

KAMIYAMA Reports vol. 179

バリューかグロースかを気にしない

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



ここがポイント！

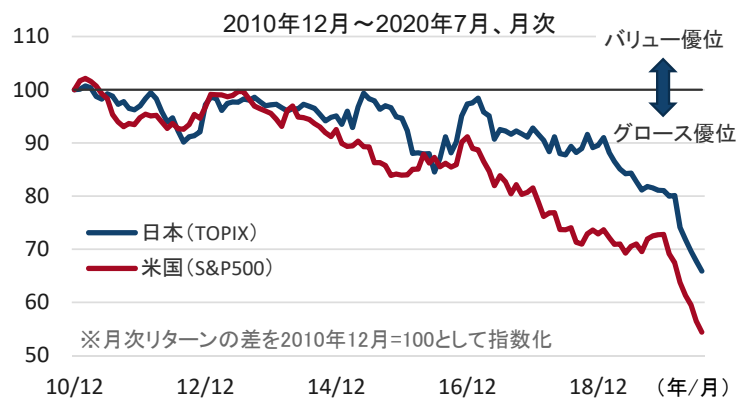
- ✓ 年金運用でバリューとグロースを区別するようになった理由
- ✓ 投資としてはセクターや銘柄で考える方が適切:結果としてのスタイル動向
- ✓ コロナ・ショックからの正常化、東京五輪実施でバリューへ

年金運用でバリューとグロースを区別するようになった理由

グロース株相場はいつまで続くのか、バリュー株はどうなるのか、といった質問が増えている。金利水準との関係などを話題として、どのような推移となるかを考えるアプローチもある。しかし、個人投資家にとってグロースかバリューかは重要ではない。そもそもグロースかバリューかを選ぶという投資は、ファンドマネージャーの性質を分散しようとする年金資金の運用の都合から生まれ、「そうせざるを得なかった」のであり、先進的な運用手法というわけではない。確かにプロのファンドマネージャーも「バリューがくる」とか「グロースがくる」などということはあるが、経済の動向からリターン・リバーサル(下がった銘柄ほど上がりやすい傾向)期待の高まりなどを想定して、結果として“バリューがくる”などと考えるに過ぎない。PBR(株価純資産倍率)で市場全体をバリュー(低 PBR)やグロース(高 PBR)というグループに分けて分析対象とし、銘柄選定を行うのは、一部のクオンツ投資やテクニカル分析に限られている。

日米株価指数のスタイル別パフォーマンスの差

【バリュー指数の騰落率－グロース指数の騰落率】



※月次リターンの差を2010年12月=100として指数化

(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

* 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

そもそも年金資金の運用は、自らが運用するのではなく、スポンサー(年金基金や企業年金などの資金運用担当者)の選ぶファンドマネージャーが行う。スポンサーは、株式のファンドマネージャーが、バリュー運用が得意か、グロース運用が得意かに分かれることに気づいた。そこで、スポンサーはグロースかバリューかでファンドマネージャーを分散・多様化したり、分散しすぎてインデックス運用と同程度の成績にならないように、運用者の分析を行うようになった。

それゆえ、バリュー/グロース指数が生み出され、運用内容を分析しやすくなった。つまり、グロースやバリューは、もともと運用スタイルとして投資の世界に存在していたものを、運用専門家を選ぶ年金スポンサーの観点から分析するようになったことで定着した。

こう考えると、高 PBR の銘柄群が低 PBR の銘柄群よりもパフォーマンスが良いかどうかは、投資においては重大な問題ではない。確かに、日本でも米国でも過去 10 年ではバリューがグロースに負け続け、しかも 2020 年に入って大きく負けている。だからグロース株相場はいつまで続くのか、バリュー株はどうなるのか、という質問につながるのだが、後述するように、コロナ・ショックからの回復を含む経済情勢を見ながらセクターを選択するほうが、投資としてはわかりやすい。金利やその他の指数でバリューがくるかグロースがくるか(PBR が高い銘柄パッケージを持つか、低い銘柄パッケージを持つか)を当てるのは、短期(1 年以内など)のトレーディング戦略としてはあり得るが、長期投資では良い視点だとは考えていない。

投資としてはセクターや銘柄で考える方が適切: 結果としてのスタイル動向

グロースやバリューとは、本来は運用スタイルであり、その成績把握のために市場を PBR の高低で 2 つに分けて見るようになった。しかし、下表のように、日本のグロースは、通信やインターネット関連としてソフトバンクグループや NTT ドコモ、製造業としてキーエンスやソニー、任天堂、医薬品などとなっており、コロナ禍でも業績を上げる企業が目立つ。バリューでは自動車、銀行が多い。米国のグロースでも、アップルやアマゾンなどのいわゆる GAFA と医薬品、バリューでは銀行、固定電話、石油などだ。

日米のグロース/バリュー銘柄比較 (2020 年 8 月 28 日時点)

グロース(高PBR)

日本: 銘柄名	時価総額	米国: 銘柄名	時価総額
ソフトバンクG	127	アップル	2,135
キーエンス	99	マイクロソフト	1,732
ソニー	99	アマゾン	1,704
NTTドコモ	94	アルファベット	1,117
中外製薬	74	フェイスブック	837
KDDI	71	VISA	419
任天堂	70	ジョンソン&ジョンソン	405
ソフトバンク	65	ウォルマート	397
第一三共	64	マスターカード	367
リクルートホールディングス	63	プロテクター&キャンブル	345

このように中身を見てみると、コロナ禍(ウイズ・コロナ)への対応力でインターネット関連銘柄を選ぶ、コロナ・ショックからの正常化で金利が変化するとき銀行に投資する、といった考えの方が自然だと考えられる。経済動向からセクターや銘柄をみて投資の意思決定をする方が、漠然とグロースとかバリューとかで投資先を選ぶよりも、売り買いの判断がし易い。

バリュー(低PBR)

日本: 銘柄名	時価総額	米国: 銘柄名	時価総額
トヨタ自動車	218	JPモルガン・チェース	313
日本電信電話	94	ウォルトディズニー	245
三菱UFJ FG	57	バンクオブアメリカ	228
本田技研工業	47	インテル	214
三井住友 FG	41	AT&T	214
ゆうちょ銀行	36	ファイザー	211
みずほ FG	35	コムキャスト	204
日本郵政	34	エクソンモービル	172
東京海上ホールディングス	33	シェブロン	160
三菱商事	33	メトロニック	145

さらに、長期投資の観点では、コロナ・ショックのサイクルで上下動するスタイル選択を考える必要はなく、グロースとバリューをどちらも保有する方が良さそうだ。確かに 10 年におよぶグロース優位は、トレンドとしてもグロースが良かったといえるが、漠然とグロースやバリューなどと PBR で二分するようなグループ化で投資先を決めても、いつ判断を変えるか、といった投資の意思決定のプロセスを設定しにくい。それよりも経済の行方を見て、未来を担うインターネットプラットフォームを選ぶとか、低金利継続とイールドカーブの傾きの減少で銀行を選ばない、といった投資の方が経済の行く末を考えて売買するという適切な判断プロセスを作りやすい。

TOPIX500 と S&P500 の構成銘柄を PBR の高低で 2 つに分け、それぞれ

時価総額上位 10 社を選出。時価総額の単位は 10 億米ドル。(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

* 上表は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

コロナ・ショックからの正常化、東京五輪実施でバリューへ

長期投資の観点からは、グロースが良いときもあればバリューが良いときもあるだろう。例えば、来夏の東京五輪開催を目指してワクチンの開発が急速に進み、経済活動が一気に正常化するならば、鉄道や空運などの株価が急回復する可能性はある。グロースが悪化しなくとも、バリューの一部といえるリターン・リバーサル効果が強く現れるだろう(株価が急落した銘柄群は、通常、利益低下で ROE が低下し PBR も低下、バリューになることが多い)。同時にコロナ・ショックの正常化期待はその後の金利水準の正常化期待につながり、銀行株上昇もあり得る。長期投資のコアとしては、どのような状態でも狼狽せず、幅広く人々の努力と工夫で価値を生み出す世界株式全体を投資対象としておいた方が良い。もちろん、投資資金の一部で、いわゆるサテライトとして、投資家自らが信じる長期成長が期待できる銘柄群に絞って投資することも良いだろう(短期サイクルでの波乗り投資ではない)。その場合、例えば次の 10 年を担う投資先を検討するのであれば、ロボットの利用拡大とか自動運転の一般化などの未来を見据えて投資するという考え方が適切だ。そのような銘柄群が次の時代の「グロース」に結果として分類されていくだろう。今、グロース銘柄に投資するかどうかを考えることは、一見簡単に見えて実は難しく(経済状況に応じてセクターや銘柄を選ぶほうが直接的)、しかも現在グロースに分類されているから将来もグロースに分類されるとは限らない点で、短期的である。

本文記載の銘柄について、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンドにおける保有、非保有、および将来の個別銘柄の組み入れまたは売却を示唆するものでもありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号: 岡三オンライン証券株式会社/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第52号

●加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引、先物取引、オプション取引および株価指数証拠金取引では投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX等)等、先物取引、オプション取引および株価指数証拠金取引は対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。株価指数証拠金取引では建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【外貨建て債券】債券の価格は基本的に市場の金利水準の変化に対応して変動するため、償還の前に売却すると損失を被る場合がございます。また、額面金額を超えて購入すると償還時に損失を被る場合がございます。債券の発行者又は債券の元利金の支払いを保証している者の財務状態の悪化等により、債券の価格が変動し損失を被る場合がございます。債券の発行者又は債券の元利金の支払いを保証している者の財務状態の悪化等により元本や利子の支払いが滞り損失を被る場合がございます。外貨建て債券は外国為替相場の変動などにより、円換算でのお受取金額が減少する恐れがあります。これにより円換算で投資元本を割込み、損失を被る場合がございます。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」という。)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金 30万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の30%以上の委託保証金が必要です。【先物・オプション】発注必要証拠金および最低維持証拠金は、「(SPAN 証拠金額×当社が定める掛け目) - ネットオプション価値の総額」とし、選択取引コース・取引時間によって掛け目は異なります。当社のWebサイトをご確認ください。また、変更の都度、当社のWebサイトに掲載いたします。【株価指数証拠金取引】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×4%以上の額とします。一部レバレッジコースの選択ができない場合があります。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×金融先物取引業協会が公表する数値とします。発注証拠金に対して、取引所FXでは、1取引単位(1万又は10万通貨)、店頭FXでは、1取引単位(1,000通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】取引手数料には1注文の約定代金に応じたワンショットと1日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。ワンショットの上限手数料は現物取引で3,300円、信用取引で1,320円。定額プランの手数料は現物取引の場合、約定代金100万円以下で上限880円、以降約定代金100万円ごとに550円加算。また、信用取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,100円、以降約定代金100万円ごとに330円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品貸料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の1.1%(最低手数料5,500円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用の諸費用が必要です。売買にあたり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【外貨建て債券】外貨建て債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。外貨建て債券の売買、償還等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【先物】取引手数料は、通常取引コースの場合、日経225先物が1枚につき330円(取引枚数により段階的減額あり)、日経225mini、ミニTOPIX先物、東証REIT指数先物、TOPIX Core30先物、東証マザーズ指数先物、JPX日経インデックス400先物が1枚につき44円、TOPIX先物、日経平均VI先物が1枚につき330円、NYダウ先物が1枚につき880円。アクティブ先物取引コースの場合、日経225先物が1枚につき275円、日経225miniが1枚につき27円です。【オプション】取引手数料は、日経225オプションが約定代金に対して0.176%(最低手数料220円)、TOPIXオプションが約定代金に対して0.22%(最低手数料220円)です。【株価指数証拠金取引】取引手数料は、セルフコースは1枚につき156円、サポートコースは1枚につき3,300円です。【投資信託】換金時には基準価額に対して最大0.75%の信託財産留保金をご負担いただく場合があります。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大2.42%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書でご確認ください。【FX】取引所FXの取引手数料は、セルフコースはくりっく365が無料、くりっく365ラージが1枚につき1,018円、サポートコースはくりっく365が1枚につき1,100円、くりっく365ラージが1枚につき11,000円です。店頭FXの取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等およびWebサイト上の説明事項等をよくお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。