

世界にめまぐるしく変化が起ころうと、バリュー株投資は変わらず魅力的な投資戦略であると考えています。その理由を次の通りご説明します。



サイモン・アドラー

ファンドマネジャー
バリュー株式チーム

「世界に変化が起こるほど、変わらないものがある」という言い回しがあります。これが最も当てはまる領域の一つが、バリュー株投資であると考えています。

家庭用電気の出現や自動車の開発、コンピューターや計算機、インターネットの誕生など、人類は歴史上、大きな変化に直面してきました。この100年間で生活は激変しましたが、変わらないものがあります。それは、人間です。人間は感情に左右されて投資判断を行う傾向があるため、人間が恐怖を感じる時は市場は下落し、貪欲な時は上昇します。このような市場環境において、バリュー株投資は一貫して成果をあげてきました。それを説明する4つのグラフを以下に示します。

まず、時価総額(市場が評価した価値つまり株価、ME)と簿価時価比率(株主資本簿価BE÷株価MEで算出)という2つの独立した項目を用いて、年次でリバランスされるポートフォリオを想定し、それぞれのパフォーマンスについて分析を行いました。

株主資本簿価(BE) - 純資産とも言います - は、理論上は企業の資産から負債を引いた価値となります。一方、株価(ME)は時価総額と同じ意味であり、市場における全発行済み株式の価値の合計となります。

グロース、ニュートラル、バリューの各ポートフォリオを定義するために、簿価時価比率(BE÷ME)のブレイクポイントをそれぞれ30パーセント、70パーセントとします。ポートフォリオは毎年リバランスされるので、グラフのデータは市場で最も割安な30%の銘柄によるポートフォリオとして定義され、常にバリュー株ポートフォリオを表しています。

グラフ1はバリュー株ポートフォリオが長期間にわたり堅調に推移したことを示しています。1926年6月に1万ドルを投資したとすれば、現在の投資額は10億ドル以上になっています。これに対して、割高なグロース株ポートフォリオを購入したとすれば、投資額は9,470万ドルとなるにすぎません。

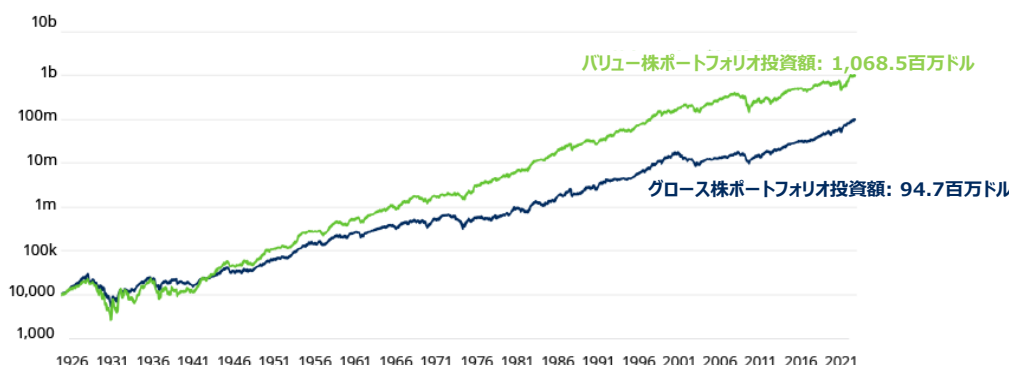
グラフ1：割安な銘柄の購入により得られるリターンの優位性

バリュー株ポートフォリオは長期的に高いリターンを達成

割安な銘柄の購入により絶対リターン、相対リターン、共に優位

バリュー株ポートフォリオのリターンとグロース株ポートフォリオのリターン、期間1926年- 2019年、1926年6月時点で10,000ドルとする。

Schroders



出所：Schroders, Fama French Database, Factset, Bernstein。米国市場データは2022年1月31日時点。2021年12月末時点で構築されたポートフォリオ。ポートフォリオは、NYSEブレイクポイントを使用し、各年の6月末時点のBE÷MEに基づいて構成されている。ある年tの6月のBEは、t-1で示す前年度の純資産で表す。MEは、t-1の12月末時点の株価×発行済株式数で表す。All NYSE, AMEX, NASDAQの構成銘柄を母集団として、t-1の12月とtの6月のME、およびt-1のBEを使用している。銘柄のBE÷MEが上位30%をバリュー株ポートフォリオと定義し、BE÷MEが下位30%をグロース株ポートフォリオと定義。

シュローダー・スナッフショット

スナッフ
ショット

グラフで示すバリュー株投資の意義

しかし投資期間として100年間をかけられる投資家は多くないため、より短い期間のリターンではどのようになっているかを見てみましょう。グラフ2は、10年毎にバリュー株ポートフォリオが市場のリターンを上回り、プラスのリターンを達成していることを示しています。2010年から2020年までの10年間は明らかに異常値(憂慮すべきもの)ですが、このグラフは5年間のフォワード累積リターンを示していることから、2010年から2020年のデータが完全に揃うまでまだ3年間あり、従って水平線の右上、つまりアウトパフォームの領域になるまで時間があることとなります。

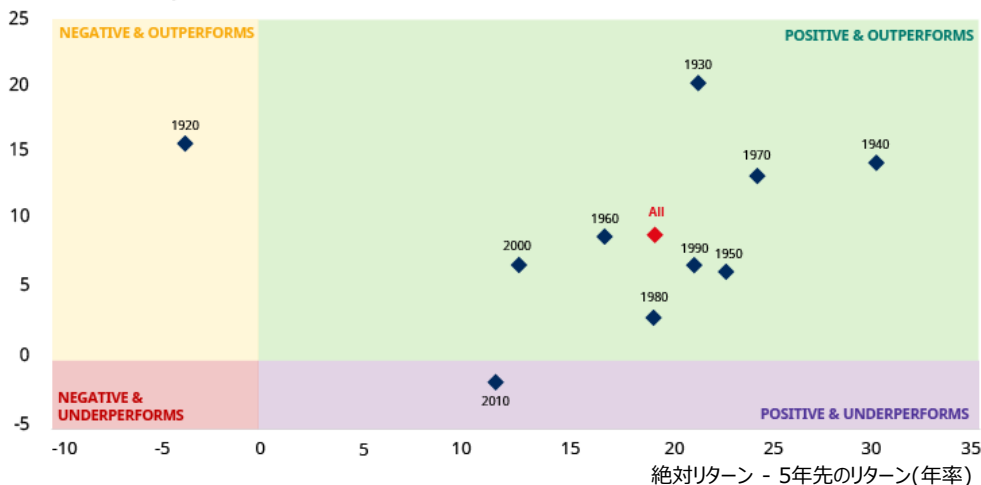
グラフ2：バリュー株の2010年以降のアンダーパフォームは例外的であり、標準的な環境ではない

バリュー株のパフォーマンス

足元のアンダーパフォームは例外であり、標準的な環境ではない

相対リターン - 5年先のリターン(年率)

Schroders



出所: Morgan Stanley。2022年4月時点。Fama-French Library。各プロットは、1926年以降の各10年間のFama-French US Value指数とUS市場の5年先の月次累積リターンの平均を示す。

これを更に短い投資期間で見えてみましょう。グラフ3は、1926年6月以降の各5年の期間で見ると、84%の期間でバリュー株が市場をアウトパフォームしていることを示しています。

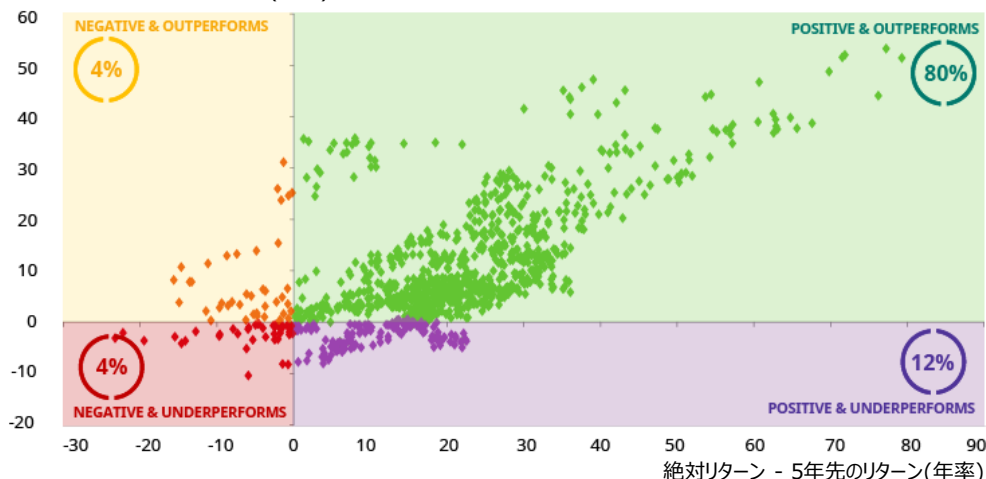
グラフ3：バリュー株の過去5年毎のリターンは広範な領域でアウトパフォームする

バリュー株のパフォーマンス

足元のアンダーパフォームは例外であり、標準的な環境ではない

相対リターン - 5年先のリターン(年率)

Schroders



出所: Fama-French Library。各プロットは、1926年6月以降のUS Value指数の5年先月次リターンを示す。1926年6月から1951年7月までの期間については、Fama-French Book Yieldの上位4分の1の銘柄ポートフォリオ、1951年7月から現在までの期間については、Fama-French earnings yieldの上位4分の1の銘柄ポートフォリオをバリュー株ポートフォリオと定義する。ポートフォリオは、NYSEブレイクポイントを使用し、各年6月末に構築。ユニバースは、All NYSE、AMEX、NASDAQの構成銘柄であり、t-1の12月とtの6月のME、およびt-1のBEを使用。

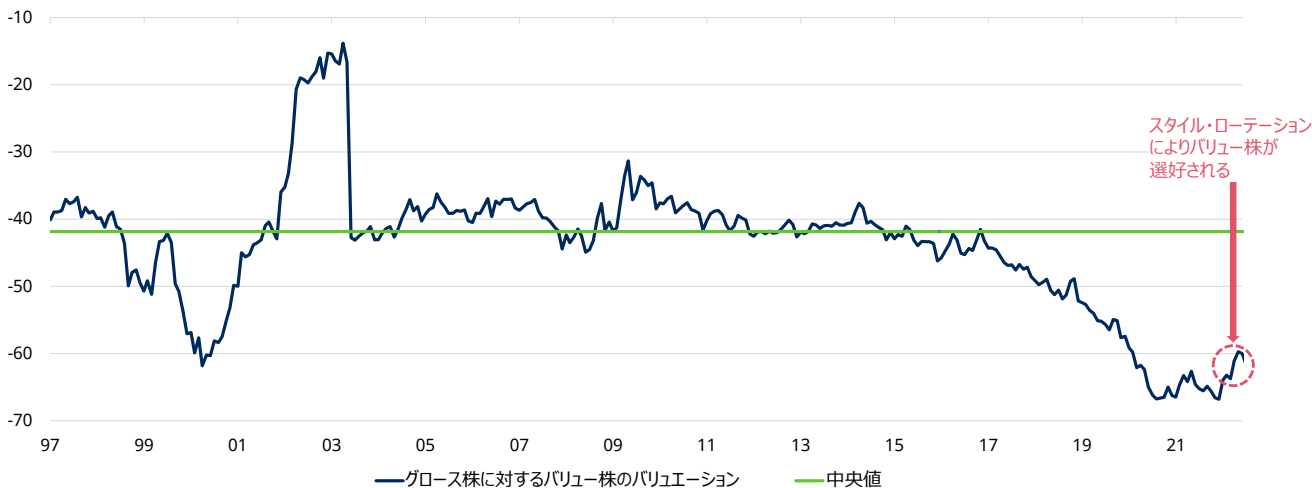
グラフで示すバリュー株投資の意義

最後に、足元の投資機会の多さは、歴史的にいずれの時点よりも多くなっています。グラフ4は、グロース株ポートフォリオに対するバリュー株ポートフォリオのバリュエーションが史上最低水準に近いことを示しています。2022年4月までに市場は大幅に修正しましたが、株価バリュエーションの格差は依然として非常に大幅なものとなっています。

グラフ4：足元の投資機会は相対的に非常に多い

グロース株に対するバリュー株のバリュエーションは過去最低の水準

MSCI ACWIバリュー指数のPER、PBR、P/DIVのプレミアム%（対グロース指数）



出所: Morgan Stanley, データは1998年1月31日から2022年6月30日までの期間。

歴史は将来のパフォーマンスの指針ではありませんが、貴重な教訓を与えてくれます。そして、100年近い歴史から得た重要な教訓は、「物事が変われば変わるほど、変わらないものがある。」ということだと考えています。世界に変化が起こるほど、バリュー株投資は魅力的な投資戦略であり続けるのです。

【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されており、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものではありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- MSCIは、本資料に含まれるいかなるMSCIのデータについても、明示的・黙示的に保証せず、またいかなる責任も負いません。MSCIのデータを、他の指数やいかなる有価証券、金融商品の根拠として使用する、あるいは再配布することは禁じられています。本資料はMSCIにより作成、審査、承認されたものではありません。いかなるMSCIのデータも、投資助言や投資に関する意思決定を行う事（又は行わない事）の推奨の根拠として提供されるものではなく、また、そのようなものとして依拠されるべきものでもありません。
- シュローダー/Schroders とは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。

シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

JPN001202