

## 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！

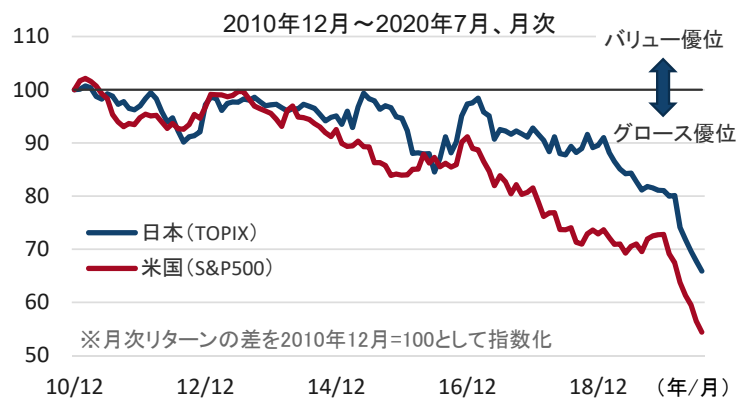
- ✓ 年金運用でバリューとグロースを区別するようになった理由
- ✓ 投資としてはセクターや銘柄で考える方が適切:結果としてのスタイル動向
- ✓ コロナ・ショックからの正常化、東京五輪実施でバリューへ

## 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   | プロクター&ギャンブル | 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。