

## バリュート投資を考える

歴史的に、割安な銘柄のリターンは長期的には割高な銘柄のリターンに比べて大きいという「バリュート効果」が様々な期間や国において観測されている。なぜバリュート効果が生まれるのかについては諸説あるものの<sup>1</sup>、バリュート投資（割安銘柄への投資）は1つの投資スタイルとして確立されている。しかし、2008年のグローバル金融危機前後から、バリュート投資のパフォーマンスは低迷しており、2020年にはその劣勢がさらに顕著となった。バリュート投資の低迷は構造的な要因によるもので、最早バリュート投資の意義はなくなったのではないかという懸念を持つアセットオーナーも多いと思われる。そのため、今回はバリュート投資の妥当性について議論したい。

### ■バリュート投資とグロース投資

「バリュート投資」とは、企業の利益や純資産などで評価した企業価値に比べて、株価が割安な（過小評価されている）銘柄に投資する手法である。割安度を測る指標として、PER（株価収益率）やPBR（株価純資産倍率）などがある。一方の「グロース投資」とは、企業の業績（売上や利益）の高い成長が見込まれる銘柄に投資する手法である。将来の利益の伸び率を重視するため、足元の株価収益率等の高さは容認される。

こうした考え方の違いにより、バリュート投資とグロース投資は異なる特性のポートフォリオとなり、市場環境によって運用パフォーマンスの出方も異なる傾向がある。

【図表1:バリュートとグロースの累積相対パフォーマンス比較】



（出所）Bloombergよりみずほ総研作成。2000年12月末からのMSCI World Growth Index(USD)からMSCI World Value Index(USD)を控除（対数収益率）。

過去においては、バリュート投資優位の期間とグロース投資優位の期間は循環して出現していたが、図表1のとおり2008年の金融危機前後より今に至るまでグロース投資優位が継続しており、バリュート投資を継続することは果たして妥当であるのかとの疑問をもつアセットオーナーもいるだろう。

そこで、まずはバリュート投資低迷の要因を挙げた上で今後の投資の妥当性について検討する。

### ■バリュート投資を取り巻く環境

バリュート投資低迷の要因としては大きく以下が考えられている。

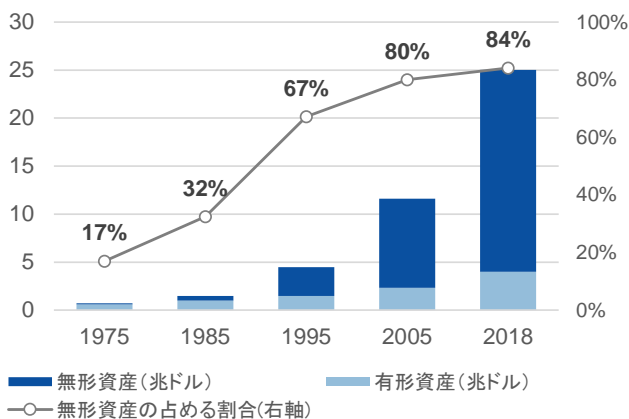
#### ①非財務情報の価値

冒頭に述べた通り、バリュート投資は一般的に企業の利益や純資産に対して株価が割安な銘柄に投資する。この指標の1つとしてPBRがあるが、これがバリュート投資の指標として機能しにくくなっている可能性がある。PBRは、株価を1株あたり純資産で割った数値（低いほど割安とされる）であるが、この指標を計算するのに使われる会計上の純資産に、企業の無形資産（知的財産、特許、ブランド価値など）が考慮されていない。今日において、これらの無形資産が企業の利益を生み、維持するための中核的な働きをしている場合が多いにも拘わらずである。

<sup>1</sup> リスクプレミアムもしくはミスプライシング（業績の良い/悪い企業の投資価値を過大/過小評価してしまう）がバリュート効果の源泉として説明されることが多い。

図表2のとおり、S&P500採用企業の資産に占める無形資産の価値は上昇し続けており、2018年には84%に達しているとされる。こうした変化をバリュート投資は捉えきれていない可能性がある。

【図表2:S&P500社の資産額の推移(兆ドル)】



(出所) Aon “2019 Intangible Assets Financial Statement Impact Comparison Report” よりみずほ総研作成。

## ②低金利

グローバル金融危機以降続いている低金利環境は、グロース投資に優位となる傾向がある。低金利環境においては、投資家が将来のキャッシュフローを割引く際に適用する割引率が低下するためである。相対的に遠い将来のキャッシュフロー成長を期待するグロース投資においては、割引率低下による現在価値の上昇(≒株価の上昇)の恩恵が大きい。

【図表3:米国10年国債とのバリュート/グロースの関係性】



(出所) Bloombergよりみずほ総研作成。

図表3は、図表1に米国10年国債利回りの推移を重ねたものである。金利低下局面(図の青塗り部分)

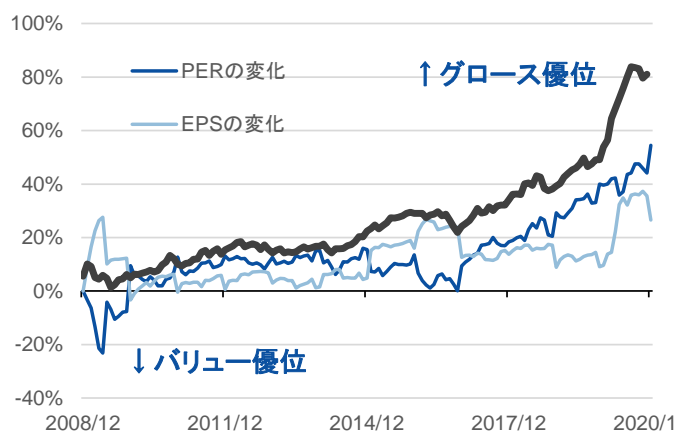
<sup>2</sup> MSCI World Growth インデックスの約75%はこれらのセクターで構成される(MSCI “Fact Sheet 2020/2”より)。

においてグロース投資が優位となる傾向が確認できる。(一方で、金利上昇局面におけるバリュート投資優位も傾向としては確認できるが、2016年以降の金利上昇時はグロース投資が優位であった。)

## ③投資家の選好

グロース投資では、情報技術、ヘルスケア、通信、一般消費財セクターが投資先となることが多く<sup>2</sup>、デジタル化、消費者の需要の変化、脱炭素などの産業構造の変化を背景に、このようなセクター・銘柄への投資家の選好が進んでいると考えられる。

【図表4:バリュートとグロースの累積相対パフォーマンスの分解】



(出所) Bloombergよりみずほ総研作成。

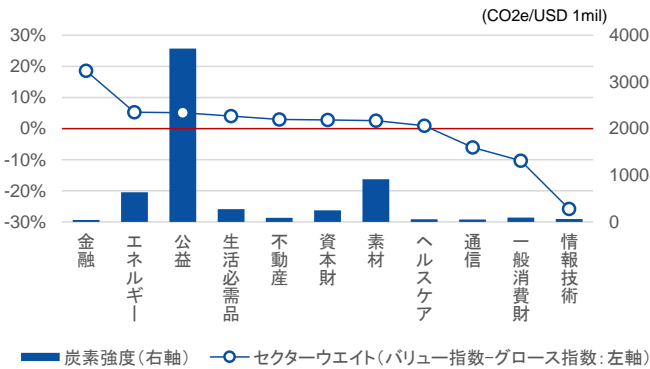
図表4は、図表1のバリュート・グロースの累積相対パフォーマンスを、グロース投資優位となった2008年以降の期間についてEPS(1株あたり利益)の変化とPER(株価収益率)の変化に分解したものである。グロース投資優位の背景には、相対的に高い利益成長(EPSの伸び)とPERの伸びの双方が寄与していることが確認できるが、特に、2017年頃からはグロース銘柄のPERの伸びが顕著となっている。前述の産業構造の変化も背景に、投資家のグロース銘柄への期待値が高まったことが伺える。

## ④ESG投資との関連

近年では、ESG投資が勢いを増しており、環境・社会・ガバナンスに関する課題は投資家や規制当局の

関心事となっている。このESG投資は、バリュー投資の投資先となることの多いエネルギー、タバコ、ギャンブル等の企業にとって大きな影響を及ぼしていると考えられる。

【図表5:セクター毎の炭素強度とバリュー/グロースの相対比率】



(出所) S&P “Carbon Risk Integration in Factor Portfolios” 及び MSCI Fact Sheet よりみずほ総研作成。バリュー指数は MSCI World Value 指数、グロース指数は MSCI World Growth 指数 (セクター比はいずれも2月末)。

図表5の折れ線グラフはバリュー指数の各セクターのウエイトからグロース指数のウエイトを控除した割合を示しており、図中赤線より上に位置するセクターは相対的にバリュー投資の比率が高くなっている。棒グラフは炭素強度<sup>3</sup>を示しているが、これが相対的に高い公益、素材、エネルギーといったセクターはいずれもバリュー投資の比率が相対的に高いセクターであり、近年のESG投資への関心の高さがバリュー投資には逆風となっている可能性もある。

### ■バリュー投資継続の妥当性

上記に述べたようなバリュー投資にとって逆風といえる環境が今後も続くのであれば、バリュー投資の劣勢は今後も継続する可能性はある。

一方で、上記のような環境が変化するような事態も十分に想定しうる。例えば足元では、米金利上昇によりグロース投資の調整がみられ、今後バリュー

投資が優位に推移する可能性もあるほか、過度に割高となった銘柄から割安な銘柄へのシフトが進む可能性もある。もしくはグロース投資を牽引する情報技術・通信企業への規制等により、スタイルの優劣が循環することも起こりうると考えられる。こうした変化のタイミングを事前に推し量ることは困難であることから、以下の点に留意しつつ、長期的にバリュー投資とグロース投資の双方を行うことが分散投資の観点から好ましいと思われ、その意味ではバリュー投資を一定の割合で継続する意義はあると考えられる。

- ・ 上述「①非財務情報の価値」で述べたとおり、経済の変化により、無形資産の拡大は、PBR等の指標を用いてシステマチックに運用されるバリュー投資が今後も劣勢となる可能性を示している。そのため、委託する運用戦略において、何を以て「バリュー (割安)」と判断しているかを確認することが重要であると考えられる。
- ・ リスク管理の観点で、バリュー投資に一定程度の配分を行うことは引き続き有効であると考えられるが、委託するバリュー投資が株式全体のポートフォリオに分散の機能を果たすかについて改めて確認することも重要である。バリュー投資にとって厳しい局面が続いたため、運用機関において様々な運用上の工夫がなされており、その結果、例えば採用時に期待されたポートフォリオ特性とは変化していることも考えられる。改めて、バリュー投資の意義を考え、その役割期待に沿った戦略に資金を配分することが肝要である。

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

<sup>3</sup> エネルギーあたりの炭素排出量。エネルギー消費に伴い、どの程度 CO<sub>2</sub> を排出するかを示し、CO<sub>2</sub> 排出量の

大きい石炭や石油よりも太陽光発電などの割合が増えると、この値が下がる (環境省資料より)。