

グローバル・エクイティ・オブザーバー

これからバリュー株相場は訪れるか？ 過去の相場を振り返る

アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ | インターナショナル・エクイティ運用チーム | インベストメント・インサイト | 2020年11月

夏にグロース株が驚異的に上昇した後、しばしば投資家から、「おそらく今すぐではないにしても、短中期的にバリュー株相場に入るかどうか」という質問を聞かれます。

政府の介入、中央銀行の政策、インフレ、政局の変化など、こうしたバリュー株相場のきっかけとなりうる潜在的な外部要因について、私たちは確固たる見解を持っていません。しかしながら、利益（より正確にはキャッシュフロー）が最終的にはバリュー株相場のけん引役になると考えています。特に、利益成長の予測可能性です。市場全体の利益成長がより予測可能であればあるほど、バリュー株相場が現実のものとなる可能性は高まります。

図表1はこの点について示しています。棒グラフは、12か月予想EPS成長のコンセンサス予想を示しています。濃い青の折れ線グラフは、EPS成長の実績値を示しています。棒グラフと折れ線グラフが近接して並んでいる箇所では、コンセンサスが概ね正しかったことを意味しており、乖離しているところは、利益の予測が正しく行われず期待が外れたことになります。縦の網掛けで示した領域は、バリュー株相場の期間、すなわち、MSCIワールド・バリュー・インデックスがMSCIワールド・グロース・インデックスをアウトパフォームした期間を示しています。ご覧のように、過去のバリュー株相場は、利益の予測が正しくなっていた時期に起こっていました。

これは、それほど意外なことではありません。バリュー株とは、直近の内在価値に比べて割安な銘柄のことです。企業の内在価値は、その企業の将来のフリーキャッシュフローによって決まり、利益はフリーキャッシュフローの重要な構成要素であり、したがって、利益は企業の配当の支払いや事業への再投資を行う能力の重要な構成要素と言えます。例えば景気循環性や、

筆者



NIC SOCHOVSKY
マネージング・ディレクター



DIRK
HOFFMANN-BECKING
エグゼクティブ・ディレクター

「利益成長がより予測可能
であればあるほど、
バリュー株相場になる
可能性は高まります。」



図表1
MSCIワールドEPS成長：予想と実績の比較



出所：MSIMおよびファクトセット（2020年10月）

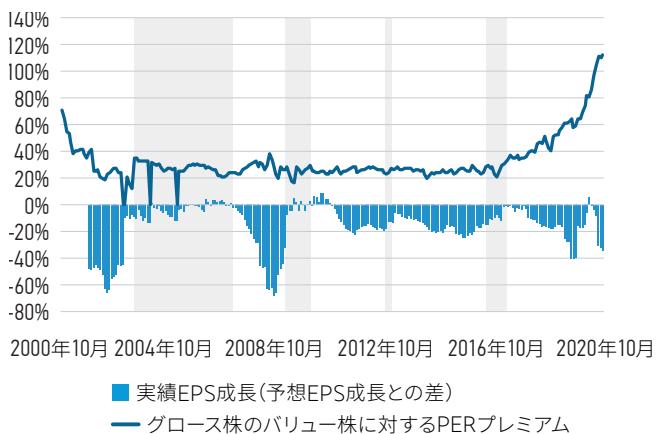
経営者、構造的な問題などによって生じる不確実性により、しばしばバリュー株は内在価値から割り引いて取引されるため、利益が予測可能な期間においては魅力的になることがあります。このような場合には、株価と内在価値間のギャップはかなり簡単に判断できます。期待外れな利益が続いたらしく、投資家にとって内在価値を見極めることは困難となり、不確実性に起因する株価下落が深まります。

2003年から2007年7月までのバリュー株相場を見ると、安定した「ゴルディロックス」環境（景気が過熱も冷え込みもない適度な状況にある環境のこと）であったことから、利益成長の予測は容易であり、バリュー株はアウトパフォームしました。同様に、2009年から2010年の回復期には、循環型（シクリカル）バリュー株の利益予想は信頼できるものであったため、投資家からの買い戻しが入りました。

「バリュー株相場は何よりもまず利益によって起こるもので、バリエーションによって起こるものではありません。」

2010年以来、10年近くにわたり、マイナス金利だけでなく技術革新や政治的な混乱（最初はユーロ圏、次に米中関係）により、ほとんど一貫した失望的な利益を私たちは目の当たりにしてきました。一時的な救済措置によって予想に見合った利益成長が実現した、2012年から2013年の非常に短い期間と2016年を除けば、失望的な利益によりバリュー株はアンダーパフォームしました。

図表2
グロース株のプレミアムおよび失望的なEPS



出所：MSIMおよびファクトセット（2020年10月）

グロース株と比較したバリュー株の相対的な割安性は、さほど重要ではありません。PER（株価収益率）で見たグロース株のバリュー株に対するプレミアムは、過去20年間における主な4つのバリュー株相場に入る前にも、入った後でも、かなり安定していました。言い換えれば、バリュー株相場は何よりもまず利益によって起こるもので、バリエーションによって起こるものではありません。

2020年、新たな世界へ

現在のコロナ危機において、目先の利益に対する失望は2018年ほど悪くないにも関わらず、グロース株に対するバリュー株のアンダーパフォームは過去20年間で最大となりました。この結果、バリュー株とグロース株の相対的なバリエーション格差は、2000年以降で最も大きくなっています。

「利益成長がより予測可能にならなければ、バリュー株相場は訪れないでしょう。」

この格差が示唆するところは、今後、より多くの利益に対する失望が訪れる、すなわち、12カ月予想コンセンサスである35%の利益改善は単に実現しないと考えられている、ということです。市場が正しいかどうかは分かりませんが、利益成長がより予測可能にならなければ、バリュー株相場は訪れないと確信しています。また、過去10年に見られたように、利益の予測可能性は単に経済成長だけに左右されるものではなく、企業がいかにうまく変革に対応し、新しいテクノロジーを採用し、さらに（今後ますます）いかにESG問題にうまく対応できるか、という問題もあります。言い換えれば、バリュー株相場になるためには、非常に多くのことが正しい方向に進む必要があります。

バリュー株相場におけるクオリティ株

このことは、次の疑問につながります。すなわち「バリュー株相場において、クオリティ株のポートフォリオはどのように動くのか」ということです。私たちが定義するクオリティ株は、何よりもまず、予測可能な利益成長を持続的に高い利率によってもたらす銘柄です。予測可能な利益を有する企業がわずかしか存在しない時期においては、クオリティ株がアウトパフォームする傾向があります。その主な背景として好調な利益が挙げられますが、希少性プレミアムが高まることも一因となっています。バリュー株相場においては、この希少性プレミアムは低下します。しかしながら、予測可能な利益成長に影響はありません。したがって、クオリティ株のポートフォリオにおける絶対的なリスクは、利益にはなくバリエーションにこそあります。私たちが運用するポートフォリオの過去の傾向と相対的なパフォーマンスを見ると、バリュー株相場（2003～2007年、2009／10年、2012／13年、2016年）には、概してパフォーマンスは相対的に遅れをとったものの、絶対的な観点で見ると堅調だったことが分かります。さらに足元の、この前例のない環境下においても、私たちが運用するグローバル・ポートフォリオの利益特性が予測可能性とレジリエンス（回復力）を示していることが再び確認されました。

「この前例のない環境下においても、私たちが運用するグローバル・ポートフォリオの利益特性は予測可能性とレジリエンス（回復力）を示してきました。」

現在の私たちの主な懸念事項はバリエーションです。パンデミックでは、予測可能な利益特性を持つ企業はさらに希少になり、そのバリエーション・プレミアムも上昇しました。これは、高成長のテクノロジー企業や、いわゆる「コロナ危機の勝ち組」に当てはまります。

私たちは、株価下落の要因は2つしかないと考えています。すなわち、EPS（一株あたり利益）の低下か、PER（株価収益率）の低下のどちらかです。このことから、高成長／高バリエーション企業について私たちは警戒せざるを得ません。結果、ここ数年にわたり私たちが行ってきたポートフォリオの変更は、利益成長よりもバリエーションに対する懸念によるものが主でした。バリエーションが高すぎる銘柄から、より現実的なバリエーションの銘柄へと着実にシフトしてきました。バリエーションに対する私たちのアプローチと好調な利益の両方の結果として、私たちのポートフォリオは市場と比較して、実際に割高性が低下しました。対照的に、大半のグロース株ポートフォリオはパンデミックの期間中に割高になっています。

今後も、絶対値でも相対値でも、バリエーションを可視化することはできません。短期的および中期的にポートフォリオがアウトパフォームするかどうかは、市場が全体的な利益の予測可能性が高い世界に移行するかどうかに、一部左右されるでしょう。しかし、相対的なパフォーマンスは私たちの目標ではありません。利益が予測可能かつ複利のように増加し、持続的に高い投下資本利益率をあげる企業の株式を許容可能な価格で買うことを目指しています。私たちの目標は、長期的な相対リターンではなく絶対リターンを生みだすことなのです。

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものであります。本書と原文(英語版)の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はグローバル・フランチャイズ運用戦略に関する情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示書類ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることもあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、弊社は、本投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

1. 投資一任契約の概要

投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれを引き受けます。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

2. 元本損失が生ずることとなるおそれ

受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

3. 投資一任契約締結に際しての留意事項

受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

リスクについて

当運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従って、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

費用について

投資一任契約に基づいて直接投資をする場合の費用

投資顧問料率

25億円までの部分に対して	0.880% (税抜 0.800%)
25億円超50億円までの部分に対して	0.825% (税抜 0.750%)
50億円超100億円までの部分に対して	0.770% (税抜 0.700%)
100億円を超える部分に対して	0.715% (税抜 0.650%)

※ 表記の料率は年率表示です

※ 上記以外に投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の報酬体系は上記と異なる場合があります

※ 契約資産の性質・運用方法等により、お客様と協議の上、最低受託額、受託額及び投資顧問料率を別途取り決めることができます

※ 税込料率は法律に定められる税率が適用されます

また、投資一任契約に基づく組入資産の売買手数料、保管費用等をお客様にご負担いただきます。(当該手数料等につきましては、運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません。)

最低受託金額

効率的な運用を実現するという観点から、個別口座の最低受託金額を50億円と設定しております。

《ご注意》

上記に記載している費用項目につきましては、一般的な投資一任契約を想定しております。受託資産の運用に係るリスクや費用については、投資一任契約を締結する際に、事前に契約締結前書面をご覧ください。

投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の費用

組入れ予定の投資信託は、弊社がお客様と締結する投資一任契約に基づいて投資を行うための専用ファンドであり、当該目的での利用に限定しております。

投資顧問料率

一律 0.825% (税抜 0.75%)

組入れる投資信託で弊社が運用報酬を受領する場合、上記料率から控除して投資顧問報酬額を算出します。

- 組入れ予定の弊社設定投資信託から弊社が受領する運用報酬はございません。したがって、投資顧問報酬額は上記の年率 0.75% (税抜) で計算されます。
- 表記の料率は年率表示です。
- 契約資産の性質・運用手法等により、お客様と協議の上、別途報酬額を取り決める場合があります。
- 税込料率は法律に定められる税率が適用されます。

投資信託にかかる費用

信託報酬 年率 0.055% (税抜 年率 0.05%)

内、委託者報酬 (運用報酬) ありません

信託財産留保 (相当) 額 基準価額に 0.20% を乗じた額 (解約時)

- 販売手数料はございません
- 当該投資信託に関する以下のその他の費用を、投資信託財産で間接的にご負担いただきます
 - 組入有価証券を売買する際に生じる取引費用
 - 外貨建資産の保管費用
 - 信託事務の処理に要する諸費用
 - 受託会社の立替えた立替金の利息
 - 投資信託財産に関する租税
 - 投資信託財産に係る監査報酬
 - 法律顧問に対する報酬
- 投資信託約款および受益者に対する報告書の作成、印刷および交付に係る費用
- 公告および投資信託約款の変更および解約に関する書面の作成、印刷および交付に係る費用
- 投資信託振替制度に係る手数料および費用等

(上記その他の費用については、当該投資信託の運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません)

上記投資顧問報酬 (0.75%) と上記投資信託の信託報酬 (0.05%) の合計は、0.80% (年率、税抜) となります。

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第410号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

www.morganstanley.com/im/jp