

2020年12月9日

志村 徹郎

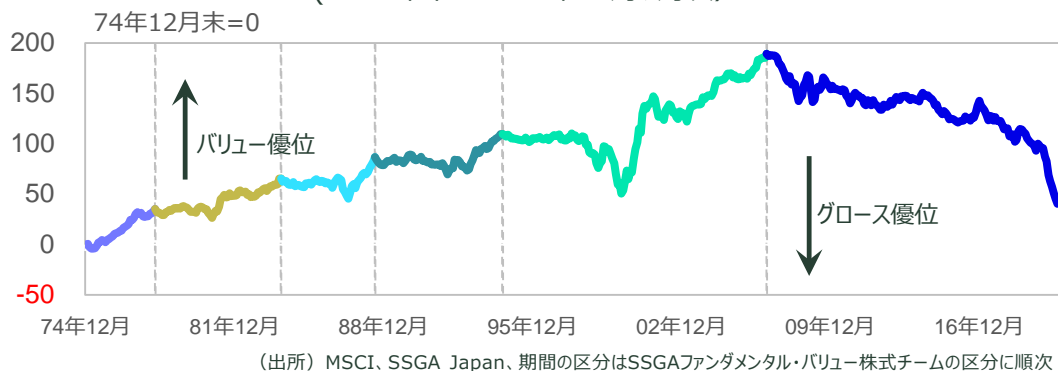
ステート・ストリート・グローバル・
アドバイザーズ株式会社
運用部
ポートフォリオ・ストラテジスト

グロース株からバリュー株への ローテーション

新型コロナウイルスに対する非常に有効性の高いワクチンの開発が進展しているとのニュースを受けて株式市場は11月に大きく上昇しました。その際、アフターコロナを見据えこれまで売込まれていた旅行や消費サービス関連の銘柄が買われると共にグロース株からバリュー株へのシフトが進展していたと言われます。このグロース株からバリュー株へのローテーションの先行きを考えるため、長期に渡るバリューとグロースの相対的なパフォーマンスを振り返り、次にバリュエーション情報を加味してバリュー株の反発のポテンシャルを推定してみようと思います。

図表1はMSCI社が算出している先進国株式の長期に渡るバリュー指数とグロース指数の相対パフォーマンスです(グロス指数ベース)。このグラフが上昇している時期はバリュー指数が優勢で、下落している時期はグロース指数が優勢です。図表1は縦の線で6つの期間に区分し色分けしていますが、これは弊社ファンダメンタル・バリュー株式チーム(在ダブリン)による分け方に倣ったもので、バリュー株の優位がピークに達した時点からその次のピークまでを1つの期間としています。

(図表1) MSCIワールド バリュー/グロース 累積相対パフォーマンス
(1974年末~2020年11月、月次)



図表2には図表1に描いた各期間の相対パフォーマンスを数値としてまとめています。この表から各期間の月数が時が進むにつれて長くなってきていることが分かります。この点は近年、学者や実務者の間でバリュー/グロースというスタイル分析の枠組みの有効性が失われているという議論を巻き起こしてきました。また、ボトム時点で付けた下落率とピーク時上昇率との差が非常に大きいことも目に留まります。期間5まではグロース株からバリュー株へのローテーションが起こると、バリュー株はローテーション前に劣後していた収益率を取り戻しただけでなく、同等以上の収益率を上乗せしてきたことが分かります。

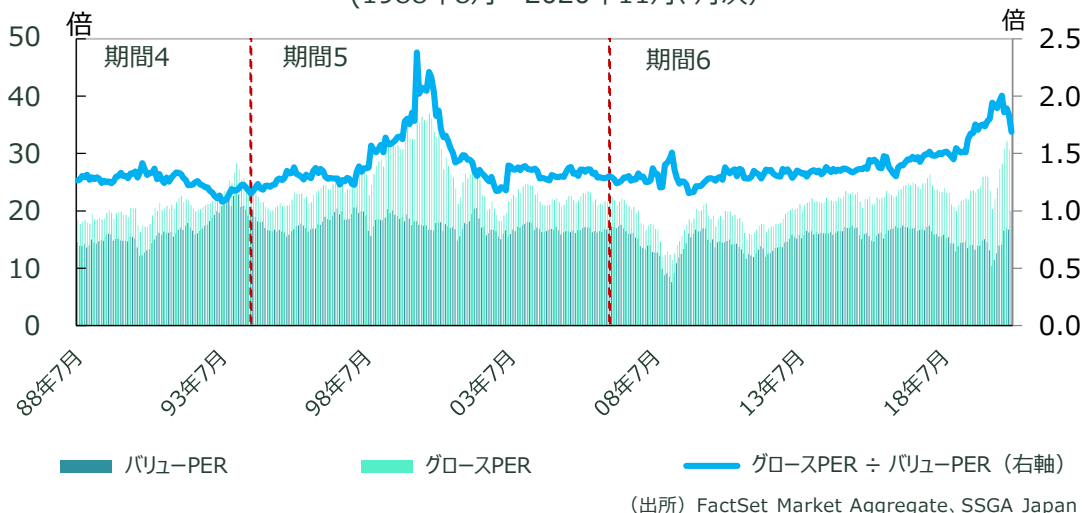
(図表2) 期間別 バリュー/グロース 相対パフォーマンス

	期間1	期間2	期間3	期間4	期間5	期間6
開始年月	1975年1月	1978年3月	1984年3月	1988年8月	1994年8月	2007年1月
終了年月	1978年2月	1984年2月	1988年7月	1994年7月	2006年12月	'20年11月以降
月数	39	71	53	72	149	167以上
ボトム時点	1975年4月	1980年11月	1987年4月	1991年12月	2000年2月	2020年8月
ボトム時下落率(%)	-4.0	-6.6	-12.0	-9.2	-28.2	-51.5
ピーク時上昇率(%)	35.4	22.2	12.9	12.3	38.0	-
リターン変化幅(%)	39.4	28.8	24.9	21.5	66.2	-

(出所) MSCI, SSGA Japan、期間区分はSSGAファンダメンタル・バリュー株式チームの区分に順次

図表3は、期間4からのMSCIワールド・バリューストック指数とグロース指数の今期予想PER（中央値）とその比率の推移を示したものです。期間4では両指数のPERの差は殆ど広がりにませんでしたが、ITバブル期を含む期間5ではグロース指数のPERはバリューストック指数の値の2.4倍弱まで拡大し、今年7月にも2倍まで広がりました。

(図表3) MSCIワールド バリューストック指数 グロース指数 PERの推移
(1988年8月～2020年11月、月次)

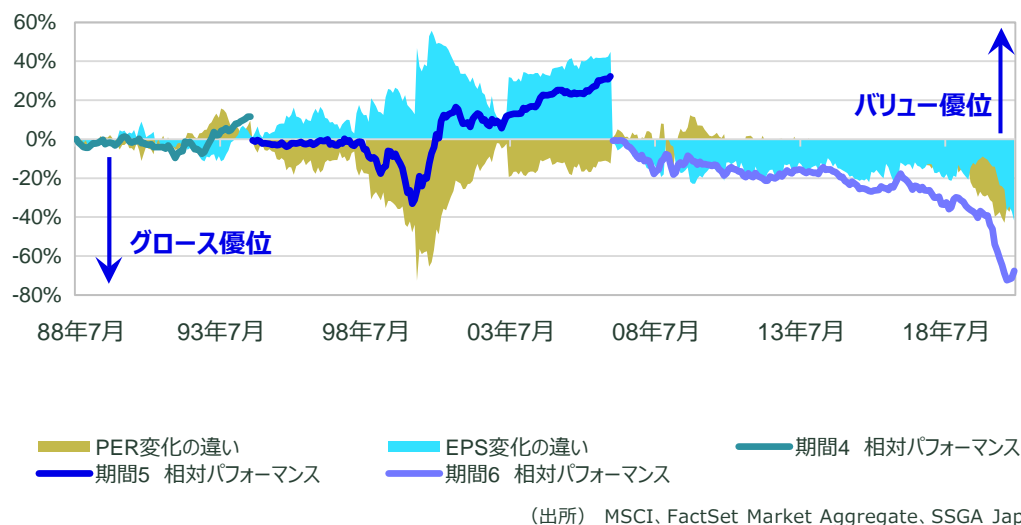


図表3のPERデータを利用して期間4からの相対パフォーマンスをバリューストック指数とグロース指数のPER変化の違いとEPS変化の違いに分解してみたのが**図表4**です。

図表4によれば、期間5の相対パフォーマンスはPER変化の違いのみに起因していて、EPS変化はバリューストック優位に推移していました。一方、期間6ではPER変化もEPS変化も概ねグロース優位に推移しています。このため、グロース指数の割高なPERが修正されるとしてもEPS変化の優位性が残るので相対パフォーマンスはゼロに戻らないかもしれません。

足元の相対パフォーマンスは約6割がEPS変化の違いに起因するものなので、これまでの劣後分の約4割（**図表2**に基づく20%強）のリターンを取り戻すというのが現時点でのバリューストック株の反発ポテンシャルとして妥当な水準だと考えます。

(図表4) MSCIワールド バリューストック/グロース 期間別相対パフォーマンスの要因分解
(1988年8月～2020年11月、月次)



ご留意事項

- ・本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。
- ・本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。
- ・本資料は2020年12月9日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。
- ・なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。
- ・本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。
- ・弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発実例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。
- ・本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- ・本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。
- ・本資料の記載内容は2020年12月時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

※次回の「資産運用フォーカス」No.25は、2021年1月13日（水）発行予定です。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第345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、日本証券業協会

ssga.com/jp

著作権© 2020 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製
Tracking Number: 3362628.1.1.APAC.RTL, Exp. Date: 12/31/2021