

(年金運用)：グロース／バリュー投資

株式運用ではスタイルが重要なパフォーマンスの決定要因となっている。伝統的なグロース／バリュー投資の違いを簡単に復習した上で、最近のトレンドを紹介する。

スタイル運用では、グロース／バリュー運用が典型的な例である。このスタイルの違いにより、短期的なパフォーマンスには大きな差が生まれる。グロース・マネージャーは利益成長に着目する。グロースといっても様々な運用手法があるが、共通する特徴としては、(1)継続的に高い成長が見込まれる企業への投資、(2)メモタムに着目、することである。企業が成長して利益が増加すると、PER が将来も一定の前提の下では、株価も同様に成長する。他の企業より、継続的に高い成長が期待できれば、株価上昇も平均以上となるはずである。特に、このような企業は、増収増益の発表を繰り返し、継続的に株価が上昇することも多い。

グロース・マネージャーにとってのリスクは、実際の利益成長が、見込みより悪くなった場合である。市場の評価は、このような期待を裏切った企業に対して、大きなペナルティーを科すことも多い。あるいは、企業が見込み通り成長したものの、投資家のリスク回避度が高まり PER が低下してしまった場合には、株価は利益成長ほど値上がりしない。

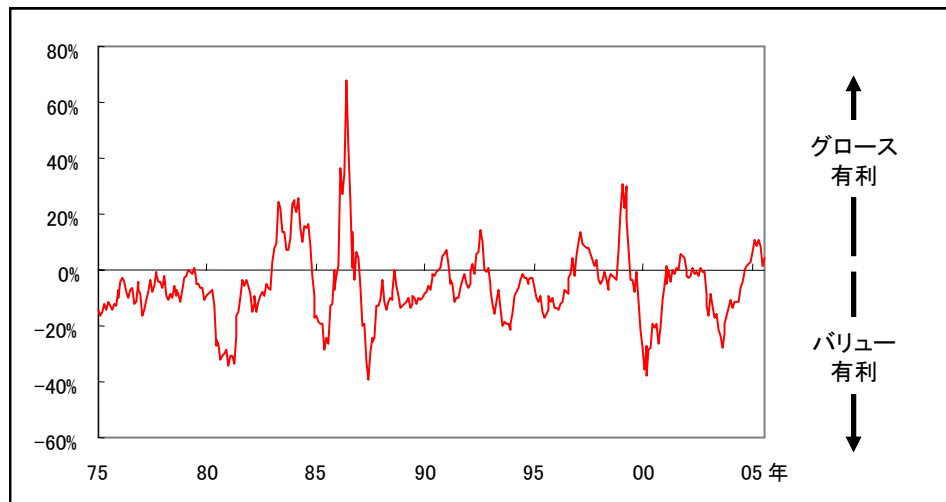
一方、バリュー・マネージャーは株価水準に着目する。バリューにも様々な運用手法があるが、共通する特徴は、(1)低 PER や低 PBR 銘柄への投資、(2)逆張り戦略、である。PER や PBR などのバリュエーション(評価)指標を利用し、企業利益や保有資産と比較して株価が割安と考えられる株式を購入する。そのような株は、通常、値下がりしている場合が多い。PER などの評価指標が適正な水準まで回復し、株価が値上がりすれば売却して、利益を得ることができる。

バリュー・マネージャーにとってのリスクは、マネージャーが割安だと判断して株を購入しても、市場が割安と評価せず、そのままの水準に放置される場合である。市場には、常に割安で適正と思われる水準に回復しない株も存在する。また、たとえ市場全体の評価指標が回復したとしても、企業業績が悪化した場合は、株価は下落するかもしれない。

ところで、グロース株とバリュー株のどちらが有利であったか表す指標として、リターン・スプレッド(相対パフォーマンス)が利用される(図表1)。過去1年間のグロース株とバリュー株のリターンの差が、マイナスであればバリュー株が有利であったことがわかる。

リターン・スプレッドは、年によって変動していて、日本経済への成長期待が高まり、通信、ネットワーク、サービス業を中心とした企業の株価が上昇したネットバブルの98~99年には、グロース株のパフォーマンスが非常に高まった。その後、2000年に入ると、ネットバブルは崩壊し、バリュー株が優位となった。また、最近では、景気回復による成長期待の高まり等により、グロース株の有利性が回復している。わが国では、75年以降、平均するとバリュー株の方が有利で、リターン・スプレッドは-5.7%(標準偏差13.0%)となっている。

図表1: わが国のグロース株とバリュー株のリターン・スプレッド(相対パフォーマンス)



(注) 上記図表は、「グロース株インデックスの年率リターン - バリュー株インデックスの年率リターン」。グロース株はMSCI Japan Growth TR、バリュー株はMSCI Japan Value TR (データはイボットソン・アソシエイツ)。データ期間は1975年1月～2006年5月(月次)。

年金運用では、このグロース株とバリュー株のパフォーマンス格差をどのように利用できるであろうか。一つの方法は、パフォーマンス格差に“賭ける”ことである。例えば、今後の景気回復などによる投資家のリスク回避度低下を梃に、現在、歴史的に見て低水準な日本株のPERが上昇すると考えれば、バリュー株が有利であろう。一方、次期政権が、日本経済の成長性を高める政策を打ち出せると考えれば、グロース株が有利かもしれない。ただし、一般には、グロースか、バリューのどちらが良いのか見極めるのは難しいとされている。

もう一つは、パフォーマンス格差があることを前提に、ポートフォリオを構築するという、株式運用のリスク管理に利用する方法である。これは、グロース、バリューのどちらが良いかを見極められない場合に、どちらにもそれほど偏りのないポートフォリオを構築すれば、高い超過リターンの達成という“最善”の結果を諦めるかわりに、リスク管理された“負けなし”運用が可能となる。

最近、非常に興味深いこととして、グロース株とバリュー株のリターン・スプレッドの世界的な相関が、ITバブル以降、非常に高まっている。99年以降のわが国と米国とのリターン・スプレッドの相関係数は0.80であり、それ以前(75～98年までの0.05)と比較して飛躍的に上昇した。つまり、米国やヨーロッパでバリュー株が有利であれば、わが国でもバリュー株が有利となる傾向が強まっている。

この傾向が、この先も続くとしたら、グロース株とバリュー株とでどちらが有利かというのは、わが国の経済や投資家の事情だけの問題ではなく、世界的な株式市場の変化に影響されることになる。このように、世界のスタイルの連動性が高まった理由としては、株式の評価が、国を基に評価されるよりも、産業など世界共通なリスクを基に評価されるようになってきたから、との指摘もある。

(北村 智紀)