

幅広いバリュエーション指標を深く理解する必要性の高まり

執筆者



Robert M. Almeida, Jr.
ポートフォリオ・マネジャー
兼グローバル・インベストメント・
ストラテジスト

概要

- 株価収益率の上昇とリスクプレミアムの低下は、株価が割高であることを示唆しています。
- バリュエーション指標の欠陥を理解することが重要です。
- 足元の環境は、高い株価売上高倍率を維持できないと思われます。

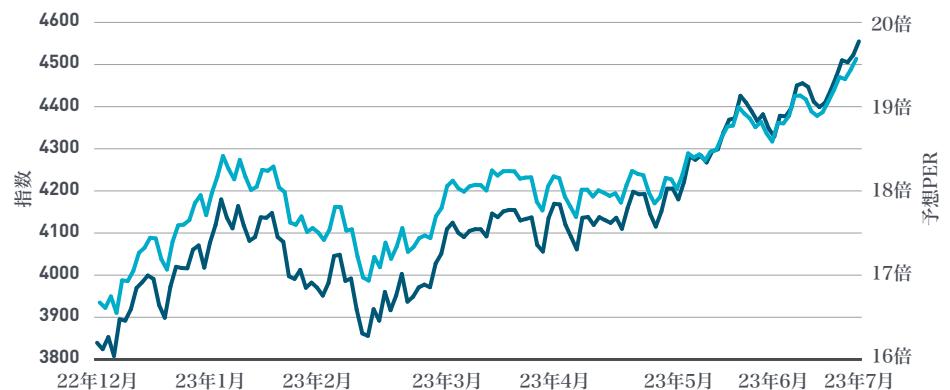
株価収益率の上昇とリスクプレミアムの低下

今年の世界の株式市場は、過熱する人工知能(AI)の台頭、インフレ率の低下、懸念されていたよりも良好な経済指標に支えられ、堅調に推移しています。

一方で、利益成長率予想は低水準から若干のマイナスにとどまっています。利益予想の伸びを伴わずに株価が上昇しているため、図表1で示すように株式の株価収益率(PER)は上昇しています。つまり、投資家はこれまでと同じ企業利益に対しより多くの資金を投じているのです。

図表1: 少ない企業利益に多くの資金を投じる

■ S&P500指数(左軸) ■ S&P500指数の予想PER(右軸)

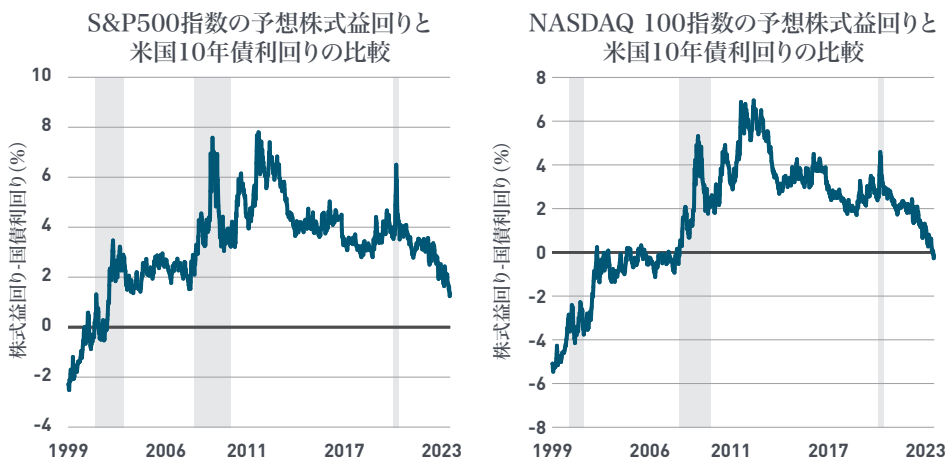


出所: FactSet. 2022年12月30日から2023年7月18日までの日次データ。予想株価収益率(PER)は12カ月先予想ベースです。

この状況は、株式リスクプレミアムの観点から見ても明らかです。予想株式益回りと国債利回りの差である株式リスクプレミアムは、これまで平均で3~5%でした。しかし、2022年に始まった利上げサイクルによって金利が自由市場に基づく正常な水準に戻る中、今年の株価上昇が重なり、株式リスクプレミアムはITバブル以来の異例の低い水準に達しています。図表2の右図は、ハイテク株の比率が高いNASDAQ 100指数でマイナスのリスクプレミアムが生じたことを示しています。



図表2: リスクプレミアムは過度に縮小



出所: FactSet。1999年12月31日から2023年7月14日までの週次データ。予想株式益回り=1/12カ月先予想株価収益率。網掛け部分=米国の景気後退期。

ジョージ・ボックス氏の教え

今日の投資家の多くは、専門家か否かにかかわらず、現在のような市場を経験したことがありません。投資家は上昇市場に慣れており、市場に持続的なストレスの兆候が現れたとしても利益・富は私有化し資本損失は社会に押し付けることに慣れてしまっています。

市場参加者の多くがこうした警告シグナルを否定している状況を鑑みると、私たちは別の視点を持つ必要があるのかもしれない。

英国の有名な統計学者であるジョージ・ボックス氏は、すべてのモデルは過去に基づいて構築されているため本質的に欠陥があるが、その欠陥を理解することが重要であると考えました。こうした考え方をすることで、想定あるいは認識されている状況や、過去との違いを考慮して資産の組み入れ比率を変えたり、異なる情報を重視することができると思います。

株価売上高倍率

上述のITバブルは20年以上前の出来事なので、現在の投資家の多くは、当時はまだポートフォリオの運用を行っていなかったかもしれません。しかし、少なくともITバブルという歴史的な事象を取り巻く状況についてはほとんどの人がご存じかと思います。

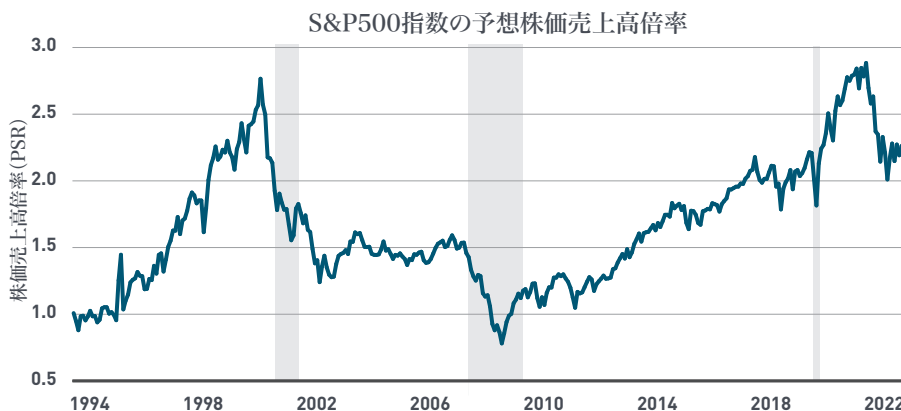
多くの人の記憶に最も残っているのは、社名に.comや.netがつく企業のバリュエーションが急騰したことです。しかし、インターネットが生み出した巨大な資本の循環は忘れ去られていることが多いようです。すべてのデスク上にパソコンが置かれ、インターネットを介して相互に接続されるようになったことで、企業の投資サイクルが加速し、爆発的な経済成長と売上高の増加をもたらされました。それでも、バリュエーションの高さは常軌を逸していたため、目覚ましい成長にもかかわらず、株価売上高倍率(PSR)ベースで見ても株価はかなり割高な水準にありました。



しかし、2008年以降の景気サイクル局面は全く異なっていました。当時は、設備投資循環がなくなりました。デフレ懸念、マネーの流通速度の低下、最終需要の減退により、企業の借入資金は設備投資などの固定資本投資ではなく、自社株買いや増配、買収に振り向けられるようになりました。その結果、過去100年以上で最悪の景気低迷に陥り、企業は歴史的な売上不振に見舞われました。しかし、金利負担の軽減、労働力のオフショアリング、固定資本投資の削減が進む中、企業はコストを抑制して収益性を高めることができたため、株式は非常に好調に推移しました。しかし、こうした時代は2022年に終わりを迎え、低金利、オフショアリング、過小投資によって発生していた補助金的な利益の流入は止まり、それどころか逆流しはじめました。

多くの株式投資家は短期的で直近の市場の動きに影響されやすいことから、12カ月先の株価収益率と株式益回りを見ると、おそらくリスクが過小評価されていると思われる。ジョージ・ボックス氏の戦略を活用してみましょう。図表3は1990年代半ば以降のS&P500指数の株価売上高倍率(PSR)を示したものです。

図表3: 株価売上高倍率はピークから低下したものの、依然高水準にある



出所: FactSet. 1994年1月31日から2023年6月30日までの月次データ。12カ月先の予想。網掛け部分=米国の景気後退期。

上述した通り、1990年代は高成長の時代でしたが、成長に依存する株価売上高倍率で見ても株式は割高でした。2008年以降の景気後退局面を通じて経済成長と売上高の増加が低調だったため、株価売上高倍率が上昇してITバブルの最盛期につけたピークに達したのも当然と言えます。2021年には、ロックダウン解除後の財政・金融刺激策によって経済成長が加速したため、株価売上高倍率は幾分低下しましたが、その後は刺激策の効果が剥落する中でも2023年には株価が上昇したため、株価売上高倍率の上昇が再び加速しています。

結論

現在の株式は伝統的なバリュエーション指標で見ても割高ですが、大局的に見ると事情はより複雑です。低資本コストの時代は終わり、今後は累積した債務の返済のために高コストでの資金調達を余儀なくされ、フリーキャッシュフローは減少するでしょう。安価な労働力の時代も終わりました。そして、過度に広がったサプライチェーンの時代も、よりクリーンなエネルギーによる事業経営への投資が過小にとどまっていた時代も終わったのです。

そこで思い起こされるのは、「すべてのモデルは間違っているが、中には役立つものもある」というジョージ・ボックス氏の言葉です。これはバリュエーション指標にも当てはまると思われます。景気サイクルと市場環境は2つとして同じものはなく、それぞれの特異性が様々なバリュエーション指標の有用性に影響を及ぼすため、幅広いバリュエーション指標を取り入れ、各指標の欠陥を理解しておくことが重要と考えます。

新しい時代はすでに始まっています。それは、2009年以降の資本と労働力が最も不足している時代です。また、必ずしもすべての企業が新たなまたは正常化された投入コストを上回る収益を上げることができるとは限らず、融資や債券のデフォルト（債務不履行）率の上昇、資本再編、経営破綻が起こる時代です。今の時代をうまく乗り切るために必要なツールは、それまでのものとは全く異なります。ボックス氏が示唆したように、すべてのバリュエーション・モデルとファンダメンタルズ・モデルは破綻していますが、中には役立つものもあると認識しておくことが重要です。投資家はますます多くの準備をしておく必要があります。今回の景気サイクルを乗り切るためには、バリュエーション指標だけでなくファンダメンタルズというツールも組み合わせる使用することが有益になると考えます。▲

株価収益率は、企業の株価を1株当たり利益で割って算出します。

株価売上高倍率は、直近の年間売上高の総額に対して企業の時価総額の水準を測定します。

S&P500指数は、米国株式市場に上場している主要企業500社の株価を指数化したものです。

NASDAQ 100指数は、ナスダック証券取引所に上場している金融以外の時価総額上位100銘柄で構成される指数です。

「Standard & Poor's[®]」およびS&P「S&P[®]」はStandard & Poor's Financial Services LLC(以下、「S&P」といいます)の登録商標であり、Dow JonesはDow Jones Trademark Holdings LLC(以下、「Dow Jones」といいます)の登録商標です。S&P Dow Jones Indices LLCはこれら登録商標の使用許諾を受け、MFSは特定の目的のためにサブライセンスを受けています。S&P 500[®]はS&P Dow Jones Indices LLCの商品であり、MFSはこの使用許諾を受けています。MFSの商品は、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、またはそれぞれの関連会社によって出資、保証、販売、または販売促進されておらず、また、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、それぞれの関連会社は、かかる商品への投資の妥当性についていかなる表明も行っていない。

当レポートの中の意見は執筆者個人のものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS[®]およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー(MFS)および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFS および当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFS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312号

加入協会：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