



金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第301号
一般社団法人 投資信託協会会員 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員

米国株式は割高ではないかもしれない

ビル・ナイグレン



ビル・ナイグレン氏は、1996年からオークマーク・セレクト・ファンド、2000年からオークマーク・ファンド、2006年からオークマーク・グローバル・セレクト・ファンドのファンドマネジャーです。同氏は、1983年にハリス社に入社し、1990年～1998年にかけて調査ディレクターを務めました。ウィンストン大学の実用証券分析プログラムで1981年にファイナンスの修士号を取得しています。1980年にミネソタ大学で会計の学士号を取得しています。

過去50年間で、S&P500種の実績PER(株価収益率)は平均16.1倍でした。2016年末には、その比率は20.6倍でした。多くの投資家は、その数字を根拠に、現在の市場が割高であると判断し、株式への資産配分を減らしています。

ハリス・アソシエイツ社(以下、ハリス社)は、(マーケットの上下のタイミングを巧みに利用する)マーケットタイマーと呼ばれる投資家ではありません。私たちは、株式資産が他の資産クラスをアウトパフォームしているという長い歴史が今後も続きそうだとすることに信念を持っています。確かに、株式のリターンがマイナスとなる年も散見されますが、長期的には株式のリターンは他の資産クラスを上回っており、そのことが変わる理由は見当たりません。他の投資家は、米国企業の長期的な見通しについて同様の信念を持っているにもかかわらず、株価の調整の前に売却することができれば利益が向上すると信じて、株価の下落がいつ起こるかを推測するのに膨大な時間を費やしています。

私たちは、マーケットタイマーの投資家が成功する例が多いとは思いません。私たちは、多くの投資家が株式市場は過大評価されていると考えたとき、様々な判断をすることを見てきました。ある最も保守的なバリュー投資家は、株価が純運転資本を下回っている企業でポートフォリオを構築することができなくなったときに株式を割高と考えました。また、純資産倍率の水準、2桁のPER、または株価が上昇して配当利回りが債券利回りを下回った場合を、割高の判断材料とした投資家もいます。これらすべてのケースにおいて、株式が割高であると考えた投資家は、実質的なリターンを得る投資機会を逃してしまいました。彼らは自分の立場から退くのではなく、悲観的な投資判断は正しく、単に判断が早かっただけというより多くの証拠を探すことにほとんどの時間を費やしました。私たちは株式市場の動きのタイミングを計ろうとはせず、個々の企業を分析するために全ての時間を費やしており、株式市場に対する弱気派の投資家との議論に勝つうえでは、あまり有利なポジションにはあるとは言えません。

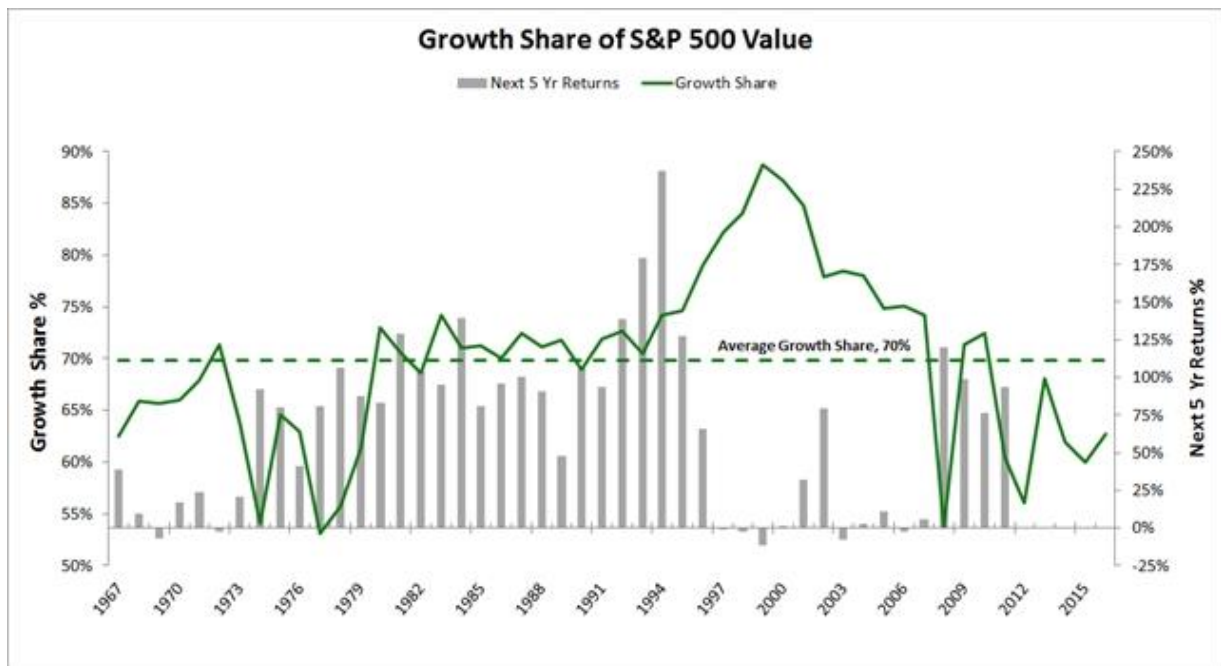
私たちが株式市場に対する弱気派の投資家と直面しているときは、いつも単に「今」が株式を買うのに良い時期であるというだけではなく、いくつかの反対意見を提示して、彼らの、株式市場のタイミングをうまく計ることができるという自信を少し弱めようと試みます。現在、私たちのファンドの投資家の皆様の多くが、株式市場にネガティブであるべきだと強く確信しているので、今、株式市場に対する強気な根拠をご紹介しますのは、おそらくいいタイミングでしょう。

ゼネラル・モーターズ(GM)はハリス社のファンドの投資先の一つです。先月、アクティビスト投資会社であるグリーンライト・キャピタルが、ゼネラル・モーターズ株を2つに分割するという提案をしました。一つは(配当をカットした年には現在の配当よりも少なくなるものの)現在の配当を永久に受け取れる配当株であり、もう一つは、全ての成長が帰属する株式です。グリーンライト・キャピタルは、ゼネラル・モーターズの「配当株」と「成長株」の予想される価格を基に、同社の株は大幅に上昇するだろうとの見通しを示しました。私たちは、この案件を見たとき、株式市場全体について示唆するものがあるのではないかと考えました。

現在の配当利回りの価値を将来の成長の価値から切り離すという、ゼネラル・モーターズに対する提案の背後にある考え方をS&P500種に適用して、長期平均に対する現在の価格を見ると、何が分かるでしょうか？

グリーンライト・キャピタルは、株式市場では、ゼネラル・モーターズの配当株の株価は、同社の発行する長期債利回りの約1.5倍の利回りで価格がつくだろうとの見通しを示しました。配当株は資本構成において弁済順位がより低く、配当は永久的に支払われ、配当の削減のリスクを負うことを勧奨すると、その仮定は論理的であると思われます。私たちの分析においては、S&P500種の配当株はムーディーズAaa社債インデックスに対してプレミアムを必要とするものの、配当減額の可能性はゼネラル・モーターズよりもはるかに少ないと思われることから、Aaa社債利回りの1.33倍を使うことにしました。期間全体に渡ってこの比率を一貫して適用するため、私たちが選択した比率はそれほど重要ではありません。興味深いのは、S&P500種の価格に占める配当株部分と成長株部分の割合の過去の変化です。

2016年末のムーディーズのAaa指数の利回りは4.1%でした。その3分の1のプレミアムを加味すると、理論的なS&P500種配当株の配当利回りは、約5.5%になります。実績配当を45.03ドルとすると、その配当株の推定値は834ドルとなります。2016年末のS&P500種は2,239ですので、指数の価値の37%は配当株に、63%は成長株に帰属しているということになります。私たちは過去50年間同じ計算を行い、S&P500種に投資する投資家は平均して成長株に70%を支払っていることがわかりました。



上記の過去のグラフの最高値と最低値を見ると、直感的にわかることがあります。1974年と1977年の株式がほぼ底をつけた年、そして2008年と2012年に、成長株の部分がS&P500種の価格に占める割合は50%半ばと、株式市場は成長に対して比較的低い価格しか払いませんでした。1999年は非常に投機的なインターネット・バブル(ITバブル)の終わり近くで、成長株の割合は89%に達しました。つまりその時の配当株の価値はわずか11%ということになります。回帰分析は、5年先の株式市場の収益率は、成長株の割合が低かった場合には平均を上回り、成長株の割合が高かった場合には平均以下になることを示しています。

2016年末の成長株の割合は過去の平均である70%を1割下回る63%であり、このモデルは、現在の株価が通常よりも魅力的である可能性があることを示唆しています。さらに、配当性向が過去の水準を下回り続けていることも注目に値します。過去50年間の配当性向は平均43%ですので、将来の成長を支えるための投資に企業収益の57%が投資されたということになります。2016年の配当性向は41%でしたので、利益の59%が成長のために投資されたこととなります。現在成長が割安というだけでなく、企業収益の内部留保からも有利な環境にあります。

現在の株式市場は安いという上記の推論に反論する多くの理由が確かにあります。最も重要なのは、金利が上昇し、配当株の価値が直接低下する可能性があるということです。将来の成長率は過去の成長率に届かないかもしれませんが、それは、成長株は過去と同じように取引されるには値しないということを意味します。しかし、思い出して下さい。私たちの目的は、株式が現在割安であるという結論を導くことではありません。私たちの目的は単に、「株式が過大評価されていることを分かっている」という確信を弱めさせることなのです。確かに、PERは過去と比べて上昇していますが、低金利下では適切な水準にあるのかもしれませんが。私たちには分かっている、などと言うつもりはありません。だからこそ、私たちハリス社では、株式

資産の長期的なリターンをフルに享受することができるよう、過小評価された株式を発見し、投資を続けることにすべての時間を費やし続けているのです。

筆者の注記:この例を使用することは、グリーンライト・キャピタルの提案や同社の推薦する取締役をハリス社が支持していることを示すものではないことを明確にさせて頂きたいと思います。同社の提案には多くの実践的な疑問があり、ハリス社では、株式の分割の是非についてではなく、ゼネラル・モーターズの取締役候補者の経歴の優秀さと同社にとっての必要性に対する評価に基づいて、同社取締役の選任に対する議決権行使を行います。

さらに、念を押させていただきたいのは、上記に書かれたものは、私たちが株式市場のタイミングを計る方法を知っていることを示そうとしているものではない、ということです。現在のPERが魅力的でないように見えるため、現在の株価が通常よりも魅力的に見える可能性があるデータを、別の角度から提示させていただいたということをご理解ください。株式市場が魅力的に見えるかもしれないということは、魅力的であるということではありません。目的は、株式市場の将来の方向性をわかっているという皆様の確信を弱めていただくことです。ハリス社の投資家の皆様へのアドバイスは、決して「今が買うタイミングです。」または「今が売るタイミングです。」ということではありません。長期的な資産配分目標を検討し、定期的にポートフォリオをそれらの目標に応じて調整することをお勧めいたします。

以上

ナティクシス・グローバル・アセット・マネジメント・エル・ピーは、ナティクシスグループの一員で、その傘下に、ルーミス・セイレス社、ハリス・アソシエイツ社など、それぞれ得意な専門分野を持つ資産運用会社を擁しています。朝日ライフ アセットマネジメントは、それらの資産運用会社への運用委託等を通じて、公募投信を始めとして特徴あるプロダクトをご提供しています。

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元金が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

又、投資信託は、個別の投資信託毎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、ご投資にあたっては投資信託説明書(交付目論見書)をよくご覧ください。

■投資信託に係る手数料等について

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …… 申込手数料 上限 5.4% (税抜 5.0%)
- 換金時に直接ご負担いただく費用 …… 信託財産留保額 上限 0.3%
- 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用
…………… 信託報酬 上限 1.998% (税抜 1.85%)
- その他の費用 …… 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。

詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)でご確認ください。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率等につきましては、朝日ライフ アセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

本資料は、朝日ライフ アセットマネジメントが、提携先であり、運用を委託しているハリス・アソシエイツ エル・ピー社がホームページに掲載した資料を、同社の情報提供を目的として、日本のお客様向けに日本語に翻訳したものです。したがって、特定の金融商品の勧誘を目的としたものではありません。本文中に特定の銘柄についてのコメントがある場合、当該銘柄についての投資の助言や取引の推奨を行うものではありません。また、法令に基づく開示資料ではありません。十分な注意を払い翻訳しておりますが、英文と日本語の内容に相違が生じた場合には、英文が優先するものとします。なお、英文につきましては <http://www.harrisassoc.com> をご参照ください。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。

1707029