



Part 7 of 8

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company

アジアのバリュー株投資： 投資機会の考察

Sundeep Bihani

ポートフォリオマネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）



脱炭素化の動き、サプライチェーン多様化への戦略的シフト、インフレ高騰、資本コストの上昇により、投資家の関心は企業の収益とキャッシュフローにシフトし始めています。

このような動きは、アジア(除く日本)のバリュー株投資にとって好材料となり、景気循環株、オールドエコノミー株、金融株がその恩恵を受けるものと思われます。

アジア(除く日本)のバリュー株は、2020年10月末以降、力強い反発を見せ、2022年6月末時点の騰落率でみるとMSCI ACアジア(除く日本)バリュー・インデックスはMSCI ACアジア(除く日本)インデックスを上回る結果となりました¹。私たちは、経済サイクル、市場予想、投資家のポジショニングに十分に後押しされたアジアのバリュー株の市場平均を上回るパフォーマンスはまだ始まったばかりである、と考えています。

(参考)：直近、バリュー株はグロース株を上回る騰落率を記録...しかし、バリュエーション格差は高水準のまま



出所：イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。(2022年3月31日)

※ ±1 標準偏差とは、当該期間中のデータの約68%の割合がその範囲内に収まっていたことを示すものです。±2 標準偏差は同割合が約95%。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379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

220712(02)

市場の趨勢が、これまで長らく続いてきたグロース株への楽観論から一転して、企業の収益とキャッシュフローへの再注目といった転換点へと向かい始めている中、アジアのボトムアップ型のバリュー株投資家にとっては株価の大きなミスプライス(適正価格からの乖離)が引き起こされている現在の市場環境は、魅力的な投資機会になると考えられます。

経済の変化と投資家のポジショニング

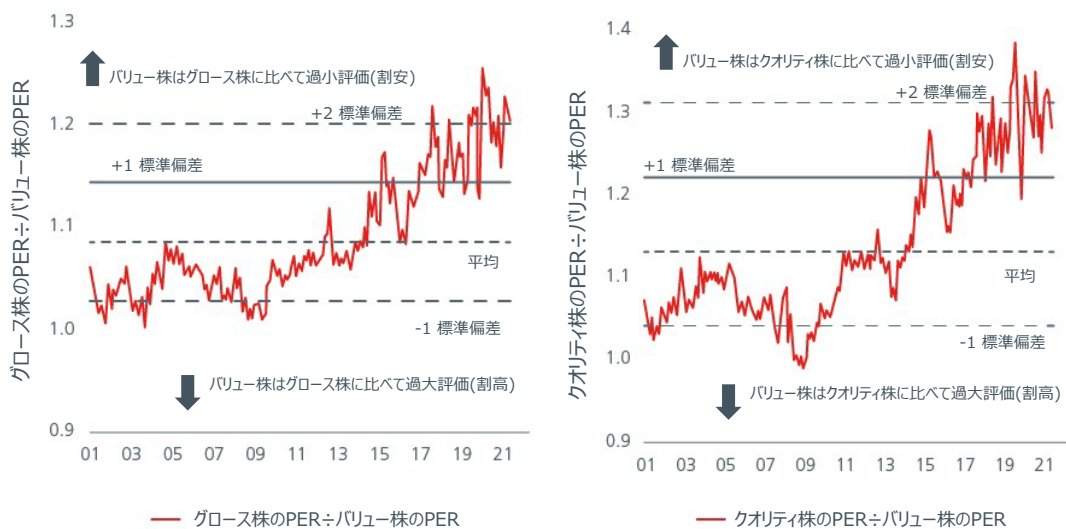
世界的な脱炭素化、持続可能な経済成長重視への動き、サプライチェーン多様化の動きは、アジア企業の戦略的転換を促しています。こうした変化は、投資と経営行動において、これまで過去10年間に見受けられた企業によるアセットライト化(資産保有を必要最低限にする動き)による成長とは大きく異なる結果を生み出しています。

インフレと金利に対する市場心理の変化によって、過去10年間にわたってみられたグロース株投資家による『“TAM(獲得できる可能性のある最大市場規模)やGMV(流通取引総額)”といった指標のみに焦点をあてる潮流』はそれまでの勢いを失い、市場は企業の収益性とフリー・キャッシュフローといった点に再集中しつつあります。こうした結果、アジアの経済サイクルはバリュー株投資にとって後押しする要因となり、その恩恵は景気変動の影響を受けやすいシクリカル銘柄、従来型の重厚長大産業などのオールドエコノミー銘柄、金融銘柄に及ぶと予想されます。

一方で、これまで長きにわたってグロース株投資が席卷してきた株式市場は、この潜在的な構造転換をまだ何一つ反映していない模様です。このことは、バリュー株とグロース株、バリュー株とクオリティ株のスタイル別のバリュエーション格差が現時点で極めて大きい水準にあること²(図表1参照)、また、セルサイドの調査でも、依然としてグロース株セクターの投資判断の「オーバーウエイト」が続いていることに反映されています。

過去10年間にわたるバリュー株の市場平均を下回るパフォーマンスによって、一部の投資家はバリュー株投資の哲学を見限るようになりました。また、投資担当者(アセットオーナー側の担当者など)のキャリア上のリスク(低迷するバリュー株のパフォーマンスによって職責を失うリスク)や投資家が会社の長期的な戦略に関心がなく、短期的な業績に焦点を当て続けていることも、これまでの勝者であったグロース株からの脱却の動きを遅らせる原因となっています。しかし、こうした状況下で逆張りのなポジションといえるバリュー株投資は、私たちの差別化された投資プロセスを用いることで、この投資機会を活用するためのユニークな優位性になると考えています。

図表 1: アジアのバリュー株は、グロース株やクオリティ株に比べ、大幅に割安な水準に...



MSCI ACアジア(除く日本)インデックスを対象として、各銘柄の株価収益率(PER)をベースに、●グロース株のグループ(Macquarie growth scoreを用いた上位4分の1)、●クオリティ株のグループ(Macquarie quality scoreを用いた上位4分の1)、●バリュー株のグループ(Macquarie value scoreを用いた上位4分の1)、のグループに分け、前者の2つの各PERをそれぞれ後者のPERで除したものを。

出所: Macquarie Quantitative Researchのデータ(2022年3月31日)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

相対的に割安な水準にあるアジア市場は、魅力的な投資機会

アジア(除く日本)の株式市場は、世界の他の地域よりも遅い経済再開と中国の規制などの影響により、MSCI ACアジア(除く日本)インデックスで見た場合、過去1年間(2021年4月末～2022年4月末)で約20%下落しました。このため、PBR(株価純資産倍率)は代表的な世界の株価指数であるMSCI ACワールド・インデックスの2.9倍に対してMSCI ACアジア(除く日本)インデックスは1.7倍となり(共に2022年3月末時点)、両者のバリュエーション面での格差はPBRベースで見た場合、1990年代後半のハイテクバブル崩壊以降、最も大きな水準、つまりMSCI ACアジア(除く日本)インデックスは相対比較で割安な水準にあります。(図表2参照)

このMSCI ACアジア(除く日本)インデックスの割安な水準は、グロース株の大幅なアウトパフォーム期間であった2014年以降の短い期間で見ると、それまでのレンジを大きく超えた水準にあります。

しかし、2014年以降のマクロおよびスタイルのトレンドのいくつかは、反転に向かうにつれ、アジアのバリュー株の銘柄の現在の割安な水準は、是正されるようになることでしょう。

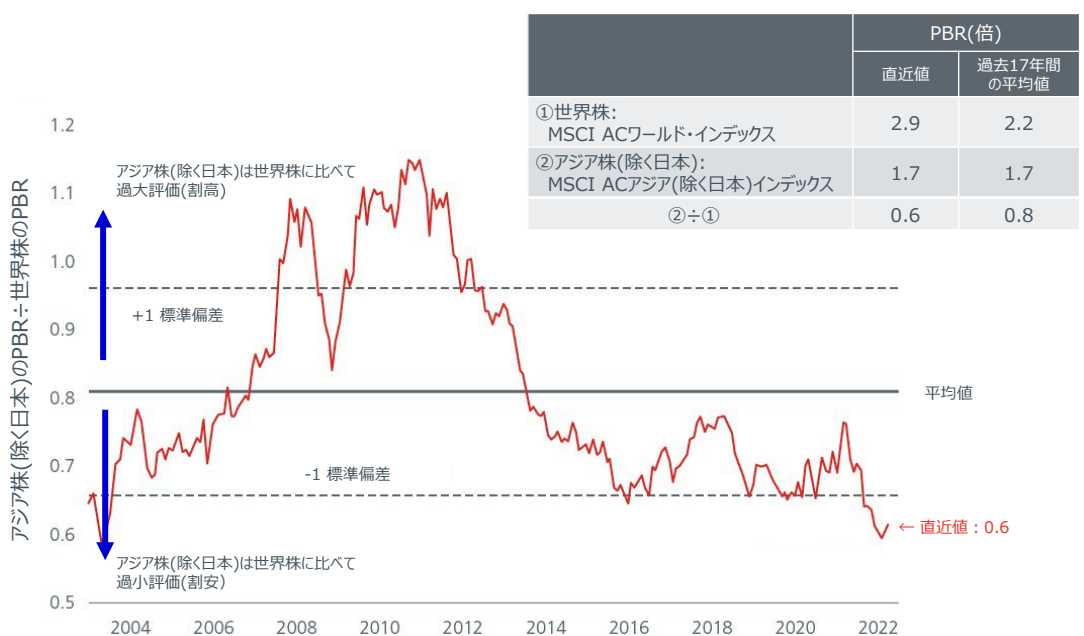
バリュー株投資の大きな投資機会

私たちは、先進国、新興国アジアの双方における銀行に大きな投資機会を見出しています。前述の企業の戦略転換と金利上昇およびインフレ率の上昇は、現時点では低マージン(先進国)および融資先の健全性の低さ(新興国)の状態にある双方の銀行セクターにおいて、数年後の収益拡大の好機をもたらします。

ASEANの銀行は、これまで遅れていた経済再開によってそれまでの融資先の健全性の低さが改善に向かうことでさらに利益を得ることが期待できます。こうした状況が株価にまだ織り込まれていないこと、そして投資家が同セクターに対してまだアンダーウエイト・ポジショニングとしていることは、同セクターに対しては投資家が殺到しておらず、この正常化の動きから恩恵を受ける余地があることを示唆しています。

私たちは、経営陣が企業文化、事業、バランスシートの大規模な変革を推進し、企業収益を過去平均のレベルにまで戻そうとしているアジアのいくつかの企業再編の動きを投資機会として引き続き評価しています。このような投資対象企業の社内変化を理解し、今後数四半期先の正常化した場合の業績を理解することで、短期のマクロ変動に左右されることなく、これらの企業に対して積極的なポジションを取ることができると考えています。

図表 2: PBR(株価純資産倍率)から見てアジア株(除く日本)は世界株に比べて割安で魅力的なバリュエーション水準に



出所: Refinitiv Datastream, MSCI.のデータ(2022年3月31日時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。
※米ドル建てトータルリターンベース。

また、中国の公共部門の大手企業にもミスプライシング（株価が適正価格から乖離した状態にあること）の投資機会があると見ています。これらの多くの企業は、中期的なキャッシュフローへの悪影響は見られず、ESGの観点からも見通しが良いにもかかわらず、米国の経済制裁、不動産市況の悪化、貿易戦争の懸念などにより、過去2年間で評価を下げました。最近の新型コロナウイルスによるロックダウン（都市封鎖）以降を見据えて、私たちは旅行、レジャー、広告などのサービスセクターにも魅力を感じています。こうした事業を展開する企業の中には、特許やブランドなどで高い参入障壁を有し、プラスのキャッシュフローを持ち、競合他社がひしめく厳しい競争環境の影響を受けにくい企業があります。

なぜバリューストック投資を行うのか

私たちイーストスプリングでは、人間の感情や行動バイアスが投資の意思決定を歪めているという観察に基づき、バリューストック投資の哲学を構築しています。人間の感情や行動バイアスは、投資家が直近の過去に注目し、それを基に近い将来を予想する結果、企業の成長とクオリティに対して過大評価する結果を招きがちです。

私たちの規律あるバリューストック投資のアプローチは、アジアの投資ユニバース内の極端に値下がりした銘柄を独自にスクリーニングし、中期的に持続可能なリターンに焦点を当て、経験豊富な投資家チームがミスプライスな水準にある銘柄群を対象に最高の投資機会を見出すことによって成り立っています。私たちの投資の強みは、現在の市場の期待値とは異なる、この投資機会における中期的な成果の幅を理解していることです。

アジア（除く日本）の株式市場のバリュエーション水準、バリューストックのアウトパフォームの再開、経済サイクルと企業戦略における明確な構造転換といった動きは、同株式市場にとって良い兆候であると考えています。これまでの過去5～7年間で見られた投資家のグロース株への傾斜姿勢、そして多数の投資家の追従的な動きは、現段階で改めて見直されるべきタイミングにきている、と私たちは考えています。

本レポートは、**2022年アジアエキスパート**（計8回発行予定）の第7回目の記事になります。

2022年アジアエキスパートではアジアで生まれつつある投資機会を捉えるべく、投資家が活用できるさまざまな投資戦略について考察し皆様にご紹介しています。

次号（最終回）も引き続きよろしくお願いいたします。

データ出所

1. Refinitiv Eikon Datastreamによる、MSCI ACアジア（除く日本）インデックスとMSCI ACアジア（除く日本）バリューストックインデックスの騰落率の差異。（2022年4月29日時点、※米ドル、トータルリターン・ベース）
2. Bank of America's Fund Manager Survey(2022年4月)

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。