



今後の市場環境：バリュー株投資に着目

新興国株式運用チーム、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

個人消費の増加、新たな設備投資サイクルの始まり、今後の景気回復の軌跡
 などの世界的な景気回復の兆候、そして特定の成長セクターに対する規制強化の動きなどを考慮すると、**新興国株式の投資家が今後数年間にわたって好調なパフォーマンスをあげるためには、これまでとは異なるアプローチを模索する必要があると考えられます。**

新興株式市場におけるバリュー株投資はこれまで約10年間にわたって不振でしたが、一方で、グロース株は極端に割高な水準にあります。今後は、バリュー株への評価に追い風が吹き、投資機会が生まれると考えています。2020年9月以降、新型コロナウイルスワクチンの普及や世界的な財政・金融刺激策を背景に、世界の株式市場は上昇を続けてきました。この上昇相場の中で、バリュー株はアウトパフォームしました。現在、投資家は、バリュー株の上昇がまだ続くのか、あるいは上昇は一服し、足元を固める動きとなるのか、と考えを巡らせています。今後数年間の市場見通しは、2007～2010年の世界金融危機（GFC）後の10年間に相似したものではありません。2000年代のドットコムバブル崩壊後の回復局面、特に米国の2002年～2008年の回復期に似たものとなる、と私たちは考えています。

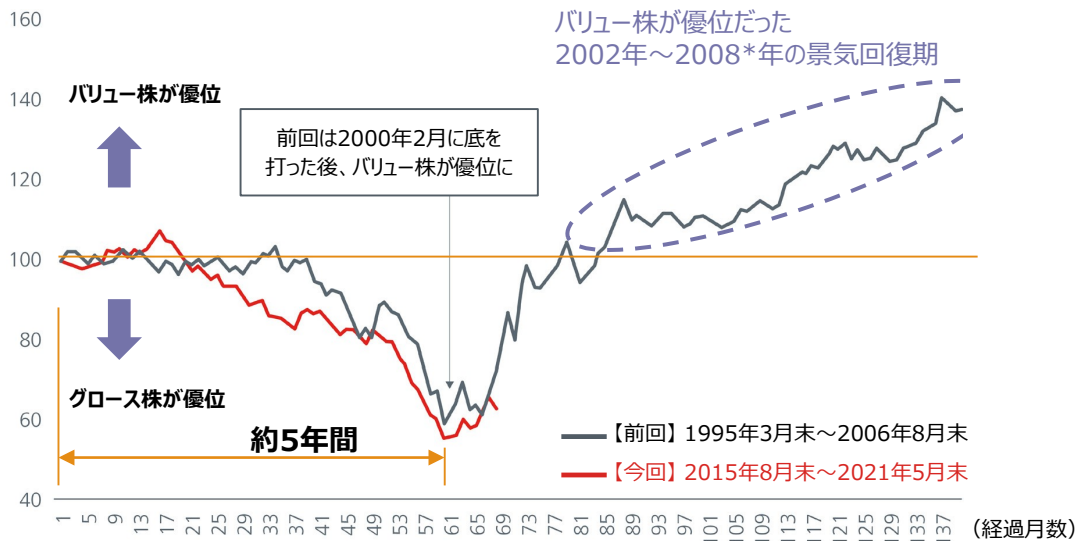
GFC後の10年間は、世界各国の政府が、金融システムを回復させるために、史上最も厳しい財政緊縮策を実施した時期でした。これに伴い、企業の投資意欲は後退し、経済成長は鈍化し、市場環境は不透明なものとなりました。各国政府は消費者にデレバレッジ（債務抑制）を促し、中央銀行はインフレの兆候を抑制することを目指しました。

これとは対照的に、現在の市場環境では、前例のない財政や金融の拡張的政策が実施されており、これは2000年代のドットコムバブル崩壊後の回復期に似ています。政府は、銀行システムの安定化だけでなく、実質的な経済成長を支えることに注力しています。

さらに直近の約1年半、コロナ禍により消費が抑制されたことで、歴史的に見ても高水準の貯蓄をもたらし、これが短期的には消費者の需要増につながる事が予想されています。

加えて、現在の環境は、政府（例：インフラ投資）や企業による設備投資サイクルに入りつつある、と私たちは見えています。また、ここ数年来のインフレ圧力が弱かったため、中央銀行は最近のインフレ兆候にも利上げを急がない姿勢を示しています。

図表 1: 米国のバリュー株指数とグロス株指数のパフォーマンス差異



出所：Bloomberg L.P. のデータ（2021年6月28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。

※ バリュー株指数はラッセル1000バリュー・インデックス、グロス株指数はラッセル1000グロス・インデックスを使用。

※ グラフは共にラッセル1000バリュー・インデックス、ラッセル1000グロス・インデックスの各騰落率を用いて、前者から後者を差し引いて起点を100として指数化。

* グラフの表示は2006年8月まで。

インフレ期待の高まり、ひいては金利の上昇は、金融、エネルギー、資本財などの景気循環セクターにとってプラスに働く傾向があります。

私たちは今後の景気回復の軌跡についても、2000年代のドットコムバブル崩壊後の回復局面、特に米国のバリュー株が長期的に好調なパフォーマンスを示した2002～2008年の景気回復期に近いものになると考えています。（図表1参照）

米国株式市場を例に、バリュー株の相対パフォーマンスをみると、これまでのところ、今回の軌跡（2015年8月末～2021年5月末、図表1の赤線）は、前回の軌跡（1995年3月末～2006年8月末、同グレー線）の前半5年間と似たグラフとなっていることが確認できます。こうしたことから、もし今後もバリュー株の相対パフォーマンスがグレー線を追随、つまり前回のような動きを示すことになれば、今後はバリュー株優位の展開が期待できるかもしれません。

市場の変化を見極める

私たちは、世界経済の回復に伴い、企業の業績修正の傾向が強くなっていることに注目しています。過去3か月間の企業の業績予想の修正をみると、多くのセクターで下方修正よりも上方修正が多く、ポジティブなものとなっています。

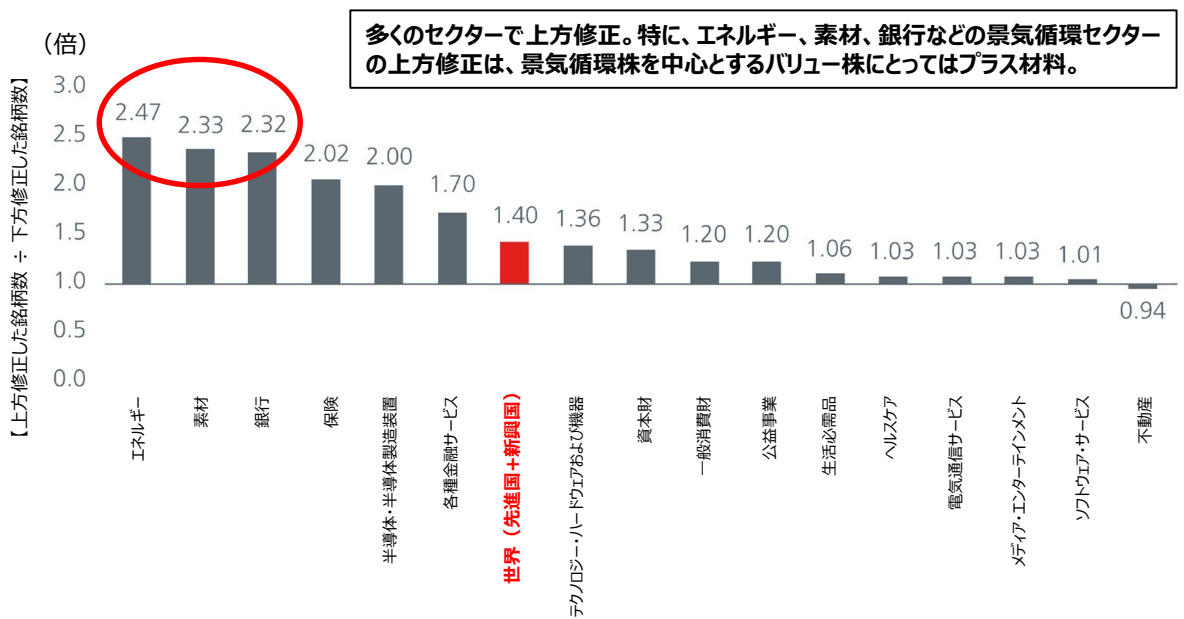
具体的には、エネルギー、素材、銀行などの景気循環セクターで、業績修正が最も好転しています。これは景気循環株を中心とするバリュー株にとってはプラス材料と言えます。（図表2参照）

バリュー株に対するポジティブな見通しは、バリュー株とグロス株の間で株価収益率（PER）の差異が大きく拡大している（現状、グロス株は割高な水準）ことによっても後押しされています。（図表3参照）GFC後には、このような大きな差異はありませんでした。当時は厳しい経済環境の中、グロス株が割安な水準にあり、バリュー株よりも選好されていました。

また、GFC後は、デジタル革命が重要な投資テーマの一つとなりました。企業、政府、消費者は、比較的設備投資の負担額が小さいソフトウェアやデジタルプラットフォームの構築・統合を推進するようになりました。「デジタル化」は現在でも依然として重要な市場トレンドではありますが、次の10年では「脱炭素革命」が大きなテーマになると考えています。そのためには、消費者や企業の低炭素経済への移行に向けて、実体経済への大規模なインフラ投資や設備投資が必要となります。

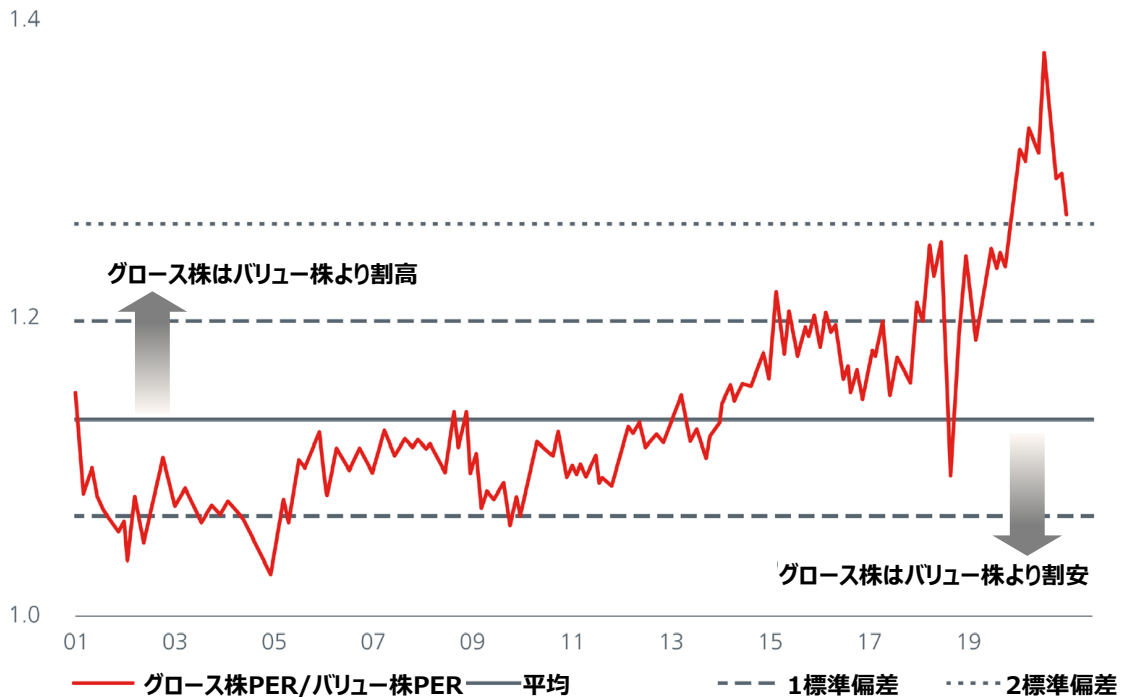
なお、これまで業績を伸ばしているeコマース、テクノロジー、インターネット関連の大企業ですが、これらの多くは、これまで実際には比較的規制が緩い状況にありました。ところが、政府や規制当局からの監視が強化され始めており、今後は旧来型ビジネスと同じ土俵に立たされ、成長率が低下する可能性があります。

図表 2: 業績予想の変化 (セクター別、直近3か月間)



出所：BofA Global Quantitative Strategy、MSCI、IBESのデータ（2021年7月20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。

図表 3: 新興国の株価収益率 (PER) はグロース株が割高な水準



出所：Macquarie Quantitative Research（2021年5月31日）

赤はMSCI新興国株式インデックスを対象として、その構成銘柄を株価収益率（PER）をベースに、グロース株グループ（Macquarie growth scoreを使用）、バリュー株グループ（Macquarie value scoreを使用）に分け、前者のPERを後者のPERで除したもの。

※ 1標準偏差とは、当該期間中のデータの約2/3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。

投資家は新たな視点に着目すべき

しかしながら、新興国市場の株式戦略の多くは、こうした変化を織り込んだリスクシナリオに十分対応できていないようです。これらの戦略の多くは、依然として割高な水準にあるテクノロジーやニューエコノミーといった投資テーマに偏っており、一方で今日のバリュー戦略の多くは、明らかに割安な水準にある金融、資本財、公益事業などのセクターが多くを占めています。

さらに、後者については代表的な新興国バリュー株インデックスであるMSCI新興国バリュー・インデックスの年初来の騰落率（2021年7月末）が5.08%と相対的に堅調なパフォーマンスを記録しています。（対照的に、MSCI新興国グロース・インデックスは-3.91%）

将来の市場動向は本質的には不確実なものです。しかし、景気回復の見通しと、それに対する株式市場の動きに対して正しい判断ができれば、規律あるバリュー投資家に投資機会が生まれるものと考えます。新興国株式の投資家は、規律あるバリュー戦略によって、上述のリスクシナリオをヘッジするべきだと私たちは考えています。

- ※ 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。
- ※ GICSに関しての知的財産権は、MSCI Inc.およびS&P にあります。

<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。