



バリュー株の復活を好機として捉える

Samuel Bentley クライアント・ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・シンガポール

2020年、バリュー株投資は、投資家が短期的な高成長と高クオリティ銘柄への投資に傾く中で、大きく人気を落としました。しかし、私たちは風向きが変わりつつあるとみています。新型コロナウイルスに対する有効性の高いワクチンの導入、米国の新大統領就任、世界経済への前例のない規模の財政・金融面での支援などは、バリュー株の復活に向けた舞台が整ったことを示唆しています。

世界金融危機後の10年間で、投資家は中長期的な視野に立った投資判断を避けてきたため、バリュー株投資は人気を失っていました。過去12ヵ月、アジア（除く日本）のバリュー株の指標であるMSCIアジア（除く日本）バリュー・インデックスは同グロース株の指標のMSCIアジア（除く日本）グロース・インデックスをアンダーパフォームしており（2020年10月末時点）、この2つの投資スタイル間の相対的なバリュエーション（投資尺度）面でのギャップは、かつてない水準まで大きく拡大しています。今日、私たちが直面しているこの稀有な状況は、投資家の行動バイアス（歪み）によって引き起こされています。

株式市場の投資家は、短期的な高成長と高クオリティ銘柄への投資に夢中になり、その投資スタイルはモメンタム投資*に転じてしまったのです。

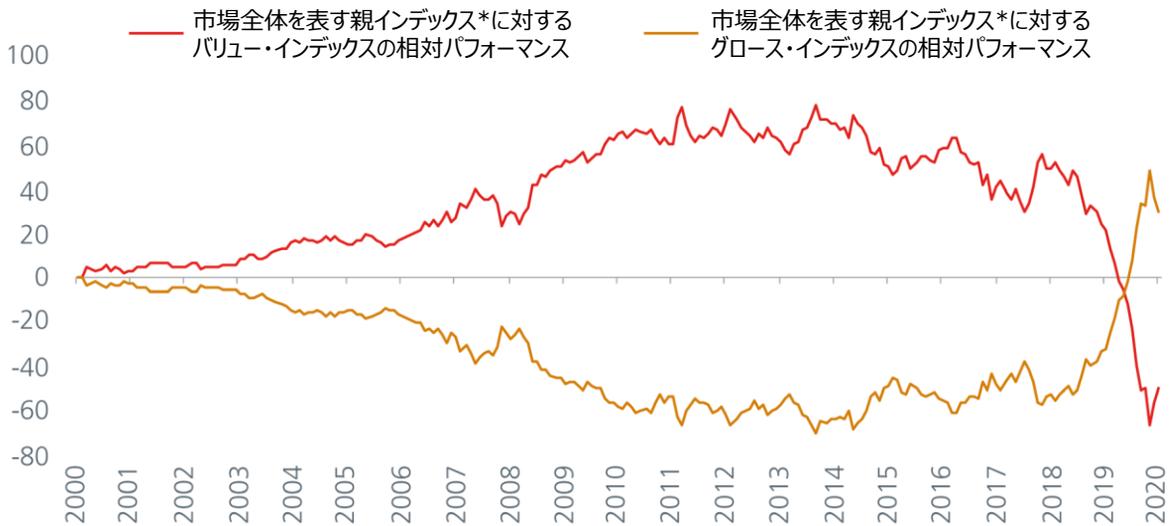
* 投資スタイルのひとつで、相場の時流に乗って、売買を行う投資手法のこと。

直近10年間でみると、株価が上昇した銘柄は、そのまま上昇し続けるといった状況が見受けられます。そして、新型コロナウイルスに対する恐怖心に駆られた景気後退の中で、投資家は既に株価が上昇して非常に割高な水準にある高成長株や高クオリティ株への投資を大幅に増やしました。しかし、私たちは、「バリュー株投資の復活に向けて舞台が整った」と考えています。

バリュー株投資は、過去20年間のうち95%の期間でグロース株投資を上回るパフォーマンスを記録

過去20年間で振り返ってみると、アジア株（除く日本）におけるバリュー株投資は素晴らしい運用成績を残してきました。実際、MSCIアジア（除く日本）バリュー・インデックスは、95%の期間でMSCIアジア（除く日本）グロース・インデックスを上回っています。（図表1参照）こうしたアジア株投資におけるバリュー株投資の相対的なパフォーマンスの優位性は、長期的な投資戦略としてバリュー株投資がいかに魅力的か、を示す十分な裏付けとなっています。

図表 1: アジア（除く日本）におけるバリュー株とグロース株のパフォーマンス比較



出所:Refinitiv Datastreamのデータ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。
（2020年12月29日）*親インデックスはMSCIアジア（除く日本）インデックス

過去20年を前半と後半の二つの期間に分けてみると、前半の2000年から2007年の世界金融恐慌が始まるまでの期間は、バリュー株投資が非常に好調な期間でした。これは、1990年代後半、投資家が将来性に盲目的に楽観的となり、市場の他の多くの要素を無視していたために、テクノロジー株が非常に過大評価されていた時期（ITバブルの時代）があったことが背景にあります。

このバブルが終焉を迎え、次の10年間で巻き戻しが起きた時、バリュー株の投資家は、大幅なアウトパフォーマンスを経験しました。一方で、それまで過大評価されてきた高成長株は、期待されていた好決算をあげることが出来ず、株価の下落に苦しみました。

バリュー株投資がパフォーマンス面で好調だった輝かしい期間のあと、状況は一変しました。後半の期間、つまり世界金融危機後の期間は、状況が逆転しました。金融危機によって市場が崩壊したため、多くの投資家が打撃を受けました。

人々は仕事、生計、年金、貯蓄の面で痛手をこうむり、感情面でのマイナスの影響は、後半の期間、投資家の心理面に重くのしかかりました。

この時期、投資家はもはや長期的な投資を行いたいとは思わなくなり、代わりに、アジア株への投資を続ける場合においても、ブランド力のある銘柄、市場で愛されている銘柄、十分にリサーチされている銘柄、高クオリティ銘柄、安定した銘柄、を保有したいと考えるようになりました。

同時に、テーマ性をうたった高成長株への投資が脚光を浴びたことは、投資機会を探し求めていた投資家にとっては絶好の機会でした。世界の主要中央銀行が政策金利をゼロ金利水準まで引き下げ、市場に潤沢な資金供給を続けたことも、こうした動きを後押ししました。そのため、高成長株、高クオリティ株、モメンタム株がこの期間に大きくアウトパフォーマンスし、バリュー株は遅れを取ることとなりました。この時期になると、高クオリティ株や成長株は株価の上昇とともに、非常に割高な水準となる一方で、バリュー株は割安な水準のまま放置され、相対的なバリュエーション（投資尺度）の差異は大きく広がりました。（図表2参照）

2020年初頭に入り、世界経済、特にアジアの多くの地域では成長回復の兆しが見え始め、バリュー株への関心が高まりつつありましたが、予期せぬ新型コロナウイルスの発生がこうした状況を変えてしまいました。新型コロナウイルスの感染拡大やそれに伴う株式市場混乱の直後、投資家はディフェンシブ銘柄や安心感のある成長銘柄に飛びつき、それらの銘柄が上昇した結果、アジア太平洋株（除く日本）における割高な銘柄と割安な銘柄間のバリュエーション（投資尺度）のばらつき度合いはさらに拡大しました。（図表3参照）地政学的な不確実性、新型コロナウイルスの第二、第三の波、そして経済見通しへの懸念から、投資家はこれまで続けてきた成功体験のある成長株と高クオリティ銘柄への投資戦略を最近まで、あえて変更しようとはしませんでした。

図表 2: アジア（除く日本）におけるグロース株はバリュー株に比べて非常に割高な水準にある



出所:Refinitiv Datastreamのデータ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。（2020年12月31日）

図表 3: アジア太平洋株（除く日本）のバリュエーションのばらつき度合いは高水準

バリュエーションのばらつき度合い：

MSCIアジア太平洋（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、上位4分の1（高PERグループ）、下位4分の1（低PERグループ）のグループに分け、上位のPERを下位のPERで除したものの。



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。（2020年10月31日）

風向きは変わりつつある

新興国株式において銘柄間の「バリュエーション（投資尺度）のばらつき度合い」が拡大していることを背景に、投資家の今後10年間の展望が変わってきています。

最近、世界的にバリュー株への資金流入が急増しており、短期的ではありますがバリュー株のパフォーマンスがグロース株を上回るようになりました。足元の拡大した「バリュエーション（投資尺度）のばらつき度合い」が正常化し、バリュー株がグロース株を上回るパフォーマンスが続くことが確認できるデータ等を自信を持って示すことができれば良いのですが、一方で現実的には、「バリュー株か？グロース株か？」といった投資スタイルのタイミングを迫ることは、あまり意味がないと過去に何度も証明されています。

しかし、現在の世界の状況は、マクロ経済・政治環境にはいくつかの大きな変化があり、「投資家心理の変化」と「正常化プロセスの継続（バリュエーションのばらつき度合いが正常化に向けて動き続けること）」に非常に有利な条件が整いつつある、と考えています。

何よりもまず第一に、新型コロナウイルスに対するワクチンが開発されたことです。効果的なワクチン開発のニュースが出る前は、投資家のポジショニングには、株式のミスプライス（適正価格からの乖離）の最大の感情的要因である「恐怖」が反映されていました。しかし今では、投資家は暗いトンネルの先に光があると信じ始めており、高クオリティ株や高成長株を追い求めるのではなく、投資先の適正なバリュエーション評価に焦点を移し、より合理的な投資の時間軸を持つようになってきています。これはバリュー株投資を後押しすることにつながります。

第二に、これまでは世界の政治環境が非常に不安定であり、2020年の米国選挙をめぐる不確実性が大きかったため、世界の投資家は投資における意思決定を控えていました。しかし、米国の新大統領就任が間近に迫っており、政治面での不透明感が払拭され、これまで過去5年間でみられたようなサプライズが少なくなるような時期を迎えようとしています。新たな民主党政権下では、大規模な増税の可能性は低く、国際関係は協調路線に向かうことになる、とみています。地政学面での変化が少なく、政策面の変動が低いと想定されていることも、アジア・バリューストックを下支えしていくものとみています。

最後に忘れてならないのは、世界中で最大規模の財政・金融協調支援が実施されていることです。このような資金調達急増を賄うために、世界中で低金利政策がとられており、米ドルの先行き見通しは弱く、インフレ見通しが比較的穏やかであることから、こうした市場環境は、ここからアジア株式を大きく後押し、特にバリューストックにとっては投資好機であると私たちはみています。

バリューストックの復活を好機として捉える

こうした投資機会を捉える最善の方法は、「純粋なバリューストック戦略に基づきポジションをとること」だと考えています。私たちは、25年前にアジアで「バリューストック投資の哲学」を構築し、「人間の感情や行動バイアスが投資の意思決定を歪めること。投資家は高成長銘柄への過度の期待を抱き、高クオリティ銘柄を選好する傾向にあること。そして、足元の事柄から近い将来を推定しがちなこと」を観察し続けてきました。これらは、私たちがバリューストック投資時に活用しようとしている株式のミスプライス（適正価格からの乖離）を引き起こしています。

当社の規律あるバリューストック戦略では、経験豊富な運用チームが、アジアで最も割安に放置された銘柄群の中から最高の投資機会を議論し検証しています。これは、他の投資家が注目していない銘柄、投資家の銘柄に対する短期的な懸念材料や中期的な時間軸での投資を避けることでバリューストック面での投資機会が生じている銘柄について十分な議論と検証をしたうえで、投資を行っていることを意味しています。

私たちは、長期的には、「いかなる株価水準であっても高成長銘柄と高クオリティ銘柄のみに注力する投資手法」は理想的な投資アプローチではないと考えています。投資家によるこうした人気銘柄への評価は真実を正確に反映しておらず、これらの銘柄をさらに割高な価格水準で購入することは、やがて「間違った投資行動である」ことを投資家は悟ることになります。こうした行動は、株価の急激な下落を招き、長期投資でも取り戻せないほどの損失につながる可能性があり、すべての投資家はこれを避けるべきであると考えます。

投資家は中期的な利益成長が期待できる銘柄に注目し始めており、それらが現在は割安な水準に放置されていることを実感し始めています。こうした動きがバリューストック投資を後押しすると思われる。私たちは、今こそバリューストックへの投資を考える好機であると考えています。

※ 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。

<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。