



# バリューの復活： 過去を振り返る

RBC新興国株式運用チーム



結局、今回も変わらなかったのか!

2020年末、私たちは「バリューは死んだのか」との記事を書きました。当時、オールドエコノミーとニューエコノミーに分かれた世界において、バリュースタイルが再びアウトパフォームすると考える投資家はほとんどいませんでした。バリューの代表格である前者は構造的に衰退していると見なされ、後者は技術革新によって持続的な高成長と高収益を生み出す可能性があると思われたのです。2020年10月、そうした信念から、新興国株式ではグロース銘柄のバリュー銘柄に対するプレミアムが過去最大の水準にまで拡大しました。

その記事では、過去1年間、グローススタイルのすべてがうまくいった結果、グロース銘柄のバリュエーションは持続不可能なレベルの成長を織り込んでいるという私たちの見解を紹介しました。

これは今後数年間の企業業績は市場の期待を裏切り、グロース株はアンダーパフォームする可能性が高いことを意味しました。実際に高い成長が実現しなかっただけでなく、その後、2021年以降には、予想していなかった世界情勢の変化が発生し、状況は悪化しました。中国の規制強化や大規模なロックダウン、ウクライナ情勢、予想以上の世界的なインフレは、すべてバリュー株のアウトパフォームを助長する要因となりました。

ここでは、バリュー株の回復の理由を検討し、現在の追い風を前提に、このようなローテーションがいつまで続くかを展望します。

## 2020年11月までの流れ

2020年末までの10年間は、バリュー投資家にとって不利な環境となる要因が多く存在しました。

- バリュー株は2008年の世界金融危機以降、回復してきませんでした。その後も低成長下でいくつかの危機が生じる中で、シクリカル株が下落し、グロース株が上昇しました。

- 低金利が継続したことが、株式保有者に恩恵をもたらすとともに、個人投資家を惹きつけました。それが、グロース株のバリュエーション上昇に拍車をかけました。
- ニューエコノミー銘柄の上昇は止められないように思われました。というのも、プライベートエクイティファンドからの無制限とも思われる資金調達が行われ、非常に早い段階でのIPOが実現し、巨大企業が一夜にして誕生するような状況でした。こうした企業は「グローバル化」し、ほとんどすべての業界にとってディスラプターとなりました。新型コロナウイルスの拡大は、この傾向を加速させ、バリュー株はさらに人気を失いました。

新興国におけるグロース株のパフォーマンスは、インターネットセクター、そして主に中国に集中していたことに注目する必要があります。MSCIが米国に上場する中国インターネット企業を新興国株式指数に含めた2015年末以降、中国インターネットセクターは規模を拡大し続けました。大口投資家は、魅力的と判断した一握りの企業に照準を合わせ、こうした資金集中によりバリュエーションは最高値に達しました。

今にして思えば、グロース株のラリーはファンダメンタルズに裏打ちされておらず、低金利に引き起こされたため、持続不可能であったように思われます。より詳細に数字を見ると、市場を牽引していた少数の大型株を除き、バリュー株は2019年から2021年の短い期間を除いて、実際に新興国株式をリードしていたのです。

## グロスからバリューへの道筋： ローテーションの原動力は？

ローテーションは4つの段階を経て行われました。

**2020年11月：**新型コロナウイルスのワクチンと米国大統領選挙という、2つのゲームチェンジャーがありました。ワクチンは予想以上に有効であることが証明され、バイデン大統領の選出は好意的に受け止められました。バイデン氏の当選を、世界はポジティブに捉えました。その後、売られすぎた銘柄、特にクオリティ銘柄にラリーの動きが見られました。この段階では、新型コロナウイルスの恩恵銘柄が好調を維持しました。

**2021年2月：**私たちは、規制と競争によって、まず最初に先進国のニューエコノミー企業のバリュエーションが低下すると考えていました。しかし、中国政府が国内のインターネットセクターを規制することを発表したことで、注目すべきサプライズと別の新たなゲームチェンジャーが現れました。この規制の不透明さゆえに、中国の大型インターネット株はその後12ヶ月にわたってパフォーマンスを低下させることになりました。多くのバリュー銘柄のパフォーマンスも良好ではありませんでしたが、強いバイアスを持つMSCI新興国バリューインデックスのパフォーマンスが堅調であったことから、バリュー株も良好なパフォーマンスであったかのように見えました。これは若干の誤解を招くと思われます。バリューの良好なパフォーマンス全体は、少数の大型株によってもたらされていたからです。これらのバイアスを取り除くと、同年2月から11月までのバリュースタイルのパフォーマンスは若干のマイナスになることが分かりました。

**2021年11月：**市場の考え方が変化し、インフレが夏に予想されていたほど一時的なものではないことが認識されました。これにより、さらなる金利上昇について新たな想定が出てきました。前述の通り、バリュー株が不調だった主な理由の1つは、低金利であり、これが実績に乏しい銘柄への資金流入を促したことにあります。金利が上昇すれば、この原動力が失われ、収益性の低い銘柄は割高になります。それと同時に、金利の上昇は、バリュー銘柄を多く含む金融セクターにとって有益となります。

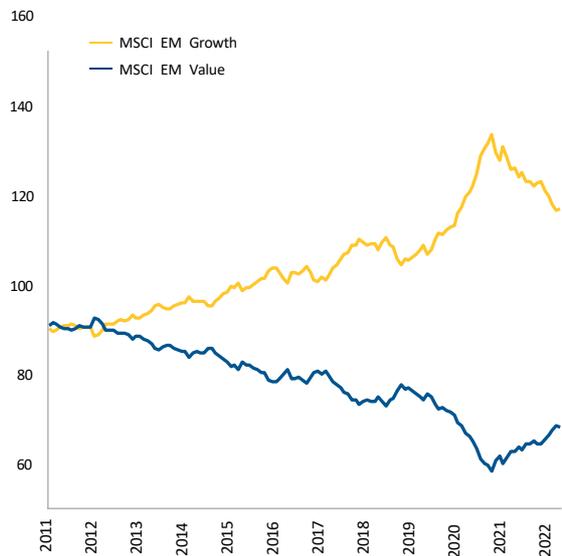
**2022年2月：**ロシアがウクライナに侵攻し、新興国投資家が人権面で信頼できる実績に乏しい国に対して長い間、目をつぶってきたことが明らかになりました。この侵攻により、特に食料とエネルギーのインフレが高止まりするのではないかと懸念が再び浮上しました。このため、侵攻前よりも早いスピードで利上げが行われるのではないかと予想されるようになりました。

「多くのバリュー銘柄のパフォーマンスも良好ではありませんでしたが、MSCI新興国バリューインデックスのパフォーマンスが堅調であったことから、バリュー株も良好なパフォーマンスであったかのように見えました」

## 現在の状況は...？

バリューのパフォーマンスが改善して1年半経ちました。以下のチャートに示すように、2つのスタイル間のギャップは縮まり始めていますが、元に戻るには、まだ道半ばといった状況です。

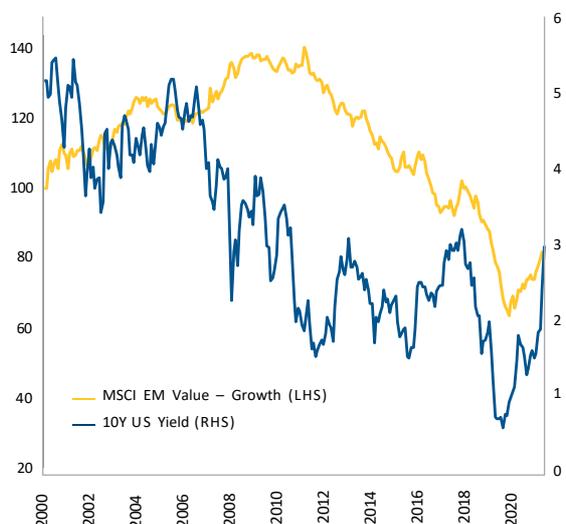
図表1：新興国のスタイル別パフォーマンス



Sources: MSCI, Bloomberg, RBC GAM as of April 2022.

ローテーション継続の要因の一つは、米国の10年債利回りとバリュー株のパフォーマンスの間に強い相関があることです。インフレ率の上昇と長期化が、利回りの上昇をもたらし、バリュー株を支えている可能性があります。

図表2：米国10年債利回りとバリュースタイルの相関

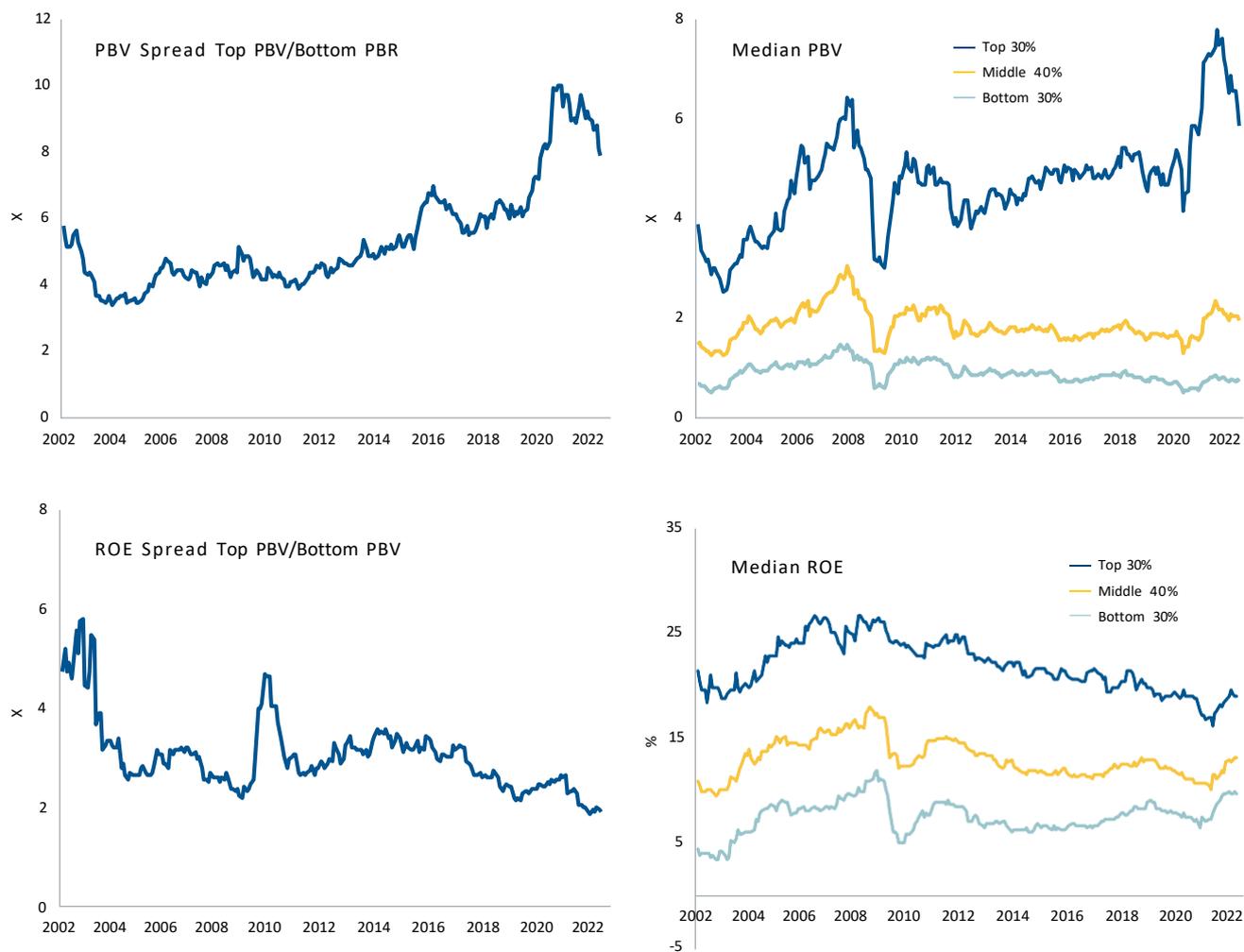


Sources: MSCI, Bloomberg, RBC GAM as of April 2022.

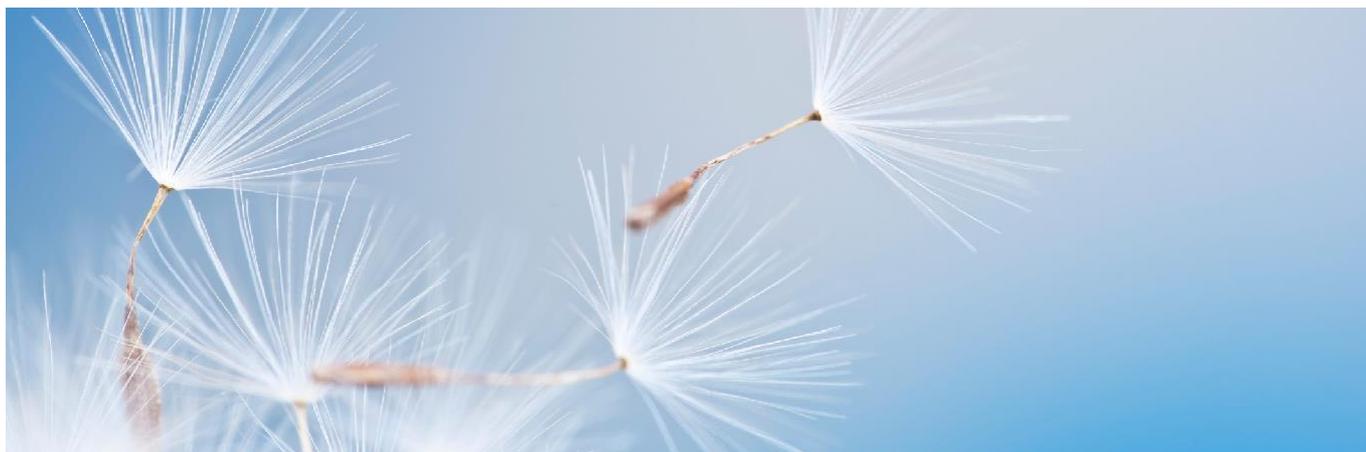
2020年10月以降のローテーションのもう一つの理由は、多くの割安銘柄より著しく割高でクオリティの低かった、ベンチマークの中で最も割高な銘柄群のバリュエーションが限界にまで達していたことです。過去においても、最もPBV（株価純資産倍率）の高い企業は、高水準のROE（自己資本利益率）を実現し、投資家はそうした優良銘柄に対して高い価格を支払ってきました。しかし、テクノロジーバブルの絶頂期にはこの関係が消失しました。

下図は、新興国株式のユニバースで最も割高な上位30%の銘柄と下位30%の銘柄の間のPBVの差を示しています。この差は2020年10月に非常に高い水準でピークに達した一方、ROEの差は2002年以来最低水準にまで縮小したことを示しています。

図表3：PBVスプレッドとROEスプレッド



Sources: MSCI, Bloomberg, RBC GAM as of April 2022.



## ...そして、どこに向かうのか？

このアナモリーは長くは続かず、最も割高と見られる銘柄が売られたのは、わずか数カ月後でした。しかし、スプレッドはまだ過大であり、今後長期に亘って、割高な銘柄が売られるのではないかと考えています。尚、この分析では、銘柄を均等に加重していることから、一部の大型銘柄による影響を排除しています。

ローテーションについて考えるもう一つの方法は、銘柄の集中度を見ることです。グロス株のピークである2020年10月までに、MSCI EMインデックスにおける上位10銘柄のウエイトは32.5%と過去最高を記録し、このうち7銘柄が中国株、上位6銘柄はすべてテクノロジー銘柄で占められていました。今回の売りを受けて、上位10銘柄の構成比は24%に後退し、そのうち中国株は4銘柄のみ、テクノロジー銘柄は4銘柄のみとなりました。とはいえ、この水準は2017年以前と比べればまだはるかに高いので、さらなる下落が予想されます。

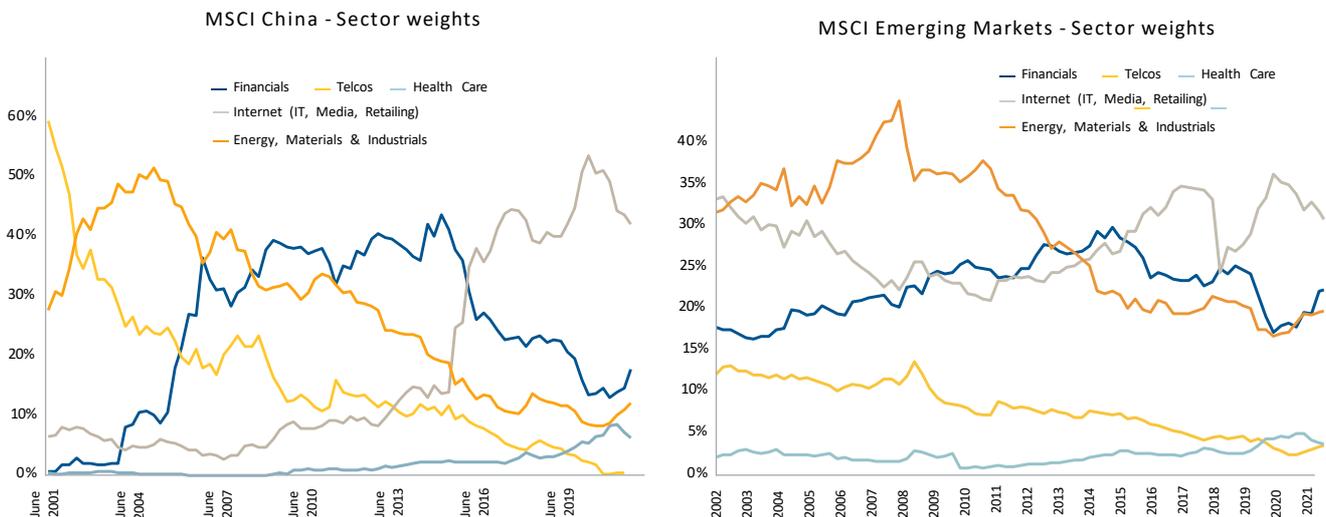
図表4：MSCI新興国株式指数における上位10銘柄の割合



Sources: MSCI, Bloomberg, RBC GAM as of April 2022.

グロス株のラリーに対する中国の貢献が大きいことから、MSCI中国指数の構成をもう少し詳しく見てみます。その結果、極端な集中という点では同じような図式が見えてきます。インターネット銘柄のウエイトは2020年10月にピークを迎え、指数の半分以上（53%）を占めましたが、その後、インターネット銘柄やヘルスケア銘柄から大きくローテーションし、金融やシクリカル銘柄に回帰しています。現在、インターネット株は指数の42%となり、金融株は最低となった13%から18%にまで上昇しました。MSCI新興国株式インデックスにも同様の傾向が見られます。

図表5：MSCI中国インデックスと新興国インデックスのセクターウエイト



Sources: MSCI, Bloomberg, RBC GAM as of March 2022.

バリュエーションが依然として過大であること、テクノロジーセクターの収益が期待外れであること、金融セクターとシクリカル・セクターの再評価が進むこと、低金利環境で苦しんだ金融セクターがインフレから恩恵を受ける可能性があることなどから、ローテーションは終わっておらず、今後も続くと私たちは見えています。

シクリカルな工業、エネルギー、素材セクターは、優先課題として世界的に急ピッチで進んでいる脱炭素化の動きからも、追い風を受けることになりそうです。

私たちは、グリーンインフラを新興国市場の重要なテーマと位置づけ、その恩恵を受けるには、電気自動車、再生可能エネルギー、脱酸素向けの素材が良い投資対象になると考えています。これらの分野は、いずれもバリュー・銘柄の構成比が高い分野であり、こうした分野への支出の高まりも追い風にして、スタイルとしてのバリューが今後も上昇を続ける可能性があると考えます。

脱炭素化は、再生可能エネルギーや水素などのクリーンな発電、エネルギー貯蔵、電力ネットワークなど、多くの分野への莫大な投資を意味します。この投資は2035年には年間3兆ドル近くとなり、ピークを迎える可能性があります。特にアルミニウムと銅の需要は、現在の予想以上に増加する可能性があるため、材料と工業セクターは設備投資ブームの恩恵を最も受けると思われます。

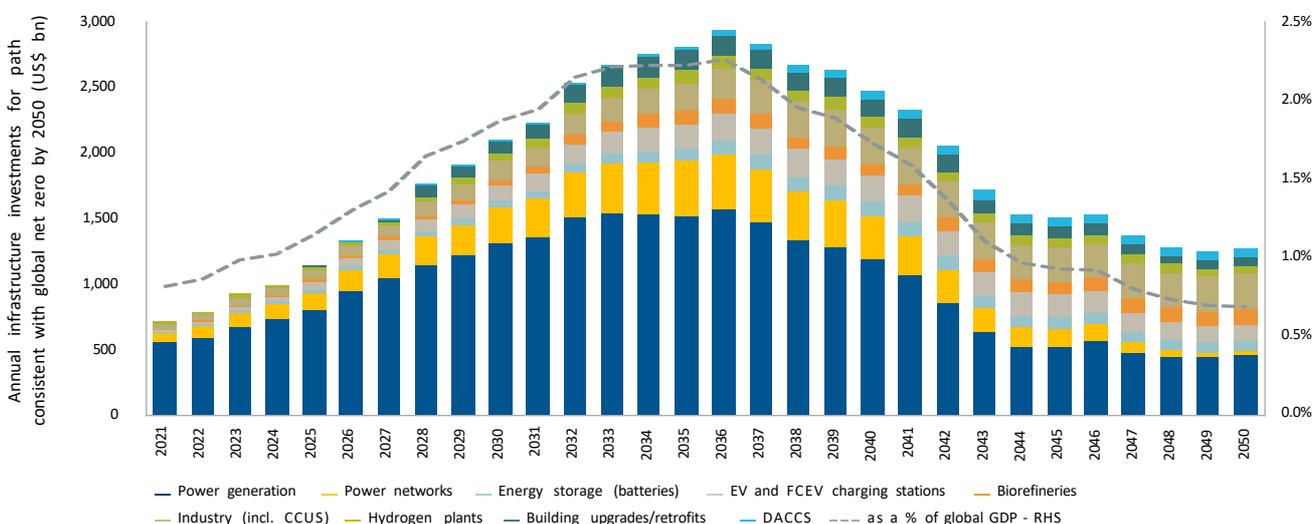
図表6： 経済の脱炭素化とそれによる資源利用の拡大

グリーンテクノロジーの普及によって資源に対する需要は著しく増加

	Power applications			Automotive	Others		
	Wind	Solar photovoltaic	Energy storage	Electric vehicles	Electric motors	Carbon capture and storage	Light emitting diodes
Aluminium	X	X	X		X	X	X
Chromium	X					X	X
Cobalt			X	X		X	
Copper	X	X		X	X	X	X
Indium		X				X	X
Lead	X	X					X
Lithium				X			
Molybdenum	X	X				X	X
Neodymium (proxy for rare earths)	X			X			
Nickel	X	X	X	X		X	X
Silver		X		X			X
Steel	X						
Zinc		X					X

Source: BoFA Global Commodities Research, World Bank, The Growing Role of Minerals and Metals for a Low Carbon Future.

図表 7: 2050年までのネットゼロ達成に必要なインフラ投資額



Source: Goldman Sachs Global Investment Research, June 2021.

## 結論

ローテーションはまだ続くと思いますが、グロス株は再び上昇するのでしょうか。私たちは、短期的にこれまでのような強いアウトパフォーマンスが起こる可能性は低いと考えています。グロス株のアウトパフォーマンスが再び起こるには、新たな大きな破壊的トレンドの出現が必要ですが、それは稀なケースです。

本稿執筆時点では、最大の脅威はインフレであると考えています。私たちは、インフレはまだ十分に織り込まれておらず、織り込まれ始めたら、バリュースタイルもそれほど良いパフォーマンスとならないかもしれないと考えています。このスタイルにとってより好ましい投資環境は、インフレ率が上昇しつつも、経済が「ソフトランディング」することと考えています。長期投資家として、時間が解決してくれるのを待ちましょう。

## バリューへのアプローチ

世界が様々な課題に直面する中、今後数年間、バリュースタイルのパフォーマンスは不安定に推移することが予想されます。

新興国市場のバリュースタイル投資家にとって、以下の点が重要であると考えています。

- **構造的な成長地域に投資し、衰退している地域を回避する**：世界は常に変化していることを認識し、選択的に行動することが重要です。新しい技術が開発され、習慣は変化し、新しい企業が生まれる一方、壊滅的な影響を受ける企業もあります。トップダウンのテーマ別リサーチは、構造的な成長分野を特定し、衰退産業やバリュートラップを回避するのに役立ちます。
- **企業経営陣の重要性を認識する**：私たちの調査によると、企業経営者の質は、企業の業績と厳しい市場環境を乗り切る能力に大きな影響をもたらします。従って、投資プロセスの中核部分として企業経営陣を評価することが重要です。
- **リサーチが行き届いていない投資機会を見つけ出す**：これまでグロスセクターと見なされてきた企業群の中でも、バリュースタイル投資家にとっての投資機会は多く存在します。十分な調査活動を行った上で、投資すれば、小型企業や発掘されていない企業は、著しいアップサイドを与えてくれる可能性があります。

筆者

ローレンス・ベンサフィ, CFA

RBC新興国株式副主任

RBCグローバル・アセット・マネジメント（UK）リミテッド



CFA (2004); Magistère d'Économiste Statisticien & D.E.S.S. Statistique et Économétrie (1997), Université de Toulouse, France.

RBC GAMのポートフォリオ・マネージャーであり、新興国株式チームの副代表を務めています。2013年に入社する以前は、英国の大手資産運用会社で新興市場チームを率いていました。アジアおよび世界の新興市場インカムファンドの運用を担当し、定量的銘柄選択と環境分析モデルの開発に携わりました。大手金融サービス会社で定量アナリストとして投資キャリアをスタートし、ポートフォリオ構築や銘柄選定を支援する定量モデルの開発を通じて、欧州および世界の株式ポートフォリオマネージメントをサポートしました。

# ディスクレーム

---

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよびまたはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のものです。ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。(UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management