



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場
Knowledge Forum

回復の機が熟したディフェンシブ銘柄を見つけ出す

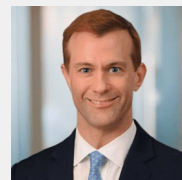


2021年10月27日



ケント・ハーギス(写真)

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
ストラテジック・コア株式運用 共同最高投資責任者



サミー・鈴木(写真)

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
ストラテジック・コア株式運用 共同最高投資責任者



イアン・マクノウハー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
ストラテジック・コア株式運用 リサーチ・アナリスト

ディフェンシブ銘柄は誤解されているケースが多い。ここ数年、業績は堅調に推移していても、株価は期待外れの状態が続いている。イノベーションが正当に評価されないことも多い。しかし、堅調なビジネスと株価がかい離している状況がいつまでも続くとは考えにくく、反転の機が熟しているとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ではみている。

2020年年初以降、力強い売上高成長率を確保している企業が市場から高く評価されている。高成長銘柄や一部のバリュー銘柄に属する企業の株価は、利益の伸びを大幅に上回るペースで上昇してきた。しかし、ディフェンシブ企業は利益が堅調に推移し、株価水準が魅力的であるにもかかわらず、比較的安定したビジネスが評価されるべきパンデミックという不透明感が漂う中で置き去りにされてきた(次ページの図表1)。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2021年8月31日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 ディフェンシブ銘柄：比較的安定した収益にもかかわらず株価上昇は緩やか
MSCI ワールド指数を構成する一部セクター(%)

		パンデミック期間の変化率*		株価変動率とEPS変化率の かい離(%)	2021年の PER*** (倍)
		株価	2021年の予想EPS**		
バリュー	自動車及び同部品	80	-6	86	16
	輸送	29	-33	61	29
	資本財	21	-22	42	22
グロース	半導体及び半導体製造装置	78	18	60	24
	メディア及び娯楽	60	4	55	30
	テクノロジー関連のハードウェア及び機器	62	15	47	24
ディフェンシブ	食品、飲料、たばこ	7	-9	16	20
	医薬品、バイオテクノロジー、生命科学	17	3	14	17
	公益事業	0	-6	6	18

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

2021年のデータ

*2020年1月から2021年6月までの株価と2021年予想利益の変化 **一株当たり利益 ***予想株価収益率

2021年6月30日現在

出所：ファクトセット、MSCI、AB

パフォーマンスが劣後していたディフェンシブ銘柄に注目することは、真の投資機会となりうる。ディフェンシブ・セクターは、市場から評価されずに株価が低迷していた時期でも、利益やキャッシュフローの拡大が続いていた。別の言い方をすれば、安定したビジネスやキャッシュフローを備えた質の高い一部のディフェンシブ企業の株価が、現在は非常に魅力的な水準にある。

セクターX：歴史的な偏見の犠牲者？

投資家は先入観から、魅力的なファンダメンタルズを持つセクターを敬遠しているのかもしれないとABでは考える。例えば、伝統的なディフェンシブ・セクターである「セクターX」について考えてみよう。このセクターでは、平均的な利益や配当が過去10年間で同じ5%の伸びを示しており、今後もしばらくそれが持続すると予想されている。しかし、そのセクターの株価は2020年に0.5%上昇しただけで、18%を超す上昇を遂げたS&P 500指数を大幅にアンダーパフォームした。

ミステリーに包まれたこのセクターの利益や配当の成長率見通しは過去最高水準で、今後数年も同じ程度の伸びが続くと予想されている(次ページの図表2、左図)。そして、このグループに属する革新的な企業は、さらに急速な成長を遂げている。

ではそれらの銘柄の最も魅力的な要因は何だろうか？それはお買い得感である。セクターXはS&P500指数に

対して15%のディスカウントで取引されており、過去平均と比較して大幅に割安な水準にある(次ページの図表2、右図)。このセクターは2020年3月9日から2021年8月9日までの間、S&P500指数を53%アンダーパフォームしており、ピークから安値までの相対パフォーマンスは1990年代のITバブル以来、最も悪い水準となっているため、ABは、このセクターが回復に向かう時期に来ているのではないかと考えている。

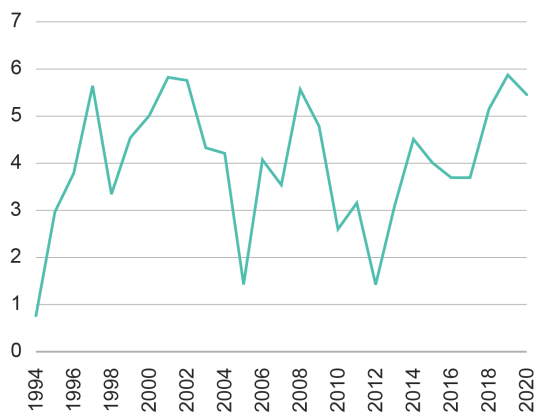
では、投資家はなぜこうした安定性があり改善しつつあるセクターを避けてきたのだろうか？その理由は、飛躍的な成長が期待できる企業や、回復を遂げている企業、インフレの恩恵を受ける企業に投資家の注目が集まってきたためだとみられるが、それらはどれもこのセクターには当てはまらない。しかし実際には、過小評価されているこのセクターでは、興味深い変化やテーマが数多く進行しているとみられる。

公益事業：もはや単なる債券の代替投資先ではない

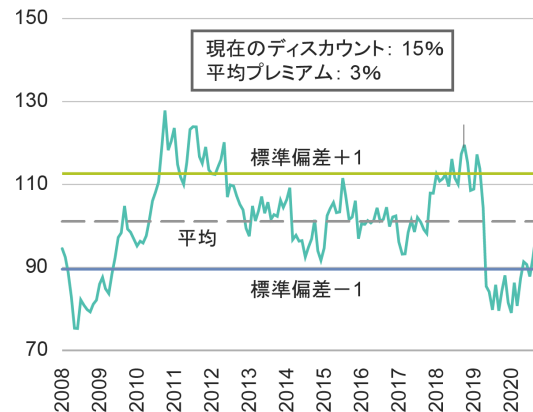
セクターXとは、言うまでもなく公益事業である。歴史的に見れば、我々の祖父母はディフェンシブな特性や配当に着目して公益事業株に投資してきた。今日の投資家は、公益事業セクターを退屈な債券の代替物とみなしているかもしれない。特に、高成長を遂げているメディアやテクノロジーの分野のパイオニア企業と比較すれば、そう見えるかもしれない。しかし、そうした固定観念は誇張されたものであり、今は公益事業セクター

【図表2】 魅力度の高い伝統的なディフェンシブ・セクターが存在

セクターX: 利益が安定的に伸びている
5年ローリングEPSの伸び率中間値(%)



セクターX: 平均を下回るバリュエーションで取引されている
S&P 500指数と比較したセクターXのバリュエーション(%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2021年6月30日現在
出所: ブルームバーグ、AB

を新たな視点で見つめるべきだと考えるいくつかの理由がある。

例えば公益事業会社はクリーンエネルギーへの移行に向けて変化を促す役割を担っている。電力会社が再生可能エネルギーや関連の送配電インフラ整備を進める中、多くの企業が引き続き税制優遇措置や、炭素排出削減目標を達成するための政治的支援を受けている。また、再生可能エネルギーはコストが低下しており、風力発電においては技術進歩に伴い効果も高まっている。気候変動や炭素排出削減に対する関心が世界的に高まっていることは、再生可能エネルギー革命に積極的に取り組む電力会社に長期的な利益をもたらす要因になると考えられる。

これらの企業にとっては、政治はリスクにはならない。米国で超党派で提出されているインフラ法案は、送電網や再生可能エネルギーへの投資を押し上げる要因となる可能性がある上、税額控除が拡大されることもあり得る。さらに、米国の風力発電は主に共和党が強い州で活発に行われているため、政治的な展開がどうなるうともテクノロジー基盤の構築は続けられそうだ。また、規制を受けている電力会社は法人税引き上げによる影響が一般的に顧客に転嫁されるため、法人税の引き上げからも守られている。

しかし、米国の電力会社に投資するには、選別眼が重要になる。例えば、山火事が多発する地域で事業展開している電力会社の多くは難しい投資対象である。これらの電力会社は株価変動が激しく、同業他社に比べて大幅なディスカウント水準で取引されている。また、多くの地域では、過失が認められない限り電力会社の責任を免除する法律が定められているが、山火事が発生すれば株価は売り込まれる。投資家は、質の高いビジネスと安定したキャッシュフローを持ち、株価が魅力的な水準にある電力会社を探し出さなくてはならない。公益事業に対するセンチメントが変化するタイミングを見極めるのは難しいが、このセクターのディフェンシブな性格と割安感は、非常に魅力的だとABでは考えている。

公益事業セクター以外では、質の高さ、安定性、株価水準に焦点を合わせることが、幅広いセクターにおけるディフェンシブ銘柄を見つけ出すための好ましい戦略である。ABでは、こうした原則に基づくアクティブ運用のディフェンシブ・ポートフォリオは、質の悪いビジネスや割高な銘柄が含まれがちなクオンツ型、またはパッシブなアプローチよりも優れていると考える。また、さまざまな業界のダイナミクスを変えつつある革新的な企業を見つけ出すことで、投資家は長期的にダウンサイドリスクの軽減にも寄与する、安定的なリターン創出源を手にすることができるだろう。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって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。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。