



## 新型コロナウイルスによって生じたバリュエーション格差の中に ある投資機会



2020年9月8日



### ダン・ローウィー(写真)

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
マルチアセット・ソリューション部門 最高投資責任者 兼 責任者



### チャラス・アルトウンコブル

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
マルチアセット・ソリューション部門 マクロ戦略責任者

資本市場は新型コロナウイルスによる安値から回復しているが、影響を受けた産業は回復が大幅に遅れている。このような悲観論は場合によっては行き過ぎであり、マルチアセット投資家にとっては混乱を利用した投資機会を生み出している。

2020年3月以降の大幅な上昇により、MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス(ACWI)は3月23日の底値から約50%上昇し、パンデミック前の最高値付近に戻った。しかし、株式のバリュエーションのパターンを詳しく見ると、市場ではサービスや旅行関連のビジネスが完全に回復することはなく、ほとんどが仮想的な経

済活動の「ニューノーマル」を想定していることがわかる。

「ニューノーマル」が過去と大きく異なるものになることは確かにそのとおりだが、新型コロナウイルスを原因とするソーシャル・ディスタンスや営業停止によって大きな打撃を受けている一部のセクターに対する過度の悲観論も見受けられる。このような分野であっても、企業は適応し続けており、多くの場合、収益性の向上に役立つ業務効率の向上や労働力投入量の削減を促進する方法で適応してきた。

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。

<https://web.alliancebernstein.com/library/is-there-opportunity-in-COVID-19-valuation-dislocations.htm>

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の過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2020年8月25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。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。

## 長期的な見通しでは、より強固な地盤を示唆

依然として重大なリスクが存在することは間違いない。特に世界の多くの地域で秋から冬にかけて、ウイルスの第2波とさらなるロックダウンの可能性が常に存在している。地政学的なリスクとしては、2020年11月に行われる米国の大統領選挙や中国との貿易摩擦の継続などが挙げられる。しかし、ワクチンや治療法の競争における世界的なイノベーションの努力は、最終的には前進への道筋を示す可能性があり、長期的な見通しはより強固なものになるとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では考えている。

まず、新型コロナウイルスに対する適応によって、デジタル化のペースは加速しており、これはスケーラブルで多額の資本を必要としないテクノロジー・ビジネスモデルに非常に大きな利益をもたらす可能性が高く、企業収益にとってもプラスとなる。勝者と思われる企業のバリュエーションは、2000年代の損失を出したリーダー企業とは異なり、実質的なキャッシュフローと市場シェアを持っている。

中央銀行は、大規模な景気刺激策によって、世界経済に回復の時間を与え、しばらくの間は利回りを抑えておく必要があるが、このような環境は特に成長株に

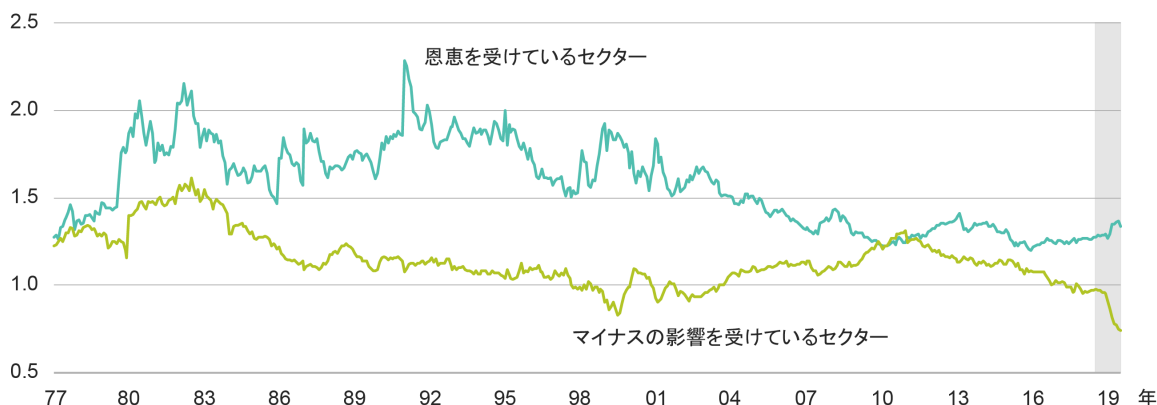
とって好都合であると考えられる。成長株のキャッシュフローは遠い将来に発生するため、低金利が続き割引率が下がることでバリュエーションは恩恵を受けることになる。また、ポジティブな経済のサプライズや、支出や取引に関する高頻度データの改善も、世界経済が徐々に回復していくことを示唆している。

## 新型コロナウイルスの影響で後れを取っている企業の一部は過剰反応に苦しんでいる

とはいえ、市場の反発によるバリュエーションの上昇を考えると、リスク資産の期待リターンは低くなっている。マルチアセット投資家にとっては、多くの市場や要因に柔軟に資産配分を行い、チャンスを発掘・獲得していくことが重要である。

長期的な変化の中では、マイナスの影響を受けた企業に対する悲観論がオーバーシュートしてチャンスを生み出すことは珍しくない。新型コロナウイルスの時代に市場が敗者とみなした業界では、このような過剰反応の証拠が見られるようになってきている。マイナスの影響を受けた企業は、対市場の株価売上高倍率によって測定されるように、歴史的にも極端に割安な価格で取引されている(図表1)。

【図表1】 新型コロナウイルスから悪影響を受けたセクターは魅力的  
対市場の株価売上高倍率



過去の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。  
恩恵を受けているセクターとマイナスの影響を受けているセクターの区別は米国大型株式上位 1,500 銘柄の時価総額加重ユニバースに対する 6 カ月間の相対リターンに基づきます。マイナスの影響を受けているセクターとは、相対リターンが $-10\%$ 未満のセクターであり、恩恵を受けているセクターとは、相対パフォーマンスが上位20のセクター。  
2020年7月31日まで  
出所: バーンスタイン、AB

しかし、マイナスの影響を受けた企業も適応してきている。例えば、多くのレストランでは現在、非接触型の支払いを伴う食事注文の受け取りサービスを提供している。小売業者はオンライン・チャンネルへの移行を加速させており、場合によっては予約制のショッピングを提供

している。ホテルでは、新型コロナウイルスの感染拡大防止策として、従来の日常的なハウスキーピング・サービスを廃止している。

実際、マイナスの影響を受けた企業の業績予想は改善の兆しを見せ始めている。後れをとった企業が、市

場に対してこれほど大きなディスカウントで取引されたのは1990年代後半以来である。このようなバリュエーション格差を考えると、これらの企業はさらなる景気回復からの成果を取り込むための魅力的な投資になる可能性が高いと考えている。

一方で、新型コロナウイルスから恩恵を受けた企業のバリュエーションは、2020年までに大幅にアウトパフォーマンスしたにもかかわらず、市場と比較して緩やかな水準にとどまっている。デジタル化へのシフトは今後も継続するとみているため、これら2つの株式セグメントへのバーベル・ポジションを検討することは理にかなっていると考えている。地理的な観点からは、テクノロジーをオーバーウェイトしている米国株式を通じた長期的な成長へのエクスポージャーと、アジア経済を通じた景気循環的なエクスポージャーにアクセスすることでポジションを構築することができる。

### 債券代替的な株式が再び人気を集める可能性はあるか

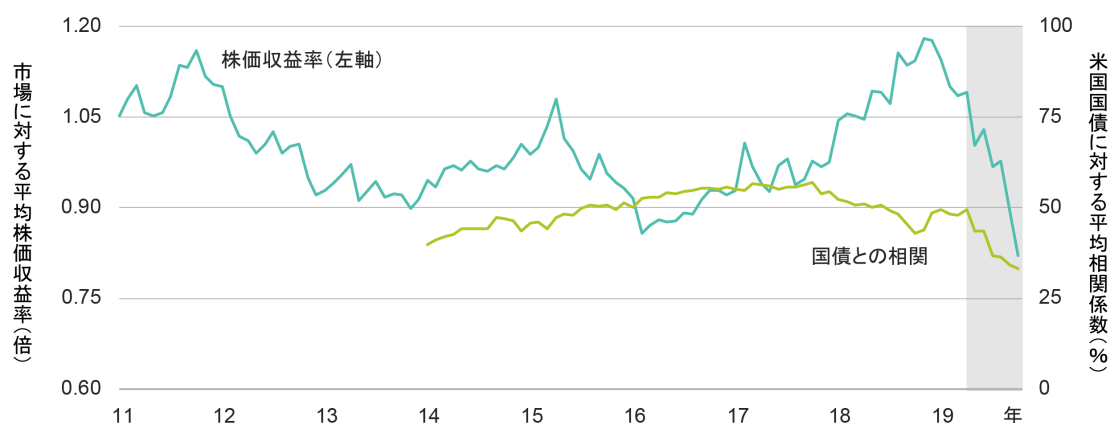
新型コロナウイルスのもう1つの遺産は、すでに歴史的に低いソブリン債利回りが再び低下したことであるように思われる。中央銀行の金融緩和策と低インフレの背景を考えると、国債は依然としてリスク資産への効果的な分散手段となる可能性が高く、他の債券セクターへのエクスポージャーは追加的なインカムを提供してくれる。

しかし、利回り水準が低いことを考えると、マルチアセット投資家が幅広くインカムを強化できる資産への投資を検討することは理にかなっている。低ボラティリティ株式など、安定したキャッシュフローと高い配当利回りを持つ傾向があることから債券代替として取引されている株式は、1つの選択肢となる。これらの株式は、パンデミックの影響でキャッシュフローが圧迫され、投資家が配当の持続性に不安を抱くようになったため、苦戦を強いられた。その結果、これらの銘柄と米国国債との従来の正の相関関係が解消され、バリュエーションは打撃を受けた(図表2)。

そのため、バリュエーションは魅力的であり、今後、経済が徐々に正常化し、流動性の懸念が和らぐことが予想されるならば、バリュエーションの回復によるアップサイドの可能性があり、安定したインカム源を求める投資家に再び支持される可能性がある。このシナリオは、世界金融危機後の低成長・低金利環境の状況に似ている。もちろん、新型コロナウイルスによる大規模なロックダウンによって新たな流動性危機が発生すれば、それは大きなリスク要因となる。

要約すると、今日の市場は回復しているように見えるが、今後の道りは平坦ではなさそうだ。マルチアセット投資家にとっては、新型コロナウイルスによる混乱を利用したり、不可避な市場の混乱からポートフォリオを強化したりすることが求められている。それを実行する上で、柔軟性の必要性が高まっている。

【図表2】 低ボラティリティ株式は分散手段として魅力度が上昇中



過去の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。  
 低ボラティリティ株式は、インベスコS&P 500低ボラティリティ指数、iシェアーズ・エッジ・MSCI 最小ボラティリティ米国指数、iシェアーズ・エッジ・MSCI 最小ボラティリティグローバル指数で構成したサンプル。  
 3年ローリング相関係数は、ETFのサンプル及びブルームバーグ・パークレイズ米国国債指数(ヘッジなし)の週次相対リターン(米国ETFはS&P 500指数、グローバルETFはMSCI ACWI)を使用して算出。  
 2020年7月31日現在  
 出所:ブルームバーグ、AB

## 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。