



# 上昇を続ける米国バリュー株式 バリュー株内でのシフトを予想

今後はより質の高いバリュー株式がけん引役となる見込み

2021年9月

## サマリー

- 米国バリュー株式は、2021年前半に力強く上昇したものの、依然として上昇余地はあるとみられる。
- 米国で経済活動の再開が続く中、バリュー株のけん引役は、景気回復の恩恵を受けやすい銘柄から、よりクオリティの高いバリュー銘柄に代わると予想される。
- 米国バリュー株に関する見通しを左右する4つの要因が存在する。



**Mark Finn**

米国バリュー株式運用戦略  
ポートフォリオ・マネジャー

## 前例のない危機後に力強い回復

前例のない新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を経て、2021年に米国経済は力強い回復を遂げてきました。米国株式市場も同様に急上昇しており、多くの企業が2021年1-3月期に過去最高益を記録したことに後押しされて、数四半期で以前のピークの水準を越えています。

2021年前半に市場で注目されたテーマの一つは、一部の割高なグロース企業からバリュー企業へのローテーションでした。しかし、バリュー・セクターのパフォーマンスが足元で若干軟調になってきたことを受けて、「バリュー株へのローテーション」が既に終息に近づいているのか否かという疑問が生じています。

確かに、景気敏感銘柄については、年初来で非常に力強く上昇してきており、過去の最低水準から脱したため、これらのバリュー・セクターが調整する可能性もあります。

しかしより広い視野で現状を見てみると、足元での特定のバリュー・セクターの軟調な推移は、2021年前半から続く力強い上昇後の一服でしょう。

ファンダメンタルズの状況は、大きく変わっていません。世界的にも景気回復は継続していることから、楽観的な見方を堅持しています。米国の消費者は、支出に振り向けることができる多額の貯蓄を保有しており、その財務状況は健全です。企業の在庫不足は、設備投資の回復を促進する見込みであり、政府は、大規模な財政刺激策を実施する態勢にあります。また、米連邦準備理事会（FRB）は、当面は金融緩和政策を維持する方針のようです。

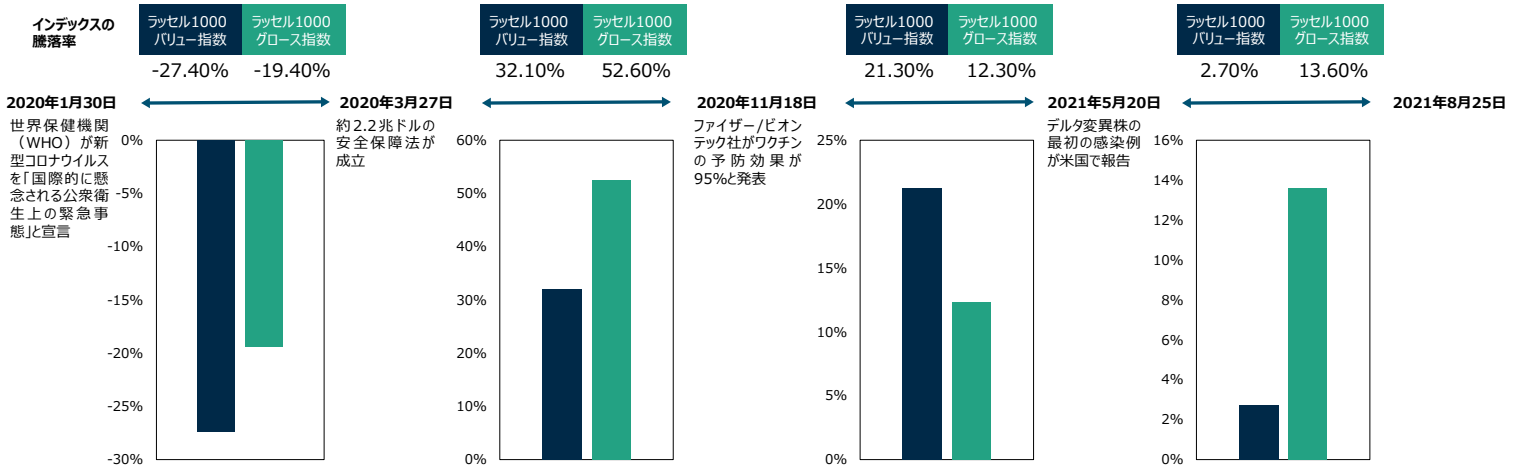
## バリュー株の上昇はまだ打ち止めではない

今後も市場全般で企業のファンダメンタルズの改善が続くと見えています。また、バリュー株の中である程度のローテーションを予想しています。

“確かに、景気敏感銘柄については、年初来で非常に力強く上昇してきており、過去の最低水準から脱したため、これらのバリュー・セクターが調整する可能性もあります。”

## 新型コロナウイルスの感染拡大を巡る状況と株価の動き

(図表1) 米国株式市場の騰落率



過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

出所：リフィニティブ、データストリーム、分析はティール・ロウ・プライス  
2021年8月25日時点

バリュース銘柄は経済活動との連動性が高いことから、米国経済の成長ペースが高い状況ではその恩恵を受けやすい

投資家は、景気サイクルの次の段階で恩恵を受ける見込みのある銘柄として、景気回復に敏感なディープバリュース（大幅に割安な）企業から、よりクオリティの高いバリュース株に重点を徐々に移していくと想定しています。

また長期的には、米国バリュース株に関する見通しを左右する要因として次の4つが考えられます。

### 1. 市場環境：経済成長とインフレ

米国経済の回復は続いており、2021年の予想経済成長率は7%～8%と、目覚ましい回復を表しています。この数値は2020年に米国の経済成長が落ち込んだ後の低水準からの回復であることが一因ですが、2022年の経済成長も同程度というのがコンセンサス予想であり、トレンドを上回る成長ペースが続くという想定は妥当と言えます。

2020年11月以降、ディープバリュース銘柄や景気敏感銘柄が米国株式市場の回復をけん引してきました。新型コロナウイルスワクチンの接種が幅広く進捗し、投資家が割高なグロース銘柄を売却し、米国経済の活動再開から恩恵を受ける景気敏感なバリュース株に資金を移す動きを促進しました。

鉱業、旅行、銀行、資本財などそれまで不人気だったバリュース・セクターが急激に上昇し、2021年5月半ばまで米国株式市場をけん引しました。

しかし、昨年のコロナ禍がこれまで前例のない出来事であったことから、その後の回復についても右肩上がりの景気回復ではなく、投資家の信頼感と不透明感の強弱に応じて上下に揺れ動くものでした。現在の米国におけるインフレ率の急騰が好例です。CPI（消費者物価指数）は、2021年7月に前年比5.4%と2008年以来の最高水準をつけ、投資家の信頼感を悪化させ、市場のボラティリティを高めました。インフレ率の急騰は、一部の分野における一時的なものか、それとも持続的な高インフレ期の到来を示す最初の兆候なのかという疑問に繋がります。

我々は、長期にわたりインフレ率が非常に高い水準で推移する可能性は低いと見ています。現在のインフレを引き起こしている要因の一部は一時的なものである可能性が高いためです。その一方で、「粘性性」が強く、より長く上昇圧力をもたらす可能性が高い要因も存在すると考えています。

“  
より景気敏感な銘柄  
への投資はここ数カ  
月和らいでいますが、  
投資家は代わりにより  
質の高いバリュー株に  
資金を移しています

供給サイドの混乱の一部は、その性質上、短期的なものと予想されます。例えば、つい最近、取扱量が世界第三位の貨物港である中国の寧波舟山港は、新型コロナウイルスの感染拡大懸念のためターミナルの一つを2週間にわたり完全に閉鎖し、世界のサプライチェーンに甚大な混乱が生じました。しかし、この短期的なショックが世界の貨物輸送コストに長期的かつ破壊的な影響を与える可能性は低いでしょう。一方、住宅コストや税金、賃金の上昇は、少なくとも今後12～24か月にわたり顕著なインフレ圧力の要因であり続けると予想されます。

## 2. 景気サイクルに応じたセクター・パフォーマンス

今年から来年にかけて、景気サイクルの異なる段階におけるバリュー・セクターとグロース・セクターのパフォーマンスを考慮することが重要になるでしょう。2つのスタイル間の主な違いは、グロースではテクノロジー・セクターへの配分が大きい一方、バリューでは金融セクターへの配分が大きいことです。テクノロジー銘柄がアウトパフォームする時は、通常、グロースのパフォーマンスがバリューを上回りますが、金融銘柄がアウトパフォームする場合は、逆になります。過去、バリュー・セクターは、景気回復の初期段階でアウトパフォームする傾向があり、インフレ率や債券利回りが上昇する環境下でも同様でした。

## 3. イノベーション

イノベーションは、グロース企業に関連付けられることが多い概念ですが、我々は、市場全般にわたり起きている長期的な変化や、それらの変化に伴う潜在的なリスクと投資機会の分析に多くの時間を割いています。

我々は、革新的かつ創造的破壊を起こす可能性を有しながらも、何らかの短期的な問題や課題が生じたことで投資家から敬遠されている企業に、魅力的なバリュエーションで投資する機会を探っています。例えばMicrosoftは、多くのバリュー株投資家が投資対象から外してきたものの、我々は米国バリュー株戦略で長年にわたり同社株を保有してきました。投資開始時点のMicrosoftは、製品の幅と質がAppleやAlphabetのような主要競合他社に後れを取っていたため、投資家からの人気はありませんでした。同社が経営陣の交代と事業再編計画を発表したことを受けて、我々は魅力的なバリュエーションで同社株を組み入れました。それ以降、Microsoftは、その製品群の幅と質を向上させるために重点投資し、戦略的パートナーシップを結んで当該製品の市場を拡大するとともに、クラウドシステムやサービスなど新たな高成長分野に進出してきました。

## 4. センチメント

2020年7-9月期から2021年1-3月期にかけて、バリュー株がけん引する形で米国株式は大きく上昇しました。この背景には、バリュー企業に対する投資家のセンチメントが変化したことがあります。ファイザー社が開発したワクチンの有効性が明らかになったことで、経済活動再開への期待が高まりました。これを受けて、コロナ後の米国経済の回復から最も恩恵を受けると見込まれる景気敏感銘柄に多額の資金が流入しました。

しかし、より最近では、バリュー企業に対するセンチメントは、やや後退した模様で、より良好なパフォーマンスを収めていたバリュー・セクターの一部が年初の上昇分を失っています。デルタ変異株の出現やそれに伴う感染者数の再拡大が米国経済の回復に対する懸念の高まりを招き、景気回復の影響を最も受けるバリュー株に対する投資家心理が悪化しました。

その結果、年初からのバリュー株への資金流入パターンが反転しました。一方で、バリュー・セクターの中でのローテーションの兆候が見られます。具体的には、より景気に敏感な分野から、よりクオリティの高いバリュー企業に資金を再配分する動きです。今後は、企業の質が米国バリュー企業の株価リターンに影響を及ぼす要因となると考えています。

## バリュー株の持続可能性

投資家は米国バリュー企業の株式保有を維持するべきであると我々は考えています。過去10年にわたり、この主張を裏付けることは困難でした。グロース企業がバリュー企業を大幅にアウトパフォームしてきたからです。しかし、バリュー株の持続可能性が我々の投資アプローチを支えています。問題や困難に直面しているクオリティの高い企業に投資することによって、我々は、企業のファンダメンタルズが改善し、利益やキャッシュフローの成長が最終的にバリュエーションに反映され、上昇するなかで、長期的に持続可能なリターンを獲得することを目指しています。

## INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

[troweprice.co.jp](http://troweprice.co.jp)

## T.RowePrice®

### 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第3043号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会