

『コロナの先を読む 投資家は今、どう動くべきか？！』

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下「弊社」）は、2021年1月19日に「新春 インベスコ 日本株式運用セミナー2021」をオンライン開催いたしました。第一部では、3名の高名なストラテジストの方々にパネリストとしてご登壇いただき、「コロナの先を読む - 投資家は今、どう動くべきか -」と題したパネルディスカッションを実施いたしました。続く第二部では、弊社のESGとスチュワードシップ活動の取り組みと、3名のポートフォリオ・マネジャーによる2021年の注目ポイントについてのセッションを持ちました。当レポートでは、その内容をまとめました。

<第一部パネリスト>

みずほ証券株式会社
エクイティ調査部 チーフ株式ストラテジスト
菊地 正俊 氏

JPEルガン証券株式会社
株式調査部 チーフ株式ストラテジスト
阪上 亮太 氏

株式会社SB証券
チーフストラテジスト
北野 一 氏

<モデレーター>

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社
取締役運用本部長兼
チーフ・インベストメント・オフィサー
小澤 大二

【要旨】

第一部：コロナの先を読む 投資家は今、どう動くべきか？

- 昨年の振り返り：新型コロナウイルスの致死率が低下する中、株式市場は先々の景気や業績の回復を積極的に織り込んだ。グロース株優位の中、米国株と日本株の格差は拡大。
- 米中経済：両国の政治運営の安定化、外交における不確実性の低下が見込まれる。
- 為替・インフレ：バリュース株への巻き戻しによるドル安、ESG時代の到来によるインフレ率上昇の可能性。2022年に向けてのインフレ環境の見極めが重要に。
- グロースバリュー：構造的なグロース株への追い風が存在する中、バリュース株反発の程度が焦点。
- 日本株：年前半は堅調な展開が予想されるも、その持続性については懸念も。アップサイドからダウンサイドまで、多様なシナリオが提示される。
- 円高株高シナリオ、メタル・グロース、ESGブームの逆回転などが2021年のサプライズ要因。

第二部：ESGインテグレーションを推進。新型コロナで変化する環境下でも変わらぬ運用手法の継続が重要

- ESGをめぐる動向はコロナ禍で加速。建設的な対話を軸に、運用者を主体としたESGインテグレーションを推進し、投資先企業の持続的価値拡大へ貢献する。
- ESGの時代は、企業の無形価値の重要性が高まる。環境への取り組みを通じた企業間格差の見極めが重要。
- 過去からの一貫した運用手法を継続。東証の新市場の創設、株主還元活性化の動きを見据えながら、新型コロナによる社会の変化を成長の機会と捉える企業の発掘に努める。



<第一部 パネルディスカッション>

コロナの先を読む

投資家は今、どう動くべきか？！

Q1：昨年、新型コロナウイルスにより金融市場は大きく変動した。2020年を振り返っての総括は？

(北野) 2020年は、新型コロナウイルスの致死率の変化が金融市場に大きな影響を及ぼした。致死率とS&P500種指数は同様の動きを示し、医療提供機関の習熟度の高まりと共に、市場心理の大きな改善が見られた。仮に致死率の改善が見られなければ、財政・金融政策の恩恵による株価上昇は確認されなかったであろう。そして、昨年は正常化の年であり、今年は昨年に残した課題を解決していく年と考える。一般には、昨年が金融相場で今年が業績相場との見方だろうが、私はむしろその反対と考えている。



株式会社SBI証券
チーフストラテジスト
北野 一 氏

(阪上) 昨年は、景気・業績の下降局面がリセットされた年であったと考える。2018～2019年は景気・業績のピークアウトへの懸念により株価が上がりにくく、市場はボトムを待ち構えている状況であったと思う。2020年は、コロナショックで業績が大きく低下し、それまでの懸念を見切ることができる状況となった。昨年に大きな株高となった背景は、先々の業績の回復を市場が織り込みやすくなったからと考える。つまり、昨年の市場は、バブルや官製相場というより、先々の業績を折り込みに入った側面が強いとみている。バブルへの懸念は、むしろ今後の問題という整理をしている。



JPモルガン証券株式会社
株式調査部
チーフ株式ストラテジスト
阪上 亮太 氏

(菊地) 昨年の相場には3つほど思うところがある。1つ目は、良いところ取りの相場であったということ。大統領選の混乱や足元のコロナ患者の増加にも関わらず、株価は好材料に反応し続けた。2つ目は、米国株と日本株の格差がさらに拡大したことだ。テスラの時価総額がトヨタの3倍程になったなどが典



みずほ証券株式会社
エクイティ調査部
チーフ株式ストラテジスト
菊地 正俊 氏

型だろう。3つ目は、日米共に、個人投資家の成功体験が蓄積された年であった。ロビンフッターという言葉が生まれたが、個人投資家の成功体験から、押し目買いが入りやすい相場であったと考えている。

Q2：米国について。バイデン政権の外交政策やFRBの金融政策の変化など、今後をどう考えておくべきか？

(阪上) バイデン政権においては、財政拡張にかじが切られ、環境重視の世界的な潮流も固まるという点などが、大きな変化と考える。一方で、共和党はトランプ氏が負けて保守派の力が弱まり、民主党はバイデン氏の中道派の力が強まった事により、無難な議会運営が可能となることから、アメリカの政治は落ち着いていくだろう。必要な経済政策が実施されることで、米国経済は堅調に推移すると考えられるだろう。外交については、中国をライバルと見る大枠は変わらないものの、共和党の一国主義による関税による対峙から、民主党の国際協調路線による同盟国との包囲網での対峙へと変化するだろう。FRBについても、大きな方針は変わらないだろうが、2022年のパウエル氏任期切れ前の、自身が行ってきた緩和政策の巻き戻しの可能性が、2021年終盤の焦点となる。まとめると、2021年は、よくある民主党政権下で金融緩和の状況が続き、ゴルディロックス的な相場が続くイメージを持っている。

Q3：中国について。堅調な経済の先行き、バイデン政権の誕生を、どのように考えておくべきか？

(菊地) 昨年の中国GDP成長は+2.3%と発表され、主要国で唯一のプラス成長であった。コロナの影響から一早く立ち直り、また他国の回復ペースとの差から、2028年には米国経済の規模を追い抜くのではないとも言われている。既に、世界は強い中国経済の恩恵を受けている。日本から中国向けの輸出数量は足元まで3カ月連続のプラス、工作機械受注は中国の固定資本投資の強さから前年比で倍増している。また、アメリカの昨年の対中輸出は前年比13%増であり、対立していたアメリカさえもが中国に支えられていたと言える。そして2021年も、中国経済の強さが際立つ年になるのではないかと。今年は共産党100周年の年であり、7月まで政治・外交面では安全運転が取られるだろう。コロナの感染についても、中国は主要国と比較して上手に対処していると言えるだろう。米国との根本的な覇権争いは続くも、バイデン政権においては緊張が和らぎ、それは市場のサポート要因になるだろう。

Q4：為替や金利の見通しは？ドルの基軸通貨としての信任性、長期金利の高まりやインフレ懸念などについてのお考えは？

(北野) 為替については、今後、米国の金利が上がっていくのでドル高になるという見方があるが、これには賛成しかねる。もし市場が金利差にのみ注目していたならば、現在は1ドル90円前半であると推定される。実際はこれより10円程度、円安の水準である訳だが、これは株式市場におけるバリュー株からグロース株へのシフトによるアメリカへの資金移動が背景と考える。昨年9月頃より、この逆回転が見られており、今年の為替市場を見る上では、株式市場でのグロース株からバリュー株への巻き戻しがどの程度進んでいくのかが注目される。個人的にはバリュー株へのローテーションにより、ドル安が進むと考えている。

金利については、昨年8月のジャクソンホール会合で、FRBが物価の安定と雇用の拡大という2つの政策目標から、物価の安定を、当面、棚上げするという大転換が見られた。これは今後のインフレ期待を高め、10年単位で見れば、米ドルへの不信任を醸成しうと思う。1970年代の本物のインフレ期を知っている人は、現役世代にはほほいなく、当時の名目金利はインフレに引き上げられ、実質金利は-5%台であった。そして、実質金利が大きくマイナスであれば株価は高いと想像されるのは反対に、当時のPERは一桁台と低水準であった。現在は、そのような物価が上がるから株が下がる、という状況に少し似てきているのではないか。つまり、期待インフレ率の上昇で名目金利が上がるが、実質金利は高まらないという状況だ。強気派の方は、実質金利の低さをポジティブに捉えるが、期待インフレ率が名目金利を引き上げているのは危ない状況とも言える。1970年代には、通貨への不信任より金価格が高騰したが、現在ではそれがビットコイン価格に表れているのだろう。

インフレについては、これから10年20年は、ESGと共にインフレの世界が訪れると考える。今年の新聞の記事数は、ESGが500件、ROEは100件となっており、世の中の価値観は株主重視からステークホルダー重視へ大きくシフトした。ESGの世界とは、ステークホルダーの取り分の総計を大きくしていく世界であり、社会の目標は株主が重視する利益率から、名目GDPに変わっていくだろう。名目GDPの増加を重視する世界とは、すなわち、インフレの世界ではないかと考える。

Q5 : 昨年はグロースの歴史的、大相場であった。今後の行方をどう考えるか？ もしくは、伝統的なバリューとグロースという思考は正しいのだろうか？

(菊地) 現在のグロース株とバリュー株のバリュエーション格差は、2000年ITバブルと、1990年の日本のバブルに匹敵するものだ。昨年は、グロース株をバリュー株に対して大幅にオーバーウェイトするポートフォリオを推奨していた。今年は、昨年よりはバリュー株の魅力が高まると思うが、足元、米国10年債金利が1%を超えたのにも関わらず、NASDAQは最高値を更新し続けている。これは、デジタルとグリーンという構造的な変化を反映したものだ。今

年のオーバーウェイト幅の推奨は引き下げるものの、引き続き、グロース株のバリュー株に対するオーバーウェイトという考えは変わらない。長期金利が2%以上となれば、バリュー株のオーバーウェイトを推奨するかもしれないが、そのシナリオは想定していない。なお、日本のバリュー株は金融、自動車、素材など構造問題を抱えている業種が多く、日本株においてもグロース株優位と考えている。

(阪上) 昨年、グロース株が強かったのは2つの要素が重なったからと考える。1つ目は、大規模な金融緩和環境であったこと。そもそも、中央銀行がバランスシートを拡大するときは、景気が弱い局面であり、独自の成長性があるグロース株に資金が集まると考えられる。昨年の世界的な金融緩和は、リーマンショック後の10年間分を1年間で行った大規模なものであった。2つ目は、ポストコロナ時代を見据えた時に、今までの社会の変化の方向性がより加速するという期待である。在宅勤務、Eコマース、キャッシュレスなどが成長する一方で、店舗型の小売業、オフィス不動産などの衰退が加速した。このような社会変化は、グロース株に追い風、バリュー株に向かい風となった。ただし、昨年はさすがにグロース株が強すぎた一年と言え、今年はバリュー株への巻き戻しが見られるだろう。ただし、過剰流動性と低金利というマクロ環境は、すぐに崩れないと考えるので、ベースのトレンドはグロース株に追い風と考えられるだろう。このベースのトレンドが崩れるのはインフレの世界が到来する時と考えるが、それにはまだ時間がかかると思われる。インフレ率の高まりから中央銀行が流動性を吸収する局面では、バリュー相場への大転換が考えられるが、2021年はその年ではないだろう。そして、インフレ率が高まる局面ではバリュー株の上昇が見られるだろうが、その後、中央銀行が実際に引き締めに入れば株式市場全体が下落する展開も想定されるだろう。

(北野) 今年がブル・ローテーションの年なのか、ベア・ローテーションの年なのかは、大きなテーマだ。この判断は、相対バリュエーションと絶対バリュエーションの、どちらを重視するかの違いと考える。現在の市場を見ると、私のように絶対バリュエーションのPER25倍を高いと考えるか、株式益周りと長期金利のイールドスプレッド3%という相対バリュエーションを、過去と比較して安いと考えるか、の違いだ。後者を信じる人は、ブル・ローテーションを主張する。私は、イールドスプレッドは1970~1980年代のような物価が高騰していた世界で通用した考えであり、それを現在に持ち込み、株価を正当化するのは間違いと考えている。そして、その間違いの訂正は、グロース株の大幅調整という形で現れるだろう。それがいつ起こるのかを当てるのは難しいが、近くに迫ってきているのではないか。グロース株は不確実性が高い時に買われるが、不確実性の中身は時代によって異なる。2017年は利上げ、2019年は米中摩擦、2020年はコロナという異なる不確実性の下で、過去4年間、グロース株が買われ続けてきたが、昨年9月からグロース株は好材料に反応しにくくなっている。今年、グロース株の調整を起因とする、ベア・ローテーションの年が訪れると考えている。

Q6：そのような世界環境の中、今年の日本株は、どのように考えておけば良いか？

(阪上) 2021年の日本企業は、消費増税とコロナのマイナスから反発し、+50%程度的大幅増益の見通しである。そして、世界経済の回復から2022年も増益が見込める。これを背景として株価を考えれば、TOPIXで10%ポイント上昇、日経平均で3万円までが、バリュエーション上で無理のない、業績相場の範囲内での、今年の高値の想定となる。一方で、金融緩和によるバブル的な様相が出てくる可能性もある。中央銀行がバランスシートを拡大させている局面である事を考えれば、世界株のここから+10%程度上昇は見込めるだろう。そして日本企業の業績が海外企業にキャッチアップし、過去3年、売り越しに回っている海外勢が日本株に戻ってくれば、日本株が世界株を5~10%程度アウトパフォームしても、おかしくないだろう。つまり、日本株は15~20%上昇し、日経平均32000~34000円という上振れシナリオも、資金フローの視点からはあり得る。ただし、マーケットの上昇は短期勝負、早めにピークをつけると考えている。昨年からの株価の反発は、景気や企業業績の正常化と、金融と財政の支援を、積極的に折り込んだものだ。実体経済が正常に戻れば、そのような局面はいずれ終わると考えられ、2021年前半に高値をつけた後は、良くて横ばいの展開を考えている。

(菊地) 2021年は、東京オリンピックは無観客開催、衆議院選挙は自民が議席を減らすも菅政権が続く、そして大きなイベントはCOP26と、コーポレート・ガバナンス・コード改訂だろう。企業業績については、2021年は+50%程度の増益になると思うが、日本企業の稼ぐ力はそれほど高くないことから、2022年は7%増益と低めにみている。そして、現在の株価は、2022年の業績までを、既に十分に織り込んだ水準と考えており、ここからの上値は限定的と考えている。今年前半は、外国人投資家の買い意欲も強く、過剰流動性も継続するため株価は強いだろう。ただし、年後半は増益率が低下し、また自民党が議席を減らすリスクや財政の崖の問題から、年末、日経平均株価25000円を予想している。

(北野) 菊地氏と同様、2021年末の日経平均株価を25000円と予想している。株価は既にピークを打ったのではないかと。2021年初を挟んで、米国の財政政策への期待などから日経平均は8%程度上昇したが、それは過去50年の年間の株価平均上昇率に相当する。日本企業の業績については2021年に4割近い増益を見ているが、仮に現在のPER23倍が過去平均15倍に調整するだけで、株価は35%下落することになる。下落のきっかけとしては、1つ目は、需要調整に続くストック調整による、二番底への懸念である。アメリカ経済の回復が、直近、鈍っているが、企業は過去の成長の延長線上の雇用や設備をいまだに抱えていると考えており、それはストック調整の危険性をはらんでいる。2つ目は、金利の問題である。世界中で財政が積極出動され、期待インフレ率が

2%を超えてきた。そして長期金利の上昇は、株価下落のきっかけとなりうるだろう。ただし、本質的には、市場参加者が相対バリュエーションを信じていることが、現在の市場におけるリスクと考えている。業種については、為替とグロース・バリュエーションの二軸で考察すると、ドル安円高とバリュエーション相場時に強い資源・素材、不動産・建設などが、市場全体が下落する中で相対的な魅力度が高いと考えている。

Q7：2021年のサプライズ要因としては何を想定しておくべきだろうか？

(阪上) 2021年は、政治的な波乱は少ないのではないかと。その中で、円高株高と言うサプライズをあげておきたい。例えば、ドル円が95円まで、日経平均株価が33000円程度まで進むというシナリオだ。日本企業は為替に対する抵抗力をかなり付けており、過去5年を振り返っても、為替と株価がお決まりの動きをする姿はもう見られない。ドルベースの日経平均が高値を大きく更新するというサプライズだ。

(北野) サプライズを、3つほどご紹介しておきたい。1つ目は、政権交代の可能性だ。過去40年、米国の共和党から民主党への2回の政権交代後には、1993年の細川政権、2009年の民主党政権と、日本でも政権交代が見られている。2つ目は、温暖化抑止の動きの中でのメタル・グロースだ。風力や太陽光で火力と同じ発電量を維持しようとする、必要なコンクリート、鉄、非鉄などは50倍必要と言われている。ベースメタルやレアメタルには大きな潜在需要が想定される。3つ目は、非上場化時代の幕開けである。ESGへのシフトにより、上場しての企業経営は難しくなり、非上場化の流れが加速するのではないかと。

(菊地) ポジティブなサプライズとしては、日本の個人投資家の投資熱が高まり、日本株が39000円まで上昇するシナリオが考えられる。その他、バイデン氏がカーター氏以来の弱い大統領となり、早期辞任を余儀なくされること。また、ESG情報評価機関が各企業に付与しているESGスコアの信頼性への疑念から、ESGブームが逆回転するサプライズを紹介しておきたい。

ここからは、視聴者の皆さまからのご質問に、お答えいただきます。

Q1：FRBが政策金利を変えない中で、2021年の米国の長期金利とインフレ率の上昇の見通しは？

(北野) アメリカの著名ストラテジストの米10年債金利予想の平均値は1.3%となっているが、名目金利の構成要素である期待インフレ率が2%を大きく超える形での、リスクシナリオも考えられるだろう。過去、期待インフレ率と

原油相場に見られた相関が崩れており、その背景は、通貨への不信任の高まりと考えられる。そして、そのような状況で実質金利が下がったとしても、それが市場の下支えにはならないことには注意が必要だろう。

(阪上) JPモルガン証券では、米10年債金利を年末1.45%と予想している。期待インフレ率は既に上がっているため、実質金利がより上昇するイメージだ。ただし、実質金利は現時点でマイナス水準であり、多少上がったとしても、景気への大きなマイナスにはならないと考えている。

Q2：市場に激変をもたらす地政学リスクがあるとしたら、それは何であるか？

(菊地) 共産党は100周年に向けて安全運転、バイデン政権はトランプ政権より穏やかな政権と想定されるので、米中の軍事衝突などは想定しにくいだろう。中東もイラン核合意へ戻る方向である。地政学リスクとしては北朝鮮の暴発ぐらい、と考えて良いのではないかと。

(北野) 石油の時代において地政学リスクの中心は中東であったが、ESGによるメタルの時代となれば中東以外の地域での地政学リスクを注視する必要があるだろう。そこには中国が絡むのだろうが、米国がパリ協定に復帰すると、この分野で中国と対立することが以前より難しくなることも付しておきたい。

Q3：経済統計の信頼性から、中国経済の足元の堅調さをうのみにして良いのか？

(菊地) 先進国の中国向けの貿易統計は、米国、豪州、欧州など、どれを見ても堅調である。衛星や販売時点情報管理（POS）などからのオルタナティブ・データも発達してきており、中国政府発表のデータが信じられなくても、中国の実態を知ることはできると考える。



インベスコ・アセット・マネジメント株式会社
取締役運用本部長兼
チーフ・インベストメント・オフィサー
小澤 大二

(小澤) パネリストの方々からの意見を総括したい。世界経済については、しばらく、良い状況が続くだろう。そして、中央銀行のスタンスが変わらない中、現在はゴールドロック的な様相下にあると思われる。ただし、去年の株式市場は、景気や業績の回復、財政・金融政策の効果を取って動きすぎた節があり、それがグロース株の大相場を生み出した。

マーケットにはその予熱が残っており、まだ上昇余地があるものの、年後半のスローダウンの可能性には注意が必要だろう。そして、通貨に対する信任、インフレ環境への考え方が、今年の後半から来年にかけて投資家が考慮しなくてはならない大きな要素と感じた。

第一部 以上。次ページより第二部へ続く。

<第二部>

インベスコ 日本株式運用チームにおける ESGとスチュワードシップ活動の取り組み

運用本部 日本株式運用部
レスポンシブル・インベストメント・オフィサー
古布 薫



2021年の展望

(古布) 2020年は、日本版スチュワードシップ・コードが改訂され、日本企業におけるサステナビリティの重要性がより強調された。また、新型コロナウイルス感染症のパンデミックにより、ESGのS(社会)に注目が集まり、政府・監督官庁主導によるESG関連の動きが加速した。2021年に予想される変化としては、①運用会社のスチュワードシップ活動の一層の活発化、②コーポレートガバナンス・コードの改訂と上場企業各社のガバナンス体制の強化、③2022年4月の東証市場構造改革に向けた議論の活発化、④国際的なイベント開催などのESG重視の機運の高まり—があげられるだろう。

今回の改訂の要点は、①運用機関における情報開示の強化、②ESGを含むサステナビリティに関する対応の強化、③企業年金におけるスチュワードシップ活動の推進、④機関投資家向けサービス提供者に対する項目の追加—である。一方、コーポレートガバナンス・コードの改訂が期待される複数の課題のうち、インベスコが注目するポイントが2つある。1つ目は、資本コストを意識した経営への変化であり、保有する現預金の水準や、政策保有株式についての議論がより深まるであろう。2つ目は取締役会の機能の向上で、社外取締役の質、取締役会の独立性、ダイバーシティの向上が重要な論点になり、これは東証の市場改革と関連する部分もあるだろう。インベストメント・チェーンにおける主要プレイヤー(上場企業、運用会社、企業年金、最終受益者)がWin-Winの関係を構築するため、資産運用会社におけるスチュワードシップ活動の推進が、今まで以上に求められていくだろう。

インベスコ 日本株式運用チームにおける取り組み

(古布) インベスコ日本株式運用チームにおけるESGの取り組みについて紹介する。まず、インベスコは対外的なイニシアティブへの積極的な参画を行っており、①気候変動問題への対応、②取締役会のジェンダーダイバーシティの改善、③コーポレートガバナンス強化—などを重要

なテーマと認識している。そして、インベスコのスチュワードシップ活動の特徴として挙げられるのは、運用者が活動の主体となっていることだ。投資先企業について最も深い知識のあるポートフォリオ・マネジャーおよびアナリストが、直接エンゲージメントを行うことで、より実効的なスチュワードシップ活動を実現できていると考えている。

活動への体制としては、責任投資委員会(日本株式運用チームのスチュワードシップ活動を総合的にガバナンス)と利益相反管理委員会(責任投資委員会を利益相反の観点からモニタリング)を東京に設置している。そして、グローバルとの連携によって、グローバルの動向を詳細に把握し、ESGデータをはじめとした様々なサポートを受けている。さらに、ESGの観点からのリスクモニタリングも定期的に行うことで、全社的なESGインテグレーションを実行している。

我々は、財務・非財務情報を踏まえたうえで、経営陣との建設的な対話を通して、投資判断の意思決定を行っている。「インベスコ スチュワードシップ・レポート」では、我々のスチュワードシップ活動をご理解いただけるような建設的な対話や議決権行使の事例を記載しているのでご参照いただきたい。



インベスコでは、企業のサステナビリティを担保する最も重要な要素は、ESGのG(ガバナンス)の要素だと考えている。そして、E(環境)・S(社会)に関しても、定量データの数値のみを課題とするのではなく、それらを踏まえたうえで投資先企業と建設的な対話を行うプロセスこそが最も重要と考えている。

対話の事例として、政策保有株式に関するものを紹介する。インベスコでは、政策保有株式をめぐる課題では、政策株式を保有している側だけでなく、保有させている側の双方のスタンスを問う必要があると認識しており、保有している側における売却方針や資本効率のみならず、保有させている側を含めた双方の対応方針が重要と考える。この事例では、保有させている側の代表と考えられる会社と対話を行い、開示方法に関する課題や、先行的な開示を行っている他社事例を紹介した。この対話により、先方から非常に前向きな発言と回答を得ることができた。

建設的対話の場とは、長期投資家（運用会社）が投資判断に確信を持ち、経営陣に対する信頼度を高めるための重要な機会である。同時に、投資先企業へ資本市場からのメッセージを伝え、経営上の何らかの気づきを与えられるような機会となることを望んでいる。

2021年も、気候変動、労働問題、コーポレートガバナンスといった様々なESG課題に対する取り組みが上場企業、運用機関双方に求められると考える。そのような環境の下、インベスコ 日本株式運用チームでは今後も運用者主導の体制のもと、投資先企業の持続的な企業価値拡大に資するようなスチュワードシップ活動を強化させていきたい。

2021年の注目ポイント ポートフォリオ・マネジャーの視点と年頭の所感

<登壇者>

運用本部 日本株式運用部

アドバンテージ運用 チーフ・ポートフォリオ・マネジャー
水口 忠雄

インカムグロース運用 ポートフォリオ・マネジャー
種元 文周

グロース運用 ポートフォリオ・マネジャー
服部 幸博

<モデレーター>

日本株式クライアント・ポートフォリオ部長
三輪 敏之

Q1：昨今、ESGについての社会意識が高まっている中で、運用手法について変化はあるのか？

（水口）自身が手がけるアドバンテージ運用は、15年以上、一貫した運用哲学・プロセスを継続している。非財務情報である「無形価値」に着目し、長期的に企業価値を高めていく個別企業への投資を継続する。そして非財務情報であるESGの社会意識の高まりと共に、無形価値への注目が金融市場でも大きく高まっていると感じている。我々の運用手法はESGの時代に整合的であり、ESG要素は自然な形で運用に取り込まれている。社会課題の解決による企業価値の向上と、社会のサステナビリティ向上は、一体となって機能し得る。



運用本部 日本株式運用部
アドバンテージ運用
チーフ・ポートフォリオ・マネジャー
水口 忠雄

Q2：企業におけるESGへの取り組みの変化をご紹介いただきたい。

（種元）2020年は、企業の環境（E）への本格的な取り組みが始まった。国が掲げる2050年の温室効果ガス8割削減のためには、一炭素排出当たりの生産性を4～5倍引き上げる必要があり、これは過去からの延長ではない不連続な変化が求められる。今後、社会における炭素排出のコストは格段に上がり、その取り組みに大きなインセンティブが与えられ



運用本部 日本株式運用部
インカムグロース運用
ポートフォリオ・マネジャー
種元 文周

る時代を迎えると考えられる。これを企業経営の視点から考えると、例えば炭素排出が少ない新しい工場を建設すれば、それは製造コストを引き下げることにつながるだろう。裏を返せば、そのような工場で作られた製品は、より高値で販売できる可能性が生まれる。よって、企業は炭素の長期的なコストを、ビジネスの投資基準に取り入れる必要に迫られる。企業内部で炭素コストを設定する「インターナル・カーボンプライシング」という考えがあるが、このような環境への取り組みは、企業の既存の生産設備の収益性を含め、今後の企業全体の収益性を大きく変える可能性がある。これらは、長期的な企業間格差をもたらす要因、そして大きな投資機会を生む要因と考えられ、運用担当者として大いに注目している。



Q3：中小型株におけるESGについてのご意見も頂きたい。

（服部）昨年から、中小型株でもESGへの取り組みが徐々に積極的になりつつあり、中小型株市場に浸透してきたと考えている。多くの中小型株の企業は単一ビジネスを行っており、会社そのものがESGと言えるというケースもある。かつては、ESGについて、どのように市場へ発信すれば良いのかわからない、自分たちの事業のESG的な側面が整理できない、と言う声が企業から聞かれたが、昨年はこれが大きく変化し始めた。例えば保育事業を行っている企業であれば、事業を見る切り口が子供であれば教育事業だが、親に変えると子育て支援事業となり、地域に変えると地域支援事業となるなど、企業は自らの事業のESG的側面を様々な視点から意識し始めた。私は、中小型株は元来、ESGの観点から見て魅力的な企業が多いと考えている。

Q4：続いて、新型コロナウイルスがもたらした変化について考察していきたい。コロナの前後で、企業の側での変化はあったのか？

（種元）私が運用するインカムグロース運用戦略は、企業の資本政策に着目しているが、昨年、新型コロナを受けて企業の財務戦略は大きく変化した。コロナウイルス拡散後の2020年4-6月期、企業が保有する現預金は3割増加した。これは、新型コロナという大きな不確実性に対して、手元流動性を確保してリスクに備えるという行動である。リーマンショックの教訓などもあったのだろうが、この動きは、あらゆる業種の企業で一律的に見られた。ただし、2回目の緊急事態宣言が出されている足元では、さらに手元流動性を拡大させるような動きは見られていない。これはコロナが企業活動に与える影響への予見可能性が高まったからだろう。2021年の投資のポイントは、この手元流動性の解消の動きを見極めることである。昨年は、企業の投資の抑制、株主還元への抑制、M&Aの抑制が見られたが、今年は積み上がった手元流動性がどのように使われていくかが注目されるだろう。

Q5：株式市場の観点ではどうか？コロナ禍による変化は？

（服部）コロナ前後の株式市場の変化として、SaaS（Software as a Service）関連の企業を取り上げた。SaaSとは、定額課金を行うインターネット上のソフトウェアサービスである。コロナをきっかけとして、赤字のSaaS企業が株式市場において市民権を得たという変化が見られた。過去の新規上場案件を見ると、一部のバイオ企業などを除いて赤字企業の上場はほとんど見られなかったが、一昨年来、SaaS関連の赤字企業の上場が増加している。この背景は、クラウド化や働き方改革、またはコロナ後の在宅勤務やデジタル化という流れの中で、新サービスが多く誕生したことである。また、それらの上場先となった東証マザーズ市場において、外国人投資家の参加が増えてきたことも理由と考えられる。東証マザーズ市場の売買金額の比率をみても、アベノミクス前まで20%程度であった海外投資家の比率が、40%を占めるまでになった。彼らは、海外市場において赤字のSaaS企業への投資に慣れており、長期の視点で投資をしているため、赤字上場に対する見方が比較的柔軟であると考えている。昨年末は赤字のSaaS企業の新規上場が多く、2021年も同様のトレンドが続く可能性を考えている。中小型株の運用者は、これらの企業をどう評価していくかが求められるだろう。

Q6：運用のやり方はどうか？コロナ禍で運用は変わるのか、変わったのか？

（水口）「コロナ前後で運用の手法は変わったのか？」という質問を多くのお客さまから頂いている。シンプルにお答えすると、長期的な視点から個別企業に着目する手法や哲学は何も変わっていない。確かに、コロナが与える影響について、業種や業界をひとまとめにして議論されることはある。ただし、我々が注目しているのは、長期的な優位性により、コロナ禍を生き抜くだけでなく、市場シェアを引き上げていく、あるいは様々な状況の変化に対応して変革、前進していく個別企業の存在だ。過去、リーマンショックや東日本大震災などの困難な局面でも、変化を

前向きに捉え、より強くなった力のある企業が存在した。そのような企業を長期的な視点で見極めていく運用をしっかりと続けていきたい。また、我々のような長期視点で個別企業に厳選投資する運用の手法は、世の中により根付いていくとも考えている。

Q7：続いて、各運用者からの皆さまへのメッセージを頂きたい。

(服部) 予定されている東証の市場再編において、特にグロス市場についてお話しさせていただきたい。この新しい市場が、アメリカのNASDAQのような企業規模によらない成長企業の市場となり、その認知が世界的に高まれば、日本のグロス株の活性化や資金流入などの好循環が生まれるだろう。実際に東証マザーズ



運用本部 日本株式運用部
グロス運用
ポートフォリオ・マネジャー
服部 幸博

市場に上場している企業からは、新しいグロス市場への期待として、情報開示の柔軟性や赤字の許容などの声があった。一方、東証一部に上場している企業からは、信用や評判から採用力等の向上、TOPIXへの採用などの点で、グロス市場ではなくプライム市場に行きたいとの声が多かった。企業の成長と共に東証マザーズ市場から東証一部へ移行していくというイメージが強いだろう。個人的には、NASDAQのような市場が日本に生まれ、世界の日本企業に対する認識が変わることに期待したい。

(水口) 今年も、決意表明を述べさせていただきたい。私の好きな言葉に「継続は力なり」があるが、今年も変わらぬ姿勢で運用に取り組み、正しい判断と正しい行動を継続することを、改めて念頭におきたい。これは、必ずしも変化を望まないということではない。実際の運用をするにあたり、正しい判断と考えればポートフォリオの変更を行うことは有り得るし、一方で投資先企業への保有が継続となり外面的には動きが目で見取れない場合でも、保有継続という投資判断と行動を一步踏み込んだ洞察に基づいて行っていきたい。特に足元のような大きな環境変化の中では、変化に対して受け身となり後手に回るのはなく、変化を前向きな機会と捉え、しっかりとした運用への取り組みを継続していきたい。我々がスチュワードシップ活動として企業と建設的な対話を行うときも、「変化を機会と捉えて、長期的な成長へ向かってほしい」とお伝えしている。そして、我々自身も同様の想いをもって運用に取り組んでいく。

(種元) 過去、配当利回り3%超の企業群の対TOPIXの超過収益はおおよそプラスで推移していたが、2020年は過去にない程の大幅なマイナスとなった。日本企業はこれまでROEや株主還元の上を進めてきたが、

2020年は、いったん、それらを棚に上げリスクに備えた年であった。2020年度の配当は1割減、自社株買いは4割減が予想されており、株主還元への信頼性が損なわれた年とも言える。足元、コロナの予見可能性が高まったことで、手元流動性は解消に向かいつつあるも、日本企業の自己資本比率は50%近く、ROEはコロナの影響が少なかった19年度でも6%台であり、引き続き大きな改善が求められていることを忘れてはならない。コロナのリスクは予断を許さないが、足元、自社株買いの発表額には反転の兆しも見え、2021年からは株主還元が再度、活発化する動きが見られるだろう。

ここからは、視聴者の皆さまからのご質問に、お答えいただきます。

Q1：世界的に感染者の増加が止まらない中、なぜ株高が続いているのか？

(水口) 株価は将来の期待に対して値段が付くものであり、足元で感染者が増えていることと株価の動きが異なること自体には違和感はない。個別企業によっては、コロナ禍やコロナ後の世界で飛躍し、今後実際に期待を正当化していく企業も少なからず存在するだろう。もちろん市場の期待を下回るようであれば、膨らんだ株価の風船ははじけることになる。一方、当時は行き過ぎたと思われる株価形成が実は正しかったというケースもあり、例えばかなり長期的な視点ではあるがわかりやすいものとしては、ITバブル期にはインターネットへの期待が大きく高まった訳だが、当時の夢の世界は、現在の我々の世界の現実になっている。個別企業ごとに長期的な視点で見ると、現在の株価が正しい可能性も十分にあるだろう。

Q2：スチュワードシップ・コードの改訂を受けて、インバスのスチュワードシップ活動には変化があったか？

(古布) 結論から申し上げれば、弊社のスチュワードシップ活動に大きな変化はなかった。一方で、コロナという変化もあり、企業の持続性や透明性が今まで以上に注目されることになった。我々の活動においても、企業価値の持続的な成長に関する建設的な対話や、サステナビリティに焦点を当てた対話が増加した。今後も、これまでの活動をより強化していくことが求められると考えている。

Q3：衆議院選挙や自民党総裁選など、政治動向が株式市場に与える影響をどう考えるか？

(服部) 短期的には、政治動向の株価への影響が見られるだろうが、長期的には限定的と考えている。過去、中小型株が強かった局面では、金融緩和、技術革新、規制緩和という3つの背景が存在したが、これらが株価動向を考える上ではより重要だ。オンライン診療などの規

制緩和や、デジタル庁の創設などの話が急に消えることもないだろう。引き続き先にあげた3つの背景が満たされる環境が継続すると予想され、株式市場にプラスの要素と考えられる。

セミナー総括

(小澤) 長時間のセミナーへのご参加、ありがとうございました。前半の第一部では、3名の著名ストラテジストより、政治、経済、金融市場、為替、インフレ動向などについて、様々な意見と考察を頂いた。後半の第二部では、弊社のESGへの取り組みや、ポートフォリオ・マネジャーの市場の見方や投資への想いを、お伝えさせて頂いた。これらが、皆様の投資判断の参考になれば幸いである。引き続き、インベスコはESGを重視した長期的視点で企業価値を見定め投資することを通じて、お客様へ長期的に良好な投資リターンを届けていきたい。これからもインベスコにご愛顧賜りますようお願い申し上げます、私からの挨拶とさせていただきます。本日はありがとうございました。

第二部 以上

リスク・費用に関する開示

【日本株式バリューディスカバリー運用/日本株式アドバンテージ運用/日本株式インカムグロス運用のリスクについて】
当該運用戦略は、国内の株式等値動きのある有価証券に投資しますので、組入株式の価格の下落や、組入株式の発行者の倒産や財務状況の悪化等の影響により、損失を被ることがあります。したがって、投資家の皆様の投資元本は保証されているものではなく、投資価値の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。運用機関の指図に基づく行為により生じた利益および損失はすべて受益者に帰属します。

<主なリスク> ①株価変動リスク（価格変動リスク・信用リスク）、②流動性リスク、③コール・ローン等の相手先に関する信用リスク、④解約資金手当によるリスク

【日本株式中小型グロス運用のリスクについて】

当運用戦略は、国内の株式等値動きのある有価証券に投資しますので、組入株式の価格の下落や、組入株式の発行者の倒産や財務状況の悪化等の影響により、損失を被ることがあります。したがって、投資家の皆様の投資元本は保証されているものではなく、投資価値の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。運用機関の指図に基づく行為により生じた利益および損失はすべて受益者に帰属します。

<主なリスク> ①株価変動リスク（価格変動リスク・信用リスク）、②新興市場上場株式への投資リスク、③中小型株式への投資リスク、④流動性リスク

【日本株式バリューディスカバリー運用/日本株式アドバンテージ運用/日本株式インカムグロス運用の費用・税金について】

直接投資の場合： 0.80%（税抜）を上限とします。

その他、特定（金銭）信託の管理報酬を受託銀行である信託銀行にお支払いいただく必要がありますので、具体的な料率については信託銀行にご確認下さい。また、組入有価証券の売買時に発生する売買委託手数料などについては、運用状況や取引量等により変動するものであり、事前に具体的な料率、金額、上限または計算方法等を示すことができません。

上記の費用の合計額については、運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

課税について： 非課税要件を満たした年金基金のお客様については、非課税となります。

【日本株式中小型グロス運用費用・税金について】

①直接投資の場合： 0.80%（税抜）を上限とします。

その他、特定（金銭）信託の管理報酬を受託銀行である信託銀行にお支払いいただく必要がありますので、具体的な料率については信託銀行にご確認下さい。また、組入有価証券の売買時に発生する売買委託手数料などについては、運用状況や取引量等により変動するものであり、事前に具体的な料率、金額、上限または計算方法等を示すことができません。

上記の費用の合計額については、運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

②国内私募投信に投資する場合： 私募投信に係る運用報酬、投資一任契約に係る報酬などの総計は、最大0.95%（税抜）となります。また、私募投信を解約の際に0.2%の信託財産留保額を頂きます。

その他、特定（金銭）信託の管理報酬を受託銀行である信託銀行にお支払いいただく必要がありますので、具体的な料率については信託銀行にご確認下さい。また、組入有価証券の売買時に発生する売買委託手数料などについては、運用状況や取引量等により変動するものであり、事前に具体的な料率、金額、上限または計算方法等を示すことができません。

上記の費用の合計額については、運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

課税について： 非課税要件を満たした年金基金のお客様については、非課税となります。

当資料ご利用上のご注意

当資料は、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社が2021年1月19日に開催したオンラインセミナーの内容を要約したものです。情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、当資料に記載されたデータや記述等は過去の事実や実績を示したものであり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。市場の見通しに関するコメントは、それぞれの見解を反映したものであり、今後、予告なく変更される可能性があります。本書について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第306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