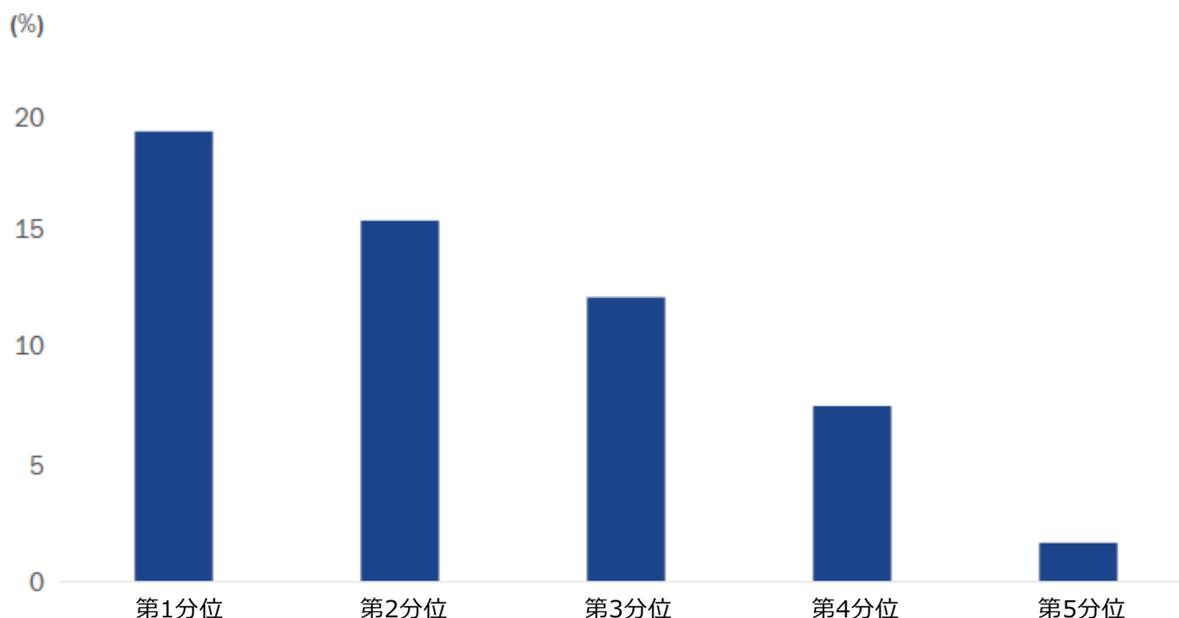


激動する投資環境下のグロース株投資

- 不確実性が現在の資本市場を席捲している。インフレの急上昇、米連邦準備制度理事会（FRB）による金融引き締め強化、中国における新型コロナ感染拡大を受けたロックダウン、そして東欧での戦争等、数多くのリスク要因がその背景にある。
- このようなかつてない不確実性によって投資家のリスク回避姿勢が強まり、リスク資産が下落した。特にグロース株は、金利の急上昇を受け、投資家が長期的な収益性に対して支払うプレミアムが大幅に縮小したことで、大きな影響を受けている。
- インフレ圧力が制御可能な状態に落ち着き、経済成長と金利見通しに対し一定の市場コンセンサスが醸成されるまでは、不確実性と市場のボラティリティは継続するだろう。
- こうした強い逆風の中、世界的に経済成長の鈍化が鮮明となり、様々な業種で業績見通しの下方修正が続いている。
- 需要動向に構造的な変化が起こりつつある分野で活動する企業は、絶対的にも相対的にも、引き続き高水準の収益成長を遂げることができるだろう。これらの分野には、企業向けソフトウェア、クラウド移行、電気自動車、高級ブランド消費財、そしてヘルスケアセクターにおける複数のサブセクターが含まれる。

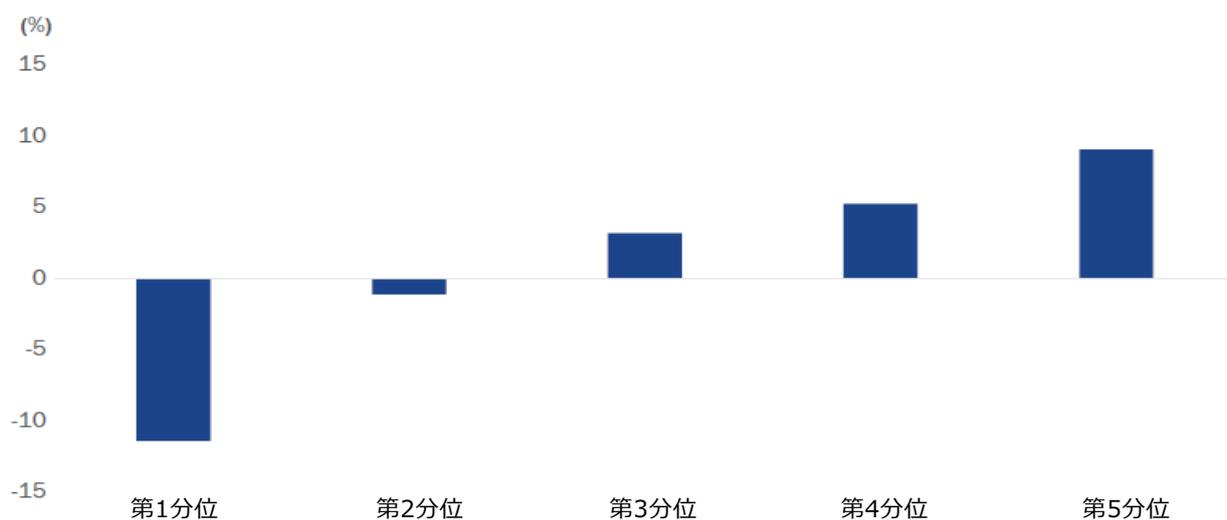
40年ぶりの高水準にあるインフレ、FRBの金融引き締め強化、ウクライナにおける戦争、中国の新型コロナウイルス関連のロックダウンなど、投資家心理を悪化させる要因が数多く存在しており、資本市場ではリスクの再評価が急速に進んでいる。中でも、近年株式市場を牽引してきた、高成長であるが故に株価バリュエーションの高い企業が厳しい状況に晒されている。

このような投資環境の転換は、歴史的にも最も高い利益成長を遂げてきた企業の最近のパフォーマンスの低迷に端的に表れている。過去25年の間、5年間の利益成長率が最も高い企業群が全体として最も高い株価リターンを実現してきた（図表1）。しかし、過去1年間は、急激な金利上昇と景気敏感企業への追い風を受けてこうした関係が逆転し、過去の利益成長率が最も低かった企業群が最も高い株価リターンを示している（図表2）。高成長企業が株式市場のリターンを主導する状況に回帰するためには、投資家が経済成長とインフレ動向に関し一定程度の見通しを持つことが必要であり、そのタイミングは不透明ではあるものの、長期的には利益成長が株価を牽引するとの見方に揺るぎはない。

図表1：中長期的には利益成長率が最も高い企業が大幅にアウトパフォーマンスしているRussell 1000[®]インデックスのパフォーマンス：過去5年間の利益成長率による5分位別

過去5年間の利益成長率は、1992年12月31日～2021年12月31日までのデータに基づく。

出所：ジェニソン、FactSet。この図は、過去5年間の年率平均リターンの中位値を示したものである。収益成長率の5分位階級は、過去5年間の収益成長率に基づいて分類されており、第1分位は最も高い収益成長率、第5分位は最も低い収益成長率を表している。5分位階級は四半期毎にリバランスされる。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではない。

図表2：過去12か月間は、低成長企業がアウトパフォーマンスしたRussell 1000[®]インデックスのパフォーマンス：過去5年間の利益成長率による5分位別

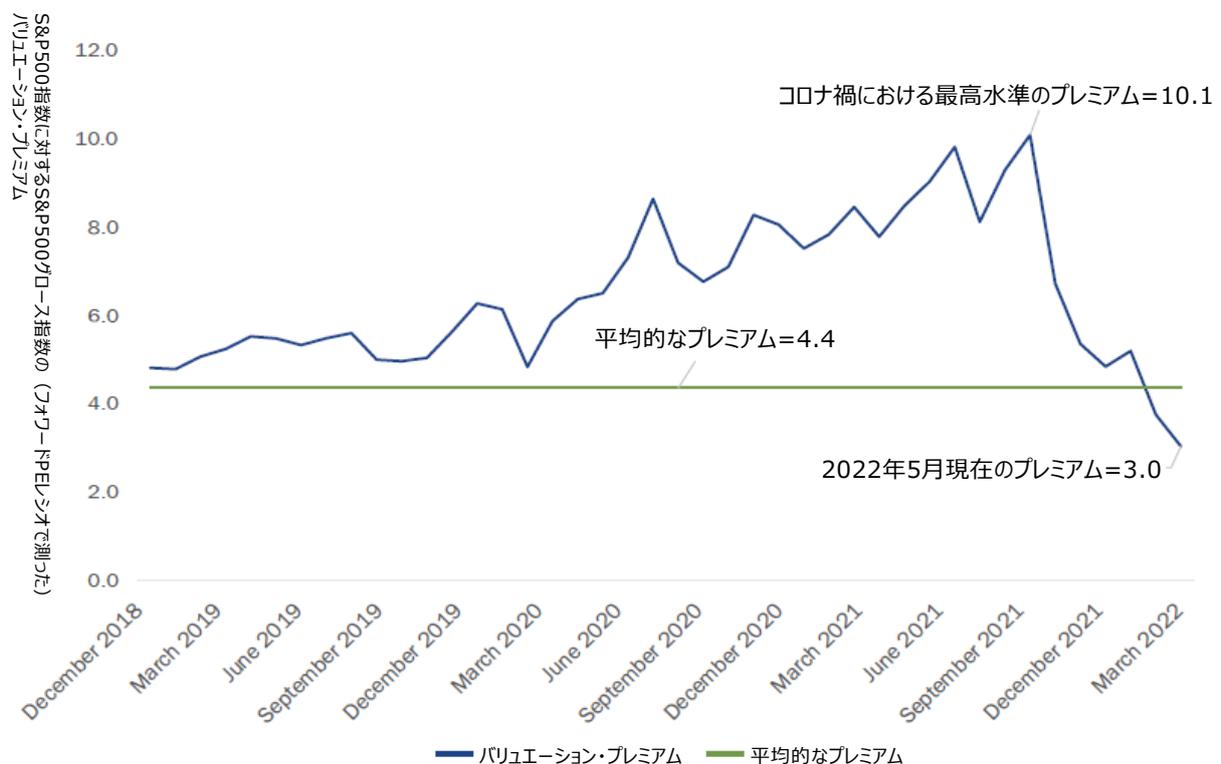
過去12か月間の利益成長率は、2022年4月30日までのデータに基づく。

出所：ジェニソン、FactSet。この図は、過去12か月間の株式インデックスのリターンを示したものである。収益成長率の5分位階級は、過去5年間の収益成長率に基づいて分類されており、第1分位は最も高い収益成長率、第5分位は最も低い収益成長率を表している。5分位階級は12か月前の時点の収益成長率によって分類されている。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではない。

長期的な収益成長性

今後、不確実性が後退するにつれ、投資家は、経済成長が鈍化する中でも収益成長を実現し得る企業を見出すことに注力するようになるだろう。長期にわたって高い収益成長を実現し得る企業の株価バリュエーションは、既に過去6か月で大幅に調整されており、グロース株のパフォーマンス回復の条件は整ったと考えている。一例として、S&P500指数に対するS&P500グロース指数の（フォワードPEレシオで測った）バリュエーション・プレミアムは2018年から2019年の水準を下回っており、コロナ禍によるロックダウン中に収益成長が急加速した企業に対して株式市場が付与した「COVIDプレミアム」は帳消しにされている（図表3）。足元では、引き続き多くの企業が高水準の収益成長を実現しているにも拘わらず、長期にわたる高い収益成長性を有する企業のバリュエーションは、長期的な平均値を下回っている。

図3：新型コロナ感染拡大に伴い拡大したグロース株のバリュエーション・プレミアムは既に剥落した



2018年11月30日から2022年5月31日のデータに基づく。

出所：ジェニソン、FactSet。値は月別に計算。「平均的なプレミアム」は、1999年12月31日から2022年5月31日の平均値。

但し、大幅な株価調整が収益成長の減速によって正当化されるケースもあることは留意すべきであろう。これは、Eコマース、ソーシャルメディア、ストリーミング・エンターテインメントの分野で最も顕著であり、2020年と2021年における加速度的な収益成長によって将来の需要が前倒しされ、競争激化に繋がったと考えられる。これらの企業の中には、最近の業績が市場予想を下回り、将来の収益成長への視界が不透明となった例も見られる。

しかし、このような現象は、その他の成長分野、特に企業向け製品・サービスや電気自動車のように需要構造の世代交代から恩恵を受ける分野では、あまり見受けられない。こうした困難な局面でのアクティブマネジャーの役割は、足元の市場センチメントやバリュエーション調整に必要以上に惑わされることなく、長期的成長が見込める真のグロース株投資機会を見出し続けることにある。

長期的な収益成長の機会

不確実性の高まりやネガティブな見出しにも拘わらず、数多くの成長分野では絶え間ない変革が続いている。その中でもテクノロジーは重要な要素であり、その他にも業界を問わず魅力的な投資機会を見出すことができる。

- **サービスとしてのソフトウェア（Software as a service-SaaS）とクラウド・アプリケーション**を活用することで、企業は、活動領域を広げつつあるグローバルな人材や変化する顧客のニーズを捉えることが可能となる。企業向けソフトウェアとクラウドへの移行は極めて重要な取り組みであり、景気循環的な逆風の中であっても押し進められる可能性が高い。
- **完全に接続された、スマート電気自動車（EV）**は、自動車のオーナーとメーカーの関係を根本的に変化させ、自動車産業で100年来続いたビジネスモデルに確実に変革をもたらすだろう。将来的には、電気自動車産業を牽引する企業は、単なる車の販売だけでなく、ソフトウェアの定額購入や各車から収集したドライバーの安全データに基づいた保険事業等、収入源を多様化・拡大させてゆくであろう。
- **高級ブランド企業**は、堅調な需要と価格決定力の恩恵を引き続き受けており、不透明なマクロ経済やエネルギー及び食品価格の上昇により消費支出に強い逆風が吹く中でも見事な回復力を示している。最高級ブランドは、消費者への強力なポジショニングと、強固な事業及び財務モデルによる持続的な収益性の恩恵を受けている。
- **ヘルスケア**では、医療給付プラットフォームから革新的な医療機器に至るまで、様々な分野に投資機会が広がっておりつつある。大手製薬会社は肥満症や糖尿病といった世界的な健康危機に対して、大きく前進を遂げている。病院の再開や選択的な手術の再開から恩恵を受けている企業も見られる。

グロース株の長期的な投資機会

ジェニソンでは、グロース株の投資哲学と投資プロセスを一貫することで、お客様に競争力のあるリターンを提供してきた。50年以上にわたり乗り越えてきた幾多の市場環境の中でも、この2年余りは、当社の歴史の中でも未曾有の時期であったとすることができる。2022年を通して、株式市場の変動性は高止まりすると思われる。しかし、インフレ、経済成長、金利動向、ウクライナ紛争など、不確実性をもたらす主な要因の行く末が徐々に明らかになるに従い、将来の収益成長性との対比で見て、ここ数年来で最も魅力的なバリュエーションにあるグロース株への選好が再び高まると考えている。来るべきそのような局面に備えるべく、ジェニソンでは、今後3年から5年にかけて優れた成長性と収益性を生み出す企業の発掘に引き続き注力してゆく。このようなグロース特性は、やがて力強いリターンを実現すると信じている。

留意事項1

2022年6月15日発行。

本資料に記載されている見解は、その見解がコメントされた時点におけるJennison Associates LLC (以下ジェニソン)の投資専門家による見解であり、現在の見解と異なる場合があります。また、予告なく変更されることがあります。予測は達成されない可能性があります。将来のパフォーマンスを保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。

本資料に記載の第三者からの情報は、現時点でジェニソンが信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。また、ジェニソンは、こうした情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。いかなる予想、目標、見込みも達成される保証はありません。

S&Pインデックスは、S&P Dow Jones Indices LLC. およびその関連会社によって作成されており、ジェニソンは使用許可を取得しています。著作権©2022 S&P Global, Inc. の一部門であるS&P Dow Jones Indices LLC, 及びその関連会社。無断転載は禁じられています。S&P Dow Jones Indices LLCの書面による承諾なく、全部または一部を再配布または複製することは禁じられています。S&P Dow Jones Indices LLC.のインデックスの詳細については、www.spdji.comを参照ください。S&P®はS&P Globalの登録商標であり、Dow Jones®はDow Jones Trademark Holdings LLCの登録商標です。

Russell 1000®は、米国株式市場の大企業約1,000社によって構成されています。Russell 1000®はRussell 3000®の一部を成すものであり、時価総額上位の企業で構成された大型株投資の代表的なインデックスです。本資料で参照しているインデックスは、情報提供のみを目的としたものです。

インデックスは、配当については再投資することを前提としている一方で、手数料、適用となる税、取引コストの影響が反映されておらず、実際の利回りはインデックスが示す利回りよりも低い可能性があります。本資料で言及されている全てのインデックスは、第三者によって登録された商標あるいはサービスマークです。このような商号、商標、サービスマーク、データの引用は所有権や機密情報保持に関する法律によって保護されており、ジェニソンの事前の承諾なしに再配布することはできません。投資家はインデックスに直接投資することはできません。

重要事項

本資料は、本資料を受領する法域において定義されている機関投資家としての要件を満たす投資家のみを対象としています。本資料は個人投資家を対象としたものではなく、ジェニソンの許可なく複製・配布することは禁じられています。本資料は、情報提供および教育のみを目的として作成されたものです。投資に関して何らかの助言をするものではなく、また特定の資産運用や投資を推奨するものではありません。ジェニソンは、本資料で言及されている証券、金融商品、戦略の適合性について何ら表明するものではありません。ジェニソンは、投資の受託者として本資料を提供するものではありません。本資料は、法律、税務、会計などに関する助言を目的としたものではありません。ジェニソンは、米国外のいかなる司法管轄区域においても、投資サービスを提供するためのライセンスまたは登録を受けていません。本資料に記載の情報は、ジェニソンによる投資サービスの勧誘あるいは提供、ジェニソンによる有価証券の売却または購入（いかなる者に対しても、そのような有価証券の売却または購入の申込みは行わないものとします）に関する勧誘あるいは提供が認められていない法域において、提供されることを意図したものではありません。

米国以外の管轄区域に関する情報を含む重要な情報については、jennison.com/important-disclosuresを参照ください。

留意事項2

- ※ 本資料は、PGIMジャパン株式会社（以下、当社）の関係会社であるJennison Associates LLC（ジェニソン・アソシエイツ LLC、以下ジェニソン）が作成し、当社が翻訳編集したものです。原文レポート（英語）と本資料の間に差異がある場合には、原文の内容が優先します。ジェニソンは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクの資産運用部門であるPGIM傘下のアクティブ運用に特化した運用会社です。
- ※ 本資料は、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。
- ※ 本資料は、当社グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。
- ※ 記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。
- ※ 本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。
- ※ 本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できるとジェニソンが判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性についてジェニソンが保証するものではありません。
- ※ 過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。
- ※ 本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。
- ※ 当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。
- ※ “Jennison Associates”、“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。
- ※ PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。