



RBC新興国バリュー株式戦略の10周年を迎えて

新興国株式チーム
RBCブルーベイ・アセット・
マネジメント

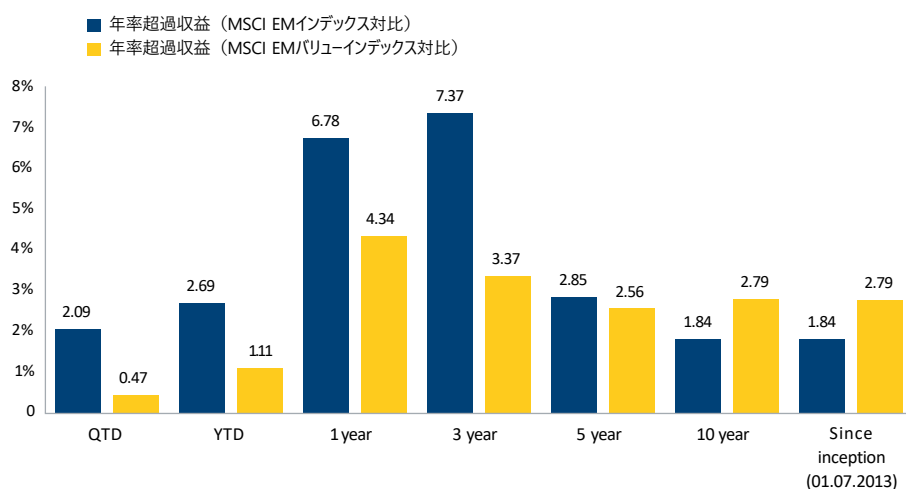
2023年9月

「過去10年を振り返ると、当チームが差別化されたポートフォリオを構築し、良好なトラックレコードを積み上げることができた背景には、数々の側面があると考えています。」

RBC新興国バリュー株式戦略は2013年7月の運用開始から10周年を迎え、運用資産総額は12億8,600万米ドルに達しました¹。

当期間の大部分は、バリュー・スタイルの運用にとって好ましい環境ではありませんでしたが、それに関わらず、私たちのバリュー戦略は主要ベンチマークであるMSCI EM（MSCIエマージング・マーケット）インデックスと、バリューインデックスであるMSCI EMバリューインデックスの両方をアウトパフォームしました（図1）。過去10年を振り返ると、当チームが差別化されたポートフォリオを構築し、良好なトラックレコードを積み上げることができた背景には、数々の側面があると考えています。

図1：MSCI EM及びMSCI EMバリューインデックスに対する当戦略の超過収益



出所：RBC GAM、MSCI、2023年6月30日時点。数値は米ドル建て、手数料控除後であり、1年を超える期間のリターンは年率ベースで表示。リターンは全ての収益の再投資を含む。

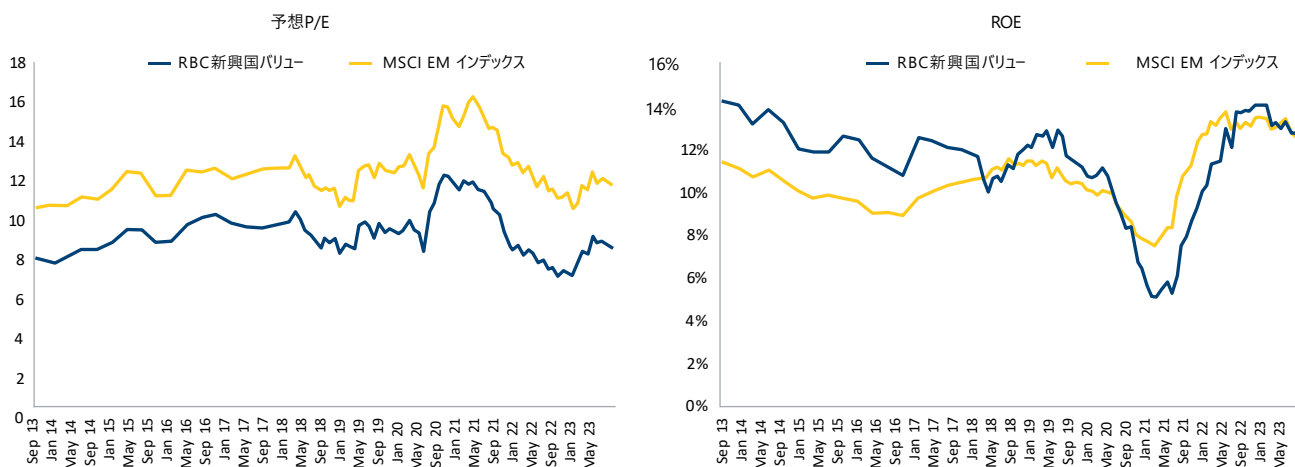
¹ 2023年6月30日時点。

差別化されたバリュー投資アプローチ クオリティ・バリュー・アプローチ

当戦略は、強いファンダメンタルズと再評価のカタリストを有し、一時的にミスプライスされた株式に投資します。当チームは、PERやPBRといった伝統的なバリュエーション指標に加え、成長率、投資に対するキャッシュフロー収益率、配当といった長期的なバリュー創出の指標、さらには企業のクオリティにも焦点を当てています。

当戦略は、クオリティを犠牲にすることなく、コア・ベンチマークであるMSCI EMインデックスよりもかなり割安なバリュエーションで投資を行ってきました（図2、図3）。

図2、図3：割安なバリュエーションと良好なファンダメンタルズ

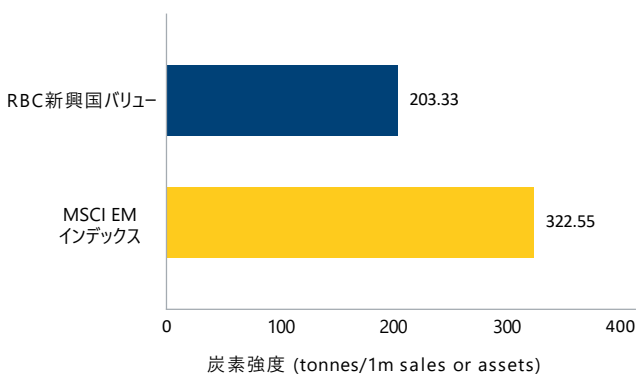


出所：RBC GAM、MSCI、2023年6月30日時点。MSCI EM Net Indexは当戦略のベンチマーク。

持続性とESG

ESGは投資プロセスにおいて重要な非常に部分です。ESG関連リスクを軽減し、持続的で長期的なリターンをもたらす、持続性のあるビジネス慣行を持つ企業に焦点を当てています。ESGを重視した結果として、当戦略の炭素強度はベンチマークを大幅に下回っています（図4）。

図4：ポートフォリオの炭素強度はMSCI EM
インデックスより大幅に低い



出所：MSCI ESG、2023年3月31日時点。炭素強度はトン/売上高100万米ドルで計算。炭素強度の算出に使用した売上高はMSCI ESGより入手。



ボトムアップのリサーチのプロセスでは、まずコーポレート・ガバナンスのレッドフラグ・スクリーニングを行い、コーポレート・ガバナンスが不十分な企業を最初に除外します。これは、バリュートラップを回避するのに役立ちます。さらに、プロセスの最終段階では独自の投資チェックリストを用いて、企業が社会や環境に与える影響などを精査しています。

テーマによるトップダウン・リサーチ

競争優位性の重要な源泉となるもう一つの要因は、私たちが独自のリサーチを重視しているということです。新興国株式会社チームでは、トップダウンとボトムアップの両方の視点から膨大なリサーチを行い、チームの全員がリサーチだけでなく、議論や討論にも参加しています。

重要な点は、私たちのリサーチが長期的な要因に向けられていることです。トップダウンの面では、構造的なテーマを重視しています。ポートフォリオ全体で5つのテーマに投資しており、その一部は運用開始当時から、それ以外についても数年間に亘って対象としているものです。5つのテーマとは、国内消費、金融化、デジタル化、健康と福祉、グリーン・インフラです（図5）。これらは、数十年にわたるテーマですが、各テーマのドライバーと、投資視点は時代と共に変化する可能性があると考えています。そのため、テーマに基づくリサーチを継続的に見直しています。例えば、デジタル化のテーマにおいては、テック・インフラとAIに関するリサーチを多く行ってきました。こうした理由によって、私たちのバリュー戦略は、バリュー・アプローチとしては珍しく、テクノロジー分野への一貫したエクスポージャーを維持してきました。

継続的改善を重視する多様なチーム

当チームの強みについて尋ねられると、差別化の要因の一つはチームそのものだと言えます。サイズ、構成、スキルの面で最適なチームです。性別、文化、教育、経験の面で多様性のあるチームを築くと同時に、全員が強いオーナーシップと責任感を持つ協力的な環境を作り上げてきました。チームメンバーがポートフォリオ・マネジメントとリサーチの両方に貢献し、明確な責任を持つ、この構造が私たちの取り組みの重要な要素となっています。

間違いから学習することは、当チームの「DNA」を決定づける要素です。過去8年間、毎年、オフサイトミーティングを開催し、成功した分野と改善の余地がある分野を、組織として振り返り分析してきました。

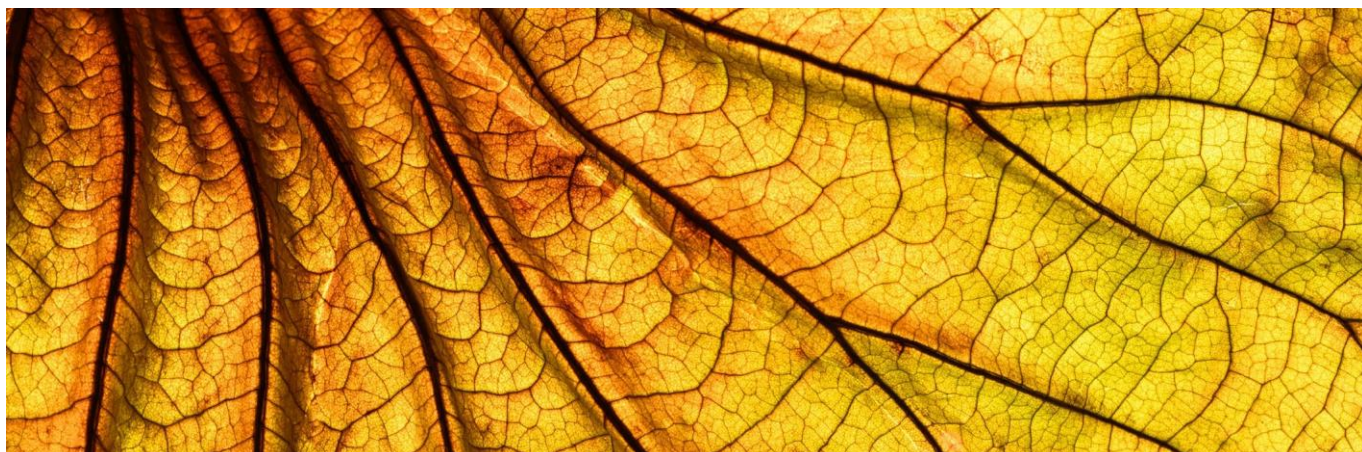
図5：長期テーマによって、構造的成長分野にポジションを取り、衰退分野を回避

投資テーマ	投資視点
国内消費	■コストパフォーマンス ■ローカル・ブランド ■消費欲
金融化	■預金 ■行動保険 ■資本市場
デジタル化	■クラウド ■AI ■スマート製造
健康と福祉	■健康的な暮らし ■ヘルスケア ■美容&コスメ
グリーン・インフラ	■電気自動車 ■再生可能エネルギー ■エネルギー転換素材

出所: RBC GAM、2023年6月30日時点

数年にわたり分析してきた分野の一つが、トレーディングがリターンに及ぼす影響です。私たちは、銘柄を売る時よりも買う時の方が上手な傾向にあることが分かりました。そして、バリュエーションに基づいて売却するときの方が、それ以外の理由で売却する時よりも成功することが多いことが分かりました。それを受けて、売却銘柄ウォッチリストや、定期的な売却アイデアの提示など、多くの機能強化を実施しました。

独立した銘柄レビューも導入しました。2人のチームメンバーが、ひとつの銘柄について肯定的な視点と否定的な視点を持ち、その結果をチームに発表することとしました。議論に新たな視点をもたらし、行動バイアスのリスクを軽減することに役立っています。それが非常に活発なチーム議論の源となることも分かりました！



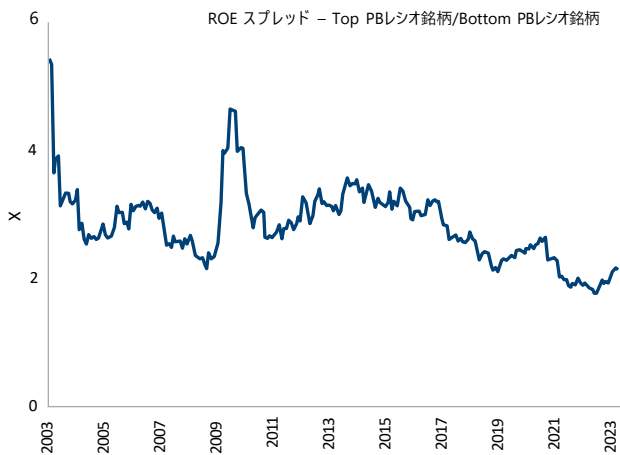
バリュー投資の状況

高金利、高インフレ、そして原材料価格の上昇を特徴とする新たな経済環境によって、企業の収益性、堅固な財務体質や配当がより重視されるようになり、質の高いバリュー投資の魅力が高まりました。一方、金利はもはやゼロではなく、経済環境は厳しくなっているため、企業の成長はより難しくなっていくことでしょう。また、バリュー企業の収益性が改善しており、バリュエーションの高い企業と低い企業のROEの差が縮小していることが、それを示しています。一方、グロース銘柄とバリュー銘柄のパフォーマンスの差は、最近のバリュー銘柄の良好なパフォーマンスにも関わらず、依然として非常に大きいままで（図6、7）。

「バリュー銘柄の収益性が改善しており、バリュエーションの高い企業と低い企業のROEの差が縮小していることが、それを示しています。一方、グロース銘柄とバリュー銘柄のパフォーマンスの差は、最近のバリュー銘柄の良好なパフォーマンスにも関わらず、依然として非常に大きいままで。」

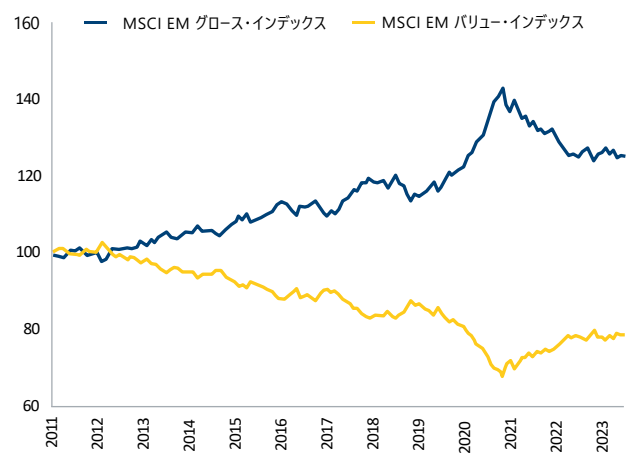
最も割高なグロース銘柄のバリュエーションは、そのファンダメンタルズでは正当化されないということが分かりました。経済情勢の圧迫、金利上昇、競争の激化を考慮すると、グロース分野は今後も低迷するものと予想しています。

図6：最も割安な銘柄と最も割高な銘柄のROEスプレッドは縮小

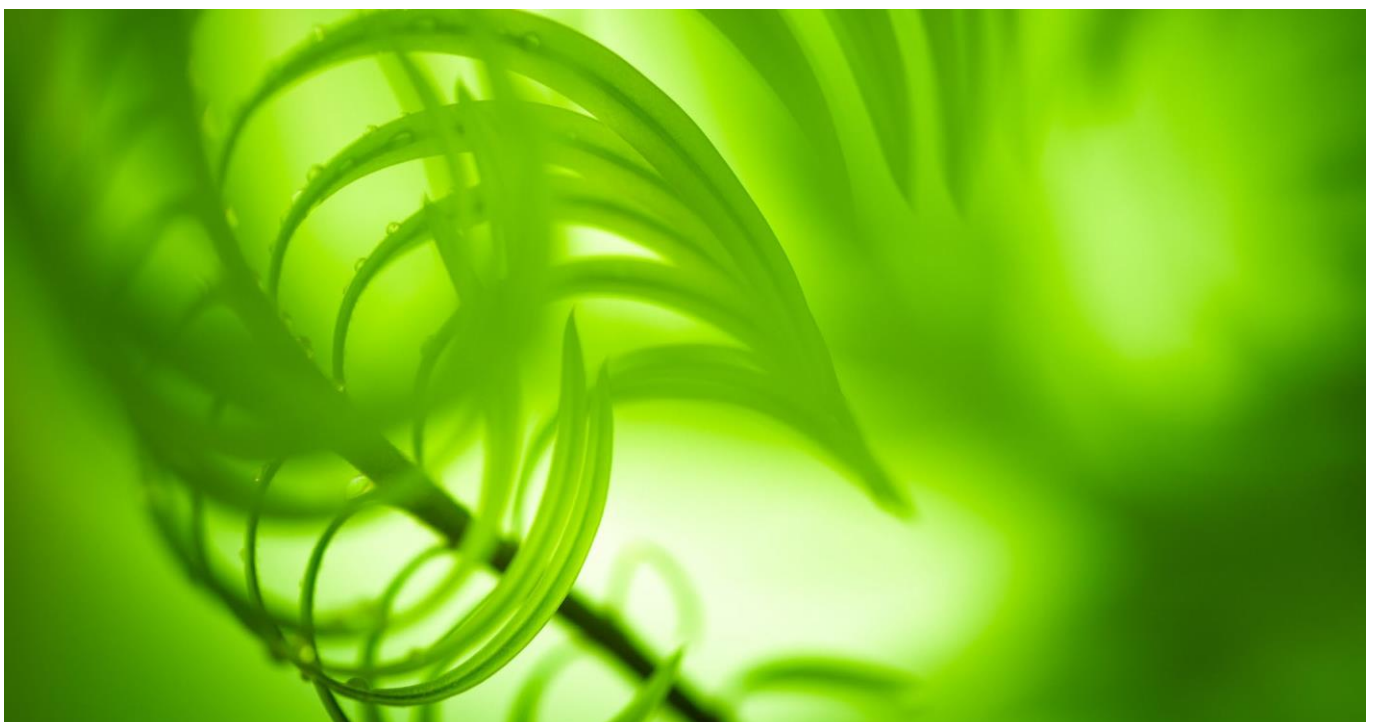


出所：ファクトセット、RBC GAM、2023年6月30日時点。

図7：グロース銘柄とバリュー銘柄のパフォーマンス・ギャップにはさらなる縮小の余地



出所：MSCI、Bloomberg、RBC GAM、2023年6月30日時点。



ローレンス・ベンサフィ

ポートフォリオ・マネージャー兼新興市場株式副部長



RBCブルーベイ（RBCグローバル・アセット・マネジメントの北米外事業）のポートフォリオ・マネージャー兼新興市場株式副責任者。2013年の入社以前、英国の大手資産運用会社で新興市場チームを率いる。アジア及び世界の新興市場インカム戦略の管理、定量的銘柄選択及び環境分析モデルの開発を担当。1998年に大手金融サービス会社でクオンツ・アナリストとして運用業界のキャリアをスタート、ポートフォリオ構築や証券選択プロセスを支援するクオンツ・モデルの開発を通じて、欧州株式やグローバル株式のポートフォリオ運用をサポート。

ディヤナ・ジェリッチ

プロダクト・スペシャリスト、RBC新興市場株式市場



RBCブルーベイ（RBCグローバル・アセット・マネジメントの北米以外の事業）RBC新興市場株式市場チームのプロダクト・スペシャリスト。2018年の入社以前、国際的な銀行でバイスプレジデントを務め、マネージド・インベストメントと投資マーケティング事業を6年間担当し、個人顧客向け投資のポジショニングに注力。また、世界的な会計事務所での投資アドバイザー業務にも携わる。2011年に運用業界でのキャリアをスタート。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによってされたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではありません。またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のものです。ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management（UK） Limited、およびRBC Global Asset Management（Asia） Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。



ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド金融商品取引業者 関東

財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	イマージン債	パブリック・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスクが替変動

リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的とした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。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上