

# 株式市場見通し

## 一時的な反転か？



ダニエル・モリス  
チーフ・マーケット・ストラテジスト

- 株式市場のベータは昨年ほど力強くはないものの、引き続き有利であると考えられます。
- 中央銀行のサポートにより PER の拡大が株価上昇をけん引していた時代から、1株当たり利益の成長が主要な推進力となる時代に移行しています。
- この移行により、バリュース株や小型株、選別された新興国株などに、より多くのアルファの機会がもたらされるはずですが。

単純なリフレートレード（バリュース対グロース、景気循環セクター対ディフェンシブセクター、小型株対大型株）は、ワクチン試験に対する明るい報道が出てきた昨年 11 月以降、好調に推移してきましたが、今年 4 月には反転しています（図表 1 参照）。反転の最も分かりやすい説明は、リフレのパブル自体が減速し始めたというものです。米 10 年債利回りが 3 月末に 1.74% のピークを付けて以降、当レポート執筆時点で 0.20% 低下しました。中期的なインフレ予想は変わっていません。リフレートレードの相場は既に終わったのでしょうか。

少なくとも現時点で、私たちはそのように考えていません。アンダーパフォームの要因は様々なものがありますが、リフレートレードが反転した要因の大半は再び戻ってくると予想しています。幅広いマクロ経済環境は株式に加えて、成長やインフレをサポートしている一方、グロース株のバリュエーションは依然として割高であるためです。

バリュエーションに対する懸念は続いています。高いバリュエーション自体が株式のリスクとなるわけではなく、むしろ悪い起因があったときに、高いバリュエーションが理由で株が通常よりも大きく売られるのです。金融危機以降、多くの中央銀行が金融支援を続け、今や政府支援も同様に行われる中で、難しいのは、何がきっかけになるのかを想像することです。緊縮財政ではなく、ケインズ型の刺激策が低成長の解決策と見られています。テールリスクと考えられるのは、米国であまりに多くの刺激策が打たれ、インフレ期待が一定しなくなり、米連邦準備制度理事会(FRB)が急激に政策金利を引き上げざるを得なくなることでしょう。

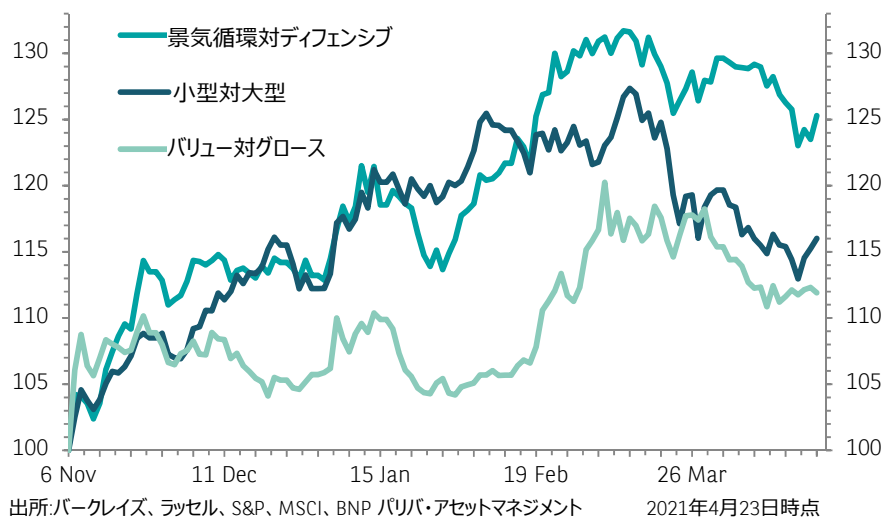
市場は現在、こうしたシナリオを反映していません。短期的なインフレ期待は 2019 年の平均を 100bps(1%) 上回るものの、この上昇は続かないと思われる。向こう 5 年のインフレ期待は 30bps(0.3%) しか上昇しておらず、FRB が 2% のインフレ目標達成に見合うとしていた水準を依然下回っている状況です。株式の高いバリュエーションは、これからのリターンが長期的な平均を下回る可能性があることを意味します。通常のボラティリティがより良い投資タイミングを提供することも予想されますが、中期的にポジティブな見方を維持しています。



**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

The asset manager  
for a changing  
world

図表1: 米国株指数の相対リターン



利回りが最近低下しているのは FRB の伝え方が上手くいったためと考えられます。マーケットは 2 月に利回りが上昇し始めた時、FRB が金利上昇の経済成長への影響を懸念して、利回り上昇抑えと予想しました。FRB は部分的にはそうした行動をとりましたが、10 年債利回りの上昇は、成長やインフレ上昇を反映したものであり、依然として金融環境が非常に緩和的であることから、特に懸念されるものではないと見ていました。

一方で、FRB は将来の政策金利水準についてのマーケット見通しが誤って上方修正されているようだとの認識を示しました。そして、労働市場が回復し、実際のインフレ率が 2%の目標を維持で

きる状況になるまでは資産購入縮小を開始しないことを強調しました。量的緩和縮小には 1 年は要するかもしれませんが、それが完了して初めて、FRB は利上げを計画することになるでしょう。利上げは 2023 年まで起こらず、マーケットに織り込まれているように米政策金利が今後 2 年間で 50 bps (0.50%) も引き上げられることはないと考えられます。前回の米連邦公開市場委員会(FOMC)による予想“ドット・プロット”によると、17 人のうち 8 人のみが、2 年以内の利上げを予想しています。

当初、この説明にマーケットは納得できず、予想される金利水準はさらに上昇しました。この反応は、マーケット参加者が今後 2 年間のインフレ率の上昇が非常に大きく、FRB が反対の見方をしたにもかかわらず利上げを余儀なくされると予想したために生じた可能性があります。

FRB は予想されるインフレ率の上昇（消費者物価指数(CPI)が、今夏には 4%近くに達する可能性）に満足しており、それでも利上げを急ぐ必要はないとの見方を続けています。ここ数週間、メッセージは浸透してきたようです。FF 金利先物は高値から低下し、これが実質金利の低下にもつながりました。短期的なインフレ期待はわずかに低下しましたが、おそらくこれは最初の景気刺激策後の成長に対する今後の増税の影響を反映していると思われる。

“米国債利回りが低下したことは、FRB のメッセージが届いたことの結果かもしれません。マーケットはようやくFRB に耳傾けたようです。”

私たちは、米国債の利回りは再び上昇すると予想しています。消費者物価に関する最新のレポートでも示したように、もしインフレに対して更に驚きがあるとするれば、中期的なインフレ期待は上昇する余地があるでしょう。FRB のメッセージが変わらないので、実質金利は短期的には抑えられるかもしれませんが、歴史的に見れば極めて低く、私たちは今後、正常化すると見ています。バイデン政権が広く明らかにした“インフラ”への投資計画の詳細が非常に重要となります。実際に支出がどれだけ増加し、それが法人税や個人税の引き上げによるのか、どれだけ更なる債務発行で賄われるのかにより、実質金利と名目金利が影響を受けることになるでしょう。

## バリューストック対グロース

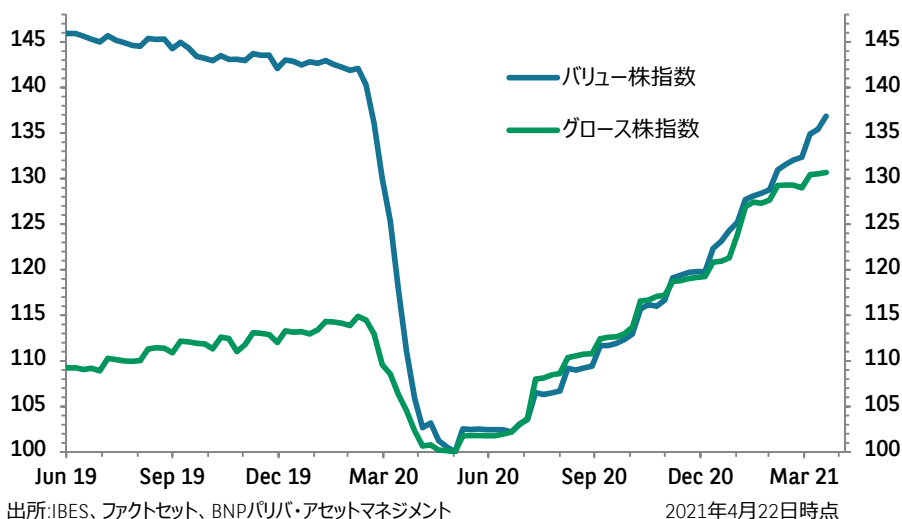
しかしながら、債券利回りの上昇は、バリューストック株がグロース株をアウトパフォームするのに必要かつ十分な条件ではありません。例えば、2016 年から 2018 年にかけて、米 10 年債利回りは 170 bps (1.7%) 上昇しましたが、ラッセル 1000 バリューストック指数は 20%もアンダーパフォームしました。それでも、利回りが上昇すれば、バリューストック指数においてウェイトが高い金融株が恩恵を受けることになります。そして、こうした金利上昇は、将来の利益が拡大し、割引率の上昇により敏感な成長株に悪影響を及ぼすことになるでしょう。

他の要因もバリューストック株をサポートしています。金利上昇以外では、バリューストック指数におけるエネルギーセクターの比重が大きくなっているため、石油価格が上昇している時にバリューストック株がアウトパフォームする傾向があります。旅行や国内の移動が制限される中で世界的な石油需要は依然低いまです

が、原油価格はパンデミック以前の水準まで回復しています。それでも原油価格は 2018 年の高値を 16% 下回っている状況です。欧米では規制がさらに緩和され、国境をまたいだ往来が再開するにつれて、需要の増加が原油価格の上昇につながると予想しています。

バリュー株（および景気循環株）へのローテーションは、テクノロジーなどの都市封鎖（ロックダウン）で恩恵を受けたセクターから、輸送など移動再開で恩恵を受けるセクターへの需要のシフトを反映しています。この変化は、アナリストの業績予想でも確認することができます。バリュー株の業績見通しは、グロース株が上昇傾向にあったパンデミック以前も低下していました。ひとたび各国政府がロックダウンを実施すると、バリュー株の業績期待はより大きく崩落しましたが、足元では改善が加速しています（図表 2）。バリュー株へのローテーションが終わりに近づくとすれば、過去のようにグロース株の業績見通しがバリュー株よりも高まっているという状態に戻った時でだろうと思われま

図表2: ラッセルの株価指数での業績予想



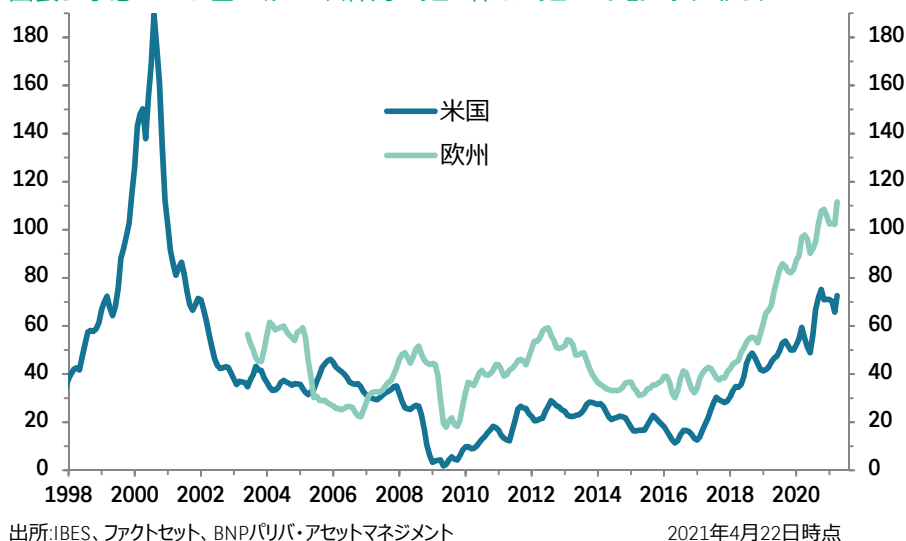
バリュー株の力強い業績モメンタムは、かなり低い PER(株価収益率)によってもたらされています。グロース株指数の PEG レシオは、PER と 1 株当たり利益成長率ともに上昇したため、2019 年末の 1.9 倍から 1.8 倍へとわずかに低下していません。一方、バリュー株指数の PEG レシオは、2.6 倍から 1.6 倍に低下しています。

別の見方をすると、昨年 11 月以来の資金シフトにもかかわらず、グロース株のバリュー株に対するプレミアムは依然として高いと言えます。

ドナルド・トランプ氏が勝利した 2016 年選挙前には、米国の予想 PER に基づくグロース株のバリュエーション・プレミアムは 20% 程度でした。大統領選挙後には

60% まで上昇しています(図表 3 参照)。パンデミックとロックダウンが始まると、在宅勤務やホーム・エンターテインメントをサポートするため、テクノロジー・インフラに対する需要が高まりました。これによってグロース株のバリュエーション・プレミアムは 80% 近くまで拡大しています。グロース株が足元でバリュー株をアンダーパフォームしましたが、それでもプレミアムは 70% 程度です(欧州では更に高く推移しています)。

図表3: 予想 PER に基づくグロース株対バリュー株のバリュエーション・プレミアム

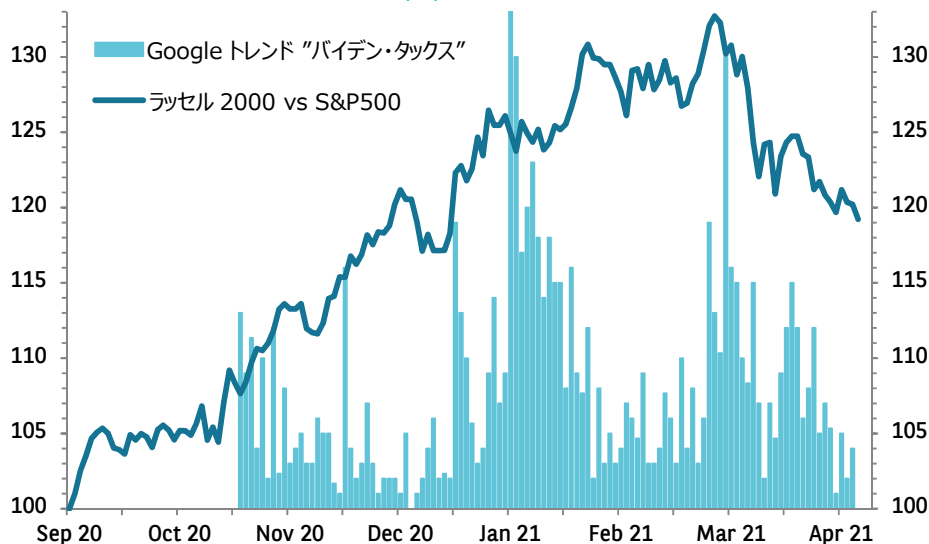


強い業績モメンタム、魅力的なバリュエーション、エネルギー価格と金利の上昇といった要因の中で、バリュー株には引き続きグロース株を上回るリターンが得られる余地があると考えています。

## 小型株

小型株のアウトパフォームが反転したことは、様々な要因で説明できるでしょう。イールドカーブのフラット化に加えて、小型株指数はバイオテクノロジー関連株や実用化されていない製薬関連株の比率が相対的に高く、個人投資家の取引が活発に行われる中、モメンタムの反転に対して脆弱なままとなっています。これに加えて、足元ではバイデン政権の増税提案が予想されていたことも影響していると言えるでしょう。小型株は特にトランプ減税の恩恵を受け、実効税率は 2015-16 年から 2018-19 年までに 10%ポイント低下しました。この減税が逆の動きとなれば、小型株指数の現在価値は下落することにつながります。おそらく、こうしたことが起こったと考えられます。2017 年の減税後、小型株で構成されるラッセル 2000 は大型株中心の S&P500 を数週間で約 10%上回りました。足元で市場の注目が刺激策から増税に移ったため、逆のことが起こったのです（図表 4 参照）。

図表4: 小型株の相対リターンと'タックス(税)'についての言及



出所:Google、ファクトセット、BNPパリバ・アセットマネジメント

2021年4月20日時点

また、小型株がアンダーパフォームするもう一つの要因としては、インフラや福祉、グリーンニューディール関連支出の増加に対して、小型株指数の構成銘柄が大型株ほどの恩恵を受けないことが挙げられます。法人税が増加しても、政府需要による売上増加が同程度あれば、利益は損なわれはるべきです。バイデン政権の提案の多くが大規模なものであることを考えると、小型企業よりも大企業の方がその拡大した需要を取り込む可能性は高いと考えられます。

トランプ大統領が誕生した選挙からパンデミック発生まで、米国の小型株もバリュー株と同様にアンダーパフォームしており、大型テクノロジー株の"呪い"に見舞われています。この期間、テクノロジーを除く大型株の 23%に対して、

テクノロジーを除く小型株は 18%のリターン、大型テック株の 99% に対して小型テック株は 55% のリターンにとどまり、その結果、小型株指数は 20% のアンダーパフォームとなりました。大型テック株がバリュー株へのローテーションによって値を下げると、小型株も現在の水準から新たにアウトパフォームすることも考えられます。しかしながら、潜在的な追加リターンの可能性は、バリュエーションによって限定的なものとなる可能性があります。歴史的に、小型株は大型株に対して 16%のプレミアム（ラッセル 2000 対 S&P500、予想 PER ベース）で取引されています。このプレミアムは昨年秋には 5% のディスカウントになりましたが、現在は長期的な平均の 16%に戻っています。したがって、小型株が今後アウトパフォーマンスするためには、その利益成長にけん引される必要があります。

## カントリー／スタイル アロケーション

バリュー株や景気循環株のエクスポージャーは、より相関の高い国や地域をオーバーウェイトすることによって取ることも可能です。昨年 11 月のワクチン報道以来、MSCI ワールド指数に対する各国・地域のリターンは、景気循環対ディフェンシブ、バリュー株対グロース株のアウトパフォームに一致しているわけではありません。図表 5 に記載した国のうち、米ドル建て MSCI ワールド指数に対して大きくアウトパフォームしている国として、コモディティ・セクターの比率が高く、テクノロジーの比率が低い英国が含まれ、同様にユーロ圏は現地通貨建てでもアウトパフォームしています。英国株は歴史的にバリュー株対グロース株の相対リターンとの間で最も高い相関があったことも確認できます。景気循環株のアウトパフォーマンスを捉えるためには、過去に最も強い正の相関を持っていたカナダ株や新興国株に注目することも可能です（図表 5 参照）。

図表 5: 国/地域の株式指数の相対リターンと "バリュー対グロース"や"景気循環対ディフェンシブ"との相関

インデックス	MSCI ワールドとの相対リターン		相関 (-100~100)			
	2020 年 11 月 6 日以来		2020 年 11 月 6 日以来		設定来	
	米ドル 建て	現地通貨 建て	バリュー対 グロース	景気循環対 ディフェンシブ	バリュー対 グロース	景気循環対 ディフェンシブ
景気循環株	11.0					
ディフェンシブ株	-9.5					
バリュー株	6.3					
グロース株	-6.6					
Australia	4.1	-2.9	31.2	23.3	4.3	31.9
Brazil	-0.8	-0.4	2.6	10.6	10.0	36.7
Canada	4.1	-0.6	48.7	50.2	-2.0	39.8
China	-18.0	-19.6	-45.9	-6.7	2.1	20.6
Emerging markets	-4.4		-17.3	14.3	-3.4	41.3
Europe	2.8	0.8	48.1	7.7	17.1	14.6
Eurozone	6.0	4.5	46.0	22.4	11.6	25.7
Germany	3.9	2.4	15.9	-6.5	4.4	27.3
Japan	-7.8	-2.3	15.1	5.8	-2.4	-0.9
United Kingdom	5.7	-0.2	65.3	27.7	30.3	5.5
United States	-0.2		-53.5	-17.8	-8.8	-29.6

出所: IBES、ファクトセット、BNP パリバ・アセットマネジメント

2021 年 4 月 22 日時点

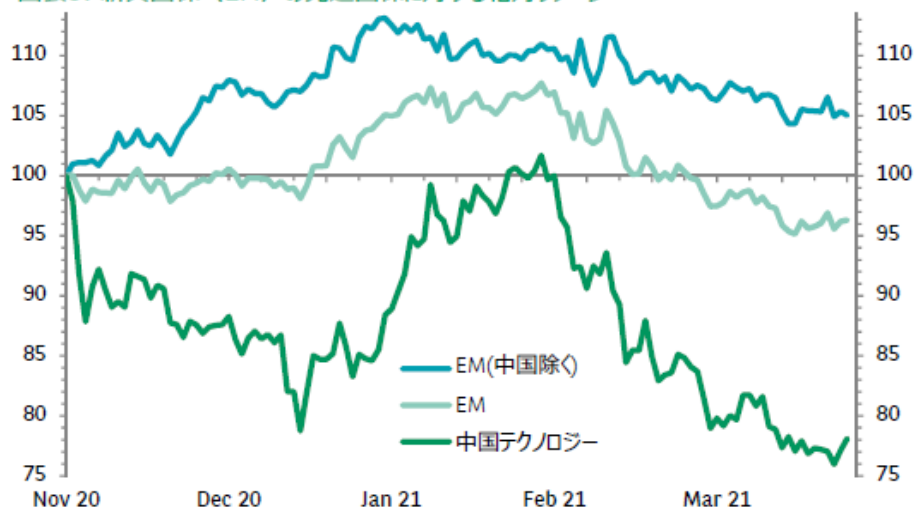
※2020 年 11 月 6 日より算出した相対リターン。米ドル建ての相対リターンを除き、現地通貨建てトータルリターンで計算。全てのインデックスは MSCI によるもの。景気循環株のインデックスとは、エネルギー、素材、資本財、運輸、自動車・部品、消費耐久財・アパレル、銀行、多角金融、半導体で構成。ディフェンシブ株は、食品・生活必需品小売、食品飲料・タバコ、ヘルスケア機器・サービス、医薬品、バイオテクノロジー・ライフサイエンス、電気通信サービス、公益事業で構成され、いずれも MSCI AC ワールド指数を使用。相関は可能な限り現地通貨建て指数を使用し、それ以外は米ドル建てリターンを使用。2020 年 11 月 6 日以来のデータは週次、設定来のデータは月次による。

米国株式の好パフォーマンスと高いバリュエーションによって、一部の投資家は次の取引再開のトレンドを捉えようと欧州株式への投資を検討するようになってきました。しかし、年初来では、欧州株は米国株と同様のパフォーマンスとなっており、欧州株に割安なギャップが生じているか明らかではありません。パフォーマンスに相違があったのは、むしろ景気循環株とディフェンシブ株の間です。図表 5 で示されているように、欧州株は米国株よりも景気循環株との相関が高い特徴があります。昨年 11 月以来、欧州の景気循環株はディフェンシブ株を 17%上回っている一方、米国ではその差は 6%に過ぎません。つまり、マーケットは景気回復を既に織り込んでいるようです。私たちは現在、米国株をオーバーウェイトしていますが、欧州の相対的バリュエーションが好ましく、米国で金利上昇や増税見通しが高まった際には、まだバランスを調整することはできるでしょう。

米国株の好パフォーマンスと高いバリュエーションを背景に、一部の投資家は欧州株への投資を検討しています。"

ワクチン関連のニュースで新興国株はアウトパフォームしましたが、その後は出遅れています。MSCI 中国株指数、とりわけ中国のテクノロジーセクターがこのアンダーパフォームの大半を説明しています（図表 6）。新興国株指数における中国の重要性の高まりが、指数の構成とその動向を変化させる要因となりました。歴史的には、新興国株は景気循環の影響を受けやすく、景気循環対ディフェンシブの相対パフォーマンスとの関係では、新興国株との相関が最も高くなっています（図表 5）。一方、中国株は景気循環との相関がかなり低くなっています。実際、昨年 11 月以降も相関はマイナスで推移しています。これこそが、私たちが中国のテクノロジーセクターの投資機会（およびリスク）を特に重視し、中国株とエマージング株への投資を分けて検討し始めた理由の 1 つです。

図表6: 新興国株 (EM) の先進国株に対する相対リターン



出所:ファクトセット、BNPパリバ・アセットマネジメント

2021年4月22日時点

中国を除く新興市場は、景気循環的な性質を持ち、米ドル安の恩恵を受けていること、米中の貿易緊張が低下していることを勘案すれば、最終的には先進国株よりもパフォーマンスは高くなると見ていますが、すぐには上昇しないと予想しています。米国金利が上昇すれば、新興国の投資の魅力は相対的に低下するでしょう。アジアでは、パンデミック初期は流行を抑えることに大きな成功が見られましたが、ワクチン接種のペースは落ちています。これは、国内（域内）の活動を続けることはできるものの、国境を開放することによる恩恵が遅れることを意味します。さらに、MSCI ワールド指数の 3.3 倍、MSCI ワールド（除く米国）の 2.0 倍と比較すると、新興国株の株価純資産倍率（PBR）は 2.1 倍とバリュエーションは低くありません。新興国における成長の主な決定要因である中国の成長についても、期待に届かない可能性があります。2021 年第 1 四半期の中国経済は前年同期比で 2.4%の拡大となりましたが、エコノミストの予想である 5.6%には届きませんでした。この失望は、債務削減を目指しながら経済成長を促すという中国政府が直面する課題を反映したものとと言えるでしょう。

## ご留意事項

- 本資料は BNP Paribas Asset Management France が作成した情報提供用資料を、BNP パリバ・アセットマネジメント株式会社が翻訳したもので、特定の金融商品の取得勧誘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。
- BNP パリバ・アセットマネジメント株式会社は、翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。万一、原文と和訳との間に齟齬がある場合には、英語の原文が優先することをご了承下さい。
- 本資料における統計等は、信頼できるとされる外部情報等に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。
- 本資料中の情報は作成時点のものであり、予告なく変更する場合があります。
- 本資料中の過去の実績に関する数値、図表、見解や予測などを含むいかなる内容も将来の運用成績を示唆または保証するものではありません。
- 本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。
- 本資料で使用している商標等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該商標等の権利者に帰属します。
- BNP パリバ・アセットマネジメント株式会社は、記載された情報の正確性及び完全性について、明示的であるか黙示的であるかを問わず、なんらの表明又は保証を行うものではなく、また、一切の責任を負いません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りいたします。

BNP パリバ・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 378 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、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会