

2021年第1四半期（1-3月期）のレビューと見通し概要

2021年4月12日

ポートフォリオ・テーマ

- 2020年は定義的には弱気相場を経たものの、引き続き強気相場サイクルの終盤にあると考え、比較的大型で高い質を持つ企業銘柄への選好を維持します。
- 比較的小型でバリュー特性の強い企業銘柄が直近に相対的に優れたパフォーマンスを見せましたが、これは、より長期的なグロース株主導のサイクルにおける典型的な反発上昇と考えられます。
- 経済成長やインフレ関連の指標は、昨年の非常に落ち込んだ水準が比較基準でなくなれば、より標準的な値になると考えられ、Fisher Investments（以下「FI」）が選好するグロース特性の強い銘柄にとって後押しとなる可能性が高いでしょう。

市場見通し

- 今年の世界株式市場では平均以上のリターンを期待:** 株式市場の回復力、政治面での透明性、ワクチン開発・配布の継続により、今年の世界株式市場のリターンは高水準になると考えます。
- 市場サイクルは終盤にある模様:** 2020年の株価下落は、従来型の弱気相場というよりは大規模な市場調整の様相を呈しました。FIが市場心理や市場全般の評価に用いる指標の大半が、現在は市場サイクル終盤の強気相場にあることを示唆しています。一方、多くの市場予想ではサイクル序盤における市場リーダーシップを想定しています。
- 市場心理は高まっているが陶醉状態にはなく、この状況が長続きする可能性がある:** 株式が陶酔的なピークに達するまで、しばらくはポジティブな市場心理が続き、その過程で高いリターンが見られる可能性があります。2021年は、市場心理の注視が投資家にとって鍵となるでしょう。

世界株式市場は2021年第1四半期も上昇を続け、4.6%値上がりしましたⁱ。情報技術・類似カテゴリーの株式が遅れをとるなかでバリュー株がグロース株をリードしましたが、これは一時的な反発上昇と考えます。市場を牽引する株式スタイルの変化は通常起こるものという理解のもと、FIではこの状況を注視しています。重要なのは、FIの市場見通しに変更はないということです。市場心理の高まりに伴って株価が上昇し、グロース株が再び市場を牽引するなか、今年は株式市場にとって良好な年になると引き続き考えています。

以前にも述べたように、2020年の弱気相場は大規模な市場調整の様相を呈しました。経済過熱に起因した省くべき余剰がほぼ存在しないなか、新型コロナウイルス感染拡大防止に向けた各国政府の対応で世界経済が

停止し、通常の景気後退とは異なる形での経済収縮を招きました。この経済収縮は極めて急速に株価に織り込まれたため市場サイクルはリセットされなかったと考えられ、その結果、現在の株式市場は2009年に開始した強気相場の終盤であるかのような動きを見せています。強気相場終盤では通常、バリュー株の反発上昇が不定期に見られるものの、グロース株主導での高リターンが生まれる傾向にあります。現在、驚くほど多くの市場参加者が、バリュー株による長期的な市場牽引のもとで強気相場が何年も続くと予想しています。世界の株式市場は様々な予想を効率的に株価に織り込むものであり、FIの現在の逆張りの見方には根本的な裏付けがあります。この強気相場は現時点ではまだ継続余地があるものの、多くの人々が考えるよりも終わりに近い可能性が高いと考えます。

ⁱ 出所: FactSet、2021年4月1日時点。税引後配当金を含む、2020年12月31日から2021年3月31日までのMSCIオール・カントリー・ワールド指数のリターン。

バリュー株が市場を牽引したことは第1四半期に世界中でニュースになりましたが、これは、バリュー株のリーダーシップが一時的・短期的であることの明確な表れと考えます。また、長期金利の急上昇を受け、インフレと素早い経済回復がロックダウンで最も痛手を被った産業(すべてバリュー特性を有する)に恩恵をもたらすという期待が高まりました。加えて、イールドカーブのスティープ化により、バリュー・セクターの主要な構成要素である銀行に対する増益期待が高まりました。バリュー株に対しファンドマネジャーがこれほど楽観的な状況は長年見られなかったことであり、個人投資家も追隨して楽観的になっています。ただし、経済成長率は、経済再開に伴う短期的な上昇後は、メディアが予想するよりも減速する可能性が高いと考えます。おそらくインフレ率は急上昇せず、長期金利上昇も抑えられるでしょう。これは、バリュー株よりもグロース株に好ましい環境です。さらに、バリュー株、特に流動性の乏しい小型株は一般的に質が低く、弱気相場では最もパフォーマンスが悪くなる傾向にあります。FIでは弱気相場が間近とは考えていませんが、バリュー株に大きくシフトし、強気相場のサイクル終盤の特性を十分考慮しない場合、期待通りの投資結果を得られない可能性があると考えます。

現在は、サイクル終盤における典型的な市場心理が窺えます。楽観が広がり、仮想通貨、非代替性トークン(NFT)と呼ばれるデジタル資産、さらにはいわゆるブランクチェック・カンパニー(特別買収目的会社、SPAC)などの分野で部分的な陶醉状態が見られます。新たな強気相場では悲観が蔓延するものであり、こうした熱狂は通常見られません。

しかし懐疑的な見方もあり、その多くは政治状況に基づくものです。多くの投資家が、政府支出増大や増税の可能性を懸念しています。この懸念は妥当で、米国ではバイデン大統領の任期序盤で当初予想より多くの法案が可決されるかもしれません。しかし、税や政府支出などの広く注目される法案は株式市場に先に織り込まれ、プラス/マイナスを問わず株価への影響が限定されることは、過去の多くのデータが示しています。例えば、昨年の米国大統領選挙では大幅な増税と政府支出増大

が争点となり、程度の違いはあれ、大半の投資家が予想していました。そのため、効率的な存在である市場は、バイデン大統領が選出される頃までにはすべて株価に織り込みました。また、議会や有権者とバイデン大統領との「ハネムーン」期間も終わろうとしています。民主党の上下両院での議席数リードが僅差なことや民主党内での分裂に起因する議会膠着により、税関連法案などの提出法案は骨抜きになると考えられます。また、議員の多くが2022年の中間選挙を見据えるなか、法案を繰り返し押し通そうとする動きはすぐに弱まる可能性が高いです。2021年が進むにつれ、議会膠着に伴う影響がより具体化していくでしょう。

欧州政治では、オランダのマルク・ルッテ首相率いる自由民主国民党(VVD)が、3月中旬の総選挙で最多票を獲得しました。しかし同月末にルッテ首相は、長い間物議を醸している児童手当を巡るスキャンダルについて同氏が内部告発者を黙らせようとしたとする疑惑が浮上し、同スキャンダルに巻き込まれました。イタリアでは、欧州中央銀行前総裁のマリオ・ドラギ氏率いる新政権が誕生しました。ドラギ首相は人気があり能力も高いと評判で、同国の官僚制の刷新や大規模税制改正といった重要改革実行を後押しするという意見もありますが、FIではドラギ政権の改革に対する姿勢は歴代政権と大差がないと考えます。加えて、ドイツで注目された2つの地方選では、間もなく退任するアンゲラ・メルケル首相率いるキリスト教民主同盟(CDU)が歴史的な大敗を喫しました。この選挙結果は9月の連邦総選挙結果の前触れだという見方もありますが、FIではその可能性は低いと考えます。また、9月の選挙で特定の政党が単独勝利する可能性は低く、メルケル首相と同等の人気を誇る政治家も現時点で存在しません。ドイツでは、実行力に欠ける連立政権が再び成立する可能性が高いと思われ、大型法案は可決しづらくなるでしょう。これは株価にとって好材料です。

新型コロナウイルスワクチンを巡る楽観やバリュー株の反発上昇に伴い、新興国市場も第1四半期に上昇し、新興国市場株が多いエネルギーや素材などのセクターが恩恵を受けました。しかし同市場は3月に下落しました。最大の原因はMSCI エマージング・マーケット指

数の時価総額の 35%以上を占める、中国株の急落でしたⁱⁱ。中国市場のボラティリティの主因は、米国証券取引所における中国企業の米国預託証券 (ADR) の上場廃止可能性を招く外国企業説明責任法の新施行および中国規制当局の様々な発言を巡る懸念でした。中国人民銀行 (PBOC) は、情報技術・類似セクターの特定の大企業を視野に入れつつ、電子商取引や電子決済の監視強化を計画していると報じられており、金融規制当局も民間融資の引き締め強化を検討しています。こうした問題は注視に値するものの、市場心理は過剰反応していると考えます。市場心理の反応が一旦落ち着けば、中国経済の優れたファンダメンタルズが再び注目され、特に情報技術や e コマース関連銘柄が上昇すると思われれます。FI は、中国株の直近の下落は市場調整であり、それ以上のネガティブな展開の始まりではないと考えます。また、グロース株が市場を牽引するなか、今年が新興国市場株式にとって良好な、あるいは非常に優れた年になるという見通しは変わりません。

株価は広く議論された主要な出来事を織り込むという点は、昨年で最も重要な教訓の一つでした。今後見られるであろう主要な経済データの変動で市場心理が上下しても、驚きではありません。経済データは通常、前年比ベースで算出されます。昨年の非常に落ち込んだ数値が次回データ算出時の基準となるため、経済活動の前月比変化がほとんどない場合でも、経済成長率は非常に高くなるでしょう。第 2 四半期に入り、昨年的大幅回復後の数値が新たな基準となることで、成長率は同様の理由から大幅減、場合によってはマイナスとなる可能性もあります。そして、この動きに伴う様々な報道が多数行われることも予想されます。

この「ベース効果」によって、短期的にはインフレ率も上昇するでしょう。インフレ率と金利は国単位ではなく世界規模で変動するため、この上昇は一時的だと考えます。世界規模でのインフレ・金利環境は比較的良好です。経済面では多くの人々が、今後数ヶ月で景気刺激策に後押しされた大幅な景気上昇を予想しています。一時的な経済成長率急騰はあり得ますが、大幅で持続的な上昇の可能性は低いと考えます。FI では、悲観的な見通しをしているわけではありません。しかし投資家

の中には、強気相場終盤で高い期待や強欲を抱き、リスクで過度に楽観的な投資決定を行う人々が出てくるかもしれません。

FI では、弱気相場が間近とは考えていませんが、弱気相場を引き起こし得る要因や、株式市場全般に影響を与え得る様々な要因を注視しています。しかし、今年は総じて、強気相場終盤の非常に良好な年になると考えます。

ii 出所: FactSet、2021年4月1日時点。2021年3月31日時点のMSCI エマージング・マーケット指数および同指数構成国の時価総額に基づく。

Fisher Investments Japan 開示事項

本資料は Fisher Investments Japan と Fisher Investments の一般的見解を示すものであり、個別の投資アドバイスではありません。

Fisher Investments Japan（以下、「FIJ」といいます）は、Fisher Investments Japan Limited の支店であり、金融商品取引業者として金融庁へ登録されています。FIJ は投資運用業務を日本のお客様へ提供します。

FIJ は、運用業務の一部を FIJ の親会社であり、Fisher Investments の名でビジネスを行っている Fisher Asset Management, LLC（以下、「FI」といいます）へ委託し、又は、お客様の資産を、FI が運用を行うファンドへお客様の同意の下に投資します。FI は、米国の投資顧問業法に基づいて米国証券取引委員会（US SEC）に登録されている独立系投資顧問会社です。

また、FIJ は、日本で投資運用業を行うライセンスを有するお客様に対して、FI の提供する投資運用業務に関し、契約締結の媒介を行います。

本資料は情報提供のみを目的として作成されており、FIJ から直接受領されたお客様限りでご利用ください。本資料は秘密情報を含むため、FIJ の書面での事前承諾なしに、複製、転写、転送等を行うことは禁じられています。本資料は、法務、税務、投資その他のアドバイスを提供するものではなく、また、特定の有価証券の売買を推奨するものではありません。本資料は、いかなる有価証券の取得の申込みの勧誘又は売付けの申込み若しくは買付けの申込みの勧誘を行うものではありません。

本資料の内容は、本資料の配布時期やお客様の投資のタイミングにかかわらず、作成した時点のものであり、FIJ は情報を最新のものに更新する責任を負いません。また、FIJ が信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、完全性について保証するものではありません。

証券投資には損失のリスクがあります。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、将来に同様の運用成果が得られるとは限りません。運用成果は流動的なものです。いかなる運用戦略においても、その運用成果を保証することはできません。

株式市場への投資結果は大きく変動する可能性があります。投資結果は、経済の不透明さや利率、物価指数、与信状況、法改正や政治環境など、一般的な経済情勢や市場環境によって大きな影響を受ける可能性があります。これらの要因は、有価証券の価格や投資の流動性に影響を与える場合があります。低い流動性のために、特定の投資対象物の売買ができず、投資対象物の価格に影響が出る場合があります。為替相場や換算レートの変動が投資効果を減少させる可能性もあります。小型株や中型株への投資は、より市場環境の影響を受けやすくなり、より大きな価格変動にさらされる可能性があります。新興市場への投資には、より高いリスクがあります。社会的、政治的、経済的な安定性に欠けており、証券市場が狭く、取引量も少ないため、流動性が低く、投資対象物の価格がより大きく変動する可能性があり、法的な制度も整っていないためです。これらのリスク要因は、同時に複数組み合わせられて生じる可能性があります。

本資料に運用報酬に関する記載が含まれる場合、当該報酬は弊社の標準的な報酬のサンプルです。実際の運用報酬は、運用戦略や運用資産額に基づいて決定され、お客様との契約書に消費税相当額とともに記載されます。

Fisher Investments Japan Limited

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2766 号

一般社団法人日本投資顧問業協会加入