

2021年第2四半期（4-6月期）のレビューと見通し概要

2021年7月12日

ポートフォリオ・テーマ

- 2020年に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。
- 第2四半期終盤にグロース株が再び市場を牽引し始めました。バリュー特性の強い企業銘柄が相対的に優れたパフォーマンスを見せたのは、長期的に続くグロース株主導のサイクルにおける反発上昇だった可能性が高いと考えます。
- 世界経済が再開し、Fisher Investments（以下「FI」）が選好するグロース株が下支えされるに伴い、経済成長とインフレ期待は引き続き和らぐ可能性が高いと考えます。

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:** 世界株式市場は、2021年前半は堅調なリターンを記録しました。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、力強い実績に向けて順調に進んでいると言えます。
- 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が投資家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強気相場サイクルの序盤にあると想定しています。
- 投資家心理は高まっているが陶醉状態にはなく、この状態のまま長続きする可能性がある:** 株式が陶酔的状态のピークに達するまで、しばらくはポジティブな投資家心理が続き、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、投資家心理を注視することが鍵となるでしょう。

世界株式は第2四半期も7.4%上昇と好リターンを記録し、力強い年間リターンの実現に向けて順調に推移しているように見えます。ⁱ ほぼFIの予想通り、第2四半期はグロース株がバリュー株をアウトパフォームし、強気相場終盤の典型的特徴が見られました。ⁱⁱ

市場を牽引する銘柄スタイルが変わることは不可避ですが、近い将来に関してはグロース株が牽引役を維持する考えます。昨年の株価下落は、その規模と原因からは弱気相場と言えますが、市場調整のような動きをしました。市場サイクルが一巡してバリュー株が長期的に市場を牽引する環境を招くほどには、下落は持続しませんでした。そのため、株式は2009年に始まった強気相場の終盤にあるかのような動きをしています。2020年3月の市場回復開始以来、全体的にグロース株

が市場を牽引しており、幾度かバリュー株の反発上昇はあったものの、依然グロース株による牽引が続いています。FIでは、グロース株への選好を維持しつつ、分散投資の観点から一部バリュー株へもエクスポージャーをもっています。このポジショニングによって、今年序盤に発生したバリュー株の反発上昇の影響が緩和されました。

今年はじめのFIの見通しで述べた通り、経済成長率やインフレ率の直近の跳ね上がりは、一時的なものである可能性が高いと引き続き考えています。これまでとは反対に、現在のコンセンサスはFIと一致しているようで、普段ならば一致していることは気掛かりな点です。しかしながら、FIの見通しを支える事実と論理は依然有効です。

具体的には、インフレ圧力が一時的であることの兆候として、評論家は木材価格や長期金利の低下を現在挙げています。昨年4・5月にパンデミックで誘発されたデフレによるベース効果にも言及しています。これらは、不完全ながら、正しい見解です。供給不足による資源価格の急上昇は、持続的なインフレの現れではありません。こうした見通しの変化は誤った懸念が解消し、市場がすでに織り込んだ内容に人々が気付いたのだと考えます。広義のマネーサプライ指標は急騰しましたが、その構成要素の大半は交換媒体である実際の貨幣ではありません。ただし、インフレが無いと言っているわけではありません。多くの人々が恐れる1970年代型のインフレと、FIが予想するような緩やかなパンデミック前の水準のインフレ率とは、大きく異なるというだけです。

評論家は、景気刺激策としてのインフラ投資に関しても、その進展の遅さに言及し、トーンダウンしています。多くの方は現在、経済過熱や新たな「狂騒の20年代」ではなく、ゆっくりとした成長を予想しています。FIも概ね同意見です。経済再開に伴う一時的な急成長の後、パンデミック前のようなゆっくりとした成長に戻る可能性が高いと、FIでは長く述べてきました。即座に着工可能なインフラプロジェクトなどというものは大概は神話であり、一般家庭へのコロナ給付金のほんの一部しか支出に回されていないことを考えれば、「刺激策」が期待された効果を発揮する可能性はそもそも高くなかったのです。条件が合えば、政府支出が経済成長を助けることは可能です。しかし、今は違います。大半の経済データは、パンデミック前の水準とほぼ同等か上回ってすらいいます。今後の経済に支えが必要だという考えは、信じ難いものです。

米国では、バイデン大統領下でいくつか法案が通過し、他の法案が成立する可能性はあるものの、上下両院における民主党の議席数リードが僅かなことと党内分裂により、法案可決は難しくなると考えます。議会膠着のため阻止されたり、内容が希薄化している法案もあります。増税案はすでに立ち消えました。G7が喧伝する世界共通の最低法人税率合意についても同様でしょう。さらに、中間選挙に向けたキャンペーンの従来の開始

時期まで残り3ヵ月となり、政治家はすでにギアチェンジしつつあります。超党派でのインフラ計画合意を巡る発言は、法案成立に向けた重要な進展というよりも、選挙キャンペーン用のトークに聞こえます。さらに、市場はこうしたことに慣れていました。もし立法面で混乱が生じる可能性が高ければ、株式市場がそう示すでしょう。

世界の先進国市場における政治的リスクは引き続き低位に留まりますが、2021年後半ではいくつか主要な選挙が注目を集めるでしょう。ドイツでは9月に総選挙が行われ、アンゲラ・メルケル首相が交代します。メルケル首相ほどの政治的影響力を持った後継者は想定し難く、またいずれか一党による過半数獲得の可能性も低いため、実行力に乏しい連立政権が誕生すると考えますが、これは株式にはプラスな状況と言えます。

日本では、菅首相が内閣不信任案を切り抜けましたが、衆議院では自民党とその連立パートナーの公明党が過半数を優に超える議席数を有するため、これは驚くに値しない結果です。8月初旬のオリンピック閉幕を待って菅首相が解散総選挙に踏み切るかもしれない（衆院選は10月22日までに実施予定）とする推測もあります。菅首相が有権者から新たな信認を得られれば、自民党内での基盤強化に繋がるかもしれません。

加えて、カナダではジャスティン・トルドー首相が、ワクチン接種キャンペーンの成功と財政対応に乗じて選挙を前倒しするかもしれないという憶測があります。そうなったとしても、トルドー首相率いる多数派政権となるかどうか予想するには、時期尚早です。

新興国市場も第2四半期に上昇し、2021年前半のプラスリターンが拡大しました。先進国市場と異なり、第2四半期にわたってグロース株はバリュー株を僅かに下回りながら追随しました。ⁱⁱⁱしかし、6月になると先進国市場でも発生したように新興国市場でもグロース株が上昇を主導し、流れは逆転しました。今後の流れの兆候ともいえるでしょう。

ブラジルは第2四半期に新興国市場で最も優れたパフォーマンスを記録しました。FIの見方では、考えられる理由は単純で、同国の実績が同国に対する極めて低

い期待値を上回ったためです。政治的不透明感、遅いワクチン展開、緊急支援金の減額（4月）を受けて、プラジルは当面苦境に立たされるとというのが大勢の見方でした。しかし現実には懸念されていたよりは良いものでした。

中国は、MSCI チャイナ指数が第2四半期中に上昇し、2～3月の大幅調整局面が一服しました。経済面では、特に大きな変化はありませんでした。データは昨年のロックダウンによる影響からの回復を未だ示していませんが、ベース効果のため歪んでおり、前年比較は現時点では投資家にとってほぼ意味がありません。主要経済指標の大半は第1四半期に減速しましたが、中国経済は昨春は回復が加速していたため、おそらく幅広い減速の一部はベース効果に起因するものと考えられます。

さらに、中国政府機関が広範な資本市場改革の一環として、中国企業の国外上場に関する規則の見直しを検

討中という最近のニュースに市場は反応しています。このニュースによって投資家心理は力強いファンダメンタルズを見過ごし、ネガティブに転じたとFIでは捉えています。規制変更の可能性は、国外に上場する中国企業への厳格な対応というよりも、国内資本市場の強化を目的としているように見受けられます。

2021年も半ばとなり、パンデミックに伴う各種の問題や障害を世界市場は熟知し、見越しています。パンデミック前の成長基調への回帰を、市場は織り込んでいると考えます。現在の強気相場には今年中のさらなる上昇余地がまだありますが、楽観論の高まりを考えれば、陶醉状態や余剰の発生状況に対する注視が最も重要となるでしょう。

-
- i 出所: FactSet、2021年7月1日時点。税引後配当金を含む、2021年3月31日～2021年6月30日のMSCI オール・カントリー・ワールド指数のリターン。
 - ii 出所: FactSet、2021年7月1日時点。税引後配当金を含む、2021年3月31日～2021年6月30日のMSCI オール・カントリー・ワールド グロースおよびバリュエーション指数のリターンに基づく。
 - iii 出所: FactSet、2021年7月1日時点。税引後配当金を含む、2021年3月31日～2021年6月30日のMSCI エマージング・マーケット グロースおよびバリュエーション指数のリターンに基づく。

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