

2021年第3四半期（7-9月期）のレビューと見通し概要

2021年10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3四半期には、グロース株が市場を牽引するなかでバリュー株が相対的に強くなる場面が時折見られたものの、次の新たな強気相場が始まるまでは、バリュー株による持続的な市場牽引が起きる可能性は低いでしょう。
- 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

- 世界株式市場はプラスリターンを堅持:** 世界株式市場は、第3四半期は比較的平坦に推移したものの、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。
- 投資家心理は第3四半期には低下:** デルタ変異株感染拡大の影響も一因とした悲観の増加は一時的なものと思われ、一方、近々に株価が陶醉的な水準に達する可能性を下げてもいます。

世界株式市場は第3四半期に力強いスタートを切り、7・8月は上昇しました。しかし、9月にはボラティリティが戻り、四半期全体では若干下落しましたⁱ。差は僅かですが、グロース株がバリュー株を再びアウトパフォームし、情報技術セクターがその他大半のセクターをリードした一方、バリュー株は9月末にかけて一時的に急騰しアウトパフォームしました。しかし、株価のある程度の上下動は通常のことです。市場全体が一直線で推移することはなく、国、セクター、スタイル等のサブカテゴリーについても同様です。FIでは、一時的な反発上昇に反応することは、誤判断の確率を高めると考えます。

2021年も第3四半期を終え、概ねFIの予想通りに展開しています。9月の下落後でさえも、世界株式市場は年初来で11.1%上昇となっていますⁱⁱ。情報技術セクターお

よび類似のコミュニケーション・サービスセクターは、世界株式市場をアウトパフォームしています。年初来でグロース株はバリュー株を若干下回って追随していますが、5月中旬以降は引き続き大きくリードしています。一般消費財セクターの年初来リターンは依然プラスですが、デルタ変異株の影響や中国での規制強化を巡る懸念から、第3四半期の世界株式市場を下押ししました。

新興国市場は第3四半期に苦戦し、年初来リターンは若干のマイナスとなりました。同市場ではグロース株がバリュー株をアンダーパフォームし、その主因はグロース特性を持つ中国インターネット企業でした。背景には、同国での規制強化を巡る懸念で悪化した投資家心理がありました。さらに、ブラジルが経済回復と政治的不透明感を巡る懸念を受け8月に定義上の弱気相

場に突入し、新興国市場のリターンを下押ししました。新興国市場株式の低調さの継続は今年の大きなサプライズの一つですが、この低調さが同市場全体に共通ではない点も重要です。年初来リターンがプラスの新興国もいくつかあります。それでも、現在苦戦する国々に関し、今後さらに悪化し得るファンダメンタルズ面でのマイナス要因がないか注視することは非常に重要と考えます。ただし、FI ではプラス要因がマイナス要因を上回っていると考えており、そうしたマイナス要因は現時点ですでに広く知られ、株価に織り込み済みの可能性が高いでしょう。

ファンダメンタルズは引き続きグロース株を下支えしています。主要各国の GDP はコロナ禍前とほぼ同等かそれを上回る水準にあり、経済再開に伴う急上昇後、必然的に減速しつつあります。インフレ率は高まっているものの、徐々に下落基調となっています。労働力不足、工場稼働率の制限、輸送問題などが経済への逆風となり成長を減速させていますが、FI では、コロナ禍前のゆっくりで安定した経済成長率に戻る可能性は常に高いと考えていました。重要なのは、持続的な高利益率を備え、また複雑化する物流面を上手く切り抜けてコスト増の影響をより多くの商品に分散するのに必要な規模を有する企業にとって、このような環境が良好だという点です。また、経済サイクルではなく、長期的な技術トレンドに乗ることができる企業も恩恵を受けるでしょう。FI が選好する、情報技術および類似セクターの質が高い銘柄は、そうした分野の中心的存在です。デジタルサービスは現在のニュース見出しに基づく逆風の影響を比較的受けにくく、その需要は経済の短期的変動には左右されません。

投資家心理は第 3 四半期に大きく悪化しましたが、これは強気要素です。今年序盤には楽観が広がり、暗号通貨などの投機資産で若干フロスが発生しましたが、現在は誤った不安により楽観が減少しています。誤った不安の一例としては、インフレ率の高まりがあります。評論家が世界経済の急速な弱体化を警告する中、経済成長率の減速も投資家心理を悪化させました。各国中央銀行が量的緩和 (QE) 策に伴う国債購入の「テーパリング」見通しを示した点も、懸念を生みました。以前

も述べたように、FI では、QE は景気刺激よりも景気鎮静の側面が強かったと考えており、多くの投資家がこの点を認識せずに誤った見方をしていると思われます。

9 月には政治面でも世界で様々な動きがありましたが、大半は不透明感と膠着状況の発生という結果となりました。日本では新首相と改革可能性への期待感で株価が上昇しましたが、歴史的に改革実行が困難であった点を鑑みると、この楽観はそもそも見当違いだったと考えられます。ドイツの連邦総選挙では中道左派の社会民主党 (SPD) が僅差で勝利しましたが、非常に明確なのは、新政府は連立政権となり、大型法案可決に苦慮するであろう点です。ただし、この議会膠着という結果は株価にとって良好である可能性が高いでしょう。カナダの解散総選挙でも、ジャスティン・トルドー首相率いる自由党が議会過半数に達せず、議会膠着が続くことになりました。膠着状態にある政府では大型の法規制改革を実行できる可能性は低く、カナダ政治は現状維持が続くと考えます。ノルウェーでも、労働党と中央党による少数政権となる可能性があり、政治リスクは減少する見込みです。

米国ではインフラ支出と債務上限に関し議会がなかなかまとまらず、第 3 四半期でも政治的分極化が続きました。FI ではインフラ支出の進捗を注視していますが、米国議会における民主党の議席数リードが僅差なため、一部で期待または懸念されるほどの動きは起きないという FI の基本予想は妥当と思われます。第 3 四半期に議会で可決予定だった法案のほぼ全てが、議会膠着により可決されませんでした。2022 年が近づくにつれ、法案は議会で可決されたとしても骨抜きとなる可能性が高まっています。

米国の債務上限に関し、評論家はしばしば、迅速に引き上げなければ債務不履行の恐れがあると主張しますが、それは誤りです。債務不履行とは、満期を迎える債務の利払いと元本の返済が行えない状態を言い、その他の予定された支出が行えないことではありません。米国議会が 112 回目の債務上限の引き上げまたは凍結を実施しなかった場合でも、債務不履行は発生しません。米国憲法修正第 14 条の公的債務に関する条項を巡る米国最高裁の判例によると、米国財務省は債務返済を最優

先しなければなりません。財務省は満期を迎えた国債に対し借換債を新たに発行できるので、債務上限が原因で元本返済が脅かされることはありません。税収で利払いは優にカバーでき、それでも十分余ります。利払い後に返済されるか否かという点で勝者と敗者は生まれますが、それは債務不履行ではなく政府閉鎖の状況に似ています。これまで、政府閉鎖が弱気相場または景気後退を起こしたことはありません。

こうした懸念全てが、中国の不動産セクターを巡る不安および9月のエネルギー価格上昇と重なり、株価下落を誘発しました。長く市場調整が見られなかったため、市場調整が「そろそろ起こる」という意見もありますが、これは誤りです。市場調整は、時間の経過とともに発生確率が高まるものではありません。偶発的に発

生するのです。

強気相場は常に、成熟に伴い懸念の壁を登ります。そして、前述した要因の多くによって、懸念の壁は現在の高さになりました。とはいえ、9月のボラティリティのよくな一時的なマイナス要因は、投資家心理をリセットして再構築し、サイクル終盤にある世界株式市場を引き続き下支えするポジティブサプライズ力の形成に繋がります。

i 出所: FactSet、2021年10月1日時点。税引後配当金を含む、2021年6月30日から2021年9月30日までのMSCI オール・カントリー・ワールド指数のリターン。

ii 税引後配当金を含む、2020年12月31日から2021年9月30日までのMSCI オール・カントリー・ワールド指数のリターン。

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