

2020年11月25日

## 清水 英彦

ステート・ストリート・グローバル・  
アドバイザーズ株式会社  
運用部  
ポートフォリオ・ストラテジスト

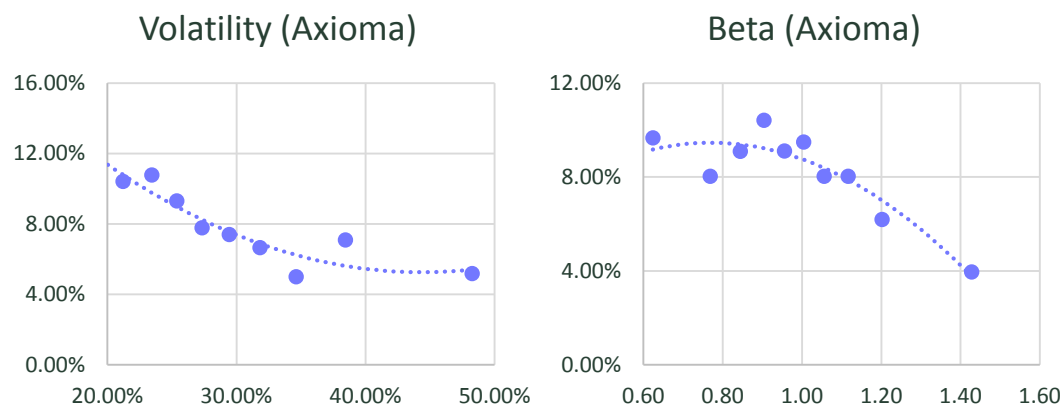
# 株式市場のリスク要因やファクターに関する論点

足元の市場は米大統領選を大きな波乱もなく消化した後、11月は新型コロナウイルスのワクチン開発の進展報道から世界的に株式が大きく上昇し、バリューやグロース株の動きにもリバーサル動きが見られる展開となっています。本稿では2021年に向けて株式市場のリスク要因やファクターについてポイントとなりそうな論点を概説します。

## 低ボラティリティ効果

2020年は新型コロナウイルスによる市場混乱（コロナショック）から低ボラティリティ効果は1-3月期にプラスにとなった一方で、4月以降は市場が反発する中で大きくマイナスとなっており、最小分散戦略等の低リスク戦略には苦しい局面が続いています。主要各国の中央銀行が大規模な金融緩和を実施したことで金利が低下し、成長株や高リスク株が選好される傾向が続いていたことがその背景ですが、一方で長期的には株式リターンとリスクの関係はこのような高リスク・高リターンは成立せず、高リスク株式が低リスク株式をアンダーパフォームする、いわゆる低リスク効果（アノマリー）が存在することが知られています。図1はMSCI AC World 指数をユニバースとした2010年11月から当2020年10月までの予想ボラティリティ、ベータと実現リターン（年率）の関係を示したもの（グラフ内の直線は近似直線）ですが、リスクが高まるほどリターンが低下する傾向にあり、直近の過去10年でも低リスク効果が存在していることが確認できます。

図1：予想ボラティリティ、ベータと実現リターンの関係（過去10年、MSCI AC World）

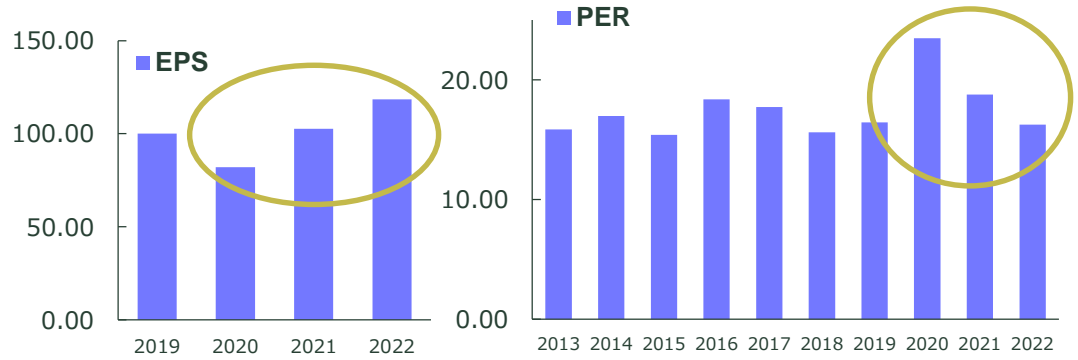


出所：Factset、AxiomaのデータをもとにSSGA作成  
（横軸に予想ボラティリティ、ベータ、縦軸に実現リターンをプロット、2020年10月末時点）

## 将来の業績回復を織り込む株式市場

コロナショック後の株式市場は、強力かつ大規模な財政・金融政策による経済支援を背景としたセンチメント（バリュエーション）主導で株価が形成されてきたため、その脆弱性については注意が必要でしょう。図2のMSCI AC World指数の1株あたり利益（EPS）と株価収益率（PER）の推移を見ると、市場は2021年、22年とかなり先の利益回復まで織り込んでおり、経済回復シナリオが崩れるようなきっかけがあれば、市場は大きく調整する可能性もあります。

図2 : MSCI AC WorldのEPS (2019年末を100として指数化) とPERの推移

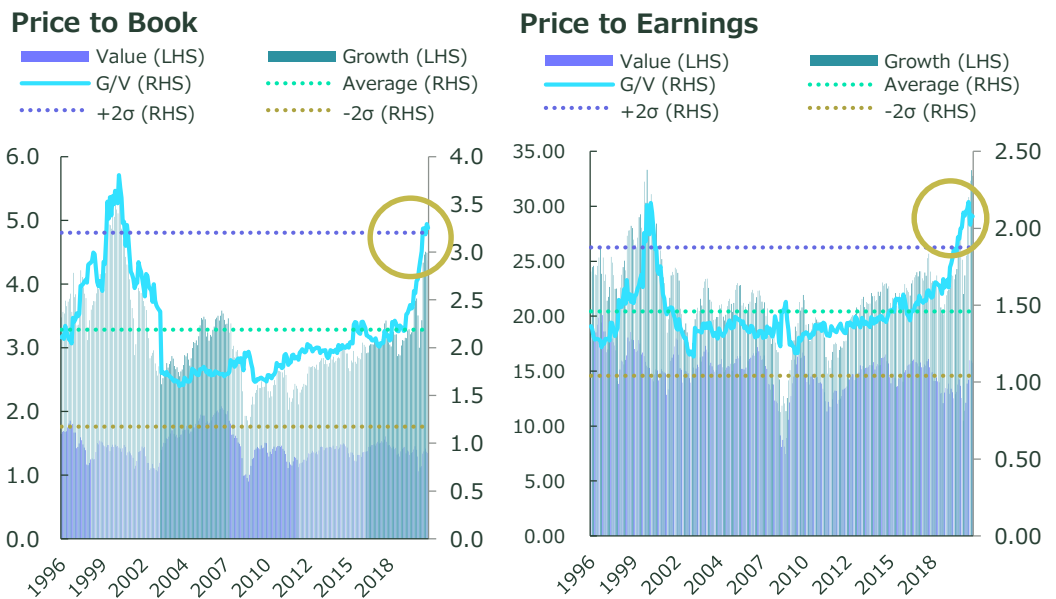


出所 : FactsetのデータをもとにSSGA作成 (2020年11月時点)

### バリューVSグロース

足元でリバーサル動きが見られるバリュー対グロースの議論も引き続き注目されるポイントです。図3はMSCI AC World Growth/Value指数の株価純資産倍率 (PBR) とPER比 (グロース/バリュー) の推移を示したのですが、過去25年弱の期間において直近は長期的な平均から大きく乖離し、ITバブル以来の水準に達しており、一部ではミンスキー・モーメント (持続不可能なペースでの与信膨張後に資産価格が急落する瞬間) が近いとの声もあります。

図3 : MSCI AC World Growth/Value指数のPBRとPER比の推移



出所 : FactsetのデータをもとにSSGA作成 (2020年10月末時点)

### 政治・規制リスク

足元の米大統領選ではバイデン氏の勝利が確実となりましたが、議会は上院・共和党、下院・民主のねじれ議会となる可能性が高くなっています。短期的には極端な政策変更が起きないという思惑から市場はねじれ議会を好感していますが、一方で難航している追加の経済支援策や今後の拡張的な財政出動政策については不確実性が高まると考えられます。また米司法省によるグーグルの提訴や中国政府によるアリババの金融子会社アント・グループの上場延期など、各地域で巨大なデジタル・プラットフォームへの規制や圧力が強まってきていることについても、リーマンショック後、金融などのバリュー系のセクターへの規制強化がその後の低迷につながったことを考えると、その動向を注視する必要があります。

---

## ご留意事項

- ・本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。
- ・本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。
- ・本資料は2020年11月25日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。
- ・なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。
- ・本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。
- ・弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発実例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。
- ・本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- ・本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。
- ・本資料の記載内容は2020年11月時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

## ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第345号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

[ssga.com/jp](http://ssga.com/jp)

著作権© 2020 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製

Tracking Number: 334518.1.1.APAC.RTL、Exp. Date: 11/30/2021