

2021年3月31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

# 株式市場のサイクルから考える 今後の相場展開

昨年の米国大統領選以降、株式市場ではグロースからバリューへのファクターローテーションが進み、3月に入ってから米国の長期金利上昇を背景にボラティルな展開が続いています。コロナショック以降のグロース株一辺倒の相場から潮目が変わってきている中で、改めて市場サイクルを見直すことで、今後の相場展開を考えてみたいと思います。

図1は市場・景気サイクルとファクターやイールドカーブ（YC）の傾向を図示したもので、以下に簡単にそれぞれの特徴を解説します。

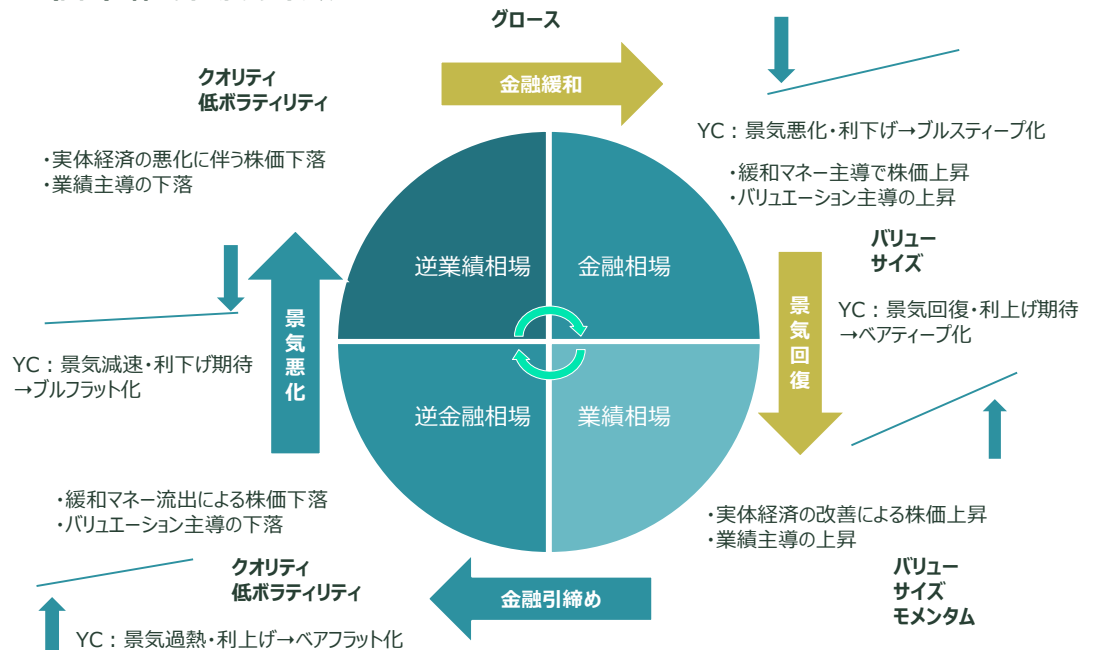
**金融相場**…景気悪化から金融緩和が実施されることで起きる緩和マネー主導の上昇相場。将来の企業業績の回復を見込んで、バリュエーション主導で株価が上昇。ファクターはグロース優位でYCは利下げでブルスティープ化。

**業績相場**…景気や企業業績の改善によるファンダメンタルズ主導の上昇相場。ファクターはバリューやサイズ（小型）、モメンタムなどが優位で、YCは景気回復を織り込む形でベアスティープ化。

**逆金融相場**…景気が過熱し、金融引締めにより緩和マネーが流出することで起きる下げ相場。将来の景気や企業業績の悪化を見込んで、バリュエーション主導で株価が下落。クオリティや低ボラティリティなどディフェンシブなファクターが優位となり、YCは利上げでベアフラット化。

**逆業績相場**…景気や企業業績の悪化によるファンダメンタルズ主導の下げ相場。引き続きディフェンシブなファクターが優位で、YCは景気悪化や将来の利下げを織り込む形でブルフラット化。

（図1）株式市場のサイクル

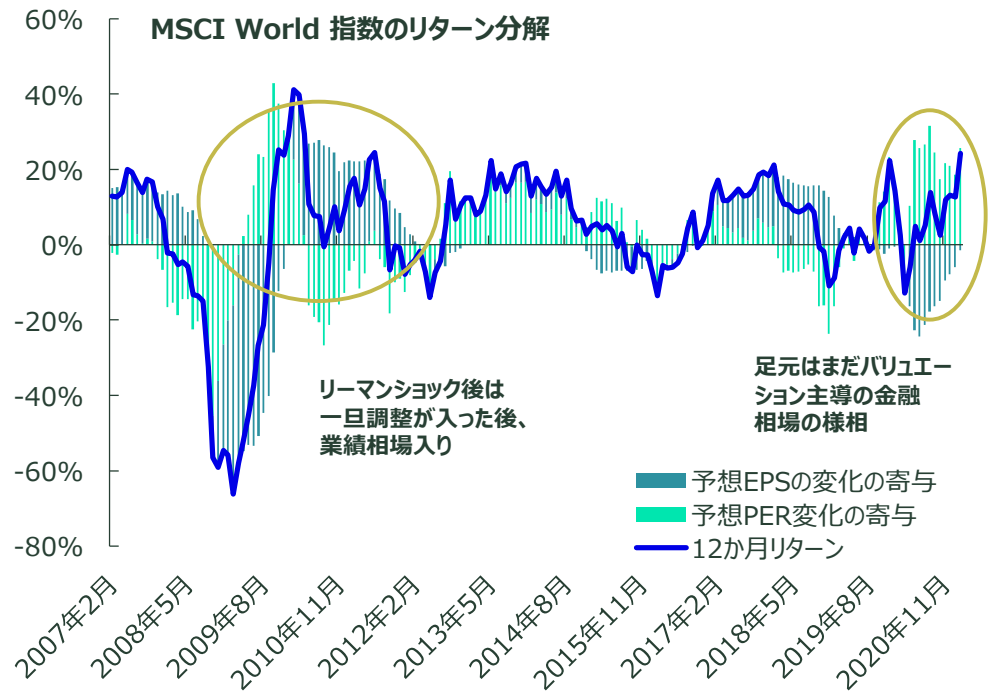


(出所) SSGA

現在の市場はこのサイクルの中でどの辺りにいるか考えてみましょう。図2はMSCI Worldの過去1年のリターンを予想株価収益率（PER）の変化（バリュエーション要因）と一株当たりの利益（EPS）の変化（ファンダメンタルズ要因）に分解したものです。足元の市場はまだバリュエーション主導で動いており、業績相場への移行はこれからと言えます。グロースからバリュエーションへのファクターローテーションや米国のYCがヘラスティープ化している一方、緩和的な金融政策が続いていることなどを考慮すると、現在の市場は金融相場から業績相場への過渡期と考えられそうです。

今後の業績相場への移行について一つ参考になりそうなのがリーマンショック後の動きです。図2でリーマンショック後の市場展開を見るとまずバリュエーション主導で株価が回復し、その後、企業業績の回復が続く中で欧州債務問題などによって株価調整が入るかたちで業績相場入りしています。足元の株式のバリュエーションは高水準で、このまま一辺倒に株価が上昇するというよりは、リーマンショック後のように何らかの調整が入った後に業績相場入りするシナリオが考えられそうです。

（図2） 株式市場の変動要因分析



（出所） FactsetのデータをもとにSSGA作成

---

## 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2021年3月31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2021年3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© 2021 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製  
Tracking Number 3501597.1.1.APAC.RTL. Exp. Date: 3/31/2022