

2021年6月23日

田畑 富郎

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

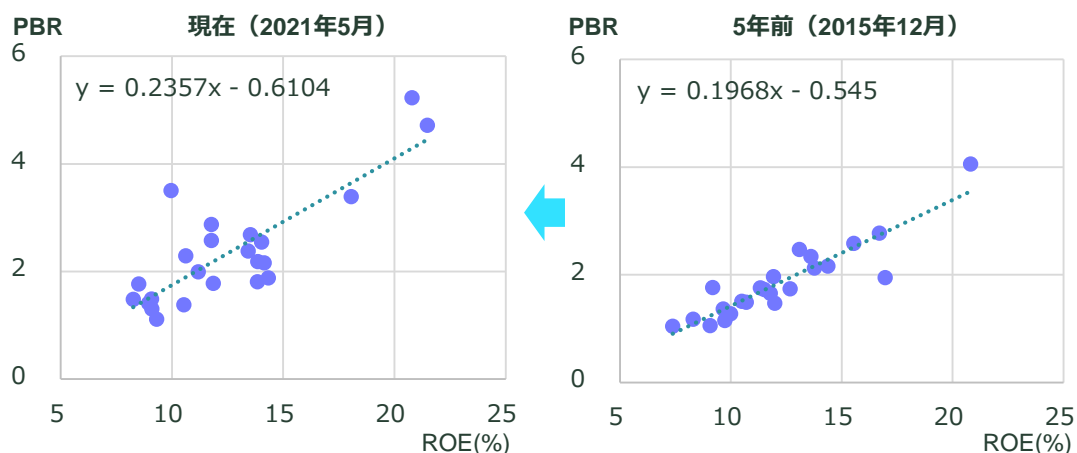
過剰流動性によって生じた市場の 歪みが示唆するもの

足元の金融市場は米国を始めとする主要国の中央銀行が金融システムの正常化に向けて出口戦略を探る展開が続いています。本年2月に見られた米国長期金利の急上昇やバリューストック（割安株）に対する物色の鮮明化は、今後の経済ファンダメンタルズの回復や安定化を先取りした投資家の選好の表れであると捉えることができます。2019年から2020年にかけての株式市場は大規模な金融緩和に支えられた、いわゆる金融相場の様相が強まり、利益成長期待の高い銘柄が株価のモメンタムを伴いながら市場全体を大きくけん引してきました。しかしながら、昨年の秋以降は、それまで見られていたモメンタム・グロースを重視した銘柄の物色にも変化の兆しがみられています。これは、今後想定される金利の上昇傾向が、バリュエーション面で割高感が目立つこれらの銘柄の株価の圧迫要因になることが既に意識されて始めていることの一因であるとも言えます。このような市場内での物色動向の変化を踏まえて、従来の金融相場から業績相場への移行を想定しながら、今後の市場環境の変化に備えるべき時に来ているかもしれません。

株式市場内での株価のバリュエーションは、各企業の財務状況や将来の利益成長、あるいは企業が内包するリスク要因、そしてそれらの情報に基づいて売買を行う投資家の行動バイアスによって変化していきます。特に現在の株式市場では、2008年の世界金融危機（GFC）以降長らく続いてきた金融相場において物色の中心となってきたグロース株（割高株）のバリュエーションが拡大し続けてきた結果、1999年のITバブル期に相当するともいわれる価格の歪み（割高株と割安株のバリュエーション格差）が生じています。上述のように、企業のファンダメンタルズは個別銘柄のバリュエーションの重要な決定要因となりますが、特によく知られている関係は、PBR（株価純資産倍率）とROE（株主資本利益率）の関係です。

図表1は、株価のバリュエーションと企業の質（クオリティ）の関係を見る際によく用いられる代表的な指標であるPBR（株価純資産倍率）とROE（株主資本利益率）について、先進国市場の各国別に分析した結果を示しています。ここでは、過去の価格形成との比較のために、左側の直近（2021年5月末）時点の分析結果に加えて、右側に2015年12月末時点の分析結果も併せて載せています。いずれの局面においても、ROEが高い国ほどバリュエーション（PBR）が高く価格形成されている（プレミアムを持っている）ことが示されています。一方で、両グラフの傾向線の傾きに注目すると、5年前に比べて現在では傾きが増加していることがわかります。これは、足元の株式市場内でのバリュエーションが、企業の質（ここでの例：ROE）をより重視して価格形成されていることを意味しています。一方で、傾向線の周りのバリュエーションのばらつき具合については、5年前に比べて広がっているという点が特徴的です。

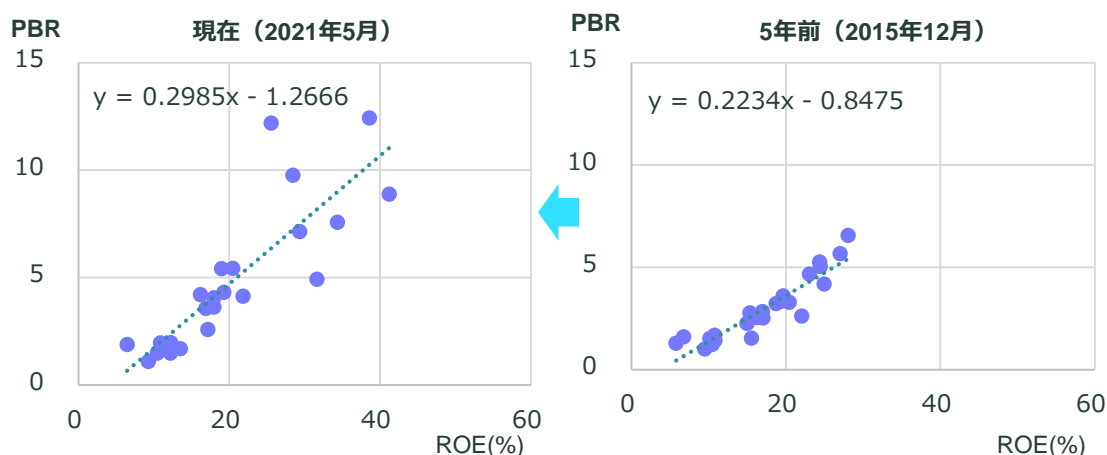
(図表1) バリュエーションとROEの関係 (国別)



分析対象市場：MSCI World指数
(出所) MSCI、SSGA

図表2は、同様の分析を業種別に行ったものですが、傾向線の傾きやその周りの各業種の価格形成のばらつきの変化については、上述の国別の分析と同様の結果が得られています。

(図表2) バリュエーションとROEの関係 (業種別)



分析対象市場：MSCI World指数
(出所) MSCI、SSGA

世界金融危機以降の金融相場において株式市場が急速な回復過程を辿る中、足元の数年間では、ROEに代表されるような企業の質（クオリティ）を見極めるための指標が、市場内の価格形成においてますます重要性を帯びてきています。しかし一方では、代表的なファンダメンタルズの指標では説明しきれないバリュエーションのばらつきが同時に拡大しているという点については、注目に値するものと考えます。このことは、市場内での価格の歪みを的確に捉えて収益化するアクティブ運用戦略にとって、その収益機会の高まりを示唆していると言えるかもしれません。

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6月23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事例、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6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

著作権 © 2021 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製

Tracking Number 3639439.1.1.APAC.RTL, Exp. Date: 6/30/2022