



## 株式市場の急落：長期的な観点から見直してみよう



2018年2月27日

**ダイアン・ロブ**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
株式部門 シニア・マネージング・ディレクター**スコット・クラウトハマー**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
株式部門 マネージング・ディレクター

世界の株式市場は2月に入り大幅に下落し、その傷はまだ癒えていない。しかし、今回のボラティリティ再燃は、異例なほど長期にわたり一本調子で上昇相場が続いてきたことを受け、市場が現実に戻っただけであるかもしれない。むしろ、長期的にはより健全な投資環境をもたらした可能性もある。

ボラティリティがこれほど急激に上昇した(次ページの図表1左図)ことを踏まえれば、投資家が不安になるのも無理はない。2月に入って上場投資信託(ETF)の商いが極端な水準に膨らんだ(次ページの図表1右図)ことも火に油を注ぐ形となった。だが、最近の市場の変動のスピードや規模は、世界経済のファンダメンタルズや企業業績とは合致していないように見える。なぜなら、経済や企業業績は力強い動きを示しているからだ。

米国株は一時、1月につけたピークからの下げ幅が調整局面入りの定義とされる10%を超える場面もあった。S&P 500指数は2月9日現在、年初来ベースで1.8%の下落となっている(次ページの図表2)。アジアや欧州の株式市場も打撃を受けた。

### インフレ懸念とファンダメンタルズの綱引き

市場の下落は、ある意味広く予想されていたものだった。株式市場は良好な経済環境や企業業績に対する楽観的な見方と、金利上昇への懸念との間で綱引きとなっているようだ。それは、今後もしばらく不安定な市場環境が続くようなことを意味する。

今回の株価急落の震源地となったのは、2月2日に発表された米国の雇用統計に含まれる賃金データのよう

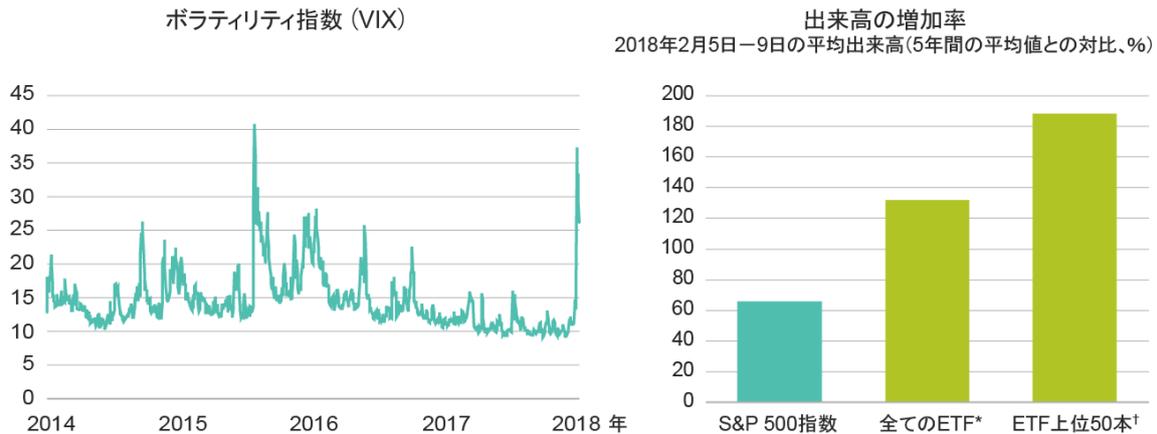
当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/equity-market-sell-off-return-to-reality>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

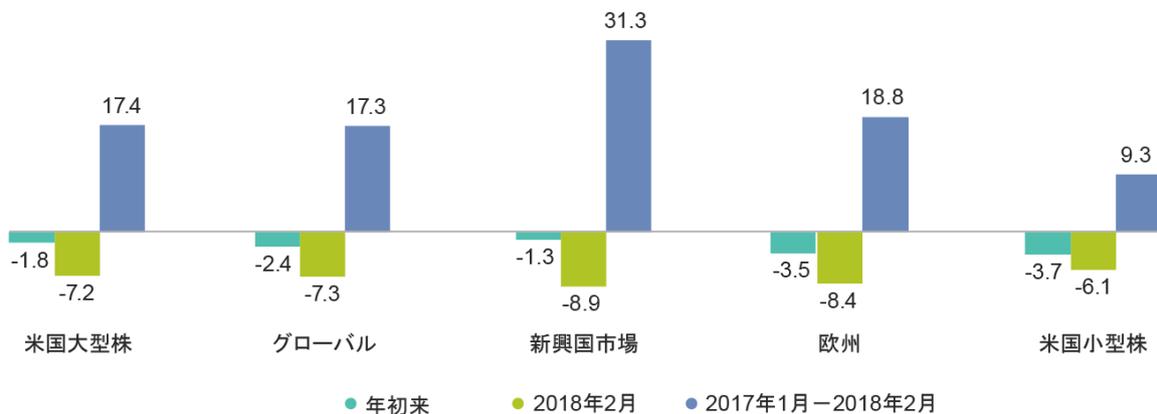
当資料は、2018年2月12日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 平穏な時期が長期間続いた後、ボラティリティと出来高が急増



過去の実績および現在の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
2018年2月9日現在  
\*米国市場に上場している受託資産残高(AUM)が2,500万米ドルを上回る1,436本のETFのデータに基づきます。  
†AUMベースで規模の大きなETF  
出所:ブルームバーグ、シカゴ・オプション取引所、モーニングスター・ダイレクト、S&P、AB

【図表2】 株価急落により、年初来リターンは若干のマイナスに  
指数のリターン(トータル・リターン、米ドルベース)



過去の実績および現在の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。  
2018年2月9日現在  
米国大型株はS&P 500指数、グローバルはMSCI ワールド指数、新興国市場はMSCI エマージング・マーケット指数、欧州はMSCI ヨーロッパ指数、米国小型株はラッセル2000指数  
出所:モーニングスター・ダイレクト、MSCI、S&P、ラッセル・インベストメンツ

だ。賃金の伸びが予想を上回ったことで、インフレが依然として現実的なリスクであることを投資家が改めて認識した結果、2017年9月に始まり2018年1月に加速した債券利回りの上昇に拍車がかかった。以前から多くの投資家は、急ピッチの金利上昇によって株式市場においてバリュエーションの見直しが生じることを懸念していた。

需給も株価急落の一因となった。ボラティリティが急上昇した場合に株式の売却を強いられる「アルゴリズム」に基づく投資戦略も株価下落を増幅した可能性がある

る。今回の株価急落局面で出来高が最も膨らんだ20本のETFのうち9本は非伝統的なファンドで、ボラティリティが低水準にとどまることや、逆に市場全体が下落することに賭ける極端なポジションを取っていた。今回はほぼすべての銘柄が無差別的に売り込まれ、好調な業績を発表した企業まで株価が下落している。

それでも、マクロ経済環境は依然として良好に推移している。失業率は低く、世界経済は着実な成長を遂げている。米国の税制改革は設備投資や消費支出を促す要因となる見込みだ。

企業決算発表シーズンも好調なスタートを切っている。米企業の半分以上が決算発表を終えた時点で、S&P 500指数構成企業の74%が予想を上回る利益を上げている。米国、欧州、日本の企業は、今のところ平均で約15%の増益を達成している。2017年末以降だけでも、幅広く米企業をカバーするラッセル3000指数の構成銘柄の業績見通しは、6.4%上方修正されている。

### コンテキストが重要

市場が下落している時には、容易に全体像を見失いがちになる。2017年は株式市場が異例なほどの力強さを示した1年だった。先進国の株式市場は、月次ベースでは12カ月すべてで上昇した。これは過去48年なかったことだ。新興国株式市場も12カ月のうち11カ月上昇した。これも過去30年のうち1度しか起きていない。2018年に入っても、1月は投資家のスタンスは強気を維持しており、米国市場に上場しているETFには780億米ドルの資金が流入した。これは月間の流入額としては過去最高である。

米国株は今週まで、100週間にわたって10%以上の下げを経験していない。この安定期間の長さは、1928年以降における平均の3倍以上に達する。そして、ボラティリティも異例なほど低水準で推移してきた。

しかし、こうした株価上昇や市場環境はいつまでも続くものではない。

### 留意すべきリスク

このように、いったん調整の入った市場において、今後のリスクはどのようなものだろうか。バリュエーションは長らく懸念の的となってきた。2018年の年初時点で、米国を始め各国市場の株価バリュエーションは過去平均を上回る水準にあった。現在は株価の下落と企業利益の持続的な拡大を受けてS&P 500指数構成銘柄の株価予想収益率は16.5倍に低下し、2016年並みの水準に戻っている(図表3)。

【図表3】 米国株のバリュエーションは大幅に低下  
S&P 500指数: 株価収益率(12カ月後ベースの予想利益に基づく)



過去および現在の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。  
2018年2月9日現在  
出所:ファクトセット

また、政策の失敗というリスクも現実味がある。おそらく偶然の一致だろうが、株価が急落した2月5日はジェローム・パウエル氏が米連邦準備制度理事会(FRB)議長として仕事を始めた初日だった。彼は市場の信頼を得るため、インフレに関しリスクを取るゆとりはないと見られ、市場が想定する以上に急ピッチで金利上げを進める可能性がある。

もし金利が予想よりも急速に上昇すれば、将来の利益に適用される割引率が上昇する一方、企業の借入れ

コストは徐々に上昇する。債券利回りの上昇も、投資家が株式に対しより高いリスク・プレミアムを要求する結果となる。これは株式のバリュエーションを押し下げる圧力となり得る。

だが、予想されるような金利上昇は市場に根本的な悪影響を及ぼすだろうか？ 必ずしもそうとは限らない。過去においては、金利が上昇してもそれが経済成長の改善を反映したものであるならば、株価上昇の妨げとはならなかった。

## 改善する市場環境、新たな投資機会

たとえ株式のリターンが低下しても、債券よりも株式の長期的な期待リターンの方が魅力的だという多くの株式投資家の見方に変わりはないだろう。また、ボラティリティが上昇した結果、アクティブ運用マネジャーにとっては超過収益の源泉となり得る市場の歪みが生じており、将来のアウトパフォーマンスにつながる可能性もある。

市場の調整局面に耐えることは決して容易ではない。しかし、株価の下落は好ましい買い場を投資家に提供するというプラスの面もある。目先のボラティリティがもたらす不安感に市場が圧迫されている場面では、長期的な視野を持ち続け、企業のファンダメンタルズから目を離さないことが、市場の乱気流を乗り切り、優れたパフォーマンスを達成するカギになる。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<http://www.alliancebernstein.co.jp/>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### + 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### + お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。