



## 2021年株式見直し： 不透明な回復局面における株式配分の見直し

2021年1月20日

クリストファー・ホグビン  
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
株式部門 責任者



世界の市場が異例の展開をたどった2020年を終え、2021年の株式配分は容易ではないように見える。だが、2020年に生じた市場のゆがみを踏まえれば、回復の行方が不透明であるにもかかわらず、投資家は自信をもって株式配分を拡大する手段を見つけ出すことができると、アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）では考えている。

2020年は新型コロナウイルスのパンデミックが広がる中、中央銀行による経済崩壊を食い止めるための大規模な金融緩和策や財政支援策に支えられ、世界の株式市場が上昇した。新型コロナウイルスによって世界で多くの人命や企業が犠牲になったにもかかわらず、MSCI ワールド指数は現地通貨ベースで13.5%上昇し（次ページの図表1、左図）、2020年1-3月期の暴落は

遠い過去の記憶となった。先進国市場の上昇をけん引したのは米国株で、欧州株と日本株はアンダーパフォームした。新興国市場も中国株が原動力となり好調なパフォーマンスを示した。

パンデミックの影響はセクターやスタイル別の年間パフォーマンスにも反映されている（次ページの図表2）。ソーシャルディスタンスが求められる中、テクノロジー製品に対する需要急増や技術革新の加速を受け、テクノロジー株が急伸した。一方、原油価格の下落でエネルギー株が低迷したほか、公益事業や不動産など、伝統的にディフェンシブとみなされているセクターも軟調に推移した。

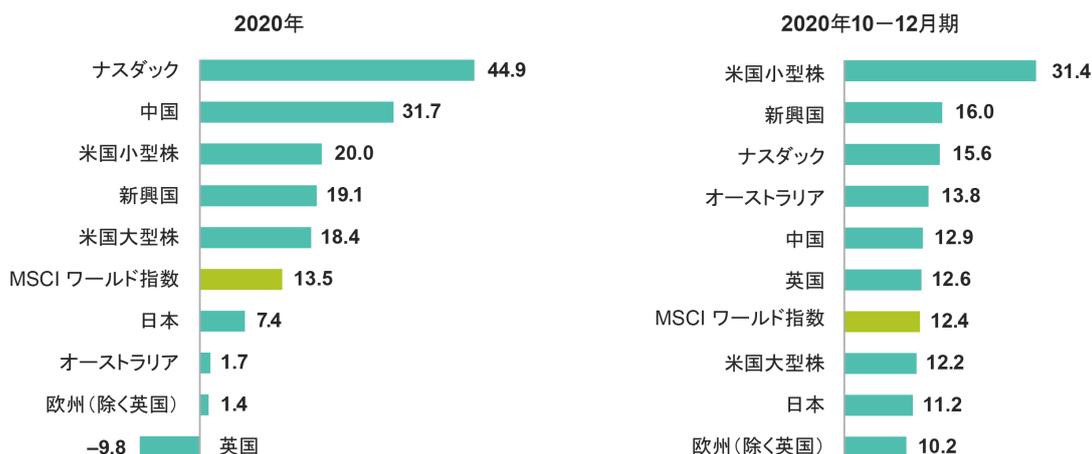
当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/should-equity-investors-change-course-for-2021-recovery.htm>

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に関する過去の実績や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。

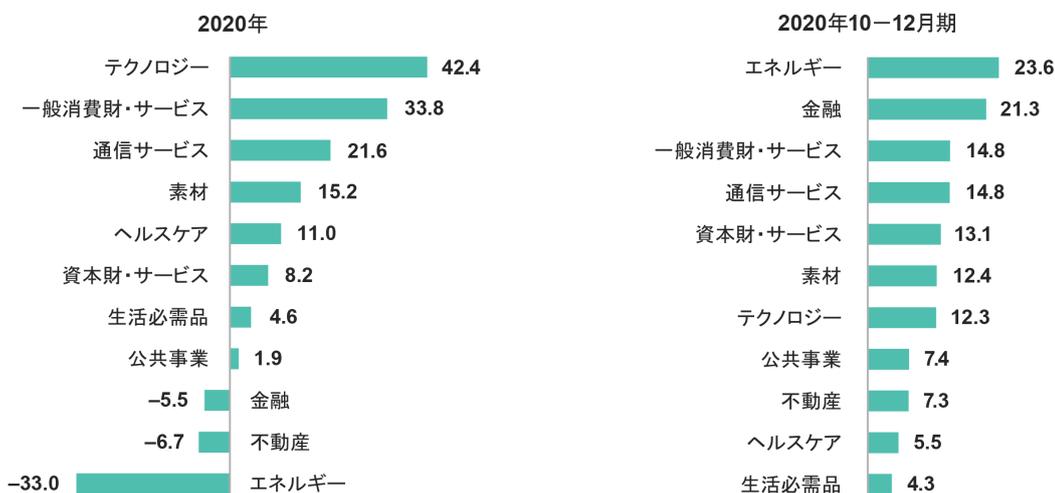
当資料は、2021年1月5日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見直し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発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・バーンスタイン及び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】 2020年は米国株と中国株が上昇を主導したが10－12月期には変化の兆しが現れた地域別リターン（現地通貨ベース、%）



過去の実績や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。  
 中国はMSCI 中国A株指数、米国小型株はラッセル2000指数、新興国市場はMSCI エマージング・マーケット指数、米国大型株はS&P 500指数、日本は東証株価指数、オーストラリアはS&P/ASX 300指数、欧州(英国を除く)はMSCI 欧州(除く英国)指数、英国はFTSEオールシェア指数。  
 2020年12月31日現在  
 出所:ブルームバーグ、ファクトセット、FTSE、FTSEラッセル、MSCI、ナスダック、S&P、東京証券取引所、AB

【図表2】 2020年10－11月期はテクノロジー株の勢いが衰え、金融株やエネルギー株が回復 MSCI ワールド指数のセクター別リターン（現地通貨ベース、%）



過去の実績や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。  
 GICS セクターに基づきます。  
 2020年12月31日現在。出所:ファクトセット、MSCI、AB

投資家はフェイスブック、アマゾン、グーグル(それにアップルとネットフリックスを加えてFAANGと総称)をはじめとする高成長銘柄に殺到した。その一因は他のセクターで高成長株が見つげにくかったことにある。一方、小売りや娯楽など他のセクターでは伝統的なビジネスモデルが痛手を受け、環境変化に適応できなかった企業は永遠に立ち直れないほど打撃を被った可能性がある。

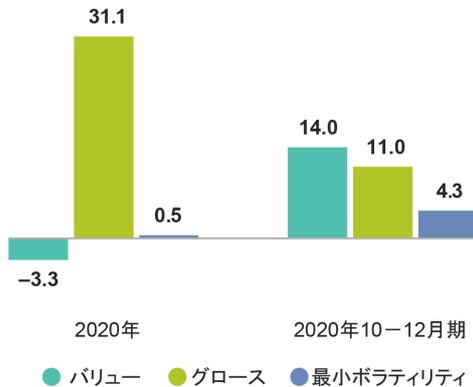
こうした動きに、成長株に追い風となりがちな超低金利が重なった結果、かつてないほど一部の銘柄に投資が集中し、米国の巨大5銘柄がラッセル1000グロース指数に占める比率は2020年末までに約36%に達した。同じような傾向は中国株にも見られた。巨大企業への投資比率を高めていなかったポートフォリオは、2020年に市場全体をアンダーパフォームすることになった。

2020年は大半の期間を通じ、グロース株がバリュー株を大幅にアウトパフォーマンスした(図表3、左図)。また低ボラティリティ銘柄は意外なほど低迷し、不透明な市場

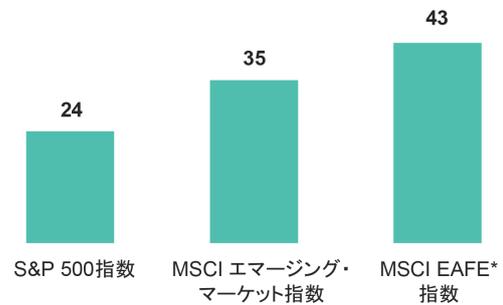
環境が続く中、伝統的なディフェンシブ銘柄のバリュエーションは魅力的な水準に低下している。

【図表3】 スタイル変化の初期の兆しが現れる中、景気敏感銘柄は回復に向かうか？

MSCI ワールド指数のスタイル別リターン(%)



主要株価指数における景気敏感銘柄の構成比率  
エネルギー、金融、資本財・サービス、素材(%)



過去の実績や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。  
\*EAFE: 欧州、オーストラリア、極東  
2020年12月31日現在。出所: ファクトセット、モーニングスター、MSCI、S&P、AB

### 2020年終盤の楽観ムードがセンチメントの変化を促進

2020年末にかけて、状況に変化が生まれ始めた(以前の記事『[市場のけん引役の変化に備えて株式配分を点検しよう](#)』ご参照)。新型コロナウイルスは依然として多くの人命を奪っているが、ワクチン開発の進展が伝えられたことで、投資家は2021年のうちにパンデミックが終息する可能性があるとの期待を高めている。その結果、11月以降は、国内総生産(GDP)成長率が幅広く回復するとの期待感からバリュー株が急伸した。エネルギー・セクターや銀行セクター、小型株などの株価も全般に力強い回復を遂げた。

2020年10-12月期のリターンのパターンは、前3四半期とは著しく異なるものとなった。このトレンドが持続するかどうかを判断するのは時期尚早だが、11月以降の市場の動きは、株式市場におけるスタイル、セクター、規模、地域別のリターン・パターンの変化は急激に起こりうるという重要な教訓を再認識させることになった。投資家は安心してはならない。

### パンデミック後における3段階の回復

では、投資家は2021年のポジションをどのように構築すればいいのだろうか？ まず、市場トレンドを形成す

るとみられるマクロ経済の回復プロセスについて、考え得るシナリオを描き出してみることだ。ABでは景気回復が3段階で進むと考えている。

第1段階は、2つの対立する要因のせめぎ合いとなる。今後数カ月は、ワクチンやそれが景気回復を促す可能性に関する明るいニュースと、北半球における厳しい冬を通じてウイルス感染が引き続き拡大または変異し、経済にさらなる打撃を与えかねないという悪材料のバランスを取らなくてはならない。

第2段階は、世界的なワクチン接種の進展でパンデミックの封じ込めに成功し始める兆しが現れ、蓄積していた消費需要が顕在化する。そうなれば、多くの企業が力強い利益成長を取り戻すことになるだろう。特に、2020年の利益が低水準だったことは、増益率を押し上げる要因となる。

第3段階ではパンデミック終息後の高揚感が一服し、企業は2021年に加速した回復ペースを維持するのに苦しみことになる。世界各国のGDP成長率も、パンデミック以前と同じような逆風に直面することになりそう

だ。  
これらの回復段階を通じて考慮すべきリスクは数多くある。世界の回復ペースは、ワクチンがどれほど迅速にウイルス感染の拡大を抑え込むかにかかっているが、そ

これは国によって異なるものとなるだろう。経済活動の回復を受けて投資家の間にインフレ懸念が広がれば、歴史的な低水準にある市場金利が上昇する可能性があり、そうすれば市場にボラティリティをもたらしかねない。世界経済はポピュリズム、中国と西側諸国の地政学的緊張の高まり、債務の増大など多くの問題に直面しており、長期的な経済成長を巡っては依然として不透明感が漂っている(以前の記事『[2021年の展望：世界経済の回復がもたらすものは何か？](#)』ご参照)。

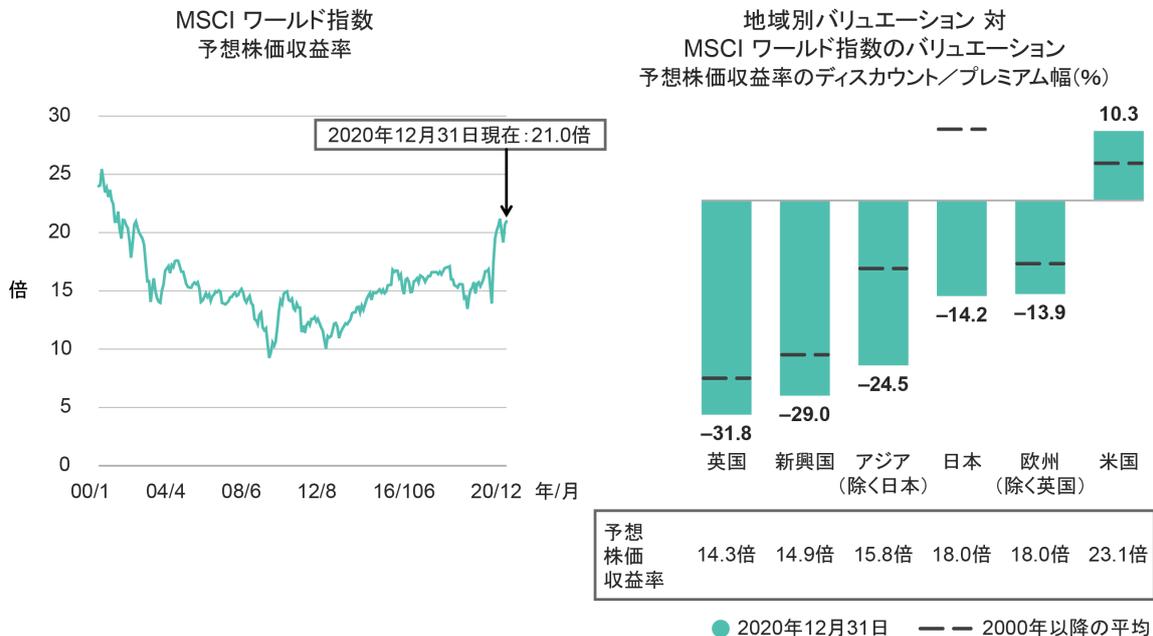
足元の市場の上昇は2021年に対する楽観的な見方を反映しているとみられ、力強い利益成長はすでに多くの企業の株価に織り込まれている可能性がある。その一方で、新型コロナウイルス終息後に経済や企業が直面するとみられる長期的な問題は、高騰したバリュエーションに完全には反映されていないと思われる。

## バリュエーションの高騰に関するグローバルな視点

景気回復の広がり、マクロ経済の成長にとりわけ敏感に反応する企業が主要株価指数の高い比率を占めている米国以外の市場にとって追い風となる可能性がある(前ページの図表3、右図)。

2020年末までは地域別のバリュエーション格差が顕著で、米国株はMSCI ワールド指数(予想株価収益率は21.0倍)に比べ割高な水準にあった。欧州株とアジア株は世界の株式市場に比べ、ディスカウント幅が通常よりも大きな水準にあった(図表4)。米ドルの下落が続けば、特に新興国株式をはじめとする米国以外の株式も恩恵を受けると予想される。

【図表4】 地域別のバリュエーション格差は鮮明



過去の実績や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。向こう12カ月の予想利益に基づきます。英国はMSCI 英国指数、新興国市場はMSCI エマージング・マーケット指数、アジア(除く日本)はMSCI アジア(除く日本)指数、日本はMSCI 日本指数、欧州(除く英国)はMSCI 欧州(除く英国)指数、米国はMSCI 米国指数。2020年12月31日現在。出所：ファクトセット、FTSE、MSCI、AB

## 不透明な回復局面における投資原則の適用

先行きが不透明であるにもかかわらず、長期的な株式投資原則の多くは危機によって強化されたと考えている。それらは、投資家が次の回復段階に備える上で大いに役立つと思われる。

第1に、市場の上昇や下落を予測することは賢明ではない。2019年末に中国から新型コロナウイルス出現の兆しが初めて伝えられた時、それが世界的なパンデミックに発展したり、市場の暴落につながったりすると

予測できた人はほとんどいなかった。2020年2月19日に始まった急激な下げ局面を正確に予測していた投資家ですら、市場からうまく逃げだすことができたのは半分程度に過ぎない。3月23日に悲惨なマクロ経済状況にもかかわらず市場が上向き始めた転換点を予測するのは、おそらくそれ以上に難しいことだった。投資家にとって、絶妙なタイミングで市場に参入し、そして撤退、さらに再参入して成功を収めるのは、ほとんど不可能な技であると言える。

第2に、投資家は確かな分析ができない問題について市場を出し抜こうとしてはならない。例えば、数多くの製薬会社がコロナワクチンの開発を競い合っている場面で、勝者を予測して投資テーマを構築するのはかなり投機的な戦略である。製薬会社の基本的なビジネス・ファンダメンタルズに焦点を当てる方がはるかに当を得ている(以前の記事『[ヘルスケア銘柄投資はワクチン開発に依存してはならない](#)』ご参照)。

第3に、好調なパフォーマンスを上げている人気銘柄の後追いをするのは注意が必要だ。2020年は少なくとも11月初めまで、モメンタムはとりわけ力強いパフォーマンスをもたらす株式ファクターだった。だが、モメンタムは変化が極めて激しい。歴史的なトレンドに基づけば、モメンタムに乗じて投資する投資家は、トレンドが通常に戻った場合に大きな痛手を被る可能性がある。実際、2020年10-12月期にはモメンタムの最も高い世界の株式が著しくアンダーパフォームした。

最後に、ファンダメンタルズは依然として重要である。確かに、2020年は中央銀行による巨額の流動性供給で市場が支えられたが、最終的には、たとえ世界が不安定で異例の環境にあったとしても、市場をリードしたのは利益見通しが好ましい銘柄だった。銘柄を厳選する投資家は、セクター間や、同じ業界内でもビジネスモデルやキャッシュフロー、利益を維持できる企業とできそうにない企業の間で、大きな相違を見つけ出すことができるだろう。

### 変化する市場環境に備えた株式エクスポージャーの見直し

一部の投資家は2020年を振り返り、投資すべき対象は足元の勝者である米国の超大型株だけだと結論づけ

るかもしれない。それは短絡的な結論だ。FAANG各社の事業や収益の見通しは良好だが、投資家は株式配分のリスク・バランスが適切であることを確かめるため、ポートフォリオのエクスポージャーを注意深く評価する必要がある。

そして、過去のパフォーマンスを理由にバリュー株を無視してはならない。また、アンダーパフォームしている地域やセクターを回避してはならない。これまで株価が出遅れていた企業の中には、回復局面や変化する市場環境においてファンダメンタルズの強さが評価され、市場全体をアウトパフォームする銘柄も現れるだろう。例えば、金利が上昇すれば、金融機関などは非常に好調なパフォーマンスを示すとみられる。

株価がすぐに反転する可能性のある高騰している銘柄や人気の集中している銘柄に過度にエクスポージャーを偏らせてはならない。たとえ伝統的な最小ボラティリティ銘柄が期待どおりの効果を発揮しなくとも、ボラティリティの緩衝材となりうる新たなタイプのディフェンシブ銘柄への投資を検討すべきである(以前の記事『[Intangible Assets Provide Tangible Defenses for Equities](#)』(英語)ご参照)。

高騰している市場のバリュエーションは中期的なリターンを押し下げる要因となる可能性があるが、債券と比較しても、株式は依然として長期的に魅力的な潜在力があると考えている。収益見通しに大きなばらつきが見られ、不透明感が漂っている世界では、投資家は景気回復後やポスト・コロナの環境に適した銘柄を幅広い分野から慎重に選択することによって優れたパフォーマンスを達成することができるとABは考える。

## 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

<https://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。特定の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3.3%(税抜3.0%)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2.068%(税抜1.880%)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、元金及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。