



株式市場の調整で高クオリティ銘柄への注目度アップ



2022年1月31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

米国を中心に割高なテクノロジー株が売られ、株式投資家にとって厳しい年明けとなった。この株式市場の調整は不安材料ではあるが、クオリティが高く、持続可能な事業を有する企業が際立つことにつながり、より健全な回復への道を開く可能性があると考えられる。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では考える。

2021年末に過去最高水準の上昇を遂げたS&P 500指数は、2022年1月26日までに8.7%下落した。ハイテク株の比率が高いナスダックは13.4%暴落した。欧州株と日本株の下落幅はそれよりは小さく、新興国株式は比較的底堅く推移して1.6%の下落にとどまった。バリュー株は、米国をはじめ世界的にグロース株よりも良好なパフォーマンスを示している。MSCIワールド・バリュー指数は1月26日までに現地通貨建てで2.4%下落したのに対し、MSCIワールド・グロース指数は12.9%下落した。(特に記載のない限りすべて米ドルベース)

市場の急激な下落は常に不安をもたらすものであり、投資家は株式の配分に疑問を持つかもしれない。しかし、調整局面というのはよくあることで、ほとんどの年は、市場が年内に急落した場合でも、S&P 500指数はプラスのリターンを記録している(次ページの図表1)。ボラティリティが生じた場合、何が不確実性を高めているのかを把握し、市場が落ち着いた際に回復の可能性を最大限に活かすにはどのようなポジションを取ればよいかを理解することが重要だ。

何が不確実性を高めているのか？

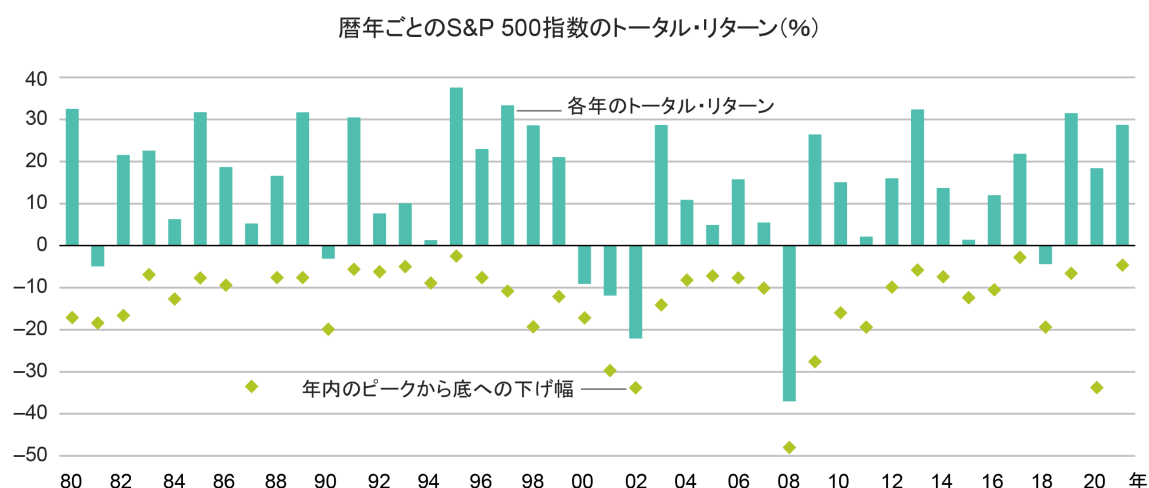
2022年明け、投資家は見通しの厳しい環境に直面した。マクロ経済の成長見通しは堅実に見えたが、2021年に比べて成長ペースは鈍化すると広く予想されていた。同様に、収益の伸びも、経済や企業が2020年のパンデミックによる急激な景気後退から回復していた

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](#)。

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、2022年1月27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、見通し、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】 株価は通常、年内に調整局面があった場合も年間で見ると上昇している



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。
2021年12月31日現在
出所:ブルームバーグ、モーニングスター、S&P、AB

2021年よりも緩やかなペースで続くとおおむね予想されていた。

金融政策の変更も視野に入っていた。米国連邦準備制度理事会(FRB)は、すでに利上げと量的緩和策の縮小の意向を示していた。このような環境下では、成長株全般、特にバリュエーションが非常に高い高成長株が圧力を受けるのは当然のことだ。金利上昇は、キャッシュフローがバリュー株よりも将来に発生する傾向のある成長株のバリュエーションを過度に圧迫する傾向がある。

不確実性が高い年になることは予想していたが(以前の記事『[株式市場の見通し～2022年もサプライズに備えよう～](#)』ご参照)、下落の速さ、強さ、幅広さには目を見張るものがある。では、不確実性が高いことがわかってきたにもかかわらず、なぜ株式はこれほどまでに急激に売られたのだろうか？

金融政策と成長への不安

ABの見解では、不確実性の原因は実際には利上げの回数ではない。むしろ、高いインフレ率と不透明な成長見通しという複雑なマクロ経済の状況、特に新型コロナウイルスの混乱が続いていることから、投資家は、FRBや他の中央銀行が微妙な政策のバランス調整をうまく行えないのではないかと懸念している。言い換えれば、中央銀行がインフレへの対処に失敗した場合、国内総生産(GDP)の成長を鈍化させ、経済を不況に導く可能性があるかと懸念しているということだ。2023年に

景気が減速するのか、それとも健全な成長に向かうのかは、政策を正しく理解しているかどうかで決まる。

企業の収益は天秤にかけられている。現在のボラティリティは、マクロ経済や政策への懸念によるものかもしれないが、長期的な株式リターンは、主に収益とキャッシュフローによって左右される。1月26日の米国の不安定な取引は、この緊張感を物語っている。序盤は、マイクロソフトの業績及び業績予想がコンセンサス予想を上回ったことが好感されて株価が上昇した。しかし、FRBの声明がタカ派的な政策転換を示唆し、インフレ状況が悪化した場合には引き締め政策に移行する可能性を示したことから、株価は下落してその日を終えた。

このような綱引き状態は、株式投資家にとって厳しい環境を作り出している。しかし、長期的に見れば、株式は依然として魅力的なリターンを提供する可能性を秘めているとABでは考える。また、短期的には、市場の上下にタイミングを合わせようとするのはリスクの高い戦略であり、ほぼ成功しないと考える。

クオリティ重視の姿勢が重要

現在の市場環境では、強力なファンダメンタルズと妥当なバリュエーションを備えたクオリティが高い株式に焦点を当てるのが重要だとABでは考える。このような株式は、市場が下落しているときにはリスクを軽減するのに役立つ、回復が現実のものとなったときには好調に推移する可能性が高いとみている。

投資家は、株式市場の極端な動きを取り入れるべきではないとABでは考える。割高な高成長株に投資した投資家は、現在の市場の調整ですでに打撃を受けている。しかし、その反対に、割安なバリュエーションと引き換えにクオリティが低い企業に投資を行うことも、間違いであると考えている。過去にも割安だけを基準にした投資が増えることによる「ジャンク・ラリー」が起こったことはあるが、それは金融危機や深刻な不況の後、広範

困にわたる倒産の脅威が後退した後に起こったもので、現在とは全く異なる状況だった。

クオリティが高い株式は、市場が危機に直面している際にも、また長期にわたっても、比較的良好なパフォーマンスを示す傾向がある(図表2)。ABは、クオリティに関する規律は、バリュー株とグロース株のすべてのタイプの株式に適用されるべきだと考えている。どちらの場合も、回復力のあるバランスシート及び質の高いビジネスを有する堅実な企業に注目する。

【図表2】 クオリティが高い株は良い時も悪い時も利益をもたらす

危機	危機の期間	MSCI ワールド 指数のリターン	MSCI ワールド・ クオリティ指数の リターン	MSCI ワールド・ クオリティ指数の 相対リターン	市場下落時の 追従率
ITバブル	2000-2002	-43.1	-36.1	7.1	85
世界金融危機	2007-2009	-52.3	-43.1	9.5	80
新型コロナウイルスの パンデミック	2020	-20.6	-15.8	4.8	76

	期間	MSCI ワールド	MSCI ワールド・ クオリティ指数	市場上昇時の 追従率	市場下落時の 追従率
指数のリターン	1986-2021	8.7	11.5	95	77

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。
MSCI ワールド指数が10%以上下落した局面のデータに基づきます。ITバブルは2000年3月1日から2002年9月30日まで。世界金融危機は2007年10月1日から2009年2月28日まで。新型コロナウイルスのパンデミックは2020年2月1日から2020年3月31日まで。MSCI ワールド指数のリターンは設定日の1986年4月1日から2021年12月31日までのデータに基づきます。市場上昇/下落時の追従率はMSCI ワールド指数を算出上のベンチマークとしたMSCI ワールド・クオリティ指数に基づきます。
2021年12月31日現在
出所:ブルームバーグ、FTSEラッセル、モーニングスター、AB

バリュー株と収益性の高いグロース株のどちらを探すかで異なる特性がある一方で、どちらにも共通する特性もある(次ページの図表3)。例えば、価格決定力はインフレ環境では重要な特性であり、収益性の高い再投資は、企業が将来に向けて戦略的に備えていることを示す良い兆候だ。足元は、過去2年間に収益を膨張させたり圧縮させたりしたゆがみが、ビジネス環境の正常化に伴ってどのように作用するかを理解することも重要だ。

市場の不確実性はすぐには解消されることはなく、インフレ圧力と新型コロナウイルスの混乱の継続が収益に影響を与える可能性がある。金融政策の動向は、マク

ロ経済と市場のセンチメントに影響を与える。また、ロシアによるウクライナ侵攻を巡る脅威などの地政学的問題は、さらなる不安要因となるだろう。

現在のボラティリティは、アクティブ運用を行う運用会社にとって、過度に売られた銘柄を見極める機会となっている。相対的に魅力的なバリュエーションを持つ、クオリティがより高い企業に戦略的に焦点を当てることで、ポートフォリオは、乱気流が緩和され、企業のファンダメンタルズが再び注目されるようになったときに実現するであろう、より強い回復の可能性を捉えることができるかとABでは考える。

【図表3】 リスクが高い環境ではクオリティに集中
低クオリティのバリュー株と割高なグロース株を避ける

現在の環境におけるクオリティ・チェックリスト

特性	クオリティの高いバリュー株	収益性の高いグロース株
高い／安定した利益		✓
強力なフリーキャッシュフロー	✓	
業績の上方修正	✓	✓
価格決定力	✓	✓
収益性の高い再投資	✓	✓
規律の高い資本政策	✓	✓
イノベーション／他にない製品・サービス		✓
持続可能なテーマ		✓
成長力に対し付与されたプレミアムが割高		✗
高コスト体質	✗	✗
高水準の負債	✗	✗

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。
2021年3月31日現在。出所:AB

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。