

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



ユーフォリアからボラティリティへ： 不確実な世界でレジリエンスを 高める



Chris Hughes

ポートフォリオ・マネジャー、計量株式戦略
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

「それは最高の時代であり、最悪の時代であり、知恵の時代であり、愚かな時代であり、信念の時代であり、信じられない時代であり、光の季節であり、闇の季節であり、希望の春であり、絶望の冬であり、私たちの前にはすべてがあった…」チャールズ・ディケンズ（英国の小説家）

上記のチャールズ・ディケンズの有名な引用は、現在の投資環境を表す強力なメタファー（隠喩）となっています。つまり対照性と二面性の本質を捉え、投資家が今日直面している課題（不確実性）と機会（投資機会）を映し出しているのです。本稿では、ディケンズの刺激的な言葉からインスピレーションを得ながら、市場のボラティリティの見通しと、不確実性の中で投資家がレジリエンス（強じん性）を見出す方法について掘り下げていきます。

集中リスク

2023年前半は、米国大手地方銀行の数行の破綻や、160年超の歴史を持つスイスの老舗銀行クレディ・スイスが長年のライバル行に救済されるなど、重要な出来事が相次ぎました。欧州ではインフレが消費者に悪影響を及ぼし始めたため、ドイツ経済は後退局面を迎えました。また英国では、インフレは頑強さをみせただけでなく、高止まりました。



Michael (Xiaochen) Sun

ディレクター、計量株式戦略
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

一方、大西洋を挟んで西側の米国では、債務上限に関する懸念から米国のクレジット・デフォルト・スワップ¹が驚異的な急騰を見せ、それまでのわずか15ベースポイントから175ベースポイントへと急騰しました。

こうした市場混乱が予想されたにもかかわらず、ウォール街の恐怖指数として知られるシカゴオプション取引所（CBOE）のボラティリティ・インデックス（VIX指数）は低下をみせ、2020年2月以来の最低水準にまで低下しましたが、その後やや上昇しました。さらに、6月中旬にかけて米国株は1年以上ぶりの高値をつけ、激動する市場環境の中で楽観的な見方が垣間見えるようになりました。

しかし、今年（2023年）のこれまでの上昇は、市場の幅が広がらない中で起きたものであり、市場内での広範な上昇を欠いています。その代わり、主に人工知能（AI）関連銘柄の上昇によるユーフォリア（陶酔感）が広がっています。これらの銘柄の上昇は、必ずしも景気回復の見通しに影響されたわけではなく、むしろAI革命から期待される潜在的利益に影響されるため、かなり狭い範囲での限定的な動きとなっています。市場全体ではなくAI関連の一部の有力銘柄が大きく上昇したため、結果として『時価総額加重平均型』指数が『均等加重平均型』指数を上回るパフォーマンスとなったことは、図表1からも明らかです。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

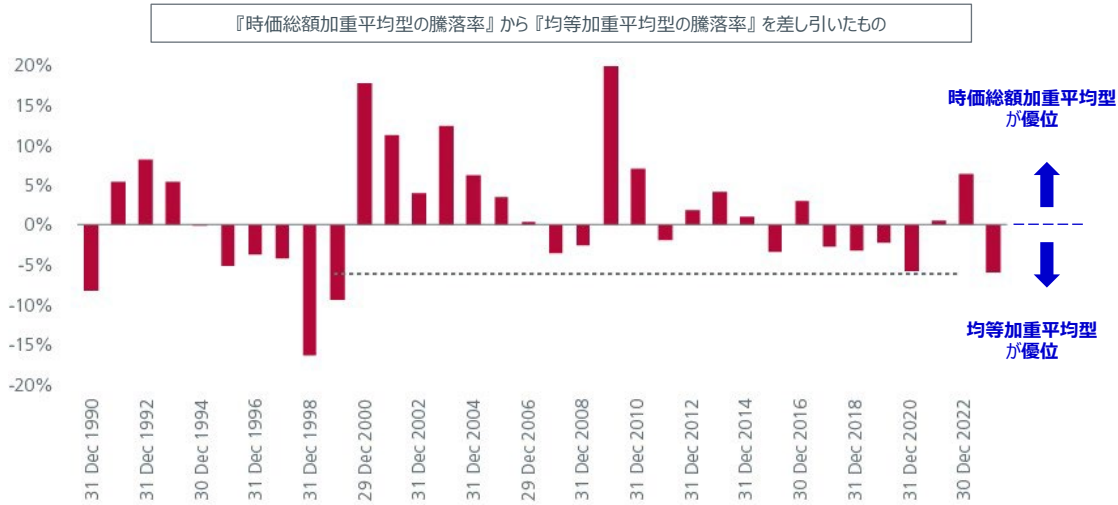
※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379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

231005 (01)

図表 1: S&P500指数(『均等加重平均型』vs『時価総額加重平均型』)の騰落率



出所：Refinitiv Eikon、S&P Global のデータ(2023年6月時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

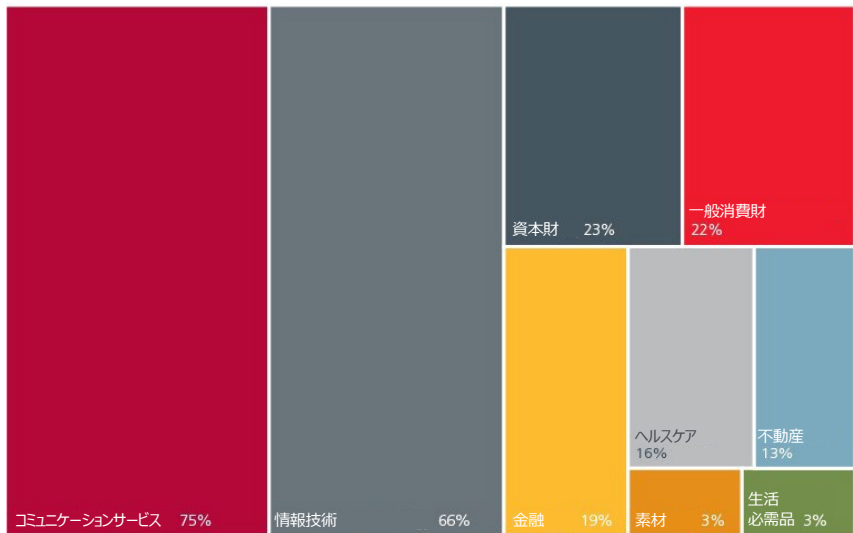
このことは、いくつかの重要な意味を持ちます。主に、特に情報技術、コミュニケーションサービスの両セクターでセクター・バイアスとスタイル・バイアスが生じているのです。興味深いことに、S&P500指数の構成企業の決算説明会(2023年第1四半期)の記録を検証してみると、ほぼすべてのセクターのパフォーマンスが『AI』の言及の影響を受けているのです。

図表2は、2023年第1四半期の決算説明会で企業が『AI』というキーワードを言及したかをセクター別に測定しその割合を示したものです。

予想通り、メディア・通信株、ハイテク株、オンライン小売業株など、つまり情報技術、コミュニケーションサービスの両セクターが高い割合を示していることが明らかとなりました。年初来の各セクターのリターン分布を比較すると、成績上位のセクターと『AI』の言及の間には明確な正の相関があり、これは“偏った勝ち組セクター”の存在を浮き彫りにしています。

『AI』の言及が限定的なセクターのパフォーマンスは、今年は不調で、中にはマイナスを記録したセクターもあります。さらに、『AI』の言及はサイズやモメンタムといったスタイル・ファクターにも相応の影響を及ぼしています。

図表 2: 決算説明会(2023年第1四半期)で『AI』に言及した企業の割合(セクター別)



出所：FactSetのEarnings Insightレポートのデータ(2023年6月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

invested in insights.

さらに、こうした限られたメガキャップ(超大型)銘柄が市場を席巻する傾向は、株式市場の**集中リスク**を著しく増幅させており、**その特性**から、現在では市場全体のリスク水準が一段と高まっています。

市場の集中度を定量化し測定するには、『有効構成銘柄数』という指標を活用することができます。この指標は、株価指数内における特定銘柄の集中度を単純に測るもので、『1』(単一銘柄への完全な集中を示す)以上から『N』(指数構成銘柄の総数を示す)以下までの数値で示されます。この数値が小さいほど、当該指数内における特定銘柄の集中度が高いことを示します。この指標を計算するためには『ハーフィンダール・ハーシュマン指数(HHI)』²の逆数をとります。HHIは、広く使われている経済指標で、特定の業界内での市場占有率が高い独占的な企業を特定するためによく使われています。

図表3が示すように、S&P500指数のような包括的な市場指数を対象に調べると、有効構成銘柄数の長期平均は120程度です。しかし、2018年3月以降、この水準を下回り減少しており、集中度が高い状況が続いています。2023年6月には、有効構成銘柄数はわずか60社という空前の低水準に達しました。この水準は、2000年前後のドットコムバブル期に記録されたパンデミック前の最低水準である96銘柄を大幅に下回っており、分散投資のレベルが低下していることを浮き彫りにし、集中リスクを注意深く評価することの重要性を明確に示しています。

過大なバリュエーション水準

時価総額加重平均型のS&P500指数全体の予想株価収益率(PER)が19倍程度であるのに対し、ナスダック100指数のPERは図表4に示すように25倍を超えています。更に興味深いことに、S&P500指数の時価総額上位10銘柄の平均PERは32倍で、エヌビディアのようなAI銘柄の一部は今年6月中旬に84倍という驚異的な水準に達しました³。このようなバリュエーションは低金利という市場環境に大きく依存しており、低金利はこれらの企業の将来の収益価値を増幅させ、投資家を魅了する傾向があり、このような状況はリスクをもたらします。

米連邦準備制度理事会(FRB)が政策金利の引き上げを長期にわたって維持することを選択した場合、株価指数は金利変動の影響を受けやすくなり、多くの投資家の予想を上回るボラティリティの上昇を招く可能性があります。実際、パウエルFRB議長は2023年6月21日、米連邦議会の下院金融サービス委員会で、今年中にさらに2回の利上げを行うことが適切であるとの考えを示唆しました。さらに、米国内ではインフレ圧力が依然として高止まりしており、インフレ率をFRBが目標とする2%の水準まで引き下げるには、まだかなりの道のりがあります。

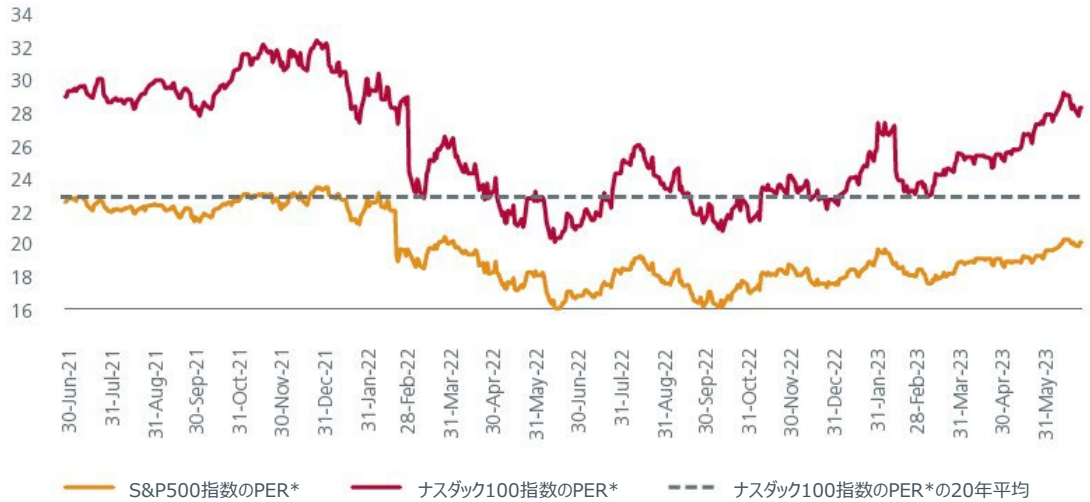
図表 3: 有効構成銘柄数*は過去最低水準



出所：Bloomberg、S&P Dow Jones Indices のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

*インデックスが特定の銘柄に大きく偏って構成されているかの集中度を測る指標。

図表 4: AIブームがけん引するバリュエーションの拡大



出所：Bloomberg、S&P Dow Jones Indices、NASDAQ のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。
*BEst P/E を使用。

業績リセッション

AIは特定の個別銘柄の成長に貢献するかもしれませんが、企業全体の循環的収益トレンドの軌道をけん引するには不十分かもしれません。私たちは長期投資家として、“AIだけで企業業績の大幅な回復がけん引される”という期待が生み出す限界と潜在的リスクを考慮すべきです。さらに、米国の労働市場の底堅さを示す直近の経済データは、いくつかの不確実性を浮き彫りにしています。

2023年7月時点の雇用者数の伸びは2ヵ月連続で予測を下回っていました。これは、労働市場の逼迫度が徐々に低下し、米経済がソフトランディング(軟着陸)に向かっていることを示しているのかもしれませんが、しかし、失業率と賃金の伸びは共に予想より強いことが判明しました。このことは、FRBがまだより積極的な金融引き締めスタンスを取る必要があることを示唆しています。政策決定者は現在、経済データの発表に非常に敏感であることを考えると、経済の健全性に関する小さな情報でも、市場に大きな反応を引き起こす可能性があります。英フィナンシャルタイムズ紙は、ソフトランディングはランディング(景気減速)であることには変わりなく、経済にマイナスの影響を及ぼす可能性がある、と指摘しています。

S&P500指数の最近の上昇をけん引したグロース株は、景気が減速すると影響を受ける可能性が高いと言えます。これまで企業は、投入コストの低下にもかかわらず、インフレを背景に販売価格を引き上げ、その水準を維持することによって利益を得ることができました。

しかし、インフレが後退するにつれ、企業は価格決定力を徐々に失い、利益率の維持は困難になる可能性があります。

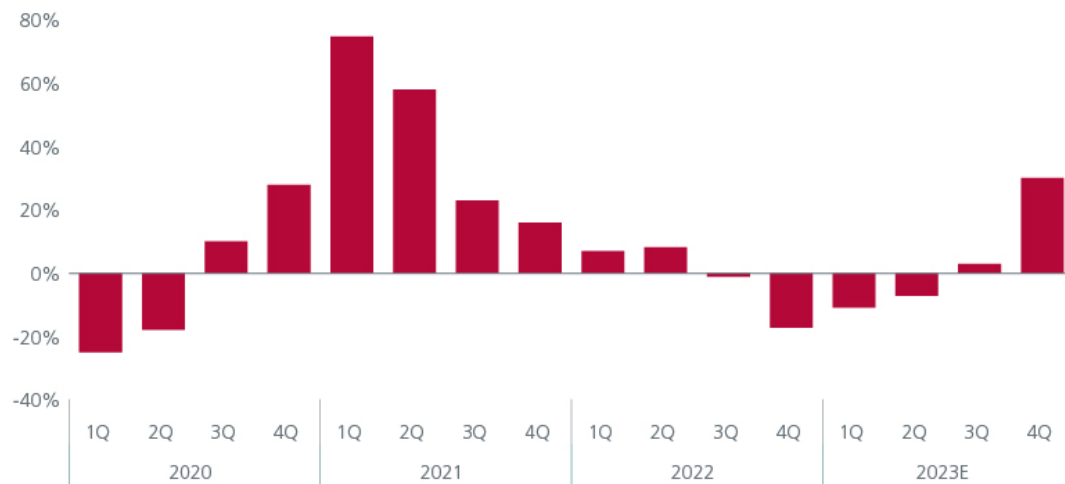
このシナリオは、個人消費が減速した場合、いっそう厳しいものとなります。個人消費の影響を受ける企業、特に個人消費と個人所得に大きく依存する企業は、こうした市場環境下で影響を受けずにいられる可能性は低いことでしょう。さらに、FRBの利上げが経済に与える影響と、金融情勢へのまだ見ぬ影響が、企業利益の脆弱性を一層高めています。

S&P500指数の構成企業の第2四半期の業績については、これまでのところ前年同期比で5.2%の減益(8月4日時点)となっており⁴、2020年以降で最も厳しい業績となりました。S&P500指数の全ての構成企業がまだ第2四半期決算発表を終えていませんが、もし同四半期の業績が“5.2%の減益”になった場合は、前年同期比で2020年第3四半期(-5.7%)以来の大幅減益となります。また、同指数の構成企業が前年同期比で減益を記録するのは3四半期連続となります。

米国が差し迫った企業業績の悪化に直面する一方で、アジア太平洋地域はこうした動きとは乖離しており、世界的なサプライチェーン分散化という極めて重要なテーマの恩恵を受け、図表5に示されるように、アジアでは強じんな経済成長見通しが明らかになっています。

invested in insights.

図表 5: MSCI ACアジア太平洋(除く日本)指数の1株当たり利益(EPS)成長率(前年同期比)



出所：Bloomberg、FactSet、MSCI、Goldman Sachs Global Investment Research のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

レジリエンス(強じん性)が鍵

結論として、現在の投資環境においてはダウンサイド・プロテクション(下落時の下振れ抑制)とレジリエンス(強じん性)の重要性を認識することは極めて重要です。チャールズ・ディケンズの痛烈な名言は、市場の二面性を表す比喻としてふさわしく、不確実性と投資機会の本質を捉えています。大型株やモメンタム株への集中投資が市場を席巻する中においても、分散投資はポートフォリオ・パフォーマンスの一貫性を達成する上で極めて重要な要素であることに変わりはありません。伝説の投資家ウォーレン・バフェットでさえ、日本の商社株をポートフォリオに加えることで、分散投資の価値を認めているのです。

さまざまな市場で分散投資を実現するには、いくつかのアプローチがあります。先進国市場のグロース株投資を分散させるために、投資家はアジア市場でのグロース株投資の機会開拓を検討しても良いでしょう。世界経済の回復はそのペースは鈍いかもしれませんが、地域間でのペース格差は投資見通しを決定する上で重要な役割を果たすことでしょう。特にアジアは、米国、英国、欧州に比べると、力強い成長、低いインフレ、緩和的な金融政策が予想されています。

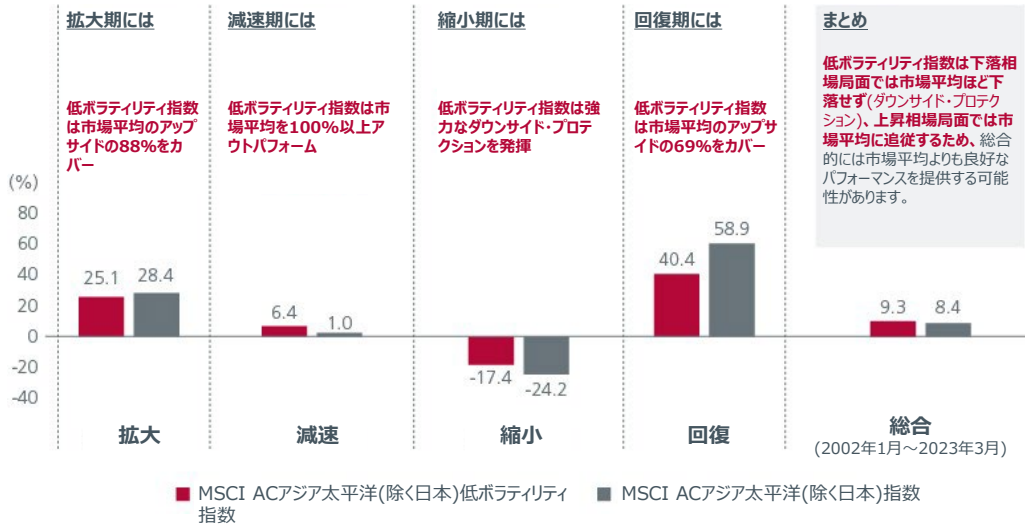
高成長でボラティリティの高いテクノロジー企業への投資からの分散を図る場合、投資家は、潜在的なダウンサイド・プロテクションの役割を果たす**ディフェンシブ銘柄**に目を向け活用することができるでしょう。

全市場サイクルにおいて、**低ボラティリティ**と**低相関**の銘柄(例:MSCI ACアジア太平洋(除く日本)低ボラティリティ指数)は、より広範な市場全体(例:MSCI ACアジア太平洋(除く日本)指数)と同等のリターンを提供する傾向にあります。図表6が示すように、下落相場局面では市場平均ほど下落せず(ダウンサイド・プロテクション)、上昇相場局面では市場平均に追従するため、総合的には市場平均よりも良好なパフォーマンスを提供する可能性があります。

さらに、安定的な配当収入は、トータル・リターンに大きく貢献します。株価が下落する局面では、利回りの高い安定的な配当を出す銘柄が大きなダウンサイド・プロテクションとなります。特に借入金利が高いときには、多くの企業の収益性はマイナスの影響を受け株価低迷につながりやすく、投資家は将来的な株価上昇(キャピタルゲイン)だけに頼るのではなく、直近のより確実な収入益を選好するため、配当収入(インカムゲイン)は魅力的なものとなります。

市場サイクルを通じて、過度な楽観主義が広まる上昇相場局面ではバリュエーション水準の高まりを招き、最終的に調整と価格下落圧力につながる可能性があります。逆に、下落相場局面では、過度な悲観論がバリュエーション水準を押し下げ、結果としてその後の価格回復に向けた投資機会となり得ます。

図表 6: 低ボラティリティ指数は上昇相場局面への“追従”と下落相場局面の“下振れ抑制”を発揮



出所：Bloomberg、OECD のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。期間は2002年1月～2023年3月。

投資家が中央銀行のバランスシート縮小とインフレ対策のための金融引き締め政策の見通しに直面する中、ディフェンシブ戦略とアセット・アロケーションにおけるその役割を検討することが不可欠となります。ダウンサイド・プロテクションとレジリエンスを重視することで、投資家は市場の難局を乗り切り、進化する投資環境からもたらされる機会を活用することができるでしょう。

(データ出所)

- 米1年物クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)のスプレッド <https://www.reuters.com/markets/us/us-credit-default-swaps-flash-default-warning-speculators-rush-2023-05-25/>
- ハーフィンゲル・ハーシュマン指数(HHI)とは、ある分野の寡占度合いや競争状態を計測するための指標。業界内全企業の市場占有率(%)を2乗して算出。数値の最大値は市場占有率100%の2乗の10,000(完全独占)で、同数値に近づくほどその市場が独占されている状態であると判断されます。
- Refinitiv のデータ(2023年6月14日)
- FactSet のデータ(2023年8月4日) https://advantage.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_080423.pdf

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。