



エコノミスト・ストラテジストレポート

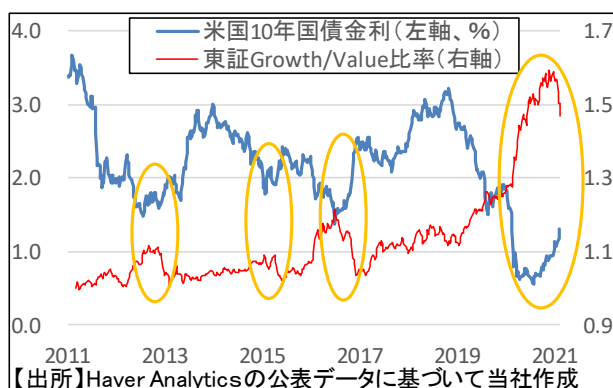
金融相場から業績相場への移行と金利上昇

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

株式相場は、景気と金利の関係性から①金融相場、②業績相場、③逆金融相場、④逆業績相場の4つの局面をきれいに順番通りに循環することが知られている(注1)。①金融相場は昨年の相場で、企業業績は減益ながら金融緩和による景気回復期待から株価が大幅に株価収益率(PER)主導で上昇する局面だ。「不景気の株高」とも呼ばれる。順当に行けば次は、金融政策が緩和から中立に向かうものの、企業業績が回復することで、株価が緩やかに上昇する業績相場に移行する。イメージ的には今年の日米のコンセンサスに近い。企業収益の40-50%の増益に対し株価は10-15%程度の上昇だ。増益率と株価上昇率の差分は株価収益率(PER)の低下となりバブルの懸念は緩和される。

金融相場から業績相場への移行は、選好されるセクターの変化を伴う。景気回復を背景に金利が下げ止まりから上昇に移行するので、投資家が選好するのは、金利低下の恩恵を受ける金利敏感セクターから、景気回復の恩恵を受ける景気敏感セクターへとシフトする。大まかに言うとグロース株からバリュー株へのシフトだ。このシフトは循環物色と呼ばれ、深みという観点で健全な市場の1つのバロメーターとされる。2000年のITバブルは、この循環物色が小規模で市場の深みがなかったことが災いしたと考えられている。

今回は、このシフトがやや大掛かりな調整を伴う可能性が高くなっている。米ナスダックに代表される成長株がコロナ禍で恩恵を受けて大きく上昇した一方、バリュー株はコロナ禍で打撃を受けて大きく下落したからだ。いわば通常の景気循環による循環物色に、コロナ禍終息により恩恵を受けたITセクターから打撃を受けたオールドエコノミーのセクターへのシフトが上乗せされるのだ。



これを左のグラフで確認しよう。昨年はコロナ禍を受けて赤線のグロース/バリュー比率は大きく上昇した。そして、日米の景気循環は連動するので米国金利で見ると、青線の米国金利の上昇局面では赤線のグロース/バリュー比率は低下する。今回を含めて2011年以降4回発生した。今回の調整は12月上旬に始まったので既に12週が経過した。とはいえ過去3回は、上昇する前の水準にまで低下しているため、調整の余地(赤線の低下余地)はやや大きく残っている可能性がある。

グロース株は定義の通り配当性向を低く抑えて企業の成長に回す。一方、成熟産業に多いバリュー株は、高い成長余地はないため配当性向を高める。従って、グロース/バリュー比率は常に右肩上がりになる。特に今回は、コロナ禍で否が応でも一気に普及したオンライン会議、教育、医療、商談、など第四次産業革命で期待された状況が一気に現出したので、グロース/バリュー比率はある程度は高い水準で下げ止まる可能性がある。逆に言うと、高止まりすることが第四次産業革命に成功したことの証左になる。

米国では、GAFAM などグロース銘柄に集中投資した個人投資家が、最近の株価の調整で深手を負ったようだ。納税申告の時期でもありタイミングは悪い。しかし、この循環物色は景気循環と共に常に現れる。過度に悲観することなく、第四次産業革命の進展とともに、グロース/バリュー比率がどこで下げ止まるかをウォッチするのが得策だろう。

以上

(注1) 詳細は「経済史家に学ぶバブルの見極め方」 https://www.resona-am.co.jp/oshirase/2021/pdf/210222_m.pdf

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、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。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。