

非米国株式が市場のけん引力を 取り戻すかもしれない理由

執筆者



Robert M. Almeida
ポートフォリオ・マネジャー
兼グローバル・インベストメント・
ストラテジスト

概要

- 相関関係は因果関係ではありません。
- 流動性は時価総額には比例しません。
- ボラティリティとは、市場の前提が変わることです。

非米国株式が今後数年間で米国株式をアウトパフォームする可能性が高いと述べると、2つの点から反論を受けます。1つは米国経済の例外的な強さ、もう1つは米国のパッシブ運用戦略への膨大な資金流入です。米国経済の例外的な強さは持続しようと考えますが、パッシブ運用戦略への資金流入については持続可能ではないと考えます。さらに重要なのは、投資家がファンダメンタルズよりもテクニカル要因を重視している可能性があることです。

相関関係は因果関係ではない

米国は他の国々を上回るペースで成長しています。1月に執筆したレポート、「米国例外主義をけん引する新たな資本サイクル」で、長年待ち望まれていた米国の有形固定資産投資が増加しつつあることを取り上げました。多くの先進国市場の成長見通しが力強さを欠く中で、この支出が米国の経済活動、貨幣の流通速度、物価上昇圧力の原動力となっています。

そのため、先進国市場の成長見通しが米国に劣後するかもしれないとの見方に異論はない一方で、国内総生産（GDP）と株式市場リターンは別物である、ということ認識しておくことが重要です。GDPは資本の流れを表したものです。過去どこにどれだけの資本が配分されたかを数値化したものであり、株主の富を表すものではありません。GDPは重要な指標であり、その方向性は往々にして株式リターンと正の相関にあります。相関関係は因果関係ではありません。先進国市場を上回る経済成長に惹かれてこの20年エマージング株式投資を行ってきた投資家などは、この苦い教訓を体感してきました。

株価は、国内外で予想される将来の利益の発生確率を考慮した現在価値に、不動産、工場、設備、知的財産などの資産の清算価値を加味したものの表れです。したがって、株価リターンに影響を与えるのはバリュエーション、つまり投資家が将来の利益を得るために今支払う対価です。これについては後ほど詳しく触れます。



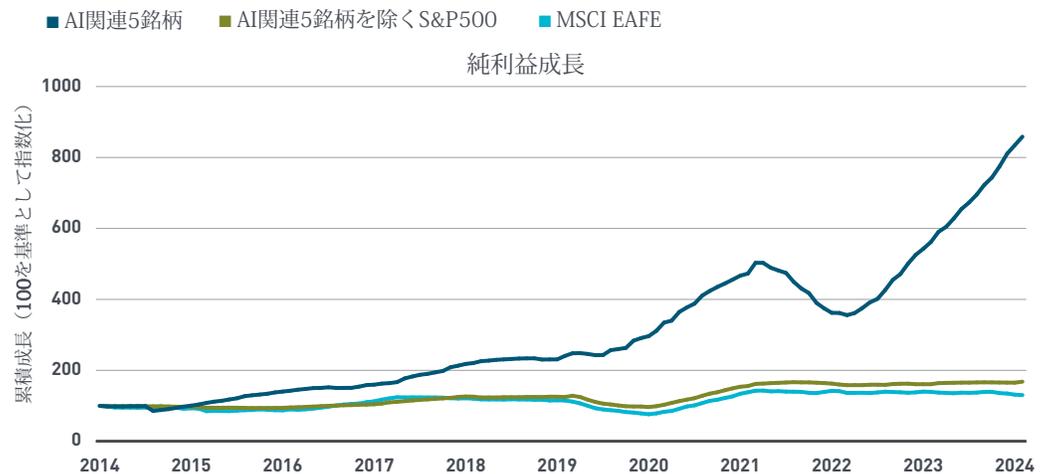
流動性は時価総額に比例しない

2000年代初頭にインターネット2.0が始まり、テクノロジーは、限定的なインタラクティブによる簡素なウェブサイトから、最先端のソフトウェアとクラウドコンピューティングを駆使したさらにダイナミックなアプリケーションへと移行しました。過去と同様、イノベーションの経済的利益は、莫大な利益を獲得した少数の企業に集中しました。2010年代半ばから後半にかけて、こうした企業が生み出したネットワーク効果により勝者総取りのダイナミクスが生まれ、米国への利益集中、ひいてはベンチマークの集中につながりました。

人工知能が登場すると、以前と同様、利益集中への期待が投資家の間で急上昇しました（図表1を参照）。

非米国株式が米国株式をアウトパフォームするかもしれないと考える上で、これは重要な意味を持つのでしょうか。答えはイエスです。極めて重要だと考えます。

図表1：過去10年間の利益成長（AI関連5銘柄、同5銘柄を除くS&P 500、MSCI EAFE、累積値）



出所：FactSet Portfolio Analysis。2014年12月31日～2025年1月31日の月次データ。AI関連5銘柄はAmazon、Alphabet、Meta、Microsoft、NVIDIAを指す。同銘柄を除くS&P500 = S&P500からAI関連5銘柄を除いたもの。純利益は過去12カ月の値。上記の情報および個別銘柄は、投資助言、銘柄推奨あるいはその他MFSのいずれかの運用商品のトレーディング意図を表明するものとして依拠すべきではありません。

緑色の線はAI関連5銘柄を除いたS&P500、薄青色の線はMSCI EAFE Indexの純利益成長を示しています。米国の利益成長はMSCI EAFEを上回っていますが、バリュエーションには大きな格差があります（図表2を参照）。その理由の1つは、流動性は時価総額に比例しないためだと考えます。



図表2：流動性の欠乏が米国株式と非米国株式のバリュエーション格差を助長



出所：FactSet、FactSet Portfolio Analysis。2014年12月31日～2025年1月31日の月次データ。AI関連5銘柄はAmazon、Alphabet、Meta、Microsoft、NVIDIAを指す。同銘柄を除くS&P500 = S&P500からAI関連5銘柄を除いたもの。予想PERは今後12カ月の予想値に基づく。AI5を除くS&P500のPERは加重調和平均で計算。
上記の情報および個別銘柄は、投資助言、銘柄推奨あるいはその他MFSのいずれかの運用商品のトレーディング意図を表明するものとして依拠すべきではありません。

パッシブ運用を通じて株式市場に流入する資金が流動性の高い銘柄、特に時価総額の超大型銘柄に逐一与える影響はごくわずかですが、S&P構成銘柄の残りの相対的に流動性の低い495銘柄に及ぼす影響は無視できません。旺盛な需要を受け、価格弾力性が高まっているためです。

経済学の基礎で学んだように、需要が供給を上回ると調整メカニズムが働き、価格が上昇します。家計レベルでいうと、新型コロナ禍のロックダウン初期にトイレットペーパーなどの価格が値上がりしたのも、このメカニズムによるものです。それと似たようなことが株式市場でも起き、パッシブ運用の過剰な需要が流動性を圧迫したのです。

ここで、米国のパッシブ運用への資金流入を止める、または反転させるものは何なのかという疑問が浮かびます。歴史によると、その答えはインデックス時価総額上位企業に対する期待リターンの変化です。

ボラティリティとは市場の前提が変わること

インターネット2.0ではネットワーク効果により利益の大半が一握りの企業に集中しましたが、DeepSeekの登場により、基盤モデルは規模の経済が働く寡占的企業よりも、むしろコモディティ生産者に近いことが示されました。S&P500、特にAI関連5銘柄にとってリスクとなるのは、市場がこの事実を認識し、それに応じた株価の調整が生じることです。



同時に、テクノロジーは経済のボトルネックを解消し、経済価値の源泉をシフトさせることで、歴史を通じて概ねデフレ効果を及ぼしてきました。例えば、印刷機の普及に伴い情報の幅広い普及が促され、時間のかかる手書きの文書から、大量生産の書籍や新聞などの新たな大規模市場へと経済価値がシフトしました。そしてもちろん、この30年間はインターネットが経済価値を再びシフトさせています。

これは、AIについて考える際にも重要です。なぜなら、コモディティ化するか否かに関わらず、創造と具体化のハードルを取り除き、莫大な収益の源泉をシフトさせる可能性があるからです。収益源泉のシフトは、そのシェアを奪われる企業と獲得する企業の将来の株価パフォーマンスに大きな影響を与えます。獲得する側では、データベースやアプリケーションを提供する企業など、一部のソフトウェア企業やソリューションプロバイダーにすでにその兆候が表れています。また、顧客のワークフローを改善し、B2Bプロセスの統合を深め、ユーザーエクスペリエンスを拡大・向上させるAI機能を提供する企業に市場の注目が集まっています。

結論

歴史に倣い、一握りの新たな市場リーダーが利益の大半を獲得する可能性は高いでしょう。株式市場は、独占とは言わないまでも、少数企業による寡占状態にあります。利益見通しが低下し、基盤とするモデルは相違点より類似点が多いことが判明し懸念が増しているにもかかわらずです。つまり、テクノロジーが与えるものはすぐに失われるものであり、これまでの前提が誤りであることが判明すれば、市場に混乱が生じる可能性があります。

上述した今後の展開を市場が織り込み始めると、パフォーマンスのけん引役は過去10年から一変し、パッシブ運用から、寡占的地位を失う銘柄をアンダーウェイトしているマネジャーに移る可能性があります。

また、その副次効果として、投資家はいつものように、過去のこのような移行期を上手く乗り切ってきた戦略へと移行、つまりパッシブ運用からアクティブ運用へと移行することになるでしょう。その結果、パッシブ運用の体系的な売買方針が流動性の低いベンチマーク銘柄に下方圧力をかけ、上昇基調が覆されると考えられます。これにより、前述のバリュエーション格差は解消され、非米国株式のアウトパフォーマンスを後押しするでしょう。▲

「Standard & Poor's®」およびS&P「S&P®」はStandard & Poor's Financial Services LLC（以下、「S&P」といいます）の登録商標であり、Dow JonesはDow Jones Trademark Holdings LLC（以下、「Dow Jones」といいます）の登録商標です。S&P Dow Jones Indices LLCはこれら登録商標の使用許諾を受け、MFSは特定の目的のためにサブライセンスを受けています。S&P 500®はS&P Dow Jones Indices LLCの商品であり、MFSはこの使用許諾を受けています。MFSの商品は、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、またはそれぞれの関連会社によって出資、保証、販売、または販売促進されておらず、また、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、それぞれの関連会社は、かかる商品への投資の妥当性についていかなる表明も行っておりません。

インデックスデータ出所：MSCI。MSCIは、当レポートに含まれるMSCIデータに関して、明示または非明示を問わずいかなる保証も行っており、責任を一切負わないものとします。MSCIデータは、他の指数や有価証券、金融商品のために再利用することは出来ません。当レポートはMSCIによって承認、審査または作成されたものではありません。指数に直接投資することはできません。

当レポートの中の意見は執筆者個人のものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS® およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー（MFS）および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFSおよび当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第312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