

# マクロ見通し 2020年第2四半期

FISHER INVESTMENTS JAPAN™

# 目次

市場見通し	3
現在の市場トピック	12
先進国市場	30
新興国市場	37
セクターに対する見解	42

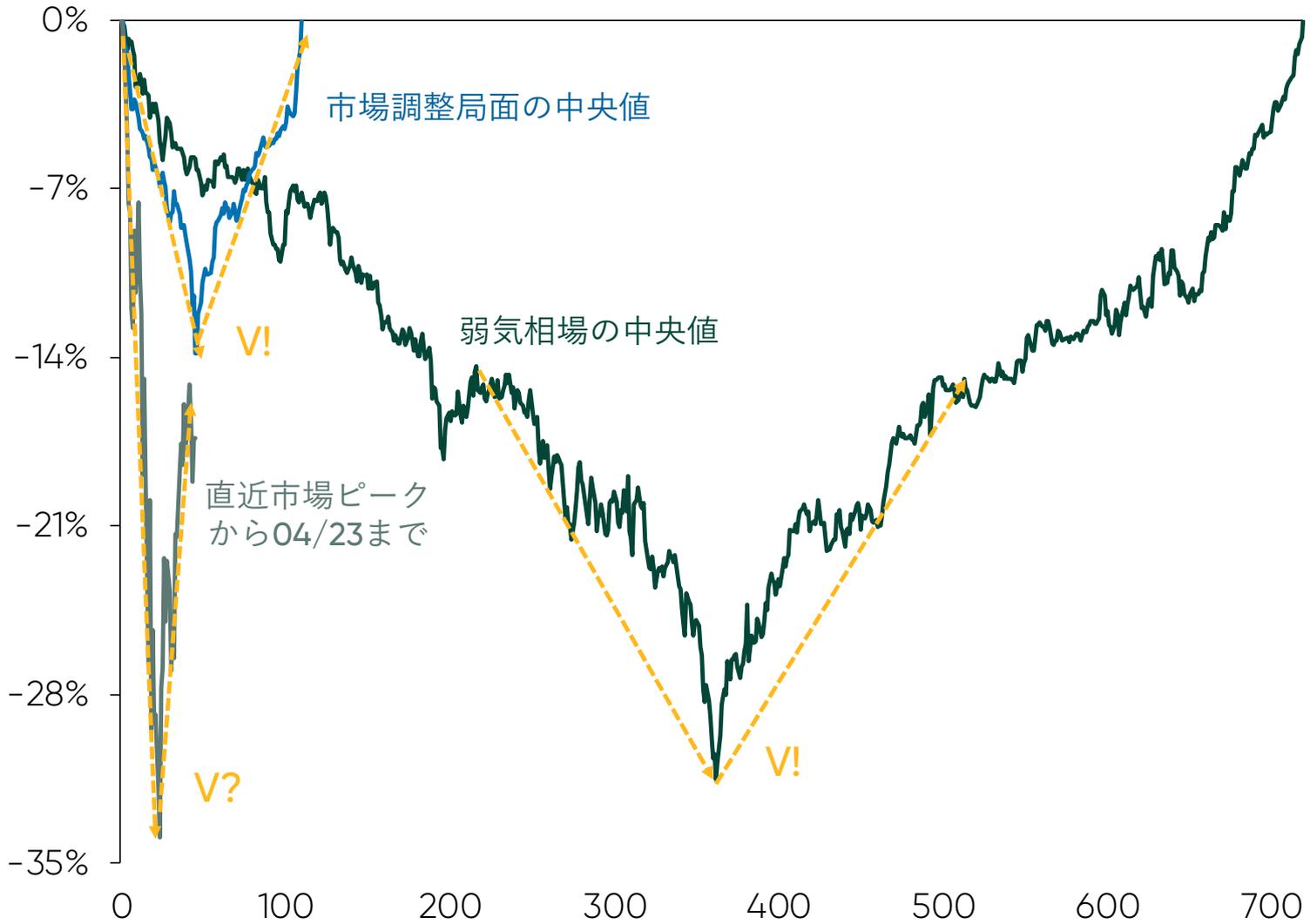
# 市場見通し

- 今回の歴史的な株価下落速度は、各種企業や機関が過去に例を見ないほどの速さで組織的に反応していることによる経済的影響と不透明感を反映
- 経済活動停止による影響の規模よりも停止継続期間の方が重要であり、経済収縮が短期間で終われば、それだけその後の回復もより力強いものになると考えられる
- 新型コロナウイルスの終息や各種制限の解除、あるいは経済回復が起きるよりもずっと早い段階で、株価は回復を始めると思われる
- 株価急落の後にはV字回復を見せる傾向
- Fisher Investmentsでは独自に市場見通しの評価・分析を行い、今後もより大型で高い質を持つ成長企業銘柄への選好を継続するか、より小型のシクリカルな企業銘柄へ選好を変更するか決定

# 弱気相場の面もあり、市場調整の面もあり

今回の株価下落は、規模の点では弱気相場と言えますが、下落速度と値動きの激しさの点では市場調整と言えます。これまでのところ、株価の戻りを牽引する銘柄スタイルに大きな変化は見られず、大規模な市場調整局面の色合いがより強いと考えます。

市場ピーク後の累積リターン推移

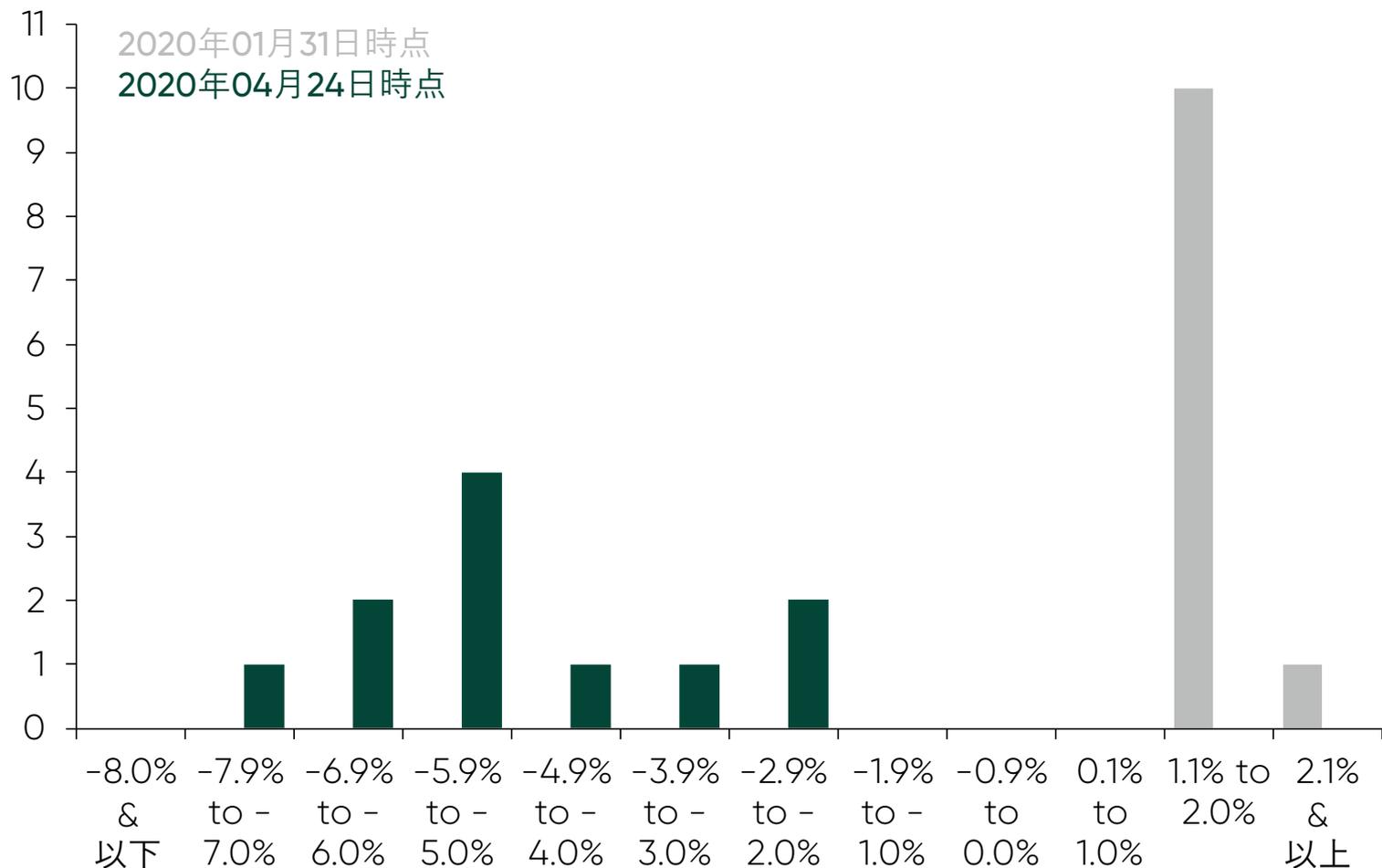


出所: FactSet、2020年4月23日時点。S&P500価格指数の市場調整局面および弱気相場における日次リターン、1937年3月10日～2020年4月23日。

# 不安定な株価に経済の不透明感が加わる

新型コロナウイルス危機以前の経済予測は近い値に集中していました。しかし、現在の予測値は経済の不透明感が非常に大きいことを反映してばらついており、明らかに市場の不安定さの一因になっているようです。

米国2020年GDP予測



出所: Fisher Investments Research、Credit Suisse、Goldman Sachs、JP Morgan、Citigroup、Bank of America、Barclays、Deutsche Bank、UBS、Morgan Stanley、Wells Fargo、2020年04月24日時点。2020年01月31日および2020年04月24日時点の米国2020年実質GDP予測。

# 弱気相場と回復局面

弱気相場が長期にわたるものや深刻なものであっても、その後続く強気相場はさらに長期で力強いものとなる場合が非常に多いです。新たな強気相場の最初の3ヵ月間および12ヵ月間に大きく株価が回復する傾向にもあります。

## S&P 500 強気相場 & 弱気相場

弱気相場の始まり	底入れ	強気相場最高値	弱気相場期間 (月数)	弱気相場累積リターン	強気相場期間 (月数)	強気相場累積リターン	強気相場当初3ヵ月リターン	強気相場当初12ヵ月リターン
09/06/1929	06/01/1932	03/10/1937	33	-86.0%	57	324.0%	92.3%	120.9%
03/10/1937	04/28/1942	05/29/1946	61	-60.0%	49	158.0%	13.5%	53.7%
05/29/1946	06/13/1949	08/02/1956	36	-30.0%	85	267.0%	16.2%	42.0%
08/02/1956	10/22/1957	12/12/1961	15	-22.0%	50	86.0%	5.7%	31.0%
12/12/1961	02/26/1962	02/09/1966	6	-28.0%	43	80.0%	7.3%	32.7%
02/09/1966	10/07/1966	11/29/1968	8	-22.0%	26	48.0%	12.3%	32.9%
11/29/1968	05/26/1970	01/11/1973	18	-36.0%	32	74.0%	17.2%	43.7%
01/11/1973	10/03/1974	11/28/1980	21	-48.0%	74	126.0%	13.5%	38.0%
11/28/1980	08/12/1982	08/25/1987	20	-27.0%	60	229.0%	36.2%	58.3%
08/25/1987	12/04/1987	07/16/1990	3	-34.0%	31	65.0%	19.4%	21.4%
07/16/1990	10/11/1990	03/24/2000	3	-20.0%	113	417.0%	6.7%	29.1%
03/24/2000	10/09/2002	10/09/2007	30	-49.0%	60	101.0%	19.4%	33.7%
10/9/2007	03/09/2009	02/19/2020*	17	-57.0%	131	401.0%	39.3%	68.6%
02/19/2020	03/23/2020*	?	1	-33.9%	?	?	?	?
平均			21	-39.9%	62	182.8%	23.0%	46.6%

出所: Global Financial Data、FactSet、2020年3月23日時点。1929年9月6日～2020年3月23日のS&P500指数価格レベルインデックス。\*2020年2月19日は直近の史上最高値（終値）、2020年3月23日は直近の底値を記録した日。平均には、現在の弱気相場は含まれていない。リターンは配当を含めない。「期間」は1ヵ月を30.5日として算出。

# 世界株式のシナリオ分析

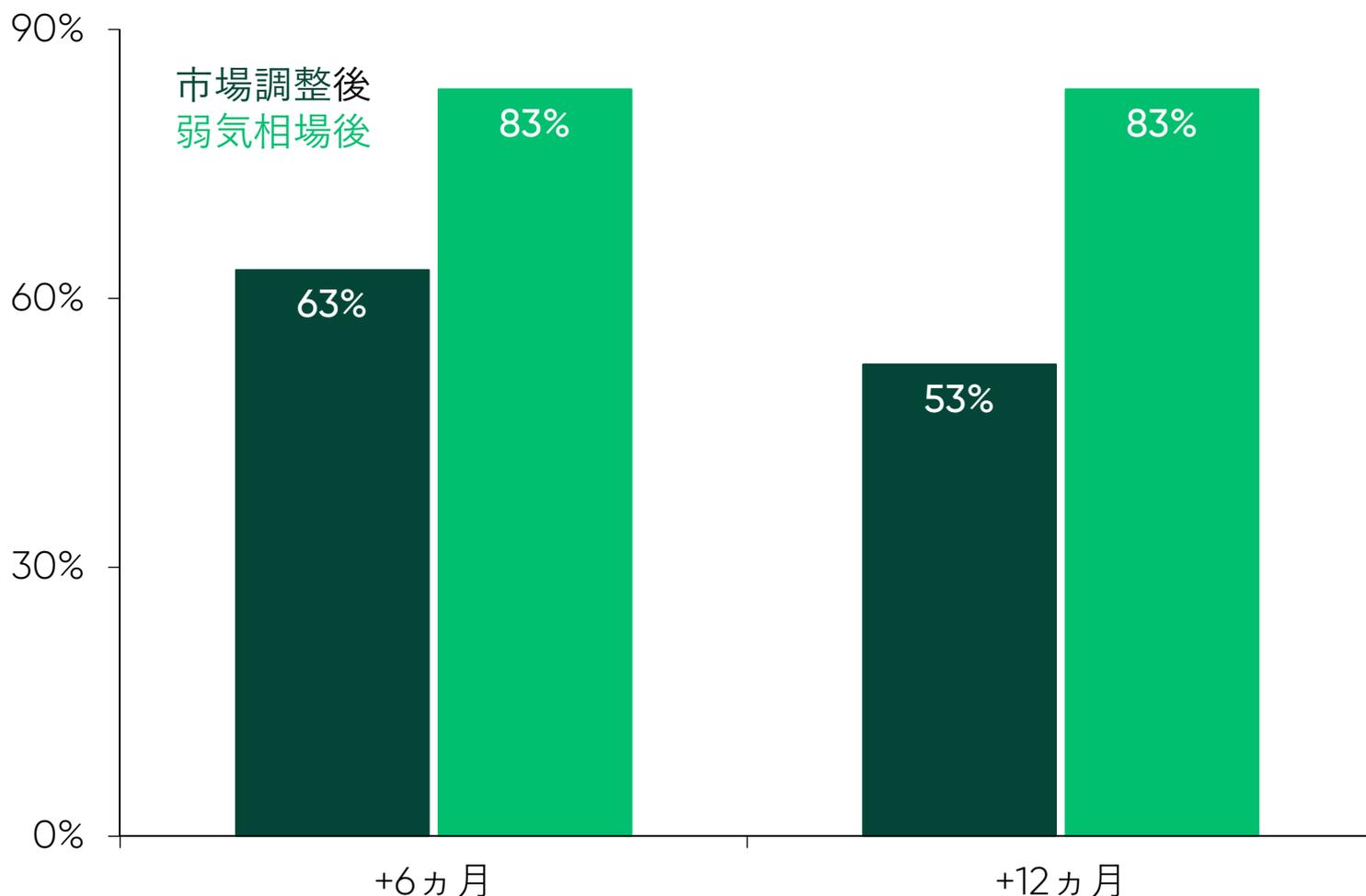
今回の株式市場急落は、弱気相場と見做せるほどの規模となりました。Fisher Investmentsでは、今回の株価下落は弱気相場の特徴（例：規模、景気後退の可能性）を有すると同時に、大規模な市場調整の特徴（スピードや下落に伴うパニック）も有すると考えます。調整局面からの回復は景気後退からの回復とは異なる性質を持ちます。弱気相場後は小型・バリュー寄りのシクリカルな企業が新たに始まる強気相場の序盤をリードする傾向にあります。一方で、市場調整後における規模・スタイルリーダーシップの変化はそれほど一貫はしていない傾向にあります。今後の市場展開には以下3つのシナリオがあると考えており、どれになるかによって適切なポートフォリオのポジショニングも変わるでしょう。

シナリオ	セクターの見方
<p><b>シナリオ1 – 広範囲での活動停止が比較的早期に終わる:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>各種活動は早期に再開</li> <li>大半のマイナス要因は株価に織り込み済み</li> <li>経済の収縮は大規模だが短期間で終わり、力強い回復が続く</li> <li>市場は大規模な市場調整局面のような値動きをし、ポートフォリオの大幅な変更は不要と考えられる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>現行のセクターに対する見方とポジショニングに概ね変更なし</li> <li>成長セクターおよび高い質を持った企業銘柄が近いうちに再び市場を牽引する</li> </ul>
<p><b>シナリオ2 – 活動停止や閉鎖が夏まで続く:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>景気後退はより長期化する可能性があり、株価も短期的には荒い値動きや下落が続くものの、早期に株価に織り込まれると思われる</li> <li>新たな強気相場による回復を見据えてポートフォリオを変更</li> <li>12~18ヵ月後の株価は上昇している</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>数ヵ月後に新たな強気相場サイクルの始まりが近づくにつれて、セクターの見方を変更する可能性あり</li> <li>その際には、より小型のバリュー特性のあるセクター、景気循環セクターや底入れから最も回復が期待できそうな分野へのエクスポージャーが対象候補</li> </ul>
<p><b>シナリオ3 – 活動停止や閉鎖がさらに長くずっと続く:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>世界規模で深刻な景気後退</li> <li>ポートフォリオはディフェンシブな対応を取る可能性</li> <li>次の強気相場開始タイミングはわからない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上記2つのシナリオよりも長期にわたって、ディフェンシブ・セクターがグローバルで市場を牽引</li> <li>新たな強気相場サイクルの開始に備えてポジショニングを変える前に、既存セクターウェイトの変更も含めたディフェンシブな対応を取る可能性</li> </ul>

# 小型バリュース株 VS. 大型成長株

小型バリュース株は弱気相場後にアウトパフォームする傾向にありますが、市場調整後にアウトパフォームする傾向はそこまで強くはありません。今回の株価下落が大規模な市場調整となるか従来型の弱気相場となるかによって、回復局面にどう臨むのが最適かは変わるでしょう。

小型バリュース株のアウトパフォーム頻度



出所: FactSet、ダートマス大学、2020年3月17日時点。弱気相場および市場調整局面における、小型バリュース株 (SCV) と大型成長株 (BCG) のアウトパフォーム頻度。SCVは、ファーマ・フレンチ・スモール・バリュース・インデックス (1971年11月23日～1993年5月27日)、ラッセル2000バリュース・インデックス (1993年5月28日～2019年12月24日) に基づく。BCGは、ファーマ・フレンチ・ラージ・グロース・インデックス (1971年11月23日～1993年5月27日)、ラッセル1000グロース・インデックス (1993年5月28日～2019年12月24日) に基づく。

# 大型成長株が市場を牽引

強気相場終盤で通常見られるように、大型成長企業銘柄が市場を牽引する中で今回の株価下落を迎えました。同銘柄群のアウトパフォーマンスは下落期間中にさらに拡大し、多くの人にとってサプライズとなったと思われます。

MSCIワールド – スタイルおよび規模別累積相対リターン



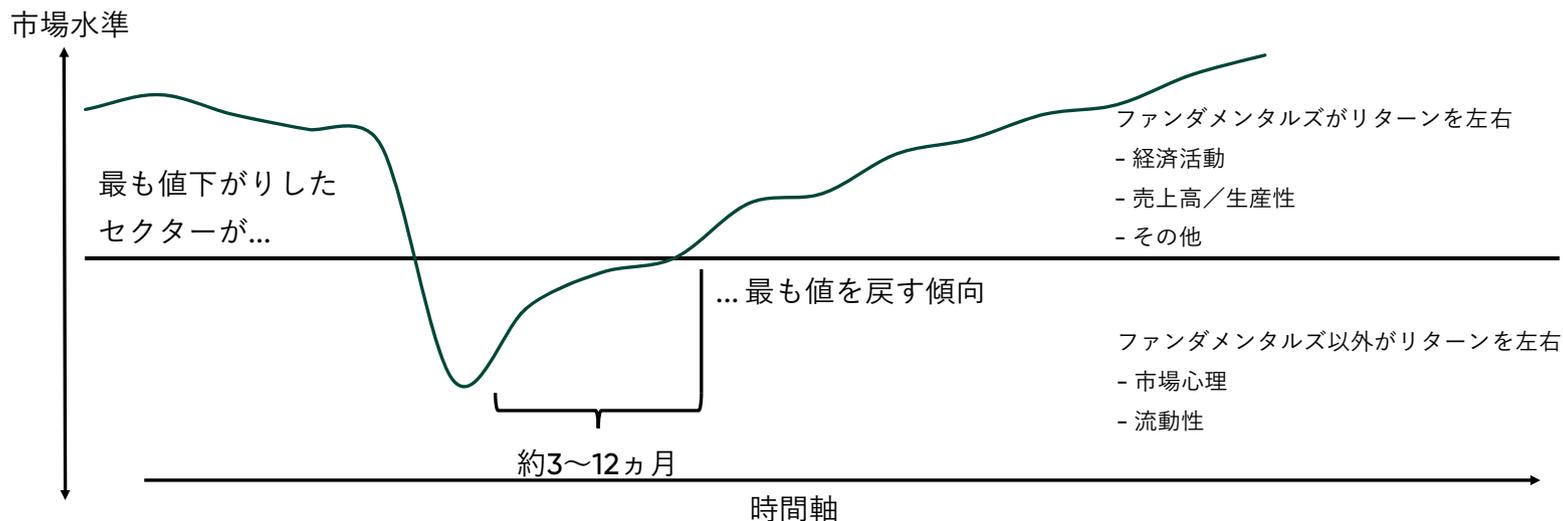
MSCIエマージング・マーケット – スタイルおよび規模別累積相対リターン



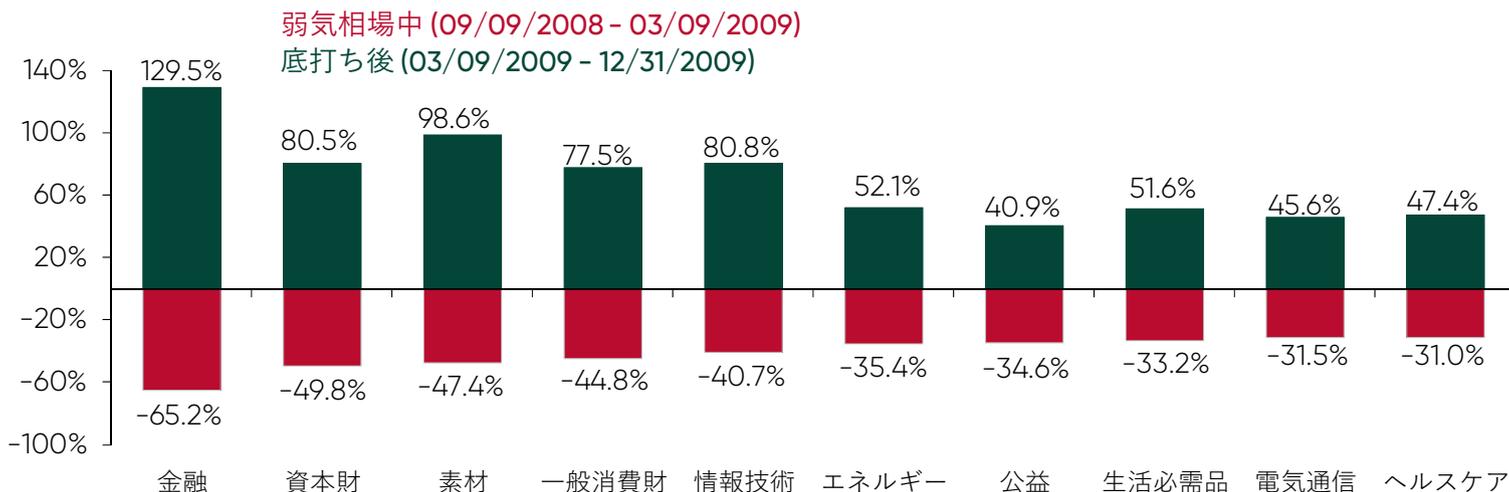
出所: FactSet、2020年3月23日時点。以下のインデックスについて、米ドルベースの日次累積ネット相対リターンを表示。MSCIワールド: MSCIワールド・ラージキャップ 対 MSCIワールドスモールキャップ、MSCIワールド・グロース 対 MSCIワールド・バリュ。MSCI EM: MSCI EMラージキャップ 対 MSCI EMスモールキャップ、MSCI EMグロース 対 MSCI EMバリュ。

# 従来の弱気相場後に起きる市場回復時の傾向

従来の弱気相場では、概して終盤に最も大きく値を下げたセクターが、その後続く強気相場の序盤で最も値を戻す傾向にあります。



## MSCIワールド・セクター・リターン - 世界金融危機時

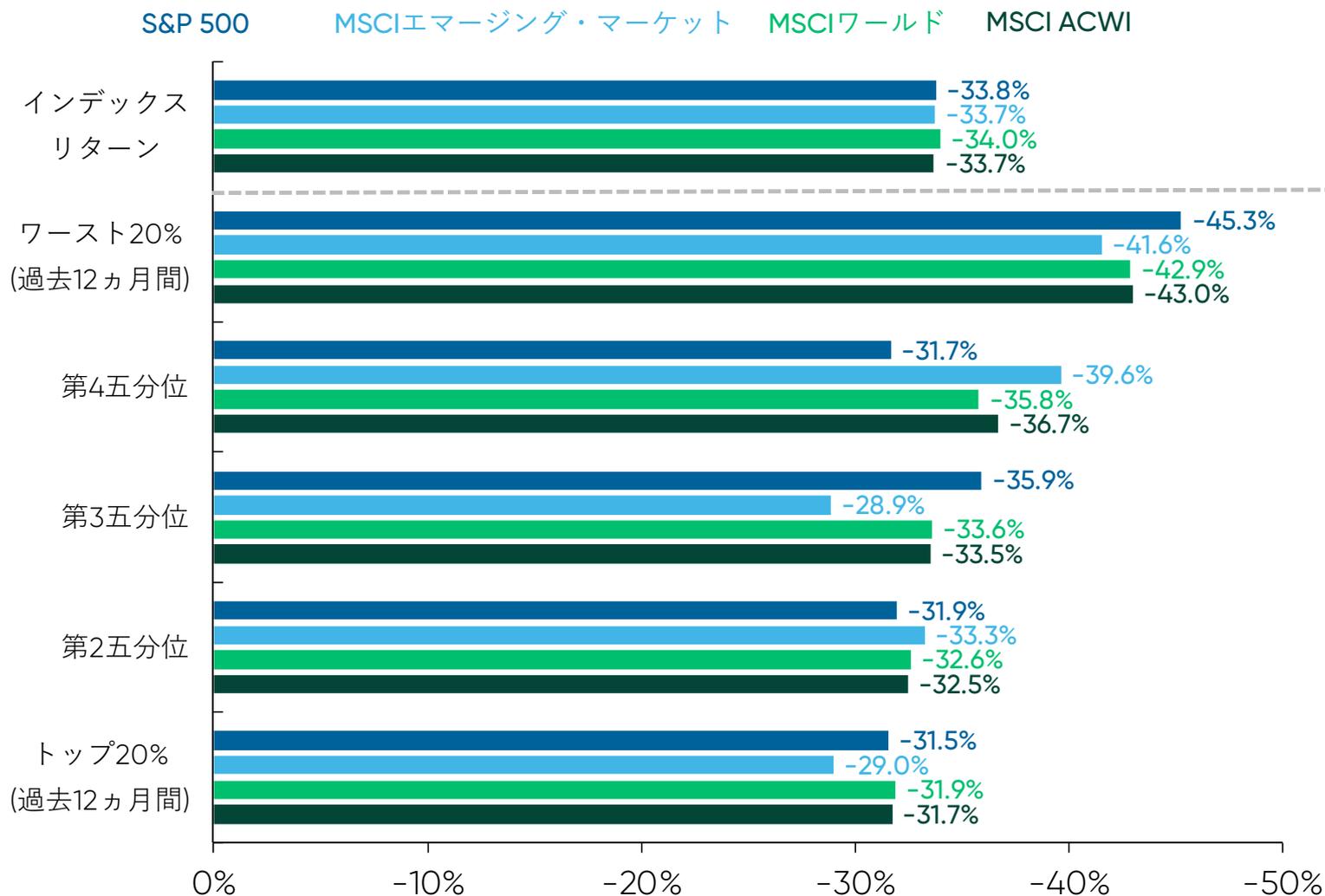


上図出所: Fisher Investments Research。注記: この図は説明用の例示であり、実際のリターンを表すものではない。また、図示された比率は正確ではなく、いかなる予測を示すものでもない。下図出所: FactSet、2015年10月8日時点。2008年9月9日~2009年12月31日のMSCIワールド・セクター・インデックス。リターンには、配当金を含まない。

# 市場の牽引役に目立った変化は見られない

下図に示す主要インデックスのほぼ全てに関して、最高値に至るまでの12ヵ月間で最もパフォーマンスの良かった株式が、下落局面中でも最も下落が抑えられ、また同様に、最高値記録前まで最もパフォーマンスが悪かった株式は、下落局面中のパフォーマンスも最も低くなる傾向にありました。

各インデックスの前の史上最高値から2020年3月23日までの累積パフォーマンス



出所: FactSet、2020年4月23日時点。五分位階級は各インデックスが前回記録した史上最高値に至るまでの12ヵ月間のトータルリターンに基づき、その史上最高値記録日から2020年3月23日までのパフォーマンスを表示。各インデックスの史上最高値記録日は、S&P500: 2020年2月19日、MSCI EM: 2020年1月17日、MSCIワールド: 2020年2月12日、MSCI ACWI: 2020年2月12日。

# 現在の市場トピック

## 現在の市場トピック－ウイルス関連リサーチ

- 新型コロナウイルス感染拡大状況と株式市場への影響は？
- 感染拡大による影響に対して、企業、政府、中央銀行はどのように対応しているか？
- 市場反転を示唆し得る株式市場指標は何か？
- 株式以外の資本市場データは、金融市場に大きなストレスがかかっていることを示しているか？
- 経済の回復状況に関して、高頻度で公表される経済データから読み取れることは何か？
- すでに株価に織り込み済みの経済予測は何か？

# 主なリサーチ対象カテゴリー

新型コロナウイルスによってもたらされた状況は、多くの点で未曾有のものと言えます。ただし、ウイルス自体に関しては必ずしもそうではありません。残念ながら、感染力が強く多数の犠牲者を出したウイルスの例は数多く存在します。しかし、各種制限や迅速に表出した経済的影響、そして株価下落速度といったものは、前例のないものです。過去事例の分析は現時点でも引き続き有用ではありますが、今回の特異な状況の進展を評価するにあたり、Fisher Investmentsではリサーチ対象を下記のカテゴリーに再分類し、リサーチ活動を行っています。

リサーチ対象カテゴリー	主要データ例
ウイルス感染拡大状況	<ul style="list-style-type: none"><li>新規感染者数、有効感染者数、検査陽性割合%</li><li>地域別病院キャパシティ</li></ul>
各種企業・機関の組織的対応	<ul style="list-style-type: none"><li>ウイルス封じ込め策の改変</li><li>財政及び金融政策</li></ul>
株式市場	<ul style="list-style-type: none"><li>新型コロナウイルスで好/悪影響を受けた銘柄カテゴリー比較</li><li>弱気相場底入れを示唆する指標</li></ul>
株式以外の資本市場	<ul style="list-style-type: none"><li>ハイイールド債と投資適格債のスプレッド、コマーシャル・ペーパー、LIBOR-OIS、譲渡性預金</li></ul>
高頻度で公表される経済データ	<ul style="list-style-type: none"><li>交通量、消費者支出、レストラン予約状況、ホテル客室稼働率、航空旅客データ</li></ul>
市場心理	<ul style="list-style-type: none"><li>企業業績予想や経済予想の発表タイミング</li><li>経済指標、EPS、市場予想</li></ul>

# 株式市場は新型コロナウイルスを後追い

世界の株式市場は新型コロナ感染状況を後追いしており、感染が増加すれば株価は下落し、状況が改善すれば株価は上昇してきました。ただし、直近では感染者数増加率が減少傾向にあるのに対し、株式市場はそれほど回復していません。感染拡大を受けて導入された各種制限の解除も、感染状況の改善と比べてさほど進んでいない模様です。

### 感染者数増加国数 vs. 株式市場

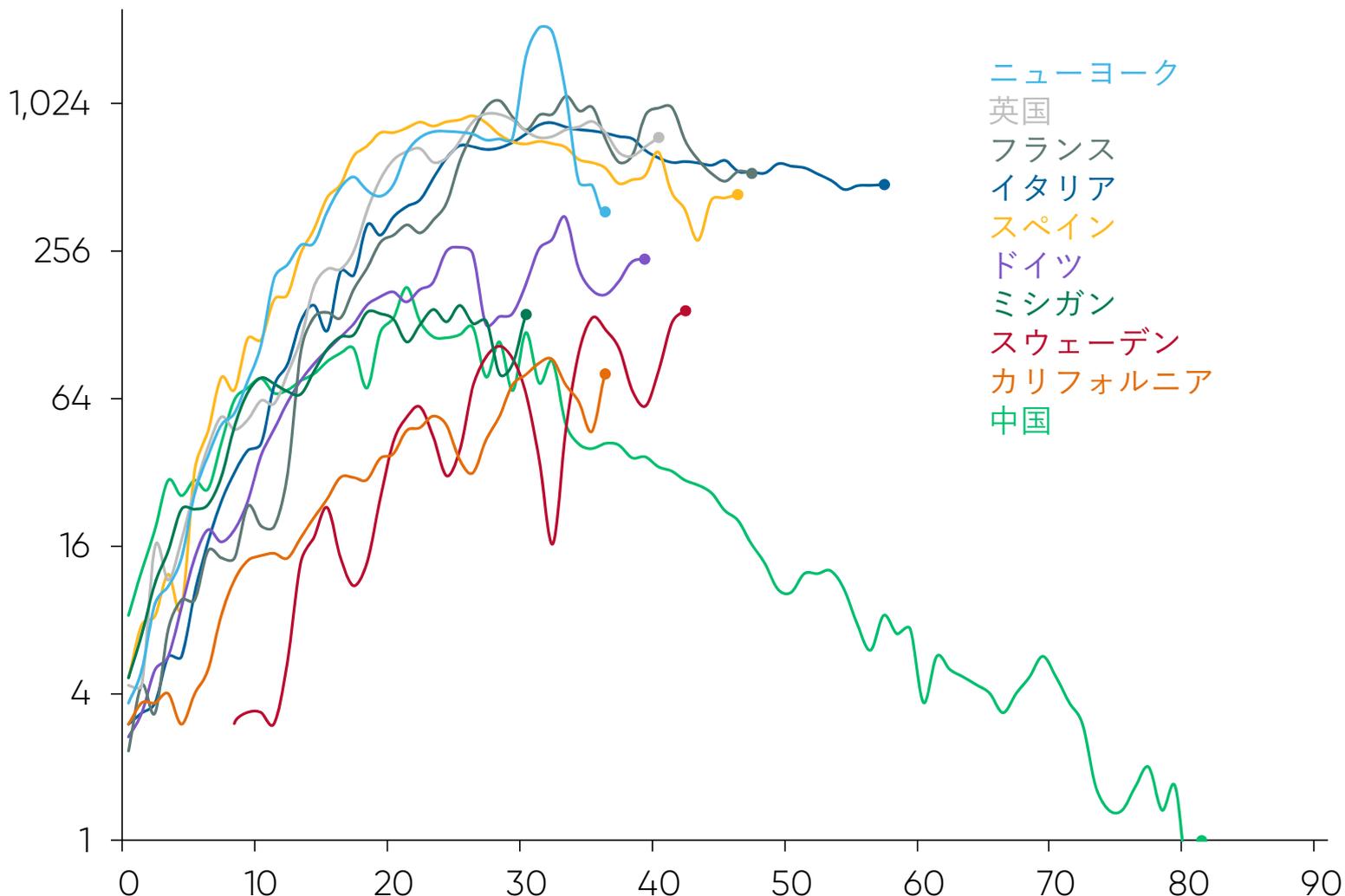


出所: FactSet、ジョンス・ホフキンス大学、Fisher Research、2020年4月24日時点。2020年2月3日～2020年4月23日のMSCIワールド・インデックスのプライスリターンを、新型コロナウイルスの日次新規感染者数が10%以上の伸びを記録した国の数と対比して表示。

# 新型コロナウイルス感染拡大状況

北半球の大半の地域では、新型コロナウイルスの新規感染者数および死者数に関してピークは越えたと思われます。これには、武漢、イタリア、ニューヨークといった感染が急拡大した場所も含まれます。

地域別新規死者数3日間移動平均

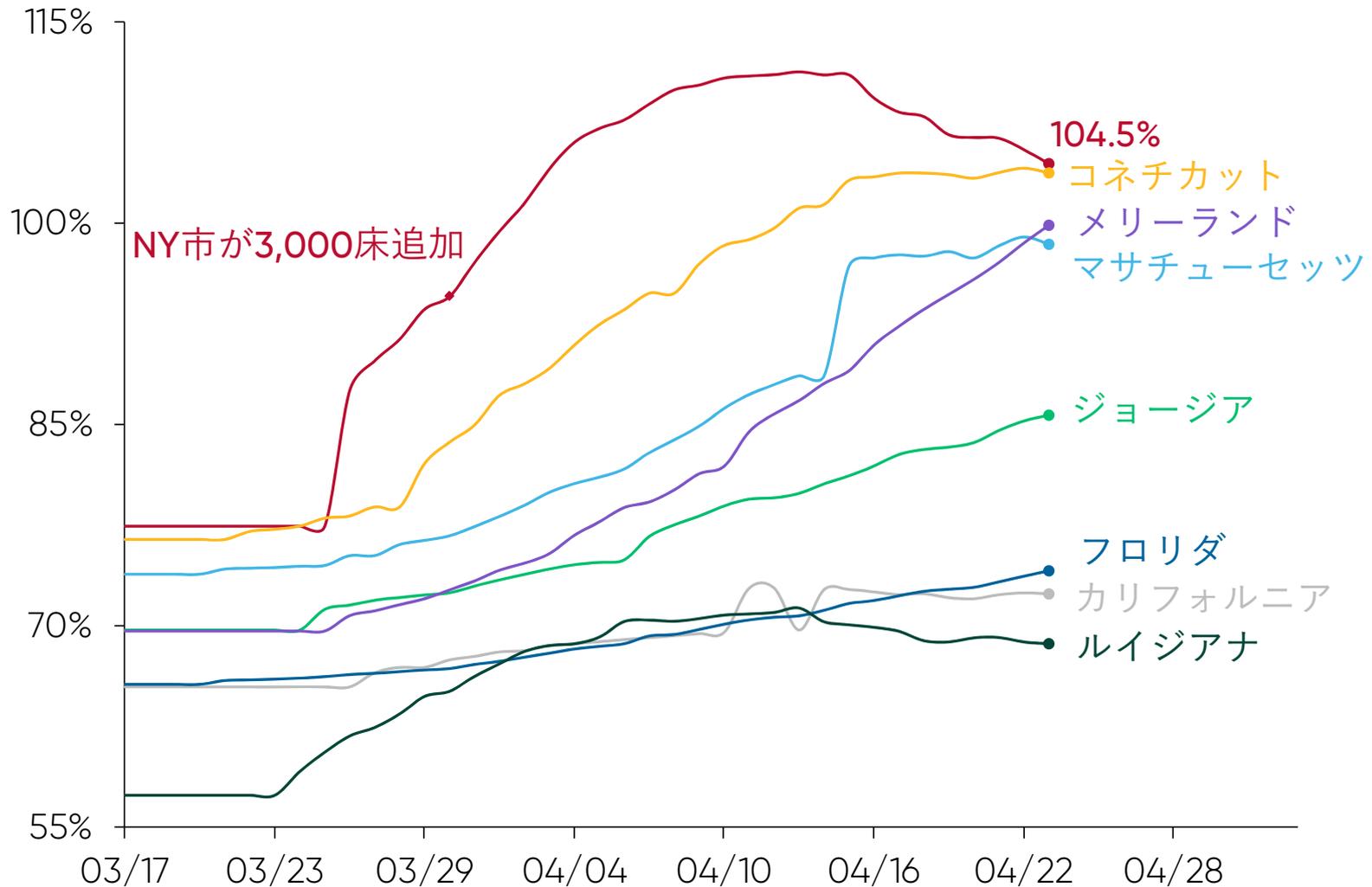


出所: CDC (米国疾病予防管理センター)、NCHS (国立衛生統計センター)、ジョンズ・ホプキンス大学。データは、2020年4月24日時点。2020年2月29日～2020年4月23日の各地域における新型コロナウイルスによる日次死者数を3日間移動平均で表示。

# 感染爆発地以外では病床はそれほど逼迫していない

感染拡大カーブを平坦化するのは、主に医療システム崩壊を防ぐことが目的です。イタリアやニューヨークのような感染爆発が起きた場所では、入院率が高くなりました。しかし、インフルエンザ流行期の終焉、必須ではない治療や手術の延期、新型コロナウイルス感染拡大状況の緩和により、感染爆発地以外では病床のキャパシティに余裕が生まれています。

米国の病床キャパシティ

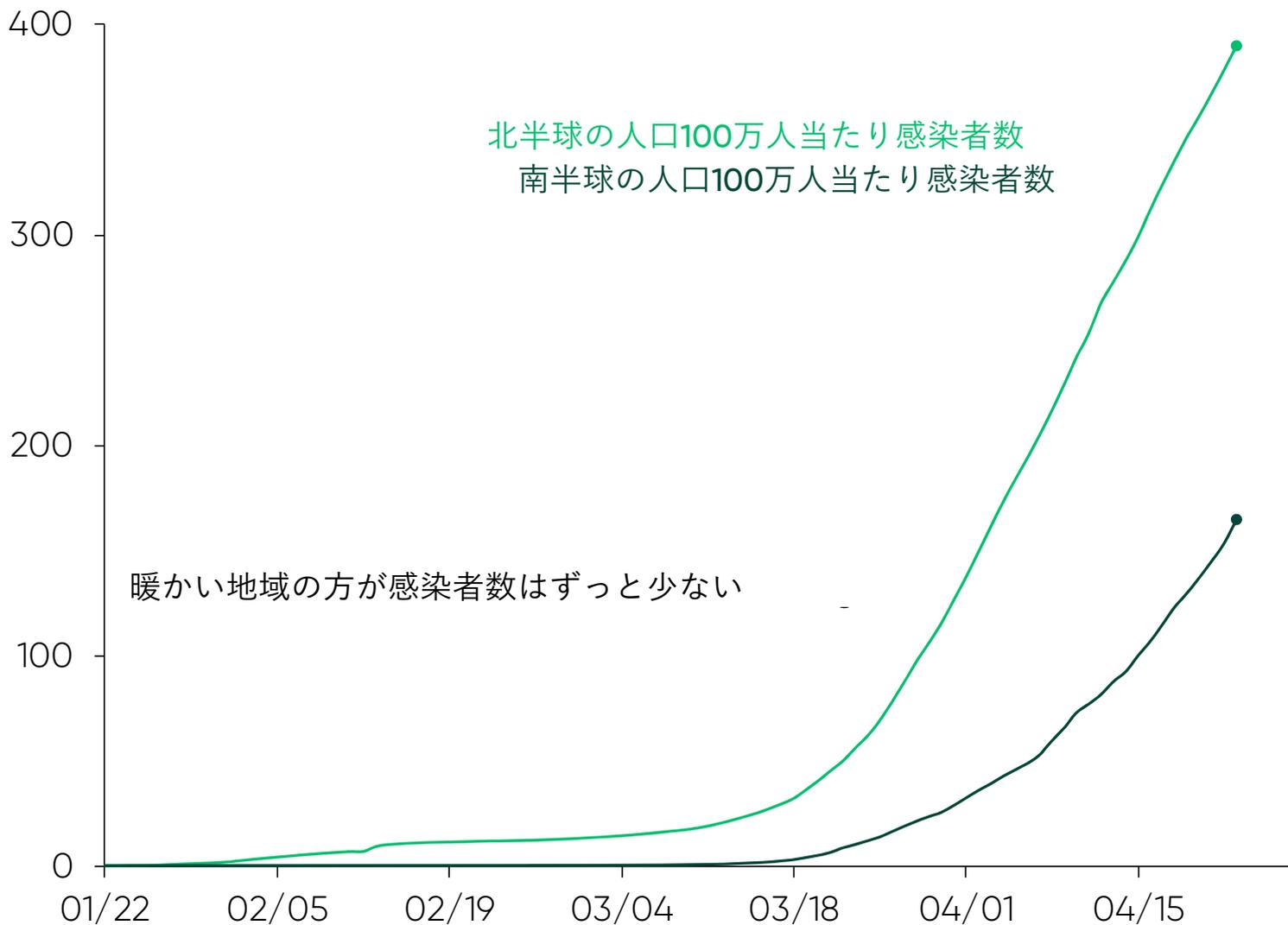


出所: CDC (米国疾病予防管理センター)、NCHS (国立衛生統計センター)、ジョンズ・ホプキンス大学。データは2020年4月24日時点。2020年3月17日~2020年4月23日の日次データ。

# 北半球と南半球における新型コロナ感染状況

新型コロナウイルスは、インフルエンザ流行期の最中にまず北半球で拡大しました。南半球でも同様に急拡大するかどうかはまだわかりません。

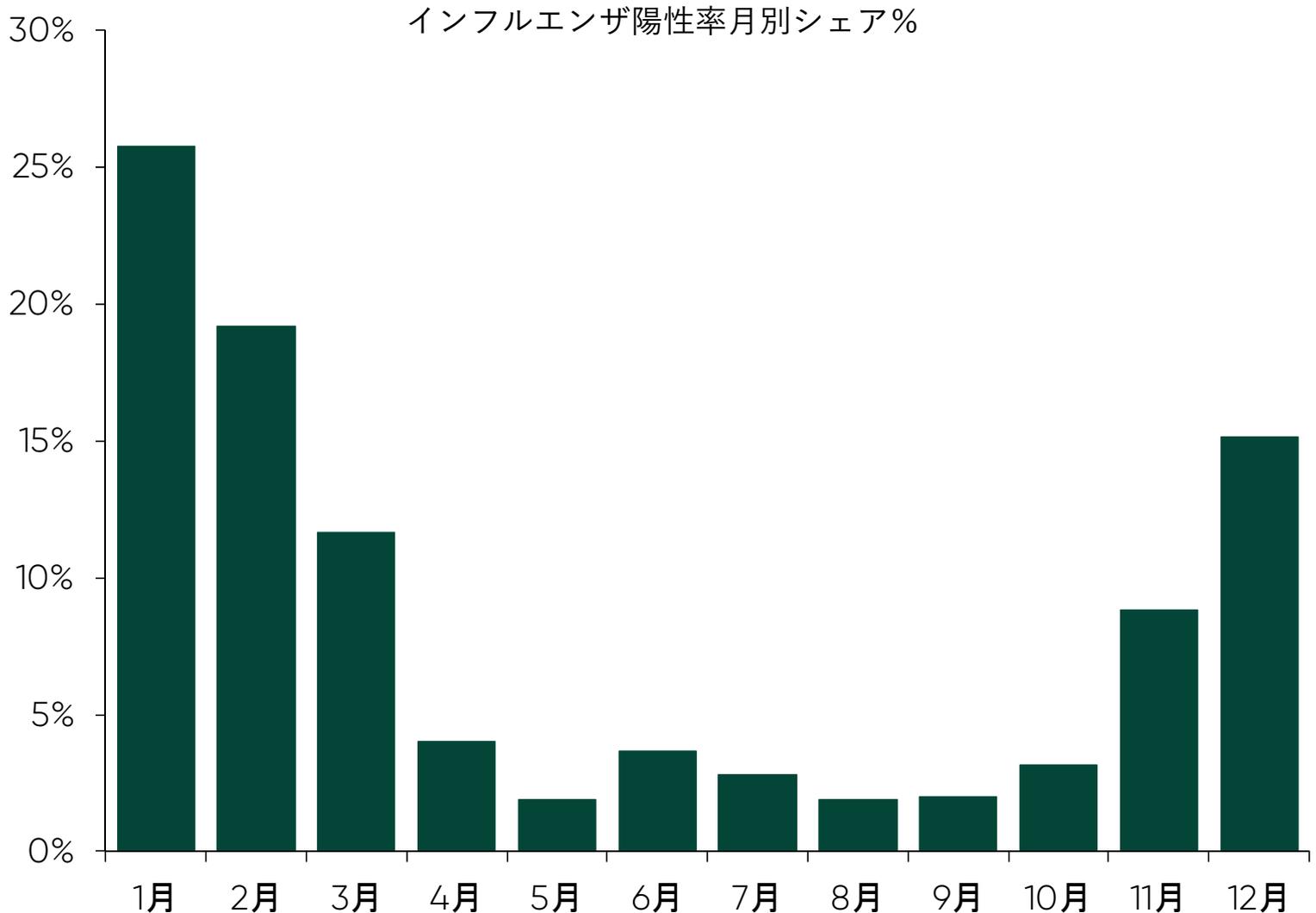
緯度別で見た人口100万人当たりの新型コロナ感染者数



出所: CDC (米国疾病予防管理センター)、NCHS (国立衛生統計センター)、ジョンズ・ホプキンス大学。データは、2020年4月24日時点。2020年4月23日までの北半球および南半球の人口100万人当たりの新型コロナ日次感染者数。

# インフルエンザ流行期の終わりが近づきつつある

インフルエンザは北半球では12月～2月にかけて最も流行し、気温が暖かくなるにつれて終息していく傾向にあります。仮に新型コロナウイルスも同様だとすれば、気温の上昇によって感染拡大が抑えられるか、あるいは少なくとも病院のキャパシティ緩和に繋がる可能性があると考えられます。

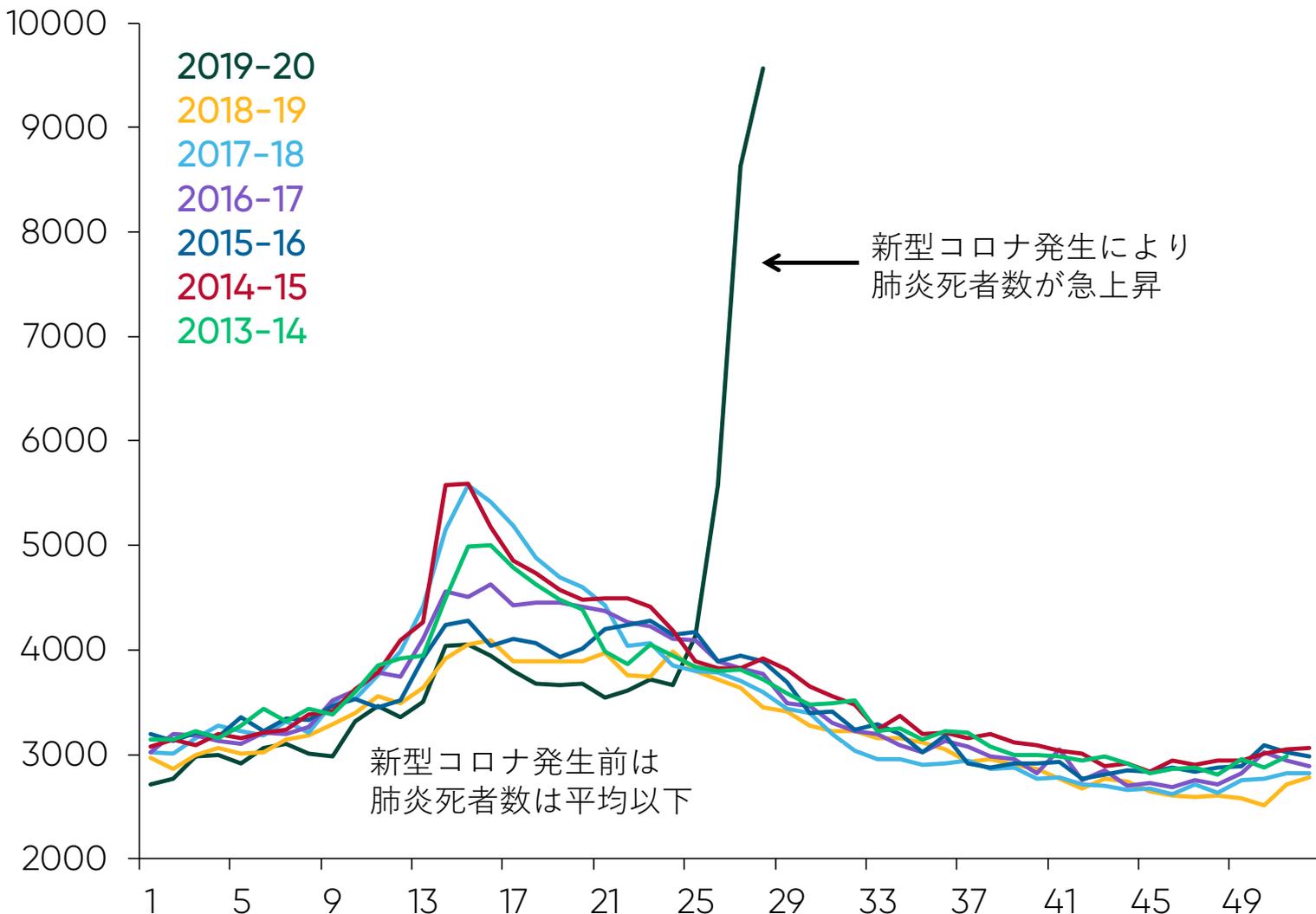


出所: CDC (米国疾病予防管理センター)、2020年4月29日時点。1997年10月1日～2020年4月15日の間に米国で報告された週次インフルエンザ陽性件数。月別の陽性率%を表示。

# 新型コロナ対策効果でインフルエンザ関連死者数も減少

新型コロナによる死者数増加前は、インフルエンザによる死者数は通常時よりも非常に低い水準で推移しており、新型コロナ封じ込め策がインフルエンザにも奏功したものと考えられます。

## インフルエンザ流行期における米国での肺炎による週次死者数

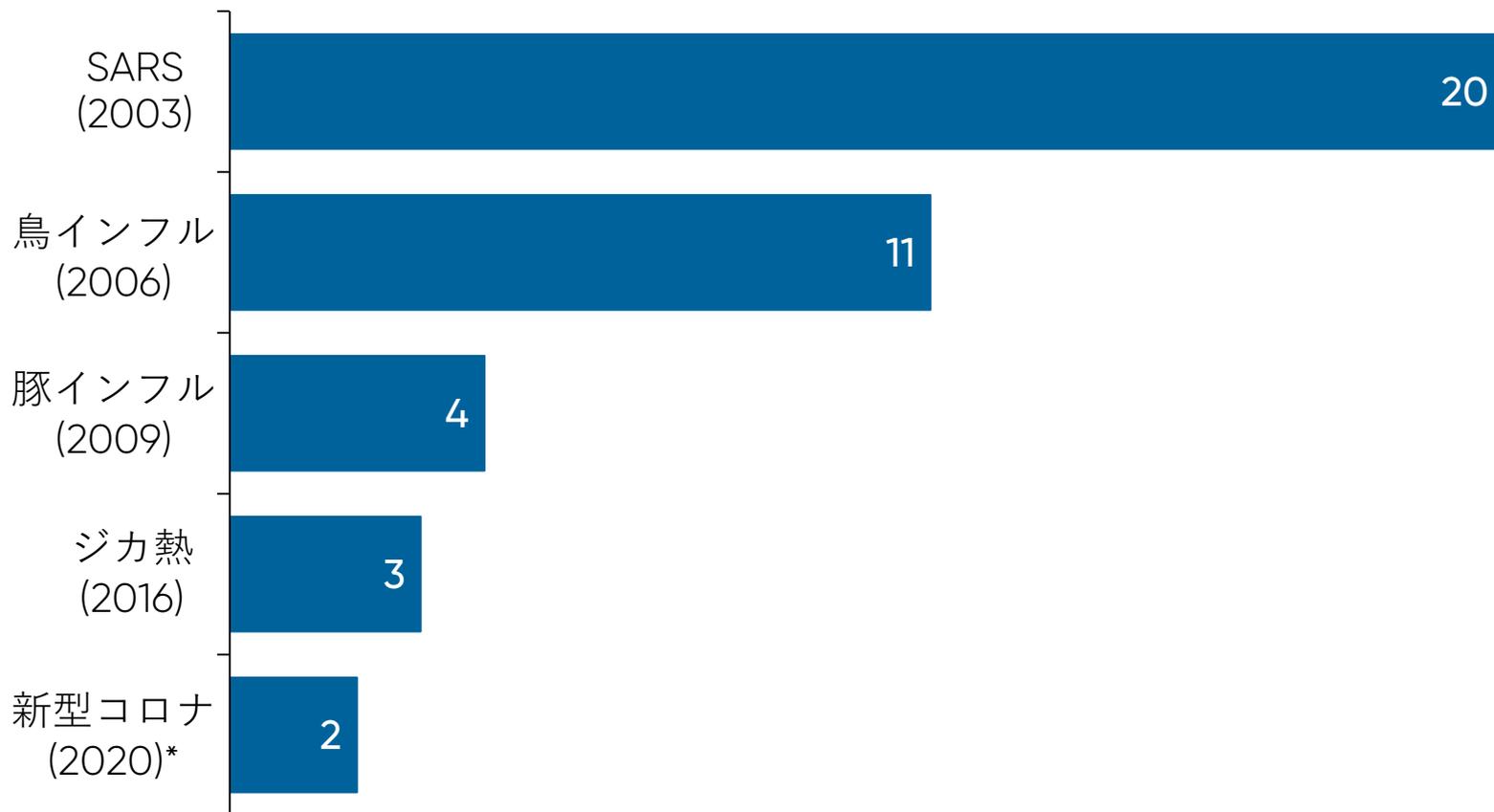


出所: CDC (米国疾病予防管理センター)、2020年5月6日時点。2013~2020年までの各年における米国での週次の肺炎死者数を表示。上図のデータは、第40暦週 (CDCによるインフルエンザ流行期の第1週) から第39暦週 (同第52週) の推移を表示。

# 医療技術は急速に進歩中

新型コロナウイルスのワクチン完成はしばらく先ですが、遺伝子配列解析やその他の医療技術の進歩により、開発期間は大幅に短縮されています。

ウイルスの遺伝子配列解析から最初の臨床試験までに要した月数

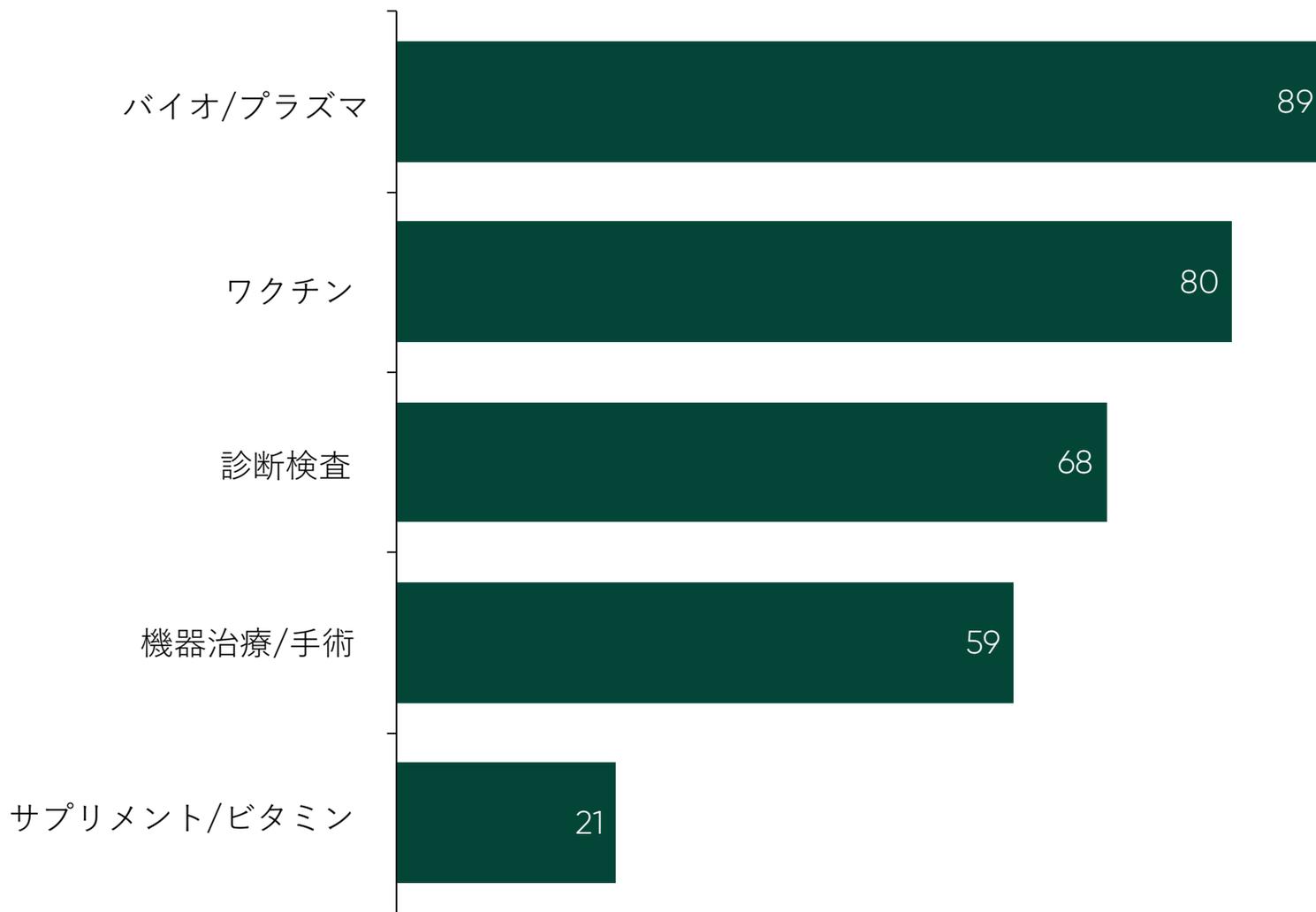


出所: ウォール・ストリート・ジャーナル、The Journal of the American Medical Association (JAMA)、米国立アレルギー・感染症研究所、2020年2月25日時点。初めの4種類のプラスミドDNAワクチン開発に要した時間。\*新型コロナウイルスのワクチン開発期間は予想。

# 世界中における臨床試験および前臨床試験の実行数

さまざまな治療方法の研究および開発が世界中で進められています。そのうちいくつかの治療方法やワクチンに関しては、承認されるまでの期間において株価に素早く織り込まれていく可能性が高いと考えます。

治療方法に応じた治験回数

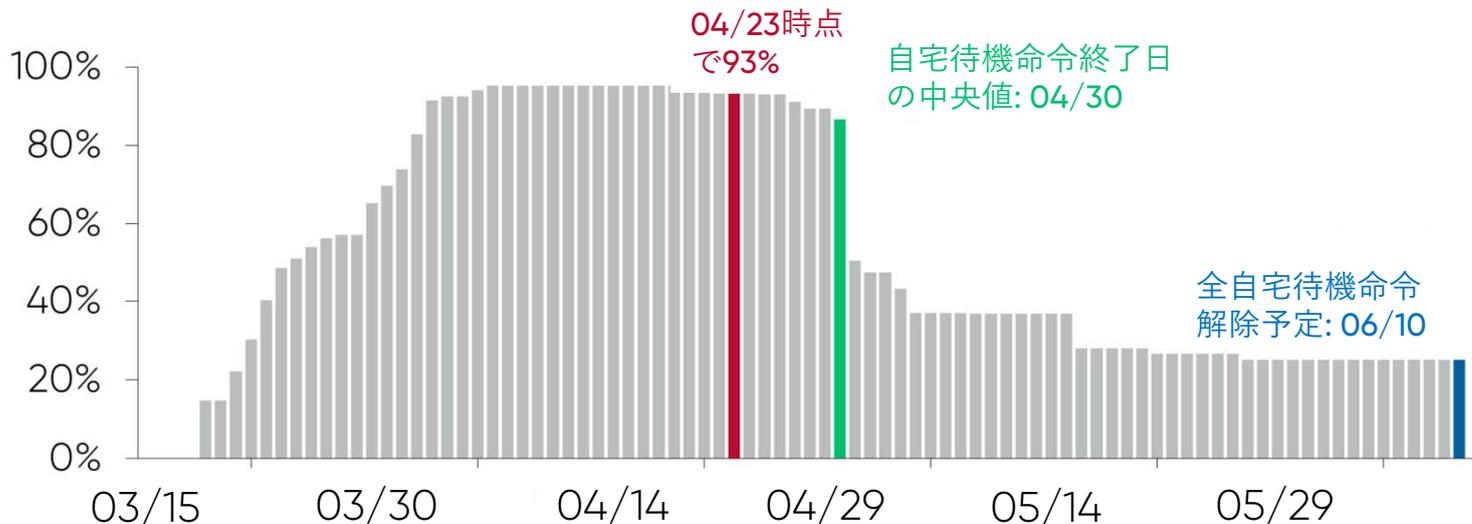


出所: Fisher Investments Research、WHO、Clinicaltrials.gov。2020年4月14日時点。

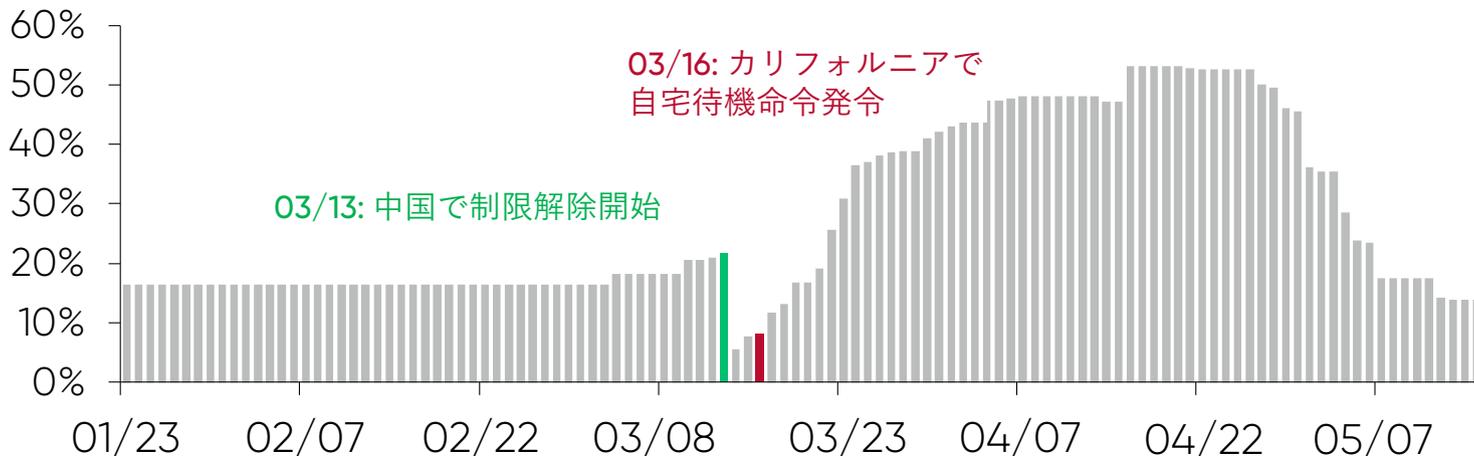
# グローバルGDPのロックダウン

各種制限が緩和され、経済活動が再開するまでにかかる時間の方が、コロナ危機に伴う経済活動収縮の規模それ自体よりも重要だと考えられます。

米国全体のGDPのうち自宅待機命令が発令されている州のGDPが占める割合 (%)



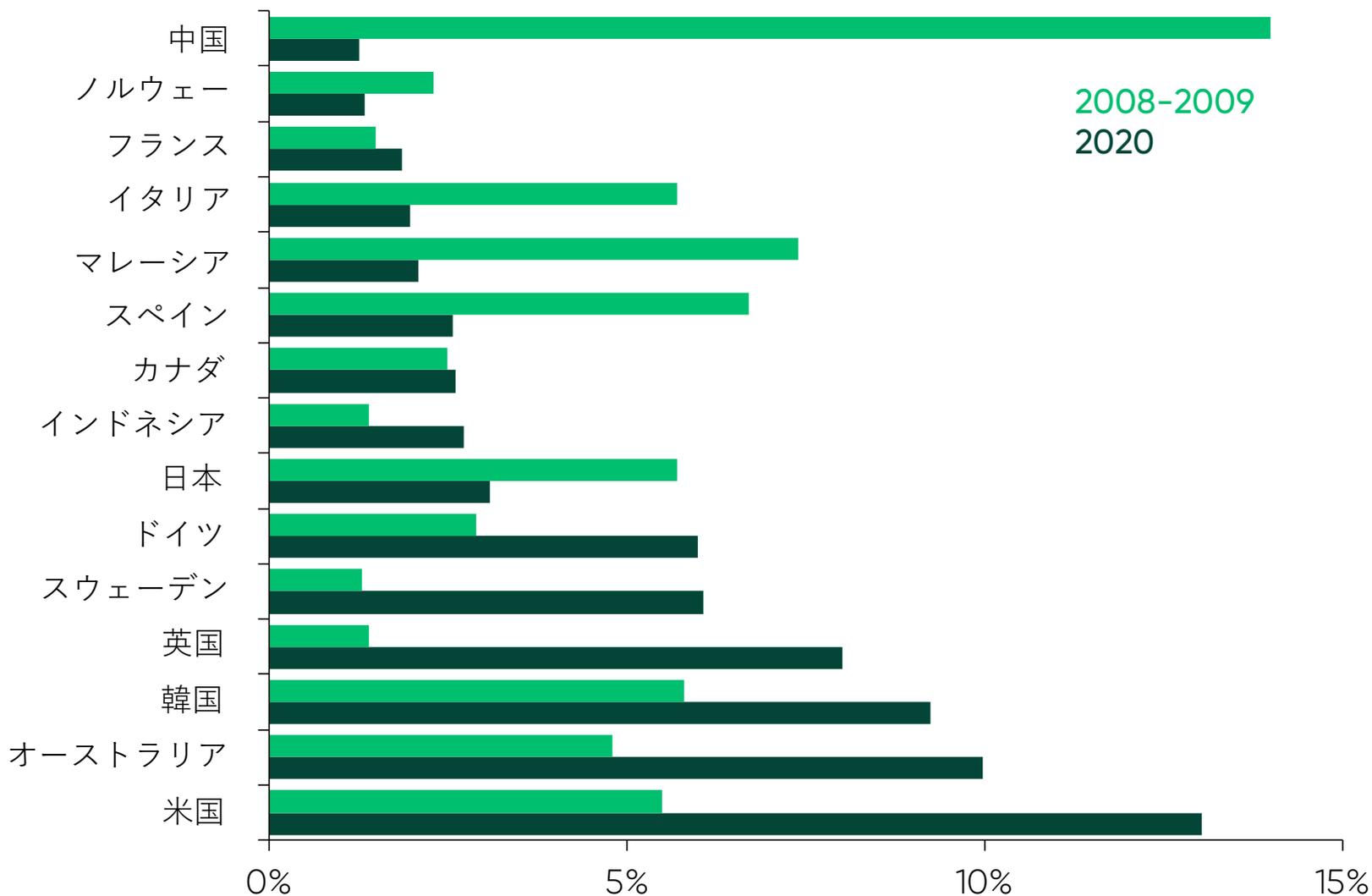
世界全体のGDPのうち一定水準の各種制限を実施している国・地域のGDPが占める割合 (%)



出所: IMF、ジョンズ・ホプキンス大学。2020年4月30日時点。

# 財政出動の規模について

各国政府は、新型コロナウイルスが経済に及ぼす影響を緩和すべく、大規模な政策を実施してきました。今回主要国が実施した財政出動を世界金融危機時と比較することで、今回の財政出動の規模を理解することができます。



出所: Fisher Investments Research、IMF、OECD。2020年4月27日時点。

# 金融・財政支援の概観

新型コロナによる経済影響に対する金融・財政政策は、景気刺激策ではありません。大半は世界経済が再び正常化するまでの間、企業や個人が危機を乗り越えられるようにするための援助策であり、また資本市場の機能を維持することを目的としています。

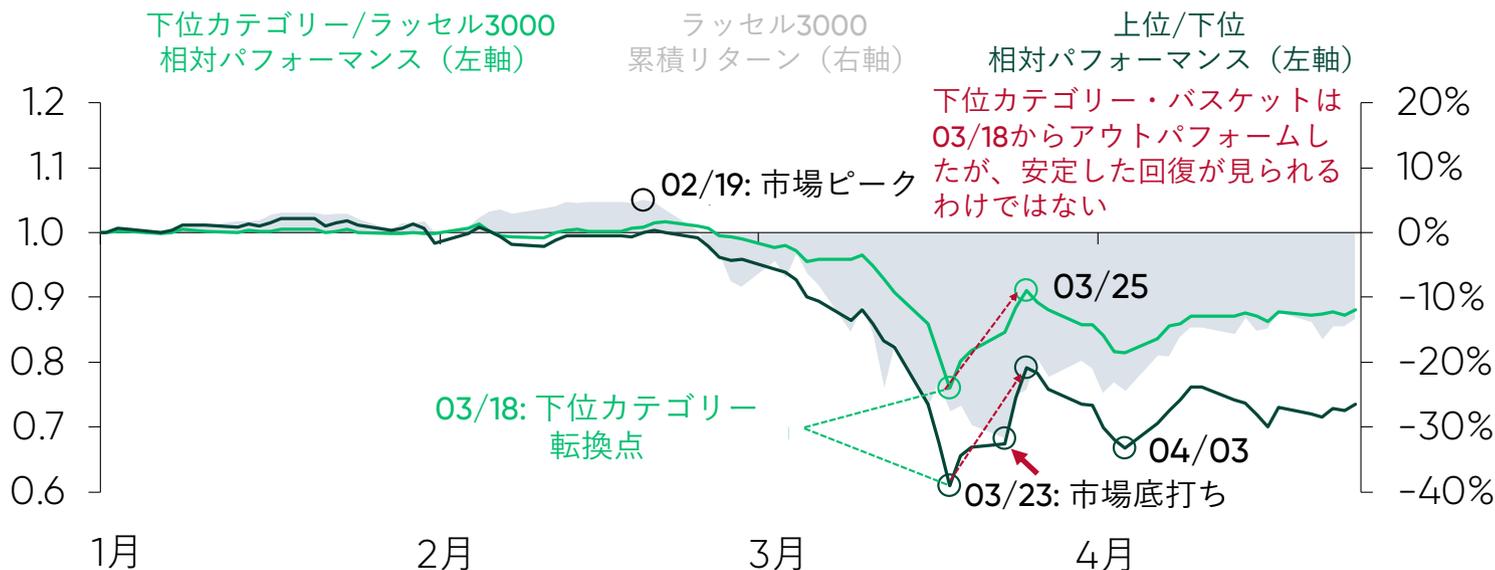
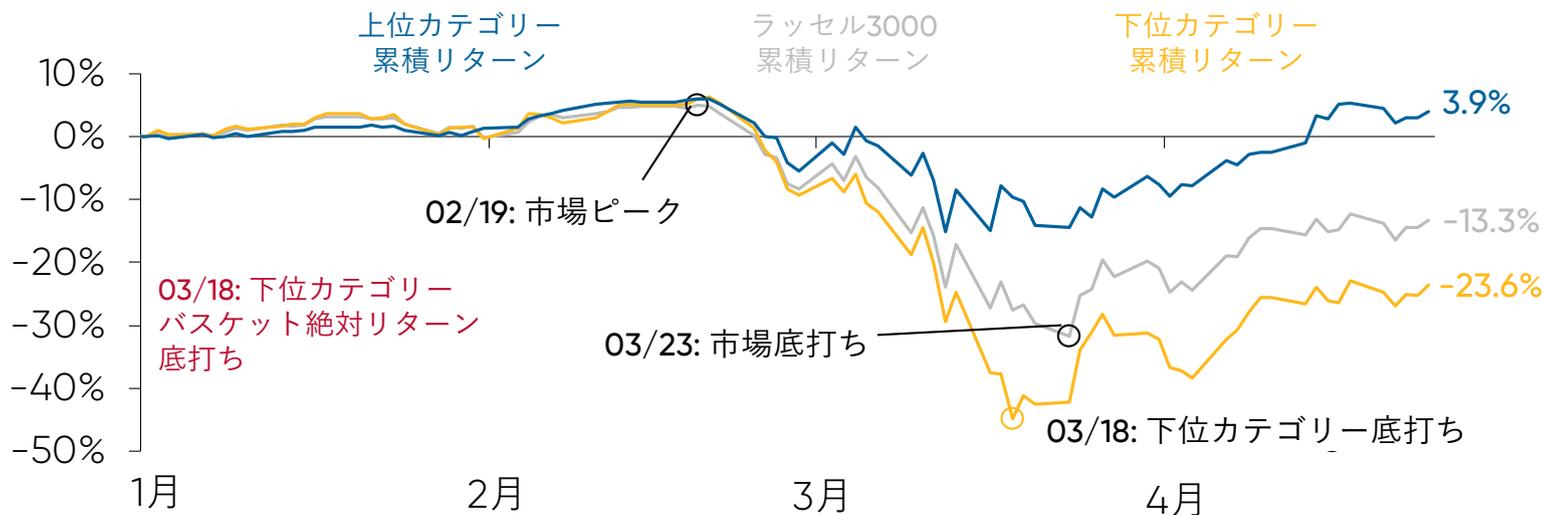
国名	財政政策		金融政策			
	現地通貨ベース額 (単位: 10億)	対国内GDP割合	政策金利 (2月3日)	政策金利 (現在) *	預金準備率 引下げ	金融緩和増加高 (単位: 10億)
米国	\$2,796	13.0%	1.75	0.25	-10%	\$700
カナダ	CAD 60	2.6%	1.75	0.25	--	CAD 5
ヨーロッパ	€ 355	--	-0.50	-0.50	--	€ 870
ドイツ	€ 206	6.0%				
フランス	€ 45	1.9%				
イタリア	€ 35	2.0%				
スペイン	€ 32	2.6%				
英国	£175	8.0%	0.75	0.10	--	£200
ノルウェー	49 kr	1.3%	1.50	0.25	--	--
スウェーデン	303 kr	6.1%	0.00	0.00	--	300 kr
スイス	CHF 20	2.8%	-0.75	-0.75	--	--
日本	¥17,236	3.1%	-0.10	-0.10	--	¥20,290
オーストラリア	AUD 198	10.0%	0.75	0.25	--	--
韓国	₩176,800	9.2%	1.25	0.75	--	--
香港	HK\$287	9.8%	2.75	1.19	50%	--
シンガポール	SGD 60	11.9%	1.47	0.06	--	--
中国	CNY 1,213	1.3%	4.15	3.85	-1%	CNY 200
ブラジル	R\$440	6.1%	4.50	3.75	-14%	--
インド	₹ 1,700	0.8%	5.15	4.40	--	₹ 400
メキシコ	--	--	7.25	6.00	--	--
インドネシア	Rp438,320	2.7%	5.00	4.50	2%	--
ロシア	2,350 P	2.2%	6.25	6.00	--	--
南アフリカ	R300	5.9%	6.25	4.25	--	--
マレーシア	RM32	2.1%	2.75	2.50	-1%	--
タイ	฿1,517	9.0%	1.25	0.75	--	--
フィリピン	₱251	1.3%	4.00	3.25	--	--
トルコ	100 ₺	2.3%	11.25	9.75	--	--
台湾	NT\$1,050	5.8%	1.38	1.13	--	--
世界合計	4,436 USD	5.1%				\$2,123

欧州中銀によるアクション

出所: Fisher Investments Research、IMF、OECD。2020年4月30日時点。\*政策金利は2020年4月21日時点。現地通貨から米ドルへの為替レートは2020年3月24日時点。国内GDPに対する割合は2019年GDPに基づく。

# 株式市場内の比較

様々な種類の株式の相対パフォーマンスは、投資家心理の変化を読み取るヒントとなり得ます。例えば、新型コロナウイルス関連で悪影響を受けた「下位カテゴリー」（旅行、飲食、小売、等）と好影響を受けた「上位カテゴリー」（生活必需品、配送、家庭内娯楽、等）を比較することで、投資家心理や見通しの変化を読み取れる一つの材料となります。



出所: FactSet、Fisher Investments Research、2020年4月24日時点。

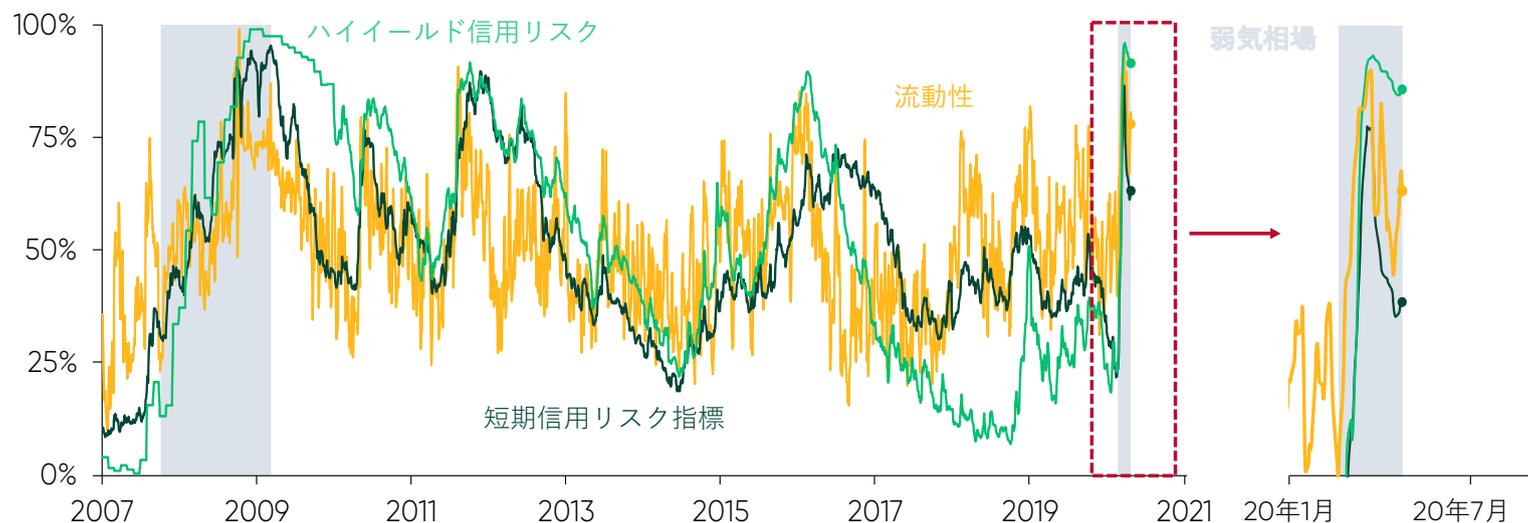
# 株式以外の資本市場

信用リスク及び流動性リスクが当初急上昇した後、関連指標は下落したものの、依然として高い水準にあります。短期的にはFRBによる救済策が功を奏し懸念は後退しました。

株式以外の資本市場に関する単一総合指標（2007年以降）



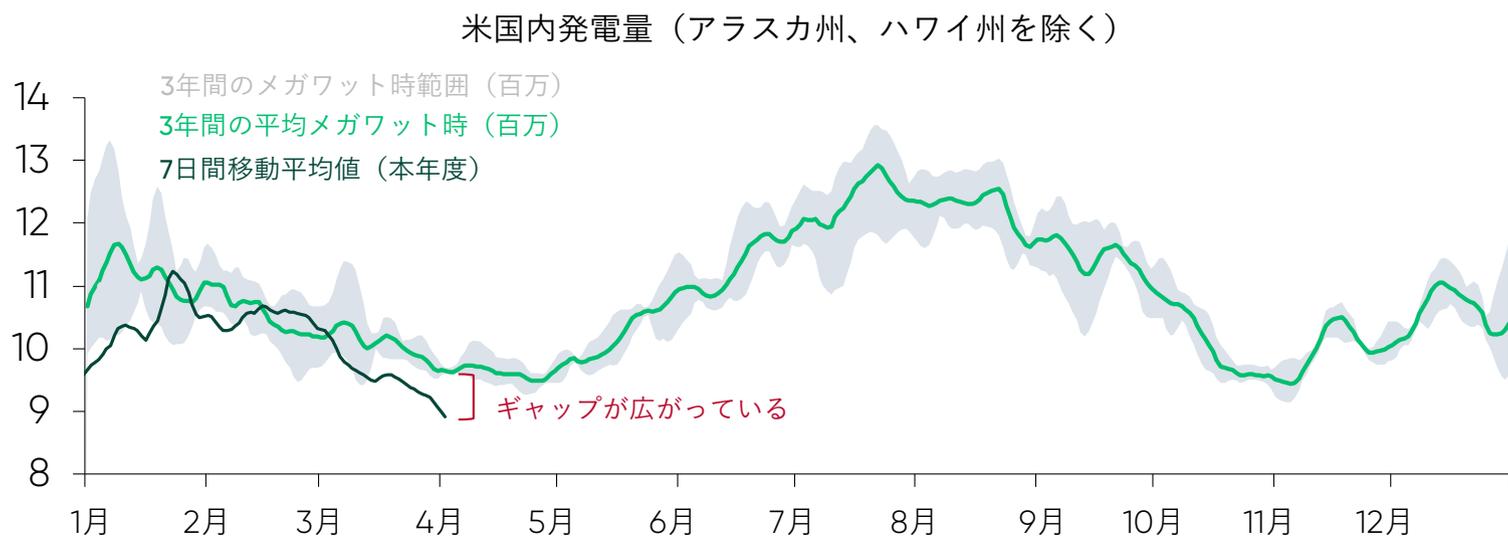
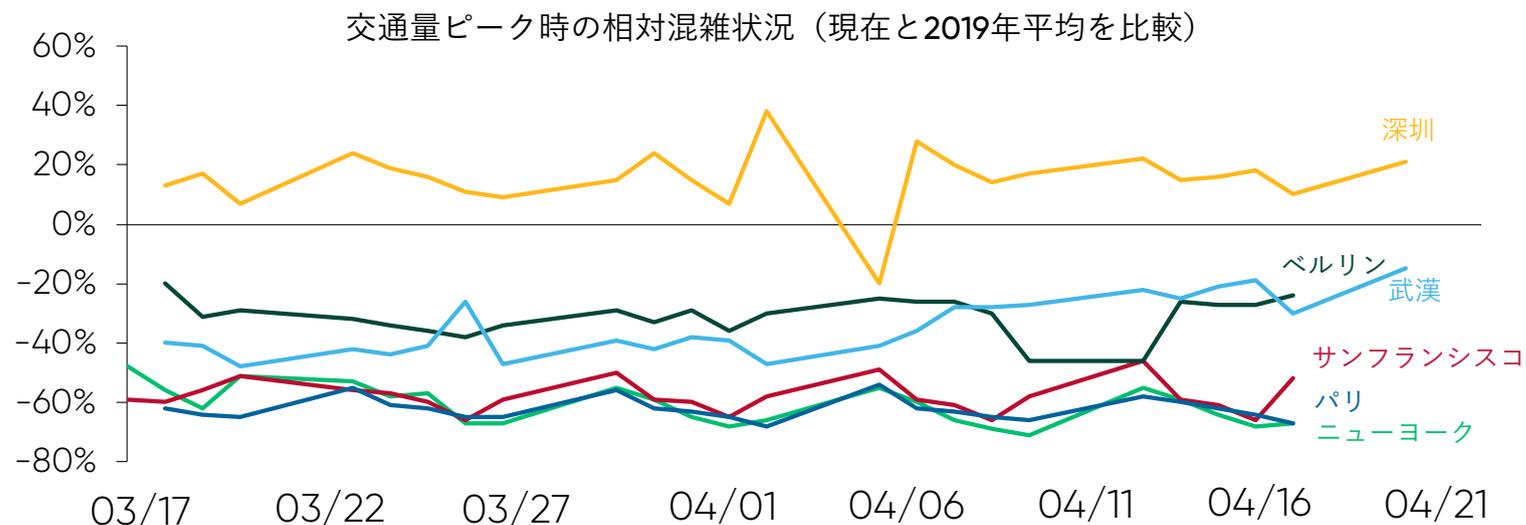
株式以外の資本市場指標の3サブカテゴリー



上図出所: Fisher Investments Research, ブルームバーグ。2020年4月23日時点。日次信用・流動性リスクは、短期信用リスク、銀行間波及リスク、ノンバンク信用リスク、3日移動平均値として算出された日次流動性関連数値など、様々な指標の平均値に基づく。下図出所: Fisher Investments Research, ブルームバーグ。2020年4月23日時点。流動性は、日次流動性関連の主要指標の平均値に基づく。短期信用リスクは、短期信用リスクおよび銀行間波及リスク関連指標の平均値に基づき、ハイイールド信用リスクはノンバンク信用リスク関連指標の平均値に基づく。全てのデータは3日移動平均値として表示。

# 高頻度で公表される経済データ

変化が激しくボラティリティが高い現状では、一般的に公表される経済データはタイムラグが大き過ぎてあまり有用でないことがあります。そのため、現在のような状況では、高頻度経済データを参照する方が投資アイデアに繋がる視点を得られる可能性が高くなると考えられます。とはいえ、経済状況の改善がデータ上で明らかになるよりも前に、株価は上昇を始めると考えられます。



出所: TomTom、米国エネルギー情報局。データは2020年4月20日時点。

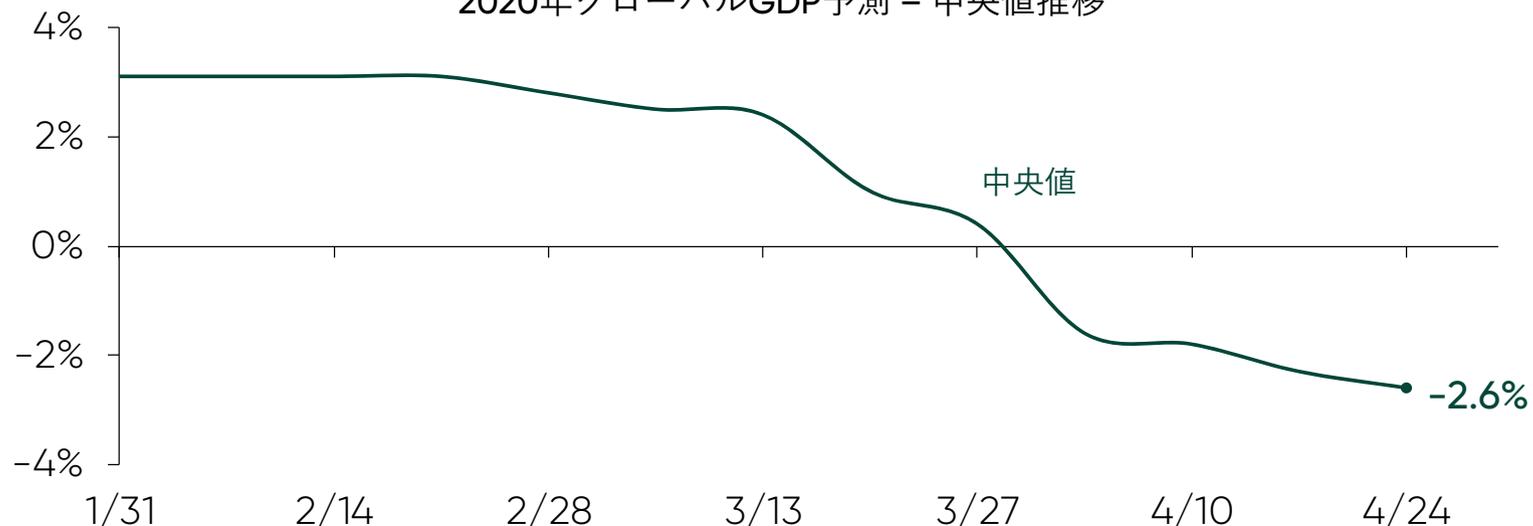
# 悪化する市場心理

市場の経済予測は、「安定的」から「下落基調」へと変わりました。最終的には市場心理の大幅悪化が考えられますが、現時点でその段階にあるかどうかは定かではありません。

## 2020年グローバルGDP予測 – 週次推移

企業・機関	01/31	02/07	02/14	02/21	02/28	03/06	03/13	03/20	03/27	04/03	04/10	04/17	04/24
クレディ・スイス	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%	1.0%	1.0%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
ゴールドマン・サックス	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.1%	2.0%	2.0%	1.3%	-1.2%	-1.8%	-1.8%	-2.5%	-2.7%
JPモルガン	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%	1.5%	-1.1%	-2.4%	-2.8%	-3.6%	-5.0%	-4.8%
シティグループ	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	1.3%	1.3%	-1.6%	-1.6%	-2.3%	-3.1%
バンク・オブ・アメリカ	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	2.8%	2.8%	2.2%	0.3%	0.3%	-2.7%	-2.7%	-2.8%	-2.9%
バークレイズ	3.3%	3.2%	3.2%	3.1%	3.0%	2.7%	1.8%	0.4%	0.4%	-0.3%	-1.6%	-2.3%	-2.6%
ドイツ銀行	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%	2.4%	2.4%	-1.7%	-1.8%	-2.3%	-2.3%
UBS	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	2.8%	2.8%	2.8%	1.0%	-0.6%	-1.5%	-1.6%	-1.7%	-1.7%
モルガン・スタンレー	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	0.9%	0.3%	-1.9%	-2.0%	-2.0%	-2.2%
IMF	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
OECD	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.4%	2.4%	2.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
I.H.S	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
ウェルズ・ファーゴ	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%	1.9%	1.2%	1.0%	-2.6%	-2.6%	-2.7%	-2.7%	-2.7%
最高値	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	1.5%	1.5%	1.5%
平均値	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.8%	2.6%	2.4%	1.1%	0.3%	-1.0%	-1.7%	-2.0%	-2.1%
中央値	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	2.8%	2.5%	2.4%	1.0%	0.4%	-1.6%	-1.8%	-2.3%	-2.6%

## 2020年グローバルGDP予測 – 中央値推移



出所: クレディ・スイス、ゴールドマン・サックス、JPモルガン、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、バークレイズ、ドイツ銀行、UBS、モルガン・スタンレー、IMF、OECD、I.H.S、ウェルズ・ファーゴ。データは2020年4月24日時点。

## 市場コンセンサスは急下降と急回復を予想

多くの企業が2020年後半の急回復を予測していますが、各種制限がなかなか解除されなかったり再導入されたりした場合、市場の失望を招き、株価にさらなる下落余地が生じる可能性があります。

米国四半期GDP予測（前四半期比%、2020年4月17日時点）

企業	Q1	Q2	Q3	Q4
クレディ・スイス	-3.8%	-21.1%	14.7%	4.7%
ゴールドマン・サックス	-7.0%	-34.0%	19.0%	12.0%
JPモルガン	-10.0%	-40.0%	23.0%	13.0%
シティグループ	-2.2%	-27.7%	23.0%	9.4%
バンク・オブ・アメリカ	-7.0%	-30.0%	-1.0%	30.0%
バークレイズ	-2.5%	-45.0%	35.0%	10.0%
ドイツ銀行	-0.5%	-9.5%	4.5%	3.0%
UBS	-5.1%	-25.5%	3.1%	5.7%
モルガン・スタンレー	-3.4%	-37.9%	20.7%	15.9%
ウェルズ・ファーゴ	-1.2%	-22.3%	7.2%	4.8%
平均値:	-4.3%	-29.3%	14.9%	10.9%
中央値:	-3.6%	-28.9%	16.9%	9.7%

出所: クレディ・スイス、ゴールドマン・サックス、JPモルガン、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、バークレイズ、ドイツ銀行、UBS、モルガン・スタンレー、ウェルズ・ファーゴ。データは2020年4月17日時点。

# 先進国市場の主要テーマ

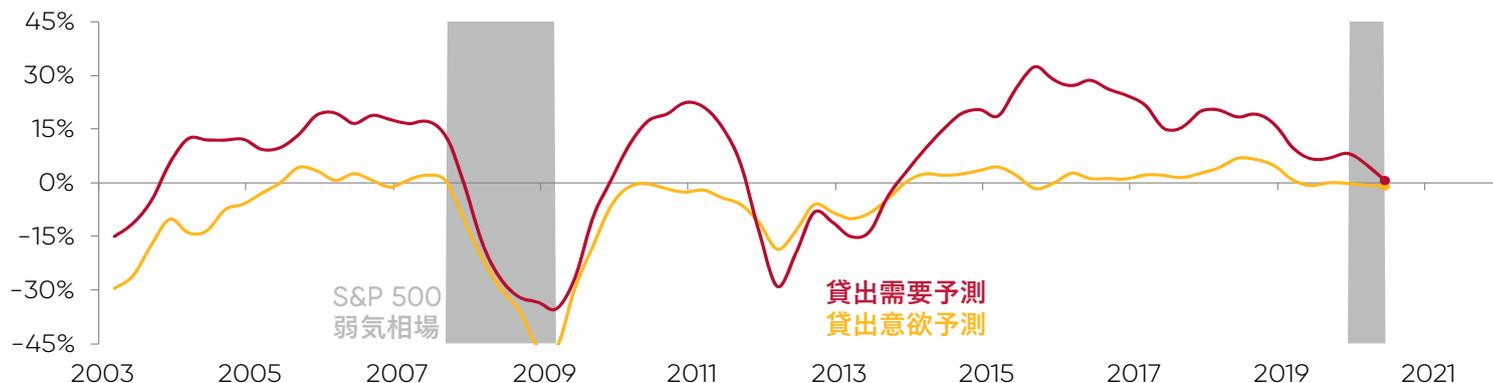
## 先進国市場に対するFisher Investmentsの見解

- EMUのシニア・ローン・オフィサー・サーベイでは、直近の不安定な市場にも関わらず驚くほど中立的
- マネーサプライが急上昇しているが、インフレ期待は低いまま
- 各国中央銀行による流動性支援策は巨額規模であり且つ効果的
- 米国内で、新型コロナウイルスに伴うロックダウンの経済的影響が、ウイルスの蔓延自体の影響をはるかに上回る州もある
- 小規模企業における今後の見通しは不透明
- 低金利が住宅ローン需要を後押し

# 第2四半期EMUローン調査 – 貸出は今後も増加していく模様

調査に基づく集計結果は中立的ですが、対象市場において大きな乖離が見られます。

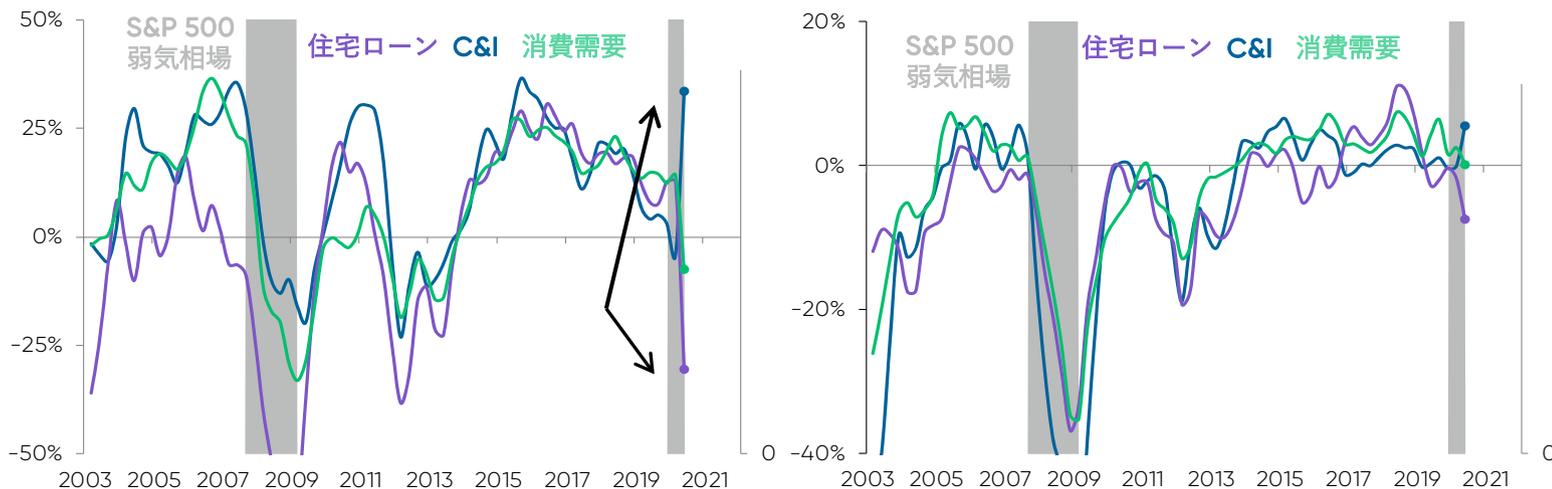
ローン規模加重EMU SLOOS総合結果（2四半期移動平均）



企業における貸出資金へのアクセスおよび需要は、政府による企業向け貸出資金支援を背景に上昇しています。一方、住宅ローンへのアクセスおよび需要は、政府からの支援が不足していることならびに市場内における不透明感の増加を原因として急速に減少しています。

貸出需要予測

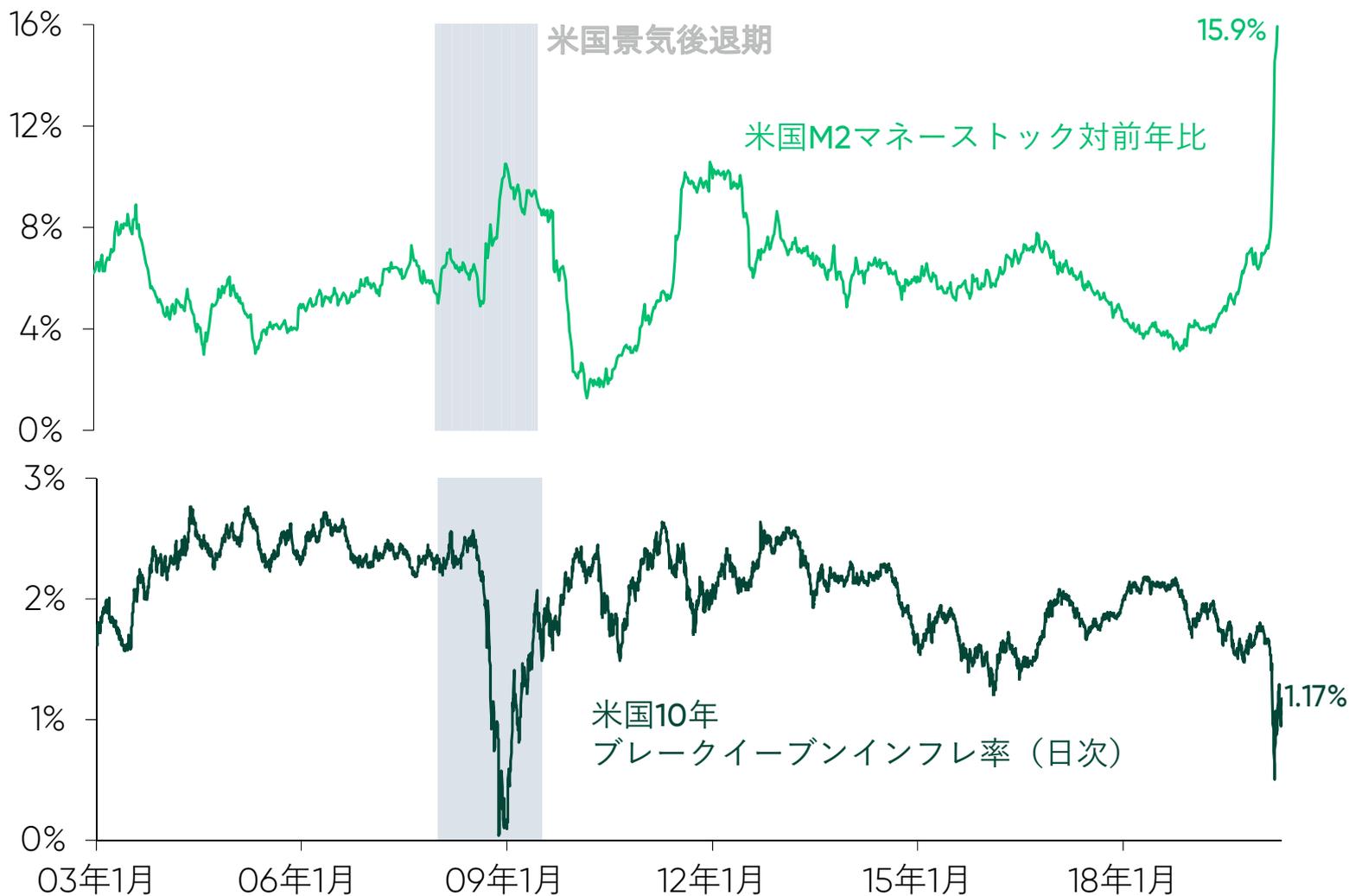
貸出意欲予測（ローンへのアクセス）



出所: ECB、2020年4月30日時点。上図は、EMU域内のローン規模に応じて加重したシニア・ローン・オフィサー・サーベイ（SLOOS）での貸出需要および貸出意欲予測。下図は、上図で示す項目を加重要因カテゴリー別（住宅ローンと商業・産業（C&I）ローンが主要カテゴリー）に分けて表示。データは2003年3月31日～2020年6月30日。

# マネーサプライ増加はインフレにつながっていない

金融政策、各種資金貸出手段の活用、手元現金の増加により、マネーサプライ指標値は急上昇しましたが、これらの資金は経済全体に広く流通しておらず、貨幣流通速度は低い状況です。そのため、インフレ期待は低位に留まっています

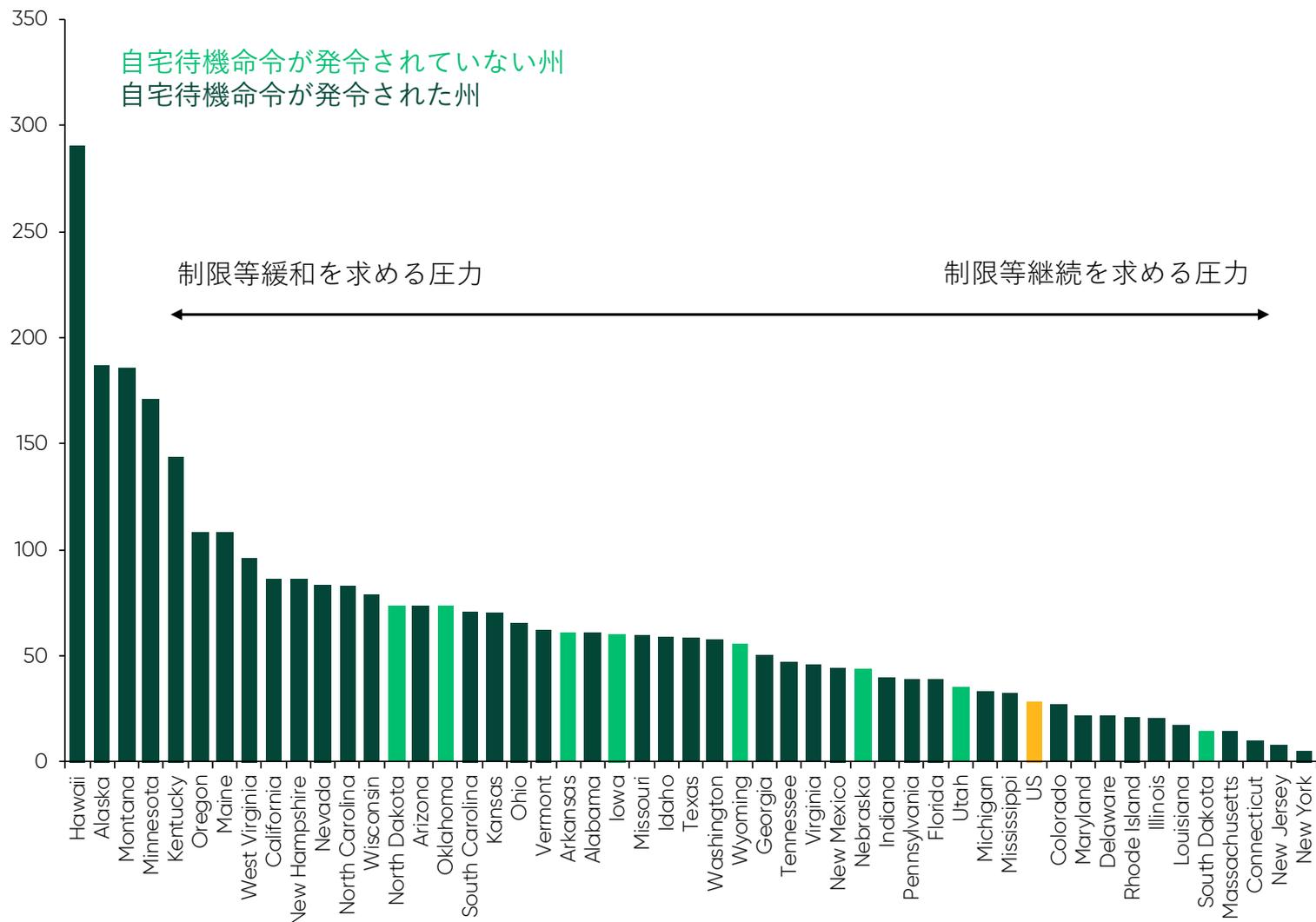


上図出所: 連邦準備制度理事会 (米国) 発表のM2マネーストック (M2) データによる。データはセントルイス連邦準備銀行の連邦準備経済データ (FRED) : <https://fred.stlouisfed.org/series/M2> から取得、2020年4月27日時点。下図出所: セントルイス連邦準備銀行発表の米国10年ブレイクイーブンインフレ率 (T10YIE) に基づく。データはセントルイス連邦準備銀行の連邦準備経済データ (FRED) : <https://fred.stlouisfed.org/series/T10YIE> から取得、2020年4月27日時点。ブレイクイーブンインフレ率は、期待インフレ率を表す指標であり、最新の値は、市場参加者が予測する今後10年のインフレ率の平均値を表す。

# ウイルスによる失業がウイルス自体の影響を上回る州も

各州の新型コロナウイルスに伴う失業保険申請数を感染状況と比較して見ると、州によって大きな違いがあることがわかります。多くの州ではウイルス自体に対する懸念よりも経済的影響の方がはるかに大きいと思われ、そのため経済再開への社会的要請が増してくる可能性があります。

新型コロナウイルス新規感染者数に対する新規失業保険申請数

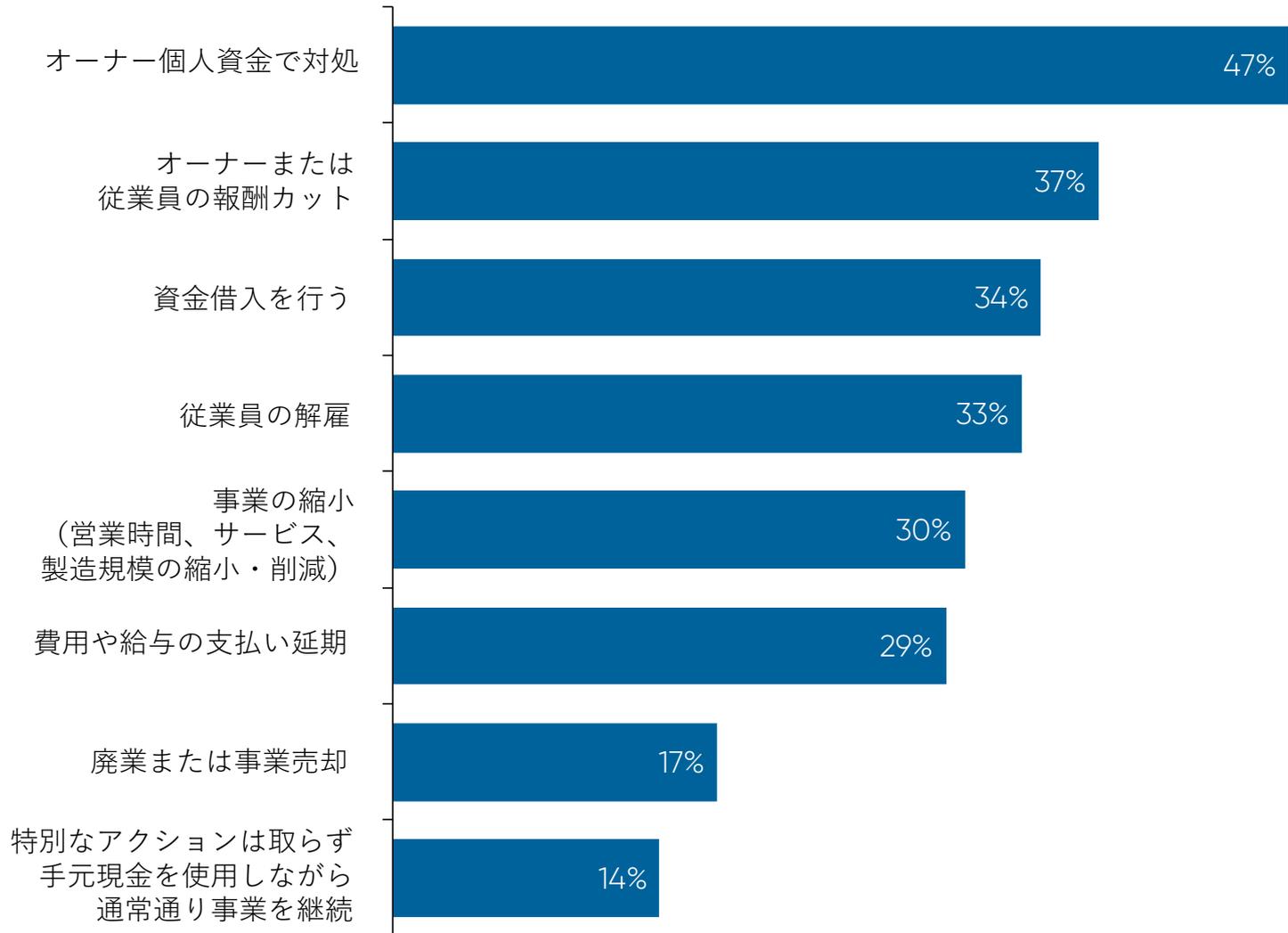


出所: ジョーンズ・ホプキンス大学、米国労働省、Fisher Investments Research、2020年4月23日時点。自宅待機令発令状況は2020年4月23日時点。チャート縦軸は、2020年3月14日～2020年4月18日の失業保険申請数合計を、2020年4月23日時点の新型コロナウイルス州別新規感染者数で除した値。

# FRBによる小規模企業の資金調達に関する調査

小規模企業は事業継続のためにあらゆる手段を尽くしますが、休業期間が長引くほど、廃業に追い込まれる可能性も高まります。

収入が2ヵ月途絶えた場合に小規模企業が取る手段



# 小規模企業が米国労働市場を下支えしているわけではない

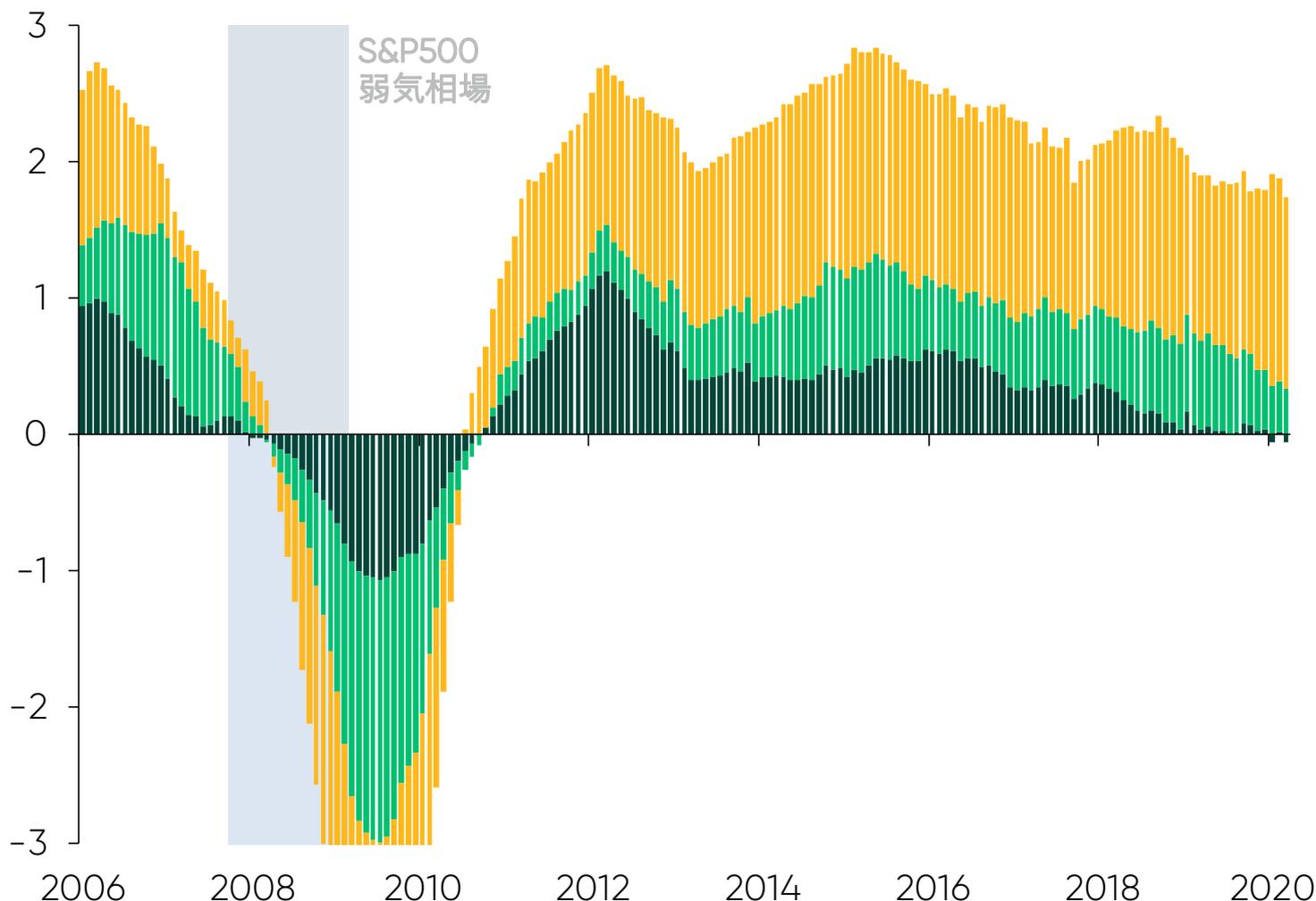
米国の失業保険申請数は急増しており、小規模企業における解雇が主因の可能性がありますが。しかし、近年の雇用者数増加は小規模企業によるものではありません。

企業規模別のADP非農業部門雇用者年間増加数

小規模企業

中規模企業

大規模企業



出所: FactSet、ADP雇用レポート。民間の非農業部門雇用者数の前年比増減を百万人単位で表示。大規模企業（従業員数500人以上）、中規模企業（従業員数50～499人）、小規模企業（従業員数1～49人）のデータを表示。2020年3月31日までの月次データに基づく。

## 金利低下の恩恵を受ける面もある

金利の低下は経済状況が芳しくないことを反映するものですが、同時に恩恵となる面もあります。例えば、米国内で住宅ローン金利が下がれば、新規借り入れやリファイナンスを行う人にとっては助かるでしょう。



出所: FactSet、米抵当銀行協会 (MBA)、2020年4月17日時点。住宅ローン申請指数は、2020年4月17日までの週次データに基づく。米国債10年物利回りは、2020年4月17日までの週次データに基づく。

# 新興国市場の主要テーマ

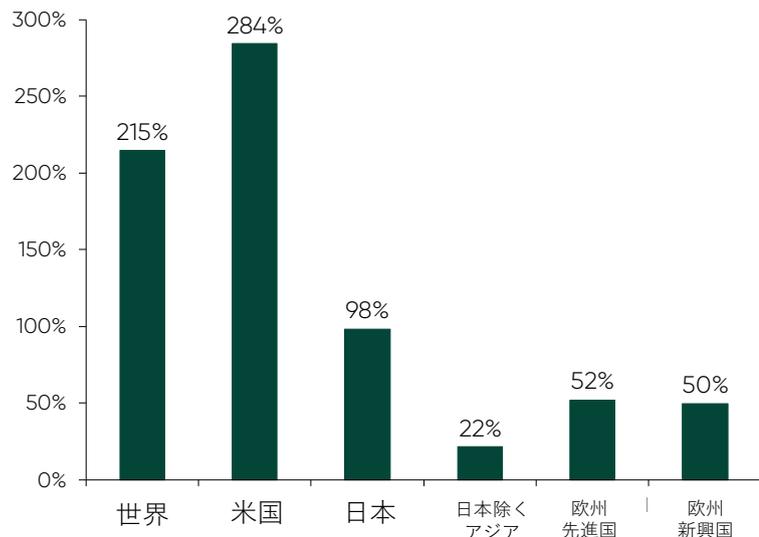
## 新興国市場に対するFisher Investmentsの見解

- 新興国における流動性が受けた影響は、先進国に比べて小さい
- 歴史的に、新興国の中でも下落局面で最もパフォーマンスが悪かった国々が最も力強い回復を見せる傾向
- 強い米ドルは安全資産への逃避が主な要因であり、新型コロナ危機が過ぎ去った後は米ドルへの需要増加は落ち着くと考えられる

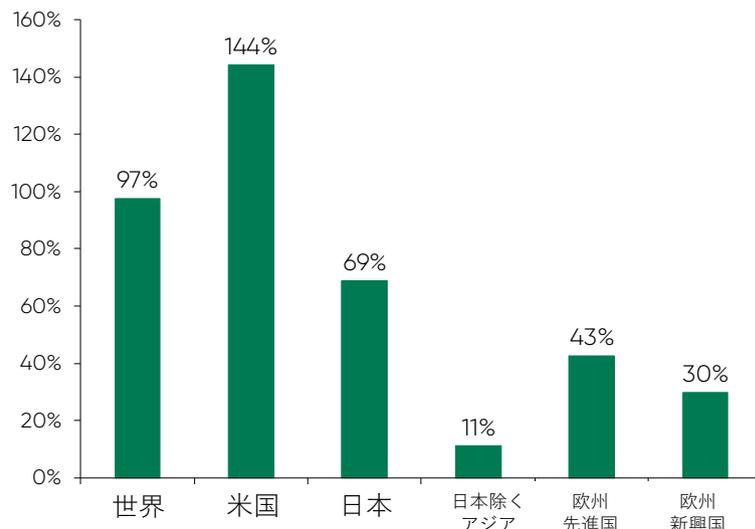
# ストレス下の金融市場における新興国の流動性

1月と比較して、新興国における流動性は先進国に比べて減少度合いが小さくなりました。新興国同士においても隔たりが見られます。

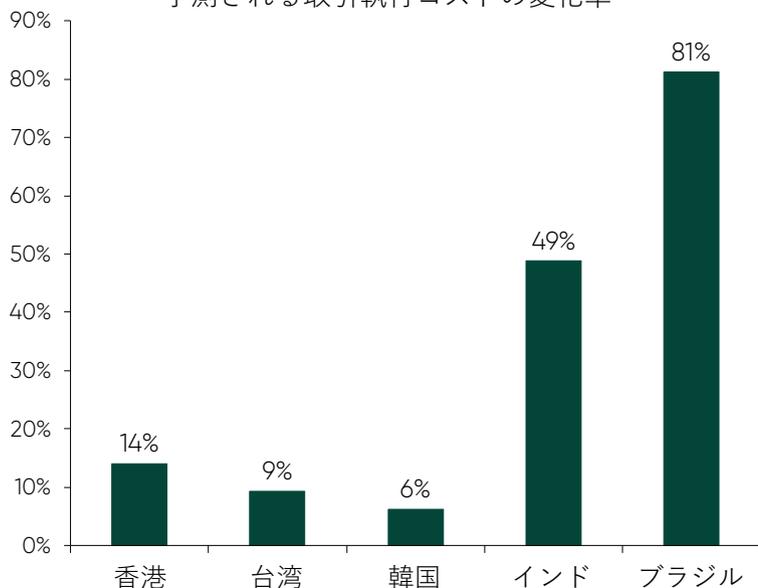
予測される取引執行コストの変化率



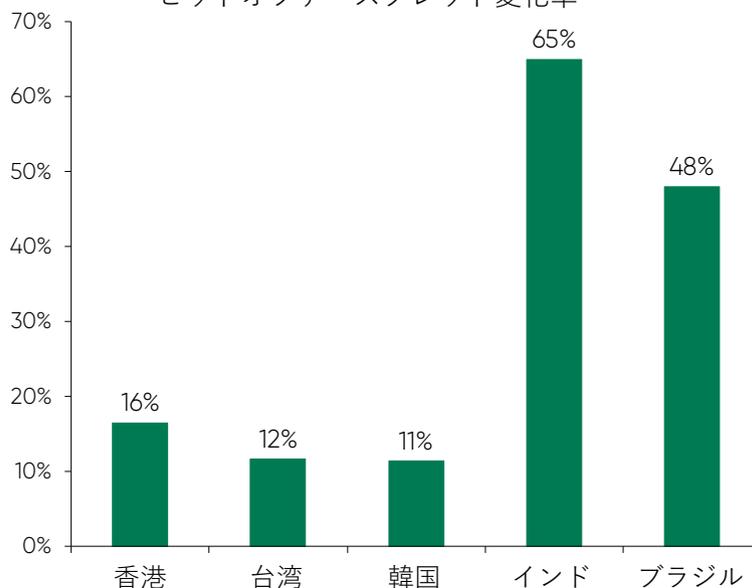
ビッドオファースプレッド変化率



予測される取引執行コストの変化率



ビッドオファースプレッド変化率

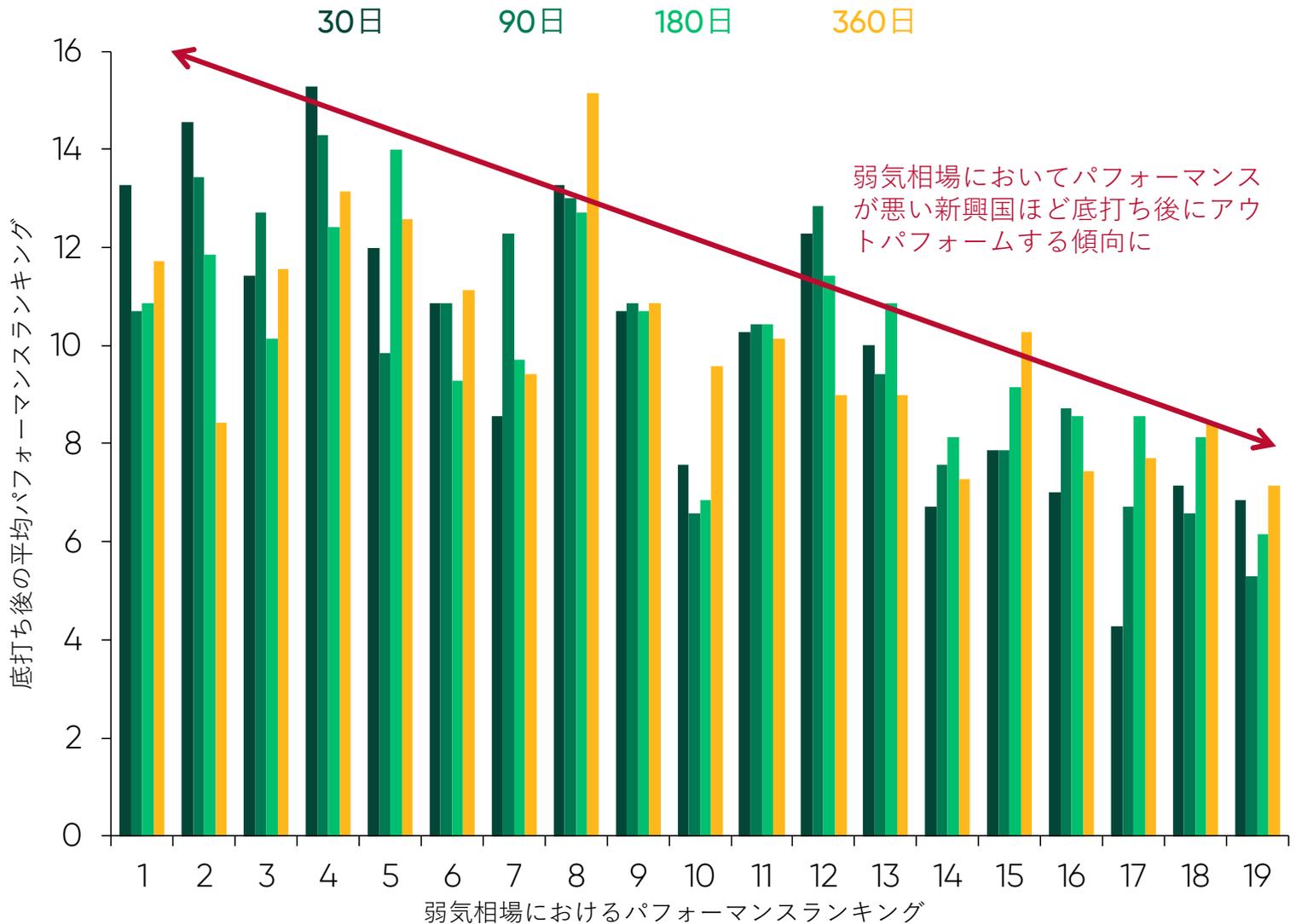


出所: Instinet。日次平均スプレッドと予想取引執行コストについて1月月間と3月第2週を比較。取引執行コストは、20日間の平均出来高の5%をVWAPで執行する場合の予想コスト。\*香港証券取引所で売買される中国H株については香港で代用。

# パフォーマンスの悪い国ほど回復が強い傾向に

弱気相場においてパフォーマンスが悪い新興国ほど、底打ち後にアウトパフォームする傾向にあります。

弱気相場 vs. 底打ち後の新興国平均パフォーマンスランキング



弱気相場においてパフォーマンスが悪い新興国ほど底打ち後にアウトパフォームする傾向に

出所: FactSet、2020年3月18日時点。弱気相場におけるMSCI EMパフォーマンスランキングおよび弱気市場底打ち後の期間における平均パフォーマンスランキング。パフォーマンスは、1997年7月9日～2019年10月24日のMSCI価格インデックスに基づく。分析結果は、2020年4月30日時点でインデックスの96%を占める19の新興諸国のデータを反映。

# 今回の下落局面後の新興国株式の回復可能性

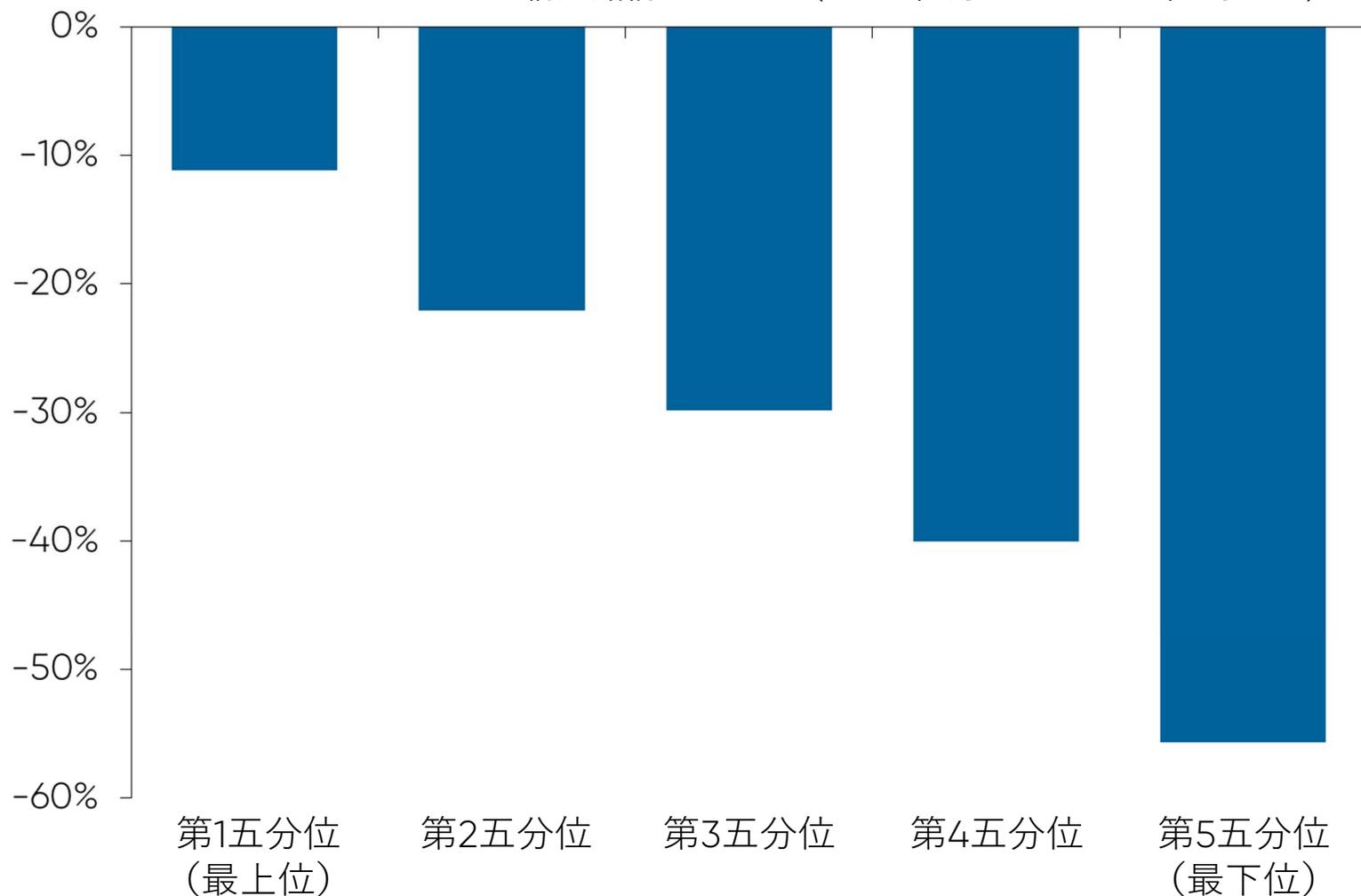
新型コロナウイルスに起因する今回の株価下落中、新興国株式のうちパフォーマンス下位5分の1だった銘柄は、上位5分の1だった銘柄の5倍近く下落しました。

上位／下位に含まれる主なカテゴリー：

上位5分の1: 中国インターネット／銀行; 韓国ヘルスケア; 一部のディフェンシブセクター

下位5分の1: ブラジル、ロシア、インドネシア、エネルギー・セクター

MSCIエマージング・マーケット構成銘柄リターン（2020年1月17日～2020年3月23日）



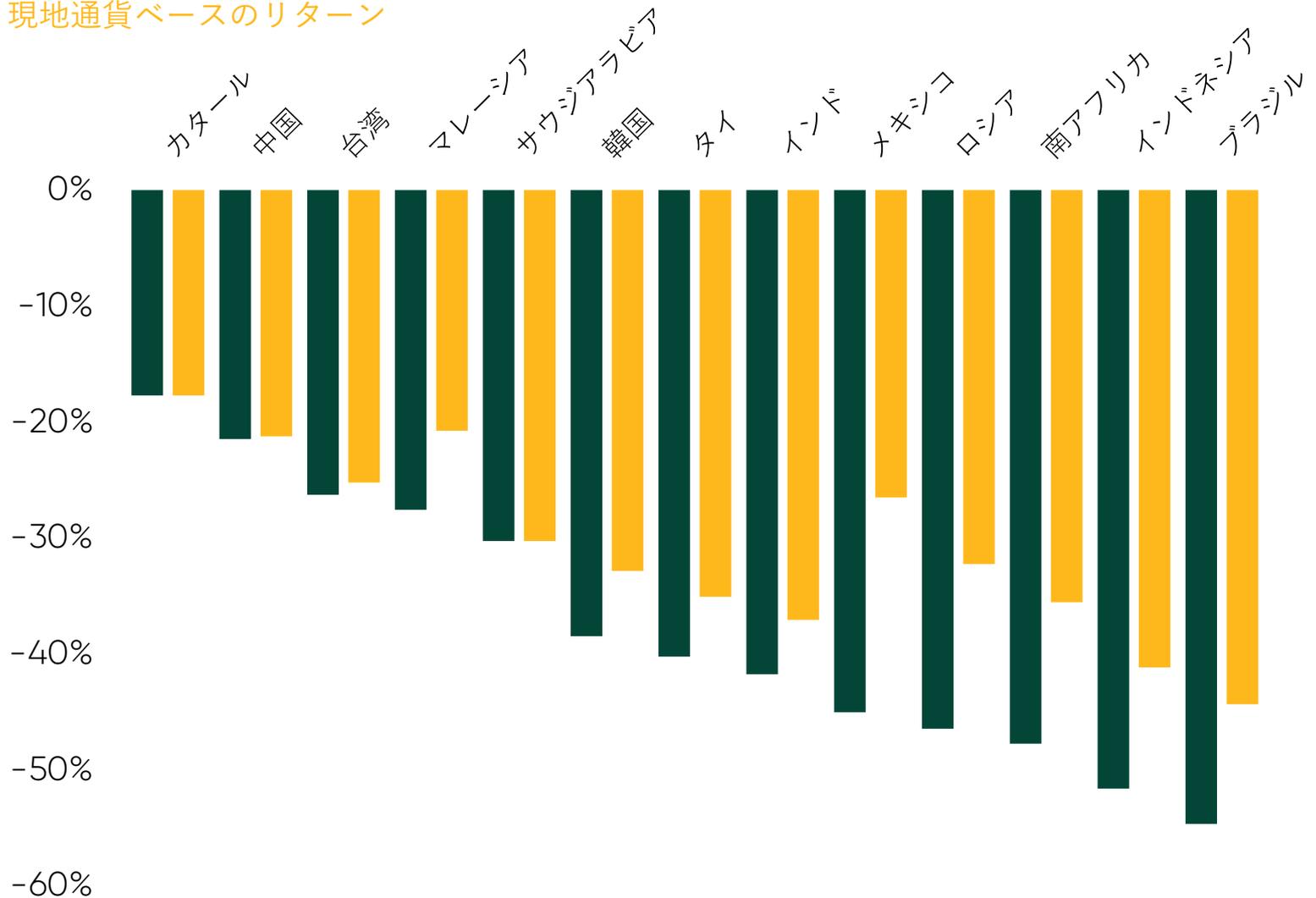
出所: FactSet。パフォーマンスおよび五分位階級は、MSCIエマージング・マーケット・インデックスの2020年1月17日から直近の市場底打ち（2020年3月23日）までのリターンに基づく。

# 米ドルベース VS 新興国現地通貨ベースリターン

投資家の安全資産への逃避は新興国通貨対比でのドル高を進行させましたが、パニック的なドル買いは市場が回復するにつれて落ち着くことが予想されます。

米ドルベースのリターン

現地通貨ベースのリターン



出所: FactSet、各国のMSCI国別インデックスのリターンを米ドルベースおよび現地通貨ベースで表示。リターンは2020年1月17日から直近の市場底打ち（2020年3月23日）まで。

# 主要なセクターポジショニング

セクターに対するFisher Investmentsの見解

- 金融システムへのストレスは和らぎつつあるが、銀行は低金利、イールドカーブ平坦化、不良債権増加という課題を抱えている
- 米国における新薬の開発と承認は、第1四半期としては記録的水準に到達
- 製薬企業銘柄は、豊富なパイプラインと新薬承認ペースの恩恵を享受
- 石油・ガス業界はすでに無駄が少ない体質になっており、直近の原油価格戦争による設備投資や雇用への影響は、前回の価格戦争発生時ほど深刻なものにはならない可能性
- 原油価格低下は、MSCI ACWI構成国の大半にとっては純便益をもたらす

# 世界各国の緊急流動性支援策は強力

今回の危機は金融市場に端を発したものではありませんが、必然的に金融市場への負荷も増しました。政策当局者は前例がないほどの流動性支援策および資本規制や会計基準の緩和で対応し、新規融資向けに多額の資金枠を創出しました。

国	緊急流動性支援策					規制・基準緩和	
	レポ市場 資金供給枠	レポ市場 資金利用額	企業直接支 援社債購入	USD スワップ	LTRO*	融資保証	新規融資枠
米国	\$1,500	\$158	\$122	(\$432)	--	\$2,100	\$4,000
カナダ	--	CAD 142	CAD 10	\$0	--	--	--
ヨーロッパ	--	--	--	\$142	€ 277	€ 1,140	€ 3,000
ドイツ						€ 400	--
フランス						€ 300	--
イタリア						€ 340	--
スペイン						€ 100	--
英国	--	£80	£7	\$27	£28	£330	£1,500
ノルウェー	--	--	--	\$2	--	100 kr	--
スウェーデン	--	--	--	\$0	--	200 kr	--
スイス	--	--	--	\$11	--	CHF 20	--
日本	--	--	--	\$215	--	¥23,000	¥12,200
オーストラリア	--	AUD 9	--	\$1	--	AUD 40	--
韓国	₩2,500	--	--	\$16	₩5,500	--	--
香港	--	--	--		--	--	--
シンガポール	--	--	--	\$6	--	--	--
中国	--	CNY 3,000	--		--	--	--
ブラジル	R\$50	--	--	\$0	--	R\$291	R\$650
インド	--	--	--		₹ 1,500	--	--
メキシコ	--	--	--		--	--	--
インドネシア	Rp100,000	--	--		--	--	--
ロシア	--	--	--		--	--	--
南アフリカ	--	--	--		--	R200	--
マレーシア	--	--	--		--	--	--
タイ	--	--	--		--	--	--
フィリピン	₱300	--	--		--	--	--
トルコ	--	--	--		--	500 ₺	--
台湾	--	--	--		--	--	--
世界合計	\$1,524	\$779	\$138	\$432	\$357	\$4,145	\$9,730

出所: Fisher Investments Research、IMF、OECD、2020年4月30日時点。金額は全て十億単位。\*LTRO = long term refinancing operations (長期リファイナンスオペ)。各国現地通貨から米ドルへの換算は、2020年3月24日の為替レートを使用。

# 銀行は健全な状態にあるが課題を抱えている

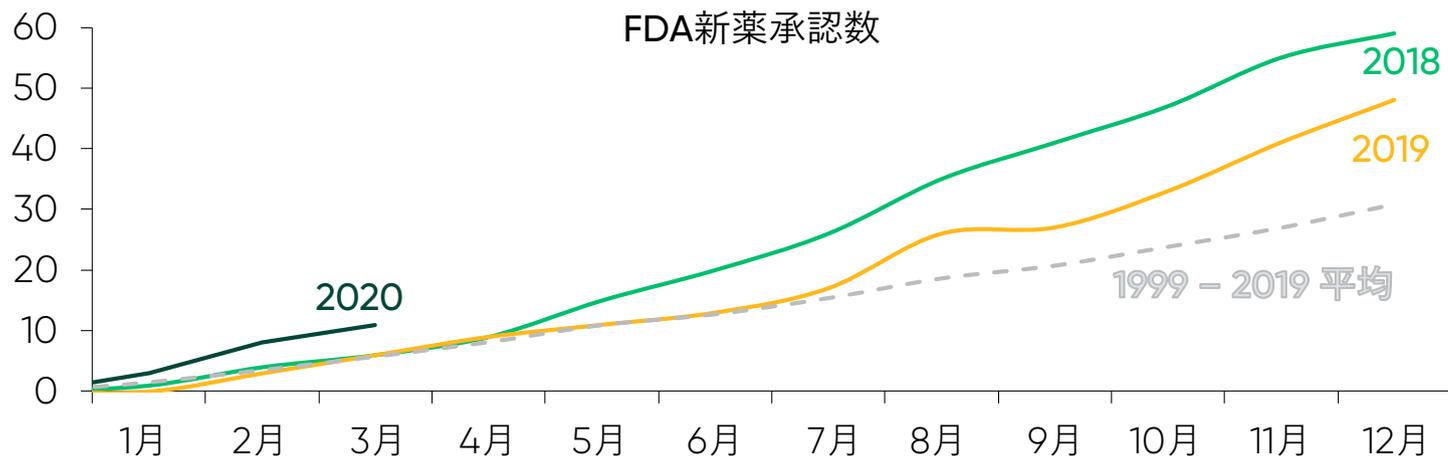
銀行の信用リスクを示す指標は今回の危機の序盤に急上昇しましたが、その後は落ち着きつつあります。しかし、不良債権の必然的な増加と低金利環境による資金利鞘への下押し圧力のため、銀行はファンダメンタルズ面での課題を依然として抱えていると言えます。



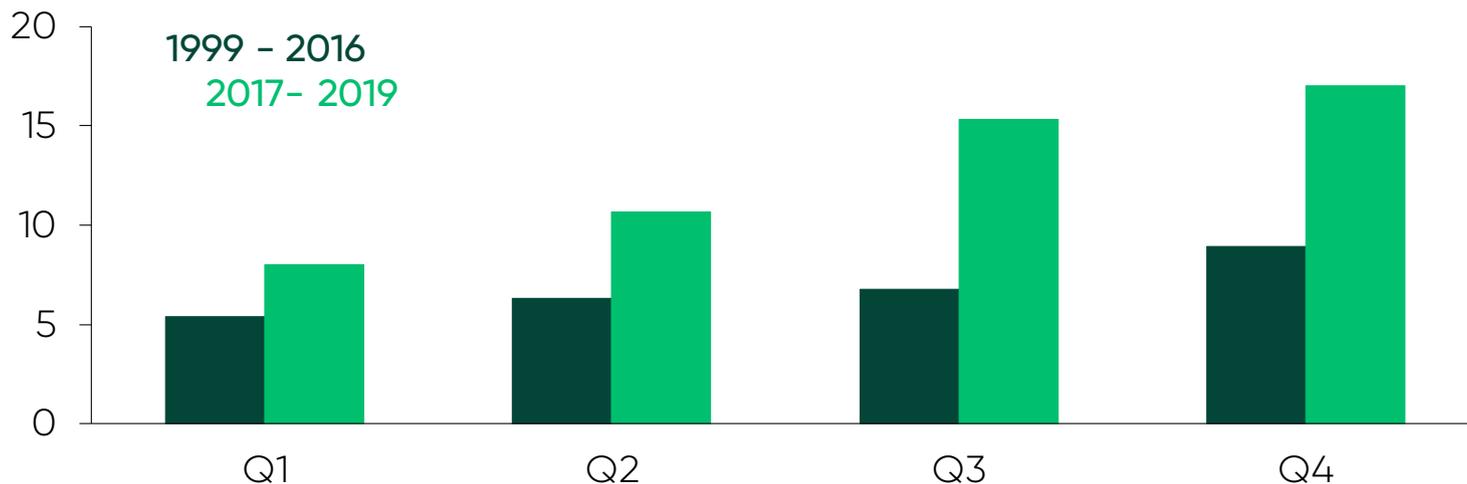
出所: FactSet。左上図: TEDスプレッドおよびFRA-OISスプレッド(リスクフリーレートに対するBPSスプレッド)(2018年1月1日~2020年4月23日)。左下図: 長期シニアバンクCDSスプレッド(米国・EMU)(ヘッジコストBPSスプレッド)(2018年1月1日~2020年4月23日)。右下図: Global Financial Data。MSCIワールド・インデックス構成国の10年物国債と3ヵ月物国債のイールドスプレッドを、四半期実質GDPで加重(2005年1月1日~2020年4月24日、GDPは2019年6月30日時点)。右上図: Bank of America Corp.、JP Morgan Chase & Co.、Wells Fargo & Co.、Citigroup Inc.、U.S. Bancorp。四半期毎の貸倒引当金および純金利収入(1999年12月31日~2020年3月31日、データは2020年4月28日時点。)

# 新薬開発、R&Dは依然として力強い

新型コロナウイルスに伴う混乱にもかかわらず、FDA（米国食品医薬品局）は2020年第1四半期中に平均以上の数の新薬を承認しました。また、2019年の新薬承認数は、2018年の記録的ペースには及ばなかったものの、過去20年間の平均を上回りました。



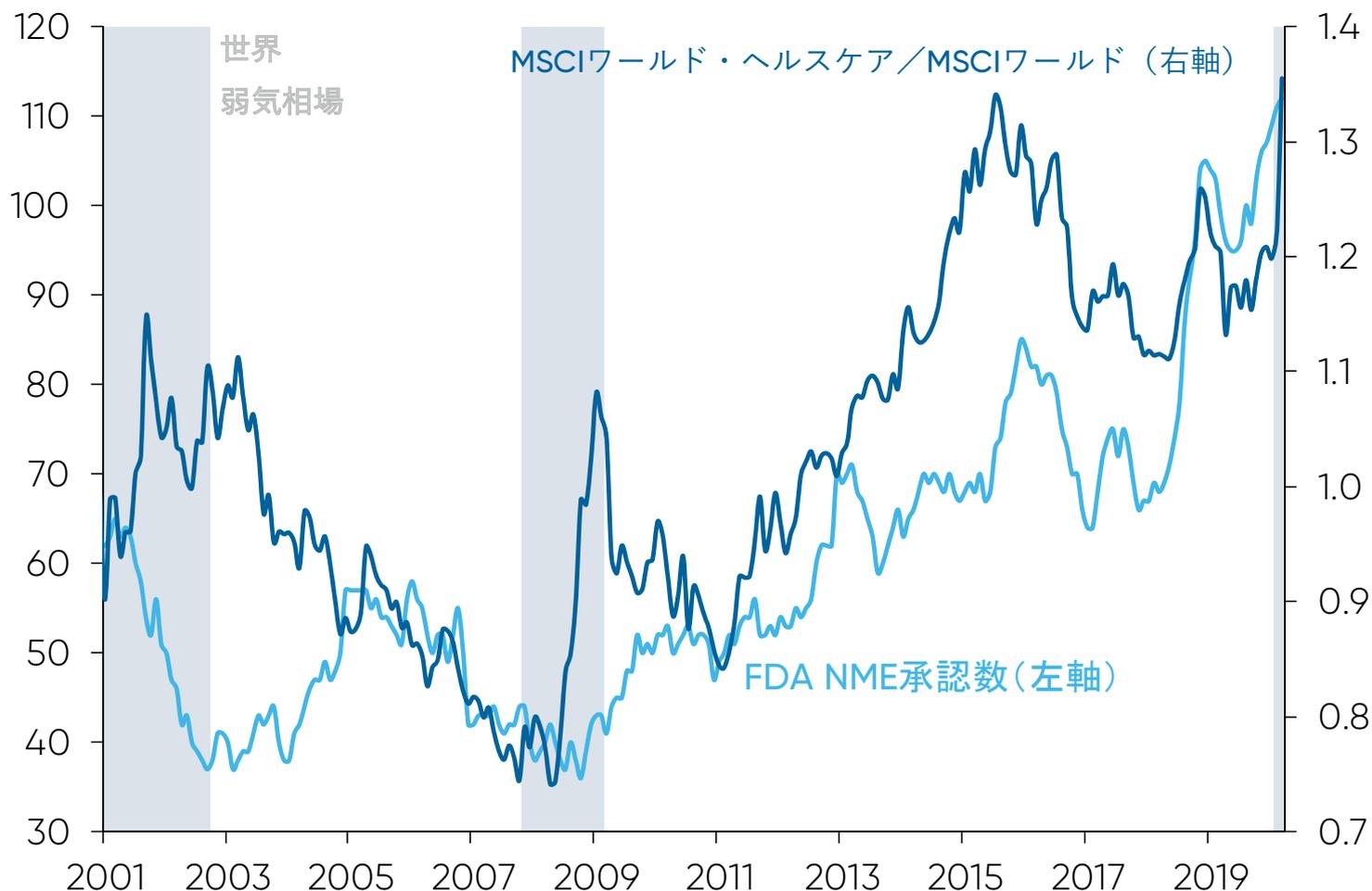
第1四半期中にFDAは11の新薬を承認しました。通常、第1四半期は新薬承認数が最も少ない四半期となる傾向にあります。



上下図出所: 米国食品医薬品局 (FDA)、FactSet。2020年3月31日時点。FDAによる新規分子成分 (NME) の新薬承認件数、2020年3月31日時点、平均承認件数は2019年12月31日時点。

# ヘルスケア・セクターは新薬承認でアウトパフォーム

今回の株価下落局面中にヘルスケア・セクターがMSCIワールド・インデックスをアウトパフォームした背景には、特にセクターのディフェンシブ特性や順調な新薬承認があったと思われます。ただし、ファンダメンタルズ面は力強い一方、2020年の米国大統領選挙を控えた政治的不透明感の拡大が向かい風となる部分もあると考えられます。



出所: 米国食品医薬品局 (FDA)、FactSet。2020年3月31日時点。過去2年間のFDAによる新規分子成分 (NME) の新薬承認件数を、MSCIワールド・ヘルスケア・インデックスの対MSCIワールド・インデックス相対パフォーマンスに対して表示。トータルリターンは2000年12月31日を1として指数化。

# エネルギー・セクターはすでに無駄が少ない

非住宅投資に占める石油・ガス・鉱業（OG&M）関連設備投資の割合はすでにサイクルの底近くにありますが、下落した原油価格が戻らなければ、さらなる割合低下もあり得ると思われます。2014年終盤から2016年初頭にかけて起きた最初の原油価格戦争時には、OG&M関連設備投資が非住宅投資に占める割合は14%から9%まで下落しました。



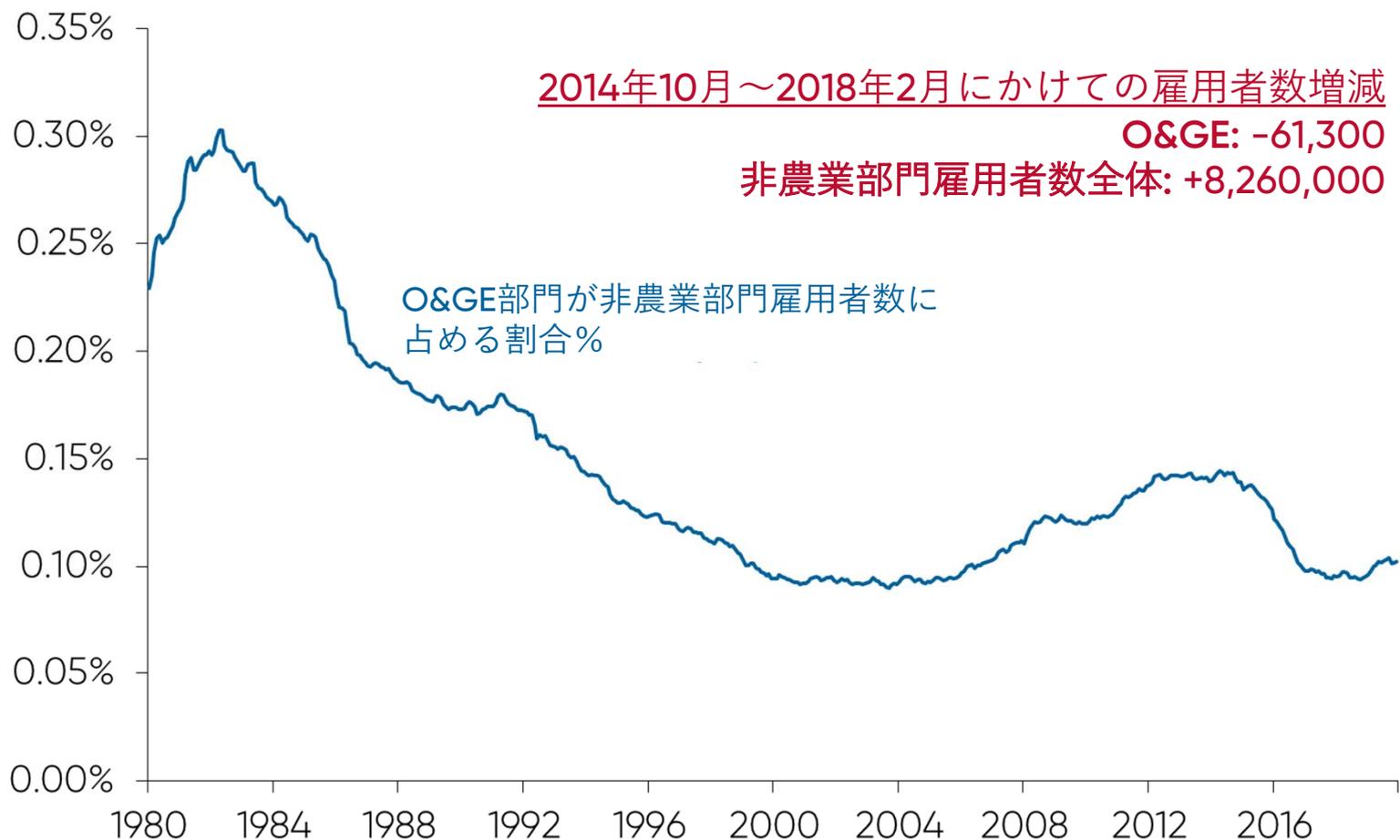
米国の石油・ガス業界はすでに無駄の少ない体質となっており、今回の原油価格下落の影響による設備投資の削減額は、前回よりもかなり小幅で収まる可能性があります。



上図出所: FactSet。Mining Exploration（鉱業探査）、Shafts & Wells Structures（シャフト・油井構造物）+ Mining & Oilfield Equipment & Software（採掘・油井設備・ソフトウェア）部門設備投資が、米国の民間非住宅投資に占める割合、1958年3月31日～2019年12月31日の四半期データに基づく。下図出所: FactSet、Baker Hughes、米国原油生産量（アラスカとハワイを除く）、米国のロータリー探掘リグ数、1988年1月1日～2020年4月17日

## エネルギー・セクターは人員面でも同様にスリム

石油・ガス採掘（O&GE）部門の雇用者数が非農業部門雇用者数に占める割合も同様にサイクルの底近くにありま。2014～16年の原油価格戦争時にはO&GE部門で約14,000の雇用が失われ、その累積減少幅は2018年2月に最大の約61,000まで膨らみま。その間、非農業部門雇用者数全体では約830万の雇用が創出されま。

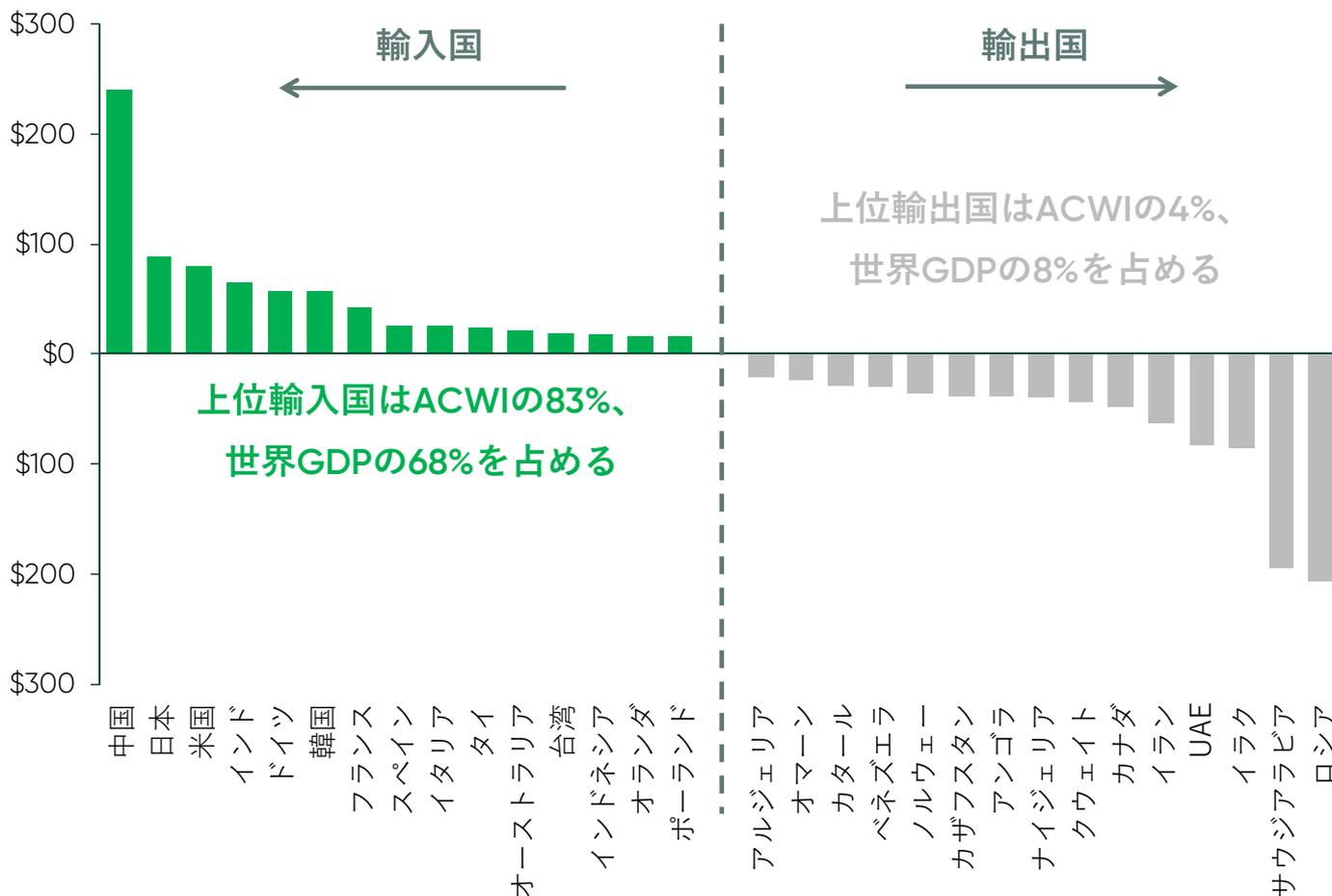


出所: 米国労働省、2020年3月31日時点。非農業部門雇用者数全体に占める石油・ガス採掘部門の雇用者数の割合を表示。

# 原油の純輸入国と純輸出国

原油価格のボラティリティが各国に及ぼす影響はそれぞれ異なります。原油収入に依存する輸出国は原油価格急落の打撃を受ける一方で、輸入国は恩恵を受けることが予想されます。全体的にみると、世界では輸出国よりも輸入国の方がかなり多くなっています。輸入上位15カ国はACWIの83%、世界GDPの68%を占める一方で、輸出上位国はそれぞれ4%、8%を占めます。新興国では、純原油輸入国はMSCI EM構成ウェイトの87%を占めます。原油価格が25%下落することで、輸入国は年間約1,990億ドルを節約できる計算になります。

原油純輸出入



出所: 国連連合貿易開発会議、FactSet、世界銀行、2020年4月30日時点。2018年の年間データ。MSCI ACWIにおけるシェアは2018年12月31日時点。

# 戦略一覧およびメリット

## インベストメント・ポリシー・コミッティー

証券  
リサーチチーム

資本市場  
リサーチチーム

資本市場  
イノベーションチーム



### 米国株式

59億ドル

米国株式▲▲▲  
S&P 500

米国小中型株コア▲  
ラッセル2500

米国小中型株バリュアー▲  
ラッセル2500バリュアー

米国小型株コア▲▲  
ラッセル2000

米国小型株バリュアー▲  
ラッセル2000バリュアー

米国小型株オポチュニティ  
ラッセル超小型株バリュアー

### グローバル株式

76億ドル

オールワールド株式  
MSCI ACWI

グローバル株式▲▲  
MSCIワールド

グローバル株式フォーカスト▲▲  
MSCIワールド

グローバル高配当利回り▲  
MSCIワールド高配当利回り

グローバル・ロング/ショート  
MSCIワールド (50%), 3ヶ月物短期国債 (50%)

グローバル小型株▲  
MSCIワールド小型株

### グローバル非米国株式

44億ドル

オール非米国株式▲  
MSCI ACWI (除く米国)

オール非米国株式グロース  
MSCI ACWI (除く米国) グロース

オール非米国株式フォーカスト  
MSCI ACWI (除く米国)

非米国株式▲  
MSCI EAFE

オール非米国株式小型株▲  
MSCI ACWI (除く米国) 小型株

非米国株式小型株  
MSCIワールド (除く米国) 小型株

### 新興国/フロンティア市場株式

117億ドル

新興国市場株式オールキャップ▲▲  
MSCI新興市場IMI

新興国市場株式▲▲  
MSCI新興市場

新興国市場小型株▲▲  
MSCI新興市場小型株

新興国・フロンティア市場株式  
MSCI新興国+フロンティア市場株式

フロンティア市場株式▲  
MSCIフロンティア市場

全ての戦略は、SRI（社会的責任投資）、ESG、あるいはインパクト投資の要素を加味してカスタマイズ可能です。

SRI▲ ESG▲ インパクト▲は、運用中の既存戦略があることを表しています。

## 必要を満たす投資プロセス

- トップダウン・アプローチを3つの重要な投資意思決定に適用し、超過リターンが得られる確率を最大化

## 補完的ポートフォリオ

- 手法とスタイルによる分散投資

## 経験

- インベストメント・ポリシー・コミッティーのメンバーのFisher Investmentsでの平均経験年数は25年

資産運用残高は、2020年3月末現在のFisher Investmentsおよびその完全子会社が委託された資産額です。「年数」は、Fisher Investmentsが個人事業主として設立された1979年からの日数を用いて計算しています。

# 開示事項

本資料はFisher Investments Japan と Fisher Investments の一般的見解を示すものであり、個別の投資アドバイスではありません。

Fisher Investments Japan（以下、「FIJ」といいます）は金融商品取引業者として金融庁へ登録されています。FIJは投資運用業務を日本のお客様へ提供します。FIJは、運用業務の一部をFIJの親会社であり、Fisher Investments の名でビジネスを行っているFisher Asset Management, LLC（以下、「FI」といいます）へ委託し、又は、お客様の資産を、FIが運用を行うファンドへお客様の同意の下に投資します。FIは、米国の投資顧問業法に基づいて米国証券取引委員会（US SEC）に登録されている独立系投資顧問会社です。また、FIJは、日本で投資運用業を行うライセンスを有するお客様に対して、FIの提供する投資運用業務に関し、契約締結の媒介を行います。本資料は情報提供のみを目的として作成されており、FIJから直接受領されたお客様限りでご利用ください。本資料は秘密情報を含むため、FIJの書面での事前承諾なしに、複製、転写、転送等を行うことは禁じられております。本資料は、法務、税務、投資その他のアドバイスを提供するものではなく、また、特定の有価証券の売買を推奨するものではありません。本資料は、いかなる有価証券の取得の申込みの勧誘又は売付けの申込み若しくは買付けの申込みの勧誘を行うものではありません。

本資料の内容は、本資料の配布時期やお客様の投資のタイミングにかかわらず、作成した時点のものであり、FIJは情報を最新のものに更新する責任を負いません。また、FIJが信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、完全性について保証するものではありません。証券投資には損失のリスクがあります。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、将来に同様の運用成果が得られるとは限りません。運用成果は流動的なものです。いかなる運用戦略においても、その運用成果を保証することはできません。

株式市場への投資結果は大きく変動する可能性があります。投資結果は、経済の不透明さや利率、物価指数、与信状況、法改正や政治環境など、一般的な経済情勢や市場環境によって大きな影響を受ける可能性があります。これらの要因は、有価証券の価格や投資の流動性に影響を与える場合があります。低い流動性のために、特定の投資対象物の売買ができず、投資対象物の価格に影響が出ることがあります。為替相場や換算レートの変動が投資効果を減少させる可能性もあります。小型株や中型株への投資は、より市場環境の影響を受けやすくなり、より大きな価格変動にさらされる可能性があります。新興市場への投資には、より高いリスクがあります。社会的、政治的、経済的な安定性に欠けており、証券市場が狭く、取引量も少ないため、流動性が低く、投資対象物の価格がより大きく変動する可能性があります。法的な制度も整っていないためです。これらのリスク要因は、同時に複数組み合わさって生じる可能性があります。

本資料に運用報酬に関する記載が含まれる場合、当該報酬は弊社の標準的な報酬のサンプルです。実際の運用報酬は、運用戦略や運用資産額に基づいて決定され、お客様との契約書に消費税相当額とともに記載されます。

## Fisher Investments Japan

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2766号  
一般社団法人日本投資顧問業協会加入

# FISHER INVESTMENTS JAPAN™

〒106-0032 東京都港区六本木一丁目9番10号アークヒルズ仙石山森タワー26階  
代表: (03) 4590-0160・ファックス: (03) 3583-1965・電子メール: FisherInstitutionalJapan@fisherinvestments.jp

Fisher Investments Japan  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2766号  
一般社団法人日本投資顧問業協会加入