

2020年1-3月期のレビューと見通し概要

ポートフォリオ・テーマ

- 継続して比較的大型で高い質を持つ企業銘柄への選好を維持します。今後の市場見通しに対する分析・評価次第では、より小型のシクリカルな企業銘柄への選好へと変更する可能性もあります。
- 過去の市場サイクルでは、強気相場を牽引したカテゴリーがその後続く弱気相場ではアンダーパフォームする事例が多く見られました。しかし、今回の弱気相場はそれとは異なり、これまで市場を牽引してきた大型のテクノロジー株が弱気相場中も比較的良好に持ちこたえています。そのため、今回の弱気相場からの回復局面が、従来と同様に小型バリュー株が牽引する新たな強気相場という形になるかどうか、まだ確信するには至っていません。

市場見通し

- 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を注視:** 今回の歴史的な株価下落速度は、各種企業や機関が新型コロナウイルス感染拡大に対して過去に例を見ない程の速さで反応していることによる経済的影響と不透明感を反映しています。
- 株価は経済回復に先行する傾向:** 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考えられます。
- 迅速なものになると予想される最終的な回復局面:** 株価急落の後はV字回復を見せる傾向にあり、投資家はV字の右側、回復時の傾向という明るい側面に備えるべきです。

1月に史上最高値を更新した直後、記録的な速さで弱気相場入りし、世界の株式は1-3月期で-21.4%と急落しました。ⁱ 今回の突然の株価下落は、新型コロナウイルスが自身の健康、家族や友人、所属コミュニティなどにもたらす影響に対して社会が抱く当然の不安とも相俟って、世界の、そして市場の隅々にまで恐怖を拡散しました。市場分析に際しては、このような感情的側面を切り離して考えることが、困難ですが極めて重要です。本稿では今後の株式市場がどのように反応すると予想されるかに焦点を当てます。

パンデミックによる弱気相場入りは、過去に例がありません。また、パンデミックに対して、社会が自発的に経済活動を停止して対応したこともありません。公衆衛生の観点でこうした措置が奏功したかどうかは、後になってみないとわからないと考えられます。とはいえ、新型コロナウイルス感染症、それに伴う人的犠牲や精

神的苦痛、そして各種企業や機関の反応によってもたらされた経済の低迷、これらは世界的な悲劇と言えるでしょう。

Fisher Investments ではお客様に対する責任を真摯に受け止め、国や地域のガイドラインでも必要不可欠と定められている金融事業を行う企業として、現在のようないきなり厳しい状況においてもお客様のニーズを満たすことができるよう懸命に努めております。そして、資産運用会社として、Fisher Investments では今後の見通しに目を向けることが非常に重要であると考えています。そのためには、感染症と経済を切り離して考慮することが必要であり、またそれらとは別に資本市場分析を進めるなかで、その区別をさらに明確にしていくことが必要だと考えています。多くの投資家は、感染症、経済、資本市場の3つを過度に結び付けてしまい、これらが密接な相関関係のもと同調して動く傾向にある

ⁱ 出所: FactSet、2020年4月7日現在。税引後配当金を含む2019年12月31日から2020年3月31日までのMSCI オール・カントリー・ワールド・インデックスのリターン (米ドルベース)。

と考えがちです。1-3月の株価急落がいかなる経済的低迷の発生よりも先行したように、株式市場はほぼ誰も予測できないような要素を織り込んで動きます。同様に、回復局面についても、感染者数や死亡者数、あるいは経済統計などのデータが示すよりも前に、株式市場は回復局面の到来を織り込むものと考えます。例えば、そのようにして株価はほぼ常に景気後退が終わるよりも前に、時にはかなり早い段階で、底を打ち、そして上昇してきました。

今回の株価下落の速度と激しさは、非常に衝撃的なものでした。株価が大きく下げた日はパニックが高じ、多くの投資家はリアルタイムで刻一刻と変わる展開に過度に釘付けになりました。Fisher Investmentsでは、株式市場が向こう数ヶ月間を見越し、さらに先の3~30ヵ月後という時間軸でのシナリオを予期して通常動くという点を踏まえ、今後の見通しを分析していきます。比較的明るい新型コロナウイルス後の世界を思い描くことは、難しくありません。ウイルス禍の最後はワクチンの登場です。その時は訪れるでしょう。ワクチンは精密に研究され、進展とともに幅広く記録が残されていくでしょう。しかし、株価は、ワクチンが量産されるよりもずっと早く、株式市場が通常見通す3~30ヵ月という時間軸内において回復に向かうと思われま

す。たった数ヵ月前まで、新型コロナウイルスは研究者に知られてすらいませんでした。そして、その多くのことは未だわかっていません。政府が義務付けているソーシャル・ディスタンスや新型コロナウイルス封じ込めに向けたガイドラインはまもなく失効してしまうのでしょうか、それとも、世界各国政府はそうした措置を再延長するのでしょうか。経済活動の大部分に影響する地域単位で課された制限の方が、政府が中央集権的に決定した方針よりも長く継続されるのでしょうか。欧州では感染率が低下して通常の生活が再開するのでしょうか、あるいは封じ込めに向けた努力が長く続くのでしょうか。新興国市場は先進国市場と比較してどの程度の影響を受けるのでしょうか。

こうした疑問に今この瞬間に答えることは誰にもできませんが、全ての結果や解決策はいずれわかるでしょう。しかし、それよりもずっと前の段階で、株価は上昇すると思われます。今回の弱気相場の原因は特殊なものです。株式市場は従来通り経済の先行指標として機能しています。この弱気相場は、企業や機関の反応に起因する経済収縮がいかなるデータによって確認されるよりもかなり前に訪れました。そして同様の速さで、データに経済回復の兆しが現れるよりも先に、弱気相場は素早く終焉する可能性があります。

景気後退を伴うほぼ全ての弱気相場では、それに先立つ景気拡大期の過剰分を是正するために景気後退が必要です。2000~2002年が好例でしょう。問題点を正し、次の経済拡大期に向けた素地を形成するには時間がかかります。しかし、現在の経済収縮は状況が異なります。弱気相場移行前に広範にわたる過剰状態やバブルは観測されていませんでした。反対に経済は力強く、強気相場は活気に満ちていました。

新興国市場も1-3月期は先進国市場と同様の展開となり、-23.6%の下落となりました。ⁱⁱ（中国や韓国のように）新興国の中には新型コロナウイルスに関して最悪期を脱したと思われる国もありますが、その他多くの国はまだ感染拡大のもっと早い段階にあり、まだデータでは経済低迷の兆候すら現れていません。ただし、新興国各国政府は、来るべき経済的影響に対する政策対応をただ待っているわけではありません。多くの国では、ウイルス関連での経済的損失を緩和すべくあらゆる金融・財政政策を発表あるいは導入しました。例えば、中国は1,700億ドルに上る減税および支出を承認、韓国はウイルス封じ込めと影響を受けた事業および個人を支援するための対策を複数可決、ブラジルは290億ドルの社会支出計画を承認しました。中国、韓国、インド、ブラジル、その他の新興国では、利下げや銀行に対する準備預金率引き下げ、貸出基準緩和を含む金融政策も導入されています。

今回の経済収縮は企業や機関の反応に起因するため、従来の景気後退と同様に扱うことはためられます。

ii 出所: FactSet、2020年4月7日現在。税引後配当金を含む2019年12月31日から2020年3月31日までのMSCI エマージング・マーケット・インデックスのリターン（米ドルベース）。

この経済収縮が長く続くならば、先を見越して回復期に最も好パフォーマンスとなる傾向にある、よりシクリカルなカテゴリーへポートフォリオを変更するのが良いかもしれません。しかし、急峻ながらも短期の経済収縮で終わるのならば、そして株価も長期の弱気相場というよりは大規模な市場調整局面の際に通常見せる動きと同様の動きをするのならば（これまでのところそのように動いていますが）、今回の株価下落前まで市場を牽引していた高い質を持つ成長企業銘柄が、引き続き株価回復を主導するだろうと考えています。現在まではそうした動きを見せており、Fisher Investments の各戦略は既に高い質を持つ成長企業銘

柄といった特性を重視したポジショニングで運用されているため、下落期間においても各ベンチマーク対比でよく持ちこたえています。今後も引き続き状況を注視してまいります。

最も重要な点として、ぜひ覚えておいていただきたいことがあります。それは、日々状況は変化するものの、市場の機能は不変である、ということです。株式市場は、ほとんどの投資家が予期できるよりもずっと先に、回復を織り込むでしょう。パニック発生から12~18ヵ月後にはリターンは回復しているのが、典型的な傾向です。

Fisher Investments Japan 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、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います。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場合があります。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、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、同時に複数が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