

2020年第2四半期（4-6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で及び底値からの回復序盤でも比較的良好に持ちこたえています。そのため、今回の回復局面が、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

- 株式市場は新たな強気相場に突入した模様:** 3月終盤からの株価急回復は、株式市場が将来の経済回復を見越して形成される新たな強気相場であると考えられます。
- 株価は経済回復に先行:** 株価は先行指標として機能し、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、回復を始めました。
- 強気相場序盤は悲観の中で始まる:** 新型コロナウイルス第二波を巡る悲観が広まり、ポジティブな経済データに注目が集まらない状況では、ボラティリティはあるにせよ、さらなる株価上昇の可能性は高いと考えます。

世界株式市場は、第1四半期で歴史的な低パフォーマンスとなった後、第2四半期には19.2%上昇し、歴史的な高パフォーマンスを見せました。ⁱ なお、年初来では-6.3%の下落となっています。ⁱⁱ 同様に、主要新興国・先進国が新型コロナウイルスに伴うロックダウンの緩和を進め、その状況が明確になる中で、新興国市場(EM)の株式は第2四半期に18.1%上昇しました。ⁱⁱⁱ 株式市場は現在、回復の序盤にあると考えられますが、今後の動きは不確かです。当社では引き続き複数の要因を注視していますが、ここから株式市場が優れたパフォー

マンスを見せない理由はほとんど見つかりません。

第1四半期レビューでは、以下のように述べました:「たった数カ月前まで、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。... 欧州では感染率が低

i 出所: FactSet、2020年6月30日時点。税引後配当金を含む2020年3月31日から2020年6月30日までのMSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスのリターン。

ii 同上。税引後配当金を含む2019年12月31日から2020年6月30日までのMSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスのリターン。

iii 同上。税引後配当金を含む2020年3月31日から2020年6月30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。

iv 同上。税引後配当金を含む2019年3月23日から2020年6月30日までのMSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスのリターン。

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。... 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ふ。」当時、株式市場は3月23日の底打ちから1週間後の段階にありました。そこから第2四半期末までに、株価は33.0%上昇とV字回復し、世界中で多くの投資家を驚かせました。^{iv}

この回復は新たな強気相場の始まりと考えますが、通常の強気相場の初期段階というよりは、非常に大規模な市場調整からの回復局面のような動きを見せています。しかし、これを確信するには時期尚早であり、今後の市場の動きが確定していると言いたいわけではありません。しかし、市場が再び大幅下落するよりは、価格変動を経ながらも上昇を続ける可能性の方がはるかに高いと考えます。第1四半期レビューで述べたように、比較的迅速な経済再開は市場回復を加速させ、スピード感があり市場リーダーシップの交代を欠いた、市場調整時に類似した株価回復が引き起こされるでしょう。そして、そうした状況が現在展開していると思われまふ。

現在の市場心理は、強気相場の序盤で典型的に見られるものとなっています。ほとんどの投資家が株価回復に懐疑的です。ケン・フィッシャーが最近執筆したコラムで強調しているように、評論家達はポジティブな要素を目の前にしても、これを不安定・一時的なものとして退けてしまいます。ケン・フィッシャーは、こうしたマインドセットを「不信による悲観(Pessimism of Disbelief)」と名付けました。多くの人が第2四半期GDPや企業収益の極めて厳しい予想を目にし、政府や中央銀行による大規模救済策の影響で株価がつり上がって現実離れした水準にあると考えています。また新型コロナウイルスの感染者数増加が株価に反映されていない、と訴えます。しかし、株価が先行指標であるという単純な事実を理解している人はほとんどいません。株式市場は通常、3~30ヵ月の時間軸におけるシナリオを見越して動きます。史上最速で突入した弱気相場にあって、株式市場はこの時間軸でも特に近い将来のシナリオに焦点を向け、ロックダウンにより経済

活動が突然急激に縮小することを株価に織り込みました。しかし、この現実が周知のものとなると、株式市場は焦点を移しました。弱気相場規模の株価急落を受けて悲観的観測が広がる局面で通常見られるように、株式市場は3~30ヵ月の時間軸でも遠い将来、つまりワクチンや、あるいは自然に感染者数が漸減したことで新型コロナウイルスが過去のものとなった時点へと焦点をシフトしたのです。

既に、ロックダウンの緩和によって経済回復の兆しが出始めています。ロックダウンで経済成長が停止するまでファンダメンタルズには問題がなかったことを考慮すると、これは当然と言えます。この経済回復に多くの人が注目する一方、回復が続くと考える人は少ないです。複数の州や国が経済再開計画を一時停止あるいは撤回までする中、再ロックダウンに対する懸念は残ったままです。ロックダウンが再度広範囲に渡り実行された場合は株式市場に深刻な影響が及び得ますが、このシナリオが実現する可能性は低いといえます。重要なのは、ほぼ全ての投資家がこのシナリオを考慮しており、株式市場は既に新型コロナウイルス感染再拡大の可能性を概ね織り込んだと思われることです。弱気見通しを正当化するには、広く議論されておらず、株価に織り込まれていないネガティブ要素が展開する必要があると考えますが、そうした要素は確認できません。

11月の米国大統領選挙も多くの注目を集めています。世論調査では、民主党の候補指名が確実視されるジョー・バイデン前副大統領がトランプ大統領を大きくリードしています。しかし、選挙結果を予測するのは早計だと考えます。実際、民主党圧勝から共和党圧勝に至るまで様々な可能性があり、現段階ではまだ特定の結果に絞ることは難しいでしょう。

欧州では、1兆8500億ユーロに上るEU予算案が注目を集めています。これは、2021~27年を対象とした長期の予算案です。中でも重要な項目として、新型コロナウイルスに伴う救済措置である5000億ユーロの返済不要な補助金及び2500億ユーロの融資がありますが、これらの一部は新たに発行されるEU共同債によって賄われる予定です。これは、EU諸国の財政統合に向

けた大きな一歩と言えるでしょう。新型コロナウイルス救済措置効果による短期的恩恵と、EU 諸国の統合深化による長期的恩恵という両面で、メディアはこの展開を前向きに捉えました。しかし、当社ではこの予算案の可決・否決によって欧州の経済回復に大きな影響が及ぶとは考えていません。また、英国は「UK グローバル・タリフ」(UKGT) という関税制度を発表しました。これは世界貿易機関 (WTO) の条件でブレグジット後の関税を詳述したものです。同制度では、自動車や農業などいくつかの産業では関税が維持されますが、全体的には EU 外諸国との自由貿易を促進する内容となっています。また、仮に「合意なき離脱」に至った場合でも、UKGT の各種条項が EU に対して適用されることから、ブレグジットに伴う状況がより明確になったと言えます。これは最終的に、懸念されていた英国の保護貿易主義強化とは大きく異なるものであり、「合意なき離脱」を巡る不透明感が取り除かれたことはポジティブな展開だと考えます。

新興国市場では、中印国境紛争地域で軍事衝突が発生したことで 6 月に一時的に緊張が高まり、これら核保有国間での対立深化への懸念が生まれました。しかし、現在は両国とも緊張緩和に向けて注力している模様です。さらに、ブラジルでは 5 月にジャイル・ボルソナーロ大統領の弾劾を求める声が高まりました。この背景には、政府の新型コロナウイルスへの対応に関する批判に加え、ボルソナーロ大統領が味方を就任させるべく連邦警察署長を解雇したとするセルジオ・モロ前法相による訴えがありました。現在、議会もボルソナーロ大統領も新型コロナウイルスへの対応に追われている状況です。新興国株式市場は 6 月に急上昇しましたが、上昇速度は今後減少する可能性があり、また各国のさらなる経済再開は政治決定次第ですが、それは予測困難です。しかし、この株価回復は新たな強気相場の始まりであり、先進諸国における同様の動きと並行して展開しているものと考えます。

セクター及びスタイルに関しては、概ね予測通り展開しています。第 1 四半期に株価が下落した際、市場の動きは、終盤に激しい値動きを伴う下落基調を呈する長期の弱気相場ではなく、市場調整局面で通常見られるものに近いと述べました。ただ、規模的には市場調整より遥かに大きいものでした。そのため、当社では、直近の強気相場の成熟を牽引したカテゴリーである情報技術 (IT) 及び関連業界の大型成長銘柄が今回の株価回復も牽引すると考えました。同時に、弱気相場が継続した場合に限り、より小型のシクリカルな銘柄ヘリダーシップが変更すると考えました。これまでのところ、グローバル株式市場では想定通りの動きが見られています。過去のデータに基づき、小型バリュー銘柄が株価回復を牽引するという意見が多かったものの、一貫してそのような展開が見られたわけではありません。下落前まで市場を牽引していたカテゴリーの下落幅は市場全体の下落幅よりも小さく、また同カテゴリーが今回の株価回復局面も牽引することになりました。もちろん、そうした基調に反する動きが数日や数週間見られたときもありましたが、全体的にみると、大型で高い質を持つ銘柄がアウトパフォームしました。当社では今後もこの基調が継続すると考えていますが、引き続き状況を注視しています。

リスクは常に存在し、弱気相場からの回復がスムーズに展開することは稀です。しかし、これほどまで大幅に回復した市場が再び下落し、3 月の底値を再度試すことがあった場合、それは歴史的に異例なことです。多くの人が悲観的観測を持ち続けていますが、当社ではこれを、強気相場序盤を特徴付ける悲観として捉えています。ポジティブな経済データに対して懐疑的な見方が大勢を占め、第二波を巡る懸念も広まっている状況を鑑みると、さらなる株価上昇の可能性は高いと考えます。

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、Fisher Investments Japan Limited の支店であり、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 Limited

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