

## 2020年第3四半期（7-9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。

初期段階にある強気相場は第3四半期中も継続し、MSCI ACWIは史上最高値を更新しました。9月に入り株価は乱高下したものの、現在のような強気相場序盤に見られる通常のボラティリティだと考えます。全体的には、世界株式市場は第3四半期中に8.1%上昇<sup>i</sup>し、年初来では1.4%上昇<sup>ii</sup>となりました。注目すべきは、2020年は弱気相場が発生し、また我々人類も多くの困難に見舞われたにもかかわらず、株式リターンはFisher Investments（以下「FI」）の通年予想（2019年第4四半期レビュー内で詳述）に概ね沿う形で進んでいることです。もちろん、驚異的な速さで弱気相場入りした後記録的な速さで回復するという展開は予想外でしたが、多少のプラスリターンになると予想していました。

パンデミック、様々な自然災害、市民蜂起、事業閉鎖、失業、その他多くの出来事に見舞われ、今年は苦しい年

です。しかし、株式市場は回復力に富み、こうした出来事にも無関心で、決して優しく気遣ってくれる存在ではありません。その冷淡さ故に、現在のような混乱期にあっても株価は上昇できるのです。

これからの数ヶ月間にわたって不透明感に対峙するに際し、この点を覚えておいてください。今後懸念は、あらゆる側面が高まります。まずは米国大統領選挙で、両党による票の数え直しや法廷闘争は言うに及ばず、結果確定が遅れる可能性が高いでしょう。新型コロナウイルス感染拡大第二波への不安も大きく、各種制限を強化し始める地域も出る中、ロックダウンの再来を多くの人が見込んでいます。また、評論家は、米国運輸保安庁が発表する保安検査場通過人数やレストラン予約数、小売店来客数といった高頻度で公表されるデータを引用し、経済回復がすでに勢いを失いつつあると警

i 出所: FactSet、2020年10月1日時点。税引後配当金を含む2020年6月30日～2020年9月30日のMSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックス（MSCI ACWI）のリターン。

ii 同上。2019年12月31日～2020年9月30日のリターン。

告しています。地政学面では、米国大統領選挙の結果に関わらず、多くの投資家が米中対立の行方を注視しています。直近、中東で起きた国家間勢力・秩序の再編に対しても同様です。FI では、これらのリスクをどれも否定しませんが、株式市場は、可能性ではなく、専ら確率に基づいて動きます。現在の投資家の心を占めている懸念材料は妥当性の点で幅広いものの、大半は強気相場における懸念の壁を構築する煉瓦のようなものだと考えます。

それには米国大統領選挙も含まれますが、本稿執筆時点では勝敗予測ができない接戦となっています。いずれかの候補者の圧倒的勝利とならないかぎり、郵送票の存在や票の数え直し、また法廷闘争の可能性もあり、選挙当日夜はおろか、その後数日経つまでは結果がはっきりしないかもしれません。しかし、最終的には勝者は決まります。不透明感は後退し、大統領選挙年および就任年における通常の株価の動きとなるでしょう。前四半期のレビューで述べましたが、歴史的にみると、ジョー・バイデン氏が勝った場合の株式リターンは2020年は比較的低位に留まるものの、2021年は力強いものになると思われれます。一方、ドナルド・トランプ大統領が勝った場合、2020年が高リターンとなる反面、2021年は低位になると見込まれます。

10月1日、トランプ大統領が新型コロナウイルス検査で陽性となったことが判明し、英国のボリス・ジョンソン首相やブラジルのジャイル・ボルソナーロ大統領などに続き、新型コロナウイルスに感染した各国首脳の一人に加わりました。米国大統領選挙にとっては新たな変動要素であり、短期的な不透明感は増すものの、最終的な選挙結果やトランプ大統領の職務遂行可否に大きく影響するかは、現時点ではわかりません。ただし、連邦政府は巨大組織であり、日々の基本的な政府活動は大統領の直接的な関与を要しません。さらに、アメリカ合衆国憲法は大統領職の継承順位や権力移譲につい

て明確に定めており、その点で不透明感は減少すると考えます。

9月の株式市場が再び荒い値動きとなり、特にIT銘柄が株価下落を主導したことを、世界の投資家は不安視しました。これまでの市場回復は過大評価されたITおよび類似銘柄のみが牽引したもので、必然的に訪れる株価反転時には大幅下落となる、とする一部意見の下支えにもなりました。しかし、データはそれとは逆のことを示しています。値動きが荒くなり始めた9月4日までに、およそ3,000銘柄あるMSCI ACWI構成銘柄のうち95%が3月23日の市場底打ち以降はプラスリターンとなっており、77%は株価が20%以上も上昇しています。<sup>iii</sup> IT銘柄および類似のFANG銘柄（Facebook、Amazon、Netflix、Google）を除いた米国株式は46.9%上昇、また欧州大陸株式（除くIT）は42.9%上昇で、強気相場が幅広い銘柄に支えられていることの証左と言えるでしょう。<sup>iv</sup> 直近のボラティリティは、強気相場で前回高値を更新した後によく見られる市場の動きだと考えます。株価が一気に上昇する前に上下するのは普通のことです。また、強気相場序盤の数ヶ月間に、最初のV字回復を経た後に値動きが荒くなったり、場合によっては調整局面が訪れたりすることも、通常と言えます。

市場は大幅回復を経て勢いを失っているため今後は低位あるいはマイナスリターンになるという意見についても、データは逆のことを示しています。1928年以来、米国株式市場では5ヶ月連続プラスリターンを記録したことが34回あり、その大半は、今回の回復局面のように、弱気相場や調整局面での底打ち後に起きています。また、その後の6、12、18ヶ月リターンも80%以上の頻度でプラスとなりました。これは、株式リターンがプラスとなる平均的な頻度を優に上回ります。<sup>v</sup> さらに、今回の回復局面のように、5ヶ月連続での株価上昇幅が25%を超えた場合、その後の18ヶ月リターンは

iii 出所: FactSet、2020年10月2日時点。MSCI ACWI構成銘柄の2020年3月23日～2020年9月4日のプライスリターンに基づく。

iv 出所: FactSet、2020年9月8日時点。S&P 500（情報技術セクター、Facebook、Amazon、Netflix、Alphabet（Googleの親会社）を除く）およびMSCIヨーロッパ（除く英国）インデックス（情報技術セクターを除く）の2020年3月23日～2020年9月4日のトータルリターンに基づく。

v 出所: Global Financial Data, Inc.、2020年9月10日時点。1927年12月31日～2020年8月31日におけるS&P 500の5ヶ月連続プラスリターン記録期間およびその後のプライスリターン。

100%の頻度でプラスでした。<sup>vi</sup> これからのリターンもプラスになると保証するものではありませんが、市場が株価上昇に疲れて勢いを失うというのは真実ではないと言えるでしょう。

新興国市場では多くの国が新型コロナウイルスと格闘中で、経済が完全回復した国はありません。しかし、株式市場は今後3~30ヵ月という時間軸における遠い将来、つまり社会が新型コロナウイルスに対処し、経済が何らかの形で正常化した状態を見越していると考えます。株式市場は先を見て動くもので、新型コロナウイルスによる近い将来の経済的影響はすでに織り込み済みでしょう。足元のネガティブなニュースを、株式市場がただやみくもに無視しているとは思いません。全ての新興国あるいは株式市場が同じペースで回復するわけではないでしょうが、グローバル・サプライチェーンにより多くの国が相互に関連していること

も手伝って、世界的な経済拡大や強気相場が全体を牽引すると考えます。

2021年予想には早いですが、FIでは強気な見方を維持しつつも、状況を注視しています。弱気相場は、市場の陶醉状態により期待値が実現不可能な域まで高まったときか、あるいは数兆ドル規模のネガティブ・ショックが予想外に発生したときに始まる傾向にあります。現時点では、どちらの要素も存在していないと考えます。また、通常ではバリュー株の下支えとなる要因も今は存在しないことから、成長株が引き続き市場を牽引すると考えます。評論家はバリュー株への牽引役交代を主張し続けますが、あまり根拠があるように思えません。いずれ最終的にはバリュー株が再び牽引役となる時が訪れるでしょうが、それはおそらく大半の評論家が今の主張を諦めた後かもしれません。

<sup>vi</sup> 出所: Global Financial Data, Inc.、2020年9月10日時点。1927年12月31日~2020年8月31日におけるS&P 500の5ヵ月連続プラスリターン記録期間およびその後のプライスリターン。

## **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