

# 2020年第4四半期（10-12月期）のレビューと見通し概要

2021年1月13日

## ポートフォリオ・テーマ

- 2020年は定義的には弱気相場を経たものの、引き続き強気相場サイクルの終盤にあると考え、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。
- 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、2020年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および底値からの回復序盤でも比較的良好に持ちこたえました。
- 穏やかな経済成長期待、わずかに右上がりのイールドカーブ、狭いマーケット・プレス、広範なインフレへの兆しが限定的なこと等のファンダメンタルズ要因に基づき、Fisher Investments（以下「FI」）では成長株を選好します。

## 市場見通し

- 今年の世界株式市場では平均以上のリターンを期待:** 株式市場の回復力、政治面での透明性、ワクチン開発・配布の継続により、今年の世界株式市場のリターンは高水準になると考えます。
- ファンダメンタルズ面からは強気相場終盤の特徴を示唆:** 2020年の株価下落は、従来型の弱気相場というよりは大規模な市場調整の様相を呈しました。FIが市場心理や市場全般の評価に用いる指標の大半が、現在は市場サイクル終盤の強気相場にあることを示唆しています。一方、多くの市場予想ではサイクル序盤における市場リーダーシップを想定しています。
- 市場心理は高まっているが陶醉状態にはなく、この状況が長続きする可能性がある:** 株式が陶酔的なピークに達するまで、しばらくはポジティブな市場心理が続き、その過程で高いリターンが見られる可能性があります。2021年は、市場心理の注視が投資家にとって鍵となるでしょう。

2020年の世界株式市場リターンはプラスとなりました。第4四半期に14.7%、年全体で16.3%上昇したことは、市場の回復力や、市場が将来を見越して動く性質を持つことの証左といえます<sup>i</sup>。3月の底値からの回復局面では、途中バリュー株の反発上昇も何度か見られたものの、

情報技術・類似カテゴリーに属し、高い質と成長特性を備えた企業銘柄が概ねリードしました。FIでは、楽観的観測の広がり、経済正常化の進行、政治的不透明感の減少を背景に、2021年も強気相場が継続し、株式市場にとって良好な年になると考えます。

2019年第4四半期のレビューで、2020年は株式市場で優れたリターンが見られると予測しましたが、概ね予測通りとなりました。世界規模のパンデミックや、主要国経済における政府主導のロックダウンによって大

幅な経済収縮が突如発生したり、急速な弱気相場が展開したりしたことは想定外でした。株価は未曾有の速度で下落しましたが、3月23日の底打ち後は大きな回復を見せました。

理論上は、パンデミックに伴う3月の底入り後に、新たな強気相場が生まれたと捉えることができます。実際、多くの人々がそのような考えており、新たな強気相場の初期段階で通常見られるように、バリュー株がアウトパフォームし、今後何年にも渡り株価が上昇すると予想しています。しかし、3月23日以降、FIでは通常とは大きく異なる点を見出しました。2020年の弱気相場は、強気相場における大規模な市場調整局面の様相を呈したという点です。市場下落前も、またその最中も後も、成長株が市場を牽引しましたが、これは成熟し

<sup>i</sup> 出所: FactSet、2021年1月6日時点。税引後配当金を含む、2020年9月30日から2020年12月31日および2019年12月31日から2020年12月31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。

た強気相場で通常見られる特徴です。ワクチン関連ニュースや政治的不透明感の後退を受けて第4四半期に株価が大幅上昇し、市場心理が上向いた点も、この見解を裏付けています。

ジョン・テンプレート氏が、「強気相場は、悲観の中に生まれ、懐疑の中に育ち、楽観の中で成熟し、陶醉の中で消えていく」と述べたのは有名です。市場は3月に悲観的な見方が広がり、第3四半期序盤まで続きました。今では投資家の楽観的な見方が多いです。楽観主義はしばらく続き、陶醉状態へ変化する可能性もあります。しかし、陶醉状態の発生が弱気相場に直結するわけではありません。陶醉状態は発生後、長引く傾向があります。史上最高の上げ相場の年の多くは、相場終盤で市場心理が上向くのに伴い発生しました。

2020年第1四半期レビューで述べたように、2~3月の弱気相場での値動きは、通常の弱気相場というよりは大規模な市場調整の様相を呈していました。明確なファンダメンタルズに起因し、弱気相場と見なせる程の規模だったものの、その下落速度は市場調整のようでした。従来の弱気相場と異なり、ゆっくりと緩やかに始まったものではありませんでした。また、市場心理が、希望的観測で弱気相場を否定する状態から、市場全体に恐怖が広がる状態へと、徐々に悪化していったわけでもありません。その代わりに、完全なパニック状態の発生によって株価が急落したものの、下落が続いたのはわずか数週間でした。

そのため、経済悪化についても、通常の景気後退とは異なるもので、経済が比類なく急激に収縮しました。これは、各国政府が新型コロナウイルス封じ込めを目的に、ビジネスの閉鎖を強制したことに起因しました。対照的に、通常の景気後退は、それまでに生じた余剰を企業が省かざるを得ない状況で発生します。しかし今回は、そうした過熱した経済に起因する省くべき余剰がありませんでした。通常の景気後退時のように事業のスリム化を行う必要はありませんでした。製造業はすでに回復しています。サービス業は主にコロナ禍に伴う各種制限が原因でまだ回復していませんが、これは通常の経済サイクルの流れとは無関係です。不況の底に近

い状況にありながら、消費者のバランスシートは並外れて健全です。経済や市場のリセットがなければ、現在の市場リーダーシップのトレンドは、2021年も継続する可能性が高いと考えます。

米国の政治面では、特に民主党による上下両院およびホワイトハウスを掌握する準備が進む中、懸念が残ります。米国投資家の多くは共和党寄りで、民主党は反企業として懸念する傾向にあり、特に現在の政治的緊張が高まる中で懸念を抱いています。複数の州での票の再集計やトランプ政権による法的な申し立て、さらに、ジョー・バイデン氏を次期大統領として承認するための公聴会を妨害する暴動が連邦議会議事堂で発生したこと等を背景に、米国大統領選後に緊張感が高まりました。

これを受けて、下院民主党議員は1月13日、連邦議会議事堂での事件に関与した疑いがあるとして、トランプ大統領に対する2度目の弾劾訴追を先導しました。歴史的な出来事ではあるものの、上院裁判はトランプ大統領の退任後に開始されるため、象徴的行動に留まると思われます。政権交代を巡る状況としては特殊であるものの、バイデン氏は次期大統領として1月20日に就任予定であり、時間の経過とともに緊張は収まっていくでしょう。

実際、米国政治の状況は、強気な見方を支持する材料だといえます。民主党大統領初の最初の一年は、非常に高いリターンが見られる傾向にあります。ジョージア州上院議員の選挙結果を加味しても、現在の米国政治の膠着は世界市場を下支えする要素だと考えます。下院における民主党の優勢度合いは、1900年以来過去最低です。上院内勢力はほぼ均衡しており、カマラ・ハリス次期副大統領が議長決裁票を投じることになります。これは理論上最も勢力が拮抗した状態であり、民主党大統領初当選後の優勢度合いの弱さとしては、グロバー・クリブブランド氏が大統領に就任した1885年以来、136年ぶりの水準です。そのため、法案の可決・否決、さらに法案が骨抜きにされるかを決定する上で「スイングステート（激戦州）」の民主党上院議員が非常に大きな権限を持つこととなります。そのうちの5名は前

回の上院議員選挙でかろうじて勝利を収めており、2022年の再選を重視し、物議を醸すような法案はほぼすべて否決すると考えられます。通常であれば、このような比較的膠着状態は任期半ばまで見られない前例のないことで、2021年の株式市場にとってプラス材料になると考えます。

英国はEU離脱後、非EU諸国との貿易協定締結に継続して取り組んでいます。昨年10月に日本と自由貿易協定を締結後、カナダ、トルコ、メキシコ、ベトナム等との貿易協定を締結しています。米国、オーストラリア、ニュージーランドとの貿易交渉も進行中であり、英国の世界経済との関係は強化されています。こうした材料はブレグジット後の英国の孤立を巡る懸念を払拭します。FIでは、ブレグジットの「合意なき離脱」シナリオは、広く懸念されていたマイナス要素ではなかったと考えます。しかし、合意によってビジネス上の不透明感が解消され、市場心理が上向き可能性が高まるのは事実です。

新興国市場もまた、2020年を通じて広範な経済的・政治的課題を克服し、プラスの成長を遂げました。中国、台湾、韓国の情報技術・類似カテゴリーに属する成長株

が、3月の底値からの株価上昇を主導しました。経済指標の改善が続く中、投資家心理は依然として楽観的です。新型コロナウイルスの感染再拡大に伴い新たなロックダウン措置が実施されたものの、株式市場への影響は概ね軽微でした。投資家が、世界規模の第二波到来やロックダウンの再施行を予想する中、こうした新たな制限措置は去年前半と比較してサプライズ度合いに欠けます。同時に、グローバルな需要が新興国の大型テクノロジー企業を後押しし、ロックダウンからの回復が継続する中、ファンダメンタルズ要素が底値からの上昇を十分支えていると考えます。しかし、新興国間でもリターンの差があり、バリュー重視のカテゴリーが多い国は、成長重視の国よりも回復速度が遅い傾向にあります。

目下、良い年になると予想される2021年に期待したいところです。ボラティリティが戻る可能性もありますが、サイクル終盤で非常に優れたリターンが生まれた1998年や1999年を含む年には、大規模な市場調整や、市場調整に似た値動きが発生しています。

## **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