

# 2020年の戦略見通し 市場動向を左右する5つのテーマ



Seema Shah (シーマ・シャー)

プリンシパル・グローバル・インベスターズ チーフ・ストラテジスト

2020年に関して、プリンシパル・グローバル・インベスターズでは、以下の5つのテーマが市場動向を左右するとみています。

## 中央銀行と政府の役割が逆転し、リスクが高まる 速度が上昇

これまでは中銀が市場に介入し、政府は傍観姿勢を取ってきましたが、両者の役割は逆転しつつあります。金融危機以降、中銀は景気悪化を阻止するために積極的に行動し、量的緩和と歴史的な低金利を通じて金融政策手段を最大限に活用してきました。一方、その間に欧米諸国の政府は多くの場合、景気対策のための財政出動には慎重な姿勢をとってきました。

2020年には、こうした政府と中銀の役割分担が逆転すると思われる。その結果、投資家がサプライズに直面する余地は拡大し、それに伴いリスク速度、すなわち、リスクが「脅威」の段階からポートフォリオに実際に悪影響を及ぼす段階に移行する速度は、一段と上昇することになります。

中銀はマイナス金利の有効性について再考しています。利下げにより、世界中で金融市場に歪みが生じ、銀行貸出の機能が損なわれ、年金システムは脅威にさらされています。従って、景気が依然として低迷する中で、中銀は金融緩和を後退させることは予想されず、必要な景気刺激をさらに追加する手段として、財政政策にますます注目するとみられます。

中銀は、必要な財政改革を促進するため、事実上、政府間の仲介役および交渉役を担うようになるとみられ、特にそれが顕著になるのは欧州です。ラガルドECB総裁は、IMFの課題の多くをECBに持ち込んでおり、おそらくユーロ圏の財政スタンスは2020年にやや拡大基調になりそうです。

英国でも、イングランド銀行（英中銀）は政策を据え置く可能性が高い一方、ジョンソン首相率いる新政府は財政支出に注力する状況にあります。米国のトランプ政権は既に積極的に介入しています。トランプ大統領が来年再選される場合、3選禁止により最後の任期となり、次の選挙を気にする必要がないことから、おそらく直接介入の姿勢を一段と強めると予想されます。対照的に、FRBは利下げと利上げのいずれのハードルも極めて高いとの考えを既に示しています。

当社の調査によると、市場は中銀の政策運営や地政学要因によるサプライズに対して10年前より大幅かつ急速に反応するようになってきました。当社では、今後12カ月の間に景気後退局面に入るとは予想されないため、運用資金をリスク資産から引き上げる理由はないと考えます。とはいえ、現在の低リターン・高リスク環境では、投資家はディフェンシブなポジショニングを維持しつつ、機動的かつ積極的に投資機会を追求するニーズがますます高まるとみられます。

## 株式がめまぐるしく動き始める

2020年は「株式がめまぐるしく動き始める」可能性があります。長期化する中銀の流動性供給で株価は引き続き押し上げられるでしょう。ただし、金融政策の効果の弱まりは、株価の上昇が利益の伸びではなく、PERの大幅上昇によってもたらされることを意味します。

中銀は2019年に大規模な刺激策を実施しましたが、金利がゼロ%近傍にあるため、家計や企業に及ぼす限界的な影響は低下しています。米国と欧州企業の2019年第3四半期の1株当たり利益の伸びは3年ぶりの低水準となりました。ただ、一部の企業による利益予想の下方修正が目立ちましたが、当該企業は以前ほど市場で激しい売りに見舞われる

ことはありませんでした。これまでの流動性供給策により、金融システムに注入された資本が押し上げ効果を生み出しているからです。

このように精彩を欠く利益の伸びとバリュエーションの乖離の拡大は、どこまで持続可能でしょうか？ 世界経済は2020年初めに安定化すると予想されるものの、力強い回復は見込めないため、中銀は引き続き大規模な金融緩和を継続すると思われる。

こうした状況にあって、目下最高値圏にある株式市場はレンジ圏で推移する可能性が高いものの、企業、政治、経済関連のニュースにより敏感に反応すると考えられ、時にボラティリティの高まりによる打撃を被る恐れがあります。巨大な多国籍企業のレベルには達していないものの、大型モメンタム銘柄は、こうした市場の動揺の影響を最も受けやすい可能性があります。

2019年に株式はかなり底堅く推移したように見えますが、バリュエーションと足元の経済ファンダメンタルズの格差は拡大の一途をたどっています。予想を上回るためのハードルは、決算発表シーズンの度に上昇しています。年後半に向かうにつれて不安材料が増えることから、株価が下落に転じるのを回避するのは難しいと思われる。

## 振り子はバリューストックに傾く

株式がめまぐるしく動き出すことに関連して、2020年には振り子が再びモメンタム株からバリューストックへ揺れ始めるようです。過去10年間ほとんど見向きもされなかったバリューストックですが、ようやく人気に戻ってきた兆候があります。

過去1年ほど、S&P500指数の上昇の大半はディフェンシブセクターとグロース株によるものでした。しかし、極端なバリュエーションと、投資家が大量に弱気ポジションを取ったことで、市場はローテーションに対して脆弱な状態にありました。2019年後半、それが現実になりつつあることが示されました。2019年9月に3日間にわたり、過去30年間で最大級となるモメンタム株からバリューストックへのローテーションが起きました。しかも、その動きはまだ続きます。

9月のローテーション後も、セクター間やスタイルにおける偏りは依然として異例の水準のままです。モメンタム株からバリューストックへのローテーションはまだ道半ばにもなっていないとの見方もあり、ヘルスケアなどのディフェンシブセクターでは、ローテーションの際立った動きは見られていません。

ここで戦術的なポジションを果敢に取れる投資家は、好機を捉えられるかもしれません。そして2020年には、グローバルに資産を配分する投資家のスタイル選好が大きく変化する可能性があります。実際、現在の株価水準でバリューストックのエクスポージャーを保有していない投資家は遅れているとの見方が広がっており、これは「FOMO」と言われる「取り残されることへの恐怖 (fear of missing out)」と同じような心理と言ってよいでしょう。バリューストックの反発は急激に起こる可能性もあり、事前にポジションを構築していないと取り残されてしまうからです。

こうしたことは、投資家はモメンタム銘柄を一齐に売却するべきだということの意味するのでしょうか？ 答えはノーです。当初のローテーションを促していたのはほとんどテクニカル要因でした。市場には依然として大幅なポジションの偏りがあるため、ローテーションは次の段階でも実質的にテクニカルなものとなりそうです。しかし、モメンタム株からバリューストックへの移行がファンダメンタルズに基づき持続的な形で起こるためには、米中貿易交渉が突如中止になる可能性もある中で、2020年の世界の経済活動が現在の予想以上に力強く回復する必要があります。とはいえ、モメンタム株のエクスポージャーを一部削減してバリューストックのエクスポージャーの資金に充てるのは、現時点で賢明な方法と思われる。

## CoCo債（偶発転換社債）の世界的浸透

2020年においてはグローバルにCoCo債（偶発転換社債）の発行が大幅に増加することが想定され、世界的に、CoCo債ブーム到来の条件が整いつつあるようです。中銀はマイナス利回りの債券を防ぐために多大な努力を行うと考えられますが、低利回り環境は当面続くことと見られます。そうした市場環境下で、投資家は偶発転換社債投資で得られる利回りに引き寄せられています。欧州では、投資適格社債の平均利回りは約0.5%ですが、CoCo債などのAT1債（その他ティアワン債）では約5%となっています。2020年に欧州で規制変更が実施されるため、ティアワン資本ニーズは大幅に増えるはずで、従って、業界の一部には、AT1債発行額が約250億ユーロ増加するとの予想もあります。

英国の見通しも同様に良好です。CoCo債は、実質的に銀行救済のための負債を納税者から債券保有者に移転するものです。深刻なハード・ブレグジットに対する脅威を背景に、英国の銀行セクターにはここ3年間折に触れて疑問符がつけられていましたが、ブレグジット問題が2020年初めに決着すれば、CoCo債は2020年に好調なスタートを切ることができると予想されます。

現時点で、経済的な打撃が最も大きくなる「合意なきEU離脱」の可能性はごくわずかです。ブレグジット後に現実を突きつけられ、英国経済が打撃を受けるとしても、英国の銀行には並外れた回復力があります。金融危機後に規制措置が打ち出され、銀行が保有すべき資本の額は現在大幅に引き上げられているため、銀行は最悪の景気シナリオでさえ乗り切れる体力を備えていると思われる。

CoCo債市場の拡大は欧州だけの現象ではありません。2019年10月に上海浦東発展銀行が発行したCoCo債は140倍以上の応募超過で、応募額は1兆ドルを超えました。中国の2019年のCoCo債発行額は400億ドル超と、前年比で80%増加しました。このテーマは

## 2020年の有望資産クラス

中銀はマイナス金利政策について再考している可能性がありますが、2020年の経済成長は緩やかな回復にとどまるとみられ、インフレ圧力が引き続き抑制されているため、低金利環境は続くことと予想されます。

投資家は引き続き最大限に投資を行い、ポートフォリオのリスクを抑えつつプラスのリターンが得られる機会、ならびに2019年にアンダーパフォームしても2020年に改善が見込まれる市場を積極的に追求すると推測されます。また、地政学要因の見直し、特に米中貿易摩擦の行方には懸念材料が多いため、事実上ディフェンシブで機動的なポジショニングの維持が賢明だと考えられます。

株式では、**米国の超大型株**は、同業の大型株よりもサイクル後期のショックからの回復力が大きいと見られ、これらを資産配分の中核（コア）に据え、またバランスシートの質が極めて高い企業に重点を置くべきだと考えます。同時に、上値余地のある**バリューストック**への配分、特にバランスシートが盤石で、ブレグジットをめぐる不確実性の後退や貿易摩擦の緩和から恩恵を受けそうな金融セクターを中心に、戦術的ポジショニングの構築を好みます。

当資料中の意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見直しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

2020年も続く見込みです。米中貿易摩擦のエスカレートに歯止めがかかれば、CoCo債にとってさらなる追い風となるでしょう。

低成長・低リターンの市場環境にあって、注目銘柄の起債の成功が続けば、グローバル投資家はCoCo債のポートフォリオ組入比率を引き上げると考えられます。「CoCo債の世界的浸透」は、今後12カ月間の主要な投資テーマとなる可能性があります。

## サイクル後期における新興国市場の反発

2020年を前に、新興国市場の資産を支援する材料が徐々に集まりつつあります。世界の経済成長は安定化している模様で、2020年第1四半期には緩やかに回復し始めると予想されます。グローバル投資家のセンチメントは貿易摩擦の緩和期待で支えられており、新興国市場にとって明るい年となる状況に向かっています。

ここ数年のマクロ環境の安定化が、新興国の多くの中銀に2020年の追加利下げの余地を与えており、一部の政府は政策ミックスに財政刺激策を加えることが可能になると見られます。このように望ましい政策余地は、世界の経済成長のバランスが新興国にやや傾き、緩やかな米ドル安につながることを意味します。

新興国債券のバリュエーションは先進国債券に比べて妙味があり、特に割安な中南米地域は、米中貿易摩擦の影響を受けにくいことでメリットを享受しています。ただし、これは同時に、摩擦緩和によるプラス効果が他の地域に比べて少ないことを意味します。一方、貿易摩擦緩和で最も恩恵を受ける状況にあるのはアジアの新興国です。

米中貿易協議の合意は、たとえ追加関税の取り止めという部分的な合意であっても、過去1年間に実施された中国の景気刺激策の効果を高め、経済を安定化させ、アジア新興国地域の景気押し上げにつながることを予想されます。同時に、中国だけをアジアという状況は急速に変化しつつあります。サプライチェーンの見直しの利点を活用し、長期成長見直しを高める構造改革に投資家は気づくはずで、

マクロ環境が新興国資産に支援的である一方、サイクル後期の反発に際して投資家は依然として慎重な資産配分が求められます。既に債務が大量に積み上がっている、またはインフレリスクがあるにもかかわらず、リフレ政策で景気を過度に押し上げてきた国は市場からペナルティを受けることになりそうです。

政治リスクはおそらく2020年に一段と重要になると予想されます。一部の社会不安が広範囲に広がれば、国家主義的な政策が優先され、賢明なマクロ政策の実施が妨げられる恐れがあるからです。

債券では、市場の状況を勘案すると、**偶発転換社債**や**新興国債券**に魅力的な利回りの源泉があると考えています。社債利回りが極めて低いことから、市場環境がこれらの資産クラスのリスク特性に有利な状況になると、投資家が得られる可能性のあるリターンは増加します。ただし、この先、地政学要因や国内の政治問題で予想外の動きが生じた場合、年間で勝者と敗者が明確になる可能性が高いため、いずれの資産においてもアクティブな運用姿勢が重要との見方をしています。

ディフェンシブなポジショニングのポートフォリオの一部として、**不動産**のポジションを不動産投資信託（REIT）、不動産関連債券、プライベートデット、プライベートエイクイティなどを通じてオーバーウェイトとすることを引き続き選好しています。グローバル株式市場とは市場の牽引役やダイナミクスが異なる長期の資産クラスとして、不動産（特にプライベートの不動産）は下振れリスクや突然の相場下落からある程度守られています。国内資産として、グローバルのサプライチェーンや地政学的な問題をめぐる懸念の影響を受けにくく、低成長・低金利環境下においても引き続きプラスのリターンが得られる可能性があります。

## Disclosures

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料は、特に記載がない限り、資料作成時点でプリンシパル・グローバル・インベスターズ（以下、「PGI」）及びグループ関連会社において信頼できると考えられる情報源に基づいて作成された英文の訳文です。本資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令で規定されるものを除き、本資料中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。本資料は一般的な情報のみを含んでおり、あらゆる投資家の投資目的及び経済状況を考慮しておらず、特定の投資助言や推奨、ないし、一般的な市場等に関する将来の投資成果を示唆または保証するものではありません。本資料中の見解及び予測等は本資料作成時点のものであり、事前の予告なく変更される場合があります。特定の投資や有価証券に関するあらゆる言及は、売買または保有等を推奨、示唆するものではありません。

いかなる場合にも、PGI 及びグループ関連会社、またその役職員等は、本資料及び本資料中で提供される情報やデータの誤り及び内容に起因して発生した損害については、一切の責任を負いかねます。

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、投資判断を行う際に依拠すべきものではありません。本資料に記載の数値は、特に記載がない限り、米ドル建てとなっています。投資に際してはリスクが含まれるものであり、元本を毀損する場合があります。

本資料は将来の予測情報を含みますが、完全な史実に基づくものと見做すべきではなく、それらの予測が将来実際に起こる保証はありません。また、投資に関する完全な情報が記載されているものとして依拠されるべきではありません。

本資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部のコピーや配布はご遠慮ください。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

〒100-0011 東京都千代田区内幸町 1-1-1 帝国ホテルタワー

電話：03-3519-7880（代表） ファックス：03-3519-6410

代表者：代表取締役社長 板垣 均

ホームページ：<http://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 462 号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

一般社団法人 投資信託協会