

2020年 世界経済の展望と 金融市場の見通し

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

Eメール配信のほか、機関投資家向けWEBサイトやSNSなどを通じて、投資関連情報などを発信しています。



目次

- p.3 Global Economy (ジョン・グリーンウッド)**
未解決の問題が世界の不確実性を長引かせる公算
- p.5 Global Market (グローバル・マーケット・ストラテジー・チーム)**
2020年の世界経済の流れを作る中央銀行と地政学
- p.14 Japan Equity (小澤 大二)**
アクティブ・オーナーシップの進展による株式市場の底上げに期待
- p.17 Japan Mid-Small Cap Equity (得能 修)**
中小型株高の三大条件は2020年も確認されるか？
- p.20 Fixed Income (ロブ・ワルドナー／IFI)**
不透明さはあるものの、ファンダメンタルズは多くの債券市場で堅調さを維持する公算
- p.24 Real Estate (ティム・ベルマン／ジョー・ロドリゲス)**
グローバル不動産市場全般にプラスの見通しながら、成長とリスクのバランス確保がカギに
- p.28 Factor Investing (フライキン／クアンス／ウォーレン)**
ファクター投資は今後も世界的に普及が続く見通し

未解決の問題が世界の不確実性を長引かせる公算



ジョン・グリーンウッド
インベスコ・リミテッド
チーフ・エコノミスト



要旨

- 米国では、消費者の財務状態の健全さが、現在の景気拡大が少なくともあと数年は続く確信できる重要な根拠に
- 英国では、ハード（実額）、ソフト（聞き取り調査）、いずれのデータにおいても、企業の設備投資の低迷が明らか
- トランプ政権が中国について広範な問題を対象にしていることを考えると、米中の貿易戦争で停戦が長続きする可能性は低い

米国

2019年前半の米国の実質GDPは、前期比年率で+2.5%成長と、米国の推計潜在成長率の+1.9%をやや上回りました。労働市場では引き続き新規雇用が生み出され、失業率は3.7%と低水準で推移しています。しかし、個人消費が堅調に推移している一方で、設備投資や輸出は弱含みとなっています。ニューヨーク連邦準備銀行の調査によると、家計所得は、賃金の漸増と高水準の雇用に加え、家計のバランスシートの改善が続いていることがサポート要因となっています。この主な要因は、住宅価格や株価の上昇、所得に対する負債の減少です。

消費者の財務状態の健全さは、2008～09年の金融危機直前のレバレッジのかかった債務状態とは対照的であり、現在の景気拡大が少なくともあと数年は続く確信できる重要な根拠となっています。広い意味では、消費者は企業の犠牲の下に収入を増やしてきました。これは、景気サイクルの後半ではよく見られる現象です。

米国企業の収益性は、現在の景気サイクルにおけるピークを過ぎたようです。増益基調は続いているものの、利益率は低下し、米ドル高の影響で海外での収益が圧迫されています。設備投資の先行指標である航空機を除く国防資本財（コア資本財）の出荷は停滞しており、購買担当者指数（PMI）における輸出受注も弱まっています。一方で住宅関連指標は、住宅ローン金利の低下を背景に、好調さを維持しています。住宅指標も、

多くの企業部門にとっての先行指標であり、雇用や、木材から銅、鉄鋼などさまざまな原材料の購入を後押しすることになります。全米産業審議会（コンファレンスボード）の企業景況感指数は、依然として現在の景気サイクルで最も高い水準近辺にあります。

これらの経済指標はいずれも、企業の部門の動向がそれほど悪化しているわけではないものの、間違いなく、世界的な製造業の減速により、多少の減速が生じてきていることを示しています。私は、米国の現在の景気拡大局面が、過熱やインフレーションを伴わずに続く予想しています。



米国の現在の景気拡大局面は、過熱やインフレーションを伴わずに続く予想されます。

ユーロ圏

9月12日のECB理事会における決定—①（2019年11月以降）月額200億ユーロのソブリン債の購入を再開する、②中銀預金金利を0.1%引き下げ、-0.5%とする—は、ドイツ、オランダ、フランス、オーストリアの中央銀行総裁の反対を受けました。

私が考えるに、ECBによるこれまでの資産購入が十分に効果を発揮しなかったのは制度設計の不備が主な理由です。もし、ECBが銀行以外の主体から有価証券を取得するようにしていれば、ユー

図表：主要国・地域の成長率とインフレ率の予想

国・地域	実質GDP成長率				CPI上昇率			
	2019年（予想）		2020年（予想）		2019年（予想）		2020年（予想）	
	インベスコ	(コンセンサス・エコノミクス)	インベスコ	(コンセンサス・エコノミクス)	インベスコ	(コンセンサス・エコノミクス)	インベスコ	(コンセンサス・エコノミクス)
米国	2.3%	(2.3%)	2.4%	(1.8%)	2.2%	(1.8%)	1.9%	(2.0%)
ユーロ圏	1.2%	(1.1%)	1.3%	(1.0%)	1.5%	(1.2%)	1.2%	(1.2%)
英国	1.3%	(1.3%)	1.5%	(1.1%)	1.9%	(1.9%)	1.7%	(1.9%)
日本	1.1%	(1.0%)	1.0%	(0.2%)	0.5%	(0.6%)	0.6%	(0.7%)
オーストラリア	1.7%	(1.8%)	2.1%	(2.4%)	1.5%	(1.6%)	2.0%	(1.9%)
カナダ	1.8%	(1.5%)	2.2%	(1.6%)	2.1%	(2.0%)	1.8%	(1.9%)
中国	6.2%	(6.2%)	6.1%	(5.8%)	2.5%	(2.6%)	1.2%	(2.7%)
インド	4.8%	(5.8%)	3.3%	(6.7%)	3.1%	(3.5%)	3.8%	(3.9%)

出所：インベスコ、コンセンサス・エコノミクス。2019年11月11日現在。

口圏のM3の伸びは加速し、成長率も押し上げられていたでしょう。その結果、ユーロ圏全体で支出の伸びが増加し、資産買い入れを再開する必要はなくなっていたでしょう。

しかし現実には、ECBは前回と同じ政策を、うまく行かなかった前回と同じ方法—銀行から有価証券を購入すること—で再開すると決定しました。私が考えるに、これは実質的にECBが民間銀行とのアセットスワップにおいて大量のソブリン債を吸収しているに過ぎず、ECBのバランスシートのみが膨れ上がって、企業や家計に新しい預金を作り出すことはありません。したがって、M3の伸び率は低いままで、ユーロ圏は自らが招いた低成長、低インフレ、マイナス金利のわなにとどまる可能性が高いといえます。



ユーロ圏は自らが招いた低成長、低インフレ、マイナス金利のわなにとどまる可能性が高いといえます。

英国

英国では、ブレグジットの支持・不支持が政治的論争を支配し続けている一方、高水準の「体制面の不確実性」—すなわち、英国がEUと新たな関係を築くための移行期間以降の、規則や規制、関税、企業の競争的地位に関する明確さの欠如—が続いていることにより、英国の経済成長に悪影響が及んでいます。

ブレグジットをめぐる一進一退の動向は、外国為替市場における英ポンド相場と国内投資という2つの重要な分野に引き続き影響を及ぼしています。しかし、労働市場や個人消費支出、インフレ動向といったその他の分野では、英国経済は2016年6月の国民投票以前とほぼ同様のパフォーマンスを続けています。

投資については、①GDP統計における固定資本形成などの「ハードデータ」、②英国産業連盟（CBI）サーベイにおける工場・機器支出や受注状況などの「ソフトデータ」—のどちらにおいても、企業の設備投資の低迷は明らかです。残念ながら、こうした傾向は、英国とEUとの政治面、貿易面の関係が解決に向けて進展するまで、大きく変化する可能性は低いでしょう。

中国

米中間の貿易紛争が緩和されることなく続いています。トランプ大統領の貿易措置は、中国の貿易とGDP成長に深刻な影響をもたらし始めています。米国の中国からの輸入が、この数カ月間に大幅に減少しているのと同様に、中国（および日本）以外のアジア諸国の製品への米国の需要は高まっています。国際的なサプライチェーンの一部が、まだ米国の関税の対象となっていない国々にシフトしているため、台湾や韓国、ベトナムといった東アジア諸国・地域の一部には、中国と比べた生産と貿易の増加が見られ始めている国もあります。

今後を見渡しても、知的財産権の侵害、国有企業への補助金、国内部門の海外競争への開放—など、トランプ政権が問題視している広範な中国の問題を踏まえると、米中の貿易戦争で停戦が長続きする可能性は低いでしょう。次回の米国大統領選挙が2020年に控えていることから、トランプ政権が2019～20年のある時点で勝利を宣言し、貿易戦争を終結させようとの誘惑が働くかもしれません。中国を対象とした米国の貿易措置の停止は、されたとしても、一時的なものとなる可能性が高いでしょう。

日本

日本の経済不振が続いている背景には、次の2つの要因があります。

第1に、実体経済面では、日本の人口は2010年に、労働力（または15～64歳の生産年齢人口）は1992年に、それぞれピークに達しました。それ以降のこれら主要数値の低下は、自動的に潜在成長率を制限することになります。

第2に、日本のインフレや賃金、名目GDPなどの弱さは、完全に広義マネーの長年にわたる緩慢な伸びで説明することができます。1992年以降、日本のM2の伸びの平均はわずか2.6%と、日本銀行のインフレ目標である2%を達成するには低過ぎました。これは「量的・質的金融緩和」（QQE）と日銀ご自慢の「イールドカーブ・コントロール」（YCC）を導入したにもかかわらずです。基本的に、日本はM2の伸びを年率で5～6%にする必要があります。残念ながら、このような金融政策の根本的な問題—日銀が、QQEプログラムのための国債の大半を民間銀行から購入していること—が続く限り、日本のマクロ経済の見通しが大きく改善することはないでしょう。

2020年の世界経済の流れを作る中央銀行と地政学



クリスティーナ・フーバー
チーフ・グローバル・マーケット・ストラテジスト

ブライアン・レヴィット
グローバル・マーケット・ストラテジスト（北米担当）

アーナブ・ダス
グローバル・マーケット・ストラテジスト（欧州・中東・アフリカ担当）

デービッド・チャオ
グローバル・マーケット・ストラテジスト（アジア太平洋（除く日本）担当）

木下智夫
グローバル・マーケット・ストラテジスト（日本担当）

ルカ・トバジ
プロダクト・ディレクター／インベストメント・ストラテジスト

ポール・ジャクソン
グローバル・ヘッド・オブ・アセット・アロケーション・リサーチ

タリー・レジェ
インベストメント・ストラテジスト

ティム・ホースバーク
インベストメント・ストラテジスト

アンドラス・ヴィーグ
マルチアセット・ストラテジスト

アシュリー・オース
インベストメント・ストラテジー・アナリスト



要旨

- 一部の主要な中央銀行がより金融緩和的となった一方で、地政学的な混乱は引き続き経済成長に影を落としています。
- 2020年の世界経済成長率は約3%と予想しています。
- 地域別では、日本、英国、ユーロ圏の成長率が最も低く、アジアの新興国と中国が最も高いと見込んでいます。



米連邦準備理事会（FRB）が2019年に実施した利下げがマネーサプライやクレジットの伸びの加速をもたらしているように、中央銀行の金融緩和は2020年もプラスの効果をもたらす公算です。ただし、こうした金融緩和によるプラスの効果は、経済全体よりも資産価格に対しての方がはるかに大きいと考えています。

グローバル

予想成長率：約3%

潜在的なプラス要因

- 米中貿易戦争の解決に向けた進展
- 中国をはじめとする各国の大規模な財政刺激策
- 英国の欧州連合（EU）からの離脱（ブレグジット）の帰結の明確化

ダウンサイド・リスク要因

- 貿易摩擦の激化や拡大
- 軍事衝突、原油価格の上昇、経済政策の不確実性の増大につながる地政学的な混乱の拡大
- 貿易戦争が通貨戦争に発展する恐れが強まり—米国が米ドルの減価を試み、他国が反応した場合
- ブレグジットの行き詰まり

2008年の世界金融危機以降、中央銀行は金融政策を通じて経済を刺激するという荷の重い責務を負ってきましたが、2020年も明らかにこうした状況に変わりはありません。一部の主要中央銀行は、金融政策を正常化する試みに取り組み始めましたが、2019年には、より緩和方向に金融政策を転じました。こうした動きは、FRBが2019年に実施した利下げが既にマネーサプライやクレジットの伸びにつながっているように、2020年の明るい材料といえます。ただし、こうした金融緩和が与えるプラスの効果は、経済全体よりも資産価格に対しての方が大きいことから、私たちは、もっと財政出動をすべきだと考えていますが、ほとんどの政府はそれに及び腰です。

金融政策に過度に依存し過ぎると長期的な影響があるとはいえ、2020年に問題になる可能性は低いでしょう。金融刺激策のプラスの効果を抑制する恐れがあるのは、地政学的な混乱とそれに伴う経済政策の不確実性です。政策の不確実性の要因としては、以下のものが考えられます。

- 米中貿易戦争とブレグジット—2019年の不確実性を最も生み出した要因でした。
- 2020年の米大統領選挙—年明け以降、本格化します。
- 中国と香港の対立。
- 中東の緊張—2019年9月のサウジアラビアの石油施設に対するドローン攻撃は未解決のままです。

私たちは、経済の不確実性が今後も設備投資を抑制させるとみています。それが雇用の縮小計画に波及するかどうか、注視しなければなりません。

主に貿易戦争の影響から製造業が弱い状態が続くと予想されるため、製造業とサービス業の二極化が続いています。このような環境下では、製造業への依存度が低い国の経済が健闘すると考えられます。

米国

予想成長率：約2%

潜在的なプラス要因

- 貿易政策の改善と不確実性の低下が、企業の信頼感、支出や投資、製造業の活動を押し上げる可能性

ダウンサイド・リスク要因

- 貿易政策の悪化と不確実性の高まりが、企業の信頼感、支出や投資、製造業の活動を悪化させる可能性
- 製造業の弱さが続く可能性—貿易戦争の不確実性が長びくほど、企業の心理が悪化し、設備投資が損なわれる恐れがあります。製造業部門は苦戦する可能性が高いでしょう。失業率の低さを考えると、個人消費は比較的力強さを維持すると予想されますが、雇用と個人消費の健全性には注視が必要です。

2020年の米国は、約2%と、緩やかながら市場予想を上回る経済成長率を予想しています。私たちは、成長率は2020年の初めに約1%で底打ちし、その後加速すると考えています。インフレ率は約2.2%と、比較的良好な水準を予想しています。

2019年の成長鈍化は、2018年のFRBによる金融引き締めの影響が遅れて表れたことと、米中貿易紛争による不確実性が続いたことによるものでした。その後、FRBは金融引き締めをほぼ解消し、金融環境は十分に緩和されました。イーールドカーブは正常化（逆イーールド状態が解消）し、米ドルはやや下落しました。FRBは、景気拡大を支えるために十分な利下げを実施すると私たちは考えています。

米中貿易戦争は、2020年11月の大統領選挙に近づくにつれて徐々に改善する可能性はあるものの、当面は続く予想されます。この大統領選挙により、2020年前半は経済政策の不確実性が高まる可能性があります、そうした不確実性は

年末にかけて減少するはずですが、景気拡大を終わらせる傾向のある政策ミスのリスクは高まっています。しかし、ポリシー・ミックスの緩やかな改善が続くというのが私たちのメインシナリオです。

重要な点は、米国のマクロストーリーが変わっていないということです。米国経済は、比較的成長が緩やかで、インフレが良好な環境にあります。幸いなことに、成長が緩やかでインフレが良好、かつFRBが緩和的であれば、人々が想像するよりもはるかに長い景気拡大につながる可能性があります。そのような環境では、害になるようなことをしないというのが政策を決定する上での基本ルールとなります。私たちは、FRBや他の中央銀行が、景気の拡大を支えるために必要であれば、さらなる金融緩和を提供すると考えています。ですから、2020年に景気が後退するとは考えていません。景気後退の典型的な兆候である①FRBの金融引き締め、②金融環境やクレジットのひっ迫—は、現時点では確認されていません。

カナダ

予想成長率：約2%

潜在的なプラス要因

- 米国・メキシコ・カナダ貿易協定（USMCA）の批准と履行
- 米中間の貿易政策の改善
- 米国をはじめとする各国と比較して低いカナダの政策の不確実性や好調なビジネス、製造業部門の見通し
- 中国の製造業の回復を含む世界の製造業活動の改善の兆し
- コモディティ価格の上昇

ダウンスайд・リスク要因

- USMCAの批准の行き詰まり
- 米中貿易政策の悪化
- 米ドル高
- コモディティ価格の低下
- カナダの債務拡大や住宅市場の不振

カナダの2020年の国内総生産（GDP）成長率は約2%と、コンセンサス予想の1.6%を上回ると予想しています。

カナダでは、住宅市場の改善や賃金の上昇などの要因によって、すでに多くの景気の安定と拡大の兆しが見られており、今後もこの傾向が続くと予想しています。同国では、政策の引き締めによって2017年から2018年にかけて景気が減速しましたが、実質GDP成長率は2019年1-3月期に前年同期比+1.4%で底入れし、4-6月期は同+1.6%に改善しました。2020年後半には米国と同水準の同+2%になると予想しています。その頃には、イ

ンフレ率も2.2%程度まで若干上昇する見通しです。

私たちは、カナダ銀行（BOC）が2020年（おそらくは同年後半）に政策金利を引き上げる数少ない中央銀行の1つになる可能性があると考えています。しかし、これがカナダ経済に対する逆風となることはないでしょう。カナダの経済や株式市場は、世界の経済成長が加速し、コモディティ価格が上昇し、カナダドルが利上げに足並みを揃えて上昇する環境で好調に推移する傾向があります。BOCはおそらく2020年後半に利上げを再開するだろうと私たちは予想しています。

ユーロ圏

予想成長率：約1%

潜在的なプラス要因

- 米中貿易戦争の解決
- ドイツの財政出動
- 欧州製品に対する関税の撤廃

ダウンサイド・リスク要因

- 世界的な需要の減退
- 不確実性につながる不安定な政治環境と合意なきブレグジット—欧州経済に一時的なショックを引き起こす可能性

ユーロ圏の2020年の経済成長は、約1%か、それを下回ると予想しています。ユーロ圏経済は、米中貿易戦争に加え、財政出動の欠如からマイナスの影響を受けており、これらの要因は2020年も影響しそうです。

ユーロ圏では、十分な政策対応を行うことが極めて困難となっています。製造業部門の弱さは、サービス業にもかなり広がると予想されます。ドイツの労働市場では、労働時間の短縮など、悪化の兆候が確認され始めており、2020年も続く見込まれます。ユーロ圏全体の見通しはざい弱です。

さらに大きな問題は、ユーロ圏が意図されていたように機能していないことです。通貨同盟であるにもかかわらず、財政が統合されていないことが大きな困難を生み出しています。その1つは、ユーロ圏の周辺国と中核国との大規模な資本の不均衡です。地政学リスクは、引き続きユーロ圏の懸念事項です。イタリアでは、政治的分裂の高まりが懸念され

ます。具体的には、財政赤字が続いていることです。イタリアの新連立政権は、EUとの建設的な交渉を望んでいますが、2020年の特に後半には、政権が崩壊する可能性が高そうです。イタリアのGDP成長率は0～0.4%と予想しています。

欧州中央銀行（ECB）は2020年も緩和的な金融政策を維持し、量的緩和の資産購入を継続し、再び利下げする可能性もあるでしょう。各国政府、特にドイツ政府が財政出動を拒むような場合、ECBはそれに代わりうるような、より実験的な金融ツールを追求するかもしれません。しかし、注意しなければならないのは、前ECB総裁のドラギ氏が実施した金融緩和に対する一部のECBメンバーが公然と反対を唱えたことが、コンセンサス重視型とみなされているラガルド新総裁の業務遂行を難しいものにするかもしれないということです。したがって、深刻な景気減速や景気後退に陥らなければ、さらなる金融緩和の実施は非常に難しいでしょう。

英国

予想成長率：1%未満

潜在的なプラス要因

- 秩序だったEUからの離脱
- リスボン条約第50条の無効（EU残留決定）
- 世界経済の好転

ダウンサイド・リスク要因

- 合意なきブレグジット
- ブレグジットの延期による政策の不確実性の増大
- 世界経済の一層の悪化
- 総選挙で労働党が勝利し、反企業寄りの政府が発足する可能性

2020年の英国経済の成長率は1%未満にとどまると予想しています。ブレグジットがもたらす経済政策の不確実性により、設備投資と企業の景況感が圧迫されてきています。

12月12日の総選挙は、異なる公約を持つ3つの主要政党による争いになるようです。

- ジョンソン首相率いる右派の保守党は、低い税率と規制緩和を通じて外国投資を呼び込む、いわゆる「テムズのシンガポール」にロンドンを変革することを目指しています。実際には、彼らは英国を米国型資本主義モデルに近づけてきました。
- コービン党首率いる野党で左派の労働党は、労働者の権利の保護の強化、民営化された産業や教育の部分的な国有化、そしてより「組合主義的」（実際にEU型モデルよりもさらに左派寄り）なアプローチを念頭に置いています。
- EU残留を望む自民党などの中道政党は、EU型資本主義モデル—労働者の保護と規制された競争を伴う強い福祉国家—が、英国でうまく機能するとしています。

自由民主党は、EU残留を公約とするでしょう。労働党は、2016年の国民投票の結果を確認するために2回目の国民投票の実施を求めているようです。一方、ジョンソン首相は、10月のEUとの合意に基づいてブレグジットを完了させたいと考えており、今回の総選挙を、自身の考えに基づくブレグジットを問う国民投票だとしています。

ジョンソン首相は、アイルランド島とグレートブリテン島の間に関税の境界線を引き、北アイルランドは当面EUの関税同盟のルールに従うことを目指しています。これは、英国およびEU議会で承認される必要があります。英国本土は、移行期間の終了（現在のところ、2020年末の予定）後、EUの規制からの変更が可能になります。選挙結果によっては、ブレグジットの期限を2020年12月31日、2021年1月31日、あるいはそれ以降に延長することになり、それでもさらに合意なきブレグジットとなる恐れもあります。

日本

予想成長率：約0.4%

潜在的なプラス要因

- 世界的な需要の改善と在庫調整の終了により、製造業の成長が正常化
- アジア諸国での投資需要の持ち直し（工場移転のための需要を含む）により、資本財輸出が下支えされ、日本経済に好影響

ダウンスайд・リスク要因

- 中国の資本財需要低迷の可能性
- 人口の減少が深刻な労働力不足や消費の減退を招く可能性

日本経済は、消費増税の影響から2019年10-12月期の景気減速の後、2020年初めには安定し、その後、緩やかに再加速すると予想しています。日本の2020年のGDP成長率は、約0.4%と予想しています。

税負担の増加は消費需要の減速につながると考えられますが、2014年の消費税増税時に比べると、その影響ははるかに小さいと見込んでいます。日本政府は、消費増税の影響に対処するため、さまざまな財政面の手当を用意しています。また、2020年に開催される東京オリンピックは、日本へ

の観光客を増やし、経済成長を後押しするとみています。

日本銀行は、円高が著しく進行しない限り、さらなる金融緩和を実施することはないでしょう。しかし、円高が進行すれば、必要に応じて、ETFの追加購入など、さまざまな政策手段の検討が期待されます。黒田日銀総裁が言及したそれ以外の金融緩和策には、以下の4つが含まれています。

- 短期政策金利の引き下げ
- 10年国債利回りの目標水準の引き下げ
- 資産購入の拡大
- マネタリーベースの拡大の加速

中国

予想成長率：約5.9%

潜在的なプラス要因

- 地方自治体の公共インフラ投資に資金を供与するための特別債の発行の可能性：効果の高い財政刺激の提供が見込まれる
- 米国による対中資本規制は、実施の脅威はあるものの、可能性は低い

ダウンサイド・リスク要因

- 中国と米国の貿易摩擦の激化
- 製造業活動と設備投資の鈍化の持続
- 家計や地方自治体の債務水準の高さ
- GDP成長の約3分の2を占める家計消費が減速する可能性

中国の景気は緩やかに減速してはいますが、消費やサービス主導型経済への移行が続いていることから、ファンダメンタルズは依然として堅調と見込んでいます。2020年の中国のGDP成長率は、コンセンサス並みの約5.8～6%を予想しています。

中国の不動産市場は好調を維持し、力強い投資の拡大が続くと見込まれていることから、中国経済のプラス要因です。2020年に向けては中国人民元がさらに軟化すると予想されますが、そのスピードは抑制的なもので、中国の景気にとっては支援材料となる見込みです。ほかには、インフラ投資を押し上げる財政刺激策や、関税戦争の安定化がプラス材料になり得ると考えられます。

米中貿易戦争については、貿易赤字を縮小させる以上の大きな譲歩を求められた場合、中国は終結に向けたいかなる合意もしないだろうと考えています。中国は、自国の経済や将来の戦略的立場に有害と思われる要求に合意するぐらいであれば、喜んで貿易戦争の継続を選ぼうと考えているようです。しかし、中国は、貿易戦争が続いていることから受ける逆風にもかかわらず、経済を支える上で利用可能な財政・金融面的手段を有していると考えられるため、経済は好調さが続くと考えられます。

中国人民銀行（PBOC）は2020年に比較的に緩やかな金融刺激策を実施するとみえています。PBOCは、預金準備率を引き下げ、金融緩和策を維持する可能性があります。

その他の新興国

予想成長率：

- | | |
|---------------|----------------|
| ● インド:5.5%～6% | ● アジア新興国:約6.2% |
| ● 欧州新興国:約2% | ● 中南米:約2% |

インド

インドの2020年実質GDP成長率はおおむね5.5～6%と予想しています。2020年の初めは成長が鈍化するものの、来春に予定されている法人税減税によって、その後は緩やかに加速すると予想しています。それでも、2020年の成長率は市場予想をやや下回ると見込んでいます。

インド経済は、投資が低迷し、消費も打撃を受けるなど、足元で急速に減速しています。特に、自動車販売は大きく落ち込んでいます。こうした弱さは2020年の前半までは続くともみえています。

一方で、インド経済は、年間を通じて大規模な財政や金融刺激策の恩恵を受けると考えています。中央銀行のインド準備銀行（RBI）は、さらなる

金融緩和の用意があるようですし、法人税減税も景気刺激に非常に効果を発揮すると思われます。ただし、インドの財政赤字は巨額で、当面の財政刺激策が、その一部はRBIの利潤や配当の召し上げによって賄われる可能性があることを踏まえると、長期的にはマイナスの影響があります。また、金融セクターの改革や一般的な構造改革は依然として遅れています。

アジアの新興国

アジアの新興国は、緩やかな景気減速が見込まれるものの、引き続き堅調に推移しています。2020年の経済成長率は、貿易戦争によるサプライチェーンの混乱から恩恵を受けているインドネシアやベトナムにけん引され、約6.2%と見込んでいます。一方で、香港やシンガポールといった開放的で小規模な経済は、鈍化する可能性があります。

欧州の新興国

2020年の欧州新興国の経済成長率は約2%と予想しています。

- ポーランドは、構造改革と好調な内需に支えられ、堅調な成長を予想しています（ダウンサイド・リスクとしては、選挙結果がショックを生み出す可能性があります。）
- 一方、トルコとハンガリーは、両国のポピュリスト的なリーダーと諸外国とのいざこざから、景気の悪化が予想されます。トルコは海外からの資金調達に、ハンガリーはドイツの自動車メーカーに、それぞれ依存し過ぎています。

中南米

2020年の中南米のGDP成長率を約2%としており、コンセンサス予想の約2.4%を下回っています。

ブラジル

- 成長志向の政策により、景気が堅調に推移すると予想しています。同国では社会保障改革が進展しており、規制緩和と民営化への期待も高まっています。
- 現在進行中の複数の改革はブラジルの持続的な回復を示していますが、世界経済の低成長によりコモディティの輸出価格と数量がそれほど上向くことはない予想されることを踏まえると、その回復のペースはおそらく緩やかなものととどまるでしょう。

- 公的な開発銀行（国立経済社会開発銀行）を通じた政府主導の補助金付き貸し出しから、より市場主導の企業資金調達への移行を進めています。また、（貸し出しのブームが起きてそれが破裂した以前の状態とは対照的に）インフレが低水準で金融政策が緩和的であることを踏まえると、金融サービスの恩恵を受けられる層が増えることは、長期にわたる家計支出の増加にも貢献するはずです。

メキシコ

- 政策の不確実性や米国の比較的低い経済成長により、投資が低迷する中、景気は緩やかに減速すると予想されます。

アルゼンチン

- 予想された通り、左派の正義党（ペロン党）候補のフェルナンデス氏が大統領選挙に勝利しましたが、マクリ前大統領との差はわずか約8%と、アルゼンチンの資産と通貨ペソに深刻な下落をおよぼした2019年8月の大統領予備選挙時よりもはるかに小さなものでした。この得票差の縮小は、新政権が国際通貨基金（IMF）との再交渉やソブリン債務の再構築に取り組む中で、政治的に慎重に事を運ぶ必要があることを示しています。これは、短期的には経済や市場の下押しリスクを抑制するものです。
- アルゼンチンの中南米の貿易相手国にとってのプラス要因は、純輸出効果や信頼感に対する懸念が2018-19年よりもはるかに低いことです（これは、ダウンサイド・リスクが軽減したほか、まず安定、次に、たとえ急回復とはならなくても、経済活動の回復が見込まれるためです）。新興国では、ブラジルが主に恩恵を受けそうです。
- アルゼンチンの多額の過剰債務、エネルギーやその他分野に対する補助金から生じた歪み、その結果生じたインフレ圧力は深刻で、2020年にV字型の回復は期待できません。

ベネズエラ

- ハイパーインフレと政治的混乱が続いていることから、中南米でも最も経済の悪化を予想しています。同国からの難民の流入により、近隣のアンデス諸国は社会経済的な悪影響を引き続き受けることになります。今やこれは長期に渡って続いている問題であることから、経済・金融面の影響は限定的なものにとどまると予想されます。とはいえ、ベネズエラの国家や経済の急激な崩壊の可能性を排除できるものではありません。

資産クラス別の見通し

2020年は、大半の期間で世界の経済成長が鈍化すると予想しています。また、財政出動があまり期待できない中で金融緩和政策が続くと予想されることから、金融市場に対する見通しは景気に対してよりも楽観的で、リスク資産を選好しています。主要資産クラス別の見通しは以下のとおりです。

1. 株式

米国

私たちは、2020年も金融政策が株式市場を支えそうと考えています。しかし、現在のような環境下では、投資に際して、より厳しい選択眼が必要になると考えています。米国株式のバリュエーションは割高にみえますが、バリュエーションは必ずしも常に短期的な株価パフォーマンスのよい予測材料になるとは限りません。加えて、低金利や低インフレにより、米国株式の魅力度は高まるでしょう。さらに、「ミニ量的緩和策」推進への期待から、足元では米ドルが弱含んでいます。こうしたことも米国株式のプラス要因となるはずですが、したがって、ボラティリティの高まりには注意を払う必要があるものの、2020年の米国株式には強気の見通しです。

カナダ

カナダ株式にはやや強気の見通しを持っています。カナダ株式には過小評価されているプラス材料があるため、長期にわたるカナダ株式のパフォーマンスの劣後は終わりを迎えると考えています。米国・メキシコ・カナダ貿易協定（USMCA）はまもなく批准される見込みで、カナダ株式への追い風となりそうです。加えて、カナダの製造業の見通しは引き続き堅調で、企業の景況感の好調さを示唆していることも、株式には明るい材料です。また、カナダ株式は、米ドル安とコモディティ価格の上昇から恩恵を受ける可能性もあります。

欧州

私たちは英国を除く欧州株式についてニュートラルの見通しです。バリュエーション（配当利回りや景気循環調整後株価収益率（CAPEレシオ））は非常に魅力的ですが、ユーロ圏経済が底入れしたとの兆候はまだ見られません。英国株式には弱気の見通しです。特に、英国市場は素材（コモディティ）や銀行セクターのウエートが高いことから、収益の減少と配当の伸び鈍化を予想することは理にかなうと考えています。

日本

日本株式に対してやや強気の見通しです。メインシナリオで、アジア経済の緩やかな成長と、米国の長期利回りの低下余地が限定的と見込んでいることから、為替市場では円が安定ないしは下落に向かい、日本の株式市場を支えそうと想定されるためです。

新興国

新興国全体には強気の見通しを持っています。FRBのより緩和的な姿勢が、新興国株式のプラス材料です。とりわけ、FRBのバランスシートの正常化が最近終了したことにより、新興国からの資金流出圧力が弱まるとみられます。また、投資家の利回り追求の動きが、新興国株式に資金を向かわせそうと考えています。アジア新興国の株式は、中国とインドの財政刺激策の恩恵を受けそうです。特に中国株式は、同国の金融市場の開放とMSCI指数におけるA株のウエート引き上げがプラス要因となるはずですが、ただし、中南米株式は、その多くがコモディティ価格に密接に結びついているうえ、政策の不確実性の影響を受けると予想される国もあることから、弱気の見通しです。欧州新興国の株式は、ユーロ圏の景気減速を踏まえ、ニュートラルとみています。

2. 債券

低金利環境下では、利回りの高い債券がアウトパフォームするそうと考えています。したがって、利回りの低下が続く見通しの英国債を除き、先進国の国債に弱気の見通しを持っています。利回りが高く、高いトータル・リターンを獲得できる可能性があることから、ユーロ圏の周辺国のような先進国ソブリンのクレジットよりも投資適格社債を選好します。ハイ・イールド債券にプラスの見通しを持っており、ユーロ圏よりも米国のハイ・イールド債券を選好します。スプレッドの拡大とデフォルト率の上昇を考慮しても、ハイ・イールド債券のトータル・リターンは、低利回りの債券より良好と予想しています。新興国債券についても、高利回りより高いトータル・リターンの可能性を踏まえ、前向きにみています。

3. 不動産

不動産に対して最も良好な見通しを持っています。相対的に高い利回りと、低リターンの環境下で他の資産クラスをアウトパフォームする可能性がその理由です。ユーロ圏と新興国の不動産を選好する一方で、英国の不動産については、プレグジット問題の解決まで投資を控えたいと考えています。

アクティブ・オーナーシップの進展による 株式市場の底上げに期待



小澤大二
インベスコ・アセット・マネジメント
株式会社
取締役運用本部長 兼
チーフ・インベストメント・オフィサー

2019年前半の日本株式市場は、世界景気が鈍化する中、米中貿易摩擦の動きに一喜一憂させられる局面が続きましたが、9月以降は各国中央銀行の金融緩和姿勢の強化に加えて米中貿易交渉の進展期待、および経済指標の世界的な底打ち感を背景に世界主要市場をアウトパフォームする展開となりました。

日本国内では10月の消費増税のインパクトや2度の大型台風によるサプライチェーンへの打撃も重なり、諸外国に比べて在庫調整が遅れていますが、このような悪材料はほぼ株価に織り込まれたと考えています。一方、①世界的にみて景気サイクルがボトムアウトしてきていること、②日本でも来年に向けて大規模な経済対策が検討されていることから、引き続き株式市場の回復基調は続くと考えています。東京オリンピックというビッグイベントは景気サイクルに一時的に影響を与える可能性もありますが、今のところはその影響も限定的であろうと想定しています。

在庫調整が遅れているものの、①世界的な景気サイクルのボトムアウト、②日本政府の大規模な経済対策の検討一から株式市場の回復基調は続くと考えています。

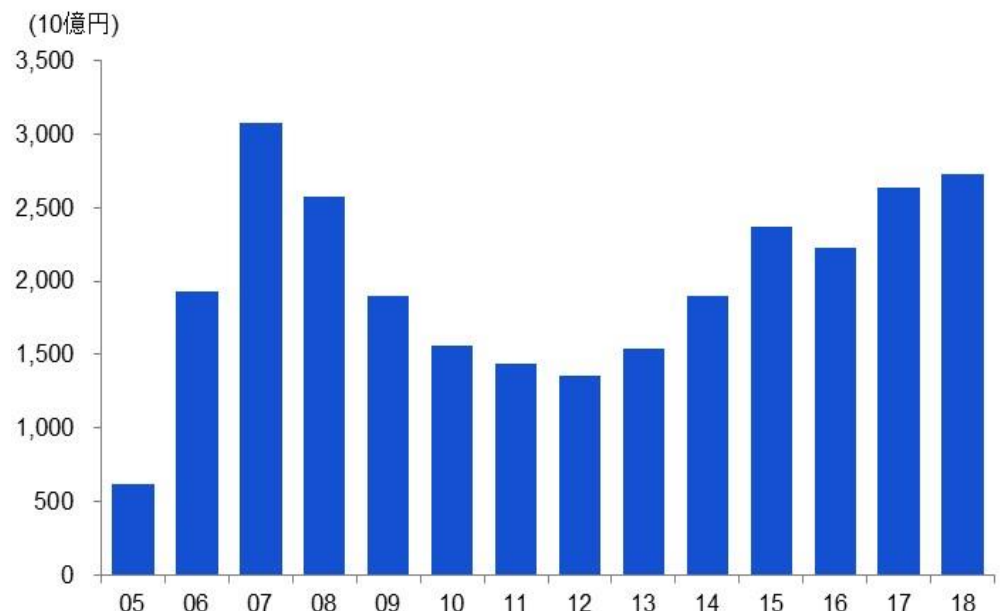
足元、アクティビストによる日本株投資の回復が見られる

より長期的な観点からは、コーポレート・ガバナンス改革の進展による資本効率の改善基調が続いており、企業の自社株買いを含む株主還元の持続的な増加と合わせて、株式投資の妙味が上昇していると考えています。一例として、投資先企業の経営陣に積極的に提言し、企業価値向上を目指すアクティビストによる日本株投資の足元の回復があげられます（図表1）。この動きは、2014年からのスチュワードシップ・コードおよびコーポレート・ガバナンス・コードの制定による意識改革が着実に実を結びつつあることを示しています。すなわち、長期的な企業価値向上に向けての「モノ言う投資家」の言葉を受け入れる土壌が育ちつつあることを反映していると考えています。

建設的対話を重視するソフト・アクティビストによる投資が増加

アクティビスト投資自体は2000年代にも盛り上がりを見せました。しかしながら、当時は敵対的買収や大幅な配当増・自社株買いの一時的な要求といういわゆるハードアクティビストが主流で、企業側からだけでなく、メディアを通じて日本全体から大きな反感を買うことになり、世界金融危機も相まって多くのアクティビストが撤退するという結末となりました。

図表1：アクティビストの日本株保有金額の推移



注：アクティビストはFactSet が公表しているShark Watch 50（世界のアクティビスト50社）に日本固有のアクティビストを加えて構成。

出所：FactSet、QUICK、S M B C日興証券。



要旨

- コーポレート・ガバナンス改革の進展により「モノ言う投資家」が台頭
- 業績悪化にもかかわらず、配当も自社株買いも過去最高を更新する見込み
- ガバナンスに加えて環境問題に対する取り組みも進展

た。しかしながら今回は、過去5年間のコーポレート・ガバナンス改革の下、機関投資家と投資先企業との間での「持続的な企業価値拡大を重視し、中長期的視点に立った」エンゲージメント（建設的対話）が定着しつつある中で、エンゲージメントを重視するソフト・アクティビストによる投資が増加している点が異なります。

オリンパスが2019年1月に米国アクティビスト・ファンドからの取締役役を受け入れたことは象徴的な出来事だったといえるでしょう。オリンパスは取締役役を受け入れただけにとどまらず、8月にはソニーが保有するいわゆる「政策保有株」の解消を目的とした自社株買いを発表しました。

ある意味、日本企業の構造的課題ともいえる政策保有株比率の削減を含む資本効率の改善に向けての資本政策を実行した企業はオリンパスだけにとどまらず、リクルートも、政策保有先の株式売り出しに伴い、その一部を自社株買いで吸収することにより、株主還元および資本効率を改善させています。

さらに、リクルートの大株主であった大日本印刷はリクルート株売り出しで得たキャッシュをすべて発行済み株式数の10%に当たる自社株買いに振り向けると発表し、市場参加者を驚かせました。同社は3%台という低い自己資本利益率（ROE）や高い政策保有株式比率のため、直近の株主総

会での代表取締役会長・社長の専任に対する反対比率は3割を超えていました。「モノ言う投資家」による議決権行使の増加が、企業経営者にガバナンス改善を促した好例だといえるでしょう。日本企業全体で見ても、2019年度は前年度比で減益が予想される状況であるにもかかわらず、配当支払い額も自社株買いも過去最高を更新する見込み（図表2）です。

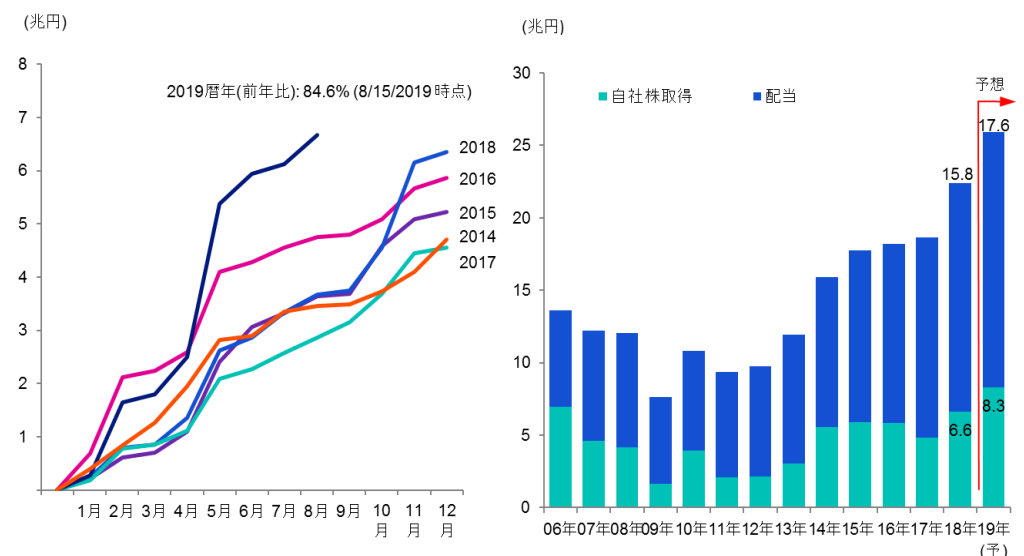
コーポレート・ガバナンスの改善が日本の株式市場の下支え要因になると期待

投資家による積極的な議決権行使および建設的な対話、つまりアクティブ・オーナーシップが根付くことで、企業のコーポレート・ガバナンスが改善し、その結果としての株主還元の増加と資本効率の改善は、日本の株式市場の長期的な下支え要因になると期待されます。

環境問題が資本市場における大きなトピックに

ガバナンスに加えて、環境問題、とりわけ気候変動が資本市場における大きなトピックとなりつつあります。世界的な温暖化現象は社会的使命として企業の環境保全や改善への取り組みを求めるようになっており、今や環境課題の解決が企業の持続的成長を担保するものとして重要な要素となってきました。投資家の立場からも企業との建設的対話を通して、ともに向き合わなければならない課題だと考えています。

図表2：上場企業の自社株取得枠上限決議枠（左図）と株主還元額の推移（右図）



出所：会社データ、Factset、日経バリューサーチ、ゴールドマン・サックス証券。株主還元額の19年予想は、ゴールドマン・サックス証券グローバル投資調査部による。

2015年12月に採択された地球温暖化防止のための枠組みとなるパリ協定を受けて、G20からの要請をうける形で2017年6月に設置された「気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）」の提言に賛同する日本の企業数は足元で急増しています。TCFDは気候変動によって企業にもたらされる財務的な影響について開示するフレームワークで、表面的な情報開示だけではなく、数字算定に至る前提や分析、経営陣の対応策といった企業戦略策定のプロセスまで含めたものが要請され、企業にとっては大変負担のかかるものです。

これも日本企業がESGに対して真摯（しんし）に向き合いだしたひとつの証左といえるでしょう。コーポレート・ガバナンスの改善に加えて、環境的課題および社会的課題の解決にしっかりと取り組み、長期持続的に企業価値を高められる企業が今後もより増加していくことが期待できると考えています。



コーポレート・ガバナンスの改善に加えて、環境的課題および社会的課題の解決にしっかりと取り組み、長期持続的に企業価値を高められる企業が今後もより増加していくことが期待できると考えています。

中小型株高の三大条件は2020年も確認されるか？



得能 修

インベスコ・アセット・マネジメント
株式会社
日本株式運用部 グロース運用
チーフ・ポートフォリオ・マネジャー

ラグビーワールドカップに沸いた2019年

2019年の「新語・流行語大賞」の「年間大賞」には、初のベスト8入りを達成し、日本全国が熱くなったラグビーワールドカップ2019日本代表チームのスローガン「ONE TEAM（ワンチーム）」が選ばれたそうです。全国12の会場を使って行われたアジア初のラグビーワールドカップでは、その激しいプレーだけにとどまらず、日本に加え、ニュージーランド、オーストラリア、南アフリカ、トンガ、サモア、韓国など海外出身のメンバーが、桜のエンブレムを付けたジャージに身を包み、君が代を歌い、そして強豪のアイランドやスコットランドを撃破していく姿に、まさに日本列島が沸騰するかのときの「熱狂」をもたらした、多くのにわかラグビーファンを誕生させたのは記憶に新しいところです。

2019年の振り返り

さて、2019年の株式市場を簡単に振り返ってみましょう。思い起こせば、年初はパウエル議長率いる米連邦準備理事会（FRB）の金融引き締め政策により、米国景気の先行きに対して警戒感が広がっていた上、米中貿易交渉に対する悲観的な見方などが市場の足かせとなり、大発会は日経平均株価で400円を超えるマイナスとなりました。

その後も、米中貿易交渉の行方と世界景気に対する見方をめぐり、悲観論と楽観論の綱引きが続きましたが、全体としては減速する世界景気の下、収益性が高く安定成長が魅力のいわゆる「クオリティ株」が相場をけん引しました。米中の金融緩和を受けて景気に対する見通しが改善したことから、年後半はバリュー株が巻き返す局面もありましたが、それでも、2019年は投資家のリスク指向の低調さを反映し、グロース株の中でも高成長株ではなく安定成長株、小型株ではなく大型株優位の相場だったと言えるでしょう。その証拠に、中小型高成長株の多い東証マザーズは、主要株価指数の中でも最も出遅れた指数となりました。

中小型株高の三大条件

翻って2020年の中小型株はどうなるでしょう。そもそも中小型が人気化するためには3つの条件がそろわないといけません。その第1が金融緩和です。中央銀行により供給された豊富なマネーは、投資家のリスク指向を高めさせ、「ハイリスク・ハイリターン」の中小型株、中でもJASDAQや東証マザーズのような新興株式市場に活況をもたらします。

第2の条件は技術革新です。生活や経済を一変させるような画期的な技術は、新たな製品やサービス、ひいては雇用を生み出し、経済を活性化させます。技術革新をチャンスと捉え、事業拡大を進める企業の多くは、確立された大企業ではなく、中小企業や新興企業なのです。こういった会社の株価は人気化し、投資家もまたそれに熱狂します。

第3の条件は規制緩和です。既存の制度や特権に守られてきた企業の多くは発想が固定化されてしまい、時代とともに変わる顧客のニーズに対応することができません。規制緩和により参入を許された新興勢力は、それまでとは別の方法で顧客のニーズに応え、新しい製品やサービスで一気に既存勢力のシェアを奪っていきます。長い間ぬるま湯に漬かっていた企業はいわゆる「ゆでガエル」となっており、自らが衰退して行く様子を、指をくわえて見ていることしかできないのです。



①金融緩和、②技術革新、③規制緩和—がそろってこそ、中小型株式市場を人気化させる条件です。

アベノミクスに熱狂

直近で、この3つがそろい、中小型株市場がにぎわったのは2013年のことでした。2012年12月に行われた衆議院議員総選挙で、それまで与党だった民主党が大敗し、議席を4分の1に減らした一方、自民党が単独で絶対安定多数を確保し、第2次安倍内閣が誕生した後の1年です。安倍首相は、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略—の「3本の矢」からなる「アベノミクス」を推進させることで、長らく続いたデフレからの脱却を目指すことを宣言しました。

当時は、①新たに日銀総裁に就任した黒田氏の下、異次元緩和により大量の流動性が金融システムに投入され（金融緩和）、②「LINE」や「パズル＆ドラゴンズ」が12年にサービスをスタート、13年にはドコモがiPhoneの取り扱いを開始し、一気にモバイル・インターネットが立ち上がりました（技術革新）。③「アベノミクス」の「第3の矢」に関しては、コーポレートガバナンス改革、GPIF改革、法人減税、女性活躍推進、働き方改革、インバウンドや国家戦略特区などの分野でさまざまな取り組みが行われました（規制緩和）。それから7年が経過し、「3本の矢」の成果に関しては評価が分



要旨

- 2019年は減速する世界景気の下、収益性が高く安定成長が魅力のいわゆる「クオリティ株」が相場をけん引しました。
- 2020年は、中小型株式市場を人気化させる①金融緩和、②技術革新、③規制緩和—の三大条件のうち、①と②に期待が持てそうです。

かれるところではありますが、今でも相応の成果につながったと評価できるものが少なくありません。

これら①金融緩和、②技術革新、③規制緩和に対する期待を背景に、2013年は投資家のリスク許容度が大幅に高まり、TOPIXは5割以上も上昇しましたが、それまで主要指数に出遅れていた新興市場のJASDAQ指数は、反動も手伝って年間で実に9割近く、東証マザーズに至っては2.3倍もの大幅な上昇を記録したのでした。

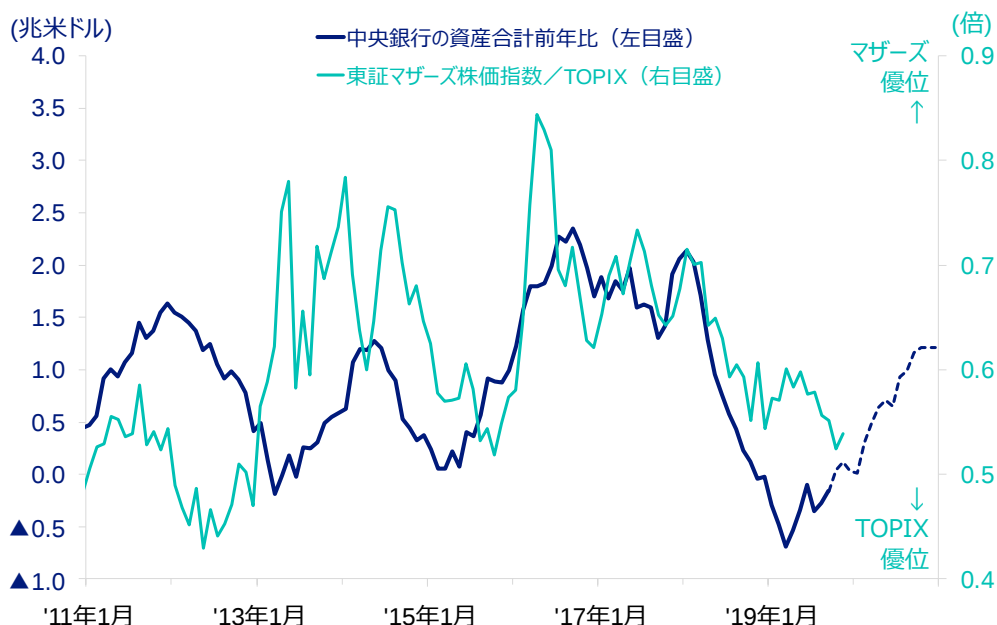
三大条件再び？

同様の観点から2020年を占ってみましょう。①金融緩和に関して言えば、日銀による「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」による流動性の拡大が長らく続いています。今後当面は、この政策が変更されるとは見込みにくいところです。加えて、欧州中央銀行（ECB）が2019年9月から量的緩和を再開しているほか、米連邦準備理事会（FRB）も、純粋な量的緩和ではないものの、短期金融市場の混乱を防ぐために財務省証券の購入に乗り出しており、そのバランスシートは拡大しています。特に注目したいのは、日米欧の中央銀行のバランスシートが、いよいよ前年比でプラス

に転じ、その後もプラス幅が拡大していくと見込まれる点です（図表1）。過去の経験からも、この変化はマネーの供給を通じて一気に投資家のリスク指向を高める（そのひとつとして、小型株が大型株よりも選好される）可能性があり、金融緩和における大きな変化として期待しています。

技術革新の分野でも、いくつか面白い分野が立ち上がりつつあります。その最右翼は第5世代通信技術（5G）です。既に米国に加え、中国や韓国でも始まっていますが、5Gは現行の4Gに比べて通信速度が100倍にも達し、応答速度も速いため、その普及により「ヒト対ヒト」のコミュニケーションではなく、「モノ対ヒト」あるいは「モノ対モノ」のコミュニケーションが可能になると言われています。5Gというと、スマホやパソコンなどのハードウェアに目が向きがちですが、それはこの技術革新の正しい捉え方とは必ずしも言えません。むしろ、それを活用した裾野の広いサービスの分野にこそ目を向けるべきだと考えています。①ドローンや無人機械を活用しての農業の省力化、②車の完全自動運転や交通情報の活用による渋滞の解消、③エネルギー効率を改善させたスマートシティやスマートファクトリー、④遠隔医療、⑤クラウドゲーム—など、さまざまなサービスなどの立ち上がりが期待されています。

図表1：リスクマネーの増減とリスク資産の動き



注：中央銀行は、米連邦準備理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行。2019年10月以降の為替レートは同9月の水準が維持されると仮定。
出所：ブルームバーグ、CEICよりインベスコ作成。中央銀行資産合計は2019年9月末現在（点線部分見通しはインベスコによる）、株価指数は2019年11月末現在。

これら以外でもAI（人工知能）やRPA（ロボティクス・プロセス・オートメーション）、あるいはそれらの組み合わせにより進化していくハイパーオートメーションも、生産性改善には欠かせないものであり、長いテーマになって行くでしょう。また、環境に対する関心の高まりは世界的規模となっていることから、環境にやさしい新素材や、太陽光、風力発電、燃料電池などの再生可能エネルギーでも新しい技術、サービスなどが生まれてくると思われます。技術革新の観点からも2020年は期待が持てそうです。

小型株高の三大条件のうち、若干先行きが見通しにくいのが規制緩和です。2021年9月に自民党総裁としての任期が切れる安倍首相にとって、それまでに憲法改正を成し遂げることが悲願であることはよく知られているところです。憲法改正の実現には選挙に勝たねばならず、そのために強い経済が必要になるわけですが、強い経済を作り上げるための規制緩和や構造改革が、必ずしもいつも選挙に有利に作用するとは限りません。事実、成長戦略を取りまとめるはずの「未来投資会議」でも、厚生年金の適用拡大や全世代型社会保障の達成などにおいて、以前ほど岩盤規制に対する切り込みや、撤廃に向けた強い意志が感じられない印象を受けます。現状での規制改革に対する確信度は今ひとつといったところでしょうか。

このように、2020年は①金融緩和が継続する中、②技術革新の目玉となるような新しい技術やサービスなどが徐々に見えてきつつあります。加えて、市場環境としては、景気に対する自信が低い中で人気化した安定成長株の割安感が乏しくなっている一方、同じグロース銘柄でも、高成長株には圧倒的な出遅れ感が生じている状況です。唯一確信度が足りないのが規制緩和です（図表2）が、これに関しても、内閣府の諮問会議である「規制改革推進会議」のメンバーが2019年10月から一新され、三菱ケミカルの小林義光氏、元日本総研の高橋進氏、元金融アナリストで現名古屋商科大学教授の大槻奈那氏、ドンゴ社長の夏野剛氏などの強力な布陣となっていることから、その大胆な提言次第で十分に条件を満たす可能性はあるとみています。

図表2：中小型株高の三大条件
（2013年と2020年の環境比較）

	2013年	2020年
金融緩和 	☒	☒
技術革新 	☒	☒
規制緩和 	☒	?

出所：インベスコ、例示的目的のみ。

熱くなる前に

2019年のラグビーワールドカップの話題に戻れば、日本代表チームの活躍に対するこれほどまでの熱狂ぶりを、どれほどの人が事前に想像できていたでしょうか。かくいう私もラグビーの「にわかファン」ではありますが、幸運にも日本代表のスコットランド戦を横浜の日産スタジアムで観戦することができました。これについては、多くの人から「よくチケットが手に入ったものだ」と言われましたが、実は不思議でも何でもなく、チケットの購入が開幕の4カ月前だったため、簡単に買うことができただけなのです。これは株式市場を取り巻く今の状況にもよく似ていると思います。圧倒的に出遅れているにもかかわらず、多くの投資家は小型株、中でも高成長株の先行きに懐疑的です。そのため、市場では数多くの魅力的な高成長株がそのまま放置されているのです。今、何をすればよいのか？事前には冷ややかな見方もありながら、結果としては大成功を収めたラグビーワールドカップ日本開催での経験がご参考になるようであれば幸いです。



多くの投資家が高成長株の先行きに懐疑的である中、市場では数多くの魅力的な高成長株が放置されていると考えています。

不透明さはあるものの、ファンダメンタルズは多くの債券市場で堅調さを維持する公算



ロブ・ワルドナー
インベスコ・フィクスト・インカム (IFI)
チーフ・ストラテジスト アンド
ヘッド・オブ・マクロ・リサーチ



要旨

- クレジット関連資産が好調に推移した2019年に引き続き、2020年も、投資適格社債は好調な幕開けが予想されます。
- 好調な需給要因と人口動態面の有利さは、2020年のハイ・イールド債券が引き続き魅力的な存在であることを示しています。
- 中国の成長は、貿易をめぐる不透明感の中で減速の兆しを見せていますが、中国の発行体のクレジット指標はおおむね依然として堅調で、企業のデフォルト・リスクも低い水準にとどまっています。

マクロ環境

世界の経済成長は現在の予想を上回るだろうと考えています。欧州と中国では景気が底打ちし、米国の成長は、勢いには欠けるものの、米連邦準備理事会（FRB）の緩和的な金融政策によって下支えされるでしょう。米国は2020年中に潜在成長率並みの2%成長に戻ると見込まれます。財政政策が景気を大幅に押し上げるとは予想できないため、経済成長のほとんどは消費の増加に依存していることになります。消費を支えるには、安定した金融環境が必要になると考えられます。

ここ数カ月間に、世界中の中央銀行が大幅な金融緩和に踏み出しました。FRBは7月以降で3回の利下げを行い、経済指標の弱含みが続くようであれば、さらに利下げする可能性があります。FRBはまた、短期金融市場における資金不足（と、それによる金利の急騰）を防ぐという技術的理由から、バランスシートを再び拡大し始めました。欧州中央銀行（ECB）も金融緩和を進めており、量的緩和プログラムを再開しました。中国は財政政策を緩和しましたが、金融政策による景気刺激はより抑制されたものとなっています。FRBは、世界的な成長鈍化による景気の弱さに対処し、金融市場が自信を失って急落することを防ぐために、適切な緩和措置を執り続けなければならないでしょう。米国のレポ市場を安定させるためにバランスシートをさらに拡大させる可能性もあります。

世界の主要金利は上昇し、適正水準に戻ると予想しています。ただし、インフレ率が大幅に上昇しない限り（その可能性は低いと考えていますが）、その適正水準を超えて金利上昇が続くことはないでしょう。米ドルは、世界的な景気の底入れと、米国の金融緩和により、弱含むと見込まれます。不確実性は残っているものの、貿易摩擦が解消するようであれば、それも米ドル安圧力となりえます。ほとんどの先進国通貨と新興国通貨は米ドルに対して上昇が予想されます。

欧州債券

ユーロ圏経済は、2019年の成長率が1.9%から1%前後に半減する見通しです。米国と中国の貿易戦争の激化から「取引なし」のブレグジット（英国の欧州連合（EU）離脱）リスク、欧州の自動車に対する米国の追加関税の可能性に至るまで、さまざまな脅威が欧州の貿易の減退と産業界の信頼感悪化の主な原因となってきました。

2020年は、この貿易の低迷と事業環境をめぐる不透明感の高まりという悪循環が、これまでのところは堅調な労働市場と消費者・サービス部門に波及する可能性が懸念されます。同年の実質国内総生産（GDP）成長率は1%程度と、引き続き潜在成長率を下回る見通しです。

ECBの新たな大規模な緩和策は、多少の支援にはなるでしょうが、貿易やブレグジットをめぐる不透明感、内外ともに不安定な政治などが2020年もおそらく続く中で、ユーロ圏の景気拡大を伸長させ、投資の信頼感を回復させるには不十分でしょう。

2020年のユーロ圏の注目点は、金融政策から財政出動や構造改革にシフトするだろうと予想されます。しかし、危機が起きていない中での大規模な取り組みは、構造改革にせよ、財政出動にせよ、ユーロ圏では難しいでしょう。

英国についてはかなり不安定な状況が見られるかも知れませんが、2020年の他市場と比べたリスクのバランスは、英ポンドや英国債利回りは上昇方向、英国社債についてはクレジットスプレッドが縮小方向にあると考えています。

総じて、貿易摩擦の極端な高まりや合意なきブレグジットのサプライズがなければ、2020年のユーロ圏経済は1%前後の安定したペースでの成長が予想されています。企業部門は引き続き足かせとなるでしょうが、ECBの積極的な金融緩和、雇用やインフレに関する現在の明るい見通しが、ユーロ圏経済の恩恵となるでしょう。ブレグジットをめぐる前進や世界的な貿易の不透明感の減退は、いかなるものであっても、製造業部門に大きな恩恵をもたらす、企業の心理や投資を大幅に改善するだろうと予想されます。現在のところは、こうした前向きな展開はすぐには起こりそうにないですが、2020年後半には可能性があるのではないかと私たちは考えています。

総じて、貿易摩擦の極端な高まりや合意なきブレグジットのサプライズがなければ、2020年のユーロ圏経済は1%前後の安定したペースでの成長が予想されます。

投資適格社債

2017年以降、低下トレンドにある先進国の経済成長率は、2020年には低水準ではあるものの、プラスの水準で安定すると見込まれます。各国の中央銀行が、利下げを実施してきているほか、バランスシートの拡大を約束することで、低成長が景気の停滞に発展することを防ぎ、景気拡大を持続させようとしています。世界的な利回りの低下により、新たな「サーチフォーイールド」（利回り追求）が発生し、クレジットスプレッドの縮小や、マイナス金利政策の恩恵についての懸念につながってきました。

クレジット関連資産が好調に推移した2019年に引き続き、2020年も、投資適格社債は好調な幕開けが予想されます。①内外の著名な投資家からの需要、②企業のレバレッジ削減、③中央銀行の購入を受けた民間投資家の購入分減少の可能性—などが組み合わさり、投資適格社債の好需給につながっています。ユーロ建ての投資適格社債は、ECBの新たな債券購入策の恩恵を受けると考えられます。米ドル建ての投資適格社債も、規模は小さいものの、FRBの債券購入策の効果が期待できるうえ、FRBが利下げを続けるようであれば、為替ヘッジコストの低下による海外投資家の需要から、さらなる恩恵が考えられます。

ファンダメンタルズ面では、発行体企業のレバレッジ削減への意欲が見られます。これは、自社株の買い戻しや増配といった株主還元策や、M&A（買収・合併）活動が数年間、活発に行われた後の2018年後半に始まりました。

私たちは、ファンダメンタルズの観点から企業のクレジットをプラスに評価しており、中央銀行の流動性もクレジット市場に恩恵をもたらすだろうと予想しています。また、社債が同年限のソブリン債を上回るパフォーマンスを上げることが期待しています。景気サイクルが進展していることを踏まえると、2020年は、慎重なクレジット分析に根差したセクター配分と個別銘柄選択が極めて重要になると引き続き考えています。



私たちは、ファンダメンタルズの観点から企業のクレジットをプラスに評価しており、中央銀行の流動性もクレジット市場に恩恵をもたらすだろうと予想しています。

ハイ・イールド債券

貿易摩擦が世界的に不透明な経済環境に結びついていることから、一部企業が設備投資を削減し、それが米国やユーロ圏、アジアのGDP予想の引き下げにつながってきました。経済成長の鈍化に対する市場の懸念にもかかわらず、緩やかな成長環境の中で、ハイ・イールド債券は歴史的に見れば堅調に推移しています。市場では、企業収益が当面のピークを過ぎたと心配する向きもあるものの、ファンダメンタルズ全体は、企業がフリーキャッシュフローを生み出してレバレッジを削減するのに十分なほど強いと私たちは考えています。

一般に、レバレッジの削減はデフォルト・リスクの低下を意味し、クレジット・スプレッドを縮小させることになります。通常、ハイ・イールド債券がマイナス・リターンとなるのは、景気後退によって企業の収益が悪化し、デフォルトが増加する場合です。しかし、FRBとECBが金融緩和によって景気拡大を長期化させたため、今日はこのような環境にあるとは考えられません。彼らの行動はクレジット市場に恩恵をもたらし、多くの企業にレバレッジを削減する機会を提供しました。世界中で金利が低下している状況は、マイナスに作用する場合もありうるものの、投資家の資金を、低金利・マイナス金利の債券から、ハイ・イールド債券のような高利回りの債券にシフトさせてきました。多くのハイ・イールド債券は、固定のクーポンと複数年のコール・プロテクションを提供しており、投資家は、おおむね予想可能な金利収入とデレベーション効果からの恩恵を得ることができます。

歴史的に、景気後退はハイ・イールド債券にとってマイナスであることが実証されていますが、世界経済全体の健全性、FRBとECBによる金融政策面の支援、そして多くのハイ・イールド債券発行体企業の依然として健全なファンダメンタルズなどを踏まえると、懸念材料が早期に現実のものになるとは思えません。好調な需給要因と人口動態面の有利さ（高齢者のインカムへのニーズの増大）を背景に、2020年のハイ・イールド債券は、個人投資家と機関投資家の双方に、引き続き活発で魅力的な相対的価値を提供する見込みです。

新興国債券

2020年の新興国債券は、横比較の分析が機能するとみています。先進国と新興国の双方における金融緩和や、世界的な利回り追求の流れの持続が新興国債券の追い風になるだろうと考えています。域内のファンダメンタルズでは、健全なバランスシートと消費者の資産効果の恩恵が、大国を中心に新興国経済の支援材料となると期待されます。特に、財政の支援を得られるようであれば、徐々に自律的な回復が定着する可能性があります。一方で課題はといえば、主に貿易面の不透明さによるものであり、既に悪影響が見られますが、世界の企業心理や設備投資を圧迫する状況は今後も続くでしょう。貿易摩擦が今後も高水準で持続することや、想定を上回る中国の景気減速の厳しさなどが主たるリスク要因に挙げられます。

こうした状況を背景に、世界的に緩和的な金融政策の中でも、とりわけ中央銀行に利下げ余地が残っている新興国の債券が有望視されます。新興国と先進国の実質利回り格差は過去12年の最高に近い水準となっています。2020年には、米ドルが徐々に弱含み、もし新興国の成長率が米国よりも大きく高まるようであれば、米ドル安の進行も加速する可能性があると考えています。私たちは、2015年に始まった米ドル安が、2018年は米国の財政による大規模な景気刺激策（減税）によっていったん中断されたものの、中期的なトレンドとしてはまだ続いているとの見方を維持しています。2020年は、キャリー効果も新興国通貨の恩恵となると予想されます。

新興国のソブリン債と社債では、非投資適格ながら強固なファンダメンタルズを有する発行体を選好しており、国別では独自の成長要因に焦点を当て、構造改革やマクロ環境改善に向けた力強い原動力を有する銘柄の発掘に取り組んでいます。ブラジルとメキシコが平均を下回る経済成長トレンドから抜け出すことが期待される中南米で、いくつかの有望銘柄が見つかっています。中東の湾岸諸国やサハラ以南のアフリカ地域でも、低成長からの回復の恩恵が見られるはずだと考えています。

アジア債券

私たちは、2020年のアジアの債券について前向きにみており、世界的な金利の低下と、アジアの中央銀行が金融緩和方向に政策スタンスをシフトしたことがダウンスайд・リスクの軽減につながると予想しています。地政学リスクが高まり、世界的に経済成長が鈍化していますが、アジアの政府当局が進める金融・財政双方の緩和策は、ファンダメンタルズが依然として堅固な現地の発行体を支援し、海外からの逆風を相殺すると考えています。米国や欧州の社債と比べ、アジアの社債は引き続き魅力的な利回り水準にある公算で、アジアの米ドル建て債に対する各国投資家の「ホーム・バイアス」にも根強いものがあります。欧州や日本でのマイナス利回りの債券の増加から、投資家がそれ以外の地域に「利回りを求めている」ことを踏まえると、アジアのクレジット市場は引き続き需給面で下支えされると考えられます。

中国の成長は、貿易をめぐる不透明感の中で減速の兆しを見せていますが、底入れしつつあるようです。中国の発行体のクレジット指標はおおむね依然として堅調で、企業のデフォルト・リスクも低い水準にとどまるでしょう。昨年の豚インフルエンザ発生を受けた豚肉価格の上昇に伴うインフレ圧力は、おそらく一時的なものであり、中国の政府当局はさらなる緩和政策によって景気を活性化できると考えられます。中国の構造改革の加速と金融市場のさらなる開放も期待されます。したがって、私たちは、さらなる債券指数への採用も見込まれる中国のオンショア債券市場に前向きです。中国のオフショア社債は引き続き安定的に推移し、現在的水準からスプレッドが縮小すると予想しています。とりわけ、中国当局が、中国企業の海外での社債発行の割り当てを狭めたことを受け、質の高い発行体が少なくなって（希少性が高まって）いるためです。

中国以外では、ベトナム、タイ、マレーシア、インドネシア、インドの発行体をプラスに評価しており、グローバル・サプライチェーンの中国からの移転、国内の改革の着実な進展、政策の透明性の高まりなどからの恩恵を期待しています。通貨では、タイやベトナムといった資本流入の持続が見込まれる国の通貨を選好しています。2020年は、米国の大統領選挙を控えていることから、米中の貿易交渉における展開や政策面の逆風を、また、緊迫感の増す中東情勢を受けて原油価格の動向などに注意を払いたいと考えています。

インド債券

インドでは、総合インフレ率が3%と、インド準備銀行（RBI、中央銀行）が目標とする中立水準の4%を著しく下回っています。このため、RBIは2019年2月以降、9月末までに政策金利を計100ベースポイント（bp）以上引き下げました。成長が鈍化し、インフレ率が低下する中、今次利下げ局面では、さらに何度かの追加的な利下げが行われる見込みです。レポ金利（政策金利）の低下は、政府や高格付け企業の借入コストを引き下げ、やがてすべての債券の発行体に浸透すると期待されます。

財政面では、2019年の30%から22%への法人税減税が多くの投資家から歓迎されており、関税回避のため中国を離れる企業が続出する可能性のある中で、中国に対するインドの製造業の競争力を高める可能性があります。

インドと貿易相手国とのインフレ率格差の縮小により、インドルピーは底堅く推移すると予想され、海外からの証券投資や直接投資（世界でも有数の流入国となっています）や、非居住インド人からの本国送金を引きつける力の向上につながっています。

グローバルな債券指数に採用が進むことで、やがて外国人投資家のインド金融市場へのエクスポージャーが増えたと予想されます。一方で、現在のインド債券の保有者における外国人比率の低さは、他のグローバル資産クラスとの低相関につながっており、そのようなインド債券は、潜在的な高利回りとともに、ポートフォリオに分散効果を提供することが可能となっています。

米国地方債

2017年末に成立した税制改正法（TCJA）の下で行われた税制変更が、2020年の地方債需要の主な原動力になると考えています。同法における、州・地方税控除（SALT）の上限を1万米ドルとする規定（いわゆる「SALT上限」）によって、州所得税の高い州（特に、カリフォルニアやニューヨーク、ニュージャージーなどの民主党の勢力が強い州）民の税額が驚くほど高額となりました。TCJAは、2018年1月1日に発効しましたが、投資家は、同年後半に納税申告書を提出するまで、その影響を十分に理解することはありませんでした。

これにより、2019年の地方債ミューチュアル・ファンドへの資金流入は過去最高となっています。2019年10月2日現在、地方債ファンドには差し引き695億米ドルが流入しており、年初来39週連続での純流入は、1992年の統計開始以降の最長記録となっています。

クレジットのファンダメンタルズは、2019年の地方債市場のパフォーマンスの支援材料で、2020年も、ファンダメンタルズは引き続き安定が予想されています。この安定は、米国の多くの地域で景気回復が続いていることによるものです。州のファンダメンタルズのさらなる向上につながったのは、2018年6月に米国の最高裁が、オンライン事業者からの州税の徴収を禁止した数十年前の判決を覆す決定を下したことです。5対4で決まったこの判決により、各州政府は自州内に物理的な事業拠点を持たない小売業者からも売上税を徴収できるようになりました。加えて、全米中の州が、娯楽用大麻やスポーツ賭博などの産業に「罪」税を課し始めています。これらの産業が成長するにつれ、各州は徴税の観点では恩恵を受けられるようになっています。州・地方政府が徴収する固定資産税は、2020年も概して健全な成長が続くと予想されます。政治は、大統領選挙前後で連邦政府の政策に不透明さが高まるようであれば、2020年は市場の不安定さの根源となる可能性があります。米国地方債市場にとっては、例えば、再び所得税改革が行われるようだと、とりわけ影響が高まる可能性があります。

インフラ支出は、超党派の支持を得ている数少ない分野の1つであり、2020年に前進する可能性が考えられますが、実現の可能性は低いでしょう。インフラ支出を2020年の選挙キャンペーンの一環としたい民主党が追求を先送りする可能性が高いため、2021～2022年に実施される可能性はあります。ただし、ひとたびインフラに関する意思決定が行われれば、新規のプロジェクトは地方債市場を通じて資金調達される可能性が高いでしょう。その際も、発行のペースは調整されるだろうと私たちは信じています。最後に、2017年に財政破綻したプエルトリコ関連の地方債ですが、2019年の債務再編に続いて、2020年にはクレジット面の透明性がさらに高まることになるだろうと予想され、ハイ・イールド地方債の投資家に歓迎されると考えています。

グローバル不動産市場全般にプラスの見通しながら、成長とリスクのバランス確保がカギに



ティム・ベルマン
インベスコ・リアル・エステート
(IRE)
マネージング・ディレクター 兼
ヘッド・オブ・グローバル・リサーチ



ジョー・ロドリゲス
IRE
マネージング・ディレクター 兼
リアルアセット証券運用CIO

予想された通り、経済成長は世界中で緩やかなものとなり始めていますが、不動産需要の下支えには十分な水準を保っています。長期国債の利回りが2019年初頭からさらに低下したため、不動産は2020年に向けても、他の資産クラス対比でいっそう魅力的な価格水準にあるようで、利回り追求の動きと併せて新たな資金流入がみられています。インフレや金利上昇圧力のように、減退し始めているリスクもありますが、一方で地政学リスクのように先鋭化しているものもあるため、そうしたリスクの軽減に向けて執行戦略を高度化させる必要があると、私たちインベスコ・リアル・エステート (IRE) は考えています。

成長見通しとその成長に対するリスク

ここしばらく、当社の2020年の不動産市場の見通しは、経済成長が緩やかなものになるとの予想を基にしており、その中ではあまり変化していません。実際、景気はほぼ全地域で減速していますが、わずかなものにとどまっています。今後の経済成長見通しは、①予想される成長率からの変化幅、②成長率の長期トレンドからの差異—という2つの方法で観察することができます (図表1)。これにより、より微妙な視点が得られます。

- **トレンドを上回る成長**：オックスフォード・エコノミクスが2020年に長期トレンドを上回る成長を予想している国はフランスとスペインのみで、その他の地域では長期トレンドを下回る成長率が予想されています。
- **成長の加速**：2020年には、シンガポール、香港、韓国、オーストラリア、ドイツでGDP成長が前年から加速すると予想されていますが、そのいずれもが長期トレンドには届かない見通しです。
- **成長鈍化**：米国、英国、その他欧州の大半の国では、2020年に景気減速が見込まれています。しかし、ほとんどの場合、単に長期トレンドに近い水準まで鈍化することを意味しています。

これが不動産需要にとって意味するものは何でしょうか。それは、全般的に明るい市場ファンダメンタルズと、世界の多くの地域の成長率の勢いには大差がないことを示しています。一方で、需要の強さがマクロ・リスクにげい弱である可能性も示しています。

2020年の不動産運用は、長期的な成長期待、マクロ・リスクに対するげい弱性とのバランスの見極めがますます重要になるでしょう。

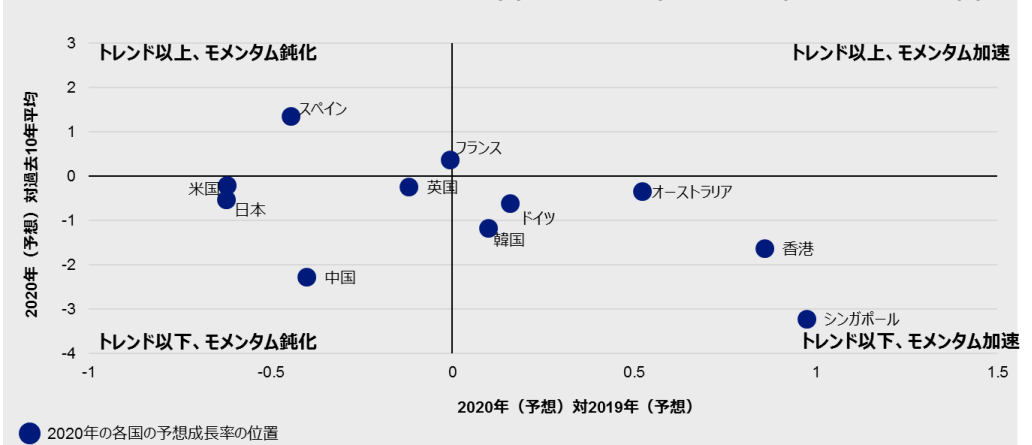


要旨

- 2020年の世界の不動産市場の見通しは明るい、マクロ・リスクは上昇
- 2019年の経済成長は緩やかなものとなったが、不動産の需要を支えるには依然として十分
- マクロ・リスクが一つや二つは現実のものとなる可能性がある中、長期的な不動産需要の成長性に根差した「構造的な攻め (オフェンス)」は、景気サイクルに対応する「循環的な守り (ディフェンス)」と同じくらい重要になるはず

図表1：地域別の不動産投資戦略の選好度の違い

2020年の予想実質GDP成長率の、2019年成長率からの変化 (%) と過去10年間 (2009~2018年) 平均成長率との差 (%)



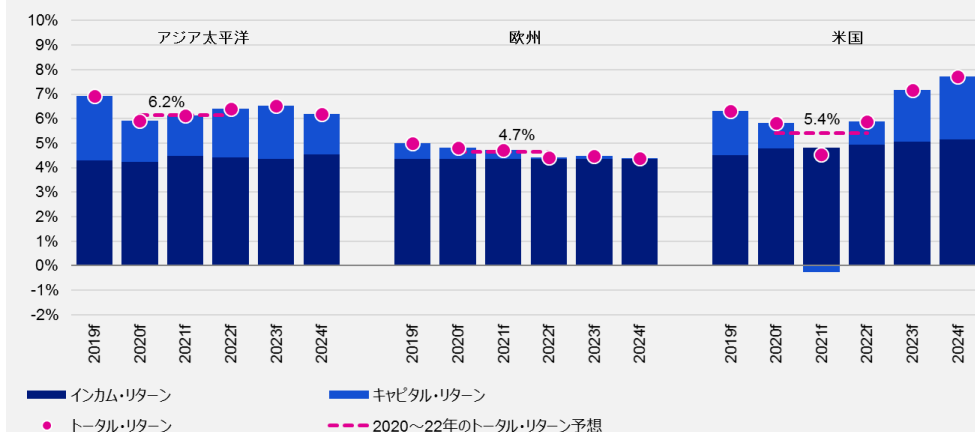
出所：オックスフォード・エコノミクスのデータに基づきIREが作成、2019年9月末現在。

より重大なリスクの多くは、経済的なものというよりも地政学的なものです。不動産ファンダメンタルズに悪影響を及ぼしうるものの中で、実現可能性と深刻さの両面で、①貿易戦争、②英国の欧州連合 (EU) 離脱 (ブレグジット)、③誤った金融・財政政策の可能性—が抜きん出ています。リスク

の範囲と性質上、結局は、こうしたリスクから無縁な地域や国などないと考えられます。これは、私たちインベスコ・リアル・エステート (IRE) のメインシナリオに基づく今後数年間の地域別の予想トータル・リターンで、アジア太平洋という地域を有望視していることはいくぶん対照的です (図表2)。

図表2：地域別の平均市場予想トータルリターン

2019～24年のIREによる投資適格／投資対象市場の平均トータル・リターン予想（年率、%）



注：非レバレッジ・ベース、キャップレートの変化はなしとの過程
出所：IRE、2019年9月末現在。

地域別のトータル・リターン見通しの違いは、賃料の伸びに関する予想が一因となっています。IREでは、世界的にほとんどの不動産セクターで2020年を通して引き続き賃料の上昇が見られる可能性が高いと予想しています。したがって、地域ごとのトータル・リターンの差は、賃料上昇モメンタムの相対的な差異によるものとなります。

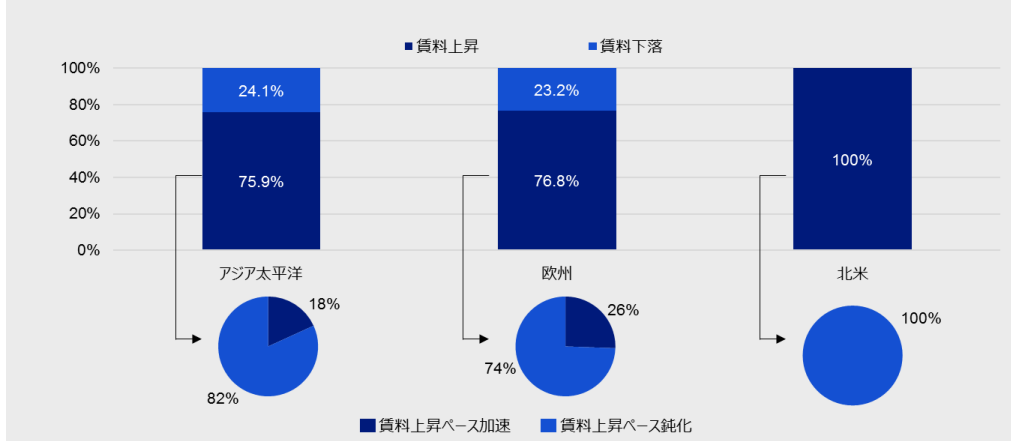
- **米国での賃料は伸びが鈍化**：IREの投資適格市場の全セクターで2020年も賃料が上昇す

るものの、いずれも2019年より緩やかな伸びになると予想されています。

- **アジア太平洋と欧州など一部の市場での賃料の伸びが加速**：両市場の約4分の3で、2020年に賃料が上昇すると予想されています。さらに、アジア太平洋地域の18%、欧州の26%で、2020年に上昇ペースが加速すると予想されています（図表3）。

図表3：地域別の2020年の賃料見通し

2020年の地域別予想賃料における上昇見通しと下落見通しの比率と、（上昇見通しの場合）加速見通しと鈍化見通しの比率



出所：IRE、2019年9月末現在。

地域別・資産別リスクの軽減

一般的に、地域やセクター、個別の不動産、その他で分散を図ることにはメリットがあると考えられます。とりわけ不確実性が高まっている期間において

は、十分に分散されたポートフォリオを構築することは、リターンを安定、ボラティリティを低下させるカギとなります。今後は、投資対象の品質を4分位で分けたとしたり、最上位と最下位の地域・セクター

のパフォーマンス格差は、より拡大する可能性が高いと考えています。そのため、アクティブな資産選択や運用は、想定されるダウンサイド・リスクを軽減するうえで、ますます重要になるでしょう。

セクター配分は、昔も今もポートフォリオを構成する重要な要素ですが、テクノロジーの発達によってもたらされた破壊的かつ不可逆的な変化がパフォーマンスに及ぼす影響度は、セクターによって大きく異なると考えられます。オフィスと小売施設は伝統的に不動産ポートフォリオのかんりのウエートを占めており、投資家が小売施設への投資を抑制傾向にあるといっても、これら2セクターを合わせると、依然としてMSCIグローバル・プロパティ・インデックスの

60%以上を占めています。

新たなテクノロジーによるセクター・レベルでのパフォーマンスの差の発生はすでに起きています。例えば、eコマースの台頭が小売施設セクターにおけるパフォーマンスとリスクの性質に悪影響をもたらしており、逆に、物流セクターにはプラスの影響が及んでいます。つまり、勝ち組と負け組とに分かれたのです。今後も無数の創造的破壊要因や技術が視野に入っていることを踏まえると、オフィス・セクターですら、将来的には高まる技術革新に対してぜい弱性を有していると考えられます（図表4）。これもまた同セクターの内外で勝者と敗者を生み出すことになるでしょう。

図表4：オフィス需要に対して考えられるテクノロジー面の逆風

要因		考えられる影響
コワーキング（シェアオフィス）		賃貸オフィスへの需要減退 リース契約期間短期化需要の高まり
5G		オフィスビルの陳腐化の加速
スマート・ビルディング		建設費用の増加 オフィスビルの陳腐化の加速
自動化		オフィスにしばらくられない雇用形態の増加
自動運転車		勤務希望地変化の可能性 駐車場利用の減退 乗車地域確保の必要性

出所：CBRE、NAIOP、CNET、MSCI に基づき、IREが作成、2019年9月末現在

こうした洞察を踏まえると、一般的に執行可能な不動産市場のテーマとしては次の2つが思い浮かびます。

- **テクノロジーと生命医療科学の成長の恩恵を享受する地域へ注目**：テクノロジーと生命医療科学に関連した産業は、次の10年の高賃金労働の中心的存在となる見込みです。これが特定の地域においては長期間にわたり成長する不動産需要を生み出す可能性があるでしょう。

- **ニッチ・セグメントが、景気変動に強く、分散された投資機会を提供する可能性**：都市部近郊の好立地にある物流施設、個人向け貸倉庫、医療施設、ホテルなどのサブ・セクターやニッチ施設への需要は、期間を問わずに存在するとみられ、景気サイクルの変化に基づく影響を受けにくいと考えられます。

テクノロジーの発達が、物流施設と小売施設との需給バランスに大きな影響を及ぼしていますが、将来的にはオフィスも同様の影響を受ける可能性があるとしています。

まとめ

2020年は、根強いマクロ経済や地政学的な不確実性を伴って、幾分不安定ながら、バランスのとれた成長をとげる年となる可能性が高いでしょう。長期構造的なトレンドの取り入れに前向きであると同時に、考えうる景気サイクルの逆風にも備えを講じることができる投資家であれば、市場が不安定であるがゆえの投資機会をとらえられる可能性が高いと思われます。それには、現在および将来の混乱を緩和しつつ、成長見通しが有望な地域やセクターに投資先を集中する戦略が有用でしょう。現在は、一段の金融緩和政策が講じられた結果、こうしたアクティブな運用戦略を実施する機会と時間が十分に与えられていると私たちは考えています。

ファクター投資は今後も世界的に普及が続く見通し



ミカエル・フライケン



スティーブン・クアン



ブレイズ・ウォーレン



要旨

- 2020年も、グローバル投資家はファクター投資戦略への配分を引き続き増やす可能性が高く、ますますダイナミックにファクターを利用するようになると見込まれます。
- マルチ・ファクター戦略は、ポートフォリオの分散確保の手段としてますます主流になっています。
- ファクター投資を債券にも適用できると考える回答者の比率が大幅に増え、主流化の兆しが見え始めています。

ファクター戦略はお客様の目的を達成するためのさまざまなアプローチに対して補完的な役割を果たすことが可能であることから、システムティックかつ証拠に基づいたファクターの活用はもはや恒久トレンドの一部になっているとインベスコでは考えています。一般的なお客様は、株式投資からファクター戦略の利用を始めることが多いですが、お客様次第で、その活用の仕方もさまざまです。

2020年も、グローバル投資家はファクター投資戦略への配分を引き続き増やす可能性が高く、経験が増すにつれ、投資家のファクターの利用は株式以外の資産クラスに拡大し、ますますダイナミックにファクターを利用するようになると見込まれます。最近、投資家は、(普及していたバリューから)モメンタム、クオリティ、低ボラティリティなどのファクターにリバランスすることによって、ファクター・エクスポージャーを分散化しており、ファクターを検討する際にも、よりカスタマイズされたポートフォリオの構築や実施を進めてきました。2018年と2019年は、一部のファクターにパフォーマンス面で課題が残ったものの、投資家のファクター投資全般に対する信頼は、引き続き高まっているようです。

ファクター投資は、期待リターンに関連した情報を有する客観的かつ観察可能な特性に基づいて、個別銘柄の選択とウェイト付けを行うことです。現在認められているファクターは、厳密な学術研究に基づいており、分散されたポートフォリオにおいて費用対効果の高い資産の定量化が可能という特徴があります。重要なことは、ファクターは期待リターンとの関連が今後も続くと言われる合理的な根拠と結びつく必要があるということです。

ファクター投資の採用は引き続き増加

2019年10月に発表された「インベスコ・グローバル・ファクター・インベストメント・スタディ2019」によると、アジア・太平洋、EMEA（欧州、中東、アフリカ）、北米で調査の対象となった投資家の約半数（45%）が、2018年と2019年にファクター投資の配分を増やしたと回答しており、その結果、同期間のファクター投資戦略への平均配分は機関投資家では16%から18%に、リテール部門の投資家では11%から14%に、ともに増加しました。そして、今後3年間にファクターへの配分を増やすとの回答は59%に上りました。

加えて、回答者の60～65%が、ファクター投資のパフォーマンスが期待通りか期待以上だったと回答しています。同スタディの調査直前の1年間は、バリューやサイズ（小型）といった一部の株式スタイル・ファクターが時価総額加重インデックスをアンダーパフォームしましたが、一方で、モメンタム、低ボラティリティ、クオリティなどのその他のスタイル・ファクターは、同期間にアウトパフォームする傾向にありました（次ページの図表ご参照）。

投資家は「バリュー」以外のファクターを模索

市場環境が異なれば、異なるファクターがアウトパフォームあるいはアンダーパフォームすると予想されるため、マルチ・ファクター戦略は、ポートフォリオの分散確保の手段としてますます主流になっています。

「インベスコ・グローバル・ファクター・インベスティング・スタディ2019」によると、投資家は、どのファクターを採用、あるいは除外するかについて、より積極的な意思決定を行っていました。そうした決定の一つは、当初広範に採用されたバリュー・ファクターへのエクスポージャーを引き下げる一方で、モメンタム、クオリティ、低ボラティリティなどの他のファクターの採用を増やしていることです。株式戦略では、2018年に比べ、モメンタムへの配分が16%、クオリティが15%、低ボラティリティが6%、それぞれ増加している一方で、バリューの配分は9%減少するなど、投資家のリバランスは顕著となっています。それでも、近年の比較的低調なパフォーマンスにもかかわらず、バリューは、リテール部門の投資家と機関投資家の双方で依然として最も広く支持されているファクターとなっています。

急増する債券ファクター投資への需要

この1年間は、ファクター投資を債券にも適用できると考える回答者の比率が大幅に増えました。現在、機関投資家の約70%、リテール部門の投資家の約78%が、ファクター投資を債券に適用可能と考えています。利回りが過去最低水準に近い状態にあり、世界で取引されている債券の約4分の1がマイナス金利となっている状況を踏まえ、債券の資産クラスで付加価値を生み出す代替手段への関心が高まっています。ファクター投資は、現在のように利回りに制約がある環境下でも、高い透明性と費用対効果を伴いながらリターン源泉を捉えることができるソリューションとなりえます。

債券ファクター投資戦略に対する需要と供給のギャップに対応するため、債券ファクターの研究と運用商品の開発がともに続けられています。投資家がエクスペリエンス・カーブに沿って移動する（ファクター投資の経験を深める）につれて、債券ファクター戦略への需要はさらに高まることでしょう。

ファクター配分におけるダイナミック・アプローチの普及

「インベスコ・グローバル・ファクター・インベスティング・スタディ2019」では、3分の1というかなりの数のファクター投資家が、ファクターの配分に際してパッシブ・アプローチではなく、個別口座や合同運用のミューチュアル・ファンド、上場投資信託（ETF）プロダクトを通じたアクティブ戦略の実行を選択していることがわかりました。また、ファクター・インデックスを用いたパッシブ戦略の実行を選択した投資家のほぼ半数がカスタマイズド・インデックスの設定を志向しています。こうしたカスタム・アプローチは、より優れたファクターの管理のほか、ファクターの定義や測定基準に関するより強いコントロールを投資家に提供できる可能性があります。

投資家は、自身のファクター・エクスポージャーに適度に長期的な視点を持っていますが、これは、投

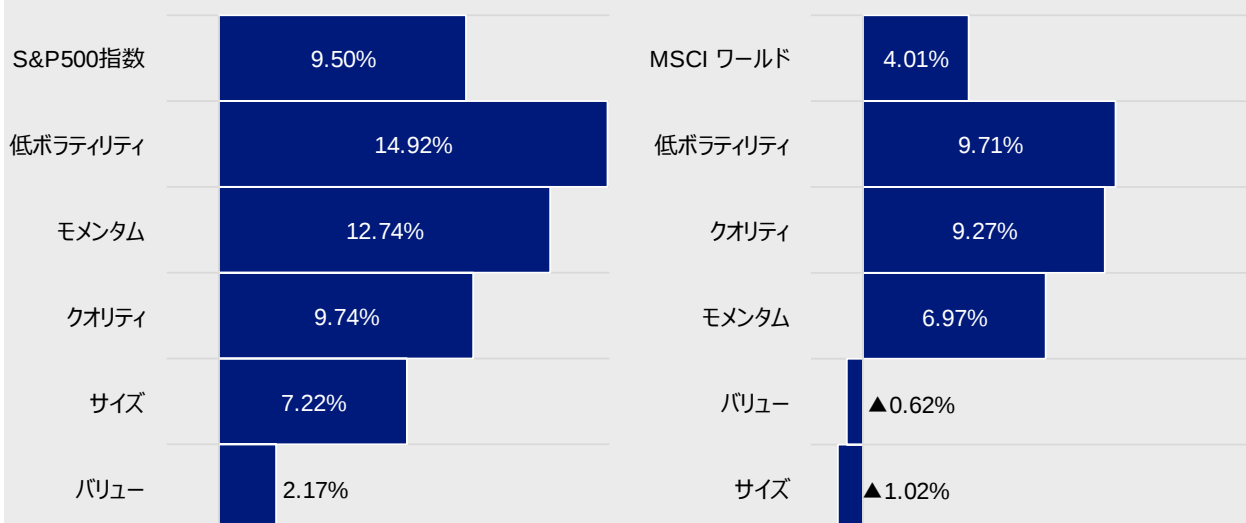
資家が自分たちのファクター配分に静的アプローチを採る余裕があるという意味ではありません。これは、より長い実績を持つ洗練されたファクター投資家で特に顕著です。

ファクター研究の「ホット・イシュー」

ファクターの研究では、なぜファクターが市場を上回るリターンを伴うと期待されるのか（すなわち、それがリスクの対価なのか、行動的洞察なのか、あるいは市場構造なのか）に注目が集まっています。今後の研究ではもっばら、行動的洞察や市場構造に関する洞察の開拓に関する新たな情報の発見にかなりの部分が費やされるでしょう。

ファクター・タイミング（市況に応じてファクターの配分を機動的に変更すること）は依然として興味深い分野ではありますが、研究の結果、分散の犠牲や多額の取引コストなくしてこれを実行することは非常に難しいということが明らかになってきています。一方、ポートフォリオ構築に関しては、非常に単純なアプローチほど、より洗練されたアプローチよりも優れていることが多いという興味深い課題がこの1年間に浮上しており、新たな研究分野となっています。

図表：スタディの調査前1年間のトータル・リターン（左：米国株式、右：先進国株式、2019年3月末を基準とする過去1年間）



「低ボラティリティ」はS&P 500 Low Volatility index、「モメンタム」はS&P 500 Momentum index、「クオリティ」はS&P 500 Quality index、「サイズ」はS&P 500 Equal-Weight index、「バリュー」はS&P 500 Enhanced Value index。

「低ボラティリティ」はMSCI World Minimum Volatility index、「モメンタム」はMSCI World Momentum index、「クオリティ」はMSCI World Quality index、「サイズ」はMSCI World Equal Weight index、「バリュー」はMSCI World Value Weighted index。

いずれも米ドル建てのトータル・リターン。過去のパフォーマンスは将来の実績を保証するものではありません。インデックスに直接投資することはできません。

ファクターとしてのESGは依然として議論の余地があるテーマ

今後の市場の展開に目を転じると、多くのアセット・オーナーが、ファクターの考え方とESG（環境、社会、ガバナンス）との相互作用についてよく分からないと回答しています。機関投資家の4分の1以上（28%）が、ESGを独自のファクターだとみなしている一方で、49%はESGをファクターが組み合わせたものだとしています。分析の複雑さと、容易に入手可能なデータおよびツールの欠如を踏まえると、アセット・オーナーがこうした問題をよりよく理解するためには、外部のパートナーの支援が必要になります。

ESGの検討事項のファクター投資への統合が進むとの予想がますます増えています。過去のデータによれば、ESGファクターはリターンを予測するものではないとの意見がほとんどでしょうが、特定の状況では、ポジティブまたはネガティブな予想がESGエクスポージャーやESGスコアの変化に関係する場合がありえます。さらに重要なことに、ファクター投資家は、投資にしばしば影響力を及ぼそうとする最終顧客の期待に応えることを目的として、例えば二酸化炭素排出量データをポートフォリオ運営に取り組もうと模索しています。

まとめ

全体的に、投資家によるファクター投資戦略の採用への意欲は高まっています。ファクターの利用がポートフォリオ全体に広がり続けているという事実は、ファクター投資が、伝統的なアクティブ運用の低コストの代替商品としてだけでなく、透明性が高く、効率的なポートフォリオ構築手段として、戦略的な基盤が強まっていることを示していると私たちは考えています。



ファクター投資は、伝統的なアクティブ運用の低コストの代替商品としてだけでなく、透明性が高く、効率的なポートフォリオ構築手段として、戦略的な基盤が強まっています。

投資関連情報のご提供・発信について

- マクロ環境の解説から、様々なプロダクトの説明など多種多様な情報をご提供しています。



- 情報発信に当たっては、Eメールによる配信やTwitter、Facebookからの発信、さらに機関投資家サイトでの情報掲載など、お客様のデジタル環境によって最適な状態でご覧頂けるよう、努めております。

SNSを通じた情報発信



機関投資家向けサイト



HTMLメールによる配信



当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「当社」）が当社グループの運用プロフェッショナルが日本語で作成したものあるいは、英文で作成した資料を抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を当社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。当社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

「投資で人生をより豊かに」と考える人々のための、
次の投資のヒントを得るWebマガジン『Wealth Road』
2019年10月8日 オープン

