

2020年投資環境見通し： 景気は軟着陸、企業業績は回復

世界経済、株式、債券、マルチアセット/オルタナティブ、アジア、不動産、
日本株に対するフィデリティ・インターナショナルの見通し

本レポートは、フィデリティ・インターナショナルが作成した英語版のレポートをもとにフィデリティ投信が翻訳・編集したものです。フィデリティ全体ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解は必ずしも一致するものではありません。

2020年投資環境見通し - はじめに

中央銀行がハト派姿勢に転じてから一年が経過することとなりますが、2020年は世界経済は貿易戦争による混乱にもかかわらず景気後退を避けることができると予想します。しかし、我々のチーフ・インベストメント・オフィサー(CIO)の何名かは足元のシステミック・リスク懸念としてマイナスの債券利回りの問題を指摘しています。政策金利は過去最低の水準にあり、米国国債のバリュエーションはこれまでの100年の中で最も割高となり、バブル領域に近づいていると考えます。しかし、これがいつ、どのようなかたちで破裂するかはわかりません。2020年が転換の年となるかもしれませんし、現在の環境が今少し持続するかもしれません。

一方で、流動性は脱グローバル化の脅威にさらされています。世界の自由な資本の移動は米中貿易摩擦等によって生じた高い障壁の影響を受けています。資本移動が制約を受けているということは、カウンターパーティーの予想外の債務不履行等、突然のショックに耐えるための金融システムの安定性が減じていることを意味します。我々はアクティブ・マネージャーとしてこうした動きを先取りし、不確実性から生まれる投資機会をしっかりと捉えていくことを目指します。

最後に、サステナビリティ(持続可能性)は、2020年の企業を取り巻く環境の中で引き続き中核テーマになると考えます。フィデリティでは、アナリストが毎年実施する数千回のミーティングの中でESG(環境・社会・ガバナンス)特性について企業とエンゲージメントを行います。

我々は株式及び債券において企業のESG行動の詳細な特徴を示す独自のサステナビリティ・レーティングを2019年に導入しました。これにより情報開示から脱炭素まで幅広い領域でESGリーダー及び大幅な改善を実現した企業を明確に示すことが可能となりました。該当する企業は社会に貢献するだけでなく、サイクルを通じて豊富なキャッシュフローを生み、長期にわたって高いバリュエーションを維持すると考えます。

2020年が皆様にとって素晴らしい一年となることを願っております。

Anne Richards

フィデリティ・インターナショナル最高経営責任者(CEO)



目次

マクロビュー	4
2019年のニュースの中心となった地政学リスク(貿易戦争等)は後退しました。足元の平穏が2020年を通して続くようであれば、グローバル景気は軟着陸すると見えています。	
株式	5
業績リセッションは回避されると考えます。そうしたシナリオの下、株式市場は上昇し、バリュート投資が復活すると予想しますが、銀行株に対しては警戒的です。	
債券	8
コア国債利回りの低位安定が見込まれる中、新興国債券等、利回りが魅力的な市場に投資資金がさらに流入すると予想します。	
マルチアセット/オルタナティブ	11
新興国市場等、米国外の資産へのタクティカル・アロケーションは、オルタナティブ投資やインカム投資とともに市場環境の変化に対応できるものと考えます。	
アジア	14
アジア市場は割安なバリュエーションの下、相対的に高い利益成長が見込まれますが、市場間/市場内でローテーションが見られると予想します。	
不動産	16
現在の不透明な環境の下、企業はコストの上昇に見舞われることから、コスト増を吸収し、高い賃料を払うことができる財務体質が健全なテナントと長期賃貸契約を締結することが重要と考えます。	
日本株	18
2020年は国内企業の業績が持ち直し、日本株式は堅調に推移すると見込んでいます。依然として安い水準にある日本企業のバリュエーションが、再評価される蓋然性が高まっていると考えています。	

2020年投資環境見通し - マクロ・ビュー

グローバル景気は軟着陸すると予想



Wen-Wen Lindroth

リード・クロスアセット・ストラテジスト&シニア・クレジット・アナリスト

2019年のニュースの中心となった地政学リスク(貿易戦争等)は後退しました。足元の平穏が2020年を通して続くようであれば、グローバル景気は軟着陸すると見ています。2019年に各国で打ち出された金融緩和政策と堅調な労働市場に基づく好調な個人消費により、世界的な景気後退は回避されると今のところ考えます。しかし、製造業/工業セクターは依然振るいません。低水準の失業率により賃金上昇圧力が高まり、また追加関税により投入コストが高まる、あるいは関税が撤廃されると景気が押し上げられることから、2020年はインフレ率が再び上向くと考えます。

米連邦準備制度理事会(FRB)の利下げは米住宅市場を下支えし、米国経済の重要なサポート要因となっています。トランプ大統領と習近平国家主席が「第1段階」の合意文書に署名し、関税の引き上げを停止するという前提に立つと、米GDPは1.9%の成長率を示すと我々は予想します。トランプ大統領は大統領選挙に向けてFRBに対して利下げを行うよう圧力をかけ続けると思われますが、経済状況及び最高値を更新している株式市場を勘案すると利下げは休止されると今のところ考えます。サイクル終盤の局面はさらに1年続くと予想します。製造業/輸出セクターからの明るいニュースを期待してリスクセンチメントが高まり、米国でインフレ率が上向く可能性が高まると見ています。

一方、欧州は1.0~1.5%のGDP成長率を予想しており、ここでも景気後退は回避されると見込んでいます。そうした環境の下、欧州ではマイナス金利が続き、ドイツ10年国債利回りは-0.60~-0.20%のレンジ内を推移すると予想します。同10年国債利回りは貿易協議が非常にうまく進んだ場合、0%に近づくと思われますが、欧州中央銀行(ECB)が緩和モードを続けることからプラス領域に戻る可能性は低いと考えます。貿易戦争が再び激化すると、各国ごとの財政刺激策に注目が移ると見ています。当面、欧州連合(EU)全体としての財政刺激策発動の可能性は低いと考えます。

中国の景気は2020年に鈍化するものの、目的を絞った刺激策によりコントロールされた形で減速すると予想します。貿易戦争が解決されるとしても、中国経済には依然としてリスクが残ります。新興国市場は貿易摩擦の影響を直接的に受けませんが、米ドル高及びFRBのタカ派スタンスの影響も大きく受けます。足元、新興国の金融政策は緩和的であり、2020年の経済成長率は総じて底堅さを見せると予想します。しかしながら、新興国市場の投資家は、特に過去12カ月の間にいくつかの新興国でポピュリスト政権に対する不安が高まっていることから、引き続き厳選を図り、個別リスクを回避する必要があると考えます。

国内外の政治リスクが2020年の最も大きなテール・リスクであると考えています。過去10年の間、中央銀行は可能な限り長く金融緩和政策を続けてきましたが、次第に限界に近づいていると思われます。今後10年は政府が成長、不平等、人口動態の問題にどう立ち向かうかということが投資家にとって鍵になると考えます。

表: 2020年のGDP成長率/インフレ率
(フィデリティ予想)

	GDP成長率	インフレ率	政策金利
グローバル	3.1%	3.0%	—
米国	1.9%	2.1%	維持
ユーロ圏	1.4%	1.5%	維持
英国	1.3%	2.1%*	維持
日本	0.6%	0.5%	維持
中国	5.9%	2.1%	緩和的な金融政策 /財政政策を継続

*消費者物価指数(CPI)。出所: フィデリティ・インターナショナル。2019年11月。

株式

2020年は企業収益が回復



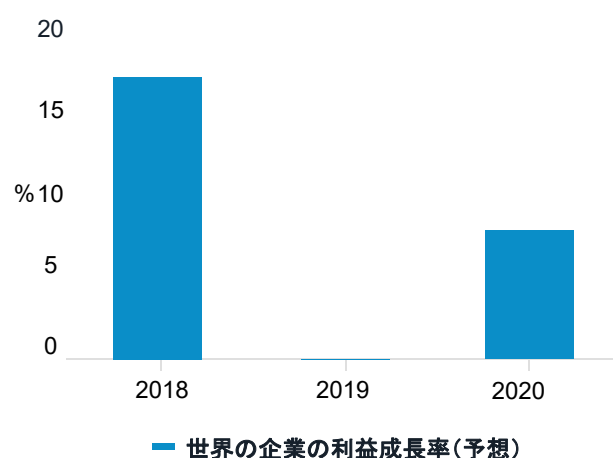
Romain Boscher
グローバルCIO(株式)

要点

- 2020年は金融緩和政策と堅調な米個人消費により企業収益が回復すると予想します。
- 製造業が軟調ながらも景気後退は回避されると見えています。但し、財政出動が必要になるでしょう。
- バリュー株が復活すると考えますが、銀行株は低金利により引き続き低迷すると見込みます。
- バブルの破裂に備えて中国の不動産市場には注意が必要です。

2019年はFRBの金融引き締めと企業の利益成長率の鈍化という厳しい局面が終わりを迎えたことから、株式市場が反発しました。年央に米中貿易戦争が激化し、欧州では政治的混乱が高まりましたが、FRBが金融政策を元に戻したことから(3回の利下げとバランスシートの拡大再開)、景気後退懸念が弱まりました。製造業セクターは不況に陥りましたが、GDP全体に対する影響は低下しました。一方、米個人消費は引き続き堅調で、2020年は世界経済が軟着陸すると予想します。企業収益は底打ちし、回復すると見えています。増益率は2019年に横ばいとなった後、2020年は8%近くに達すると見込みます。

図表1:利益成長率は2020年に上向く



出所: フィデリティ・インターナショナル。2019年10月。

利回りを追求する動きが株式への回帰を促す

市場はこうした改善の可能性を織り込み始めています。しかし、過度の熱狂の兆候が見られた場合は警戒が必要です。政治的なノイズが多い中、我々は引き続き企業収益に着目します。株価変動における企業収益の影響は中期的には大半を占め、10年では80～90%を占めていると考えます。また当然ながら、金利及び資金フローにも注意を払う必要があります。金利は低く維持され、さらに低下する可能性さえあります。2019年に株式から大規模な資金流出があったこと、また今後金利は低く維持されインカムを追求する投資家は株式の期待リターンに引かれると思われることから、2020年は株式市場が回復すると予想します。

バリュー株が復活する可能性があるが、金融株は引き続き低迷するであろう

しかしながら、主要国の日本化が強まることを我々は引き続き懸念しています。長期にわたり金利を極めて低い水準に維持することにより経済成長率とボラティリティが低くなるという見方です。後者は短期的にデフォルトの上昇を抑制しますが、長期的には割安なクレジットにより(堅調な利益成長率によるのではなく)生き永らえるゾンビ企業が増えることとなります。こうしたバリュー・トラップを回避するために、財務体質が健全な企業を選好するクオリティ・

バイアスを維持します。しかし、2020年に利益成長率が回復し始めるとこれまで市場から見過ごされてきたバリュー株及びシクリカル株に投資資金が回帰すると考えます。

例外は銀行です。金利は極めて低い水準を推移し、マイナス領域をさらに進む可能性もあります。ある意味マイナス金利というようなものは存在しないと我々は考えます。実際には銀行及び貯蓄者(年金基金等)に対する課税であると考えています。マイナス金利は緩やかな資産の目減りにつながります。通常、中央銀行は金融危機の後にはインフレにより持続不可能な債務レベルを帳消しにしようとはしますが、今回は超低金利と量的金融緩和を実施しながらも実現していません。

2020年は財政政策に注目が集まる

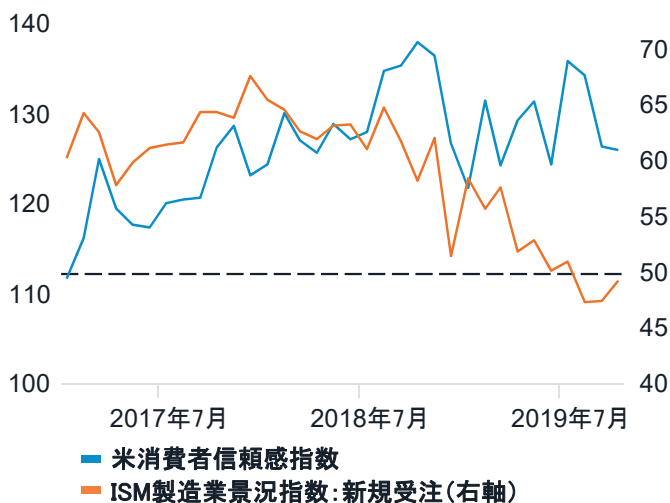
中央銀行の金融政策が限界に近づいていることから、財政政策に注目が集まると考えます。2020年の私のテーマは財政です。日銀及び欧州中央銀行(ECB)の総裁は共に財政出動を要請していますが、一方で中国及び米国の財政拡大余地が過小評価されている可能性があります。米国及び日本は電気自動車やロボット等、新たな産業への支出の切り替えにより最大の恩恵を受けると考えます。一方、伝統的なドイツの産業は取り残されるリスクがあります。



米国の製造業と個人消費では強弱が分かれる

もう一つの「初めて」は、米国の製造業が2008年の時と同じように不況に陥りながらも、消費セクターが堅調であるということです。通常、個人消費と製造業は同調して動きます。しかし、貿易戦争が起きながらも米個人消費は金融政策及び財政政策に支えられて依然堅調です。米消費者は低金利を利用して住宅ローンの借り換えを行っています。一方、製造業は10年前に比べると経済に占める比率が足元かなり低くなっており、低迷の影響は限定的となっています。そのため、2020年はいずれの四半期成長率もマイナスになることなく米景気が軟着陸すると予想します。欧州も同様で、低成長と軟調なドイツ製造業にもかかわらず個人消費が比較的持ちこたえています。

図表2: 米製造業と個人消費では強弱が分かれる



出所: リフィニティブ、フィデリティ・インターナショナル。2019年10月。

中国の不動産がリスク

我々は貿易戦争、ブレグジットの悪影響、イタリアの債務、米大統領選挙の不確実性等、ヘッドライン・リスクを引き続き注視していきます。しかし、中国のような国営経済における負債限度額等、市場にまだ完全には織り込まれていないリスクに我々は着目しています。中国の総債務残高対GDP比率は、国、企業、金融セクターの債務の集計の仕方によって大きく変わってくることから一概には言え

ませんが、大まかに言うと過去10年で140%から300%近くまで大きく上昇しました。これに対して、米国や日本等、同比率が高い国では僅かな上昇に留まっています。¹ 不動産市場も懸念材料です。中国はカナダ、オーストラリアとともに10年前の債務主導の最悪の金融危機を回避することができましたが、それ以降それぞれの国は不動産バブルを経験してきました。中国の投資家は賃料収入よりも価格上昇を期待していますが、非公式の推定によると約5000万戸のマンションが空室となっています。² (中国の不動産がGDPに占める比率は2割)。³ しかし、バブル

「そのため、2020年はいずれの四半期成長率もマイナスになることはなく米景気が軟着陸すると予想します。欧州も同様で、低成長と軟調なドイツ製造業にもかかわらず個人消費が比較的持ちこたえています。」

がいつはじけるか正確に予測することは困難です。中国の不動産価格は過去5年の間に2度下落しましたが、本格的な不動産不況には陥っていません。カナダ及びオーストラリアでは既に価格の下落が鮮明となっています。

まとめ

2020年は米国、欧州、中国の緩和的スタンスと依然堅調な個人消費に支えられて企業業績が底打ちし上向き始めることから、株式市場が緩やかに上昇すると予想します。しかし金融政策は限界に近づいており、マイナス金利が債券保有者に悪影響を及ぼし始めることから、景気を押し上げるためには財政刺激策が必要になると考えます。

¹ ロイター2019 <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-debt/chinas-debt-tops-300-of-gdp-now-15-of-global-total-if-idUSKCN1UD0KDD>

² CICC

³ FT 2019 <https://www.ft.com/content/bbc8e656-2491-4c76-860f-3f0ca60cb289>

債券

2020年は景気後退の可能性は低いがインフレには注意が必要



Steve Ellis
グローバルCIO(債券)

要点

- 各国中央銀行による金融緩和政策は2020年も続くと予想します。
- コア国の国債利回りが低位安定する中、新興国債券等、高利回りの市場に投資資金がさらに流入すると見込みます。但し、新興国通貨に対しては慎重なスタンスで臨みます。
- 市場のインフレに対する悲観的見方は行き過ぎであり、物価連動債への投資を検討する時期が到来したと考えます。

2019年、各国中央銀行は金融危機以降初めて並行して金融緩和政策を再開しました。緩和政策は2020年も続くものと考えます。中央銀行は景気を押し上げ、本格的な景気後退を避けるために可能な金融手段は何でも採用するようになりました。コア国の国債利回りは低く維持され(米10年国債利回りは2%を下回る)、より魅力的な利回りを提供する市場に投資資金が流入すると予想します。安全性が相対的に高い投資適格債の利回りは既に低くなっていることから、投資家は新興国債券等、高利回りの市場に投資対象を広げると考えます。米国ではインフレ上昇圧力が持続し、物価連動債の投資機会が生まれると見ています。

景気後退はリスクであるが2020年は回避できる見込み

2020年の主なリスクは、中央銀行が景気浮揚に失敗し、

政府が財政刺激策を縮小し、世界経済が景気後退に陥ることと考えます。我々は世界経済は景気後退を回避し、軟着陸すると見ています。しかし、米国経済が景気後退に陥るとデフォルト・リスクが高まることから、財務健全性が一層重要になると考えます。この場合、スプレッドが拡大する一方で、コア国の国債利回りが極めて低い水準で推移することからスプレッド拡大の悪影響は相殺されると見込みます。そのため、トータル・リターン・ベースでは、デュレーションまたは金利エクスポージャーを持つことはプラスに寄与すると考えます。市場にとってもう一つの重大なリスクは米大統領選挙の結果です。エリザベス・ウォーレン氏が民主党の最有力候補として選出され、弾劾プロセスによりトランプ大統領が劣勢になると、米国株式市場は大きく売られる可能性があります。

マイナス金利は金融政策の限界を示唆

金利は米国では低く維持され、欧州ではマイナス幅がさらに拡大すると予想しますが、一方で金融政策が限界に近づいていることを我々は懸念しています。足元16兆米ドルを超える債券(大半は欧州国債)の利回りがマイナス領域にあります。10月には、数年前に過去最大の救済を必要としたギリシャが利回り-0.02%の3カ月国債を発行しました。¹ 経済、特に欧州経済が景気後退に近い領域までさらに減速すると、金利はマイナス幅がさらに拡大する可能性があります。欧州中央銀行(ECB)の政策金利は現在-0.5%ですが、2020年末までにさらに0.1%引き下げられると予想されています。これは短期的に景気を押し上げるかもしれませんが、押し上げないかもしれませんが、幅広い財政刺激策が取られない限り欧州経済は本格的には回復しないと考えます。

利回り追求の動きはアジアにとってプラス材料ではあるものの、新興国通貨には警戒が必要

現在の低金利/マイナス金利の環境の下、米ドル建て新興国債券、特にアジア・ハイ・イールド債は魅力度が高いと評価しています。景気後退を回避できるという我々の基本シナリオが正しくないとしても、金融危機の際に見られたように景気縮小が大きく進み、世界的に借り換えが困難になる可能性は低いと考えます。その際はディフェンシブな戦略を取る必要性は生じると思われませんが、デフォルトが急増するとは予想していません。中国の債券については利回りが高い点を評価しています。中国では債務が拡大していますが、今のところコントロールは可能と考えます。貿易戦争が激化し事態が悪化すると、中国の政策担当者は、現在行っているように的を絞った形で財政拡大または金融緩和に踏み込むと予想します。中国の財政赤字がGDP比約6.5%の水準にある中で、中国人民銀行(中央銀行)は預金準備率と翌日物金利を引き下げています。我々独自の指標は現在の景気対策の効果が既に出ていることを示唆しています。

また中国国債は10年債の利回りが3.5%近辺にあり、今後下がると見込まれることから投資機会があると考えます。中国は巨額の貯蓄資金に基づきほとんど国内での資金調達が可能です。対外債務の水準は他の国に比べ

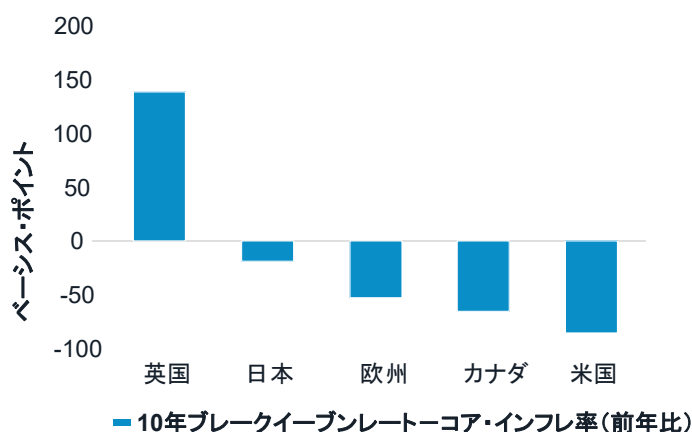
ると極めて低い水準にあり、日本と同じパターンを辿りつつあります。

一方、新興国通貨に対して我々は警戒的です。新興国通貨は米ドル高により2019年は下落しました。FRBは利下げを行っていますが、他国の中央銀行も緩和政策を取っており、米ドル安の可能性は低下しています。最後に2020年は景気後退を回避できるものの景気減速を予想しており、新興国通貨もその影響を受けやすいと考えます。

インフレに対する悲観的見方は行き過ぎ

過去数年にわたりインフレ率は中央銀行の目標を下回ってきましたが、2020年以降はある程度上向くと考えます。現在債券市場で織り込まれている期待インフレ率はコア・インフレ率を下回っており、こうした見方は過度に悲観的と思われる。例外は英国で、インフレ期待は英ポンド及びブレグジットのニュースに沿って変動しています。2020年の米インフレ率のコンセンサス予想は2.1%の水準にありますが、歴史的な低水準の失業率や堅調な個人消費を背景に賃金上昇圧力が高まるという見通しに基づき、我々は2.5%に近い水準を予想しています。

図表1:市場のインフレ期待は過度に悲観的



出所: フィデリティ・インターナショナル、ブルームバーグ。2019年10月。チャートは10年ブレイクイーブンレートからコア・インフレ率(前年比)を差し引いたもの。

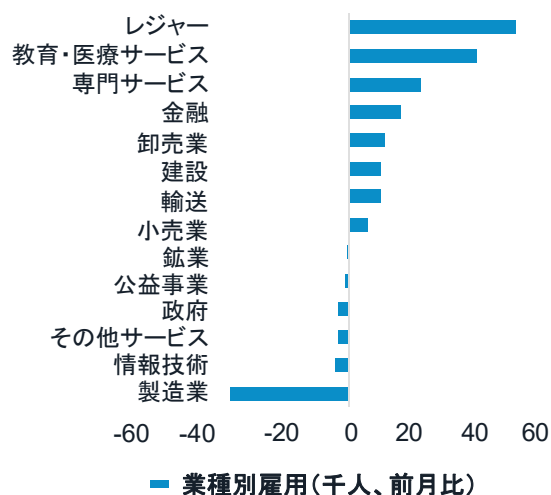
インフレ率が反発する可能性がある他の要因として米中貿易戦争の鎮静化が挙げられます。関税の廃止は価格上昇圧力を弱める可能性がありますが、後に続く景気反発による上昇圧力の方が強く、全体ではインフレ上昇につながると考えます。

¹ FT.com <https://www.ft.com/content/5dde46c4-ea83-11e9-a240-3b065ef5fc55>



中央銀行は金融緩和政策を維持しており、世界経済は安定していることから、インフレ率は徐々に上向くと予想します。米国では製造業が依然として非常に弱いものの、消費セクターが既に雇用拡大の大半を占めており、本格的な景気後退を避けられると考えます。このため、中期的には物価連動債の投資機会が生まれていると見ています。

図表2: 堅調な米個人消費はレジャー及び医療の雇用の高い伸びに反映
非農業部門雇用者数変動(2019年10月)



出所: ハーバードアナリティクス。2019年11月。

まとめ

ハト派的な政策スタンスなどを背景に2020年の債券市場の見通しは良好と考えます。スプレッドが既に大きく縮小したことから、2019年のリターン水準を期待することは難しいと思われますが、景気後退またはインフレ・ショックが起きる可能性が低いことから、グローバル債券市場内の高利回り市場の堅調なリターンを予想します。足元市場は将来の物価上昇について過度に悲観的となっていますが、インフレ・プロテクションを検討する時期が到来したと考えます。

マルチアセット/オルタナティブ

最後の審判の瞬間



Andrew McCaffery

グローバルCIO(オルタナティブ&ソリューションズ)

要点

- 2020年は同様のトレンド、すなわちハト派的な金融政策と米国の優位が続く可能性もありますし、他地域への投資資金の顕著なシフトが起きる可能性もあります。
- 米企業は消費者ほどマインドが強くなく、借入及び投資を減らす可能性があります。
- エリザベス・ウォーレン氏が民主党の大統領指名候補者になると、企業及び消費者は増税、規制強化、求人数縮小を見込み慎重姿勢を強めると見えています。
- 新興国市場等、米国外資産へのタクティカル・アロケーションはオルタナティブ投資、インカム創出資産とともにこうした変化を乗り越えることに貢献すると考えます。

過去数年にわたり米国は緩和的な金融政策と財政政策のサポートを受けて世界経済及び資本市場をけん引してきました。2020年は同様のトレンドが続く可能性もありますし、最後の審判の瞬間となり米国から他地域(新興国市場等)への投資資金の顕著なシフトが起きる可能性もあります。私自身は米大統領選挙への懸念を強めており、後者の可能性が高いと見えています。米国の企業や消費者のマインドと米ドルの方向性次第ではありますが、米国外資産、オルタナティブ、インカム創出資産への投資はそうした環境を乗り越えるために有効と考えます。

米企業のマインドは消費者ほど振るわない

米国では製造業が不況に陥っていますが、個人消費は依然堅調です。次頁図表1で示されているように、米企業のマインドは消費者ほど振るいません。企業(情報技術等の一部セクターを除く)はこれまで売上が伸び悩む中、自社株買いのために大量の債券発行を行ってきましたが、徐々に資金調達意欲を失いつつあります。実際に企業によってはそうした債券発行を減らすような動きも出てきています。これは個別企業レベルでは財務体質の強化につながるとは思われますが、市場全体としては流動性の逼迫につながり、負債水準の高い企業にとっては引き締め的な環境になりえます。

図表1: 米企業のマインドは消費者ほど振るわない



出所: ハーバー・アナリティクス。2019年11月。

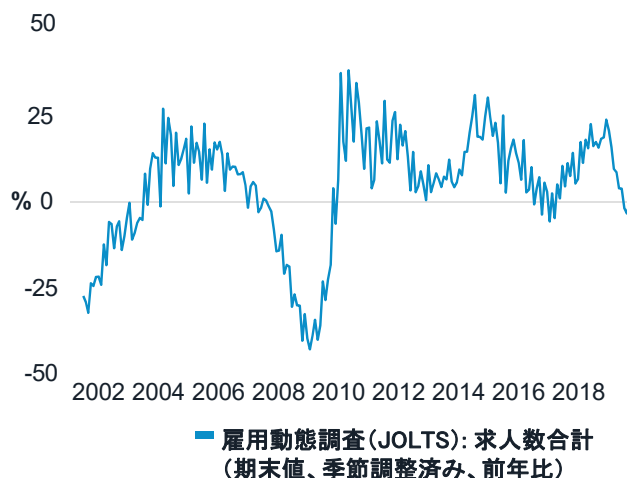
2019年は、新規株式公開(IPO)市場において、利益創出能力が不明な新興企業に関し、苦戦することがあった他、レバレッジ・ローンの発行が急減しました。これにより企業の資金調達意欲は一段と減退する可能性があります。もし新規発行減少の動きが本格化すると、デフォルト・サイクル及び景気後退に対する懸念がハイ・イールド債から投資適格債にまで広がることになり、スプレッド拡大リスクが高まってきます。

「投資家にとって2020年の最大のリスクは、エリザベス・ウォーレン氏が民主党の大統領候補となり、流動性環境が悪化し始める中、市場が下落することと考えます。ウォーレン氏が法人税に着目していることから、プライベート・キャピタルもそのターゲットとなる可能性が高いでしょう。」

米大統領選挙のリスクがマインドをさらに萎縮させる可能性

FRBはハト派姿勢を維持すると思われませんが、一方で景気サイクルを永久に持続させることはできません。そうした状況の下、大統領選挙後の増税(及び規制強化)に対する懸念から企業は一層キャッシュを保持すると思われる。そのため投資家にとって2020年の最大のリスクは、

図表2: 2019年は雇用創出が顕著に減速



出所: ハーバー・アナリティクス。2019年11月。

エリザベス・ウォーレン氏が民主党の大統領候補となり、流動性環境が悪化し始める中、市場が下落することと考えます。ウォーレン氏が法人税に着目していることから、プライベート・キャピタルもそのターゲットとなる可能性が高いでしょう。

2019年は堅調な個人消費により米国経済は景気後退を回避できましたが、一方で雇用がピークに近づきつつあることを示唆するデータがあります。新規求人数は2019年にマイナスに転じましたが、2020年もそうした状況が続くと見えています。米消費者が企業同様、増税が行われると考え始めると、消費活動が急停止する可能性があります。

米国外資産がアウトパフォームするであろう

これはやや悲観的な見方かもしれませんが。しかしマルチアセットの観点からは、タクティカル・アロケーションによりリターンを生みリスクを抑制する機会が得られると考えます。これにより分散効果も期待できます。資金ローテーションが起きる場合、米国外、特に新興国市場と欧州で多くの投資機会が生まれると考えます。日本のコーポレート・ガバナンスの改善も興味深いテーマです。直近の消費税引き上げは投資家にとって良好な環境を生むことになると見えています。物価がこれ以上下がらないと考えられるようになると、日本は他の主要国とは異なる道を進むことになるでしょう。

中国の影響は続く

米ドルの方向性は新興国市場にとって引き続き重要です。米国の不透明感の高まりに伴い米ドルが下落すると、多くの新興国市場のアウトパフォーマンスが期待できます。インドネシアのような市場の環境は、例えばシンガポール市場よりも魅力度が高いと考えます。サプライチェーンのシフトにより恩恵を受けているベトナム、カンボジア等の市場も見逃されるべきではありません。

中国は発展途上国から先進国へ自然な形で移行を進めています。資産/負債特性とゾンビ企業の存在はリスク要因ではありますが、中国当局は債務問題の悪影響を相殺するために為替政策と財政政策を活用する余地があります。今後10年にわたり中国及びアジアにおける富の創出は続き、広範囲にわたる中国の影響は続くものと考えます。

オルタナティブ:再生可能エネルギー及びロイヤルティ

2020年の難しい環境を乗り越えるもう一つの方法は、ヘッジ、ボラティリティ戦略、インカム創出オルタナティブ投資などによるディフェンシブな戦略と考えます。例として、再生可能エネルギー等のサステナブル・インフラストラクチャー投資や質の高いロイヤルティからインカムが得られる投資などが挙げられます。

まとめ

最後の審判の瞬間が到来しようとしています。米大統領選挙までの間にサイクルが変わるか、続くかのどちらかです。2019年は米中貿易協議、プレグジット、金融緩和政策の再開が大きな影響を及ぼしましたが、2020年は企業収益と流動性にとって転換の年になる可能性があります。仮に民主党が米大統領選に勝利する可能性が高まり、中央銀行にサイクル終盤の局面で対応する手段が残っていないとなると、企業が借入に対して懸念を強めると見えています。その結果、米ドルが弱まるようであれば、米国外の資産にとって投資機会になると考えます。



アジア

ありふれた風景の中に投資価値が潜む



Paras Anand

ヘッド・オブ・アセットマネジメント(アジア・パシフィック)

要点

- アジア市場は企業の利益成長率が相対的に高く、バリュエーションが割安であると考えます。
- 市場内、市場間でローテーションが起きると予想します。
- 企業改革とリストラにより潜在的な利益成長率が上向くと見えています。

2020年を迎える中、市場内でローテーションが起きる可能性があるようです。世界各国の中央銀行は緩和バイアスを維持していますが、最大の恩恵を受けてきた戦略への回帰の動きが概ね終わってしまった可能性があります。投資家はこれを踏まえて、投資資金がどこに移り、市場のけん引役の変化が自らのポートフォリオにどのように影響を及ぼすのか既に検討していると思われます。これまで同様、バリュエーションと利回りが重要になるでしょう。

この観点から、アジア市場全体は多くの先進国市場に比べて利益成長率が高く、バリュエーションが割安であると考えます。米国外の先進国市場は景気浮揚に苦戦していますが、アジア株式市場はバリュエーションが割安なことから2020年は良好なリターンが期待できます。しかし、同時に市場内でローテーションが起きると予想しており、選別を図ることが重要と考えます。特に中国では、人気が高いテクノロジー銘柄と消費関連銘柄のリターンが不振となり、その他のセクターのリターンが好調となる可能性があります。

表: アジア企業の業績見通しは多くの先進国企業に比べて良好

利益成長率	2019年	2020年	2021年
グローバル	0.0%	8.0%	9.1%
アジア太平洋 (除く日本)	2.8%	9.3%	13.0%
新興国市場	3.4%	9.9%	13.0%
欧州	-3.6%	6.0%	6.2%
日本	1.0%	4.6%	7.5%
米国	0.0%	9.5%	9.4%
中国	13.5%	6.2%	11.4%

出所: ファイデリティ・インターナショナル。2019年11月12日。

企業改革及び自助努力が利益成長率を後押し

他のテーマも出現しています。インドのモディ首相は再選を果たし経済改革(直近の法人税率の引き下げ等)に向けて協調的な取り組みを引き続き推し進めるものと思われる。そうした政策はビジネスし易いよう環境を整えていきたいという同首相の意向の表れと考えます。

日本も企業のリストラと資本の再配分で大きな変化を遂げています。全体の成長は振るわないものに見えるかもしれませんが、日本企業は典型的な自助努力を実践しています。事業ポートフォリオの再編を行い、不採算部門を売却し、バランスシートの管理を積極的に実行しています。しかし、全体の需要環境及びインフレ低迷に対する懸念が引き続きバリュエーションの重石となっています。

同じように、中国では資本市場の開放とともにコーポレート・ガバナンスの改善が進んでいます。食品や高級品等、幅広いカテゴリーで国内ブランドの方が海外ブランドよりも足元成長率が高いことは興味深く、中国の消費ストーリーは依然良好です。実際、1980年代に日本のブランドがそうであったように、世界的な影響力のシフトを反映し、中国の高級品ブランドがまもなく西側市場に進出すると思われる。一方、東南アジア諸国は経済発展のポテンシャルや海外からの投資(中国の「一帯一路」イニシアチブ等)の恩恵を受けると考えます。

中国にとっては債務問題よりもグローバル景気減速の方がリスクとして大きい

中国の債務は世界の投資家にとって一つのテーマではありますが、そのリスクを正しく捉えることは重要です。中国の経常収支は黒字から赤字に転じましたが、これは中国が輸出主導型経済からバランスの取れた経済へ移行していることの表れです。人々が不動産購入を急いだことから、家計レベルでは債務が拡大していますが、国有企業は債務を縮小させ、政策も全体の融資の伸びを抑制しています。

米ドル安がリターンを支えよう

2020年は米ドル安が経済成長や流動性を下支えするだけでなく、グローバル投資家のリターンもサポートすると考えます。預金準備率の引き下げは競争力向上に向けた人民元安誘導のためであるという見方があります。しかし、人民元の国際化を進めるという中国の目標を勘案すると、長期的には安定性が優先されるものと考えます。アジアの国債及びハイ・イールド債は、利回り、成長性、債務縮小の観点から相対的に魅力度が高いと見えています。

まとめ

我々は米国の金融緩和政策により米ドルに対して従来より弱気に見えています。米中通商協議が合意に達することが難しいとしても、貿易戦争は一時休戦となったという認識があります。アジアは消費主導型経済に移行していることから、貿易摩擦の景気への影響は一般に懸念されているよりも小さいと見えています。バランスシート管理及び売上拡大により高い利益成長を実現できる企業にはまだポテンシャルがあるものと考えます。

最後に、ここ数年の市場のけん引役をサポートしてきたプラス材料に出尽くし感が出てくるにつれ、バリュエーションが魅力的な資産クラス/市場セグメントに投資資金がシフトすると思われる。投資家がこれまでに享受してきた良好な環境が変わり始めるようであれば、流動性の水準に注意を払うことも重要になってくるものと考えます。流動性が低めの銘柄でリターンを追求してきた投資家は、ありふれた風景の中に潜んでいた大型株に価値があったことに突然気付かされることになるでしょう。

不動産

現サイクルの継続か、ショックが起きるのか？



Neil Cable

ヘッド・オブ・ヨーロッパ・リアルエステート・インベストメンツ

要点

- 金融市場は景気サイクルの次の局面を見据えています。不動産のバリュエーションは全般的に割高となっており、一部の大陸欧州市場は過去最高の水準に達しています。
- 長期にわたる、または「永続的」な低金利及び低インフレの環境が続く、あるいは「未知の何か」がシステムにショックを与える可能性があります。
- こうした不透明な環境の下では、持続可能なインカムを生む不動産にフォーカスすることが重要と考えます。

2020年に向かう中、2つのシナリオの内、いずれかが実現すると見えています。1つめのシナリオは現サイクルの継続であり、不動産利回りは不動産投資家にとっては低いかもしれませんが、他の資産クラス、特に急低下した債券利回りに対して依然プレミアムが乗った状態が続くというものです。そうしたシナリオの下では、景気サイクルの成熟化により経済成長率は高まらず、賃料収入を引き上げることが困難となります。

利上げをしようとしていた中央銀行が利下げに転じたことから、市場ではこのシナリオに対する支持が高くなっています。米連邦準備制度理事会(FRB)は金融政策を転換し、2019年は3回の利下げを行いました。

2つめのシナリオは懸念すべきものです。もし未知の何かの要因が市場にショックを与えると市場は急落する可能性があります。例えば、インフレが急上昇すると、利回りが上昇し価格が低下するため、全ての資産クラスが下落することになります。ひとたびインフレが上昇してくると、量的緩和や利下げによってコントロールすることはできません。インフレ上昇は市場の構造変化をもたらし、投資家は悪影響への対応に苦慮するものと思われる。

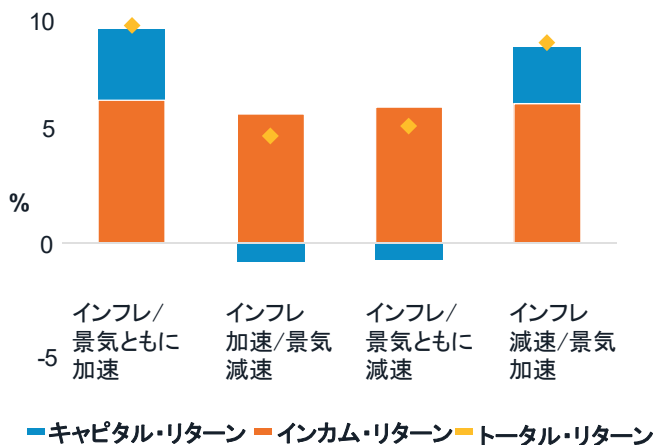
ヘッジとしての不動産

そうしたシナリオの下では、投資家はインフレに対処するためポートフォリオを調整する必要があります。僅か2~3%の上昇でもショックになりえます。しかし、緩やかなリフレ環境の下では、賃料収入は維持される、または上昇する可能性があります。企業は、ダメージが大きいスタグフレーションではなくリフレーションである限り製品価格を引き上げる可能性があります。同時にコスト増にも見舞われることから、コスト増を吸収し家賃の値上げに対応できる、健全な財務体質を有するテナントを確保することが重要になります。長期の賃貸契約を締結できるとなお良いと考えます。

今回は以前のサイクルで見られたような投機的開発があまり見受けられないことから供給過剰がなく、こうしたリフレ環境になった場合、家主は家賃引き上げを要求することが可能になると思われます。そのため不動産はインフレの緩や

図表1: 不動産はインフレに対してヘッジ機能を発揮

多様な経済環境の下でのパフォーマンス(年率)(2004年4-6月期-2019年4-6月期)



出所: MSCI汎欧州不動産ファンド・インデックス。2019年4-6月期。

かな上昇に対して通常はヘッジの役割を担います。特に大陸欧州不動産の場合、賃貸契約に消費者物価指数(CPI)連動が組み込まれています。

ブレグジットのリスクは織り込まれているが、アジアの投資資金が流出する可能性がある

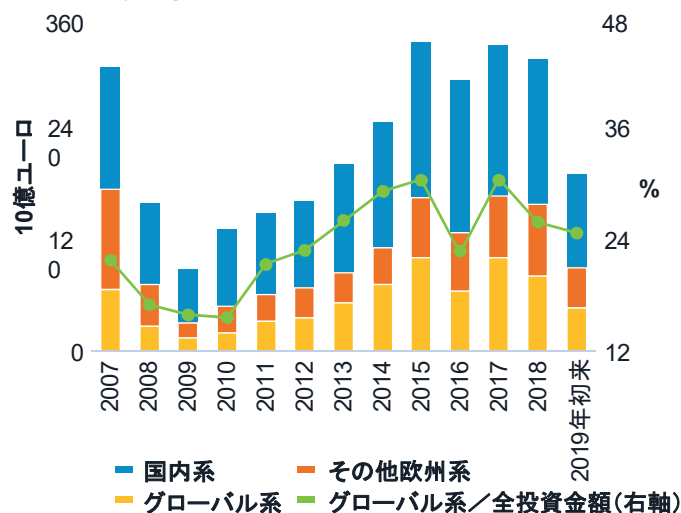
他のリスクとして、欧州不動産市場からの多様な投資資金の流出が挙げられます。これまで市場を支えてきた主要因の一つは投資資金の規模と多様性(特にアジア)です。過去数年の間に規制変更により中国投資家の数は徐々に

減少しましたが、韓国等、他国の投資家の増加により相殺されてきました。しかし、こうした流れが反転する、または海外からの資金流入が減少すると、足元の高いバリュエーションは維持されず利回りが上昇すると考えます。但し、ドイツのように国内投資家が占める比率が高い市場は影響を受けにくいと思われます。

ブレグジット問題は引き続き英国市場に大きな影響を及ぼしています。しかし、同市場ではリスクの大半が既に価格に織り込まれていると思われ、投資機会があると見ています。

図表2: 欧州外からの投資資金が流動性の観点からますます重要になっている

欧州市場 投資金額



出所: リアル・キャピタル・アナリティクス2019年7~9月期。

持続可能性の改善により価値が向上

最後に、我々は今後3年の間にグローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク(GRESB)スコアを40%改善することを目指しており、2020年はESG(環境・社会・ガバナンス)要因が継続的な重要イニシアチブの一部をなすこととなります。ビルが世界の炭素排出量の約40%を占めることから、不動産はサステナビリティ・イニシアチブの中核といえます。企業はエネルギー消費が少ない不動産にますます高いバリュエーション価値を与えるようになってきており、我々もエネルギー効率性とビルの持続可能性を改善するためにテナントと協働しています。

まとめ

不動産は2020年の不透明な環境に対して多様なプロテクション機能と安定した利回りを提供するものと思われます。選別色を強め、テナント・エクスポージャーを能動的に評価することにより、2020年に向けてインカム・リターン最適化と維持を図ることができると考えます。

日本株

世界経済と共に、日本経済、日本株式は堅調に推移する見通し



Takashi Maruyama
取締役副社長 運用本部長

要点

- 世界経済は2020年に景気回復へと向かう可能性が高く、それに伴って日本経済および日本株式も堅調に推移することが見込まれます。
- 日本企業の収益力は十分に評価されておらず、日本株のバリュエーションは依然として安い水準にあります。
- 日本株の中では、「確実なもの」と「底打ちが見込めるもの」に注目しています。
- 金融緩和が続く環境下、J-REITのインカムゲインは非常に魅力的です。

2019年も終盤を迎える中、米国と中国が通商協議において第1段階の合意に達し、日経平均株価は2018年10月以来となる24,000円台を12月半ばに回復しました。2020年の株式市場は一時的に変動率が高まることも想定されますが、堅調に推移していくと予想します。

主要な背景は、日本企業に大きな影響を与える世界経済が2020年に景気回復へと向かう蓋然性が高いと思われる点です。以下の4点が世界経済の緩やかな成長を支えると考えています。

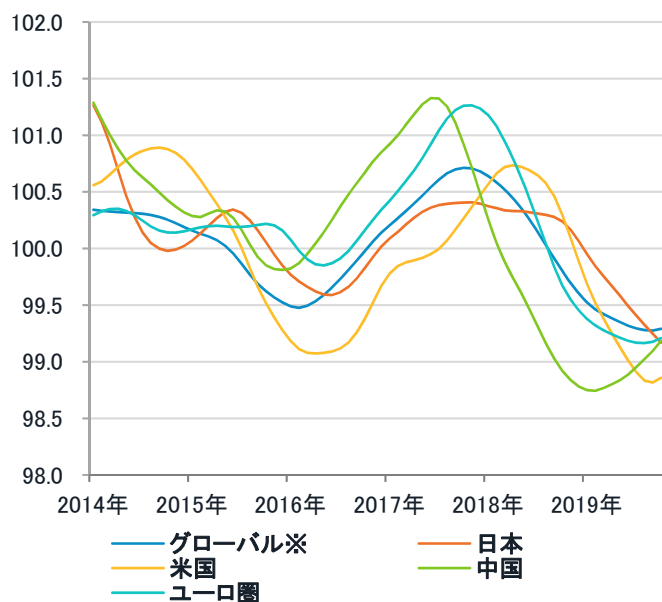
- 1) 景気後退の予兆となる経済の過熱感やインフレ懸念は今のところ見られていないこと
- 2) 3回の利下げを行った米国をはじめ、新興国の中央銀行が相次いで利下げを行い、2019年はグローバルで金融環境が緩和方向に転換したこと
- 3) 米国GDPの2/3以上を占める個人消費が堅調に推移するであろうこと
- 4) 中国経済は政府の景気対策が下支えとなって大幅な悪化は回避できるであろうこと

世界経済の底堅さに支えられ、日本経済も比較的堅調に推移することが見込まれます。国内要因では、消費税増税に伴うポイント還元終了後のマイナス影響なども予想されるものの、政府の補正予算や東京オリンピックによる消費下支え効果などで景気が大きく崩れることはないと考えています。

経済協力開発機構(OECD)の景気先行指数では、2019年2月に底入れした中国に続く形で、米国、そしてグローバル全体も底入れの兆しが見え始めており、日本についても今後徐々に回復方向に向かうことが予想されます(図表1)。

図表1: OECD景気先行指数

(長期平均=100)



※グローバルは、OECD+主要非OECD諸国(ブラジル、中国、インド、インドネシア、ロシア、南アフリカ)

出所: OECD, 2019年10月。

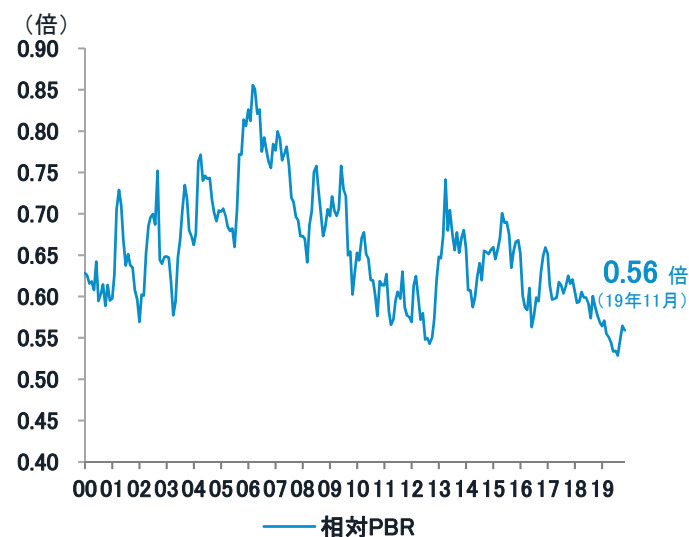
日銀が新たな政策や追加の緩和策を取る可能性は低い

日本の金融政策については、2020年に日銀が独自に新たな政策を導入する可能性は低いと見ています。「インフレ目標を幅で示す」などの国際通貨基金(IMF)の提言を受け、一部には政策変更の期待が高まっているものの、2%の物価目標達成に程遠い日銀が率先して目標の弾力化に動くのは容易ではないでしょう。米国が再び金融政策の引き締めに動かない限り、日銀が政策弾力化などを通じて国内金利を上方に誘導するには限界があります。日銀は残される政策オプションを慎重に使うとみられ、リスクオフによって急激な円高が進行するなどの事態に陥らない限り、追加の緩和策も取りづらいつと見ています。

日本企業の収益力は十分に評価されておらず、バリュエーションは依然として安い

世界的な景気減速の影響などにより2018年10-12月期から前年同期比で減益となった日本企業の業績ですが、その影響が和らぐ中で、徐々に底入れの兆しが出てきています。当社では、2019年度下期に増益に転じ、通期は横ばいで着地、2020年度には一桁の増益まで回復すると予想しています。グローバル株式と比較すると、日本株式のバリュエーションは依然安い水準にとどまっていますので(図表2)、コーポレートガバナンス改革による収益力向上という中期的な押し上げ要因を勘案すれば、日本企業のバリュエーションが再評価される蓋然性が高まっていると考えています。特に、不採算事業からの撤退や積極的な企業買収など社内外の摩擦を厭わない経営方針をとる企業が増加している点に注目しています。

図表2: 日本株式の相対PBR(MSCIジャパン対MSCI ACワールド)



出所: Refinitiv, 2019年11月。

2020年は「確実なもの」、「底打ちが見込めるもの」に注目

2020年の株式市場においては、「確実なもの」に加え、「底打ちが見込めるもの」に注目が集まると考えています。「確実なもの」の1つ目は、内需関連です。生産性向上や競争力強化に向けたIT投資、人手不足を解消する人材関連やアウトソーシングサービス、再開発やインフラ整備などの建設需要など、「確実なもの」として内需は安定的に拡大しています。それらを取り込んで持続的に成長できる企業の株価は、たとえ足元のバリュエーションは高くても、引き続き堅調に推移することが期待されます。「確実なもの」の2つ目が、半導体関連や

電子部品です。半導体サイクルが反転する中、業績の底打ちが確認され、夏場以降、株価は反転しています。今後更に5G関連の需要拡大の動きが顕在化することで、上値を試していくであろうと見ています。そして、「底打ちが見込めるもの」として注目されるのが、ファクトリーオートメーション（FA）関連株です。前出の半導体・電子部品の需要回復が顕著となり、世界の需要減速感が和らぐ中で、FA関連の回復時期は着実に近づいていると考えています。

金融緩和が続く環境下では、J-REITのインカムゲインは非常に魅力的

好調なファンダメンタルズや低金利環境下で利回りを求める投資家の資金流入などに支えられ、2019年のJ-REIT市場は好調に推移しました。11月以降、利食い売りなどから調整を強いられている点には注意が必要ですが、オフィス市況などファンダメンタルズは引き続き好調です。中央銀行の景気配慮の姿勢から世界的に金融緩和の環境は当面続く見通しであることから、3%台の配当利回りを得られるJ-REITは非常に魅力的であり、2020年も堅調に推移していくことが予想されます。

リスク

米中対立激化により米国の個人消費が落ち込むことが最大のリスクだと考えています。日本の株式市場もこのリスクには敏感なので、米中対立は折に触れ蒸し返される相場の波乱材料となるでしょう。

まとめ

2020年は世界景気が回復する中で、日本経済も底堅く推移し、国内企業の業績は持ち直していくと思われます。米中対立が激化する局面では一時的に変動率が高まることも想定されますが、「確実なもの」、「底打ちが見込めるもの」を中心に、2020年の日本株は堅調に推移すると予想しています。

■ ご注意点

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
 - 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
 - 当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として申し述べたものであり、その銘柄又は企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
 - 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
 - 投資信託のお申し込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様自身の責任においてなさいますようお願い申し上げます。なお、当社は投資信託の販売について投資家の方の契約の相手方とはなりません。
 - 投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。
 - 販売会社が登録金融機関の場合、証券会社と異なり、投資者保護基金に加入しておりません。
 - 投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。
 - 投資信託は、国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面を良くご覧下さい。
 - 投資信託説明書(目論見書)については、販売会社またはフィデリティ投信までお問い合わせください。なお、販売会社につきましては以下のホームページ(<https://www.fidelity.co.jp/fij/>)をご参照ください。
 - ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。
 - ・申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限 4.40%(消費税等相当額抜き4.0%)
 - ・換金時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保金 上限 1%
 - ・投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限 年率2.123%(消費税等相当額抜き1.93%)
 - ・その他費用: 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。
- ※当該手数料・費用等の上限額および合計額については、お申込み金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。ファンドに係る費用・税金の詳細については、各ファンドの投資信託説明書(目論見書)をご覧ください。

ご注意) 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、フィデリティ投信が運用するすべての公募投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しておりますが、当資料作成以降において変更となる場合があります。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く目論見書や契約締結前交付書面をご覧下さい。

フィデリティ投信株式会社

金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第388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

IM191218-3 CSIS191226-2