

# 半期見通し： リスク、景気回復、 市場の新たな現実

FRANKLIN TEMPLETON THINKS™

GLOBAL INVESTMENT OUTLOOK

2020年7月

変化する見通し

2020年下半期の楽観論  
と慎重論

公衆衛生をめぐる不透明感  
と経済をめぐる不透明感：  
経済活動を安全に再開す  
る必要性

新型コロナウイルスの世界  
で加速する変化

新興国市場：投資機会と  
先行き



## はじめに

新型コロナウイルスのパンデミックは世界経済に大打撃を与えました。その影響は多くの人々が当初予想した以上に深刻かつ長期化しています。弊社の運用担当者も今年下半期の景気回復については楽観的な見方を変えていませんが、急ピッチの「V字」回復への確信は薄れています。弊社のシニアリーダーが今後予定されている米大統領選など、現在の投資環境に対する見方をご説明するとともに、潜在的なリスクや投資機会について解説します。



## 主な論点

- 多くの国で最悪期はおそらく過ぎ去ったとみています。不透明感はおお根強いものの、市場の予想はこれまでに受けた経済的ダメージの真の深さに概ね見合っていると考えています。しかし、景気回復のペースや性質が通常より不透明であることに変わりはありません。
- 我々は今後何ヵ月もかけて持続的な景気回復が定着するまでに金融市場では急反騰と調整が繰り返されると予想しています。それまでは、第1局面において、一部の新興国市場や先進国の安全資産など特定のバリュー資産に注目しています。
- 今回の景気後退は米国史上、最も急激かつ短命に終わる可能性があります。我々の基本シナリオは、条件反射的な行動ではなく、データ重視の結論を検討しながらの良識ある行動をとることを前提としています。全体的に見れば、投資家として積極運用の時期に来ているとみていますが、いまのところ手放して買いと言えるような資産は1つもないと考えます。
- 今回の危機に伴う経済対策は前例のない規模となっています。世界各国が財政、金融、政治の面から新型コロナ危機対策に乗り出した結果、世界的なカネ余りが生じています。カネ余りのほとんどは株式市場に向かい、株高に大きく貢献しています。
- 消費者向け、企業向けの政府支援を継続するかどうかの決定は差し迫る米大統領選挙によって微妙な状況にあります。激しい論戦が繰り広げられている米国の政治環境では、特定の政党が有利になる長期的な政策の実現は一段と困難になる可能性があります。投資家にとっては、不平等やポピュリズムがとりわけテクノロジーなどの主要産業に対する増税や規制強化につながるリスクも高まっています。
- 今回のパンデミックの最中においてESGの論点もさらに変化しており、政策の社会的影響への注目度が高まっています。多くの政府が雇用の下支えに乗り出していますが、企業も一時解雇に伴う評判リスクを強く認識し始めています。ESGは重要性を増しており、企業は持続可能な企業業績に不可欠であると考えています。新興国市場でESGの改善に取り組むという「デルタ」は、世界が今回の危機から脱する過程で新興国市場の長期的な先行きを後押しする新たな追い風になるとみています。

## 本稿に登場する運用責任者



**Dr.ソナル・デサイ**  
フランクリン・テンプルトン債券  
グループ  
最高投資責任者(CIO)



**スティーブ・ドーバー、CFA**  
株式運用部門ヘッド



**Dr.マイケル・ハッセンスタブ**  
テンプルトン・グローバル・マクロ・  
グループ  
最高投資責任者(CIO)



**エド・パークス、CFA**  
フランクリン・テンプルトン・  
マルチアセット・ソリューションズ  
最高投資責任者(CIO)



**マンラジ・セクホン、CFA**  
フランクリン・テンプルトン・  
エマージング株式グループ  
最高投資責任者(CIO)

# 変化する見通し

エド・パークス、CFA

フランクリン・テンプレートン・マルチアセット・ソリューションズ、最高投資責任者 (CIO)

経済活動は2020年第1四半期末に概ね予想していたより速いペースで第2四半期に減速しました。多くの国が新型コロナウイルスの感染拡大を遅らせようと厳しいロックダウンに踏み切ったため、世界経済は突如として停止しました。その結果、私の記憶の限りでは、世界は最も深刻かつ急激な景気後退に陥りました。我々は多くの国で最悪期はおそらく過ぎ去ったとみています。不透明感はおお根強いものの、我々は市場の予想はこれまでに受けた経済的ダメージの真の深さに概ね見合っていると考えています。しかし、景気回復のペースや性質が通常より不透明であることに変わりはありません。

中央銀行は引き続き「あらゆる手段を講じる」決意を示しており、金融・財政政策の協調路線も強まり、こうした金融・財政政策の協調路線はニューノーマル（新常态）となっています。しかし、引き続き経済対策は必要になる可能性があります。我々は政策当局には支援を継続する以外に選択肢はないとみています。次の問題は「いつまで続くのか？」ということです。

## 新型コロナウイルスからの景気回復に伴う世界的な試練

足元のコロナ禍に起因する景気後退からの回復は試練を伴いますが、我々はそうした試練が世界規模になるとの見方を変えていません。中国のように経済活動の再開を急ピッチで進めたとしても、多くの国の経済は貿易や相互依存活動の水準に影響されます。しかし、ロックダウンの最も厳しい局面を脱すれば、我々はあらゆる国で経済活動は再開されるとの楽観的な見方をしています。

一足先に経済封鎖に乗り出し、コロナ禍により過度の打撃を受けた欧州は、景気回復を加速する対策を講じているとみられます。今回の新型コロナ危機への欧州連合 (EU) の協調対応に向けて、フランスのエマニュエル・マクロン大統領とドイツのアンゲラ・メルケル首相が先頭に立ちました。両首脳が提案するEU復興基金は、融資ではなく、補助金を通じて大規模な支援を行うものであり、壮大な財政協調に向けた重要な一歩になります。復興基金の原資の一部がユーロ圏共通の債券の発行を通じて賄われることも画期的な出来事となります。

米国の株式市場は米連邦準備理事会 (FRB) の迅速かつ惜しみない支援により恩恵を受けています。一部の企業は消費者や企業の急速な嗜好の変化を有利に活かせる立場にあります。リモートワークや新たなビジネス手段を可能にする技術的な解決策の採用加速によりテクノロジー業界の多くの企業の富が押し上げられています。我々は、足元の変化の要因がウイルスの脅威とともに後退したとしても、こうした変革は今後も続く予想しています。

我々は経済再編が進むにつれ、いずれは完全に立ち直るとしてもすぐには立ち直れないレガシー事業は新規事業に取って代わられると予想しています。しかし、スムーズな景気回復は見込めず、足元で広がりつつある楽観的な前提が崩れた場合、市場の信認は大きく揺らぐ可能性があります。

## ボラティリティに関するマルチアセット・ソリューションズの見方

我々のマルチアセット・ソリューションズの投資手法では、ボラティリティについて市場価格と我々の予想にズレをもたら

す可能性がある投資機会の局面と捉えています。そのような環境では通常、市場の相関関係は強まり、投資の避難先と思えた投資対象はその後の急騰局面でアンダーパフォームすることになります。とりわけ投資をめぐる不透明感が高まっている局面では分散型のポートフォリオを維持することが重要であると考えています。また、我々の長期的な見通しが実現する道のりは決して平坦ではなく、足元の環境も通常より不透明感が強いことを認識する必要があります。

すなわち、足元の景気後退により民間部門の業績やバランスシートにギャップが生じており、多くの業種でそのギャップはまだ修復されていません。こうしたギャップは大規模な財政出動や中央銀行による資金支援によって一時的に穴埋めされてきました。感染第2波が到来しないという前提で景気回復局面が訪れた場合、政策当局が脆弱ながらも回復を続ける経済のギャップを引き続き穴埋めするかどうかは不透明です。政治的リスクが高まる選挙の年では特にそうです。同様に、政策行動に回帰する動きが弱まる恐れもあります。

これまでのところ、中央銀行の支援によりハイイールド債の見通しは改善しています。これはハイイールド債市場をショックから守り、パンデミックの影響のみならず金融危機をも回避しようという幅広い取り組みの一環といえます。市場は現在、あらゆる市場セクターを支える政策当局の運営能力に多大な信頼を寄せています。ハイイールド債の場合、FRBが企業の返済能力を支えることができなくなれば、デフォルトが増加する可能性は極めて高くなります。我々の見解では、リスク・リターンバランスが最も魅力的なのは高格付けの投資適格社債です。

様々な資産クラスを検討した結果、我々は引き続き世界の債券より世界の株式にやや高め確信度を置いています。ボラティリティが高い状態は続いているとはいえ、バリュエーション面から世界の株式には比較的投資妙味があります。大局的に見ると、債券は割高感が強く、債券に比べ株式の見通しは改善しています。

## リスクと投資機会のバランス

米国経済は世界の他の多くの国々を上回る勢いを維持しています。しかし、新型コロナウイルスの感染第2波に脆弱な状態にあります。大規模な財政・金融政策がすでに発動されているだけに、市場はリスクと投資機会のバランスに関して楽観的な見方をしています。

消費者向け、企業向けの政府支援を継続するかどうかの決定は差し迫る選挙によって微妙な状況にあります。激しい論戦が繰り広げられている米国の政治環境では、特定の政党が有利になる長期的な政策の実現は一段と困難になる可能性があります。投資家にとっては、不平等やポピュリズムがとりわけテクノロジーなどの主要産業に対する増税や規制強化につながるリスクも高まっています。

我々は年末にかけて政局が投資決定に及ぼす影響は強まるとみています。しかし、重要性という点では、公衆衛生とそれに関連する経済変数が狭義の伝統的な政治要因を上回る可能性は高まっています。

要約すると、向こう数年間はあらゆる資産で緩やかなリターンが見込まれ、投資アプローチでは柔軟なスタンスを維持することで今後もメリットを享受できるとみています。自然な分散投資効果をもたらし、インフレ上昇への耐性もある資産を見つけ出すことがとりわけ魅力的な投資アプローチになります。しかし、長期的には株式の潜在リターンを注視しています。これまでは短期的な懸念から妙味薄と考えてきましたが、長期的には株式でリスクプレミアムを得られると考えています。

# 2020年下半期の楽観論と慎重論

## Dr.マイケル・ハッセンスタブ

テンプレートン・グローバル・マクロ・グループ、最高投資責任者(CIO)

世界各地で経済封鎖、経済活動の再開、そして後戻りの動きが4ヵ月間続きましたが、残念ながら世界経済の持続的回復はまだ何ヵ月も先のことになりそうです。様々な安全対策を講じながら経済活動を再開する決断力を目の当たりにするのは頼もしい限りですが、新型コロナウイルスの感染再拡大により経済封鎖に逆戻りせざるを得なくなるのは同様に懸念すべき事態です。レストランが営業を再開したものの、スタッフ全員が新型コロナウイルスに感染し、店じまいに追い込まれた話は企業や人々が世界各地で直面している苦境を象徴しています。パンデミックはまだ身近に存在しており、自然かもしくは治療法の確立により終息するまで経済への影響は続きます。コロナ禍の

さなかで楽観できる要因もありますが、足元の苦境は信じたくないほど長く続く可能性があるという現実にも直面しています。

2020年も半ばを過ぎましたが、新たな投資リスクを追求するのは時期尚早であると考えています。足元のリスク資産の反騰は、経済活動を一段と冷え込ませる可能性がある現在の経済的ダメージや今後続く感染の波のリスクを過小評価しているようにみられます。一部の経済指標はここ数ヵ月間で改善していますが、3月、4月の極端なショックからの反動にすぎず、トレンドとして景気が回復していることを示す兆候ではありません。失業の規模、大規模な総需要の破壊、経済活動の再開に立ち足る供給制約、短期

的に修復することが不可能な足元の経済的ダメージからV字回復の可能性は極めて低くなっています。我々は緩やかな景気回復が長く続くと予想しています。

夏場に人々が外に繰り出して日差しを浴び、外で食事を楽しみ、営業を再開した企業を手助けし、休暇に向かうようになれば、待ちに待った楽観ムードが広がる可能性があります。経済危機と公衆衛生危機という現実に至る所で残ったままです。数ヵ月前には米国の失業保険申請件数の多くは一時的なものにすぎないと希望的観測がありましたが、2度目の営業停止や破綻に追い込まれる企業もあり、恒久的な失職につながるリスクが一



# “中央銀行は異例の政策介入を通じて金融市場の流動性を高める取り組みを続け、成果をあげていますが、需要を操作することはできず、失われた収入を取り戻すことも支払不能を改善することもできません。債務の負担を増やすばかりです。”

段と高まっています。過去の例を見ると、失業率が危機前の水準に戻るには数年を要します。2008年の世界金融危機後では6年以上を要しました。

政策当局が次に対応しなければならないのが倒産の急増です。パンデミックが長引き、景気回復に長期間を要するほど企業の返済能力は引き続き低下する可能性が高くなります。中央銀行は異例の政策介入を通じて金融市場の流動性を高める取り組みを続け、成果をあげていますが、需要を操作することはできず、失われた収入を取り戻すことも支払不能を改善することもできません。債務の負担を増やすばかりです。我々は夏から秋、そして冬にかけてパンデミックが続けば、経済活動の停滞により企業の支払不能は月を追うごとに悪化すると懸念しています。

新型コロナウイルスのパンデミック以前から世界が不安定な状態にあったことが今回の危機をさらに複雑なものにしています。地政学的リスクの悪化、貿易をめぐる緊張の高まり、政治的二極化により、各国が国内外の試練への対応に必要な大義名分を見つけ出すのは極めて困難となっています。米国では国民の分断化の

進行や政治的二極化により重要な問題の解決に必要な結束や妥協は影を潜めています。こうした政治的二極化は世界中で起きており、戦後の最も深刻な経済危機を協調して乗り越える解決策を見出すのは難しい状況です。

また、今回のパンデミックが発生する前からすでに進行していた脱グローバル化の流れも足元のコロナ禍で加速する可能性が高くなっています。各国で公衆衛生への懸念や国家の安全保障などの国内問題を重視する動きが広がる中、グローバル化の流れはますます置き去りにされる恐れがあります。貿易をめぐる米中関係の緊迫化は突出した懸念材料ですが、世界各地で貿易関係は悪化しており、米中間の貿易紛争はそのうちの1つの例にすぎません。国内生産や地域内のサプライチェーンへの構造シフトも世界経済や金融市場に大きな影響を及ぼすとみられます。

我々は投資の観点から、今回の世界的な危機に関して2つの局面をモデル化しています。金融市場は現在第1局面にあり、リスクや不透明感が高まる時期が長引くとともに、新たな市場ショックが数四半期にわたり続く可能性があります。第2局

面では、資産価格が歪められ、魅力的な投資機会が訪れた後、まもなく緩やかな景気回復が定着すると予想しています。

2008–2009年の世界金融危機の最中とその後採用した戦略と同じように、我々は2段階の投資アプローチで臨んでいます。第1局面では概ねディフェンシブなスタンスを維持し、安全資産への配分を高め、一部の新興国市場のデレシオンを引き下げ、幅広くリスクを低減し、流動性を最適化することに重点を置きます。第2局面では割安なリスク資産を追求し、とりわけデレシオンが長めの現地通貨建てソブリン債や新興国通貨、様々なクレジットセクターの低下したバリュエーションに着目します。

全体的に見れば、我々はこうした第2局面における投資機会はいずれ現れるとの見方を変えていませんが、足元のパンデミックは数四半期にわたり続く可能性があり、特定の投資機会が到来する適切な時期はずれ込む可能性もあります。我々は今後何ヵ月もかけて持続的な景気回復が定着するまでに金融市場では急反騰と調整が繰り返されると予想しています。それまでは、第1局面において一部の新興国市場や先進国の安全資産など特定のバリュー資産に注目しています。

今回のパンデミックが経済に及ぼす最終的な影響やパンデミックがいつまで続くのかについては不透明感が根強く残っています。とはいえ、我々は今回の危機が浸透する中で引き続き新たな情報や知見を収集し、パンデミック後の世界に待ち受ける次の投資機会を見出すために国ごとに世界経済を注視する方針です。我々はいずれこの危機を乗り越えられると考えます。

# 公衆衛生をめぐる不透明感と経済をめぐる不透明感：経済活動を安全に再開する必要性

Dr.ソナル・デサイ

フランクリン・templton債券グループ、最高投資責任者(CIO)

## 景気回復：文字遊び

様々な市場関係者が今後見込まれる景気回復の形を予想しようとしています。底入れからの急激な「V字」回復なのか、景気回復の足取りが鈍い「U字」回復なのか、底ばいが長引く「L字」回復なのか。景気回復の形は、前期比で見ると、前期比年率換算で見るとある程度左右されます。いまのところ我々は前期比年率換算ベースで急回復を見込む基本シナリオを変えていません。こうした条件の下で国内総生産（GDP）は第3四半期に20-30%増加する可能性があります。これはかなりのV字回復です。一方、GDPの水準自体は低くなるため、前年同期比ではV字回復にはなりません。景気回復の形をどのように表現したとしても、今回の景気後退は米国史上、最も急激かつ短命に終わる可能性があります。すでにお決まりの言い方ですが、我々は前例のない時代に足を踏み入れています。

人々は正常な状態に戻り始めているのか、またどのように戻り始めているのかを検証するために、当債券チームではGoogleのモビリティデータ、OpenTableのレストラン予約システム、Homeplaceを使って追跡データ取りまとめています。様々なツールを組み合わせて消費者の行動が隔週ベースでどのように変化しているのリアリアルタイムで情報を収集しています。全米最大のレストラン予約システムであるOpenTableによると、店内飲食のレストランが営業を停止したため、3月と4月はほぼ客足が100%減少しました。ところが、その後、レストラン予約は5月から急激に上向き始めました。また、これは米国に限った話ではありません。レストラン予約は、例えば、ドイツでも前年水準を上回っています。このため、我々はこうし

た動きを引き続き注視し、リアルタイムで追跡する計画です。米国では消費者マインドや小売売上高も力強く回復しています。初期段階のV字回復の兆しも見られます。問題はこうした初期段階の景気回復が勢いを維持することができるかどうかです。さらに、企業活動が一部、再開され、人々が隔離状態から抜け出し、外に繰り出すようになれば、新たな感染者数が増加することは必至ですが、各州がそうした感染者数の増加にどのように対応するかを見極めることも重要です。

職場復帰の意志が強く、人付き合いのため外出する傾向が強い人々の多くは若年層であり、若年層の場合、新型コロナウイルスによる深刻な健康被害のリスクは一般的にはるかに小さいことを認識する必要があります。若者たちは外出と自宅待機のリスクを天秤にかけ、前者を選択しています。

また、他の人々に比べ選択肢が極めて少ない人々がいることも認識する必要があります。自宅勤務が可能な人は人口の35%程度にとどまっており、残りの65%は自宅勤務ができません。自宅待機では給料が得られないからです。どのくらいのペースで職場復帰を果たすことができるかどうかを検討する際にはこの点を必ず考慮する必要があると思います。また、地方の人々にとって賢明な行動が大都市の人々にとっても賢明な行動になるとは限らないことにも注意する必要があります。

## 中央銀行の対応

今回の危機に伴う経済対策は前例のない規模となっています。すでにマイナス金利を試みている国もあり、米国の中央銀行も追随すると考える市場関係者も多く

なっています。しかし、我々の調査ではマイナス金利には特に景気押し上げ効果はありません。重要な点として、世界で最も低い政策金利は-0.75%であり、標準的なテーラールール<sup>1</sup>を適用した場合、米国の政策金利は-16%になります。FRBはマイナス金利への移行を検討する前に、他の政策手段を追求する可能性が高いと思います。その場合、イールドカーブコントロールが最有力候補になりそうですが、FRBはまずすでに実施済みの大規模な政策の効果と景気回復の強さを測定すると見込まれます。

米国外では欧州中央銀行（ECB）が明らかに対策を強化しており、新型コロナウイルスが欧州に波及し始めた当初の失策を確実に挽回しています。まずは限定的な債務の相互化という形ではありますが、ユーロ圏の政策当局は相互の財政支援の拡大に向けて大きく前進しました。ロックダウンによる経済的影響が深刻なイタリアやスペインなどの国の見通しは冴えないものの、強力な経済対策はユーロ圏全体に追い風となり、新型コロナウイルスにより大打撃を被っている国はウイルス対策に向けた財政余力が極めて乏しいという問題も軽減されると考えます。

問題はこのような経済対策をきっかけにインフレ率が今後上昇するかどうかです。今後数四半期ベースで見れば、インフレに関してはそれほど懸念していません。その後については、すべて振り出しに戻ると思います。今回の景気後退は通常ならばデフレをもたらすような長引く不況ではないとみられます。ヘルスケアやテクノロジーの分野に関連する製品を中心に生産の国内回帰（製造拠点を自国内に回帰させる動き）が見られます。そもそも企業が海外に生産移転する理由はコスト削



減にあります。生産を国内に戻すと、コストは上昇し、いずれはインフレに影響を及ぼす可能性があります。さらに、危機を脱したとしても、大規模な金融緩和や大規模な財政出動、投資の低迷による供給減の可能性、厳しい保護主義の壁といった問題が残ります。このため、インフレ率が上昇しないというシナリオを描くことは極めて難しい状況です。こうした理由から中期的に見て米国物価連動国債（TIPS）は格好の投資対象になる可能性があります。

## 米国の政治的不透明感

米国は現在、必要でありながら先延ばしにしてきた強烈な自己反省とも言うべき時期を経験しています。残念ながら、これはいわゆる政治的なご都合主義にもつながります。それは確かに至る所で見受けられます。米国では最近悲劇的な事件が起きましたが、年後半を見ても、4カ月前には大統領選挙があります。世論調査では民主党が優位に立っているようですが、景気は5カ月前まで絶好調だったように、状況は変わる可能性も大いにあります。

大統領選において民主党、共和党双方が完勝できなかった場合、政策の先行き不透明感は相当大きなものになるといえます。民主党の大統領と副大統領の候補がどのような政策要綱を打ち出すのか今後数カ月間で詳細が一層明らかになり、これにより様々なセクターの見通しが左右されると考えます。共和党については、選挙で完勝した場合、見通しはより明確化すると思われる。完勝しなかった場合、すなわち、議会で過半数を占める政党とは異なる政党から大統領が選ばれた場合、次期政権が政策を大きく変更するのは困難になります。大局的に見ると、今後数カ月間で政策要綱がどのようなものになるか詳細が判明し、世論調査の結果も明らかになれば、市場にどのような影響がもたらされるのか見通せるようになると考えます。

“ 来年は間違いなく地政学的要因が焦点になるとみられます。中国との関係は米国のみならずユーロ圏にとってもこれまでよりはるかに大きな注目の的となります。中国が今回のパンデミック危機で果たしてきた世界的な役割については不満が広がっています。”

来年は間違いなく地政学的要因が焦点になるとみられます。中国との関係は米国のみならずユーロ圏にとってもこれまでよりはるかに大きな注目の的となります。中国が今回のパンデミック危機で果たしてきた世界的な役割については不満が広がっています。地政学的緊張への注目も再び高まる見通しです。すでに世界中でいくつもの火種がくすぶっており、米国のリーダーシップが欠如しているとみられていることがそうしたリスクを高めています。これは来年に向けて我々のチームが特に注視していることでもあります。また、どのようにすべての経済対策が打ち切られるのかについても注目されます。最後に、ワクチンがまだ開発されていない状況で各国が新型コロナウイルスにどのように向き合うのかについても特に注視しています。数カ月前に世界経済を停止させたり、再開させたりすることはできません。そんなことをすれば、悲惨な結果になります。こうした混乱はいかなる資産にも全く織り込まれておらず、いまのところいかなる経済モデルでも想定されていません。

## 積極運用のタイミング

全体的に見れば、投資家として積極運用の時期に来ているとみていますが、いまのところ手放して買いと言えるような資産は1つもないと考えます。国ごと、セクターごと、資産クラスごとの選別や、資産

クラス内の業界ごと、企業ごとの選別がかつてないほどに必要とされています。現在の環境下では、考え抜かれた卓越したボトムアップ型調査がさらに重要と考えます。

クレジットセクターについては、ハイイールド債は過熱感があり、上昇ピッチも速すぎるとみています。大半のリスク資産は大規模な金融緩和への期待と実行により相場の流れが加速していますが、景気回復により資産価格の動きは正当化されるとの期待も高まっています。私は景気回復についてはおそらく一部の市場関係者より楽観的な見方をしていますが、急速な景気回復を想定するのは誤りだと思います。したがって、ハイイールド債を含むリスク資産の足元の回復についてはある程度慎重な見方をしています。我々は引き続き投資適格債を選好していますが、一部のセクターは影響が長期化する見通しです。例えば、出張やホスピタリティ、レジャー関連の業種です。

要約すると、経済的な見通しに関するリスクは極めて現実的なものです。我々の基本シナリオは、条件反射的な行動ではなく、データ重視の結論を検討しながらの良識ある行動をとることを前提としています。



# 新型コロナウイルスの世界で加速する変化

スティーブン・ドーバー、CFA  
株式運用部門ヘッド

新型コロナウイルスのパンデミックは、通常であれば最低でも10年を要する変化を加速させているようです。急激な変化の例として、場所を選ばないリモートワーク、スポーツや娯楽の遠隔運営、飲食店の持ち帰りやデリバリーの利用増加、業界再編の拡大、サプライチェーンの国内回帰、小売業を中心とする小規模事業者の破綻、デジタル時代における都会のハブ機能の低コスト地域への移転などが挙げられます。反面、変化すると予想していた一部の事業は変化していません。例えば、ライドシェア（自動車の相乗り）は増えておらず、それどころか大幅に鈍化しています。

株式市場とメインストリートは断絶されています。経済指標を通じて経済が深刻なダメージを受けていることが明らかになっているにもかかわらず、株価は高止まりしています。世界各国が財政、金融、政治の面から新型コロナ危機対策に乗り出した結果、世界的なカネ余りが生じ、足元で財政面から景気へのテコ入れが図られています。カネ余りのほとんどは株式市場に向かい、株高に大きく貢献しています。

今後の主な問題は、金融・財政政策をテコに株高は続くのか、それとも何かをきっかけに株式市場は崩れるのかということです。通常であれば、金融引き締め局面で弱気相場が始まりますが、その可能性は低いとみています。今回は、急激な「V字」回復を見込む投資家の期待が失望に変わることで株安が引き起こされる可能性があります。私はこれまで通り株式市場と経済ファンダメンタルズの乖離が永遠に続くことはないと考えています。

足元で市場に影響を及ぼしている要因は以下の通りです。

## 人種的不公平をめぐり繰り返される混乱と迫り来る米国の選挙

多くの企業が人種的不公平や社会的ニーズについて声を上げるのを見ると、とても励みになります。社会不安が放置されれば、経済全体に影響を及ぼしかねません。経済、社会の観点からすれば、多様性の高まりと公平性の向上は歓迎すべきことです。企業はかつてないほど社会的ニーズへの取り組み方によって影響を受けるようになります。上場企業の多くは各企業のスチュワードシップ責任を果たすべく、より広範なステイクホルダーモデルにシフトしつつあります。私の意見では環境、社会、ガバナンス（ESG）重視の投資がますます主流となり、多くの投資家はESG要因を真剣に検討する企業を選別するようになると思います。

米国の大統領候補の両名は、それぞれ足元では全く異なる政治手法を提示しています。新型コロナウイルスからの回復に向けた対応方法、税制、ヘルスケアにおける政府の役割、移民と労働力、気候変動への対応の有無とその対応方法、外交政策で単独アプローチと二国間アプローチのどちらを採用するかなどで政策的な違いがあります。

誰が米国の大統領に選ばれるのかと同じくらいに米国の議会選の結果も重要であり、選挙が近づくにつれ、市場では新たにボラティリティが高まる可能性があります。市場では、民主党が大統領選で勝利すると同時に議会で過半数議席を獲得した場合の、個人向けのキャピタルゲイン課税や法人税の大幅増税、企業や

環境に対する規制強化の可能性をまだ織り込んでいません。民主党の完勝によって恩恵を受ける企業や業種への注目度も高まる見通しです。

## 新型コロナウイルスの感染継続

足元の株式市場におけるボラティリティ上昇の要因のほとんどは、新型コロナウイルスの感染をめぐり見通しの変化によるものと考えられます。私の見解では、ウイルス感染をめぐり先行き不透明感が根強いにもかかわらず、株式市場は底堅さを見せていますが、投資家は主に世界各国の中央銀行や政府の財政政策に関心を寄せており、経済ファンダメンタルズやパンデミックの先行きをめぐり強い不透明感を意に介していません。感染率、ワクチン開発の可能性、治療に使う医薬品の改善をめぐり報道により市場は引き続き振り回される可能性が高くなっています。

## 米中関係の緊迫化

米中関係はここ数ヶ月間で大幅に悪化しており、新型コロナウイルスのパンデミックの発生源や香港の自治、貿易、華為技術（ファーウェイ）、南シナ海などの問題をめぐり論戦が繰り返されています。超党派で広がる米国の反中的な主張は選挙に向けて増える可能性が高く、世界貿易は影響を受ける見通しです。

最大の経済トレンドの1つとして、貿易摩擦、主権問題、コスト差の縮小を契機にサプライチェーンが先進国近辺に回帰する可能性があります。米国でも特に中西部への大量回帰の動きが広がるとみています。中国における人件費の上昇により米中間の製造業の人件費格差は大幅に

縮小しています。さらに重要な点として、自動化、ロボットの導入、エネルギーコストの低下、米国における生産性の向上が米国へ産業回帰を促す根拠になっています。

米国経済はおよそ70%を消費に依存していますが、設備投資が大きな比重を占めていた1960年代から1970年代の水準に多少なりとも戻る可能性があります。そうなれば、米国経済のバランスが大きく改善します。

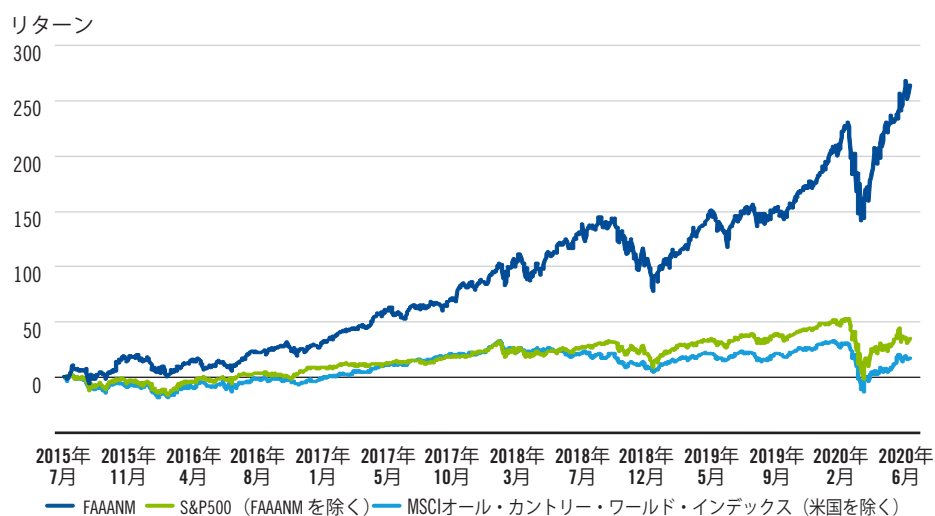
中国のGDPは消費者の所得増を中心に持続的に緩やかに拡大する見通しです。私は中国については強気な見方を変えていません。これまでとは異なり、消費主導のハイテク経済に大きく軸足を置きながら発展するとみています。

**株式市場における少数の勝ち組の集中**  
投資家による少数の勝ち組を買う動きからパフォーマンス格差は極端なものとなっています。「FAAANM」の6銘柄（フェースブック、アップル、アルファベット、アマゾン、ネットフリックス、マイクロソフト）だけで過去5年間で263.82%上昇しており、これに対し、FAAANMを除く米国の株式市場（FAAANMを除くS&P500種株価指数）は35.68%の上昇にとどまっています<sup>2</sup>。過去5年間のS&P500種株価指数のリターンに占めるFAAANMの割合はおよそ3分の1に達しています。（上記の図表を参照）

米国市場は概ね海外市場をアウトパフォームしてきました。しかし、米国の株価指数からFAAANMを除くと、米国の株式市場のパフォーマンスは海外市場と大差はなく、違いがあるとすれば、為替の動きによるものです。

## 少数の勝ち組が株式市場のパフォーマンスを左右

図表1:米国と世界の株式市場のパフォーマンス  
2015年7月1日－2020年6月30日



出所：ファクトセット、2020年6月30日時点。S&P 500種株価指数（FAAANMを除く）とMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス（米国を除く）は過去5年間で同様のパフォーマンスを示しています。インデックスは運用されているものではなく、また、特定のインデックスに直接投資することはできません。インデックスにはいかなる運用報酬、その他諸費用等も含まれていません。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

株価指数のリターン格差はさらに際立っており、年初来2020年6月30日までの相対パフォーマンスを見ると、S&P500種株価指数の-3.08%に対しNASDAQ総合株価指数は12.81%となっています<sup>3</sup>。最もパフォーマンスが優れているテクノロジー、消費者サービス、ヘルスケアのセクターの構成比はNASDAQ総合株価指数で80%に達していますが<sup>4</sup>、S&P500種株価指数ではこれらのセクターの構成比は53%にすぎません<sup>5</sup>。

## 世界中の投資機会を模索

わずか10年前のことですが、世界の時価総額に占める米国の比率は40%程度でした。いまやその比率は60%に達しており、相対的に見れば、米国以外に投資す

るべき状況にあると考えられます。中国に加え、先行して足元のパンデミックから脱しつつあると思われる一部の新興国市場や欧州に対して前向きな見方をしていきます。

低金利や財政出動、資金繰りの改善により世界各地で脆弱な企業は生き延びていますが、債務は失われた収入や利益に取って代わるものではありません。以下の特徴を持つ企業は長期的に好調な業績が見込まれると考えています。それは明確な事業戦略、参入障壁となる競争優位性、多様な労働力、ESG志向、資本コストを上回る収益率、強固な財務体質、プラスのキャッシュフロー、そしてテクノロジーを活用したスキルです。



# 新興国市場：投資機会と先行き

マンラジ・セクホン、CFA

フランクリン・templton・エマージング株式グループ、最高投資責任者 (CIO)

新型コロナウイルスの感染拡大がここ数ヶ月間で鈍化しつつある中、政策当局や市場の焦点は差し迫る公衆衛生危機のニーズから経済にシフトし始めています。先進国、新興国市場ではともに、一様とは言えないまでも、感染は封じ込められつつあり、世界的に経済活動は再開され始めています。

ワクチン開発は最低でも12-18ヶ月先になるとの見方が大勢であり、公衆衛生、社会、ガバナンスなどの観点からその間に各国は実質的に国家運営を再開し始める必要があります。長期的かつ広範囲に及ぶロックダウンの経済的な影響も今後明らかになり、こうしたロックダウンの影響も管理する必要に迫られます。

今回の危機を乗り越えるために従うべき明確な処方箋はありませんが、感染の封じ込めを成功させる要因はいくつか示されています。社会的な結束や経済的な耐性とともな断固とした政策立案と効果的な実行力の組み合わせが不可欠となっています。

2021年以降についても、以上の要因により各国は足元の危機から脱し、持続可能な競争優位を持つ国や企業は長期化が見込まれる景気の低迷を乗り越えらるとみています。

## 投資妙味が高い新興国市場

今回の危機は新興国市場の強さを浮き彫りにしました。社会、ガバナンス、医療制度、ここ20年間で取り組んできた財政・企業改革などの点においてです。新興国市場の強固な財政状況がこの耐性源となっており、こうした強みは今後も続くと考えています。

今回の危機のスケールの大きさが完全に明らかになる前は、中国は主要国の中では最大規模の財政・金融政策の実施を

迫られるとの観測が広がっていました。しかし、最大規模の経済対策を打ち出したのは先進国でした。その規模は世界金融危機当時をはるかに上回るもので、返済原資についてもまだ決まっていません。

新興国市場の経済対策は先進国に比べ抑えられており、これは一部の国で手立てが限られていることが一因ですが、一方で、他の国には追加措置の余力があります。韓国や台湾など今回のパンデミックに巧みに対応してきた東アジア諸国では政策支援はかなり限定的ですが、中国は旧来の経済インフラと新たな経済インフラの双方を対象に追加支出の余地は十分に残されています。

## 前倒しされる未来

今回の危機をきっかけに新興国市場に投資機会をもたらす長期トレンドに拍車がかかっています。未来は前倒しされています。このため、我々はこの資産クラスにおける変化によって恩恵を受ける国や企業に対して楽観的な見方を強めています。

我々は新興国市場について3つの新たな現実に注目してきました。1つ目は制度的な耐性の向上です。多くの新興国市場の企業が今回の危機に見舞われた際、財務内容は先進国より優れており、かつては不十分とされたネットキャッシュも賢明な水準にありました。ブラジル、インド、中国、韓国などの国はここ数年の制度改革の恩恵を受けており、今回の危機に見舞われた際も、これまでの状況や欧米諸国に比べ基盤は強固で、財政余力も高まっていました。これも景気回復を後押しする好材料になります。

2つ目は新興国経済の性質が変わっていることです。ここ10年間で、経済の牽引

役は、シクリカル・セクターや外需依存が高いセクターから国内消費やハイテクセクターへと変化しました。中国経済における貿易の寄与度はピーク時の半分まで低下しており、いまや欧米経済の景気回復による寄与はほとんどありません。

3つ目はイノベーションと、新興国市場がインフラとビジネスモデルで先進国を「リープフロッグする」（発展途上国が発展段階を飛び越えて最先端技術を利用すること）という概念をめぐる現実です。この点は携帯電話、ブロードバンド、Eコマース、Eペイメントなどの分野、ごく最近ではロックダウンのさなかで教育や医療などの分野で明らかになっています。こうしたビジネスモデルは新興国市場の構造に極めて適しており、中国やインドなどの国では優れたデータを大幅に低コストで入手できるというメリットもあります。

新たなビジネスモデルは欧米の大衆文化にも影響を及ぼしています。例えば、中国の民営企業の北京字節跳動科技（バイトダンス）が運営する動画投稿アプリ「TikTok（ティックトック）」は、米国などの国の社会問題の議論を活発化させています。米国人をCEOに迎えたTikTokではすでに高かった閲覧数の伸びが今年には大幅に加速しています。もともと国内ニーズをターゲットとしていた新興国市場の企業は先進国で受け入れられるとともに先進国が新たなけん引役を果たしています。

## 複数年に及ぶ投資機会

こうした新興国市場の新たな現実の多くを具現化しているのが韓国です。韓国経済は大がかりな再編を経験し、財政や企業の財務は以前より健全な状態にあります。また、ハードウェア（とりわけ半導体や電池）やインターネットの分野で世界

クラスの企業が台頭するなど「ニューエコノミー」も深く浸透しています。パンデミック後の世界ではビッグデータ、リモートワーク、クラウドコンピューティング、その他様々な分野が半導体需要の拡大をけん引する見通しです。

インドの医薬品業界も世界のリーダー役の1つを果たしています。インドはプライマリヘルスケアでは順位は低いものの、優れた知的資本や巨大な規模を誇っており、インド企業は世界のワクチン生産の屋台骨を担っています。新型コロナウイルスのワクチン開発を進める欧米の大手企業は、将来必要になる生産量を確保するためにインド企業から製造支援を受けており、また、必要としています。足元のマスコミ報道はインドのパンデミックへの対応力に集中していますが、新興国市場では頻繁に見られるように、かえって他の分野で進む動きが見落とされるリスクがあります。新興国市場は必ずしも十分に知られていない強みを水面下で持っており、投資家にとってはそこが投資機会になり得ると考えます。

## 米中関係：広がる実用主義

政治と経済の両面で米中関係の性質も変化しています。中国を超大国としてライバル視するあまり米国政府はこれまでとは異なる政策スタンスを打ち出しています。現在の政権はこれまでにならぬほど急進的なアプローチを採用しており、これは今後も続く見通しです。

米国の大統領選も米国の主張に大きな影を落としています。米国政府はここ数週間、様々な場面で中国への不満を表明していますが、それに続く政策行動は限定的なものにとどまっています。明らかに米国は中国に対し強硬な姿勢を打ち出そうとしていますが、相互に大きな経済メリットをもたらす関係を維持する必要もあります。世界中で企業や消費者はつながっており、どの国も相手との関係を断ち切ることはできません。

“ 今回のパンデミックの最中においてESGの論点もさらに変化しており、政策の社会的影響への注目度が高まっています。多くの政府が雇用の下支えに乗り出していますが、企業も一時解雇に伴う評判リスクを強く認識し始めています。ESGは重要性を増しており、企業は持続可能な企業業績に不可欠であると考えています。”

選挙が差し迫る中、米国側の主張は今後もヒートアップを続ける可能性が高いものの、選挙が終わり、米国の景気回復が一段と明らかになれば、米国側のトーンも改善すると考えられます。中国の国内市場をターゲットとしていたり同国に生産拠点を置く米国企業にとって、信頼できる持続可能な需給地を他の国で見つけることは難しく、敵対的なトーンが強まったとしても、実利的な判断がなされる可能性があります。

新興国市場の投資家にとって地政学的リスクは避けられません。我々はこうした要因を絶えず投資判断に反映させていますが、それよりはるかに重要なのは、企業のファンダメンタルズや収益の持続可能性、人口動態と長期的な成長力の揺るぎない関係です。

## 環境、社会、ガバナンス (ESG) : かつてなく高まる重要性

新興国市場への投資では企業のエンゲージメントが重要な要素となっています。我々は顧客資金を預かり責任をもって管理運用するにあたり、すべてのステークホルダーに対しより良い企業行動と企業責任へのより深い理解を示す取り組みを引き続き重視しています。

新興国市場におけるエンゲージメントのトーンは変化しています。これまでリターンに対して偏狭で頑なな姿勢を取ってきた企業も協調姿勢を強めています。韓国、南アフリカ、ブラジルなどの国では企業はESG問題を一段と重視しています。韓国の有力企業はガバナンス上の過失を公に謝罪したり、株主への資本還元を通じてバランスシートをより効果的に活用するようになってきました。ESG情報の開示が義務化された国もあり、こうした傾向は他の国にも広がると予想されます。

今回のパンデミックの最中においてESGの論点もさらに変化しており、政策の社会的影響への注目度が高まっています。多くの政府が雇用の下支えに乗り出していますが、企業も一時解雇に伴う評判リスクを強く認識し始めています。ESGは重要性を増しており、企業は持続可能な企業業績に不可欠であると考えています。新興国市場でESGの改善に取り組むという「デルタ」は、世界が今回の危機から脱する過程で新興国市場の長期的な先行きを後押しする新たな追い風になるとみえています。

## 巻末注記

1. 経済学者のジョン・テーラーによって提唱されたテーラー・ルールは、中央銀行が長期的な成長を維持しながら短期的に経済を安定させるために経済状況の変化に応じていかに金利を変更すべきかを示しています。
2. 各インデックスは運用されているものではなく、また、これらインデックスに直接投資することはできません。インデックスにはいかなる運用報酬、その他諸費用等も含まれていません。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。
3. Morningstar.com
4. 2020年7月2日時点でナスダック総合株価指数の構成比はテクノロジー49.42%、消費者サービス20.13%、ヘルスケア10.47%。
5. 2020年7月2日時点でS&P500種株価指数の構成比はテクノロジー27.5%、一般消費財10.8%、ヘルスケア14.6%。



## リスクについて

すべての投資には、元本の割り込みの可能性を含むリスクが伴います。債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。外国証券への投資には為替変動、経済および政局の不透明感など特別なリスクを伴います。新興国市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。このような投資においては、大幅な価格変動が発生する場合があります。高利回りは、低格付け証券や、場合によっては、証券の価格低下に伴う高い信用リスクを反映します。金利変動は証券価格や利回りに影響を及ぼす可能性があります。米国国債は償還日まで保有した場合、元本および利払いが保証されます。株価は、個別企業、特定の産業、業種、市場環境全体などの影響により急速かつ大幅に変動する場合があります。分散投資は利益を保証するものでも損失リスクを回避するものでもありません。







## 重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。

### すべての投資には、元本の割り込みの可能性を伴うリスクが伴います。

当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・テンプレトン(「FT」)は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能なわけではなく、米国以外では、他のFT関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、専門家の助言を受けることをお勧めします。

詳細につきましては[www.franklinresources.com](http://www.franklinresources.com)をご覧ください。

CFA® 及び Chartered Financial Analyst® はCFA協会の米国における登録商標です。

### <当資料のお取扱いにおけるご注意>

- 当資料は、情報提供を目的として、フランクリン・テンプレトン(フランクリン・テンプレトン・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。)の資料をもとに、フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社が翻訳した資料であり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本は保証されているものではありません。
- 投資信託は預貯金ではありません。したがって、元本は保証されておらず、投資した資産の減少を含むリスクがあることをご理解の上、お申込み下さい。
- 投資信託は預金等や保険契約と異なり、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関を通じてご購入頂いた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 当資料は各種の信頼できると考えられる情報源を元に作成されていますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料中、記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属します。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。

### フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第391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

一般社団法人第二種金融商品取引業協会



FRANKLIN  
TEMPLETON