

平坦ではない 景気回復

FRANKLIN TEMPLETON THINKS™

GLOBAL INVESTMENT OUTLOOK

2020年10月

かつてない不透明な環境
下の柔軟な投資アプローチ

秋と冬に高まるリスク

力強い景気回復も数々の
試練は続く

景気回復と世界的な不透明
感の広がり

新興国市場：先行き不透明
ながら広がる投資機会



はじめに

世界経済は新型コロナウイルス感染拡大による痛手から立ち直るべく奮闘を続けていますが、希望の光も見えています。多くの国、市場、業種が各国政府による政策対応を支えにコロナ禍から抜け出しつつあります。

本格的な景気回復への道のりは平坦ではなく、当初予想された以上に時間を要する可能性があります。本稿では弊社の運用責任者が2021年は明るい年になると楽観視すべき理由を見出しています。足元の投資機会や、コロナ禍のみならず、米国の大統領選などをめぐりくすぶり続けている先行き不透明感についても各々の見方を紹介します。

主な論点

- 景気は循環的な回復局面に入っているようです。しかし、景気回復の道のりはなお平坦ではないと予想しています。消費者マインドがウイルス関連の懸念に左右されやすことに変わりはなく、失業者にとっても、今後の企業の投資を促すうえでも、政府支援の継続は不可欠です。

—エド・パークス、ジーン・ポドカミネー、ワイリー・トレット

- 我々は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。金融市場は足元でなお第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。

—マイケル・ハッセンスタブ

- 米国の大統領選が市場の先行き不透明感に拍車をかけています。民主党と共和党では経済政策の内容が大きく異なるだけに、結果次第で経済全体や、エネルギー、医療、金融、テクノロジーなどの主要セクターをめぐる税制や規制環境が大きく変わり、それに伴いハイイールド債や投資適格社債にも影響が及ぶ可能性があります。我々は質の高いボトムアップによる調査が引き続き投資を成功に導く重要な要素になると考えています。

—ソナル・デサイ

- 欧州やアジアの一部では米国に先行して経済がコロナ禍前の正常な状態に回復しつつあります。アジア、特に中国では、製造業、そして意外にもサービス業もコロナ禍前の正常な状態に近づいています。こうした点から我々は世界経済の先行きについて概ね前向きな見方をしています。

—スティーブン・ドーバー

- 今回のコロナ禍をきっかけに、近年、明らかになり、広がりを見せている一部の長期的なテーマやトレンドが加速しています。これは2021年も続く見通しです。新興国は構造改革への意欲が衰えておらず、これにより持続的な景気回復への基盤が整えられる可能性があります。例えば、中国は国内消費を経済のけん引役に育て外需ショックに対する緩衝材の役割を担わせるという長期的な目標に引き続き取り組んでいます。

—マンラジ・セクホン

本稿に登場する運用責任者



エド・パークス、CFA
フランクリン・テンプレトン・
インベストメント・ソリューションズ
最高投資責任者 (CIO)



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



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



スティーブン・ドーバー、CFA
株式運用部門ヘッド



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

かつてない不透明な環境下の 柔軟な投資アプローチ

エド・パークス、CFA

フランクリン・templton・インベストメント・ソリューションズ、最高投資責任者 (CIO)

ジーン・ポドカミナー、CFA

フランクリン・templton・インベストメント・ソリューションズ、ヘッド・オブ・マルチアセット・リサーチ・ストラテジーズ

ワイリー・トレット

フランクリン・templton・インベストメント・ソリューションズ、ヘッド・オブ・クライアント・インベストメント・ソリューションズ

景気サイクルは通常、同様の弧を描きます。特異な要因により引き起こされた今回の景気後退は異質なものですが、景気は循環的な回復局面に入っているようです。しかし、景気回復の道のりはなお平坦ではないと予想しています。しかし、我々はその道のりはなお平坦ではないと予想しています。順調な景気回復の足取りが見込めないのは問題でしょうか？それはおそらくどのような視点に立つかによります。高所から見れば、上り坂であることは明らかであり、地表の凹凸や起伏を見分けるのは困難です。谷からは上がってくるハイカーからすれば、いくつかの岩を避けたり、少し下ってから登る必要さえあることも明らかです。

同様に、大局的に見れば、株式の収益見通しは改善しつつあります。景気サイクルのこの局面からすれば、企業の景況感は通常より底堅い可能性さえあります。しかし、成長のペースは保証されていません。消費者マインドがウイルス関連の懸念に左右されやすことに変わりはなく、失業者にとっても、今後の企業の投資を促すうえでも、政府支援の継続は不可欠です。失職した個人を支援する米国に対し、欧州モデルは企業を支援し、雇用を守るというアプローチを採用していますが、両者の異なるアプローチの結果は今後半年から1年間で明らかになると考えます。それだけに地域ごとの景気回復ペースや回復力を予測するのは通常よ

り困難な状況にあります。通常より先行き不透明な環境にある一因はここにあります。

財政・金融政策の協調が不可欠

先進国の中央銀行は超低金利もしくはマイナス金利という形で景気のコク入れを続けており、完全雇用への復帰に向けて景気を下支えするためにあらゆる手を尽くす考えを示しています。金融資産の購入を通じて通貨供給量を増やすことなどがそうです。ここ数ヶ月の間に、中央銀行はインフレの健全な水準を確保する狙いからより柔軟な政策決定アプローチを導入しています。しかし、中央銀行はまた目先の見通しについてやや弱気な見方をしている節があり、景気回復を確かなものとするために財政出動の追加・継続を強く求めています。その結果、1年ほど前であれば、異例に感じられたはずの強力な政策協調が行われています。我々は今後も政策協調は必要であり、実際に実施されると予想しています。

新興国が同じ道筋を辿ることができるかどうかはそれほどはっきりしません。立ち上がる岩は大きく、一部の新興国には克服し難い可能性があります。多くの新興国は向こう1年間でより強力な財政支援かもしくは金融支援を必要とする見通しであり、ワクチン開発の恩恵を受けるのが遅れる可能性があります。しかし、

先進国経済の立ち直りが追い風になり、それに伴い商品価格が上昇するか、米ドル安が続けば、途上国の景気回復は進む見通しです。

市場と景気の乖離

市場は、現状のみならず、将来も織り込むため、特に景気回復の初期段階では通常市場と景気の間乖離が生じます。加えて、景気後退期に一般的に行われる政策対応としては今回はそのタイミング、大きさ、規模という点で過去に例を見ないものです。活動支援に加え、流動性の拡大もしくは与信の増加によりボラティリティは抑え込まれ、資産のリスクプレミアムは縮小しています。

全体的に見れば、今後数年間にわたりすべての資産のリターンは小幅なものになるとみており、柔軟な投資アプローチを維持することでメリットが得られるとの見方に変わりはありません。自然と分散投資に寄与し、インフレ上昇のヘッジ手段となる資産を見つけ出すことが特に望ましいアプローチになると考えます。しかし、我々は長期的には債券より株式の潜在リターンに着目しています。株式は必ずリスクプレミアムを獲得し、投資意欲を削いできた短期的な懸念を打ち消すと考えています。

新型コロナウイルスで加速する トレンド

新型コロナウイルスのパンデミックをきっかけに加速しているトレンドがいくつかあり、多くは長期的に持続する可能性が高くなっています。

我々はこれまで通り環境・社会・ガバナンス (ESG) 要因が投資家行動を左右する役割として重みを増すと予想しています。同様に、社会的次元を政府や企業の行動に統合する必要があるとのコンセンサスが広がりつつあります。経済再建に取り組む国では足元の新型コロナウイルス不況の影響はグリーン経済、インクルーシブ社会の進展という形で表れる可能性があります。この典型例が、欧州連合 (EU) が先頃合意した富裕国が貧困国を支援するという景気対策です。財源の3分の1をグリーンボンドの発行を通じて賄う予定で、グリーンボンドという新興市場の発展も後押しする見通しです。

今回のロックダウンの最中に始まったテクノロジーのトレンドも継続する可能性は高く、すでに長期的にテクノロジーを採用する動きやテクノロジーに投資する動きは加速しています。消費パターンもサービスや経験 (例えば、旅行) からモノ (例えば、住宅や自動車) にシフトしており、建設業や製造業に追い風となっています。これが恒久的な変化であるのか、社会的なトレンドを一時的に妨げるものにすぎないのかはおそらくまだはっきりしていません。

米国の政治的ワイルドカード

歴史的に、どちらの政党が勝利するにせよ、株式市場は米大統領選の翌年は好調に推移する傾向がありますが、短期的には必ずしもそうなるとは限りません。

しかし、年内は注視すべきリスク要因があります。とりわけ、選挙結果が遅れ、短期的に不透明感や混乱が広がる可能性があります。あるいは、米国の大統領職と議会を民主党が独占することになれば、様々な分野で政策ががらりと変わり、企業には試練となる可能性があります。実施される可能性があるのは増税、規制監督強化、最低賃金の引き上げ、2017年減税・雇用法の廃止などで

歴史的に、どちらの政党が勝利するにせよ、株式市場は米大統領選の翌年は好調に推移する傾向がありますが、短期的には必ずしもそうなるとは限りません。

す。一方、貿易政策は多国間主義に戻る可能性があり、伝統的な規範や国際的な協調体制に戻れば、アジアや新興国市場を中心に市場はむしろ押し上げられる可能性があります。どちらの政党も引き続き対中貿易政策に照準を合わせるとみられますが、民主党の大統領候補ジョー・バイデン氏は他の先進国と協調する可能性が高くなっています。民主党が政権を圧倒的にコントロールするようになれば、財政支援もはるかに大規模なものとなり、経済には追い風になる可能性が高くなりますが、財政赤字の拡大により長期的には将来世代への増税という形で影響が表れる恐れがあります。

バイデン政権や民主党主導の議会になれば、防衛費が削減され、航空宇宙産業や防衛産業に影響を及ぼす可能性があります。大手のハイテク企業やメディア企業も反トラスト法やコンテンツ規制の強化を通じて影響を受ける可能性があります。銀行などの金融機関も規制強化や逆風にさらされる可能性があります。影響はないと思われます。プラス材料として、大規模なインフラ整備やグリーンエネルギー投資が根付く可能性があります。これにより素材産業や工業など直接関わり合いがある業種は恩恵を受ける一方、従来のエネルギー企業は打撃を受けるとみられます。

医療業界では医療保険制度改革法 (通称オバマケア) が拡充される可能性が高く、病院には追い風となりますが、共和党色を強める最高裁の判決によりオバマケアも覆されるか行き詰まる可能性があります。薬価改革も引き続き大きな焦点になる可能性が高く、議会構成次第で勢いを増す可能性はありますが、医薬品業界やバイオテクノロジー業界に影響を及ぼすと考えられます。

大統領の交代や議会構成の変化はある程度織り込まれ、予想されているだけに、トランプ大統領の再選かねじれ議会という形で現状が維持された場合、影響を受けるはずの上記の業種は反発する可能性があります。しかし、長期的に見れば、政治的志向より経済ファンダメンタルズが優先する傾向にあります。今年の大統領選について言えば、大統領候補の政策というより選挙プロセスそのものをめぐる不透明感が強く、それがこれまでにない大きな懸念をもたらしており、すでに先行き不透明な環境下で株式その他のリスク資産への投資意欲を削ぐ形になっています。

秋と冬に高まるリスク

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)

世界の金融市場は楽観ムードを背景に夏場にかけて反騰した後、秋の訪れとともに騰勢を弱めているようです。株価がピークから反落し、クレジット・スプレッドが広がるなど欧米のリスク資産の反騰局面も足元では限界に達している兆しを見せています。経済苦境が続き、企業のコスト削減が広がり、返済不能が増える中、我々はこうした傾向は今後数ヶ月間は続く予想しています。中央銀行はこれまでのところ金融市場の流動性維持に貢献してきていますが、中央銀行の介入が失われた収入を穴埋めすることも返済不能の状況を改善することはできず、債務負担が増すばかりです。その結果、多くのリスク資産は本来の経済ファンダメンタルズから乖離しているとみられ、足元のパンデミックが収束せず、調整局面を迎えた場合になお脆さを露呈しやすい状況にあると考えます。

新型コロナウイルスのパンデミックのさなかにあって楽観要因も見受けられますが、懸念要因もあります。世界各国が様々な予防措置を講じながら経済活動を続けている状況は明るい材料です。しかし、感染症の危機が収束するまで足元のパンデミックは続き、世界の総需要を制約する要因になると我々は予想しています。経済成長にはなおも強力な逆風が吹きつけています。

このところ多くの地域で景気回復は足踏み気味であり、晩春から夏場にかけて見られた景気回復の大半が3月、4月の底からの反発にすぎず、今後数四半期にわたって続く成長トレンドではないことを示しています。我々は、足元のパンデミッ

クが秋、冬に持ち越されれば、毎月のように経済活動は行き詰まり、企業の返済不能は深刻化すると懸念しています。日が短くなり、寒さが強まり、天候が厳しさを増す季節になれば、人々が屋内で過ごす時間は増えざるを得ず、感染が拡大し、経済活動が一段と抑制されるリスクは増大します。世界経済の回復は引き続き緩やかなものにとどまる可能性が高く、持続可能な景気回復が定着するまで金融市場はリリーフ・ラリーと調整局面を幾度となく繰り返す可能性があります。

今回の世界同時危機の混乱に拍車をかけているのがパンデミック以前から存在した不安定な世界情勢です。地政学的緊張、非伝統的政策、政治的二極化により、それぞれの国が大義名分を見つけて戦後最悪の経済ショックによる国内外の課題に取り組むのは難しい状況です。米国の大統領選が11月に迫り、英国のEU離脱期限を年末に控えて合意が難航する中、地政学的リスクは高まったままです。

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反グローバル化の流れも足元のコロナ禍で加速するばかりです。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ています。国内生産や地域内のサプライチェーンへの構造シフトの可能性も今後10年間にわたり世界経済や金融市場に大きな影響を及ぼすと考えられます。

財政赤字は世界中で大幅に悪化しているだけに、すでに多額の債務を抱えてい

る政府が大規模なパンデミック対策の資金を捻出できるのかどうかもお不透明です。短期的に大規模な経済対策が避けられない可能性はあるものの、今後は債務の持続性の観点から規律ある財政ガバナンスが不可欠になります。現代金融理論やデット・マネタイゼーション（政府債務の貨幣化）などの非伝統的政策は今後数年間にわたり政治的関心を一段と強く引き付ける可能性が高く、無謀な政府によって構造的なダメージがもたらされるリスクが高まるとみられます。このため、先進国、新興国の双方における政策を注視するとともに、財政がすでに健全か、もしくは健全化することができる国とそうでない国を見極めることがこれまで以上に不可欠になります。環境・社会・ガバナンス（ESG）要因も今後は国の安定性や経済見通しを評価する際に重要性を増します。社会的結束や適切なガバナンスも一国の危機後の景気回復を加速する要因になる可能性があり、それがなければ、景気回復に支障を来す可能性があります。

残念ながら一部の新興国では足元のパンデミックによりESG要因の弱さが露呈しています。脆弱な医療制度やインフラ整備の遅れから公衆衛生危機への備えが足りず、財政不均衡、多額の債務負担、高い対外依存度により経済危機への備えが足りなかった国は、生命や生活へのダメージが大きくなっています。これに対し、強靱な制度を持ち、債務負担が少なく、経済の多様化が進むなど危機前からファンダメンタルズに優れた国は概ね良好です。市場の調整局面では極端な脆さを露呈しかねないセクターや国も多い

“ 財政赤字は世界中で大幅に悪化しているだけに、すでに多額の債務を抱えている政府が大規模なパンデミック対策の資金を捻出できるのかどうかもなお不透明です。短期的に大規模な経済対策が避けられない可能性はあるものの、今後は債務の持続性の観点から規律ある財政ガバナンスが不可欠になります。

だけに、投資家として引き続き選別姿勢で臨むことが不可欠であると考えます。

米国では政府債務は今後10年間で国内総生産 (GDP) の100%を超えると予想され、財政赤字は2030年にはGDPの5%を上回る勢いです。金融政策は当面、緩和路線を維持すると予想され、米連邦準備理事会 (FRB) は2023年まで金利をゼロ近辺に維持する見通しであり、引き続き無制限の債券買い入れを通じて金融市場に資金を供給しています。米国の短期債の利回りは目先、金融緩和路線により引き続き支えられる可能性が高いものの、財政赤字の膨張、巨額の債務残高、インフレ圧力によりタームプレミアムはいずれは上昇するとみています。

先行きに関しては、我々は引き続き今回の世界的な危機に際し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、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を重視します。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割安なバリュエーションに着目します。

我々はこうした第2局面の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。その時まで我々は今回の危機が進展する中で引き続き新たな情報や新たな知見を収集し、足元と将来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。

力強い景気回復も数々の試練は続く

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)

米国の景気回復の足取りは予想通り、というより予想以上に力強いものとなっています。タイムリーかつ断固とした財政支援のおかげで、支出と雇用の持ち直しはアナリストの予想を上回っています。

経済活動は遮断されましたが、現金給付と失業給付の積み増しにより個人の貯蓄は過去最高水準に押し上げられています。5月に経済活動が再開し始めると、家計は抑えていたモノ・サービスへの購入意欲を爆発させました。

景気回復は7月の感染第2波の試練を耐え抜きました。8月初旬に実施したフランクリン・templtonとギャロップ・エコノミクス・オブ・リカバリーによる2回目の共同調査によると、経済活動への米国人の意欲はよく持ち堪えており、過半数の米国人は今後数ヶ月にわたり貯蓄を増やし続ける傾向にあります。負債を返済する代わりに、先行き不透明感が後退し、資金を振り向ける時が来るまで購買力を蓄えています。

感染第2波は比較的穏やかなものとなっています。新規感染者数の増加ぶりに比べると、入院患者数、集中治療室の利用状況、死亡者数の増加ははるかに小幅なものとなっており、政策当局も、本格的なロックダウンを再開するのではなく、局地的かつ対象を絞った制限を課すことで概ね対応できています。しかし、試練を乗り越えたと言える状況には程遠く、有効性のあるワクチンが大量に手に入るまで政策当局は新型コロナウイルスによる健康被害を抑え込みながら景気回復を後押しできるように制限措置を調整する必要があります。

我々は米国のGDPは2020年第3四半期に前期比で大きく回復し、2020年第4四半期に回復ペースは鈍化すると予想しています。2020年第4四半期は選挙をめぐる

不透明感から企業投資にブレーキがかかる可能性が高く、2021年初めまで財政支援の延長が議会で承認される可能性も低くなっています。

ユーロ圏も似たような状況にあり、特に2020年第3四半期は財政支援により個人消費と企業活動の回復が後押しされています。英国、スペイン、フランス、そしてそれほど深刻ではないものの、ドイツなどを中心に欧州でも新型コロナウイルスの感染者数は増加に転じていますが、これらの国々も、全国規模のロックダウンではなく、局地的なロックダウンや検査・追跡プログラムの拡充により対応可能とみられます。

中央銀行は最大支援を継続

中央銀行はなおも最大の支援を続けています。米連邦準備理事会 (FRB) は8月に平均インフレ目標の導入に踏み切りました。これはインフレ率が当面、2%をある程度上回ったとしても、インフレ率が目標を下回る時期が続いていたのであれば、それを容認するというものです。FRBではインフレ率が2%まで上昇するのは

2023年になると予想しており、この予想が実現するという前提でFRBは今後3年以上にわたり金利をゼロに据え置くとみられます。

しかし、FRBは政策運営の余地は十分に残しています。FRBはカレンダーベースのフォワードガイダンス (特定日まで金利をゼロに据え置くという誓約) の提示を差し控えており、過去の目標を下回ったインフレ率についてのどの程度の期間遡った集計対象期間を検討するかについても意図的に明らかにしていません。FRBはインフレ率が2%を超えて安定したと納得できるまで金融緩和スタンスを維持する考えを示しています。しかし、インフレが急上昇し始めた場合は、柔軟に行動する方針も維持しています。FRBの認識では足元の景気はすでに回復するだけの健全な能力を持ち合わせており、財政・金融政策の規模の大きさからすれば、予想を上回る早期の景気や物価の回復も否定できません。

欧州中央銀行 (ECB) もマイナス金利や大規模な資産購入プログラムを通じて景

“我々は米国のGDPは2020年第3四半期に前期比で大きく回復し、2020年第4四半期に回復ペースは鈍化すると予想しています。2020年第4四半期は選挙をめぐる不透明感から企業投資にブレーキがかかる可能性が高く、2021年初めまで財政支援の延長が議会で承認される可能性も低くなっています。

気回復の支援に引き続き全力を挙げています。ECBの金融緩和政策を補完するのが7,500億ユーロの欧州復興基金です。これは財政統合に向けた重要な第一歩になるとともに、財政難を抱える加盟国の借り入れコストの軽減にもつながります。

世界的に見れば、向こう3-6か月間は金融緩和政策によりイールドカーブは支えられ、長期金利は一定のレンジで推移すると予想されます。しかし、景気回復が勢いを増すにつれ、ゼロ金利に量的緩和、財政支出の拡大が重なり、インフレが息を吹き返し、イールドカーブがステップ化する可能性があります。景気回復の格差が外国為替市場において決定的な役割を果たすことになるとみられます。FRBのゼロ金利政策と平均インフレ目標の導入により米ドルは金利面の優位性を失いました。しかし、先行きについて言えば、ECBの大規模な資産購入プログラムや世界経済をめぐりくすぶり続ける不透明感により米ドルの持続的かつ大幅な下落には歯止めがかかる見通しです。

積極的なバリュエーションの物色が引き続き重要

金融市場の動きはここ半年間は苦戦する実体経済とは大きくかけ離れたままです。過去最低水準の金利と中央銀行の資産買入プログラムの拡充がカネ余りと安心感をもたらしています。断固とした財政支援により家計貯蓄が押し上げられるとともに、実体経済は今回の嵐を乗り越え、感染危機を克服すれば、持ち直すとの市場の信認を高めています。

しかし、今後数ヶ月でさらなる試練を迎える可能性があります。新型コロナウイルスの感染再拡大で政府による経済活動の再開ペースが鈍っており、再び制限が強化されているケースも見られます。経済活動の制限が長引けば、今後数ヶ月にわたりデフォルトが増加する可能性は高くなると思われます。

米国の場合、選挙をめぐる不透明感により事態は複雑になります。民主党と共和党では経済政策の内容が大きく異なるだけに、選挙結果次第で経済全体や、エネルギー、医療、金融、テクノロジーなどの主要セクターをめぐる税制、規制環境はがらりと変わり、それに伴いハイイールド債や投資適格社債にも影響が及ぶ可能性があります。

一般的に言えば、金融資産のバリュエーションには強力な逆風が吹く可能性が高く、ゼロ金利の定着によりインカム収入も試練を迎えています。明らかに割安感がある分野は見当たらず、むしろ、商業用不動産などの一部のセクターはなお脆さを抱えています。我々はこうした環境下では積極的な資産選別がなお一層重要になると考えています。リターンを確保し、リスクを管理するには個々の国、資産クラス、業種、企業を選別することが不可欠になります。重要なポイントとして、多くの州で増税により持続可能な財政基盤を構築する必要に迫られる可能性が高いことから、我々は非課税の地方債がこれまでよりはるかに貴重な投資機会になると考えています。

私は景気の先行きについて楽観的な見方を変えていません。我々は足元のパンデミックや大統領選をめぐる不透明感を乗り越え、米国経済と世界経済は来年こそこれまでに失った分をほぼ取り戻すと考えます。しかし、そのプロセスは緩やかなものとなり、多くの不確定要素や障害を乗り越えなければなりません。一部のセクターでは試練は長引き、今回のパンデミックにより構造変化の種がまかれませんが、我々がそれを理解し処理するには時間が必要になるでしょう。我々は質の高いボトムアップ型の調査が引き続き投資を成功に導く重要な要素になると考えています。

景気回復と世界的な不透明感の広がり

スティーブン・ドーバー、CFA
株式運用部門ヘッド

全体的に見れば、底から脱している状況とはいえ、我々は世界的に景気回復は続くことを確信しています。今年3月、4月に起きた景気底割れの可能性のリスクはないとみていますが、これは1つの大きな注意点ですが、今回のパンデミックの行方は全くの未知数です。新型コロナウイルスの感染の波が再び起きるか、または高水準の再感染率が続いた場合は、社会・経済に大きな影響を及ぼします。米国や世界各国の財政金融政策が経済対策の最後の砦となっていますが、新型コロナウイルスのパンデミックにより引き続き経済活動が阻害される場合は、新たな景気刺激策が必要になると考えます。世界経済は史上最大の落ち込みを史上最短で経験し、いまや大半のエコノミストの予想を上回るペースで回復していますが、新型コロナウイルスの感染再拡大により世界経済は回復軌道から脱線する可能性があります。

欧州やアジアの一部では米国に先行して経済が今回のコロナ禍前の正常な状態に復帰しつつあります。アジア、特に中国では、製造業、そして意外にもサービス業もコロナ禍前の正常な状態に近づいています。こうした点から我々は世界経済の先行きについて概ね前向きな見方をしています。

“ 米国や世界各国の財政金融政策が経済対策の最後の砦となっていますが、新型コロナウイルスのパンデミックにより引き続き経済活動が阻害される場合は、新たな景気刺激策が必要になると考えます。

消費者とサービス業

どの国においても消費者マインドが引き続き不安材料となっています。業界間、経済間には二極化現象が起きています。すでにテレワークに向けてイノベーションを進めていた企業は今回のパンデミックを乗り越える準備も整っていましたが、旅行やエンタテインメントなど他の業界は苦戦しています。しかし、景気回復が始まった一部の国では消費が伸びており、客足も戻りつつあります。例えば、中国では多くの飲食店が通常に近い営業状態か、通常以上の営業状態に戻っています。したがって、新型コロナウイルスが収束するにつれ、コロナ禍前のライフスタイルに戻りたいという消費者心理から個人消費は大きく押し上げられると考えています。

米国経済は特に個人消費がけん引役となっており、世界貿易が変容するにつれ、他の国、特に中国は国内経済に占める個人消費の比重を高めようとしています。個人消費が世界中で落ち込むと、世界中のあらゆる経済に影響を及ぼします。足元では製造業も回復に転じているようです。密集は避けなければならないため、サービス業も同じように回復するというわけにはいきません。新型コロナウイルスが収束するにつれ、他の国と同様に、

サービス業も回復に向かい、その足取りも確かなものとなる可能性があると考えます。

経済混乱と景気回復を主導するテクノロジー

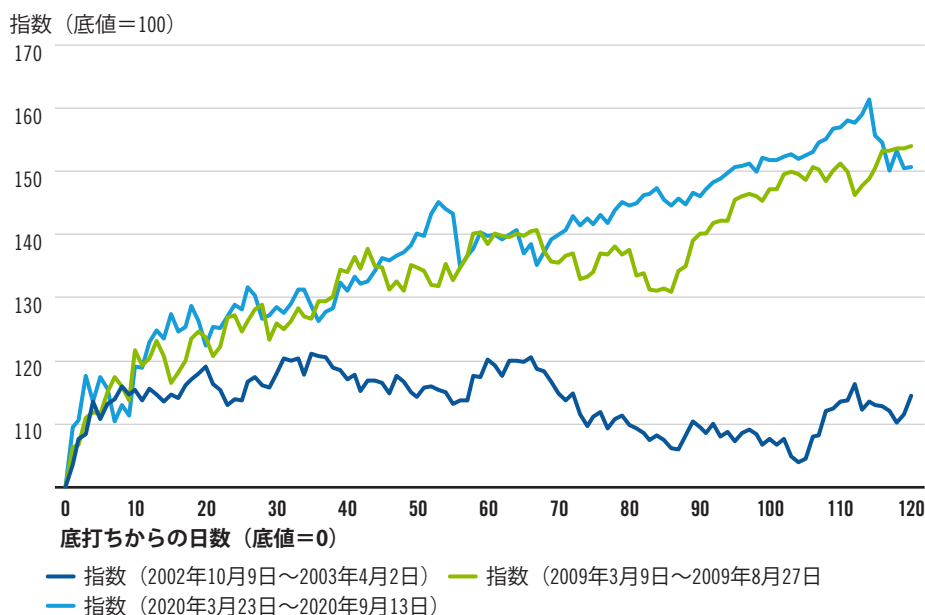
ずっと以前から主張していることですが、株式市場は自国の経済状況を映し出すものではないと考えています。世界のありとあらゆる株式市場を見て感じるのは、米国市場はどの国よりも色濃く自国経済を反映しているということです。ここ数年間で浮き彫りになったのはウォールストリートとメインストリート（实体经济）に大きな隔りがあるということです。ごく少数の成長株に人気が集まっていることが一因です。わずか8銘柄だけでS&P500種株価指数の時価総額の25%強を占めており、これはかつてない高さです¹。S&P500種株価指数は今年3月に急落したものの、今年3月23日の底値から50%近く反発しました²。

今年3月以降の米国の株高は2009年当時と極めて似ています。しかし、今回は下落局面と回復局面が短くなっています³。これは米国政府の積極的な財政金融出動の結果であるとみています。非優良割安株は通常、景気回復期に優良成長株をアウトパフォームしますが、今回はそのような状況にはなっていません⁴。

経験則からすると、テクノロジー株が相場回復を主導し、過去3度の相場回復もすべて主導しており、足元でも引き続きけん引役を果たしています⁵。しかし、だからといって米国経済全体を反映しているわけではありません。世界各地で特に中小企業や個人は経済的苦境にあえいでいます。政策支援は打ち出されていますが、大半の中小企業や経済全体の動きは株式市場には反映されていないと考えています。残念ながら、こうしてウォー

S&P500種株価指数の反発の足取り

図 1: 珍しいことではないものの、今回は優良成長株が株高をけん引しているところが従来とは異なる点。相場の上昇と持ち直しは続く公算大。
2020年9月13日時点



出所: Franklin Templeton Capital Markets Insights Group、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、マクロボンド。重要なデータの提供元についてはwww.franklintempletondatasources.com. を参照。トータルリターンはS&P500トータル・リターン指数による。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。

ルストリートとメインストリートの間にはズレが生じており、海外ではそのズレがなお一層増幅されています。

ESG—「S」は社会(とサプライチェーン)

欧州やオーストラリアがすでにそうであるように、私は環境・社会・ガバナンス(ESG)投資こそ米国をはじめ世界の多くの投資家がポートフォリオを構築する際の重要な要素になると確信しています。11月の米国の選挙で民主党が完勝すれば(大統領職と議会を同時に手中に収めれば)、環境インフラへの投資を大幅に拡充するという民主党案はESG投資に影響を与えられそうです。ESG投資の社会的関心を真剣に受け止める投資家や企業も増えていきます。ESGはかつては概ね環境重視であるとされてきましたが、3つのESG要因すべてが決定的に重要なものとなっています。私は社会的影響をめぐる企業の説明

責任は重みを増し、また、企業は社会的影響の観点から評価されると考えています。

主に今回のパンデミックをきっかけにESG要因はいまや世界貿易の変化に影響を及ぼしています。しかし、ESGの波及効果として、サプライチェーンが消費者に近い場所に回帰されるか再配置される動きにつながると考えています。企業は現地と世界の社会的影響を監視し、顧客のESGベースの購買目標に緊密に寄り添うためにサプライチェーン管理の改善を望む可能性があります。

米国の選挙と税制改正の可能性

過去に米国の選挙が株式市場に大きな影響を及ぼしたことはないと認識しています。経済全体が市場に及ぼす影響のほうはるかに大きいからです。しかし、今年の選挙サイクルでは従来にない複数の影響が表れる可能性があります。ま

ず、足元のパンデミックと過去に例のない郵便投票の多さから選挙結果の集計に手間取り、その結果、不透明感が広がり、大統領就任式まで株式市場は波乱の展開になる可能性があります。次に、今回の選挙では敗れた候補が選挙結果に異議申し立てを行う可能性が高く、これにより不透明感が強まる可能性があります。最後に、米国の政権が完全に入れ替わる可能性があり、民主党によって現政権が一掃された場合、経済、そして税制に大きな構造変化がもたされる可能性が高くなります。

個人投資家にとって検討すべき政策的相違の1つはキャピタルゲイン課税と遺産税のステップアップ制度の廃止です(年収100万米ドル超の富裕層の投資収益を対象にキャピタルゲイン課税は廃止され、代わりに所得税が適用される可能性があります)。双方ともに個人投資家の投資の在り方に大きな影響を及ぼすとみられ、現時点で検討する必要があると考えます。

新興国市場：先行き不透明ながら広がる投資機会

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)

破壊の中の進歩

我々はいまだかつてない一年の最終局面を迎えています。今回のコロナ禍をきっかけに、近年、明らかになり広がりを見せている一部の長期的なテーマやトレンドが加速しています。これは2021も続く見通しです。パンデミックなどの様々な経済的、社会的、外生的なショックにより急激な変化がもたらされる中、さらに際立ったトレンドとして今年から新興国市場間の格差が広がっています。新興国市場への資金流入は続いています。我々はこれはセクターや国にとらわれないボトムアップ型の株式主導の投資アプローチの重要性を浮き彫りにしていると考えています。

今回のパンデミックにより我々が注目してきた新興国市場の主要な3つの現実が裏付けられています。1つ目は制度的耐性の向上です。2つ目は消費の成長とテクノロジーの発展による経済の多様化です。3つ目は新興国市場におけるイノベーションの進展と先進国のライバルを追い抜く企業の能力です。これらの複数年に及ぶテーマに加え、目先3つの問題が我々の関心を集めています。米中関係と二国間関係の緊迫化、企業や市場への新型コロナウイルスの影響、新常态を受け入れる企業側の態勢です。

広がる景気回復？

振り返れば、新興国市場の株式は全般的に粘り強さを発揮しており、MSCIエマージング・マーケット指数は年初から小幅ながら上昇し、S&P500種株価指数やMSCIワールド指数と同様の値動きを示しています。しかし、ここでは国、セクター間で広がる格差が隠れたままです。一地域としては、中国、韓国、台湾の好調

を背景にアジアの新興国市場は世界の先進国や新興国市場全体の株価指数をアウトパフォームしています。これに対し、ブラジル、ロシアなどの新興国市場は出遅れ、先進国市場のパフォーマンスは米国の超大型ハイテク株に集中し、欧州と英国は大きくアンダーパフォームしています。

セクターレベルでも同様の格差が見受けられます。新興国市場の株式のバリュエーションは全体的に上昇していますが、これは主にコロナ禍で成長を遂げているインターネット、テクノロジー、個人消費、その他「ニューエコノミー」型企業など少数の企業のけん引力によるものです。MSCIエマージング・マーケット指数のパフォーマンス上位銘柄とパフォーマンス中位銘柄のバリュエーション格差は、株価収益率 (PER) で見ても株価純資産倍率 (PBR) で見ても、ここ10年間では際立って大きくなっています。同様にリターンで見ても、パフォーマンス上位銘柄は年初来のリターンが60%に達する一方、パフォーマンス中位銘柄は-4%にとどまっており、この差はここ10年間で最大となっています。

多くの欧米諸国とは異なり、アジアの新興国市場の多くはこれまでのところパンデミックにうまく対応しており、「オール

ドエコノミー」のセクターでさえ企業の見通しは改善しつつあり、バリュエーションにも比較的投資妙味があります。このため、足元の株高は今年第4四半期、そして2021年と続く可能性があります。例えば、中国ではセメントメーカーの利益率が過去最高水準に達する勢いです。これは、ロックダウン明けと大洪水後の復興工事で需要が拡大しているためです。市場が低迷している国でもなお可能性はあります。インドの金融株は足元の不良債権問題から下落してきましたが、引き続き広大な農村部を中心に銀行口座の保有率が低い市場で長期的な成長を取り込める立場にあります。ブラジルの金融株も投資妙味があり、経済活動の再開はモールの運営企業や教育関連プロバイダーなどの出遅れ株にとって追い風となる可能性があります。

底打ち

新興国市場の景気は、国によって回復テンポに違いはあるものの、引き続き回復傾向にあります。中国では輸出と生産の拡大によりV字回復が確認されています。消費はまだ弱いものの、回復の芽は出つつあり、贅沢品支出や国内旅行のデータは前年水準を大きく上回っています。

“ 新興国市場の株式のバリュエーションは全体的に上昇していますが、これは主にコロナ禍で成長を遂げているインターネット、テクノロジー、個人消費、その他「ニューエコノミー」型企業など少数の企業のけん引力によるものです。

インドの状況はまちまちです。全国規模のロックダウンを経て様々な州が経済活動の復帰に躍起になっており、新型コロナウイルス関連の大半の制限は緩和されています。燃料消費、旅行、クレジットカード利用などの高頻度データは改善し、パンデミック前の水準に近づいています。しかし、貸し出しなどの分野は伸び悩んでおり、銀行は経済減速の最中に返済遅延が増えることを引き続き警戒しています。毎日発表される新型コロナウイルスの感染者数と死者数は引き続き増加していますが、その数は頭打ちになっているようです。

ブラジル経済はロックダウンを経て回復局面にあります。政府支出が景気のコト入れに決定的な役割を果たしており、予想を上回る経済指標を受けて通期の経済予測も上方修正されています。ブラジルではパンデミックとの長い戦いの末に、新型コロナウイルスの新規感染者数は減少に転じています。逆説的に、ウイルスを封じ込めるための厳格な行動制限を導入しなかったことが感染再拡大の可能性を極めて低くしているとみられます。

基盤固め

一方で、新興国は構造改革への意欲が衰えておらず、これにより持続的な景気回復への基盤が整えられる可能性があります。例えば、中国は国内消費を主要な経済のけん引役に育て、外需ショックに対する緩衝材の役割を担わせるという長期的な目標に引き続き取り組んでいます。政府がこのところ自国内の贅沢品の消費促進に乗り出していることもこうした目標と合致した動きです。新型コロナウイルスにより海外旅行が痛手を受けるまで中国人は主に海外で贅沢品を購入していました。政府がこうした購買力の高さに

目を付けて免税店の規制を緩和したところ、中国で免税品の売り上げが急増しています。我々は中国の国内旅行と免税産業は今後数年間にわたり活況を呈するとみえています。

インドの場合、巨額の財政赤字により政府による景気テコ入れの余地は限られてきました。我々は民営化その他の経済改革が投資を引き付けることで景気の下支え効果を高めると予想しています。製造業の発展を目指す同国の「メイク・イン・インド」政策はいくつかのトレンドから恩恵を受けるとみられます。世界貿易の緊張とパンデミックを背景に、国や企業はサプライチェーンの多様化と保全を進めるべく新たな生産拠点をシフトしています。インドと中国の国境地帯で小競り合いが起きていることも、国内生産へのナショナリズム的な支持を集めています。

経済混乱や政治的問題にもかかわらず、ブラジルは引き続き構造改革を追求しています。最近では天然ガス業界と衛生業界に対する新規制を成立させました。今後数年間にわたり大規模な投資を促すのが狙いです。税制改革案や行政改革案をめぐる審議も進行中です。政府によるコンセッション方式のインフラ投資プロジェクトも引き続き順調です。

パンデミック耐性を持つ企業

新興国市場で特に今回のパンデミックにより収益力を高めた業種の企業の耐性は今後も市場の関心を集めると考えられます。中国ではインターネット、医療、新エネルギー、個人消費の分野の企業は業績が好調です。試練が続く環境下では大企業ほど弱小企業から市場シェアを奪い、規模の優位性を発揮しています。我々はテクノロジーの普及拡大、イノベーシ

ョンの広がり、業界再編の加速、その他パンデミックに端を発するトレンドは今後も続き、幅広い企業に成長機会がもたらされる可能性があると考えています。

インドの企業にも明るい材料はいくつかあります。集客力の改善や、テレワークへの切り替えによるコスト削減効果の拡大を支えにテクノロジーサービス企業も投資家の関心を取り戻しています。大手銀行も今後は持ち直し、インド経済が正常化し始め、企業が再び借入れを増やし始めれば、恩恵を受ける見通しです。

ブラジルでは金融緩和と歴史的な低金利が資本市場依存の企業に追い風となっています。好利回りを求める投資家は債券から株式などのリスクが高い資産に乗り換えており、証券会社や株式市場の売買高は増加しています。フットワークが軽いEコマース企業もパンデミックの期間は市場をアウトパフォームしています。また、インフラやコモディティ関連の企業は経済活動の回復やブラジル国内のコンセッション方式のインフラ投資により恩恵を受ける可能性があると考えています。

投資機会対不透明感

我々は短期的には前向きな見方をしていますが、市場のボラティリティが高まる局面に見舞われる可能性があることも認識しています。一部の新興国市場では緊縮財政や財政余力の低下から財政支援が限界に達し、懸念が浮上る可能性があります。ブラジルでは大規模な財政支出により財政安定化プログラムは形骸化し、財政不安を引き起こしています。同国の政府債務はGDPの100%に向けて増加しており、最長で20年間政府支出に上限を設ける歳出上限法の順守をめぐる懸念も強まっています。

米中紛争も米国の大統領選を前に政治的ポーズから悪化する恐れがあり、もう1つのマーケットリスクになる可能性があります。米国の政界では中国への敵対心が強まっており、選挙結果を問わず、両国間の緊張関係は続く予想されます。

新型コロナウイルスが世界中の投資家の最大の関心事であり続ける以上、足元の

コロナ禍をうまく乗り切り、真価を発揮する国や企業は今後も好調なパフォーマンスを示すと考えられます。加えて、企業をめぐる見通しの改善や一部のオールドエコノミーの回復に広範なバリュエーションの値ごろ感が重なり、足元の好調な市場の地合いの広がりは今後から来年にかけて続く予想されます。

巻末注記

1. 出所:ファクトセット、2020年9月30日時点。S&P500種株価指数の時価総額全体に占める上位8銘柄の割合は25.5%。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。
2. 出所:マクロボンド、2020年9月30日時点。S&P500種株価指数は2020年3月23日の底値から2020年9月30日までに50.3%回復。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。
3. 出所:マクロボンド、2020年9月30日時点。2020年3月23日の底値から2020年9月30日まで。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。
4. 出所:マクロボンド、2020年9月30日時点。S&P500/バリュー・トータル・リターン・インデックス、S&P500グロース・トータル・リターン・インデックス、S&Pローエースト・クインタイル・トータル・リターン・インデックス、S&Pクオリティ・トータル・リターン・インデックスを比較すると、2020年3月23日以降、低位株一優良株が横ばいで推移する一方、バリュー株とグロース株は大きく下落しています。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。
5. 出所:マクロボンド、2020年9月30日時点。S&P500トータル・リターン・インデックスとS&P500インフォメーション・テクノロジー・トータル・リターン・インデックスの比較。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。
6. 出所:MSCIエマージング・マーケット・インデックス、2020年9月17日時点。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。

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。

当資料で示されている企業やケーススタディは説明目的として使用されています。フランクリン・テンブルトン(「FT」)の投資助言を受けるポートフォリオによって現在、株式は保有されているか、もしくは保有されていない場合があります。

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。**すべての投資はリスクを伴い、元本を割り込む可能性もあります。**

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・templton（「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・templton（フランクリン・templton・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・templton・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・templton・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

