

2020年1月6日

ご参考資料

日興アセットマネジメント株式会社

Follow Up Memo

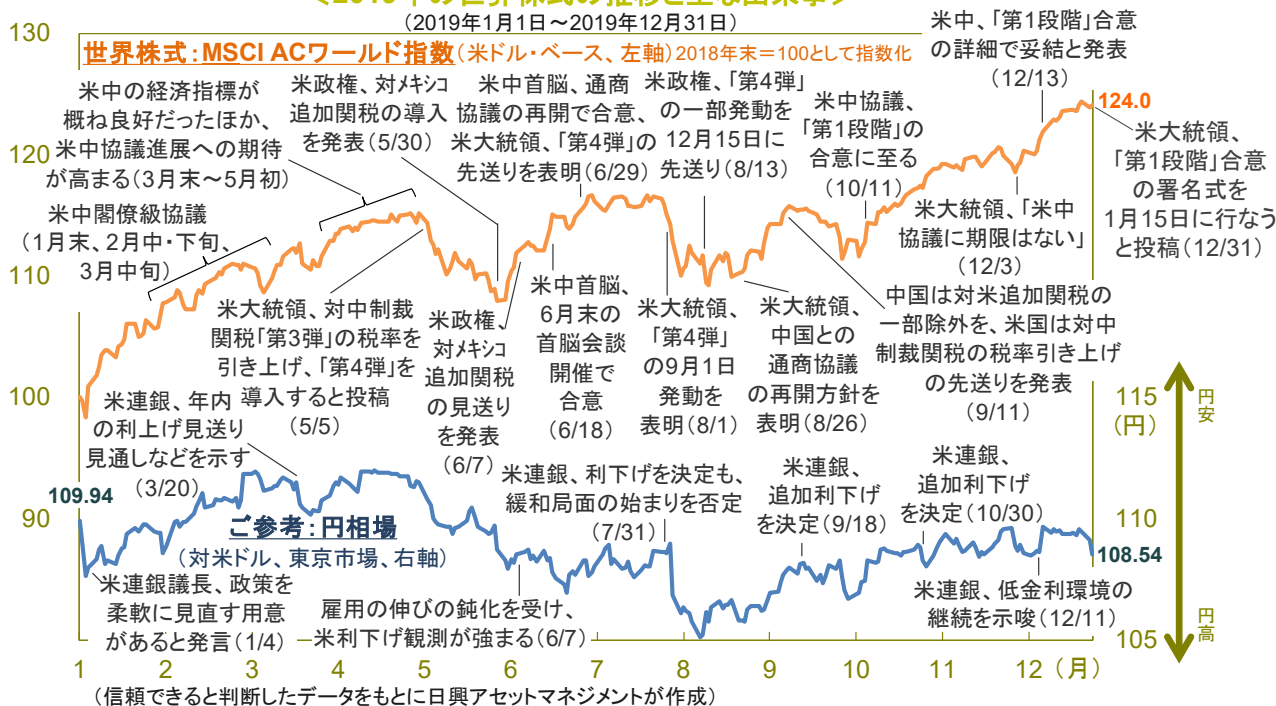
2019年の株式市場の回顧と2020年の展望

nikko am fund academy

フォローアップメモ

●2019年の世界の株式市場の振り返り

＜2019年の世界株式の推移と主な出来事＞



MSCI ACワールド指数(米ドル・ベース)の年間騰落率は+24.0%と、2017年の「適温相場」を上回り、2009年以来の大幅上昇でした。(14年:+2.1%→15年:▲4.3%→16年:+5.6%→17年:+21.6%→18年:▲11.2%)
以下では、同指数の動きを中心に、世界の株式市場の1年を振り返ります。

◆ 上半期

世界株式は、米金融当局が利上げに慎重姿勢を示したことや、米中協議が再開・継続され、進展が期待されたこと、さらに、概ね堅調な米・中の経済指標の発表などもあり、5月初めにかけて上昇しました。その後、米中協議が物別れとなり、米政権が対中制裁の強化を決定すると、反落したものの、米利下げ観測が強まったことに加え、6月末の米中首脳会談の開催が決まると、5月の下げを埋めました。

◆ 下半期

世界株式は、6月末の米中首脳会議での米中協議の再開合意などを受け、7月に続伸したものの、米金融当局が7月末、利下げを決定した一方で、利下げ局面入りを否定したのに続き、8月初めに米大統領が対中制裁関税「第4弾」の発動を表明すると、世界景気の先行き懸念が強まり、8月に反落しました。しかし、その後は、米大統領が対中制裁関税「第4弾」の発動の一部先送りを発表したのに続き、米中協議が再開すると、振れを伴いながらも持ち直しました。さらに、10月には同協議が「第1段階」の合意に至ったことなどから、上昇傾向となり、「第1段階」合意の詳細を巡る協議が12月に妥結すると、一段高となりました。なお、投資家のリスク回避姿勢が徐々に和らいだことなどに伴い、夏場以降、主要国の長期金利が上昇傾向となったほか、為替は円安・米ドル高に振れました。

MSCI ACワールド指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc.に帰属します。

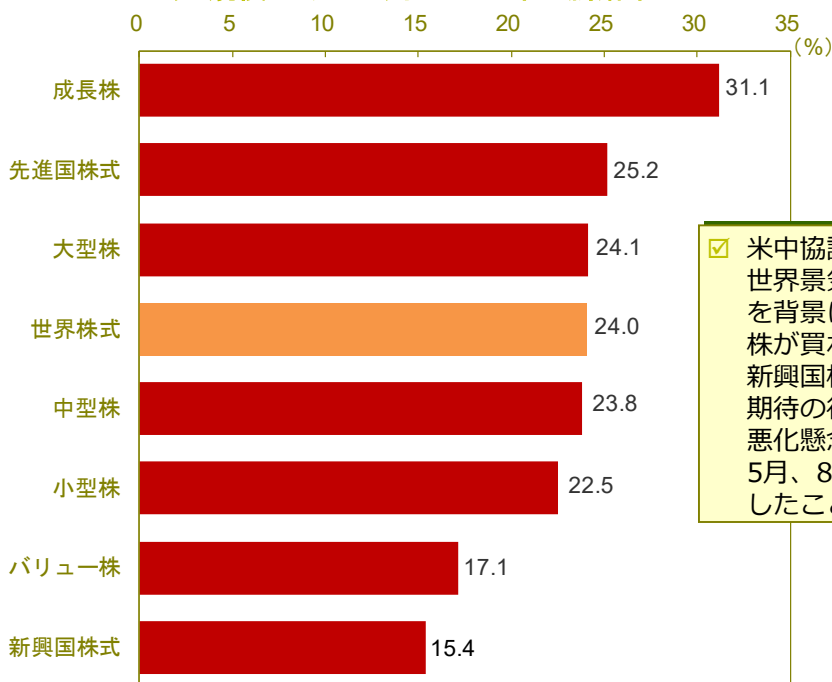
※上記グラフ、データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

フォローアップメモ

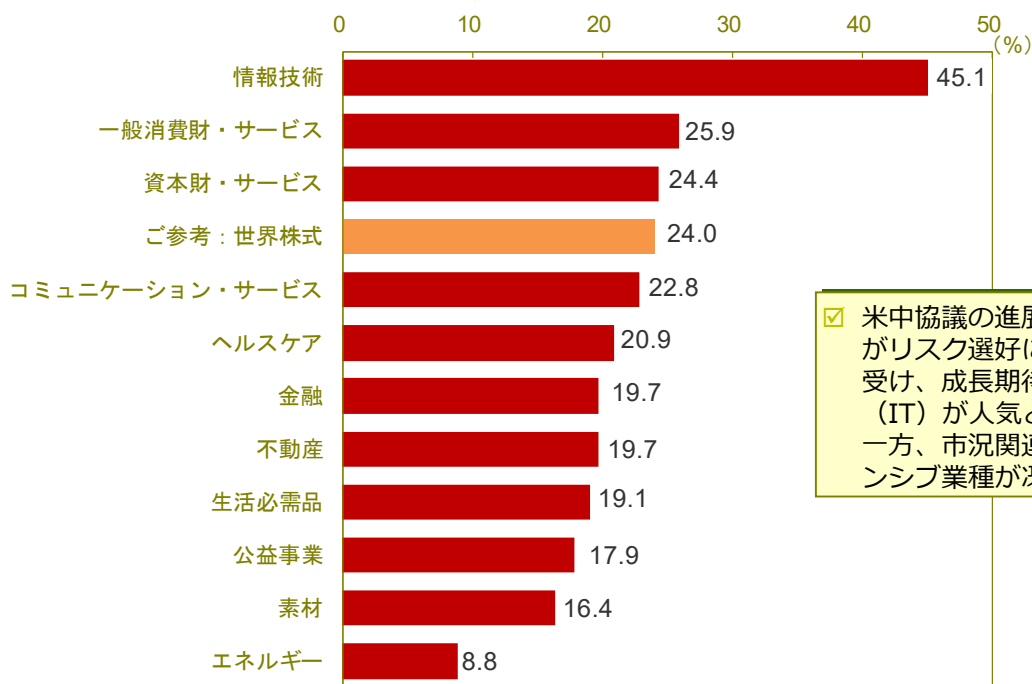
<地域・規模・スタイル別の2019年の騰落率>



☑ 米中協議の進展に伴う世界景気の回復期待などを背景に、成長株や主力株が買われました。一方、新興国株式は、米利下げ期待の後退や米中関係の悪化懸念などを背景に、5月、8月に大きく下落したことが響きました。

(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

<セクター(世界産業分類基準の11セクター)別の2019年の騰落率>



☑ 米中協議の進展に連れ、投資家がリスク選好に動いたことを受け、成長期待の高い情報技術(IT)が人気となりました。一方、市況関連業種やディフェンシブ業種が冴えませんでした。

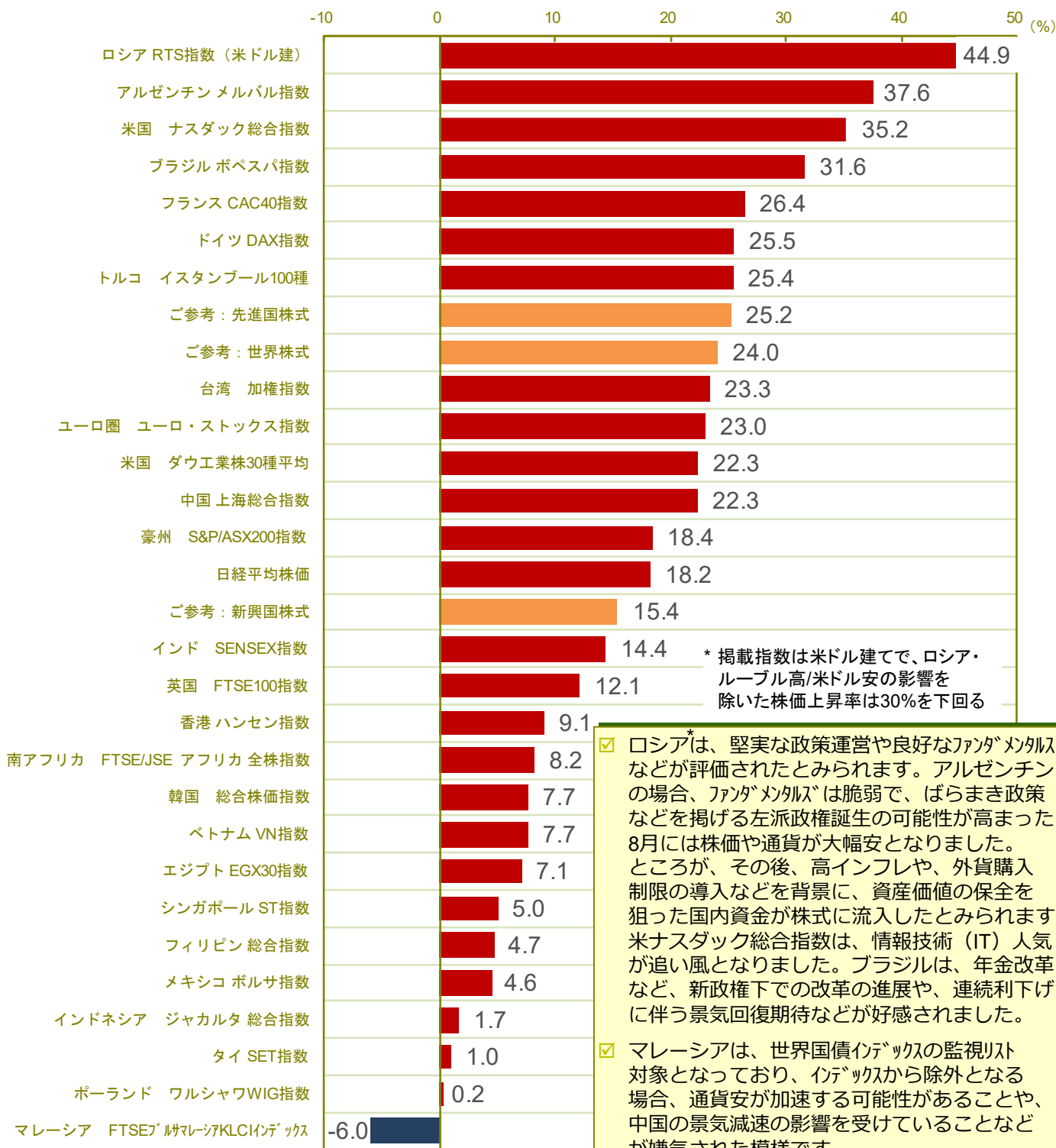
(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

- ※ 世界株式: MSCI ACワールド指数、先進国株式: MSCIワールド指数、新興国株式: MSCIエマージング・マーケット指数、その他の指数: MSCI ACワールド指数を構成するサブ指数(いずれも米ドルベース)
- ※ 各指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc.に帰属します。

※上記グラフ、データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

- 当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

<世界の主要株価指数の2019年の騰落率>



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

- ※ 世界株式: MSCI ACワールド指数、先進国株式: MSCIワールド指数、新興国株式: MSCIエマージング・マーケット指数(いずれも米ドルベース) なお、その他の指数は、ロシアRTS指数を除き、現地通貨ベース
- ※ グラフに掲載した各指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、当該指数の算出元または公表元に帰属します。

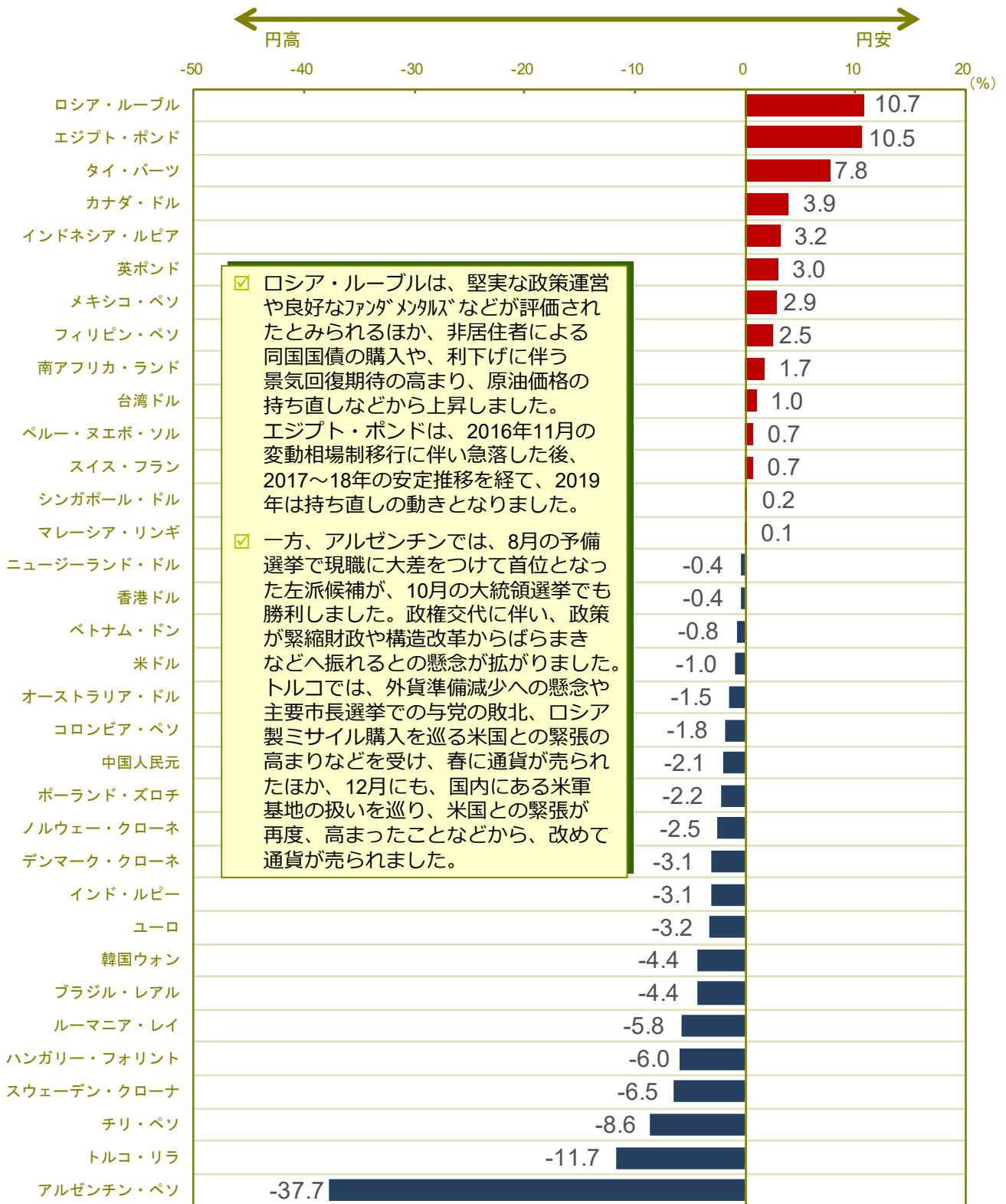
※上記グラフ、データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

フォローアップメモ

<ご参考:世界の主要通貨の2019年の騰落率(対円)>



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

※上記グラフ、データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

- 当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

● 日興アセットマネジメントの2020年の見通し

◆ 景気：世界経済は改善に向かい、市場予想をやや上回る、緩やかな成長を遂げよう

- 弊社では、米国、ユーロ圏、日本、中国の経済成長率が2020年後半には改善に向かい、年間で市場予想をやや上回る、緩やかな成長を遂げると予想しています。（右表参照）
- 物価が相対的に安定した状況が世界的に続くと思われ、見込まれることもあり、各国・地域の中央銀行は現行の金融政策を維持すると想定されます。

主要国・地域のGDP成長率見通し(弊社予想、%)

	2019年 通年	2020年 1-6月	2020年 7-12月	2020年 通年
米国	2.3	1.8	2.0	2.0
ユーロ圏	1.2	1.2	1.4	1.2
日本	1.1	0.0	1.3	0.5
中国	6.1	5.8	5.8	5.8

(半期の数字は前期比年率、通年の数字は前年比)

◆ 国債および為替

- 2020年に世界経済が改善に向かい、市場予想をやや上回る成長を遂げるとの見通しのもと、米国・ユーロ圏・日本の国債利回りは小幅ながら上昇すると見込んでいます。ただし、低い政策金利や量的金融緩和の継続が見込まれることなどから、大幅な上昇には至らないとみています。
- 円相場については、ここ数四半期、振れの小さい展開が続いてきました。2020年についても同様の展開が見込まれ、各四半期末時点で1米ドル=110円と予想します。

◆ 株式

- 米国株式については、市場予想の2019年EPS（1株当たり利益）に基づくS&P500指数の予想PERが20倍近くと、低金利状況下とは言え、割高感を示唆していると考えられます。しかし、配当利回り面では相対的な魅力があるほか、世界経済見通しの改善に伴い、2020年にEPS成長率が高まるとの予想の確度が高まっていると考えられます。また、高水準の自社株買いが続くと見込まれることも、株価を支えるとみられます。
- 英国のEU（欧州連合）離脱に伴う痛みはあまり大きなものとはならないとの想定に基づく、欧州株式は、世界の経済成長の改善や域内での生産性強化から明らかに恩恵を受けると見込まれ、2020年の見通しは極めて良好です。予想PERは15倍台と、過去の通常時のレンジの上限近くに上昇しているものの、かなり低い金利水準に比べ、配当利回りに相対的な魅力があるほか、2020年の企業収益予想がさらに上昇する可能性が高いとみられます。
- 日本株式については、世界経済見通しの改善に加え、出遅れ株やバリュー株への循環物色の動きなどを背景に、上昇が見込まれます。2019年の市場予想EPSに基づくTOPIXの予想PERは14倍台と、引き続き妥当な水準です。世界の半導体およびスマートフォンのサイクルが悪化した際には、日本の半導体関連や電子部品関連の銘柄が大きく売り込まれたものの、両サイクルの改善に加え、中国の設備投資の回復に伴う資本財需要の改善などにより、2020年のEPSは押し上げられると見込まれることなどが、海外投資家を中心とした日本株式への投資を後押しすることでしょう。TOPIXベースの配当利回りが2.3%程度と、内外の投資家にとって非常に魅力的であるほか、自社株買いが大きく増加しているなど、コーポレートガバナンス（企業統治）が引き続き向上していることなども、株価にとってプラス材料です。

◆ 主なリスク要因

中国や中東の問題、英国のEU離脱など、多くの地政学リスクには引き続き注意が必要なものの、それらに加え、インフレや金融引き締め、貿易摩擦などといったリスク要因が少なくとも当面、大きく懸念されるような可能性は低いとみられます。一方で、足元の順風満帆と呼ぶべき状況の主な背景が、再選を狙うトランプ米大統領が、地政学リスクの鎮静化や景気の改善、株価の上昇などを望んでいるためであることが明らかだけに、11月3日の米大統領選挙後の見通しは不透明です。

※上記は過去のものおよび予想であり、将来を約束するものではありません。

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

■ 投資信託は、価値のある資産（外貨建資産は為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

●2020年の主な注目点

以下、弊社チーフ・ストラテジスト、神山 直樹のコメントです。

2020年の投資における3大テーマは、

- 健全な低成長とインフレの匂い
- 相対的に高い新興国の成長
- 金利、不動産の安定と株式の成長

だと考えています。

米中貿易摩擦が不必要に大きく取りざたされたことで、2018年末からしばしば「景気後退」が懸念されたものの、結果として2019年の先進国は減速しつつも健全な成長を成し遂げたといえそうです。2020年の世界経済は、低成長率とはいえ健全さを保つと考えます。2019年には、中国のデレバレッジ（過剰債務の削減）の影響もあり製造業の減速が目立ちました。しかし、米国をはじめ先進国ではサービス業の安定で雇用が増え、給与も上昇傾向でした。総じて経済は健全で、2020年には堅調な需要を背景に製造業も緩やかに持ち直すと考えます。日本株にとってポジティブなシナリオは、2020年後半にもインフレの匂いがしはじめることです。先進国が低成長とはいえ健全であれば、新興国の成長も高めに戻ると想定できます。世界需要の安定で新興国の生産は2019年に比べて加速すると考えることができます。一方で、インフレ期待は低いままですから、大幅な金利の上昇は考えにくい状況です。金利やREITが安定する一方で、株式については緩やかな利益成長に応じた上昇が期待できるでしょう。簡単に言えば、2020年は、2019年後半の市場センチメントの落ち着きを引き継ぎ、低成長ながらも安定した市場を想定することができます。

☑ 健全な低成長とインフレの匂い

2020年の世界経済は、低成長率とはいえ健全さを保つと考えます。2018年ごろは2016年の低迷からの反動で比較的高い成長を実現した先進国でしたが、2019年には減速しました。例えば、米国の小売売上高は、2017年から加速し、2018年に高い成長となりましたが、2019年に入り成長率が低下しました。しかし、くれぐれも売上高それ自体が低下した（減少した）のではありません。500万円の収入が550万円になれば10%成長、それが600万になれば8%成長となるように、増加額は同じでも、収入水準の上昇に伴って成長率が「落ち着いてきた」と捉えることができます。言い換えると、世界の成長トレンドが壊れたのではなく、成長のサイクルが緩むタイミングにすぎないとみています。

2019年には、中国のデレバレッジの影響もあり製造業の減速が目立ちました。しかし、米国をはじめ先進国ではサービス業の安定で雇用が増え、給与も上昇傾向でした。総じて経済は健全で、2020年には堅調な需要を背景に製造業も緩やかに持ち直すと考えます。

日本株にとってポジティブなシナリオは、2020年後半にもインフレの匂いがしはじめることです。世界的に「賃金が上がっているのにインフレにならない」状態が続いています。米国では、2019年に入って賃金上昇は加速傾向であるのにインフレの兆しがなく、FRB（連邦準備制度理事会）は「予防的利下げ」を行うことができました。製造業の低迷に起因する市場センチメントの悪化、いわゆる景気後退懸念に利下げで対応できたわけです。しかし、欧米をはじめ世界的な消費の堅調で、需要総量は伸びる可能性があります。日本では、

※上記は過去のものおよび予想であり、将来を約束するものではありません。

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

■ 投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産は為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

実質輸出がすでにリーマン・ショック前の水準に戻っており、ここからさらに売上げが伸びれば、在庫減、生産増、設備投資や残業増といった形で、経済拡大と「お金よりモノ」というインフレ・マインドが高まる可能性が出てきます。もちろん輸出数量増だけでは一般物価は上がりませんが、消費増税の影響が思いのほか小さければ、2020年のうちに日本でもインフレ期待が出てくるかもしれません（メイン・シナリオとするにはちょっと気が早いですが）。そうすると、日本株への外国人の興味は大変大きくなるはずで。

☑ 相対的に高い新興国の成長

先進国が低成長とはいえ健全であれば、新興国の成長も高めに戻ると想定できます。世界需要の安定で新興国の生産は2019年に比べて加速すると考えることができます。新興国とは名前のとおり、通常の状態であれば成長率が先進国より高いはずで。ただし、新興国とひとつにまとめて投資をすることは単純化しすぎでしょう。新興国の大きな部分を占める中国は、「世界の工場」としてバリュー・チェーンで重要な位置を占める中所得国です。このような国は、先進国となるためにイノベーションが必要な段階だと考えます。つまり単なる「工場」から脱却し、自分のブランドや他に代えがたい能力・技術を持つことで、先進国となるはずで。それが実現すると、人民元の上昇を含む投資の成果が強く出てくることでしょう。また、インドは低所得国から中所得国への発展段階で、農業から工業への人の移動と生産性の向上が期待できます。

いずれの場合も、政治が重要で、適切な政策を投じているかを見ていく必要があります。例えば、適切な程度に中央と地方の権限が分かれているか。地方が強すぎて弱すぎてもうまくいかない可能性が高まります。すべての国民のために政策が作られるか、一部の業種や人種などだけを大事にしていらないかなども見るべきところ。国全体として、一人当たり所得が高くなるような政策を採っていることは必要条件といえます。

☑ 金利、不動産の安定と株式の成長

当面の先進国のインフレ率については加速を想定していません。インフレの匂いがするシナリオだとしても、急激な金利上昇を予想していません。景気が消費などを中心に加速しても、物価が上がらなければ金利を上げる必要はありませんし、製造業の回復が見られるとしても過熱感が出るほどにはならないでしょう。政策金利引き上げの可能性は低いとみています。

REITについては、安定した金利を前提に、安定推移を予想します。金利と分配金利回りの差が安定的に推移すると想定しており、金利の安定はREIT市場への資金流入の安定を意味するとみています。個人投資家には、REITの値上がりよりも分配金とその利回りに注目して投資対象とすることをお勧めします。

株式については緩やかな利益成長に応じた上昇が期待できるでしょう。世界的に1ケタ台の利益成長率の可能性が高いので、大幅な上昇を期待する年ではないのですが、米中貿易摩擦、米国大統領選などのイベントに伴う上下動で、タイミングが問われる年となるかもしれません。しかし、長期投資のスタンスを忘れず、資産形成層は淡々とリスク資産を積み上げてよいとみています。

簡単に言えば、2020年は2019年後半の市場センチメントの落ち着きを引き継ぎ、低成長ながらも安定した市場になると想定しています。長期投資の観点から、投資環境を確認しつつ、進んでいきましょう。

※上記は過去のものおよび予想であり、将来を約束するものではありません。

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

■ 投資信託は、流動性のある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。