

2020年の「10大サプライズ！」

年末年始にはいくつかの資産運用会社、証券会社が翌年またはその年の10大サプライズを発表します。サプライズとは高い確率では実現しないものの、実現すると市場を大きく動かすイベントです。岡三アセットマネジメントのストラテジストが考える今年の「10大サプライズ！」は次のとおりです。悲観的な内容や複数年にわたる長期的な視野に立った内容が複数含まれていますが、これらのサプライズが実現しないことが2020年の「メインシナリオ」です。

1. 米国長期金利：3%超えまたは1%割れ
2. 米国：左派ポピュリスト大統領の誕生
3. 米中が新冷戦
4. 主要中銀が金融政策を方向転換
5. ユニコーンバブルの崩壊
6. 気候変動：成長より持続的環境を優先
7. Facebook、Googleの分割
8. 中国が「核心的利益」で武力行使
9. 日本企業のROE上昇が鮮明に
10. 連合王国（UK）解体への第一歩

2. 米国：左派ポピュリスト大統領の誕生

現時点ではトランプ大統領（共和党）が再選され、上院は共和党、下院は民主党が主導権を握ることをメインシナリオとしています。しかし、民主党から成長や競争よりも所得の再分配を優先する左派候補者が本選に進めば、株式市場は大きく混乱すると思われます。エリザベス・ウォーレン上院議員は反ウォール街、国民皆保険、富裕層や大企業の増税、巨大IT企業の分解などを訴えてきました。「民主社会主義者」を自任するバーニー・サンダース上院議員も同様の主張を繰り返しています。社会主義とは無縁と考えられる米国でも「社会主義の理念」は「社会正義（Social Justice）」を求める動きとして受け継がれてきたとする意見も聞かれます。これらの主張は株式市場が志向する自由競争や小さな政府とは正反対の概念です。仮に左派ポピュリストが大統領に選出されても、議会の上院、下院のどちらかで共和党が主導権を握れば、極端に左派的な政策が実現することはないと考えています。トランプ大統領は大統領令によって排他的な政策を実現してきましたが、左派の政策には予算の手当てが必要であり、予算策定は議会の専管事項だからです。

3. 米中が新冷戦

米中間の第1段階の通商合意は15日にも署名される見通しですが、第2段階の交渉が11月の大統領選前に決着するとは考えていません。国家資本主義の根幹に関する問題で中国が容易に妥協するとは考えられないからです。米国内でも、貿易赤字の解消に主眼を置くトランプ大統領と経済・技術・軍事面で米国に挑戦する中国を封じ込めようとする超党派の中国強硬派の間で意見の相違が顕在化してくる可能性があります。

米商務省が掲げる先端コンピュータ、バイオ、3D

1. 米国長期金利：3%超えまたは1%割れ

2020年の米国では熱すぎもなく冷めすぎでもない適温（Goldilocks）経済が続くと予想しています。長期金利は米中通商摩擦の緩和によって米国経済が2019年までの減速から2020年は緩やかな加速に転じることから、上昇に向かうと予想しています。しかし、革新的なビジネスモデルやテクノロジーの発展を背景にインフレ圧力が高まりにくい環境で、長期金利は上昇しても2.25-2.50%までと考えています。3%超えの長期金利は、労働市場や個人消費が底堅いなかで2019年に3回行われた利下げが経済活動を過度に刺激し、インフレ圧力が高まる姿を想定した水準です。また、トランプ大統領が再選を目指して大掛かりな財政拡張を打ち出し、市場が財政赤字を懸念し始めた姿ととらえることができるかも知れません。逆に1%割れは、これまでに引き上げられた関税の悪影響が顕在化し、3回の利下げでは景気悪化を止められず、米国経済が景気後退入りすることを織り込んだ水準です。いずれのケースもメインシナリオではありませんが、もしも、実現した場合には世界の金融市場は大幅に調整することになると考えます。

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



ストラテジストの眼

プリンター、AI、極超音速、脳コンピュータインターフェイスなど14項目の技術禁輸やファーウェイへの制裁が近く緩和されるとは考えていません。将来的には中国と米国及びその同盟国との先端技術の分断が現実になる可能性があります。技術の共有、資本の流れ、人材の交流が止まれば世界レベルで技術革新の停滞は避けられません。これは民間活力と自由競争によって技術革新を進めるワシントンコンセンサスと13億人の個人データを国家を介して有効活用することによって技術革新を進め、国民の監視を強める北京コンセンサスの対立と捉えることもできそうです。新冷戦は既に始まっているという意見も耳にします。新冷戦は5-10年で世界の資本市場のリターンを抑制することになると思われます。

4. 主要中銀が金融政策を方向転換

2020年はFRB（米連邦準備制度理事会）とECB（欧州中央銀行）がこれまでの金融政策の有効性を見直す年になります。両中銀に共通する懸念は、低成長・低インフレ環境下で実際のインフレ率が2%の目標を継続的に下回れば人々のインフレ期待が低下し、物価が益々上がりにくくなってしまおうということです。FRBはインフレの芽を拙速に摘むことを回避するために「平均インフレ率目標」など従来以上に緩和的な政策を打ち出す可能性があります。この枠組みにおいては、1-2年間の平均インフレ率が2%を上回るまでFRBは金融引締めを見合わせると考えられます。欧州経済の「日本化」を避けるためにECBはFRB同様の政策を進める必要があるかも知れません。一方、これまで非伝統的な金融政策を先導してきたスウェーデンの中央銀行は住宅バブルやマイナス金利の副作用を警戒し、いち早くマイナス金利からの脱却を図りました。

2020年は日銀を含めた主要中銀がインフレ目標を堅持し、金融緩和を維持・強化する方針が確認される年になると思われます。しかし、マクロ・プルーデンスの観点から資産バブルの回避や次の景気後退に向けて緩和余地を拡大しておくために政策の方向転換を図ったり、経済政策の重心が金融政策から財政政策に移動する可能性にも留意したいと思います。

5. ユニコーンバブルの崩壊

「ユニコーン」とは企業の評価額が10億ドルを超える未上場企業のことです。テクノロジーやビジネスモデルの発展を受けて世界中でフィンテック、AI、バイオ、ライドシェア、Eコマースなどのスタートアップが多数誕生しました。成熟した景気サイクル、低金利環境の下で投資家が上場株式よりも高いリターンが期待され、景気や市場サイクルの影響を受けにくいとされる未上場企業へ資金を大量に振り向けた結果、これらの企業の評価額は大幅に膨らみました。しかし2019年にはユニコーンの上場（IPO）後の株価下落が相次ぎ、IPOに失敗したシェアオフィス大手のWeWorkの評価額は半分以下に切り下がりました。

ビジネス環境が悪化したり、金利が上昇すればユニコーンの評価も下落します。IPOという形で大量のユニコーンを受け入れた株式市場の先行きについても、やや警戒的に見る必要があるかも知れません。弾けて初めて「バブル」だったと認識するのが世の常です。このような動きが、自社株買いの拡大やIPOの減少を背景とした上場株式の縮小との対比で語られる未上場株式の拡大トレンドが反転に向かう第一歩になる可能性も否定できないと考えています。

6. 気候変動：成長より持続的環境を優先

地球温暖化の被害が従来以上に身近になり、その修復コストが増大しています。これらのコストは直接的には保険金の支払いで賄われますが、間接的には保険料の高騰を通して企業や消費者が負担することになりそうです。また、災害に強い社会インフラを確立するコストも最終的には税金によって国民が負担することになると思われます。温暖化に伴う痛みは先ず島しょ国やアフリカの農業国などの小国が受けると考えられてきましたが、近年は米国の山火事やハリケーン、欧州の河川渇水、日本の台風など先進国にも被害が及んできました。近い将来に先進国でも経済成長を優先するか持続的な生活環境を優先するかを選択を迫られる日がやってくると思っています。欧州では持続的な生活環境を優先する政党が政権の一翼を担い始めました

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



ストラテジストの眼

が、日本は低炭素社会への取組みに後向きとの批判を招いています。2020年にこれらのコストに焦点があたり、金融市場が大幅に下落することは想定していません。しかし、長期的にはこれらのコストが株式を中心とする世界の金融資産の収益率を幾分抑えると考えています。一方、将来的には地球温暖化をストップさせるための技術や取組みに投資することによって高いリターンを上げることが可能になると考えています。

7. Facebook、Googleの分割

GAF A (Google、Apple、Facebook、Amazon) などのプラットフォーマーと呼ばれる巨大IT企業に対する各国の規制は今後益々厳しくなると思われます。これらの規制は大きく、①競争（独占禁止）政策、②個人データの保護、③課税に分類されます。競争政策については、以前であれば、値上げによって消費者利益が損なわれない限り議論になることはありませんでした。しかし、近年は独占した各種データを他のビジネスに利用したり、取引上の優越的地位から取引先に無理な条件を強要したり、新しい技術を抱えるスタートアップを早い段階で買収することによって競争を阻害するケースが問題視されています。個人データの保護に関しては、EUのGDPR（一般データ保護規則）やカリフォルニア州消費者プライバシー法（CCPA）によって個人情報や個人データ保護の強化が求められ、違反すれば多額の制裁金の支払いが求められます。課税についてはG20やOECD（経済協力開発機構）が中心になってBEPS（税源浸食と利益移転）を防ぐ取組みの一環としてデジタル課税の議論が高まっています。既にフランスは国内に恒久的施設（PE）がなくても国内売上に応じて税金を徴収するデジタル課税を導入しました。

「データが新しい石油になる」と言われる「データ資本主義」の世界で、これらの企業が莫大なデータを独占することに対する風当たりも自ずと強まります。1911年に反トラスト法によって解体された米国の石油最大手「Standard Oil」の例が思い起こされます。大統領選で民主党の左派が大統領に選ばれば、FacebookやGoogle分割の流れが一気に加速すると思われます。

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。


8. 中国が「核心的利益」で武力行使

香港では反体制デモが収束する兆しが見えません。区議会議員選挙で民主派が圧勝したにもかかわらず、北京政府をバックとする香港政府は5大要求の受入れを拒否しています。1月11日に行われる台湾の総統選挙では中国と距離を置く与党民進党の蔡英文総統が再選される見込みです。中国は米国で成立した香港人権・民主主義法やウイグル人権法を「内政干渉」と非難し、習近平国家主席は核心的利益（台湾、香港、マカオ、内モンゴル、ウイグル、チベットなどを指すと思われる）を守るためには武力行使も辞さない姿勢を明確にしています。しかし、1989年の天安門事件後に国際社会から孤立した苦い経験を持つ共産党政権が核心的利益で武力行使を通して民衆の不満を抑え込む可能性は限りなくゼロに近いと考えています。

しかし、2020年に何らかの偶発的なイベントをきっかけに武力行使に近い状況が生まれる可能性は否定できません。1996年の台湾海峡危機（中国がミサイルで総統選前の台湾を威嚇）は米国がこの海域に空母等を展開することによって鎮静に向かいましたが、今日の米軍にそこまでの役割を期待することは難しいかも知れません。この場合、前述の「米中間の新冷戦」がさらにエスカレートすることは避けられず、金融市場にも大きな動揺が走ると考えられます。

9. 日本企業のROE上昇が鮮明に

足元の日本株式のROE（株主資本利益率）は8%弱と、約15%の米国、約10%の欧州やアジアのレベルを下回っています。安倍政権発足以来、ROEの引上げを目標にコーポレートガバナンス（企業統治）を高める動きが進んできましたが、現在までにその効果が目に見えて現れてきたとは考えられません。それでも直近は、企業統治の改善を通して中長期的に企業価値を向上させることを企業に求める「コーポレートガバナンス・コード」に加えて、企業との対話を通じて企業の持続的成長を促すことを投資家に求める「スチュワードシップ・コード」が導入されると、企業価値や株主価値を高めようとする動きが加速してきました。



岡三アセットマネジメント ストラテジストの眼

具体的には、経営計画にROE目標を掲げる企業の割合や株主総会で機関投資家を含む株主から提案を受けた企業数は増加の一途を辿っています。また、選択と集中、バランスシートの有効活用などを通して投資先企業のROEを高め、株価を引き上げようとするアクティビスト投資家の動きも活発になってきました。

2020年にこれらの効果が目に見える形で表面化するとは考えていません。しかし、3-4年後に振り返ってみれば、日本企業のROEが欧州やアジアのレベルまで高まっていてもおかしくはないと考えています。

10. 連合王国（UK）解体への第一歩

12月の総選挙で保守党は地滑り的な勝利を収め、1月末に英国がEUから離脱する可能性が一気に高まりました。しかし、長期的にはジョンソン首相は連合王国の解体を阻止するという難しい課題を抱えることになると考えています。英国の正式名称は「グレート・ブリテン及び北部アイルランド連合王国」で、その起源は1600年代に遡ると考えられています。今回の総選挙で躍進したSNP（スコットランド国民党）の党首でスコットランド自治政府のスタージョン首相は早くもスコットランド独立を問う国民投票の開催をロンドン政府（ウェストミンスター）に要請しました。伝統的にイングランドによる統治を嫌いEU寄りのスコットランドは常に英国からの独立を志向してきました。来年予定されているスコットランド議会選でSNPがどれだけ票を伸ばすかが次の焦点です。一方、北アイルランドでは1998年のベルファスト合意以降、親英国のプロテスタントと親アイルランドのカトリックの微妙な均衡の上で和平が続いてきました。しかし、今回のEU離脱案によって移行期間後に北アイルランドがEUの関税同盟にとどまり、従来以上にアイルランドに接近することになれば、親英国のプロテスタントが不満を高める可能性があると考えています。

2020年にこれらの問題が顕在化することはないと考えていますが、長期的にジョンソン首相は両地域の先行きを巡って難しいかじ取りを迫られることになると思われます。

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの配分方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額 × 購入口数 × 上限3.85% (税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額 × 0.3% 以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
 : 純資産総額 × 実質上限年率2.09% (税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額 × 上限年率0.0132% (税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号: 岡三アセットマネジメント株式会社
 事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別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、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)