

2021年1月4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

フォローアップメモ

2020年の株式市場の回顧と
2021年の展望nikko am
fund academy

●2020年の世界の株式市場の振り返り

＜2020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) は、3月下旬に一時、前年末比▲32.1%となったものの、年間騰落率は+14.3%と、2年連続での上昇となりました。(17年:+21.6%→18年:▲11.2%→19年:+24.0%)

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

米中が1月に「第1段階」の通商合意で署名に至ったことや、米国での企業業績の好調、堅調な経済指標の発表などを受け、世界株式は好調なスタートを切りました。ところが、新型コロナウイルスの感染が2月下旬には中国本土外でも拡がりだし、株価は3月下旬にかけて世界的に急落しました。その後、感染抑制に向けた厳しい措置に加えて、強力な金融・財政政策が相次いで採られると、株価は持ち直しに転じ、欧米などでの感染の鈍化や経済活動の再開、治療薬の開発進展などに伴い、戻り基調となりました。

◆ 下半期

米中などの予想を上回る経済指標の発表や、治療薬・ワクチン開発の進展、米国の超金融緩和策の長期化観測などを背景に、9月初めまで株価の回復が続いたものの、その後は、株価上昇のけん引役となっていた米ハイテク株が売りに押されたり、感染の再拡大や米国での追加景気支援策を巡る協議の難航が嫌気されるなどして、株価が下振れする場面もありました。しかし、11月初めに米大統領選挙が終わり、不透明感が後退したほか、ワクチンの開発進展や接種の開始に続き、米国で追加景気支援策を巡る協議が進展、さらに、米金融緩和の長期化観測が強まったことなどを受け、株価は再度、上昇基調となりました。なお、ナスダック総合指数など、米主要株価指数は12月に史上最高値を更新しました。

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。

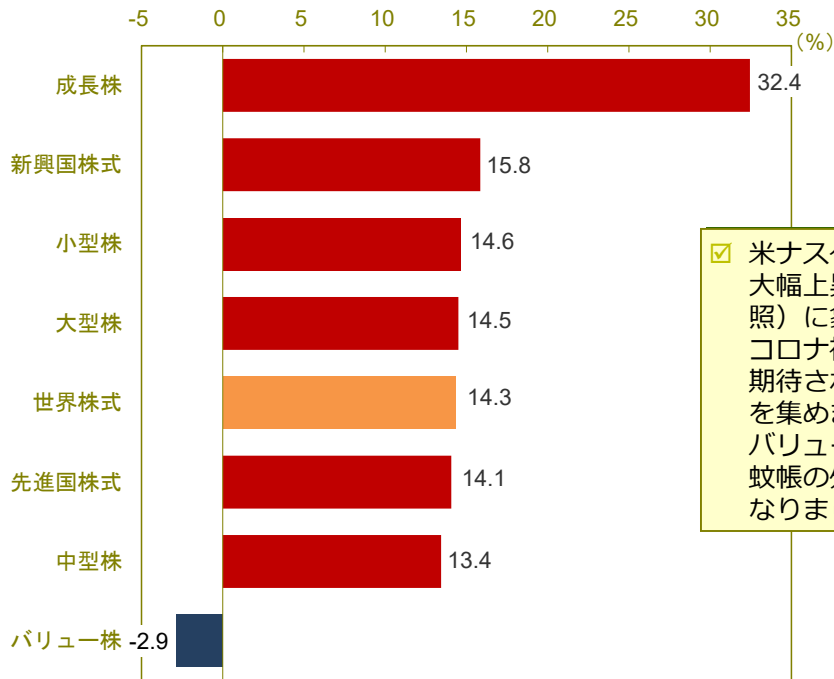
※上記グラフ、データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供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および図表等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、環境のある資産(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

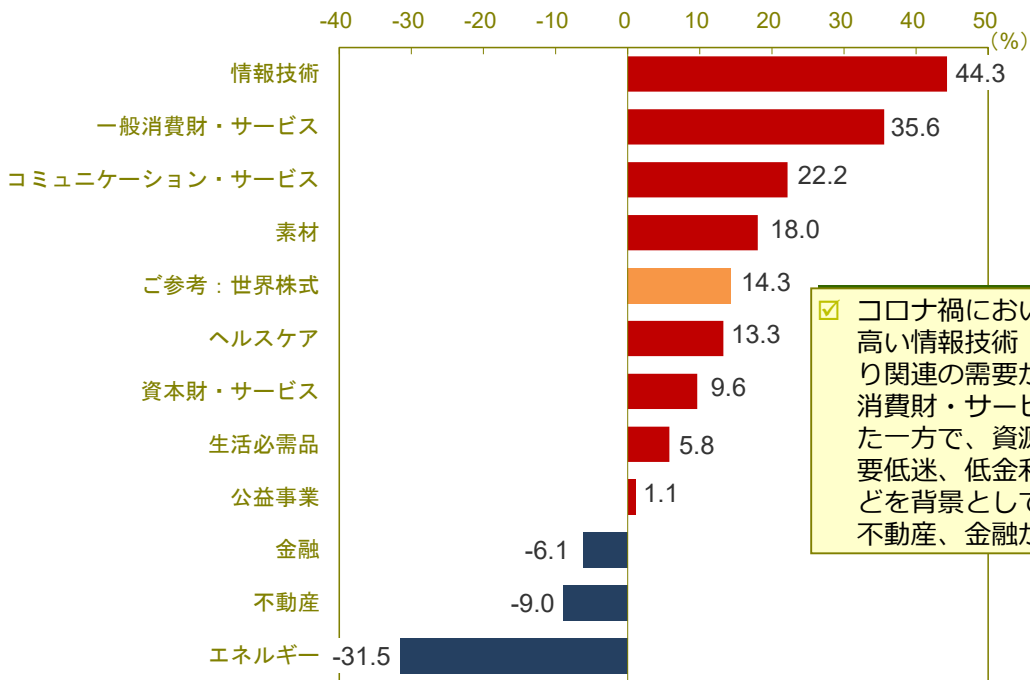
<地域・規模・スタイル別の2020年の騰落率>



☑ ミナスダック総合指数の大幅上昇（次ページ参照）に象徴されるように、コロナ禍でも業績拡大が期待された成長株が注目を集めました。その一方、バリュー株（割安株）は蚊帳の外に置かれる形となりました。

（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2020年の騰落率>



☑ コロナ禍においても成長期待の高い情報技術（IT）や、巣ごもり関連の需要が期待された一般消費財・サービスなどが買われた一方で、資源やオフィスの需要低迷、低金利の長期化観測などを背景として、エネルギーや不動産、金融が売られました。

（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）

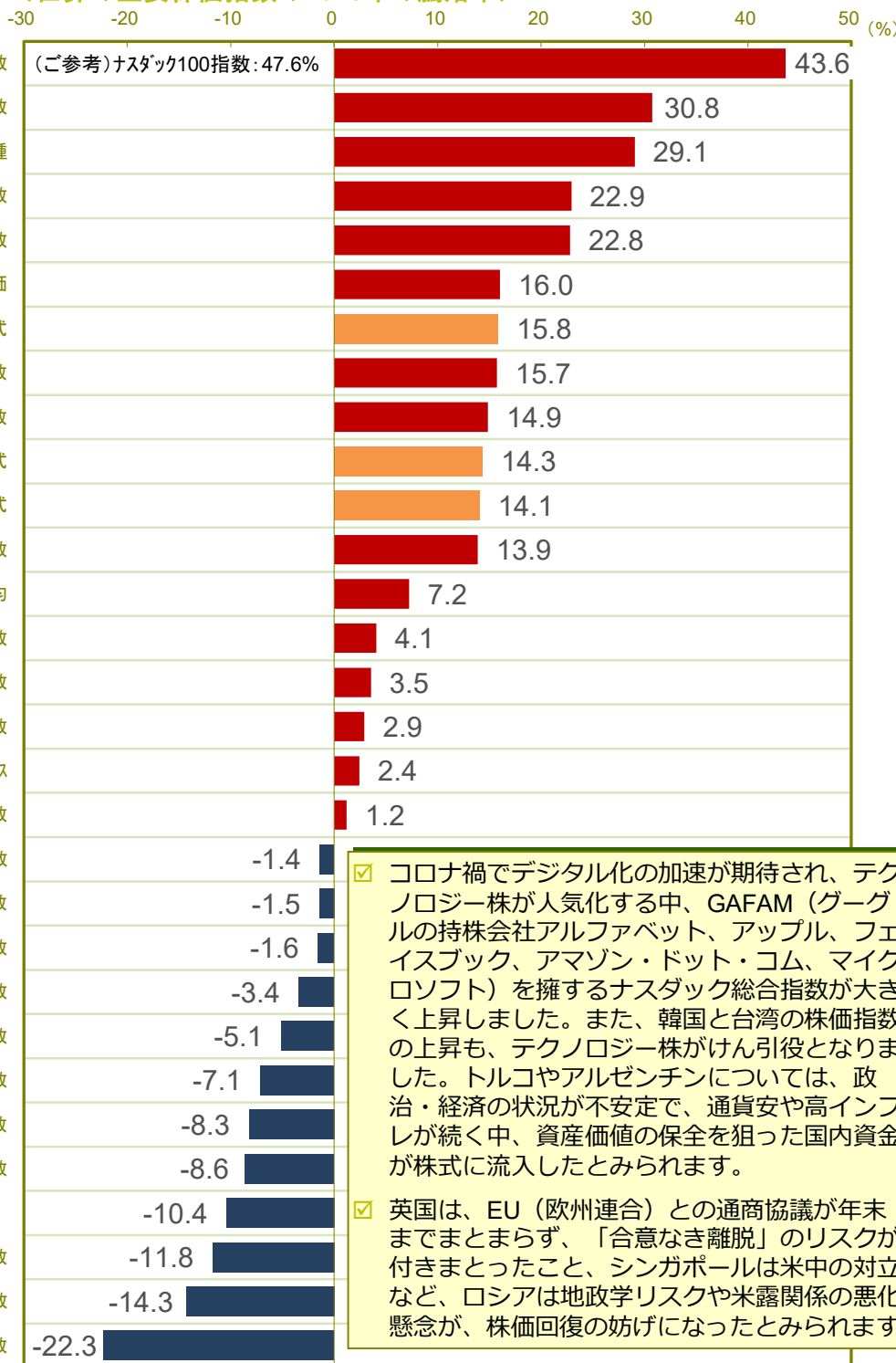
※ 世界株式：MSCI ACワールド指数、先進国株式：MSCIワールド指数、新興国株式：MSCIエマージング・マーケット指数、その他の指数：MSCI ACワールド指数を構成するサブ指数（いずれも米ドル・ベース）
 ※ 各指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc.に帰属します。

※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情報提供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および図表等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2020年の騰落率>



☑ コロナ禍でデジタル化の加速が期待され、テクノロジー株が人気化する中、GAFAM（グーグルの持株会社アルファベット、アップル、フェイスブック、アマゾン・ドット・コム、マイクロソフト）を擁するナスダック総合指数が大きく上昇しました。また、韓国と台湾の株価指数の上昇も、テクノロジー株がけん引役となりました。トルコやアルゼンチンについては、政治・経済の状況が不安定で、通貨安や高インフレが続く中、資産価値の保全を狙った国内資金が株式に流入したとみられます。

☑ 英国は、EU（欧州連合）との通商協議が年末までまとまらず、「合意なき離脱」のリスクが付きまとったこと、シンガポールは米中の対立など、ロシアは地政学リスクや米露関係の悪化懸念が、株価回復の妨げになったとみられます。

(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)

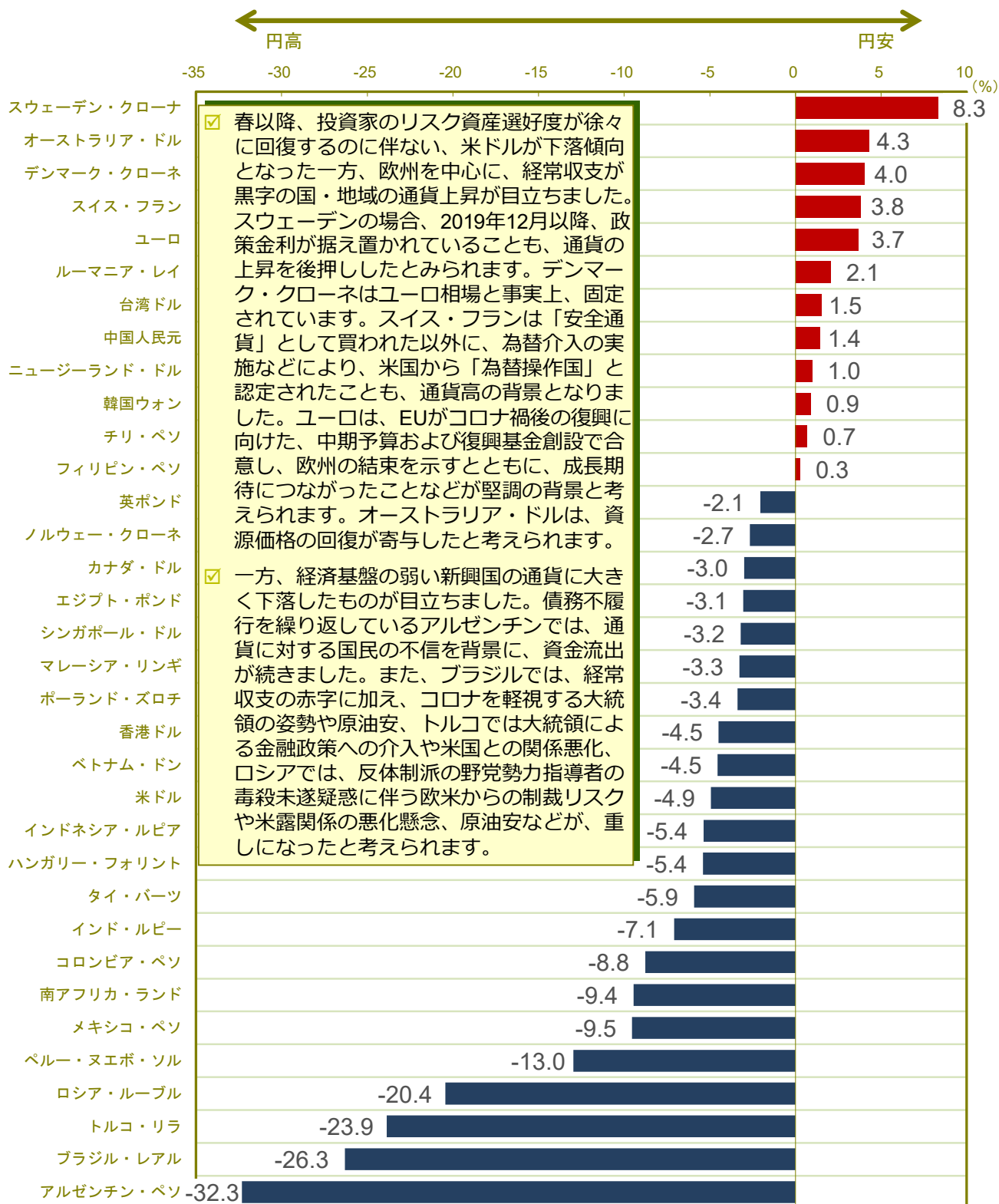
- ※ 世界株式:MSCI ACワールド指数、先進国株式:MSCIワールド指数、新興国株式:MSCIエマージング・マーケット指数(いずれも米ドルベース) なお、その他の指数は、ロシアRTS指数を除き、現地通貨ベース
- ※ グラフに掲載した各指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、当該指数の算出元または公表元に帰属します。
- ※ 個別銘柄に言及していますが、売買を推奨するものでも、将来の価格上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンドにおける保有・非保有および将来の銘柄の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。

※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情報提供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および図表等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2020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情報提供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および図表等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2021年の見通し

◆ 景気：世界の経済成長は市場予想を上回ろう

- 弊社では、消費者心理の改善などを背景に、米国、ユーロ圏、日本、中国の経済が市場予想を上回るペースで成長すると予想しています。（右表参照）
- 一方で、物価の上昇ペースは鈍いと見込まれることなどから、各国・地域の中央銀行は現行の金融政策を概ね維持すると考えています。

主要国・地域のGDP成長率見通し(弊社予想、%)

	2020年 通年	2021年 1-6月	2021年 7-12月	2021年 通年
米国	▲3.6	4.2	4.2	4.2
ユーロ圏	▲7.3	2.7	5.2	5.0
日本	▲5.3	3.3	3.5	3.5
中国	2.0	6.5	6.6	8.9

(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

- 世界経済が市場予想を上回るペースで成長すると見通しのもと、米国・ユーロ圏・日本の国債利回りはやや上昇すると見込んでいます。ただし、米FRB（連邦準備制度理事会）が市場金利を一定水準に制限するイールドカーブ・コントロールを導入する可能性が高いとみていることもあり、大幅な上昇には至らないと想定しています。
- 円相場については、若干の円安を見込んでおり、6月末時点で1米ドル=106円、12月末時点で108円と予想します。

◆ 株式

- 米国株式については、低金利の長期化を考慮しても、足元のPER（株価収益率）は株価が割高であることを示唆していると考えられます。ただし、株価上昇をけん引してきたテクノロジー企業に関しては、バイデン次期政権による介入が若干の逆風になる可能性はあるものの、テクノロジー機器やソフトウェアに対する需要は、ワクチン接種の普及後も長く続くと考えられます。市場予想を上回る世界経済の成長を見込んでいることなどを背景に、2021年の予想EPS（1株当たり利益）が大幅に上方修正されると期待されることは、バイデン次期政権の公約実行が経済に悪影響をもたらすかもしれない不安を相殺して余るほど強いと考えています。ただし、他の主要国・地域に比べると、株価上昇は抑えられるとみえています。
- 欧州株式は、英国が、EU離脱の移行期間の終了直前で通商合意に至ったこともあり、欧州経済の中期的な先行きに対する信頼感が、適度に明るい水準に上向くと見込まれることに加え、世界経済の回復が市場予想を上回ることにより、投資家や企業、消費者の心理が改善すると見込まれます。このため、予想EPSの大幅上方修正が想定されることなどから、株価は、米国や日本を上回る上昇を見せると予想しています。
- 日本株式については、政治的リスクが低いとの評価が続いているほか、配当が全体としてはさほど削減されていないため、市場の配当利回りは世界的に見て非常に魅力的な水準にあると考えられます。また、足元のPERは株価がやや割高な水準にあることを示唆しているものの、世界の半導体およびスマートフォンのサイクルの改善が続いていることを背景に、資本財需要が急速に回復することなどに伴い、EPSの大幅な上方修正が見込まれます。その結果、外国勢を中心とした投資家層に日本株式への投資を促すことになると期待されます。さらに、ウイルスに対する恐怖感が和らげば、日本株式市場への国内資金の大規模な回帰も予想されます。

◆ 主なリスク要因

中国や中東の問題など、多くの地政学リスクには引き続き注意が必要なものの、少なくとも当面、大きく懸念されるような可能性は低く、特に米国のバイデン次期政権の下では、本格的な危機に発展することはないと想定しています。なお、バイデン次期政権は、増税やテクノロジー企業に対する介入などで若干の懸念をもたらす可能性があるものの、ねじれ議会が続き、増税は緩やかなものにとどまると見込まれます。一方、財政出動の拡大により、新エネルギーやテクノロジーといった分野が景気拡大を加速させると想定されます。

※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情報提供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および図表等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、変動きのある資産(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。

● 2021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。

2021年の投資における3大テーマは、

- コロナ・ショックからの回復にさらに上積み
- 出遅れたREITや空運などの回復
- 次の成長機会を探す

だと考えています。

☑ コロナ・ショックからの回復にさらに上積み

2020年のコロナ・ショックは誰にも予想できなかったものの、回復の道筋は多くの市場参加者が4-6月に想定した通りに概ね進んできました。新型コロナウイルス感染者数そのものに経済は連動せず、主要先進国が医療崩壊を避けながら、地域や時間帯などを制限してまず生産を回復させ、その後、国内消費を支援してきました。結果として、感染者数は上下動を繰り返していますが、非接触関連を中心に財の消費は回復、旅行などのある程度許容できた国ではサービス業も含めた回復が見られます。

最も注目される米国の雇用を見ると、コロナ・ショックで失われた2千万人を超える雇用者数は、その後半年ですでに半分ほど回復しました。今後は、移動を伴う転職が必要なケースが残っているとみられることなどから、スピードは緩みつつも、回復は続き、2021年終わりごろまでに、元の水準に戻るのではないかと考えています。なお、米国の小売売上高の水準はコロナ・ショック前をすでに超えています。もちろん落ち込んだ分を十分取り返していませんので、まだ需要は残っているでしょう。しかも、財政支出として個人に支給された資金はまだ多くが貯蓄として滞留している模様であり、財についての支出は今後さらに伸びるとみえています。

一方で、旅行、飲食などまだまだ回復できていない消費対象が、主要先進国で残っています。2021年のコロナ・ショック回復の象徴の一つは東京オリンピックの開催となるでしょう。夏までにはかなりの人々がコロナのワクチンを接種する可能性があります。これが実現すれば、サービス業の正常化も進むでしょう。特に空運や旅客関連の陸運に注目します。人々が貯蓄に滞留させているお金がそのまま、消費が財からサービスに移るだけなのか、それとも貯蓄を取り崩して消費が上積みされるのか、という違いが重要です。

2021年の弊社見通しは、「上積みシナリオ」をとっています。米国の民主党バイデン次期政権は、財政支出を拡大すると期待されます。企業増税も政策に含まれますが、上院で共和党が多数派になるとみられることから、市場にやさしくない政策は延期または棚上げと想定しています。少なくとも財政拡大のだいぶあとに経済が正常化してから企業増税となる可能性が高いでしょう。バイデン次期政権の主要なメンバーに左派があまり含まれていないことも、中庸を得た政治となることを市場に期待させています。

それゆえ、このシナリオのリスクとして、①人々の消費がサービス業に上積みとして向かわず、高い貯蓄率を維持する（消費者の行動は正直なところ予想しにくい）、②米国で、企業増税など市場にやさしくない政策が意外に早く俎上に上る、③新型コロナウイルスの突然変異などに伴う、想定外の医療崩壊と世界主要都市での厳しいロックダウンの再現、などが考えられます。

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供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および図表等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。

☑ 出遅れたREITや空運などの回復

コロナ・ショックからの回復が続き、消費の上積みがあるとすれば、回復はコロナ・ショックの影響が大きかったセクターほど大きいこととなります。その例はREITや空運となるでしょう。

日本では昨年、3月決算直前のコロナ・ショックに伴ってREIT価格が大幅に下落した際、主要な投資家である地銀の集中的な売却がありました。年度末に重なったのは不運としか言いようがないのですが、2020年度に入ってすぐにポジションが回復されることはなく、模様眺めとなったように見受けられます。コロナ・ショックの影響は不動産業に大きいのではないかと思われたからです。つまり、REIT運用の中心はオフィス・ビル物件が多いので、まずテナントの業況悪化で家賃引き下げ交渉や大幅なテナントのオフィス縮小があるのではないかと、テレワークでオフィス需要が構造的に低迷するのではないかと懸念がREITに向けられました。

しかしながら、徐々に見方は変わってきています。まず家賃引き下げ交渉などは中小ビルでは起こっていますが、REITの核となる優良物件では比較的安定しているようです。政府もこの問題に気づき、できるだけ家賃を補助するように支援をしています。また、テレワークで大幅な需要低迷が起こるとの懸念についても、それほど急激な動きがみられないこと、住宅地に近い地域でのサテライト・オフィス需要が上昇していること、など、REIT側が時間をかけて適切に行動すれば、大きな価値破壊に繋がることはなさそうです。短期的には困難もあるかもしれませんが、REITそのものはアクティブ運用なので、必要な対策をとることができるでしょう。

空運など旅行関連の回復については、東京オリンピック・パラリンピックの開催に向けた政府などの取り組みだけでは不十分で、まだ開催が十分信頼されていない段階では難しいでしょう。しかし、ワクチン接種の進展に伴う接種証明や、PCR検査の陰性証明書による渡航が一般的になれば、空運の正常化期待につながります。日本政府が強く進めているだけに、オリンピック・パラリンピックの開催の可能性は高いでしょう。開催自体の経済効果は限定的ですが、その副次効果は、日本からの海外旅行、海外からのインバウンドの両方で期待されます。

このシナリオのリスクには、①不動産市場への影響が現状から拡大し、人気のある主要なオフィス・ビルでも需要が減退する、②銀行など主要な投資家のリスク許容度が戻らず、市場への回帰が限定される、③オリンピックが再延期、中止となるほどの感染再拡大、ワクチンの効き目への疑問、などがあります。

☑ 次の成長機会を探す

コロナ・ショックからの回復に関わる成長機会が目につきます。まず、非接触型の商品やビジネスの拡大です。例えばロボティクスについては、工場での非接触を進めるためにさらに投資が拡大するとみられます。菅首相肝いりの政府のデジタル化は、民間の印鑑利用の縮小などを通じて経済にインパクトがあるでしょう。もちろんGAFAなどインターネット・プラットフォーマーには引き続き利益成長が期待されます。ここでのリスクは、独占禁止法、プライバシー保護、表現の自由と真偽確認などがインターネット関連企業に負担となる可能性です。米国については共和党が上院の多数派となることでバランスがとられると期待されていますが、今月5日のジョージア州での上院選・決選投票の結果次第では市場の期待が変わるかもしれません。

もうひとつの成長機会は、ESG（環境・社会・ガバナンス）に関わるものです。米国のバイデン次期政権や日本の菅政権など、これまでの政権と異なり、環境を重視し、CO₂（二酸化炭素）

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供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および図表等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。

排出量を減らす政策を打ち出す政府が増えそうです。これは、太陽光発電、EV（電気自動車）、水素自動車、自動運転などさまざまな分野での新技術を必要とします。菅首相は環境保護が成長機会につながることを期待しているようです。このシナリオのリスクは、政策の行き詰まりです。例えば太陽光発電への補助が早く打ち切られると、進出した企業が「はしごをはずされる」恐れがあります。CO₂の発生がゼロである自動車への補助も現時点では中国をはじめ多くの国や地域で行われそうです。しかし、コロナ対策で多額の財政出動を行った各国政府がどこまで支援できるのか、まだ見えていません。

簡単に言えば、2021年は、2020年のコロナ・ショックからの回復にどのくらい上積みができるかに注目します。サービス業を中心とした出遅れの回復は、コロナとの闘いに依存します。製造業やITなど、非接触関連は引き続き好調を維持するでしょう。一方で、日米を中心に政治リスクから目が離せない年になりそうです。

- 当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供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および図表等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。