

2020年の投資機会を探る ～世界経済のリセッションの可能性は低い～

グループが手掛けるファンド戦略全体の最高責任者が2020年の投資展望について説明します。



ブン・パン・オイ
イーストスプリング・インベストメンツ
(シンガポールおよび香港) CEO 兼
インベストメント・ファンド・ストラテジーズ
チーム最高責任者

1. 2020年の世界経済の見通しについて教えてください。

世界経済は、引き続き成長サイクルの延長線上にあり、米国は戦後最長の景気拡大の恩恵を受けると考えます。とは言え、国際通貨基金（IMF）による世界経済見通し（2019年+3.0%、2020年+3.4%の成長率予想）は少し楽観的過ぎると思います。

新たな大規模財政刺激策が打ち出されず、米国大統領選挙を控えている中では、2020年の米国の経済成長率は+1.8%程度に減速する可能性があります。IMFはラテン・アメリカや他の新興国がグローバルの経済成長をけん引していくとしています。ただ、米国、中国、日本および欧州の成長が鈍化していくことには注意すべきです。中国の成長は財政および金融政策が打ち出されているにも関わらず、減速しています。過去、中国の経済成長に貢献してきた固定資産投資はまだ回復していません。主要国経済の再加速が無ければ、世界経済の成長率は3～3.2%のレンジ推移、あるいは3%未満に低下する可能性もあるでしょう。

2. リセッション入りの可能性をどのように見えていますか？

世界金融危機（リーマンショック）と、その後行われた大規模な改革（ドッド・フランク法等）により、米国と欧州の経済は、債務水準の大幅な上昇を伴わずに成長してきました。先進国の家計および企業の債務水準は総じて抑制されており、リセッションに至るような資産バブル崩壊のリスクはありません。2019年の世界経済減速は多くの投資家に、2020年を迎える中で、リセッション懸念を想起することとなりました。ただ、私はあまり心配していません。こうした懸念の存在こそが、実際のリセッション入りの可能性を低下させることにもなると思われます。リセッション入りするような経済の急激な悪化は、一般的に何かが過剰（例えば高水準の債務や割高な株式市場等）になっており、そのことに懸念を抱いていないときに発生します。不透明な経済や政治情勢を受けて、現時点で投資家や企業経営者は既に懸念を抱いていることから、このケースには当てはまらないと考えられます。

しかしながら、リセッションのリスクが存在していないわけではありません。貿易摩擦の更なる悪化や、経済減速が顕著となる中での保護主義の

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。○英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

191209(10)

イーストスプリング・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379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

高まりは、世界経済をより悪化させる可能性があるでしょう。2020年に大統領選挙を控える米国では、トランプ大統領が堅調な経済と力強い株式市場を支えるための施策を打ってくるものと思われます。2020年初頭までに米国と中国の間で貿易交渉が何らかの形でまとまれば、実際に施策を講じることができ、選挙活動に専念することができるようになるでしょう。少なくとも向こう1年間、投資家と企業経営者は一息つくことができるでしょう。

3. 世界経済の主要な推進力は何でしょうか？

個人消費は引き続き米国および世界経済の下支えとなるでしょう。世界金融危機以降、大幅に雇用が増加したことが消費を支えています。ILO（国際労働機関）は2018年末時点で世界の失業率は5%に低下したと発表しており、これは世界金融危機以降で最低水準となります。米国では、低水準の失業率（2019年10月時点で3.6%）、堅調な賃金上昇（前年比約+3%）、安定的な家計債務水準が確認されています。米国の住宅価格も、2018年初頭の前年比+6%を超える水準から2019年8月には、同+2%へと減速しているものの、数年にわたり上昇しています。これらは、米中貿易摩擦が過熱しているにも関わらず、米国の消費者信頼感が比較的高く維持されている理由となっています。本稿執筆時点¹で、多くの政治ウォッチャーが、米中貿易交渉で、双方が少しずつ譲歩することで2019年12月までに合意がなされると見えています。10～11月はこれらの期待感から株式市場は上昇しましたが、これは2020年の米国の消費にとって幸先の良いものとなっています。米国のGDPの約70%が個人消費であるため、米国がリセッションになるとするならば、個人消費の大幅な落ち込みの結果である必要があるでしょう。

¹2019年11月11日時点。

一方、政策に関する不透明感は引き続き企業投資の重石となるでしょう。米国NFIB（全米独立起業連盟）の調査と類似の企業景況感調査によると、一般的に選挙の年は不透明感が高まるため、設備投資や雇用の判断を避ける傾向が見られます。トランプ大統領の弾劾手続き

の行方や英ブレグジット関連動向、緊迫化する中東情勢なども、不透明感を高める要因となります。更に、仮に米中貿易交渉で何らかの合意がなされたとしても、米中の構造的な競争関係に鑑みると、包括的で長続きするような解決策を打ち出すのは困難でしょう。

4. 金融緩和及び財政緩和の可能性についてはどのように考えますか？

景気減速の環境下、政治に不透明感が漂う中では、FRB（米連邦準備制度理事会）は金融政策姿勢を緩和的に維持するでしょう。これは、パウエル議長が2019年10月のFOMC（連邦公開市場委員会）で、金利引き上げ・引き下げのいずれの方向においても高いハードルを掲げたにも関わらず、です。何らかの悪いイベントもしくは更なる経済悪化が起こった場合、私は2020年に0.25%幅で1～2回の利下げが行われる可能性があると考えています。金利が歴史的低水準に近づいており、欧州と日本でマイナス金利となっているため、追加的金融緩和の有効性には明らかに疑問符がついています。したがって金融政策よりも、財政政策がより重きをなすと思われる。

中国は既に2018年から2019年にかけて財政及び金融緩和政策を行っています。しかし、度重なる政策発動は徐々に効果が薄れていくでしょう。中国の成長率は2020年に+6%以下となる可能性もあります。一方、日本では消費税が2019年10月に8%から10%に引き上げられ、2020年の個人消費に影響を与えると見込まれています。しかし、2020年の東京オリンピックによる景気刺激効果および消費を下支えすべくターゲットを絞った予算案により、幾分か和らぐこととなるでしょう。

米国では、2017年の減税と雇用法案を中心とする財政刺激策の効果は2018年から2019年にかけて薄れてきました。共和党は新たな予算案を打ち出す可能性があります。トランプ大統領は既に中流階級向けに“感動的な”減税を行うと公表していますが、これはおそらく民主党の抵抗を受けることとなるでしょう。総じて、米国では財政出動は限定的になると見えています。米国の財政収支見通しも良くありません。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

イーストスプリング・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379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

米CBO（予算事務局）は既に新会計年度（2019年10月～2020年9月）の財政赤字規模を8,900億米ドルと予想していますが、これは対GDP比率で約4.6%となります。選挙に伴うばらまきが行われれば、財政赤字は優に1兆米ドルまたは対GDP比率で5%を上回る水準になるでしょう。

欧州では財政規律が重視されており、EU加盟国は今後もより緊縮的な財政政策を行っていくとみえています。これは特にイタリアにて顕著ですが、リセッションに近い経済状態のドイツにおいても同様です。ただし、もし大規模な景気刺激策が実施されれば、市場にとってサプライズとなるでしょう。

5. 投資機会はどこにあると考えていますか？

グローバルの株式市場は、企業の業績成長が継続することで下支えされると予想しており、インフレが抑制され金融緩和環境が続いている中で、2020年にかけて主要株価指数は続伸すると見えています。しかし、上昇余地は限定的かもしれません。通常、株式市場のバリュエーション（PER等）は主要な政治イベントがある時期は抑えられる傾向にあり、特にS&P500でその傾向が見られます。現在の同インデックスの予想PERは18倍程度と、既に過去のレンジの上限近辺を推移しているためです。

株式市場では、世界経済の減速や政治の不透明感が漂う環境下において、投資家は相対的に安心感のある先進国の大型株に安定を感じることでしょう。ただし、新興国株は先進国株より割安です。アジア各国のバリュー株は非常に投資妙味があると考えます。グロース株やモメンタム株はかなり割高となっているため、投資家がこれらを避けることで、バリュー株のパフォーマンスが相対的に上回る可能性があると考えています。投資家は、ITセクターのワクワクするような急成長企業に心を奪われてきましたが、これらは既に注目が集まりすぎた状態となっています。

債券市場については、G3（米国、ユーロ圏、日本）の国債市場は各中央銀行が安定的もしくは緩和的な政策を維持している中で、レンジ圏で推移することを見込んでいます。投資適格社債についても、緩和的な金融政策および健全な企業ファンダメンタルズを背景に、投資妙味があるでしょう。投資家は、経済成長のスピードが鈍化する中で着実にリターンを積み上げることができるでしょう。流動性と金利環境が下支えとなる中、アジアハイールド社債も魅力的な金利水準を背景としたリターンが期待できると思われませんが、個別の投資対象を注意深く選択する必要があります。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、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。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業に言及することがありますが、当該企業の株式について組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。