



「コロナ後の世界」を考える①

2-3月に20%を超える大幅な調整を余儀なくされた世界の株式市場は4月に入ってやや持ち直しています。市場の当面の焦点は世界の感染がいつ下火になるか、米国経済がいつ回復に向かうかという点ですが、早晚焦点は「コロナ後の世界」に移っていくと考えています。「コロナ後の世界」では個人や企業の行動パターンの変化が構造的に株式を中心とする金融資産のリターンを引き下げることになると考えています。

リーマン危機以来の下落率を記録した世界株式

新型コロナウイルスが猛威を振るい、世界中で経済活動が一時的にストップし、その結果、世界の主要株式市場は2-3月に20%を超える大幅な調整を余儀なくされました(図表1)。4月に入って株価はやや持ち直していますが、いつになったら戻り高値を更新するかは全く予断を許さない状況です。

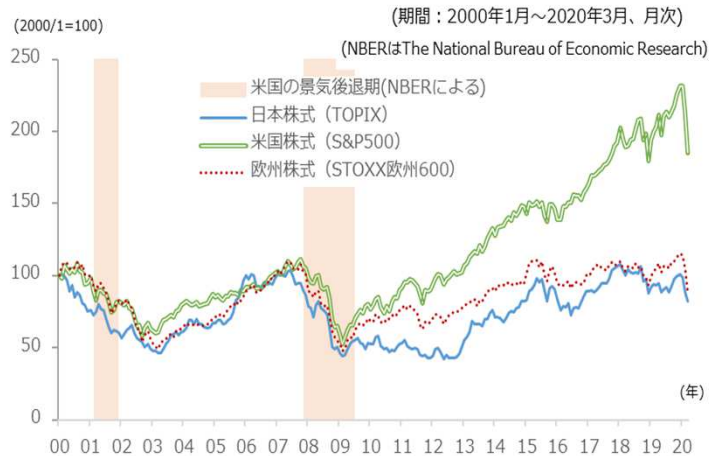
しかし、10年後に振り返ってみれば、今後数年間の株式市場は「コロナショック後の回復局面」と位置付けられることになると思われます。当面の焦点は世界の感染がいつ下火になるか、米国経済がいつ回復に向かうかという点ですが、早晚、市場の焦点は「コロナ後の世界」に移っていくと考えています。

短期的には、4-6月の世界のGDPが二桁のマイナス成長になっても7-9月期には持ち直すといった楽観的な見方から、ワクチンが開発されるまで景気の停滞が続くといった悲観的な見通しまで、市場では様々な意見が交錯しています。IMF(国際通貨基金)は世界のGDPは2020年にマイナス成長になっても、2021年はプラス成長に戻ると予想しています。ここでは、もう少し長い視点を持って、個人・企業の行動の変化から「コロナ後の世界」を見通してみたいと思います。

個人の消費パターン

新型コロナウイルス問題が終息すれば、巣籠(すくもり)から解放された個人がモノの購入・外食・旅行などのペントアップ需要を爆発させるかもしれません。政府が財政的な後ろ盾も含めて国民の愛国心をくすぐる一大消費キャンペーンを打ち出すことも考えられます。一方、治療薬やワクチンが開発されるまでは人々が外出を控える傾向が続くことも考えられます。1918年春に始まったスペイン風邪は第3波が沈静化す

図表1 主要株式市場の推移



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

るまで1年半程度かかったと伝えられています。人手不足と相まってコンビニの夜間営業の中止、商業施設の営業時間の短縮などが以前より受け入れられやすくなるかもしれません。長期的には、少々不便な生活を強いられても、贅沢せず、「環境」の観点からもつつましい生活を送る人が増えることも想像されます。

企業の行動パターン

これまでの株式資本主義の世界では、企業は株主から「成長」することを強く求められてきました。しかし、コロナショックを経て企業は利潤の追求よりも従業員の命や生活環境を優先する傾向を強めることになるかもしれません。折しも、昨年の夏に米国の経営者団体「Business Roundtable」はシェアホルダーよりもステークホルダー(従業員、顧客、納入業者、地域などの利害関係者)の利益を重視する姿勢を明確に打ち出しました。コロナショックをきっかけにこの流れが加速する可能性があると考えています。経営が悪化し政府から何らかの支援を受けた企業は、株主還元よ

<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あたっては、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。

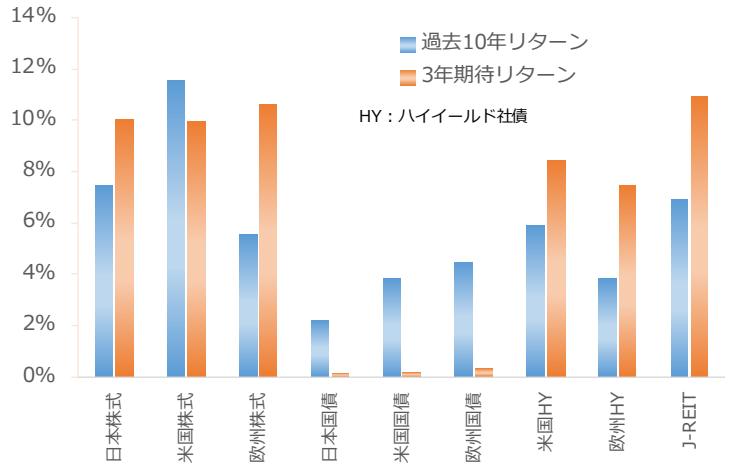
ストラテジストの眼

りも雇用の維持など社会貢献を求められることになりそうです。ESG（環境・社会貢献・ガバナンス）がこれまで以上に重視される時代がやってくると考えています。資本政策の面でも、過去数年間に大きく広がった社債などの負債で安く調達した資金で配当、自社株買いを行ってROE（株主資本利益率）を高める「株主フレンドリー」な財務戦略が廃れ、逆境に備えて財務（バランスシート）の安定性を高めるために負債を削減し自己資本比率を引き上げようとする動きが広がると考えられます。この変化は企業財務がこれまでの「株主フレンドリー」から「社債投資家フレンドリー」へ大きく転換する分岐点になる可能性があります。コロナ禍によって、国や企業は「成長と環境」のどちらを優先すべきかという議論が再度高まることも考えられます。

また、ウイルス拡散を防止するために人・モノの動きが遮断された状態が長期化すれば、世界各国でグローバル리즘から自国第一主義への動きが一層加速すると思われま。世界中で価値観の重心が自由貿易、多国間主義（Multilateralism）から保護貿易、単独主義（Unilateralism）に変わるようなことになれば、企業は国境を越えたサプライチェーンの構築、生産拠点の最適配置が困難になり、収益性は低下せざるを得ないと思われま。米中の覇権争いによって先端技術の舞台で中国と米国およびその同盟国の間に「壁」ができれば、これらの動きをさらに加速させることになると考えられます。我が国でも、生産拠点を中国から国内または中国外へ移す企業に補助金を支払う政策が発表されました。逆にプラス面としては、世界中で感染者の捕捉や医療行為の効率化などを目的にデジタル化が急速に進むことが考えられます。「コロナショックが終息した後の世界ではデジタル化が10年進んでいた」ということが現実になっているかもしれません。

(*) 「リターン」とは投資を行うことで得られる収益を示し、「リスク」とは「結果が不確実であること」を意味し、数字の上ではリターン(収益)の振幅を示します。

図表2 過去10年のリターンと今後3年のリターン推計
(年率・現地通貨ベース)



* 3年期待リターンは投資情報部の推計であり、必ずしもファンドの運用方針を示すものではありません。

(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

金融資産の今後3年間の期待リターン

これらのコロナ後の新しい変化、コロナ前に胎動が始まり、コロナ後にそれが本格化すると思われる動きのほとんどは、長期的に株式を中心とする金融資産のリターンを低下させる可能性があると考えています。

当社が四半期に一度行う主要資産クラスの今後3年間のリターン・リスク(*)の推計においても、これらの変化を十分に考慮しています。直近に行った推計の過程では、これらの構造的な変化が今後3年間のリターンを引き下げる要因になる一方、2月以降の金融市場の下落によって足元のバリュエーションが大幅に低下したことが期待リターンを引き上げる要因になりました(図表2)。

次回の「ストラテジストの眼」では、二人の経済学者(ジョン・ヒックス、ニコライ・コンドラチェフ)の議論に触れ、1900年以降の金利サイクル、国債・株式の収益率を振り返りながら、これらの構造的な変化を捉えてみたいと思います。

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

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、各ファンドの分配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)