

Weekly commentary

Oct. 5, 2020

BlackRock®

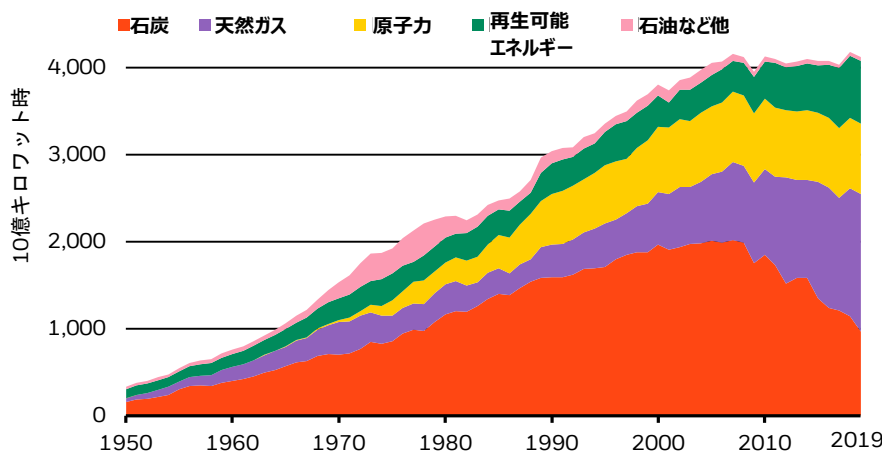
米国選挙をセクターのレンズでみる

- ・ 米国の選挙はエネルギー、テクノロジー、ヘルスケアの3つの主要セクターに影響を与えるとみており、その3セクターに与える影響に焦点を絞り分析しています。
- ・ ドナルド・トランプ米大統領が新型コロナウイルスの検査で陽性となったことで、足元の選挙をめぐる不確実性が高まりました。一連の財政刺激策の交渉は続いています。
- ・ 市場は、景気回復のペースを測る上で主要国のサービス業PMI（購買担当者指数）に注目していると考えます。

先週議論しましたが、11月の米選挙の結果は、大きく異なる形で政策に波及する可能性があります。これは株式市場にとってどのような意味を持つのでしょうか。市場全体の方向性について安直なストーリーは避けるのが賢明と考えています。選挙に関して最大の影響は資産クラスやセクターに表れるとみており、ブラックロックは、エネルギー、テクノロジー、ヘルスケアに焦点を当てています。

今週のチャート

米国における主な電源別の発電量：1950-2019年



出所：米国エネルギー情報局のデータを基にBII作成。2020年10月。

注記：発電量は主要な設備についてのデータ。2019年のデータは速報値。

ジョー・バイデン前副大統領が勝利し、さらに民主党が上院を制した場合には、サステナビリティへのシフトの加速を後押しする可能性があります。バイデン氏の気候変動政策は、電力、輸送、建築、研究開発費（R&D）の4つの分野に焦点を当てることになるでしょう。米国エネルギー情報局によれば、米国では再生可能エネルギーによる発電の割合が2010年の10%から2019年には17%と着実に増加しています。上のグラフをご参照ください。民主党が圧勝すれば、再生可能な電源や、炭素隔離などの炭素排出ゼロの工業用技術の採用を対象とする税控除を延長・拡大することで、電力セクターにおける脱炭素化が加速する可能性があります。バイデン氏の陣営はまた、輸送部門における排出量削減を目指した多額の投資や、エネルギー効率を高めるために商業施設や地方自治体の建物を改修することを提案しています。太陽光発電などの産業は、クリーンエネルギーへの移行が価格に相当織り込まれているかもしれませんが、エネルギー効率の高い技術や洋上風力発電など、他にも投資機会があると考えています。



Mike Pyle

Global Chief Investment Strategist – BlackRock Investment Institute



Elga Bartsch

Head of Macro Research – BlackRock Investment Institute



Scott Thiel

Chief Fixed Income Strategist – BlackRock Investment Institute

BlackRock
Investment
Institute

バイデン氏が選挙に勝った場合、彼が掲げる気候変動政策はどの程度現実のものになるでしょうか。民主党が圧勝すれば、グリーンエネルギーへの公共投資を大きく後押しする可能性が高いとみています。一方、ねじれた状態でバイデン氏が勝利した場合、財政支出は大幅に抑制されるでしょう。石油・ガスの探査、生産、輸送に関する規則の強化など、規制面では依然多くのことが起こりうると考えています。掘削とパイプライン許可の厳格化は、米国のシェールガスの供給を制約し、特に今回のようなコロナウイルス後に需要が回復した場合には、原油価格を押し上げる可能性があります。しかし、輸送セクターにおけるグリーンエネルギーへのシフトが加速すると見通しに立って考えると、原油価格の急騰は持続しないかもしれません。サステナビリティへの構造的なシフトを考えると、選挙の結果にかかわらず、再生可能エネルギー、デジタル・インフラ、輸送の分野では、プライベート市場に投資機会があるとみています。

2020年の市場を牽引してきたテクノロジーセクターも注目されています。データ・プライバシーの扱い方や、テクノロジーセクターそのものが持っているパワーが懸念されており、テクノロジー規制は党派を超えて懸念が高まっている分野です。バイデン政権になれば、賃金やプラットフォーム企業を持つ力などの問題を含め、より厳格な独占禁止法の見直しが行われる可能性が高いでしょう。また、民主党圧勝シナリオにおける税制改革は、特に巨大テクノロジー企業に重くのしかかる可能性があります。時価総額が大きいテクノロジー企業は、直面する規制上のリスクに対して、多くの企業が欧州における厳格なデータ・プライバシー規制に既に対応しているように、米国においても概ね対応できると考えています。また、5G接続を含む様々なテーマにおいて、セクター内のリーダーシップがより多くの企業に広がる可能性があるとみています。ソフトウェアや半導体は相対的に規制リスクが少なく、長期的な成長トレンド上にあると考えており、そうした変化をリードする可能性があります。また、一部のハイテク企業は、グリーンエネルギーへの移行やエネルギー効率の向上に向けたシフトから恩恵を受ける可能性があります。

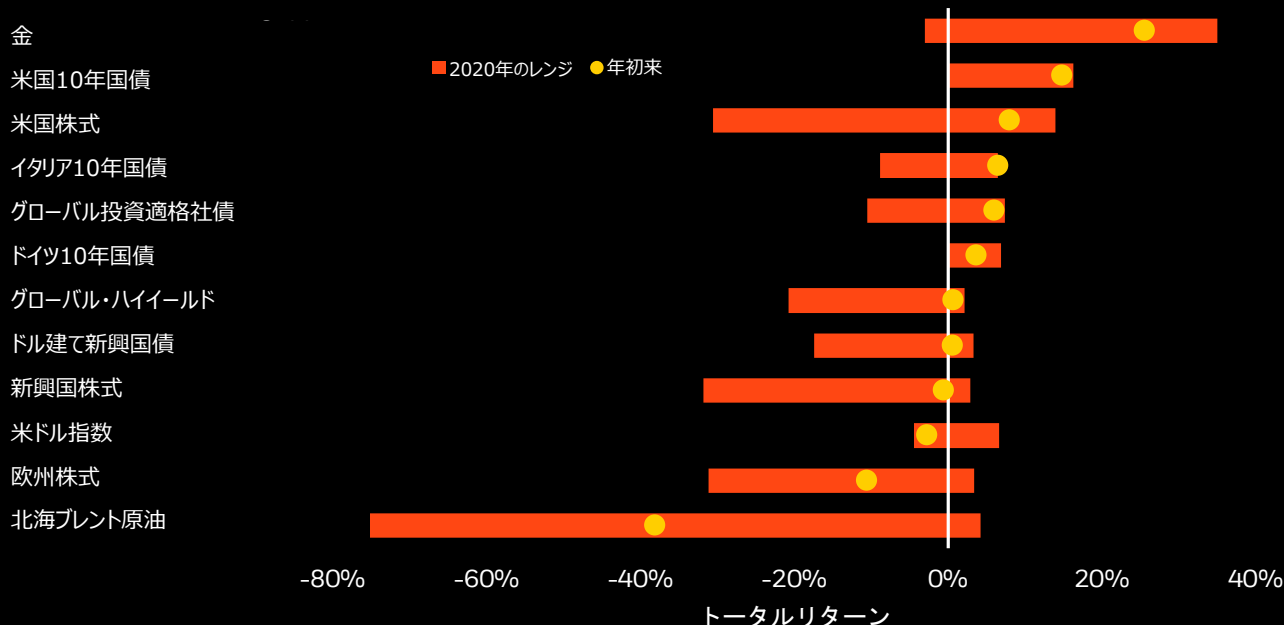
医療政策は、オバマ政権やトランプ政権の発足当初には政策の焦点となっていましたが、当時とは異なり、バイデン氏が政権を握った場合、初年度には比較的安定するとみています。2021年はコロナウイルスへの対応、景気回復、気候関連のイニシアチブが優先される可能性が高いとブラックボックスは考えます。ただこの見方にはリスクもあり、選挙の1週間後に最高裁が医療保険制度改革法に関する裁判を審理する予定であり、医療制度をめぐる議論が再び前面に押し出される可能性があります。また選挙結果にかかわらず、薬価上昇を抑制する措置は注目される可能性があります。ただ、医薬品メーカーはワクチン開発やコロナウイルスへの対応で重要な役割を果たしており、そうした背景の中で取られる具体的な行動は限られたものになるでしょう。全体としては、医療機器、ライフサイエンス、診断技術を提供している企業に加え、欧州の時価総額が大きい医薬品メーカーを選好します。

市場環境

先進国市場では、コロナウイルスの影響が異なるためそのペースに差はあるものの、経済活動の再開は予想よりも前倒しで進んでいるようです。欧州や米国の一部ではコロナウイルスが再び増加しています。トランプ大統領は検査で陽性となりました。致死を伴うウイルスの蔓延、大量失業、人種間の緊張の高まりなど、これまでにない歴史的な出来事に直面しているにもかかわらず、選挙戦は概ね安定した状態にあります。新たな一連の財政刺激策をめぐる交渉は、政党間の意見の隔たりが大きく、成立に残された時間が少なくなっているものの、9月の雇用統計が低調となったことで緊迫感が高まる中で継続しています。

パフォーマンスを振り返る

一部資産における2020年初からのパフォーマンスおよび同レンジ



過去の実績は、現在または将来の成果を示す信頼できる指標ではありません。また、指数に直接投資することはできません。

出所：Refinitiv、Datastreamのデータを基にBII作成。2020年10月。

注記：棒グラフの両端は2019年末を基準とした最低リターンと最高リターンを示し、その中の点は年初来のリターンを示しています。新興市場（EM）、ハイイールド、グローバル・コーポレート・インベストメント・グレード（IG）のリターンは米ドル建てで、その他は現地通貨建てです。使用している指数もしくは価格は、spot Brent crude, MSCI USA Index, the ICE U.S. Dollar Index (DX), MSCI Europe Index, Bank of America Merrill Lynch Global Broad Corporate Index, Bank of America Merrill Lynch Global High Yield Index, Datastream 10-year benchmark government bond (U.S., German and Italy), MSCI Emerging Markets Index, spot gold and J.P. Morgan EMBI indexです。

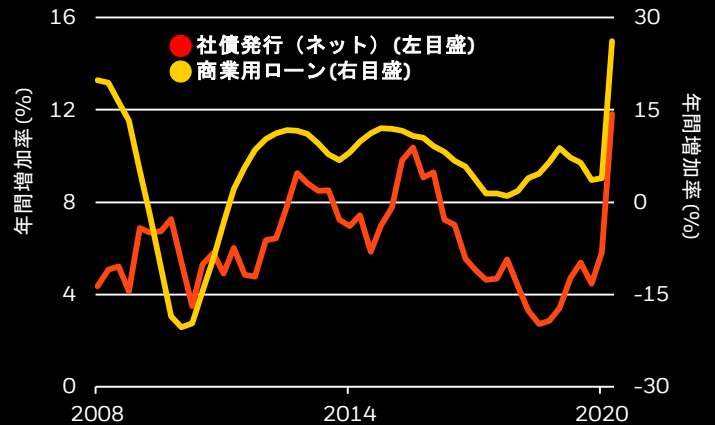
マクロに関するインサイト

米国では、コロナウイルスの発症以来、企業による借入が急増しています。政府からの支援がもし途絶えれば、この借入が倒産の増加につながるのではないかと懸念されています。過去の景気後退期、特に2008年の世界金融危機（GFC）においては、企業の債務水準の高さが問題となってきましたが、今回はそうはならないかもしれません。

パンデミックが起きる前は、経済と金融システムには過熱の傾向はほとんどみられませんでした。企業の借入は過去6か月間に加速し、それによって突然の所得損失を補い、生産能力を守ることに繋がっています。また、米国の事業資金調達のための主要な手段である社債発行が急増しています。米国の銀行による融資も同様に、政府の給与保護プログラム向けの融資に牽引され急激に伸びています。今回とは対照的に、世界金融危機の前には、過度な楽観主義と安易な資金調達によって借入が急増していました。危機が始まると、借入は止まりました。今回の動きは、コロナウイルスによって長期的に累積する影響が、世界金融危機がもたらした影響と比較するとわずかであるとのブラックロックの見解を裏付けていると考えます。

企業による借入ブーム

米国の非金融セクターの社債発行と借入：2008-2020年



出所：HaverAnalytics社のデータを基にBII、FRB作成。2020年10月。

注記：オレンジ色の線（左軸）は米国の非金融セクター企業による社債の発行額（ネット）の年間成長率、黄色の線（右軸）は米国の非金融セクター向けの商業ローンの年間成長率を示しています。

投資テーマ

1 経済活動の再開

- 経済活動の再開は広がりを見せ、直近IMFが世界の経済成長見通しの上方修正を示唆したことも表れているように、先進国市場では予想を上回るペースで進んでいます。しかし、活動再開のスピードは国によって異なり、コロナウイルスの動向の違いに左右されています。
- 欧州や米国の一部において感染の増加がみられます。今後数カ月の間は、局所的な制限が主なコロナウイルス対策となり、完全なロックダウンに戻る可能性は低いとみられています。致死率と入院率は、症例数が増えても低下しています。
- 経済全体として持続的な打撃を受けたことを示す証拠は今のところ限定的ですが、コロナ後の世界への適応は、特に対面接触が多いセクターにとっては痛みを伴う可能性があります。
- 市場へのインプリケーション**：ブラックロックはややリスク選好のスタンスを取っており、戦略的（長期）および戦術的（6-12ヵ月）ポートフォリオの両方において、ハイイールド債をオーバーウェイトとしています。また、欧州のシクリカル（景気に影響を受けやすい）資産を選好しています。

2 政策の変革

- コロナショックに対応した財政金融面の協調は、まさに政策の変革です。米連邦準備理事会（FRB）は、インフレ率が目標をオーバーシュート（上回る）することを明確に目標とする政策フレームワークを展開し、他の主要な中央銀行をリードしています。
- 今回コロナウイルスが米国とユーロ圏の経済に与えた打撃分は、財政措置と金融措置によってカバーされている、とブラックロックの分析は示唆しています。
- 政策が疲弊するリスクが高まっています。米国の景気回復は、追加の財政刺激策がなければ勢いを失うとの懸念が高まっています。選挙前の財政刺激パッケージについての交渉は、政党間の主張の隔たりが大きく、残された時間も少なくなってきたものの、交渉は継続されています。また、欧州中央銀行がユーロ圏経済を支える救済策を強化する必要があるとみられています。
- 前例のない欧州の復興基金の創設により、相互債務が導入され、他の安全資産に対抗する欧州の共同債が発行される予定です。ただ、これにはまだ欧州議会と各国議会の承認が必要です。
- 金融政策と財政政策の境界が曖昧になっていることは、政策調整のための適切なガードレールが不可欠であることを意味しています。ガードレールがない場合、主要な中央銀行がインフレ期待値を目標水準に対してコントロールできなくなるリスクがあると考えられます。グローバル化の進展など、コロナウイルスによって加速した他の構造変化と重なり、今後5年間でインフレ率が上昇する可能性があります。
- 市場へのインプリケーション**：ブラックロックは名目国債をアンダーウェイトしており、戦略的な観点からインフレ連動債を選好します。戦術的にはハイイールド債を選好します。米国株は財政刺激策の行方に左右されやすく、テクノロジー株にはポジションが集中しており、その巻き戻しには脆弱とみられています。

3 真の耐性

- 構造的なトレンドが急速に強まったことで、ポートフォリオの分散投資のあり方が変化しています。より細分化された世界の中で、国・地域・セクター、企業が分散投資の担い手として復活し、実体経済のトレンドに対する耐性を提供するとみられています。
- ポートフォリオの耐性は、幅広い資産クラス間の分散だけではありません。投資家は、プライベート・マーケットなど、分散を可能にする代替的なリターンの源泉を検討すべきでしょう。
- サステナビリティに焦点を当てることは、ポートフォリオの耐性を高めることにつながると考えます。サステナブル投資の採用は、今後何年にもわたってリターンに優位性をもたらす構造的な変化であり、コロナショックはこの変化を加速させているように思われます。
- 市場へのインプリケーション**：戦略的なポートフォリオには、サステナブル資産、プライベート（非上場）資産、および国・地域別資産への投資を通じて慎重に分散するのが好ましいと考えます。ブラックロックは、戦術的な観点ではクオリティ（財務基盤が強固など質が高い特性を持った）のファクターをオーバーウェイトし、政策面の裏付けのある資産を選好し、全体として新興国よりも先進国市場を選好します。

重要事項

当レポートの記載内容は、ブラックロック・グループ（以下、ブラックロック）が作成した英語版レポートを、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、弊社）が翻訳・編集したものです。また当資料でご紹介する各資産の見通し（米ドル建て）は、米国人投資家などおもに米ドル建てで投資を行う投資家のための見通しとしてブラックロック・グループが作成したものであり、本邦投資家など日本円建てで投資を行う投資家の皆様を対象とした見通しではありません。

記載内容は、米ドル建て投資家を対象とした市場見通しの一例として、あくまでご参考情報としてご紹介することを目的とするものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではなく、また本邦投資家の皆様の知識、経験、リスク許容度、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的等を勘案したものではありません。記載内容はブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。各種情報は過去のもの又は見通しであり、今後の運用成果を保証するものではなく、本情報を利用したことによって生じた損失等についてブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。記載内容の市況や見通しは作成日現在のブラックロックの見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し予告なく変更される可能性があります。またブラックロックの見解、あるいはブラックロックが設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。

投資リスク・手数料について

・投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、組入れられている有価証券の値動きの他、為替変動による影響を受けます。これらの信託財産の運用により生じた損益はすべて投資者の皆様へ帰属します。したがって、投資信託は元金および元金からの収益の確保が保証されているものではなく、基準価額の下落により投資者は損失を被り、元金を割り込むことがあります。また、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

・手数料について

弊社が運用する公募投資信託については、ご投資いただくお客さまに以下の費用をご負担いただきます。

■ 直接ご負担いただく費用

お申込み手数料： 上限4.40%（税抜 4.0%）

解約手数料： ありません。

信託財産留保額： ファンドによっては、信託財産留保額がかかる場合もあります。

投資信託説明書（交付目論見書）および目論見書補完書面の内容をご確認ください。

■ 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

信託報酬： 上限2.6158%（税抜 2.378%）程度

■ その他の費用

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。（その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。）

※リスク及び手数料の詳細につきましては、投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。

お問い合わせ先

ブラックロック・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第375号

加入協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、

日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>

〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館