

2020年  
上半期の振り返り

## 新型コロナウイルスがもたらす 株式市場のニューノーマル（新常態）

現在の私たちは、間違いなく後世の歴史に残る大きな災禍に遭遇していることは疑いようのない事実でしょう。2019年末に中国武漢にて発生が報告された新型コロナウイルスは、その後瞬く間に世界中に拡散、累計感染者数1,300万人、死者数57万人（7月14日現在）という未曾有の大災害となっています。2002年のSARS（重症急性呼吸器症候群）、15年のMARS（中東呼吸器症候群）などとは次元が異なり、アジア、中東、欧州、北南米など、世界のあらゆる地域がほぼ同時期にこの災禍に見舞われています。感染者数でも、1位米国、次いでブラジル、以下、順にインド、ロシア、ペルー、チリ、メキシコ、英国、南アフリカと、感染地域には偏りが見られません。感染防止のために、レベルの違いはあるにせよ、各国がロックダウン（都市封鎖）を打ち出したことから、あらゆるところでヒト、モノの動きが止まるという、これまで経験したことのない事態となったことで、その経済的なダメージは極めて甚大なものとなっています。6月に更新されたIMF（国際通貨基金）による世界経済見通しにおいても、2020年の世界経済は-4.9%、日本についても-5.8%と、リーマンショックをはるかに上回る景気後退が予想されています。

### ＜実質GDP成長率＞

|      | 2019 | 2020(予想) | 2021 (予想) |
|------|------|----------|-----------|
| 世界   | 2.9  | -4.9     | 5.4       |
| 米国   | 2.3  | -8.0     | 4.5       |
| ユーロ圏 | 1.3  | -10.2    | 6.0       |
| 日本   | 0.7  | -5.8     | 2.4       |
| 英国   | 1.4  | -10.2    | 6.3       |
| 中国   | 6.1  | 1.0      | 8.2       |

出所：World Economic Outlook Update, June 2020

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果などをお約束するものではありません。

国内では、4月に政府より緊急事態宣言が発出され、ほぼ2カ月に亘って不要不急の外出が自粛となったほか、リモートワークの採用が広がりました。これを受けて、4月の都内主要駅の乗降客数は軒並み8割を超える減少（内閣官房調べ）となり、閉店を余儀なくされた百貨店の売上は、前年比73%も減少（日本百貨店協会調べ）、毎月300万人近く訪れていた訪日外国人は前年比99.9%減の2,000人以下となるなど、飛行機は飛ばない、電車やバス、オフィス街、観光地や高速道路などはどこもガラガラという、まさに経済が動かない状況を経験することとなりました。この間、政府は補正予算および二次補正予算において、国民1人当たり一律10万円の現金給付、中小小規模事業者への現金給付や、家賃支援給付金などを含む新型コロナウイルス対策予算を策定しましたが、それでも帝国データバンクによれば、既に全国で新型コロナウイルスの影響による倒産は飲食、ホテルなどを中心に300件を超えているほか、直近の労働力調査によれば、非正規雇用者が前年同月比で61万人も減少、失業予備軍とも言える休業者が423万人で高止まりしているなど、景気後退を示すデータには事欠かない状況です。

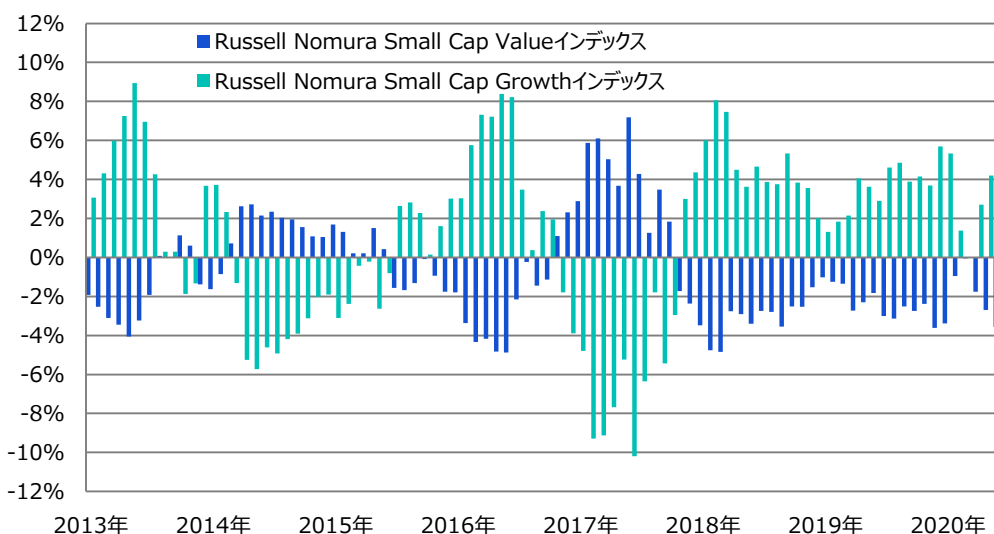
ファンドマネジャー  
の眼

2020年  
上半期の振り返り

それにもかかわらず、緊急事態宣言が出されていた2カ月間、主要株価指数は一貫して上昇を続けました。6月こそ多少一服感は出ておりますが、東証株価指数（TOPIX）は4月には4.4%、5月にも6.8%上昇し、4-6月では11.1%の反発となり、6月の高値では下げ幅の概ね9割程度を埋めた格好となっています。この間には例年通り、3月期決算企業の本決算発表がありました。新型コロナウイルスの影響などで全体としては芳しい内容ではありませんでした。1-3月期では東証1部全体の純利益は赤字となった上、決算を発表した半数以上の企業が年度計画を未定として公表しませんでした。慎重派の投資家の中には、この低調な決算発表がきっかけとなり、株式市場はいわゆる2番底を付けに行くとの予想をする向きもあったのですが、全くそういった動きを見せることなく戻り基調が続いたのでした。2月24日以降のわずか4週間余りで3割という指数の急落も異例でしたが、その後の急激な戻りも、景気の状態等を鑑みると、これもまた極めて異例だったと言えるでしょう。

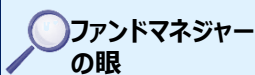
ただ、4-6月の株価の戻りは指数間では一様だったわけではありません。グロース株の戻りは、バリュー株のそれを大きく上回ったほか、クオリティ株と称される「財務体質が健全で、安定したビジネスモデルや競争力のある製品、サービスなどにより、収益性が高い銘柄群」なども選好されました。加えて、市場別でも東証のメインである一部や二部市場ではなく、新興市場と呼ばれるJASDAQや、赤字でも新規公開が可能な東証マザーズ市場の戻りが、主要市場を大幅に上回ったほか、中でも東証マザーズ指数だけがコロナショック前の高値水準を抜く「全値戻し」を達成したのは注目に値する事象だったと思います。

＜グロース株とバリュー株の過去1年の相対リターン推移＞



出所：ブルームバーグ。期間：2013年1月末～2020年6月末。

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果などをお約束するものではありません。



## 2020年 下半期および その先の展望

それでは、こういった市場の力強い戻りや、指数間あるいは銘柄間格差は何によってもたらされているのでしょうか？ 私たちはこれまでも、中小型成長株が評価される時には、①流動性、②技術革新、③規制緩和の3つが重要な働きをすると申し上げてきました。やはり今回の市場の動きも、これらの要素が大きく関わっていただけでなく、今後の市場動向を見る上でも極めて重要なポイントであると考えています。

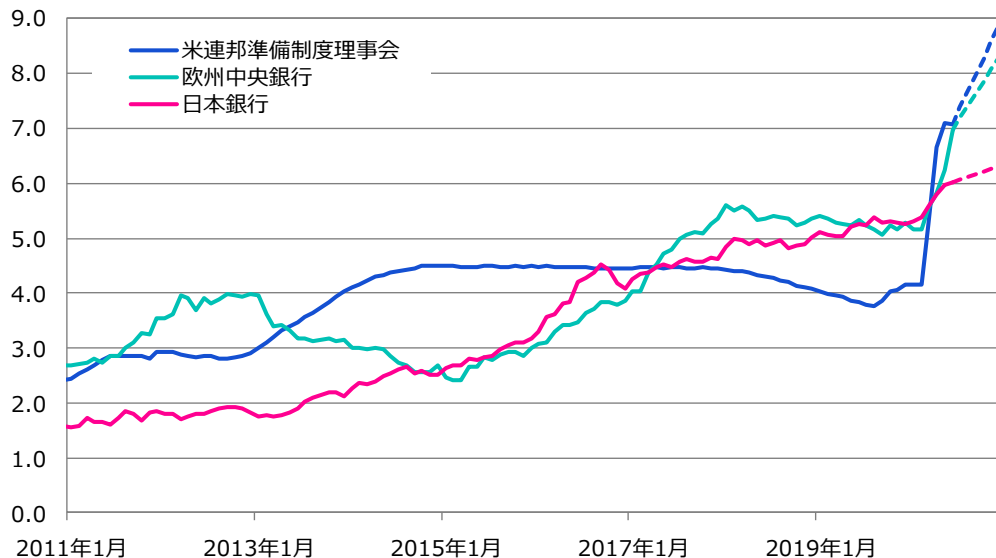
### ①流動性

日本株市場に限らず、現在の金融市場全てが、各国政府や中央銀行による流動性の供給によってサポートされている点に、異論を挟む余地はないでしょう。米連邦準備理事会（FRB）による2度にわたる緊急利下げ、米国債、MBS（住宅ローン債権などを証券化した金融商品）の購入や、社債の発行、流通を支援するスキームの復活、日銀による国債に加えてのコマーシャルペーパー、社債の買入策、ETF買入の増額、米国での中小企業向け支援、個人への現金給付を含む2兆ドル規模の経済対策、国内における新型コロナウイルス対策の大型予算など、枚挙にいとまがありません。この結果、各国中央銀行のバランスシートは猛烈な勢いで膨れ上がるとともに、社債の発行が急増、銀行の貸し出しも伸びているなど、市中には「多少のリスクがあっても、魅力ある投資先に投資をしたい」という大量のお金が余っているのです。

### ＜主要中央銀行の資産推移＞

(兆米ドル)

(2020年6月末時点)



※2020年6月の計数が直近値。2020年末の為替レートは同2020年6月末の水準が維持されるとした。2020年末の計数はインベスコによる予想値。

出所：CEICよりインベスコ作成。見通しはインベスコによる。期間：2011年1月～2020年12月（予想）

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果などをお約束するものではありません。

## ファンドマネジャー の眼

### 2020年 下半期および その先の展望

#### ②技術革新

そういったマネーはどこに向かうのでしょうか？ その行き先こそが「技術革新により新たな世界を切り開いている企業」なのではないでしょうか。わかりやすい例が、直近で史上最高値を更新した米国ナスダック指数をけん引しているFacebook、Apple、Amazon、Google、MicrosoftなどのIT企業でしょう。新型コロナウイルスの影響により、小売りのJCペニー、ニーマン・マーカス、アパレルのJクルー、ブルックス・ブラザーズなどが相次いで破綻する中でもその成長力は健在です。IT企業である必要はありません。電気自動車のTeslaがトヨタ自動車の時価総額を抜いたことが話題になりました。また、小売りのウォールマート、ターゲットなどのようにオールドエコノミーに分類される中でも、健闘する企業もあります。これらに共通するのはデジタル・トランスフォーメーション（DX）を積極的に推し進め、例えばネットを通じて販売を伸ばしているなどの勝ち組企業なのです。これらの現象は、技術革新をDXの流れと読み替えるとよくわかります。面白いことに東証マザーズの戻り高値をけん引した銘柄も、新型コロナ関連のバイオ株に加えて、フリマアプリのメルカリ、電子契約サービスの弁護士ドットコム、クラウド型会計・人事ソフトのフリー、ECプラットフォームのBASE、オンライン診療システムのメドレーなど、DXの流れを活かし新たなサービスを提供している企業がほとんどなのです。

※上記は当ファンドへの組入れを保証するものではありません。また、上記銘柄に対する投資を推奨するものではありません。

#### ③規制緩和

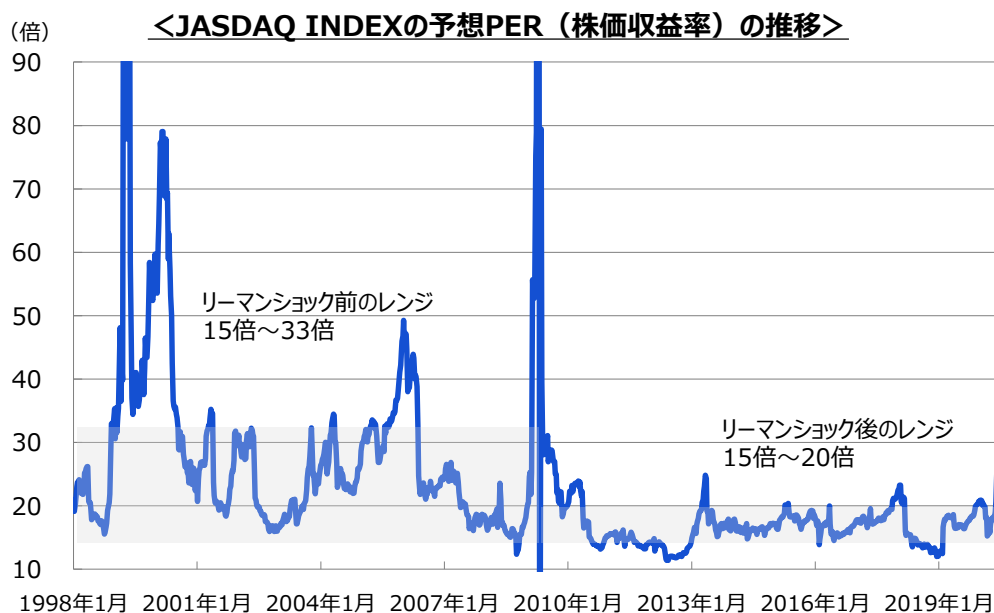
新型コロナウイルスは規制緩和の面でも不可逆的な変化を後押ししています。生活や仕事の仕方、進め方が、新型コロナウイルスの影響により、ある意味強制的に変えさせられたという経験をされた方も多いのではないのでしょうか。それでも、結果的にやってみたら問題なかった、結構良かったということで、今後DXが加速し、新しいビジネス、サービスが定着する可能性が出て来ています。例えば、日本企業で古くから残るハンコ文化はその象徴的なものでしょう。ハンコを押すためだけの出社が馬鹿らしいと思っても、自社だけでは止められない事情があったかもしれません。それでもこれだけ一斉に同じ境遇に置かれると、見直す気運も間違いなく高まることでしょう。あれほど日本医師会が反対していたオンライン診療も、新型コロナウイルスにより例外的な措置として始まりました。問診と視診だけでは危険だと主張してきましたが、利便性に目覚めた患者側の声が大きくなって、今後定着する可能性もあるのではないのでしょうか。マイナンバーカードで給付金の申請が簡単に出来るはずだったのに、実は役所側では全くDXが進んでおらず、オンラインどころではなかったことが明らかとなりました。こういった遅れを打破するために、規制緩和の流れが強まる可能性は十分にあるでしょう。

ファンドマネジャー  
の眼

2020年  
下半期および  
その先の展望

このように、①流動性の供給は今後も継続される見込みであること、②技術革新、③規制緩和、が新型コロナウイルスの影響により加速せざるを得ない状況にあることなどから、今後の株式市場は引き続き、中小型成長株にとって追い風の展開になることを想定しています。それでも銘柄選別や、個々の株価水準には注意が必要です。一つは現状起きている変化は不可逆的なものが多いため、新しいビジネス、サービスと言っても先行きが見通し辛いものが多くなりがちであるということ。そして新型コロナウイルスの収束後は、DXに対する取組などにより、これまで以上に企業間で優勝劣敗が鮮明化し、少ない勝ち組と多くの負け組が生まれる可能性があること。ただ一方で、全体としてはより厳しい環境に置かれることで、その中の勝ち組は、これまで以上に投資家から高い評価を受ける可能性があることなどが考えられます。そういった環境下では、勝ち組を選別する目利き力、先を見通す洞察力や創造力、市場動向を見ながら、適正な株価を見出す観察力、分析力などが試される相場になると見えています。その様な環境下、5G、IoT、キャッシュレス等のデジタル化、ESGのS（労働改革、業務改革、女性活用など）やE（再生可能エネルギーなど、持続可能な社会への変化）などに焦点を当て、高い利益成長を実現する銘柄を選別して参ります。

今後のインベスコ中小型グロース運用に是非ご期待ください。



※1999年の5月第1週は111.39倍、第2週は208.33倍、第3週は103.33倍、2009年4月第2週は127.29倍、第3週は148.60倍、第4週は196.48倍です。2009年5月第1週と第2週のデータはありません。  
出所：大和証券、インベスコ・アセット・マネジメント。 期間：1998年1月～2020年6月、週次。

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果などをお約束するものではありません。





## ご注意事項

当資料は情報提供を目的として作成した資料であり、当社が特定商品の勧誘を行うものではありません。  
当資料の中で記載されている内容は当資料作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

### 投資信託について

- 投資信託は、国内外の株式や公社債、コモディティなどの値動きのある先物取引や有価証券等を投資対象としているため、元本が保証されているものではなく、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動などにより、基準価額が下落し、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。投資信託財産に生じた利益および損失はすべて受益者に帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### <主なリスク>

- ①株価の変動リスク、②公社債にかかるリスク、③コモディティの価格変動リスク、④信用リスク、⑤デフォルト・リスク、⑥流動性リスク、⑦カントリー・リスク、⑧為替変動リスク、⑨中小型株式への投資リスク、⑩デリバティブ（金融派生商品）に関するリスク、⑪不動産投資信託証券の価格変動リスク、⑫バンクローンにかかるリスク、その他の留意点などがあります。
- 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国などが異なることから、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投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧ください。
- 投資信託は預金や保険契約と異なり、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関は投資者保護基金には加入していません。
- 分配金の支払いおよびその金額は、収益分配方針に基づき委託会社が判断します。そのため、分配金は支払われない場合があります。あらかじめ一定の額の分配金のお支払いを保証するものではありません。
- ファンド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。

- ご投資に当たっては、お客さまに以下の費用をご負担いただきます。

・購入時手数料 …… 上限 3.85% (税抜3.5%)

・運用管理費用 …… 上限 2.123% (税抜1.93%)

・信託財産留保額 …… 上限 0.3%

・その他の手数料等 …… 上記費用の他に、保有期間などに応じてご負担いただく費用があります。

投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託によって異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面を販売会社よりあらかじめまたは同時にお渡しますので、必ず内容をご確認の上、ご自身でご判断ください。運用による損益はすべて受益者の皆様に帰属します。

## インベスコ・アセット・マネジメント

|      |   |
|------|---|
| 商号等  | インベスコ・アセット・マネジメント株式会社<br>金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号 |
| 加入協会 | 一般社団法人投資信託協会<br>一般社団法人日本投資顧問業協会                   |

《お問い合わせダイヤル》 電話番号：03-6447-3100（営業日の午前9時から午後5時まで）ホームページ：http://www.invesco.co.jp/

### 当資料のお取り扱いにおけるご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）が作成したものです。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。