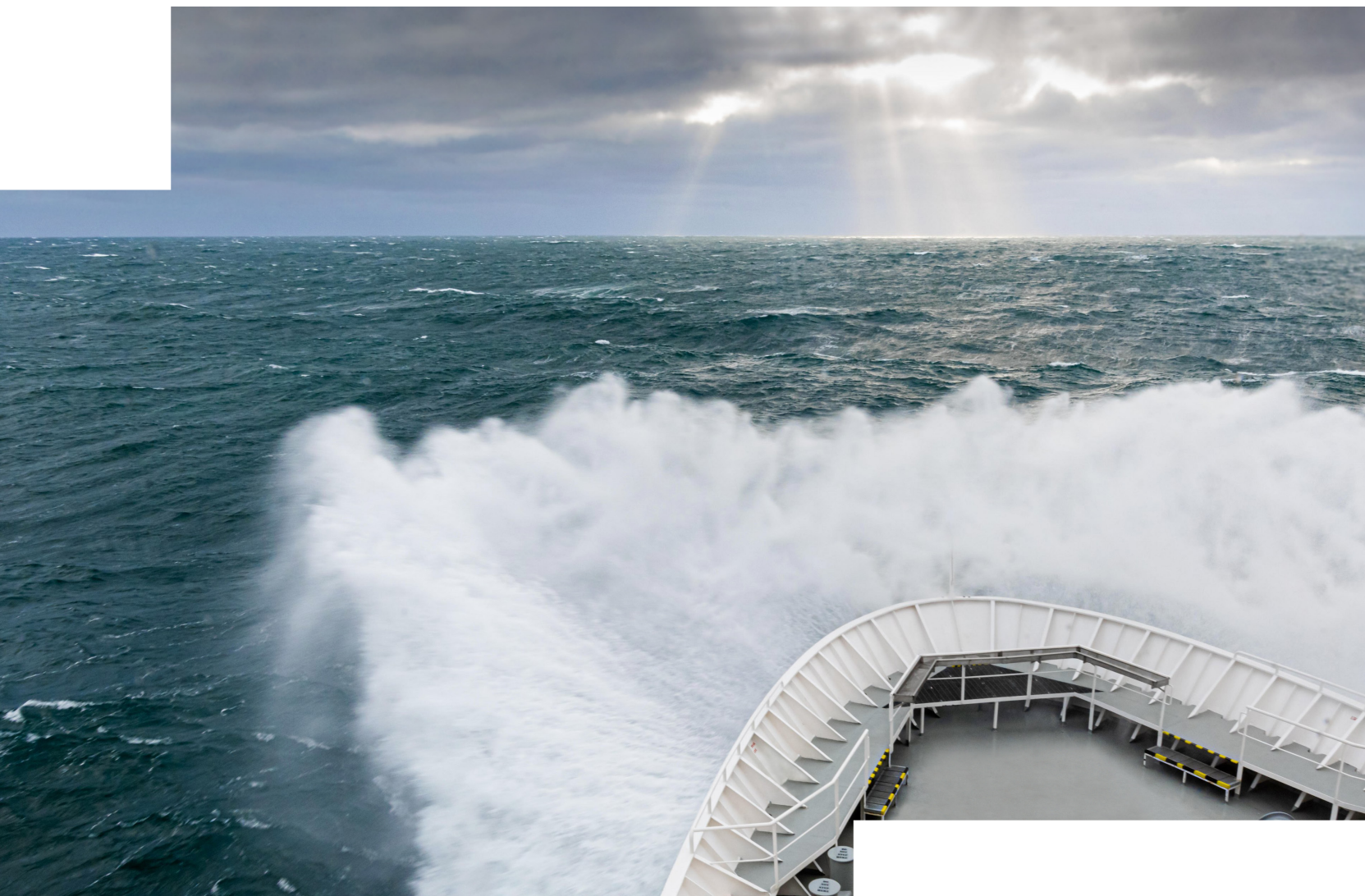


2021 年の 投資展望



前を向いて進む

前を向いて進む



目次

12 世界経済

- 14 パンデノミクス (コロナ禍の経済) : ショックの後に
- 22 現状からの決別
- 24 地域の見通し
- 28 地域の見通し 中国
- 30 地域の見通し 日本

32 主な資産クラス

- 34 債券
- 37 株式
- 44 通貨
- 46 不動産
- 48 ヘッジファンド
- 50 プライベート・エクイティ
- 52 コモディティ

54 スーパー トレンド

- 57 インフォグラフィック : 新型コ
ロナウイルスの感染が拡大する
中で消費に変化

58 2021 年の 投資戦略

- 60 利回り追求の選択肢
- 62 予想
- 64 2021 年の投資戦略 概要



私の視点

トマス・ゴットシュタイン
クレディスイスグループ AG 最高経営責任者

2021 年の投資展望をお届けすることができ光栄です。今年新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、深刻な景気後退と失業率の上昇に見舞われたほか金融市場の変動が大きくなり、過去に例のない 1 年になりました。

2021 年は何が待ち受けているでしょうか？もちろん、地域社会と人々の安全が最優先であることに変わりはありません。健康と経済のパフォーマンスは車の両輪です。多くはワクチン開発と新型コロナウイルス危機を解消する取り組みの行方に左右されるでしょう。

強力な財政と金融政策、技術革新の加速と二酸化炭素排出削減に向けた投資を受けて、2021 年は世界経済の回復が続くと想定しています。

しかし、地政学からグローバリゼーションの鈍化、資産クラス全般における低金利の長期化まで不透明感が濃厚です。先日行われた米大統領選でバイデン候補とトランプ大統領の得票差が僅かだったことは、政治的分断が深刻化していることを浮き彫りにしており、パンデミックへの政策対応が複雑化する恐れがあります。

クレディ・スイスのエコノミスト、金融アナリスト、ストラテジストはサステナビリティをハウスビューの中心に据えつつ、急速に変化するグローバルな課題に

投資家と起業家が対処できるよう世界各地でたゆまぬ努力を続けています。グローバルなインベストメントバンキングの能力を誇る世界屈指の資産運用会社として、クレディ・スイスの分析の基盤を築いています。

こうした努力の成果は「前を向いて進む」と題された今年の投資展望に反映されています。来るべき年の市場と経済の動きについてクレディ・スイスの見解をご紹介します。不確実な時代にあって機会を模索する中で、貴重な資料としてご活用いただけるものと確信しています。

2021 年が皆様に健康と繁栄をもたらすことをお祈りしています。

トマス・ゴットシュタイン



前を向いて進む

マイケル・ストローベック
グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

人間として、私たちは過去を振り返って人生を理解する必要があります。一方で、19世紀のデンマークの哲学者キルケゴールは将来を忘れてはいけなと述べました。

世界がパンデミックを克服したあかつきには、この苦難の時期が私たちの生活にどのような影響を与えたかを評価する中で当然ながらこの時期を「振り返る」ことになるでしょう。ロックダウンのさなか都市から人の姿が消え、家族や友人がどうなるか心配したことを一人ひとりが思い出すはずです。2020年は致死率が高いウイルスの感染が世界に広がった年であることを忘れる人がいないことだけは確かです。

コロナ禍を受けて、世界経済は第二次世界大戦以降で最も深刻な景気後退に陥り、投資家も苦い経験を強いられました。2月後半から3月にかけて株式市場は暴落しましたが、各国中央銀行と政府から史上最大規模の支援を受けて、その後は順調に持ち直しました。

しかし、この投資展望は過去についてではなく、来るべき年の投資と市場を左右すると思われる要因に軸足を置いています。投資環境は厳しさを増し、利回りと

リターンの追求も一筋縄ではいきません。今こそ、過去に手がかりを求めがちな人間の習性に捉われないよう自らを戒めることが必要です。時流に反して3月下旬に株式を買い始める決断を下すなど、クレディ・スイスが危機の真っ只中で行ったように、投資テーマを追求する忍耐強さに加え現状についての緻密な分析に裏打ちされた健全な判断があれば、投資のリターンを高めることは可能です。

パンデミックは2021年も私たちにつきまとうことでしょう。各国政府は感染拡大の第2波、第3波に対応し、開発されたワクチンを国民に行き渡らせることが必要です。さらに、人々とビジネスも働き方、学び方、日常生活の恒久的な変化に適応することが必要です。最後に、2020年にパンデミックが引き起こした衝撃を経て経済成長が正常化するとしても、注意深くリスクを見ていく必要があります。次ページ以降で様々な資産クラスと世界経済について2021年の見通しを探っていきます。



今年は過去に例のない事態に見舞われましたが、パンデミックを機に浮き彫りになった環境や社会のトレンドに対して資金が投じられる中で、これまで以上に大きな課題が待ち受けています。クレディ・スイスは過去18年間、サステナブル投資とインパクト投資の分野で非常に積極的に事業を展開してきました。よりバランスの取れた持続可能な世界に移行するためにも、投資家は明確な役割を果たすべきであるとクレディ・スイスは考えています。これにはマインドセットとアプローチを変える必要がありますが、投資資金を活用する際に投資家が目的と利益のすり合わせを求めるなど、すでにその動きは広がっています。

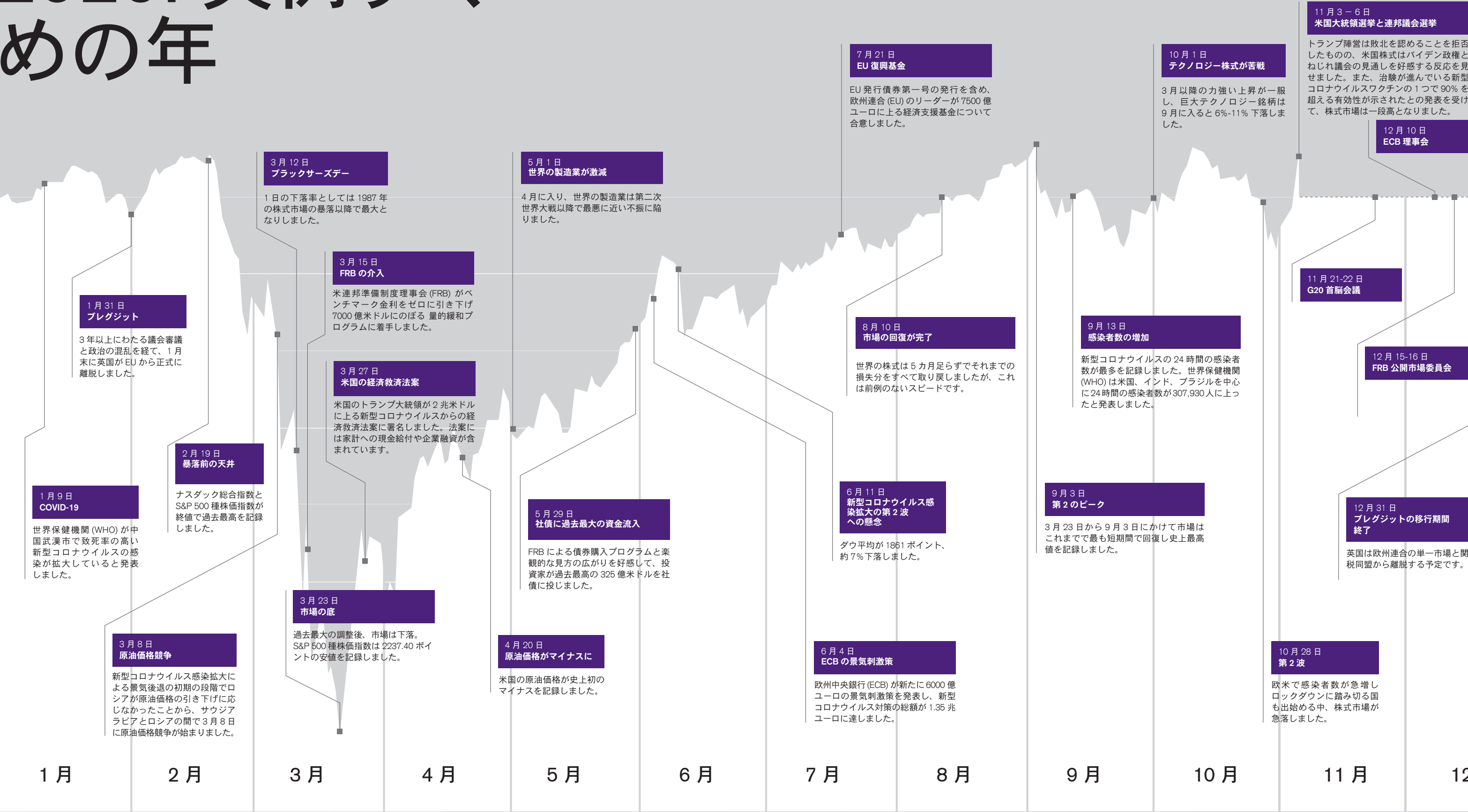
クレディ・スイスはこのトレンドを加速するようクライアントを支援していきます。この分野の取り組みには、ミレニアル世代の価値観と気候変動－経済の脱炭素化な

ど、社会の変化に重点を置いた長期の投資テーマであるスーパートrendが含まれています。クレディ・スイスは国連の持続可能な開発目標の一部を対象にしたファンドも設定しています。

サステナビリティとインパクトを念頭に置いてクライアントが投資できるようにすることこそ、今後のクレディ・スイスの最優先事項の1つであり、クレディ・スイスの投資商品やサービスの柱としてこの分野での取り組みを増やしていく所存です。2020年が私たちの人生の分岐点になることは確かだと思いますが、「人生は過去を振り返ることによってのみ理解できるが、未来に向かって前進するしかない」というデンマークの哲学者キルケゴールの名言を肝に銘じていきたいと思っています。

2020: 異例ずくめの年

MSCI AC ワールド・プライス・インデックス



世界經濟



パンデノミクス： ショックの後に

2020 年はこれまでとは全く異なる年になりました。新型コロナウイルスの感染拡大の第 1 波の際には世界中でロックダウンが実施され、近代の歴史上最悪の景気後退に陥りました。ほとんどの経済はその後急速に回復しましたが、第 2 波によって景気はまたも後退しています。しかし、政府債務は積み上がるものの、インフレ率や金利が懸念されるほど上昇することはなく、2021 年は徐々に経済成長が加速するでしょう。

【衝撃と畏怖】

世界経済がロックダウンされたために、2020 年は経済が異例な道をたどった年として歴史に残るでしょう。世界の国内総生産 (GDP) は第 2 四半期に前四半期比の縮小率が過去最悪を記録しましたが、ロックダウンが緩和され財政刺激策や金融緩和が始まると、第 3 四半期には前四半期比の回復率が過去最高を記録しました。しかし、新型コロナの歯止めが利かなくなりそうになると、経済への影響に

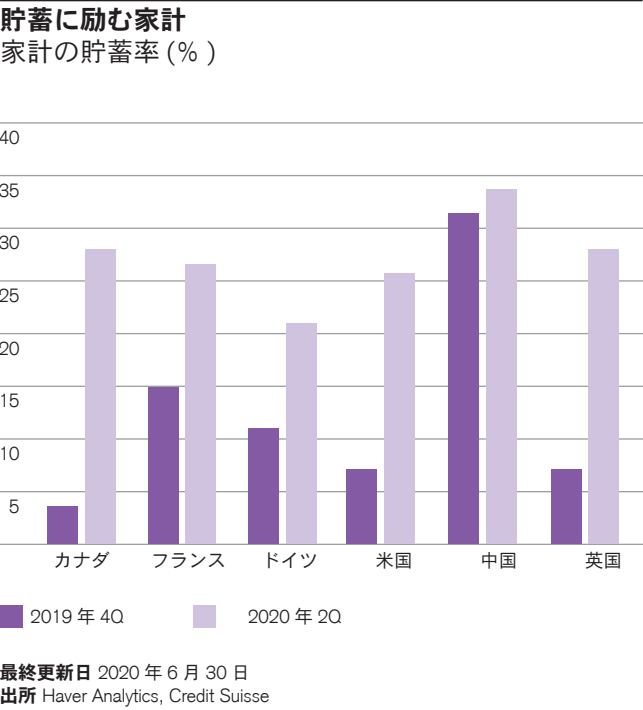
対応するために、世界中の政策当局が「衝撃と畏怖」の戦術を打ち出しました。

今回は何が異なっていたのでしょうか？「通常の」景気後退局面では、一般的に建設など経済のシクリカルな分野は縮小しますが、サービス分野は持ちこたえます。しかし、今回は衝撃が製造業とサービス経済を同時に襲い、経済活動は極端な動きになりました。これは稀有な事例です。



過去 70 年間に米国のサービスセクターが縮小したのは 1973、2008、2020 年の 3 回のみです。今年の景気後退では、地球規模の経済閉鎖がサプライチェーンを寸断してシクリカルなセクターが鈍化しました。サービス部門では、「通常」業務が顧客とスタッフ双方にとって突如安全でなくなり、複数のセクターが完全にストップしました（美容院や飲食店など）。新型コロナをめぐる新しい安全策とともにサプライチェーンが復活し、それまで休業していたビジネスが再開してロックダウンの制限が解除されると、経済活動が急速に回復したのはこのためです。巨額の財政刺激策と金融緩和も回復を後押ししました。

今年の景気後退局面にまつわるマクロ経済面でのもう 1 つ独特な特徴として、米国、欧州、アジアで貯蓄率が同時に高まったことが挙げられます。財政と社会支援プログラムはロックダウン期間中に家計収入を支え、消費支出の増大に寄与しました。しかし、（物理的な財の支出と比較して）サービス支出がソーシャルディスタンスによって抑えられていたため、家計は貯蓄を増やすことができました。その結果、家計のバランスシートの好転という、景気後退局面では珍しい状況に至りました。労働時間の延長と失業率の低下が続けば支出は一段と改善し、パンデミックが収束すればサービス支出も持ち直すと思われます。

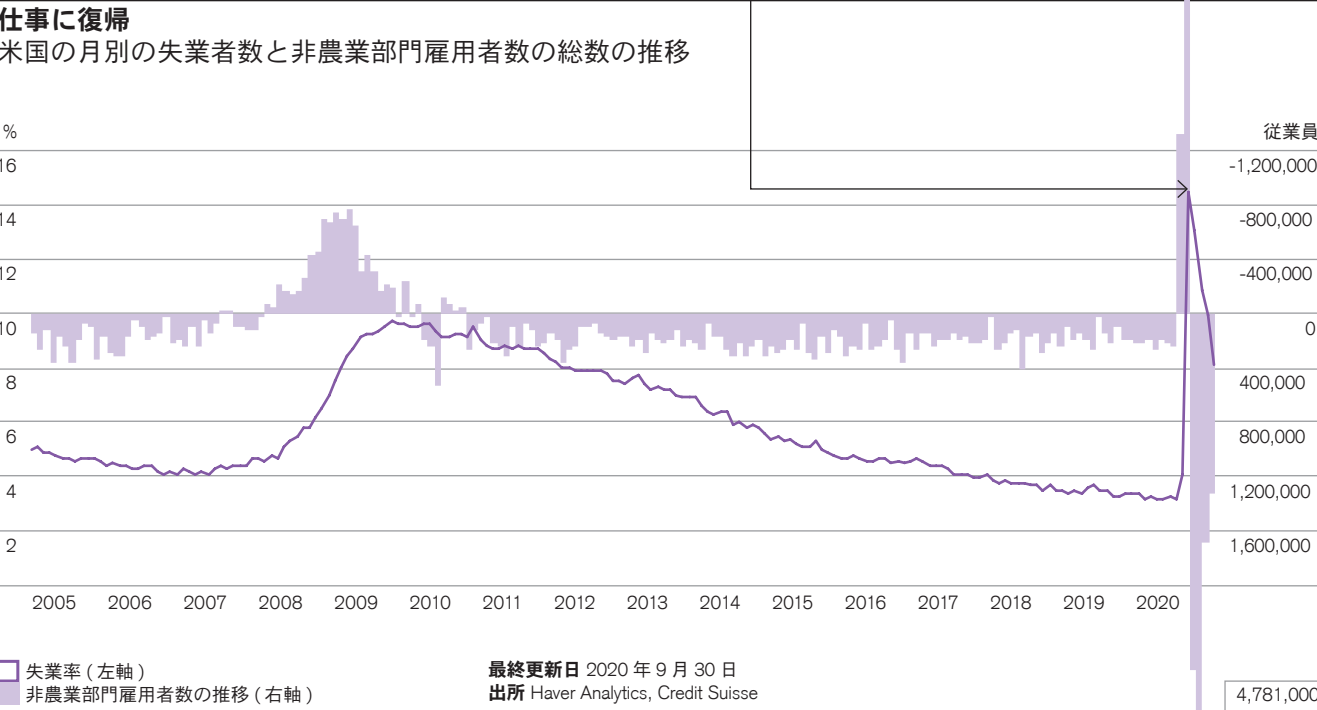


賃金は逆風に直面
国際労働機関 (ILO) は第 2 四半期のロックダウン期間中、世界中で労働時間全体の 15% 以上が失われたと推定していますが、これはほぼ 5 億人分の雇用に相当します。米国に限っても、危機的状況にあった 3 月と 4 月に 2100 万人以上が職を失いました。欧州では各国政府が労働時間短縮プログラムを実施したことから、労働時間は大幅に減りましたが米国ほど失業者は出ませんでした。労働時間短縮プログラムでは、企業が従業員の労働時間を短縮する見返りとして 80% を上限に政府が給与を補てんします。アジアおよび公的部門の雇用が多い新興国 (EM) でもコロナ禍を通じて比較的雇用は安定していました。一方、社会保障が行き届いていない国 (米国や一部の EM) ではロックダウン期間中にレイオフが広がり労働市場が大きく混乱しましたが、ロックダウン解除後は雇用が戻っています。

本稿執筆時点において、世界中の労働市場の状況は第 2 四半期の底から大きく持ち直していますが、失業率はパンデミック前を大幅に上回る状態が続いています。ビジネス再開初期のプラス効果が薄れるにつれ、目先は再雇用率は鈍化する公算大です。経済がコロナ前の水準に達するには時間がかかることから、今後 2 年間は失業率が高止まりする可能性があります。ただし、それがずっと続くとは限りません。米国など労働市場が比較的柔軟で自由な地域では、生産高がコロナ前の水準を下回る状態が続いたとしても失業率は均衡点に戻るでしょう。不完全雇用が長引く反面、賃金は伸び悩む見通しですが、規制のおかげで欧州と日本ではこの問題は抑えられそうです。

14.7%

米国では 2020 年 4 月に失業がピークに達し、2000 万人以上が職を失いました。



“

各国中央銀行は型破りな金融政策を打ち出すことにオープンになってきています。

ロックダウンに伴う大きな混乱がオンライン医療や新しい働き方など新たなビジネスモデルを後押しするとみられます。こうした混乱は短期の犠牲を伴いますが、企業や政府がデジタルインフラなど適切な分野に投資する場合を中心に、新たなビジネスモデルが長期的には効率を生み出すかもしれません。

創造的破壊と生産性

新型コロナウイルスの感染拡大のような突発的な事態は生産性にも影響を及ぼします。これを示す1つの指標は労働生産性の伸びであり、実質GDP成長率から実際の労働時間の伸びを差し引いたものです。ロックダウン期間中は労働時間が生産高より大幅に減少したことから、労働生産性は急上昇しました。しかし、仕事に復帰する人が増えるにつれて、この傾向に歯止めがかかり生産性が伸び悩むおそれがあります。もっとも、生産性は短期間で見ると常に激しく変動しています。中長期で見ると、少なくともいくつかのセクターではパンデミックが生産性を高める可能性があります。

各国中央銀行は模様眺め

賃金への圧力と、地域によっては失業率の上昇に伴い、インフレ見通しは低い状態が続きそうです。クレディ・スイスは2021年の世界のインフレ率は2.3%と、2019年の2.5%を下回ると予想しています。米国の2021年のインフレ率は2.0%、ユーロ圏は1.0%、中国については2.5%と予想しています。インフレ率が低いだけに、各国中央銀行が金融引き締めを急ぐことはないでしょう。ロックダウン期間中、米連邦準備制度理事会(FRB)は他の主要国中央銀行と同様にゼロ付近に利下げし、各国は大規模な資産購入プログラムを再開または拡大しました。景気回復を下支えするために、実質金利を抑制することが狙いです。主要国中央銀行が2021年はもとより、それ以降も利上げに転じるとは予想していません。それどころか、成長率が伸び悩んだりインフレ率が上昇しない場合は、資産購入を増額することさえあると考えています。

財政の先行きに暗雲

パンデミックの影響で2021年はインフレ率が抑えられますが、今回の危機がインフレ率に及ぼす長期的な影響については明らかではありません。時間の経過と共に、財政赤字と公的債務が増大する見通しです。公共財政の安定が損なわれればインフレにつながる恐れがありますが、それは将来のインフレ圧力に対する各国中央銀行の対応が効果を上げなかったり後手に回った場合に限ります。例えば、中央銀行が外部圧力に屈したり、政府の債務返済にまつわる懸念に配慮して金利政策を決定する場合などです。アフターコロナのリスクシナリオといえます。各国中央銀行が圧力に屈して過度に大規模の財政プログラムに追い込まれる可能性は否定できません。

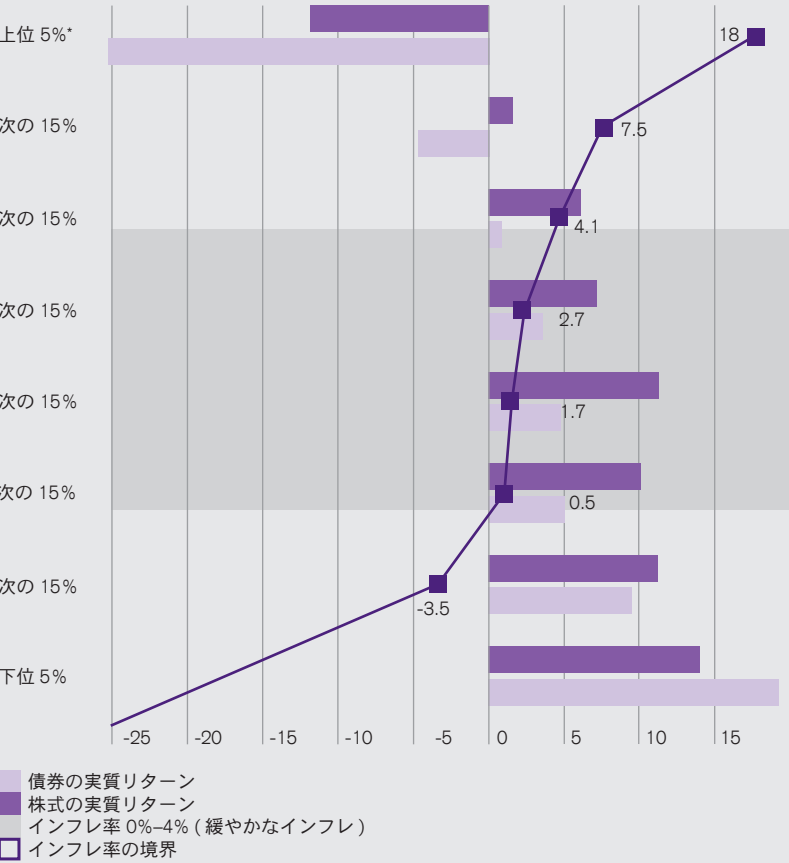
インフレ加速に対する各国中央銀行の対応が単純に遅すぎる、あるいは弱すぎる恐れもあります。ただし、FRBが平均インフレ目標に移行したからといって、インフレの急上昇に迅速に対応できなくなったわけではありません。欧州では欧州中央銀行(ECB)の成り立ちによって、この可能性は特に低くなっています。多額の公的債務を抱える国では、デフレよりもインフレを解消する方が中央銀行にとって困難です。インフレ下で多額の債務負担を管理することは容易ですが、デフレではそれが困難だからです。

経済が弱い時にインフレ上昇に対して金融政策を引き締めるよりも、各国中央銀行はデフレ回避のために量的緩和、マイナス金利、イールドカーブコントロールなどの非伝統的な金融政策を採用することにオープンかつ躊躇しない姿勢を強めています。この結果、各国中央銀行は責務を果たすうえで微妙な立場に置かれています。現時点でこうしたテールリスクを評価するのは時期尚早ですが、投資家は公共財政の持続可能性に留意するべきでしょう。

インフレ率が金融資産の行方を左右

金融資産と投資家にとって、この先どのようなインフレ率の動きが広がるかを判断することが重要です。ほとんどの先進国と新興国にとっては、0%–4%の総合インフレ率が緩やかなインフレの枠組みといえます。そのような枠組みでは、株式が債券をアウトパフォームする傾向にあります。高インフレの枠組み（典型的に総合インフレ率が7.5%以上）では、株式はプラスのトータルリターンをもたらさなくなり、債券はマイナスになる傾向があります。デフレの枠組み（総合インフレ率がマイナス）では、債券が株式をアウトパフォームします。

インフレ率に対する債券と株式の実質リターン
リターン率/インフレ率(%，1900–2019)



* 2516 の国年に対するインフレのパーセンタイル、同年の債券と株式のリターン

最終更新日 2019 年 12 月 31 日
出所 Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, DMS dataset. 著者の書面による明示的な許可なく複製することを禁じます。

世界経済の回復が見込まれるほか、改めて徹底的なロックダウンを実施する確率が低いことから、2020 年規模の追加刺激策はかなり可能性が低いと思われます。世界経済の道筋がどうであれ、多額の政府債務は政策当局にとって今後も頭の痛い問題になるでしょう。金利が現在のような低水準にある限り、債務は持続可能です。しかし、将来の景気後退を防ぎ、さらに重要な成長を促す支出を賄ううえで政府の政策余地は限られるでしょう。多額の債務は、新型コロナウイルスがもたらす長期の負の遺産の 1 つになる公算大です。

根強い保護主義

クレディ・スイスの推定によると、世界の鉱工業生産高に占める中国の割合は過去 20 年で約 5 % から 30 % に上昇した反面、米国の割合は 25 % から 18 % に低下しました。西側の多くの政治家は国内からの輸出と生産能力、雇用の増加を公約していますが、これを大規模に実施して世界の生産に占める欧米のシェアが急速に伸びるとは考えられません。

一方で、2016 年以降悪化した貿易障壁と貿易摩擦は長期化すると見込まれます。西側諸国の間で関税が引き上げられる可能性は低く、実際、米国と EU の間では貿易協定に向けた動きが進んでいますが、テクノロジーと投資をめぐる対立が

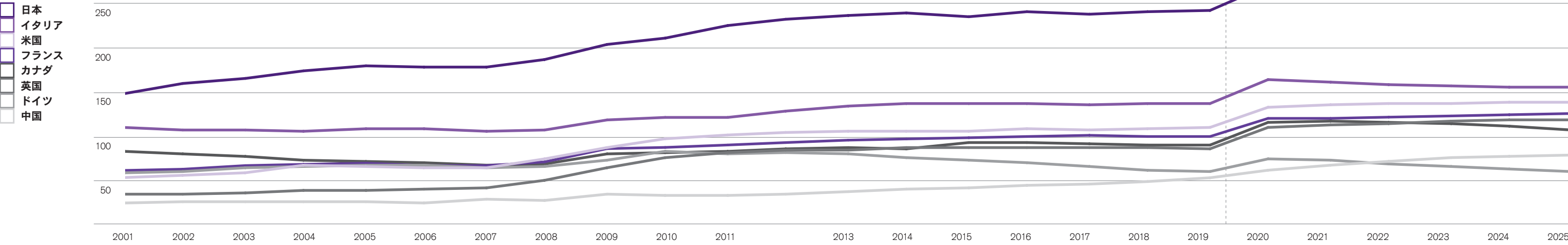
起きており悪化する恐れがあります。中国は友好的でない貿易相手国への依存を減らそうと、対策として現在半導体産業に多額の投資を行っています。この結果、サプライチェーンが重複する可能性があります。医薬品の分野でも保護主義の傾向が強まるおそれがあり、ロビーグループはコロナ禍が戦略的供給を国内生産する必要性を証明したと示唆しようとしています。理想的には、多国間条約や二国間条約を通じて、将来医療危機が発生した際に世界中で分散供給が利用できるようにしたいところです。

米国の選挙：
バイデン次期大統領の
政策余地は限定的

バイデン候補が米大統領選に勝利しましたが、民主党が連邦議会の上下両院で過半数を確保できなかったことから、今後の政策余地は限られるでしょう。このため米国の課税政策に大きな変更はなく、「グリーン」経済の分野における追加支出も限られるとみられます。医療に関する法規制の改正も限られそうです。一方で、ホワイトハウスの論調が大きく変わる可能性があります。

パンデミックの代償

一般政府債務（対 GDP %）



推定

最終更新日 2019 年 10 月 31 日、2020 年 10 月時点の予測
出所 IMF, Credit Suisse

現状との決別

危機が変革の原動力になることは少なくありません。一部の動きは一時的なものです。危機が過ぎても長く残るものもあります。新型コロナウイルスの感染拡大を点検するにあたり、長期にわたり持続するものがいくつか特定できます。

2020 年前半の新型コロナウイルスの感染の急激な拡大は世界を不意打ちし、世界経済は大混乱に陥りました。パンデミックは感染症が社会全体を脅かす恐れがあること、感染拡大はまさしく人間の進歩の副産物であることを見せつけました。しかし、歴史を通じて医療危機は科学と社会のイノベーションを促し、将来の経済発展の道筋を作ることにも役立ってきました。現在の医療危機も例外ではないと考えています。

一方で、新型コロナウイルスは革新をもたらすというよりも、既存のトレンドを加速させています。日常生活のデジタル化、フレキシブルな働き方の広がり、グローバル化の鈍化、多国間主義の弱体化、国家の拡大と都市の脆弱性などの動きはすべて新型コロナウイルスの感染拡大前から進んでいました。

これらのトレンドは急速に進んでおり、人間はついていくのに必死です。データ保護から労働法まで複数の分野で法整備が遅れており、政府も企業のように持続的な経済パラダイムを採り入れて逆境に耐える力を強化しなければなりません。

アフターコロナの世界を見据えて今行動することで、新たなパンデミックによる世界的危機の可能性を最小限に抑えることが可能です。それは、過去数十年間私たちが享受してきた経済成長と繁栄を揺るがしている問題に対応する機会をもたらすものでもあります。

注目すべきトレンド

- 1

インフレのテールリスク：過去数十年続いた緩やかなインフレの枠組みは中期的に続きますが、デフレとインフレのテールリスクは拡大しています。
- 2

多国間主義 2.0：多国間主義がリセットされて修正される、もしくは米中関係を受けて多極化に取って代わられます。
- 3

民主主義 / 専制：危機管理、国家の能力、国民の信頼が政治体制よりも重要なことから、パンデミックの下では両体制ともに衰退することも繁栄することもありえます。両者は共存し続けるでしょう。
- 4

大国：政府の権限拡大が危機後も続き、望ましい変化を促しますが、市場のダイナミクスや個人の責任を脅かすリスクも高まります。
- 5

ニアショアリング：グローバル化が逆行することはありませんが、一段と減速して地域的な分散、生産のニアショアリング、コスト効率よりも逆境に耐える力に重点が置かれるようになるでしょう。
- 6

監視：監視と個人データの収集により、国家と企業が情報を支配できるようになります。包括的な個人情報の保護が不可欠です。
- 7

仕事：リモートワークが定着し、労働の世界が今よりさらにフレキシブルになり新たな標準が誕生するでしょう。
- 8

教育：順応性が高い労働力を生み出し機械に勝る人間の優位を強調するスキルを身に着けるために、生涯教育がすべての人の生活の重要な一部になります。
- 9

格差：今後も格差に大きな注目が集まり、所得の再分配を促す税制が打ち出される可能性があり、人と資本の流れを促すでしょう。
- 10

一極集中の是正：都市は生き残るが適応し、先進国においては地域的な一極集中が是正され小さな町が再生する余地が生じます。

地域の 見通し

2021 年が近づいていますが、成長の姿は地域によって異なります。世界経済が新型コロナウイルスの感染拡大から立ち直る中で、回復プロセスで先行している国があります。一方で、新型コロナウイルス危機に加え、来年は政治的課題に取り組まなければならない国もあります。



米国 第2波からの段階的回復

米国が数年かけてパンデミックから回復する中で、成長率が潜在成長率を上回る（成長率が長期にわたり維持される）可能性があります。2021年のインフレが前年までと同様になると予想している一方で、デフレとインフレのテールリスクはともに拡大しています。

新型コロナウイルスへの対策として膨れ上がった政府債務と対

外債務が長期的に不安定要因になる恐れがあります。四半期毎の成長率で見ると、2020年第4四半期に再び低下した後、徐々に加速する見通しです。新しい民主党政権の下でも、中国との関係が大きく改善するとは思えません。税制改正は限定的で、“グリーン”インフラへの支出も大幅には増加しないでしょう。

中南米 経済成長に明暗

メキシコのロペス・オブラドール大統領が民間部門に対して敵対的な姿勢を維持していることから、メキシコの長期の成長見通しは悪化しているようです。世界のリスク選好が現地の金融市場の安定を支えてきましたが、巨額の債務を抱える国営石油会社ペメックスの財務が脆弱なこともあり、リスクにさらされて

います。メキシコの成長見通しの悪化とは対照的に、ブラジルでは金利の低下によって経済成長が加速し、公的債務の持続可能性について自信が高まっています。しかし、これが実現するには、ボルソナロ大統領が財政改革を断行する高い政治能力を発揮することが必要です。

英国 EU 離脱後

欧州連合の単一市場と関税同盟からの英国の離脱は長期的に犠牲を強いるほか（貿易障壁と事務手続き）、パンデミックからの英国の回復を遅らせる可能性があります。2020年末に移行期間が終了すれば、貿易に関するディールが締結されるか否かを問わず、英国経済にさらなる打撃を加えると考えています。さらに、英国政府が時期尚早に財政支援を打ち切った場合に長期的なダメージが及ぶ可能性もあります。

ユーロ圏 パンデミックが絆を強める

欧州諸国は米国よりも早く経済を再開し、景気回復の点で少し先を行っていました。ところが新型コロナウイルス感染症の第2波に見舞われ、再び苦境に陥っています。しかし、財政政策がロックダウンによるビジネスや雇用への影響を緩和しており、パンデミックの終息後はユーロ圏が潜在成長率以上の成長を遂げると見込まれています。パンデミックが常態化するにつれ、イタリアなど数カ国では政府の財政がひっ迫し、投資需要は低迷しています。（人口の高齢化など）人口統計上の課題も成長の可能性にとって逆風となっています。コロナ禍からの長期的な回復の成否は、財政と政治の面で効果的な域内統合を達成できるか次第でしょう。EU復興基金の創設は正しい方向への第一歩であると考えられています。

中国 有利なスタートを切ったメリット

パンデミックからの回復という点で、中国はほとんどの国より先行しています。中国は最初にロックダウンを行い最初に解除した国でした。今や中国の鉱工業生産は落ち込んだ分をほぼ取り返し、主要国の中で2020年の成長率がプラスになるのは中国のみであると予想しています（実質GDP成長率は2.2%を予想）。ここからの回復の道筋は雇用の回復に左右されますが、雇用の面では厳しい状態が続いています（旅行と娯楽セクターは

依然として雇用に慎重です）。目先、次の5カ年計画では技術の進歩、労働生産性、土地改革の3つの政策カテゴリーが強調されると予想しています。経済が成熟しポテンシャルがそれに応じて減少する中で、当局はGDP成長率の円滑な減速を演出し、世界経済から中国を分離させる力を先回りして抑制することを目指しています。

スイス 現状維持

新型コロナウイルス危機はスイス経済にも大きな打撃を与えましたが、スイスは3つの理由から他国よりも持ちこたえました。第一に、ロックダウンがイタリアやスペインほど厳しくなく、建設や製造業の拠点は全国的な閉鎖を免れました。第二に、コロナ禍からの影響を緩和するための措置がタイムリーかつ効果的でした。労働時間の短縮と新型コロナウイルス関連のローンが最初から効果を発揮しました。第三に、スイスは製薬、化学、（商品取引、銀行、保険を含めた）その他の産業による価値創出の割合が高く、それらは移動制限の直接の影響を受けなかったり、

コロナのせいで需要が増大した産業もあるなど産業構造の面で比較的恵まれています。しかし、今後の回復ペースはスイスの主要貿易相手国と同様のペースになりそうです。

日本 技術革新が救い

技術革新の継続のおかげで人口動態の逆風が生産性の安定した向上によって相殺され、2021年は実質GDP成長率がわずかにプラスになるとみられます。とはいえ、緩やかながら

向に解消されないディスインフレと低い名目金利が引き続き銀行の足を引っ張り、大規模な再編を迫る可能性があります。

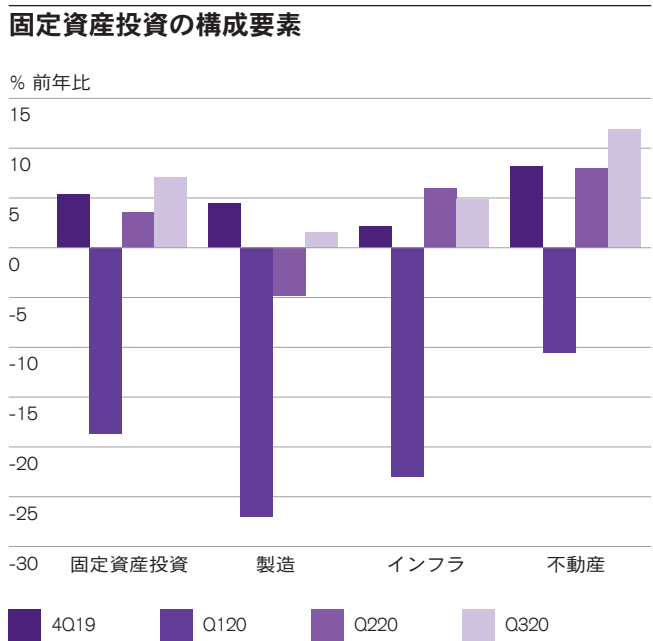
中国：景気回復の明暗は、次第に解消へ

GDP 成長率は 2020 年の 2.2% から 2021 年は 7.1% に上昇すると予想しています。実際の成長率は 2021 年の潜在成長率を上回る可能性が高いものの、政策面からすると当局は 1 年に限った急成長を回避して、今後 5 年かけて円滑で持続的な経済成長を実現する姿勢です。

中国経済は新型コロナウイルスの感染拡大に伴う景気後退から他の国より早く脱却しつつありますが、景気回復は明暗が分かれています。生産面の指標は支出面の指標より速く回復しましたが、支出面の中でもばらつきが目立っています。インフラと不動産セクターは景気刺激策から実

に大きな恩恵を受けていますが、信用配分の仕組みが細分されているために、民間の製造業、サービス、家計セクターの一部は出遅れています。生産と支出面の指標のばらつきは 2021 年にかけて解消されると見込まれますが、完全に払しょくされることはないでしょう。収れんの仕方は支出面の回復が加速するかに左右されますが、生産のモメンタムの減速にも関係します。2021 年は 7.1% の成長を予想していますが、実のところリスクはアップサイドに傾いています。

中長期に関しては、技術の進歩、労働生産性、土地改革の 3 つの政策カテゴリーが次の 5 年計画で重視されると予想しています。技術カテゴリーは「新たなインフラ」確立、主な戦略セクターでの技術革新と能力強化、重要な投入物の確保に向けて実施中の取り組みが対象です。労働者の移動を促進する労働市場改革、労働力の質を高めるための教育改革、外国企業の参入や競争に対して中国市場の開放を進めることを含め、労働カテゴリーは労働生産性の向上を目指しています。最後に、土地改革のカテゴリーは土地の使用権と使用権の譲渡を明確化することを目指しています。この改革では少なくとも農地のほか、住宅用と商業用不動産に使用される土地が対象になるでしょう。



最終更新日 2020 年 9 月 30 日
出所 Credit Suisse, CEIC

中国：バリュエーションに魅力

来年は中国の株式市場と債券市場が投資家に次第に多大な機会をもたらすと予想しています。中国の A 株市場は米国に次ぐ世界第 2 位で、世界の株式市場の時価総額の 12.4% 程度を占め急拡大しています。一方で、外国人の持株比率は約 3.8% に過ぎません。中国の債券市場も世界第 2 位ですが、外国人の参加率はわずか 2.4% 程度です。

大事なのは、中国市場が依然として魅力的なバリュエーションで高い成長率を提供している点です。新型コロナウイルスの感染拡大が封じられる中、クレディ・スイスのエコノミストは 2021 年の GDP 成長率を 7.1% と予想しており、MSCI 中国株式の利益のコンセンサス予想は 2020 年の 2% 減から 21% 増、CSI300 の利益は 2020 年の 4% 増から 18% 増が予想されています。力強い増益基調のおかげでバリュエーションは比較的強く抑えられ、MSCI 中国株式は 15 倍強、CSI300 は 14.2 倍に留まっています。中国株式の 5 年間の週次の相関は米国に対して 43%、欧州については 42% 程度に過ぎず、中国はポートフォリオの分散投資というまれな機会をもたらします。

米ドル建てクレジットにおいては、2021 年の中国の投資適格セクターのリターンは 4% 程度に上ると予想しています。バリュエーションは魅力的であり、市場が信用リスクを過大評価していると思います。この分野は中国の国有企業、銀行、政府機関債が支配していますが、これらの発行体はいずれも強力な政策支援を受けるとみられます。中国の投資適格債の信用格付けは実質的に引き上げられ始めています。

中国の米ドル建てハイイールド債の来年のリターンは 7% を予想しています。デベロッパーへの資金提供の制限など中国の不動産を対象に先ごろ行われた政策変更はセクターの不振を招くのではなく、不動産市場の安定促進を目指すものとみています。土地の売却が地方政府にとって主な収入源であることに変わりはなく、当局がこれを弱体化させる行動に出る可能性は低そうです。

中国の人民元建て債券も来年は為替ヘッジなしで 7% のリターンが予想されており、妙味があります。2020 年前半の新型コロナウイルスの感染拡大を通じて、強力な政策支援がオンショアのデフォルトを抑え込み、今や経済は急回復しています。世界のリスク資産との相関が非常に低いだけに、中国のオンショア債券もグローバルなポートフォリオに分散投資効果をもたらします。

来年は中国人民元が対米ドルで 6.4 程度に上昇し、中国市場の投資家に寄与すると予想しています。中国人民元のファンダメンタルズは非常に健全です。多額の経常黒字を誇り、外国からの直接投資も純額でプラス、高度成長と高利回りが株式と債券市場への資金の流入を促すでしょう。

日本：効率の悪さの解消という課題

日本は環太平洋パートナーシップ協定 (TPP) を含め、多国間のアプローチを基に貿易の枠組みを強化しようとしています。しかし、世界随一の貿易相手国である米中の対立の激化は、日本の将来にとって悩みの種です。

菅政権は経済の活性化を目指し、日本経済に残っている効率の悪さを解消する政策を進めています。この点に関して、投資家は3つの分野に注目すべきと考えます。

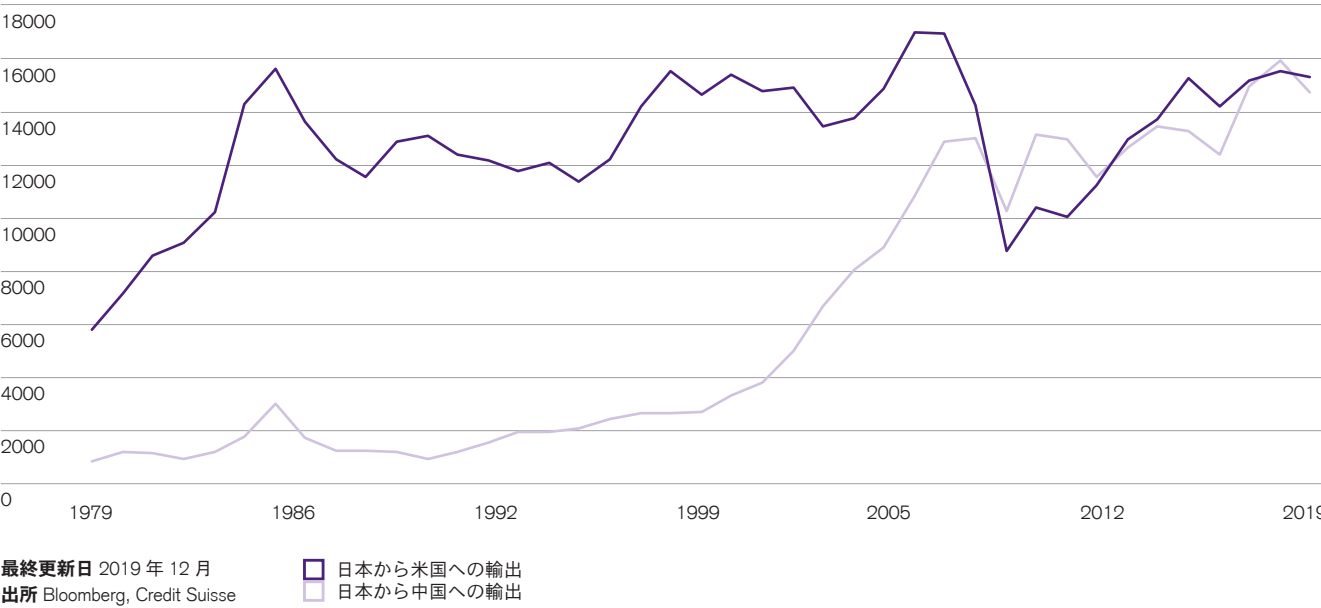
まずは、いわゆる「ゾンビ企業」の淘汰を進める現行の取り組みです。菅政権の政策は、地方銀行の再編を含め効率のあまり良くない企業の淘汰と統合を促すと期待されています。コーポレートガバナンスを重視する姿勢も強まっており、資本効率の向上を求める圧力が強まるでしょう。大企業向けのB2B事業に従事する企業、および中小企業の過剰な競争が利益を圧迫しているサービスセクターでは業績が改善すると予想しています。

第三に、「脱炭素」社会への移行を進める政策が、新たなエネルギーインフラの開発の面で国内の投資期待を押し上げる可能性があります。さらに、こうした政策の変更が、これまで日本企業の間で遅れていた環境・社会・ガバナンス (ESG) 投資への興味をかきたてるきっかけとなるでしょう。

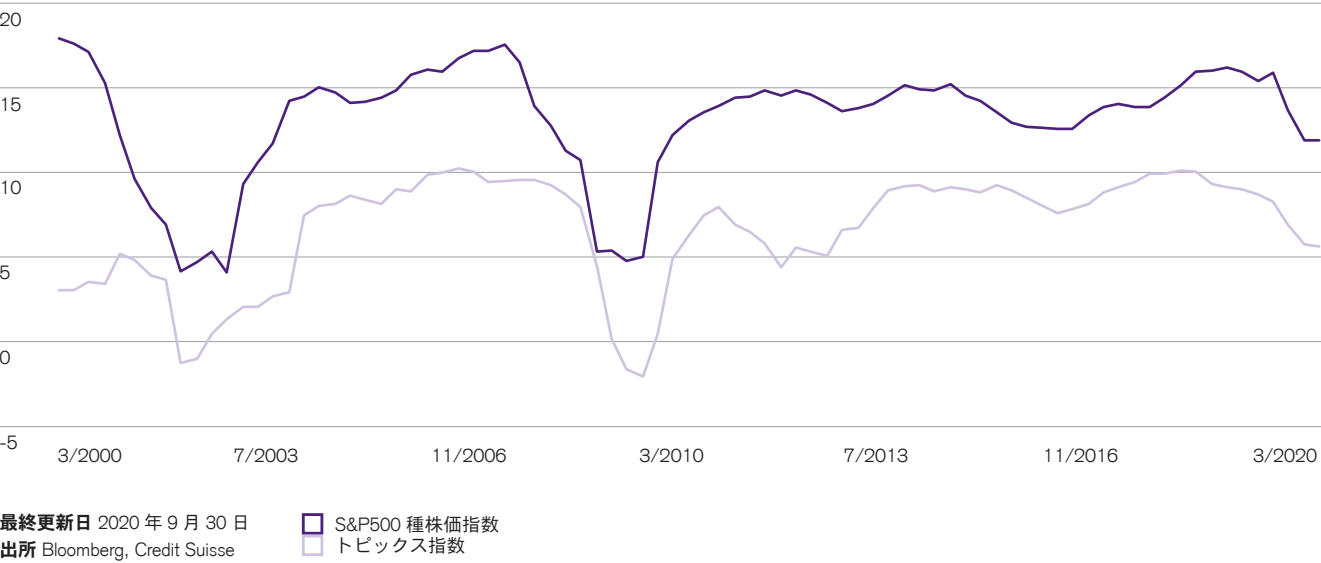
2021年の秋までに実施される予定の総選挙で菅政権が安定多数を獲得すれば、投資家の関心がますます高まりそうです。

第二に、政府が進めるデジタル化は企業の内部ビジネスプロセス、カスタマーサービス、カスタマーインターフェースに重点が置かれる見通しです。デジタル化が定着するにつれて、ソフトウェアの販売と開発、およびクレディ・スイスが提唱するミレニアル世代の価値観の対象になる新たなビジネスが日本で大きく伸びる可能性があります。

日本の主要経済パートナー：米国と中国



日本企業の資本効率は低いまま



主な資産 クラス



債券は好調が続く

2021 年は国債の値上がりは小幅ですが、新興国のハードカレンシー債は引き続き魅力があります。債券では、投資適格債のリスク/リターンが良好です。ハイイールド債では、一部に低格付けのクレジットのリターンを高める機会が存在します。

中央銀行の政策によって短期利回りが低水準に留まる可能性が高いことから、2021 年は長期利回りの大幅な上昇は予想していません。とはいえ、景気回復と各国中央銀行が目指すインフレ期待の引上げによって、2021 年は国債の利回り曲線の緩やかなスティープ化が最も可能性の高いシナリオになると考えています。

米連邦準備制度理事会 (FRB) は 2020 年第 3 四半期に長期戦略に重要な変更を加え、目標を下回るインフレ率を相殺するために潜在的なインフレ率の上振れを容認する平均インフレ目標を導入しました。この枠組みによって、FRB はインフレ期待を高めるために柔軟に政策を選択できるようになり、タームプレミアム（短期債に対する長期債の保有に見合った上乗せ利回り）が非常に低い水準から上昇する余地が広がります。

さらに、回復を後押しするための各国中央銀行の緩和的なスタンスと債券購入によって、2020 年は債券のボラティリティが低く抑えられてきましたが、債務と財政赤字の増大とともに各国中央銀行がインフレ容認姿勢を強めることから、2021 年はボラティリティがある程度正常化すると考えています。長期利回りの緩やか

な上昇期待とともに、今後 12 カ月は国債の名目リターンがゼロまたはマイナスに留まると考えています。

名目債よりインフレ連動債が有利
景気後退とコモディティ価格の下落を受けて、2020 年はインフレ率が急低下しました。景気回復が進んでいることから、2021 年は主要国のインフレ率がある程度正常化することが予想されるとはいえ、米国では 2.0%、ユーロ圏では 1.0% に留まる可能性が高く、ユーロ圏の数字は欧州中央銀行 (ECB) の目標を大きく下回るでしょう。しかし、各国中央銀行がインフレ率の上昇を容認する可能性があり、長期のインフレ期待を安定させ押し上げることから、いずれは近年の平均を上回ると思われます。固定利付債とは異なり、インフレ上昇を補うインフレ連動債 (ILB) はインフレ期待の上昇の恩恵を受けます。デュレーションの違いを調整すれば、ILB は名目国債よりも高いリターンが見込めると考えています。

新興国債券の利回りを追求
新興国のハードカレンシー債 (EM HC) の利回りは新型コロナウイルスの感染拡大による下落局面以降、大幅に低下しました。とはいえ、原資産である米国債利回りが低下していることが一因ではあるものの、スプレッドのそれまでの低水準を上回る状態が続いています。市場のポジションが過去最高を記録した一方、今後の政策支援の範囲が狭まったことから、リターンの見通しは低下しています。

世界の成長環境が安定してきているにもかかわらず、多くの新興国は当初の新型コロナウイルスの衝撃に続いて、特に危機対応で打ち出した金融刺激策と財政刺激策の一部を撤回する必要性なども警戒しなければなりません。他方、今年の経済活動の反発後、シクリカルな収入が増える可能性とともに、財政引き締めと対外収支の強化によって今後は債券供給のペースが鈍るかもしれません。

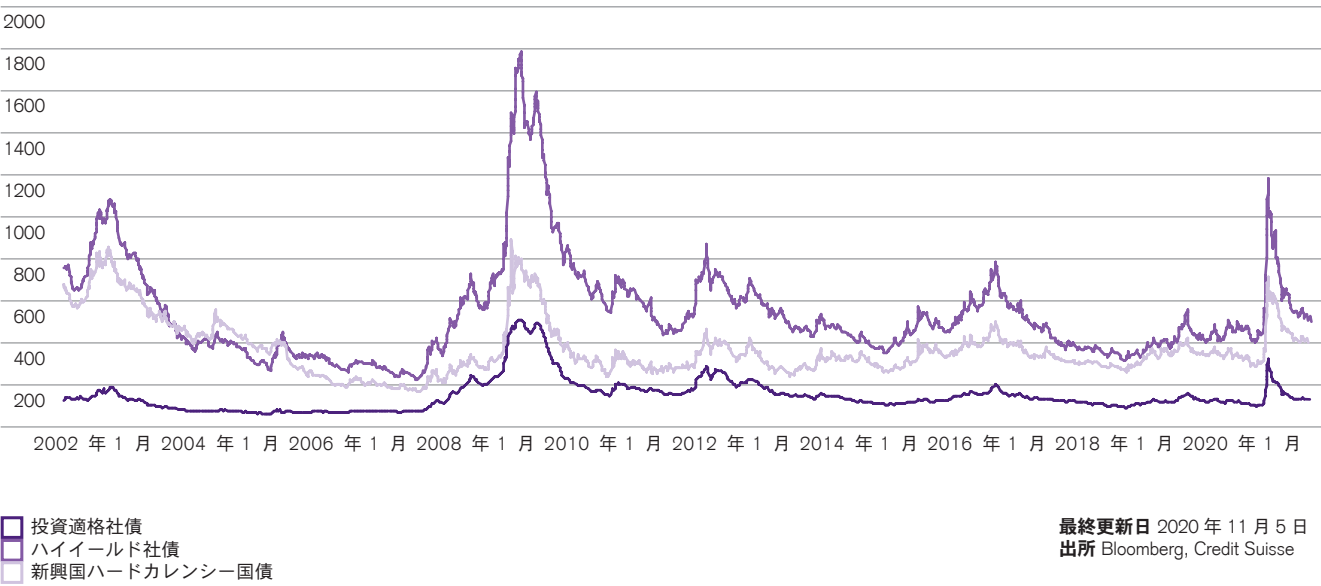
IG の需要が続く
国債の利回り低下に加え、金融緩和と財政刺激策に支えられて、ほとんどの投資適格 (IG) 社債の 2020 年のリターンはプラスでした。一方で、クレジットスプレッドは年初来拡大しています。世界経済が徐々に回復する中で、世界の中央銀行と政府は、IG 社債を直接購入するクレジットファシリティを中心に、金融緩和と財政刺激策を維持し、来年のスプレッドのタイト化を一段と後押しすると見込まれます。長期国債利回りの正常化には時間がかかると予想されることから、投資適格債は好調な推移が続くでしょう。高格付け

セグメントのスプレッドにタイト化の余地があることから、世界の投資適格債は今後 12 カ月で 1 ケタ台半ばのリターンを上げると予想しています。欧州だけでなく米国でも中央銀行の強力な支援があるだけに、投資家は名目国債よりも、優良な社債を選好すべきと考えます。分散投資については、米ドル建ての投資適格 EM 社債が分散投資を求める投資家に魅力的な利回り上昇をもたらすと考えています。

新たな衝撃がない中で世界の金利が低水準に留まっていることを踏まえると、新興国のハードカレンシー債券はリターンを高める重要な源泉であり続けると思います。追跡している包括的な新興国のハードカレンシー指標について、クレディ・スイスは 2021 年末までに 4.4% のリターンを予想しています。追跡している包括的な新興国のハードカレンシー指標について、クレディ・スイスは今後 12 カ月で 4.4% のリターンを予想しています。よりディフェンシブな投資家の方はリターンの見通しが低下したとしても、投資適格の国債に絞った投資を好むかもしれません。2020 年は数多くの国債の格付けが引き下げられましたが、新型コロナウイルスの最初の衝撃が薄れ、ハイイールドでは複数の債務の再編が行われたことから、2021 年はより安定した環境を予想しています。主要新興国においては 2021 年は特に目立った政治課題はなく、特定のリスクの抑制に役立つ可能性があります。ロシアとメキシコでは議会選挙、南アフリカでは地方議会選が予定されています。

ハイイールドのスプレッド：タイト化の

スプレッドにいくぶんタイト化の可能性が残されている
ベーススポイント



余地

本稿執筆時点において、格付け機関のムーディーズは世界のハイイールド (HY) 債のデフォルト率が 2021 年第 1 四半期にピークを迎えると予想しています。2021 年に予想される景気回復とともにリスクセンチメントは改善しており、ハイイールド社債のスプレッドが緩やかにタイト化する可能性があります。ハイイールド内では、シングル B 格の債券がよりディフェンシブなセグメントと比べて魅力的なスプレッドを提供しています。

“

ESG 債券への相対的な追い風が続く見通しです。

ハイイールド債は 2021 年末までに 4.4% のリターンを上げると予想しています。新型コロナウイルスのワクチンが開発される見通しがあることから、航空やゲームなどの消費財セクターが回復する見通しです。2020 年を通じてエネルギーと金属セクターで企業のレバレッジが増加したものの、各国中央銀行の支援もあることから、2021 年にかけて、現在の利回りはデフォルトリスクを補うのに十分なようです。同様に、不良債権引当金の増加という点で欧州の下位金融機関のリスクが高まる恐れがあるものの、銀行のバランスシートの強化と財政支援によって、欧州の銀行の資金調達問題は大部分が解消されています。2021 年の欧州の下位金融債のパフォーマンスはハイイールド債並みになると予想しています。

株式が依然としてリターンを牽引

2021 年を控え、株式は魅力的なリターンの見通しを提供しています。世界中で超金融緩和政策と財政支援が続いており、政治全般が下支えすると思われます。2020 年のパンデミックによる企業収益の落ち込みは一時的なものに終わるでしょう。世界の株式についてのコンセンサス予想は 2021 年の利益が 2019 年の水準を上回るとしており、1 年を通じて株式を下支えするとみられます。



高いバリュエーションにひるまない

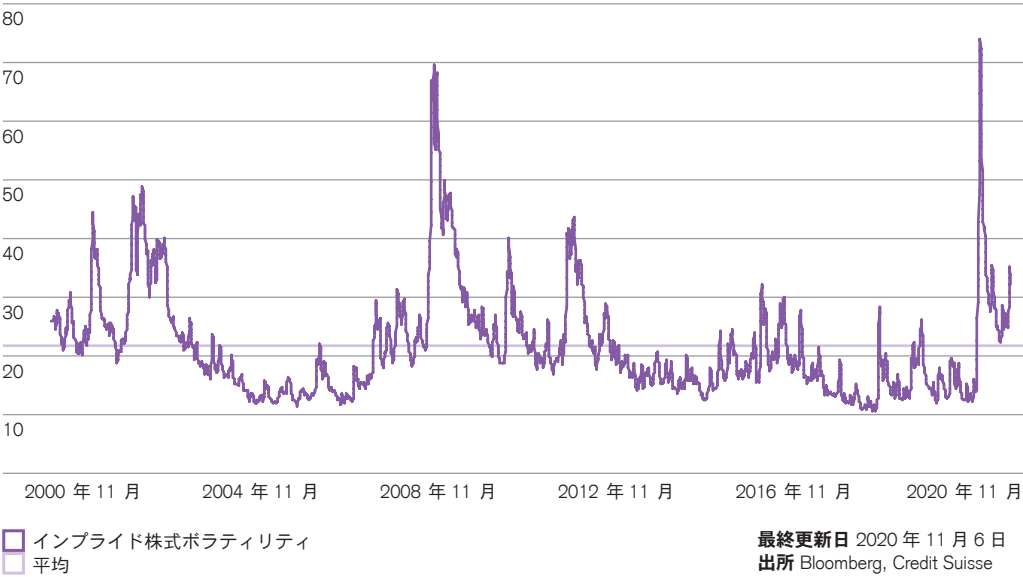
株価収益率 (PER) などの従来のバリュエーション指標では、株式市場のバリュエーションは中長期の過去の平均と比較して高いように見えます。一方で、これは特にインフレ調整後で非常に低い、場合によってはマイナスの利回り環境によるものです。他方、新型コロナウイルスの感染拡大への対応として米国の FRB を中心に政策当局が行った迅速かつ強力な介入によって投資家のリスク回避は抑えられ、春の終わりには市場が急速に回復しました。2021 年もリスク回避を抑えるために政策支援が続くでしょう。信用危機のリスクに加え、パンデミックによる景気後退と政策当局のインフレ容認姿勢が鮮明になったことから、サイクル後期の過熱感への懸念も先送りされたと思

います。各国中央銀行がこうしたテールリスクの抑え込みを続ける中、2021 年を通じて経済環境の安定が続けば、リスクプレミアムが一段と低下する可能性さえあり、過去の実績と比べて高いバリュエーションレシオを支えるでしょう。

最終的に投資フローのかなりの部分を左右する資産クラス間の相対的魅力を比較すると、株式市場に引き続き妙味が見られます。2020 年初頭以降、米国の実質債券利回りは 100 ベーシスポイント以上低下して益回り (PER の逆) の低下を上回り、バリュエーションレシオの上昇を支えました。

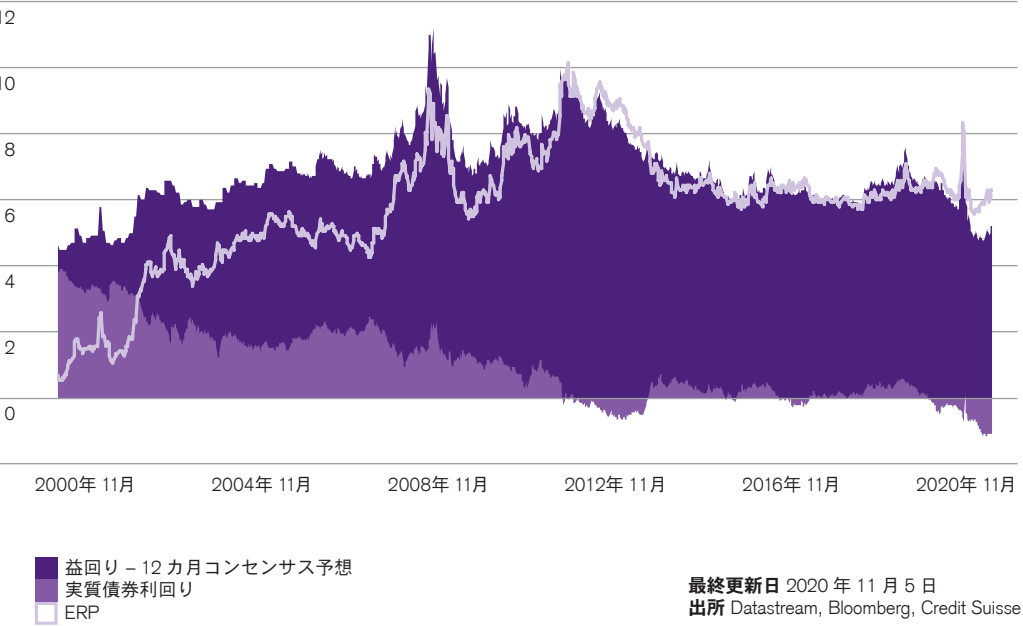
低下する余地

CBOE S&P 500 ボラティリティ指数、取引オプションに反映された市場の予想ボラティリティ



リスクは報われる

MSCI ワールド ー 益回り vs 債券実質利回り (%)



現在株式リスクプレミアムの指標 (ERP) としての益回りと実質債券利回りとの差は長期平均を上回っており、株式が債券よりも魅力的な超過リターンをもたらすことを示唆しています。不透明な環境の下で、投資家はリスク資産の保有に高いプレミアムを求めることから、ERP は高止まりすると認識しています。とはいえ、景気が回復し成長が戻れば、時間とともにこうした懸念は薄れるでしょう。

シクリカルな反発を捉える

地域レベルでは、セクター構成の違いが最も重要になると考えています。なかでも、長期的な成長産業（テクノロジー関連企業）対シクリカル業界（金融など）が2021年の地域のリターンの差の主因になることが予想されます。

パンデミックによって破壊トレンドが加速し、今後も強力な力であり続けるでしょう。Eコマースとオンラインショッピングが従来の小売店舗に取って代わり、ショッピングモールよりも倉庫が好まれます。クラウドコンピューティング、データセキュリティ、ワイヤレスネットワーク、ビデオコミュニケーションツールを用いたリモートワークの仕組みによってオフィス空間の魅力が減り、郊外の住宅の魅力が高まります。

さらに、オンライン教育が従来の対面型の指導に取って代わり、遠隔医療が病院での診察に代わる安価で時間がかからない選択肢になります。

テクノロジー関連の産業とヘルスケアを含め、破壊の可能性を秘め市場シェアと利益マージンを拡大する余地がある魅力的な市場セグメントが次々に現れています。また堅調なコモディティ需要と旺盛な住宅市場に支えられた建設資材を含めた素材、および住宅建設を中心に建設活動が拡大する可能性も見られます。

一方、経済の中で破壊された部分は市場シェアを失いマージンが圧迫されるおそれがあります。実物店舗の小売と印刷媒体はその典型的な例です。伝統的なエネルギーと金融業界も構造的な逆風が予想されます。

一時は冷え込んだものの、2021 年は景気のパラダイムが再び加速すると予想され、それによって投資家は旅行とホスピタリティ、自動車などシクリカルな業界にポジションを建てることができそうです。

2021 年は何が流行るか？

2020 年はグロース株とバリュース株のリターンが大きく分岐しました。2021 年にかけて、バリュース株が追いつく可能性を秘めていますが、その時期ははっきりしていません。国内総生産 (GDP) が潜在成長率を上回り金融緩和が実施される典型的な景気拡大局面では、投資はバリューに傾き小型株が最終的にはグロースと大型株に打ち勝ちます。

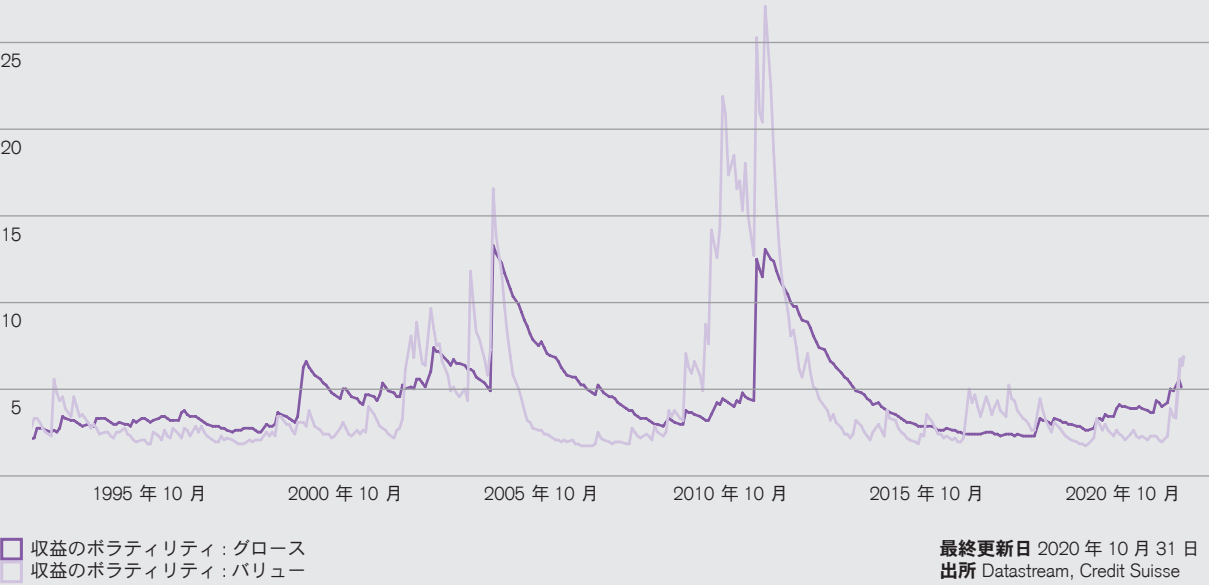
パンデミックが深刻な影響をもたらした反面、成長が期待される要因も加速させています。これには移動の自粛、ソーシャルディスタンス、リモートワークとリモート学習に伴う需要の変化への対応力が含まれます。それと同時に、バリューの中でも、二酸化炭素排出削減に苦慮する自動車メーカーなど身近な部分は構造的な課題に直面しています。

同じことは低金利の長期化がマージンの低下を招いている金融、そして化石燃料からの脱却と環境問題が株価の悪材料になっているエネルギー産業にも当てはまります。2021 年を前に、クレディ・スイスはグロース寄りを維持しますが、バリュース株がアウトパフォームする時期も予想されます。

注：バリュース株とはファンダメンタルズ（収益、配当、売上など）と比べてバリュエーションの低さが目立つ株式です。バリュース株は高配当利回りなことが多く、ビジネスサイクルに敏感な傾向があります。グロース株は成長に向けて資金を確保するために、未収収益のほとんどを留保する成長見通しが高い企業の株式を指します。

二戦略物語

グロースとバリュースの収益のボラティリティ (%)



ESG の定着

投資家にとってサステナビリティの重要性が高まっており、ついには主流に躍り出ました。15 年の歴史で初めて、世界経済フォーラムのグローバルリスクレポート 2020 は確率およびインパクト別リスクの大半について、環境をめぐる懸念を世界のリスクのトップに挙げました。オンラインの検索エンジンでの検索数の増加が示すように、環境・社会・ガバナンス (ESG) 要因に関する認識は広がっています。ESG 基準を遵守している運用資産が急増しており、上場企業に対しビジネスモデルとビジネス慣行を ESG 基準に一致させるよう圧力をかけています。さらに、規制当局が ESG 基準への配慮を要求するようになる中で、受託者義務も持続可能な投資原則を含めるよう徐々に変化してきています。

“投資家にとってサステナビリティの重要性が高まっています。

投資家にとってのメリットとして、善行というソフトな要因とともに重大なガバナンス問題への対策、逆境に強い ESG のパフォーマンスが含まれます。このトレンドは今後も続き、サステナブル投資への需要とサポートの拡大につながると考えています。

ユーロ圏の優位

収益が追いつく可能性に加え、景気循環に敏感なことを理由に景気回復からの恩恵が大きいことから、2021 年はユーロ圏が米国をアウトパフォームする可能性があります。逆境に強い成長関連の産業（テクノロジーなど）がコロナ禍で見せた利益のクッションは欧州ではさほど目立ちませんでした。さらに、保険と金融業界

が十分な資本を確保できるようにパンデミックの最中に導入された配当に関する様々な規制措置は、経済が安定化するにつれて欧州では段階的に解除される見通しです。これにより、欧州の株式市場により関係が深い高配当戦略の魅力が高まります。現在ユーロ圏は相対的なバリュエーションが 10% 近く有利ですが、時間が経つにつれその差は縮まっていくと予想しています。

スイスクオリティ

スイス株はヘルスケアと日用品セクターの比重が高く、それらが MSCI スイス指数の半分以上を占めていることから、ディフェンシブ色が強く逆境に強い収益内容です。パンデミックによる下落局面で、スイス市場はディフェンシブな特徴を発揮しました。しかし、このディフェンシブな性質とテクノロジー関連のビジネスの割合が比較的低いゆえに、スイス株は強力な反発に出遅れました。ラリーを受けて、高品質の製品を誇る世界市場のリーダー的企業のかかなりの部分が、スイス市場に魅力的な収益見通しをもたらすと考えています。債券利回りが低いために投資家がインカムを創出する資産を探している時こそ、微動だにしない安定した配当もスイス株の強みです。輸出主導型経済であるだけに、安全通貨としてのスイス・フラン高は過去には業績の足を引っ張ってきました。しかし、世界経済の回復が続き安全通貨としてのスイス・フランの魅力が薄れるにつれ、2021 年はこの点かなりを潜めると予想しています。

202

現在開発中の新型コロナウイルスのワクチンの数

ワクチン： Xファクター

世界保健機関が11月3日に発表した新型コロナウイルスのワクチン候補案によると、世界で202のワクチンが開発・試験中で、47は人間を対象に臨床試験が行われています。2020年11月には、臨床試験のフェーズ3で、ある1種のワクチンの高い有効性が報告され、2021年半ばまでにはワクチン接種が広く行われるとみられています。一般的にワクチン開発には数ヵ月でなく数年かかることから、これは画期的なことです。

ワクチンの有効期間だけでなくその安全性と一般の人々による認知を含め、ワクチンをめぐってはいくつかの問題があります。さらに、世界が「正常な」状態に戻るのにどの程度の期間を要するかを理解するためには、ワクチンの可用性と生産スピード、世界に行き渡らせるための物流がカギを握ります。貧しい地域を中心に短期的な能力の問題も存在しています。

とはいえ、前述した問題があるとしても、効果的なワクチンが広く利用できるという信頼できる確証が得られれば、幅広い株式とリスクセンチメント全体にプラスに作用すると思われます。現在のワクチンの臨床試験と承認プロセスの結果を基に、株式市場はすでに明るいニュースを期待しているようです。その場合、旅行、レジャー、ホスピタリティを含め新型コロナウ

イルスの影響が最も深刻だったセクターの回復が予想されます。業績の上方修正とバリュエーションが見直される可能性を受けて、株式市場内で「巣ごもり」銘柄とグロース株からバリュース株とシクリカル銘柄への迅速なローテーションが起きることも期待できます。2020年を通じたアンダーパフォーマンスを経て、こうしたシナリオの下で地域別では観光業への依存

度が高くシクリカルな株式市場（ユーロ圏など）が追いつき始めると予想しています。

英国 – ブレグジットをめぐる不透明感から模様跳め

2016年に実施されたEU離脱をめぐる国民投票以降、英国株式は世界の株式を大きくアンダーパフォームし、大幅な格下げのほか、世界の株式と比べてバリュエーションレシオが歴史的に低くなりました。英国市場は金融とエネルギーセクターの比率が高く、新型コロナに伴うロックダウンの影響が響いたことから、最近では世界の株式と比べて収益の落ち込みと大幅な減配に見舞われています。バリュエーションレシオと高配当利回りは魅力を示唆していますが、欧州単一市場からの離脱を控えた不透明感から経済見通しにも暗雲が垂れ込めています。もっとも、通貨の動きが打撃を和らげる可能性があります。国外で計上される利益の割合が高いことから、英国株はポ

ドとの負の相関が強いのが特徴です。ブレグジットをめぐる不透明感が続き新型コロナウイルスの感染が再び拡大したとしても、ポンド安と魅力的な株式のバリュエーションがあいまって経済への打撃を相殺する可能性があります。追加の財政と金融刺激策も短期的には経済と国内株式を下支えするでしょう。

新興国市場：際立つアジア

新興国(EM)株式はアジアの独壇場であり、アジアは世界のEM市場の時価総額の約80%を占めています。アジアにはいわゆる「ニューエコノミー」産業が多く、デジタル化、クラウド、人工知能などの構造的なトレンドがアジア株を下支えしています。アジアの大部分が新型コロナの感染を抑え込み中国の景気回復が順調に進んでいることから、2021年はアジ

ア株が魅力的なリターンを上げると予想しています。バリュエーションは明るい経済見通しを大方織り込んでいることから、企業利益の回復が続くかどうか市場続伸のカギを握っています。市場全般の回復とテクノロジーセクターの力強い成長が収益を支えるでしょう。

優れた成長機会を模索する外国人投資家が新興アジアに的を絞る可能性があります。新型コロナウイルス感染症は別の新興地域である東欧・中東・アフリカ(EEMEA)、中南米に深刻なダメージを与えました。これらの地域は新興アジアと比べてファンダメンタルズが脆弱です。しかし、パンデミックを受けて株価が調整しているだけに、ワクチンが世界中で利用できるようになるなどパンデミック関連の懸念が解消されれば、アウトパ

フォームする可能性があります。金融緩和と米ドル安が新興国株式に有利に働くでしょう。新興国株式にとっては、2021年は米中貿易摩擦が悪化する恐れが主なリスクといえます。

米ドルは続落が予想される

世界経済の回復、米国の実質利回りの優位性の後退、財政赤字と対外赤字の拡大を受けて、2021 年は米ドルが一段と下落すると予想しています。このトレンドの恩恵を受けるのはユーロと日本円です。ポートフォリオのフローに支えられて、人民元も上昇すると考えています。

今年に入ってこれまでのところ、米ドルは他の主要先進国 (DM) 通貨に対して下落してきました。2021 年は世界で景気回復を予想していますが、米ドルは下落が続くと考えています。FRB の超金融緩和政策により米ドルの金利 (またはキャリー) の優位性は失われ、米国の財政収支と対外収支の悪化見通しも米ドルの重石になります。平均インフレ目標を含めた FRB の新たな政策の枠組みは、長期のインフレ期待の上昇リスクを高めます。今後 2 - 3 年は FRB が利上げに踏み切る可能性は低く、名目利回りの急激な動きが阻まれることから、米国の実質利回りが一段と低下するリスクが存在します。こうなれば米ドルはさらに下押しされるでしょう。一方で、冬季に新型コロナの第 2 波が長期化すれば、市場にボラティリティが生じ 安全通貨として米ドルは一時的に上昇するでしょう。

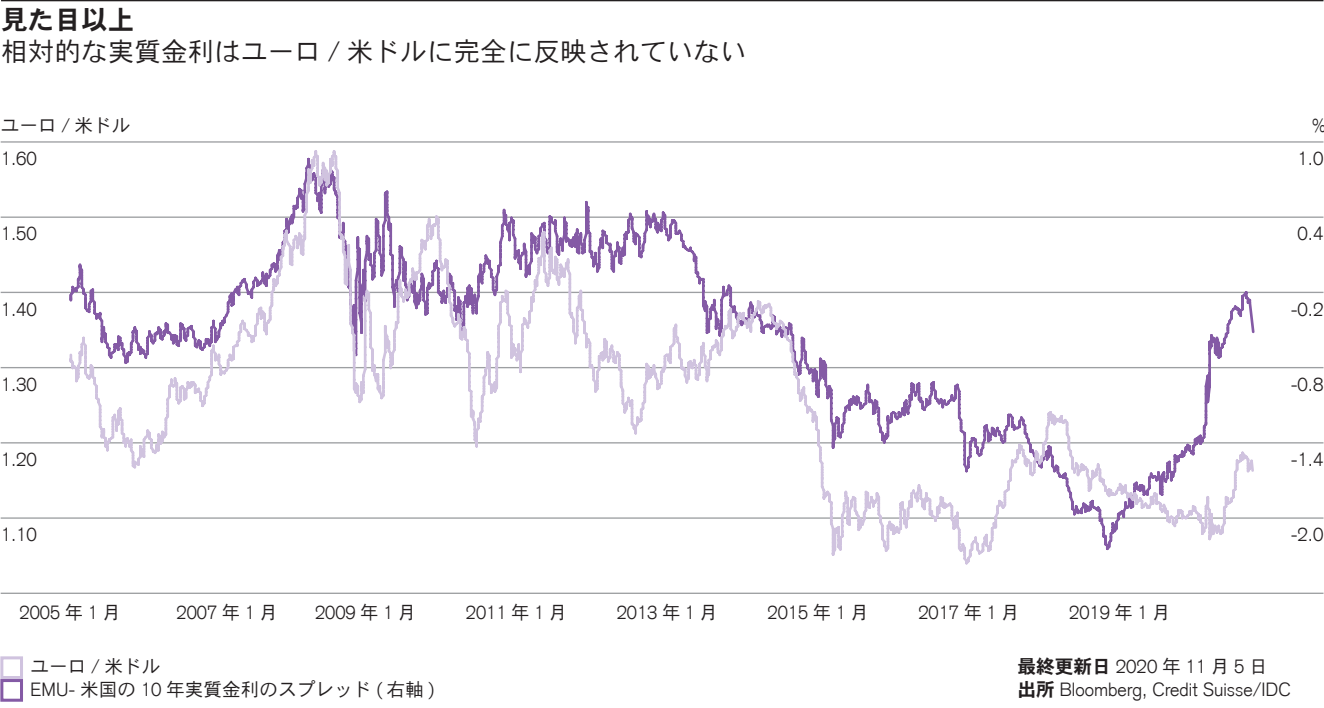
ユーロは明るい見通し
包括的な欧州連合 (EU) 復興基金が設定され、ユーロに対する政治的リスクは後退しました。財政赤字は拡大しているものの、EU の構造的対外収支 (過去 5 年間で平均 3 % の黒字) は健全であり米国より良好です。しかも、世界的に公的財政が悪化する中で、新たな EU 債は EU の統合を促す契機となり、魅力的で安全かつ流動性のある資産を拡大させると思えます。このこともユーロに有利に働く可能性があります。ユーロのバリュエーションは魅力的であり、ユーロ / 米ドルは 2021 年末には 1.25 に達すると予想しています。

米ドルに対して割安な日本円、英ポンド
米国の金利が日本の金利と収れんし実質では下回ったことから、日本円の見通しは改善しています。日本円は米ドルに対して割安な状態が続いていますが、日本の構造的な経常黒字と堅調な海外投資のポジションが日本円を下支えします。クレディ・スイスは来年は英ポンドが緩やかに上昇すると予想しています。政治と金融政策の不透明感が払しょくされ、特に対米ドルでの英ポンドの低いバリュエーションに市場が改めて注目するからです。

スイス・フランは軟化の可能性大
地政学的状況と新型コロナウイルス関連の短期の不透明感が 2020 年末まではスイス・フランを下支えする可能性があります。ただし、スイス国立銀行は必要であれば外国為替市場に介入して、スイス・フランの上昇を阻止するとみられます。世界経済の見通しが改善する中でスイス・フランは割高水準にあることから、2021 年はスイス・フランは米ドルに対してはやや下落、ユーロに対してはそれを上回る下落を記録しそうです。

EM 通貨の上昇
米ドルの続落が予想されることから、2021 年は新興国 (EM) 通貨のファンダメンタルな見通しが改善するでしょう。コロナ禍の影響が長引くこと、追加のウイルス対策の必要性をめぐり不透明感がある点を考慮すると、短期的には EM の経済活動は低迷すると想定される一方で、2021 年には EM 経済も回復し、米国を若干アウトパフォームすると予想しています。財政措置の一部撤回に加え、インフレ率が第 3 四半期に底入れした後は新興国の中央銀行が金融緩和姿勢を弱めることから、政策支援も縮小されると予想しています。世界中で低金利が続く中で新興国が利上げを実施した場合、实体经济の足を引っ張らない限りは新興国通貨の支援材料になりえます。こうしたことから、クレディ・スイスは通貨間で大きな格差が生じると予想しています。

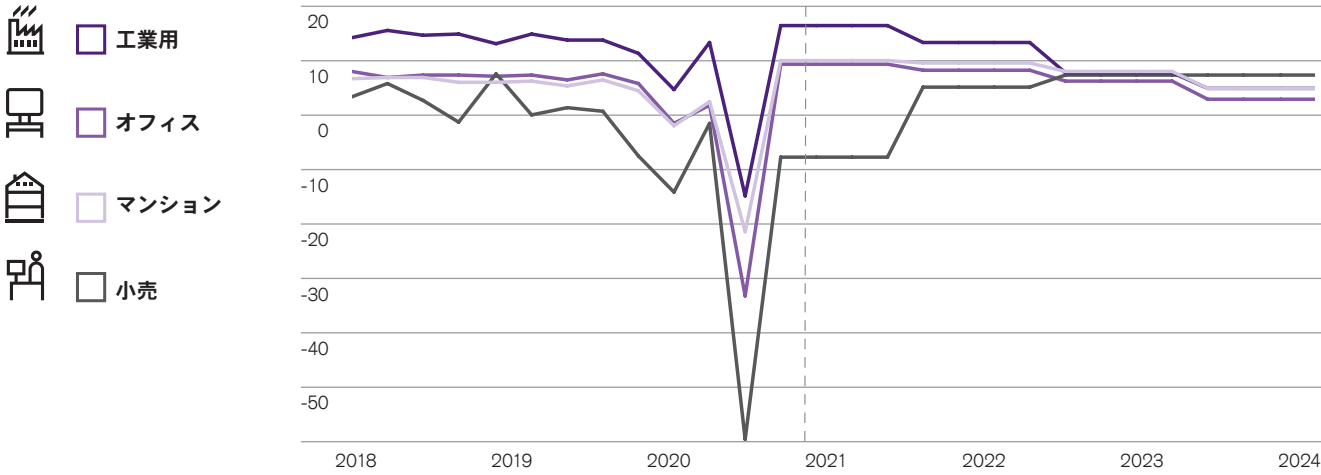
アジアでは中国の経常黒字が減少していずれは赤字に転じ、経済構造の転換に伴って中長期的には消費が拡大し貯蓄が減るでしょう。しかし、2021 年に入ってもポートフォリオのフローは純額で堅調に推移します。中国は世界のコア債券利回りよりも高い金利を提供する一方、中国経済の回復とそれに関連した収益増によって株式のフローもプラスになるかもしれません。総合的には、来年は人民元の上昇が予想され、12 カ月後の米ドル / 人民元は 6.32 を予想しています。このことがほとんどのアジア通貨を対米ドルで下支えするでしょう。なかでも韓国は多額の経常黒字を誇り新型コロナウイルスの封じ込めに成功していることから、韓国ウォンにとっての追い風が期待できます。



アフターコロナの世界へ移行

新型コロナウイルスが一部の市場セグメントに課題を突き付けるとしても、2021 年は景気回復と低金利環境が不動産投資に有利になると思われます。クレディ・スイスは工業用不動産や物流用不動産など構造的な成長に支えられるセクターを選好します。

工業用 / 物流用のアウトパフォーマンスが続く
米国の商業用不動産セクターの予想トータルリターン



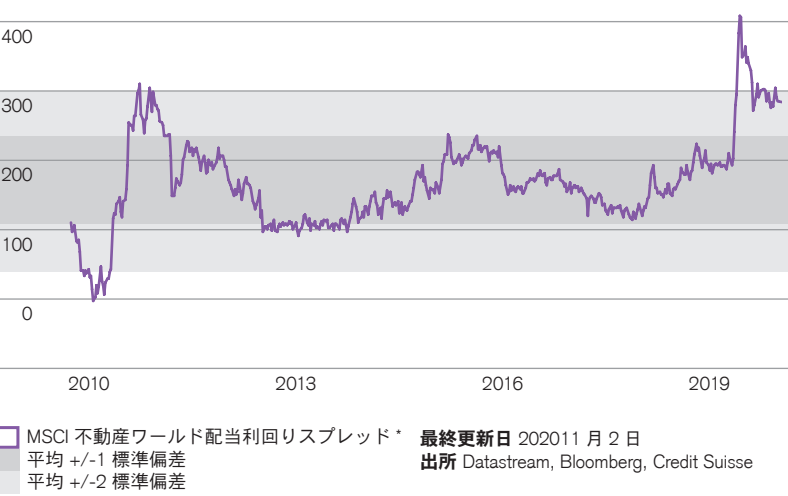
最終更新日 2020 年 9 月 30 日、予想は 2024 年 12 月 31 日まで
出所 Datastream, NCREIF, PMA, Credit Suisse

2021 年に予想される環境 – 景気回復の継続と歴史的な低金利は総じて不動産にとって朗報です。上場市場のバリュエーションはコロナ前の水準を依然として下回っており、2021 年はこの資産クラスが1ケタ台半ばのプラスのリターンを上げると予想しています。新型コロナウイルスの感染拡大とそれを受けたロックダウンは、不動産市場の様々なセグメントに非常に異なる影響を与えました。加速するEコマースの拡大、在宅勤務のトレンドが2021 年は小売とオフィス空間の需要に悪影響を及ぼす可能性があります。オンラインリテーラーからの需要の拡大を理由に、物流と工業用不動産はコロナ禍の恩恵を受け続けそうです。さらに雇用主がスタッフの在宅勤務を認めることから、データの利用が増大しデータセンターと通信塔の追い風になります。その結果、不動産に投資する際はセクター別の見立てがますます重要性を増しています。

米国の上場不動産を選好
バリュエーションの魅力から、クレディ・スイスは現在のところ現物不動産よりも上場不動産を選好しています。上場不動産の中では物流とデータセンターのほか、トランクルームなどディフェンシブなセクター比率が高い米国市場を選好しています。英国の上場不動産企業は純資産価値 (NAV) に対して大幅に割安に取引されていますが、見通しは最終的にはブレグジットの移行がどのように進むかに左右されます。ユーロ圏の不動産はディフェンシブな市場ですが、その理由は、構造的供給不足に下支えされ、2021 年にベルリンで賃料凍結が廃止されればその恩恵を受けることになるドイツの住宅市場が70%を占めているからです。スイスの不動産ファンドは低金利環境と住宅市場の高い比率が引き続き支援材料になるでしょう。しかし、すでにバリュエーションが割高なために2021 年の価格の上振れ余地は限られています。約2.5%の流通利回りが期待できそうです。

現物不動産：出口はまだ見えず
上場不動産企業の株価は市場のニュースに素早く反応しますが、現物市場のバリュエーションは評価ベースのために遅れがちです。このため、現物市場の不動産価値はオフィスや小売りなど構造的な課題を抱えるセクターを中心に、2021 年に入っても調整が続く見通しです。良質で中心部に位置する不動産、およびディフェンシブな工業用や住宅セクターの比率が高い分散型のポートフォリオに投資するコア戦略を推奨します。またサステナビリティ（環境にやさしい建物）と社会のトレンド（オフィス用ビルを設計し直して個人の空間を広げたりレクリエーション用のエリアを設けるなど）に重点を置いた戦略も、長期的に善戦すると考えています。

景気回復と金利が不動産を下支え
不動産利回りと10年国債の利回りのスプレッド (bp)



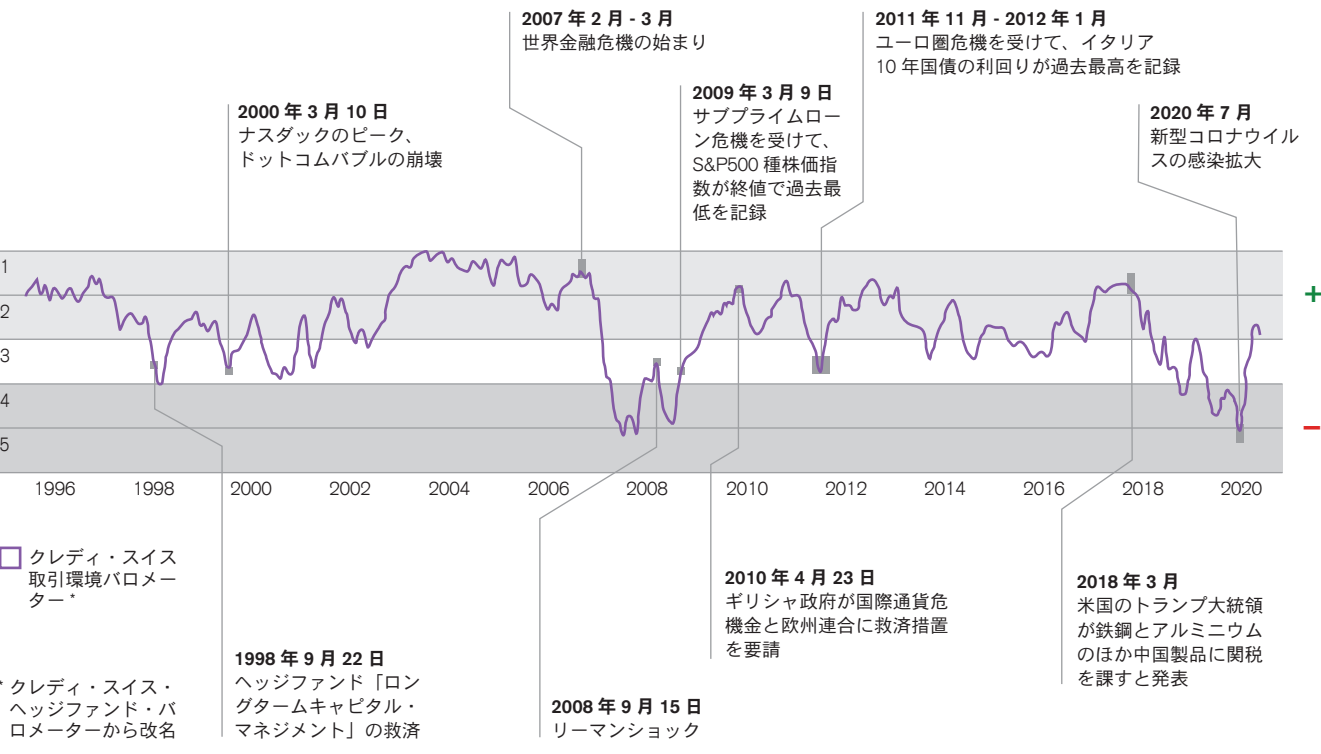
MSCI 不動産ワールド配当利回りスプレッド* 最終更新日 202011 月 2 日
平均 +/-1 標準偏差 出所 Datastream, Bloomberg, Credit Suisse
平均 +/-2 標準偏差

* MSCI ワールド不動産の12 カ月予想配当利回りと加重10 年国債のスプレッド (インデックスの国別ウェイトによる)

ヘッジファンドの取引環境の好転

ヘッジファンドは1ケタ台前半のリターンを上げ、ボラティリティは米国や英国の投資適格債に匹敵すると予想しています。このため、ポートフォリオを安定させるうえでヘッジファンドは有効な選択肢であると考えています。ヘッジファンドの取引環境は2021年にかけて改善する見通しですが、デューデリジェンスが不可欠です。

クレディ・スイス取引環境バロメーター*は2020年と比較して市場環境が改善することを示唆
購買担当者指数、流動性の状況、ボラティリティ、システミックリスクに基づくスコアカード



ヘッジファンドは一般的に安全資産をアウトパフォームシクリカル戦略を下支えする条件
ヘッジファンドは一般的にリスク資産をアウトパフォームディフェンシブ戦略を下支えする条件
最終更新日 2020年9月25日
出所 Bloomberg, Credit Suisse

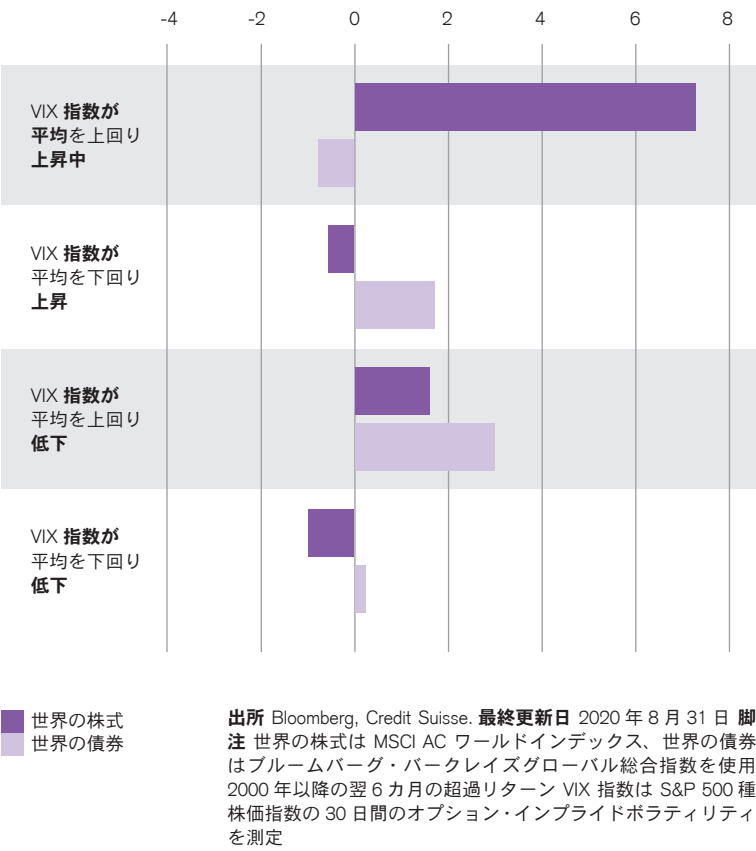
ほとんどのヘッジファンドの指数は、2020年第1四半期の新型コロナウイルス感染拡大関連の下落局面で株式市場の下落の3分の1弱を記録しましたが、コロナ禍でヘッジファンドのパフォーマンスの差は拡大しました。経済成長と流動性に敏感な戦略は流動性が大幅に悪化したせいで市場の混乱に見舞われたものの、ディフェンシブな戦略は下落率を1ケタ台前半に抑えることができました。その後の反発は歴史的なトレンドに沿っており、ヘッジファンドは総じてポートフォリオの安定剤としての役割を果たし、2020年の1月から9月にかけて小幅ながらプラスのパフォーマンスを実現しました。近年ヘッジファンドのリターンは低下していますが、景気の回復が続き取引環境が好転するにつれて、1ケタ台前半の水準で安定すると予想しています。重要なことは、ヘッジファンドのボラティリティが米国や英国の投資適格債に匹敵することが予想され、マルチアセットポートフォリオにおけるリスクとリターンのバランス取りに役立つ有効なオルタナティブ投資になることです。対照的に、国債はトータルリターンがマイナスになる見通しであり、ポートフォリオの安定を高める他の選択肢は流動性が低い（インフラなど）、あるいは個

人投資家には複雑すぎる（オプションのオーバーレイ戦略など）恐れがあります。2020年後半にブレキンが実施したものを含め最近の調査は、ヘッジファンドに対して投資家の関心が高まっていることを示しています。

2021年は明るい環境
ヘッジファンドにとって2021年は2020年よりも恵まれた環境が見込まれます。第一に、コロナ禍は複数のセクターの見通しを根本的に覆しました。例えば、医療費の増加に加え、長期化するとみられる好ましいテクノロジーのトレンドの契機になった反面、消費財などのセクターは徐々にしか回復しないでしょう。こうして明暗が分かれた結果、銘柄選定とレラティブバリュートレードに適した環境が生まれました。第二に、取引レンジの拡大を伴って市場のボラティリティが高止まりし、運用担当者が優秀な戦術志向のヘッジファンドのリターン拡大に役立つでしょう。最後に、レラティブバリュー戦略は住宅ローン担保証券や消費者ローンなど、非従来型ながらファンダメンタル的に安定した市場におけるキャリアの上昇の恩恵を受けられます。中央銀行による資産購入は市場の円滑な運営を保証し、流動性のリスクを低下させるでしょう。様々なスタイルに分散し選び抜かれたヘッジファンドのバスケットは、景気回復とアフターコロナの機会に支えられてバランスの良い期待収益とリスクをもたらすと考えています。資産運用会社との戦略の差が広がったことから、専門的なデューデリジェンスが不可欠です。

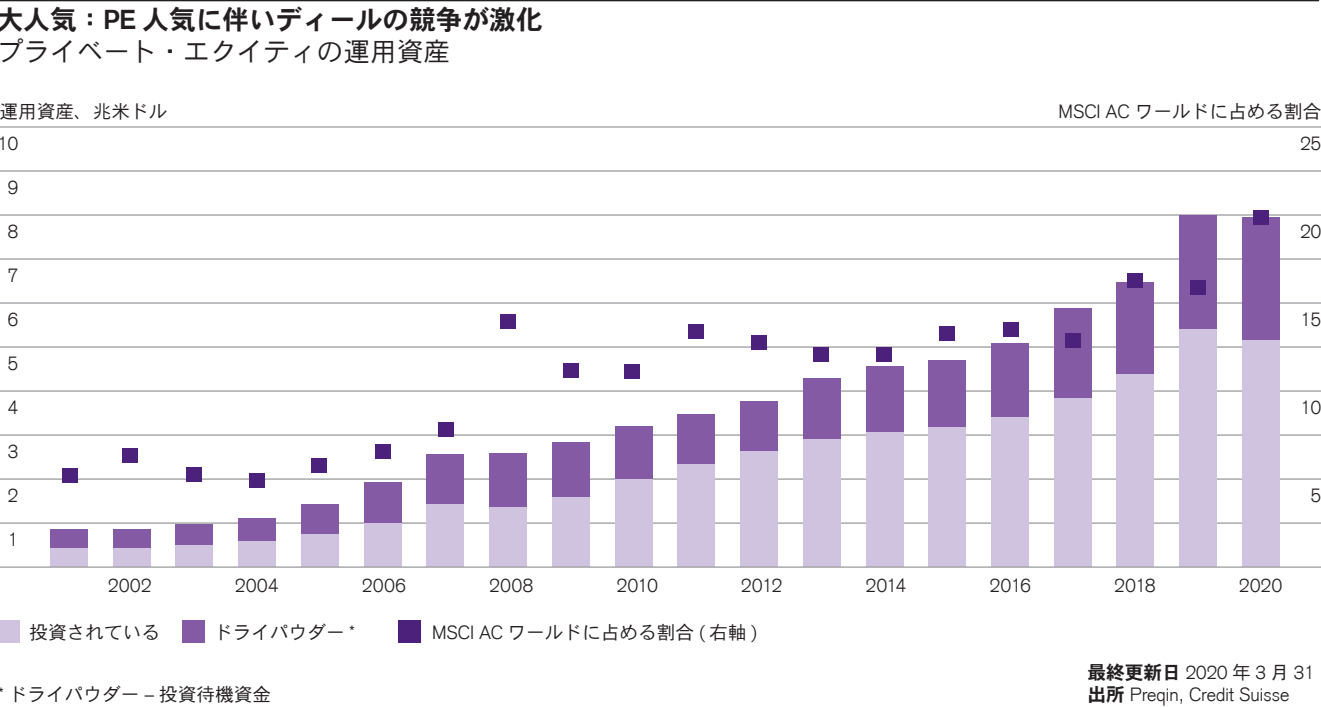
サステナビリティと環境・社会・ガバナンス(ESG)の順守が銘柄選定とパフォーマンスにおいて重要性を増しているだけに、ESGに関して確固とした評価の枠組みを誇る資産運用会社が健闘しそうです。ファンド・オブ・ファンズのアプローチはリスク回避志向の投資家にポートフォリオの分散投資と安定性をもたらしますが、リスク容認型の投資家には、ターゲットを絞って運用成績が上位の資産運用会社に資産配分する手法の方がリターン拡大に効果があります。

ヘッジファンドは不確実な時期に健闘する傾向
株式と債券に対するヘッジファンドの超過リターン(%)



長期の見返り

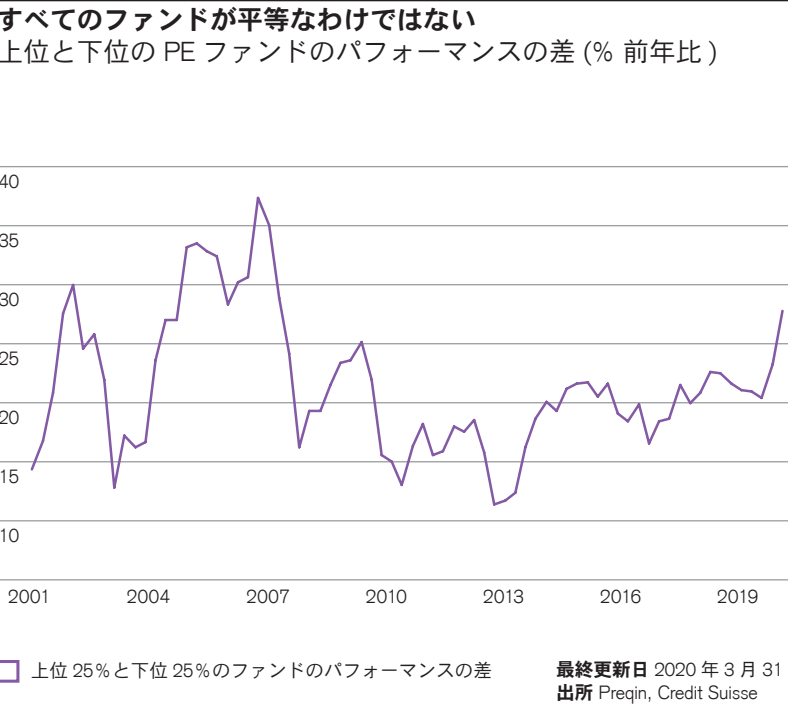
非常に優秀な運用会社に投資できる我慢強いプライベート・エクイティ投資家は、上場市場を上回る魅力的な超過リターンを上げられるでしょう。PE には長期のコミットメントが求められることから、サイクルにまたがり十分に分散された投資を行う冷静なアプローチが重要だと考えます。健全なデューデリジェンスと確固とした実績を誇る非常に優秀な企業に投資することが主な成功要因です。



新型コロナウイルスの感染拡大により、プライベート・エクイティの投資活動は当初落ち込みましたが、伝統的なセクターに寸断をもたらしノベーションを促進した結果、ベンチャーやグロス投資の上振れ余地が高まりました。それまで好調だった旅行、外食、レジャーなどの企業のキャッシュフローが減少したことから、プライベート・エクイティのディストレスト投資ビークルの対象となるセクターも増加しました。さらに、新型コロナウイルスの感染拡大後のポートフォリオのリバランスにより、以前はアクセス不可能だったプライベート・エクイティの流通市場のファンドへの機会が開かれるでしょう。伝統的な PE のバリュエーション指標は上場市場と比較しても、PE のディールのプライシングがある程度改善することを示唆しています。総合的には、これにより上場市場と比べて PE の長期の予想超過リターンが下支えされ、長期の資金投入が実を結びます。

レバレッジの増加
コロナ禍で PE 企業は流動性や投資目的で割安な信用の利用を増やしました。オルタナティブ資産に関するデータを提供するプレキンによると、新たな買収取引へのレバレッジが急速に高まっています。これには注意が必要ですが、3つの理由から業界の不安材料になるとは考えていません。第一に、使用されている債務の大部分は 2008 年の世界金融危機前の動向と比較してシニアであること。第二に、実績のある企業が保有する資金の額が増えており、リターンボラティリティの低下から明らかなように、リスクと流動性管理に関するプライベート・エクイティ業界の熟達度が高まっていること。第三に、現在 PE 戦略として最も活用されている買収がプライベート市場の運用資産に占める割合が 27% であること (2008 年 9 月は 40% でした)。最後に、リフィニティブ LPC が発表した最新のミドルマーケット・レンダー・アウトLOOKは貸し手の保守的な姿勢が強まっていることを示しています。このため、レバレッジを過剰に使用するリスクは抑えられると考えています。

実績がものをいう
新型コロナウイルスの感染拡大を受けて PE に関する投資家の不安が一時的に高まったものの、この資産クラスの需要は減退しませんでした。危機を受けて、米国の規制当局は退職年金による買収企業への投資と銀行によるベンチャーキャピタルファンドの持分取得を認めました。PE の人気上昇はディールの透明性向上につながり競争も激化しています。確固とした実績、ディールのソーシングとクライアント基盤を誇る PE マネージャーが今後も市場全体をアウトパフォームすると考えています。長期的に見ると、個人投資家が上場株式を上回る超過リターンを得るには、運用会社に加え、様々な戦略、期間、地域にまたがり十分分散された PE へのエクスポージャーが好まれると考えています。PE 業界は積極的に価値を高めるために分散投資しつつ、気候変動や教育などのトピックについて長期的な見解を打ち出す好位置につけていることから、インパクト投資も重視していきます。



市場のリバランスが続く

2020 年はコモディティにとって波乱の年でした。金が史上最高値を更新した一方で、シクリカルな市場は底値に沈み、本稿執筆時点も回復途上にありました。2021 年にかけて、現物資産、特にコモディティにとっては恵まれた環境が続くと思います。

2021 年は景気回復が続き、コモディティの実需を押し上げるでしょう。極端な金融政策と財政政策がようやくインフレ期待を押し上げ、米ドルの重石となり、コモディティを広く下支えするとみられます。リスクセンチメントが大きく変動するおそれがあることから、クレディ・スイスではエネルギーや卑金属などのシクリカルなセグメントに加え、貴金属の両方を含めた多様なエクスポージャーを好します。

“金が史上最高値を更新しても驚くことはないでしょう。”

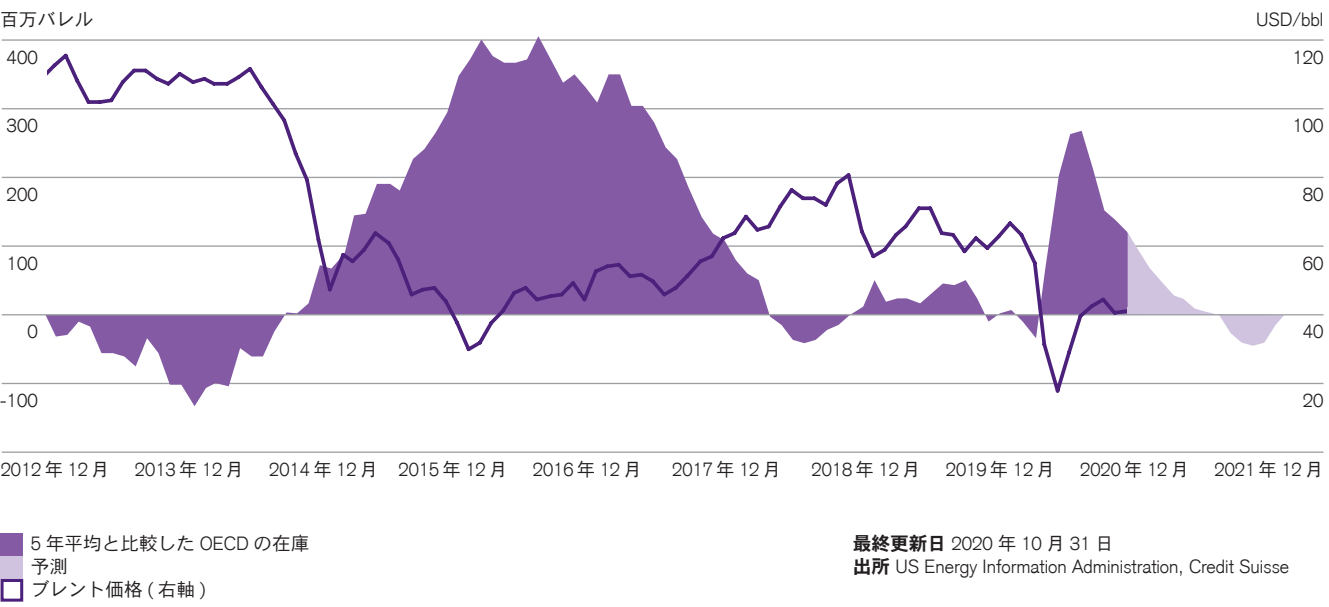
供給を上回る原油の需要
コモディティ独特のダイナミクスという点で、原油をはじめほとんどのコモディティの需要はコロナ前の水準に戻っておらず、2021 年に入ってもその可能性は低迷する見込みです。しかし、コロナ禍によって設備投資がかなり落ち込み、新規プロジェクトの延期や全面中止さえ起きており、需要よりも供給が抑制されています。その結果、危機が最も深刻だった時に積み上がった大量の在庫が消化されると予想され、最終的には現物価格を押し上げフォワードカーブがフラット化するでしょう。

在庫の正常化が進んでいるものの時間がかかることから、特に原油は（クレディ・スイスが 1 バレル = 50 米ドル程度と考えている）均衡水準に追い付きそれを上回る余地があります。もっとも、エネルギーに関する強気の見方については、OPEC プラスと呼ばれる石油輸出国機構 (OPEC) 加盟国と同盟国が公約した減産を守り続けることが前提になることを強調しておきます。と同時に、米国の実質利回りがさらにマイナスに落ち込んだ場合などは、金が史上最高値を更新しそうです。

インフレに注目
インフレ圧力は落ち着いており短期の懸念材料ではありませんが、現在の政策と債務負担の増加という点でインフレに関する討議に目を向ける必要があります。この点に関しては、金を含めた多様なコモディティのバスケットが、以前はインフレに対する優れたヘッジの役割を果たしていました。効果的な避難先として、エネルギーや農産物などインフレを促す要素に関するポジションを建てる一方で、中央銀行の政策がインフレを過熱させていると思われる場合には、金が価格の上昇にポジティブに対応します。

リスク
コモディティに関する強気の見方にとっての主なリスクは、新型コロナウイルスの感染拡大が深刻化して再びロックダウンが実施され、予想よりも景気が低迷することです。逆に、早期にワクチン開発に成功すれば、リバランスのプロセスが加速するかもしれません。2019 年と同様に、貿易摩擦と関税問題も経済活動とコモディティの需要を圧迫する恐れがあります。

嵐の後：原油の在庫は正常化する見通し



変化を求めて

新型コロナウイルスの感染拡大はクレディ・スイスのスーパートレンドの重要性を再認識する好機になりました。

新型コロナウイルスの感染拡大によって多くの私たちの生活はほぼ停止し、それに伴って暮らし方、働き方、学び方は一変しました。変化する経済と社会のトレンドをどのように制御していくかという点で、このことは各国政府に大きな課題を突き付けています。長期のスーパートレンドの枠組みには、今後の変化の多くを先取りする体制が整っているとクレディ・スイスは考えています。事実、2020年にはクレディ・スイスが掲げるテーマを一時的な現象以上に加速する動きが見られ、スーパートレンドのそれぞれがこの厳しい環境下で確固とした位置を保っていることが証明されました。

トレンドを作る

例えば、「不安に満ちた社会 - 包摂的資本主義へ」のスーパートレンドに注目すると、人々の不満の矛先は外国の脅威と思われるものや保護主義ではなく、格差などの国内の問題に移っているようです。パンデミックはどちらかといえば、新たな脅威は世界共通であり個人の保護に加え多国間の協力が必要なことを浮き彫りにしました。サブテーマの「アフォーダビリティ」、「雇用」、「パーソナルセキュリティ」は現在各国政府が抱える問題、そして民間セクターにとっての機会を言い当てています。

2040年までに総額15兆米ドルに達すると推定される世界のインフラ不足を踏まえ、クレディ・スイスは2017年に「インフラ・ギャップを埋める」のスーパートレンドを導入しました。環境にやさしい改革やデジタル改革を加速させるための支出を含めた欧州連合の7500億ユーロに上る復興基金を含め、世界中でロックダウンが実施された期間中に発表された様々な財政刺激策はインフラ投資を対象にしています。このように、パンデミックは投資の延期ではなく拡大を促す可能性があります。

コロナ時代の暮らし方と働き方の点で突如必要になった柔軟性に関わるものとして、「人間の役に立つテクノロジー」のスーパートレンドは特に身近なテーマです。新型コロナウイルスの感染拡大に伴う自粛生活により、既存のサブテーマがますます有意義なものとなり、Eコマース、クラウドインフラの需要、オンライン媒体の消費、人工知能の一時的ではなく恒久的な増加につながっています。在宅勤務、遠隔医療、オンラインショッピング、キャッシュレス決済、ホームスクーリング、エンターテインメントなどのトレンドは今年に入ってから利用と売上の面で新たな成長段階に達しており、デジタル化、自動化、コネクティビティがこの先何年も重要になるでしょう。

高齢者は新型コロナウイルスに最も弱い集団であることから、パンデミックを機に高齢者にも注目が集まっています。効果的なワクチンの開発競争に伴い製薬業界が注目され、「シルバー経済 - 高齢化への投資」のスーパートレンドが話題を集めています。新型コロナウイルスの感染拡大で治療薬と機器のサブテーマが存在感を増しましたが、今後高齢者向けの病院や施設を増やす重要性も浮き彫りになり、ケアや施設のサブテーマにも注目が集まっています。

サステナビリティ：社会のトレンドの中心に

人口ピラミッドの反対側に位置するミレニアル世代の関心の的はテクノロジーとサステナビリティです。ホームスクーリングによる新しい学び方に加え、ネットフリックス、スポティファイをはじめとするサブスクリプション型サービスの消費の増加はロックダウン期間中の中心的なトレンドでした。さらに、このスーパートレンドは最初からサステナビリティを重視してきましたが、この世代は環境・社会・ガバナンス問題への意識が高いことから、クレディ・スイスは単独銘柄の選定に厳格な環境・社会・ガバナンス(ESG)基準を採り入れています。

ミレニアル世代とジェネレーションZはより持続的なビジネスの仕方を求め促しています。その結果、気候変動に対する政府、消費者、企業を含めた社会全般の対応が転換点を迎えたと思われます。そこで、2020年に新しく6番目のスーパートレンド：「気候変動 - 経済の脱炭素化」を導入しました。温暖化の元凶は温室効果ガス (GHG) であり、温暖化が進むほど大規模な洪水や干ばつ、山火事や暴風雨が大幅に増加すると専門家は予想しています。2015年に締結されたパリ協定では、二酸化炭素の排出が「できるだけ早期にピークを打つ」必要があることで各国は合意し、2050年から2100年までの間にカーボンニュートラル（排出と吸収が差し引きゼロ）を実現するために削減量を注視していく姿勢も打ち出されました。

クレディ・スイスは世界経済の二酸化炭素からの脱却に最も効果的に寄与する企業への投資ケースがありうると考えています。新型コロナウイルスの感染拡大による経済の封鎖によって、一部の地域では温室効果ガスの排出が大幅に減少し、将来的に何が達成可能かが浮き彫りになりました。電力と化石燃料源、運輸、農業 / 食糧生産が人間による二酸化炭素排出の大半を占めていることから、「気候変動」のスーパートレンドはこれらのセクターに重点を置いています。

アルファの創出

クレディ・スイスは投資ホライズンが複数年の投資家向けに長期の社会的トレンドを重視しています。セクター株式アナ

リストは主なトレンドを特定し、銘柄選定はセクターに関するアナリストの深い専門知識と特定企業に関する知識に裏打ちされています。特別な積み木システムを踏まえたアクティブな銘柄選定こそが、クレディ・スイスのテーマ別の枠組みの柱といえます。

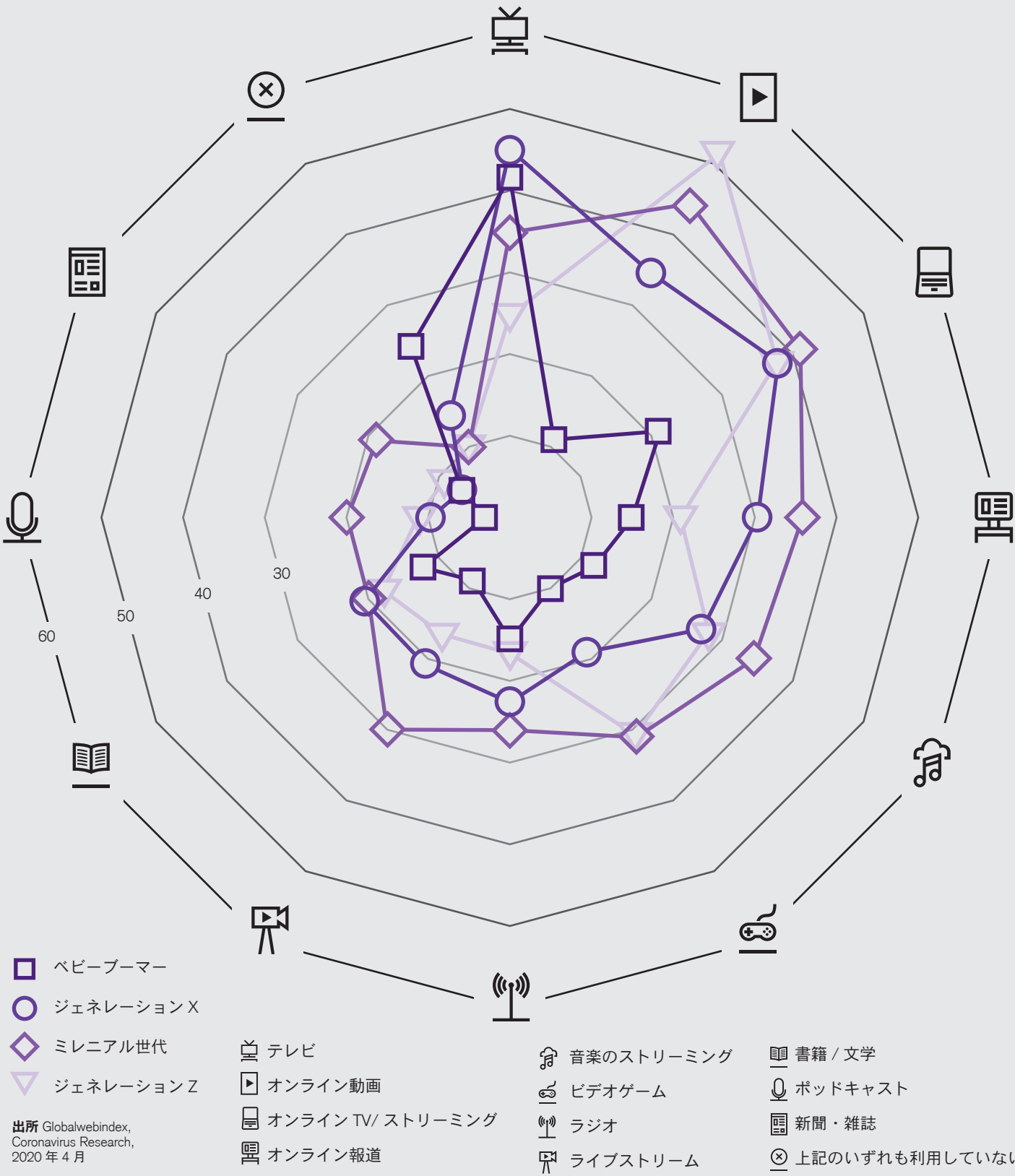
スーパートレンド毎に25-40銘柄を揃えたボトムアップの詳しい銘柄分析を基に、長期的に大きなアルファ創出を目指し十分な分散投資を図っています。しかも、それぞれのスーパートレンドの明確なテーマを重視することで、株式市場全体の指数から大きな距離を保つが可能です。さらに指数に占めるウェイトが高い銘柄と厳選した小型株のバーベル戦略を採用して、それぞれのスーパートレンドではシクリカルな企業とディフェンシブな企業を賢く組み合わせています。このように、スーパートレンドを構築するうえで分散投資とリスク管理を最優先しています。ある企業固有の事象や、産業、地域、通貨における一時的な悪材料から投資家を守ることが狙いです。



詳しく読む：
credit-suisse.com/supertrends

コロナ禍における媒体の消費の変化

新型コロナウイルスの感染拡大が始まってから、以下の媒体を使い始めた、または利用を増やしたと回答した人の割合



2021 年の 投資戦略



利回り追求の 選択肢

米国の FRB が利上げから今後数年はゼロ金利に U ターンしたことは、投資戦略を練る際に念頭に置くべき政策パラダイムが一新したことを浮き彫りにしています。投資家は何を考慮すべきでしょうか？下記で検証します。

新型コロナウイルスの感染拡大に対する大規模な金融政策は、インフレ率が各国中央銀行が容認できる水準に留まる限り、欧州中央銀行のドラギ前総裁の発言にあるように、政策当局者が「どんな手段を使っても」危機を回避しようとすることを明らかにしました。デフレの脅威にせよ短期の過熱にせよ、差し迫った危機が発生する確率は大幅に後退しています。中でも過熱リスクについては、インフレ率が目先市場の懸念材料になる可能性は低そうです。特に、FRB が新たな政策の枠組みでインフレの過熱を容認する姿勢を示したことなどが理由です。公的債務負担の対応に役立つことから、西側の政策当局はこうしたシナリオを好むと思われます。

すべての道は株式に通ず

この政策設定は、実物資産に十分なエクスポージャーがあるようポートフォリオを設定することの重要性を示しています。結局のところ、各国中央銀行が利回りを低水準に押し下げて以来、優良な名目資産の実質リターンは非常に低水準かほとんどの場合はマイナスに陥っています。各国中央銀行がリスクを軽減する方法を模索する中、リスク回避と株式のリスクプレミアムには低下余地があり、中期的にはパフォーマンスにつながる可能性があります。パンデミックによる衝撃から経済が安定化するにつれ、現実の資産を守り長期的な義務を果たそうとする投資家が、ポートフォリオのかなりの部分を株式に投資するようになると思います。

ポートフォリオの衝撃吸収

低金利と利回りのボラティリティの低下によって、ポートフォリオの概ねシクリカル、すなわち株式関連のリスクを分散するうえで、国債に依然として魅力があるかについて疑問が生じています。債券のリターンの見通しが非常に低いだけに、債券はマルチアセットのポートフォリオで役割を果たすべきでしょうか？FRB は政策金利がマイナスに引き下げられる期待に水を差しました。しかし、万が一デフレが迫った場合、利回りをマイナスにして価格を押し上げることを含め、あらゆる選択肢が考慮されることが考えられています。そのため、マルチアセットポートフォリオの一定の割合を国債に投資することが依然として妥当です。インフレ上昇を懸念する投資家の方は、インフレ連動債または現物の国債の配分を増やすことを検討するとよいでしょう。

しかし、リターンの見通しを高めるために株式へのエクスポージャーを引き上げた場合などは、マルチアセットポートフォリオのリスクを調節する代替策を探すべきだと思います。デリバティブ市場を用いたヘッジ戦略が資産を守る 1 つの方法ですが、ヘッジコストとヘッジのニーズは変化することから、時間とともにアクティブに運用することが必要です。もう 1 つの方法は、株式市場の下落局面または横ばいから低リターンの期間に、強力なプラスのパフォーマンスを上げるような市場のポジションを建てることです。これにもアクティブ運用が求められますが、経験が示すように、株式市場の急落時にはクッションになりえます。

ポートフォリオに多様性をもたらす

アセットクラスの追加は、リスクとリターンのトレードオフを改善する方法の 1 つです。低金利と景気回復を踏まえ、不動産がインカム志向を強めつつ魅力的なリターンを提供し続けるでしょう。株式の一部を私募市場に投資することも、中長期のリターンの見通しを高める方法です。スーパートレンドで特定した中長期のテーマに投資することも、ポートフォリオの中長期のリターン見通しの向上に役立ちます。

リターンの見通しを一段と強化

こうした中、環境・社会・ガバナンス (ESG) 基準に沿って投資することは重要なトレンドであり、パフォーマンスの持続可能性にとっても重要だと思われる、サステナビリティと優れたガバナンスを優先するプロジェクトにポートフォリオを仕向けることが可能になります。債券ポートフォリオにおいては、クレジットへのエクスポージャーがリターンの見通しを高めて富を守る方法です。クレジットスプレッドは依然としてコロナ前よりいくぶん高く、全体的に魅力的なリターン見通しを示唆しています。優良セグメントを重視することが肝要です。パンデミックの影響で 2021 年前半は低品質のクレジットセグメントでデフォルト率が上昇すると予想されるからです。

予想

2020 年の景気後退を経て需要の回復が続くことから、2021 年の世界の成長率は 4.1%に達します。ほとんどの主要先進国では金利がゼロまたはマイナスの状態が続くとみられ、株式市場が引き続き魅力的なリターンをもたらすでしょう。債券では、コアの国債のリターンは良くても低水準ですが、クレジットへのエクスポージャーはリターンを高める機会をもたらします。

成長率とインフレ率の予想

実質 GDP(前年比 %)				インフレ率 (年間平均、前年比 %)			
	2019	2020 推 *	2021 推 *		2019	2020 推 *	2021 推 *
世界	2.6	-3.7	4.1	世界	2.5	1.8	2.3
米国	2.2	-3.6	4.2	米国	1.8	1.2	2.0
カナダ	1.5	-5.2	6.0	カナダ	2.0	0.6	1.3
ユーロ圏	1.3	-7.6	4.6	ユーロ圏	1.2	0.3	1.0
ドイツ	0.6	-6.0	4.0	ドイツ	1.4	0.4	1.4
イタリア	0.3	-9.1	5.1	イタリア	0.6	-0.2	0.5
フランス	1.5	-9.4	6.5	フランス	1.3	0.5	0.7
スペイン	2.0	-11.7	5.7	スペイン	0.8	-0.2	0.8
英国	1.3	-11.8	4.5	英国	1.8	0.9	1.4
スイス	1.1	-4.0	3.5	スイス	0.4	-0.7	0.3
日本	0.7	-5.0	1.5	日本	0.6	-0.2	0.1
オーストラリア	2.0	-6.0	5.0	オーストラリア	1.7	0.4	1.5
中国	6.1	2.2	7.1	中国	2.9	2.7	2.5
インド(会計年度)	6.8	4.2	-9.0	インド(会計年度)	3.4	4.7	5.7
ブラジル	1.2	-4.8	4.1	ブラジル	3.7	3.0	3.7
ロシア	1.3	-4.0	2.7	ロシア	4.4	3.3	3.6

* E: 推定

最終更新日 2020 年 11 月 13 日
出所 Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

注 : 過去のパフォーマンス指標や予想と金融市場のシナリオは現在または将来のパフォーマンスについての信頼できる指標ではありません。

“ 目先インフレは市場の懸念材料にはなりそうにありません。

金融市場のパフォーマンス / 予想

株式 *	2020 年初来 2020 年 11 月 12 日 のパフォーマンス	2021 年の予想 トータルリターン	債券	2020 年初来 2020 年 11 月 12 日 のパフォーマンス	2021 年予想 トータルリターン
米国株	13.07%	7.40%	世界の投資適格債 **	6.06%	3.50%
EMU 株	-4.85%	9.10%	世界のハイイールド債 **	3.70%	4.40%
スイス株	1.04%	7.10%	新興国のハードカレンシー債 ***	2.20%	4.40%
英国株	-14.80%	8.40%			
日本株	3.54%	6.80%			
新興国株	10.79%	8.90%			
			通貨 & コモディティ	2020 年 11 月 5 日の 終値	2021 年末の 予想
			ユーロ / 米ドル	1.18	1.25
			米ドル / スイスフラン	0.92	0.88
			ユーロ / スイスフラン	1.08	1.10
			米ドル / 日本円	1.05	100
			英ポンド / 米ドル	1.32	1.35
			米ドル / 人民元	6.62	6.32
			金 (米ドル / オンス)	1870	2200
			WTI (米ドル / バレル)	42	52

* パフォーマンスと予想リターンは配当を含めたトータルリターン。市場とは現地通貨建ての MSCI カントリー / 地域指数を表す。これらの指数の 2015 年 11 月 5 日から 2020 年 11 月 5 日のパフォーマンスを時系列で並べると、MSCI 米国 :7.8%, 21.8%, 7.4%, 15.9%, 18.5%. MSCI EMU: -4.8%, 24.2%, -6.9%, 17.1%, -4%. MSCI スイス : -6.1%, 20.5%, 1.9%, 19.1%, 4%. MSCI 英国 : 13.3%, 14.5%, -1%, 8.6%, -12.5%. MSCI 日本 : -12.6%, 31.6%, -4.6%, 6.1%, 4.3%. MSCI 新興国 : 4.9%, 32.3%, -8.6%, 12.8%, 16%
** バークレイズグローバル投資適格社会とグローバルハイイールド指数
*** JP モルガン EMBIG ダイバーシファイド (国債指数)

最終更新日 202 年 11 月 13 日
出所 Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

注 : 過去のパフォーマンス指標や予想と金融市場のシナリオは現在または将来のパフォーマンスについての信頼できる指標ではありません。

日本向けの投資戦略

着眼大局 着手小局

世界規模のパンデミックという大きな危機は、社会の在り方に変化を促す力になり得ます。これから世界は、いち早く新しい枠組みに適応しようと、自らの変革を加速させていく競争になるでしょう。ただその道筋はいくつにも分かれ、あるものは一時的なもので終わり、あるものは息の長いものとして後世まで残るでしょう。

長期的な投資戦略でも、この変化の勝者を慎重に見極めようとすると、チャンスを逃してしまうでしょう。過去に囚われず、これから将来をみて、変化とともに歩んでいくことが重要です。投資戦略のテーマでは、2020 年は「備えるための運用」を掲げました。2021 年は「着眼大局 着手小局」を掲げ、大きな変化の潮流を見据えつつ、今できることを着実に実行していくことを心がけていくべきだと考えています。

① ポスト・パンデミックの世界

- i. 政策支援の長期化
これからコロナの感染が収束に向かった後も、パンデミック（感染症の爆発的広がり）を警戒する気持ちは人々の心に深く刻まれ続けるでしょう。将来への期待の慎重さは、経済活動ではリスクテイクを抑制する動きにつながるでしょう。これを放置すると、経済は需要不足からデフレに向かうことを心配する声が出てくるかもしれません。その歯止めとして、金融緩和や財政出動という政策支援は長期化していくでしょう。投資戦略で注目されるのは、低い金利水準の継続を前提としたイールド確保のための代替戦略及び金利格差縮小から主要国の為替変動幅縮小を睨んだトレード戦略、さらに低金利環境での高成長期待株式のバリュエーション上昇を踏まえたものになるでしょう。またリスクヘッジとして、ゴールドへの資産配分増も選択肢に入るでしょう。
- ii. 景気回復のスタート
コロナ後の景気回復では、アジアが先行していくでしょう。金利が低い水準で安定する中で緩やか

な景気回復が続くため、クレジット投資は魅力的な投資になるでしょう。また株式では、景気敏感セクターに加え、消費スタイルの構造変化などに着目した長期投資テーマの株式及び経済の構造変化を捉えたロングショート戦略やプライベートエクイティへの投資も魅力的でしょう。

- iii. ゆっくりと後退するグローバリズム
パンデミックの下で、より鮮明になった国内社会の分断へのケアが重要な政治課題になっています。格差是正や社会保障整備への政治面での取り組みは、より強化されていくでしょう。その中でグローバリズムへの熱狂は、ゆっくりと後退していくでしょう。このような変化から注目される投資戦略は、インフラ整備関連の投資や国内雇用保護への取り組みから恩恵を受けるビジネスに関するものになるでしょう。

- iv. パンデミック：投資への教訓（レッスン）
予期せぬパンデミックは、「備えるための運用」の大切さという長期投資の教訓を与えてくれました。資産価格の変動をヘッジすることはもとより、長期安定運用の基本戦略としてのグローバルな分散投資戦略が注目されていくでしょう。

- ② デジタル社会の到来
米国と中国は、地政学的な問題における軋轢もあり、世界経済でのリーダーシップをめぐる競争を激化させていくでしょう。その競争の行方を決める重要な要因は、デジタル化を推進するための技術開発や社会変革にあると考えられています。これらテクノロジー、ファイナンスの先端的分野での開発競争や囲い込みの動きが進んでいくでしょう。

長期投資戦略で、米国と西側諸国のトップ企業と中国でのトップ企業の中から、長期テーマに該当するものが注目を集めていくでしょう。

- ③ カーボンフリー社会への取り組み
人口増加による経済成長モデルは限界を迎えています。これからの世界は、いかに共存していくかが重要な関心となり、持続可能な社会に転換していくことが重要な命題となっています。具体的な取り組みとして注目されているのが、カーボンフリー社会の実現です。このための新しい視点での消費などの経済行動に注目した投資戦略や、新しい投資対象としてグリーンボンドなどや新しい投資尺度である ESG の視点を採用する動きが広がっていくでしょう。

重要情報

本書はクレディ・スイスの投資戦略部門の見解を記載したものであり、投資調査の独立を促すための法的要件に従って作成されているわけではありません。公表された調査推奨に言及する場合であっても、クレディ・スイスの調査部門が作成したものではありません。クレディ・スイスには投資調査の配布に先立つ取引に関する方針を含め、利害の対立を管理する方針を導入しています。これらの方針は本書に記載されたインベストメント・ストラテジストの見解には適用されません。

リスクに関する注意事項

すべての投資は価値とリターンの変動を中心にリスクを伴います。お客様の基準通貨以外の通貨建ての投資の場合、為替レートの変動により価値、価格、インカムに悪影響を与える場合があります。

本書には特別なリスクを伴う投資についての情報が含まれている場合があります。本書に基づき投資決定を下す前や本書の内容に関して必要な説明については、独立のファイナンシャルアドバイザーの助言を受けてください。スイス銀行家協会発行の情報パンフレットである "Special Risks in Securities Trading" にも詳しい情報が記載されています。

過去の実績は将来の成績を示唆するものではありません。成績はコミッション、手数料、その他の課金および為替レートの変動の影響を受ける場合があります。

金融市場リスク

過去のリターンや金融市場のシナリオは将来のパフォーマンスを保証するものではありません。記載された投資の価格と価値、発生する可能性があるインカムは騰落または変動するおそれがあります。決定を下す際は必要とされるアドバイザーにご相談ください。

投資に公開市場がない場合や制限された流通市場しか存在しない場合があります。流通市場が存在する場合でも、市場で取引される投資の価格を予想したり、こうした市場の流動性の有無を予測することは不可能です。

新興国市場

本書が新興国市場に言及する際は、新興国市場に関連もしくは連動した各種の投資や取引、または新興国市場で設立、所在、主に事業に従事している発行体および債務者に関する不確実性 やリスクがあることをご承知おきください。新興国市場にまつわる投資は投機的と見なされる場合があります、価格の変動は先進国 よりもはるかに大きくなります。新興国市場への投資は、新興国市場について独立した知識を有し、かかる投資に伴う各種の リスクを考慮し評価することができ、かかる投資からの損失と という大きなリスクを負うのに必要な経済力をお持ちの高度な投資家または経験豊富な専門家の方に限ってお願いしています。新興国市場への投資に伴って発生するリスクとポートフォリオの資産配分を管理するのはお客様の責任です。新興国市場に投資する際に考慮すべき各種リスクや要因については、ご自身のアドバイザーにご相談ください。

オルタナティブ投資

ヘッジファンドは、規制され承認を受けた集団投資に適 される投資家保護のための数々の規制の対象にはならず、ヘッジファンドの運用会社はおおむね規制を受けません。ヘッジファンドは特定の投資規律や取引戦略に限定 せず、レバレッジやデリバティブのほか、投資の損失リスクが高まるおそれのある複雑な投機的投資戦略を用いてあらゆる市場で利益を追求します。

コモディティ取引は投資した全額の損失を含め高いリスクを伴うため、個人投資家の多くのに向いていないおそれがあります。コモディティ投資のパフォーマンスは自然災害、気候の影響、運搬能力、政局不安、季節の変動、先物と指数を中心とするローリングフォワードの大きな影響といった予測不可能な要因に左右されます。

不動産の投資家は流動性、為替リスクのほかに、景気変動リスク、賃料と現地市場のリスク、環境リスク、法律の改正などのリスクにさらされます。

プライベートエクイティ

プライベートエクイティ (以下「PE」) は上場取引されていない (証券取引所に上場されていない) 企業に対するプライベートな自己資本投資を意味し、複雑で通常は流動性が低く長期間にわたります。PE ファンドへの投資は一般的に財務またはビジネス面で高いリスクをはらんでいます。PE ファンドへの投資は元本の保護も保証もありません。投資家は長期にわたり投資のキャピタルコールに応じる必要があります。それに応じない場合は伝統的に資金口座の一部または全額の没収、かかる不履行の前に行われた投資からの将来のインカムや利益の没収、将来の投資に参加する権利の剥奪、流通市場のバリュエーションよりはるかに低い非常に低価格での投資の強制売却を招きます。企業またはファンドに高いレバレッジがかけられる場合があり、ビジネスや財務面での不利な状態や経済的要因により敏感になる場合があります。こうした投資が激しい競争、ビジネスや経済環境の変化、パフォーマンスに悪影響を与える他の動向に直面する場合があります。

金利と信用リスク

債券が価値を維持するかどうかは、発行体および (該当する場合) 保証体の信用度に左右されますが、債券の残存期間中に信用度が変化することがあります。発行体および保証体が債務不履行に陥った場合は債券または債券から生じる収入は保証されず、当初投資した額を一切回収できない、または回収額が投資額を下回る場合があります。

投資戦略部門

インベストメント・ストラテジストはクレディ・スイスの一任事業とアドバイザー事業におけるマルチアセットクラスの戦略策定とその後の実施を担当しています。モデルポートフォリオが記載されている場合は参考目的でのみ提供しています。お客様固有の状況やリスク許容度によって、ご自身の資産配分、ポートフォリオのウェイト、成績が大きく異なって見える場合があります。インベストメント・ストラテジストの意見や見解がクレディ・スイスの他の部署の意見や見解と異なる場合があります。インベストメント・ストラテジストの見解は更新の義務を負わず予告なしにいつでも変更される場合があります。クレディ・スイスはこうした更新についてお客様の注意を喚起する義務を負うものではありません。

インベストメント・ストラテジストは、リスト形式の投資推奨や格付の変更を含め、過去に発行されたリサーチの記事に適宜言及する場合があります。本書に記載された推奨はクレディ・スイスリサーチが過去に発表した投資推奨の抜粋または言及です。株式については、個別の発行体のカンパニーノートまたはカンパニーサマリーに関するものです。債券についての推奨は、個別のリサーチアラート (債券) または Institutional Research Flash/Alert-Credit Updates Switzerland でご覧になれます。これらはご希望に応じて提供、または <https://investment.credit-suisse.com> でご覧になれます。開示条項は www.credit-suisse.com/disclosure をご覧ください。

配布、売買の勧誘、助言の禁止:本書は情報提供目的でのみ提供されており、お客様ご自身で使用するためだけのものです。証券その他の金融商品の売買を勧誘、提供、推奨するものではありません。事実、意見、引用を含めた情報は凝縮または要約され、執筆日時点のものとして記載されています。本書に記載された情報は市場に関する論評としてのみ提供されており、規制を受けた金融に關する助言、法律、税務、その他の規制されたサービスではありません。投資に関する決断を下す前に考慮する必要がある、何らかの人物の経済的な目標、状況、ニーズは考慮していません。本書に基づき投資決定を下す前や本書の内容に関して必要な説明については、独立のファイナンシャルアドバイザーの助言を受けてください。お客様が情報を受領またはアクセスした日付にかかわらず、本書は執筆日におけるCSの見立てや見解を提供することのみを目的としています。本書に記載された見立てや見解はCSの他の部署のものとは異なる場合があり、予告変更される場合があり、更新する義務を負っていません。クレディ・スイスはこうした更新についてお客様に注意を喚起する義務を負うものではありません。

予測と推定:過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆または保証するものとしてみなされるべきではなく、将来のパフォーマンスに関する表明または保証は明示/黙示を問わず一切行われません。本書に将来のパフォーマンスに関する記載がある限り、かかる記載は将来に関するものであり、複数のリスクや不確実性にさらされます。逆の記載がない限り、すべての数字は監査前のものです。本書で言及されたすべてのバリュエーションはCSのバリュエーション方針と手順に従っています。

利益相反:CSは本書に含まれる可能性のある誤りを修正する権利を留保します。CS、その関連会社または従業員は記載された証券またはそのオプション、それに關する他の投資に關してポジション、保有、重大な利害を持つ、または取引を行う場合があり、適宜こうした投資を追加、処分する場合があります。CSは本書に記載された投資、または言及された企業や発行体への関連投資について、重大な助言または投資サービスを行っているか、過去12ヶ月間に行った可能性があります。本書で言及された一部の投資を単独の組織またはCSの関連会社が提供し、CSがこうした投資の唯一のマーケティングメーカーである場合があります。CSは本書で言及された企業に關係する多くの事業に關与しています。これらの事業には専門的なトレーディング、リスクアービトラージ、マーケットメイク、他の自己勘定取引が含まれます。

税金:本書には投資、法律、会計、税務に關する助言は記載されていません。CSは投資の税務効果に關する助言は行っておらず、独立した税務の専門家に相談されることをお勧めします。課税の水準と基盤は個人の状況によって変わる場合がありますのでご注意ください。

情報源:本書に記載された情報や意見はCSが信頼できると判断した情報源から入手または引用されていますが、CSはその正確性または完全性を保証するものではありません。本書を使用したことから生じる損失について、CSは一切責任を負いません。

ウェブサイト:本書がウェブサイトへのアドレスあるいはハイパーリンクを提供している場合があります。CSは本レポートで参照するCSのウェブサイト資料を除くサイトについては審査を行っておらず、それらのサイトに含まれる内容について責任を負いません。このようなアドレスやハイパーリンク(CS自身のウェブサイトのアドレスやハイパーリンクを含む)はお客様の便宜と情報目的のために提供されており、リンクを貼ったサイトの内容は本書の一部を構成するものではありません。本書またはCSのウェブサイトから当該ウェブサイトへアクセスしたリンクを開く際は、お客様ご自身のリスクで行っていただくようお願いいたします。

データプライバシー:お客様の個人情報はCSの公式ウェブサイト <https://www.credit-suisse.com> を通じて居住国でアクセスできる、CSプライバシー処理原則に従って処理されます。CSの商品とサービスに關するマーケティング資料を提供するため、お客様からマーケティング資料を希望されないと連絡があるまで、Credit Suisse Group AG とその子会社はお客様の基本的な個人データ(氏名、Eメールアドレスなどの連絡先情報)を処理する場合があります。マーケティング資料の受領を中止する場合はリレーションシップ・マネージャーまでご連絡ください。

配布組織

本書で別途規定されない限り、本書はスイス金融市場監督機構（the Swiss Financial Market Supervisory Authority）によって認可、規制されているスイスの銀行である Credit Suisse AG によって配布されています。**オーストリア**：本書は CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich（「オーストリア支店」）または Credit Suisse (Deutschland) AG が配布しています。オーストリア支店は、ルクセンブルグ大公国の認定信用機関であり 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg に登記住所がある CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. の支店です。オーストリア支店は、ルクセンブルグの監督当局である the Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d' Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg、およびオーストリアの監督局である the Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna, Austria のブルーデンス監督下にあります。Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft はオーストリアの監督当局である the Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna, Austria とともにドイツの監督当局である Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) によって監督されています。**バーレーン**：本書は Investment Firm Category 2 として Central Bank of Bahrain (CBB) に認可され規制されている Credit Suisse AG、バーレーン支店により配布されます。関連金融サービスと商品が入手できるのは認定投資家と CBB が定めた認可投資家に限られています。バーレーン中央銀行は本書の内容、または本書で言及した投資ビークルのバーレーン王国内でもマーケティングを点検も承認もしておらず、かかる投資ビークルのパフォーマンスの責任を負うものではありません。Credit Suisse AG、バーレーン支店の住所は Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Kingdom of Bahrain です。**チリ**：本書は（チურიヒ県で設立された）Credit Suiss AG の支店でありチリ金融市場委員会によって規制されている Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada が配布しています。

発行体も証券も法律 18.045 号 the Ley de Mercado de Valores に従ってチリ金融市場委員会 (Comisión para el Mercado Financiero) に登録しております。チリで提供したリー一般に販売することはできません。本書は the Ley de Mercado de Valores 第 4 条 (「一般の人々あるいは一般の人々の内の特定のセクターや特定の集団に対する」ものではない提供) における私的な提供に従って個別に特定された投資家を除き、チリ共和国内で証券の契約をまたは購入の提供、もしくは招待を意味するものではありません。 **ドバイ国際金融センター (DIFC):** 本情報は Credit Suisse AG (DIFC 支店) が配布しています。Credit Suisse AG (DIFC 支店) はドバイ金融サービス局 (DFSA) によって認可され規制されています。関連金融サービスと商品が入手できるのは DFSA が定めたプロフェッショナル顧客または マーケットカウンターパーティに限られています。Credit Suisse AG (DIFC 支店) の住所は Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, United Arab Emirates です。 **フランス:** 本書は 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg に登記住所があり、ルクセンブルク大公国の認定信用機関である CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. の支店である、Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (「フランス支店」) によって配布されています。フランス支店はルクセンブルクの監督当局である the Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)、およびフランスの規制当局である the Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)、the Autorité des Marchés Financiers のブルーデンス監督下にあります。 **ドイツ:** 本書は Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) に規制されている Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft によって配布されています。 **ガーンジー:** 本書は (チューリヒ州で設立された) Credit Suisse AG の支店であり、Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey に事業所がある Credit Suisse AG ガーンジー支店によって配布されています。Credit Suisse AG ガーンジー支店は Credit Suisse AG の完全子会社でありガーンジー金融サービス委員会によって規制されています。ご希望に応じて Credit Suisse AG の最新の監査済み会計報告書をご利用いただけます。 **インド:** 本書はインド証券取引委員会によりリサーチアナリスト (登録番号: INH 000001030)、ポートフォリオマネージャー (登録番号: INP000002478)、株式ブローカー (登録番号: INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631) として規制され、9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, India, T- +91-22 6777 3777 に登記住所がある Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN no. U67120M-H1996PTC104392) によって配布されています。 **イスラエル:** 本書はイスラエルにある Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. によって配布されています。本書はイスラエルで提供されているサービスを含め Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. Credit Suisse AG, によって配布されていますが、the Supervisor of Banks at the Bank of Israel ではなくイスの銀行監督局によって監督されています。Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. はイスラエルで免許を受けた投資マーケティング企業であり、投資マーケティング活動はイスラエル証券庁の監督下にあります。 **イタリア:** 本書はイタリア法に従って設立、登録された銀行であり Banca d' Italia and CONSOB の監督と管理下にある Credit Suisse (Italy) S.p.A. によって配布されています。 **レバノン:** 本書はレバノンで設立された金融機関であり、金融機関免許番号 42 度 Central Bank of Lebanon ("CBL") に規制されている Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL ("CSLF") によって配布されています。Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL は CBL の法規制、および Capital Markets Authority of Lebanon ("CMA") の法律や決定に従います。CSLF は Credit Suisse AG の子会社であり Credit Suisse Group (CS) の一員です。CMA は本書に含まれた情報の内容について、その正確性や完全性を含め一切責任を負いません。本書の内容の責任は発行者、その取締役、合意を得て本書に意見を掲載した専門家など他の人物にあります。CMA は特定の投資家や特定の種類の投資家に対する投資の適性も評価していません。金融市場への投資は非常に複雑で損失のリスクを伴う場合があり、すべての投資家に適しているとは限りません。本投資に関して CSLF が行った適正評価は、クレディ・スイスの社内方針や手順に沿って評価日時時点で投資家が CSLF に提供する情報を基に行われます。CS や CSLF が提供するすべての通信と文書には英語を使用するものとします。この商品に投資することに合意することで、投資家は英語の使用に異議を唱えないことを明示的、取り消し不能で確認するものとします。 **ルクセンブルク:** 本書は 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg に住所があり、ルクセンブルク大公国の認定信用機関である Credit Suisse (Luxembourg) S.A. によって配布されています。Credit Suisse (Luxembourg) S.A. はルクセンブルクの監督当局である Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) のブルーデンス監督下にあります。 **メキシコ:** 本書は C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. にサービスを提供する人物の見解を表しています。("C. Suisse Asesoría") または Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) ("Banco CS")、C. Suisse Asesoría と Banco CS はいつでも見解を変更し、その点に関して責任を負わない権利を留保しています。本書は情報提供目的でのみ作成されており、投資推奨、助言、何らかの取引の執行の招待にはあたらず、投資決定前にお客様の C. Suisse Asesoría and/or Banco CS に関して幹部と行う通信に代わるものではありません。特定のクライアントの投資戦略と目標を考慮したものではないことから、C. Suisse Asesoría または Banco CS は送付された本書に記載された情報を基に下された投資決定について責任を負うものではありません。目論見書、申込書、投資ファンドの投資レジュム、アニュアルレポート、定期的な金融情報には投資家にとって有用な情報が含まれています。これらの文書の発行体、投資ファンドマネージャー、上場されている証券取引所のウェブページ、および C. Suisse Asesoría and/or Banco CS. のリレーションシップ・マネージャーから無料で入手できます。過去の業績と既存の市場の各種シナリオは現在または将来の利益を保障するものではありません。

本書に記載された情報が不完全、不正確、不明瞭な場合は、早急に C. Suisse Asesoría や Banco CS のリレーションシップ・マネージャーまでご連絡ください。C. Suisse Asesoría や Banco CS. が責任を負わずに本書が修正される場合があります。本書は情報提供目的でのみ配布されており、メキシコ銀行証券委員会（“CNBV”）が発行した投資サービスを提供する金融機関その他の穂応身組織に適用される一般規定という点で C. Suisse Asesoría や Banco CS から受領する業務レポートまたは口座明細書に代わるものではありません。本書の性質に鑑みて、C. Suisse Asesoría と Banco CS は本書に記載された情報に由来する責任を負うものではありません。情報は C. Suisse Asesoría や Banco CS が信頼できると判断した情報源から入手または、それに基づいたという事実を損なうことなく、情報が正確または完全であるという保証はありません。Banco CS と C. Suisse Asesoría は送付された文書に記載された情報を利用したことから発生した損失について責任を認めるものではありません。投資家の方は提供された情報が特定の法律上、規制上、金銭的な状況に関して自分の状況や投資プロフィールに沿っているかを確認するか、独立の専門的なアドバイスを受けることをお勧めします。C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V., は証券市場法（LMV）に従って適切に設立された投資アドバイザーであり、30070 の番号で国立銀行証券委員会に登録されているため銀行ではなく、預金の受け取りや証券を保管する許可は受けておらず、Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. その他のメキシコの金融グループの傘下にはありません。C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. は外国の金融機関である Credit Suisse AG との関係、および Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico), S.A. de C.V. との間接的な関係により、LMV に規定された独立の投資アドバイザーではありません。**オランダ**: 本書は 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg に登記住所があり、ルクセンブルク大公国の認定信用機関である Credit Suisse (Luxembourg) S.A. の支店である、Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch（「オランダ支店」）によって配布されています。オランダ支店はルクセンブルグの監督当局である the Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)、およびオランダの監督当局である De Nederlandsche Bank (DNB)、オランダの市場監督者である Autoriteit Financiële Markten (AFM) のブルーデンス監督下にあります。**ポルトガル**: 本書は 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg に登記住所があり、ルクセンブルク大公国の認定信用機関である Credit Suisse (Luxembourg) S.A. の支店である、Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Sucursal em Portugal（「ポルトガル支店」）によって配布されています。ポルトガル支店はルクセンブルグの監督当局である the Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)、およびポルトガルの監督当局である Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM) のブルーデンス監督下にあります。**カタール**: この情報は QFC ライセンス番号 00005 でカタール金融センター規制機構（QFCRA）により認可され規制されている、Credit Suisse (Qatar) L.L.C., によって配布されています。関連するすべての金融商品やサービスは、純資産が 400 万カタールリヤルを上回り、こうした商品やサービスに参画するのに十分な金融に関する知識、経験、理解を有し、ビジネス顧客と分類されることを選んだ個人を含め、(QFCRA が定める) 適格カウンターパーティまたは (QFCRA が定める) ビジネス顧客のみ利用可能です。このため、この情報をそれ以外の個人に提供することや個人が依拠することは禁じられています。**サウジアラビア**: この情報は 2008 年 3 月 21 日に相当する 1429H3 月 23 日付のライセンス番号 08104-37 でサウジアラビア資本市場庁に免許を付与され規制されている Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) によって配布されています。Credit Suisse Saudi Arabia の主たる事業所は King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi Arabia です。ウェブサイト: https://www.credit-suisse.com/sa. 証券のオファーと継続義務に関する規則に則り、資本市場庁が発表した証券のオファー時計遺族義務に関する規則の下で許可された人物を除き、サウジアラビア王国内で本書を配布することは禁じられています。資本市場庁は本書の正確性や完全性について表明を行うものではなく、本書に依拠したことから発生または負担する損失についての責任を明示的に放棄します。本書で提供された証券の購入を検討している方は証券に関する情報の正確性についてご自身でデューデリジェンスを行ってください。本書の内容を理解していない場合は、認可を受けたファイナンシャルアドバイザーにご相談ください。投資ファンド規制に基づき、資本市場庁が発表した投資ファンド規制の下で許可された人物を除き、本書をサウジアラビア王国内で配布することは禁じられています。資本市場庁は本書の正確性や完全性について表明を行うものではなく、本書に依拠したことから発生または負担する損失についての責任を明示的に放棄します。本書で提供された証券の契約を検討している方は証券に関する情報の正確性についてご自身でデューデリジェンスを行ってください。本書の内容を理解していない場合は、認可を受けたファイナンシャルアドバイザーにご相談ください。**南アフリカ**: この情報は南アフリカ金融業界行為監督機構に FSP 番号 9788 で金融サービス会社として登録されている Credit Suisse AG、および南アフリカ金融業界行為監督機構に FSP 番号 48779 で金融サービス会社として登録されている Credit Suisse (UK) Limited によって配布されています。**スペイン**: 本書はマーケティング資料であり、Comisión Nacional del Mercado de Valores に登録された法的組織である Credit Suisse AG, Sucursal en España によって情報目的で配布されています。現在の規制に従い、これは受取人が個人的に利用するためだけのものであり、証券の申し出、個人的な投資助言、商品や投資戦略についての一般的または具体的な推奨とは決して見なさないでください。すべての場合においてクライアントは投資または投資の引上げに関する決定について責任を有するとみなされ、クライアントは本書に記載された情報または意見を基に行うことにした業務による利益または損失の全責任を負います。

本書は財務分析や調査の結果ではなく、したがって、財務調査の作成と配布に適用される現在の規制対象ではなく、その内容は財務調査の独立性の法的要件を順守するものではありません。**トルコ**: 本書に記載された投資情報、コメント、投資推奨は投資顧問活動の範囲外です。投資顧問サービスは当人のリスクとリターンを選好度を考慮して、カスタマイズされた形で認定機関から各自に提供されます。一方、ここに記載されたコメントと助言は一般的なものです。したがって、投資推奨がお客様の経済的な状況やリスクと利回りの選好度に適さないおそれがあります。この理由から、ここに記載された情報に依拠してのみ投資決定を下すと、ご自分の期待に見合う結果を生まないおそれがあります。本書は Levazim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasavler No. 61 34340 Besiktas/ Istanbul-Turkey に登記住所があり、トルコ資本市場委員会の規制を受けている Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi によって配布されています。**英国**: 本資料は Credit Suisse (UK) Limited. によって配布されています。Credit Suisse (UK) Limited. は健全性監督機構によって認可され、金融行為機構と健全性監督機構によって規制されています。本資料は 2000 年金融サービス市場法 2005 年指令の下で除外されていないオフショア組織により英国内で配布されていますが、次が適用されます。英国内でコミュニケーションが行われ、英国内で効果を発揮できる範囲において、本書は英国における投資事業の展開について、健全性監督機構によって認可され、金融行為機構と健全性監督機構によって規制されている Credit Suisse (UK) Limited によって承認された金融プロモーションを構成します。Credit Suisse (UK) Limited の登記住所は Five Cabot Square, London, E14 4QR です。リテール顧客の保護に関する英国の金融サービスと市場法 2000 の規則はお客様には適用されず、英国の金融サービス補償スキームに基づき「適格の請求者」が利用できる補償をお客様は利用できません。課税はそれぞれの顧客の状況に左右され、将来変更されるおそれがあります。

米国: 本書またはそのコピーを米国または米国人に送付、持ち込む、配布することは禁じられています (1933 年の改正米国証券法の規則 S が意味する範囲内で)

Credit Suisse の書面による許可なくして本書の全部または一部を複製することは禁じられています。
Copyright © 2020 Credit Suisse Group AG およびその関連会社。無断転載・複製禁止。

20C014A_IS

執筆者 / 寄稿者

ウォルター・エデルマン
チーフグローバルストラテジスト

ダニエル・ルプリ
シングルセキュリティリサーチ、
株式 & クレジット部長

トビアス・メラス
ウェルスコンテンツ戦略責任者

オリバー・アドラー
チーフエコノミスト、スイス

ジェームズ・スウィーニー
グローバルエコノミクス & 米大陸地域 RCIO

ネビル・ヒル
欧州エコノミクス責任者

フィリップ・リシバック
グローバル株式戦略責任者

サラ・カルナッジ・ウェバー
ポリシー & テーマ別エコノミクス責任者

ジェシー・ギジガー
グローバルクレジット戦略 投資テーマ責任者

ルカ・ビンデリ
グローバル FI, FX コモディティ戦略責任者

ステファン・グレーバー
グローバルコモディティ戦略責任者

ジェレーナ・クチェンコ
グローバルオルタナティブ投資責任者

サラ・レイスナー
オルタナティブ投資ストラテジスト

レト・ヘス
シニアリサーチアナリスト
シングルセキュリティリサーチ株式

ピーター・フォリー
米国エコノミクスストラテジスト

マーク・ハフリンガー
投資ストラテジスト
新興国株式

アナンド A. ダター
オルタナティブ投資ストラテジスト

ジョン・ウッズ
アジア太平洋地域最高投資責任者

レイ・ファリス
南アジア地域最高投資責任者

松本聡一郎
チーフ・インベストメント・オフィサー、ジャパン

デイビッド・ワン
中国エコノミクス責任者

この出版物について

編集主幹
ナネット・ヘシュラー・フェデルブ
エコノミクスとリサーチ RCIO IWM グローバル責任者

編集支援
クリスタ・ジェニ
キャサリン・マクリーン・トラクスラー
クリスティン・ムメンタラー
フルリナ・クラヘンブル

プロジェクトマネジメント
カミーラ・ダム・ルージンガー
セバスチャン・ズーナー
クラウディア・ビリ
セルハト・ギュンス
ズザナ・スクバルコバ
アイリーン・チョウ

編集締切
2020 年 11 月 13 日

デザイン
LINE Communications AG

翻訳
Credit Suisse Language & Translation Services

詳しい情報
credit-suisse.com/investmentoutlook

写真出所
Kirk Hewlett/Alamy Stock Photo (cover, p. 1, p. 2, p. 72);
Credit Suisse (p. 7, p. 9); Westend61/Getty Images (p. 12–13);
vinoverde/Alamy Stock Photo (p. 14–15);
hudiemm/Getty Images (p. 24–25);
Mariusz Niedzwiedzki/Shutterstock (p. 30–31, p. 4);
ViewStock/Getty Images (p. 35); PARETO/Getty Images (p. 52–53);
Dimitri Otis/Getty Images (p. 56–57, p. 5); Lucas Saugen/Stocksy (p. 58).





クレディ・スイス証券株式会社

東京都港区六本木 1 丁目 6 番 1 号
泉ガーデンタワー 24 階

クレディ・スイス証券株式会社

名古屋営業所

愛知県名古屋市中村区名駅南 1 丁目 24 番 20 号
名古屋三井ビルディング新館 9 階

クレディ・スイス証券株式会社

大阪営業所

大阪府大阪市北区梅田 2 丁目 2 番 2 号
ヒルトンプラザウエスト オフィスタワー 16 階

credit-suisse.com

