

2021年第4四半期（10-12月期）のレビューと見通し概要

2022年01月12日

ポートフォリオ・テーマ

- 引き続き強気相場サイクルの終盤にあると考え、比較的大型で高い質を持つ企業銘柄への選好を維持します。
- グロース株が市場を牽引する中、直近でバリュー株が相対的に強くなる場面が見られたものの、次の新たな強気相場が始まるまでは、バリュー株による持続的な市場牽引が起きる可能性は低いでしょう。
- 供給網問題と労働力不足が解消するにつれ、経済成長とインフレ期待は引き続き和らぐ可能性が高く、Fisher Investments（以下「FI」）が選好するグロース株を下支えすると考えます。

市場見通し

- **強気相場は2022年も続く見込み:** 世界市場の上昇余地は大きく、経済成長と政治膠着の継続が2022年に2桁リターン実現を後押しすると見込みます。
- **投資家心理は低下:** オミクロン変異株も一因とした悲観の増加は一時的なものと見込まれる一方、近々に投資家心理が陶酔的な水準に達する可能性を下げてもいます。
- **米国の政治膠着は世界市場にプラスとなる傾向:** 米国中間選挙の年には通常、与党は勢力を失う傾向にあり、極端な大型法案成立の機会は限定されます。議会膠着の増大は、今年後半の世界市場にとって追い風となる可能性が高いでしょう。

2021年第3四半期の世界市場は横這いでしたが、第4四半期には6.7%上昇し、MSCI オール・カントリー・ワールド（ACWI）指数の年間リターンは18.5%となりました。これは、2021年が株式市場にとって素晴らしい年になるというFIの予想を確かめる展開でした¹。新興国市場全体の2021年のリターンは期待を下回りましたが、好リターンを見せた国もありました。

現在の強気相場は2022年も続く可能性が高い一方、長い間見られなかった形で展開しそうです。昨年年初から堅調で、3四半期で平均を優に超えるリターンを記録しました²。2022年も同様に好スタートとなるかもしれませんが、米国中間選挙の年に通常見られるように、年後半にリターンが集中する可能性の方が高いでしょう。政治的不透明感と激しい選挙戦での発言が投資家心理を引き下げ、前半を通して、場合によってはさらにもう少し長く、横這いか若干マイナスのリターンが続く可能性が通常より高いと考えます。

本稿執筆時点で、現在の強気相場は未だ市場調整を経験していません。誤った不安が正しいかの如く認識される中で不安度が深刻化し、2022年に市場調整が発生するかもしれません。しかし、中間選挙に不安はつきものです。後述するように、こうした不安やそれに伴う混乱は年後半には消失するでしょう。

大半の市場予想は、ほぼ2歳の若い強気相場をバリュー株が牽引すべきで、大型グロース株は年老いて疲れていて上昇余地がないと考えています。しかし、FIが長らく主張してきたように、この若い強気相場の魂は年老いていて、市場サイクル終盤と同様の特徴を有しています。

グロース株は市場サイクル終盤で通常アウトパフォームしますが、昨年バリュー株優位を唱える声があがった中でも、よく持ちこたえました。懐疑と楽観が交錯する珍しい状況、経済活動の減速、イールドカーブのフラット化は、この強気相場が、わずか21ヵ月前に始まっ

たものの、終盤の様相を呈していることを示唆します。成熟しつつある強気相場は、バリュー株よりグロース株を好みます。そうした環境では、FI が選好する情報技術および類似セクターや、贅沢品、産業自動化などの分野の質の高い銘柄が、引き続き市場を牽引するでしょう。

そして、弱気相場の到来時期は、1年前のFI 想定よりさらに先になりそうです。当時の投資家心理は極めて楽観的で、小型株の投機色が強い分野では、市場ピークを伴うことも多い陶醉状態になった場面もありました。FI は、経済成長がコロナ禍以前の水準まで減速するという見解を2021年が進む中で述べてきましたが、これは少数派でした。しかし昨年中頃に、デルタ変異株、インフレ急上昇、地政学的緊張の高まり、オミクロン変異株などを巡る懸念から、フロス（細かなバブル）が消えていきました。現在は、SPACの乱高下に見られるように、投資家心理は懐疑的になってきています。強気相場は懸念の壁を上るものですが、現在その壁は高さを増したと思われます。

米国政治は株価動向の鍵となります。米国大統領任期2年目は1年目と似ています：リターンはよりばらつきがあり、1925年以來のS&P 500平均リターンは8.6%³ですが、この平均値は極端な値に基づいています。任期2年目のリターンは通常、大きくプラスか大きくマイナスです。中間選挙実施年のリターンがプラスとなる場合は通常、年後半にリターンが集中します。中間選挙は議会膠着を生み、株式に大きな追い風となります。株価はこれを織り込み、議会膠着が明確となる前に上昇し始めます。勝者と敗者を生み出す大型法案を議会が可決できない場合、不透明感が後退し、どの党が与党にかかわらず株価は上昇する傾向にあります。中間選挙実施年の第4四半期のうち85%で、世界市場のリターンはプラスとなっています⁴。

2022年は、この現象が増大すると見込みます。選挙区再編は安定議席を強化し、選挙戦の喧噪が一層増します。しかし、そうした騒ぎは議会膠着で終わり、政治状況は驚くほど静かに落ち着くでしょう。FI は特定政党を支持していませんが、中間選挙では歴史的に野党が優位となる傾向にあるため、共和党に有利です。加えて、

2020年国勢調査の結果、従来の共和党支持州で議席増、民主党支持州で議席減となったため、選挙区再編も共和党に有利に働きます。民主党の議席優位は僅差で、少しの議席数変化でも共和党が議会を掌握し、2年にわたる恒例の議会膠着が発生し得ます。不透明感が後退し、2022年終盤に株価が上昇することで、「乗り遅れることへの不安（Fear of Missing Out）」に伴う大きな株価上昇が見られるでしょう。

退屈で不安を伴う2022年序盤では、この点を覚えておいてください。予想済みで周知の出来事は全て株価に織り込まれ、懸念通りの展開となった場合でもリターンへの影響は削がれます。よって、FI ではニュースや各種動向を分析する際に、それがプラスかマイナスかという点のみに立脚するのではなく、他に本質的な株価への影響があるかを考察します。

2021年、不動産開発企業の中国恒大のデフォルト時期とその展開を巡る不透明感や、中国国外で上場されている中国企業への規制を巡る不透明感が継続し、中国が新興国市場のニュースの大半を占めました。新興国市場の短期的ボラティリティは予測不能ですが、同市場を現水準からさらに大きく下落させる程のサプライズ要因や規模を伴うファンダメンタルズ面でのネガティブな展開は、現在見られません。国家間の株価動向のばらつきは続くかもしれませんが、中国に対する投資家心理向上に伴い、2022年は新興国市場全体にとって昨年よりずっと優れた年になるでしょう。投資家心理向上のタイミングを正確に予測することはできませんが、今年はグロース特性の強い株式が大きな恩恵を受けて市場上昇を牽引し、強気相場が復活する可能性が高いと考えます。

欧州ではコロナ禍に伴う制限を再導入した国もありましたが、米国外の先進国市場は12月に最大の月次リターンを記録して2021年を終えました。新型コロナ対策は目先の経済成長の重石になり得るものの、株式市場はその展開に慣れており、それを越えた先にある、社会が新型コロナウイルスとの共生に適応を続ける世界を見越していると考えます。先進国経済は引き続き回復し、また多くの国で政治膠着が続くと見込まれます。株価下落を伴うボラティリティはいつでも起こる可能性

があり、リターンを下押ししますが、現在は強気相場継続を下支えする環境にあると考えています。

ドイツでは社会民主党 (SPD)、緑の党、自由民主党 (FDP) による連立政権が誕生し、SPD のオーラフ・ショルツ氏が首相となりました。これら 3 政党の連立政権は初であり、いくつかの政策目標、特に気候関連政策が注目を集めました。しかし各党のイデオロギーは大きく異なり、長期的な政策目標は確定していません。ドイツの新政権は議会膠着に直面し、大型法案可決に苦慮するでしょう。これは直近の政権と同様の状況で、株式市場が慣れていることです。フランスでは 4 月に大統領選挙があり、世論調査によれば現職のエマニュエル・マクロン大統領の再選が濃厚です。フランス大統領選は二回投票制で、中道寄りの候補者が当選する傾向にあります。マクロン大統領に不満を持つ有権者も多いものの、広く有権者の支持を集める候補者と対峙する可能性は低いでしょう。

利上げ、インフレ、ロシアによる武力侵攻、さらなる変異株など何を投資家が懸念しようとも、市場はサプラ

イズに基づいて動きます。これらの問題は絶え間なく議論されています。一個人や人間としては正当な不安かもしれませんが、株価に影響しないのであれば、そうした不安に基づくポートフォリオ・ポジショニングは誤りといえます。オミクロン株を考えてみましょう: 市場の反応は極めて僅かでした。新たな変異株を巡る懸念、そしてコロナウイルスがエンデミック (一定地域での継続的発生) になるという観測の広がり、株式市場が長期にわたり織り込んできました。そのショック力は、すっかりなくなっているでしょう。

-
1. 出所: FactSet、2022 年 1 月 3 日時点。税引後配当金を含む、2021 年 9 月 30 日～2021 年 12 月 31 日および 2020 年 12 月 31 日～2021 年 12 月 31 日の MSCI オール・カンントリー・ワールド指数のリターン。
 2. 税引後配当金を含む、1969 年 12 月 31 日～2021 年 12 月 31 日の MSCI ワールド指数の暦四半期リターンに基づく。
 3. 出所: Global Financial Data, Inc.、2021 年 2 月 21 日時点。1925～2020 年の、米国大統領任期 2 年目における S&P 500 指数のトータルリターン。
 4. 出所: Global Financial Data, Inc.、2021 年 12 月 1 日時点。米国中間選挙実施年の第 4 四半期におけるプラスリターンの頻度。1970～2020 年の MSCI ワールド指数トータルリターンに基づく。

Fisher Investments Japan 開示事項

本資料は Fisher Investments Japan と Fisher Investments の一般的見解を示すものであり、個別の投資アドバイスではありません。

Fisher Investments Japan（以下、「FIJ」といいます）は、Fisher Investments Japan Limited の支店であり、金融商品取引業者として金融庁へ登録されています。FIJ は投資運用業務を日本のお客様へ提供します。

FIJ は、運用業務の一部を FIJ の親会社であり、Fisher Investments の名でビジネスを行っている Fisher Asset Management, LLC（以下、「FI」といいます）へ委託し、又は、お客様の資産を、FI が運用を行うファンドへお客様の同意の下に投資します。FI は、米国の投資顧問業法に基づいて米国証券取引委員会（US SEC）に登録されている独立系投資顧問会社です。

また、FIJ は、日本で投資運用業を行うライセンスを有するお客様に対して、FI の提供する投資運用業務に関し、契約締結の媒介を行います。

本資料は情報提供のみを目的として作成されており、FIJ から直接受領されたお客様限りでご利用ください。本資料は秘密情報を含むため、FIJ の書面での事前承諾なしに、複製、転写、転送等を行うことは禁じられています。本資料は、法務、税務、投資その他のアドバイスを提供するものではなく、また、特定の有価証券の売買を推奨するものではありません。本資料は、いかなる有価証券の取得の申込みの勧誘又は売付けの申込み若しくは買付けの申込みの勧誘を行うものではありません。

本資料の内容は、本資料の配布時期やお客様の投資のタイミングにかかわらず、作成した時点のものであり、FIJ は情報を最新のものに更新する責任を負いません。また、FIJ が信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、完全性について保証するものではありません。

証券投資には損失のリスクがあります。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、将来に同様の運用成果が得られるとは限りません。運用成果は流動的なものです。いかなる運用戦略においても、その運用成果を保証することはできません。

株式市場への投資結果は大きく変動する可能性があります。投資結果は、経済の不透明さや利率、物価指数、与信状況、法改正や政治環境など、一般的な経済情勢や市場環境によって大きな影響を受ける可能性があります。これらの要因は、有価証券の価格や投資の流動性に影響を与える場合があります。低い流動性のために、特定の投資対象物の売買ができず、投資対象物の価格に影響が出る場合があります。為替相場や換算レートの変動が投資効果を減少させる可能性もあります。小型株や中型株への投資は、より市場環境の影響を受けやすくなり、より大きな価格変動にさらされる可能性があります。新興市場への投資には、より高いリスクがあります。社会的、政治的、経済的な安定性に欠けており、証券市場が狭く、取引量も少ないため、流動性が低く、投資対象物の価格がより大きく変動する可能性があり、法的な制度も整っていないためです。これらのリスク要因は、同時に複数組み合わせられて生じる可能性があります。

本資料に運用報酬に関する記載が含まれる場合、当該報酬は弊社の標準的な報酬のサンプルです。実際の運用報酬は、運用戦略や運用資産額に基づいて決定され、お客様との契約書に消費税相当額とともに記載されます。

Fisher Investments Japan Limited

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2766 号
一般社団法人日本投資顧問業協会加入