

2022年第1四半期（1-3月期）のレビューと見通し概要

2022年04月12日

ポートフォリオ・テーマ

- 引き続き世界株式の強気相場サイクル終盤にあると考え、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。
- Fisher Investments（以下「FI」）では世界株式に対して前向きな見方を継続しており、シクリカルおよびディフェンシブなカテゴリーに属する銘柄の相対的な強さは、市場調整を経た後に反転する可能性が高いと考えます。
- 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、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

- **年序盤のボラティリティは典型的な市場調整の模様:** 地政学的不透明感から、世界市場は年序盤に急落しました。紛争は人道上の悲劇ではあるものの、世界経済や世界株式市場を脱線させる程の規模である可能性は低いと思われます。
- **悲観的な投資家心理の増加:** ロシアのウクライナ侵攻とインフレ懸念に牽引され落ち込んだ投資家心理は、投資家の期待値を大幅に下げ、実際の結果が予想より良いと市場が気付く可能性が増加しました。
- **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、政治的不透明感および極端な法案が成立する可能性が減少します。議会膠着の増大は、今年後半の世界市場に追い風となる可能性が高いでしょう。

世界市場は1月4日に高値を付けた後、投資家が金利上昇やインフレ、ウラジーミル・プーチン大統領による非道なウクライナ侵攻を案じるのに伴い、現在の強気相場では初の市場調整局面に突入しました。MSCI ACWI 指数は-13.4%下落して3月8日に底を打った後に上昇し、第1四半期全体でのリターンは-5.4%となりました¹。ボラティリティはあるものの、FIでは引き続き2022年は株式に好ましい年となり、情報技術セクターおよびグロース株が牽引すると考えています。

荒れた年の始まりとなり、中でも悲惨なウクライナ侵攻によって、多くの人が不安を抱えました。しかし、現在の状況は従来的な市場調整だと思われます。今回の市場下落は、典型的な市場調整と同様に、大きな不安を煽るストーリーからメディアが即座に最悪シナリオを憶測する中での、市場高値からの急落でした。2020年のロックダウンに因る（市場調整に類似した）下落は別

として、弱気相場は通常、投資家が格段に楽観的で、弱気相場の可能性を退けさえする中で、遥かにゆっくりと始まります。弱気相場の主因は気付かれないまま拡大し、下落局面のずっと後になるまでほぼ注目されないのが通常です。対照的に、市場調整では素早い下落と回復が見られますが、どちらも直線的には起こりません。また、その後に株式は大きく上昇することが多くあります。

FIでは年初に、2022年は序盤にボラティリティを伴うものの、リターンは年後半に偏る形で最終的に大幅プラスになると予想しました。厳しい第1四半期を経た今は想像し難いかもしれませんが、FIでは現在も、そうした展開となる可能性が最も高いと考えています。戦争の被害者の方々に対しては、心よりご同情申し上げます。ただ、ロシアによる侵攻も制裁措置の影響も、FIの市場見通しを変更させるものではありません。人

的被害は今後何年にもわたって続き、多くの人々にとって取り返しがつきませんが、株式にとってはこれもいずれ過去のものとなるでしょう。地域紛争と市場調整に関しては非常に長い歴史があります。市場調整はV字底で終わるのが通常で、現在は回復局面にある可能性があります。あるいはW字底をしていて、回復前に再び短期的下落があるかもしれません。

FIではロシアによる侵攻を予想していませんでしたが、そうした予想を行おうとも考えていません。また、市場調整やその他の短期的な値動きの予想を試みたこともありません。しかし、今年前半は荒い値動きとなる可能性が高いとは考えていました。現在の市場調整はそれに合致し、過去の米国中間選挙年に見られた市場調整とも類似しています。今回の戦争は、目先の不透明感を増やすだけです。経済面での反応、特に制裁措置により、投資家心理を下押ししインフレを誘発していた問題の一部は引き延ばされました。しかし、これらの問題は株式が乗り越えられないものではありません。MSCI ACWI指数とS&P 500指数はともに、ロシア軍がウクライナを侵攻した2月24日以来、大幅にプラスとなっています。

株式に完璧さは不要という点を、常に覚えておいてください。客観的にネガティブな現実が、株式にも常にネガティブとは限りません。懸念されたほど現実が悪くない場合はなおさらです。戦争による原油・ガス価格高騰のため、FIの当初予想よりも、インフレはより高水準でピークに達し、より長期にわたって高止まりする可能性が高いでしょう。これは客観的には好ましくない状況であり、苦境を生み、人々は苦渋の選択を強いられています。しかし、経済はすでにその打撃を吸収する力強さを証明しました。大型グロース企業を中心に、多くの企業の粗利益率は依然として高水準です。

加えて、インフレ調整後ベースの支出も依然堅調です。世界各国の景気動向調査によると、事業活動は活発で、生産高よりも原価上昇が投資家心理に打撃を与えています。戦争と制裁措置に伴う経済問題に主要地域としては最も影響される欧州でも、同じ状況です。仮に戦争の影響で世界的景気後退が生じた場合、最初にそれを示すのは欧州でしょう。しかし、データによると欧州経

済は大方の予想よりも良い状態にあると示唆されています。欧州経済が縮小しない場合、ウクライナが世界規模の景気後退を招く可能性は低いでしょう。成長減速はほぼ確実と思われますが、株式を足止めするものではありません。FIでは、経済成長率がコロナ禍での経済再開当初に急上昇した後に低下することを、ずっと予想してきました。

新興国市場は、第1四半期に先進国市場より若干大きい-7.0%下落となりました²。しかし注意深く分析すると、新興国市場のボラティリティは中国とその他新興国の乖離の話だとわかります。現在MSCIEM指数を構成する24カ国のうち、17カ国で年初来リターンはプラスであり、その多くは2桁台の好リターンとなっています。一方、中国株式市場は同四半期で-14.2%下落しました³。しかし明るいニュースもあります。MSCIチャイナ指数の3月半ば時点での月初来リターンは-24.9%でしたが、月後半には22.5%上昇しました⁴。月序盤の下落は当初、米当局が米国に上場している小型の中国企業数社を上場廃止となり得る対象企業に加えたことへの投資家心理の反応に端を発し、より大型の企業にも同様の措置が行われることへの不安を誘発しました。そして、深圳市での新型コロナウイルス感染拡大とロックダウンも下落に寄与しました。しかし、3月16日早朝（米国時間）に、中国当局は市場の沈静化に向けた対策を複数発表しました。加えて、情報技術セクターの規制を巡る不透明感の近々の解消、問題ある不動産開発業者に対する救済への注力強化、および緩和的な財政・金融政策の維持を示しました。FIでは、これらの問題が今後大きな根本的影響力を持つとは考えていませんが、投資家心理とリターンを大きく下押ししていたため、中国政府の発表は投資家の信頼強化に繋がったといえます。

多くの市場予想では現在、戦争の影響でエネルギーおよび食品価格が上昇し、消費者信頼感を損なうため、今年にユーロ圏が景気後退局面に突入すると懸念しています。ユーロ圏GDPの縮小可能性はありますが、直近の景気動向調査は、地政学的不透明感にもかかわらずユーロ圏の事業活動が拡大を続けていることを示唆しています。さらにFIでは、エネルギー供給問題は予想

されているほど深刻ではないと考えています。制裁措置を受けてもロシアはインドと中国に原油を輸出しており、その他産油国が欧州に輸出するようになりました。加えて、米国などの世界的な主要産油国は今年に増産予定で、世界供給量は増加見込みです。その他のコモディティと同様に、原油の需給バランスは多くの人々が考えるより良くなる可能性が高いでしょう。

もう一つの大きな懸念としては長期金利上昇があり、特にグロース株にとってマイナス要素として頻繁に挙げられます。しかし、現実はその逆を示唆しています。第一に、これまでの長い歴史の中で、長期金利上昇時でもグロース株は上昇してきました。第二に、長期金利上昇でイールドカーブはスティープ化しましたが、これは経済にとって好ましい兆候です⁵。景気後退が間近ならば、米国債3ヵ月物利回りが10年物利回りを上回り、逆イールドが発生するでしょう。多くの人々が、イールドカーブの中でもそれよりも重要度が低い箇所での逆イールド、例えばよく言われる2年物と10年物のイールドスプレッドなどを懸念しますが、最も重要な3ヵ

月物と10年物のスプレッドは現在、2022年開始時よりも広がっています。驚くべきことに、この点は概ね認識されていません。

戦争で高まった混乱がどれほど続くかは予想不可能です。しかし最終的に混乱は沈静化し、また米国政治の見通しは中間選挙に伴い明確化するでしょう。米国中間選挙では恒例の議会膠着が発生する可能性が高く、これまでの長い歴史で見られてきたように、政治状況が落ち着く中で市場参加者ほぼ全員にポジティブサプライズをもたらすでしょう。これは通常、年終盤の株価上昇に繋がる傾向にありますが、現在の市場調整が株価上昇の到来を加速させるかもしれません。株価上昇が間近か今年終盤かにかかわらず、忍耐強い投資家が報われるでしょう。もちろん、FIではこの市場見通しに関するリスクを注視しており、弱気相場が始まったと考えるに足る大規模なネガティブショックが発生した場合、見解を変更する可能性もあります。しかし現時点では、それに必要な規模とサプライズ力を持つ要因は見当たりません。

-
1. 出所: FactSet、2022年4月1日時点。税引後配当金を含む、2022年1月4日～2022年3月8日および2021年12月31日～2022年3月31日のMSCI ACWI指数のリターン。
 2. 出所: 同上。税引後配当金を含む、2021年12月31日～2022年3月31日のMSCI EM指数のリターン（米ドルベース）。
 3. 出所: 同上。税引後配当金を含む、2021年12月31日～2022年3月31日のMSCI チャイナ指数のリターン（米ドルベース）。
 4. 出所: 同上。税引後配当金を含む、2022年2月28日～2022年3月15日および2022年3月15日～2022年3月31日のMSCI チャイナ指数のリターン（米ドルベース）。
 5. 出所: FactSet、2022年4月4日時点。米国債10年物と米国債3ヵ月物のコンスタント・マチュリティ利回りに基づく。

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