

2022年第2四半期（4-6月期）のレビューと見通し概要

2022年07月05日

ポートフォリオ・テーマ

- Fisher Investments（以下「FI」）では、2022年後半に市場が回復局面を迎え、下落局面で中心となった質の高い企業株が回復を主導する可能性が高いと考えます。
- FIでは世界株式に対して前向きな見方を継続しており、世界市場の回復時にはグロース株およびテクノロジー株が主導すると見込んでいます。
- 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

- **ネガティブなボラティリティの継続は既定路線ではない:** 世界市場は、穏やかな景気後退という確実と言うには程遠いシナリオを含め、周知の不安要素を株価に織り込み済みの可能性が高いと考えます。一方、経済面でのポジティブ要素は概ね無視されています。
- **投資家心理は予想外の市場回復を下支え:** 投資家心理は、インフレ、世界各国の金融政策、中国のロックダウン、その他の様々な要因を巡る懸念を受けて落ち込み、投資家の期待値を大幅に低下させました。それにより、現実が予想よりも良いと市場が気付く可能性が増したと言えます。
- **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、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。

不安に満ちて荒れた上半期の株式市場は第2四半期に激しさを増し、世界先進国市場は5月に-20%下落水準に迫り、6月半ばには同水準を突破しました。今年の新興国市場は、先進国市場よりは若干良い水準で推移したものの、長期にわたる下落局面の最中にあることは同様です。定義的な観点からは、今回の下落は弱気相場として記録されるでしょうが、後から見てのラベリングには、今後を見据えた際の重要性は大してありません。急激な市場調整と浅い弱気相場には意味のある差異はなく、ともに力強い市場回復に先行することが多くあります。ただし、FIの強気姿勢とそれに関連するグロース株選好が第2四半期の絶対および相対リターンの大きな下押し要因となってしまったことは、認識しています。

今回の市場下落には、景気後退の可能性、金利上昇、インフレ、供給網問題、中国のロックダウン、石油・ガス価格、米国の激しい政治状況、その他も含め、多くの不安要素が絡んでいます。今、投資家にとって大切なのは、先を見据えることです。FIでは、激しい市場下落に通常は続いて起きる反発局面を捉えることが非常に重要と考えます。そして、その反発局面に備えて正しいセクターおよびスタイル選好をしておくことも、等しく重要です。市場が前回高値からの-20%下落水準を一度突破すれば、底打ちは非常に近いのが通常です。世界先進国市場に関して、-20%下落後の底打ちから6・12ヵ月後のリターン中央値は、それぞれ25.9%・33.3%です。¹

2022年の当初、FIでは、今回ほどの規模の下落は見込まなかったものの、上半期の相場は荒い値動きとなり、深刻な不安に苛まれる場面も発生すると予想しました。また、米国中間選挙を経て政治的膠着状況が明白になり、

不透明感が低下するにつれ、今年の下半期には株価が上昇するとも予想しました。現在下半期に入り、大半の人は想定できていない大きなリターンに向けた素地が整ったと思われます。株式市場の現状を考えれば、楽観的過ぎるように聞こえるかもしれませんが、世界市場は過去にも大きな損失分を素早く取り戻してきました。2018年後半に-20%近い下落を耐えた後、世界先進国市場は2019年半ばまでに下落前水準まで戻しました。1998年には、10月時点の年初来リターンはマイナスでしたが、第4四半期の株価急騰で通年リターンは22.8%へ上昇しました。ⁱⁱ 市場回復局面の正確なタイミングは後になってからでしかわからないものの、株式は悪い年から良い年へ非常に素早く好転することがあり得ます。

個人投資家も機関投資家も、その大多数は市場回復を想定できていません。ヘッドラインは、悪いニュースを大きく報じ続け、良いニュースは無視するか、多くの反論を持ち出してわかりにくくしています。軽い景気後退はあり得るものの、その可能性を株式はすでに織り込み済みの可能性が高く、各種指標の大半は景気後退が進行中あるいは差し迫っているとは示してはいません。米国では、耐久財受注が過去8カ月のうち7カ月で増加し、4月の前月比0.4%増から、5月は同0.7%増へ加速しました。ⁱⁱⁱ テクノロジー投資も、見通しは明るい模様です。年間1,000億ドル超の支出を管理する最高情報責任者142人に対してJPMorganが直近で実施した調査では、企業のテクノロジー関連予算は今年5.3%増、来年は5.7%増を示唆しています。^{iv} もちろん、予算計画は決定事項ではありませんが、入手可能なデータや情報からは、米国企業が広範にわたり投資を削減している様子は窺えません。米国以外でも、各種指標は依然ポジティブな兆候を示しています。6月の購買担当者景気指数(PMI)も、英国、ユーロ圏、日本で引き続き景気拡大を示唆しました。ただし、ユーロ圏では拡大減速の兆候が見られています。

それでも、ヘッドラインは、現在は景気後退期に入ったとしつこく騒ぎます。企業調査の数値下落を見て景気後退的だとする投資家もいますが、大半の調査では景気拡大基調をはっきりと記録しています。経済成長減速とはいえ、成長をしています。米国債10年物と2年物のスプレッドの逆イールド化が時折発生して注目を集め続けていますが、それ以上に重要な10年物と3ヵ月物のスプレッドがより開いている点は注目されずにいます。このようにネガティブ要素に執着し、それに反する証拠は退ける状況を、FI創業者、会長兼共同CIOのケン・フィッシャーは「不振による悲観(Pessimism of Disbelief)」と長らく呼んでいます。これは市場の底打ちとともに起きることが多く、目下蔓延しています。不振による悲観は、市場が不安要素を織り込む手助けをし、不安要素がサプライズを起こす力を減らします。軽い景気後退が現実化したとしても、おそらく今後の市場への影響は甚大なものにはならないでしょう。

2020年のコロナ禍、2018年の関税を巡る貿易摩擦やヘッジファンドの清算、または2015年の人民元切り下げなど、何であれ大幅下落は大抵多くても2つから3つの怖いストーリーを伴います。今回の下落に関しては、FIでは7つも認識しており、相互に関連している不安要素の数え方によってはもっとあるかもしれません。その数が不透明感を増幅し、株価下落を伴うボラティリティを高めます。しかし、不透明感解消に伴い、安堵に伴う大きな株価上昇へ向けて市場を備えることもします。直近のFIの観測では、ヘッドラインによる不安が大衆の意識から消えるには約4ヵ月を要するようです。

今回の市場下落では、エネルギーや公益事業など元来バリュー特性の強いセクターが一部の不安要素による恩恵を受けた一方、グロース株が最も打撃を受けたため、グロース株選好のFIもマイナス影響を受けました。現在、多くの人が、弱気相場後は通常バリュー株が主導すると主張し、バリュー株による市場牽引を謳い、今後も継続すると推測しています。しかし、今年のバリュー株による市場牽引は、投資家心理の浮き沈みに左右される市場の方向性と非常に密接に関連しています。世界株式が下落した日は、グロース株は決まってアンダーパフォーム

しました。一方、株価が上昇した日の72.7%で、グロース株はアウトパフォームしました。^v よって、株価上昇場面は、グロース株が主導する可能性が高いと考えます。さらに補足として、最も下落した株式が大抵は最も高く反発する傾向にあります。現在、それに該当するのは、テクノロジー企業、コミュニケーション・サービスセクター内のテクノロジー類似分野、eコマース企業や贅沢品企業といった分野にあるグロース株です。こうした企業株は、市場回復時に最も大きな恩恵を受ける可能性が高いでしょう。反発時の効果は必ずしも持続するわけではありませんが、市場底打ち後の少なくとも6ヵ月かそれ以上は持続することが多くあります。

先進諸国の景気後退懸念は、第2四半期の新興国市場株式も下押ししました。これは、おそらく新興国の素材セクターで最も顕著で、第2四半期に同セクターは-20.6%下落しました。^{vi} FIでは、この大部分は投資家心理に基づくものと考えています。景気後退懸念は、コモディティと結び付きの強い産業に大きな影響を与える傾向にあります。経済衰退により、原油、銅、鉄、その他の経済成長に敏感な主要原材料への需要が大打撃を受けると人々が想定するためです。しかし、西洋諸国経済の幅広い各種指標は、甚大な景気後退が進行中あるいは差し迫っているとは示唆していません。これは、投資家心理と現実との間に乖離を生みますが、それは強気材料だと考えます。もし先進国経済が単に横這い気味で推移すれば、コモディティ輸出国にとっては一定の安堵をもたらすでしょう。

中国が今春の新型コロナ制限から脱したことは、第2四半期に3.4%リターンを記録して新興国全体を牽引する手助けとなったことに加え、世界的な景気後退懸念への新たな対照的側面と言えます。^{vii} 上海は2ヵ月間にわたったロックダウンを6月1日に終了し、経済活動の大半が戻りつつあります。北京とその他の数都市も上海の後に続き、直近数週間に発表された、対象を絞った形の刺激策の一部導入を可能にしました。それ以降、上海とマカオの一部は制限を再導入し、経済回復も短命に終わるのではとの懸念に繋がりました。しかし、FIではそれは性急過ぎる結論だと考えます。一つには、旅行者の隔離期間短縮を政策担当者が6月下旬に発表し、新型コロナ制限の緩和を示唆しました。また、5月には、制限は継続中だったにもかかわらず、経済データは改善を見せ始め、中国企業が制限を上手く乗り切っていることを示しました。消費と住宅用不動産は依然逆風であるものの、工場および港湾での旺盛な活動は、的を絞った刺激策による貨幣供給量および流通速度の増加と合わせて、今年中の穏やかな経済成長の継続を示唆しています。加えて、6月には中国テクノロジー企業に対する規制強化の動きが和らぐ兆しが増え、滴滴出行(Didi)を含め、以前に新規ユーザー登録を禁止された一部アプリの再開が許可されました。また、中国政府は6月初旬にビデオゲーム約60タイトルを認可しました。これは、規制強化が始まった時期である2021年7月と同水準の最高認可数です。^{viii}

世界経済には部分的に強弱両面ありますが、現実には、増加する景気後退予想が描くよりも良好な状態にあるとFIでは考えます。このような現実と期待値の大きな乖離は、弱気相場の底打ちが近いことを示唆していると言えるでしょう。ネガティブ要素が不安を牽引して投資家心理が過度に低下した場合、市場は不透明感の解消に伴って反発するために備えます。いつ反発するかは知り得ませんが、悲観論が株価に織り込まれることで、遠くない未来にグロース株主導による市場回復が起きるための準備が整います。

ⁱ 出所: FactSet、2022年6月30日時点。MSCIワールド指数プライスリターン、1969年12月31日～2022年6月30日。

ⁱⁱ 出所: FactSet、2022年6月27日時点。MSCIワールド指数プライスリターン、1997年12月31日～1998年12月31日。

-
- iii 出所: 国勢調査局、2022年6月27日時点。
 - iv “Despite Recession Fears, Companies Aren’t Pulling Back on Technology Investments”、Susan Caminiti、CNBC、2022年7月1日。
 - v 出所: FactSet、2022年7月1日時点。MSCIワールド指数が上昇した日において、MSCIワールド・グロース指数が同バリュースコア指数をアウトパフォームした頻度、2021年12月31日～2022年6月30日。
 - vi 出所: FactSet、2022年7月6日時点。MSCIエマージング・マーケットのエネルギーセクターおよび素材セクター指数の米ドル建てリターン、税引後配当金込み、2022年3月31日～2022年6月30日。
 - vii 同上。MSCIチャイナ指数の米ドル建てリターン、税引後配当金込み、2022年3月31日～2022年6月30日。
 - viii “China’s Regulators Exclude Tencent, NetEase as They Approve 60 Online Game Titles in June”、Pearl Liu および Zhou Xin、South China Morning Post、2022年6月7日。

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おります。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ます。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