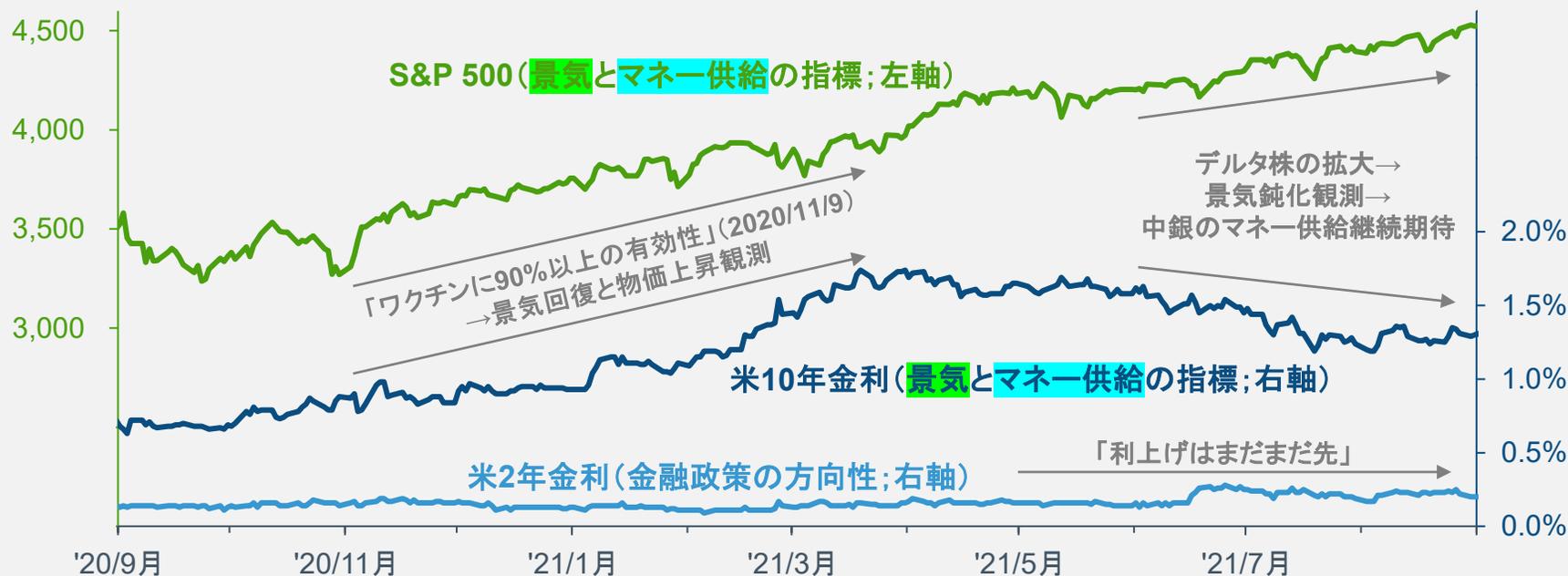


## 金融市場の振り返りと現状：リスクテイクの継続（考え方：「景気」と「マネー/金融政策」の2軸で考える）

- ・【**景気の見方**】6月以降、新型コロナウイルス・デルタ株が世界各国で経済活動を抑制しました。しかしながら、金融市場では、「実体経済はスローダウンに留まり、景気後退につながるわけではない」との見方が優勢でした。
- ・【**マネーの供給**】デルタ株の拡大によって、金融市場では、「先進国の中央銀行を中心に、①『パンデミック対応』のマネー供給（＝国債買い入れなどの金融緩和）や②低金利政策は、継続される」との見方が優勢でした。

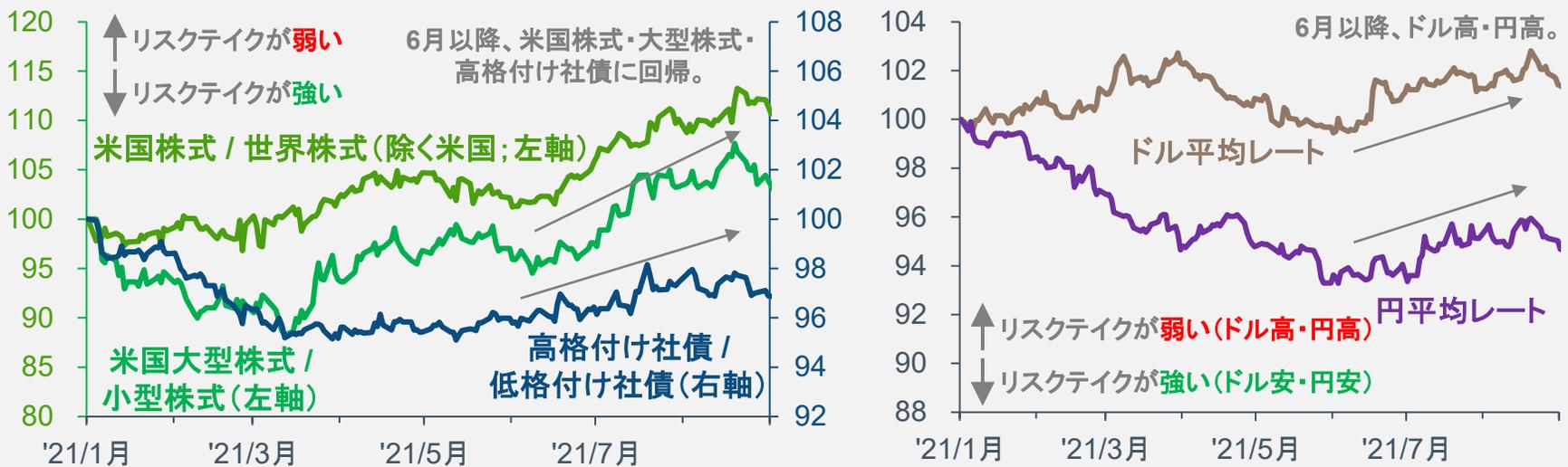
### Q1. リスク・オン？ リスク・オフ？ A1. リスクオン

### 過去1年の米国金利と株価

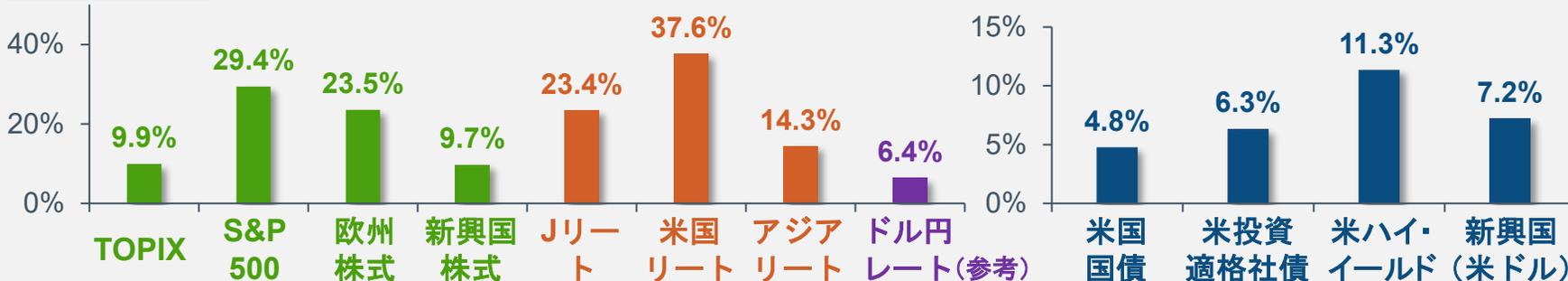


### (深入り) Q2. どの程度のリスクオン？ A2. 慎重なリスクテイク

### 2021年・年初来の相対的な動き(年初=100)



### 参考データ① 2021年・年初来のトータルリターン(利息・配当込み、円換算) 株式・リート・債券市場

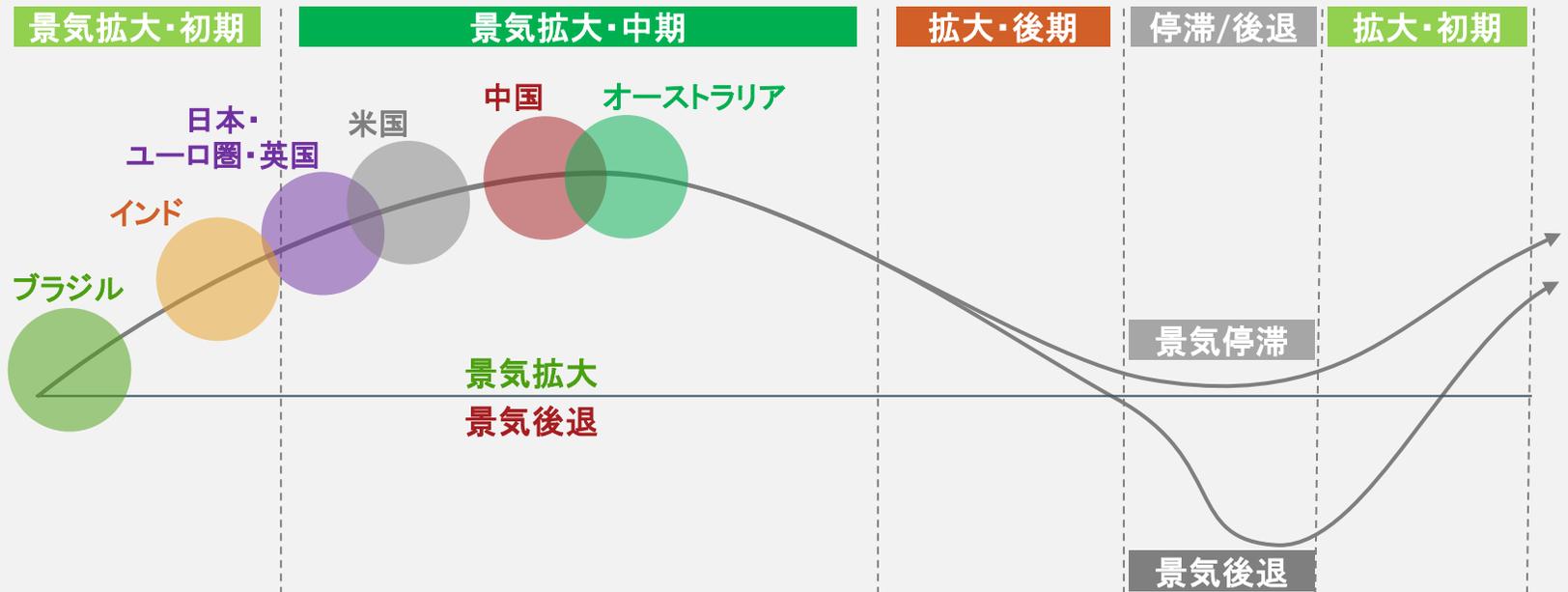


【出所：いずれも】Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。【注：上図】データ期間：2020年9月1日～2021年8月31日、日次。【注：中左図】データ期間：2021年1月1日～2021年8月31日、日次。「米国株式/世界株式(米国を除く)」: MSCI USA IndexをMSCI All Country World excluding USA Indexで割ったもの(価格リターン)。「米国大型株式/小型株式」: Russell 1000 IndexをRussell 2000 Indexで割ったもの(価格リターン)。「高格付け社債/低格付け社債」: ICE BofA US Corporate IndexをICE BofA US High Yield Indexで割ったもの(価格リターン)。「注：中右図】データ期間：2021年1月1日～2021年8月31日、日次。「ドル平均レート」: J.P. Morgan USD NEER Index。「円平均レート」: J.P. Morgan JPY NEER Index。【下図】データの期間：2021年1月1日～2021年8月31日、日次。「欧州株式」: MSCI Europe Index。「新興国株式」: MSCI Emerging Markets Index。「Jリート」: 東証REIT指数。「米国リート」: FTSE NAREIT All Equity REITs Index。「アジアリート」: S&P Pan Asia REIT excluding Japan Index。「米国国債」: ICE BofA US Treasury Index。「米投資適格社債」: ICE BofA US Corporate Index。「米ハイ・イールド」: ICE BofA US High Yield Index。「新興国(米ドル)」: ICE BofA US Emerging Markets External Debt Sovereign & Corporate Plus Index。

**景気の状態**: 米国はマラソンで言えば15km付近。ペース緩やかに。(確認ポイント: 「立ち位置」と「スピード」)

### Q3. 米国景気の立ち位置は? A3. 景気拡大の中期

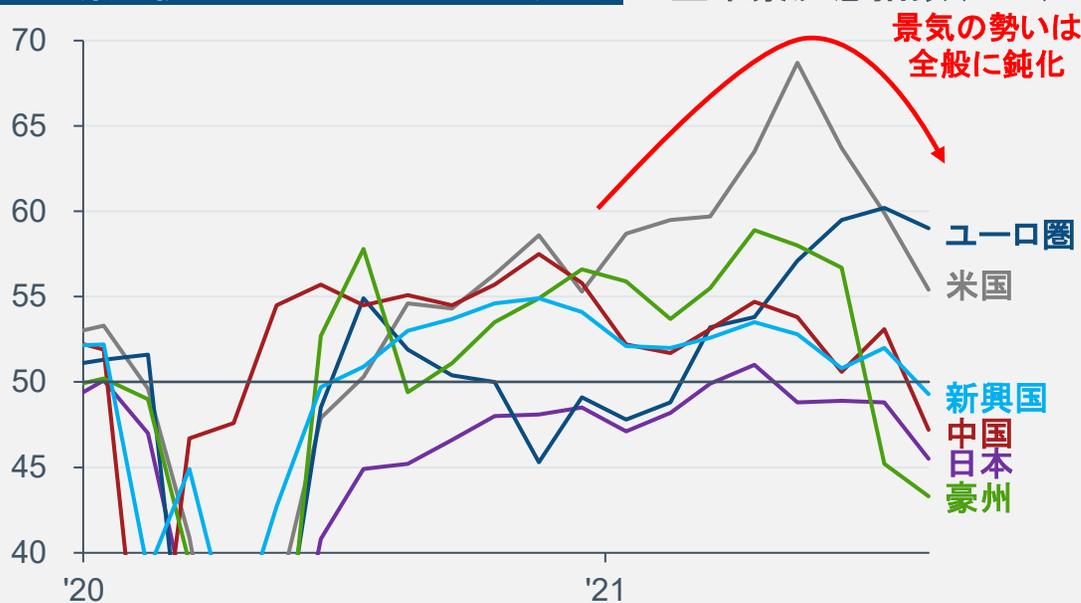
### 景気循環のポジション(イメージ図)



【上図】労働市場などの回復状況を見ると、新型コロナウイルス対策と景気刺激を積極的に行った**オーストラリア**や**中国**が景気回復で一步先を進んでおり、マラソンに例えれば、景気の進行度合いは「折り返し地点」付近と見られます。これらの後を、ワクチン接種率と似た形で、**米国**や**欧州**、**英国**、**日本**が追いかけています。**新興国**は、ワクチン接種の遅れやインフレに伴う利上げなどで、景気回復が概して遅れぎみです。

### Q4. 景気拡大のスピードは? A4. 鈍化

### 企業景況感指数 (PMI)



【左図】主要国・地域の景況感は、このところ鈍化しており、PMIは好不況の境目である「50」を割る国や地域も複数あります。これは、**新型コロナウイルス・デルタ株の拡大**によるものと見られ、**景気後退につながるようなものとは考えにくいでしょう**。景気拡大のスローダウンは、景気や金融市場の過熱防止や金融政策の様子見につながるため、必ずしも悪材料ではありません。

ただし、**最近の中国**は、資本主義システムの導入で生じた格差是正を目指す『共同富裕』の思想に伴い、大手テクノロジー企業への規制強化や労働者の保護、学習塾の非営利団体化など、**経済活動への介入姿勢を強めており、中国景気の更なる鈍化には注意が必要です**。

### 参考データ②

### 国際通貨基金 (IMF) による2021年と22年の経済成長率見通し

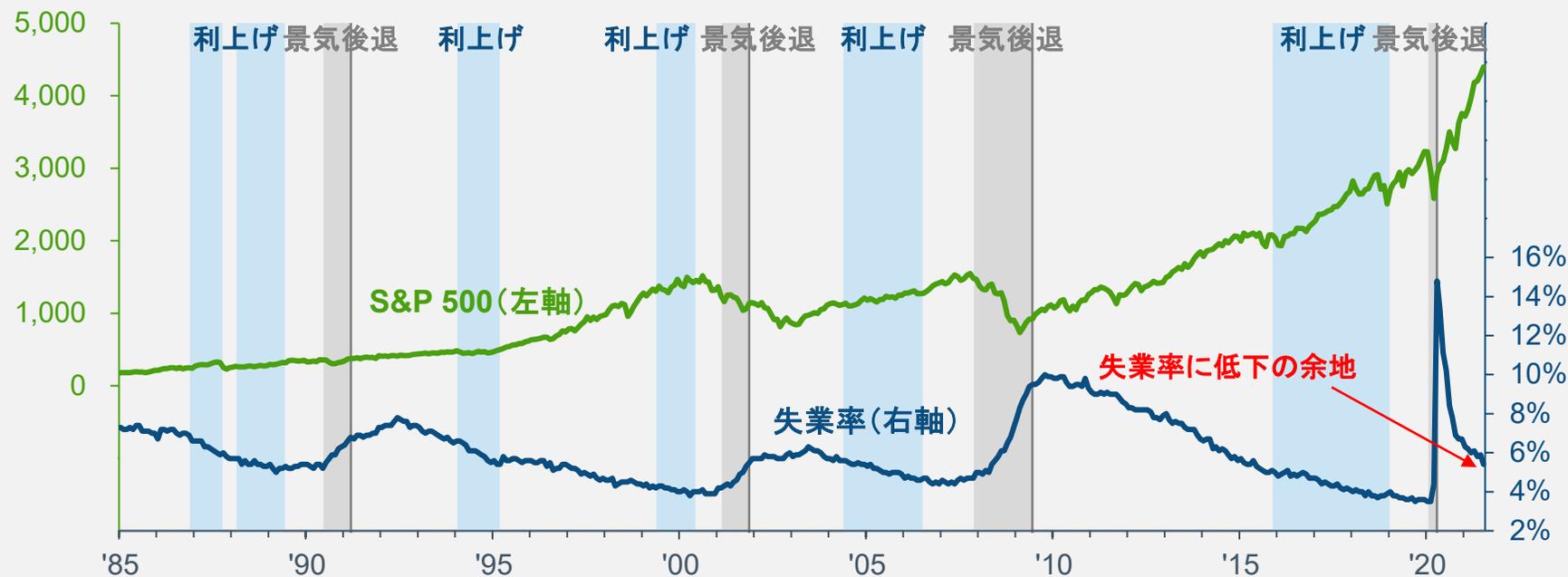


【出所: 上図】各国労働統計局、経済協力開発機構 (OECD)、Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。【注: 上図】直近評価時点: 2021年8月末時点で得られるデータに基づく。各国の失業率や就業者数、OECD景気先行指数などを、過去の水準や循環傾向と比較。各国のサイクルの大きさや期間は毎回異なるため、円の位置は数値として正確に、あるいは機械的に決まるものではない。【出所: 中図】IHS Markit、Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。【注: 中図】データ期間: 2020年1月~2021年8月、月次。企業景況感指数 (PMI) は、企業の購買担当者に対する事業状況についてのアンケート結果で、50を上回る(下回る)と、過半数の回答企業が「自社の事業が前月よりも拡大(縮小)している」と回答していることを示す。【出所: 下図】国際通貨基金 (IMF)、フィデリティ・インスティテュート。【注: 下図】2021年7月時点の見通し。「ASEAN-5」は、タイ、ベトナム、マレーシア、インドネシア、フィリピン。

**景気の見通し**(≡金融政策の見通し): 景気動向に変化をもたらす予兆である「利上げ」はまだまだ先。  
(いつも確認するポイント:「失業率の低下余地」と「利上げのタイミング」)

## Q5.景気拡大はいつまで? A5.利上げの後。ポイントは利上げ

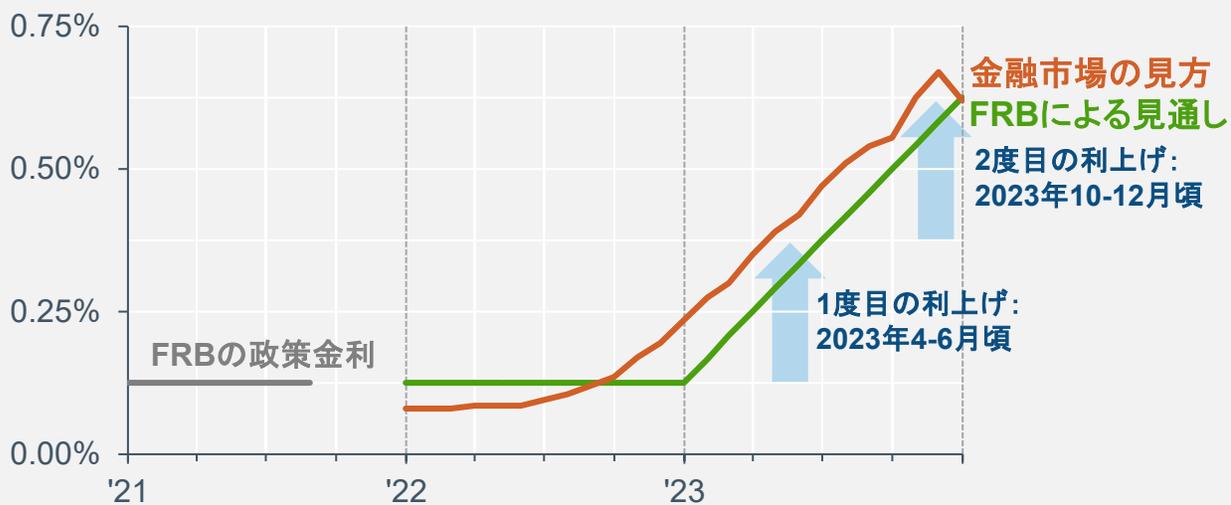
## 米国の失業率と株価



【上図】心配しないといけないのは、利上げです。過去は、利上げ終了後、しばらくしてから、景気後退や弱気相場が訪れています。もちろん、まだ、利上げは始まっていません。今後は、金融緩和が少しずつ取り下げられ、経済が自立する中、様々なイベントで、変動性が高くなるかもしれませんが、資産運用は継続できる環境です。

## Q6.利上げはいつ頃? A6.2023年以降

## FRBと金融市場の政策金利見通し

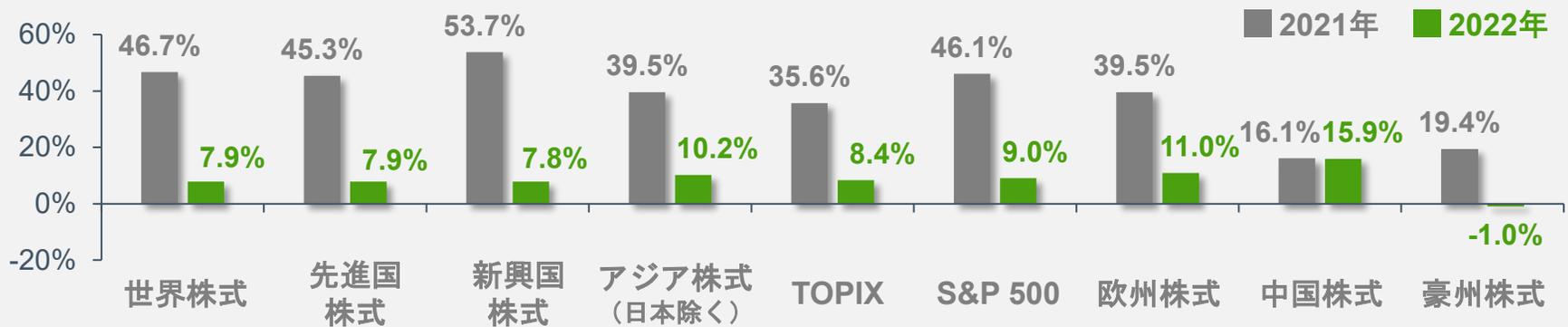


【左図】最初の利上げについて、①FRBも、②金融市場も2023年以降と考えています(→1回の利上げ幅を0.25%と想定)。言い換えれば、「来年中は利上げは実施されない」見通しです。

念のために書き添えておくと、上記のとおり、過去は、「利上げ開始＝景気後退入り」ではなく、「利上げ終了後、しばらくしてから、景気後退入り」です。

## Q7.景気は拡大が続くとして企業業績はどう? A7.来年も増益(平年並み)

## 2021年と22年の増益率見通し



【出所: 上図】米労働統計局(BLS)、米連邦準備制度理事会(FRB)、全米経済研究所(NBER)、Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。【注: 上図】データ期間: 1985年1月~2021年7月、月次。【出所: 中図】米連邦準備制度理事会(FRB)、シカゴマーカンタイル取引所、Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。【注: 中図】データ期間: 2020年1月~2021年8月27日、週次。「FRBによる見通し」: 2021年6月時点の見通し。「金融市場の見方」: フェデラルファンド先物(2021年8月31日時点)。「FRBの政策金利」は、FRBが政策金利を誘導するレンジ(現行: 0~0.25%)の中央値。【出所: 下図】I/B/E/S、Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。【注: 下図】予想値のデータ時点: 2021年8月26日。「豪州株式」: S&P ASX 200 Index。その他の特定されていない株式はMSCIの各指数。「TOPIX」は円建て、年度ベース。「欧州株式」はユーロ換算。

**マネーの方向:** 中央銀行による新規のマネー供給は減る。⇒投資家は、マネーに頼れず、考え始める。

(原則: マネーが供給されると、リスクテイクが増える。)

原則の適用①: マネーの新規供給が減る・止まるなら、変動性が高まる可能性。

原則の適用②: // マネー供給の恩恵が大きかった業種の調整に注意。

原則の適用③: // 全体の上昇は鈍くなり、個別企業の業績見極めが重要。

**Q8. 米國中銀(FRB)のマネー供給はいつまで? A8. 来年後半に止まる見込み** 米国の金融政策と株価



【上図】米國中銀(FRB)の保有総資産と株価は連動しているように見えます。

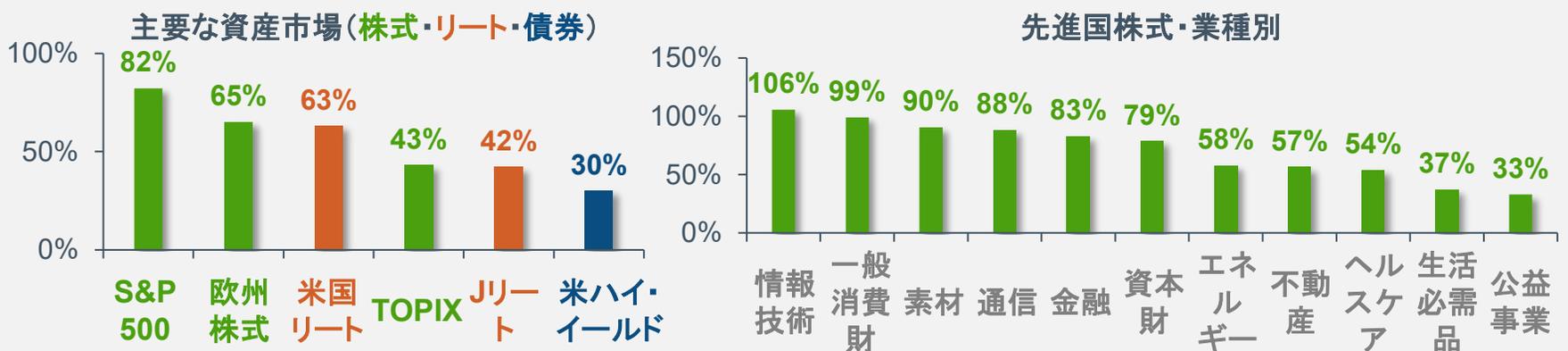
【メカニズムと副作用】2007-09年の金融危機以降、資産価格を後押ししてきたのは、中央銀行によるマネーの供給です。中央銀行が国債などの資産を大量に買い取ると、もともとこうした資産を保有していた投資家は、受け取ったお金を(消費に回すわけではなく)他の資産を買うことに充てたため、様々な資産の価格は「押し出される」ように上昇しました。①リスクテイクが拡大して資産価格は割高になり、②経済は低体温のまま、「持てる人」と「持たざる人」の経済格差が拡大しました。

【過去の傾向と今後の考え方】過去は、FRBの保有総資産が「横ばい」になり(=新規マネーの供給が停止されて)、しばらくすると、**資産価格の変動性が高まっています**。FRB幹部の発言に従うと、保有総資産が「横ばい」になるタイミングは、**2022年後半頃と見られます**。今後は変動性の高まりに備えて、(今までは好調であった**米国株式・成長株式・テクノロジー株式**だけでなく)幅広い地域や資産クラスへの分散投資を徹底することが一案です。

【下図】資産価格はこれまで、マネー供給の恩恵を大きく受けてきましたが、まもなくその支えがなくなり、各企業の実力が問われる局面に移行すると見られます。今までは、マネーに頼って市場全体を買えば大きな値上がり利益を得られましたが、**プロの投資家は今後、どの業種や企業が他に比べて良くなるのかを考え、投資先を選別し始めます**。マネー供給の恩恵が大きかった業種の調整に注意が必要で、市場全体の上昇は鈍く、個別企業の業績見極めが重要になると考えられます。

**Q9. マネー供給の恩恵を大きく受けた資産や業種は? A9. 米国株式やテクノロジー・セクター**

巨額の金融緩和・財政出動後(2020年4月以降)のトータルリターン(利息・配当込み、円換算)



【出所: 上図】米連邦準備制度理事会(FRB)、Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。【注: 上図】データ期間: 2006年1月~2021年8月27日、週次。【出所: 下図】Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート【注: 下図】データ期間: 2020年4月1日~2021年8月31日。「欧州株式」: MSCI Europe Index。「Jリート」: 東証REIT指数。「米国リート」: FTSE NAREIT All Equity REITs Index。「米ハイ・イールド」: ICE BofA US High Yield Index。「先進国株式」: MSCI World Index。

## 【今後6か月から1年先の相対観】米国株式からの分散を

### 参考付録①

←多めの配分 中立 多めの配分→

安全資産(現金・国債)					リスク資産(株・リート・社債)
米国株式					世界株式
米国株式					日本株式
先進国株式					新興国株式
成長株式(グロース)					割安株式(バリュウ)
大型株式(時価総額大)					小型株式(時価総額小)
株式					リート
先進国リート					アジア・リート
高格付け債(国債含む)					高利回り債(ハイ・イールド)
貴金属(ゴールドなど)					一般商品
現預金					ゴールド

←変動性小さい 変動性大きい→

【左図】米国の利上げはまだ先で、景気拡大は続くと見られます。

米国の金利は、デルタ株の収束や金融環境の正常化などをきっかけに、来年前半あたりに上昇に転じる可能性があります。

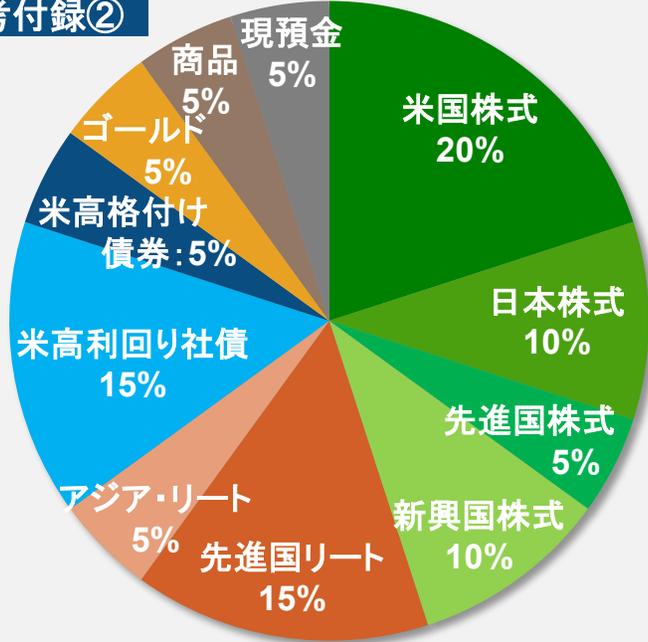
低金利やマネー供給の恩恵を受けてきた米国の大型・成長・テクノロジー株式については継続保有しつつも、①相対的に割安な米国以外の株式や、②インフレに強い実物資産であるリートなど、幅広いリスク資産への分散投資を検討するタイミングと見ています。

金利上昇時は、高格付け債に比べ、高利回り債(ハイ・イールド債券)が優位になる傾向があります。

景気回復や金利上昇の局面は、ゴールドよりも、一般商品や株式に恩恵をもたらす傾向があります。

## 【長期を見据えた資産配分】現金の保有は限定的に

### 参考付録②



【左図】中央銀行はすでに大量のお金を発行していますが、財政状況や今後の課題(後述)を考えると、国債の消化をサポートせざるを得ず、今後の政府支出や国債の増発はその大部分がお金の発行で賄われていくと見られます。

今後を考えると、経済格差の是正や気候変動対策、老朽化したインフラの更新、企業のESG対応など、財政拡大やインフレにつながる要素が挙げられます。インフレのリスクを考慮すると、現預金や国債の魅力は乏しいと思われます。

他方で、公的な社会保障は、増税や給付の削減、あるいはインフレで実質的に縮小する可能性があり、資産運用は重要で、なおかつ自分の将来や後世代に、現預金や国債以外の資産で持ち越すことを検討する局面と考えます。

実物の裏付けがあるため、現預金や国債に比べてインフレに耐性のある株式やリートを中心に、一般商品やゴールドなども幾分保有をすることが考えられます。

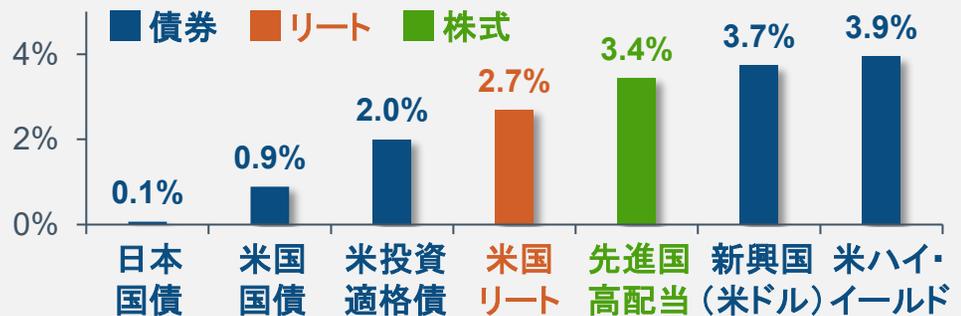
### 参考付録③

## 金融市場が織り込む中長期の期待リターン

期待リターン(100円の投資で期待される利益率)



利回り(100円の投資で期待される配当や利息のリターン)



【出所】上図および中図】フィデリティ・インスティテュート。【注】上図および中図】2021年8月末時点のものであり、政治や経済などの環境変化で変化する可能性があります。また、これらは、あくまで例示目的であり、投資の推奨や勧誘ではありません。資産配分は、各投資家の家族構成や資産金額、リスク許容度などで大きく異なります。【下左図】データ時点:2021年8月31日。株式益回り(市場アナリストの12ヵ月先予想株価収益率・PERの逆数)。「欧州株式」:MSCI Europe Index。「新興国株式」:MSCI Emerging Markets Index。「米割安/成長株式」:Russell 3000 Value/Growth Index。【下右図】データ時点:2021年8月31日。「日本国債」:ICE BofA Japan Government Index、「米国国債」:ICE BofA US Treasury Index、「米投資適格債」:ICE BofA US Corporate Index、「米ハイ・イールド」:ICE BofA US High Yield Index、「新興国(米ドル)」:ICE BofA US Emerging Markets External Debt Sovereign & Corporate Plus Index、「先進国高配当」:MSCI World High Dividend Index、「米国リート」:FTSE Nareit All Equity REITs Index。株式とリートは、過去12ヵ月実績配当利回り。

マクロのマーケット情報を  
知りたい...



お客様との会話に  
役立つ情報が欲しい...

1分で完了！  
ご登録はこちら



## ■ 皆さまのご提案活動をサポートする情報がメールで届く

- ✓ マクロストラテジスト重見吉徳のコラム
- ✓ アドバイザー様向け勉強会のお知らせ 等

マーケットやファンド情報、資産運用に関する情報が満載の  
フィデリティ投信のメールマガジン(無料)をぜひご活用ください

## ■ ご注意点

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
  - 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
  - 当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として申し述べたものであり、その銘柄又は企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
  - 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
  - 投資信託のお申し込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様自身の責任においてなさいますようお願い申し上げます。なお、当社は投資信託の販売について投資家の方の契約の相手方とはなりません。
  - 投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。
  - 販売会社が登録金融機関の場合、証券会社と異なり、投資者保護基金に加入していません。
  - 投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。
  - 投資信託は、国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、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目論見書や契約締結前交付書面を良くご覧下さい。
  - 投資信託説明書(目論見書)については、販売会社またはフィデリティ投信までお問い合わせください。なお、販売会社につきましては以下のホームページ(<https://www.fidelity.co.jp/>)をご参照ください。
  - ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。
    - ・申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限 4.40%(消費税等相当額抜き4.0%)
    - ・換金時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保金 上限 0.3%
    - ・投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限 年率2.123%(消費税等相当額抜き1.93%)
    - ・その他費用: 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。
- ※当該手数料・費用等の上限額および合計額については、お申込み金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。ファンドに係る費用・税金の詳細については、各ファンドの投資信託説明書(目論見書)をご覧ください。

ご注意) 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、フィデリティ投信が運用するすべての公募投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しておりますが、当資料作成以降において変更となる場合があります。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く目論見書や契約締結前交付書面をご覧下さい。

## フィデリティ投信株式会社

金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第388号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

MK211028-1