

年間見通し

# Catch-2022

政策のパラドックスを解き明かす

フィデリティ・インターナショナルの世界経済見通し、  
マルチアセット・株式・債券・不動産

This is for investment professionals only and should not be relied upon by private investors



# 目次

---

概観	3
マクロビュー	5
マルチアセット	7
世界株式	9
日本株式	12
債券	14
不動産	17

# 概観



Andrew McCaffery  
Global CIO, Asset Management

## 政策のパラドックス

2021年は、多くの人々が待ち望んでいた経済回復の年でした。ビジネスが再開され、通勤者はデスクに戻り、勇気ある人は休暇を取ることもできました。しかし、エネルギー価格の高騰、高水準の債務、ピークを過ぎた成長の中では、それを「正常な状態に戻った」と断言できる人はいなかったに違いありません。

このような状況下では、中央銀行や政府が、市場の信頼を失うことなく、さまざまな「Catch-22」(あるいはCatch-2022)と呼ばれる難問、すなわち、1961年に発表されたジョセフ・ヘラーの同名の小説に登場する航空隊員が直面した難問を彷彿させるような、解決策が見当たらないジレンマに対処しようとするため、今後1年間に政策上のミスが生じるリスクが高まります。

ジレンマの1つは、景気回復を妨げることなく、金融引き締めとインフレ抑制を行う方法です。もう1つは、低炭素経済への移行に伴うエネルギー価格の上昇にどう対処するかという問題です。これらの相反する力学を解きほぐすために、政策を微調整することは容易ではありません。

### 持続的なインフレーション

インフレ圧力は一過性のものであるという中央銀行のレトリックにもかかわらず、サプライチェーンの遮断や脱グローバル化、さらに長期的にはネット・ゼロを達成するためのコストなどにより、一部の価格上昇は持続すると思われる。インフレを放置す

れば後々大きな問題になりますが、積極的に抑制すれば、すでに失速している経済成長を妨げることになります。

結果として、物価が上昇し、中央銀行が資産購入を比較的早期に縮小したいと考えているにもかかわらず、金利は長期にわたって低い状態が続くと考えられます。第2次世界大戦中よりも債務残高が増加している現在、システムを維持するためには超低金利が必要だからです。

### 中国の実体経済への取り組み

一方、中国は、金融資産の下落に対応するのではなく、債務の削減や不平等の是正など、実体経済を重視した経済モデルに移行する決意を固めたようです。これは長期的には市場にとって有益です。モラルハザードを増大させ、投資家がより正確に資産を評価できるようになるからです。



とはいえ、同国の政策スタンスは2022年のグローバル経済の成長の重荷となり、コンセンサス予想が下方修正される可能性があります。

## 資産配分における気候変動の影響

気候変動が資産配分に与える影響を考える必要性が2021年に高まりましたが、2022年には加速すると考えられます。化石燃料の輸入業者はエネルギー安全保障の改善を望み、投資家は経済のより抜本的な再配置に備えて、気候変動対策や新技術を模索しています。気候変動に対する各国政府の認識は高く、グローバルでの協調が保証されていなくても、気候変動対策は広がりを見せています。

しかし、消費パターンを変えるという課題は容易ではなく、ネット・ゼロへの道のりには、まだ織り込み済みではない多くの障害があると考えられます。2022年には上場銘柄同士の相関性が高まる可能性があることを考えると、プライベート市場は長期投資家にとって、特にブラウン資産のグリーン化という点で、今後も引き続きオルタナティブな成長プロファイルを提供できると考えています。

アジアの債券や株式への投資は分散効果が見込まれる一方、バリューを重視した先進国株式や不動産への投資は緩やかなインフレに対するヘッジとなるでしょう。

## 米ドルの動向

米国債の購入を友好的な外国人に頼ることが多くなり、米ドルを取り巻く環境は変化しています。2022年にボラティリティが上昇した場合、投資家のディフェンシブ姿勢の強まりを背景に、米ドルは恩恵を受けるかもしれません。しかし、中国や日本がエクスポージャーの巻き戻しを加速させたり、米国の債務上限問題や財政赤字、高水準のマネーサプライを懸念してイールドカーブが上方にシフトしたりすれば、米連邦準備制度理事会(FRB)は国内の買い手を引き付けるために、ある時点でより高い金利を提示しなければならなくなるかもしれません。

同時に、2022年には財政支援が縮小されるため、特にエネルギー価格が高止まりしている場合には、所得が伸び悩み、失業率が上昇する可能性があります。中央銀行は突然、流動性引き締めコメントを撤回せざるを得なくなるかもしれません。撤退しなければ、「catch」が働く可能性があります。市場は、インフレが長期にわたって続く可能性があると考え始め、年明け以降、リスクの再評価が進むことになる可能性があります。



垂直農法の機械から出てきた高密度の芝生を検査する作業員(Credit: George Frey / Stringer, Getty Images)

# マクロビュー



Salman Ahmed  
Global Head of Macro and  
Strategic Asset Allocation

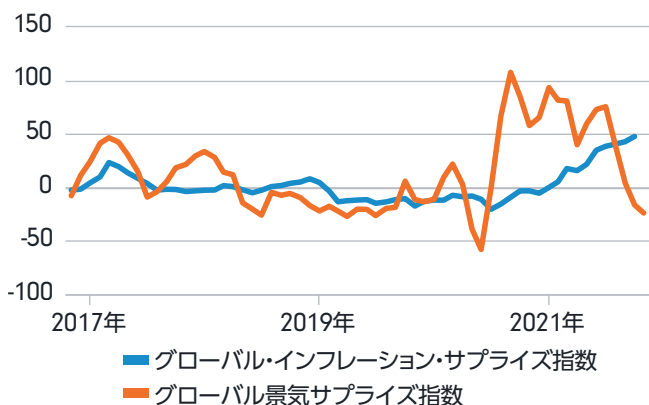
## Catch-22のダイナミクス

来年は、世界中の政策当局が下すいくつかの重要な決定によって、その方向性が決まるでしょう。主要な中央銀行は、現在予想されているよりも長引く可能性があるインフレ高進に対して、どう対処するか決断を迫られることになると思われます。経済成長が急速に鈍化し始めていることを考えると、その選択は特に難しいものになる可能性があります。

中国では、当局が不動産部門を支援するか否か、するならばそれはいつなのか、またどのように支援するのかを決めなければならない局面にあります。また、現在のエネルギー危機により、各国政府はグリーンエネルギーへの移行をもたらすボラティリティをどのようにして軽減するか、判断を迫られることになるでしょう。このように、2022年には政策当局が「Catch-22」のダイナミクスに直面すると我々は考えています。

新型コロナウイルスが、風土病のように管理可能ではあるものの永続的な暮らしの一部になっていく前に、パンデミックの最後の余波が2022年を通しグローバル経済に影響を与えられると思われ（さらに危険な変異株が登場しない限り）。新興国は、ワクチン接種率の低迷により後れを取る可能性があります。しかし、一時的な需給のミスマッチが解消されればインフレ圧力も落ち着くだろうと、各中央銀行は考えています。

図表1: 高まるスタグフレーションのリスク



出所: Refinitiv, Citi, フィデリティ・インターナショナル、2021年10月

## インフレは予想より長引く可能性あり

しかし、今回のサイクルではインフレはなかなか払拭し難く、パンデミックによる混乱が収まった後でもインフレ率が新型コロナウイルス発生以前の水準まで下がらないと思われる要因がいくつかあると、我々は考えています。例えば、低所得者層の賃金上昇、米国における住宅コストの上昇、インフレ期待の高まり、そして気候変動対策などが挙げられます。

積み上がった債務と人口動態に起因する構造的なデフレーションの流れはあるものの、インフレを押し上げる循環的な力は一過性ではなく持続的なものであると考えられます。

各中央銀行はすでに、成長を支えることを優先するか、それとも目標値を超えるインフレを抑えることを優先するかという、「Catch-22」型の選択に直面し始めています。許容される誤差が小さいため、政策のミスが起こる可能性は高いと思われます。しかしこの場合でも、FRBと欧州中央銀行(ECB)は、現在進行中の財政出動を支えるために実質金利をマイナスに維持する圧力を受けており、さらに各国の債務負担が非常に大きいことから、インフレを抑えようとしても制約を受けることとなります。2022年には、欧米ではパンデミック対策が一段落し、財政支援が縮小されます。しかし、政治全体が政府支出を構造的に増やすことを支持する方向にシフトしていることから、パンデミック前のトレンドと比較して、財政赤字は引き続き大きいままになる可能性があります。

## 移行に伴うコストの管理

低炭素経済への移行という大きな課題に直面すると、炭素価格の上昇を織り込んだ構造的な設備投資の傾向として、特定の主要なインプットに対する需要が供給を上回る時期は当然あります。現在のエネルギー危機は、特に在庫が不足しているときに、新旧経済のインプットの価格が影響を受けることを示しています。

世界中の政府は、現在の価格上昇がもたらす政治的コストと、遅すぎる行動の結果との間でバランスを取る必要があります。このような状況は、今後数年間にわたって繰り返されることになり、進歩のスピードと資本の再配分を決定づけることになるでしょう。

プラスの面としては、民間、特に脱炭素技術に向けた資本配分が、マクロ経済や政策との関連性を高めていくと考えられます。

## 中国の「3つの山」改革

一方、中国では、新たな成長モデルの具体化に向けて、重要な政策決定を迫られています。パンデミック後の好景気に続く経済成長の鈍化が、中国政府による一部の経済部門、特に不動産セクターの改革による格差解消の取り組みによって悪化しています。中国政府が取り組む、いわゆる「3つの山(医療、教育、不動産)」に対する政策は、大幅な規制変更によるマクロ的なコストが表面化しつつあることから、2022年にははすべて「Catch-22」のようなジレンマに直面すると思われる。

中央政府がこのまま手をこまぬいていると、各セクターへの悪影響は底を打つまで今後数四半期にわたり続くと予想されます。一方、これらが経済全体に及ぼす影響のタイムラグを考慮すると、GDPに対する打撃はより長い期間にわたり継続する可能性があります。

しかし、すでに政策が緩和され始めている可能性がある兆候も見られます。これが不動産市場と広範な経済成長を支援するための協調的な取り組みとなるかどうか、またそのスピードがどのくらいのものになるのかが、2022年の中国とその他の世界の経済成長に大きな影響を与えることになると考えられます。

**来るべき年のマクロ環境は要するに、2022年に新型コロナウイルスに感染(catch)することは2021年や2020年に比べて危険度は低いかもしれないが、2022年には2022年なりの「catch」、すなわち難題が、グローバル経済と政策の前に待ち受けている、ということではないでしょうか。**



# マルチアセット



Henk-Jan Rikkerink  
Global Head of Solutions  
and Multi Asset

## 確実性の高まりを見極める

現在の景気サイクルの終了はまだ遙か先であり、12カ月から18カ月先までの株式の見通しについては我々は楽観的な見方を持っています。大規模な災害がない限り堅調に成長し、収益もそれなりに確保できるでしょう。しかし、成長のモメンタムは鈍化しており、バリュエーションやポジショニングには注意が必要です。

アセットアロケーションを決定する上で重要な情報を提供しているグローバル・マクロチームは、政策の不確実性、インフレの高止まり、中国の景気減速などのリスクが高まっていると指摘しています。これらを総合的に判断して、株式に対して中立的な見方を持って2022年の幕開けを迎えます。短期的にはボラティリティが上昇すると予想しており、見解を変更するに当たっては、マクロ状況の明確化や市場の売られ過ぎのシグナルを注視します。

### ワクチン接種がパフォーマンスを牽引

地域別では、主に新興国におけるワクチン接種率の低下と金融引き締め政策により、先進国市場の株式は2022年もアウトパフォームを継続すると予想しています。米国は、そのディフェンシブな性質、金融・財政政策による下支え、そして堅調な企業収益を背景に、特にボラティリティが上昇した場合には、堅調に推移すると予想しています。

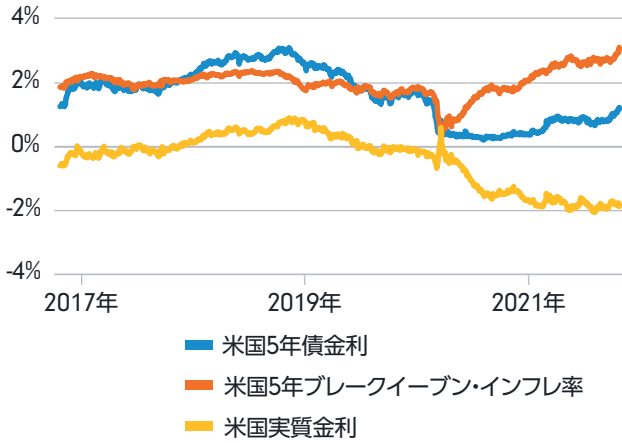
日本も、ワクチン接種率の上昇により、好調な1年になると思われます。日本を除くアジアの見通しについて

は、より慎重な見方をしています。中国はいわゆる「部屋の中の象」のような存在であり、今後の政策の方向性を占うのは困難です。

### 米国債の見直しを変更

債券に関しては、米国の名目金利(実質金利ではない)が2022年に上昇すると予想しています。これは、FRBが資産購入の縮小を進めていることと、インフレ率が上昇していることによるもので、米国債の見直しは厳しいものとなっています。英国債については、よりポジティブな見方を持っています。英イングランド銀行(BOE)のタカ派的な言動は誤りであり、金利上昇とイールドカーブのスティープ化はすでに物価上昇によるストレスにさらされている経済にマイナスの影響を与えると考えています。一時帰休制度の終了は、労働市場にも悪影響を及ぼす可能性があります。BOEが後退を余儀なくされるか、金利上昇による経済成長の鈍化が英国債に波及しイールドカーブがフラット化するかのどちらかになるでしょう。

**図表2: 米国債の名目金利は2022年に上昇するが実質金利は引き続き低迷する**



出所: Refinitiv, フィデリティ・インターナショナル, 2021年10月

## デフォルト率は低水準で推移

クレジット市場では、投資適格債券は現在、トータル・リターン観点からは魅力に欠けています。スプレッドはタイトでトータルリターンは低く、すぐに改善する兆しは見られません。また、ファンダメンタルズも過去に比べて脆弱です。仮に改善されたとしても、それはクレジットの質の低下によって相殺されるだろうと我々は考えています。

ハイ・イールド部門では、デフォルト率は極めて低い水準で推移すると思われます。流動性は依然として潤沢で利回りに対する需要も高く、このような支援要因は今後も続くと思われます。エネルギーなどの特定のセクターは割安で、スプレッドはここからさらに縮小する可能性があります。国債金利が上昇する可能性がある中で、この資産クラスの金利感応度の低さも魅力的です。

エネルギーをはじめとする一部セクターは割安であり、スプレッドは今後さらに縮小する可能性があります。

2022年の米ドルについては、そのディフェンシブな特性に加え、財政支出、FRBのテーパリング、中国の成

長鈍化などを背景に、ポジティブな見方を持っています。しかしユーロについては、ECBによる利上げの可能性が低いため、相対的にパフォーマンスが低下すると予想しています。

## オルタナティブというディフェンシブな選択肢

2022年に向けて、不確実性が漂っています。実質金利は年間を通じて非常に低い水準で推移し、そのため国債のパフォーマンスは低下するというチームの見解を踏まえると、オルタナティブ投資が引き続きマルチアセット・ポートフォリオの防衛策と言えます。最近のエネルギー市場の混乱を考えると、特に再生可能エネルギー・プロジェクトが有望です。再生可能エネルギー・プロジェクトは、株式や債券との相関性が低い、インデックス連動型の契約上のキャッシュフローを持つものが多いのが特徴です。



# 世界株式



Romain Boscher  
Global CIO, Equities

## ソフトランディングの道筋

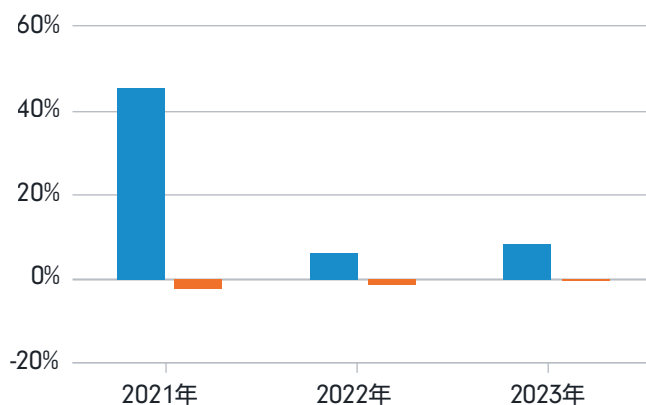
過去1年間の収益成長と株式市場のリターンの急速な回復は、いずれも先細りを予感させるものでした。このプロセスはすでに始まっており、2022年まで続くと思われます。問題は、それがソフトランディングなのかハードランディングなのかということです。株式については、現時点ではソフトランディングの可能性が高いと思われますが、市場を悪化させかねない多くのリスクが潜んでいます。このような状況下では、質を重視した堅牢なポートフォリオを持つことが重要です。

### 転換点を迎えた株式

2020年と2021年に巻き起こった経済面での旋風は、独自のサイクルを生み出しました。つまり、一般的な長い景気サイクルの中に、非常に短くて鋭い経済再開サイクルが発生したのです。2022年を通してこれらの力がどのように混ざり合うかは明らかではありません。しかし、逆風のほとんどは、再開サイクルに関連しています。規制が解除されたことを受けて当初は緩和策が奏功して急激に経済が回復しましたが、その後は減速に向かいました。

この転換点に達し、この状態は2022年まで続くと思われませんが、リスクの全体的なバランスは、ハードランディングではなくソフトランディングに傾くと考えています。

図表3: 弱いながらも正常に近づいている利益成長



フィデリティ・グローバル利益見通し

■ フィデリティによる予想 ■ フィデリティvsコンセンサス

出所：フィデリティ・インターナショナル、IBES、2021年10月  
注：IBESのMSCIワールド予測に基づくコンセンサス予測

## リスクの範囲

現時点での主なリスクは、収益成長の鈍化、インフレと金利の上昇、サプライチェーンの寸断、高水準の債務、中国における規制の嵐などです。これらのリスクの中には、一過性のものもあれば構造的な逆風となる可能性のあるものもあります。例えば、経済の再開やサプライチェーンのボトルネックを背景とした特定の商品やサービスに対する旺盛な需要は一過性のものですが、賃金インフレや気候変動対策は持続的なインフレの要因となる可能性があります。

新型コロナウイルスが成長を阻害する要因としての度合いを深めつつあります。ワクチンは、感染と入院の関係を断ち切るのには効果的ですが、感染を完全に防ぐことはできませんし、ウイルスは今後も存続します。そして、経済成長が鈍化している局面で、政策面での支援が巻き戻され始めています。

緩和策の解消は、FRBを含むほとんどの中央銀行にとってデリケートなバランスを取る行為であり、その信頼性は今後、市場によって定期的に試されることとなります。投資家は、物価が上昇し続けた場合、FRBによる新しい「柔軟な平均インフレ目標」(FAIT)へのコミットメントを見極めなければならなくなるでしょう。我々は2022年を通じて世界中で金利が上昇すると

予想していますが、名目金利が低く、実質金利が歴史的に低い(マイナスの)世界が続く限り、株式にとってはそれほど大きな問題にはならないでしょう。

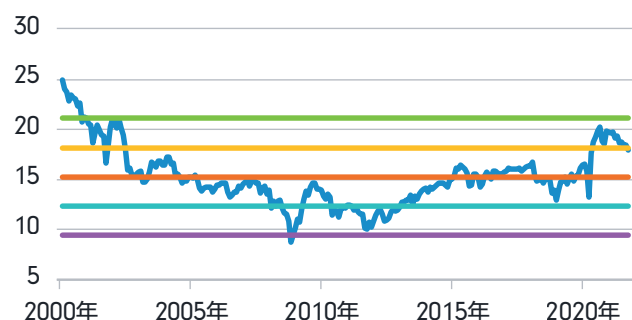
株式市場にとっての大きなリスクは、高いバリュエーションと限られたリーダーシップです。バリュエーションのマルチプルは高いとはいえ、代替手段が少ないことを考えれば前例がないわけではありません。しかし、いくつかの指標ではバリュエーションが最高値に近いいため、調整が入る可能性があります。市場の主導権が一部の銘柄に集中しているため、センチメントが弱まると、メガキャップ銘柄を犠牲にしたローテーションが起こる可能性があります。

また、投資家は中国の動向を注視する必要があります。中国はそれ自体が大きな市場であるだけでなく、ロックダウンを最初に実施し、最初に解除した国の1つであり、主要市場の中で最初に業績疲労の兆候を示した国でもあります。今後数カ月間の中国のパフォーマンスは、先進国市場での状況を示唆するものとなるでしょう。

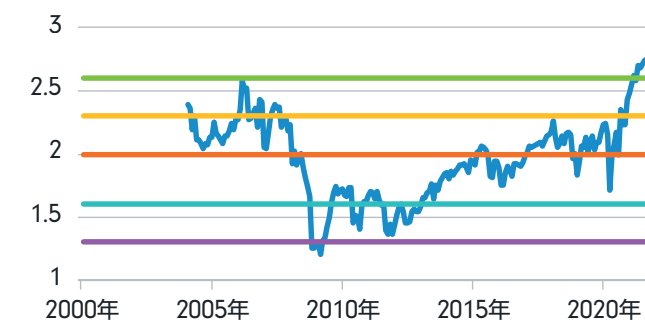
図表4: バリュエーション見通し — priced for perfection?

MSCI ACワールド

12カ月先予想PER



12カ月先予想PBR



■ 12カ月先予想PER, PBR  
 ■ 平均  
 ■ +2 s/d  
 ■ +1 s/d  
 ■ -1 s/d  
 ■ -2 s/d

出所: Refinitiv, 2021年10月

## 試されるサステナビリティ

2022年においては、多くの市場でサステナビリティが試されることになるでしょう。コモディティ価格が高騰しているため、環境・社会・ガバナンス(ESG)で高い評価を受けている銘柄がパフォーマンスを低下させ、エネルギー価格の高騰から利益を得るために、サステナビリティへの配慮に妥協する誘惑に駆られる可能性があります。

エネルギー業界を完全に排除するのではなく、エネルギー業界の中での優れた事業者や、ネット・ゼロへの移行の可能性が高い事業者を選ぶ投資家は、リスクが集中した偏ったポートフォリオを避けながら、エンゲージメントによって積極的な企業行動を促すことができるため、優位性を持つことができるでしょう。このアプローチは、ボトムアップ型の投資戦略を補完するものでもあります。

## 強靱なポートフォリオを構築する

2022年の株式は、おそらくソフトランディングに向かうと思われます。しかし、リスクが重なっていることを考えると、質を重視し、レバレッジを抑え、中国へのエクスポージャーを増やし過ぎないようにして、より堅牢なポートフォリオを構築することが賢明である

と考えます。

予想を下回ることへの恐怖感が通常よりも強まっていますので、高値にあり経済成長への依存度が高い地域は避けたいと考えています。

我々は、バリュー株の中でも、シクリカルや資本財・サービスを中心に銘柄を選択していますが、銀行には慎重な姿勢を崩していません。金利が上昇した場合の潜在的なデフォルトサイクルにさらされていることや、実質金利が引き続きマイナスであることを考えると、銀行株の回復が持続するかどうかはまだ不透明です。

また、ハイエンドのテクノロジーやソフトウェアなど、バリュエーションが最も高いグロース株にも慎重な姿勢を持っています。その代わりに、2021年の市場調整を受けて割安感が出てきた新興国市場のテクノロジー関連株に妙味があると見ています。



集積回路の製造に使われる12インチのウェハーをチェックするエンジニア(Credit: Sam Yeh / Staff, Getty Images)



# 日本株式



鹿島 美由紀

フィデリティ投信 執行役員副社長 兼 運用本部長

## 成長軌道に回帰する日本経済

菅政権に続き、10月に誕生した岸田新政権においても、安倍政権から始まった成長戦略の基本路線は維持されています。2022年以降、日本経済は再び成長軌道に回帰し、日本株の堅調な推移が続くと考えます。

歴代最長となった第2次安倍政権に続く菅政権が約1年で幕を閉じ、2021年10月に岸田政権が誕生しました。岸田政権は、改革色の薄さという意味で一部の海外投資家から低い評価を受けている可能性があります。日本経済の成長に向け、安倍政権から始まった成長戦略の基本路線を維持しているという点で、非常に高く評価できると考えています。

### 2012年以降、成長軌道に乗った日本経済

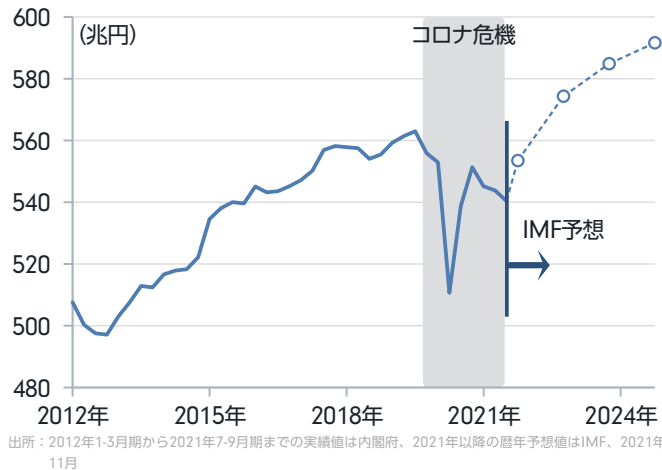
2012年12月に発足した第2次安倍政権が、大胆な金融政策、機動的な財政政策、成長戦略の「3本の矢」から成る経済政策を推進して以来、日本は、「失われた20年」とも呼ばれる1990年代初頭のバブル崩壊後のデフレによる経済低迷期を脱し、成長軌道をたどってきました。

第2次安倍政権が発足した2012年10-12月期とパンデミック前の2019年10-12月期を比べると、国内の名目GDPは497兆円から556兆円まで拡大し、経済低迷期に失った50兆円を取り戻しました。また民間の設備投資も、税制上の優遇措置や経営者マインドの変革が推進されたことでデフレ前の水準を回復しました。そし

て雇用者全体の賃金を示す総雇用者所得も、労働に関するさまざまな法改正が行われたことや、女性や高齢者の労働参加が促進されたことで、持続的に上昇してきました。

日本経済は、パンデミックにより足元で縮小を余儀なくされていますが、ウィズコロナ下で経済活動の再開が進展し、岸田新政権が打ち出した経済対策による押し上げ効果も寄与することで、2022年以降は再び成長軌道に回帰することが見込まれます。

図表5: 国内名目GDPは再び拡大



## 日本株の堅調な推移は継続する見込み

2012年以降、日本経済が回復するのと共に、日本株は着実に下値を切り上げてきました。日経平均株価は、第2次安倍政権発足前の2012年10月末から2021年10月末までの9年間で、約3倍となる水準まで上昇し、米国株と並ぶ力強いパフォーマンスは、他の主要先進国を大きく上回っています。

それでも投資対象としての日本株は、米国株と比べ人気があるとは言えません。いまだに多くの投資家が、日本の成長性に確信が持てず、いつかまた長期の経済低迷に陥るのではないかと懸念を持っているのかもしれない。しかし政権が日本経済の成長を目指し、成長に必要な施策を推進している限り、そのような心配は不要です。日本経済は今後も拡大し、日本株の堅調な推移も続くと考えています。

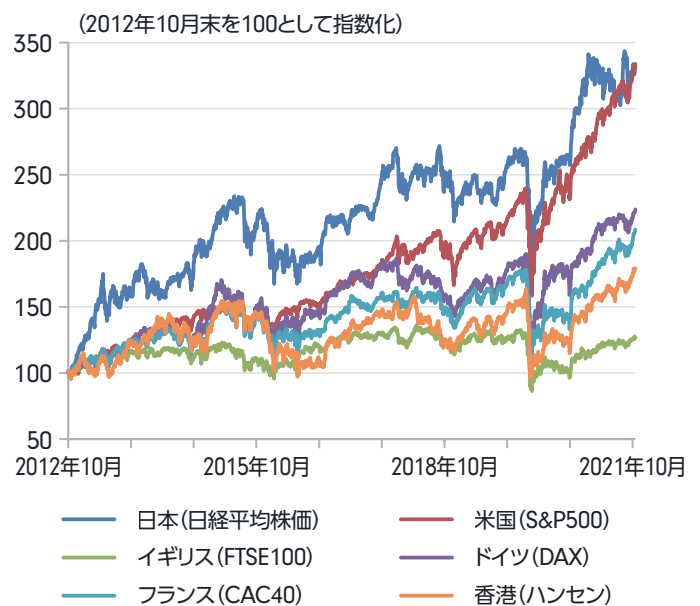
## 日本企業の利益成長は続く

日本企業の2021年度業績は、世界的な経済の流れを受けて製造業を中心に回復基調にあり、非製造業と合わせた全体でも大幅増益での着地が見込まれています。

資源高に伴うコスト上昇などの懸念はあるものの、国内景気の本格的な回復や、半導体の供給制約が解消されることによる自動車業界の回復なども見込まれることで、2022年度も緩やかながら増益基調は続く予想されます。

FRBの金融引き締め姿勢の他、米国等でのインフレや中国景気の減速などのリスク要因には注意が必要ですが、今後短期的に株価が調整する局面があれば、日本株に投資する絶好の投資機会であると考えています。

図表6: 日本株は他の主要先進国をアウトパフォーム



# 債券



Steve Ellis  
Global CIO, Fixed Income

## デュレーションに弱気になるのは時期尚早

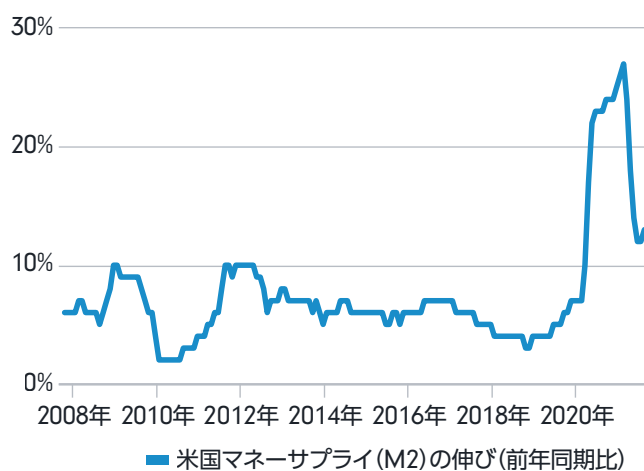
債務が過去最高水準にあるということは、中央銀行が積極的に正常化できないことを意味します。

2022年、中央銀行は2つの前線で経済戦争に直面することになります。インフレが戻ってきた一方で、経済成長率はパンデミック後のリバウンドを経て鈍化しています。投資家はある程度のタイトニングが期待できるものの、債務水準が高いことから政策当局は実質金利の上昇を許容できず、必要に応じて介入することになると考えられます。これにより、金利上昇による債券価格の下落リスクは軽減されるはずであり、債券投資家はデュレーションに対してあまり弱気になるべきではありません。

### インフレが戻って来た(そして今後も続く)

マネーサプライの伸びは、2021年初頭のピーク時から低下しているものの、歴史的な高水準を維持しています。これは引き続き価格に反映されると思われる。現在と2008年以降の大きな違いは、当時は銀行が資本バッファを再構築するためにFRBに流動性をとどめていたため、マネーサプライが継続的に流出していた点です。今日、銀行のバランスシートは比較的健全であるため、FRBの刺激策により貨幣のストックが大幅に拡大しました。世界的に見ると、中央銀行の流動性はパンデミック後のリスク資産の主な牽引役となっており、18カ月間で17兆ドルの信用が創出されました。

図表7: マネーサプライの伸びは拡大中



出所: Refinitiv、フィデリティ・インターナショナル、2021年10月



これに、供給面でのボトルネックやグローバル化の抑制が加わり、インフレが一部の人が期待するような一過性のものではなくなる条件が整いました。

## FRBのテーパリングによって短期的にボラティリティが上昇する可能性

インフレ率が上昇すると、中央銀行に政策引き締めへの圧力がかかります。FRBは、2022年半ばまでに資産購入額を段階的に減らし、利上げの開始時期についても従来より早い2023年になる可能性を示唆しています。FRBによるテーパリングに対するコミットメントと並行し、米財務省は、2021年初頭から減り続けている財務省一般口座の残高を今後、国債の発行などで積み増す方針です。このような刺激策の巻き戻しにより、債券市場では、米国債金利の上昇やクレジットスプレッドの拡大など、短期的にボラティリティが高まる可能性があります。

## 中央銀行は膨大な債務のために低金利を維持する必要がある

とはいえ、2022年に多くの人々が懸念するほど急激に引き締まることはないと思われます。構造的なインフレに直面したとしても、中央銀行は少なくとも10年間という長期にわたって低金利を維持する必要があるでしょう。その理由は、2021年に官民合わせて296兆ドル(世界のGDPの350%以上)と過去最大にまで積み上がった膨大な債務にあります(国際金融協会、Institute of International Finance)。40年前にボルカー率いるFRBが行ったように、コストをかけてでもインフレに対処することは、2022年では選択肢になり得ないのです。借り換えコストが膨らむのを許容すればデフォルトのスパイラルに陥り、経済成長が阻害され、債務の返済がさらに困難になるリスクがあります。したがって、中央銀行は、クレジットスプレッドが拡大し過ぎた場合には引き締めを緩める必要があり、政策当局がもっとアグレッシブに正常化に向かう自由がある場合よりも、デュレーションリスクは小さくなるはずで

## 経済成長も懸念の1つ

また、中央銀行は成長を注視し続けることでしょう。パンデミックからの回復後、経済成長はピークを過ぎ、供給のボトルネックやエネルギー価格の上昇に直面し続けています。ただし、楽観できる理由もあります。「Build Back Better(より良い復興・再建)」への取り組みにより、いくつかの国でさらなる財政政策が確約されており、パンデミック初期から比較的低迷していた銀行融資も2022年には回復する可能性があります。しかしこれは、ワクチン接種が新型コロナウイルスに対して持ちこたえ、ゆっくりとしたペースでも経済回復が続くことが前提です。

## グリーン成長により大きな資本が向かう

銀行融資が増えれば、その流動性は、サステナビリティへの強い信頼がある発行体に向かう可能性があります。銀行は、融資先の気候変動リスクを低減するよう圧力を受けています。欧州銀行監督局(EBA)によると、銀行はすでに、炭素排出量が多い一部の企業に対する融資金利を引き上げたり、融資そのものを拒否したりしているとのことです。

財政支援も同じように行われる可能性があります。ドイツや英国といった主要な国債発行国がグリーンボンド市場に参入し、サステナブルなインフラ支出やその他のグリーン活動に資金を提供するために債券を発行しています。グリーンボンド市場は急速に成長していますが、主流になるためには、基準の改善、流動性の向上、競争力のあるプライシングが必要です。それまでの間、投資プロセスにサステナビリティの視点を組み込むことで、ネット・ゼロへの移行に最適な発行体を見極めることができます。

## 米ドル安が新興国市場を押し上げる

最後に、2022年にはドルが長期的な弱含み傾向に向かうと予想しており、インフレ率の上昇に直面してすでに利上げを余儀なくされているところもあるものの、これは新興国市場にとってプラス材料になるでしょう。FRBは2021年を通しECBや中国人民銀行(PBOC)よりもタカ派的なトーンを打ち出し、これにより米ドル高を促した可能性があります。しかし、財政赤字と経常赤字という「双子の赤字」が米ドルの長期的な足かせとなっています。

## インカムが価格の上昇よりも重要になる

このような背景のもと、2022年、債券投資家はどこでリターンを得られるのでしょうか。クレジットスプレッドの縮小余地は乏しく、インカムがますます重視されるでしょう。ただし、中国の不動産大手、中国恒大集団の債務危機の影響がアジアのハイ・イールド債

券市場に広がったように、市場環境によってスプレッドが拡大した場合は例外となる可能性があります。このようなシナリオでは、中央銀行にとっては、流動性を供給して金融システムを維持するという強いインセンティブが生まれるため、投資機会につながる可能性があります。

金利の上昇が抑えられた場合は、インカムゲインを重視し、魅力的な金利水準で取引されている資産を見つけることが重要になります。ここで、米国の発行体のデフォルト率が2021年に入っても1%未満にとどまっているハイ・イールド債券にバイアスをかけることに妙味が生まれます。とはいえ投資家は、投資適格債券についてもあまり弱気になる必要はありません。インフレが当初考えられていたよりも継続しているにもかかわらず、名目金利は現在の水準かそれに近い水準にとどまると考えられます。なぜなら、借り換え金利を管理可能な水準に保つためには、実質金利を下げしていく必要があるからです。



画期的なペロブスカイト技術で製造されたソーラーパネル(Credit: Bjanek Skarzynski / Contributor, Getty Images)

# 不動産



Neil Cable  
Head of European Real Estate Investments

## 新たな時代の幕開け

不動産は新たな時代を迎えています。インフレが再び要因として浮上し、オフィス利用の「ニューノーマル」はまだ明らかではなく、低炭素社会への移行は家主とテナントの関係を変化させています。

### 新たな時代

欧州の不動産市場は、新型コロナウイルスによってほとんど中断されることなく、長い間、強気で推移してきました。私たちは、この資産クラスの「第3の時代」を迎えようとしているのかもしれませんが、「第1の時代」とは、信頼できる指標がなく、国境を越えた投資もほとんど行われていなかった1980年代までの期間を指します。「第2の時代」とは、1980年代後半から現在までのことで、グローバルな指標が標準化され、不動産が不動産担保証券(MBS)などの仕組みを通じて金融商品となりました。これから訪れるのは、ネット・ゼロを達成することが使い勝手や貸貸需要、収益性の決定要因となる時代です。

もちろん、「通常のルール」、すなわち需要と供給のバランス、テナントの賃料支払い能力、減価償却費や陳腐化、さらにはテナントがそのビルを独り占めしたいと思えるような魅力などは、引き続き不動産にとって重要な要素となります。

しかし、2022年に向けて浮上している3つのテーマのうち、「伝統的」な要因は1つだけです。それは、インフ

レです。その他のテーマは、市場に変化をもたらすもので、資産クラスを評価するための全く新しい方法が必要になります。それぞれにコスト、リスク、チャンスがありますが、これらを見誤ると大きな影響を受けることになります。

### 1. インフレという怪物

過去数十年にわたって中央銀行が退治してきたインフレという怪物が、再び頭をもたげつつあります。そうになると、不動産もそれに追随していく可能性があり、それが有用なヘッジとなります。一般的に、物価が上昇すると、企業の収益は(実質ではなく名目で)上昇する傾向にあり、賃料も上昇します。特に欧州大陸では、ほぼすべての賃貸契約がインフレ率(通常はCPI)に合わせて自動的に指数化されており、投資家にさらなる安心感を与えることができます。



しかし、このようなシナリオですべての不動産が利益を得ると考えるのは、2つの要因から危険です。第1に、特定の場所でオープンマーケットの賃料が「インデックス化」された賃料に沿った上昇とならない場合、テナントは賃貸契約の期限が切れれば建物を退去し、賃料が安い他の場所に移るでしょう。第2に、不動産は歴史的に緩やかな物価上昇に追随してきましたが、例えば10%以上など、インフレが制御不能になると、不動産の相関性は低くなる傾向があります。賃料が広く上昇していても、持続的なインフレに耐えるためには、供給過多ではない市場で環境基準の高い優良な物件に投資し、サステナブルなビジネスモデルを持つテナントに貸すことが重要です。

REIT(不動産投資信託)は、プライベートファンドのサブセクター構成が変わる可能性を示しています。

## 2. ビルの用途の変化

不動産のプロはこれまで、市場の特定の要素について短期的な確実性を語ってきました。例えば、セカンダリーではなくプライムなものとは何か、特定の都市はなぜ常に特定のタイプの企業に需要があるのか(例：ロンドンの金融サービス)、建物のアップグレードには将来的にどれくらいの投資が必要なのか(例：空調設備の寿命)、といったことです。

これは、社会が同じように建物を使用する傾向があったためです。私たちは皆、オフィスで働き、倉庫で商品を製造し、お店で商品を買っていました。近年では、オンラインでの購入が増える一方、大通りでの購入は減り、高速道路のジャンクションにある大きな倉庫が事実上「新しい小売」となっています。今、問題となっているのは、パンデミック以降の新しいハイブリッドな働き方が、オフィスにどこまで影響を与えるかということです。このような行動の変化は、構造的な需要を恒常的に低下させるのでしょうか？

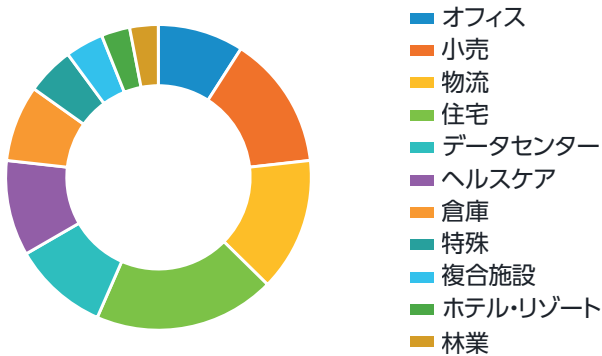
同様に、買い物だけでなく、通信、保存、自宅からの「ズーム」利用など、テクノロジーの利用がますます増えているため、信頼できる速度を確保するために、都市近郊により多くの効率的なデータセンターが必要になっています。私たちは誰も、年を取っていきいます。健康を維持するためには、より多くのレジャーが必要であり、高齢になってもさまざまな種類の生活やケアが必要であり、医療施設も必要です。

これらのトレンドはいずれも新しいものではありません。在宅勤務でさえ、パンデミック前には年4~5%の割合で増加していました。しかし、世界がパンデミック後の状態に適応するにつれ、その傾向は急激に加速しています。不動産の売買には時間がかかるため、今からポートフォリオの分散化を図り、人々や企業が従来とは全く異なる方法で建物を利用する現代経済にマッチさせることが急務となっているのです。

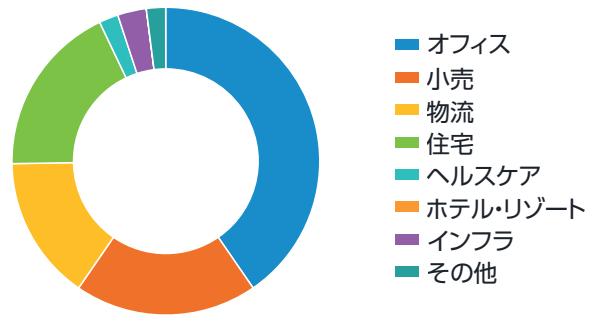
実際、REITは、プライベートファンドのサブセクター構成が変化する可能性を示しています(図表8参照)。

**図表8:上場REIT市場は、将来のプライベート市場の姿を示している**

上場REIT市場は未来に向けて変わり始めている  
(NAREIT REIT指数の構成)



プライベート不動産ファンドは動きを速める必要あり  
(MSCIグローバル・アニュアル指数)



出所：Asreit, 2021年10月。NAREIT指数にはインフラは含まれない

### 3. ネット・ゼロ

世界の気温上昇を1.5度に抑えるというパリ協定の目標を達成するには、不動産が鍵となります。高効率照明の導入、エネルギー使用量を管理するためのスマートメーターの設置、廃棄物のリサイクルなど、排出量を削減するための「簡単な方法」には限度があり、ガスボイラーを撤去するだけでなく、その代わりに何を使うかをセクター全体で検討しなければなりません。

優秀な不動産ファンドマネージャーは、歴史的に優れた交渉術と契約法の専門家でした。本来、家主の義務は建物を提供することであり、借主の義務は家賃を支払うことであり、その関係は、すべて賃貸借契約に基づいています。

しかし、状況は変わりつつあります。借主が不注意で環境を汚染していたらどうすれば良いのでしょうか？借主が賃貸借契約上の義務を果たしている場合、貸主はこのことを気にかける必要があるのでしょうか、また何かできるのでしょうか。また、テナント自身は「グリーン」であっても、サプライチェーンの中で軍需企業や石炭採掘業者と取引している場合はどうでしょうか？

これまでの、こうした分野は家主とは無関係でした。ここへ来て、建物が優れた投資対象なのか否かを決定

する要因として、それらが中心になりつつあります。なぜなら、投資家は「インパクト」(環境的なものだけでなく、社会的なものも含む)が測定され、監視され、改善されることを求め始めているからです。ネット・ゼロへの道筋は、遠い政策的な願望としてではなく、毎年の明確な改善によって示される必要があります。

そのため、契約上の義務とは関係なく、テナントの環境活動や方針、目標について、テナントとの対話を行うエンゲージメントが許容されつつあります。ほとんどのネット・ゼロ目標は2035年、2040年以降に設定されていますが、これでは今必要な行動の緊急性を覆い隠してしまいます。

将来、建物が「座礁資産」となるリスク(例えば、より厳しいグリーン規制を満たさないと、テナントに貸すことができなくなるなど)を考えると、投資家は待たなしの状態です。

コストや技術面での課題はありますが、これからも成功し続けるためには、低炭素社会への移行に向けて、また近い将来のインフレや建物用途の変化に対応するために、今日から保有資産の再配分を始めることが必要です。



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...

### ■ 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

1分で完了！  
ご登録はこちら



## ■ 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おりません。
  - 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ください。

## 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

MK2111215-3