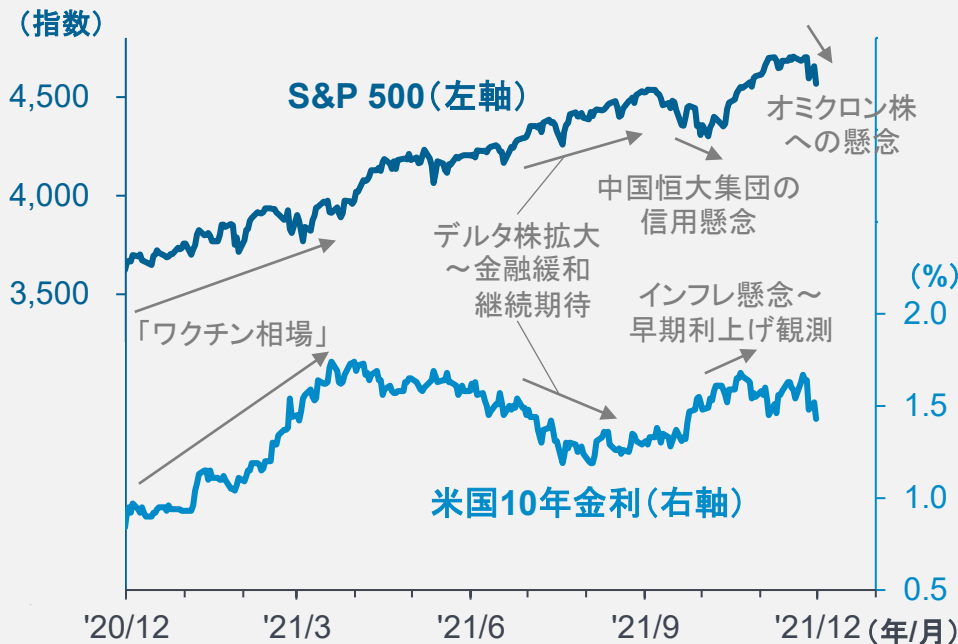




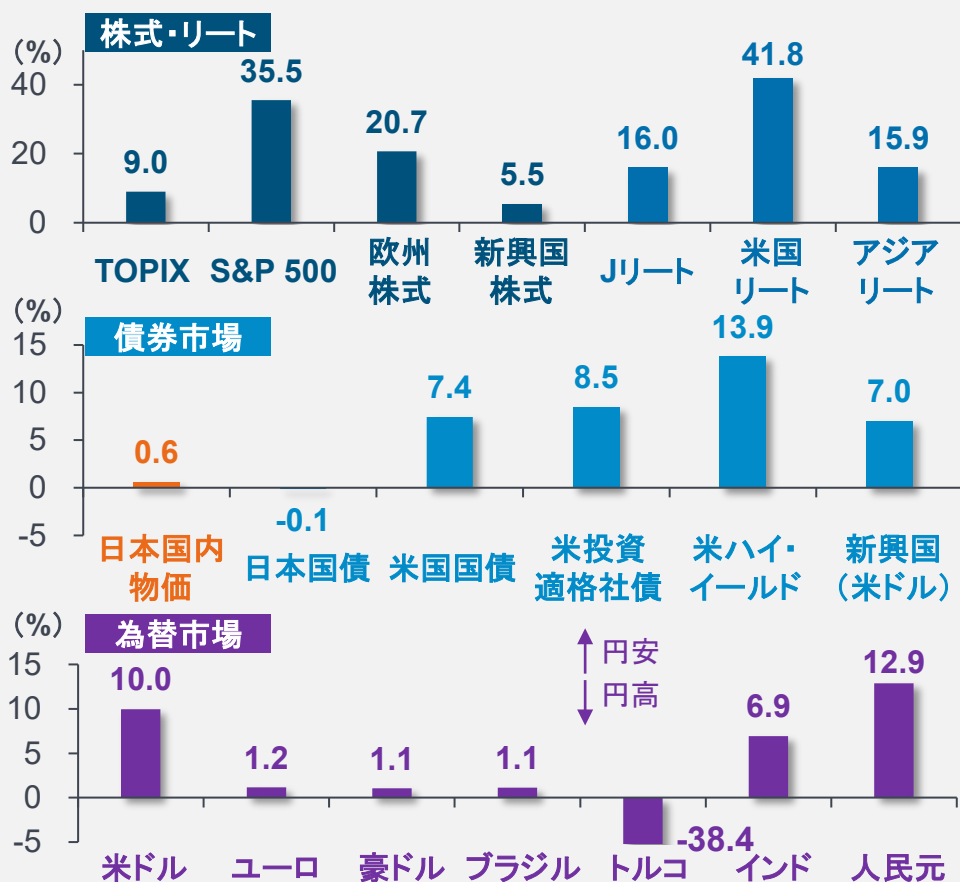
## Q1. 最近の金融市場は？ A1. 様々な困難に直面しながらも、底堅く推移しています。

### 直近1年の米国株価と米国10年金利



- 世界の金融市場は、①中国の不動産産業への懸念や、②世界的な原材料の不足・物流網の停滞によるインフレの長期化観測、③米国の早期利上げ観測、④「オミクロン株」の出現にも関わらず、底堅く推移しています。
- 「世界景気の回復が少し遅れても、(3回目を含む)ワクチン接種の拡大や飲み薬の開発・普及によって回復の方向性には変わりがない」との見方が大勢のようです。

### 主要市場の年初来トータルリターン(円建て)とインフレ率



- 【今年の株式・リート市場】 景気回復が相対的に早く、経済活動も安定している米国を中心に上昇しています。
- 【債券市場】 世界的なインフレで金利が上昇(=国債価格は下落)しており、**円安分を除けば**、高格付け債は年初来マイナスです。一方で、米国ハイ・イールド債券は、高いクーポンに支えられ、堅調です。
- 【為替市場】 米国の金融緩和縮小観測から、ドル高基調です。円相場は、金融政策の違いや資源価格高(→貿易収支悪化や輸入インフレの見方)などから弱含んでいます。

【出所:いずれも】Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。【注:上段】データ期間:2020年12月1日~2021年11月30日、日次。【注:下段】データの期間:2021年1月1日~11月30日、日次。ただし、債券市場の各指数は2021年11月29日まで。「日本国内物価」は、2021年1月~10月、月次。【下段の上】「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。【下段の中】「日本国債」:ICE BofA Japan Government 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。【下段の下】「ブラジル」:ブラジル・リアル、「トルコ」:トルコ・リラ、「インド」:インド・ルピー。



## Q2. 世界景気を引っ張る米国経済の立ち位置は？ A2. 景気回復の中盤に入ったばかりです。

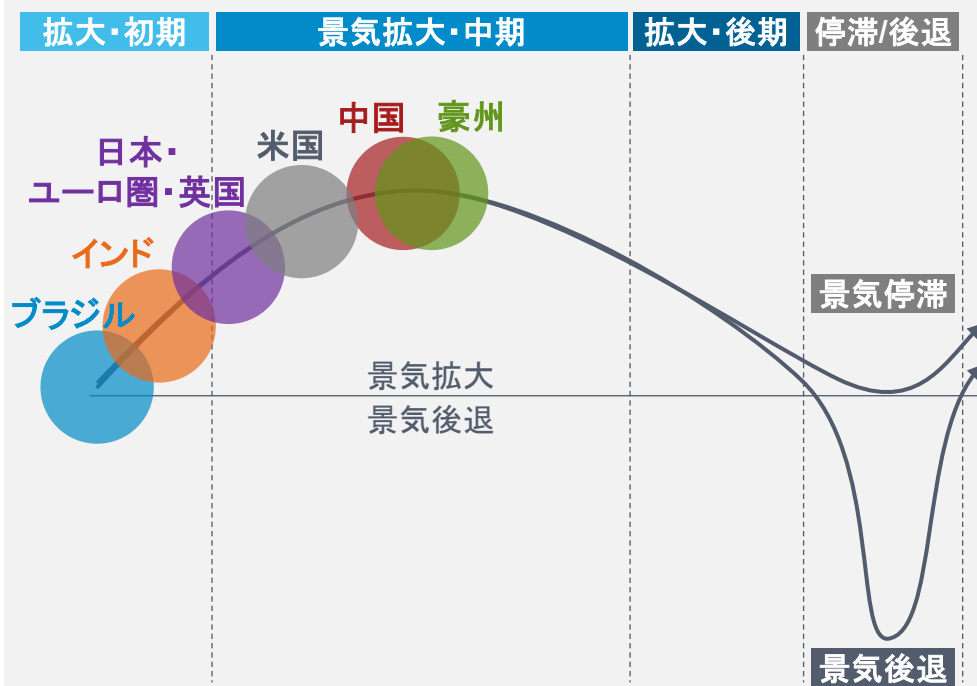
### 米国の失業率



- 米国は世界最大の貿易赤字国です。世界経済はいわば「米国が消費者、他国が生産者」の構造で、米国の景気を見るのが重要です。
- 過去、米国の失業率は「4%付近」が下限であり、現在の水準からは低下の余地が残されているでしょう。また、失業率は景気拡大の序盤に急低下し、中盤以降は景気の拡大も失業率の低下も、ペースが緩やかに変わります。
- 米国の景気回復は中盤に入った頃と目され、米国や世界景気の拡大は今後数年続くと見られます。

## Q3. 各国景気の立ち位置は？ A3. 先進国が一步先を行き、新興国の回復は遅れぎみです。

### 各国の景気循環の立ち位置(概念図)



- 労働市場などの基礎的な経済指標に基づいて主要国・地域を眺めると、新型コロナウイルス対策を積極的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、景気拡大は「折り返し地点」付近と見られます。
- これらの後を米国やユーロ圏、英国、日本が追いかけています。
- 新興国の回復はワクチン接種の遅れやインフレに伴う利上げなどで、概して遅れぎみです。

【出所: 上図】米労働統計局(BLS)、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: 1991年1月~2021年10月、月次。  
 【出所: 下図】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: 下図】直近評価時点: 2021年10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。



## Q4. 株高・景気拡大はいつまで？ A4. 過去は米国の利上げ終了後まで続いています。

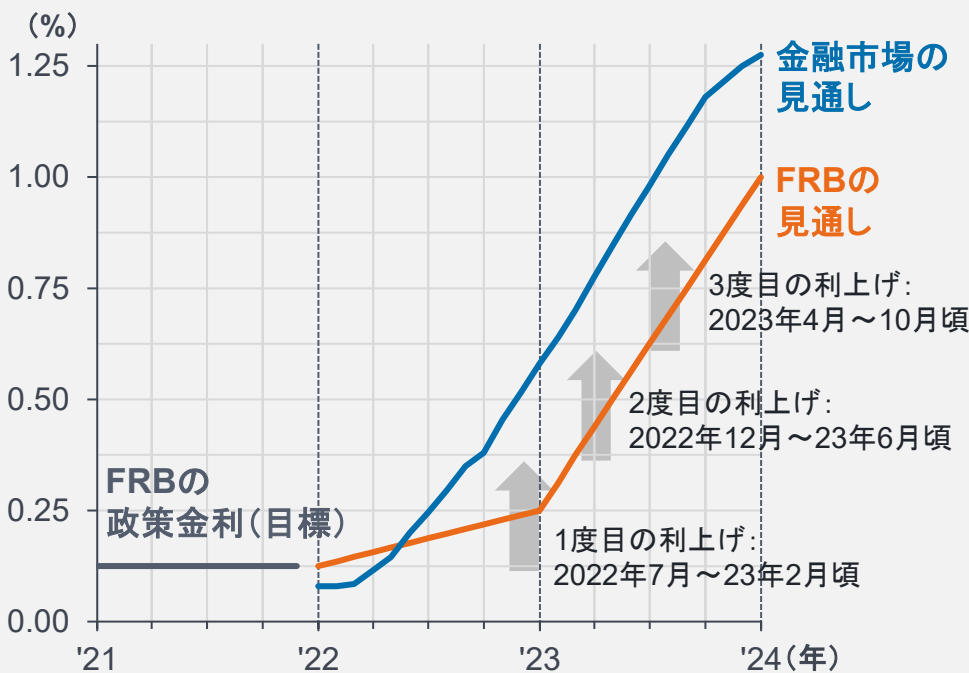
米国の株価と利上げ期・景気後退期



- 利上げはまだ、始まっていません。過去のデータを見る限り、景気の拡大や強気相場は「まだ続いていく」と考えられます。
- **【水色・網掛け】の利上げ期と【灰色・網掛け】の景気後退期**に注目すると、過去は**利上げ**が終了した後、しばらくしてから、**景気後退**が訪れています。
- **米国の株価**に注目すると、過去は、少なくとも**利上げ**が続く間は、**株価**が上昇を続けたことがわかります。

## Q5. 米国の利上げ開始はいつ？ A5. 「2022年中頃か年末か」で揺れ、変動性が高まるでしょう。

FRBと金融市場の政策金利見通し



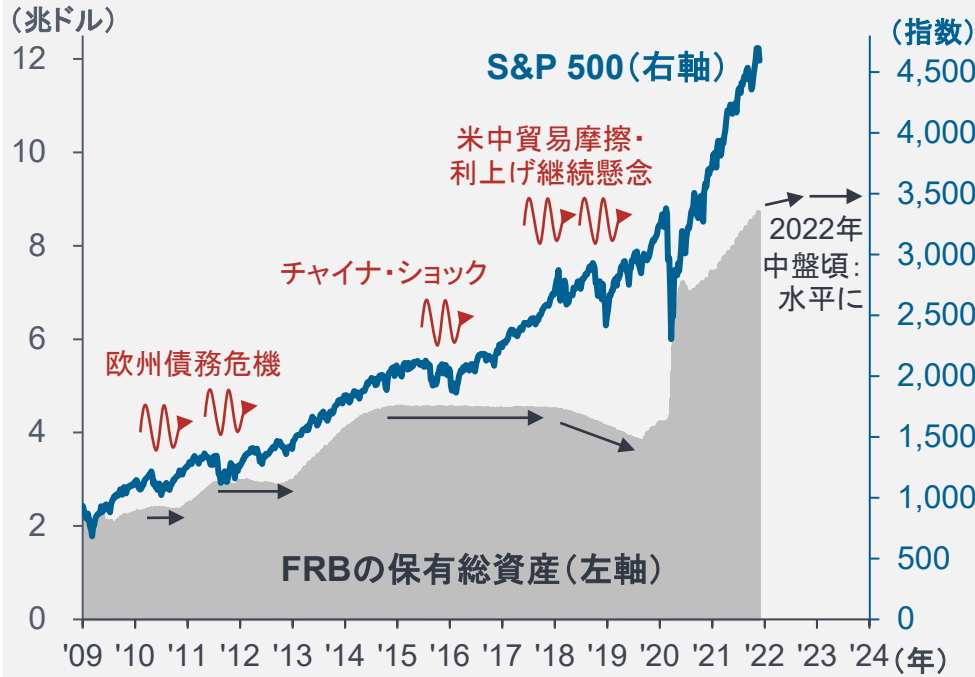
- 利上げ開始の時期を巡り、金融市場は今後、「2022年中頃か年末か」で揺れ、変動性が高まると見られます。
- 2022年11月には中間選挙が実施されるため、この直前には、利上げは行われなんでしょう。同年3月頃まで量的緩和が続くため、「**選挙前**」の利上げは2022年6-7月しかなく、「**選挙後**」なら12月でしょう。
- ①金融市場の変動性が高まる可能性があること、②過去は利上げが終わるまで、株価は上昇を続けたこと、の2つを心に留めましょう。

【出所: 上図】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: 1996年1月～2021年11月、月次。  
 【出所: 下図】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: 下図】データ期間: 2020年1月～2021年11月26日、週次。「FRBによる見通し」: 2021年9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11月30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。



## Q6. FRBの量的緩和縮小は大丈夫？ A6. 幅広い資産への分散投資をご検討ください。

### 米国の株価と中銀の保有総資産



- 量的金融緩和によるFRBの保有総資産の増加が、株式など金融資産価格の上昇につながってきました。
- 過去は、FRBの保有総資産が「横ばい」になり、しばらくすると、株価の変動性が高まっています。
- FRBの保有総資産が「横ばい」になるタイミングは、2022年3月頃と見込まれます。変動性の高まりに備えて、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。

## Q7. 資源価格上昇やインフレは続く？ A7. ポートフォリオでインフレへの備えをご検討ください。

### 商品価格指数(円建て、1994年末=100)



- 足元は、原材料の不足や物流網の停滞に、需要回復がぶつかり、物価全般に上昇が見られます。
- 生産増強には雇用や設備投資が必要で時間を要する一方、ワクチン接種や飲み薬によって需要の回復はさらに進むため、インフレ圧力は継続すると見られます。
- 今後は、気候変動対策も物価上昇の要因であるほか、国債残高を支える巨額の貨幣発行や円安も、インフレを招く恐れがあります。ポートフォリオにインフレに強い資産を含むことが一案です。

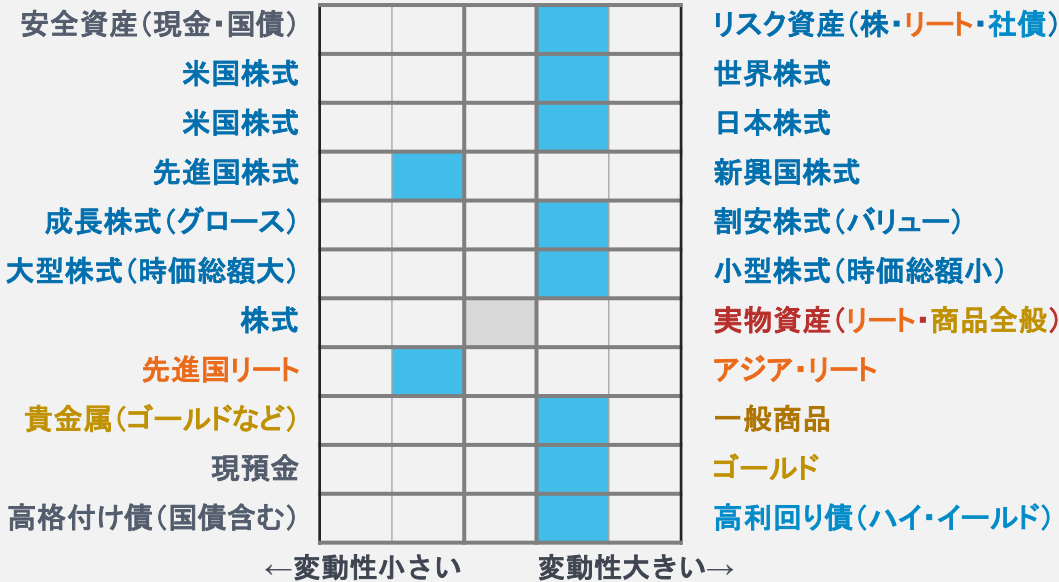
【出所: 上図】米連邦準備制度理事会(FRB)、Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。【注: 上図】データ期間: 2009年1月~2021年11月26日、週次。ただし、「FRBの保有総資産」は、2021年11月19日まで。【出所: 下図】Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。【注: 下図】データ期間: 1995年1月~2021年11月26日、週次。「商品価格指数」: Thomson Reuters Core Commodity CRB Index。



## Q8. 今後1-2年を見据え、ポートフォリオをどう動かす？ A8. 米国大型・成長株式からの分散を。

### 今後6カ月から1年先の相対観

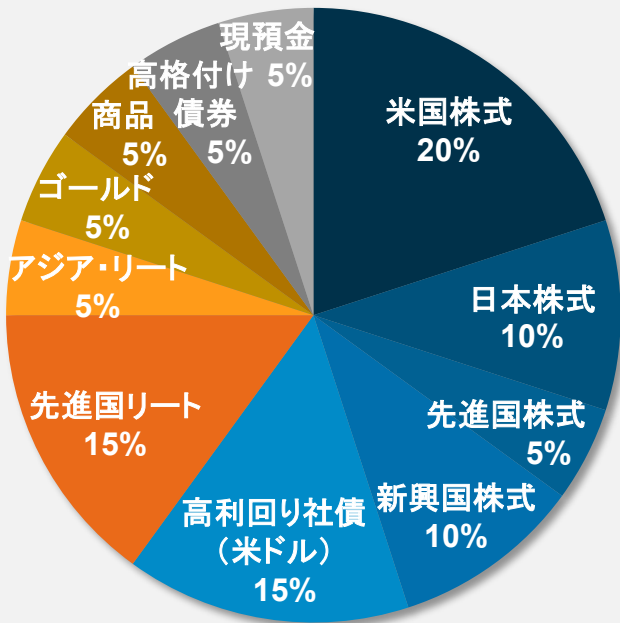
←多めの配分 中立 多めの配分→



- 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」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「インフレに強く、インカムもある実物資産」であるリートなどへの長期・分散投資を検討するタイミングです。
- 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。

## Q9. 長期的には、どんなポートフォリオが望ましい？ A9. 株式や実物資産が中心と考えます。

### 長期のモデル・ポートフォリオ(参考例)



- 高水準の公的債務残高のみならず、経済格差の是正や気候変動対策、インフラの更新といった社会的課題を考えると、中央銀行は国債の消化を支援せざるを得ず、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、長期的にはインフレが想起されます。公的な社会保障も、増税や給付の削減、インフレで実質的に縮小される恐れがあります。
- 自身の将来や後世代に、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。

【出所: 上図および下図】フィデリティ・インスティテュート。【注: 上図および下図】これらはいずれも投資の推奨や勧誘ではありません。見直しは、2021年9月末時点のものであり、予告なく変更する可能性があります。また、資産配分は例示目的であり、各投資家の家族構成や保有資産の金額、リスク許容度などで大きく異なります。

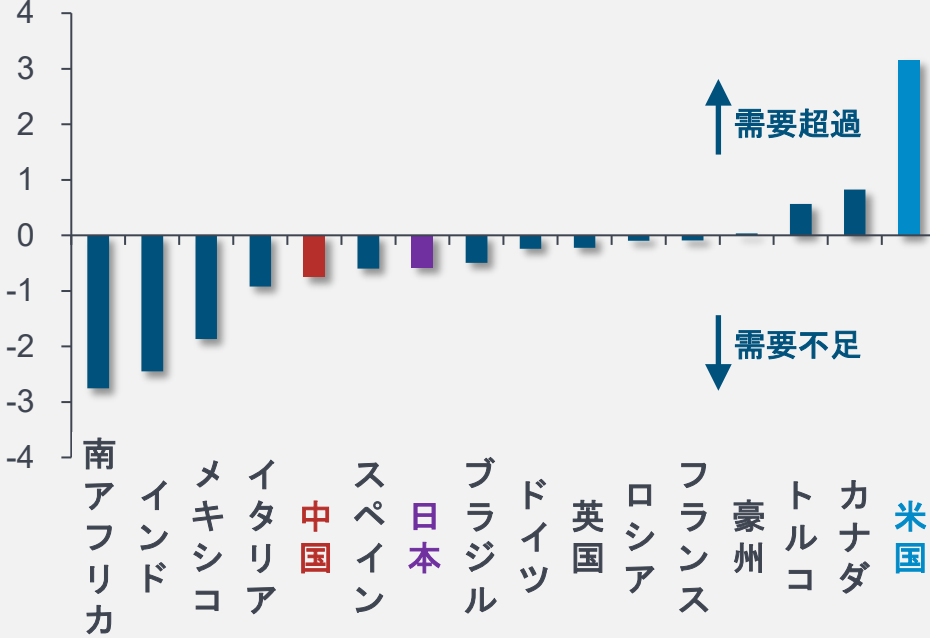
【執筆者からのメッセージ】 金融市場の歴史は「同じ過ちの繰り返し」の歴史です。心理に左右されることなく、ゴール(目的)のみを見据えて資産運用を継続するためには、常に寄り添いサポートを提供するプロの資産運用アドバイザーの力が重要です。ぜひ、お近くの窓口で皆さん専属のアドバイザーを見つけてください。フィデリティ投信 フィデリティ・インスティテュート マクロストラテジスト 重見吉徳





## Q10. 2022年の世界経済は？ A10. 米国にけん引され、世界景気は堅調推移すると見られます。

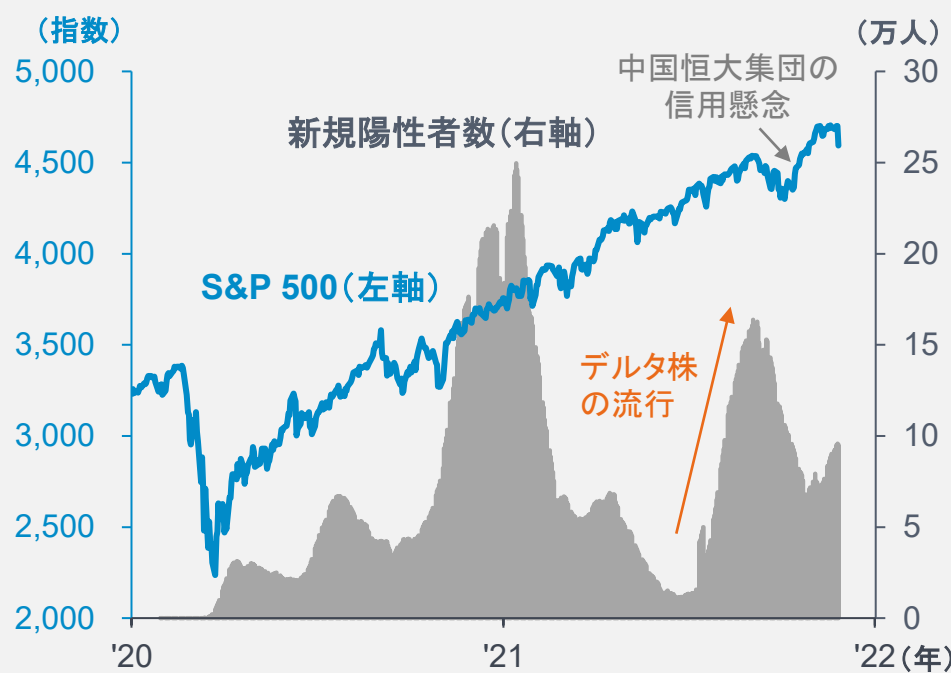
2022-23年の主要各国の「需要と供給のバランス」  
(=生産・供給能力に対する需要の大きさを見るもの)



- 【左の図】は、棒グラフが【上】に出ていると、2022年と23年時点で(平均)、一国の供給能力に対し「需要が超過していること」、【下】に出ていると「需要不足」を表します。
- 多くの国では、まだ需要が供給能力まで届いておらず、回復途上です。したがって、「巡航速度」よりも高めの経済成長率が期待されます。
- 需要が超過する国は、米国やカナダ、トルコなどに限られます。景気の力強さで、世界の需要不足を埋めながら、世界経済をけん引していくのは、米国です。

## Q11. 「オミクロン株」の影響は？ A11. 「デルタ株並み」と考えることが現時点の最善の推測です。

米国の新型コロナウイルス新規陽性者数と株価

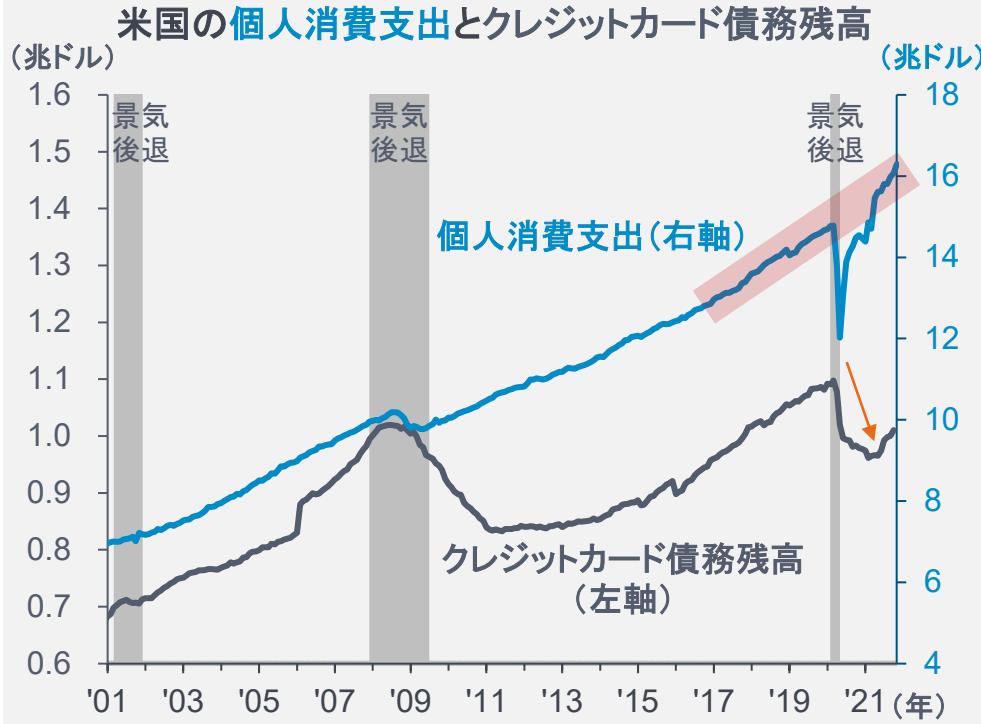


- 「オミクロン株」について、現時点(2021年12月2日)では、感染しやすい可能性があるものの、重症化するとの報告はないようです。
- 新型コロナウイルスについてわかっていることは、①今後とも、変異種は発生する、②国境封鎖や検疫は突破される、の2つです。
- ならば、最善の予測は「**デルタ株**並みを想定すること」と思われます。これは経験済みであり、景気回復に遅れが生じるとしても、回復の方向を変えるものではないでしょう。

【出所: 上図】国際通貨基金 (IMF)、フィデリティ・インスティテュート。【注: 上図】データ期間: 2022年と2023年の年次平均値。すべてIMFによる推計値 (2021年10月時点)。  
【出所: 下図】世界保健機関 (WHO)、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1月～2021年11月26日、日次。ただし、「新規陽性者数」は7日移動平均値。

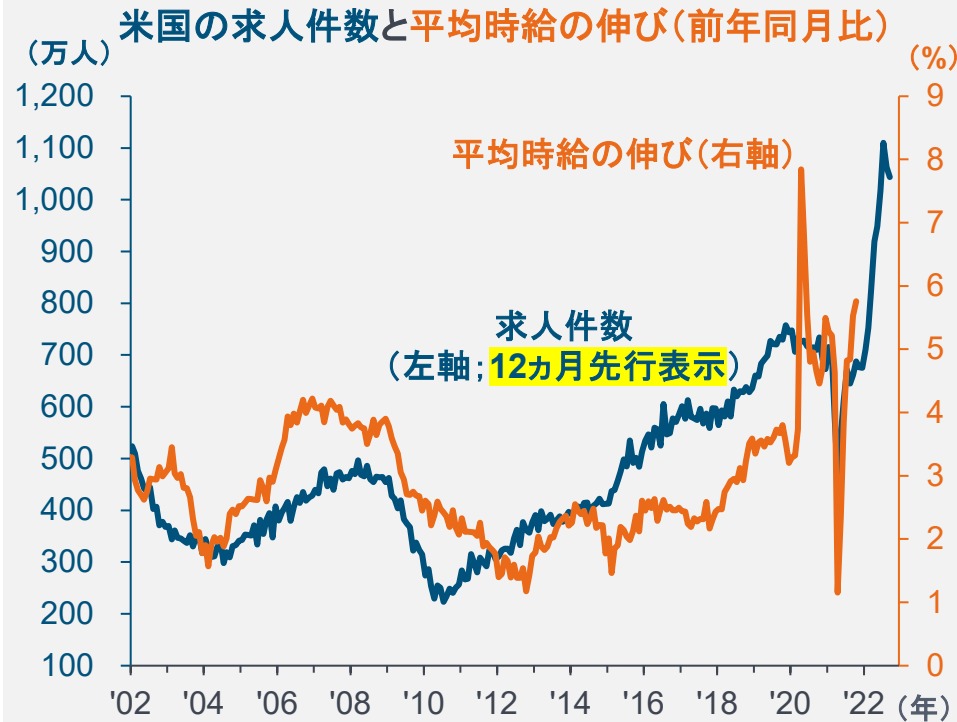


## Q12. 「世界経済のけん引役」である米国の個人消費は？ A12. 堅調に拡大しています。



- 米国家計の個人消費は、「**コロナ前**」のトレンドを回復しています。
- 今後も、賃金の上昇による「所得効果」と(→Q4を参照)、金融資産や不動産価格の上昇による「資産効果」が、個人消費を支えていくでしょう。
- 米国の家計と言えば「クレジットカードでの消費」がイメージされますが、米国の家計は、コロナ禍で**クレジットカード債務を減らしており**、個人消費は拡大の余地があると見られます。

## Q13. 個人消費を支える家計の賃金は？ A13. 労働者不足で今後とも上昇すると見られます。



- 【左の図】の【青色】米国の求人件数と【オレンジ色】平均時給の伸びは連動しているように見えます。求人件数は12ヵ月、先にずらして表示しており、求人件数が増加すると、賃金が遅れて上昇します。
- 米国では、コロナ禍で、早期リタイアを決断した人、家族の世話や条件の良い仕事探しをする人が増え、労働者が不足しています。
- 賃金の上昇は、個人消費を支えるほか、物価の上昇にもつながると見られます(→Q9とQ10を参照)。

【出所: 上図】米経済分析局(BEA)、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: 2001年1月~2021年10月、月次。ただし、「クレジットカード債務残高」は2021年9月まで。「個人消費支出」は年率換算値。【出所: 下図】米労働統計局(BLS)、Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。【注: 下図】データ期間: 2002年1月~2021年10月、月次。ただし、「求人件数」は2021年9月まで、12ヵ月先行して表示。



## Q14. 2022年の中国景気は？ A14. 景気は鈍化すると見られますが、底割れはないでしょう。

中国の企業景況感指数と新規信用の伸び



- 【左の図】の【水色】中国製造業景況感指数と【灰色】新規信用の伸び(3ヵ月先行表示)は連動しているように見えます。新規信用が減ると、景況感が遅れて悪化します。
- 当局は、不動産業への融資抑制を行ったり、脱炭素や五輪のために製造業の操業を停止したりして、企業の景況感は悪化してきました。
- 過去に従うと、信用の抑制は現状付近が下限です。実際、当局は融資規制の緩和や資金供給の増加に転じています。

## Q15. 中国の不動産バブル崩壊・金融危機はある？ A15. その可能性は低いと思われます。

中国の新築住宅価格指数(前月比)



- 中国は、日本型の「不動産バブル崩壊→金融危機」のような状況には陥らないと考えられます。
- 「日本の教訓」は、「不動産価格の継続的な下落は経済の急収縮を招く」というものです。不動産取得は主に借入で賄われるため、家計や企業などの借り手は債務の返済を急ぐようになり、新たな借入や支出が停止してしまいます。
- ここから学んだのが金融危機後の米国です。中国指導部も体制維持のため、不動産価格の継続下落を許容することはないでしょう。

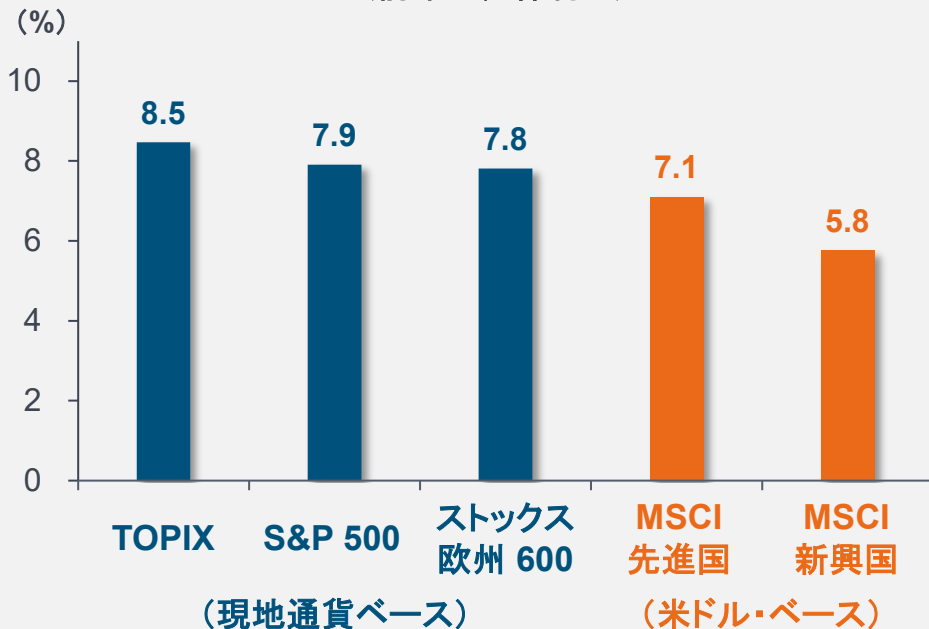
【出所:いずれも】中国国家统计局、Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。【注:上図】データ期間:2007年1月~2021年10月、月次。ただし、「新規信用の伸び」は名目GDP比で、2021年9月まで。3ヵ月先行して表示。「中国製造業景況感指数」は3ヵ月移動平均値。【注:下図】データ期間:2011年1月~2021年10月、月次。





## Q16. 2022年の企業業績は？ A16. 平年並みの成長が見込まれ、株価も上昇が期待されます。

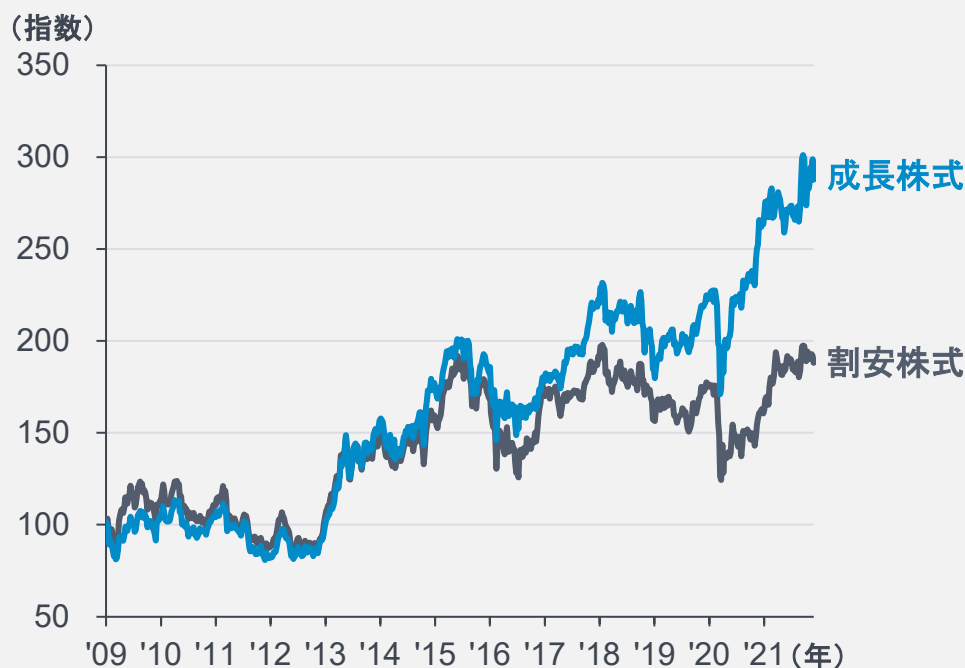
2022年の主要株式指数・構成銘柄の増益率  
(前年比; 1株利益)



- 【左の図】のとおり、企業アナリストの業績予想集計値に従えば、2022年は、平年並みの増益率が見込まれています。一方で、世界経済には回復の余地が大きいことを考えると(→Q1参照)、平年よりも高い増益率も期待されます。
- 逆に言えば、現在のアナリスト予想には、新型コロナの感染再拡大や供給不足の長期化がある程度、織り込まれているように見えます。
- アナリストの業績予想に見合う程度の株価上昇を期待することが「穏当な見通し」と言えるでしょう。

## Q17. 2022年の日本株は？ A17. 成長性の高い銘柄を選んで投資することが重要と考えます。

日本株式の株価：成長株式と割安株式(2008年末=100)



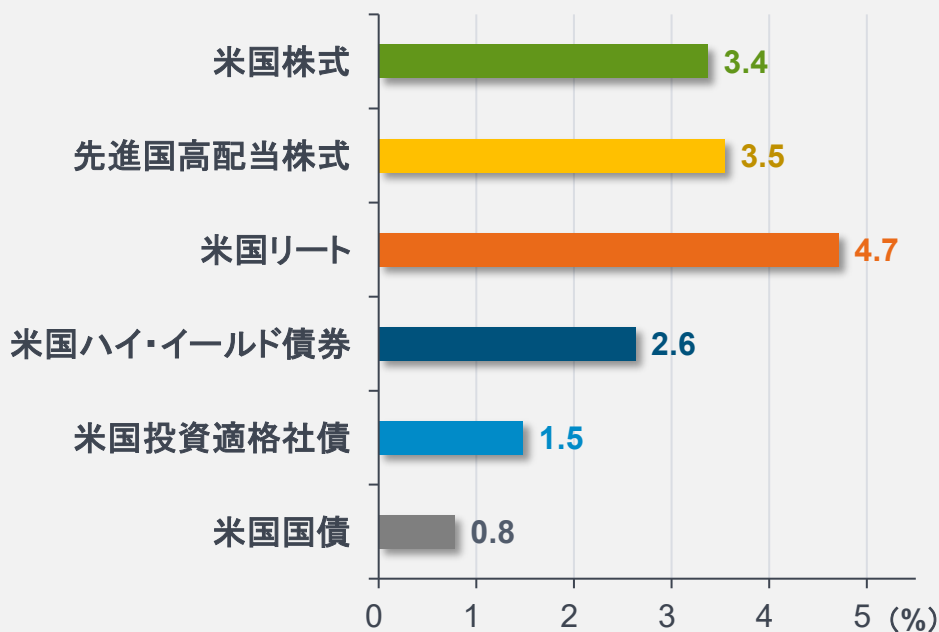
- 日本株への長期投資にあたっては、経済の先行きを踏まえることが重要です。
- 国内のパイが伸び悩む中では、ある企業は他の企業から利益を奪って成長するかもしれませんが、他の企業の業績は悪化し、相殺しあう恐れがあります。日本の上場企業全体に投資をすると、大きな成果は得られにくいかもしれません。
- 日本株への投資にあたっては、成長する市場で、シェアを拡大できる技術力を持った企業に選別投資をすることが重要と思われます。

【出所：上図】I/B/E/S、Refinitiv、フィデリティ・インスティテュート。【注：上図】予想値のデータ時点：2021年11月11日。「TOPIX」は円建て、年度ベース。【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：2009年1月～2021年10月29日、週次。「成長株式」：MSCI Japan Growth Index。「割安株式」：MSCI Japan Value Index。価格リターン。



## Q18. 2022年の米国リートは？ A18. インフレの継続で、米国リートには有利な局面です。

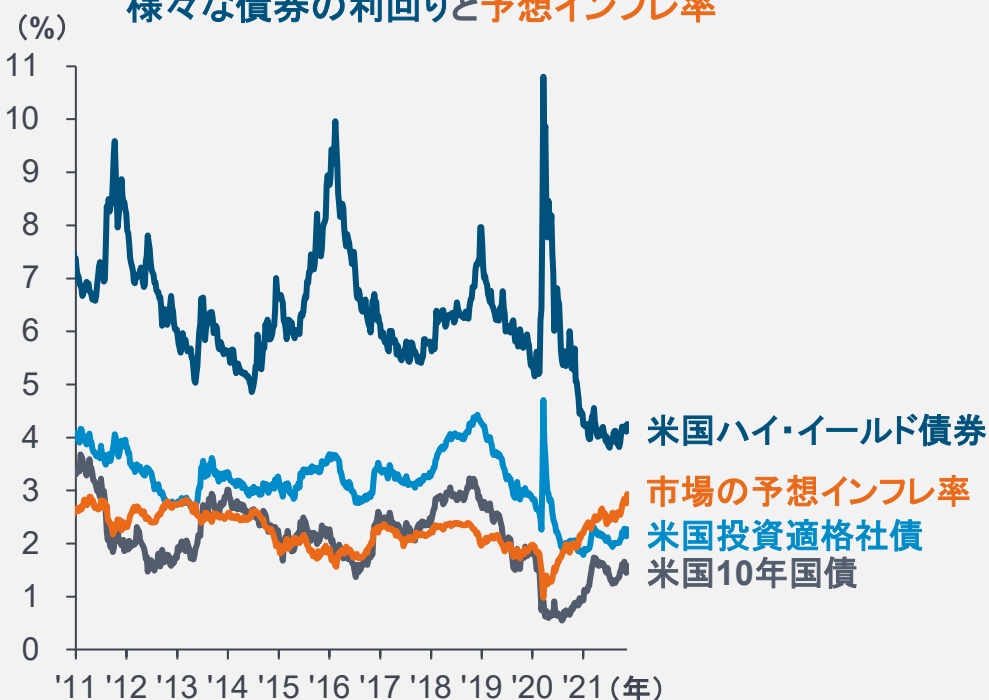
米国の3か月インフレ率が年率3%以上だったときの  
トータルリターン(3か月間)の平均値



- 【左の図】を見ると、過去、インフレの局面では、**実物資産である米国リート**が堅調な傾向にあります。
- インフレと言え、資源やゴールドなどの商品・コモディティが思い浮かびますが、これらの実物資産にはインカムがありません。インカムがない資産は、(米国を含む各国の利上げ観測によって)インカムが増える資産に比べ、軟調になる恐れがあります。
- リートは「インカムが得られる実物資産」であり、ポートフォリオの分散先として検討できます。

## Q19. 2022年の米国ハイ・イールド債券は？ A19. インフレと低金利は高債務企業に追い風です。

様々な債券の利回りと予想インフレ率



- 【左の図】の**市場の予想インフレ率**に注目すると、これを上回る利回りの債券は**米国ハイ・イールド債券**などに限られます。銀行や保険会社など、債券市場を主な投資先とする機関投資家は、景気拡大が続く中、「利回り追求」で米国ハイ・イールド債券などに投資を続けざるを得ないでしょう。
- インフレはお金の借り手にとって有利で、現在のように、インフレ率が高く、しかもまだまだ低金利政策が続く面では、企業のデフォルト率は低いままと考えられます。

【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: 1995年7月~2021年10月、月次。「米国株式」: S&P 500、「先進国高配当株式」: MSCI World High Dividend Index、「米国リート」: FTSE NAREIT US All Equity REITs Index、「米国ハイ・イールド債券」: ICE BofA US High Yield Index、「米国投資適格社債」: ICE BofA US Corporate Index、「米国国債」: ICE BofA US Treasury Index。「インフレ率」: 消費者物価指数・総合。【注: 下図】データ期間: 2010年1月~2021年11月12日、週次。「米国ハイ・イールド債券」: ICE BofA US High Yield Index、「米国投資適格社債」: ICE BofA US Corporate Index。「市場の予想インフレ率」: 米国インフレ連動債市場に織り込まれている今後10年の予想インフレ率。



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

MK211208-10