



ポリクライシスを 乗り越える

フィデリティ・インターナショナルの市場展望(2023年)

世界経済
世界株式
債券
不動産

マルチアセット
日本株式
プライベート・クレジット

はじめに



2022年に起きた出来事、特にウクライナ戦争という悲劇は、これからの1年間に大きな影響を及ぼすでしょう。金融面では、グローバル市場の下支え役からインフレ抑制にシフトした金融システムの変化もとても重要です。これらは世界の経済成長と資産クラスの見通しを一層困難なものにし、2022年を特徴づける高いボラティリティと流動性のひっ迫をもたらしました。

インフレが経済システムに組み込まれ、賃金や物価の上昇につながりかねない供給サイドの圧力に対し、中央銀行は懸念を示しています。こうした事態に対応するために中央銀行が引き締め的な金融政策にかじを切るとハードランディングのリスクが高まり、景気が急減速したり、労働市場が弱体化したりする可能性があります。フィデリティ・インターナショナルでは、企業業績の悪化や債券のデフォルト率上昇、信用格付けの引き下げが表面化するかどうかを注意深く観察しています。

グローバル化した供給・協力ネットワークと経済大国の間でのデカップリング、地政学的な不透明感などもあり、2023年は様々な資産クラスで多くの課題に直面するでしょう。家計部門でも、エネルギーと債務返済のコスト上昇を受けて個人消費が急減する可能性があります。

しかし、2022年にインフレを加速させたいくつかの要因の一部は、2023年には緩和に向かうでしょう。特に、サプライチェーンの混乱や輸送コストの上昇です。航空、海上、陸上の輸送コストはいずれも低下し、新型コロナウイルスの感染拡大によるロックダウンで生じた滞貨も緩和されつつあります。こうした状況は消費活動への打撃を和らげる一助になるかもしれません。検疫措置がグローバルで少しずつ撤廃され、投資家の信頼感は回復しつつあります。主要経済国のうち、いまだに大きな規制を続けているのは中国だけです。中国が規制緩和に向かえば、中国と世界経済の間でのハードルが取り除かれることとなります。

考慮すべき要因がいくつもあり、その多くが景気の下振れリスクの増大を示唆していることから、フィデリティ・インターナショナルでは今後1年間の不確実性に備えて慎重な見通しを維持しています。一方、市場には先見性があるため、経済データの回復に先立ちセンチメントが改善することも常に念頭に置いています。

Anne Richards

CEO, Fidelity International



目次

概観	4
世界経済	6
マルチアセット	9
世界株式	11
日本株式	14
債券	16
プライベート・クレジット	19
不動産	21

概観



Andrew McCaffery
Global CIO, Asset Management

金利のオーバーシュートが「インフレバスト」をもたらすリスク

市場に付きまとう厄介な問題となったインフレは、2023年も高止まりする公算が大きいです。金融緩和の時代は終焉を迎え、中央銀行の過度な引き締めが急激な景気後退、すなわち「インフレバスト」の引き金となるリスクが高まっています。

ドライバーがウインカーを点滅させて進路を変えるように、市場は景気のソフトランディングに向けて中央銀行が誘導するという希望的観測を抱いています。しかし、フィデリティ・インターナショナルは、2023年はハードランディングに陥る可能性が最も高いと見ています。金融危機やパンデミックの際に見られた「必要であれば何でもやる」という中央銀行のこれまでの常識は消えつつあるか、すでに過去のものとなっています。

この点が十分に理解されるまでは、米連邦準備制度理事会（FRB）への期待感から資産価格が大幅に上昇する場面もあるかもしれません。その期待通りに実現しなければ、一転して下落する展開も十分に見込まれます。

最終的に金利は高原状態になると考えられます。もし、インフレ率が2%を上回る水準で推移し続けるようであれば、流動性を維持しつつ積み上がる債務を管理するために中央銀行が他の手段を講じたとしても、金利が急速に低下する可能性は低いでしょう。

注目すべきは米ドルの方向性です。2022年の大幅なドル高は先進国だけでなく、ドル建て債務などを抱える新興国の経済にも破壊的な影響を与えることが証明されました。FRBが利上げを続ければドル高がさらに進み、他国の景気後退を加速させるリスクがあります。

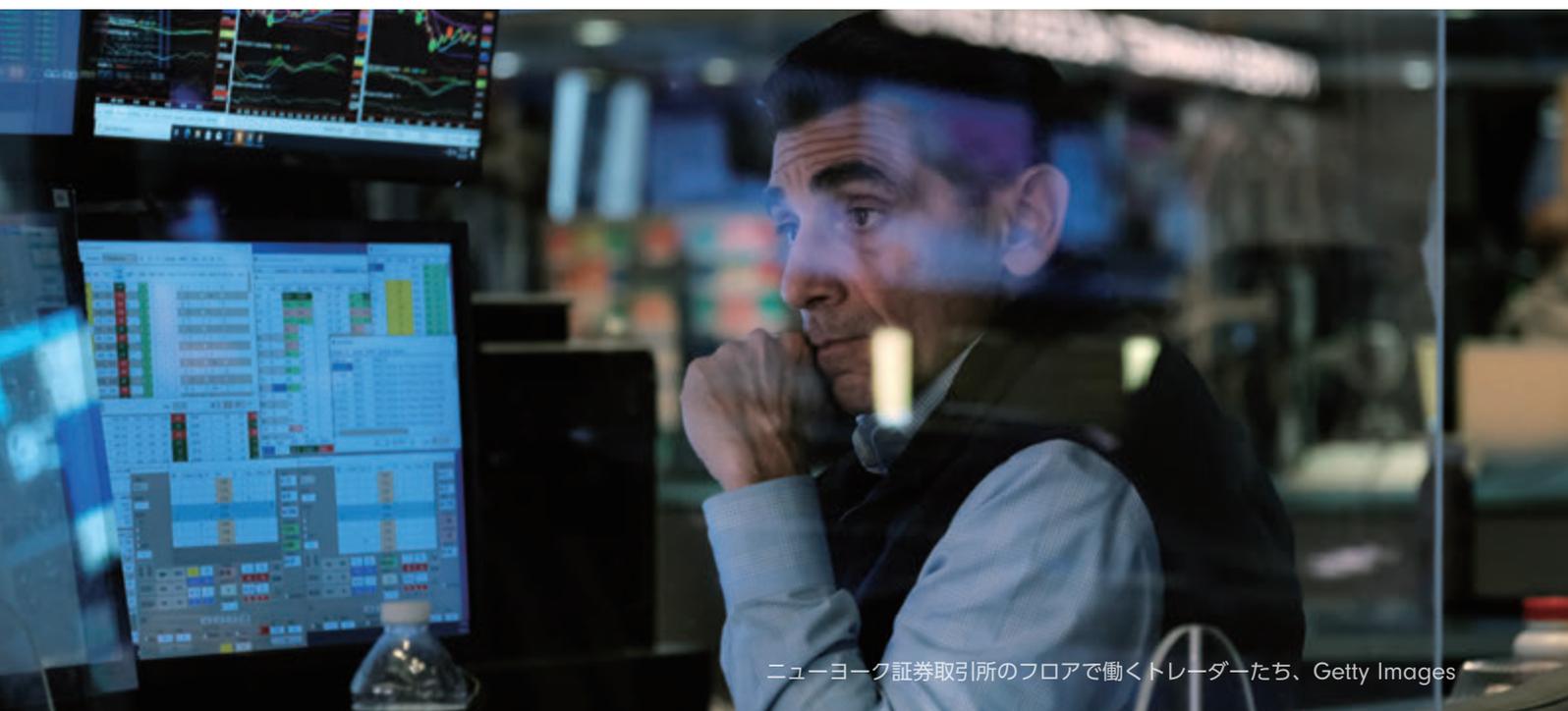
一方でドルの強さと金融・財政政策に対する信頼が揺らぎ、ドルの方向性が大きく変化した場合は幅広い地域に安心感が広がり、逆風に直面する世界経済全体の流動性が改善するかもしれません。

米国とは異なる道をたどる国もあります。その1つが日本です。日銀はこれまで、緩和的な金融政策を続けてきました。しかし、現在のイールドカーブ・コントロール（長短金利操作）を転換すれば日本円に予期せぬ結果をもたらす、すでにボラティリティが高い外国為替市場の新たなリスクとなる可能性があります。

中国もまた、ゼロコロナ政策と不動産市場の抑制によって2022年は異なる道を歩んできました。今後1年間、中国政府は引き続き経済再生に注力し、グリーンテクノロジーやインフラといった長期的な分野に投資すると予想しています。また、新型コロナウイルスに関連する厳しい規制が緩和されれば、消費も回復に向かうでしょう。米国との間での緊張感の高まりやパンデミックから生じた脱グローバル化は今後、大きなテーマの1つになると見えています。

Outlook 2023では、2023年に待つこの異常な危機が主導するサイクルにどう対峙し、乗り越えるべきかについて、それぞれの資産クラスのエキスパートが考察しています。経済成長に関して米国・欧州との相関関係が弱い新興国やアジアは分散効果を高める投資先の1つです。また、キャッシュや質の高い投資適格債券はディフェンシブな特性を備えています。

リターンの源泉を分散すれば、投資家は特定の市場全体の動きに依存することなく、ポートフォリオ固有のリターンを追求できるようになります。また、脱炭素化や再工業化といった長期的なテーマに基づく投資機会も生まれ始めており、早晩、投資家の注目を集める可能性があると考えています。



ニューヨーク証券取引所のフロアで働くトレーダーたち、Getty Images

世界経済



Salman Ahmed
Global Head of Macro and
Strategic Asset Allocation

次に何が起きるかはFRB次第

2023年に向けて世界経済は様々な課題に直面しています。高止まりするインフレと米連邦準備制度理事会（FRB）が主導する積極的な金融引き締め、ウクライナ戦争、エネルギー危機、弱い消費者信頼感、政治的混乱を踏まえると、当社の基本シナリオが依然としてハードランディングであることに変わりはありません。当社独自の「アクティビティ・トラッカー」は米国での景気後退の可能性が高いこと、欧州・英国ではほぼ確実なことを示しています。

インフレ抑制を優先し、FRBは中立金利を大きく上回る利上げに踏み切るようです。ハードデータ（特にインフレと労働市場）が大幅に悪化するまで、政策転換は期待できないでしょう。住宅ローン金利の上昇と買いにくさを背景に米国の住宅市場はすでに減速の兆しが表れており、取引は停滞しています。しかし、インフレと労働市場は依然として堅調です。インフレ高進を「一過性」と過小評価した2021年の経験を教訓に、FRBが現在のデータを重視している点を踏まえると、現行の金融政策を継続せざるを得ません。

現時点での重要な懸念は、FRBが特に雇用に関連したバックワード・ルッキング（過去）のデータに焦点を当てすぎていることです。

労働市場が弱さを見せ始めた時は、米国経済にとってすでに手遅れかもしれません。実質金利はここしばらくプラスで推移しており、イールドカーブの一部は世界的な金融危機が起きる前の水準に向かっていきます。金融システムの安定性が問題になる以前、フィデリティ・インターナショナルは繰り返し「高水準の債務を抱える中で長期にわたってプラスの実質金利に耐え続けることは難しい」と主張してきました。流動性と資産がすでに相当な圧力にさらされていることを考慮すると、金融システムに亀裂が入り始める可能性があります。FRBが現在の言葉を忠実に守り、インフレ率が2%近くに低下するまで金融引き締めの手を緩めないのであれば「スタンダード」な景気後退がより厳しいものになる可能性があります。

図表1: 金融環境はグローバルで引き締め方向へ



注: 金融環境指数。2021年12月31日時点の値を100として指数化。値が高いほど金融環境が引き締め的で、値が低いほど緩和的であることを示す。
出所: フィデリティ・インターナショナル、2022年11月

2023年の世界経済を見通す上では、中央銀行と並び政府も重要な役割を果たします。英国の財政政策と政治的な不透明感によって市場が大きく動揺した2022年のように、金融引き締めと誤った判断に基づく財政政策の組み合わせは、金融の安定に対してリスクとなる可能性があります。財政政策と金融政策の課題に同時に直面している国・地域は他にもあり、英国は炭鉱のカナリアかもしれません。

投資家は、FRBや他の主要中央銀行がこうしたリスクを賢明に受け止めた上で「これまでの金融引き締めの影響がはっきりするまで、場合によっては金融引き締めを緩和する可能性がある」という姿勢に傾く兆しを注意深く観察する必要があります。

インフレ高進は多少和らぐ可能性が高いです。しかし、そのペースはとて緩やかなものにとどまると見込んでいます。脱炭素化、脱グローバル化、高水準の債務への対応といった構造的なトレンドは向こう数年にわたり、インフレ圧力であり続けるでしょう。

これは、金融緩和策で経済成長を支えるという中央銀行の力を制限することにつながります。また、景気回復を支援するために実質金利が常にマイナス圏にあった金融危機後のデフインフレ時代からの転換も意味します。最近の英国政府の財政拡大策に対する市場の反応は、世界の政策当局がインフレ抑制と経済成長に向けた支援を同時に追求する際に直面しかねない困難を示しています。

投資家は、FRBや他の主要中央銀行がこうしたリスクを賢明に受け止めた上で「これまでの金融引き締めの影響がはっきりするまで、場合によっては金融引き締めを緩和する可能性がある」という姿勢に傾く兆しを注意深く観察する必要があります。

欧州も固有の問題を抱えています。2023年はエネルギー価格の動向、消費者向け財政支援策の枠組み、そして天候によって左右されるでしょう。暖冬であれば、天然ガスの供給不足などに伴う停電の可能性は低くなります（欧州中期予報センターと英気象庁の初期の予測ではこのケースとなりそうで、朗報です）。ウクライナ戦争という悲劇による人的被害が広がる一方で、エネルギー安全保障は欧州・英国にとって最重要課題であり、将来的には資本の重要なドライバーとなる可能性があります。

2023年の世界経済を占う上でもう1つの重要な要素は、中国でしょう。予想より遅かったものの、新型コロナウイルスに関連する厳しい対策を緩和する兆しが一時的に表れており、経済成長にプラスとなるでしょう。また、金融政策と財政政策は緩和状態の維持（もしくは一段の緩和）を見込んでおり、これまで厳しく抑えられていた経済成長を下支えする可能性があります。

人民元相場の先行きは不透明です。しかし、インフレ率が相対的に低いことから、中国人民銀行（PBoC）は輸出の伸びを支えるために相場下落をある程度容認すると考えています。

第20回共産党大会を終え、今後は緊迫する米中関係を注視しつつ、デジタル化から国家安全保障、自立自強、資本市場の開放に至るまで政策がどのように実行されるか、注意深く見守ることになるでしょう。

これらは投資家にとってどのような意味を持つのでしょうか。2023年の世界経済の見通しには不安をかき立てられるデータが数多く存在します。ただし、経済に沿って市場が直線的に動くことはほとんどありません。経済動向と並び、資産クラス（特に債券と株式市場の一部）を横断したバリュートの出現も評価すべき重要なポイントであることを忘れてはいけません。



FRBのジェローム・パウエル議長、Getty Images

マルチアセット



Henk-Jan Rikkerink
Global Head of Solutions and Multi Asset

ボラティリティ低下まで当面は守りを優先

2023年に目を向けると、世界の金融・資本市場への逆風は枚挙にいとまがありません。米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ高進に歯止めをかけようとする中、急激な米ドル高が他地域から資本を吸い上げています。欧州と英国はエネルギー危機の真ただ中にあり、ウクライナ戦争は終結のメドが立っていません。インフレは世界の多くの地域で高止まりし、消費者信頼感は最低水準まで落ち込んでいます。中国経済も一速からギアチェンジをできないままです。これらの課題は2023年の投資環境を複雑にし、当面の間はボラティリティが高止まりすると予想しています。

2023年に向けて、引き続きディフェンシブなポジションが重要であると考えています。ボラティリティが落ち着くまでは、相関性が低い資産クラスとキャッシュがマルチアセットポートフォリオの主要な構成要素になるでしょう。特に今は、利回りが上昇して魅力的になった国債も重要な役割を果たすと考えています。フィデリティ・インターナショナルが想定するように2023年にハードランディングが起これば、中央銀行は経済成長の鈍化に伴い、利上げペースを緩めるはずですが、過去40年にわたり上昇の原動力だった構造的な追い風は幾分弱まっているかもしれません。しかし、国債は依然として景気後退時の分散投資先の1つとして最適な資産クラスです。

株式にまだ織り込まれていない事業環境の悪化

株式への資産配分を戻すべきタイミングも訪れるでしょう。

ただし、現時点では事業環境の悪化が業績見通しやバリュエーションに反映されておらず、さらなる下振れが見込まれます。2022年の収益予想は年末が近づくにつれ徐々に下方修正されていますが、2023年の予想はほとんど変化していません。厳しい見通しを考慮すると、これは異例です。もちろん、株式相場の調整などによってバリュエーションはやや低下し、いくつかの市場では値ごろ感も出始めています。ボラティリティの高止まりと投資家心理の十分な悪化を踏まえれば、短期間には「リスクオン」で急反発する可能性はあるでしょう。しかし、過去と比べて、多くの市場はなお「割安」と呼ぶには程遠い状況です。

センチメント改善を促すカタリスト

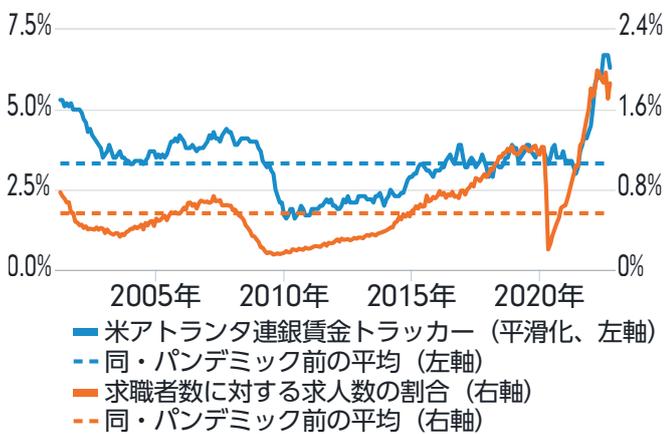
2023年に向けて、私たちは低成長の世界で見落とされている成長分野を見つけることに集中しています。

全般的にさえない投資環境ではあるものの、悪化した

センチメントを改善するきっかけとなるテーマは複数あります。

第1に、米国経済のハードデータ減速は市場が待ち望むFRBの政策転換の前兆となる可能性があります。すぐには期待できませんが、実現すれば株式やクレジットなどのリスク資産だけでなく、国債価格も押し上げると予想しています。

**図表2：労働市場と賃金は
ピークアウトも堅調さを維持**



出所：Refinitiv、フィデリティ・インターナショナル、2022年10月

第2に、ウクライナ戦争の予想外の終結や包括的な財政支援策によって欧州の消費者に安心感が広がれば、欧州の経済見通しは改善する可能性があります。

第3に、中国政府が新型コロナウイルスに関連する厳しい規制を緩和したり、改革から経済成長に再び焦点を当てる準備があることを示す兆候があれば、市場からは極めてポジティブに受け止められるでしょう。

日本に関しては、イールドカーブ・コントロール（YCC、長短金利操作）から脱却する準備があるかどうか、日銀のガイダンスを注視します。もし、YCCから脱却するようであれば円安進行に歯止めをかけ、グローバルで国債利回りの上昇につながると見えています。

脱グローバル化とリショアリング

2023年も脱グローバル化とリショアリング（海外に移した生産拠点を自国に戻すこと）という構造的なテーマが続くと予想しています。中国は過渡期にあり、欧州・米国との間での緩やかな分断は今後も続くでしょう。これは中国にとって足かせになるかもしれません。しかし、サプライチェーンの再構築はメキシコやカナダを中心に、ラテンアメリカの一部やタイ、ベトナムに成長機会をもたらすと見えています。

相関性の低いエクスポージャーが投資の重要な武器に

もちろん、マルチアセット運用の第1のルールは長期、短期といった時間軸で資産クラスの動きがそれぞれ異なる点を理解することです。長期的な視点では、過度に悲観的になる必要はありません。今回の難局を乗り越え、経済は再び拡大していくでしょう。長期投資家として大切なのは、大局を見失うことなく短期的な上昇をとらえつつ値下がりリスクも抑えるために、その過程で生じる様々な機会に注意を払うことです。

2023年以降、マルチアセットを運用する投資家は可能な限り幅広いツールを活用する必要があると考えています。流動性を重視した絶対リターン戦略や上場オルタナティブ（インフラや再生可能エネルギーを含む）、プライベート・アセット（プライベート・エクイティ、プライベート・クレジット、不動産を含む）など相関性の低いエクスポージャーがポートフォリオを組む上での武器になります。向こう数年間は広範な分散が求められます。長期的なリターンを得るために、投資家は伝統的資産以外にも目を向ける必要があるでしょう。

世界株式



Marty Dropkin
Head of Equities, Asia Pacific



Ilga Haubelt
Head of Equities, Europe

金融引き締めの中で市場の不確実性は高い

どこまでも高いインフレと金利の上昇が世界経済に悪影響をもたらし、2023年の世界株式は高いボラティリティと不確実性が予想されます。しかし、収益見通しは国ごとに乖離（かいり）が見られ、投資家にとっては銘柄選別の機会につながるでしょう。

市場は「インフレ沈静化の初期の兆候が見られれば米連邦準備制度理事会（FRB）を中心とする中央銀行が利上げを止める」との期待を抱いています。しかし、それを待つと手遅れになる可能性が高まっています。消費者への悪影響はすでに出始めており、世界景気の一部は後退に向かっているか、すでに後退しています。

地域別では、欧州がその影響を最も受けているように見えます。需要減退につながる停電を回避して企業や消費者が冬を乗り越えられるかどうか、ウクライナ戦争が今後どう進展するかなどによって状況は大きく変わるでしょう。家計が生活費の高騰に苦しむ中で欧州中央銀行（ECB）が利上げに踏み切ったため、株式市場はすでに景気後退を織り込んでいると見られます。ただし、テールリスクは残ったままです。

政府の失策と経済見通しの悪化により大きく値下がりした英国株式は、2023年には魅力的な投資先になる可能性があります。大型株の収益の大部分が国外からもたらされる英国株式市場は2022年、他地域と比べて好調に推移しています。予想PERは長期平均を25%下回り、米国株式と比べて50%近くも低いいため相対的な割

安感が強まっています。

大型株で構成する株価指数であるFTSE100の採用企業は世界経済から利益を得ており、英ポンド安のメリットを享受しています。一方、中小型株は国内経済への依存度が高く選好されていませんが、英国経済にポジティブサプライズがあれば、恩恵を受ける可能性があります。

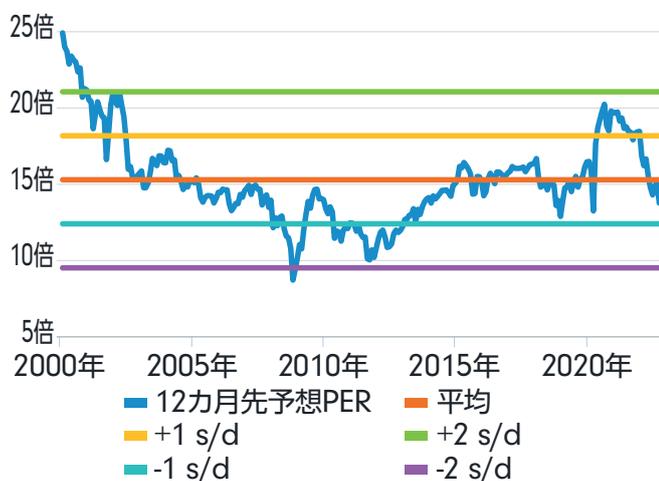
米国は状況が異なります。消費活動への下押し圧力が高まっている兆候は一部で見られるものの、実際のデータはまだ下方向に転じていません。本格的な景気後退を反映するような企業業績の下方修正を予想するには程遠い状態です。そのため、成長ペースが突然減速するようであれば、2023年はS&P500が大きく下落するリスクが残っています。中・小型株は大型株と比べて割安感が出ており、投資機会はあるでしょう。一方で、バリュー株と比べてグロース株には依然として割高感があり、バリュエーション格差は歴史的な高水準です。

強い米ドル

投資家にとってもう1つのリスクは、企業業績を悪化させ続ける米ドル高の進行です。特に新興国は歴史的に、ドル高による負の影響を受けやすい市場です。また、ドル高は米国企業にとっても国外からの収益の減少要因となります。S&P500採用企業の海外エクスポージャーはおよそ30%となっています。

世界株式については、（金利上昇に伴う）割引率の上昇によってマルチプルの低下が続くと考えられます。当面の間続きそうな景気先行きの不透明感を反映して、企業収益はさらに減少すると見込まれます。2023年1～3月期は各企業が2022年の実績値と2023年の見通しを公表するため、バリュエーションはさらに低下するでしょう。

図表3：12カ月先予想PER (MSCI ACWI)
— 2023年はさらなる下ぶれを予想



注：IBESのコンセンサスに基づくMSCI World予想
出所：Refinitive、フィデリティ・インターナショナル、2022年10月

中国の動向も注視する必要があります。それ自体が大きな市場であるだけでなく、新型コロナウイルスの感染拡大に伴うロックダウンをいち早く導入し、いち早く解除した市場でもあるからです。企業業績の悪化の兆候を示した最初の主要市場でもあります。今後数カ月間の中国の動向は、先進国市場のこれからの展開を示唆する可能性があると考えています。

中国への投資は可能だが、投資先は吟味すべき

中国ではインフレ期待が相対的に低位にとどまっており、緩和的な金融環境が続いています。2023年の最初の数カ月に訪れる大きな問題は、経済がしっかりと持ち直すことができるかどうかです。欧州とは異なりエネルギー危機もなく、当社の基本シナリオでは年後半にかけて景気は緩やかに回復すると考えています。

インフラ投資の再開を背景に国内の収益環境は持ち直し、利益率も改善するでしょう。全体的に割安感が出ていますが、フィデリティ・インターナショナルは生活必需品、金融、ヘルスケアをポジティブに評価しています。

慎重さが重要

中央銀行が過度にタカ派的で、利上げと量的引き締めを組み合わせる金融環境を引き締めすぎた場合、2023年中に「インフレバスタ」が発生し、世界経済はダメージを軽減するのに苦労するリスクがあります。これは、実体経済と資産価格の両方に打撃を与える可能性があります。

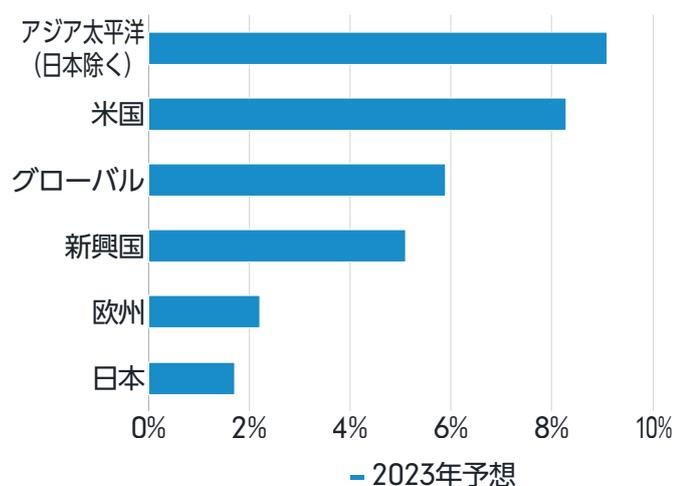
当社は現在の状況に対して慎重な姿勢を維持しています。今こそ、ボラティリティの高さを切り抜けるために最適な高クオリティ銘柄に投資すべきタイミングです。同時に、クリーンエネルギーや電気自動車など長期間にわたって持続的に成長するようなセクターへの投資機会も探しています。

金融や公益事業などのディフェンシブセクターは、景気減速が続く間はアウトパフォームする可能性があります。公益事業については、電力価格の高騰などが収益圧迫の要因ではあるものの、バリュエーションが許容範囲でキャッシュ創出力があり、リターンの実績がある銘柄（米国を除く）を選択します。

地域別では、日本を除くアジア太平洋地域について市場予想よりもポジティブです。2022年の堅調な回復を踏まえると、中でもASEANとインドが突出しています。インドとインドネシアは中産階級の拡大や可処分所得

の増加など良好な人口動態に支えられ、複数年にわたり堅調な成長を続けており、2つの国を長期的にポジティブと見ています。インドネシアはエネルギー純輸出国であり、2023年も続くであろうエネルギー価格の上昇の恩恵を受ける数少ない国の1つです。

図表4：市場の収益見通し（2023年度）



出所：IBES収益予想、フィデリティ・インターナショナル、2022年9月30日

日本株式



鹿島 美由紀

フィデリティ投信 取締役副社長 兼 運用本部長

「安定」を強みに、日本の相対魅力度が高まると予想

米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締めにより米国が景気後退に陥ることが警戒される中、中国もゼロコロナ政策で不安定な状況が続いており、世界経済の先行きは非常に混沌としています。ただこのような局面だからこそ、景気・政治などの面で「安定」している日本の相対魅力度が増すことが期待されます。また日本において、物価と賃金が共に上昇する成長フェーズへと転換するかどうかにも注目しています。

日本経済は2023年も底堅い回復が続く見通し

インフレの鎮静化に向けた米連邦準備制度理事会（FRB）の積極的な利上げによって、住宅関連指標の落ち込みが一段と強まり、企業の景況感指数も好不況の分かれ目となる50を下回るなど、米国では景気後退の兆候が広がりを見せています。

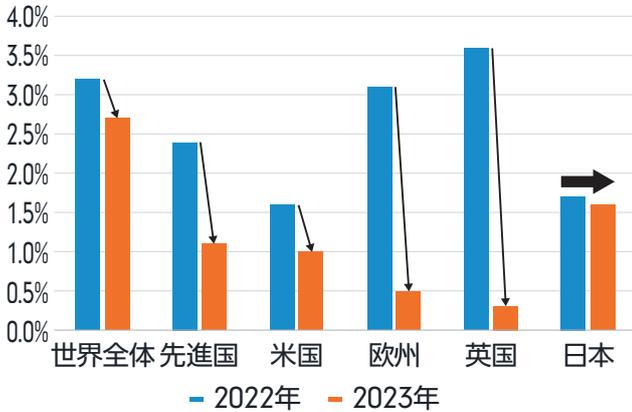
物価指標の伸びが鈍化してきたことやFRBが利上げペースの減速を示唆したことなどを受け、足元では米国の景気や金融政策の先行きに対する楽観的な見方が広がりつつありますが、米国の景気後退の可能性がなくなったわけではありません。そして中国では、一部が見直されたものの引き続きゼロコロナ政策が続いており、まだしばらく経済の不安定な状況が続くことが予想されます。

世界経済の牽引役である米国と中国の経済の先行きが混沌としている中で、日本もその影響を受けることが予想されますが、日本は独自の要因が支えとなって2023年も安定して底堅い成長を続けることが可能であると考えています。

独自の要因とは、経済再開が相対的に遅れていたことでまだ経済再開途上にあること、インバウンド復活による消費の回復が期待できること、そしてコロナ下で蓄積された需要やサプライチェーンの再構築ニーズなどを背景に設備投資の増加が見込まれることです。

国際通貨基金（IMF）が発表した世界経済見通し（2022年10月時点）においても、日本は2023年に前年と同水準の伸びを維持し、主要先進国の中では最も安定した推移が見込まれています。

図表5：IMFによる経済見通し



出所：IMF（国際通貨基金）「World Economic Outlook」、2022年10月

「安定」していることが日本の強み—景気・政治

日本では引き続き「安定」した経済成長が見込まれることに加え、政治も「安定」していることが挙げられます。日本では、自民党が2012年に民主党から政権を奪還して以来、10年以上もの間、与党の座を維持しています。そして第2次安倍政権の成長戦略「アベノミクス」の基本路線を維持した政策運営を一貫して進め、日本経済の長期的な回復を導いてきました。日本にも政治リスクが全くないとは言えませんが、頻繁に政権が入れ替わる米国や欧州諸国と比べれば政治が相対的に安定しており、今後も日本経済の成長をサポートする政策運営が続いていくであろうことが期待できるという点で安心感があると考えられます。

ウクライナ危機により、エネルギーを安定的に供給・確保することが、各国のエネルギー政策において最重要課題であることが認識されました。脱ロシアの影響が相対的に大きい欧州では、エネルギー価格の高騰に伴う交易条件の悪化が深刻となっています。日本も同様に電力需給は厳しい状況にあるものの、再稼働の安全審査を合格した原子力発電所が複数あり、それらをいずれ再稼働できる選択肢をもっている点で相対的に安心感があると言えます。

再稼働に向けて解決しなければならない課題は少なくありませんが、原子力は脱炭素社会への移行を進める上で不可欠なエネルギーの一つであり、来夏以降の再稼働を目指す政府が今後どのように舵取りをしていく

のかが注目されます。

世界で金融引き締めが続き、地政学的リスクも高まる中で、2022年の株式相場も混沌とした状況が続き米国株（S&P500種株価指数）は年初から足元まで16%近く下落しました。それに対して日経平均株価の下落幅は1%にとどまり、底堅いパフォーマンスとなっています^(※1)。

大きな変化を求める投資家にとっては地味に映るかもしれませんが、先行きが不透明な時だからこそ、日本がもつ「安定」さが株価の下支えとなった面もあったのではないかと考えています。そして2023年も「安定」が日本の相対魅力度を高め、株価を下支えしていくことが期待されます。

※1 2022年11月21日時点、トータルリターン、現地通貨建て

リスクは急激な円高、実質賃金の伸びにも期待

今後のリスクは、円高が急激に進むことであると考えています。2022年はFRBによる急速な利上げを背景にドル高が進み、2022年初めに1ドル110円台だった円相場が一時は150円台まで下落するなど、非常に大きな値幅で円安が進みました。しかし今後は、FRBによる利上げ幅の縮小や金融引き締め政策の転換が想定されることで、円相場がこれまでとは逆の円高方向に動いていく可能性が高まっています。日本企業の業績に対し、円安は全体では輸出企業を中心にプラスの効果をもたらしていますので、急激な円高は短期的にネガティブな影響を及ぼすことが警戒されます。ただし、ここ数年間のレンジ内に収まる円高であれば、中期的には大きな心配はないと考えています。

日本経済にとって一番怖いのはデフレの時代に戻ることでと考えています。欧米に比べれば低位ではありますが、輸入物価の上昇などを背景に日本でも緩やかなインフレが進んでいます。日銀が目標とする2%の物価高が安定的に達成されていくかどうかは、賃金が上昇していくかどうかがかギになると考えています。今後も日本経済が回復基調をたどり、人手不足で賃金には押し上げ圧力がかかることが見込まれる中で、春闘での賃上げ率をはじめ賃金動向がどうなっていくか注目されます。

債券



Steve Ellis
Global CIO, Fixed Income

金利の新たな時代が到来

債券の利回りはようやく魅力的な水準に戻り始めました。しかし、今後の景気後退の深刻さを織り込んだ価格になっているのでしょうか。

債券市場は、長い間待ち望んでいた新たな現実への移行を期待して2023年を迎えます。しかし、10年以上も続いた金融緩和の終焉は、大きなリスクをもたらしています。中央銀行は金融引き締めを続けており、多くの国・地域で「インフレバスタ」のリスクが高まっています。たとえ政策当局が今後の景気減速の規模や市場に配慮して引き下がらざるを得なくなっても、金利は過去10年間のどの時点よりもはるかに高い水準に落ち着くと想定されます。

これは、ゼロ金利の世界で10年間もがいてきた債券にとっては良いことですが、一方で金融システムに亀裂が入る最初の兆候も表れています。英国は財源のあてのない「ばらまき」の影響に苦しんでおり、他国の先例となる可能性があります。また、米連邦準備制度理事会（FRB）は金融引き締めを推進しており、米ドルは多くの市場にとってますます破壊的な存在となっています。

ただし、ある段階まで進めば、FRBや他の中央銀行はインフレ対策と金融の安定性のバランスを取る必要に迫られる状況になるかもしれません。

図表6：社債利回りの魅力が増している



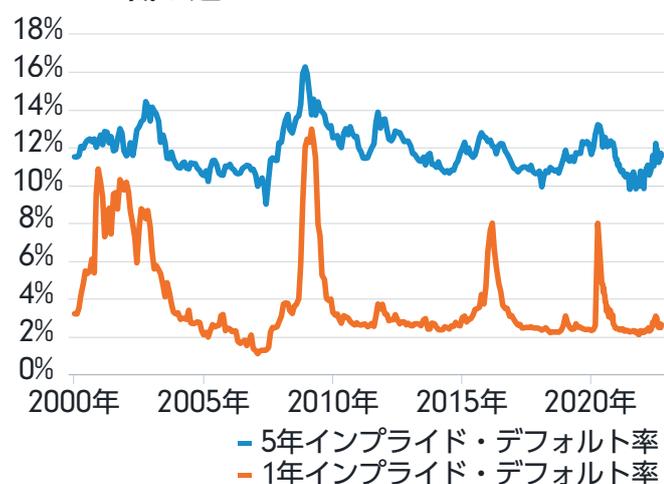
注：投資適格社債の利回りから株式の配当利回りを差し引いた値の推移
出所：Refinitiv、フィデリティ・インターナショナル、2022年10月

あまりにも遅すぎる

先進国の中央銀行による今回の金融引き締めが遅きに失したことは明白で、その結果が痛みを伴う可能性は高まっています。2023年に米国が景気後退に陥るようなことがあれば、社債のデフォルトは大幅に増加するでしょう。今のところ、こうしたリスクはまだ市場に織り込まれおらず、特にハイ・イールド債券市場にそ

の傾向が見られます。現在、米国のハイ・イールド債券のインプライド・デフォルト率（市場が織り込んでいるデフォルト率）はわずか2.7%で、ごく浅い景気後退の時に予想される水準です。世界的な金融危機の際にはピーク時でおよそ14%まで上昇しました。ハイ・イールド債券市場では、慎重な銘柄選択が不可欠です。

図表7：デフォルト率は景気後退を織り込んでいない



出所：Refinitiv、フィデリティ・インターナショナル、2022年10月

また、金利負担も重要なポイントです。ハイ・イールド債券の利回りが今後数カ月、場合によっては数年間にわたって8~10%で推移するとすれば既存・将来の借り手の見直しを変えることになり、イールドカーブ全体にわたり水準感の訂正が必要になるでしょう。

デュレーションに着目

ハードランディングのリスクが大きいため、欧州のコア（中核国）と米国のデュレーションは比較的魅力があるように思われます。フィデリティ・インターナショナルは、金融当局が緩和的な政策への転換を余儀なくされると見込んでいます。この1年間は、それがいつ起こるのかを予測することが困難でした。本稿執筆時点では、FRBが方針を転換する時期は早くても2023年3月まで先送りされています。

鍵を握るのはインフレです。米国と欧州の消費者物価

の伸び率は高止まりしており、最初の下落で中央銀行が政策転換に踏み切る可能性があります。その結果、米ドルの上昇に歯止めがかかり、中国を含む新興市場の経済成長が加速する展開も想定されます。

欧州では、エネルギー価格のショックと関連するリスクが経済的な痛みを鮮明にするでしょう。市場は利上げが2023年まで続くの見込んでいますが、欧州中央銀行（ECB）はいずれこの路線から外れ、深刻な景気後退を回避すると考えられます。その間、投資家は吟味して銘柄を選択する必要があります。財政状況が厳しい国や企業のスプレッドは大幅にワイド化していますが、エネルギーコストの上昇でドイツが深刻な景気後退に陥った場合、一段と拡大する可能性があります。

他の地域では、新興市場や中国の不動産セクターが米ドル高の影響を最も受けています。裏を返せば、最終的に米ドル高の流れが逆回転した場合に大幅な価格上昇が起きる可能性があるとも言えますが、そのタイミングを計るのは至難の業です。

このような数多くのリスクを念頭に置きながらも、利上げサイクルの様々な段階を経て一部の投資家がポートフォリオの資産配分をより質の高い資産にシフトするのは、必然です。最近のキャッシュ戦略へのニーズの高まりからはすでに「質への逃避」が始まっていることが読み取れます。

需要ショックは織り込まれていない

最大のリスクは、金融当局がすでにシステムを過度な領域にまで推し進めている可能性があることです。通貨の総量は世界恐慌以来の水準まで低下しているにも関わらず、中央銀行は金融引き締めを継続しています。ベース効果が表れ始めると、過去18カ月のインフレは想定よりも粘着性が弱く、必要以上に内需に悪影響を与えていることが判明するかもしれません。私たちはまだそれを織り込んでおらず、これにより市場の力学が急速に変化する可能性があります。



利回りは長期的に高止まり、Getty Images

プライベート・クレジット



Michael Curtis
Head of Private Credit Strategies

プライベート・クレジットがディフェンシブな選択肢に

プライベート・クレジット市場は、その構造的な特徴と資産クラスの相対的な強さから、2023年の景気後退に備えてディフェンシブな選択肢となる可能性があります。

プライベート・クレジットは、他の資産クラスで見られる高いボラティリティを回避するための有効な投資先です。変動金利構造のため、金利上昇局面では多くのインカムを獲得できます。

加えて、ダイレクト・レンディング・ファシリティの場合は長期で貸し手に有利な厳しいコベナンツ（財務制限などの特約条項）が設定されがちですが、優先担保付ローン（シニアローン）は資本構造の最上位に位置し、相対的なプロテクションを享受できます。

この、本質的に保守的な資産クラスは、ボラティリティが高まる中でディフェンシブな役割も果たします。もちろん、この市場でも今後1年間でデフォルト率が上昇する可能性はあります。しかし、パブリック市場と比べれば限定的で、プライシングの弱さも金融危機時ほど深刻ではないと考えられます。

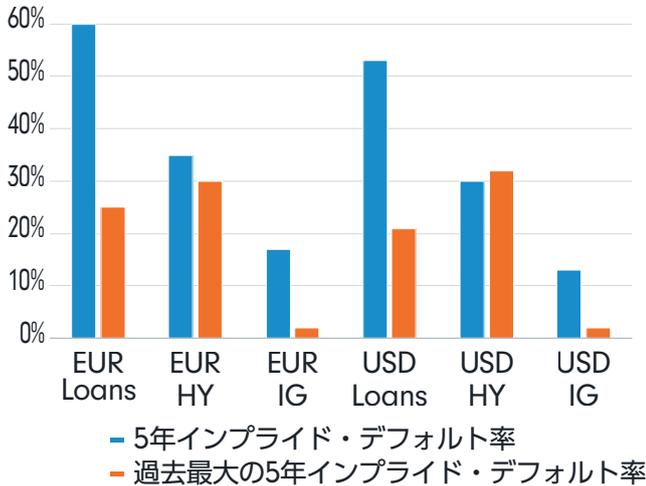
一部のプライベート・クレジット商品は高い強靭性を備えています。例えば、歴史的に見て、市場がストレスにさらされる時期でもローン担保証券（CLO）のデフォルト率は低水準にとどまっています。実際、金融危機以降にデフォルトしたCLOはなく、それ以前に発

生した数少ないデフォルトはBB格のトランシェに集中していました。

一方で、シニアローン市場の現在のスプレッド水準は、悪材料がすでに相当織り込まれていることを示唆しています。現在のバリュエーションは1年先のデフォルト率が19.1%に達することを示していますが、これは金融危機時に経験した過去最大のデフォルト率（10.5%）のおよそ2倍です。

参考として紹介すると、Fitch Ratingsは今後のボラティリティ上昇局面での基本ケースとしてデフォルト率を3%、より厳しいシナリオでは5%と予測しています。

図表8：5年インプライド・デフォルト率は過去最悪の水準と比較して悲観的に見える



注：Loansはレバレッジド・ローン、HYはハイ・イールド債券、IGは投資適格債券
 出所：Credit Suisse Western European Leveraged Loan Index - EUR Only DM to Maturity, CS US Leveraged Loan Index DM to Maturity, High Yield and IG ICE BAML OAS (オプション調整後スプレッド)、2022年10月19日時点。過去の回収率とシニオリティ（優先順位）に基づき、回収率はレバレッジド・ローン60%、ハイ・イールド債券30%、投資適格債券40%と想定。ハイ・イールド債券、投資適格債券の過去のデフォルト率はS&P 2021 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study (1982~2021年)に基づく。レバレッジド・ローンの歴史カル・デフォルト率はMorningstar US & European LL Indexes (2000~2022年)による。EURレバレッジド・ローンのプレークワイブ・デフォルト率 (BDR) は30%の回収率で41%、回収率0%で31%に低下する

より強固になった市場

欧州のシニアローン市場は、金融危機時とは根本的に様変わりしています。2007年1月当時、特約条項が緩和されたコベナンツ・ライトの案件はありませんでした。現在では、市場の97%のファシリティにはそもそもコベナンツがありません。企業は存在しないコベナンツを破ることはないため、デフォルトリスクは当然減少し、景気動向に敏感な企業にとっては混乱から抜け出す余裕もあるでしょう。

同様に、過去15年の間にインタレスト・カバレッジ・レシオも上昇しており、現在では約3.9倍（2008年は2.7倍）に達しています。景気後退に備え、企業にとってはより低利で債務を調達しやすい環境が整っています。Credit Suisse Western European Leveraged Loan Indexに占めるCCC格付けのファシリティの割合は4%と、金融危機時の20%から大きく減少しています。

とは言え、格付け機関は新型コロナウイルスのパンデミック時に見られた格下げへの寛大なアプローチを継続しないだろう、とも考えています。

防御を固めても影響は避けられない

2023年のプライベート市場は比較的良好なパフォーマンスとなり、投資家はかなり割安な価格で投資できる機会があるでしょう。しかし、この市場で債務を調達する借り手は、消費者需要の低迷、金利の上昇、高いボラティリティなどに直面しながら実体経済の中で活動しています。バリュートラップを避けるためにも、慎重なデューデリジェンスが必要です。

2024年までに満期を迎え、借り換えが必要なシニアローンのファシリティは180億ユーロに過ぎません。発行体（借り手）は既存の案件の借り換えを強く迫られることはありませんが、一部では満期の延長など条件変更を迫られたり、デフォルトが発生したりする場合もあるでしょう。

景気後退の影響はあるものの、プライベート・クレジット市場はパブリック・クレジット市場と比べて比較的穏やかな環境にあり、多くの投資家が恩恵を受けるでしょう。ボラティリティの高さに加え、貸し手優位の状況にシフトしていることから、今後12~24カ月はプライベート・クレジット市場で投資機会が生まれる可能性があると考えています。

不動産



Neil Cable
Head of European Real Estate Investments

課題は山積、ただし潜在的機会も

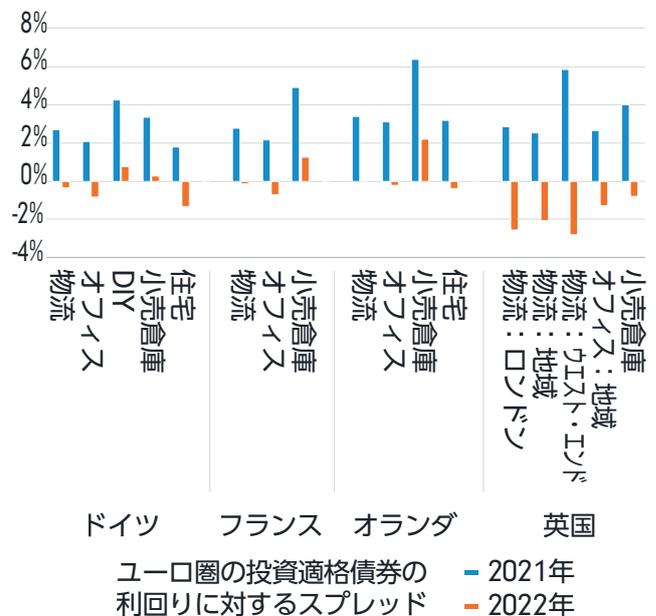
不安定な経済情勢を背景に、不動産市場の関心は向こう12カ月間にわたって得られるキャッシュフローに移っています。しかし、金融引き締めサイクルが緩み、金利が安定するにつれて投資機会も生まれるでしょう。

2023年は不動産市場にとって厳しい1年になりそうです。貸出金利の上昇を受けて前半は復活の兆しが見えない可能性があります。一方で高い利回りを確保し、長期的なバリューを生み出す機会でもあると考えています。

プライベート市場はパブリック市場と比べて流動性が低いです。価格動向も他の資産クラスと比べて遅行する傾向があり、2023年の4～6月期までは下落が続くかもしれません。しかし、買い手（投資家）が最大の交渉力を発揮できるのは、まさにそのようなタイミングです。

金融引き締めによって利回りはさらに上昇すると想定されますが、1990年代のようなサイクルが生じることも、価格が金融危機並みに下落することもないでしょう。不動産は買い手が多い上、プライベート市場は十分に分散を図ったポートフォリオの構築に欠かせないからです。この分野から資本が全面的に撤退することはないでしょう。

図表9：欧州不動産は予想を上回るスピードでスプレッドが縮小し、水準訂正に向かっている



出所：フィデリティ・インターナショナル、CBRE、2021年9月/2022年9月

そのため、フィデリティ・インターナショナルは調整期間も比較的短くなると思っています。金利水準が安定し始めれば、年央までにほとんどのバリュエーショ

ンが見直されるでしょう。価格が底値に近づくとつれ、長期資金を持つ投資家にとって興味深い投資機会が生まれると見込んでいます。

合理的な価格水準への回帰

長い低金利の時代には、クオリティに関わらず多くの不動産がほぼ同じような、標準的な利回りでした。しかし現在は、より合理的な価格が形成される時代に移行しつつあります。このためセクター、物件のタイプ、立地など様々な条件がリターンの差につながり、アクティブ投資家が有利になる可能性があります。

最も大きな差は（持続可能性に配慮した）サステナブルな建物とそうでない建物の間に生まれるかもしれません。

ブラウン・ディスカウントとグリーン・プレミアム

最も大きな差は（持続可能性に配慮した）サステナブルな建物とそうでない建物の間に生まれるかもしれません。エネルギーコストの上昇によって建物のエネルギー効率がより重要になっているだけでなく、規制の進化によってサステナビリティ基準が絶えず引き上げられているからです。特に欧州では、省エネ性能評価制度であるEPC評価からSFDR（サステナビリティ関連開示規則）まで要求事項が次々に増えて、アルファベットを並べた略語が氾濫しています。今後数年間は環境の変化に先んじて行動できた人に大きなチャンスが、取り残された人にはリスクがもたらされるでしょう。

オーナーはサステナビリティの最低基準を満たさない物件を貸せなくなるため、一部の建物は行き場を失うこととなります。これにより生じるのは、非適合物件に対する「ブラウン・ディスカウント」の増加だけではありません。サステナビリティ基準に基づく最高評価を受けた物件がまだ少ない中、短期的には市場で最

もサステナビリティに配慮した物件が大幅な「グリーン・プレミアム」を獲得する余地も増えるでしょう。

キャッシュフローに注目

最後に、2023年は不動産市場における価格設定が基本に立ち返る年になるでしょう。不動産へのエクスポージャーの拡大により、投資家は10年近くにわたって低下し続ける利回りを追い求めてきました。今後はキャッシュフローに焦点が当たる時代になります。可能な限りインカムを維持しつつ、より高い利回りを得られる物件を見つけてインカムを増やすことになるでしょう。アルファ創出に重点を置くことに変わりはありませんが、歴史的な低金利や一等地といった過去の要因よりも、物件のクオリティとそれを積極的に管理するマネージャーの能力がより重要になると考えています。

重要な情報

- 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、その銘柄また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または全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
 - 投資信託のお申込みに関しては、下記の点をご理解頂き、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。また、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ください。
 - 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頂きます。
 - 申込時に直接ご負担頂く費用:申込手数料 上限 3.85%(消費税等相当額抜き3.5%)
 - 換金時に直接ご負担頂く費用: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頂く費用: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

MK221121-2