



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場
Knowledge Forum

株式市場の見通し ～2022年もサプライズに備えよう～



2022年1月31日



クリストファー・ホグビン

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
株式部門 責任者



2021年の世界の株式市場はサプライズに満ちた中で力強く上昇した。新年を迎え、おそらく唯一の確かなことは、2022年もさらに多くのサプライズが待ち構えているだろうということだ。投資家はマクロ経済、新型コロナウイルスのパンデミック、地政学的リスクなどに関する予期せぬ事態に、どう備えることができるのだろうか？

2021年はたびたびボラティリティが高まったにもかかわらず、MSCIワールド指数は現地通貨ベースで24.2%上昇した。けん引役となったのは米国の大型株（次ページの図表1、左図）で、米連邦準備制度理事会（FRB）が2022年に金融引き締めを加速する計画を明らかにした12月下旬以降も、上昇トレンドは途切れなかった。中国株が低迷する中、先進国市場が新興国

市場をアウトパフォームした。セクター別では、エネルギー、テクノロジー、金融などのセクターがアウトパフォームした一方で、公益事業などディフェンシブなセクターはさえなかった。

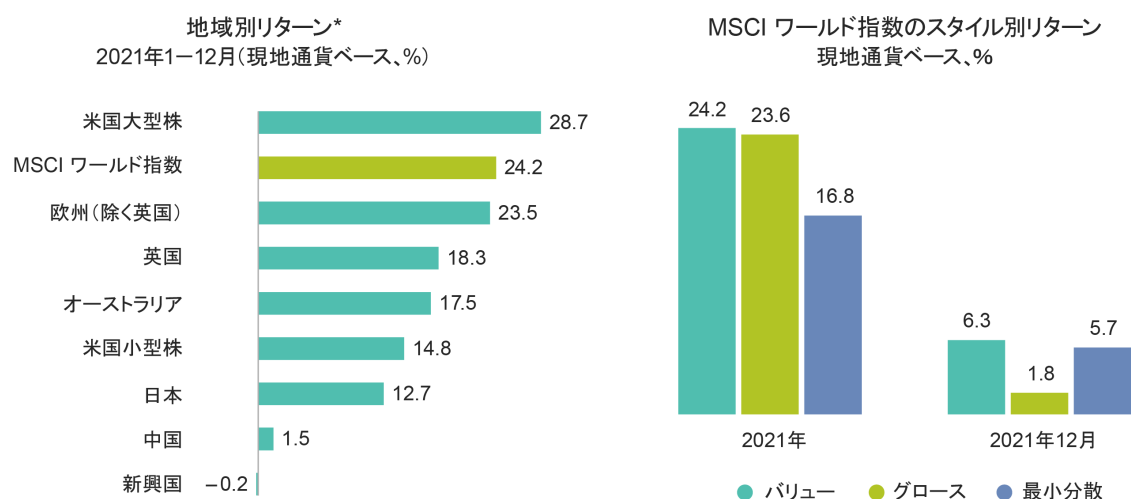
スタイル別のリターンは反転を繰り返した。5月まではバリュー株が上昇したが、その後12月までグロース株が主導権を取り戻した。その結果、世界のバリュー株とグロース株は通年のリターンが同水準となった（次ページの図表1、右図）。一方、米国では小型のバリュー株が小型のグロース株を大幅にアウトパフォームした。投資家がディフェンシブな銘柄を敬遠したため、MSCI ワールド最小分散指数はアンダーパフォームした。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2022年1月4日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 米国の大型株が上昇をけん引：2021年はバリュー株が好調に推移



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

*米国大型株はS&P 500指数、欧州(除く英国)はMSCI 欧州(除く英国)指数、英国はFTSEオールシェア指数、オーストラリアはS&P/ASX 300指数、米国小型株はラッセル2000指数、日本は東証株価指数、中国はMSCI 中国A株指数、新興国はMSCI エマージング・マーケット指数。

2021年12月31日現在

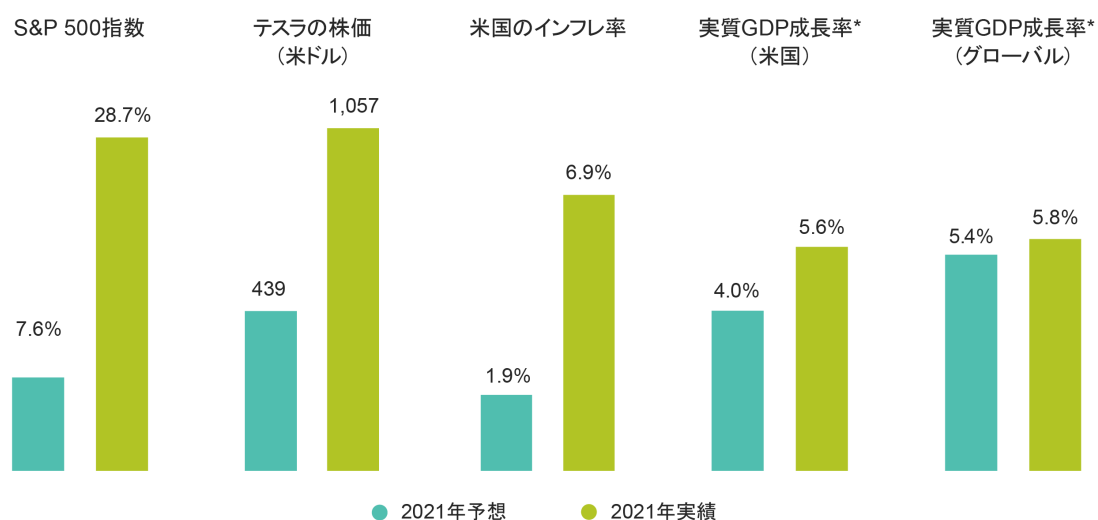
出所: ブルームバーグ、ファクトセット、FTSEラッセル、MSCI、ナスダック、S&P、東京証券取引所、AB

2021年は多くの予想が外れた

2021年初めには、米国株がさらに大幅な上昇を遂げることや、テスラの株価が急伸してメガキャップの仲間入りをすると予想していた人はほとんどいなかった。インフレ圧力の背景となったサプライチェーンの混乱は予

想外の事態だった。ワクチンで新型コロナウイルスを封じ込めることができるとの期待は時期尚早で、オミクロン株の出現で感染が急増し、パンデミックは3年目に突入した。マクロ経済や市場の動きは、コンセンサス予想からかけ離れた結果となった(図表2)。

【図表2】 2021年は市場とマクロ経済の動きが予想から大きく外れた



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2020年12月31日時点のコンセンサス予想に基づきます。2021年のS&P 500指数とテスラの株価予想は、一般的に向こう6-12カ月のアナリストによる目標株価の平均値に基づきます。米国のインフレ率は前年比の季節調整済の値、2021年の実績は11月の消費者物価指数に基づきます。

*国内総生産(GDP)については、2021年の実績は2021年12月時点における2021年のコンセンサス予想

2021年12月31日現在

出所: ファクトセット、米労働統計局、AB

予想と現実が極端にかけ離れたのは、我々が生きている今の時代を反映した結果かもしれない。世界的なパンデミックや、景気浮揚を目指して導入された異例の金融・財政政策は、これまでどの投資家も経験したことがなかった。投資家は攻略本を持っていないため、最近のトレンドが将来も繰り返されると考えるのは危険である。長期的な投資家にとっては、気まぐれな市場予想に頼るよりも、個々の銘柄を動かしているビジネスの力に注目し、マクロ経済の動向がそれらの銘柄にどんな影響を与えるかを見極める方がはるかに効果的だとアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）では考える。

企業業績の拡大と経済のゆがみ

では、2021年はなぜ株価がこれほど好調だったのだろうか？簡単に答えれば、2020年に新型コロナウイルスによって引き起こされたロックダウンや深刻な不況から世界が脱却し、企業業績が全般的に予想以上に好調だったからである。好業績はバリュエーションを支えるファンダメンタルな要因となるため、これは投資家にとって良いニュースとなった。

しかし、2021年の収益に惑わされてはいけな。異例の好業績には、2020年の不況時の極端な政策対応によって生じた経済的なゆがみが反映されているケースがある。例えば、小売セクターの一部は、サプライチェーンの制約で消費者への値引きを抑えた結果、通

常よりも利益が拡大した。状況が正常化すれば、高水準の収益を長期的に維持することはできなくなる可能性がある。信用状況に敏感な企業の場合、投資家は、消費者が低利息金で債務を返済できなくなる正常な環境では通常の収益がどの程度になるのかを見極めなくてはならない。原材料や半導体など主要な材料の価格は供給の制約が和らぐのに伴って下落し、生産者の利益が減少することになる。

インフレと金融政策の見通し

多くの企業にとって、インフレが大きいのしかかっている。米国の消費者物価は2021年11月に季節調整済みで前年比6.9%上昇し、40年ぶりの高い伸びを示した。他の多くの先進国でもインフレ率が急上昇している。

だが、インフレ率の上昇は必ずしも株式にとって悪いわけではない。需要の回復に伴う緩やかなインフレは通常、健全な経済回復の兆候となる。また、ABはインフレ率が2021年終盤のような極端に高い水準で定着するとは予想していない。賃金上昇が引き起こすインフレは長期間持続する可能性があるが、サプライチェーンの目詰まりが解消されれば、一部のインフレ圧力は和らぎそうだ。ABの調査では、過去50年間にわたり、インフレ率が2～4%の緩やかな水準にある時期には株式が好調なパフォーマンスを示してきた（図表3）。一方、インフレ率が4%を上回る環境では、米国株は歴史的に他の株式市場をアンダーパフォームしてきた。

【図表3】 インフレ率が緩やかに上昇する局面では株価は好調に推移

米国のインフレ率レンジ別 実質株式リターンの平均値：1970－2021年
年率算、%

	インフレ率のレンジ(米国)					
	<1%	1%－2%	2%－3%	3%－4%	4%－5%	>5%
グローバル株式	−11.6	−0.5	14.5	14.5	11.2	4.6
米国株	−6.8	2.6	14.6	15.6	10.6	4.5
欧州株	−11.8	−3.5	16.3	16.2	13.6	5.9
日本株	−21.8	−4.2	10.2	27.2	24.4	8.0
新興国株式	−40.1	−3.4	21.3	13.7	21.5	9.8

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
上の一覧表は異なるインフレ環境におけるそれぞれの株価指数の前年比リターンの平均値。インフレ率は米10年物インフレ連動債（TIPS）が示唆するブレークイーブンインフレ率で表示。1997年以前のブレークイーブンインフレ率は、ニューヨーク連邦準備銀行のJan Groen氏とMenno Middelorp氏が計算した予想インフレ率。名目リターンを実質リターンに換算する上では米国の消費者物価指数（CPI）を利用。グローバル株式はMSCI ワールド指数、米国株はグローバル・フィナンシャル・データの米国指数とS&P 500指数、欧州株はMSCI 欧州指数、日本株はMSCI 日本指数、新興国株式は1970年以降のグローバル・フィナンシャル・データ新興国シリーズと1987年以降のMSCI エマージング・マーケット指数に基づきます。

2021年5月31日現在

出所：データストリーム、ニューヨーク連邦準備銀行、AB

インフレを巡る難問は中央銀行の政策を左右する要因となりそう。執ようなインフレが予想以上に積極的な金融政策につながれば、株式が打撃を被る可能性がある。しかし、市場はすでに米国における緩やかな金利上昇見通しを織り込みつつある。2021年12月にジェローム・パウエルFRB議長が資産購入額の削減を加速し、2022年に3回の利上げを行う考えを表明した際にも、テーパータントラムは起こらなかった。また、政策の見通しは地域によって異なっている(以前の記事『[金融引き締めに向かう各国の中央銀行](#)』ご参照)。英国のイングランド銀行はすでに利上げに着手しているが、欧州中央銀行ははるかに緩やかな行動を取っており、インフレ圧力がそれほど強くない中では利上げを控えることを示唆している。

ABはファンダメンタルズに基づいて銘柄を選択する投資家として、金融政策の予想は行わない。しかし、さまざまなタイプの企業、ビジネスモデル、銘柄が、金融政策の変化によってどんな影響を受けるかを理解する必要がある。

何に注意すべきか？

弱気派はいくつかの不吉な要因を指摘している。2020年のパンデミックによる不況後の急回復からGDPが鈍化している中で、高インフレが持続すれば、中央銀行はわずか2〜3カ月前に予想されていたよりも早期に金融を引き締める可能性がある。新型コロナウイルスの封じ込めに向けた努力はオミクロン株の急速な感染拡大で妨げられており、景気回復の次の段階を支える要因となる、これまで抑え込まれていた個人消費や企業の支出が一気に噴き出すタイミングが遅れる可能性がある。また、ロシアとウクライナの潜在的な対立、イランの核開発問題、中国と台湾の緊張といった地政学的な緊張が高まり、市場のセンチメントが悪化するリスクもある。

これらはすべて現実味のあるリスクだが、それでも2022年に弱気市場が訪れる可能性は低いとABでは考える。歴史的に見ても、ピークから底までの下落率が20%を超えるのは、経済が不況に陥っている場面である。インフレによって実質ベースの成長率が圧縮されたとしても、2022年は世界経済がプラス成長を維持すると見込まれている。ABのエコノミストは世界の実質GDP成長率について、2021年は5.9%、2022年は4.1%になると予想している。それは、企業業績をしっかり支える要因となろう。

バリュエーションと集中リスク

一方で、成長、インフレ、金利の急激な変化が、さまざまなタイプの株式のリターンに影響を与える可能性がある。

金利の上昇は、投資家が企業のキャッシュフローを評価する際に用いる割引率を押し上げる。そのため、特にキャッシュフローが発生する時期がかなり先になりがちな高成長株にとって、株価収益率が圧縮されるケースが多い。その結果、異なる投資スタイルの相対的なパフォーマンスは、インフレや金融政策の動向による影響を受けることになる。インフレ率の上昇と利上げペースの加速はおそらくバリュー株の追い風となる一方で、インフレの緩和や緩やかな利上げはグロース株に恩恵をもたらす可能性がある。2021年は大半の期間にわたってこうしたパターンが顕著に見られた。

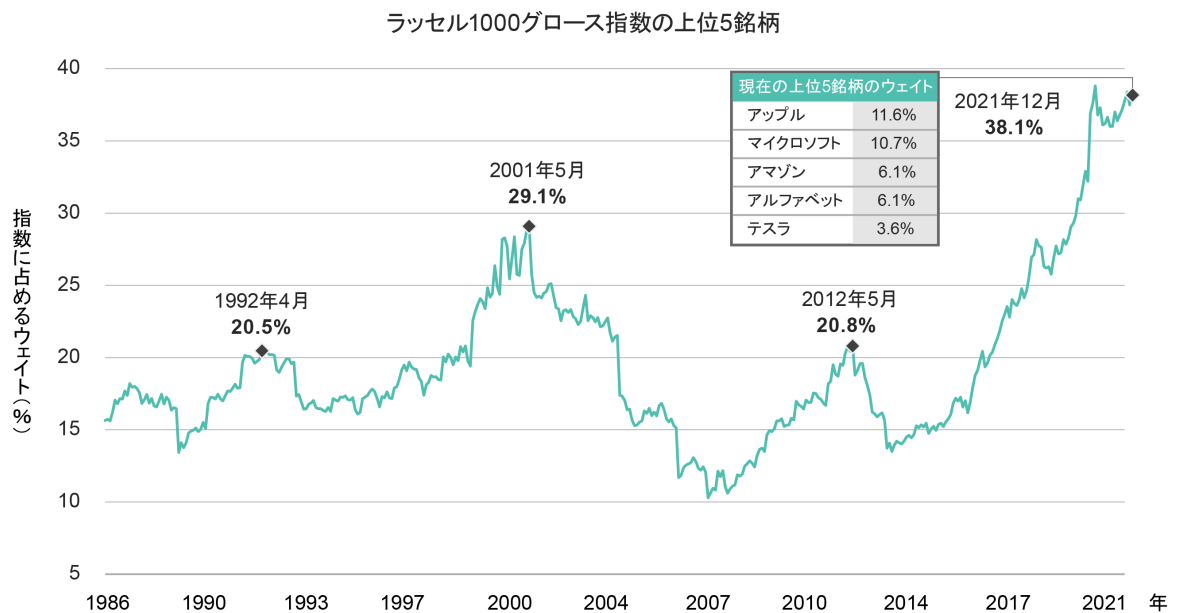
いずれにせよ、巨大なグロース株が米国市場を支配する状況は試練にさらされる可能性がある。ABは考える。2021年には超大型株5銘柄が再びアウトパフォームした。その結果、米国株式市場、特にグロース株指数は引き続き大手5銘柄に投資が集中している(次ページの図表4)。それぞれの企業には利点があるが、この5銘柄に著しく大きなエクスポージャーをとっていれば、投資家はセンチメントが反転した場合に大きな痛手を被りかねない。むしろ、特に金利上昇によって割高な銘柄のバリュエーションが著しく圧縮された場合には、収益力や利益水準が高く、バリュエーションが相対的に魅力的な銘柄の方が、より耐久力のあるリターンを生み出すとABでは考える。

米国以外では、バリュエーションはさまざまである(次ページの図表5)。欧州と日本の株式は比較的バリュエーションが魅力的な水準にあり、各地域の景気回復が加速すれば好調なパフォーマンスを示すとみられるシクリカル銘柄へのエクスポージャー比率が高くなっている。また、欧州企業は過去最高水準のキャッシュを保有しており、株主に還元するため自社株買いの実施が広がる可能性がある。ABではみている。

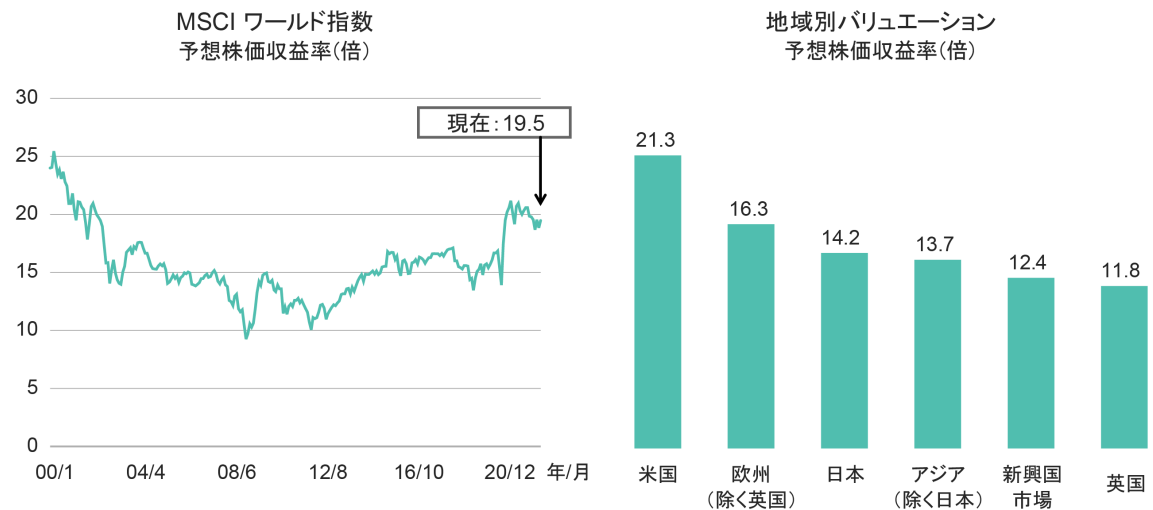
新興国市場では、2021年は中国株が一連の規制強化、不動産セクターの債務問題、成長減速懸念などで打撃を受けた。しかし、中国の政策当局者は、目先の成長を支えることと、「共同富裕」という目標を支える構造改革を推進することのバランスを取ろうとしており、一部の銘柄にとって回復を後押しする要因となる可能性がある。2021年は他の新興国市場やフロンティア市場の株式も好調なパフォーマンスを示しており、発展途上国全体で引き続き長期的に魅力的な投資機会を見つけ出すことができるだろう。

2022年に入り、投資家は自分の資産配分を確認すべきである。不確実性を踏まえれば、質の高い銘柄と妥当なバリュエーションに焦点を当て、異なる地域とスタイルへのエクスポージャーをバランスよく配分することが、2022年の戦略を成功に導くカギとなりそう。すべての株式ポートフォリオにとって、環境・社会・ガバナンス(ESG)問題に関する分析をファンダメンタル分析に

【図表4】 米国株式市場の集中度は依然として極めて高い



【図表5】 地域別のバリュエーションはさまざま



取り入れることは、リターンをけん引する投資の知見を広める上で、ますます重要な役割を果たすことになろう。

サプライズに対処する戦略的手法

ビッグデータを利用したツールも優位性をもたらす可能性がある。例えば、ABのデータサイエンスチームは、サプライチェーンのホットスポットをリアルタイムで

把握できるツールを開発した。また、掲示板型ソーシャルニュースサイトのレディットで人気を集めている銘柄について警告を発するアプリを導入し、ポートフォリオ・チームはそれを用いて投機的な動きに備えることができる。

市場環境が不透明な場面では、1つの原則が投資家の指針となり得る。それは、一時的な影響が薄れ、通常に戻った後に企業の収益がどう変化していくかを見

極めることである。ビジネスやキャッシュフローが今後3～5年間にどう変化していくかを予想することで、マクロ経済や市場が予想せぬ事態に直面した場合に、投資家はその銘柄が予想どおりのリターンを創出できるかどうか確信を持って判断することが可能になる。短期的なサプライズに対処する上では、企業のファンダメンタルズに基づく規律あるプロセスを堅持することが最善の戦略であるとABは考える。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって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。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。