

# 2022 年の 投資展望



大いなる転換



2022 年の投資展望

# 大いなる転換

詳細はこちら



# 目次





06	CEO からのメッセージ
08	読者の皆様へ
10	2021 年を振り返って
12	2022 年の中心シナリオ
70	重要事項
72	この出版物について



# 15

## 世界経済

16	正常化が進行中
21	アフターコロナの 10 年
24	地域別の見通し
30	サステナビリティ



# 35

## 主な資産 クラス

36	債券
42	株式
50	通貨
52	不動産
54	ヘッジファンド
56	プライベート市場
58	コモディティ
60	アフターコロナ時代のスーパートレンド



# 63

## 2022 年の 投資戦略

64	2022 年の投資戦略
66	予想
68	日本向け投資戦略 2022 年

# 私の視点



トーマス・ゴットシュタイン  
クレディスイスグループ AG  
最高経営責任者

特に今年に入ってここ数年、私たちは地球はもとより小規模ビジネス、従業員、社会的弱者を守ることが極めて重要であることを目の当たりにしてきました。2022 年を迎えるにあたり、クレディ・スイスなどの銀行は、クライアントに対しアフターコロナの世界の景気回復を支援する重要な役割を果たし続けていきます。

後述するように、アフターコロナの経済正常化はこれまでの危機のものとは異なると考えています。一方で、物流網をめぐる問題と物流の寸断は徐々に解消され、一部の商品価格の上昇に歯止めがかかるでしょう。

ただし、高齢化の進行と低炭素社会への移行を含め、今後は重大な構造的課題を突き付けられそうです。言い換えれば、私たちは大いなる転換のスタート地点に立っています。

クレディ・スイスの新たな戦略的ビジョンは、イノベーションを差別化し、事業展開を機敏に行い、ビジネス、投資家、起業家の成長を促すことで、この変化の加速を目指す私たちのたゆまぬ努力を支えています。こうした中、クレディ・スイスのハウスビューは、世界中のウェルスマネジメントのお客様への助言、投資に関する知見、魅力的な投資ソリューションの基盤として不可欠なものです。

2022 年が皆様に健康と繁栄をもたらすことを切に願っております。

トーマス・ゴットシュタイン

読者の皆様へ

# 大いなる転換



**マイケル・ストローベック**  
グローバル・チーフ・  
インベストメント・  
オフィサー



来年は経済と金融の分野で有意義な変化が始まりそうです。コロナ後の現実への移行に留まらず、トレンドを上回る経済成長とリフレーション、金融政策の正常化、金融市場においては緩やかなリターンへの局面転換です。重要なことに、世界が二酸化炭素排出実質ゼロに向かう中、サステナビリティに軸足を移す移行期でもあります。

新型コロナウイルスの感染が最初に報告されてから2年が経ちましたが、世界は今もパンデミックの終息を模索しています。確かに、今年はワクチン接種とそれに伴う移動制限の緩和に加え、世界の多くの地域で制限が解除され正常化に向けた重要なステップが目立ちましたが、その一方で、デルタ変異株の感染が広がり一部地域で景気回復が遅れるなど、足踏みもみられました。新型コロナウイルスの感染拡大は現在は抑えられているようですが、労働市場など世界経済の一部はまだ完全には回復していません。来年については、今年の景気回復を下支えしたものと同一要因の多くに牽引されて、世界経済は好調が続くと考えています。

投資家からすると、株式市場がまたも2ケタ台のリターンを上げるなど、今年は実り多い年になりました。企業は大幅な増益となり、MSCI AC ワールドの企業利益はパンデミック前の高水準を上回りました。来年も引き続き企業利益が株式リターンの牽引役となり、今年よりやや低いとはいえ、株式は1ケタ台の堅調なリターンを上げると考えています。資産クラスとしての債券のリターンは見劣りすることから、従来とは異なるパターンに沿った投資戦略に目を向けて投資機会の分散を図るべきだと考えます。

次ページ以降で、2022年に投資家が遭遇する可能性がある機会とリスクを見ていきます。さらに、企業と来年の投資展望に影響を与えることが予想され、ますます関心が高まる環境・社会・ガバナンス(ESG)のテーマも取り上げます。特に、2022年に投資家が着目すべきESGの主なトレンドを取り上げます。要するに、バランスが取れた持続可能な世界への移行において、ESGは明確な役割を果たすと私たちは確信しています。

そこで、クレディ・スイスの長期的な投資テーマであるスーパートレンドの出番です。今年初め、私たちはスーパートレンドの一部のサブテーマを国連が掲げる17の持続可能な開発目標(SDGs)と連動させました。SDGsが将来の経済活動と開発、政府間協力と国際関係の指針になりうるという点で、パンデミックはSDGsの重要性を高めたと思います。この指針を投資家としても認識することが不可欠です。

来年に向けて大いなる転換を継続する中で、クレディ・スイスの知見とガイダンスが今後の道程に欠かせない羅針盤になることを願います。

マイケル・ストローベック

# 2021: パンデミックからの の出口探し





# クレディ・スイス ハウスビューの概要



## 経済成長

世界の経済成長は 2022 年もトレンドを上回る見通しです。ソーシャルディスタンスが一段と緩和され、外食や旅行などのサービス消費に弾みが付き、サービス業の経済成長を下支えします。サプライチェーンの問題が解消し始めれば、旺盛な商品需要が生産増につながるでしょう。その結果、鉱工業生産も増加する見通しです。



## 債券

国債利回りは 2022 年はマイナスになりそうです。債券では投資適格債とハイイールド債ともにスプレッドが低くなり、高利回りに伴うリスクを補えそうにありません。総じて、デフレリスクを回避した方がよさそうです。欧州のインフレ連動型債券と変動金利の特徴を持つシニアローンを選好していきます。



## インフレ

2022 年に入ると、インフレは高止まりしていた 2021 年の水準から正常化する見込みですが、パンデミック前の水準を上回った状態が続くでしょう。コロナ禍でのロックダウン直後の物価の急上昇がインフレ率の計算から外れ（ベース効果の消滅）、サプライチェーンの問題も解消して、2022 年が進むにつれてインフレ圧力は徐々に低下していきます。



## 株式

企業利益が引き続き主因となり、2022 年は世界の株式が魅力的なリターンを上げると予想しています。パンデミックからの世界の景気回復に出遅れていた株式セグメントのほか、長期的な成長トレンドの恩恵を受ける産業が有望です。



## 金利

景気回復が続いている欧米では ECB と FRB が 2022 年に入って資産購入を縮小する可能性が高く、FRB が ECB に先行するとみられます。FRB が 2022 年後半に利上げを開始する一方で、ECB は金利を据え置くと予想しています。この間、日本とスイスの金融政策は据え置かれる見通しです。インフレが他の欧州諸国よりもやや激しい英国では、イングランド銀行が今年 12 月に利上げを開始し、来年中に 2 回の再利上げを行うと予想しています。ブラジルをはじめ、一部の EM でも利上げが予想されます。



## 外国為替

FRB による金融引締めへの動きが、特にスイス・フランと日本円に対して米ドルを下支えするでしょう。ユーロ / 米ドルは 2022 年初頭は弱含みますが、ユーロ圏のファンダメンタルズが改善するにつれて安定すると想定されます。新興国 (EM) 通貨はパフォーマンスの点で差別化が広がり、ロシア・ルーブルが国内金利の下支えを受けるのに対し、政策リスクが尾を引く中国では人民元がレンジ取引になりそうです。



## コモディティ

シクリカルセクター内の需要は堅調が続きますが、供給が改善し現物市場の不足が一部解消するでしょう。エネルギー市場は冬季にボラティリティが高まる可能性が高いですが、2022 年に入れば次第に解消すると見込まれます。炭素価格が重要なテーマに留まる反面、金融引締めが始まれば金下落の可能性もあります。



## 不動産

不動産投資は、歴史的な低金利環境と景気回復の継続を追い風に、1 ケタ台半ばから後半のプラスのリターンを上げると予想しています。パンデミックによる構造的変化が長期化する中で、物流不動産を含め長期的な成長要因に支えられているセクターを選好していきます。



## プライベート市場とヘッジファンド

経済環境はプライベート市場に有利ですが、投資条件の競争は激しさを増しています。クレディ・スイスは長期的な成長と市場の変調がもたらす機会に注目しています。ヘッジファンドでは、市況は引き続きマーケットベータが低い戦略とイールド代替投資の支援材料になりそうです。









# 世界經濟



世界経済

# 正常化が進行中



パンデミックは収束していませんが、ワクチン接種によって日常生活がある程度戻ってきました。2021 年はデルタ変異株の急拡大により、一部の地域で経済の正常化が鈍化しましたが、景気回復は 2022 年も続き、世界の国内総生産 (GDP) は潜在成長率を上回る見通しです。とはいえ、アフターコロナの正常化は過去の危機とは異なるでしょう。前例のない景気後退ならではの景気回復が訪れます。要するに、今後数四半期はパンデミック経済について多くのことを学んでいくことが必要です。

この 2 年間は人類だけでなく世界経済にとっても異常な年でした。ワクチン接種によってパンデミックは抑えられているものの、労働市場など世界経済の一部は本格的な回復には至っていません。日常生活は日常には戻っておらず、しばらくはその状態が続くでしょう。

新型コロナウイルスの感染拡大が世界的なパンデミックになった 2020 年、ロックダウンによって世界経済は過去最悪のリセッションに陥りました。前例のないこの事態に各国は財政と金融の両面で莫大な支援を行い、景気を急回復させました。しかし、経済への衝撃が余りに大きかったためにデータの解釈が不可能な「データの霧」を招き、解釈はもちろん予想も困難になり、投資家の間で大きく意見が分かれました。例を挙げると、米国では新規失業保険申請件数のような労働市場統計がこれまで考えられなかった水準まで増加した反面、金融市場では原油価格が一時的にせよマイナスになりました。

手厚い刺激策と繰延需要に牽引されて、危機からの回復は今年に入っても続きました。データの霧の問題に加え、コロナ下での工場や港湾の閉鎖に伴う半導体から木材まで様々な製品の不足など、サプライチェーンの問題によるベース効果が一因となり、インフレ率も上昇しました。年末が近づくとも一部の中央銀行は景気回復に自信を深め、資産購入を縮小（テーパリング）して緊急の刺激策の巻き戻しに着手しました。経済活動の正常化が進むにつれ、来年はデータの霧も後退すると予想しています。しかし、パンデミック経済のすべての特徴が消えるわけではありません。来年は今年よりも「正常」に近づくとはいえ、多くの特殊要因が残るでしょう。今回の危機から最終的に現れる経済は 2019 年とは様変わりしても、最も重要な変化はおそらくパンデミックとは無関係なものになると考えています。

詳細はこちら



## サプライチェーンの寸断にもかかわらず底堅い成長

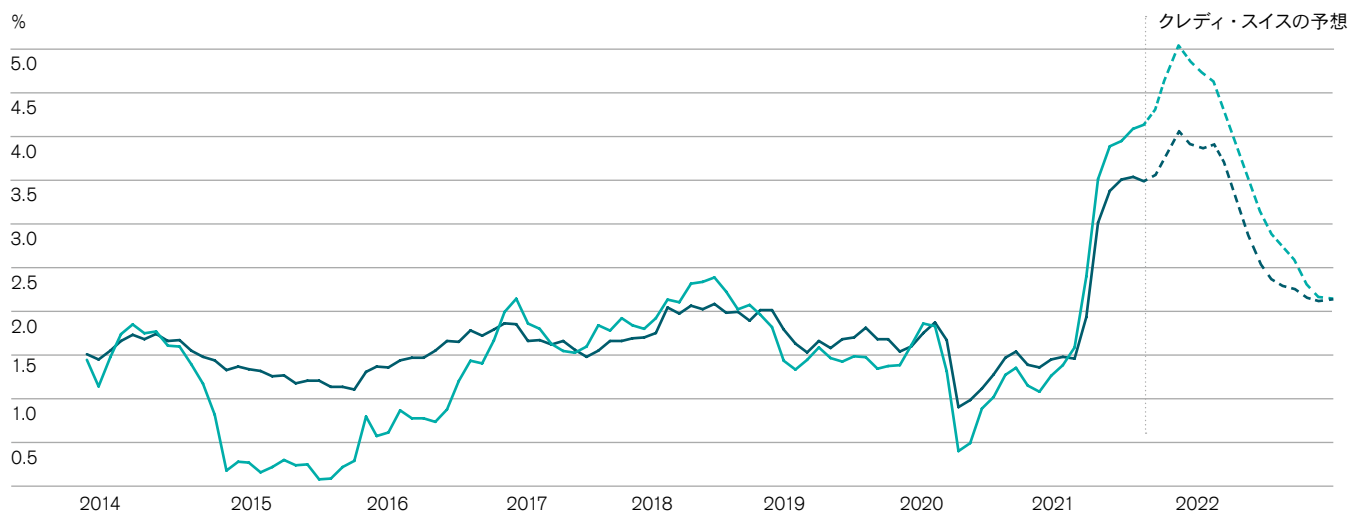
経済成長の面では、今年の景気回復を支えたものと同じ要因に牽引されて、来年も好調な年になりそうです。具体的には、堅調な需要、依然として金融緩和型の財政と金融政策に加え、移動制限の緩和が続き、観光業や旅行業を後押しします。2022年の世界の経済成長率は実質4.3%を予想しています。今年の5.8%の予想よりは低いものの、パンデミック前の成長率を上回ります。ちなみに、2019年の世界の経済成長率は2.7%でした。

世界の鉱工業生産も改善が見込まれています。回復局面で商品支出が前例のないほど増えた背景として、普段ならサービスに支出されていた収入がコロナ下での外食や旅行に対する制限で積み上がり、労働収入の減少にもかかわらず可処分所得を押し上げる十分な浮揚策が実施され、電気製品などの一部の商品に異例ともいえる旺盛な需要が生じたことなどが挙げられます。昨年の景気後退局面では、鉱工業生産は財の総需要よりも大きく減少しましたが、景気回復を通じて生産は常に消費に後れを取っていました。

その結果、世界経済全体で在庫が取り崩されてきました。生産不足の一部は新型コロナウイルス対策に関連しており、制限が解除されれば改善が見込まれます。その他の不足は、半導体などの生産を増強するため（工場などの）新たな設備投資が必要な分野を中心に、2022年も尾を引きそうです。英国を悩ませているトラック運転手などの労働力不足の問題は、来年もくすぶりそうです。しかし、全体として見ると、サプライチェーンの問題は来年は今年ほど深刻にはならないと予想しています。

鉱工業生産は回復ストーリーの1つの側面ですが、世界経済の大部分はサービスで構成されています。外食と旅行を含め、ソーシャルディスタンスが広範なセクターに依然として影響を与えており、サービス支出は完全には回復していません。経済の全体的な回復とともに今年はサービスが明らかに改善しましたが、制限の解除が進めば2022年も回復が続くと考えています。したがって、2022年は経済全体よりもサービスが成長すると予想しています。鉱工業生産とサービスともに見通しは明るく、緊急に発動された（特別の失業手当や一時帰休制度などの）財政刺激策や中央銀行による支援が徐々に撤廃されても、世界経済は対応できるでしょう。

## 米国のインフレ：ベース効果の働き





### インフレ：横ばいに落ち着いても高止まりが続く

インフレ加速は今年の主要テーマの1つでした。パンデミックは当初、強力なデフレ圧力として作用しました。当初は多くの物価が低下しました（WTI原油先物は2020年4月に史上初めて一時マイナスを記録）。デフレの悪循環と1930年代と同様の恐慌状態を恐れた政策当局は、速やかに断固とした対応を行い、過去に例のない大規模な金融刺激策と財政刺激策を打ち出しました。こうしたリフレ政策のおかげで、経済は元の軌道に戻りました。一方、旺盛な商品需要に加え、パンデミックによる混乱が多くのサプライチェーンの足かせとなり、コアの商品物価は急上昇しました。物価の変動を測る世界のインフレ率は、今年は3.5%に達したと推定しています。

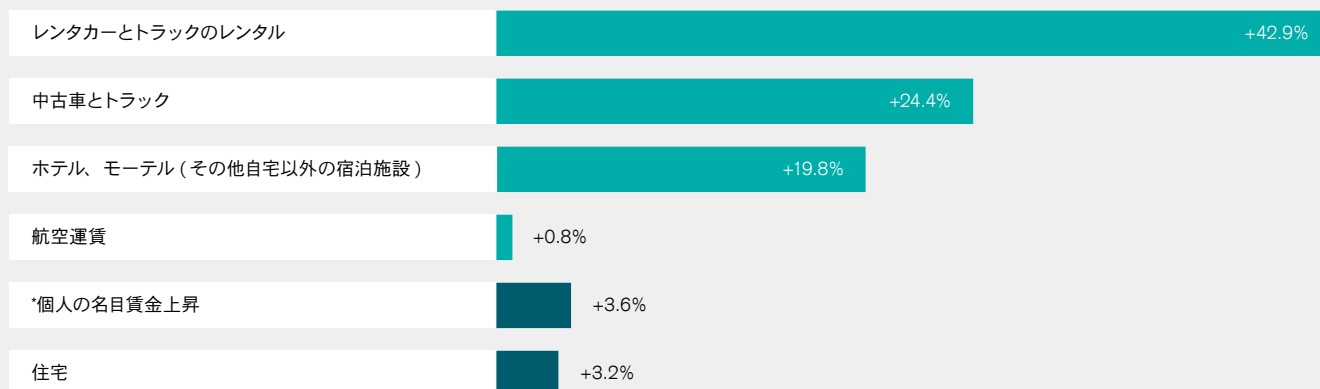
目先、価格水準の変動率はピークを打つでしょう。なぜなら（ベース効果が薄れて）初期の価格の回復が影響しなくなる一方で、今後はサプライチェーンの混乱が解消されると見込まれるからです。ただし、他の要因のせいで、インフレ率がパンデミック前の水準まで落ち込むことはなさそうです。こうした要因の1つに労働市場の逼迫があります。今年は景気回復を受けて多くの求人が戻り、多くの国で失業率がパンデミック前の水準に近づいています。2022年はサービス経済の回復が予想されており、労働市場がたちまち逼迫するおそれがありますが、多くの国では人口動態がそれに拍車をかけると考えられます。事実、バスやトラックの運転手から代行教員、レストランのスタッフまですでにいたる所で労働者不足が見られます。労働市場の逼迫は、賃金交渉において労働者の交渉力を高めます。その結果、2022年が進むにつれてインフレ率は低下するものの、年間の平均インフレ率は3.7%で高止まりすると予想されます。2019年の世界のインフレ率は2.5%でした。

### インフレが復活

最近のインフレ率の上昇はおおむね一時的な現象になると予想していますが、住宅と賃金など一部の領域では中長期でインフレが長引きます。

米国消費者物価指数：2020年9月 - 2021年9月

\*2021年9月 - 賃金上昇の中央値の12ヵ月移動平均、時給



■ インフレは一時的な可能性

■ インフレが長期化するおそれ

出所 米国労働統計局、アトランタ連邦準備銀行

### 利上げすべきか、しないべきか？

2022 年は多くの地域でインフレ率が中央銀行の目標を上回った状態が続くとみられ、(例えば、米国のインフレ率は 4.5%、ユーロ圏は 2.8%を予想)、各国中央銀行の対応が重要な問題の 1 つになります。コロナ禍に際し、すべての主要中央銀行は大規模な資産購入プログラム(量的緩和)を実施して金融市場に豊富な流動性を供給し、金融環境が景気回復を下支えする態勢を整えました。中央銀行の多くは資産購入を縮小してから利上げに移行すると思われます。実際、FRB を含む複数の中央銀行が 2021 年後半にこの動きを開始しました。声明で、各国中央銀行は資産購入プログラムの縮小は経済統計次第であり、景気回復を脅かさない方法で実施すると明言しています。利上げが近いと市場が予想する中で、コアインフレ率は高いものの(低下し)完全雇用に向けた前進もみられることから、2022 年末までに FRB が 1 回の利上げを実施する可能性があります。ユーロ圏では、ECB が 2022 年 6 月にパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)を打切る可能性があります。従来型のプログラムを通じて年内は資産の購入を続けると考えています。英国では状況はやや異なっています。他の欧州諸国よりインフレがやや激しい英国では、イングランド銀行が 2021 年 12 月に利上げを開始し、2022 年に 2 度の再利上げを実施すると予想しています。要するに、一部の国では利上げが見込まれますが、当面 FRB の利上げは 1 回限り、ECB は資産購入を縮小し金利は据え置くでしょう。

### 金融市場への影響

インフレ率が横ばいになり、各国中央銀行が資産購入を削減して金利を引き下げるにつれ、2022 年は実質金利(名目金利からインフレ率を引いたもの)が上昇する可能性があります。実質金利が上昇すると、金融市場のリターン(特に債券のリターン)が低くなる反面、金融市場のボラティリティは一般的に高くなります。実質金利の上昇は政府や家計の債務返済能力にも悪影響を及ぼします。各国中央銀行がこの動向を注視し対応可能な水準に抑えているのはこのためです。

全体的に見ると、来年はパンデミックからの回復と移行の年になると考えています。経済成長はかなり堅調で労働市場もタイトになるとみられます。実質金利の若干の上昇と、以前ほどではないものの今も続くサプライチェーンの問題がリスクとなって金融市場のボラティリティを招くおそれがあり、政策当局と投資家がともに注視していくことが必要です。とはいえ、昨年や今年と比べると、2022 年ははるかに正常な年になる可能性が高いと思われます。ただし、気候変動、人口動態の変化、新型テクノロジーなどの中長期的要因によって、アフターコロナの新しい世界に進んでいくことになるでしょう。全体としては、2022 年はアフターコロナの 10 年に移行する幕開けを意味します。

# アフターコロナの 10 年

新型コロナウイルスの感染拡大は、多くの面で世界経済にかつてない衝撃を与え、世界の政策当局とビジネスを未知の領域に押しやりました。今回の衝撃の多くの要素(ロックダウンなど)は明らかに一時的なものです、(政府の債務水準の大幅な上昇など)長期化する様相も見受けられます。それと同時に、気候変動や人口動態の変化などの重要なトレンドは緊急事態のレベルに達しており、現在の経済秩序が永久に変わってもおかしくありません。

アフターコロナの「正常化」された新たな世界経済はどのようなものでしょうか？未来は以下を含めた新たな要因によって形作られるとクレディ・スイスは考えています。すなわち、人口動態の変化、国家資本主義の台頭、代替エネルギーなど巨額を要する課題、新たな破壊的テクノロジーなどです。人口動態の面では、高齢化に伴い、アフリカを除く世界の大半の地域で生産年齢人口が伸び悩む状況に陥っています。これにより労働市場がタイト化し、労働者の交渉力が高まるため、賃金上昇率が高まる可能性があります。その結果、労働生産性を高めるために、企業がオートメーションその他への投資を拡大することが考えられます。

労働市場を詳しく見ると、先進国では中産階級の多くの仕事が過去 20 年間で消えた反面、給与が高い仕事と低賃金の仕事が同時に増加しています。こうして富と所得の格差が広がりましたが、各国政府は新たな税金や規制を通じて所得を再分配することで対応するとみられます。すでに中国ではこの傾向が見られ、中国政府は成長第一の考え方から格差是正に実質的に舵を切り、一連の「共同富裕」政策を打ち出しました。米国を含む先進国でも同様の動きが見られ、政府がビジネスに参与する国家資本主義の拡大につながる可能性があります。

さらに、政策当局は「巨額の費用がかかる課題」にも取り組まなくてはなりません。人口の高齢化に伴う医療費の増大、再生可能エネルギーへの移行、長年の懸案である先進国のインフラの点検は喫緊の課題のうちのほんの数例に過ぎません。これらのテーマは多額の投資を必要としますが、政府予算はすでにぎりぎりの状態です。政府にとって懸念されるのは、予算の制約によって将来の景気後退局面に対応しきれないおそれがあることです。

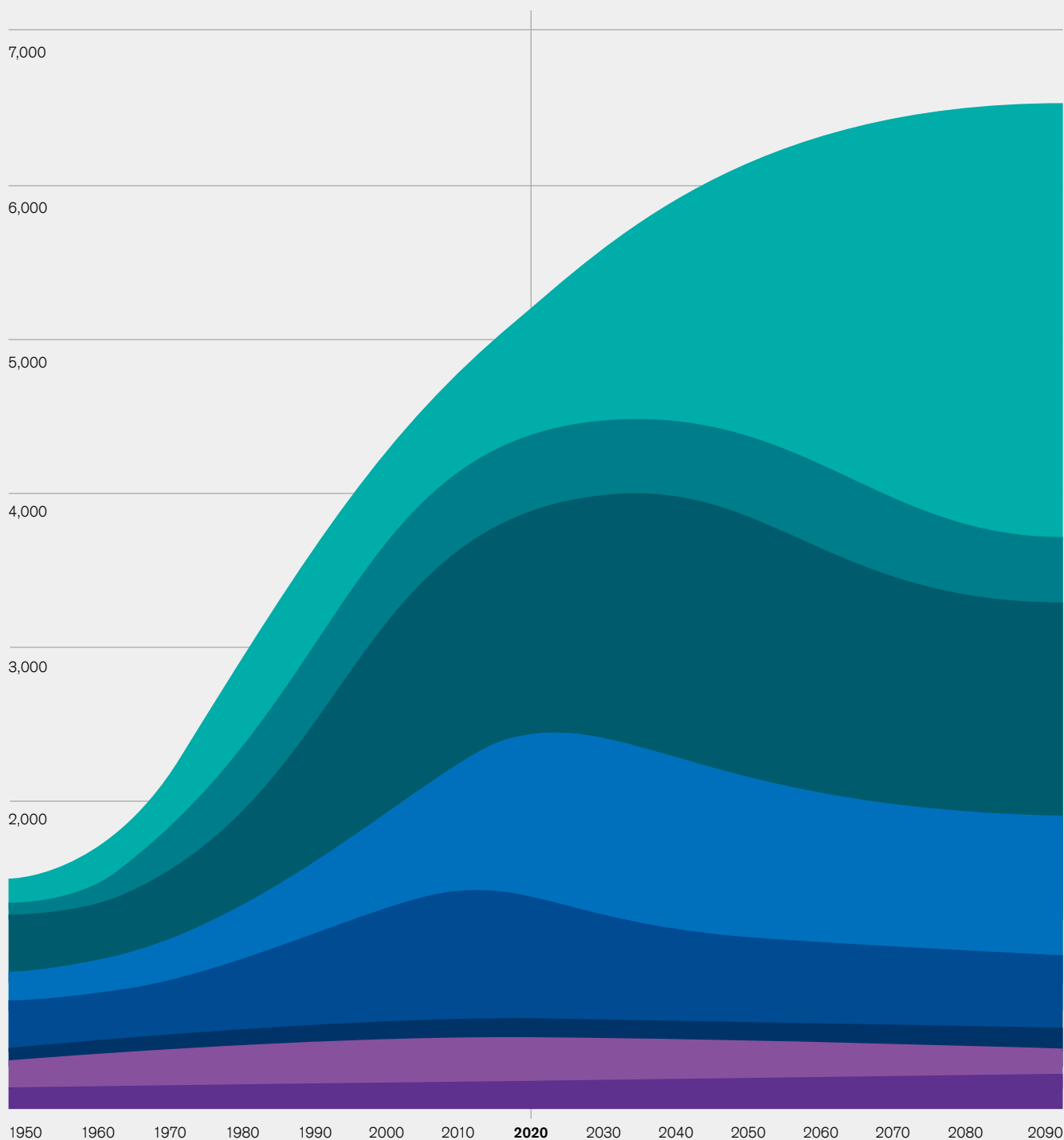
明るいニュースがあるとすれば、テクノロジーの分野でしょう。量子コンピューティングやブロックチェーンの応用といった新しいテクノロジーが従来のビジネスモデルを脅かすと同時に、これら一部の問題の解消に役立つかもしれません。例えば、ブロックチェーン技術は銀行とウェルスマネジメントに加え、決済システムに革命をもたらす可能性があります。

全体的に見ると、アフターコロナの「正常化された」世界は経済成長が不規則で変動が大きくなりますが、以前と比べて必ずしも低成長や高成長になるとはいえないでしょう。以前のような好況と不況サイクルに戻ると予想しています。自由貿易や低い法人税率などのリベラルな政策は後退しそうです。むしろ、新たな規制と税金、所得の再分配の拡大によってビジネスをめぐる環境が不安定になり、景気の変動が大きくなるおそれがあります。その結果、インフレ率は過去20年間と比べて上昇しそうですが、ハイパーインフレの可能性は低そうです。気候変動対策、オートメーション、インフラ、新たなテクノロジーへの投資で労働生産性は大きく向上しますが、政府債務の増加にもつながるおそれがあります。銀行は国債の保有を増やして財政赤字の手当に一役買いそうです。同時に、ブロックチェーン技術と中央銀行のデジタル通貨が金融業界を根本から覆す可能性があります。政治については、米中の覇権争いが続く一方で、西側経済の政治的分断が深まるおそれがあります。要するに、次の10年はここ数十年続いた「大いなる安定期」が終焉すると見込まれ、来年はその最初の動きが明らかになると思われます。

“ 経済成長は以前のような好況と不況サイクルに戻ると予想しています。

# 人口動態 — 労働力不足への 特効薬はない

地域別生産年齢人口、百万人



北米  
欧州

他の先進国  
中国

インド  
中国以外のアジア

中南米  
アフリカ



## 注目地域

### 米国

詳細はこちら



#### 低速ギアにシフト

2022 年の実質 GDP 成長率は 3.8% を予想していますが、足踏み状態にあるサービスの回復とサプライチェーンをめぐる問題が、パンデミックからの回復の最終段階を複雑にしています。前半に急上昇した今年のインフレ率は 4.5% に低下する見通しですが、依然としてアップサイドリスクが存在します。

世界のサプライチェーンを襲った衝撃が短期的に商品価格の上昇につながるおそれがあり、住宅価格インフレの先行指標は大幅に上昇しています。FRB は金融緩和政策を徐々に撤回し始めています。資産購入の縮小（テーパリング）が今年の 11 月中旬に始まり、来年半ばまで続きます。利上げ間近と市場が観測する中で、来年はコアインフレが高いながらも

（低下し）完全雇用に向けた環境も整うことから、FRB は来年末までには利上げを実施する見通しです。政治面では、バイデン政権のインフラ対策が来年の経済成長を支えるでしょう。来年行われる中間選挙で民主党の勢いが後退すれば、議会が再び膠着するおそれもあります。

### 中南米



#### 息切れ

中南米の今年の成長率は 6.4% に達しますが、来年の実質 GDP 成長率は年率平均 1.8% を予想しています。大幅な低下とはいえ、成長率はパンデミック前の 2019 年に記録した 0.7% を上回っています。

コモディティ価格の上昇、サプライチェーンの問題、為替による価格転嫁が主因となり、来年の年間インフレ率は 10.3% を予想しています。2021 年 9 月後半時点で、クレディ・スイスがカバーしている国々の人口の約 60% が新型コロナウイルスのワクチン接種を少なくとも 1 回済ませていました。

総じて、成長率は国によって異なりそうです。コロンビア、ペルー、メキシコは成長率が最も高くなる一方、ブラジルは大幅な金融引締めと政局の不透明感を理由に後れを取ります。

### 英国



#### 来年は 2 回の利上げが実施される見通し

ワクチン接種プログラムの迅速な導入のおかげでパンデミックに伴う制限のほとんどが解除され、英国は今年に入り目を見張る景気回復を遂げました。しかし、経済成長の勢いが失われつつある兆しがみられます。実質 GDP 成長率は今年が 7.0%、来年は 5.0% を予想しています。経済再開の当初の勢いが弱まることから、減速はある程度想定されていました。一方、企業コストが過去最高の水準に上昇したことに加え、労働力不足と供給のボ

トルネックも景気回復を足踏みさせています。新型コロナウイルスに感染した場合などの自主隔離ルールなど労働力不足の原因である一部の要因は解消されるはずですが、EU からの離脱によって労働力の供給が永久に減少するおそれがあります。需要は引き続き経済再開と消費者の多額の貯蓄によって下支えされますが、インフレ上昇、今年 9 月に終了した一時帰休制度、他の財政支援策の撤回が消費者と企業支出を圧迫しそうです。エネルギーと食品価格の上昇、供給のボトルネック

による商品価格の上昇、経済再開および付加価値税減税の打ち切りによるサービス価格の上昇などから、インフレ率は目標を上回る状態が続く見通しです。インフレ率が目標を上回る状況が続く中、このところイングランド銀行はタカ派の発言に傾いていることから、今年 12 月の利上げを皮切りに、来年は 2 回の利上げを予想しています。

### スイス

詳細はこちら



#### 供給問題が回復を遅らせる

先行指標は今後数ヶ月の堅調な成長を示唆しており、失業率の低下も消費支出を支えるでしょう。さらに、様々な供給が遅れた結果、商品への国内需要の高止まりがこれまで予想したよりも長引きそうです。

したがって、来年半ばまでは、商品需要が大きく平坦化するとは考えていません。しかし、将来的には飽和の脅威と企業側が在庫を取り崩すことが考えられ、急激な不振に陥る可能性があります。ほとんどの経済と同様、夏にかけて消費者物価の上昇が加速しました。

しかし、スイス国立銀行（SNB）が定義した価格の安定性の範囲内には収まっています。このため、SNB は金融緩和政策を維持すると予想しています。今年の実質 GDP 成長率は 3.5%、来年は 2.5%、インフレ率は来年も横ばいになると予想しています。



詳細はこちら

## ユーロ圏

### 同じながら異なる

ユーロ圏ではワクチン接種プログラムが成功し、コロナ危機が抑えられているようです。経済が再開され急成長していますが、依然として米国には後れを取っています。サプライチェーンの問題が鉱工業生産の足かせとなっていますが、問題が解消すれば鉱工業生産の急増が予想されます。

一方、サプライチェーンの問題を受けてヘッドラインとコアインフレはともに急上昇しています。ECBは今後、資産購入プログラムを縮小していく意向です。インフレが高止まりし財政政策が緩い中で、来年以降は金利についてタカ派のガイダンスが発表される可能性があります。

政治面では、ドイツで発足が予想される中道左派政権がEU復興基金を恒久的な財政制度にすることを支持する可能性があります。来年は欧州統合に向けて大きく前進する余地があります。



## 日本

### 新たな船出？

日本では今年、政権が交代し、新政権は景気回復の下支えを目指して、速やかに新たな景気刺激策を打ち出しました。この浮揚策は早ければ来年1月に実施されます。将来的な利用に関する条項を含めて、総額20－30兆円にのぼるとみられます。

サービスセクターの小規模ビジネス、低所得世帯、医療と製薬産業、農業と水産業、旅行業、財政が乏しい地方政府が補助金と信用強化策の主な対象です。再生可能エネルギーと原子力発電の支援にも予算が配分されます。補正予算に盛り込まれる対策の大半は、既存の政策の期間を延長したり内容を拡充するもので、需要を押し上げるような目新しいアイデアは見当たりません。

政治面では、ドイツで発足が予想される中道左派政権がEU復興基金を恒久的な財政制度にすることを支持する可能性があります。来年は欧州統合に向けて大きく前進する余地があります。



詳細はこちら

## 中国

### 共同富裕と二酸化炭素排出実質ゼロ

2021年のほとんどを通じて、中国経済は力強く成長しましたが、不動産セクターの問題のほか、規制の変更と改革により景気は再び減速しています。当局は主な成長セクターの最も貴重な資産を規制で監督しコントロールしようとしています。不動産市場はターゲットにされている産業の1つです。中国の不動産開発大手である恒大集団がデフォルトに直面するとは予想していませんでしたが、今後6－12ヵ月で不動産市場が危機に見舞われるとは考えていません。

中国当局は広範囲にわたるドミノ効果を防ぐため、不動産市場のソルベンシーリスクに対して対策を講じています。しかし、長期的には、人口動態のトレンドが住宅価格に下振れ圧力をかけるとみられ、住宅価格が予想以上に下落するおそれがあります。消費の面では、最近実施された規制に加え、推定によると家計の債務返済比率がすでに約32%で高止まりしていることが響き、家計の消費回復は遅れると予想しています。

中国のインフレ圧力は生産者物価指数 (PPI) では高まっていますが、消費者物価指数への転嫁は限定的です。最後に、中国には2060年までに二酸化炭素の排出を実質ゼロにする野心的な目標を発表しました。2021年のGDPに与える悪影響は非常に限定的ですが、中期的な影響は、電力価格の改定を選ぶか、現在のエネルギーインフラと並行して持続可能なエネルギーの使用を認めるかなど、当局がどのような戦略を選ぶかに左右され、経済成長を押し上げる可能性も圧迫する可能性もあります。

# オーストラリア： 景気回復が継続

労働市場と住宅市場の動向がオーストラリア経済全般の見通しのカギを握っています。オーストラリアは昨年早い段階で国境を閉鎖し、人口の伸び率が急低下しました。この動きが逆転して労働力の供給が拡大し、住宅需要を一段と押し上げる見通しです。

昨年のロックダウンを経て、オーストラリアの雇用は新型コロナウイルス感染拡大前の水準に速やかに戻りました。直近の感染拡大後の制限緩和に伴い、同様の回復が予想されます。企業の堅調な景況感、採用意欲が旺盛なことに表れています。企業はロックダウンの先を見て消費の反発を期待しているだけでなく、人口の伸び悩みによる需要への悪影響も見据えています。これは両面コインの片側です。もう片方は、国境が再開されても雇用が急増することはないと伝えています。なぜなら、労働市場への好影響が今回のサイクルでは前倒しされているからです。このため、オーストラリア準備銀行(RBA)が早くも2023年にキャッシュレートの利上げ

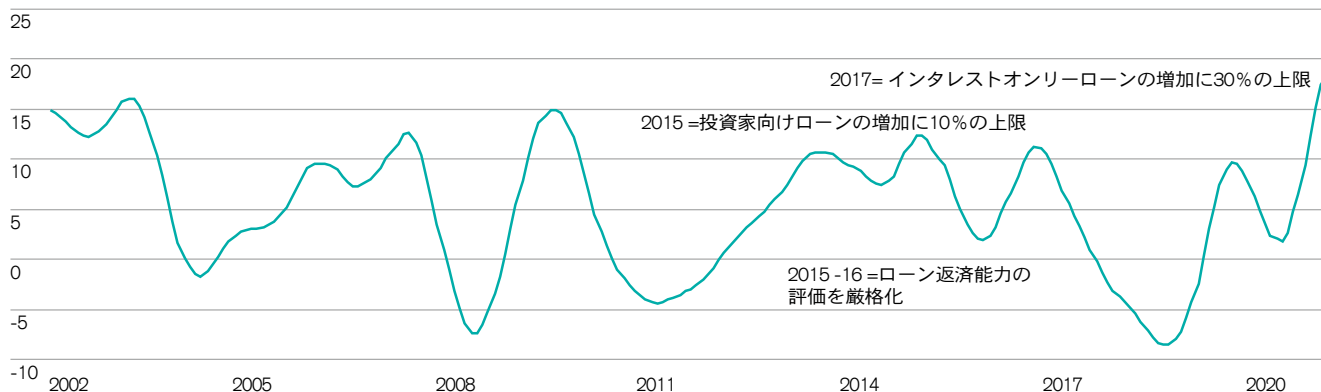
を実施する閾値と考えている水準を、失業率が上回ったままの状態が続く可能性が非常に高そうです。

## 住宅市場の状況

住宅需要が急拡大し住宅価格を押し上げています。これは借入金利が低いことによるものですが、キャッシュレートを利上げしても市場の過熱は収まりません。むしろ、貸付を抑えるためにマクロおよびミクロブルーデンスな対策が求められます。これにはすでに着手しています。過去の経験から、貸付が抑制されるには介入が2,3回必要ですが、実施されれば資産効果を通じて住宅消費全体に波及効果をもたらします。このことも、多くの人が予想する以上に長期にわたりキャッシュレートが0.1%に留まると予想する理由です。他の政策が作用して経済活動を抑えるでしょう。

結論として、オーストラリアの景気回復は来年も続くものの、緩やかで持続可能なベースになると予想しています。

## 住宅価格前年比 %



# 中国：新たな戦略目標に向けて軌道修正

今年は数々の産業に対して政府による規制の介入が目立ちましたが、2022年は苦境に立たされた中国企業が息づける可能性があります。毎年3月に開かれる全国人民代表大会と中国人民政治協商会議（两会）を機に、中国の政策当局が改革の手綱を緩める可能性があります。それを受けて、新たな政策環境と優先事項に適應する余地が企業に与えられるかもしれません。経済成長がトレンドを下回るおそれがあり、两会後に景気浮揚策が実施される可能性もあります。クレディ・スイスは中国の2022年のGDP成長率は6.1%、インフレ率は2.2%と予想しています。

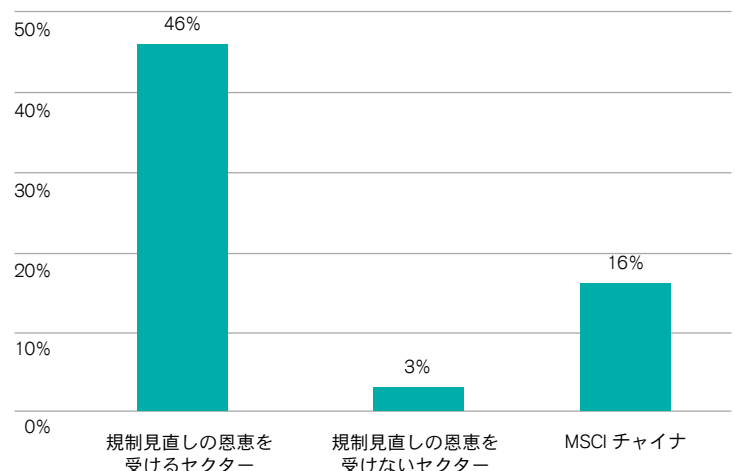
規制をめぐる不確実性が徐々に後退すれば、現在高止まりしている株式リスクプレミアムの低下にもつながりそうです。クレディ・スイスでは、規制環境の見直しの恩恵を受ける、戦略的に重要な産業とセクターを引き続き選好していきます。これにはテクノロジー、先進製造（人口知能と半導体企業）、インターネット、電気自動車、再生可能エネルギーが含まれます。

中国のGDPのほぼ30%を占める不動産セクターは、今年ほどではないにせよ来年も苦しい状況が続くそうです。システミックリスクを防ぐために、レバレッジ解消のペースが緩められる可能性があります。中国の不動産セクターのハイイールド債に投資している投資家は、この困難な環境の下では信用の質が高い発行体を厳選すべきです。コモディティ価格の高止まりや地方政府による来年前半のインフラ支出を受けて、鉱工業とコモディティセクターのキャッシュフローが改善することから、これらのセクターのハイイールド銘柄が健闘すると考えます。

## 人民元は比較的安定した状態が続く見通し

中国の多額の商品貿易黒字に加え、世界経済の回復および政策と規制環境の緩和を受けて海外からの直接の資金流入とポートフォリオへの資金流入が回復し、引き続き人民元を下支えする見通しです。一方で、他の製造拠点との競争再開と段階的な国外旅行の再開が人民元の上昇に歯止めをかけそうです。全体的には、中国は健全な経常収支を維持し、通貨は比較的安定した状態が続くとクレディ・スイスは予想しています。

## 規制見直しの恩恵を受けるセクターの大幅な増益を予想



2022年の1株利益の上昇に関するコンセンサス予想

過去のパフォーマンス指標と金融市場のシナリオは、現在または将来のパフォーマンスに関する信頼できる指標ではありません。

最終更新日 27/10/2021  
出所 Bloomberg, Credit Suisse

# 日本企業は世界経済回復の恩恵を受ける

日本を経済成長の万年後発組と決めつけていると、企業部門と世界の景気回復との強い関係を織り込む際に市場が出遅れる可能性が高まります。すると、日本企業の業績が過度に抑えられ株式が割安になる実態から乖離した期間が生じるおそれがあります。

地域差はあるものの、世界経済は来年も回復が続くとクレディ・スイスは予想しています。サプライチェーンが正常化すれば製造業の回復が加速し、在庫の積み上げと設備投資が成長を後押しするでしょう。

## すべてのセクターの足並みは揃わず

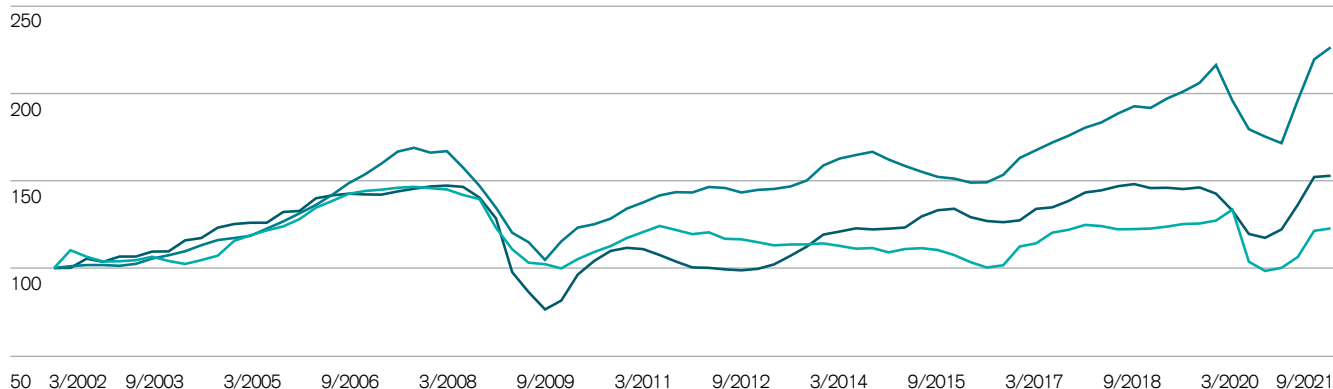
日本の輸出企業は、資本財と生産財を中心にほとんどが製造業であり、今回の景気回復の恩恵を受けられそうです。サプライチェーンの回復に伴い、市場での支配的な立場を頼りに優先順位が高い企業ほど、迅速な成長を達成できるはずです。このように、日本株投資では特定のセクターに重点を置くことが不可欠です。

## 消費が景気回復のカギ

一方で、消費が国内の景気回復の柱になる可能性があります。岸田新政権は所得の分配と持続的な消費を主な成長エンジンとして掲げています。従来型の財政支出が消費の持続的な拡大に効果を上げていないところでは、長年にわたり給与に回される企業利益の割合が低下してきた事態に歯止めをかけるような中長期的な政策が効果を発揮するかもしれません。政治的には、来年7月に予定されている参議院選挙が新政権の基盤を固めるのに重要とみられ、これら政策の実現を加速させる一助となるでしょう。

高齢化が進む中、可処分所得を構造的に引上げて消費を持続的に回復すべきです。さらに、インバウンドの回復もサービスやレジャー関連セクターを支えるはずです。

企業収益 (12 ヶ月 EBITDA, 100=2002 年 3 月), 日本と世界の景気サイクルとの関係



# 東南アジアの歓び： 経済再開に向けて

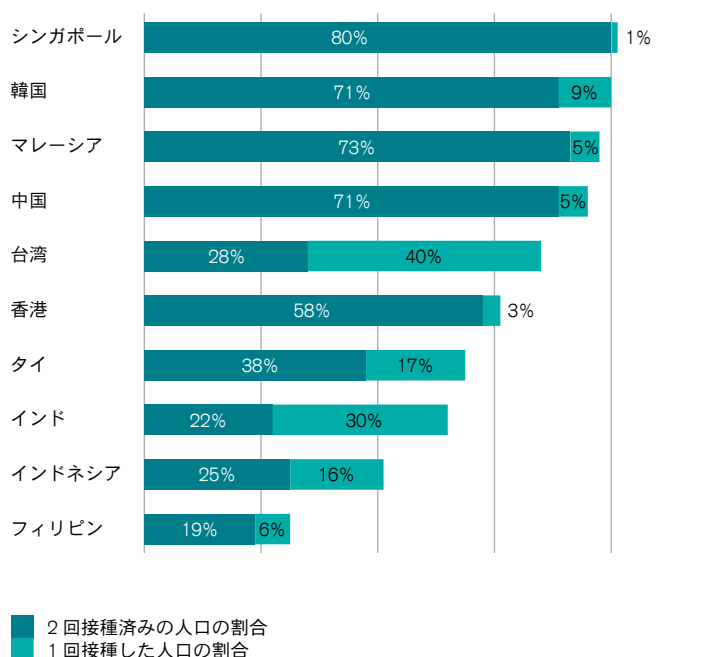
東南アジアはパンデミックによる不振から立ち直りつつあり、アジアの経済再開のバトンが北から南に渡されました。ワクチン接種の加速を受けて東南アジアは景気回復への足がかりを築いています。しかし、まだ初期の段階であり、クレディ・スイスとしては企業の業績予想の上方修正を待ってから、より持続的なアウトパフォーマンスに向けたポジション調整を行いたいと思います。とはいえ、明るい兆しが表れています。

東南アジア市場が中国株式を大幅にアウトパフォームするなど、今年のアジアの株式市場では下半期を中心に昨年の相対的な地域の動きが逆転し、今後の行方を占うカギになりそうです。東南アジアを様変わりさせたのは、新たに採用されロックダウンのリスクを後退させる「ウィズコロナ」のアプローチです。各国政府はワクチン接種プログラムを加速させており、東南アジアのほとんどの国で新型コロナウイルスの新規感染者数が減少しています。

東南アジア各国は来年2月までに少なくとも人口の70%のワクチン2回接種を目指しており、これが達成されれば、厳しいロックダウンのリスクは後退し、経済はもとより、海外からの旅行さえ早期に回復する可能性もあります。東南アジアは現時点で国内の移動制限のほか、実験的に海外からの入国制限を緩和しており、サービス活動の段階的な再開と財に対する繰延需要を促しています。（ベトナムを含めた）東南アジア諸国連合（ASEAN）加盟6カ国の実質GDP成長率は今年の3.6%から来年は5.6%に加速すると予想しています。

もっとも、経済見通しが明るく新型コロナの感染が減少しているとはいえ、当面クレディ・スイスは様子見に徹し東南アジア株式について中立を維持します。東南アジアのアフターコロナの回復ストーリーには堅調な業績回復が欠如していますが、大型の景気浮揚策がないこともあり、この3ヵ月間アナリストは来年の業績予想を下方修正しています。東南アジアへのエクスポージャーを積極的に増やすのは、業績回復の兆しを待ってからと考えています。

新型コロナウイルスに対するワクチンを接種した人口の割合





# パンデミックを受けて サステナビリティを重視 する投資家の姿勢強まる

今年は環境・社会・ガバナンス（ESG）のテーマを重視する姿勢が鮮明になりましたが、来年も企業および投資展望に影響を与えるでしょう。株主、従業員、規制当局、ESG のアクティビストは企業に説明責任を求めるようになっており、この動きが弱まる兆しはありません。投資家が来年注目すべき主要 ESG トрендをまとめます。

## 1. 気候変動と生物多様性の喪失－ 「平常」の終わり

投資家の方の多くは、今年 11 月に英国グラスゴーで開催された国連気候変動枠組み条約第 26 回締約国会議である COP26 のことはご存じだと思いますが、今年 10 月に開始し、2022 年 5 月に閉幕予定の国連生物多様性条約第 15 回締約国会議である COP15 をご存じの投資家の方は少ないかもしれません。これら 2 つの COP 会議の行方が今後の環境に関するテーマを形作っていきそうです。気候変動に関するカーボンフットプリントなどの指標は今では広く報告されていますが、生物多様性という複雑なテーマについて企業を比較する有意義な指標を投資家は探しあぐねています。そのため、ビジネスがこの新しい現実に対応する方法を示す責任は企業にあります。気候変動と生物多様性の喪失が交差するところに位置する食品と農業企業は、最も厳しい調査の対象になりそうです。

これまでのところ政府は気候に対して有意義な行動を取ってきませんでした。従来「平常」の終わりを覚悟しなければなりません。2022 年は大気中に排出される二酸化炭素が危険なレベル — 産業革命前に比べて 50% 増加する — と予想されています。<sup>1</sup> 同時に、エコシステムでは過去の大量絶滅以来見られたなかった割合で種が絶滅しており、人類が誕生する以前と比べて 100-1000 倍と推定されています。<sup>2</sup> 世界的に見ると、こうした変化はサプライチェーンの寸断、収穫量の減少、食品価格の変動の拡大という点で企業と投資家に重大なリスクを突き付けています。リスクを管理できる企業は長期的にアウトパフォームする可能性が高く、投資家はこうした企業を開拓すべきです。

気候変動と生物多様性の喪失の 2 つの危機に対応するソリューションができれば、過去に例のない投資機会をもたらす可能性があります。気候にやさしい再生農業から代替たんぱく質、食品ロスの削減まで、自然にプラスとなるソリューションへの投資は 10 兆米ドルの新規ビジネス機会を創出しつつ、2030 年までに最大 37% の温室効果ガス (GHG) の排出を削減すると、世界経済フォーラムのウェブサイトに掲載された記事「自然への投資が生物多様性と気候危機への対応に役立つ方法」は伝えていきます。

<sup>1</sup> Met Office: Atmospheric CO<sub>2</sub> now hitting 50% higher than pre-industrial levels, (Carbon Brief, 2021).

<sup>2</sup> Extinctions during human era one thousand times more than before, (ScienceDaily, 2014).

<sup>3</sup> Cybercrime To Cost The World \$10.5 Trillion Annually by 2025, (Cybercrime Magazine, 2020).

<sup>4</sup> Cybercrime To Cost The World \$10.5 Trillion Annually by 2025, (Cybercrime Magazine, 2020).

<sup>5</sup> Gartner Forecasts Worldwide Security and Risk Management Spending to Exceed \$150 Billion in 2021, (Gartner, 2021).

## 2. 労働市場－ ギグワーカーの権利を守る

ギグエコノミーは低スキルのルーチンの仕事から高スキルの労働者まで多岐にわたり、クリエイティブな産業とデジタル産業、教育（エドテック）に携わる人々、最近ではヘルスケアのプロフェッショナルも含まれています。スキルが高い領域では競争が激しく、雇用主はビジネスに不可欠なプロジェクトやシフトを埋めるのに必要なスキルを確保するため高い賃金を払わねばなりません。適切に行われれば、オンラインのフリーランス経済は人材を労働力の足りないところにあてがい、透明性をもたらし、需要が旺盛な労働者のスキルに対して公平な報酬を保証します。コロナ禍で、収入のためにギグワークを始める女性が増えています。女性はホスピタリティとサービスなどコロナ危機で大きな痛手を被った産業に従事する割合が高く、子供や他の扶養家族の世話をするために安定した仕事を辞めざるをえなかったことがこの動きの背景にあります。ギグワークは社会の片隅に追いやられた労働者に柔軟性と機会をもたらす一方、低スキルの仕事は低賃金で不安定なことが多く、雇用も守られていません。

ギグのプラットフォーム企業は、おおむね厳しく規制された市場に参入しています。労働者を独立の請負業者に分類して規制を逃れることで雇用法の網をかくぐり、低スキルのギグワーカーが最低賃金に満たない賃金を支給されたり、保険や資本経費などのコストを労働者が負担する場合があります。しかも、こうしたギグワーカーに対し有給病気休暇、有給休暇、年金などの標準的な保障がない場合もあります。ギグプラットフォームと労働者との間にバランスの取れた関係を築く目的で、多くの国ではギグワーカーを守る規制を導入しています。ギグ環境の進化の対応は企業によって分かれますが、プラットフォームのビジネスモデルに対する法律と規制の圧力は2022年も続くでしょう。

人権擁護および職場の方針や慣行についての開示の強化は長期の価値を生み出し、賠償責任やレピュテーションや業務上のリスクを軽減することに寄与することから、先手を打つことが投資家に望まれます。エドテックなど新たな分野に加え、職場環境の柔軟性の高まりの恩恵を受けるテクノロジーに投資機会は広がっており、クラウド、エンタープライズ SaaS（サービスとしてのソフトウェア）、サイバーセキュリティがギグエコノミーに関係してきています。ギグエコノミーのエコシステムには、ギグワーカーに革新的な短期のその都度払い保険ソリューションを提供するインシュアテック商品など、投資家のリスク軽減の機会も含まれています。革新的な支払いネットワークを含めた隣接テクノロジーを活用すれば、銀行口座を持たない人が金融サービスを利用できたり、何週間も待たせる代わりに即時払いができ、ギグワーカーの生活の質の向上に役立ちます。

## 3. デジタルパラドックス－ パンデミックが機会と課題を浮き彫りに

事業の継続、リモートワーク、オートメーションを可能にする最近のデジタル変革は2022年も速いスピードで続きそうですが、教育、ヘルスケア、コマース、製造、エンターテインメントを含む多くのセクターがデジタル第一のアプローチで刷新される中、デジタルセキュリティの優先順位が高まるでしょう。

世界がコロナ禍を克服しつつある今、デジタルエキスパートは異なる種類のパンデミックと戦っています。生産性の喪失、個人データと財務データへの損害と破壊、知的財産の盗難により、今年は世界中でサイバー犯罪の損害が6兆米ドルにのぼると予想されています<sup>3</sup>。評判へのダメージとランサムウェアでの攻撃が頻繁に発生して多額の損害を生じるようになっており、損害は2025年には10.5兆米ドルに達すると予想されています<sup>4</sup>。様々なセクターでの法律違反や最近のランサムウェアでの攻撃はセキュリティがずさんなインフラへのリスクを浮き彫りにしています。認識は高まっており、この分野で企業が抑えなければならないリスクを踏まえると、サイバーレジリエンスへの支出は来年も続くでしょう。

サイバーセキュリティはシステム、ネットワーク、ソフトウェア、データを守ることから、一般的に技術的な問題と見なされていますが、サイバーに関する脆弱性はビジネスの存続にかかわる投資家が無視できないリスクであり、ESGの「S」の分野で管理されます。

サイバーセキュリティについては、法律制定の優先順位が次第に高まっています。米国では、サイバーインシデントの報告を強化するための法律制定、およびインフラプロジェクトへの資金提供について超党派で取り組んでいます。欧州連合では、サイバーセキュリティ戦略で地域へのサイバー攻撃に備えた最先端のサイバー防衛能力構築を呼びかけています。

欧州の大手企業は、サイバーセキュリティにビジネスと技術的課題の両面があることを知っており、サイバーセキュリティをビジネス製品、サービス、プロセスに仕立てています。トップクラスの企業はサプライチェーンを含めて組織全体でサイバーリスク管理、スキル、インフラ重視の姿勢を強めており、他社も追随するでしょう。リスクを管理できる企業は長期的にアウトパフォームする可能性が高いことから、投資家はある企業のサイバーセキュリティへの準備度を投資決定の一環と見なしています。

こうした動きが、サイバーセキュリティのエコシステムに対する新たなビジネスやビジネス拡充を通じて生じる投資機会を促すはずですが、これにはアプリケーションとデータへのアクセスを付与（または維持）する前に組織のネットワーク内外のユーザー全員の認証、許可、継続的な検証を求めるほか、内臓のハードウェア認証と行動分析を求める、ゼロトラストのアプローチの導入が含まれます。さらに、ほとんどの産業バッチカルにおけるクラウドベースのサービスの需要の増大は、最も成長しているセグメントであるクラウド上のセキュリティ市場の大きな牽引役でもあります<sup>5</sup>。それ以外にも、ハードウェアとソフトウェアのサプライチェーンと自社業務のサイバーセキュリティの健康を確保することに注力している大手ベンダー、および金融サービス、革新的なスタートアップを推進する政府などから起業家として現れ始めたサイバーの経験がある次世代プロフェッショナルに機会が見られます。

詳細はこちら



過去

➤ より持続可能な生産  
➤ より持続可能な消費

➤ 保護活動の強化

出所 Adam Islaam | 国際応用システム分析研究所 (IIASA); Credit Suisse

1970

2010

# 1970-2100 自然保護



普段の生活

2050

2100









# 主な 資産クラス



# デュレーション リスクに注意

2022 年は経済成長のモメンタムと金融政策の正常化を背景に、国債利回りが上昇する見込みです。インフレ率が低下するにつれて、米国のインフレ連動債 (ILB) は名目債をアウトパフォームする可能性が低下すると想定されますが、ユーロ圏の ILB にはアウトパフォームする余地があります。グローバル投資適格債、ハイイールド債のいずれについても力強いパフォーマンスは予想しておらず、新興国主要通貨建て国債ファンダメンタルズも悪化する見込みです。先進国のハイイールド債に代わる興味深い選択肢は、魅力的な相対的バリュエーションを誇るグローバル・シニアローンです。

何十年にもわたる強気の債券市場  
米国 10 年国債利回り (%)



### 先進国：国債は妙味低いまま

先進国市場では、来年は中央銀行に加え、量的緩和（QE）の縮小と金融引き締めの見通しに注目が集まるでしょう。一部の中央銀行はすでに利上げを開始しており、ノルウェーとニュージーランドを皮切りに、他の国々も追随すると市場は予想しています。米連邦準備制度理事会（FRB）は2022年に1回利上げし、2023年にはさらに4回利上げを実施するとみられます。全体として、国債利回りは経済成長の勢いと政策の正常化を背景に続伸するはずです。

### アウトパフォームする可能性があるユーロ圏のILB

ユーロ圏のインフレ期待は依然として欧州中央銀行（ECB）の目標を下回っており、2022年初頭にはさらに上昇する可能性があります。これは、ユーロ圏のインフレ連動債（ILB）が名目国債と比較してアウトパフォームする可能性があることを示唆しています。ユーロ圏内では、ECBと欧州連合の財政支援が引き続き周辺国を後押ししており、ユーロ圏の財政連合が進展すれば、イタリア国債／ドイツ国債などの国債スプレッドがさらに縮小するかもしれません。対照的に、米国の現在のインフレ期待は、FRBが目標とする2%に向けて2022年はインフレ率が鈍化するという見方を反映しています。このシナリオでは、名目利回りの上昇は、主に実質利回りの上昇によるものです。そのため、米国のILBが2021年のように名目債をアウトパフォームする公算は小さいと考えます。

### 社債のリターン見通しは暗い

グローバル投資適格債（IG）、ハイイールド債（HY）のいずれについても、力強いパフォーマンスは期待できません。FRBが正常化に向けて動くと同時に、パンデミックの封じ込めと世界経済の継続的な回復がリスク選好度を下支えする可能性があります。ただし、金融引き締めは国債金利の上昇を招き、クレジット市場のパフォーマンスに悪影響を与えるおそれがあります。IGとHYの現在の低いスプレッドは、コアの国債利回りの上昇によって債券のパフォーマンスが制約されることを示唆しています。さらに、比較的フラットな信用曲線は、信用リスクプレミアムが長期平均に正常化する可能性があることを示しています（国債と比較したスプレッドの上昇）。全体的に見ると、2022年にかけて短期のポジショニングを支持します。

### 魅力を失う新興国市場のハードカレンシー (EM HC) 国債

新興国の対外収支は改善のピークに接近しており、パンデミックを受けて多くの EM 諸国が財政支出を大幅に増やして政府債務の増加を招いたことから、EM HC 債券のファンダメンタルズは 2022 年にかけて強い支援材料として想定できません。EM 債の購入には市場がより高いプレミアムを要求するため、借り換えのニーズが高まると、金利に上昇圧力が継続するでしょう。さらに、FRB が目先テーパリングを実施し、いずれは利上げに動くことから、EM HC 国債のリターン見通しはより悪化すると見込まれています。全体的に見ると、現在のスプレッドは金利のボラティリティ上昇を補うほど魅力的ではないため、EM HC 債のリスク対比リターンは悪化しています。

地域レベルでは、2022 年のアジアの HC 債券は 1 ケタ台前半のリターンが予想されます。コロナ下での強力な政策支援を受けてアジアの国債のファンダメンタルズは回復しており、スプレッドは安定推移することが想定されます。実際、アジアの外貨準備と経常収支は改善しており、対外債務の対 GDP 比率はわずかな上昇にとどまっています。他の EM については、米国の利回りの上昇とキャリーの減少により、トータルリターンの妙味が限定されます。アジアでは中国を選好します。デュレーション構造が低い場合、米国国債の利回りの上昇による下振れリスクが限定される可能性が高く、健全な債務ファンダメンタルズを考慮した後の相対的なバリュエーションは割安です。中国は対外債務の対 GDP 比率が最も低い国のひとつであり、経常収支は過去 2 年にわたり改善が続いています。

EM では一部の経済成長の減速とオンショアの割高な借り換え条件が重なって、2022 年は EM 企業のデフォルト率と業績の両方の改善に歯止めがかかるおそれがあります。世界の国債利回りは上昇する可能性が高く、EM 社債については短期物のポジションを選好します。さらに、EM の高金利に加え、労働市場が依然として軟調なために、2022 年は賃金が抑えられる可能性があり、需要の減退と EM 企業の収益の減少につながるかもしれません。これが時間の経過とともに、レバレッジやインタレストカバーレッジレシオといったファンダメンタルズの悪化につながる可能性があります。短期の EM 債についてクレディ・スイスは比較的慎重にディフェンシブなポジションを取り、健全な信用ファンダメンタルズを誇るアジアのクロスオーバー債など、価値とデフォルト率の間のリスク／リワードのバランスが取れたセグメントを優先します。要するに、EM 国債と社債の見通しはまちまちですが、先進国国債に比べてスプレッドが広い場合、厳選した機会が生じる可能性があります。

### シニアローンを優先

先進国においてハイイールド債に代わる興味深い選択肢は、グローバルシニアローンです(詳細は 35 ページを参照)。グローバルシニアローンは魅力的な相対的バリュエーションを提供し、2022 年は国債利回りが上昇する環境、低い予想デフォルト率、格付けの引き上げの恩恵を受けるはずで

以下に掲げた複数の要因を受けて、グローバルシニアローンの格付けの引き上げは、2012 年第 2 四半期以降最速のペースで格付けの引き下げを上回っています。低格付け発行体に有利な貸付条件。経済再開が格付けに有利に作用この傾向は、エレクトロニクスや化学などシクリカルなセクターを中心に持続すると予想しています。

# シニアローンとは？

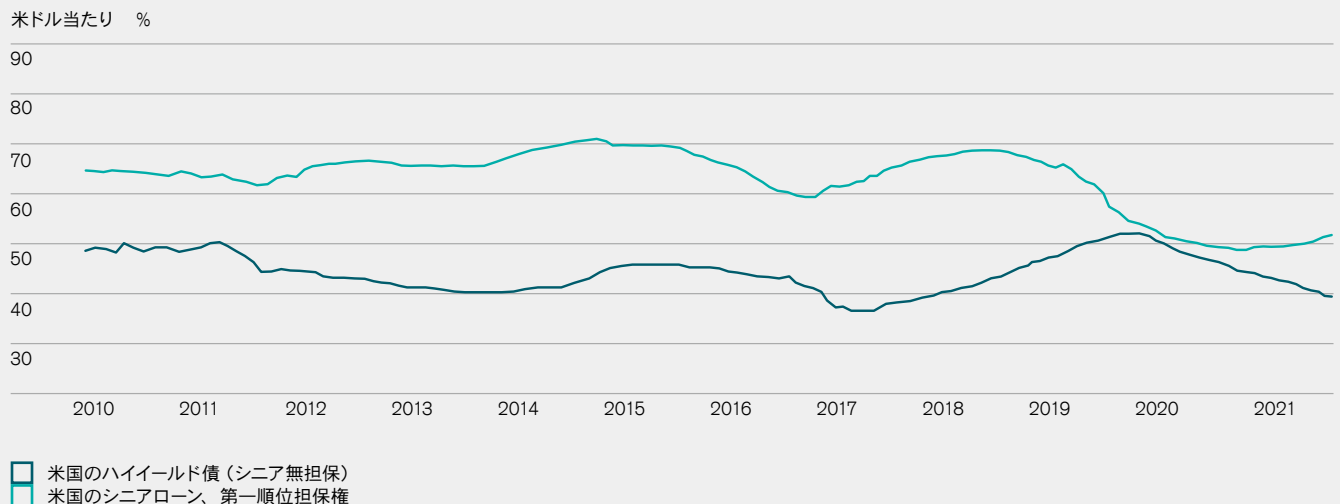
シニアローンは、IG 格付けを下回っている、および／または高水準の契約債務や未払い債務を抱えている企業の変動利付債（金利が変動金利ベンチマークに設定されている債務）です。シニアローンは、買収、大規模な資本拡大、既存の債務の借り換えおよび／または増加、または1度限りの株主への配当支払いを行うために借り入れする企業をサポートするために発行されます。こうした事業の安定性をめぐる不確実性を踏まえ、市場がこれらのローンはリスクが高いと判断することから、手数料およびローンспレッドの形でより高いリターンが要求されます。

シニアローンは通常、破産した場合の会社の資産に対する第一順位担保権を意味します。そのため、会社が困窮して破産を宣言した場合、債券保有者と株主に先立ち、通常はシニアローンが最初に返済を受けます。担保の額が借り手のローンを全額返済するのに十分という保証はありませんが、シニアローンは担保によって補償されていることから、歴史的に、デフォルトしたハイイールド債の回収率と比較して、デフォルトしたローンの回収率は大幅に高くなっています（下のチャートを参照）。

シニアローンは書面による契約（信用契約）を使用して設定され、資金が借り手に提供される方法を取り決め、借り手が支払う金利を設定します。また借り手の事業運営に重大な制限を課しますが、これは貸し手に対する返済する能力を強化するための措置です。

## シニアローンはハイイールド債よりも回収率が高い

発行体が債務不履行に陥った場合に、ハイイールド債と比較してシニアローンへの投資を投資家が回収できる割合



救済目的の債務交換直前または救済目的でない債務交換によるデフォルトの30日後の債券価格で測定、3年間の平均。

最終更新日 2021年9月30日  
出所 Moody's, Credit Suisse



# テクニカル分析： 2022 年の債券利回りの傾向

クレディ・スイスのテクニカル・アナリストは、2つの主なテクニカル要因に基づいて、2022年は世界の債券利回りが上昇すると考えます。すなわち、世界の債券市場全体での大規模なテクニカルの側面から金利上昇の基盤が形成された可能性、および2021年夏の債券ラリーに続いて、利回り上昇の裏にあるモメンタムが再び台頭しているという評価です。

## 上昇に向かう米国の債券利回り

米国10年債利回りは、今年前半に急上昇した後、第3四半期末にかけて再び上昇し始めました。これは、3年にわたるテクニカル要因による上昇基盤が形成される可能性があることを意味し、2022年は国債に重大な悪影響を及ぼすと思われる。このベースを定める主な利回り水準は1.70%であり、この水準以上で週の終値を達成（当社のベースシナリオ）できれば、2022年に利回りがより大幅に上昇する踏み台になると考えています。2022年の米国10年国債利回りについて注目する次の主な水準は1.965% / 2.00%、次が2.145% / 2.16%です。基盤の規模から、2022年後半にこれらのレベルを超える可能性さえあることを示唆しています。トレンドの強さを測定する移動平均収束発散（MACD）モメンタム指標を含む複数の中期指標が再加速すれば、債券利回りの上昇が強化されます。調整後移動平均やトータルリターン・モメンタムに基づく独自のモメンタム指標も、2021年第1四半期以降、世界の国債について一貫して弱気であり、2022年に向けてモメンタムの悪化に注意を促し続けています。

米国の10年ブレイク・イーブン・インフレ率（市場が示唆するインフレ予測）が、2005年と2012年の過去最高の価格である273/278bpでの主なロングの水準を大幅に上回る可能性は低いと考えています。したがって、最終的には、実質利回りの上昇が米国の名目利回りの上昇を左右します。この予想は、米国の5年間の実質利回りが「ダブルボトム」の形状を構築する過程にあるかもしれないというクレディ・スイスの見解に基づいています。このテクニカルパターンは、連続する2つの安値が同じ水準で現れた後に発生し、今回の場合は-1.445%以上になれば確認されます。この「ダブルボトム」ベースを確立できれば、米国の実質利回りの大幅な上昇が確認されるでしょう。

要するに、モメンタムの指標とテクニカルパターン分析は、2022年は米国債と実質利回りが大幅に上昇し、資産クラスとしての国債のトータルリターンが弱くなることを示唆しています。

## “ モメンタム指標とテクニカルパターン分析は、2022 年中に米国債と実質利回りが大幅に上昇することを示唆しています。

### 英国債が先導

コアの先進国市場の中では、2021 年は英国の債券利回りが上昇し、2021 年初頭の長期利回りの抵抗線を上回った後、10 年満期はすでに相当する年数の基盤を確認しています。売られ過ぎのレベルからはほど遠いものの、中期的なモメンタムはここからさらに強くなっています。テクニカル面から見ると、英国の 10 年債利回りは暫定的な水準を 1.375% / 1.39% として、2022 年の間に 2018 年の最高値である 1.75% に向けて上昇しそうです。ドイツの 10 年債利回りも -0.075 / -0.05% を上回って同様の動きをたどり、2022 年は世界的に利回り水準が修正される可能性を示唆しています。

ドイツの 10 年ブレイク・イーブン・インフレ率が今年前半に 6 年間のレンジから抜け出すなど、欧州のインフレ期待は 1 年を通じて急上昇した後、欧州の利回り上昇を後押ししました。これはテクニカル面からすると、画期的な上抜けでしたが、市場はすでに 192 bp / 194.5 bp の次の抵抗線の水準にあり、心理的に重要な 200 bp の節目に向けて限定的ながらも上振れ余地があります。欧州のインフレ期待は、高水準の範囲では米国よりも善戦することが予想されます。

欧州のインフレ連動債 (ILB) とその米国の ILB は乖離し始めており、欧州のインフレ期待が米国よりも急速に上昇しています。テクニカル分析においては、この分岐は 2 つの地域間の相対的なインフレ期待の大きな天井と反転を表しており、この新しい傾向が 2022 年まで続く予想しています。

要するに、テクニカル見通しは利回りが一段と上昇する十分な余地があることを示唆しており、2022 年も欧州と英国の国債からのトータルリターンが弱いことを債券投資家は留意するべきだと考えます。

# 企業利益が株式を後押し

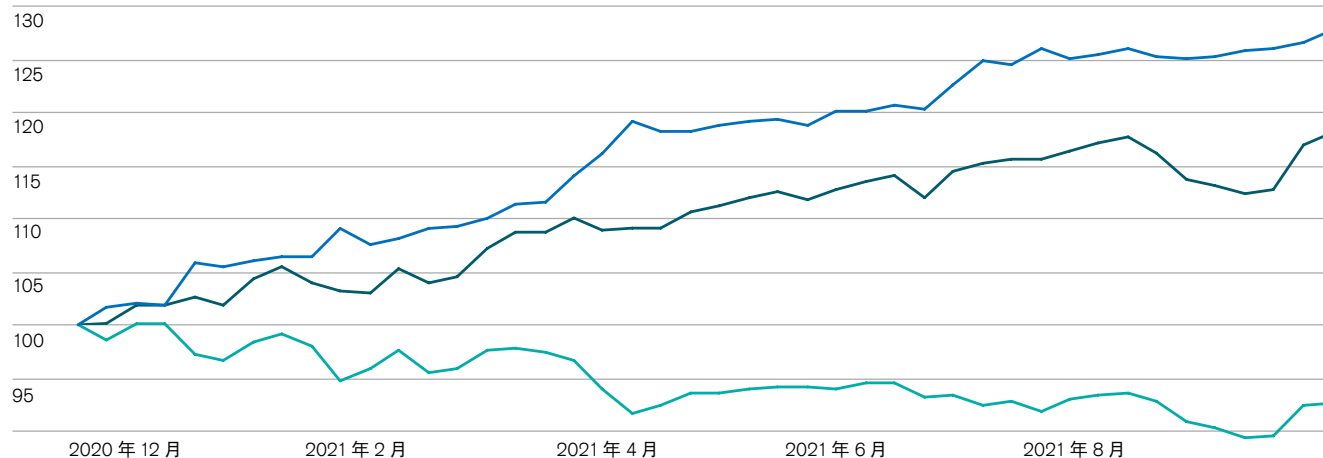
2022 年は収益が株式リターンの主な推進力になる見通しです。収益予想を踏まえ、今年の 2 ケタのリターンと比較して、来年は 1 ケタ台後半の株式リターンになると予想しています。他にも株式にとっての目先の支援材料として、景気回復の継続と「他に選択肢はない」(TINA) という株式擁護論が挙げられます。

## 「価格決定力」が重要なトピック

ほとんどの株式市場と地域が目を見張るリターンを計上し、この 1 年は世界の株式投資家にとって実り多い年でした。MSCI AC ワールド構成銘柄の今年の収益はパンデミック前の最高値を上回り、収益の伸びは非常に堅調でした。すでに高止まりしていた株価収益率 (PER) が低下し、コロナ下での莫大な財政と金融支援が薄れ始めるとの予想が投資家の間に広がったものの、これが今年の株式リターンを牽引しました (チャートを参照)。

2022 年は「正常化」の年になりそうです。来年は経済成長が正常化すると予想され、回復のペースは鈍化し来年前半に偏るものの、回復は続きます。家計のバランスシートは引き続き良好です。また、過去に例のない財政と金融刺激策によってもたらされた大規模な支援、およびパンデミックの初期段階での非常に不安定な期間を経て、2022 年は収益が正常化すると予想しています。

## P (価格) を上回る E (収益)



■ MSCI ワールド  
■ 12 ヶ月予想 PER  
■ 12 ヶ月予想収益

注 :2020 年 12 月 31 日時点で 100 に指数化されたリターン特性

最終更新日 2021 年 10 月 28 日  
出所 Refinitiv, Credit Suisse

2022 年について、コンセンサス予想は長期平均に近い1ケタ台後半の収益の伸びを示しています。建設的なマクロ経済環境が収益の伸びを後押しし、マージンは堅調な水準にとどまると予想しています。もっとも、潜在的な悪材料として、需要の増加による投入コストの上昇、消費者物価指数に対する生産者物価指数の差の拡大が挙げられます。この結果、企業がコストの上昇を消費者に転嫁する余地は少なくなります。そこで、2022 年は「価格決定力」が株式投資家にとって重要なトピックになり、上昇する投入コストを消費者に転嫁できる企業は価格決定力が低い企業よりも好調に推移するでしょう。2021 年の2ケタのリターンと比較して、2022 年は1ケタ台後半の株式リターンを予想しています。

#### 評価見直しの余地は小さい

従来のバリュエーション（PER など）は2021 年に低下したものの、中長期的な過去の平均と比べると高い水準にとどまっています。実質利回りの上昇により、2022 年は金利を含む金融環境がややタイト化すると予想されることから、（PER の引上げなど）評価を見直す余地はほとんどありません。米連邦準備制度理事会（FRB）は11月中旬に資産購入の縮小を開始し、2022 年半ばまでにこのプロセスを完了する見通しです。

#### 2022 年の世界の株式の主なリスク

2022 年は世界の株式に多くのリスクが想定されます。収益（マージンなど）に対するリスクの1つは、商品や賃金などの投入コストの上昇です。それに関係するもう1つのリスクは、サプライチェーンのさらなる混乱であり、2021 年後半には一部の企業の利益率を圧迫し始めました。ほとんどの市場参加者は現在のインフレ率の高止まりは一時的なものと考えていますが、今年はインフレも株式にとってのリスクでした。しかし、予想を上回るインフレは金融引き締めにつながり、政策ミスリスクを高める可能性があります。どちらも世界の株式にとって逆風になるでしょう。さらに、コロナ下で株式を下支えしてきた財政刺激策の余地は今後は小さくなるでしょう。なぜなら政府が過去に例のない財政政策を打ち切る可能性が高く、米国の中間選挙後に政策が行き詰まるおそれもあるからです。現在のワクチンの効果を低下させる新たな変異株による新型コロナウイルスの感染再拡大も、注意が必要なもう1つのリスクです。中国は景気の減速のほか、今年複数のセクターに対して行われた規制の強化による悪材料のリスクなどを抱えており、世界の株式にとって潜在的なリスクであることに変わりはありません。最後に、2022 年は米国の中間選挙とフランスとブラジルの大統領選挙など、注目すべき選挙が複数実施されます。

## MSCI AC ワールドの収益伸び率 –

1 株当たり利益（EPS）の伸びは、2022 年に正常化すると予想されている

**6.4%** EPS の伸び — 年平均成長率（CAGR）（2010 – 19）

**-11.9%** 2020 年の EPS 伸び率

**48.8%** 2021 年の推定 EPS 伸び率

**7.6%** 2022 年の推定 EPS 伸び率

## セクター別の見通し

### 消費財： 消費者サービスを選好

2022 年に好調に推移すると予想されるセクターの 1 つに、外食、ホテル、レジャー企業などの消費者サービスがあります。ロックダウンその他の制限により飲食店やレジャー施設の再開が遅れたため、このセクターは他のセクターに後れを取っています。2022 年はサービス支出 / 消費が好調に推移すると予想されることから、魅力的な機会になると考えています。サービスに対する繰延需要、労働市場の改善、家計の堅調なバランスシートを背景に、消費のトレンドが引き続き支援材料となります。

### 金融：金利の上昇が後押し

利回りと金利への期待が高まると、金融、特に銀行が恩恵を受けます。配当や自社株買いによる株主への配分の増加が金融株の追い風になると考えています。このセクターのバリュエーションは引き続き魅力的で、収益状況は健全です。

### IT：実質利回りの上昇が悪材料

IT セクターは、長期的な成長トレンドの恩恵を受けます。IT 部門では、ソフトウェアとサービスが優れた収益見通しと堅実なキャッシュフローを生み出しており、好調に推移すると予想しています。予想される実質利回りの上昇は、セクター全体にとって悪材料です。総じて、このセクターにはテクノロジー関連産業を含め、破壊的になる可能性があり市場シェアと利益率が拡大する余地を誇る、魅力的な市場セグメントが存在します（スーパートrendの長期テーマ別投資の説明については、56 ～ 57 ページを参照）。

### コミュニケーションサービス：行く手に成長とバリュエーションの課題

コミュニケーションサービスの収益見通しは、世界の株式と一致しています。このセクターを構成するテクノロジー / インタラクティブ・メディアは魅力的な成長を遂げるも割高な反面、通信セクターは割安ですが、成長という点では出遅れています。さらに、規制の問題と増税の可能性は依然として重要なリスクであり、深刻な影響を与える可能性があります。こうした変化の規模を判定することは困難です。

### 電力・ガス：重圧を受けて

今年は電力・ガスがグローバル株式ベンチマーク（MSCI ワールド）に後れを取っており、2022 年に向けたクレディ・スイスの優先セクターには含まれていません。2022 年の収益予想は改善したものの、2021 年にこのセクターは減益となり、各国中央銀行が金融刺激策の一部を撤回するにつれ、マクロの逆風（金利 / 利回りの上昇など）が強まるもようです。

### エネルギー：パンデミックの影響から完全に回復

2021 年はエネルギー部門が最も力強い収益の回復を記録し、収益の伸び率は年初から 100% 以上増加すると予想されています。コンセンサス予想によると、2022 年については、収益がパンデミックの影響から完全に回復するとみられ、2019 年の水準（パンデミック前）よりも 5% 高くなる見通しです。石油価格の回復とキャッシュフローの安定化に伴う魅力的なファンダメンタルズと高い配当利回りにもかかわらず、エネルギー転換による構造的な悪材料、および環境・社会・ガバナンス（ESG）の懸念がくすぶります。



# > 100%

2021 年はエネルギー  
部門で収益の伸びが  
予想される

## 素材：成長要因は健在

トレンドを超える世界的な成長と、より持続可能な生産と消費（電気自動車など）への移行における一部の金属の役割により、2022 年は素材が魅力的な利益をもたらすと予想しています。セクターの長期的な構造的成長要因は健在ですが、ベース効果が薄れ世界の成長が 2021 年の高水準から鈍化するため、2022 年は収益の伸びが正常化すると予想しています。

## 鉱工業：世界が正常化に伴い 明るさを増す見通し

鉱工業は世界の製造業と鉱工業生産に対して経済的に最も敏感なセクターです。2022 年については、「正常化する」世界に移行するにつれ、世界のサプライチェーンの圧力は緩和されると予想しています。現在の在庫水準が非常に低いことから、このセクターは世界の鉱工業生産のモメンタムが再び加速すれば恩恵を受ける立場にあります。

## ヘルスケア：短期的には困難な状況

今年のヘルスケアの収益の伸びと価格パフォーマンスは世界の株式に後れを取りました。収益のコンセンサス予想は依然として世界の株式全般を下回っており、相対的なモメンタムも弱い状態です。同時に、新興国市場での医療アクセスの向上、高い営業レバレッジ、低い投入コスト、高齢化などの長期的な成長要因は損なわれていません。とはいえ、世界経済の継続的な回復による利回り上昇は、ディフェンシブなこのセクターにリスクをもたらします。

## 株式スタイル：2022 年は 複数の本命を想定

株式スタイルについては、今年は明確なトレンドは見られませんでした。本稿執筆時点で MSCI ワールドインデックスと比べて（若干）上昇していたのは、クオリティとバリューだけでした。世界が衝撃を吸収し適応する中で、このことはある意味で、世界的なパンデミックによる不確実性、経済への様々な影響、「データの霧」の証といえます。2022 年に入ると、世界の小型株と共に、米国のグロース・スタイルに改めて支持が集まると思います。一方、欧州ではバリュースタイルが健闘すると引き続き予想しています。予測期間に沿って購買担当者指数（PMI）の上昇が見込まれるなど、クレディ・スイスの見解は明るい経済見通しに支えられています。さらに、米国の様々な指標の大部分は、健全なマクロ経済環境を引き続き裏付けています。

## 地域別の見通し

### 米国



#### 政治とFRBに注目

米国は世界の株式ベンチマークであるMSCI ACワールドの60%を占めており、米国株式の見通しは、株式全般の見通しのカギを握っています。2022年は金融政策と政治が米国株式の重要な推進力になると予想しています。テーパリングをめぐり、株式ブル市場に急ブレーキがかかる可能性があります。上昇傾向は続くと考えています。

米国株式にとってもう1つの悪材料は、金融引き締め政策と実質利回りの上昇予想です。政治イベントに関しては、2022年11月の米国中間選挙に注目が集まるでしょう。民主党は上下議院の一方または両方で（僅差の）過半数を失う可能性があり、そうなれば政策が膠着するおそれがあります。したがって、中間選挙後は米国の財政支出が減少すると予想しています。

これらの悪材料にもかかわらず、米国株式について明るい見通しを描いています。堅調な収益見通しと引き続き景気浮揚的な財政状態が米国株式を支えると期待されます。さらに、米国の株式市場はテクノロジーセクターの比重が高いため、長期的な成長トレンドの恩恵を受けられます。

### ユーロ圏



#### 回復の継続

2022年に入っても、ユーロ圏では明るい経済見通しが続きます。上述したように、クレディ・スイスは収益が世界の株式の主な推進力になると予想しており、これはユーロ圏にも当てはまります。ユーロ圏の企業利益のコンセンサス予想は主要先進国市場で最も高い部類に属し、ユーロ圏の株式の明るい見通しを裏付けています。

パンデミックからの回復期に後れを取った市場に最大の上振れ余地が見られます。政治面では、フランスの大統領選挙に注目が集まるでしょう。ユーロに懐疑的な大統領が勝利した場合、欧州統合のリスクになる可能性があります。ついに発足したドイツの連立政権が追加の財政支出に加え、欧州資産の下支えにつながる、さらなる欧州統合を推進するかどうか興味深い点です。中国の動向は、フランス（高級品企業など）

とドイツ（自動車メーカーなど）をはじめとするユーロ圏の株式市場にとっても重要です。

### スイス



#### 通貨に注目

スイスの株式市場は、ヘルスケアと生活必需品が占める割合が高いことから、ディフェンシブな市場と見なされています。このディフェンシブさは、市場環境次第で逆風にも追い風にもなり得ます。

今年は企業利益の大幅な回復とシクリカルな市場が浮き彫りになり、スイスの株式は株式全体のベンチマーク（MSCIワールド）に後れを取りました。来年は「正常化」の年になるため、スイスの株式は株式ベンチマークに沿ったパフォーマンスになると予想しています。

スイス株式の重要な牽引役は通貨であり、輸出志向型のスイス株式市場にとって、スイス・フラン高は悪材料です。スイス国立銀行は来年もスイス・フランの上昇を抑える姿勢を維持するでしょう（46ページを参照）。

### 英国



#### ブレグジット後の課題への取り組み

2021年は英国が先進国で最も強い企業利益の回復を記録しました。コンセンサス予想によると、2022年の英国株式の推定1株当たり利益（EPS）はパンデミックからの完全な回復を示し、（パンデミック前の）2019年のEPSを4%上回るもようです。しかし、このポジティブなトレンドにもかかわらず、英国株式は2019年以降、世界の株式をアンダーパフォームしています。

この動きは、ブレグジットを受けたバリュエーションの大幅な引き下げ（PERの低下など）を助長し、市場は現在、歴史的に低いバリュエーション指標で取引されています。今後はロックダウンの影響を過度に受けた英国のコアセクターが、「再開」トレードの恩恵を受けるでしょう。

英国の株価指数は、MSCIワールドと比較してITセクターの占める割合が低い反面、金融株のウェイトが高く、利回りが上昇する環境では追い風として作用するはずですが、英国の株式は、企業利益の伸びとバリュエーション指標の上昇に支えられて、2022年は好調に推移すると予想しています。配当利回りも約4%と高く、トータルリターンを下支えするはずですが。



## 日本

### 楽観的な見通し

新型コロナウイルスのワクチン接種の導入の遅れとコロナ下での制限が継続されたために、日本株は今年前半は出遅れました。しかし、政局が変化し新政権と景気刺激策への道が開かれる中、今年後半に入るとワクチン

ン接種と株式市場のパフォーマンスの両方で他の先進国にキャッチアップしました。今後、日本経済は完全に再開して国内消費を牽引し、サプライチェーンの圧力緩和と強い外需により輸出が好転する一方で、収益の高い伸び、自社株買いの増加、金融と財政両面で

の景気刺激策が見込まれることから、2022年は日本株が魅力的なリターンを上げると予想しています。



## 新興国アジア

### 収益は目先 2 ケタの伸び率

アジアの株式は今年に入り、中国の経済成長の減速、テクノロジー株に対する規制の強化、中国の不動産開発大手である恒大集団の経営危機により深刻な圧力にさらされてきました。しかし、金融政策と財政政策の引き締めが緩和されるため、2022 年は中国の景気が安定し、6.1%の経済成長率が見込まれます。

同時に、テクノロジー株に対する規制の取り締まりは最悪期を脱したとみられ、市場の主なリスクが後退します。中国の回復と先進国の堅調な成長見通しは、地域の企業利益にとって朗報であり、2022 年は 2 ケタの成長が見込まれます。新型コロナの封じ込めにより、東南アジアも景気と企業利益が大幅に回復するはずです。

最後に、半導体不足は、テクノロジーのハードウェアセクターの成長モメンタムを支え続けるでしょう。結論として、基調となるファンダメンタルズの改善への期待を踏まえると、アジアの株式は 2022 年に魅力的なリターンをもたらすと考えます。



## 中南米

### 危機脱却の準備完了

2021 年は低迷したものの、2022 年に入ると中南米の株式は魅力的な絶対リターンをもたらす見通しですが、政治の混乱が深まる中で、ボラティリティは高まりそうです。中南米の株式は、世界経済の力強い成長に加え、金融や素材などのシクリカルなセクターが MSCI EM ラテンアメリカのウェイトの 45% 以上を占め、有利な銘柄構成の恩恵を受けると考えられます。

地域全体の中央銀行が金利を引き締め続ける中で、金融銘柄が金利と利回りの上昇の恩恵を真っ先に受ける一方、コモディティ価格の上昇もこの地域の成長見通しにとって朗報です。配当利回りが約 5% と高いことも、中南米の株式のトータルリターンを支えています。

ただし、ブラジルを含む中南米の 7 カ国で選挙が実施されることから、政治および規制の動向が引き続きこの地域の主なリスクになると考えています。



## 東欧・中東・アフリカ

### 金融、エネルギー銘柄が株式リターンを押し上げる

世界経済の再開を背景とした堅調な企業利益の回復に牽引されて、2021 年に好調に推移した東欧・中東・アフリカ (EEMEA) の株式は、ペースは緩やかながら、2022 年も引き続き魅力的なリターンをもたらすと予想しています。

EEMEA の企業利益の伸び率は、有利なベース効果が薄れるにつれ 2022 年は正常化する見通しです。ただし、EM ベンチマーク (MSCI エマージング・マーケット・インデックス) に従い、依然として 1 ケタ台後半の利益の伸びが見込まれます。最大のセクターである金融 (MSCI EEMEA のウェイトの約 40%) が金利と利回り上昇の恩恵を真っ先に受けると予想されます。

エネルギー価格の高騰は、地域経済、特に中東とロシアにとってもう 1 つの有利な要因であり、財政状況と財源の改善につながるでしょう。そのため、EEMEA の株式は来年も引き続き魅力があり、EM の株式に沿った絶対リターンをもたらすと予想しています。

# テーパリング：株式ブル相場は加速するか、ブレーキがかかるか？

テーパリングとは、中央銀行による資産購入の縮小を指します。中央銀行の経済刺激策が縮小し始めると、テーパリングが起こります。資産購入ペースは鈍くなりますが、中央銀行が経済に刺激を与え続けるため、バランスシートは縮小しません。市場がこのサポートに慣れてくると、間近に予定されるテーパリングの発表によって、「テーパータントラム」と呼ばれる市場の下落につながる場合があります。FRBは今年11月の公開市場委員会で資産購入の縮小を発表しました。米国の資産購入により、FRBのバランスシートの規模は2020年2月のGDP比19.2%からGDP比37.5%に拡大しました。一方、ユーロ圏では39.2%から69.2%に、日本では104.7%から132.8%に上昇しています。この過剰な流動性と低金利は当初、新型コロナウイルスの感染拡大からの打撃を受けた株式市場を沈静化するのに役立ち、その後、株式の力強い上昇に拍車をかけました。

## 2013年のテーパータントラム

2013年5月22日、FRBの当時のバーナンキ議長がFRBの資産購入プログラムの縮小を発表すると、債券利回りが急上昇し、株式は下落しました。当時の政策変更は資産購入ペースの鈍化に限定され、バランスシートの規模を削減したのは2015年になってからでした。2013年5月の発表から1ヵ月後、先進国市場の株式は7%、新興国市場は10%下落しています。

その後の12ヵ月間で世界の株式は13%のリターンを上げて回復し、米国とユーロ圏がプラスのパフォーマンスを牽引しました。金融引き締め別の例として、FRBは2018年に当時4.5兆米ドルに達していたバランスシートを縮小し始めました。その後20ヵ月連続でFRBはバランスシート上の資産規模を約7000億米ドル削減し、月平均の削減額は約350億米ドルにのびりました。ユーロ圏、日本、および新興国市場が主な後発組となり、世界の株式は(2018年1月末から)その後の12ヵ月間で4%下落しました。

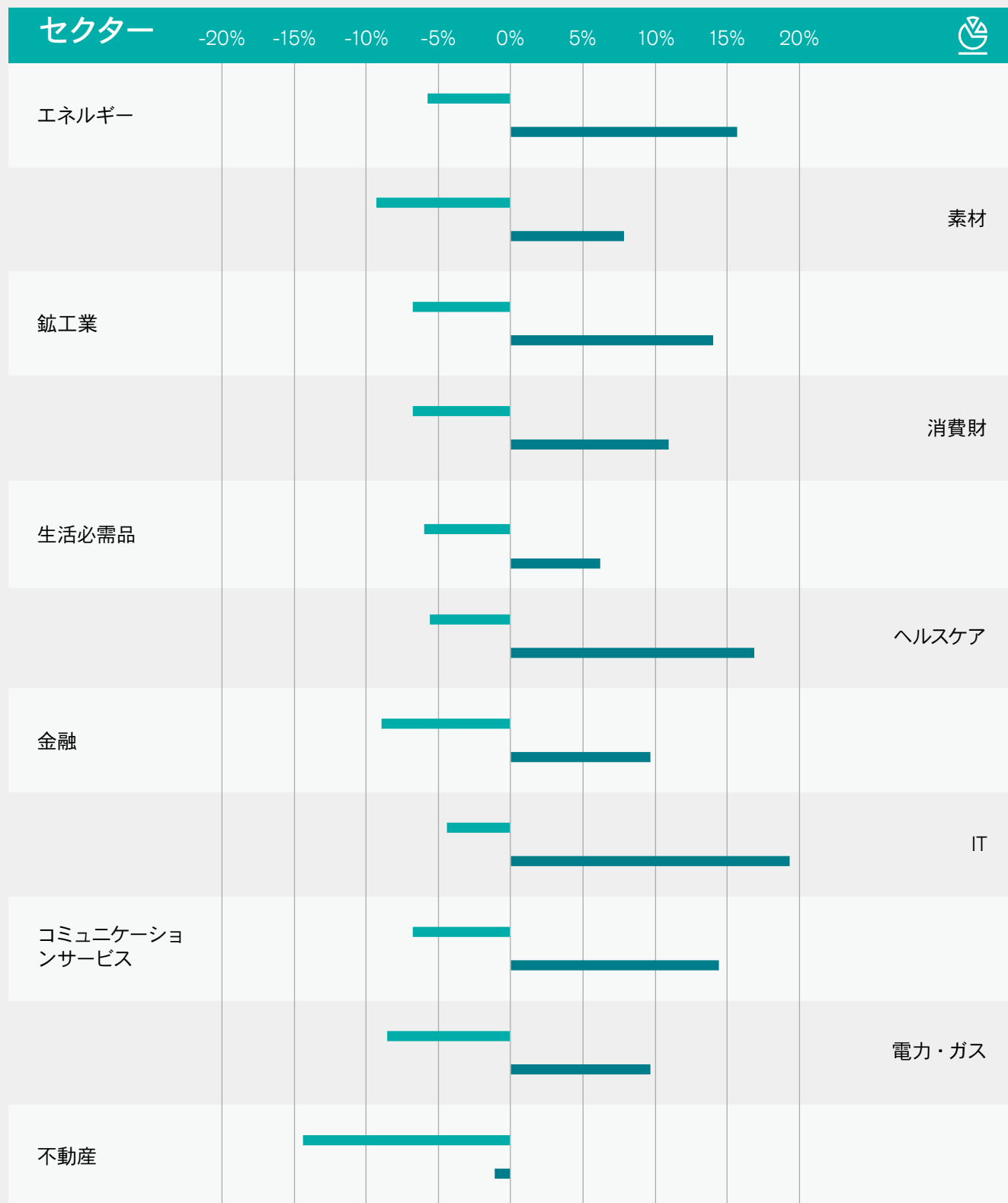
## 今回の相違点

今回はファンダメンタルズが幾分改善しており、テーパリングの衝撃を吸収できると思われます。実質利回りは2013年の-0.25%に対して、今回は-0.86%とさらに低くなっています。利回りの低下を受けて、バリュエーション指標は上昇しています。12ヵ月予想PERは2013年と比べてはるかに高いものの、企業利益の予想伸び率も高くなっています。労働環境も改善しており、米国の失業率は2013年の7.5%に対して、現在は4.6%です。さらに、FRBの過去4回の利上げサイクルで世界の株式市場は下落したものの、その後回復し年間のリターンは若干プラスになりました。テーパリングによる株式の調整は、投資家に買いの機会をもたらす可能性があると考えます。

“テーパリングによる株式の調整は投資家に買いの機会をもたらす可能性があります。”

# テーパリングは 2022 年に 株式投資家に何をもたらすか？

2013 年のテーパリング発表後のセクター別パフォーマンス



1 ヶ月  
12 ヶ月

FRB の発表日に従い、2013 年のテーパリングは 2013 年 5 月 22 日からとしている。

最終更新日 2021 年 9 月 27 日  
出所 Bloomberg, Refinitiv, Credit Suisse



# 金利の優位性に 支えられる米ドル

2022 年に有利になると予想される通貨は、金利の正常化に向けた中央銀行の段階的な動きの恩恵を受けることができる通貨です。この移行段階は、コモディティ通貨などよりシクリカルな通貨にとっても好材料になるかもしれません。

## 米ドルはスイス・フラン / 日本円に対し上昇する可能性

米ドルの行方は主として、他の経済と比較した FRB の政策正常化の道筋、および世界と地域レベルで進行中の景気回復に左右されるでしょう。利回りが低く、インフレが抑えられている通貨は、2022 年に逆風に直面するリスクがあります。この観点で見ると、来年は日本円とスイス・フランの両方が下落に弱い可能性があります。スイス・フランについては、スイス国立銀行 (SNB) が積極的な外国為替政策を維持し、必要なら外国為替市場に介入してスイス・フランを軟化させます。こうしてスイス・フランの上昇に歯止めをかけ、長引く国内の低インフレ環境にディスインフレ圧力をかける持続的な上昇をけん制するでしょう。

## 来年初頭はユーロ安

FRB は資産購入のテーパリング (縮小) で先行しており、ユーロは米ドルに対してかなり軟化して 2022 年を迎える可能性があります。しかし、欧州中央銀行 (ECB) が政策の正常化について慎重かつ我慢強い姿勢を打ち出している反面、インフレは来年に入るとさらに加速しそうです。この結果、外国為替市場が政策の正常化による早期の水準調整が進む可能性があります。特に対外収支と財政赤字の観点から見ると、経済のファンダメンタルズは米国と比べてユーロ圏内で堅調を維持しています。さらに、ドイツの新しい連立政権に支えられた欧州の財政統合の見通しが、中期的にユーロに弾みをつけることが考えられます。ユーロの安定化と回復が 2022 年後半まで続く可能性があります。しかし、その実現可能性は、ユーロ圏のインフレ急上昇がどの程度の期間続くか、現在の市場の期待に照らして ECB が政策の正常化を前倒しできるか次第です。

## カナダ・ドル、ノルウェー・クローナ、ニュージーランド・ドルへの支援材料拡大

2022 年は複数の中央銀行が政策の正常化を始めるため、1 年の間に外国為替のポジションを再配分することが重要かもしれません。たとえば、経済見通しの改善を受けて中央銀行の見通しが好転した時に、(上昇が予想される通貨) にエクスポージャーを増やします。当社予想に沿って 2022 年初頭もファンダメンタルズがベースを維持し、各国中央銀行のサポートが引き続き実施されている場合、G10 の中では高ベータ (すなわち、よりシクリカルな) 通貨、特にコモディティ関連通貨が好調に推移するでしょう。コモディティ関連通貨はこれまでのところ、コモディティ価格や関連する通商条件の好転 (輸入価格に対する輸出価格の比率) に後れを取ってきました。しかし、2022 年に入ると、シクリカルな活動と政策の正常化が一体となる可能性が高く、通貨は通商条件の改善と再び相関してカナダ・ドル、ノルウェー・クローナ、ニュージーランド・ドルを下支えする状況が見込まれます。対照的に、豪ドルは中国経済の減速を受けて、最もリスクが高い高ベータ通貨として際立ちます。要するに、バリュエーション、外国為替がインフレに与える影響、および財政状態によって、2022 年は通貨が上昇できる範囲が限られると考えています。

### トルコ・リラ、ブラジル・レアルは低迷、ロシア・ルーブルは好調

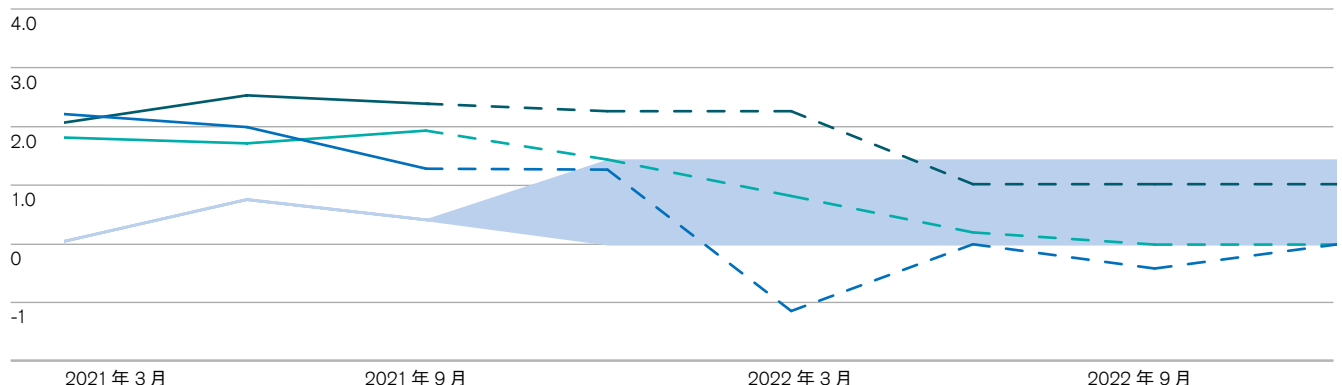
2022 年の新興国 (EM) FX の見通しは、2021 年ほど明るくありません。ワクチン接種のおかげで今後ロックダウンが実施される可能性は低く、コロナに伴う EM の経済成長の減速懸念は後退しています。ただし、中国の成長見通しが来年の主なリスクであることに変わりはありません。

今年は EM の中央銀行がインフレ上昇に積極的に対応し、総じて金融政策が EM の外国為替のクッションになっています。ただし、利上げサイクルは 2022 年も進まず、(メキシコなど) 他国に先駆けて金融引き締めを実施した国では終了すると予想しています。EM FX のキャリーは上昇しましたが、2010 年以降の過去の平均付近で推移しています。さらに、EM 全体のインフレ上昇に伴い、EM の実質金利がプラスの領域に到達しないおそれがあります。中南米と東欧・中東・アフリカ (EEMEA) には、インフレ圧力が残ります。米国の政策金利の正常化が近づくにつれ、来年はハト派の FRB からの支援材料も薄れる可能性があります。このように、相対的なキャリーの優位性が広がる可能性は低そうです。FRB のスタンスが変化しているだけに、通貨間の差別化が引き続き重要です。EM 諸国は 2013 年の「テーパータントラム」当時よりも総じて恵まれた環境にあるものの、不安定な部分が残っています。ほとんどの EM 諸国は、コロナ危機に対応するため財政政策を緩和しました。この結果、EM 全体で財政赤字の総額が拡大し、政府債務が増加しました。その点では、ブラジルとトルコの弱さが際立ちます。その反面、ファンダメンタルズが健全でキャリーが高い通貨は引き続き健闘するでしょう。EM 内では特にロシア・ルーブルが好調と見ています。

### 安定または軟化する人民元

アジア通貨が米ドルに対して概ね安定を続けるか上昇するためには、米ドルが横ばいに推移するか下落する必要があります。それとは別に、中国の成長見通しがアジア地域において重要な問題ですが、窮地に陥っている不動産セクターの問題を政府が解決できるかどうか、および規制の枠組みをめぐる不確実性がいつまで続くかがそのカギを握っています。規制環境は 2022 年に安定し始め、後半にはポートフォリオのフローの改善につながる可能性があります。全体として見ると、上記の不確実性が中国の経済成長を圧迫する可能性があることから、中国人民銀行 (PBoC) が先手を打ち、2022 年前半を通じて人民元を安定させる、もしくは軟化させることが考えられます。

### 2022 年は中央銀行の正常化への道のりが通貨に影響を及ぼす 年率換算の GDP に占める金融資産購入の割合



ECB  
FRB

BoE  
SNB \*

\* SNB の前提: 0 から 2015 年 2 月 - 2016 年 5 月までの期間の推定購入の平均までの間の外貨購入

最終更新日 2021 年第 3 四半期  
出所 Credit Suisse, Refinitiv Datastream

# 不動産の構造的 トレンドに乗じる

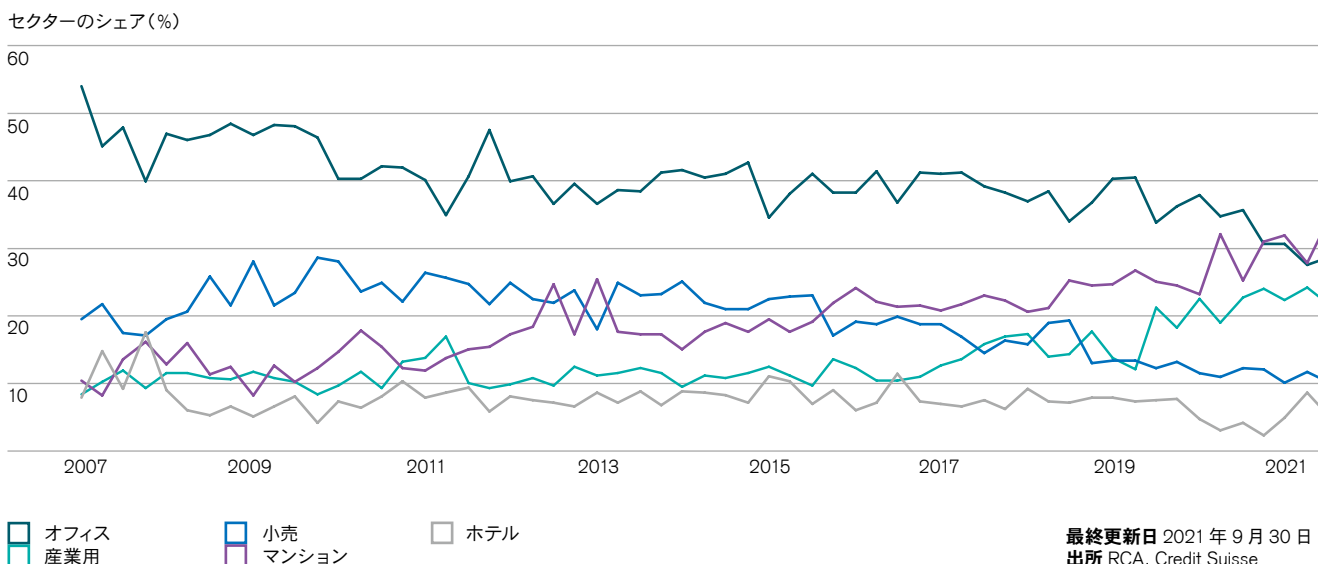
歴史的な低金利と継続的な景気回復は、2022 年の不動産投資を後押しするでしょう。とはいえ、パンデミックによる構造変化は続いており、物流不動産など長期的な成長要因に支えられるセクターを引き続き選好していきます。

金利が緩やかに上昇し世界経済の回復が続くと予想される中、不動産投資にとっての環境は引き続き良好です。しかし、パンデミックは既存の構造的トレンドを加速させており、消費者行動やテナントのニーズの変化を反映するため、不動産市場は 2022 年にさらに調整する必要があると考えています。e コマース、デジタル化、在宅勤務 (WFH) の拡大が加速し、オフィスや小売スペースの見通しに影を落とす一方で、物流、データセンター、通信塔などのセクターには引き続き恩恵をもたらすと期待されます。上場不動産会社は、進行中の市場

の変化に対して好位置につけています。すなわち、半数以上は前述の要因にさらされていますが、経済の基礎を支える力強い成長（物流など）、または日常の基本を成すためのニーズに対応し景気サイクルへの依存度が低いセクターの恩恵を受けています（住宅やセルフストレージなど）。全体として、2022 年の上場不動産市場は 1 ケタ台半ばのプラスのリターンをもたらすと予想しています。

## 人気が高まっているマンションと産業用資産

世界の商業用不動産取引、総量に占めるセクターのシェア



### 上場不動産：

#### 米国と英国は明るい見通し

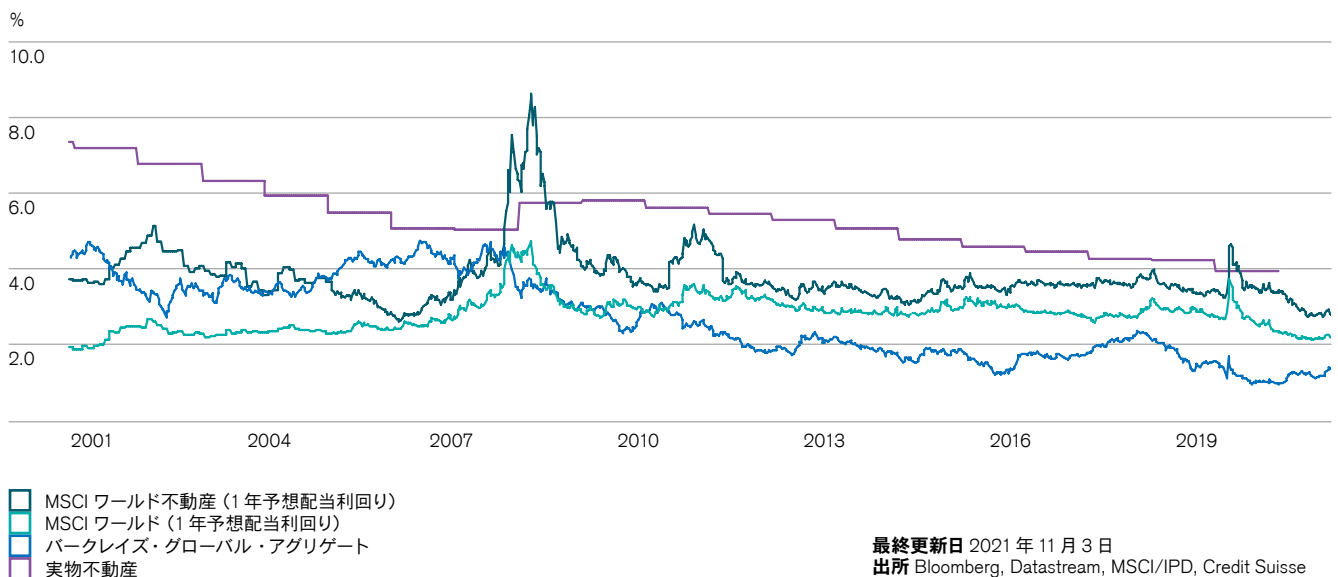
上場不動産においては、強力な構造的成長に支えられたセクターの占める割合が高い米国市場の見通しが良好です。同様に、英国の上場不動産は、不動産ベンチマークに占める割合が最も高い物流セグメントの割合が高く、恩恵を受けるでしょう。英国の不動産会社は、EU 離脱に伴う不確実性が解消されるにつれ、適度な供給と投資家心理の改善に支えられたロンドンのオフィス市場の力強い回復も支援材料になると予想されます。ドイツの住宅市場（ユーロ圏の上場不動産の約 70%）は構造的に供給不足のままですが、規制が強化される可能性があります。スイスの不動産ファンドのバリュエーションは高いものの、低金利環境の継続とスイスの賃貸マンション市場におけるモメンタムの改善は追い風です。

### 現物不動産：物流が依然として人気

投資家がアフターコロナの世界に向けて優先物件を見直した結果、マンションがオフィスを追い抜き、投資件数の面で産業用不動産が史上最高水準を更新しました。今後は e コマースの人気上昇を受けて、小売セクターの不動産価値がさらに低下すると予想しています。予想される景気回復は一般的にオフィス部門にとって好材料ですが、在宅勤務の論議が続くと、オフィススペースの需要が低下する可能性があります。ただし、需要の減退は低品質の資産にほぼ集中するとみられるため、高品質で好立地の投資を選好していきます。また、テナントにとって重要性が高まり、新たな不動産投資で簡単に達成できる環境・社会・ガバナンス (ESG) の要件にも注目しています。e コマースが引き続き倉庫と流通センターの需要を牽引する中で、物流資産の見通しは明るく、供給と在庫水準が低い地域を中心に住宅資産の見通しも良好です。

### 不動産は比較的高い利回りをもたらし続ける

さまざまな資産クラスにおける利回り (%)



最終更新日 2021 年 11 月 3 日

出所 Bloomberg, Datastream, MSCI/IPD, Credit Suisse

# イールド代替戦略としてのヘッジファンド

シクリカル戦略の追い風が弱まるにつれて、市場ベータの低いヘッジファンド戦略とイールド・オルタナティブ投資を選好します。来年は長期平均に近い緩やかなリターンが見込まれます。デューデリジェンスとマネージャーの選択が重要です。

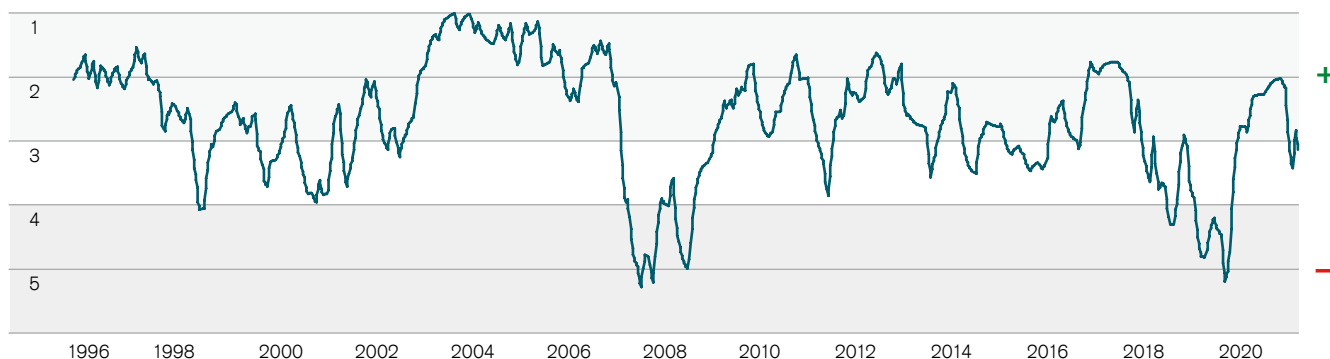
## 低い市場ベータ戦略に強気

明るい経済環境、過去に例のない水準の流動性、地域による価格差がヘッジファンド(HF)のパフォーマンス(2021年第3四半期までの12ヵ月実績)を支え、シクリカル戦略が最も恩恵を受けました。1ケタ台後半のパフォーマンスは、世界同時金融危機以降で最高の部類に入りました。システムリスクは中程度のままですが、クレディ・スイスの取引条件バロメーターは、シクリカル戦略への追い風が弱まったことを示しています。

このため、ヘッジファンドのリターンが1ケタ台前半から半ばに戻ると予想しています。また、オポチュニスティックなロング/ショート株式、分散型マクロ、企業裁定取引など、株式と債券のベータへの感応度が低い戦略も選好します。こうした戦略を取るマネージャーは、長期利回りの潜在的な上昇と予想されるFRBのテーパリングから生じる、ボラティリティの上昇とクロスアセット市場の動きの恩恵を受けるでしょう。

## 取引条件バロメーターがニュートラルに

購買担当者指数、流動性の条件、ボラティリティ、およびシステムリスクに基づくスコアカード



□ クレディ・スイス取引条件バロメーター\*

\* クレディ・スイス・ヘッジファンド・バロメーターから名称変更

- + ヘッジファンドは一般的に安全資産をアウトパフォーム
- + シクリカル戦略を下支えする条件
- ヘッジファンドは一般的にリスク資産をアウトパフォーム
- ディフェンシブ戦略を下支えする条件

最終更新日 2021年11月5日  
出所 Bloomberg, Datastream, Credit Suisse/IDC



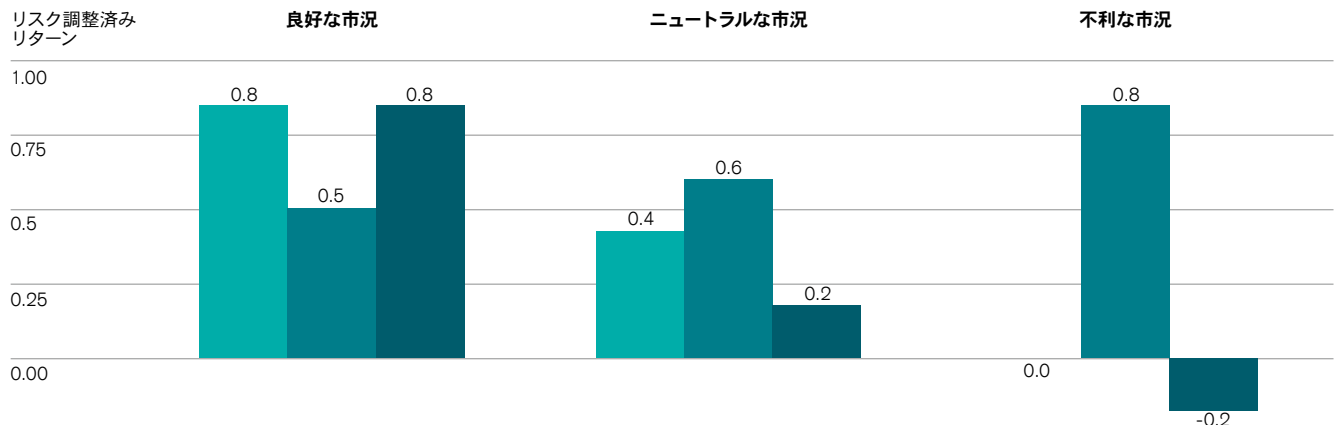
### 利回りの代替

2022 年に入ると、民間インフラ投資、不動産、消費者ローンなどの代替資産からインカムを生み出すことを目指す戦略に適した市場環境も整うでしょう。ほとんどの先進国では、二酸化炭素排出量の削減に特に重点を置いた財政支出が増加し、関連するインフラ資産の安定した市況につながるとクレディ・スイスは考えています。さらに、平均以上の貯蓄率、雇用水準と賃金の改善に支えられた強力な家計のバランスシートが、民間不動産と消費者ローンセクターの安定につながると予想します。このように、特に上場市場で提供される利回りが依然として歴史的に低い水準であることを考慮すると、プライベートのオルタナティブ資産戦略は、インカム創出の機会をもたらします。しかし、投資家は、プライベート市場における発行体とセクターの集中リスクに注意する必要があります。このリスクは、十分に分散されたファンドソリューションに投資することで軽減できます。

### デューデリジェンスとマネージャーの選択が重要

クレディ・スイスの取引条件バロメーターがニュートラルを示す局面では、ヘッジファンドは歴史的にリスク調整ベースで株式をアウトパフォームする傾向がありました。アクティブマネージャーは通常、ニュートラルな環境に関して発生する突然のボラティリティによるミスプライシングの機会を利用することで恩恵を受けました。ヘッジファンドはボラティリティも1ケタ台半ば近くに制限し、マルチアセットの中でポートフォリオ全体のボラティリティを低減するのに役立っています。目先、投資環境は2021年よりも厳しくなります。最高のパフォーマンスを発揮するマネージャーと最低のパフォーマンスのマネージャーとの間で、業績の差が開くことが予想されます。そこでクレディ・スイスでは、徹底的なデューデリジェンスとファンド選択プロセスを実施しながら、経験豊富なマネージャーと投資すること重要性を今後も訴えていきます。

株式や債券と比べたヘッジファンドのリスク調整後リターン\*  
比率 (リターン / ボラティリティ)



クレディ・スイス・ヘッジファンドインデックスが代表するヘッジファンド。MSCI AC ワールドインデックスによる世界の株式。ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル・アグリゲート・インデックスによる世界の債券 (ヘッジなし)

■ ヘッジファンド  
■ 世界の債券  
■ 世界の株式

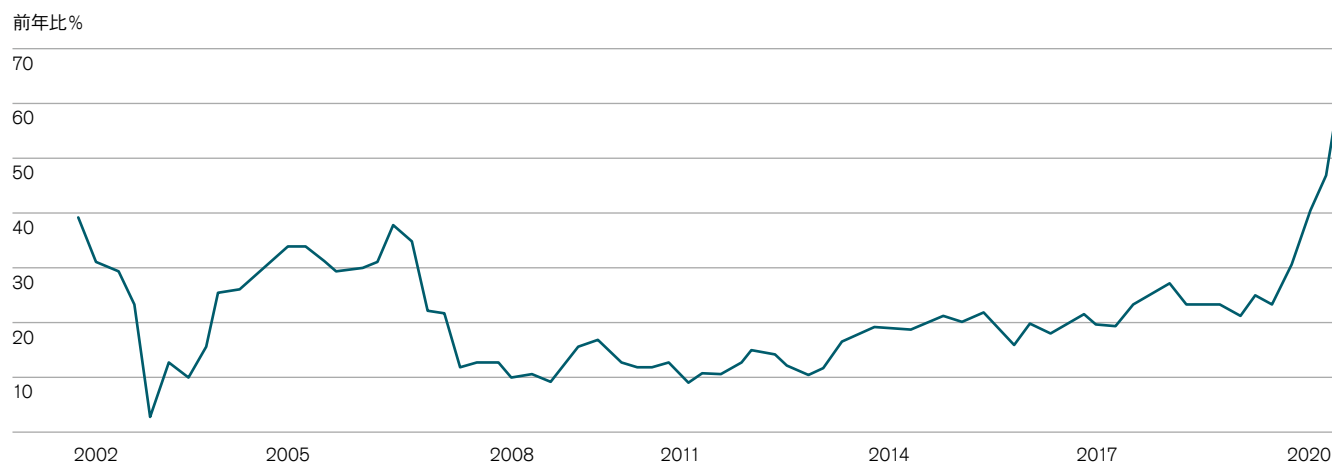
\* 1997 年から 2021 年までの次の 600 万のリターンの中央値をボラティリティで割ったもの。取引条件バロメーターによって定義されたマーケットレジーム

最終更新日 2021 年 10 月 31 日  
出所 Credit Suisse, Bloomberg

# 金融、ヘルスケア、教育 におけるベンチャー キャピタルの機会

経済情勢は引き続きプライベート市場を支えています。2022 年に入ると投資条件はより厳しくなります。プライベート市場のリターンは長期平均を下回る見通しですが、長期的な成長と市場の変調に支えられる機会が依然として存在します。健全なデューデリジェンスとポートフォリオによるアプローチが、成功にとって重要な要因です。

上位ファンドは、他のファンドを大幅にアウトパフォーム  
上位 25% と下位 25% のファンドのパフォーマンスの違い



### 環境はより厳しく

明るい経済情勢と金利の比較的緩やかな上昇が、この資産クラスを引き続き下支えています。しかし、バリュエーションの上昇と史上最多の待機資金が投資環境を厳しくし、それが長引くおそれがあります。さらに、パンデミックは業界の統合に待ったをかけ、大規模なファンドがさらに大きくなる一方で、小規模で実績の乏しいマネージャーにとって投資環境は厳しさを増しています。したがって、上位 25%と下位 25%のファンドの間で大きな乖離が続くと予想しています。こうした環境下、プライベート市場のリターンは高いとはいえ長期平均を下回る見通しです。クレディ・スイスの予測は平均的なファンドのパフォーマンスを反映していますが、パフォーマンス上位と下位のファンドの間には歴史的に年率 20%程度の大きな差があり、ファンドの選択とデューデリジェンスの重要性を浮き彫りにしています。

### レバレッジが制限された戦略の機会

インフレ圧力と長期ベンチマーク利回りの上昇がリスクとなる環境では、ベンチャーキャピタル (VC) やグロースキャピタルなど、成長率が高い反面、レバレッジが限られている戦略に焦点を当てます。パンデミックはテクノロジー採用への移行を加速し、それによって、金融、ヘルスケア、教育など様々な分野で過去に例のないおびただしい機会が生まれました。

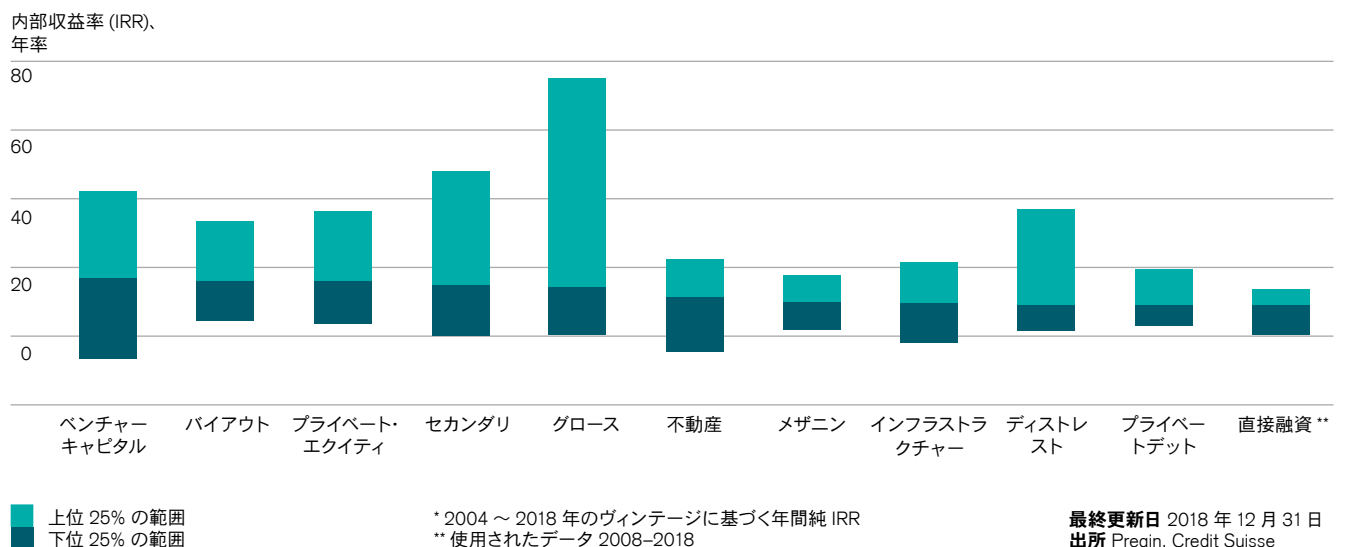
速いペースのイノベーションと迅速な意思決定を誇り、資金がすぐに利用できる VC ファンドは、このような長期的なトレンドに乗じる絶好の位置につけています。また、社会の高齢化や発展途上国でもいずれば価格が手ごろになるといった長期的な成長要因に支えられて、ライフサイエンスセクターの重要性が高まっていることにも注目しています。最後に、セカンダリーマネージャーは 2022 年に突発的にボラティリティが高まった際に、市場の変調に乗じることが可能です。

### ポートフォリオアプローチが重要

プライベート市場のタイミングを計ることはできませんが、サイクルを通じて経験豊富なマネージャーと継続的に資金配分することが、強靱なポートフォリオを体系的に構築する基礎を形成します。景気の拡大を捉えるために、コアポートフォリオのリターン (バイアウト、コア実物資産、シニアデット) はより高い成長戦略 (ベンチャーキャピタルとグロースキャピタル) を追加することで強化できる一方、市場の変調戦略 (セカンダリーとディストレスト) は、(広範囲または局地的な) 金融市場の混乱の結果、こうしたファンドに対する一連の機会が生じるのに伴い、ダウンサイドを抑えるのに役立つと考えます。全体として見ると、上場株式を上回る安定した超過リターンを達成するためにキャッシュフローを安定させるには、十分に分散されたプライベート・エクイティのエクスポージャーが求められます。個々のクライアントの目標と要件に対応したうえで、分散投資、マネージャーの選択、デューデリジェンスの重要性を投資プロセスの最前線に据えるべきです。

## プライベート市場は非常に異なるリターン・プロファイルを提供し、十分に分散されたエクスポージャーの優れた基盤を提供

プライベート市場のリターンの分散\*、リターンの中央値でランク付け



# コモディティのシクリカル項目を選好

2022 年に向けて、世界の鉱工業生産の長期平均以上の拡大と在庫補充のニーズが続くとの期待から、コモディティの需要環境は良好な状態が続くと予想します。とはいえ、一部で減速が見込まれます。

経済再開に伴う需要が供給を圧倒し、在庫が目減りしたことから、コモディティの現物市場への圧力が続き、コモディティのパフォーマンスは 2021 年を通じて非常に好調でした。2022 年に向けて、世界の鉱工業生産の長期平均を上回る拡大と在庫補充のニーズが続くとの期待から、コモディティのシクリカル環境は良好な状態が続くそうです。とはいえ、一部では減速が見込まれ、商品ではなくサービスが経済活動を促進するようになると、成長速度は鈍化しそうです。様々なセグメントで供給も追いついてきており、現物市場への圧力はある程度弱まっています。この環境では、リターンの見通しは引き続き明るいですが、現物の貢献は小さいかもしれません。

## ディフェンシブに対しシクリカルを選好

底堅い成長に加え、中央銀行が景気浮揚型の政策を徐々に解除するとの見通しを受けて、ディフェンシブなコモディティよりもシクリカルなものが選好されるでしょう。実質利回りが上昇した場合に金は脆弱性が高まるおそれがあり、理想的には最終的な価格の反発を目指して下振れ防止策を講じるというクレディ・スイスの提案が裏付けられた形です。シクリカルなものの中では、途中で戦術的な変動や余剰期間が見られる場合でも、脱炭素化の取り組みが卑金属の中期の需要見通しを引き上げると考えます。需要が追いつく余地はまだあるものの、OPEC 以外からの生産量が増えるにつれて供給競争が激化する可能性があり、石油価格は下支えが続くと予想しています。したがって、スポット価格は 2022 年が進むにつれていくらか低下する可能性があり、パフォーマンスは主にロールイールドに左右されます。少なくとも今冬を終えるまでは、ガスと電力が不安定さの原因であり続ける可能性があります。炭素市場では、最近の大幅な上昇を受けて価格が下落する余地があると見ていますが、政策当局が気候変動について高い目標を掲げるだけでなく実施を進めた場合、長期的な方向性は上向きにとどまるでしょう。

## それでも優れたインフレヘッジ

ポートフォリオにおいて投資家が戦略的に配分するコモディティのエクスポージャーは、分散投資と予想外のインフレに対する効果的なヘッジになります。ただし、現在のバックワーデーションされた曲線はもはやスティープ化せず、ある程度正常化する可能性があるため、よりアクティブな曲線形状に対応する姿勢が求められます。セクターおよび個々の市場レベルでは、レラティブバリューを検討することが再び重要になる可能性があり、利回りの向上および / またはボラティリティの売りの機会を模索します。

## リスクシナリオ

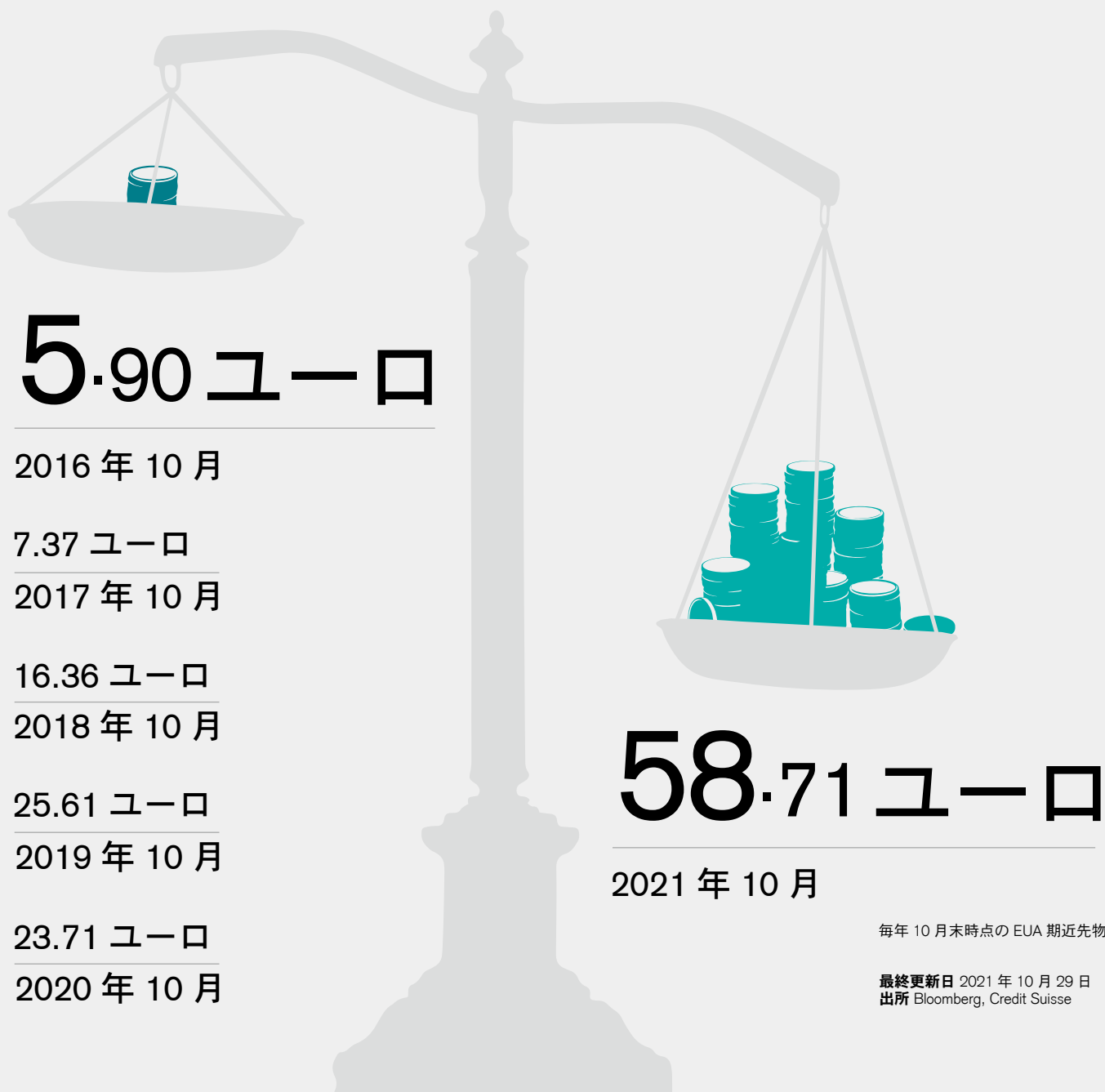
リスクと不確実性は常に沢山ありますが、現時点では、ガスの逼迫によって関係するセグメントに波及し拡大した電力市場のテールリスクに留意します。現在の供給は地域を問わず異例なほど余剰が少なく、寒波が襲った場合には冬期の供給が不十分になる恐れがあり、大幅なリスク・プレミアムを織り込むよう市場に促しています。不確実性は現時点で極めて高くなっています。最終的には状況は自然に解決すると思われますが、春まで解決しない恐れがあります。いずれにせよ、エネルギー転換は大きな課題（そして機会）であり、少なくとも最初の段階ではボラティリティの増加をもたらす可能性があります。原材料需要の主な牽引役である中国の不動産市場の落ち込みは、中長期的な懸念をもたらします。とはいえ、このリスクは、脱炭素化の取り組みに関連するインフラ投資と需要の伸びによって相殺される可能性があります。

# 炭素価格と気候

炭素市場は CO2 排出量の価格を設定し、気候変動と戦うための重要なツールと見なされています。欧州連合の排出権取引システム（ETS）は世界最大で最も流動性の高いキャップ・アンド・トレード制度である一方、さまざまな地域の取り組みが世界的に拡大しています。政策当局は、自由に取引可能であり、時間の経過とともに削減される排出枠を参加企業に配布し、オークションにかけます。価格は、政策（供給側）と産業活動、および相対的なエネルギー価格（需要側）によって決定されます。

1 トンの炭素を削減するための限界削減費用によって均衡が設定されます。価格の上昇は、生産者と消費者両方の効率向上を促します。投資家はまた、流動性を提供し、市場参加者間の効果的なリスク移転を強化し、研究努力に資金を提供することによって重要な役割を果たします。カーボンオフセットは投資の「E」の側面に対処するために使用できるため、カーボンエクスポージャーは環境・社会・ガバナンス（ESG）の観点からもますます重要になっています。

## 二酸化炭素 100 万トンのコスト



毎年 10 月末時点の EUA 期近先物価格

最終更新日 2021 年 10 月 29 日  
出所 Bloomberg, Credit Suisse



# アフターコロナ時代の スーパートレンド

テーマ別ファンドは急速に拡大している隙間市場（ニッチ）であり、ここ数十年でターゲットを絞ったセクターおよびサブセクターへの投資から発展してきました。テーマ別投資への関心の高まりは、おそらく私たちが今日生きている破壊的な時代の本質に根付いています。急速な技術の進歩、人口動態、および気候変動問題により、古いビジネスモデルが揺らぎ新しいビジネスモデルが誕生しています。地域やセクターに沿った従来の分散投資では、この変化を完全には捉えられないおそれがあります。テーマを分散することにより、投資家は変化をもたらしている長期的なトレンドをよりよく捉えることができます。

私たちの長期的な投資テーマであるスーパートレンドは、ビジネスと投資の機会につながると私たちが確信している6つの主要な社会的動向をカバーしています。最初の立ち上げから4年経ち、クレディ・スイスはスーパートレンドのサブテーマの一部を国連の17の持続可能な開発目標（SDGs）と組み合わせました。SDGsが将来の経済活動と開発、政府間協力と国際関係の指針になりうるという点で、パンデミックはSDGsの重要性を高めたと思います。

サステナビリティに関係するインフラ投資を通じて気候変動と戦う世界的な取り組みが近年加速しており、投資機会をSDGsと組み合わせる方法の好例として役立ちます。何がSDGに沿った投資を構成するかについて一般的に受け入れられている定義がないため、このマッピングは正式な指針ではなく羅針盤と位置づけることが重要です。

### 排出削減による成長拡大

世界中の政治指導者は、サステナビリティ重視を強め、野心的な温室効果ガス（GHG）排出目標を達成するための対策を講じており、「ネットゼロ」が新しい魔法の数字になっています。クレディ・スイス気候変動とインフラストラクチャのスーパートレンドは、この政治的勢いと今後数十年にわたる投資計画から恩恵を受ける好位置にあると考えられます。気候変動のスーパートレンドは、経済活動の脱炭素化に焦点を当てています。これは、陸上および水面下の生物に影響を与え、健康なコミュニティに寄与する動きです。発電、輸送、エネルギー転換を超えて、食品革命は私たちを健康にするだけでなく、世界の二酸化炭素排出を大幅に削減すると思います。一方、インフラのスーパートレンドのコアテーマはエネルギーと水（インフラ）ですが、安全で効率的な輸送を通じて人や物の移動を促進するために必要なインフラも含まれます。これら両方のトレンドのサブテーマは、産業、イノベーションとインフラストラクチャー、働きがいがある人間らしい仕事と経済成長、責任ある消費と生産など、国連 SDGs の一部に反映されています。

### （より良い）社会的バランスを見出す

不安な社会のスーパートレンドは、住宅、教育、医療、個人の安全などの人間の本質的なニーズを手に入れやすくすることと、変化する労働市場の中での妥当な雇用の問題に重点を置いて、より良い機会平等に取り組んでいます。パンデミックに際し、人々の不満は国内の「問題点」に集中しました。経済的困難と変化による雇用保障、教育費の上昇、医療費の増加、そして個人と公共の安全は、世界中の多くの個人にとって最大の関心事であり優先事項です。これらの課題に取り組み、基本的なサービスのコストを削減するソリューションを提供する企業に対し興味深い投資機会が見られます。言い換えれば、環境・社会・ガバナンス（ESG）の「社会的」側面で確固たる得点を上げている雇用主にも注目が集まっています。これらのトピックは、働きがいがある人間らしい仕事と経済成長、不平等の削減、持続可能な都市とコミュニティなど、いくつかの国連 SDGs に関連しています。

### より健康で長生きする

シルバー経済とミレニアル世代のスーパートレンドでカバーされている高齢者と若い世代の両方が、今後の変化を促し続けると予想しています。世界人口の高齢化は、特に新興市場に影響を与えるようになるにつれ、必然的に、老齢に関連する健康状態および関連する医療費と補償範囲に対する医療ソリューションの必要性を高めます。若者の人口動態からすると、ミレニアル世代はより健康的な消費の先駆けです。ミレニアル世代は、ショッピングと広告の慣行を揺るがした後、次は金融セクターを混乱させると想定されます。デジタル・ネイティブのサブテーマにおける今年の焦点です。若い世代の影響のおかげで、持続可能性と責任ある消費が今後も広がるでしょう。これらのサブテーマは、健康と福祉、ジェンダー平等、働きがいがある人間らしい仕事と経済成長など、いくつかの国連 SDGs に連動できます。

### タッチレス

テクノロジーは、国連 SDGs に向けた多くの進歩の柱です。実際、当社スーパートレンド「テクノロジー」のサブテーマは、平和、正義、強力な制度、持続可能な都市やコミュニティに至るまで、多くの SDGs に反映されています。パンデミック中に人間のコミュニケーション、生活、仕事における物理的なやりとりが大幅に姿を消し、次のフロンティアは「タッチレス経済」になると思います。タッチレスのユーザーインターフェイスと相互接続されたマルチデバイスおよびアプリケーションにより、音声アシスタントを介したやりとりがますます可能になり、音声または画像認識に基づく生体認証機能により、職場や自宅にいるユーザーにパーソナライズされたサービスが提供されることが期待されます。

詳細はこちら



続きを読む

[credit-suisse.com/supertrends](https://credit-suisse.com/supertrends)









# 2022 年の 投資戦略

詳細はこちら



# 2022 年の 投資戦略

中央銀行と中央銀行による経済状況の評価が、2022 年の投資戦略において要になりそうです。新型コロナウイルスの感染がパンデミックからエンデミックに移行するにつれて、インフレの脅威が危機の初期に広がっていたデフレ懸念に取って代わりました。サプライチェーンの混乱は 1 つの要因であり、今後数四半期は引き続き問題が発生し、消費者物価に上昇圧力がかかる可能性があります。もっとも、各国中央銀行は現在のインフレの急上昇は一時的なものであると見ており、時間をかけて金融政策を段階的に正常化する可能性があります。

米連邦準備制度理事会（FRB）は 2022 年後半に利上げを開始し、2023 年にはさらに 4 回利上げすると予想しています。インフレに対する FRB のより対称的なアプローチと一時的にインフレ目標を上回ることを容認する姿勢が、正常化への秩序だった道筋を後押しし、公的債務負担の増加からの圧力を軽減し、最終的には景気回復に寄与するとみられます。





## “ 中央銀行および中央銀行による経済状況の評価が、改めて注目されるでしょう。

### インフレ要因

2022年の世界のインフレ率は3.7%と予測していますが、国によって大きな差があります。購買力が急速に低下する可能性があるため、ポートフォリオ内で通常よりも高いキャッシュ配分を避けるべきであることをこのシナリオは示唆しています。同じことは、固定金利が支払われインフレを調整せずに満期時に投資額が額面価格で償還される、債券などの名目資産にも概ね当てはまります。見通しは、インフレ率の上昇にポジティブに対応する金融資産（実物資産など）の方が明るいです。株式を例にとると、株式の価格は将来の収益予想を反映しています。インフレ率の上昇は、企業が自社の製品／サービスの価格を引き上げ、利益率を高めることができるという事実由来します。2022年の世界の名目国内総生産（GDP）成長予測（実質GDPとインフレの推定値）は8%であり、売上高と収益は十分に拡大する可能性があり、インフレ圧力を相殺する一助となるでしょう。とはいえ、特に実質利回りが上昇し再びプラスの領域に入った場合、国債利回りの上昇が最終的に株式のバリュエーションの悪材料になる可能性があります。ただし、当社は2022年に景気がそのような状況に陥るとは想定していません。スーパートレンドのテーマ別枠組みで特定されたものを含む強力な構造的成長要因に沿った株式セクターとセグメントは、インフレの影響を相殺するのに役立つでしょう。

### コアの債券のリターンは限定的

今回の金融政策の正常化は、中央銀行が債券資産の購入を徐々に削減することから始まります。景気回復の拡大とともに、これが金利上昇への道を開くでしょう。利回りの上昇は債券価格に悪影響を及ぼし、現在の債券からのインカムの高さとタイトな信用スプレッドは、それを補うには不十分です。したがって、国債と社債に対する当社のリターン予想は限られます。そうとはいえ、リスク軽減（ショックを吸収する債券の特性）の目的でマルチアセットポートフォリオ内でコア債券に資金配分すべきと考えていますが、実際のリターンへの寄与は非常に小さくなる可能性があります。

### 分散投資を維持

ポートフォリオのリスク管理に取り組む場合、重要なのは、リターンプロファイルが異なる要因に依存する資産を見出すことです。こうした分散投資効果は、型破りなパターンの投資戦略によってさらに強化できます。たとえば、機会集合を拡大するために株式の買いと売りの両方ができるヘッジファンド戦略があります。債券からの投資インカムの高さを補う投資戦略を見つけることは至難の業です。健全なバランスシートと強力なキャッシュフローを備えた企業に重点を置いた配当重視の株式戦略、またはリターンを高める株式オプション戦略は、スプレッドの拡大が機会を提供する場合のノンコア債と同様に、興味深いオルタナティブ投資になりえます。景気回復の継続が下支えする不動産も一考に値します。プライベートエクイティも、現在の市場の混乱と景気回復が継続する中でポートフォリオのリターンプロファイルを高める機会を提供します。ただし、プライベートエクイティは、従来の投資を上回る非流動性を許容できる投資家だけにのみ適しています。

# 予想

クレディ・スイスは、2022 年の世界の経済成長率を実質 4.3%と予想しています。今年の予想である 5.8%より低いものの、パンデミック前の成長率を上回ります。株式は 2021 年の 2 ケタのリターンと比較して、2022 年は 1 ケタ台後半のリターンが見込まれます。2022 年の経済成長の勢いと政策の正常化を背景に、国債利回りは上昇する可能性があります。

## 成長率とインフレ率の予想

実質 GDP( 前年比 % )

	2020	2021 推*	2022 推*
<b>世界</b>	<b>-3.4</b>	<b>5.8</b>	<b>4.3</b>
米国	-3.4	5.5	3.8
カナダ	-5.3	4.7	4.8
<b>ユーロ圏</b>	<b>-6.5</b>	<b>5.3</b>	<b>4.2</b>
ドイツ	-4.9	2.7	3.7
イタリア	-8.9	6.5	4.5
フランス	-8.0	6.5	4.6
スペイン	-10.8	6.9	5.8
英国	-9.7	7.0	5.0
スイス	-2.4	3.5	2.5
<b>日本</b>	<b>-4.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>
オーストラリア	-2.4	3.4	4.1
<b>中国</b>	<b>2.3</b>	<b>8.1</b>	<b>6.1</b>
インド(会計年度)	-7.0	8.7	7.7
ブラジル	-4.1	4.8	-0.5
ロシア	-3.0	4.5	2.4

インフレ率( 年間平均、前年比 % )

	2020	2021 推*	2022 推*
<b>世界</b>	<b>1.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>
米国	1.2	4.7	4.5
カナダ	0.7	3.2	3.4
<b>ユーロ圏</b>	<b>0.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.8</b>
ドイツ	0.4	3.2	2.9
イタリア	-0.1	2.1	2.7
フランス	0.5	2.2	2.7
スペイン	-0.3	2.1	2.7
英国	0.9	2.3	3.7
スイス	-0.7	0.5	0.5
<b>日本</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.5</b>
オーストラリア	0.9	2.6	2.6
<b>中国</b>	<b>2.5</b>	<b>0.9</b>	<b>2.2</b>
インド(会計年度)	6.6	5.3	5.2
ブラジル	3.2	8.2	8.1
ロシア	3.4	6.6	5.6

\* E: 推定

最終更新日 2021 年 11 月 15 日

出所 Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

注: 過去および / または予想されるパフォーマンス指標と金融市場のシナリオは現在または将来のパフォーマンスについての信頼できる指標ではありません。

## 金融市場のパフォーマンス / 予想

株式*	2021 年 11 月 15 日 時点での 2021 年の年 初来パフォーマンス	2022 年の予想 トータルリターン	債券	2021 年初来 2021 年 11 月 15 日 のパフォーマンス	2022 年の予想 トータルリターン
米国株	25.5%	6.7%	世界の投資適格債**	-1.11%	0.70%
EMU 株	24.9%	7.2%	世界のハイイールド債**	3.44%	1.10%
スイス株	21.1%	6.3%	新興国のハードカレンシー債***	-1.40%	1.20%
英国株	18.5%	7.7%			
日本株	16.5%	6.9%			
新興国株	3.7%	7.3%			
債券利回り	2021 年 11 月 15 日の 終値	2022 年末の予想	通貨 & コモディティ	2021 年 11 月 15 日 の終値	2022 年末の予想
米国 10 年国債利回り	1.60%	2.00%	ユーロ / 米ドル	1.13	1.17
ドイツ 10 年国債利回り	-0.25%	0.10%	米ドル / スイス・フラン	0.93	0.94
スイス 10 年国債利回り	-0.14%	0.10%	ユーロ / スイス・フラン	1.05	1.10
			米ドル / 日本円	114.5	116
			英ポンド / 米ドル	1.34	1.40
			米ドル / 人民元	6.39	6.38
			金 (米ドル / オンス)	1862	1600
			WTI (米ドル / バレル)	80	70

\* パフォーマンスと予想リターンは配当を含めたトータルリターン市場とは現地通貨建ての MSCI カントリー / 地域指数を表す。期間のパフォーマンス 2016 年 11 月 12 日 ~ 2021 年 11 月 12 日、これらのインデックスの時系列順は次のとおりです。MSCI 米国 :21.8%, 7.4%, 15.9%, 18.5%, 34.7%. MSCI EMU:24.2%, -6.9%, 17.1%, -4.0%, 30.1%. MSCI スイス :20.5%, 1.9%, 19.1%, 4.0%, 23.5%. MSCI 英国 :14.5%, -1.0%, 8.6%, -12.5%, 20.7%. MSCI 日本 :31.6%, -4.6%, 6.1%, 4.3%, 22.2%. MSCI 新興国 :32.3%, -8.6%, 12.8%, 16.0%, 11.8%.

\*\* バークレイズグローバル投資適格社債とグローバルハイイールド指数

\*\*\* JP モルガン EMBIG ダイバーシファイド (国債指数)

最終更新日 2021 年 11 月 15 日

出所 Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

注 : 過去および / または予想されるパフォーマンス指標と金融市場のシナリオは現在または将来のパフォーマンスについての信頼できる指標ではありません。

# ポスト・パンデミック： 大転換点での成長への 投資

世界経済は、揺り戻しを経験しながらも、回復への歩みを進めていくでしょう。ただパンデミックを経験した世界が、すべて元通りになることはないでしょう。

テーパリングを皮切りに政策支援終結への取り組みは、金融市場をよりボラタイルにし、同時に投資チャンスももたらすでしょう。経済が成長への自信を取り戻すことで、インフレが上昇し、金利もこれまでの低迷から上振れに転じるでしょう。

経済のグローバル化で低下した国家の果たす役割は、経済と安全保障がリンクし始め、サステナブルな取り組みを推進していく過程で、高まりをみせてるでしょう。

日本向けの投資戦略で 2021 年は「着眼対局 着手小局」を掲げ、いずれ起こるであろうパンデミック後の新しい枠組みへの変化を先取りし、できることから少しずつ対応していくことを目指しました。

2022 年は「ポスト・パンデミック:大転換点での成長への投資」とし、世界でスタートした大きな変化に乗り遅れないよう投資を行っていくことを推奨します。

**A) 潜在成長率を上回る経済成長と持続的なインフレ**  
世界経済はサプライチェーンの混乱が一段落し、減少した在庫への投資も含めて高い水準での生産の回復が続いていくでしょう。またサプライチェーンの強化を含め、企業は設備投資にも積極的になるでしょう。このため経済は潜在成長率を上回るペースで成長を続け、米国ではインフレ率が政策目標を上回る水準で推移するでしょう。

経済が成長し適度なインフレが生じる環境では、とりわけ株式が魅力的な資産となるでしょう。ただ金融緩和によるバリュエーションの押し上げを伴うような高いリターンは期待しづらく、2022 年の先進国株式はいずれも、1 桁のリターンとなるでしょう。

このマイルドな水準の期待リターンは、投資家により超過リターン（アルファ）を追求させるでしょう。アルファを追求する投資として、次の3つに注目します。

#### 1. 長期投資テーマ「スーパートレンド」

パンデミックから回復していく経済は、パンデミック前と同じものに戻るわけではありません。パンデミックは、世界で起こり始めていた長期的な構造変化のスピードを一段と引き上げていくでしょう。クレディ・スイスが推奨している長期投資テーマ「スーパートレンド」は株式投資ポートフォリオに長期的なアルファを加える有効な手段となるでしょう。

#### 2. ESG 投資

サステナブルな社会を目指す動きは、勢いを増していくでしょう。ESG 投資は、どのようなアプローチが有効なのか試行錯誤を繰り返している状況です。クレディ・スイスでは、ESG 投資が小幅なアルファとダウンサイドプロテクションを投資ポートフォリオにもたらすと考えています。

- **ESG インテグレーション投資**

ESG 投資のアプローチで、最も勢いのある投資方法です。伝統的な株式投資プロセスに、ESG 視点による評価を取り込んでいくアプローチです。

- **ESG テーマ投資**

ESG の特定のテーマに深くコミットしていく投資になります。取り上げているサステナブルな取り組みへの関心が高まるにつれ、成長していく分野だと考えています。

#### 3. 日本株

世界経済のパンデミックからの回復は、生産と設備投資の伸びを勢いづけるでしょう。日本株は、グローバルに高いシェアを持つ製造業企業のウエイトが大きく、世界の生産サイクルへの感応度が高いのが特徴です。2022年の世界経済の回復は、日本株への注目度を高めるでしょう。

### B) インフレが促す金融緩和からの出口とボラタイルなマーケット

インフレ圧力が回復し、大胆な金融緩和からの出口を目指す動きは、利回り（金利）の上昇をもたらすでしょう。これは一時的な動きではなく、経済のグローバル化が始まった 90 年以降の長期的な債務増加と金利低下のトレンドからの転換を意味するでしょう。

このような環境では、固定クーポンの債券の期待リターンはゼロかマイナスとなるため、利回りを追求する投資には一層の工夫が求められるでしょう。

このリスクを回避する投資として、次の2つに注目します。

#### 1. 変動金利債券（シニアローンなど）組み入れ増やデュレーション短期化によるリスク低減

金利上昇の影響をカバーするため、シニアローンなどの変動金利債券の組み入れを増やす必要が高まるでしょう。また債券ポートフォリオのデュレーション短期化による方法も有効だと考えます。

#### 2. グローバル REIT など、イールド代替投資の採用

安定して高いイールドを稼ぐ方法として、グローバル REIT も検討した方がいいかもしれません。不動産からの収入は比較的安定し、物価上昇による賃料引き上げも期待できます。金利上昇局面での期待リターンは株式が優れていますが、イールド確保の代替戦略としては有効でしょう。

### C) パンデミックの教訓、ぶり返す感染リスクへの警戒

パンデミックからの回復は、感染の再拡大などを交え、一本調子では進まないでしょう。また回復のペースやパターンは国や地域毎に違いを生み、歪んだ形となるでしょう。

このような経験は、投資家に予期せぬリスクへの警戒を続けるように促すでしょう。このような環境で、長期的に資産の安定的な保全を図るための投資として、次の2つに注目します。

#### 1. グローバル資産分散投資

長期的に資産価値を保全していくには、グローバルに資産を分散して保有することが有効でしょう。とりわけパンデミック後の世界が、大きな変革期にあたると考えると、グローバル資産分散投資の有効性が高まっていると言えます。

#### 2. オルタナティブ投資

グローバル資産分散投資を考える上で、ターゲットのリスク・リターンは重要なファクターです。流動性リスクを取れる投資家は、リスク・リターンの水準を引き上げるためオルタナティブ投資への配分を引き上げることが有効でしょう。

とりわけ市場変動への連動性の低いヘッジファンド戦略に加え、企業による M&A 戦略からメリットを受けるプライベートエクイティへの投資に注目しています。



## 重要事項（投資信託をご購入されるお客様へ）

### 費用・手数料等に関する留意事項：

投資信託の購入・換金にあたっては各種手数料等（申込手数料、信託財産留保額、買戻し手数料等）がかかります。また、これらの手数料等とは別に信託・管理報酬、その他費用（監査報酬、信託事務諸費用、成功報酬等）がかかり、信託財産を通じてご負担いただきます。お客様にご負担いただく手数料はこれらを足し合わせた金額となりますが、これら手数料等は投資信託毎に、また運用状況等により異なるため、具体的な金額・計算方法を記載することができません。

各投資信託の手数料等の詳細は、**契約締結前交付書面（交付目論見書および目論見書補完書面）**でご確認ください。

### 分配金に関する留意事項：

分配金は、預貯金の利息とは異なり、投資信託の純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額（一口当たり純資産価格）は下落します。

分配金は、計算期間中に発生した収益（経費控除後の配当等収益および評価益を含む売買益）を超えて支払われる場合があります。その場合、当期決算日の基準価額（一口当たり純資産価格）は前期決算日と比べて下落することになります。また、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。

投資者のファンドの購入価額によっては、分配金の一部又は全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額（一口当たり純資産価格）の値上がりがかさかった場合も同様です。

詳細は**交付目論見書**でご確認ください。

### 主要リスクの説明（金融商品取引法第 37 条（広告等に関する規制）に従った説明など）

下記に記載するリスクは、投資信託の一般的リスク（純資産価格に影響を及ぼすリスク）の一部要約であり、全てのリスクを網羅するものではありません。各投資信託のリスクの詳細については、投資信託説明書（交付目論見書）でご確認ください。

#### 価格変動リスク：

投資信託は主として株式、債券およびデリバティブ商品等を実質的な投資対象とします。組入れ株式、債券およびデリバティブ商品等の価格の下落や政治・経済情勢、発行企業の業績、市場の需給、金利等の影響やその他の要因により騰落する場合があります。その結果、投資信託は損失を被る可能性があります。

#### 為替変動リスク：

外貨建ての株式や債券等に投資を行う投資信託の場合、為替リスクが発生し、各国通貨の為替レートにより、投資信託の基準価額（または純資産価格）が変動します。また、投資信託の基準通貨では投資元本を割り込んでいない場合でも、為替レートの変動により円換算時に損失を被る場合があります。さらに、複数通貨間での為替取引を活用する投資信託の場合、当該通貨間の短期金利差によっては為替取引によるコスト（金利差相当分の費用）が生じ、損失を被る場合があります。

#### 信用リスク：

投資信託を通して直接的または間接的に世界の株式や債券等に投資します。投資対象となる会社の業務・財産状況の変化やその他の要因により、それらの価格は騰落する場合があります。損失を被る可能性があります。

#### 流動性に係るリスク：

急激かつ多量の売買により市場が大きな影響を受けた場合、または市場を取り巻く外部環境に急激な変化があり、市場規模の縮小や市場の混乱が生じた場合等には、機動的に有価証券等を売買できないことがあります。このような場合には、当該有価証券等の価格の下落により、投資信託の基準価額（または純資産価格）が影響を受け損失を被ることがあることがあるほか、純資産価格の算出停止や買戻しの停止を管理会社が決定することもあります。

さらに、ファンドがファンド・オブ・ファンズである場合、投資先ファンドがあらゆる流動性のない投資対象を保有するため別勘定（サイドポケット）を活用することに起因するリスクを被ることがあります。投資先ファンドにより別勘定が活用される場合、その投資資金が当該別勘定から分離されるまで、ファンドまたは受益者が全面的に買戻しを制限されることがあります。したがって、ファンドは、投資先ファンドが期限を定めない投資を行う場合には、当該投資対象が清算されるまで、投資先ファンドの投資実績の影響を受けることがあります。

#### 売却資金の流出に伴うリスク：

短期間に大量の売却申込があった場合には、売却資金を手当てするため組入有価証券を市場実勢より大幅に安い価格で売却せざるを得ないことがあり、不利益を被る可能性があります。また、オルタナティブ（代替投資）ファンドは、伝統的な投資信託に比べ一般的に流動性が制限されます。オルタナティブ・ファンドは、通常月毎または四半期毎にしか買戻し請求を受け付けられないものが多いため、経済環境の急激な変化において早期の買戻しができない場合があります。

#### 償還リスク：

投資信託は一定の理由により強制償還となる場合があります。詳しくは各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

#### 集中リスク：

ある特定の投資商品や似たような投資商品グループに投資する投資信託は、厳しい環境の下では大きく基準価額（または純資産価格）が下がる可能性があります。

#### カントリー・リスク：

投資対象国・地域において、政治、経済および社会情勢の変化により、金融・証券市場が混乱した場合に、証券価額が大きく変動する可能性があります。また、新興市場への投資は、市場規模や取引量の小さいこと、政治・社会的不確実性、決済システム等市場インフラの未発達、情報開示制度や監督当局による法制度の未整備、為替レートの大きな変動、外国への送金規制等といった特有のリスクがあり、発展した主要な市場への投資に比べ価格変動が大きくなる可能性があります。

## 重要事項

本書は、情報提供のみを目的としてクレディ・スイスが作成したものであり、直接配布されたお客様のみによる使用を前提としています。クレディ・スイスは、本書の正確性も完全性も保証しません。本書は、直接・間接を問わず投資の勧誘を意図しておらず、金融商品等の取引の契約締結に至るような提案も申込みも行うものではありません。本書の情報を利用することによりいかなる損失が発生しても責任を負いかねます。法務、税務等の問題については、第三者たる専門家に具体的な助言を求めることをお勧めします。また、クレディ・スイスの書面による事前の許可がない限り、本書の複製も引用も不可とします。本書中の情報や表明される見解は、クレディ・スイスのプライベート・バンキング部門による作成日現在のものであり、通知なく変更されることがあります。特定の投資対象商品に関して表明される見解は、評価基準の相違等からプライベート・バンキング以外の部門による見解と異なったり、一貫性を欠く場合があります。本書は、クレディ・スイス証券株式会社のみが日本国内への配布を担当しております。クレディ・スイス証券株式会社は、本書の国外への配布及び転送は致しません。

株式は、株価の変動等により損失が生じるおそれがあります。また外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。債券は、その価格が市場の金利水準や発行体等の信用状況の変化に対応して変動しますので、償還前に換金する場合には損失が生じるおそれがあります。また外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。投資信託は、基準価格が株式、債券等の組み入れ投資対象の値動き、為替相場の変動等の影響により上下しますので、これにより投資元本を割り込むおそれがあります。

特に、仕組商品及び派生商品はより高いリスクを内包しており、商品の内容やそのリスクを十分に理解し保有することが出来るお客様にのみ販売を限定している複雑な商品です。仕組商品の市場価値は、金融市場や参照指標またはそれらの変動率（ボラティリティ）、発行体または参考指標の対象となった発行体の信用力の変化等により変動します。なお、仕組商品の中には償還額（満期金）が参照指標等に連動することにより元本が毀損する商品や、派生商品では潜在的損失が当初投資額を上回る商品もあります。

手数料率はクレディ・スイスとお客様の契約により合意した内容に従います。なお、お客様とクレディ・スイスが相対で行う取引については、売買代金のみが支払いとなりますが、その場合、売買価格は買付価格（ビッド）または売付価格（オファー）として値付けされることにより、価格差（スプレッド）が生じることがあります。その他の費用については、金融商品取引法の規定する方法に従って取引に先立って合意されることになります。

**ご購入される金融商品等については、相場や金融指標等の変動により元本が毀損するもの、元本を上回る損失が生じるものもあります。個別の金融商品のリスクや手数料については、ご購入前に契約締結前交付書面等をよくお読みの上、ご不明な点は担当者までお問い合わせ下さい。**

本レポート及びその全部又は一部の複製物は、1933年米国証券法（その後の改正を含みます。）に基づくレギュレーションにて規定される米国内もしくは米国人に対して、一切の送付、配布又は頒布をすることはできません。

商号等：クレディ・スイス証券株式会社、金融商品取引業者、関東財務局長（金商）第66号加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Copyright © 2021 Credit Suisse Group AG および / あるいは関連会社不許複製

21C013A-IS-J

# この出版物について

## 編集主幹

フィリップ・リシバック  
グローバル投資戦略責任者

## 編集締切

2021 年 11 月 15 日

## 編集長

ナネット・ヘシュラー・フェデルブ  
エコノミクスとリサーチのグローバル責任者および  
IWM チーフ・インベストメント・オフィサー

## デザイン

LINE Communications AG

## 翻訳

Credit Suisse Language & Translation Services

## 編集支援

キャサリン・マククリーン・トラクスラー  
クリスタ・ジェニ  
クリスティン・ムメンタラー  
フルリナ・クラヘンブル

## 詳しい情報

[credit-suisse.com/investmentoutlook](https://credit-suisse.com/investmentoutlook)

## プロジェクトマネジメント

カミーラ・ダム・ルージンガー  
クラウディア・ビリ  
セルハト・ギュンス  
アイリーン・チョウ  
カレン・チャン

## 写真出所

nadla / GettyImages (表紙、p. 1、p. 2、p. 16 ~ 17 ページ、p. 72) ;  
クレディ・スイス (p. 7, p. 9);  
ロベルト・モイオラ / シサワールド / ゲットイイメーجز (p. 14-15) ;  
Mlenny / GettyImages (p. 34-35) ;  
ポール・スーダース / ゲットイイメーجز (p. 62-63) ;  
the\_burtons / GettyImages (p. 64)

# 執筆者/寄稿者

**ジェームズ・スウィーニー**

グローバル・エコノミクス &  
米州地域チーフ・インベストメント・オフィサー

**ネビル・ヒル**

欧州エコノミクス責任者

**ダニエル・ルプリ**

シングル・セキュリティ・リサーチ、  
株式 & クレジット部長

**デビッド・スネッドン**

グローバルテクニカル分析責任者

**トビアス・メラス**

ウェルスコンテンツ戦略責任者

**ルカ・ビンデリ**

グローバル FI, FX, コモディティ戦略責任者

**マーク・ハフリンガー**

グローバル株式戦略責任者

**デビッド・ワン**

中国エコノミクス責任者

**ジェレーナ・クチェンコ**

グローバルオルタナティブ投資戦略責任

**ジェシー・ギジガー**

グローバルクレジット戦略と投資テーマ責任者

**ステファン・グレーバー**

グローバルコモディティ戦略責任者

**カーステン・リノウスキー**

グローバル通貨戦略責任者

**クロード・マウラー**

チーフエコノミスト、スイス

**アナンド・ダター**

オルタナティブ投資ストラテジスト

**サラ・レイスナー**

オルタナティブ投資ストラテジスト

**ラスムス・ラウシング**

株式ストラテジスト

**ローラ・スミス**

株式ストラテジスト

**サニー・チャブリア**

株式ストラテジスト

**サティッシュ・アルリ**

株式ストラテジスト

**フロランス・ハートマン**

EM 債券と FX ストラテジスト

**アンジェラ・サックスビーロビンズ**

シニアサステナブル投資スペシャリスト

**ニコール・ネガイウィ**

シニアサステナブル投資スペシャリスト

**アンドリュー・マコーリー**

豪州チーフ・インベストメント・  
オフィサー

**ジャック・シウ**

中華圏チーフ・インベストメント・オフィサー

**松本聡一郎**

チーフ・インベストメント・オフィサー、ジャパン

**ジャスミン・アルギロウ**

ディスクレショナリー・ポートフォリオ管理、  
オーストラリア

**スレシュ・タンティア**

APAC シニア投資ストラテジスト









**クレディ・スイス証券株式会社**  
東京都港区六本木 1 丁目 6 番 1 号  
泉ガーデンタワー 24 階

**クレディ・スイス証券株式会社**  
**名古屋営業所**  
愛知県名古屋市中村区名駅南 1 丁目 24 番 20 号  
名古屋三井ビルディング新館 9 階

**クレディ・スイス証券株式会社**  
**大阪営業所**  
大阪府大阪市北区梅田 2 丁目 2 番 2 号  
ヒルトンプラザウエスト オフィスタワー 16 階

**Credit-suisse.com**

