

2022年市場展望 — 日米株式市場の「ワニの口」は修正されるか

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

2022年の7市場の展望

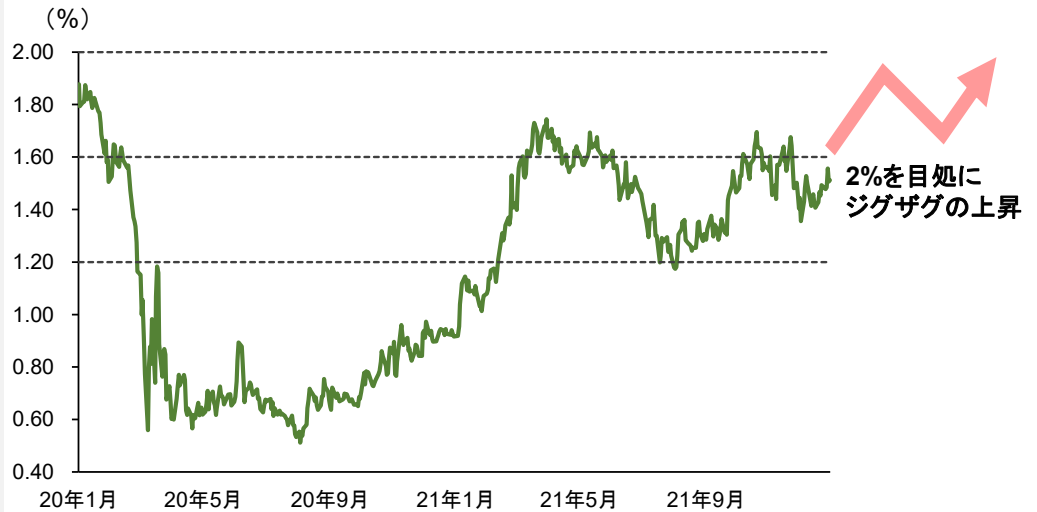
先週のTODAY（2022/1/5）「寅年2022年は「汽水域」の向こう側に光明を」では、2022年の経済環境を展望した。それを受けて今回は、市場動向を展望する。具体的には、①米国債券市場、②日本債券市場、③ドル円為替市場、④米国株式市場、⑤日本株式市場、⑥J-REIT市場、⑦原油市場の7市場である。米国の政策金利が引き上げられるなかで各市場への影響の評価がポイントになる。筆者が昨年議論したストーリーラインは、米国利上げでも「金利上昇は怖くない、金利はそんなに上がらない」である。ただし、先週のTODAYでも議論したように、金融政策の正常化に向けた局面において、米国の利上げの思惑が過度に振れた場合に生じうる「異時間のトレードオフ（intertemporal tradeoff：早急な正常化の思惑が引き起こすリスク）」への警戒は十分に必要と考えている。以下で2020-2021年を振り返りつつ、それぞれの市場を展望してみよう。

①米国債券市場

米10年国債利回りは2020年の半ばに0.5%程度でボトムを付けた後、次第に上昇傾向に入っている（次頁参照）。ただし、その間、米国の金融政策動向への思惑による上昇と実需の買い戻しによる低下を繰り返してきた。筆者の認識は、2020年をボトムとした金利上昇トレンドは今後も続くものの、一直線の上昇とはならずジグザグの推移を繰り返し、思ったほどの上昇には至らないとするものだった。2022年においては3月のテーパリング終了後に3回程度の利上げを予想している。その結果、米10年国債利回りは2%程度が視野に入ると予想している。ただし、2%程度の水準では実需による買い圧力が根強いことから、2%台に乗せた後は再び1%台に戻るといった推移が繰り返されると考えている。2022年の金利水準は2021年よりも上昇するものの、政策金利の引き上げに比した上昇余地は限られ、米国のイールドカーブはフラット化に向かうと予想している。

■米10年国債利回りは2%を目途にジグザグの推移へ

米国10年国債利回りの推移と展望



出所:Refinitiv 作成:岡三証券 日次、直近は2021年12月31日

②日本債券市場

日本の債券市場も2020年前半にボトムを付けた後は底上げされた水準が続いている。イールドカーブコントロールで0.1%程度の10年金利の目安が示されたなか、2021年も安定した推移が続いた。2022年は米国の利上げに伴う米長期金利水準の底上げ、日米金利差の拡大によるドル高円安、物価の上昇も見込まれることから、0.1%を上回る水準が視野に入るだろう。2021年3月の金融政策の点検で10年国債利回りの変動幅を±0.25%に拡大している状況下で、日銀は0.2%程度を目安に金利上昇を許容するとみられる。同時に、20年の超長期ゾーンは日銀も一定の利回り上昇を許容してきただけに、0.6%近い水準まで上昇する可能性がありそうだ。

■日銀は一定の利回り上昇を許容するとみる

日本の10年・20年国債利回りの推移と展望



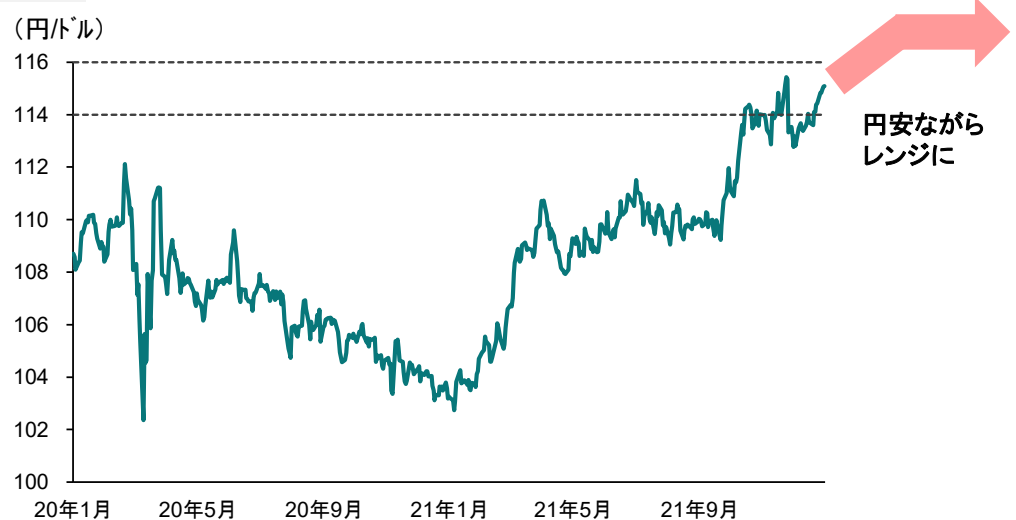
出所:Refinitiv 作成:岡三証券 日次、直近は2021年12月30日

③ドル円為替市場

■1ドル=120円の壁は大きい

ドル円相場については、2021年に大きな転換が生じた。2020年は米国の金融緩和への転換に伴う金利低下を背景に110円台から100円台前半までの緩やかな円高トレンドが続いた。一方、2021年は米国の金融政策正常化の観測に伴う米長期金利上昇により、年初の100円台前半から110円台半ばまで円安が進行した。2022年は米国が実際に利上げに転じ、米国金利の底上げが見込まれるなか、円安トレンドが継続すると予想する。ただし、米国が実際に利上げを行う際には円安トレンドは小休止となり、120円の壁は大きいものと展望する。2022年も円安を見込むものの、その幅は2021年に比して限られると予想する。

ドル円レートの推移と展望



出所:Refinitiv 作成:岡三証券 日次、直近は2021年12月31日

④米国株式市場

■利益確定の売り圧力はあるとみるが、上昇トレンドは継続へ

米国株式市場はコロナショックに伴い2020年3月にかけて急落したが、その後は安定的な上昇トレンドが継続した。米国の実体経済は2021年夏場に向けて回復ペースの減速が続いたこともあり、2021年の上昇ペースはやや鈍化したものの、足元に至るまで史上最高値を更新する動きが続いている。2022年を展望すれば、米国経済の回復が続くなか、堅調な企業業績も支えとなり、株式市場は底堅い推移が続くと予想する。ただし、2022年前半は米国の金融政策の正常化に伴い、既に史上最高値圏にある中で利益確定の売り圧力が強まるリスクも内包するとみている。その後、2022年後半に向けては、世界経済の回復継続、米国の利上げをこなし、再び上昇トレンドに回帰すると展望する。

S&P500指数の推移と展望



出所:Refinitiv 作成:岡三証券 日次、直近は2021年12月31日

⑤日本株式市場

日本の株式市場は、先述の米国と同様に2020年3月にかけて暴落した後は、回復基調が続いた。2021年に入っても回復のトレンドが続いたが、春以降は足踏み状況が続き、米国の株価水準と大きな乖離が生じた。

TOPIXの推移と展望



出所:Refinitiv 作成:岡三証券 日次、直近は2021年12月30日

株式市場における日本の出遅れ、日米で生じる株式市場の「ワニの口」

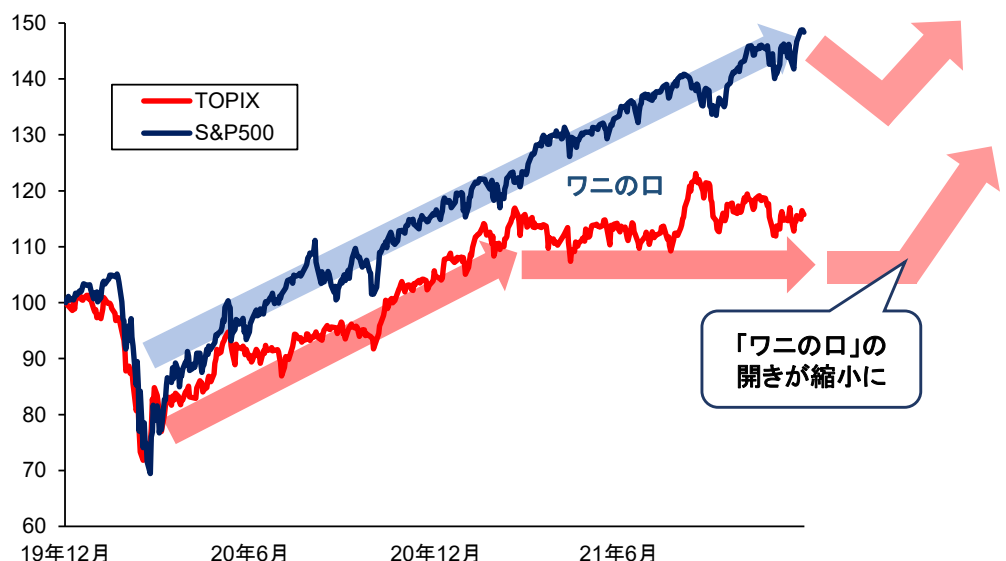
以下の図表は日米の株式市場の推移である。両市場ともにコロナショック前の水準を取り戻したが、2021年は米国が史上最高値更新を続けた一方、日本は夏場にかけて停滞が続き、「ワニの口」が開いた状況にある。

2021年は東京五輪も含め日本の見直しが期待されながら、その期待が裏切られた状況であった。その背景として、次の4点が挙げられる。第1に、2021年3月の金融政策の点検で日銀のETF買い入れ方針が修正されたこと。第2に、コロナ感染が続くなか日本のワクチン接種ペースが他の主要国に比べ遅れていた点がある。この遅れは、海外投資家が日本株をアンダーウェイトする動きや、国際機関等による日本経済見通しの下方修正等にもつながった。第3に、ワクチン接種の遅れ等により政府への批判が高まったことによる政治不安があり、その結果、2021年8月に菅政権の退陣となった。「政治の安定」という材料が損なわれ、海外投資家を中心とする日本株の売却要因につながった。第4に、中国不安に伴う海外投資家のアンダーウェイトが生じた。海外投資家のなかには、日本は中国経済の減速の影響を受けやすいという認識が根強いことから、2021年後半の中国の不動産問題を中心とした不安が日本株の売り材料になりやすかった。

ただし、以上の4要因に関し、第2については日本のワクチン接種が進み他国に比べて感染が落ち着いていること、第3についても「政治の安定」が戻っていること、第4の中国経済も回復が生じうる転換が生じている。その結果、2022年は日本株が見直されることによる「ワニの口」の開きの縮小を期待したい。

■日本の出遅れ修正に期待

日米株式市場の比較推移



出所: Refinitiv 作成: 岡三証券 日次、直近は2021年12月30日
 2019年12月30日=100、休場日の場合は前後営業日の数値間の線分。

2022年、「ワニの口」が閉じる方向に向かう2パターン

以上、2021年に生じた日米の株式市場の乖離、「ワニの口」は2022年に閉じる方向を展望する。ただし、年前半は米国の金融政策の転換に対する思惑もあり、米国中心に世界的な株式市場の調整、ワニの口の上顎が下がるリスクも生じうる。一方、年後半に向けては米国の利上げに対する安心感も生じ、中国の回復も含めて日本の見直しがようやく生じることで、下顎が上方へと向かい始める全体的な底上げを展望している。

⑥J-REIT市場

J-REIT市場も日本の株式市場と同様に2020年3月にかけて急落したが、2020年後半以降は回復傾向が続いた。2021年も年初から堅調に推移したが、年後半は日本株同様に伸び悩みの状況が続いた。

J-REITの価格への不安要因として以下の3点が挙げられる。第1に、2020年3月の急落から値を戻した水準での戻り売り圧力が加わったこと。第2に、新規上場を含めJ-REIT市場への供給圧力が2021年後半以降高まったこと。第3に、米国を中心とした金利上昇不安が生じたことである。

2022年を展望すれば、以上の戻り売りの一巡、供給圧力も一巡、米国利上げはあっても日本の金利上昇は限定されることを背景に、底堅い実需買いも期待される。J-REITは金利が水没し、債券のインカムが喪失した環境下での安定した分配金利回りを享受できる貴重な運用対象と位置付けられる。2022年も一定の戻り売りは続くものの、安定的なインカムを獲得可能な商品として、運用難のなかでのニーズが続くと展望される。

■金利水没下、J-REITへのインカムニーズは根強い

東証REIT指数の推移と展望



出所:Refinitiv 作成:岡三証券 日次、直近は2021年12月30日

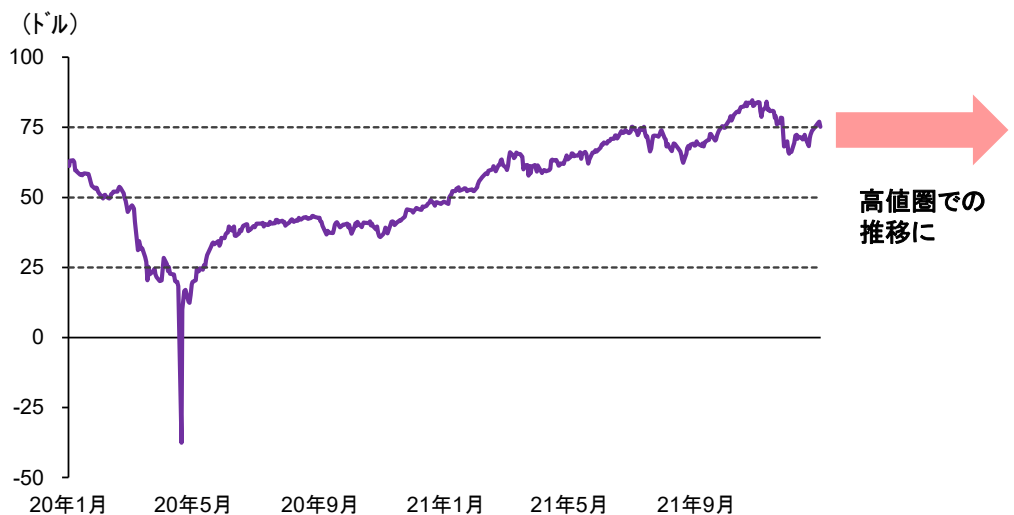
⑦原油市場

原油市場はグローバルな株式市場と同様に2020年前半に急落し、原油先物価格がマイナス圏にまで落ち込む異例な状況が注目された。もっとも、2020年後半以降は一転して上昇トレンドが続き、2021年には一時80ドル台に乗せた。

米中経済が2021年後半の落ち込みから立ち直ることで、世界経済の回復が2022年にかけても続くと思われることから、原油価格は今後も底堅く推移すると考えられる。一方、2021年の原油価格の急回復の背景には、2020年の急落に伴う供給減という要因も多分に存在した。したがって、2022年は需要面の底堅さと同時に供給量の回復が生じ、原油価格は2021年の水準での高値もみ合いが続くと予想する。その結果、原油価格を中心とした資源価格上昇に伴うインフレ懸念は次第に後退すると見込まれる。

■世界経済の回復が続き、エネルギー需要は持続へ

WTI原油先物価格の推移



出所:Refinitiv 作成:岡三証券 日次、直近は2021年12月31日

米国中心の金融政策正常化に注目集まる

当TODAYでは2022年の展望を「汽水域の年」として、二面性、複数の要因の入り混じった年として議論してきた。まず、コロナショックからの出口を展望しつつも、依然、コロナ感染の影響を受け続ける年となろう。また、金融政策の正常化を展望するものの、世界的には過剰なマネーを抱えた状況にある。同様に、インフレ懸念を抱えながらも、世界的に構造面で過剰な設備や人員を抱える状況にある。

すなわち、年前半にかけての米国の利上げに向けた動きから大きくボラティリティが高まる動きが生じやすいものの、年後半には世界経済の回復途上にある安定した金融環境下で金融市場は安定化に向かうと展望する。

■2022年は「汽水域の年」

先週も議論したようにスペイン風邪から約100年後に生じたコロナショックは世界に大きな被害をもたらしたが、3年目の2022年以降はワクチン接種の進捗も加わり、終息に向けた動きが期待される。近年生じたDXや脱炭素に向けた潮流は、新たな技術革新の時代の到来を予感させる。2022年は、2020年代が「黄金の20年代」の再来となる起点の年になると期待したい。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

【日本】

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式(株式・ETF・J-REITなど)の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・REITは、運用する不動産の価格や収益力の変動、発行者である投資法人の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により価格や分配金の変動し、損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。

・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、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>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53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、一般社団法人日本暗号資産取引業協会

【香港における本レポートの配布】

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いいたします。

【米国内における本レポートの配布】

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。

本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

【その他の地域における本レポートの配布】

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2022年1月1日改定)