

# 2022年第3四半期（7-9月期）のレビューと見通し概要

2022年10月12日

## ポートフォリオ・テーマ

- Fisher Investments（以下「FI」）では、新たな強気相場の始まりは近く、下落局面で最も打撃を受けた株式が回復局面の序盤に最も恩恵を受けて反発上昇する可能性が高いと考えています。
- 現在の弱気相場は投資家の広範なキャピチュレーションなくして終わる可能性が高く、現在の懸念要因が概ね既に株価に織り込まれた中、2023年にかけて堅調なりターンを見込んでいます。
- インフレ率は近年の状況と比べて高止まりすると思われるものの、今後は低下し、中央銀行に対して過度な金融引き締めを迫る圧力の緩和に繋がるでしょう。経済成長率が低く、インフレ率が低下していく環境に適した株式が恩恵を受けると考えます。

## 市場見通し

- **世界市場は回復へ向けた状態にある模様:** 世界市場には周知の懸念要素は反映済みで、株価が既に織り込んだ以上に深刻な経済問題が起きる可能性は低いでしょう。その一方で、経済面でのポジティブ要素は概ね無視される状態が続いています。
- **投資家心理は予想外の市場回復を下支え:** 投資家心理は、インフレ、世界各国の金融政策、中国のロックダウン、その他の様々な要因を巡る懸念を受けて落ち込み、投資家の期待値を大幅に低下させました。それにより、現実が期待値を上回って新たな強気相場を誘発する可能性があると言えます。
- **米国の政治膠着は世界市場にプラスとなる傾向:** 米国中間選挙の年には通常、与党は勢力を失う傾向にあり、政治的不透明感および極端な法案が成立する可能性が減少します。議会膠着の増大は投資家には概して十分に評価されておらず、今後の世界市場に追い風となる可能性が高いでしょう。

2022年半ばの株価上昇は9月下旬に弱気相場が最安値を更新したことで取って代われ、第3四半期も再び世界的に投資家の忍耐を試す展開となり、MSCI ACWI 指数は年初来で25.6%下落となりました。<sup>i</sup> 新興国市場も、先進国市場と同様に弱気相場の最安値を更新して四半期を終えました。該当期間の展開については、見通しと乖離する結果となってしまいましたが、ポートフォリオのポジショニングを下落相場向けに変更することはありませんでした。2022年のインフレーションを始めとした様々な事象から学べることはあったと考えていますが、現時点で最も重要なのは先行きです。株価が下落している状況では考え難いかもしれませんが、弱気相場の後には常に強気相場が訪れます。そして、そのタイミングは近く、2023年が遥かに明るい年になるであろうと考える理由も多くあります。

確かに金利上昇を巡る懸念が今年の株価上昇を阻んできたとは思いますが、株式と金利の基本的関係に関する理論は、株式リターンと債券利回りは有意に負の相関関係にあるという誤った仮定をしています。高金利・金利上昇局面で、株価も共に上昇することはよくあります。前回最後にインフレ懸念が起きた1970年代を例に見てみましょう。米国債10年物利回りの年間変化率がプラスだった7年間のうち、S&P 500指数が下落したのは1976年の1年のみでした。<sup>ii</sup>

エネルギー不足による欧州の経済収縮を巡る懸念が続いて投資家心理が弱含んだことも、おそらく市場を下押し

しました。おそらく経済制裁への報復としてロシアが断続的にガス供給を遮断している中では特に、不足が続けば今冬のエネルギー配給が厳しくなる可能性をFIでは否定しません。しかし、EUは引き続きガス消費を抑制し、平均を上回る備蓄水準（現時点で貯蔵容量の80%超）を活用し、新たなLNGインフラやガスパイプラインのプロジェクト（例：バルチック・パイプ）を前倒しで完成させ続け、また主要LNG産出国（例：カタール、米国）からの輸入も増やしているため、エネルギー不足に対する懸念は和らいでいくでしょう。全体的に見て、エネルギー状況を巡る期待値が極めて低いこと、また不足状況の緩和とより早期の新たな供給追加の可能性に向けた手段が講じられていることを合わせて考えれば、リスクは上方サプライズ側に寄っていると考えます。加えて、EUのエネルギー価格は急騰したものの、世界的に同じ波及効果があるわけでもありません。

新興国市場では、依然続く新型コロナ制限や地政学的状況や米ドル高を巡る懸念を受けて、アジアの主要新興国である中国、台湾、韓国が第3四半期に特に大きく打撃を受けました。しかし、新興国市場、特に中国に対する投資家心理は概して悲観的過ぎであり、今般の新興国市場の弱気相場も並外れて長期化しているとFIでは考えています。経済ファンダメンタルズは、素晴らしいとまではいかないまでも、ハードランディングを迎えつつあるとは示していません。8月に小売売上高が前年比5.4%増に急加速したのは主にベース効果に因る可能性があります。最大逆風要因は依然としてゼロコロナ政策で、経済活動を阻害し続けています。<sup>iii</sup> 一方で、固定資産投資はコロナ禍前のトレンドに戻りました。また、企業向け長期融資が直近に増加したのは、インフラ投資および中小企業支援のため政府が信用緩和策を講じたことに因ると考えられ、7月時点の状況と比べてポジティブな変化と言えます。習近平国家主席が推進する「共同富裕」政策と反腐敗運動は、規制リスクに対する投資家の意識を高めましたが、すでに非常に広く知られたものであり、長期的な背景要因の一つとして薄れていくでしょう。

中南米諸国は、経済要因は好悪混在しつつも、2023年に向けて政治的不透明感の減少が期待され、第3四半期は相対的に力強いパフォーマンスでした。ブラジル大統領選挙の第一回投票は多くの人の予想よりも僅差となりましたが、特にルラ元大統領が10月2日の第一回投票で圧倒的過半数を獲得できず、政策のさらなる穏健化が予想される中、10月終盤の決選投票で勝者が決まることで、政治的不透明感の減少に繋がるでしょう。

FIでは、多くの要因が市場回復に近いことを裏付けているにもよらず、十分に評価されていないと考えています。米国中間選挙もその一つです。信頼できるデータが存在する1925年以降で、中間選挙年の第4四半期から始まる3四半期間が、連続する3四半期の中では史上最もプラスリターンを記録しています。これは、政治膠着が背景と言えます。1925年以降、当該9ヵ月間におけるS&P500指数の平均リターンは19.6%、プラスリターン頻度は91.7%となっています。<sup>iv</sup> 完璧ではないものの、偶然でもないでしょう。世界的に、株式市場はこの事象と高く相関しています。さらに、現在、大抵の人々にはこの事象の可能性は理解されていません。ドナルド・トランプ元大統領が任期3年目に入ろうとしていた時期にも、同様に理解されていませんでした。当時は、2018年の年末に市場が弱気相場水準に迫ったことで投資家は動揺しており、この「中間選挙の奇跡」は起きないだろうと思われました。しかし、2019年は上期中から市場が上昇し始め、大幅上昇の年となりました。さらに、中間選挙年に市場が下落している場合には、大統領の任期3年目である翌年に好リターンが期待できる可能性がより高まると言えます。

隠れたポジティブ要素は、中間選挙の奇跡だけではありません。注目すべきものとしては、世界各国での政治的不透明感の後退、供給網の圧力緩和、健全な銀行貸出、高インフレの中でもますます堅調な企業利益といった点が挙げられます。現在存在しているネガティブ要素を否定するわけではありませんが、市場は周知の懸念要素は効率的に織り込み、ポジティブ要素は概ね無視しているとFIでは捉えています。

状況が悪いと常に、株式がいかに素早く、且つ高く、反発上昇し得るかを投資家は忘れてしまうようです。2020年3月にパンデミックに伴って市場が底を打ってから同年末までにMSCI ACWI指数が70.5%上昇した際も、そうでした。<sup>v</sup> 現在、多くの投資家は市場回復の力を忘れており、それが「不信による悲観」と呼ぶ投資家心理の現象に現れていると考えます。報道は悪いニュースを強調し、ポジティブ要素は無視するか、大抵の場合はインフレ、FRB動向、景気後退リスクを中心に次に待ち構えている問題と位置付けます。インフレが減速し始めた時、ニュース見出しは、真の問題は消費者価格ではなく、世界経済を沈めるであろう強硬な利上げを防げるほどには減速していないことだと警告しました。英国では現在、問題はエネルギー価格上昇ではなく、政府の対応が大幅なポンド安を招いて急性インフレを引き起こすことだと専門家が警告しています。こうした議論の多くは堂々巡りですが、市場が動揺して人々の感情が高ぶっている際には、理に適っていない議論でも多くの人にとっては気付きにくくなり得ます。

ほぼどの指標で見ても、投資家心理は落ち込んだ水準にあります。これは、期待値を押し下げ、新たな強気相場の土台となります。投資家の広範なキャピチュレーション（株式から多額の資金が流出し、流動性も低い中での投げ売り）が起きておらず、この先の下落余地がまだ大きいと主張する人もいます。しかし、1966年・1982年に弱気相場が底を打った時のように、キャピチュレーションは必ずしも弱気相場の底を定義づけるものではありません。現在キャピチュレーションを探し求める行為は、現時点に特有の状況を認めようとしない、投資家の深い悲観の現れだと考えます。株式を売却することは、取引の片方の側面に過ぎません。広く見ても、悲観的な考えをしている人々にとって妥当な行き先はありません。キャピチュレーションは通常、株式から「安全な避難先」と考えられている資産へ資金が雪だるま式に移っていくことを指します。現在、安全な避難先として標準的なものは、どれも有効には見えません。債券は違いますし、金も下落、暗号通貨は暴落しており、インフレで現金の価値も損なわれています。歴史的な米ドル高にあり、住宅金利上昇は不動産市場を揺さぶっています。これらは、悪いニュースです。では、良いニュースはと言うと、投資家がこれほどまでに悲観的な場合、現実が、完璧には遠い状況であっても、ポジティブサプライズを起こし得るということです。

世界経済には問題がないわけではありませんが、大抵の報道が示唆するよりはよく持ちこたえています。経済の強さが政治的な話題となっているように思われますが、世界経済の回復力を指摘しようとするFIの目的は全く政治的なものではありません。株式は、期待と現実の乖離に基づいて動きます。そして、現在その乖離が大きくなっています。既存の懸念要素は、株式市場がすでに対峙し、株価に概ね織り込み済みのものです。その一方、ポジティブな状況展開は注目されることなく過ぎていきます。正確なタイミングは予測不可能ですが、第4四半期そして2023年へと移る中で市場は好転するとFIでは考えています。今はその時期を見据え、ポートフォリオを適切にポジショニングすべく全力で取り組んでいます。

<sup>i</sup> 出所: FactSet、2022年10月3日時点。MSCI ACWI 指数リターン、税引き後配当金込み、2021年12月31日～2022年9月30日。

<sup>ii</sup> 出所: Global Financial Data, Inc.、FactSet、2022年10月3日時点。米国債10年物利回りおよびS&P 500指数トータルリターン、1970～1979年。

<sup>iii</sup> 出所: FactSet、2022年9月30日。

---

<sup>iv</sup> 出所: Global Financial Data, Inc.、2022年9月28日時点。1926～2021年に関して、中間選挙年の9月30日から翌年6月30日までの、S&P 500 指数の平均トータルリターンおよびプラスリターン頻度

<sup>v</sup> 出所: FactSet、2022年9月30日時点。MSCI ACWI 指数リターン、税引き後配当金込み、2020年3月23日～2020年12月31日。

## **Fisher Investments Japan 開示事項**

本資料は Fisher Investments Japan と Fisher Investments の一般的見解を示すものであり、個別の投資アドバイスではありません。

Fisher Investments Japan（以下、「FIJ」といいます）は、Fisher Investments Japan Limited の支店であり、金融商品取引業者として金融庁へ登録されています。FIJ は投資運用業務を日本のお客様へ提供します。

FIJ は、運用業務の一部を FIJ の親会社であり、Fisher Investments の名でビジネスを行っている Fisher Asset Management, LLC（以下、「FI」といいます）へ委託し、又は、お客様の資産を、FI が運用を行うファンドへお客様の同意の下に投資します。FI は、米国の投資顧問業法に基づいて米国証券取引委員会（US SEC）に登録されている独立系投資顧問会社です。

また、FIJ は、日本で投資運用業を行うライセンスを有するお客様に対して、FI の提供する投資運用業務に関し、契約締結の媒介を行います。

本資料は情報提供のみを目的として作成されており、FIJ から直接受領されたお客様限りでご利用ください。本資料は秘密情報を含むため、FIJ の書面での事前承諾なしに、複製、転写、転送等を行うことは禁じられております。本資料は、法務、税務、投資その他のアドバイスを提供するものではなく、また、特定の有価証券の売買を推奨するものではありません。本資料は、いかなる有価証券の取得の申込みの勧誘又は売付けの申込み若しくは買付けの申込みの勧誘を行うものではありません。

本資料の内容は、本資料の配布時期やお客様の投資のタイミングにかかわらず、作成した時点のものであり、FIJ は情報を最新のものに更新する責任を負いません。また、FIJ が信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、完全性について保証するものではありません。

証券投資には損失のリスクがあります。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、将来に同様の運用成果が得られるとは限りません。運用成果は流動的なものです。いかなる運用戦略においても、その運用成果を保証することはできません。

株式市場への投資結果は大きく変動する可能性があります。投資結果は、経済の不透明さや利率、物価指数、与信状況、法改正や政治環境など、一般的な経済情勢や市場環境によって大きな影響を受ける可能性があります。これらの要因は、有価証券の価格や投資の流動性に影響を与える場合があります。低い流動性のために、特定の投資対象物の売買ができず、投資対象物の価格に影響が出る場合があります。為替相場や換算レートの変動が投資効果を減少させる可能性もあります。小型株や中型株への投資は、より市場環境の影響を受けやすくなり、より大きな価格変動にさらされる可能性があります。新興市場への投資には、より高いリスクがあります。社会的、政治的、経済的な安定性に欠けており、証券市場が狭く、取引量も少ないため、流動性が低く、投資対象物の価格がより大きく変動する可能性があり、法的な制度も整っていないためです。これらのリスク要因は、同時に複数組み合わせられて生じる可能性があります。

本資料に運用報酬に関する記載が含まれる場合、当該報酬は弊社の標準的な報酬のサンプルです。実際の運用報酬は、運用戦略や運用資産額に基づいて決定され、お客様との契約書に消費税相当額とともに記載されます。

### **Fisher Investments Japan Limited**

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2766 号  
一般社団法人日本投資顧問業協会加入