

# 2023 年第 1 四半期（1-3 月期）のレビューと見通し概要

2023 年 4 月 14 日

## ポートフォリオ・テーマ

- 新たな強気相場サイクルが、もし既に進行中でなければ、近く始まると考えます。下落局面で最も下落した株式が、回復局面で上昇を牽引する可能性が高いと見込みます。
- インフレ、FRB の金融政策、ならびに一部銀行の不安定性に紐づくネガティブな市場ボラティリティは、過度に悲観的な見方が依然として大勢であることを示しています。このことは、2023 年のポジティブサプライズ発生に向けた下地となるでしょう。
- 弱気相場中に最も下落したカテゴリーはグロース株に大きく偏っており、このカテゴリーは新たな強気相場の序盤にアウトパフォームすると見込まれます。ただし、年末までには景気敏感なバリュー株カテゴリーがアウトパフォームする可能性があります。

## 市場見通し

- **新たな強気相場が近いかに既に進行中:** セクターや地域を問わずボラティリティが発生して一時的にリターンが損なわれる可能性はあるものの、新たな強気相場サイクルは目前と考えます。
- **投資家の過度な懸念は新たな強気相場を下支え:** インフレ、労働市場、エネルギー危機、ロシア・ウクライナ戦争、銀行セクターの不透明感、その他の様々な要因を巡る懸念によって投資家心理は一様に悲観的になり、市場期待値が大きく押し下げられたことで、新たな強気相場が成長する余地が生まれました。
- **米国大統領の任期 3 年目は世界の株式市場に追い風:** 歴史的に、米国大統領の 4 年間の任期のうち 3 年目はプラスリターンとなる頻度が最も高くなっています。S&P 500 指数のリターンは、1925 年以降の該当年の 91.7%でプラスで、今日の状況とは全く異なる世界恐慌の最中にあった 1939 年以降ではマイナスとなった年はありません。

第 1 四半期に世界株式は 7.3%上昇し、MSCI ACWI 指数の昨年 10 月の底値からのリターンは 18.4%となりました。<sup>i</sup> 新興国市場 (EM) 株式も好調で、同四半期のリターンは 4.0%でした。<sup>ii</sup> 当社が見込んだように、市場の背景要因が明らかになるに伴い、市場動向は以前述べた新たな強気相場の様相が増しつつあります。依然として悲観論が蔓延しており、いくつかの小規模銀行や長く問題を抱えていた銀行が 3 月中旬に破綻して 2008 年の金融危機の再来に対する懸念に火が付いてからは、尚更です。しかし、そのような懸念は、破綻した銀行が抱えていた問題が固有のものであった点、現在の金融システムが全体的に健全である点を見落としています。一方で、政治状況の膠着が株式に強気材料である点は見過ごされており、またあまり騒がれませんが経済データも弱気な市場予想を上回っています。常に述べているように、市場のボラティリティはいつでも発生し得るもので、またさらなる市場下落の可能性も排除はできません。しかし、現在の株価上昇は典型的な強気相場序盤の様相が強く、Fisher Investments (以下、「当社」) では 2023 年の世界市場ではプラスリターンが期待できると考えています。

グロース株が強気相場序盤を牽引することは珍しいものの、2023 年はこれまでのところテクノロジー企業やそれに類似した企業の株式が好調です。そうしたカテゴリーのアウトパフォーマンスは、単純ですが見落とされている事実に沿ったものと言えます。つまり、強気相場序盤では、先行する弱気相場で最も打撃を受けたカテゴリーの株式が大抵は回復序盤を牽引する、という事実です。通常そのカテゴリーに該当するのは、景気後退中に打

撃を受けることが多い、景気敏感度の高いバリュー株です。しかし、近年の歴史の中で最も予期されていた景気後退は、未だ訪れていません。

もし後に本当に景気後退が訪れれば、バリュー株が市場を牽引する可能性はありますが、おそらくバリュー株はその前にまずは大きく下落するでしょう。当社では、そのような展開の兆候がないか市場を慎重に注視していますが、最終的には先の下落局面で大きく打撃を受けたグロース株をオーバーウェイトすることで、強気相場における反発上昇機会を捉えられる可能性を最大化することが最善と考えています。

強気相場が昨年 10 月に始まったにせよ今年始まるにせよ、2023 年の世界株式は強気相場序盤の高リターンに後押しされて、年初より遥かに上昇して年を終える可能性が高いと年初に述べました。今でも、そのように考えています。年初に述べたことを引用すれば、「1 年後、党派争いによる政治の膠着は誰にも明らかで、波風が立つような大型法案はほとんど成立していません。インフレは減速基調が続くと見込まれます。また、FRB による利上げも無駄と判明するでしょう。なぜなら、銀行の顧客預金は豊富で、貸出事業の収益性に対する FF 金利の影響は抑制されるため、銀行は積極的な貸出で大きな利益を得られるからです。全ての面で、2023 年は嬉しい安堵感をもたらすと当社は考えます。」

全くもってこのような展開になっていると言えます。米国のニュース見出しは TikTok を巡る議会での騒動や債務上限について長々と報じていますが、単純な現実としては、経済関連法案は主だったものは何も議論されていません。議会膠着がポジティブな市場パフォーマンスを下支えしていますが、いつものように気付かれていません。S&P 500 指数は 2022 年第 4 四半期に 7.6% 上昇して「中間選挙のミラクル」（歴史上、中間選挙年の第 4 四半期に始まる 9 ヶ月間はプラスリターンとなる頻度が非常に高い）が始まり、それ以前の中間選挙年の第 4 四半期の平均リターン 6.3% を上回っています。<sup>iii</sup> 2023 年第 1 四半期も同様に好調で、米国株式は、中間選挙後の第 1 四半期の平均リターン 6.6% に対し、今年は 7.5% 上昇しました。<sup>iv</sup> この好調さは第 2 四半期、そして大統領の任期 3 年目全体へと広がります。歴史的に、4 年の任期うちの 3 年目が最も力強いリターンとなる傾向にあります。1939 年以降に任期 3 年目でマイナスリターンとなった年はなく、その 1939 年も僅か -0.9% に過ぎなかったことを思い出してください。<sup>v</sup> 株式市場にとってさらに良い点は、現在、政治は世界的に膠着状況にあり、ほぼ国・地域を問わず法制面でのリスクが低く抑えられていることです。また、圧倒的ポジティブとまではいかないものの、世界の経済データは市場予想を上回っており、インフレも減速中で、市場を動かすドライバー要因は明るい状況にあると言えます。

米国の地方銀行を巡る懸念が欧州を中心に世界的に注目を集めました。欧州の銀行とは基本的にほとんど関係ないにもかかわらず、懸念は欧州大陸に広がり、中でも長く批判されてきたスイスの Credit Suisse が標的となりました。同行が、芳しくない決算内容を載せた年次報告書を遅れて公表すると、懸念を公にする著名株主もいました。そのため株価は急落し、預金者はパニックになって資金を引き出し、米国内の銀行の問題が世界に広がりつつあると不安視しました。しかし、全体としては、大きく打撃を受けた金融およびエネルギーセクター株の反発上昇は言うまでもなく、市場広範への影響は限定的でした。大規模な投げ売りは投資家心理に牽引されたものであり、ファンダメンタルズは一部の人々が恐れるほど悪い状況にはないことが示唆されます。

とは言え、当社では貸出データを注視しています。さらなるパニックを恐れて銀行が資金を貸し出すよりも準備金として保持することで、家計や企業の資本アクセスが厳しくなり、経済成長が下押しされる可能性はあります。3 月の銀行業界を巡る懸念以前でさえ、欧州の貸出は低下しつつありました。英国の総貸出額は 2 月に前年比 0.3% 減で、2014 年以来で初の前年比減となりました。<sup>vi</sup> ユーロ圏では貸出成長が昨年 9 月から減速しており、

同月時点での前年比 7.1%から 2 月には同 4.3%となりました。<sup>vii</sup> 現在、景気後退が不可避というわけではありませんが、世界的な銀行不安を受けて銀行が昨年ほど積極的には貸出をしなくなり、先進諸国の経済成長の下押し要因となる可能性があります。これは、注視すべき点です。あるいは、急激な規制の変更が同様の結果を招くかもしれません。これも、当社が常にモニタリングしている懸念要因です。

新興国市場に関しては、中国では第 1 四半期に多くのイベントがありました。まずは全国人民代表大会(全人代)で 5 年の会期が始まり、続いて 1-2 月を合わせた経済データが公表されました。昨年 10 月の共産党大会と同様に、全人代も、おそらく地政学的な緊張の高まりとも関連して、当初は市場にボラティリティをもたらしました。しかし、不透明感はすぐに消え、経済のドライバー要因が投資家の注目を取り戻したように思われました。全人代では今年の GDP 成長率目標が 5.0%に設定されましたが、これはコンセンサス予想の 5.3%、および昨年目標値 5.5%を下回るものでした。これが当初は投資家の失望を誘ったようですが、5.0%成長は、昨年通年の実績成長率 3.0%からは大きな加速と言えるでしょう。<sup>viii</sup> 加えて、同大会で概要が説明された政策方針は、概ね経済成長を目指すものでした。金融政策は、ファイナンス成長率と名目 GDP 成長率を一致させるように「穏健で、的確且つ強力」である必要があるとしました。これは、インフラ投資および製造業設備投資を引き続き促進するために同月下旬に預金準備率の 25 ベーシスポイント切り下げを決定したこととも一貫していると思われる。それと同時に政府は、サービス業の対外開放継続を含め外国からの投資獲得に向けた取り組み強化や、ここ 4 年間では最速ペースとなる防衛費増額により公共投資を通じた経済支援を計画しています。

ブラジルは、中央銀行が利上げ継続を議論する中、第 1 四半期にアンダーパフォームしました。金融政策委員会 (Copom) は、3 月の会合で政策金利である Selic を 13.73%で据え置いた一方、声明文はさらなる利上げの可能性を示唆し、利下げが近いと考えていた投資家を失望させたとされています。当社では、これまでと同様、金融政策は予想通りにはならず、中央銀行のフォワードガイダンスを金融政策の青写真として捉えるべきではないと考えます。さらに、タカ派的なコメントには、中央銀行の独立性を巡る懸念の低下に繋がるであろう点から、希望の兆しがあると言えます。利下げをすれば、金利低下を求めるルラ大統領に Copom が屈したとの印象を与えていたでしょう。よって、タカ派色の増した声明は、単に中央銀行が自らの信頼性と独立性を示そうとしたものかもしれません。またその一方で、インフレ低下と堅調な輸出——中国の経済再開により勢いづくと思込まれる——は、長く続く政治的不透明感に対する懸念を相殺するでしょう。

世界株式の反発上昇とは異なり、投資家心理は同様に上向いてはいません。投資専門家を対象に近頃行われたある調査では、回答者の 70%が株価上昇は幻でまもなく下落するだろうと考えているそうです。<sup>ix</sup> アナリストは弱気サインを探し回り、FRB や銀行からテクニカル指標まで、あらゆるものを引き合いに出しています。弱気相場ラリーでは、このようなことは起きません。人々は、強気になる理由を求めます。そうではなくて、どれだけ現実離れしていようとも弱気になる理由を探している場合、それは「不信による悲観」(“the pessimism of disbelief”: 株価の大幅下落で投資家心理が打ちのめされ、投資家がネガティブ要因ばかりに注目し、ポジティブ要因は無視したり、一時的なものですぐにネガティブになると考えたりする状況) の蔓延を示しています。

これは、景気後退懸念に典型的なものです。2023 年の年初、そうした懸念はそこら中で見られました。その後、経済の堅調さを示すデータが続き、世界は元気づいたようでした。いくつかの調査機関等は、経済予想を引き上げました。低成長の「ソフトランディング」を耐えるだけでよいという見通しに、多くの人が喜びました。しかし、3 月に起きた銀行問題で、悲観論が再燃しました。現在、人々はどんな些細な衝撃に対しても脆弱な、不安定な経済を想定しています。順調に進む中国の経済再開による追い風でさえ、弱過ぎて助けにならないと見られ

ています。これらは、若い強気相場が築く「懸念の壁」を構築するブロックの典型のように見えます。

当社では、中央銀行による利上げも同様に捉えています。評論家は、経済データが公表される度に、それが金融政策にとって何を意味するのかという点で解釈しようとし続けています。しかし、蔓延した懸念は、市場に対する影響力を失いました。例えば、米国では、FRB が以前の金利ガイダンスとインフレ見通しを廃止し、2022 年 3 月 16 日に利上げを始めるまで、S&P 500 指数は僅かに下落したのみでした。<sup>x</sup> しかし、FRB が 6 月に 0.75% ポイントの積極利上げを始めて以降は上昇しており、あらゆる金利環境下でも株価が好パフォーマンスを見せてきた長い歴史をさらに更新しつつあります。さらに、テクノロジー株が利上げに最も弱いと多くの人がいきましたが、現在金利は大きく上がったにもかかわらず、テクノロジー株は回復局面を牽引しています。FRB の 2022 年序盤の利上げ転換に伴う市場への影響力は、もうありません。

最後に、当社では世界のメディアで報じられる様々なネガティブなニュースが現在の株価上昇を阻害する可能性が高いとは考えていませんが、それらを注視し、見定めることは重要です。現在、最も広く受け入れられている「リスク」は、誤りか、小さ過ぎるか、広く知られ過ぎていて、株価急落は招かないでしょう。市場は専ら確率に基づいて動くものであり、最も確率が高いのは、全く予想されてはいない 2023 年の強気相場と考えます。

<sup>i</sup> 出所: FactSet、2023 年 4 月 5 日時点。MSCI ACWI 指数リターン、税引き後配当金込み、2022 年 12 月 31 日～2023 年 3 月 31 日。

<sup>ii</sup> 出所: FactSet、2023 年 4 月 5 日時点。MSCI EM 指数リターン、税引き後配当金込み、2022 年 12 月 31 日～2023 年 3 月 31 日。

<sup>iii</sup> 出所: FactSet、Global Financial Data, Inc.、2023 年 4 月 5 日時点。S&P 500 指数トータルリターン、2022 年 9 月 30 日～2022 年 12 月 31 日、および中間選挙年の第 4 四半期リターン、1926～2023 年。

<sup>iv</sup> 出所: FactSet、Global Financial Data, Inc.、2023 年 4 月 5 日時点。S&P 500 指数トータルリターン、2022 年 12 月 31 日～2023 年 3 月 31 日、および中間選挙の次の年の第 1 四半期リターン、1926～2023 年。

<sup>v</sup> 出所: Global Financial Data, Inc.、2022 年 12 月 31 日時点。S&P 500 指数トータルリターン、1938 年 12 月 31 日～1939 年 3 月 31 日。

<sup>vi</sup> 出所: イングランド銀行、2023 年 3 月 29 日時点。

<sup>vii</sup> 出所: 欧州中央銀行、2023 年 4 月 3 日時点。

<sup>viii</sup> 出所: FactSet、2023 年 3 月 31 日。

<sup>ix</sup> “Investors Believe the Stock Market Is Set for Losses, and Cash Is Best Safe Haven, CNBC Survey Shows,”、Yun Li および Patricia Martell、CNBC、2022 年 3 月 31 日時点。

<sup>x</sup> 出所: FactSet、2023 年 4 月 5 日時点。S&P 500 指数トータルリターン、2022 年 3 月 16 日～2023 年 3 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ます。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さっ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