

2023 年第 2 四半期（4-6 月期）のレビューと見通し概要

2023 年 7 月 12 日

ポートフォリオ・テーマ

- Fisher Investments（以下、「当社」）では、新たな強気相場が進行中と考えています。先の下落局面で最も下落した株式カテゴリーが、引き続き回復局面序盤を牽引する可能性が高いでしょう。
- インフレ、FRB の金融政策、および狭いマーケットプレスに紐づく過度な悲観論は、おそらく 2023 年後半に引き続きポジティブサプライズが起きるための下地となるでしょう。
- 経済成長率が低く、景気後退懸念が広まっている状況下では、質が高く、全天候型のグロース株が恩恵を受けると考えます。

市場見通し

- **新たな強気相場が進行中:** 昨年 10 月の底値以降の世界株式の大幅回復、ならびに予想よりも良好な経済データから、市場は新たな強気相場に入ったと当社では考えています。
- **現在の投資家の懸念は新たな強気相場を下支え:** 投資家心理は、インフレ、世界景気後退、狭いマーケットプレス、その他の様々な要因の影響で過度に悲観的な状態にあります。そのため、投資家の期待値は大きく引き下げられており、新たな強気相場が継続する余地を生み出しています。
- **政治的要因は世界市場にとって追い風:** 米国大統領の任期 3 年目は、歴史的に株式リターンがプラスとなる頻度が 4 年の任期中で最も高い年です。また、2023 年は世界各国の政治状況も比較的落ち着いています。この両者の組み合わせは、新たな強気相場にとってポジティブな環境と言えます。

世界市場は第 2 四半期に 6.2%上昇し、2023 年前半のリターンは 13.9%となりました。ⁱ 新興国市場（EM）も第 2 四半期を 0.9%と若干上昇して終え、前半では 4.9%上昇となりました。ⁱⁱ 経済データは予想を上回っており、また市場も 2022 年 10 月の底値からかなり大幅に反発上昇したにもかかわらず、現在の強気相場には典型的な「懸念の壁」——株価上昇に伴って投資家心理を押し下げる数多くの懸念——の特徴が見られると考えます。株価底打ちからほぼ 9 ヶ月が経ち、現在の投資家心理と現実の状況との間の大きな隔たりは、強気相場序盤の典型的特徴を反映しています。ただし、2023 年後半を迎えるに伴い、当社では新たな強気相場には十分な上昇余地と上方サプライズの可能性があると考えており、投資家の懸念は引き続き後退すると見込んでいます。

6 月を終え、当社が以前にも述べた 9 ヶ月にわたる「中間選挙のミラクル」はほぼ完璧な形で幕を閉じました。米国中間選挙からのこの期間は、史上最も安定的にプラスリターンを記録しており、その頻度は 91.7%、平均リターンは 19.6%です。ⁱⁱⁱ 今回も、S&P 500 指数は昨年 9 月 30 日から今年の 6 月末までに 25.7%上昇しました。^{iv} 「中間選挙のミラクル」は現在終わりつつあるかもしれませんが、ポジティブなモメンタムはおそらく続くでしょう。信頼できるデータが記録され始めた 1925 年以降、米国大統領の任期 3 年目の後半のプラスリターン頻度は 75%で、平均リターンは、前半よりは低いものの、5.5%となっています。これは、「中間選挙のミラクル」の原動力である議会膠着により、法制面でのリスクが低く抑えられるためです。^v 米国の政治的要因は大統領の任期 4 年目でも依然として株価の背景要因であり続け、同年のプラスリターン頻度は 83.3%、平均リターンは 11.4%となっています。^{vi} 議会膠着の影響が大きいだけでなく、現役の政治家にとっても、特に既存の争点を軸に資金調達可能な状況にあるため、選挙戦で掲げた賛否の分かれるような法案を追求するモチベーションはほと

んどありません。

現在の強気相場には経済面および政治面からの追い風があるにもかかわらず、一部の専門家は、現在の市場環境は根本的に不安定で、AI（人工知能）を軸とした超大型テクノロジー株への熱で盛り上がっているだけで、それ以外はアンダーパフォームしているようだと論じています。彼らは、マーケットブレスが狭いため現在の株価上昇は脆弱で、テクノロジー株による市場牽引が止まれば市場も再び下落すると言います。当社では、これは逆だと捉えています。マーケットブレスの急激な縮小は大きな強気材料で、新たな市場サイクルの典型的な特徴です。

なぜ大型でグロース特性の強い企業が市場を牽引しているか、考えてみてください。まず何よりも、これは当社が「反発効果」と呼ぶ現象、つまり、下落局面で最もパフォーマンスの悪かった株式カテゴリーが市場回復時に最も好パフォーマンスを見せる傾向にあることです。昨年10月に現在の強気相場が始まって以来、この現象が見事に展開してきました。強固なファンダメンタルズにもかかわらず、大型グロース株は2022年の弱気相場で大幅下落しました。現在、そうした銘柄は大きく反発上昇しています。これに加えて、多くのエコノミストは引き続き景気後退、もしくは良くても低成長経済を予想しています。これにより、好景気に伴う需要拡大に依存する企業——相対的に小型のバリュー企業など——は低成長環境下では打撃を受けるとの懸念が後押しされています。したがって、投資家は低成長経済でも利益を出せる企業を保有しようとしています。そのような企業とは真のグロース株であり、その株価上昇は単に需給がタイト化したことによる論理的結果でしょう。よって、狭いマーケットブレスへの懸念は誤りと考えます。そして、誤った懸念は強気材料——懸念の壁を構築するブロックです。

英国株の低迷は、ファンダメンタルズよりも投資家心理に紐づくものと思われれます。執拗な高インフレから景気後退不安まで、いくつかの懸念要因が代わる代わる投資家心理を下押ししてきました。ただし、現実の状況は考えられているほど酷くはないと当社は捉えています。生産者物価は0%インフレ率に近く、広範なマネーサプライも過去7ヵ月中の5ヵ月で縮小しました。こうした状況は、イングランド銀行が利上げするか否かにかかわらずインフレは広く緩和し続けるであろうことを示唆しており、同銀による13回連続の利上げでもGDP成長は止まっています。このような粘り強さ・回復力にもかかわらず多くの人が英国株に対して依然として悲観的であることは、当社では強気材料と捉えています。

欧州大陸では、直近データからはユーロ圏経済の状況は好悪混在していることが示唆されています。製造業とサービス業を合わせたユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）は第2四半期終盤に49.9、つまり景気拡大と減速の分かれ目である50を僅かに下回る水準に下落しました。ただし、業種別に見ると、サービス業は拡大（52.0）した一方、製造業は依然減速域（43.4）となりました。^{vii} この分断は年を通じて続いており、重工業の低迷は成長を下押しするものの、ユーロ圏生産高の大半はサービス業が占めています。よって、サービス業の動向がユーロ圏経済をより左右します。懸念されているほど現実が悪くはない例としては、ドイツが挙げられるでしょう。2021年終盤以降、エコノミストはドイツの景気後退入りを見込んでおり、しばしば予想されたGDPのマイナス成長も確定データで見られました。第1四半期GDP成長率は、前四半期比で横這いからマイナス0.3%に引き下げられました。^{viii} 2022年第4四半期の同マイナス0.5%の落ち込みに続く2四半期連続のマイナス成長となり、よく知られた景気後退の定義の一つを満たした格好です。昨年9月からのドイツ株のアウトパフォーマンスはファンダメンタルズから乖離していると述べる人もいます——そして今、定義上の景気後退入りとその他の逆風要因（例: ECBによる利上げ継続）を引き合いに、ドイツの見通しはネガティブだと主張します。当社では、こうした景気後退を巡る議論にもかかわらず第2四半期終盤からイタリア、スペイン、フランス、そしてドイツでさえも株式がアウトパフォーマンスしたことから、先を見越す性質を持つ株式はこうした展開を織り込んですでに先

に進んだと考えています。^{ix}

新興国市場では、中国株の下落が第2四半期の下押し要因となりました。中国では、期待値を下回った経済データと地方政府の債務を巡る懸念が大きな逆風となりました。^x 中国当局が発表した5月の製造業PMIは49.2から48.8に下落し、サービス業PMIも55.1から53.8へ鈍化しました。^{xi} これは、中国経済がハードランディングへ向かっているという長く続く懸念に拍車をかけました。しかし当社では、中国は経済再開直後の急成長の後には減速する可能性が常に高かったと考えており、2000年代序盤の二桁成長以降から続くGDPの成長鈍化基調に沿ったものと捉えています。

中国の地方融資平台（LGFV）は問題を抱えていると言われており、その9兆ドルと目される債務が経済成長を危険に晒すとの長く続く懸念も再燃しました——経済が減速し、ハードランディング懸念がエスカレートする際にはよく見られる状況です。しかし、昨年の不動産市場を巡る懸念に対しても見られたように、中国政府は大きな混乱を防ぐために必要な措置を取っていると考えます。当社では、今年のMSCIチャイナ指数の下落は主に投資家心理に牽引されたものと捉えています。中国経済の見通しは、1月の年初来最高水準前と比べて取り立てて悪くも（良くも）なく、投資家心理がリセットされれば今後の中国の経済成長に対する期待値が単に引き下げられ、2023年後半に向けて上方サプライズの余地を生むでしょう。

一方、MSCI台湾および韓国は中国株の下落には続かず、両国とも第2四半期および年初来でアウトパフォームしました。^{xii} 両国とも中国への経済的な結び付きが強く、中国の成長懸念の影響を受けることも多いものの、第2四半期はテクノロジー株の世界的な回復が強力な後押しとなったようです。

投資家心理の面では、専門家は米国FRBによる6月の利上げ見送りは時期尚早で、今年さらに引き締めざるを得なくなる可能性があるとして論じています。多くの方が、中国の低調な経済データを嘆き、英国を景気後退入りの運命にある欧州の「病人」と呼びます。ドイツのごく僅かな悪化が、欧州圏の大半での成長を目立たなくしています。当社では、これは典型的な「不信による悲観」——誰もが悪いニュースにばかり注目し、良いニュースを軽視する状況——だと考えます。人々の認識とは異なり、また地政学的な懸念もあるものの、中国はそれでも成長しており、世界需要を増やしているのが現実です。ユーロ圏の大半の国で経済は拡大しています——ドイツの経済収縮は、エコノミストがほんの数ヶ月前に予想したものには程遠い状況です。

専門家は、利上げが株式の運命を終わらせると確信して譲りません。多くの方が、FRBが利上げを完全に終えるか利下げを始めるかすらするまでは強気相場は確定しないと言います。しかし、そうした人々が見過ごしているのは、FRBが利上げを開始した2022年3月から今までのS&P 500指数は僅かに上昇しており、FRBが利上げペースを速めた昨年6月からは23.5%上昇しているということです。^{xiii} 株式は、利上げは弱気材料ではないとはっきりと知らせているようです。懐疑主義は、市場の燃料です。

世界にはリスクがないわけではなく、何か問題が発生する兆しがないかどうか当社では常に注視しています。しかし、現在よく引き合いに出されているネガティブ要因は、むしろ懸念の壁を構築するブロックのように見えます——小規模過ぎるか、広く知られ過ぎていて巨大なネガティブショックは引き起こせません。もっと大規模になり得るものも、実現しそうには見えません。その一方で、世界経済成長、利益回復、世界的な政治膠着といった状況は、株式にとって多くの強気なファンダメンタルズ要因になると考えています。

-
- ⁱ 出所: FactSet、2023年6月30日時点。MSCI ACWI リターン、税引き後配当込み、2023年3月31日～2023年6月30日および2022年12月31日～2023年6月30日。
- ⁱⁱ 出所: FactSet、2023年6月30日時点。MSCI EM リターン、税引き後配当込み、2023年3月31日～2023年6月30日および2022年12月31日～2023年6月30日。
- ⁱⁱⁱ 出所: Global Financial Data, Inc.、2022年9月28日時点。米国中間選挙年の9月30日～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とプラスリターン頻度、1926～2021年。
- ^{iv} 出所: FactSet、2022年6月30日時点。S&P 500 指数トータルリターン、2022年9月30日～2023年6月30日。
- ^v 出所: Global Financial Data, Inc.、2023年6月22日時点。米国大統領任期3年目後半のS&P 500 指数の平均トータルリターンとプラスリターン頻度、1927～2019年。
- ^{vi} 出所: Global Financial Data, Inc.、2023年2月8日時点。米国大統領選挙年のS&P 500 指数の平均トータルリターンとプラスリターン頻度、1928～2020年。
- ^{vii} 出所: S&P Global、2023年7月5日時点。
- ^{viii} 出所: FactSet、2023年6月1日時点。
- ^{ix} 出所: FactSet、2023年7月5日時点。MSCI イタリア、MSCI スペイン、MSCI フランス、MSCI ドイツの各指数のリターン、税引き後配当込み、米ドルベース、2023年5月31日～2023年6月30日。
- ^x 出所: FactSet、2023年7月5日時点。MSCI EM リターン、税引き後配当込み、2022年12月31日～2023年6月30日。
- ^{xi} 出所: FactSet、2023年6月2日時点。
- ^{xii} 出所: FactSet、2023年7月5日時点。MSCI 台湾、MSCI 韓国の各指数のリターン、税引き後配当込み、2023年4月30日～2023年6月30日および2022年12月31日～2023年6月30日。
- ^{xiii} 出所: FactSet、2023年6月30日時点。S&P 500 指数トータルリターン、2022年3月17日～2023年6月30日および2022年6月16日～2023年6月30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およびその他の国の特定の種類のお客様に対して、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