

2023 年第 3 四半期（7-9 月期）のレビューと見通し概要

2023 年 10 月 13 日

ポートフォリオ・テーマ

- Fisher Investments（以下、「当社」）では、現在の若い強気相場サイクルが継続すると考えています。
- 経済は、低成長ながらも、再燃したネガティブな投資家心理が示唆するよりは依然良好です。
- 低成長な経済環境下では、質が高く、全天候型のグロース株が市場を牽引すると見込みます。

市場見通し

- **強気相場序盤に典型的な投資家心理動向:** インフレ、米国政治、景気後退の可能性、狭いマーケットプレス等を巡る懸念が再燃し、市場期待値を引き下げました。しかし、こうした懸念が示唆するよりも現実の経済状況は良好で、上方サプライズの余地が生まれていると考えます。
- **予期することは緩和すること:** 景気後退が広く予想されているものの、未だ実際に起きてはいません。企業は景気後退に備えて既に対策を講じているため、仮に起きても、その影響は抑制されたもので済むでしょう。
- **米国大統領の任期 4 年目は株式にとって追い風:** 世界的に政治状況は膠着しており、2023 年の残りから来年にかけての法制面でのリスクは引き続き限定的でしょう。これは、過小評価されているポジティブ要因です。

2023 年第 3 四半期の株価は上方にも下方にもボラティリティが発生し、世界株式は 7 月末に年初来高値を更新した後、9 月終盤に下落しました。この株価変動を経て、同四半期の世界株式リターンはマイナス 3.4%となったものの、年初来では 10.1%と好調を維持しています。ⁱ 新興国市場（EM）も同四半期はマイナス 2.9%と下落したものの、9 月末時点での年初来リターンは 1.8%と若干のプラスでした。ⁱⁱ ネガティブな投資家心理が目先の株価を引き続き下押しし得るものの、現在の強気相場の背景にある状況は明るいと当社は考えています。経済は大半の人々が予想したよりも良好と思われ、政治膠着は法制面のリスクを引き続き抑制し、EM のデータは広く回復力を見せています。さらに良いことに、米国大統領の任期 4 年目を控えて、少なくとも 2024 年までは政治面からの追い風が世界的に続きそうです。先進諸国の政治は概ね膠着しており、また投資家心理も広く悲観的な水準にある中で、現実が期待値を上回るためのハードルが低くなっています。

第 3 四半期終盤に見られたような株価下落は、強気相場中では、その初期段階においてでも、通常のことです。利用可能なデータがある 1928 年以降で見ると、株式は平均して 2 年おきにマイナス 8%かそれ以上の下落に見舞われています。ⁱⁱⁱ より大幅なマイナス 10~20%の下落を伴う強気相場中の調整局面も度々発生しており、同期間中に 34 回ありました。^{iv} このような下落局面や市場調整は、それ以前からも存在していた懸念を再燃させて弱気なメディア報道を掻き立てることが多いものの、そうした報道は多くの投資家が考えるよりも短期間で消えゆく傾向にあります。

現在の強気相場が昨年 10 月に始まって以来、質の高いグロース株が世界市場を牽引してきましたが、これは若い強気相場では珍しいことです。景気後退は起きておらず、投資家は強気相場終盤で経済成長が減速している状況下と同様の投資行動をしており、世界経済が芳しくない中でも最も利益を維持できる企業を選好しています。

質の高いグロース株、つまり事業をグローバル展開し、収益源が多様化されていて、業界・産業の長期的なトレンドへのエクスポージャーを有する企業が、その条件を満たします。このような状況は現在の強気相場サイクルが始まって以来続いています。第3四半期のリターンは好悪混在していました。株価上昇が再開すれば質の高いグロース株が引き続き市場を牽引すると当社は見込んでいますが、運用に際しては柔軟性を維持し、各株式市場および運用戦略全体を通して状況を引き続き注視しています。

株価上昇が正確にいつ再開するかは知り得ませんが、再開を勢いづける材料は多いと言えるでしょう。米国の経済成長は依然回復力があり、あらゆる指標が年半ばからの加速を示唆しています。年初に大半の専門家が予想した景気後退入りとは大きく異なる状況です。金利上昇は消費と投資の妨げにはなっておらず、継続的な貸出成長も経済のさらなるサポート材料となっています。欧州の先進国では、懸念とは裏腹に、大半の国で緩慢ながらも成長が続いています。多くの人々の懸念の的となっている中国でさえ、コロナ禍前のペースで成長しています。

しかし、ファンダメンタルズが安定を続けていても、第3四半期に投資家心理は後退しました。米国では、債務上限問題とそれに続くフィッチ・レーティングスによる米国債の格付け引き下げ、財政赤字拡大、9月の政府閉鎖懸念、ストライキ拡大の様相、石油・ガス価格の再上昇、学生ローン返済再開、FRBによる長期金利上昇見通しといったあらゆる要因が、第3四半期の後半に投資家心理を下押ししました。

欧州では天然ガス価格が日々大きな変動を伴いつつ上昇し、冬期のエネルギー危機の懸念が再燃し、投資家心理の重石となりました。オーストラリアにある液化天然ガス（LNG）施設2ヵ所でのストライキ危機を受けて、生産が混乱してLNG不足と世界各地での供給を求める競争激化に繋がり、昨年のようにLNG価格が急騰するのではないかの懸念がさらに高まりました。しかし、当初予想されたほどの混乱になる可能性は低く、また価格も昨年の高水準とは程遠く、輸出施設のうちの1ヵ所ではすでに労働組合側と合意に達しました。当社では、エネルギー不足を巡る警告は、欧州で執拗に続く懐疑的な投資家心理の反映と捉えています。これは、期待値と現実がどう折り合うかを考える際に留意すべき点でしょう。

アジアでは、日本の経済成長が引き続き鈍化しました。8月の小売売上高および鉱工業生産は前月比横這いで、国内需要の低調さを巡るさらなる懸念が生じました。当社では、こうした経済の収縮状況は、円安が輸出と日本市場を盛り立てるといってよく語られるストーリーの説得力を弱めると考えます。為替変動は恩恵とコストの両方をもたらすため、円安を良しとする考え方は常に過大評価されてきたと当社は捉えています。

新興国市場においては、中国の直近の経済データは予想を上回る改善を見せたものの、地方政府債務とハードランディングを巡る懸念が重くのしかかりました。不動産セクターの問題、中でも破産に面していた国内第2位の不動産デベロッパーである中国恒大集団（Evergrande）が引き続き注目を集めました。同社（およびその他の企業）は、それ以前に2年以上にわたり債務不履行を警告していました。こうした話題はニュース見出しを占めたものの、市場にサプライズを起こす力は非常に弱いと思われます。一方、報道量では劣りますが、当局は信用リスク封じ込めのための措置を引き続き講じており、先月開始した一兆円規模の地方債務スワッププログラムを通じたオフバランス資金調達ビークルのより好条件でのリファイナンスもその一つです。中国は現実的に問題を抱えており、成長も減速しつつありますが、ハードランディング回避に向けた中国政府の力量と取り組みは過小評価されていると当社は考えます。

先進諸国で見られる政治膠着に関しては、スペインが好例でしょう。国民党党首のアルベルト・ヌニェス・フェイホーは首相指名に必要な票数を獲得できず、現首相で中道左派の社会労働党に所属するペドロ・サンチェスが

政権を樹立する可能性が残りました。政権樹立のためにはサンチェス首相はカタルーニャ州独立派政党の支持を得なければなりません、それは容易ではなく、多くの妥協を要する可能性が高いでしょう。もし政権が樹立できなければ、おそらく 2023 年終盤か 2024 年序盤に新たに選挙を実施することとなります。そうなれば多少の不透明感を招く可能性がありますが、政権樹立に向けた現在の困難はスペイン政治の分裂状況を浮き彫りにしています。その状況は政治膠着のレシピとも言え、法制面で大きな変化が起きる可能性を下げたため、株式にとっては強気材料です。

ブラジルの政治的不透明感、ならびにルイス・イナシオ・ルーラ・ダ・シルヴァ大統領の左派寄り政権が歳出の大幅拡大や反市場的な法案を制定する可能性を巡る懸念は依然大きく、これもまた投資家心理を悪化させています。ただし、今秋の税制改革議論を経て近い将来に状況が明確になり、不透明感の後退開始に一役買うと見込まれ、株式にとってプラス材料となり得るでしょう。この点は、インフレ低下とコモディティ価格回復による経済への恩恵を背景に、ブラジルにとって追い風です。

最後に、来年の米国大統領選挙が近づくとつれ、米国の政治的不透明感は投資家にとってますます大きな懸念要因となりつつあります。議会は政府閉鎖を 6 週間延長させましたが、つなぎ予算は 11 月中旬で切れるため、また新たな膠着が生じるのはほぼ確実です。10 月初旬、下院議会はケビン・マッカーシー議長の解任動議を可決しサプライズとなりました。その間、大統領選挙については、共和党または民主党どちらの支持者でも大多数がフレッシュな大統領候補を望んでいる一方で、バイデン大統領とトランプ前大統領による 2020 年の大統領選の再現になりそうな見通しに米国民は落胆したようです。現状維持が続くほど、そして再戦の可能性が高まるほど、不満は高まると考えます。しかし、その根底にあることは単純で、政治膠着は株式にとって強気材料という現実です。債務上限問題や政府閉鎖問題で見られたように、米国議会は分裂していても絶対に必要な際には妥協点を見出すことができます。しかし、それ以上のことはほとんど実現せず、むしろ政治家が来年の選挙で勝つことへ注力するに伴い、何かをしようとする試みはさらに減るでしょう。これは、株式にとっても債券にとっても状況を落ち着かせる一助となるでしょう。財産権、税制、各種規制に影響する大型法案がない限り、企業はリスクを取り自信を持って投資を行えます。これは、株式にとって、一貫して当てはまるものの過小評価されている追い風です。

これまで述べてきたような懸念要因は以前から存在するものであり、投資家がすでに消化したものです。こうした不安要素は強気相場の特質であり、株価が懸念の壁を上る中での正常且つ健全な過程です。

ⁱ 出所: FactSet、2023 年 10 月 3 日時点。MSCI ACWI リターン、税引き後配当込み、2023 年 6 月 30 日～2023 年 9 月 30 日および 2022 年 12 月 31 日～2023 年 9 月 30 日。

ⁱⁱ 出所: FactSet、2023 年 10 月 3 日時点。MSCI EM リターン、税引き後配当込み、2023 年 6 月 30 日～2023 年 9 月 30 日および 2022 年 12 月 31 日～2023 年 9 月 30 日。

ⁱⁱⁱ 出所: FactSet、2023 年 1 月 5 日時点。S&P 500 プライスリターン、1928 年 5 月 14 日～2023 年 1 月 4 日。

^{iv} 出所: FactSet、2023 年 1 月 5 日時点。S&P 500 プライスリターン、1928 年 5 月 14 日～2023 年 1 月 4 日。

^v 出所: FactSet、2023 年 10 月 2 日時点。

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