

# 2024 年第 4 四半期（10-12 月期）のレビューと見通し概要

2025 年 1 月 13 日

## ポートフォリオ・テーマ

- 市場を牽引するセクターの幅が広がって、より景気敏感度が高い株式カテゴリーも含まれるに伴い、グロース株とバリュー株の両方にエクスポージャーを有することがポートフォリオに奏功すると見込みます。
- 世界市場は金利上昇に対して弾力的で、中央銀行による利下げの経済的影響は限定的となっています。
- Fisher Investments（以下「FI」）では、2025 年の現時点では、世界市場は再び力強い 2 桁リターンとなる、若干上昇する、あるいは若干下落する、の 3 シナリオが同等の確度であり得ると考えています。

## 市場見通し

- **変わり得る早期の予想:** 過信は誤りに繋がる可能性があります。FI では、上述の 3 シナリオの中でどれがより発生確率が高いかを引き続き注視したうえで、ポジショニングの大幅な変更が必要かどうかを検討予定です。
- **米国政治は選挙後も膠着が続く:** 米国は統一政府となるにもかかわらず、議席数が僅差のため、大幅な法改正や選挙公約の実現は困難な見込みで、政治膠着は完全には解消しないでしょう。ただし「ビジネス寄り」と考えられている共和党政権への期待値が高いため、法制面の障害は不満に繋がりにくく、また米国以外での政治的な混乱が不透明感の拡大を招く可能性もあります。
- **投資家心理は改善中だが陶醉状態にはない:** 専門家による 2025 年の株式市場予想は、2024 年と比べれば引き上げられているものの、依然として慎重姿勢を見せています。消費者、企業、銀行は健全な状態にあり安定的な経済環境を形成していますが、楽観の兆しが広まっているわけではありません。

2024 年の世界市場は、FI が予想したように良好～素晴らしいリターンの年となりました。MSCI ACWI は、年終盤の下落で第 4 四半期リターンは横這い水準となったものの、通年では 17.5% 上昇しました。<sup>i</sup> テック株およびテック類似株は第 3 四半期に劣化したものの反転し、年初来での市場牽引を延伸する格好となりました。債券も若干のプラスリターンを記録し、回復が続きました。<sup>ii</sup> 新興国市場（EM）も、先進国市場には劣化しましたが、7.5% 上昇とプラスリターンで年を終えました。<sup>iii</sup> 総じて、好リターンを記録したとても良い年となり、多くの投資家を驚かせました。ご記憶にあるかもしれませんが、多くの専門家は 2024 年は非常に低位なリターンに留まると予想していました。

2025 年の年初時点で、FI ではまだ今年の予想を確定していません。年序盤に状況が進展して明確になるにしたがい、予想を確定してお知らせする予定です。毎年予想は金融業界の通例とはいえ、状況が十分明確になったと判断できるまでは、それに固執する必要はありません——市場は決まったスケジュールでは動きません。

FI が今後の市場の方向性を予想する際、その成否は他者が把握していないことを把握できているかどうかにかかっています。非公開の秘密情報という意味ではなく、目に見える光景の中に隠れている重要な要因を特定する、あるいは市場がどう機能するのかについて他者が理解していない事柄を理解することであり、FI ではテクノロジーも活用しつつ資本市場の分析、理解に努めています。FI 創業者のケン・フィッシャーが 2007 年の著書『投資家が大切にしたいたった 3 つの疑問 (The Only Three Questions That Count)』でも書いたように、他

者は見抜けないが我々が見抜けることは何か？ということです。

現時点では、3通りの結果がほぼ同等の確度で起こり得ると考えています。まずは20%超の好リターンとなるケースで、主にその可能性がほぼ全面的に排除されているという理由から、逆に起こり得ると見えています。若干の下落となるケースも同等の確度で考えられ、FIが「予期せぬ逆転（“Perverse Inverse”）」と呼ぶ状況が展開するかどうかにかかっています。米国選挙の結果、次期政権が「ビジネス寄り」姿勢を取る可能性への期待と興奮から、多くの投資家は楽観的になりました。そうした状況は選挙年のリターンを後押しするとともに、新年に対して非常に高い期待値を形成します——そのため、法制面で障害が生まれると、不満に繋がりがねません。最後に、辛うじて若干のプラスリターンとなり強気派にも弱気派にもフラストレーションが溜まる展開も同等の確度で考えられます。

ご紹介までに、FIの予想策定プロセスはシンプルです。まずは、起こり得るシナリオを並べます。続いて、市場は広く予想された事柄を事前に織り込む性質があることから、コンセンサス予想に基づいて該当するシナリオを除外します。最後に、経済・政治・投資家心理ドライバー（市場を牽引する要因）に対するFI独自の解釈——大勢が単に見逃しているポジティブ／ネガティブ要因を探す——に基づいて、残ったシナリオの発生確率を見積もります。もし1つのシナリオが最も発生確率が高いものとして浮かび上がれば、それがFI予想の土台となります。

現在のところ、より具体的な予想の策定に繋がるトリガーを近いうちに見定めるべく、状況の進展を注視しています。経済ドライバーに関しては、現状では2024年の主な基調が継続しそうです。しかし、政治および投資家心理ドライバーは流動的です。これらに変化が生まれれば、どれか1つのシナリオが優位になり得ると見込んでいます。状況がより明確になるまで、そう遠くはないでしょう。先進国市場でも新興国市場でも主要国では政治的転換が起きたため、状況が落ち着いて影響も織り込まれるとしても、注視に値します。

米国選挙での共和党の全面的勝利は、第4四半期に新興国市場の投資家心理も下押ししたようです。トランプ次期政権による関税導入案は注視すべきですが、大袈裟と見るべき理由もあり、ポジティブサプライズの下地になり得ます。2024年が終わりに近づくにつれ、韓国大統領の弾劾とブラジルレアルの変動が新興国市場を巡る不透明感を高めました。一方、経済は改善が続き、例えば台湾の鋳工業生産は10月の前年比8.8%増から12月に同10.3%増へと加速し、重要な世界のテクノロジーハブが堅調さを維持していることを示しました。<sup>iv</sup> 新興国市場の経済ファンダメンタルズは全体として、サービスセクター主導の緩やかな成長という長期的な基調を引き続き反映すると見込まれますが、2024年に多くの国で選挙が終わり、投資家心理および政治ドライバーは株式にとってより好ましい状況へ移りつつあるように見えます。

万一ネガティブなシナリオが起きた場合に備えて、状況の明確化を待つ間、なぜよりディフェンシブなポジショニングへシフトしないのか？と疑問に思う方も多くいるでしょう。単純に言えば、株価は下落するよりも上昇する場合の方が遥かに多い——全暦年の73%——ためです。<sup>v</sup> 他者が見えていない、または見抜けていない要因に基づいて弱気姿勢を取る確固たる理由がなければ、強気姿勢を維持することが最も賢明とFIでは考えています。軽微な市場の変動に備えてポートフォリオを動かし過ぎるとするのは、投資家が犯し得る最大の過ちの一つです。

重要なのは、2025年に弱気相場が発生する確率は低いと考えている点です。FIでは、ディフェンシブなポジショニングを取るという判断を重く捉えており、またそう判断した際には、FIが提唱する弱気相場ルール：「3カ

月」ルール、「2%」ルール、「3分の2、3分の1」ルール、に従ってシステマチックに行います。弱気相場の進行ペースは遅くてジリジリと（毎月マイナス2%程度）下落するのが通常で、また弱気相場の後半により大幅下落する傾向にあるという特徴を FI では活用します。序盤の下落ペースが緩慢なため、状況を注意深く評価する時間を得られます。よって、特に現状で重要なのは、3 ヶ月ルールでは市場高値から 3 ヶ月以内にディフェンシブにシフトしないよう警告していることです。直近に世界市場が高値を付けたのは 2024 年 12 月 6 日であるため、たとえ弱気相場が発生する可能性が高いとの結論に至った場合でも、ポジショニングを動かすのは早過ぎるということです。<sup>vi</sup> FI では、常に自分たちが誤る可能性を意識しつつ、リスクを最小限に抑えるよう努めています。

---

<sup>i</sup> 出所: FactSet、2025 年 1 月 6 日時点。MSCI ACWI リターン、税引き後配当込み、2023 年 12 月 31 日～2024 年 12 月 31 日。

<sup>ii</sup> 出所: FactSet、ICE BofA 7-10 Year US Corporate & Government 指数トータルリターン、2023 年 12 月 31 日～2024 年 12 月 31 日。

<sup>iii</sup> 出所: FactSet、2025 年 1 月 6 日時点。MSCI EM 指数リターン、税引き後配当込み、2023 年 12 月 31 日～2024 年 12 月 31 日。

<sup>iv</sup> 出所: FactSet、2025 年 1 月 2 日。

<sup>v</sup> 出所: Finaeon, Inc.、2025 年 1 月 2 日時点。S&P 500 指数の年間トータルリターンがプラスとなった頻度、1926 年～2024 年。

<sup>vi</sup> 出所: FactSet、MSCI ACWI リターン、税引き後配当込み、2025 年 1 月 6 日時点。

## 開示事項

### FISHER INVESTMENTS JAPAN

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」）は、2015年に日本（東京）に設立され、Fisher Investments（以下、「FI」といいます）の子会社であるFisher Investments Japan Limitedの支店です。FIJは金融商品取引事業者として金融庁へ登録されています。FIJは、以下の2種類のサービスを提供します：

- 1) FIJは投資運用マネジャーを務め、(a) FIJポートフォリオ・エンジニアによる監督の下、その投資運用業務の一部をFIに委託します；または、(b) 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。
- 2) 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。

FIJはファンドの販促、勧誘、または販売は行いません。

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います。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、同時に複数が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

## 開示事項

### FISHER INVESTMENTS

Fisher Investments（以下、「FI」といいます）は、米国証券取引委員会に登録している投資顧問業者です。2024年12月31日現在、FIはその完全子会社が委託された資産を合わせ、約2,990億米ドルを運用しています。FIおよびその子会社は、Fisher Investments機関投資家グループ（FIIG）、Fisher Investments米国プライベート・クライアント・グループ、Fisher Investmentsプライベート・クライアント・グループ・インターナショナルの主要3事業部を運営しています。これらのグループを通じ、企業年金基金、公的年金および組合型企業年金基金、財団・寄付基金、保険会社、医療機関、政府および富裕層個人など、多様な投資家からなるグローバルな顧客層に対してサービスを提供しています。FIのインベストメント・ポリシー・コミッティー（IPC）は、全投資戦略の投資判断に責任を負います。

## 各指数について

### MSCI オール・カンントリー・ワールド指数

MSCI オール・カンントリー・ワールド指数（MSCI ACWI）は、先進国および新興国市場の株式市場の運用実績を測定するよう設計された、浮動株調整時価総額加重指数です。MSCI ACWIには、23の先進国市場および24の新興国市場の指数から成る47ヶ国の指数が含まれています。別途記載がない限り、ここに示すリターンには予想される源泉徴収税を差し引いた後の配当が含まれます。MSCIが予想される源泉徴収税を計算しており、計算には構成銘柄の企業が設立された国において、二重課税回避条約の恩恵から除外される、非居住者の機関投資家に適用される税率である最大税率が使用されています。

### MSCI エマージング・マーケット指数

MSCI エマージング・マーケット指数（MSCI EM 指数）は、新興国市場の株式市場の運用実績を測定するよう設計された、浮動株調整時価総額指数です。MSCI EM 指数には、24の新興国市場の指数が含まれています。別途記載がない限り、ここに示すリターンには予想される源泉徴収税を差し引いた後の配当が含まれます。MSCIが予想される源泉徴収税を計算しており、計算には構成銘柄の企業が設立された国において、二重課税回避条約の恩恵から除外される、非居住者の機関投資家に適用される税率である最大税率が使用されています。

### S&P 500 指数

S&P 500 指数は、米主要大型株 500 銘柄のパフォーマンスを測定し、スタンダード・アンド・プアーズが決定した主要業種における主要企業の代表サンプルを含んでいます。リターンは、配当を含んで表されています。

### ICE BofA 7-10 Years US Corporate 指数

ICE BofA 7-10 Year US Corporate 指数は、米国の国内市場で発行された米ドル建て投資適格社債のパフォーマンスを表す ICE BofA US Corporate Master 指数のサブセット指数で、残存期間が7年以上10年未満の全ての証券が含まれます。月末日が週末に当たる場合、月末の未収利息調整の結果として当該週末日も含まれます。