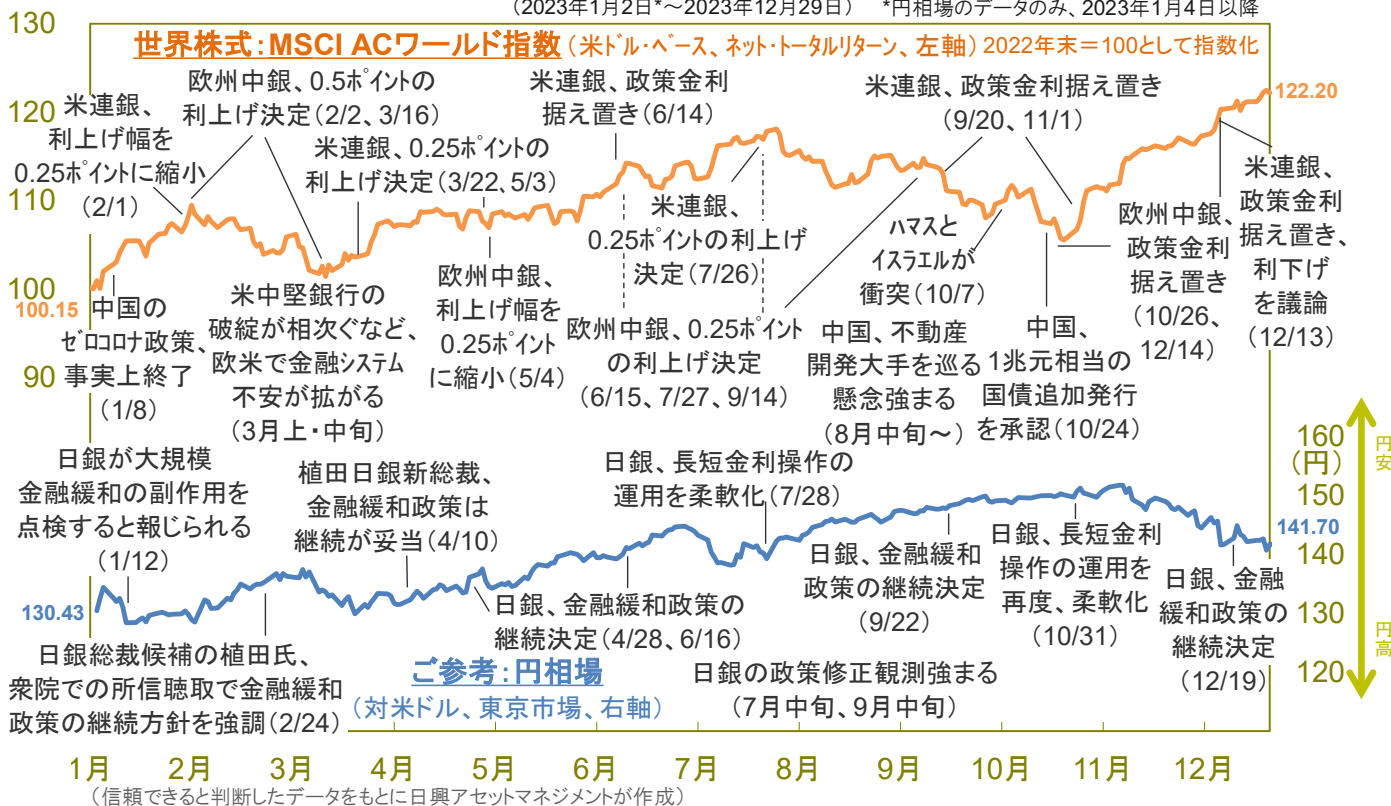


● 2023年の世界の株式市場の振り返り

＜2023年の世界株式の推移と主な出来事＞

(2023年1月2日*～2023年12月29日) *円相場のデータのみ、2023年1月4日以降



MSCI ACワールド指数(米ドル・ベース、ネット・トータルリターン)の年間騰落率は+22.2%と、2年振りの上昇(19年:+26.6%→20年:+16.3%→21年+18.5%→22年▲18.4%)となりました。

以下では、同指数の動きを中心に、世界の株式市場の1年を振り返ります。

● 年初から7月末まで

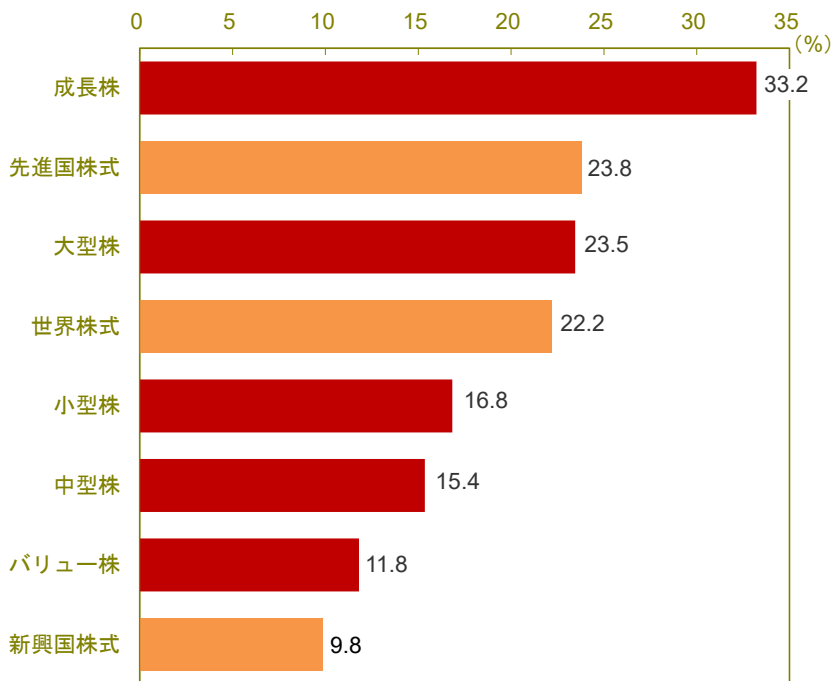
米欧での利上げ幅の縮小観測や中国でのゼロコロナ政策終了などを背景に、世界株式は上昇基調でスタートしました。3月には、米欧での金融システム不安の台頭などに伴ない反落したものの、当局の対応などによりやがて不安が和らいだ後も、長期金利の水準はさほど回復(上昇)しなかったこともあり、株価は持ち直しました。その後は、利上げの継続に前向きな金融当局者の発言や利上げの決定、中国や米国での景気の先行き懸念などが株価を抑える要因となったものの、GAFAM(ゲールの親会社アルファベット、アマゾン・ドット・コム、メタ・プラットフォームズ(旧フェイスブック)、アップル、マイクロソフト)にエヌビディア、テスラを加えたいわゆる「マグニフィセント・セブン(壮大な7銘柄、以下、M7)」を主なけん引役として、概ね上昇傾向となりました。

● 7月末から年末まで

金融引き締め長期化懸念などを背景に米10年国債利回りが4%を超えるようになると、M7の株価上昇が一服し、世界株式は10月下旬まで下落傾向となりました。ただし、米国やユーロ圏では秋以降、政策金利が据え置かれたほか、金融当局者から利上げ打ち止めに前向きな発言が相次いだだけでなく、インフレ鈍化を示唆する経済指標が目立つようになりました。すると、利上げ終了観測の台頭などを受け、米欧の長期金利が低下に転じたのに続き、世界株式は反発し、2024年の利下げ観測の強まりとともに年末にかけて上昇しました。なお、12月には、独DAX指数、仏CAC指数、米国のニューヨーク・ダウ工業株30種やナスダック100指数、印SENSEX指数などが最高値を更新しました。

※MSCI ACワールド指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc.に帰属します。※上記グラフ、データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。※上記は、個別銘柄の取引を推奨するものでも、将来の組入れを保証するものでもありません。

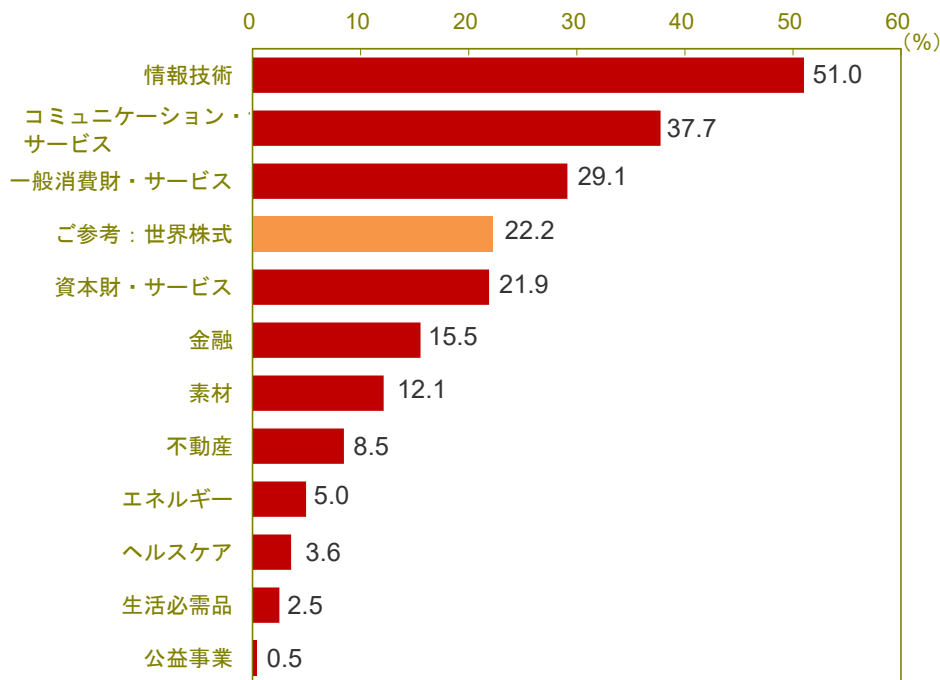
＜地域・規模・スタイル別の2023年の騰落率＞



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

- M7が属し、その指数構成比が高い、成長株、先進国株式、大型株がM7の大幅な価格上昇などを背景に上位となりました。
- バリューストックや新興国株式は、世界株式が7月末にかけて上昇した局面で上げ幅が限定的だったことなどが響き、下位となりました。また、新興国株式の場合、米ドル高の影響も重しになったとみられます。

＜セクター(世界産業分類基準の11セクター)別の2023年の騰落率＞



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

- セクター別でも、M7各社が属し、その指数構成比が高い3つのセクターが上位を占めました。
- 一方、下位は、業績が景気動向などの影響を受けにくい、いわゆるディフェンシブ・セクターが占めました。

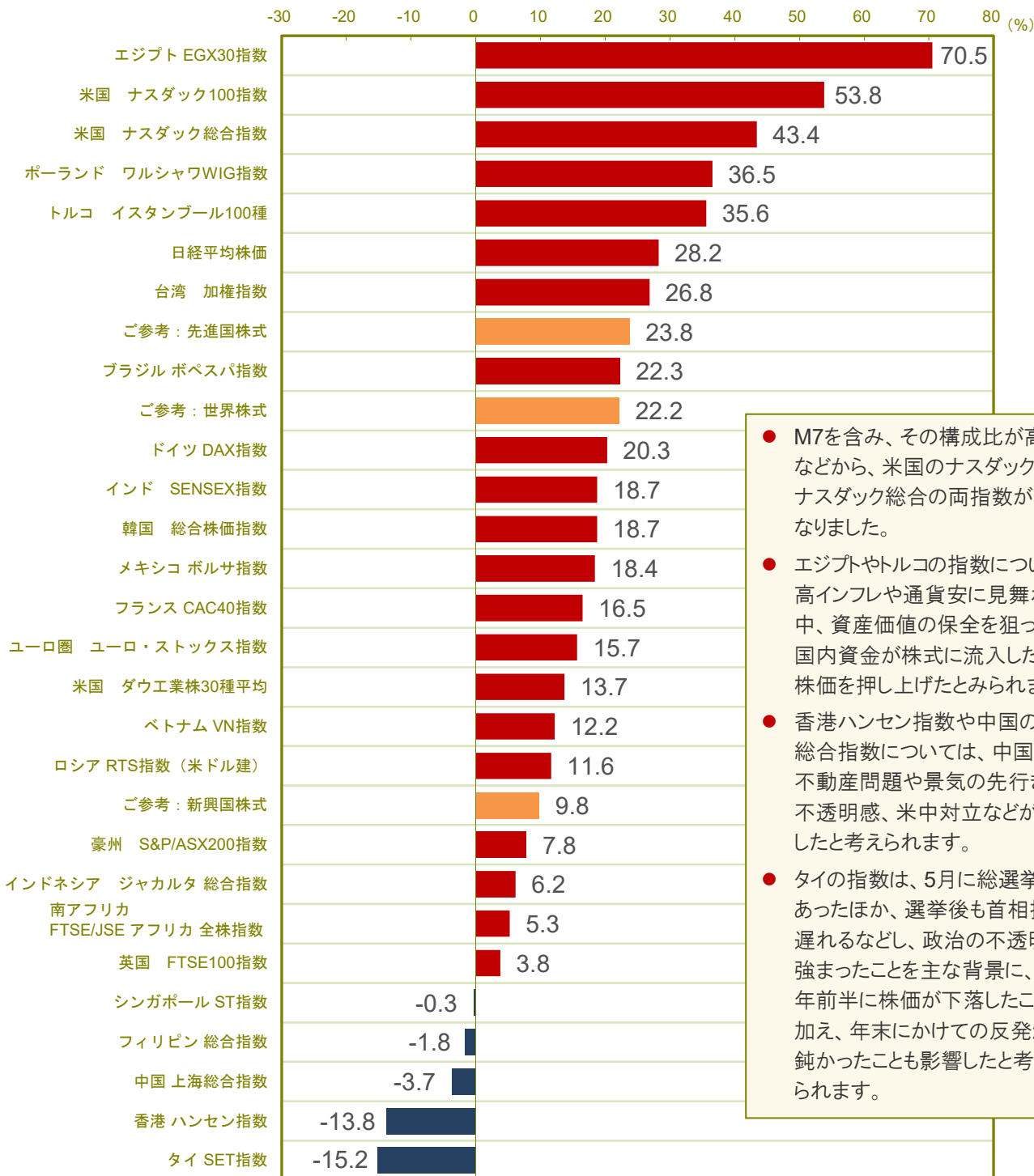
※世界株式：MSCI ACワールド指数、先進国株式：MSCIワールド指数、新興国株式：MSCIエマージング・マーケット指数、その他の指数：MSCI ACワールド指数を構成するサブ指数(いずれも米ドル・ベース、ネット・トータルリターン)

※各指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc.に帰属します。

※上記グラフ、データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

※上記は、個別銘柄の取引を推奨するものでも、将来の組入れを保証するものでもありません。

＜世界の主要株価指数の2023年の騰落率＞

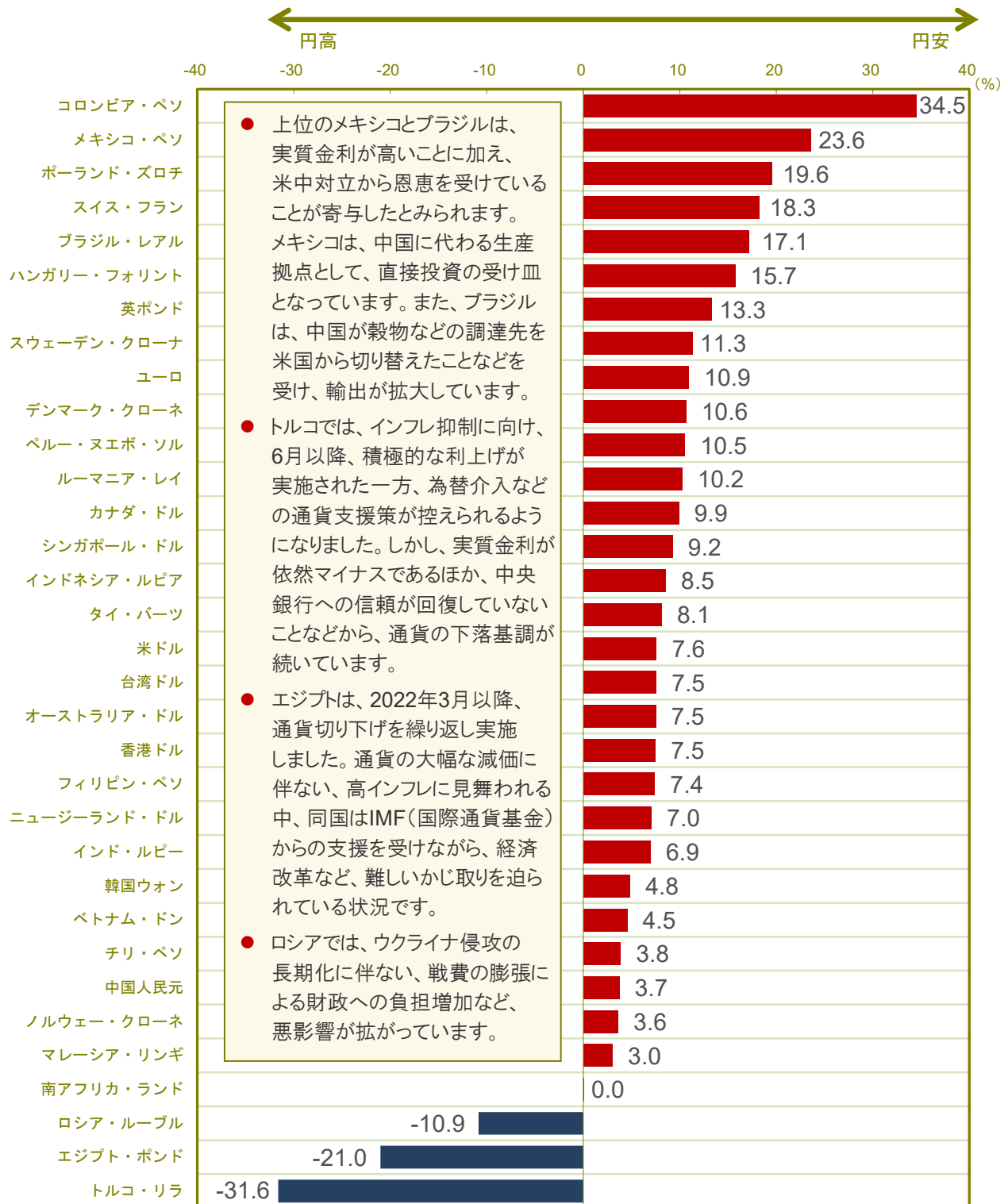


- M7を含み、その構成比が高いことなどから、米国のナスダック100、ナスダック総合の両指数が上位となりました。
- エジプトやトルコの指数については、高インフレや通貨安に見舞われる中、資産価値の保全を狙った国内資金が株式に流入したことが株価を押し上げたとみられます。
- 香港ハンセン指数や中国の上海総合指数については、中国の不動産問題や景気の先行き不透明感、米中対立などが影響したと考えられます。
- タイの指数は、5月に総選挙があったほか、選挙後も首相指名が遅れるなどし、政治の不透明感が強まったことを主な背景に、前半に株価が下落したことに加え、年末にかけての反発が鈍かったことも影響したと考えられます。

(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

- ※ 世界株式：MSCI ACワールド指数、先進国株式：MSCIワールド指数、新興国株式：MSCIエマージング・マーケット指数(いずれも米ドルベース、ネット・タリタリ)、その他の指数は、ロシアRTS指数を除き、現地通貨ベース
- ※ グラフに掲載した各指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、当該指数の算出元または公表元に帰属します。
- ※ 上記グラフ、データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。
- ※ 上記は、個別銘柄の取引を推奨するものでも、将来の組入れを保証するものでもありません

<ご参考:世界の主要通貨の2023年の騰落率(対円)>



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

※上記グラフ、データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

日興アセットマネジメント

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

● 日興アセットマネジメントの2024年の見通し

● 景気：世界の経済成長は市場予想並みに

- 弊社では、世界経済が概ね市場予想並みのペースで成長するとみています。(右表参照)
- 米国およびユーロ圏での利下げは、4-6月期に0.25ポイント、年後半に0.5ポイントと想定しています。日銀については、長短金利操作は間もなく終了し、マイナス金利政策も1-3月期中には終わり、4-6月期に0.2ポイント、年後半に0.4ポイントの利上げを見込んでいます。

● 国債と為替：米欧の国債利回りは1-3月期に上昇、年後半には低下、円は緩やかに上昇

- 国債利回りは、米欧では1-3月期に上昇するものの、その後は、毎四半期、0.1ポイント程度低下すると見込んでいます。一方、日本の国債利回りは徐々に上昇し、12月末で1.1%と想定しています。
- 為替については、毎四半期2円程度の円高・米ドル安を予想しており、12月末時点では1米ドル＝134円と想定しています。

● 株式：世界株式は1-3月期の下落を経て反発

- 米国株式は、予想PERが2024年ベースで19倍台とかなり高いこと、そうした水準への株価上昇を支えた利下げ観測が楽観的過ぎるとみられること、さらに、市場で予想されているEPS(1株当たり利益)の達成が難しいとみていることなどから、1-3月期に反落すると予想しています。また、前半を中心に、信用面での問題や地政学リスクによって投資家心理が損なわれるとみています。こうしたことから、米国株式は、前半は世界株式に後れを取ると見込むものの、年後半には世界株式並みのパフォーマンスとなり、最高値を更新すると予想しています。
- 欧州株式については、2024年ベースの予想PERが12倍台後半と、過去平均をやや下回っています。株価の行方を左右する主な要因として、ウクライナ情勢のほか、ストライキの拡がり具合や賃金上昇の行方が挙げられます。この点について、弊社は悲観的ですが、問題はそう長く続かないとみています。一方で、昨年11月末にオーストリアを本拠とする不動産大手が経営破綻に至ったのに続き、不動産セクターの問題が金融機関での焦げ付き増加などの金融トラブルにつながる恐れがあります。弊社では、欧

主要国・地域のGDP成長率見通し(弊社予想、%)

	2023年 通年	2024年 1-6月	2024年 7-12月	2024年 通年
米国	2.3	1.1	0.7	1.5
ユーロ圏	0.5	0.4	1.0	0.5
日本	2.2	1.2	1.2	1.1
中国	5.2	4.9	4.8	4.8

(半期の数字は前期比年率、通年の数字は前年比)

州での利下げも市場予想より遅く始まるとみていることもあり、欧州株式は前半に下落した後、年後半には下げ幅を縮めると見込んでいます。

- 日本株式については、価格決定力や企業統治の改善などを背景に、企業利益率の上昇が続いている一方、消費者を苦しめたインフレについては、円高が見込まれることもあり、鈍化に向かう見通しです。また、原油価格の下落に伴ない、消費者や企業家、投資家の心理が支えられると期待されます。インバウンドについては、中国からの増加に伴う拡大が見込まれます。政権交代の可能性はあるものの、政治面ではリスクが低く、自民党が引き続き政権を担うことになり、ペースこそ定かでないものの、構造改革が継続すると見込まれます。金融政策の面では、緩やかな引き締めが見込まれますが、市場を驚かさずことはないとみています。2024年ベースの予想PERが14倍強の日本株式は魅力的と考えられます。自社株買いが活発なことや、配当利回りが2.3%程度と、債券利回りと比べてかなり高いことも好材料です。弊社では、日本株式が魅力的なパフォーマンスを示すと予想しています。

● 主なリスク要因

ウクライナ紛争や北朝鮮、中国と台湾の関係、中東問題など、地政学リスクに引き続き注意が必要です。1月13日の台湾総統選挙については、中国と距離を置く党の候補が勝利する可能性が高く、中台間のぎくしゃくした関係の深化や長期化により、企業家や投資家の自信が世界的に傷つけられる可能性があります。中東問題は、世界貿易を引き続き一定程度抑えることになるとみられます。米国では、政治対立に伴う混乱が続くと見込まれるものの、経済や企業業績に影響が及ばない限り、金融市場で過剰反応が拡がることはないとみています。

※上記は見通しであり、将来を約束するものではありません。

●2024年の主な注目点～弊社チーフ・ストラテジスト、神山 直樹のコメント

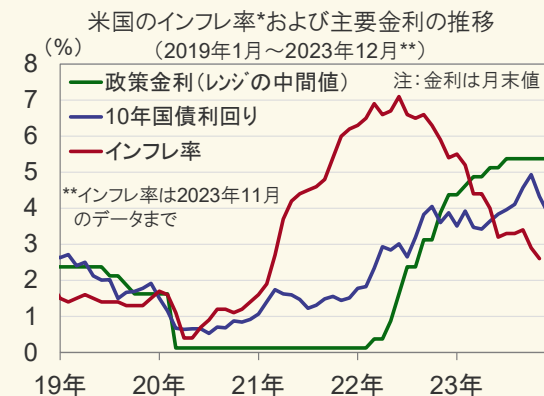
2024年の投資における3つの注目ポイントは、

- 臆病な米FRBと日銀：正常化による米ドル安
- 日本の千載一遇のチャンス：「余剰」から「不足」へ
- 横ばいの世界経済

だと考えています。

●臆病な米FRBと日銀：正常化による米ドル安

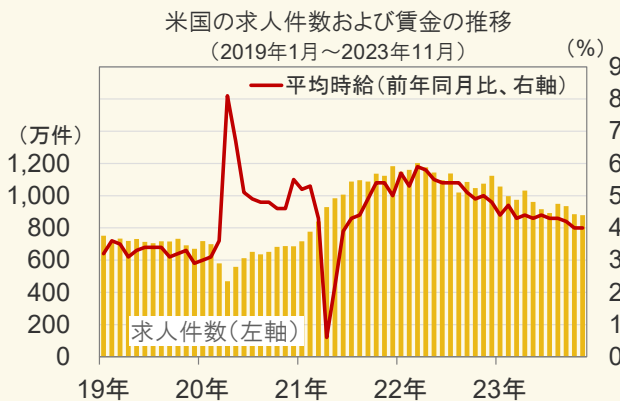
今年の注目点は、米FRB（連邦準備制度理事会）も日銀も臆病な動きをしそうだということです。昨年は、米国でインフレ再燃リスクが低下することを予想していました。実際には、長期金利は2022年末で3.87%台半ば、2023年末では3.88%弱と、ほとんど変わらない水準となりました。つまり、インフレ再燃懸念が昨年夏以降に高まり、長期金利が5%程度に上昇したものの、結局はそれほどでもないということになり、行ったり来たりして終わる1年でした。



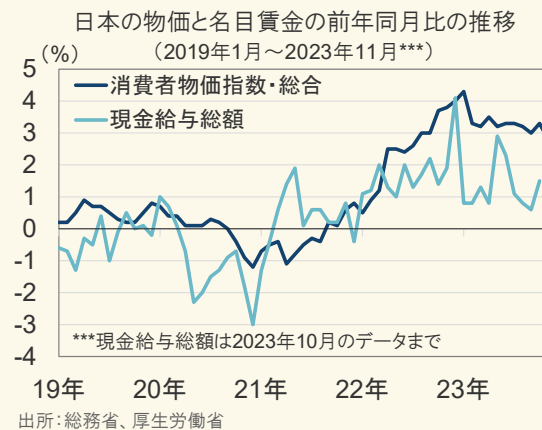
*PCE（個人消費支出）物価指数の前年同月比
信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

市場やFRBが臆病になったり、自信を持ったりする最大の要因は、賃金上昇率です。インフレは、光熱費が上がるとか食料品が値上がりすることが原因とは言えません。そもそもおカネがないと買えないはずだからです。つまり、インフレは、買う側からすれば、貯蓄を取り崩すか、賃金が上がることで起こります。いまFRBは、賃金上昇が長く続くことでインフレが長引くことを一番恐れています。昨秋の金利高は、賃金上昇率がなかなか下がらないことで起こり、その後の金利低下は、賃金上昇率が下がり始めた時に起こりました。そしてFRBは12月の政策決定会合で金利を引き上げませんでした。この時のパウエル議長の発言などから、いよいよFRBの利上げは止まり、2024年は政策金利の引き下げを進めると期待されるようになりました。

※上記データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。



日銀は、賃金上昇率が高まり、インフレが安定することを望んでいます。しかし、春闘の行方などを見極めないとデフレ環境から確実に脱却できるか自信が持てません。12月の政策決定会合の後、植田総裁はまだすぐに利上げをする確信は得られない旨の発言をしました。日米の中央銀行はまったく正反対の方向に政策金利を動かしたいのですが、臆病に振る舞うところが似ています。

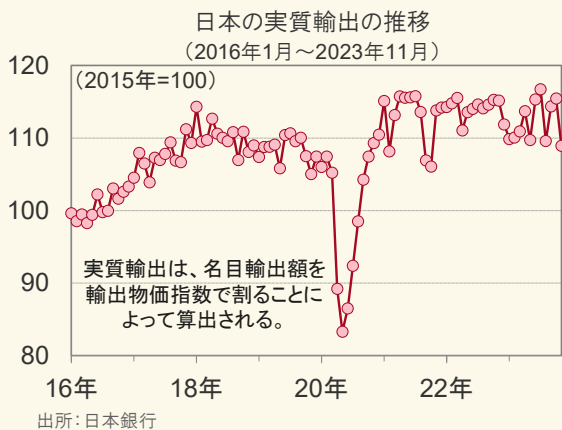


日米中央銀行の臆病さの見極めが、米ドル・円の予想に直結します。弊社では、FRBは政策金利（レンジの上限値）をインフレ率を下回る水準までには引き下げないものの、今年12月までに5.50%から4.75%に緩やかに引き下げるとみえています。また、インフレからの正常化が進むとみえます。一方、日銀については、政策金利を1-3月期に0%とし、年末までに0.6%まで引き上げるとみえています。正常化はゆっくり行われ、年末の米ドル・円の水準は1米ドル＝134円と予想し、110円に戻るにはまだ時間がかかるとみえています。

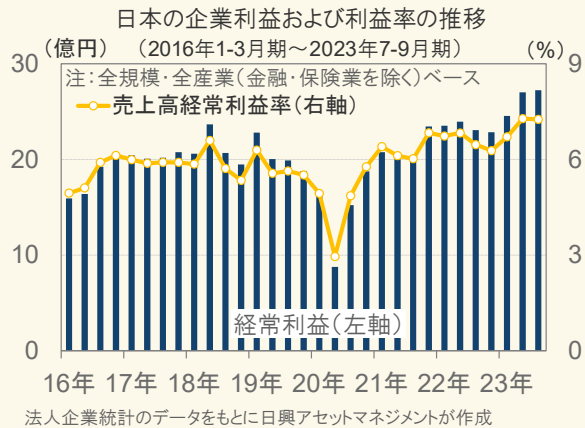
● 日本の千載一遇のチャンス:「余剰」から「不足」へ

日本経済については、昨年初に予想したように、「余剰」から「不足」への体質変化が進むとみています。昨年の日本は、賃金が上昇したものの物価上昇ペースを下回っていました。2022年は光熱費の上昇、2023年は食料品価格の上昇を主な背景としてインフレが進んだものの、賃金があまり上昇しなかったため、消費が力を得て経済を引っ張るほどではありませんでした。

しかし、米国の消費の好調が続いたため、日本の輸出数量(日銀調査の実質輸出)がリーマン・ショック前のピークを越えた状態が続きます。つまり輸出産業において、ヒト・モノ・カネの「余剰」から「不足」への変化が続いています。しかも、コロナ禍に伴う行動制限からの正常化が昨年5月以降、本格化しました。こうした中、国内産業についても、ヒト・モノ・カネの「余剰」から「不足」への変化が進んでいます。



一方で、インフレ率や企業の収益環境の改善にも関わらず賃金上昇は大変ゆっくりでした。それゆえ、消費は盛り上がり、企業も年初に想定したほど設備投資を進めませんでした。今年は、この点が変わるとみています。光熱費や食料品の価格転嫁が一巡してインフレは落ち着く一方、人手不足が続く賃金上昇が続くとみられるからです。1年に1回しかない正規社員のベースアップ率がインフレ率に近い程度に上昇する可能性も高いと考えています。賃金がインフレ率を超えて上昇すれば、消費が盛り上がり、人手不足状態が継続、ロボットなどへの設備投資が拡大し、資金が必要になれば融資も伸びるでしょう。



日本株式については、リーマン・ショック以来の消費の本格的な回復が期待される中で、日経平均株価が年末に3万6千円を超えると想定しています。売上が伸びる中で長期金利の1.1%程度までの上昇は、企業利益に悪影響を与えるほどではないでしょう。インフレ下では、インフレ率を上回る収益力改善で借金をしても伸びる会社がある一方、売上が伸びず借金返済が厳しくなるところが出てくることなどから、銘柄間の格差が大きくなりやすいものの、回復力のある企業や金利上昇の恩恵を受ける銀行を中心とした、バリュー株(割安株)優位の可能性が高まるとみています。日本の構造的な改善は今年、いよいよ本番を迎えるとみます。「余剰」から「不足」への千載一遇の機会に日本企業は体質を改善することが期待されます。景気が悪いときに年功序列などの構造を変えるのは難しく、転職しても給与が下がる傾向にありました。しかし、消費が強くなり、景気が良いのであれば、硬直的な労働市場の改革も進めやすくなります。成長分野への労働力の移動を促すリスティングなどの政策が進めば、良い後押しとなります。

● 横ばいの世界経済

世界経済のリスクであった、インフレ懸念を背景とした高すぎる政策金利が長く維持される可能性は低下しました。メインシナリオでは、米国を中心とする世界景気は、2%以下の成長率で横ばいと考えます。マイナスの成長率が長く続く本格的な景気後退の可能性は低いとみています。米国で商業用不動産に関わる部分的な金融危機のリスクが言われていますが、銀行システムは預金保護制度などで米国政府とFRBに守られるとみ

※上記データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

ています。賃金や消費の落ち着きで、経済全体は低成長率であっても、コロナ禍後の高い水準を維持できるとみまます。

FRBの利下げが明確化するにつれて、株式市場で金利離れが進むでしょう。利下げは、短期的、心理的に米国のグロース株をサポートするかもしれませんが、一方で消費がスローダウンすれば、大手ITプラットフォーム関連企業にとって良い話ではありません。金利水準そのものよりも、企業ごとの売上や利益の状況に注目が集まるでしょう。テクノロジー関連の収益環境は、ロボットや自動運転を含む人工知能(AI)の需要拡大で下支えされ続けるとみています。

今年は米国の大統領選が注目されますが、現状の主要な候補である、バイデン氏やトランプ氏であれば、いずれも過去の経験があるので、市場に長期間、大きな影響を与えることはないとみえています。日本の政治の不安定についても、現政権は安倍首相や小泉首相のような好影響を金融市場に与えなかったため、政権変更があっても影響しないとみられます。海外投資家の間では、日本の東証や企業による構造改革期待が継続しています。

まとめると、今年の世界経済は、全体的に低成長にとどまると考えています。金融市場では、まず米国での政策金利の正常化(引き下げ)が注目され、年末に4.75%と予想します。日本は、消費の回復に伴い、先進国の中での出遅れからの回復を享受するでしょう。一方、いよいよ日本の政策金利が緩やかに変化し、マイナスからプラスに転じると見込まれます。米ドル安・円高の要因が多いのですが、日銀もFRBもゆっくりと政策を変更するので、年末に1米ドル=134円程度と想定しています。

なお、弊社予想の詳細については、季刊「グローバル・フォーサイト」をご参照ください。