



Market Insights

Quarterly Perspectives

Japan | 1Q 2023

J.P.モルガン・アセット・マネジメントより、「Quarterly Perspectives」の最新号をお届けします。本書では「Guide to the Markets」の主要テーマに注目し、ポートフォリオの議論に関わる重要なポイントをご紹介します。

「Quarterly Perspectives」および「Guide to the Markets」は、「Market Insights」プログラムの一部です。このプログラムは、投資家の皆さまが感情に左右されることなく、論理的に金融市場や経済を分析する手法を提供するものであり、最終的に皆さまが合理的な投資判断を行う手助けとなるよう、開発されています。

【今四半期のテーマ】

～昨年と今年の世界の経済・投資環境はどう違う？～

- ①今年の世界の経済・金融政策・市場の見通しは？
- ②景気後退が懸念される中での投資戦略は？
- ③今年分散投資が機能する？、弱気相場はいつ終わる？



Strategists

Shogo Maekawa
Vice President
Global Market Strategist

Tai Hui
Managing Director
Chief Market Strategist
Asia Pacific

Clara Cheong, CFA
Executive Director
Global Market Strategist

Kerry Craig, CFA
Executive Director
Global Market Strategist

Agnes Lin
Executive Director
Global Market Strategist

Chaoping Zhu, CFA
Executive Director
Global Market Strategist

Marcella Chow
Vice President
Global Market Strategist

Ian Hui
Vice President
Global Market Strategist

Adrian Tong
Global Market Strategist

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT



【経済】 Q. 今年の世界景気の見通しは？

A. 世界的に企業景況感は弱く、欧米などの景気後退入りのリスクを注視。株式市場はまだ最悪期を脱していない可能性。



Starting 11

経済と金融市場をつかむ②：世界の景気後退リスクと企業景況感

GTM Japan 5

各国・地域の景気後退確率 (Bloombergによるエコノミスト調査)



グローバルの企業景況感 (PMI, 購買担当者景況指数)



日米の景気後退と株価の推移



出所：(左上) Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan Asset Management (右上) S&P Global, J.P. Morgan, 全米経済研究所 (NBER), Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan Asset Management (下) S&P Dow Jones Indices LLC, 全米経済研究所 (NBER), 株式会社JPX総研、内閣府、Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan Asset Management 注：(左上) 「景気後退確率」は、Bloombergによる月次のエコノミスト調査によるもので、向こう1年間に景気後退に陥る確率(中央値)。(右上) 「製造業PMI」は、J.P. Morgan Global Manufacturing PMI SA、「サービス業PMI」：JPMorgan Global Services PMI SA。「PMI」は、50を超える場合、前月と比べて企業の景況感が改善していることを示し、反対に50を下回る場合には、前月と比べて企業の景況感が悪化していることを示す。データは2023年1月5日時点で取得可能な最新のものを掲載。過去のパフォーマンスは将来の成果を示唆・保証するものではありません。

J.P.Morgan ASSET MANAGEMENT

- 【右上図】をみると、足元ではグローバルの購買担当者景況指数 (PMI) が製造業、サービス業ともに好不況の分かれ目である50を下回っており、景気の後半戦に入っています。今年是世界的な景気後退の懸念も意識され、例えば【左上図】のBloombergによるエコノミスト調査をみると、【灰色】の米国が向こう1年間で景気後退入りする可能性は足元で60%を超えています。雇用は堅調で未だ景気後退が“確実”とは言えませんが、昨年来の急速な金融引き締めが悪影響が今後も出て来るとの見方などが背景にあるのでしょうか。

- 続いて米国以外に目を向けると、【左上図の緑色】のユーロ圏は米国と同様に金融引き締め懸念が続いています。また、一時より懸念は和らいだものの、エネルギーの供給不安も根強く、米国以上に景気後退が意識されています。【同図の青色】の日本については経済再開などもあり、現時点では景気後退が過度に意識されていません。但し【下図】の通り、1970年以降の歴史を振り返ると、米国が景気後退に入ると日本も必ず景気後退入りしていたことを踏まえれば、外需の悪化を起点とする景気悪化の可能性を警戒すべきでしょう (→中国については7ページ参照)。

- なお、仮にこれから米国が景気後退に入るとは、株式市場はまだ最悪期を脱していない可能性が意識されます。なぜなら、第2次世界大戦後の歴史をみると、S&P 500は景気後退の開始前に底を付けたことがなかったためです。



【経済】 Q. 今年の企業業績の見通しは？

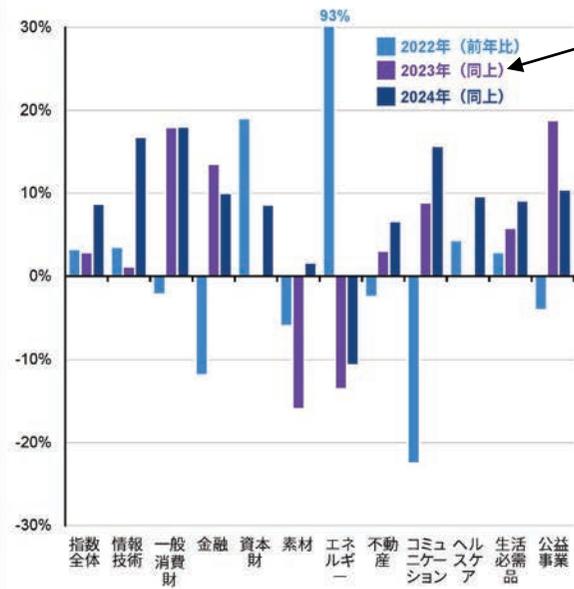
A. 現時点で今年は若干の増益が見込まれているが、当面の景気悪化とともに業績見通しは下方修正されていく可能性。



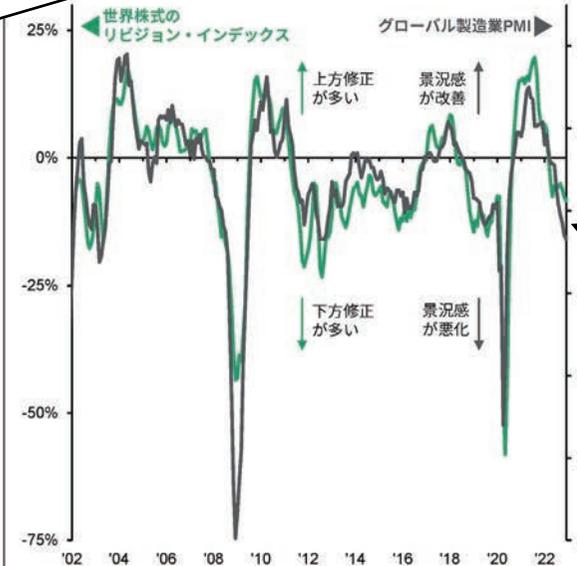
グローバルの企業業績と企業景況感

GTM Japan 16

世界株式：セクター別の予想1株利益（EPS）の「変化率」



グローバル製造業PMIと株式の業績予想の修正
リビジョン・インデックスは3ヵ月移動平均値



出所：(左) MSCI, FactSet, J.P. Morgan Asset Management (右) S&P Global, J.P. Morgan, MSCI, FactSet, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan Asset Management 注：(左) セクターの名称は、「一般消費財」は「一般消費財・サービス」、「コミュニケーション」は「コミュニケーション・サービス」、「資本財」は「資本財・サービス」を指す。グラフの目盛り外となる場合は、数値を参照。使用した指数は次のとおり：「世界株式」：MSCI All Country World Index。MSCIの各セクターの指数を使用。セクターは、GICSの11業種分類を使用。「予想1株利益（EPS）」は、アナリスト予想集計値、米ドル・ベース。データの出所およびもしくはは計測時点が異なるため、他のページの数値とは異なる場合がある。(右) 「製造業PMI」は、J.P. Morgan Global Manufacturing PMI SA。「PMI」は、50を超える場合、前月と比べて企業の景況感が改善していることを示し、反対に50を下回る場合には、前月と比べて企業の景況感が悪化していることを示す。「世界株式」：MSCI All Country World Index。「リビジョン・インデックス」は、対象銘柄に占める業績上方修正銘柄の割合から、同下方修正銘柄の割合を引いたもの。当期予想利益、暦年ベース、アナリスト集計値、3ヵ月移動平均値。データは2023年1月3日時点で取得可能な最新のものを掲載。

J.P.Morgan ASSET MANAGEMENT

- 【左図の紫色】で、世界株式ベースの今年の1株利益（EPS、アナリスト予想集計値）の伸びをみると、指数全体で若干の増益が見込まれていることがわかります。また、セクター別でも、エネルギーや素材などを除く幅広いセクターで増益の見通しが示されています。
- 次に、国別でも主要国・地域の今年のEPS成長率はプラスの見込みで、例えば米国や日本の増益率は5%程度と予想されています（→詳細はGuide to the Markets 2023年1-3月期版8ページを参照）。
- 但し、これらの増益見通しは、今後下方修正される可能性がある点に注意が必要です。【右図】を見ると、前ページで確認したグローバル製造業PMIと世界株式のリビジョン・インデックス（アナリストによる業績予想の修正）は連動する傾向にあり、足元はPMIが弱く、リビジョン・インデックスも下方修正が多い傾向に転じていることがわかります。
- 今後も当面は世界景気は悪化する可能性が高く、PMIの更なる低下が意識されます。この点を踏まえれば、企業業績の見通しも景気に敏感なセクターや国・地域を中心に下方修正が続き、足元の増益見通しが減益見通しに転じるリスクがあるとみています。



【経済】 Q. 今年の米国の物価見通しは？



米国：インフレ率

GTM Japan 23

グローバル経済

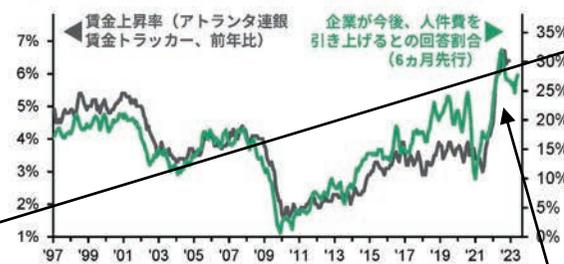
米国企業の販売価格の引き上げ計画とインフレ率

価格の回答は全米自営業者連盟 (NFIB) が発表するデータ、3ヵ月移動平均値



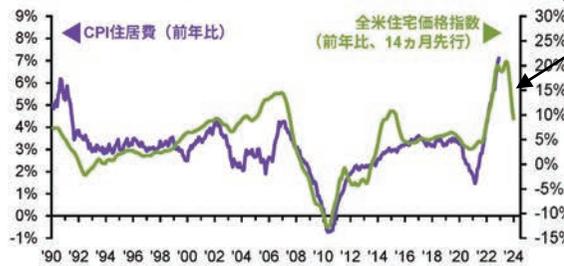
米国企業の人件費の引き上げ計画と賃金上昇率

両指標とも3ヵ月移動平均値、人件費の回答はNFIBが発表するデータ



米国の住宅価格と住居費

住宅価格は、S&Pケース・シラー住宅価格指数



出所：(左) 米労働統計局 (BLS)、全米自営業者連盟 (NFIB)、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 (右上) 米アトランタ連銀、全米自営業者連盟 (NFIB)、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 (右下) 米労働統計局 (BLS)、S&P Dow Jones Indices, LLC、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 データは2022年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT

A. 米国のインフレ率は既にピークアウトした可能性があり、先行指標も今後の鈍化基調を示唆している。

- ここまでは、今後の世界的な景気後退の可能性や企業業績の悪化懸念についてまとめてきました。しかし、今年はこれらの暗い材料だけではなく、明るい材料も出てくる可能性があります。
- はじめに、昨年多くの企業や家計、投資家の頭を悩ませた高インフレが、今年は落ち着いていく可能性があります。例えば【左図】をみると、【青色】の米国のインフレ率は既にピークアウトしているように見えるほか、インフレ率に先行する傾向がある【オレンジ色】の販売価格の引き上げ計画（企業調査）も低下基調になっています。
- 最近のインフレ率の中身を見ると、エネルギー価格が低下していることに加え、エネルギーと食品を除くコアの財価格も供給網の改善や在庫の積み上がり、需要鈍化などによって上昇圧力が収まってきています。次に【右下図】をみると、【紫色】の住居費の伸びは高止まっているものの、これに先行する傾向がある【黄緑色】の住宅価格がピークアウトしている点は安心材料です。
- 但し、住居費を除くコアサービス価格の上昇率が今後着実に落ち着いていくためには、【右上図】の【灰色】の賃金上昇率が鈍化していく必要があります。この点を見極める上では、賃金上昇率に先行する傾向がある【緑色】の人件費の引き上げ計画（企業調査）などを注視すべきでしょう。



【経済】 Q. 今年のFRBの金融政策の見通しは？

A. 過去の利下げの歴史と今後の経済予測によれば、年後半に利下げの可能性。利下げ→景気後退回避となるかは不透明。



米国：過去のFRBの利下げの歴史

GTM Japan 24

過去の米国の利下げサイクル開始時のインフレ率と労働市場

インフレ率は個人消費支出（PCE）物価指数の前年比、雇用者数の伸びは非農業部門雇用者数の前月比の3ヵ月移動平均値



利下げサイクル開始月のインフレ率

	全体	大インフレ期 (’74、’80、’81年)	大インフレ期後 (1984年以降)
平均値	4.7%	10.3%	2.6%

利下げサイクル開始月の雇用者数の伸び

	全体	景気後退入りを回避したケース	景気後退入りしたケース
平均値	13.3万人	22.9万人	7.8万人

出所：米労働統計局（BLS）、米経済分析局（BEA）、米連邦準備制度理事会（FRB）、全米経済研究所（NBER）、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management 注：「FRBの政策金利」は、FRBの政策金利＝フェデラルファンド金利の誘導目標レンジの中央値。「金融市場の織り込み」は、フェデラルファンド金利先物から算出、各四半期末時点。「雇用者数の伸び」と「インフレ率」の予測値は、Bloombergによるエコノミスト予想集計値、四半期ベース。実績値はインフレ率が2022年11月まで、その他は同12月まで。「雇用者数の伸び」の「景気後退入りを回避したケース」は、1984、1987、1995、1998年。グラフの目盛り外の値は、次のとおり；「雇用者数の伸び」2020年4-10月は-720.5、-645.0、-444.9、284.5、251.9、132.4、107.7万人。2023年1月6日時点で取得可能な最新のものを掲載。

- 前ページでまとめたインフレ率の鈍化期待は、米国の金融政策の転換という好材料に繋がる可能性があります。昨年は高すぎるインフレ率がFRBの急速な利上げを招きましたが、今年は【青色】のインフレ率が鈍化するにつれて、【緑色】で示す雇用の弱まりにFRBが配慮し始めるとの見方が強まりつつあります。このような見通しを背景に、金融市場では【灰色】の通り、年前半の利上げ停止と年後半の利下げ開始が意識されています。
- FRBは投資家による年内の利下げ観測をけん制していますが、①【下の表】の通り、過去は2%台後半のインフレ率や10万人強の弱めの雇用の伸びが生じる状況下で利下げを実施したという歴史と、②そのような状況が今年の後半に生じてもおかしくないというエコノミスト予想を踏まえれば、金融市場が年内の利下げ観測を根強く維持していることに違和感はありません。
- 利下げそのものは、その後の景気や企業業績の回復に繋がるため歓迎すべきですが、金融政策の効果にはラグ（遅れ）があり、利下げが「手遅れ」となるリスクには注意が必要です。【緑色のマーカー】で示す通り、過去は利下げ開始後に雇用者数が減少に転じ、景気後退が回避できなかったケースが多くあったことを踏まえれば、利下げ開始時に労働市場が崩壊していないかを確認する必要があります。



【経済】 Q. ～頭の体操～ 仮に米国が景気後退入りする場合、マイルドか深刻か？

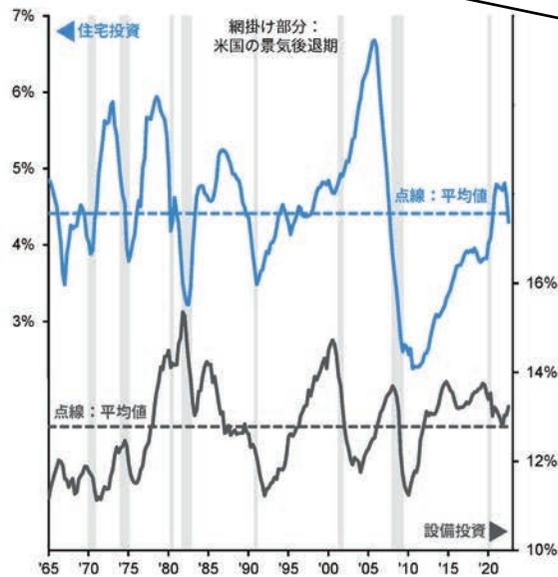


米国：民間部門の投資や債務の状況と景気後退

GTM Japan 25

グローバル経済

米国の住宅投資と設備投資 (GDP比)



米国の家計の債務状況



米国の企業 (非金融) の債務状況



出所：(左) 米経済分析局 (BEA)、全米経済研究所 (NBER)、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 (右上) 米連邦準備制度理事会 (FRB)、全米経済研究所 (NBER)、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 (右下) 米連邦準備制度理事会 (FRB)、国際決済銀行 (BIS)、全米経済研究所 (NBER)、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 注：(右上)「家計の債務返済比率」は家計の債務返済額を可処分所得で除したものの。
 (右下)「企業(非金融)の債務返済比率」は民間企業部門(非金融)の債務返済額を総可処分所得と利払い費用の和で除したものの。
 データは2022年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT

A. 米国の民間部門の投資や債務の状況、銀行規制強化などを踏まえれば、現時点ではマイルドな景気後退の可能性。

- 2ページでは、米国の景気入りについて「現時点で“確実”とは言えないものの、その可能性が高いとみられている」とまとめました。そこで当ページでは、仮に米国が景気後退に入る場合、それがマイルドなのか深刻なのかを考えてみましょう。結論から言えば、下記3点などを踏まえると、現時点ではマイルドな景気後退になる可能性が高いとみています。
- ①【左図】で示す通り、今回の景気拡大期では、住宅や設備の投資ブームが起きているようには見えません。例えばリーマン・ショック前の住宅バブル期のように投資に過剰があれば、その後の反動減も大きくなりますが、今回は投資に関して行き過ぎた心配をする必要はないかもしれません。
- ②上記の投資とも関係しますが、【右上・右下図】の通り、米国の民間部門の債務状況も過度に懸念されていません。まず、家計の債務や債務返済比率は2010年代から低下傾向で改善しています。企業の債務は高水準ですが、債務返済比率などもあわせてみれば、深刻な状況には至っていません。
- ③最後に、米国の金融システムについても、FRBのストレステスト(健全性審査)の結果などを見る限り、大手銀行は不況への耐性を備えているとされています。
- 以上の材料を踏まえれば、一部の家計や企業、金融機関はともかく、米国全体でみた場合は行き過ぎたブームの破裂による深刻な景気後退になる可能性は低いと考えます。



【経済】 Q. 米欧などが景気後退リスクに直面する中、中国景気の見通しは？

A. 欧米とは対照的に、中国は景気回復の期待が高まる。①経済再開、②不動産問題の改善、③景気刺激策に注目。

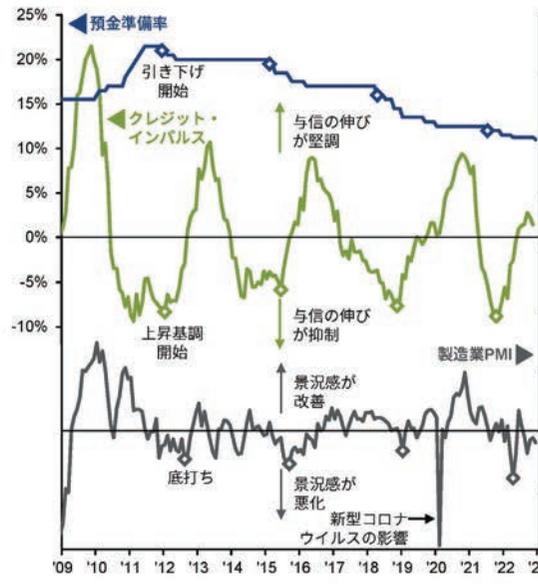


中国：経済指標と金融市場

GTM Japan 29

グローバル経済

中国の預金準備率と信用サイクルと製造業景況感



クレジット・インパルスと中国株式のリターン



インフラ投資と不動産投資と消費



出所：(左) S&P Global、財新、中国人民銀行、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 (右) MSCI、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management (右) 中国国家統計局 (NBS)、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 注：(左) 預金準備率は、大手銀行向け。「PMI」は、50を超える場合、前月と比べて企業の景況感が改善していることを示し、反対に50を下回る場合には、前月と比べて企業の景況感が悪化していることを示す。(左、右) 使用した指数は次のとおり；「クレジット・インパルス」：Bloomberg Economics China Credit Impulse 12 Month Change、中国のGDPに対する新規与信の割合 (前年からの変化)。
 データは2023年1月3日時点で取得可能な最新のもの掲載。過去のパフォーマンスは将来の成果を示唆・保証するものではありません。

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT

- ここまでは米国の景気後退リスクについてみてきましたが、対照的に中国の景気に関しては、下記3点などを踏まえると、今年の回復基調を期待したいところです。
- ①まずは「ゼロコロナ」政策の事実上の撤廃が最大の注目点であり、中期的な好材料でしょう。中国政府は昨年終盤から新型コロナウイルスに関する防疫規制の緩和を発表し、景気回復を重視し始めています。短期的には、規制緩和が感染者数の急増や医療体制の逼迫に繋がるリスクがあり、一本調子で経済再開が進む可能性は低いでしょう。とはいえ、中期的には他国が経験してきたように、一時の困難を乗り越えて景気が回復していくことが期待されます。
- ②次に、不動産問題が最悪期を脱する可能性も意識されています。中国の不動産市場は、バブル抑制のための政府による金融規制の強化や景気悪化のダブルパンチで低迷しましたが、このところは政府が不動産市場に対する包括的な金融支援策をまとめるなど、支援期待が高まっています。
- ③最後に、財政・金融刺激策の継続も好材料です。欧米とは対照的に中国では金融緩和が続けられており、先月には預金準備率の引き下げなども実施されました。堅調に推移しているインフラ投資など財政出動と合わせた景気下支え策もあり、中国の経済指標や株式のリターンに先行する傾向がある「クレジット・インパルス」(→GDPに対する新規与信の伸び、【黄緑色】)が既に上昇傾向にある点は好材料です。



【資産運用】 Q. 世界的な“景気後退の可能性”を踏まえた投資戦略は？

A. 当面は、株式よりも信用力の高い債券を、株式の中ではクオリティ株式やディフェンシブセクターを 선호。

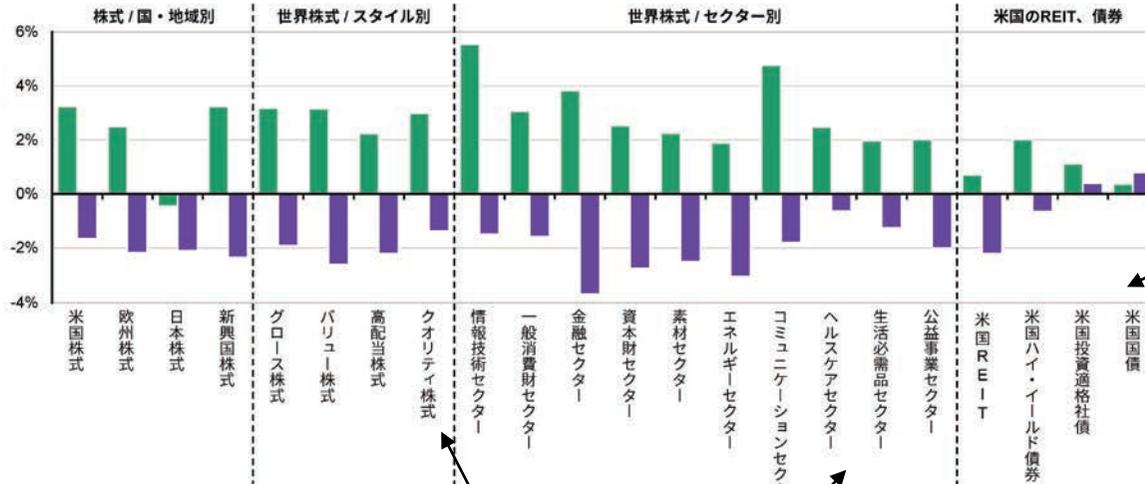


世界景気のサイクルと各資産のリターン

GTM Japan 31

グローバル製造業PMIと米国の景気後退と各資産のトータルリターン（利息・配当を含む）

セクター・スタイルは世界株式ベース、日本株式と欧州株式は現地通貨ベース、その他は米ドルベース、各局面における1か月間のリターンの平均値



■ 製造業PMIが50未満で低下傾向も、米国の景気後退は回避 ■ 製造業PMIが50未満で低下傾向かつ米国の景気後退入り

出所：S&P Global, J.P. Morgan, MSCI, S&P Dow Jones Indices LLC, 株式会社JPX総研, FTSE, ICE Data Indices, LLC, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan Asset Management 注：グローバル製造業PMI（3か月移動平均値）の各局面における、各資産の1か月間のリターンの平均値を計算。対象期間は、グローバル製造業PMIのデータが提供される1998年以降。ただし、「高配当株式」のみ、データの取得可能な1999年1月以降。セクターの名称は、「一般消費財」は「一般消費財・サービス」、「コミュニケーション」は「コミュニケーション・サービス」、「資本財」は「資本財・サービス」を指す。不動産セクターは、データの取得可能期間が限られるため除外。使用した指数は次のとおり「米国株式」：S&P 500、「欧州株式」：MSCI Europe Index、「日本株式」：TOPIX、「新興国株式」：MSCI Emerging Markets Index、株式のセクター・スタイルは、MSCI All Country World Indexの各指数を使用。セクターは、GICSの11業種分類を使用。「米国REIT」：FTSE NAREIT All Equity REITs Index、「米国ハイ・イールド債券」：ICE BofA US High Yield Index、「米国投資適格社債」：ICE BofA US Corporate Index、「米国国債」：ICE BofA US Treasury Index、「グローバル製造業PMI」：J.P. Morgan Global Manufacturing PMI SA。「PMI」は、50を超える場合、前月と比べて企業の景況感が改善していることを示し、反対に50を下回る場合には、前月と比べて企業の景況感が悪化していることを示す。足元のPMIが50未満で低下している局面は、また米国の景気後退の有無の判断が難しいため、リターン算出の対象外としている。データは2023年1月3日時点取得可能な最新のものを掲載。過去のパフォーマンスは将来の成果を示唆・保証するものではありません。



- ここまでの米国や世界の経済見通しを踏まえると、少なくとも当面は景気の更なる悪化を想定しつつ、「もしかすると景気後退に入るかもしれない」というリスクにも配慮した投資を検討したいところです。この点を考えるにあたっては、足元のようにグローバル製造業PMI（3か月移動平均値）が節目の50未満で低下傾向だった局面の過去の月次リターン（平均値、図の棒グラフ）から示唆を得るのも一案です。当該データのポイントは以下の2点です。
- ①PMIが50未満で低下も米国の景気後退を回避できた【緑色】の局面でも、50未満で低下かつ景気後退入りした【紫色】の局面でも、米国の国債や投資適格社債などの信用力が高い債券はプラスのリターンでした。PMIが50割れで低下するような景気の本格悪化が意識されると、金融引き締め懸念が低下したり金融緩和期待が高まることで、金利が低下し始めたことが表れています。
- ②一方、株式やREIT、ハイ・イールド債券は、景気後退を回避できた【緑色】のケースでは上昇したものの、景気後退入りした【紫色】のケースでは下落しています。つまり株式などは、上記①の金利低下だけで上昇するとは限らず、結局は景気後退が回避できるかが重要と言えます。

【補足】 当面の経済や金融市場の見通しを踏まえた投資戦略は？

- 右でまとめた過去の各資産のパフォーマンスと足元の米国の景気後退懸念の高まりを踏まえれば、当面は株式よりも信用力の高い債券を 선호したいところです。
- また、株式の中では、仮に景気後退入りとなった場合に下値抵抗力が期待できるスタイルやセクターを偏好するのが一案でしょう。例えば、【紫色】の株式のリターンを見比べた場合、利益率が高く財務も健全なクオリティ株式や企業業績が景気動向に左右されにくいディフェンシブセクターなどが相対的に底堅かったことがわかります。



【資産運用】 Q. 昨年と今年の投資環境はどう違う? ① ~分散投資~

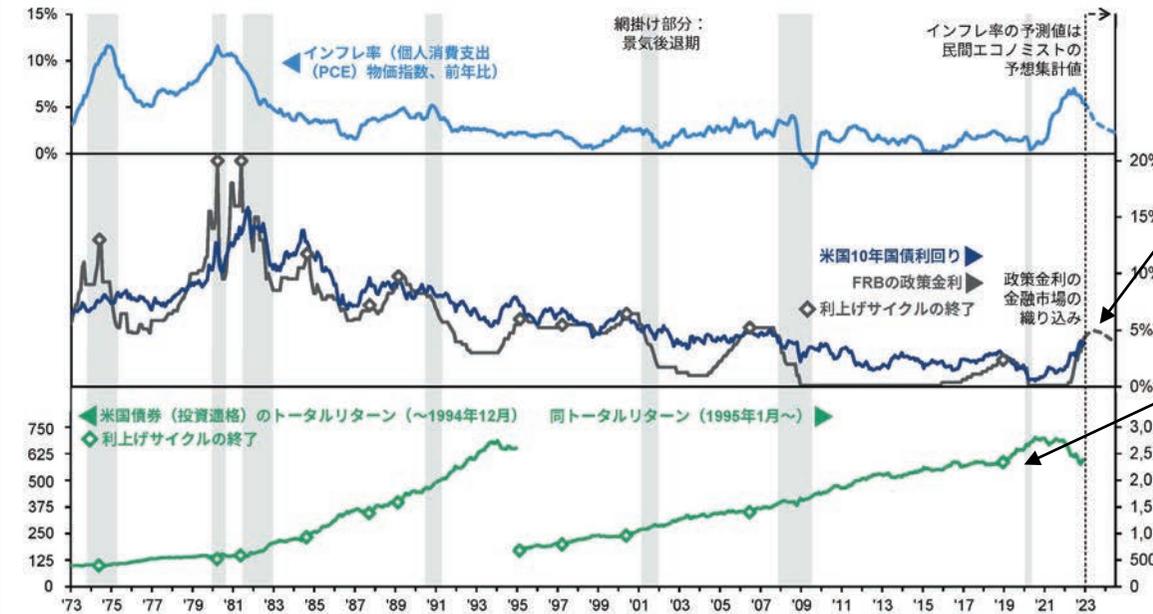
A. 昨年の「債券も株式もダメで、分散投資が機能しない」という状況が終わる可能性。まずは、債券投資に明るい兆し。



米国のインフレ率と金利と債券

GTM Japan 32

インフレ率と金利と債券のトータルリターン (利息を含む、米ドル・ベース)



出所：米経済分析局 (BEA)、米連邦準備制度理事会 (FRB)、全米経済研究所 (NBER)、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 注：「インフレ率」の予測値は、Bloombergによるエコノミスト予想集計値、四半期ベース。実績値はインフレ率が2022年11月まで、その他は同12月まで。「FRBの政策金利」は、FRBの政策金利＝フェデラルファンド金利の誘導目標レンジの中央値。「金融市場の織り込み」は、フェデラルファンド金利先物から算出、各四半期末時点。使用した指数は次のとおり：「米国債券」：ブルームバーグ米国国債・クレジットインデックス。投資適格、米ドル・ベース、トータルリターン。データは2022年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。過去のパフォーマンスは将来の成果を示唆・保証するものではありません。

J.P.Morgan ASSET MANAGEMENT

アセットアロケーション

32

- 昨年の金融市場を振り返ると、高インフレと金融引き締めが金利上昇（債券価格の下落）と株安をもたらし、「分散投資が機能しない」ことが深刻な問題となりました。しかし今年は、この悩ましい状況から徐々に脱却できる可能性があると考えます。
- まずは、昨年と比べて信用力が高い債券の投資妙味が改善している点に注目です。例えば利回りに注目すると、昨年初の名目米国10年国債利回りは1%台半ばでしたが、昨年末時点では3%台後半まで上昇しており、実質10年国債利回りも、昨年初の-1%程度から昨年末には+1%超まで上昇しています。
- 加えて、中期的には債券のキャピタルゲインにも期待したいところです。5ページの通り、昨年は利上げ一辺倒だったFRBも、今年の前半には利上げを終える可能性があります。過去は利上げサイクルが終了すると、【紺色】の10年国債利回りなどが低下基調（債券価格は上昇基調）に転じる中で、債券のトータルリターンが堅調になったことがわかります（→【緑色のマーカー】を参照）。また、仮に景気後退が生じる場合は年内の利下げも視野に入り、信用力が高い債券の投資妙味は増すでしょう。
- 上記では、昨年と異なり今年は債券投資に明るい兆しが見えてきたことを指摘しましたが、株式投資については債券ほど早期に最悪期を脱却する可能性は高くないと考えています。しかし、それでも年内には株式の投資妙味が改善し始める可能性があるかもしれません（→10、11ページを参照）。



【資産運用】 Q. 昨年と今年の投資環境はどう違う? ② ~景気サイクル~

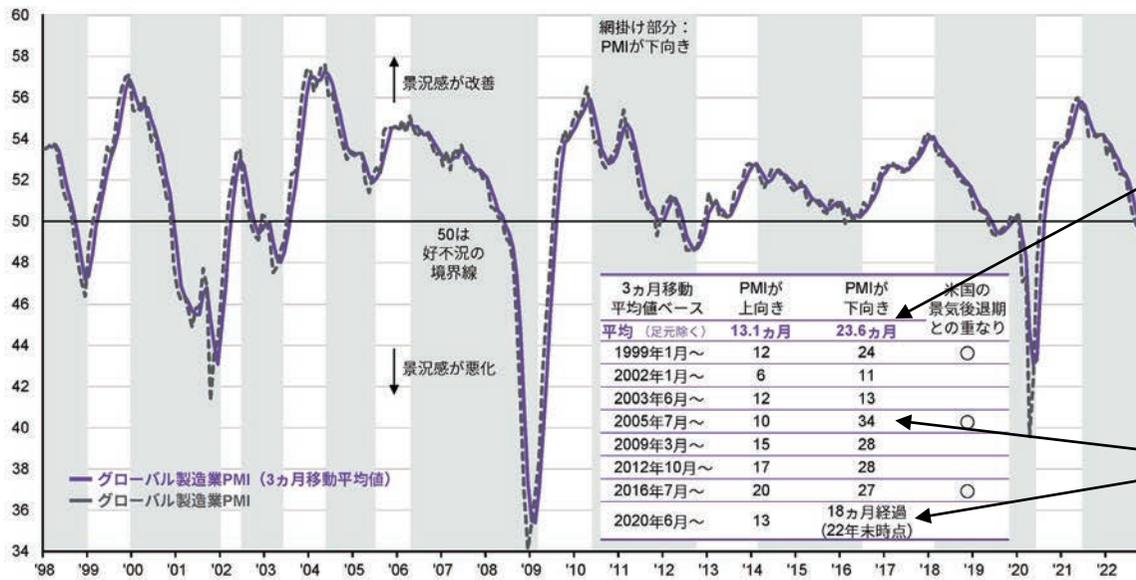
A. 昨年初は景気下降サイクルの前半戦だったが、今年は既に後半戦に入っている。年内にはサイクル反転もあり得るか。



景気の3年サイクル：グローバル製造業PMIの上下動

GTM Japan 33

グローバル製造業購買担当者景気指数 (PMI) のサイクル



出所：S&P Global、J.P. Morgan、全米経済研究所 (NBER)、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 注：「グローバル製造業PMI」は、J.P. Morgan Global Manufacturing PMI SA。「PMI」は、50を超える場合、前月と比べて企業の景況感が改善していることを示し、反対に50を下回る場合には、前月と比べて企業の景況感が悪化していることを示す。「網掛け部分」は、グローバル製造業PMIの3ヵ月移動平均値に基づく。米国の景気後退期は、2001年3月~同年11月、2007年12月~2009年6月、2020年2月~同年4月。データは2023年1月3日時点で取得可能な最新のものを掲載。

J.P.Morgan ASSET MANAGEMENT

- 前ページでは、金融政策の転換が信用力の高い債券の追い風になり得るとまとめましたが、株式については景気懸念が燻る限り、なかなか前向きになれません。とはいえ、過去の経験則や昨年初と足元の景気サイクルの立ち位置の違いを考えれば、“今すぐ”とは言えないまでも、“年内には”景気サイクルの反転が期待できる可能性があります。
- まず【図の紫色の線】をみると、グローバル製造業PMI (3ヵ月移動平均値) でみた世界景気のサイクルは現在下降基調にあり、仮に米国の景気後退が始まる場合は、もう一段下降すると考えられます。しかし、景気サイクルの上昇も下降も当然いつかは終わります。後者については【図の表】の通り、過去は平均すると約24ヵ月 (2年) で終了していたことがわかります。
- 昨年初の時点では、景気下降サイクル開始から6ヵ月しか経っておらず、まだまだ下降は始まったばかりという立ち位置でしたが、昨年末時点では既に18ヵ月経過しており、平均の24ヵ月まであと半年というところまできているため、景気下降サイクルは既に後半戦に入っていると捉えることが可能でしょう。仮に年末まで下降した場合は30ヵ月に及ぶことになりませんが、【図の表】で30ヵ月を超えたのはリーマン・ショックを経験した下降サイクルの34ヵ月に限られます。6ページでまとめた通り、仮に米国の景気後退が来るとしても、マイルドであれば、そこまで景気下降サイクルが長引かない可能性があると考えます。



【資産運用】 Q. 昨年と今年の投資環境はどう違う? ③ ~弱気相場~

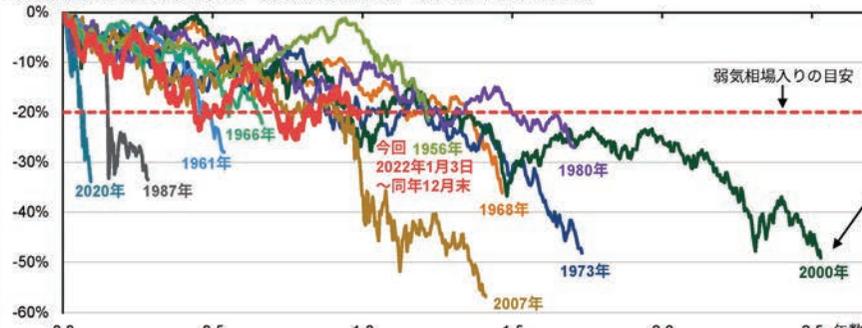
A. 米国株式の弱気相場の「入り口」にいた昨年初に対し、今年は年内の弱気相場の「出口」が視野に入る可能性を意識。



弱気相場の歴史

S&P 500：過去の弱気相場

年表示は弱気相場が始まる前のピーク時点、横軸は各ピークからボトムまでの年数



過去10回の強気相場と弱気相場の平均期間と平均騰落率

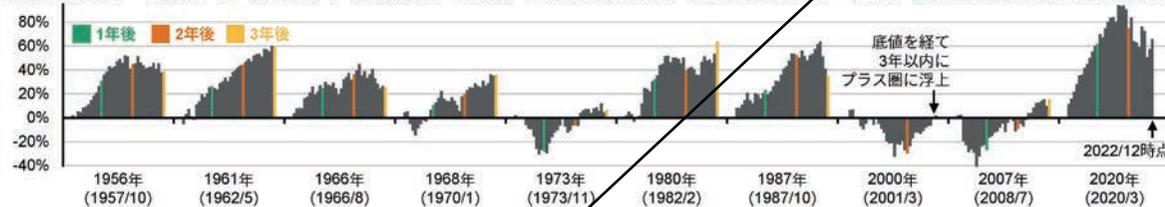
強気相場	5.4年 / 184.1%
弱気相場 (今回を除く)	1.2年 / -35.7%
今回 (22年末時点)	1.0年 / -20.0%

2000年に始まった弱気相場で起きた主な出来事

- 2000年3月 ITバブルのピーク
- 2001年3-11月 米国の景気後退
- 2001年9月 米同時多発テロ事件
- 2001年12月 エンロン破綻
- 2002年7月 ワールドコム破綻

S&P 500がピークから20%以上下落し、弱気相場入り確定した時点から3年間の累積リターン (月次、米ドル・ベース)

2000年以降はトータルリターン (配当含む)、それ以前はデータ取得が不可能なため価格リターン、横軸は株値のピークの年、カッコ内は弱気相場入り確定した年月



出所：(すべて) S&P Dow Jones Indices, LLC、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management

注：(左上) 横軸は、1年あたり252営業日として、年換算。2022年12月末時点で弱気相場が継続していると仮定。(下) 1年あたり252営業日、1月あたり21営業日として計算。2020年の累積リターンは、弱気相場入り確定してから3年が経過していません。2022年12月まで。2007年の8ヵ月後の累積リターンは-41%。データは2022年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。過去のパフォーマンスは将来の成果を示唆・保証するものではありません。

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT

【補足】 異例の2000年からの弱気相場。景気後退終了後も下げ続け、2年以上も下落した背景は?

- 右のポイント①と②でまとめた通り、2000年から始まった弱気相場は、2001年の景気後退中に底値を付けなかったという点と、2年以上も下げ続けたという点で異例でした。当時は、FRBの金融引き締め→ITバブル崩壊→景気後退→同時多発テロ事件→不正会計問題と悪材料が続出し、これらが株式の長期低迷に繋がりました。もちろん、今回の弱気相場でこのような「泣きっ面に蜂」状態が生じないとは言いきれませんが、現時点では異例のケースとして捉えてもよいでしょう。

- 前ページでは、世界景気の下降サイクルが“すぐ”ではなくとも、“年内には”反転する可能性についてまとめました。この考え方は、米国株式の弱気相場にもあてはまるかもしれません。まず、“目先の”米国株式の動向を考えてみると、第2次世界大戦後の歴史の中でS&P 500は景気後退の開始前に底を付けたことがなかったため、仮にこれから景気後退が来ると想定する場合、S&P 500はまだ底値を付けていないとの見方が強まります。また、今回のS&P 500の弱気相場が過去10回の弱気相場の平均期間である1.2年に到達していないという点も、弱気相場がまだ続く可能性を意識させます。
- 以上を踏まえれば、現時点で弱気相場が“既に終わった”、または“すぐに終わる”との見方をもちにくいでしょう。但し、下記2点の過去の歴史を考慮すれば、仮に米国が景気後退に入るとしても、今年中には弱気相場が終わる可能性があり、昨年のように1年中暗いムードにはならないかもしれません。
- ①S&P 500は景気後退の開始前に底を付けたことがない一方、2001年の例外を除けば、景気後退の終了前に底を付けていました。つまり、景気後退期間中に強気相場が始まる可能性は意識しておきたいところです。

- ②昨年初から始まった今回の弱気相場がまだ続く場合でも、今年の第1四半期には過去平均の1.2年を経過し、年末には約2年が経過する計算になります。過去10回の弱気相場のうち2年を超えたのは2000年に始まったケースしかありません。



Market Insights

Market Insightsプログラムは、グローバルな金融市場の幅広いデータや解説を、特定の金融商品に言及することなく提供するものです。お客さまの市場に対する理解と投資判断をサポートします。本プログラムは現在の市場データから投資のヒントや環境の変化を読み解きます。

本資料はJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」という。）が作成したものです。本資料は投資に係る参考情報を提供することを目的とし、特定の有価証券の勧誘を目的として作成したものではありません。また、弊社が特定の有価証券の販売会社として直接説明するために作成したものではありません。弊社は信頼性が高いとみなす情報等に基づいて本資料を作成しておりますが、当該情報が正確であることを保証するものではなく、弊社は、本資料に記載された情報を使用することによりお客様が投資運用を行った結果被った損害を補償いたしません。本資料に記載された意見・見通しは表記時点での弊社の判断を反映したものであり、将来の市場環境の変動や当該意見・見通しの実現を保証するものではありません。また、当該意見・見通しは将来予告なしに変更されることがあります。

【ご留意事項】お客様の投資判断において重要な情報ですので必ずお読みください。投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

◆ファンドの諸費用について
投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

投資信託の購入時：購入時手数料（上限3.85%（税抜3.5%））、信託財産留保額
投資信託の換金時：換金（解約）手数料、信託財産留保額（上限0.5%）
投資信託の保有時：運用管理費用（信託報酬）（上限年率2.09%（税抜1.9%））
*費用の料率につきましては、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべての公募投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。その他、有価証券の取引等にかかる費用、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税等の実費（または一部みなし額）および監査費用のみなし額がかかります（投資先ファンドを含みます）。また、一定の条件のもと目論見書の印刷に要する費用の実費相当額またはみなし額がかかります。

すべてのインデックスは実際に運用されているものではなく、各投資家が直接投資できるものではありません。また、インデックスのリターンは手数料・費用が考慮されておりません。TOPIX（東証株価指数）は、株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社（以下「JPX」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用などTOPIXに関するすべての権利・ノウハウ及びTOPIXに係る標章又は商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。本商品は、JPXにより提供、保証又は販売されるものではなく、本商品の設定、販売及び販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。MSCIの各インデックスは、MSCI Inc.が発表しています。同インデックスに関する情報の確実性および完結性をMSCI Inc.は何ら保証するものではありません。著作権はMSCI Inc.に帰属しています。S&P Dow Jones Indices LLCの各インデックスは、S&P Dow Jones Indices LLCが発表しており、著作権はS&P Dow Jones

Indices LLCに帰属しています。各インデックスの円ベースは、同社が発表した各インデックスをJ.P. Morgan Asset Managementにて円ベースに換算したものです。「Bloomberg®」およびBloombergの各インデックスは、Bloomberg Finance L.P.および、同インデックスの管理者であるBloomberg Index Services Limited（以下「BISL」）をはじめとする関連会社（以下、総称して「ブルームバーグ」）のサービスマークであり、J.P.モルガン・アセット・マネジメントによる特定の目的での使用のために使用許諾されています。ブルームバーグはJ.P.モルガン・アセット・マネジメントとは提携しておらず、また、J.P.モルガン・アセット・マネジメントが設定する商品を承認、支持、レビュー、推奨するものではありません。ブルームバーグは、J.P.モルガン・アセット・マネジメントが設定する商品に関連するいかなるデータもしくは情報の適時性、正確性、または完全性についても保証しません。「FTSE」及び「FTSE®」は、ロンドン証券取引所（London Stock Exchange Plc）並びにフィナンシャル・タイムズ社（The Financial Times Limited）の商標であり、ライセンスに基づいてFTSEが使用しています。FTSEが発表する各指数は、FTSEの商標であり、本指数の算出、指数値の公表、利用など、本指数に関するあらゆる権利はFTSE及び/又は、そのライセンス提供者に帰属します。FTSEは、本指数値の算出もしくは公表の方法の変更、並びに公表の停止を行なうことができます。また、算出又は公表の誤謬、遅延または中断に対し、一切責任を負いません。「NAREIT®」はNational Association of Real Estate Investment Trustsの商標です。「EPRA®」はEuropean Public Real Estate Associationの商標です。FTSE EPRA/NAREIT Index Seriesは、FTSEによって計算されます。FTSE EPRA/NAREIT Index Seriesの全ての権利は、FTSE又はその関連パートナー会社に与えられています。Source ICE Data Indices, LLC ("ICE DATA"), is used with permission. ICE DATA, ITS AFFILIATES AND THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY SUPPLIERS DISCLAIM ANY AND ALL WARRANTIES AND REPRESENTATIONS, EXPRESS AND/OR IMPLIED, INCLUDING ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, INCLUDING THE INDICES, INDEX DATA AND ANY DATA INCLUDED IN, RELATED TO, OR DERIVED THEREFROM. NEITHER ICE DATA, ITS AFFILIATES OR THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY PROVIDERS SHALL NOT BE SUBJECT TO ANY DAMAGES OR LIABILITY WITH RESPECT TO THE ADEQUACY, ACCURACY, TIMELINESS OR COMPLETENESS OF THE INDICES OR THE INDEX DATA OR ANY COMPONENT THEREOF, AND THE INDICES AND INDEX DATA AND ALL COMPONENTS THEREOF ARE PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS AND YOUR USE IS AT YOUR OWN RISK. ICE DATA, ITS AFFILIATES AND THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY SUPPLIERS DO NOT SPONSOR, ENDORSE, OR RECOMMEND J.P. Morgan Asset Management, OR ANY OF ITS PRODUCTS OR SERVICES. The index data referenced herein is the property of ICE Data Indices, LLC, its affiliates ("ICE Data") and/or its Third Party Suppliers and has been licensed for use by J.P. Morgan Asset Management. ICE Data and its Third Party Suppliers accept no liability in connection with its use.

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。
JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第330号 加入協会：日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

J.P.モルガンは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよびその各国子会社または関連会社のマーケティングネームです。

Copyright 2023 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved