



CXソリューション部 シニア・ストラテジスト 兼
資産運用研究所 シニア・フェロー
石黒 英之

STOCK MARKET OUTLOOK

転換期を迎える グローバル市場の行方 ～年後半のインフレ動向がカギを握る～

2023.2.17

野村アセットマネジメント

商号：野村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373号
加入協会： 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

～自己紹介～

私は、金融を通じていかに、
「多くの人に幸せを提供できるか」を常に考えています。

私は、「**金融で日本を変えられる**」という**理念**、金融を通じて、
「人々の将来や未来の子供たちに、より豊かな生活を提供する」という**ビジョン**を持ち、日々、仕事に取り組んでいます。

金融は社会をより良いものにするためになくてはならないインフラだと考え
ます。**世界や日本の未来に貢献**できるよう精進して参ります。

どうぞよろしく申し上げます。（石黒 英之）

【自己紹介】1977年11月生まれ、愛知県名古屋市出身。事業会社を経て、2004年より国内証券に入社し、リテール営業を経て、06年から16年間ストラテジスト業務に従事。
前職は大和証券。趣味はSUP。家族構成：妻、長男、長女、次女の5人家族。TV出演：テレビ東京「Newsモーニングサテライト」等多数

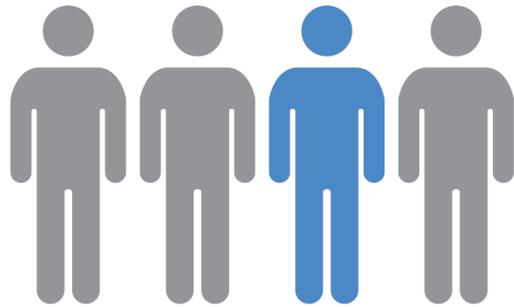


金融は社会課題を解決する仕事である

～2007年生まれの日本の子供の半分以上が107歳まで生きる時代～

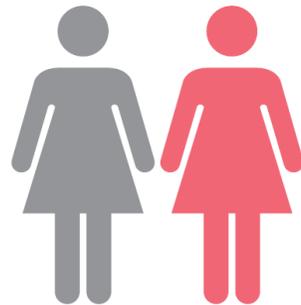
90歳まで生きる確率

男性



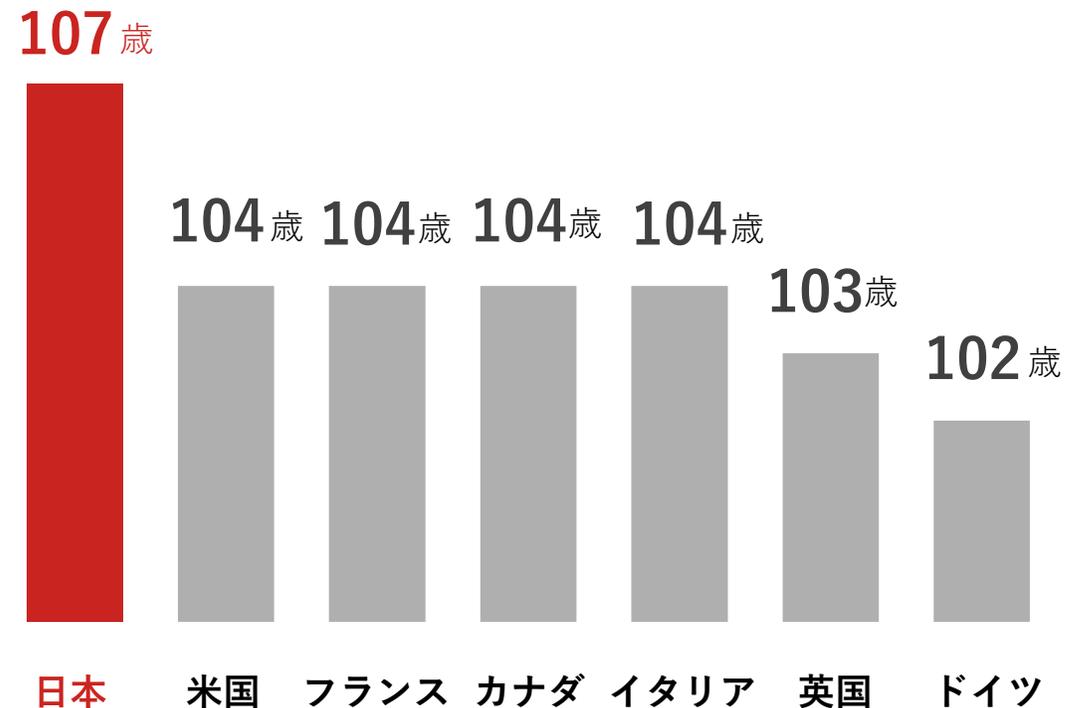
約4人に1人

女性



約2人に1人

2007年に生まれた子供の半分以上が到達する年齢の予測



(出所)厚生労働省「令和元年簡易生命表」(<https://www.mhlw.go.jp/>)を基に野村アセットマネジメント作成

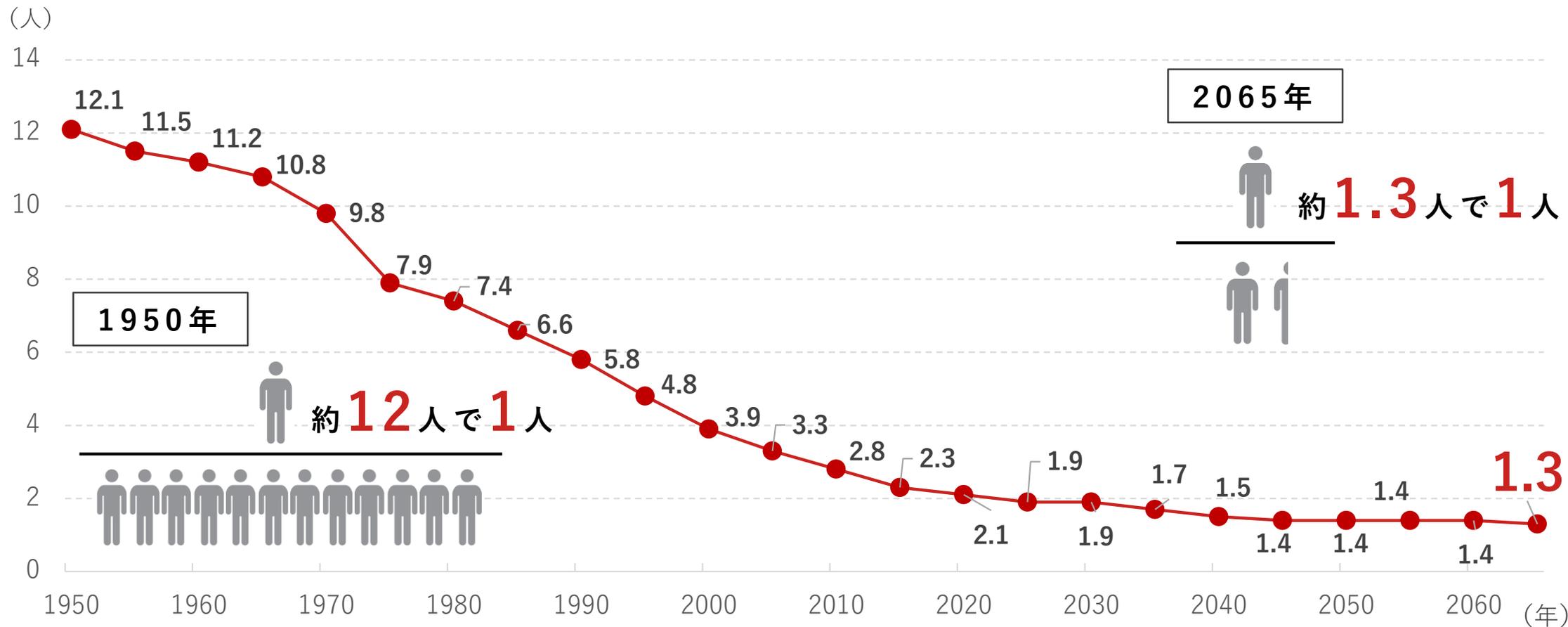
注:図表の数字は、四捨五入している場合があります。

(出所)首相官邸「人生100年時代構想会議資料」(平成29年9月11日) (<https://www.kantei.go.jp/>)を基に野村アセットマネジメント作成

金融は社会課題を解決する仕事である

～これからは高齢者一人を現役世代一人が支える時代に～

65歳以上人口を15～64歳人口で支える割合



期間: 高齢社会白書(2021年版、<https://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-2021>)を基に野村アセットマネジメント作成

注: 図表の数字は、四捨五入している場合があります。

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成した貴社内限資料です。当資料の顧客等貴社内以外への配布、提示は法令違反となる可能性がありますので厳に慎んで下さるようお願いいたします。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。また特定の銘柄の推奨や売買等を示唆するものではありません。

長生きリスクにどう備えるべきか？

～収入から投資額を差し引きつみたて投資をすることで生活費を固定～

資産形成における2つのパターン

×

収入

—

生活費

=

投資・貯蓄額



○

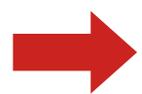
収入

—

投資・貯蓄額

=

生活費



「貯蓄 < 投資」が重要

(出所)野村アセットマネジメント作成

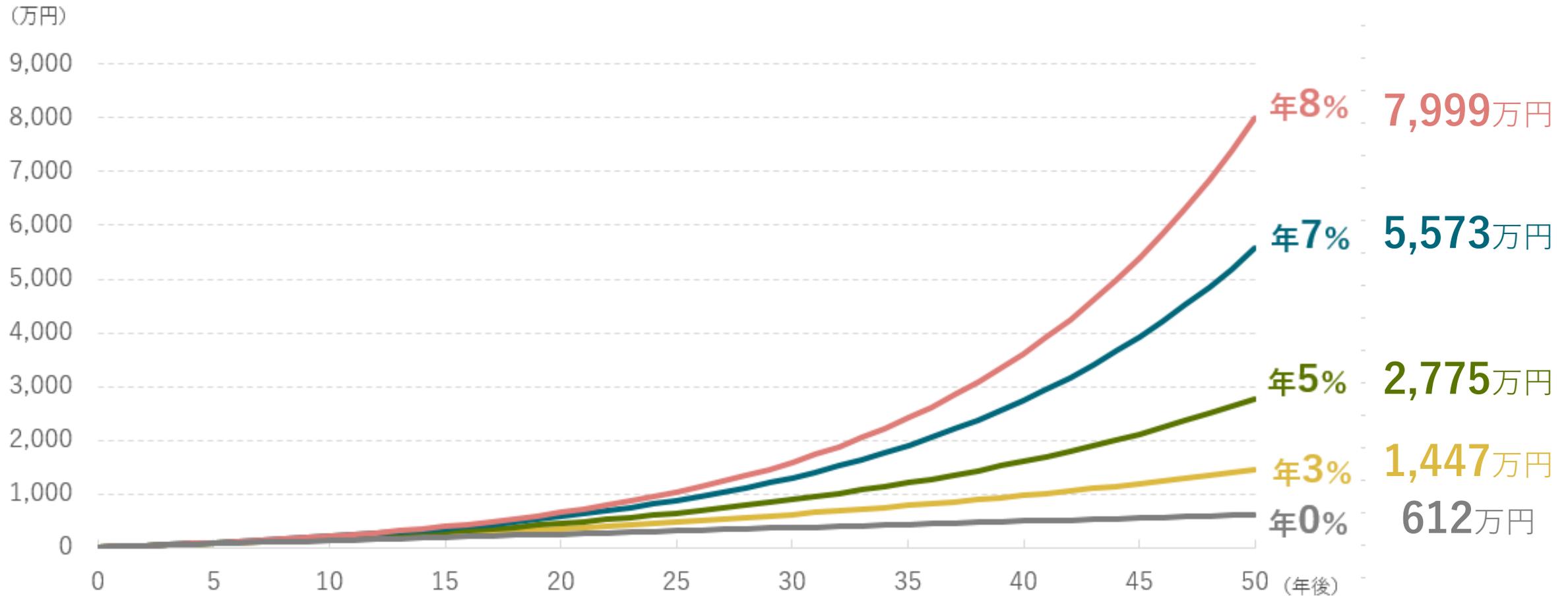
上記は一例であり、全てを説明しているものではありません。

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成した貴社内限資料です。当資料の顧客等貴社内以外への配布、提示は法令違反となる可能性がありますので厳に慎んで下さるようお願いいたします。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆しないし保証するものではありません。また特定の銘柄の推奨や売買等を示唆するものではありません。

長期投資のすばらしさ

～1日コーヒー1杯（350円）程度を投資に回すだけで資産形成は可能～

年間12万円を投資した場合の各リターンにおける資産額推移



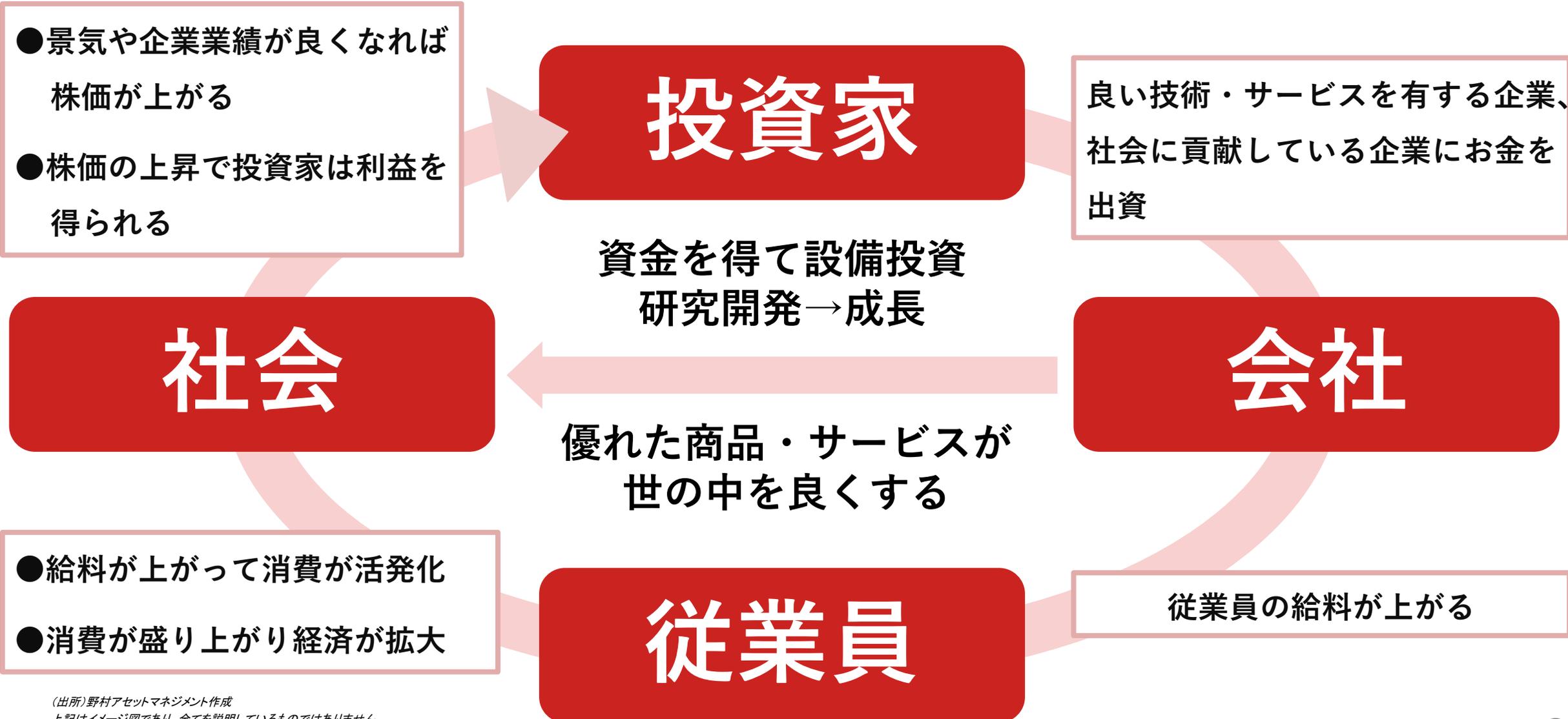
(出所) Bloomberg等のデータを基に野村アセットマネジメント作成
上記はイメージ図であり、実際の値動き等を示すものではありません。

0年後＝12万円を基点とし、1年後から毎年末に12万円を積み立てし、各利回りで50年後まで運用した時の資産額推移を算出しています。計算過程において税金・手数料等は考慮しておりません。

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成した貴社内限資料です。当資料の顧客等貴社内以外への配布、提示は法令違反となる可能性がありますので厳に慎んで下さるようお願いいたします。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。また特定の銘柄の推奨や売買等を示唆するものではありません。

投資をすることの意味

～投資は利益を享受するだけでなく世の中を良くすることにもつながる～



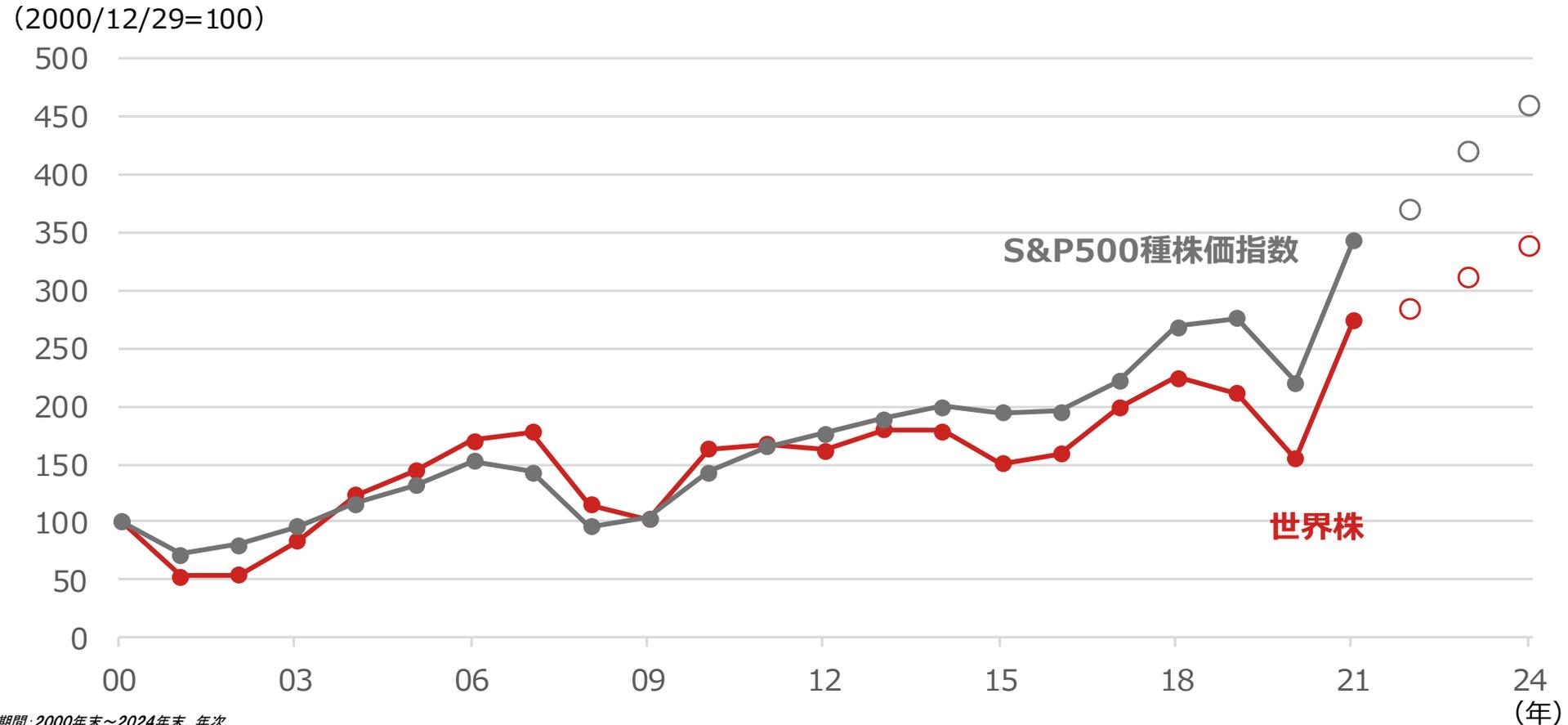
(出所)野村アセットマネジメント作成

上記はイメージ図であり、全てを説明しているものではありません。

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成した貴社内限資料です。当資料の顧客等貴社内以外への配布、提示は法令違反となる可能性がありますので厳に慎んで下さるようお願いいたします。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。また特定の銘柄の推奨や売買等を示唆するものではありません。

長期目線で世界を応援 株価の長期トレンドを見るうえで重要なのは企業利益

世界株とS&P500種株価指数のEPS（1株当たり利益）



期間：2000年末～2024年末、年次

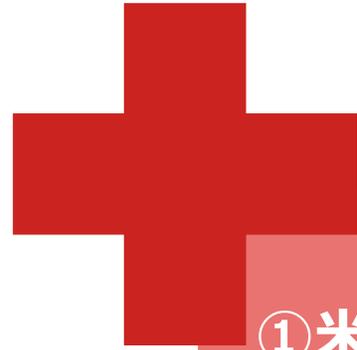
・世界株はMSCI All Country World Index、米ドルベース

・EPSの実線は実績EPS

・○印は2022年末、2023年末、2024年末時点の予想EPS (Bloomberg予想、2022年12月30日時点)

(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

世界の市場を取り巻く環境 ～プラス材料が徐々に顕在化へ～

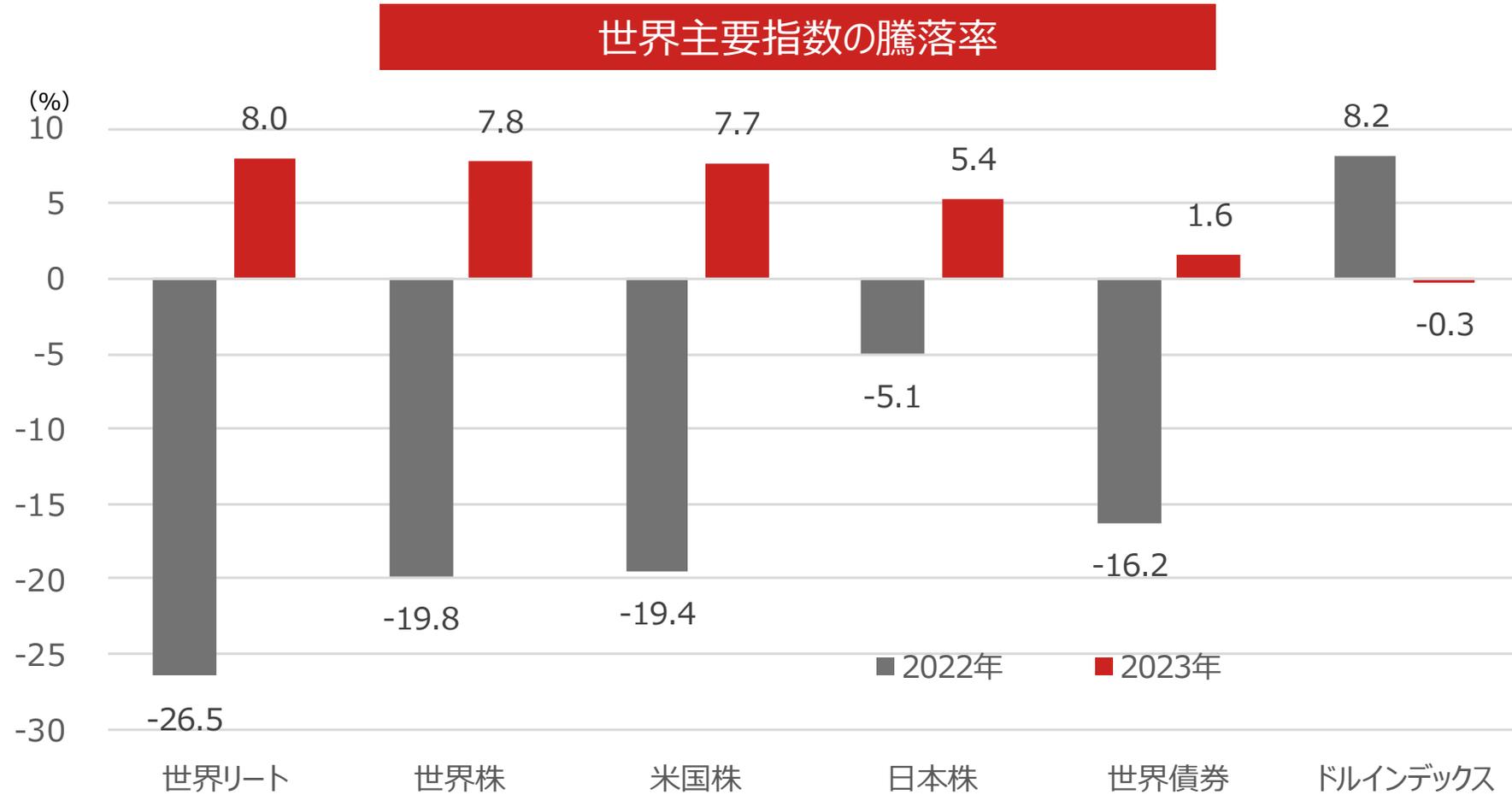


- ① 米インフレに鈍化の兆し
- ② FRBの利上げ停止期待
- ③ 中国のゼロコロナ政策修正
- ④ 長期的に業績拡大は続く
- ⑤ 金利上昇一服でPER修正へ
- ⑥ インフレトレード解消への思惑

- ① インフレ再燃 & 金利再上昇懸念
- ② 景気後退 & 業績下振れ懸念
- ③ 信用リスクへの発展懸念
- ④ 地政学リスクの長期化懸念
- ⑤ 習近平1強体制の中国リスク
- ⑥ 新興国の過剰債務

(出所)野村アセットマネジメント作成

23年のグローバル市場は好調な出だし～過度なインフレ懸念和らぐ～



期間：2022年～2023年、年次

・2023年は2月14日までの騰落率

・世界リートはS&P Global REIT Index（米ドルベース）、世界株はMSCI All Country World Index（米ドルベース）、米国株はS&P500種株価指数、日本株はTOPIX（東証株価指数）、世界債券はBloomberg Global Aggregate Index（米ドルベース）
（出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成した貴社内限資料です。当資料の顧客等貴社以外への配布、提示は法令違反となる可能性がありますので厳に慎んで下さるようお願いいたします。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。また特定の銘柄の推奨や売買等を示唆するものではありません。

投資家心理の過度な悪化が起きにくくなってきた～株価は下値抵抗力をつつある～

S&P500種株価指数と米VIX（ボラティリティ・インデックス）



期間：2022年1月3日～2023年2月14日、日次

・ボラティリティ・インデックスとは米シカゴ・オプション取引所が、S&P500種株価指数を対象とするオプション取引の変動率を元に算出、公表している指数。一般的に同指数の数値が高いほど、投資家の先行き不透明感が強いとされる。（別名：恐怖指数）

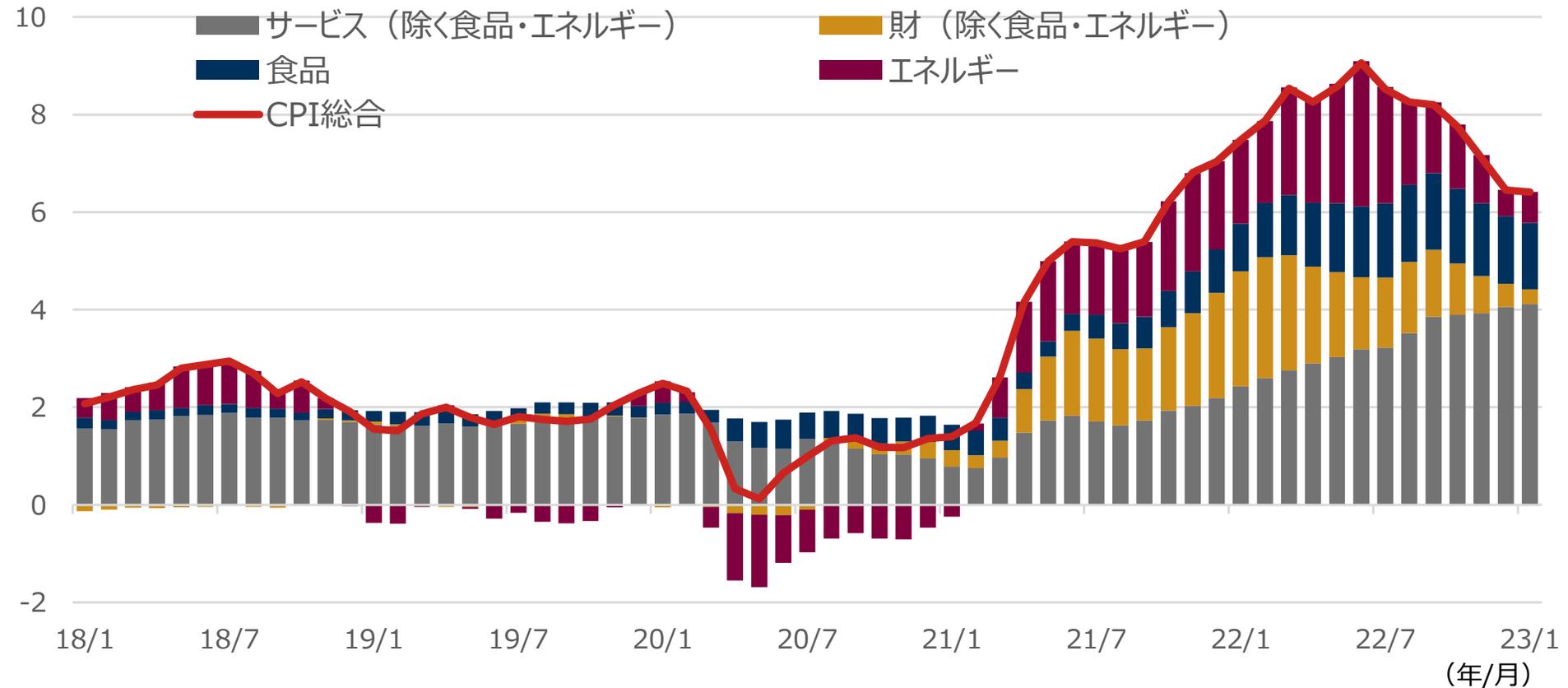
・○印は米VIXが20を下回りその後株価が調整した局面

（出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

米CPIは着実に鈍化しつつある～前年のベース効果を考えると今年6月まで鈍化続く～

米CPI（消費者物価指数）とその内訳

(前年同月比、%)



期間：2018年1月～2023年1月、月次
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

米住宅市場の調整の影響が時間差を伴い米サービス物価に表れる公算

米30年固定住宅ローン金利と米中古住宅販売件数



期間：(米30年固定住宅ローン金利) 2001年1月最終週～2023年2月9日、月次
 (米中古住宅販売件数) 2001年1月～2022年12月、月次
 ・米30年固定住宅ローン金利はフレディマックが公表している金利を使用
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

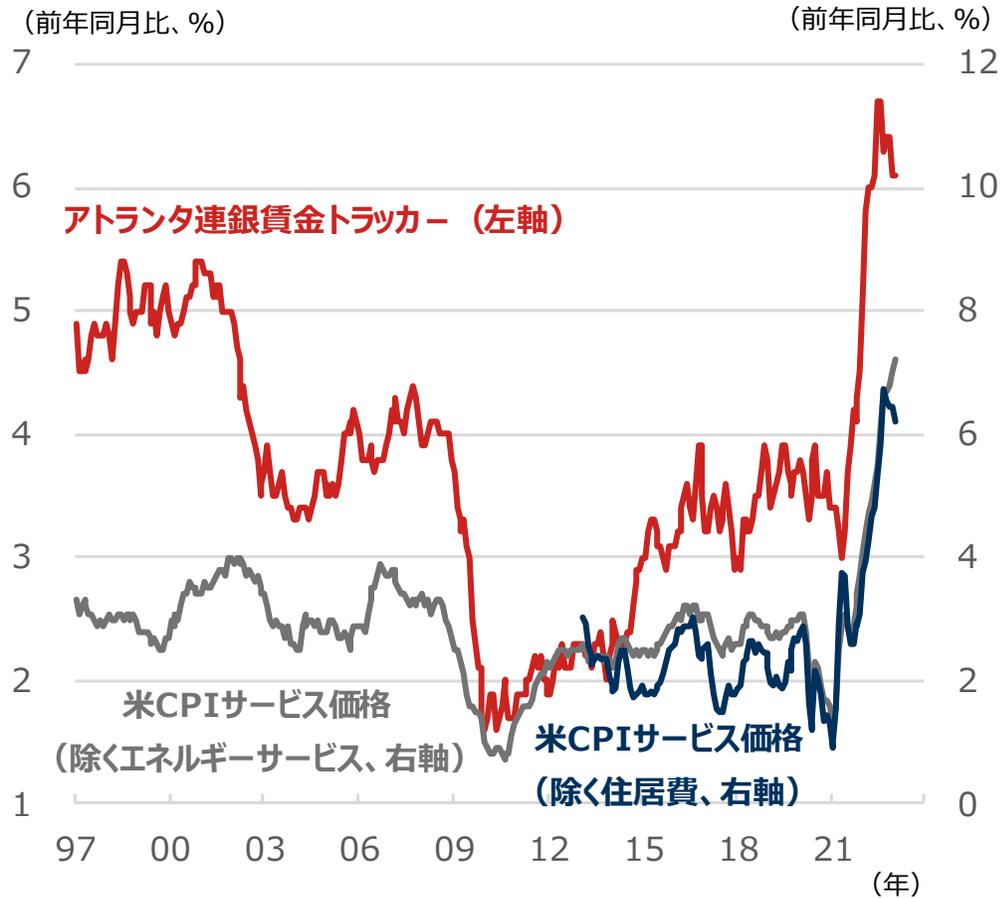
クリーブランド連銀米家賃指数



期間：2005年1-3月期～2022年7-9月期、四半期
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

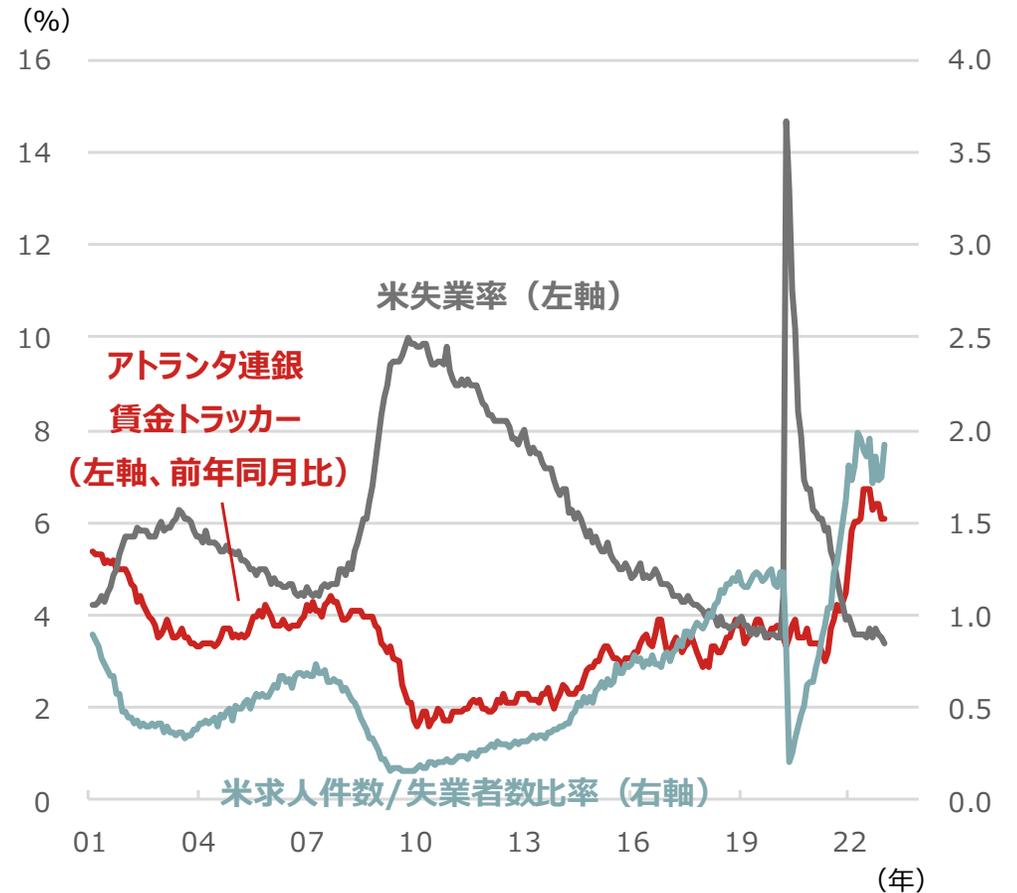
米求人件数/失業者数比率は依然高水準～米労働需給が緩和に向かうかが焦点～

アトランタ連銀賃金トラッカーと米CPIサービス価格



期間：(米CPIサービス価格除く住居費) 2013年2月～2023年1月、月次
 (その他) 1997年1月～2023年1月、月次
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

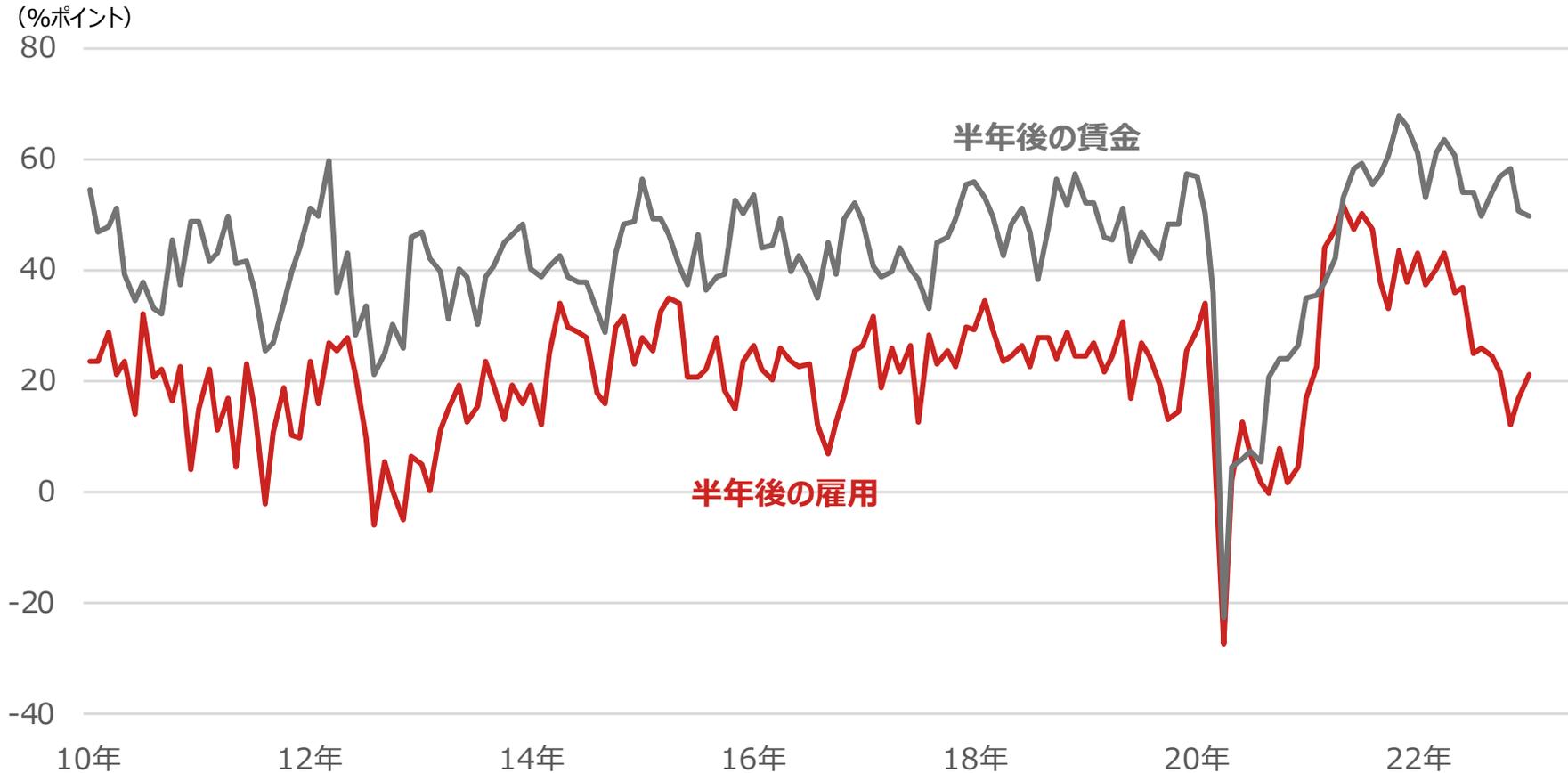
アトランタ連銀賃金トラッカー・米失業率・米求人件数/失業者数比率



期間：2001年1月～2022年12月、月次
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

賃金や雇用面で利上げによる景気抑制効果が出始めている可能性

NY連銀ビジネスリーダーサーベイ



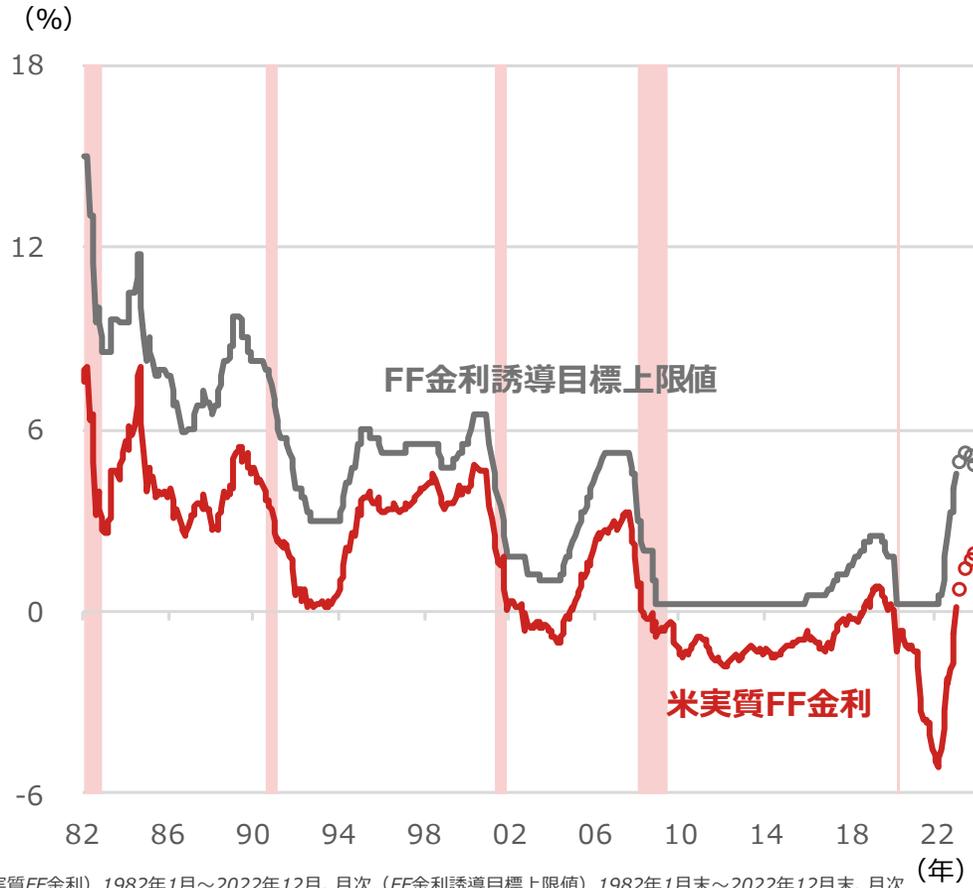
期間：2010年1月～2023年1月、月次

・当指数は拡大から縮小を差し引いた数値で、サービス企業の景況感を示す

(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

強い雇用統計受け市場の金利見通しは変化も利下げ予想を覆すには至っていない

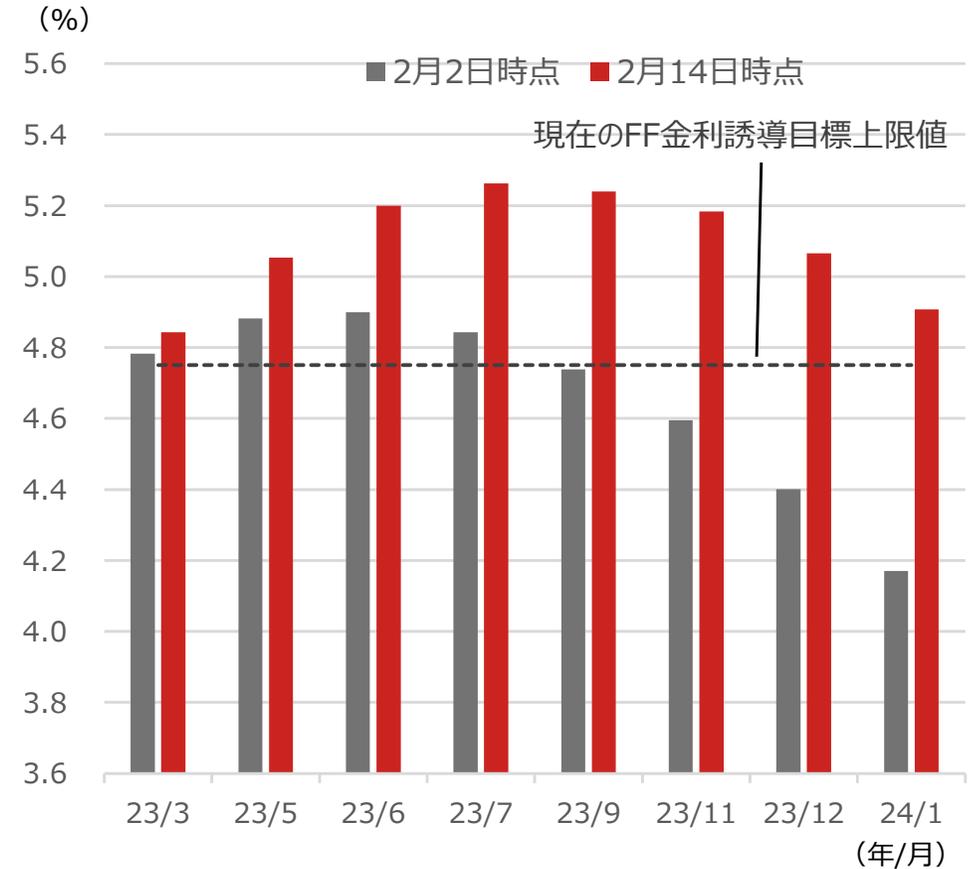
米実質FF金利とFF金利誘導目標上限値



期間：(米実質FF金利) 1982年1月～2022年12月、月次 (FF金利誘導目標上限値) 1982年1月末～2022年12月末、月次
 ・米実質FF金利はFF金利-PCE (個人消費支出) コア物価指数 (前年同月比)
 ・○印はFF金利先物から算出されるFF金利予想値とBloomberg予想のPCEコア物価指数を用いた (2023年3月～2023年12月、四半期末、予想は2023年2月9日時点) ・網掛けは米景気後退局面
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成した貴社内限資料です。当資料の顧客等貴社内以外への配布、提示は法令違反となる可能性がありますので厳に慎んで下さるようお願いいたします。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。また特定の銘柄の推奨や売買等を示唆するものではありません。

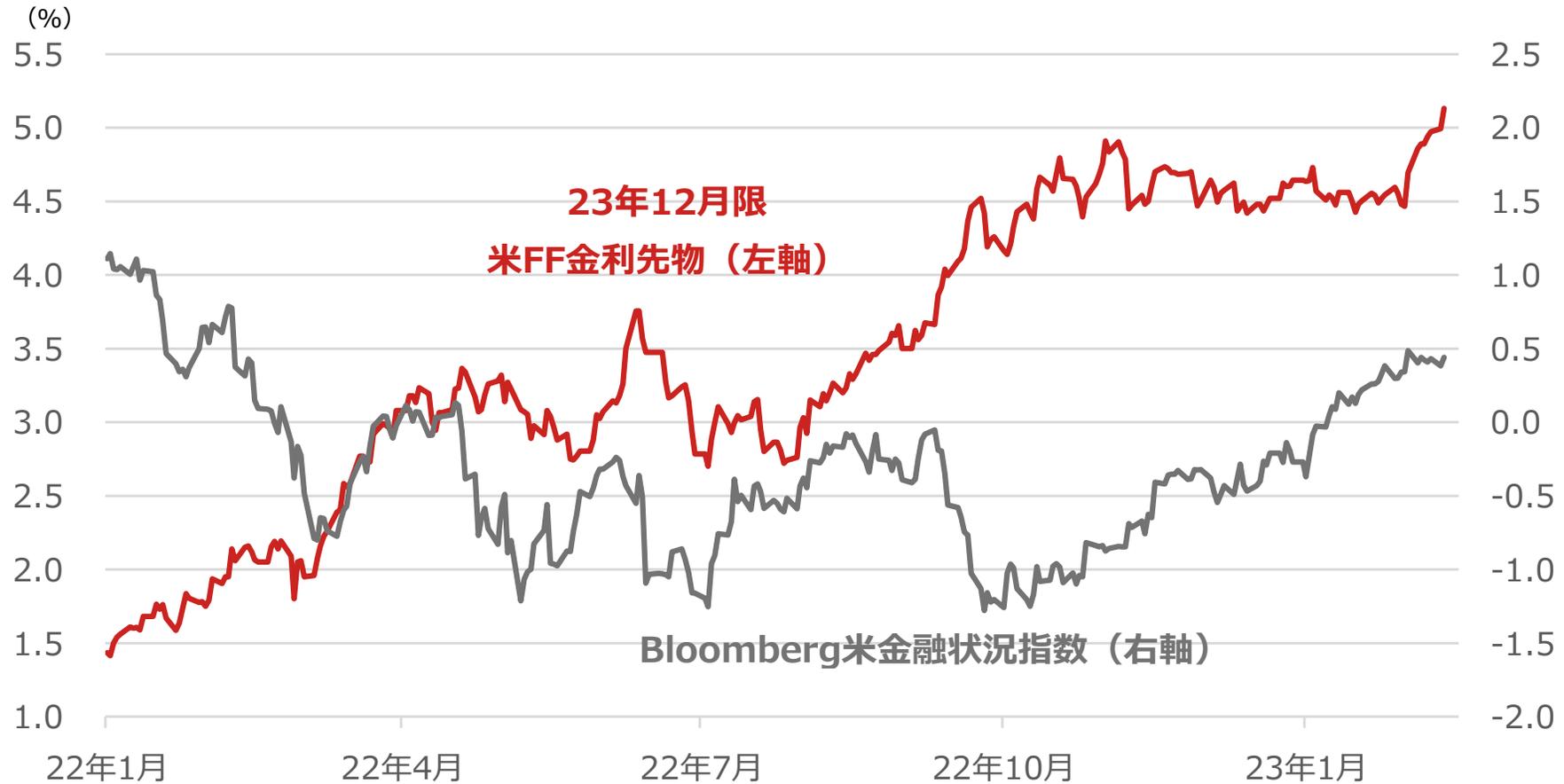
FOMC結果発表前後の米FF金利予想値2時点比較



期間：2023年3月～2024年1月FOMC
 ・FF (フェデラルファンド) 金利予想値は先物市場から算出した2023年3月～2024年1月FOMC (計8回) 終了後時点の金利予想
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

米雇用統計受け金利見通し上振れもリスク選好姿勢が続く

23年12月限米FF金利先物と米金融状況指数



期間：2022年1月3日～2023年2月14日、日次

・Bloomberg米金融状況指数は、米国の金融市場全体のストレスを示したもので、正の値は金融緩和の状況、負の値は金融引き締めを示す

(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

米景気後退前に米ハイールド債スプレッドが拡大する傾向～当面は信用リスクを注視～

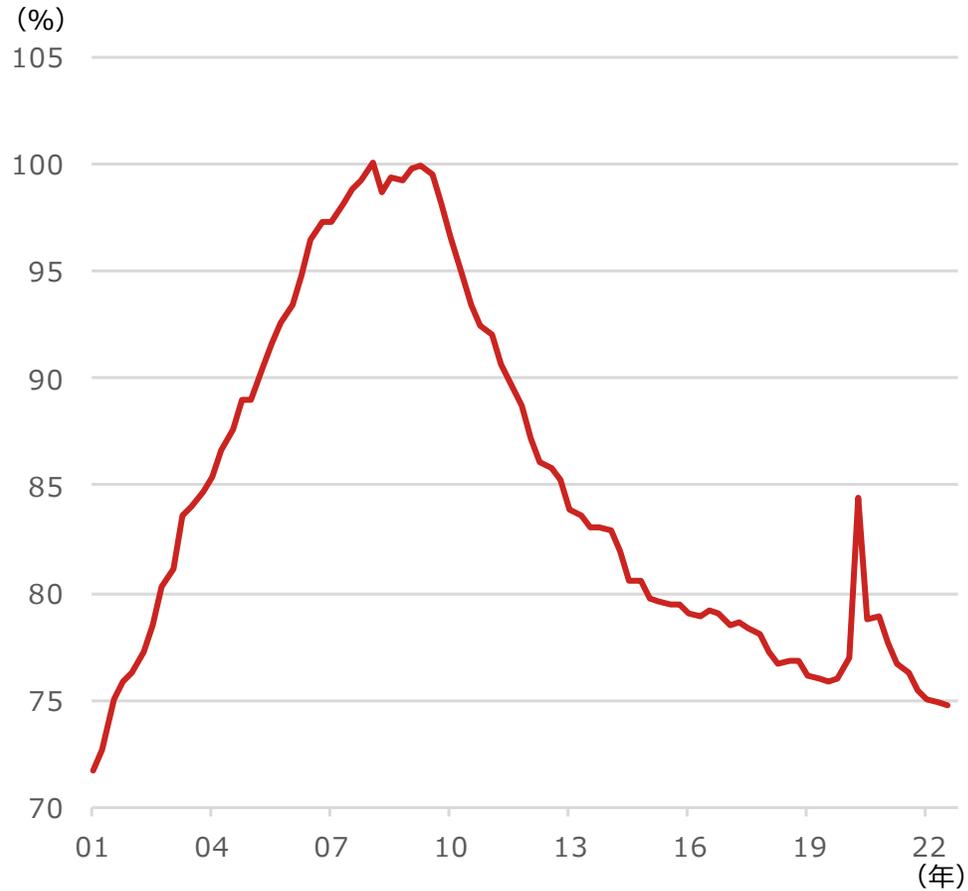
米FF金利誘導目標上限値・米OECD景気先行指数・米HY債スプレッド



期間：(米国のOECD景気先行指数) 1987年1月～2023年1月、月次
 (その他) 1987年1月末～2023年2月14日、月次
 ・網掛けは米景気後退局面
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

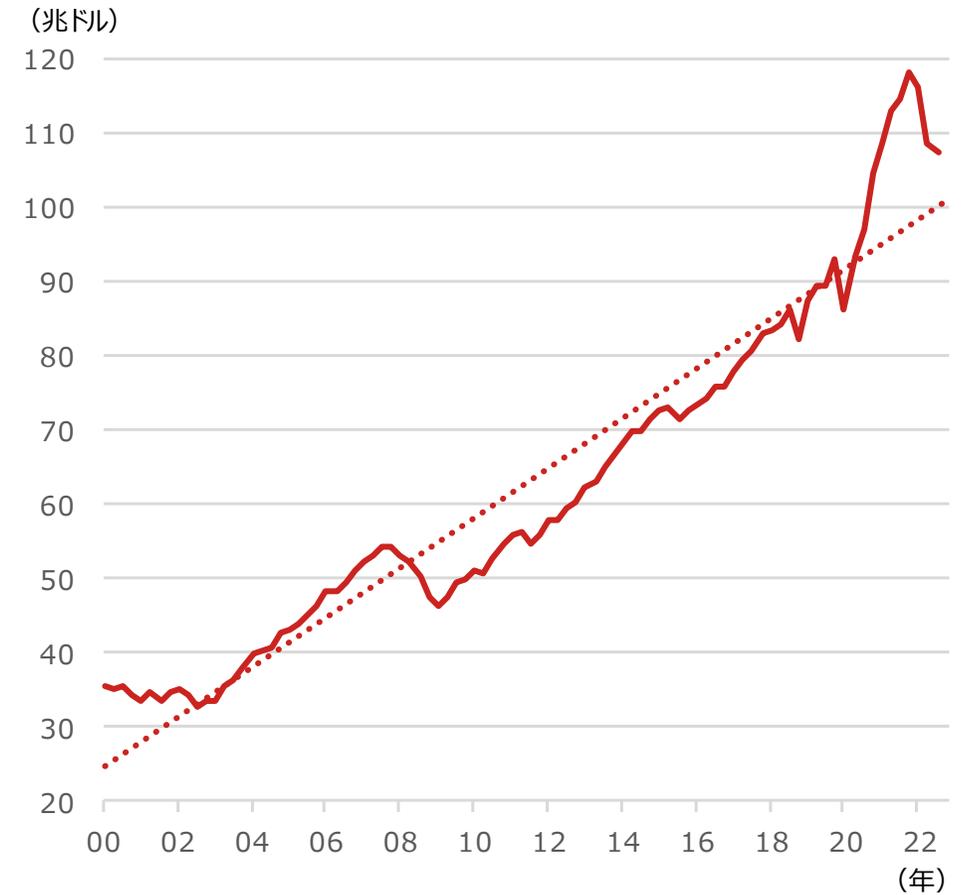
米経済のカギを握る家計のバランスシートは良好～米景気後退回避できる公算～

米家計負債の名目GDP比率



期間：2000年3月末～2022年9月末、月次
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

米家計金融資産とそのトレンド

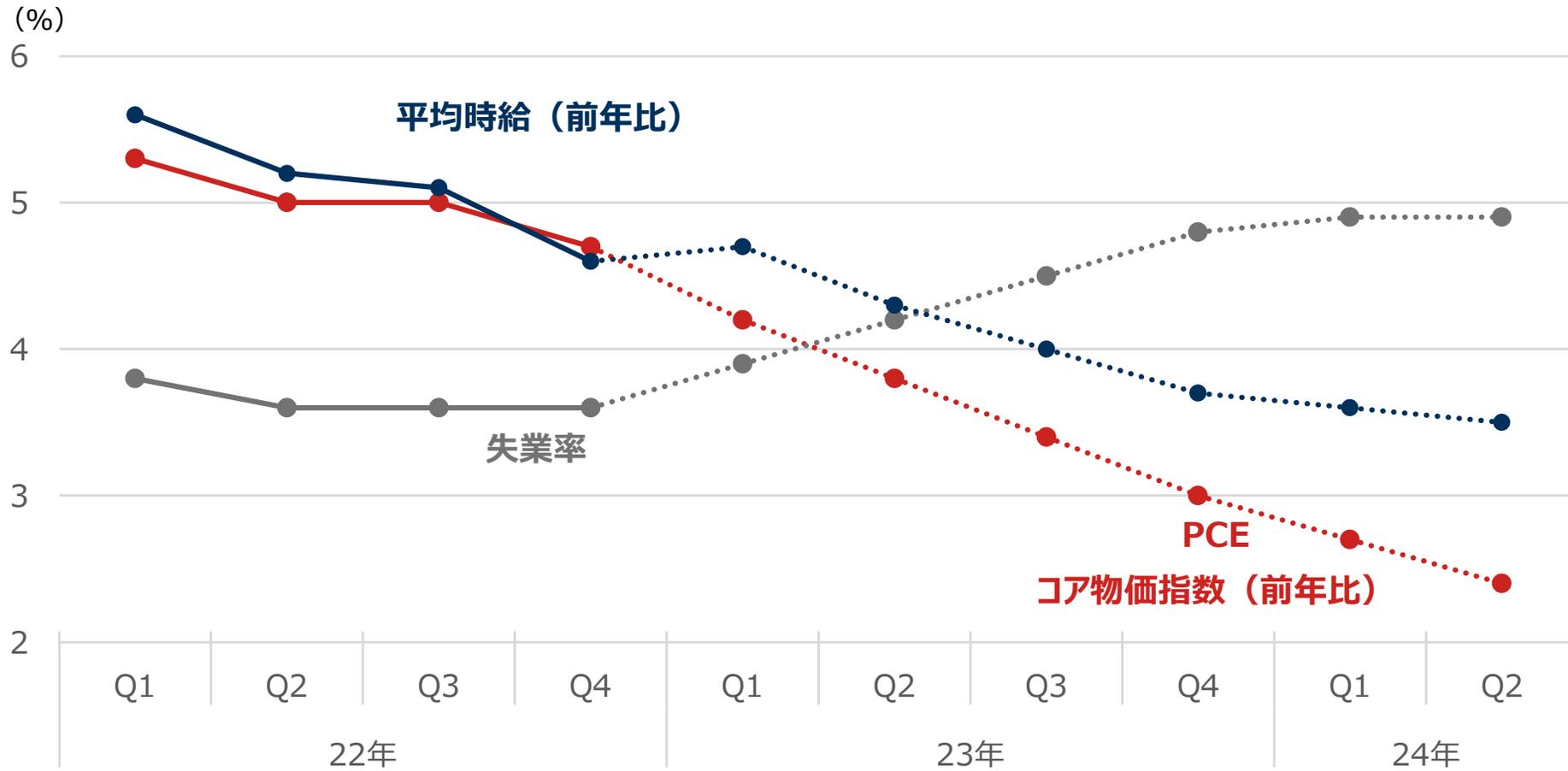


期間：2000年3月末～2022年9月末、四半期
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

市場はインフレ鎮静化を想定

～23年は米政策金利と物価水準が逆転で債券に投資妙味か～

米PCE（個人消費支出）コア物価指数・失業率・平均時給



期間：2022年1-3月期 (Q1) ～2024年4-6月期 (Q2)、四半期

・2023年1-3月期以降はBloomberg予想 (2023年2月14日時点)

・PCEとは米商務省が公表する米国の家計が消費した財やサービスを集計した経済指標。変動の大きい食品とエネルギーを除いた同コアデフレーターは、FRBがインフレ指標として重視しているとされる

(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

米長期金利がFF金利を下回る～過去同様の現象が起きると米長期金利は一段と低下～

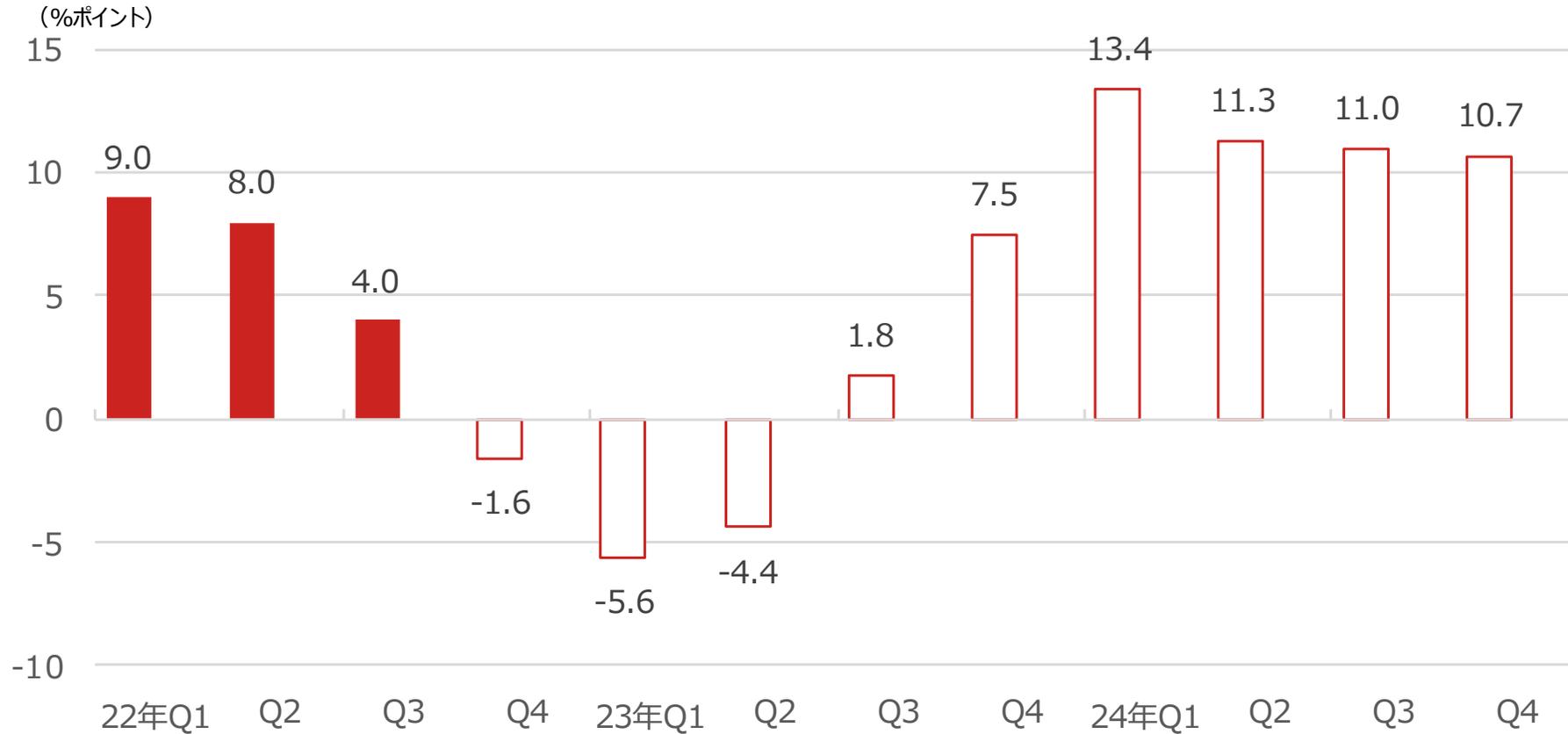
FF金利誘導目標上限値・米10年国債利回り・S&P500種株価指数



期間：1988年1月8日～2023年2月14日、週次
 ・FF金利はフェデラル・ファンド金利
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

米企業業績は目先減益局面続くもその後は増益基調へ回帰へ

S&P500企業のEPS増減率（前年同期比）



期間：2022年1-3月期（Q1）～2024年10-12月期（Q4）、四半期

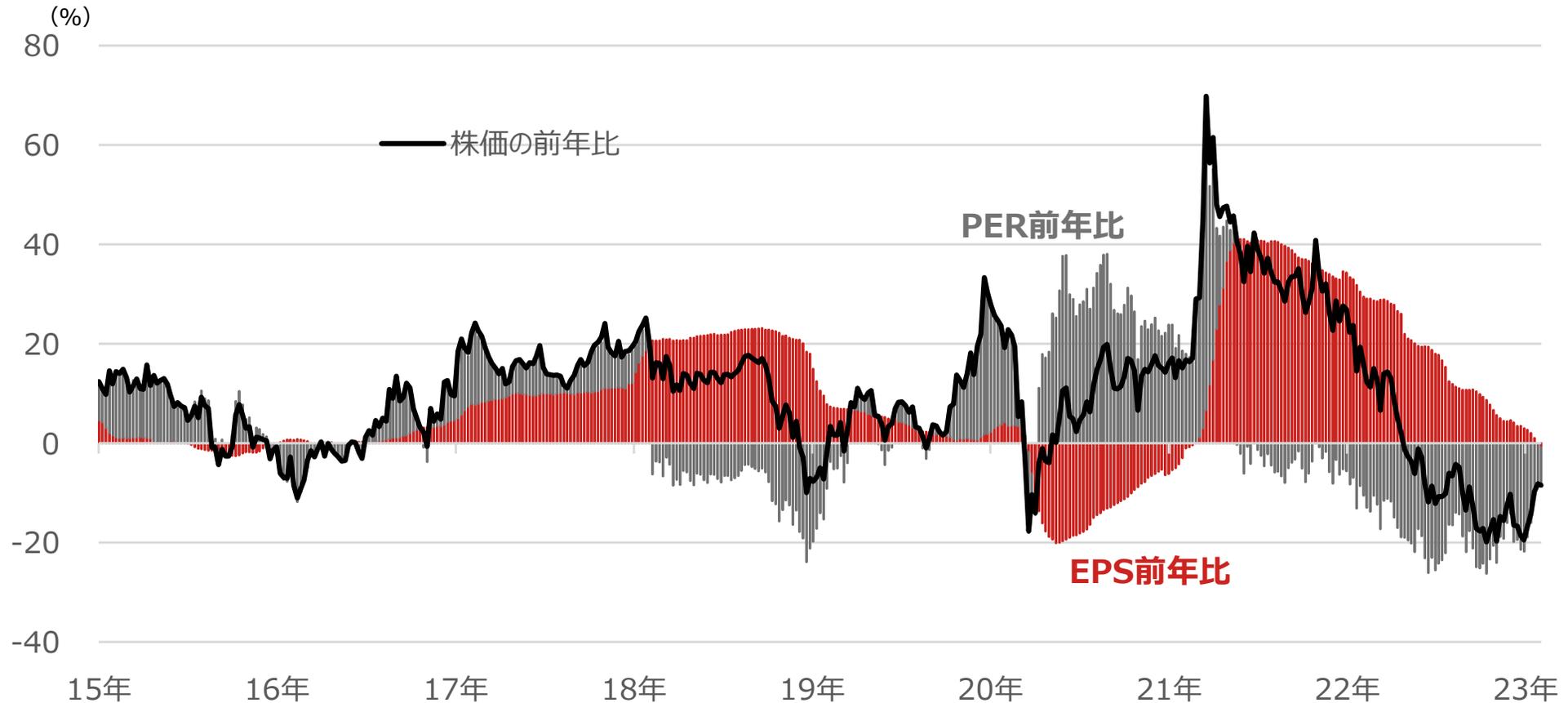
・2022年10-12月期（Q4）以降はBloomberg予想（2023年2月10日時点）

（出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成した貴社内限資料です。当資料の顧客等貴社内以外への配布、提示は法令違反となる可能性がありますので厳に慎んで下さるようお願いいたします。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。また特定の銘柄の推奨や売買等を示唆するものではありません。

米長期金利上昇によるPER主導の株価調整は一服へ ～2023年はEPS↓もPER↑が支え～

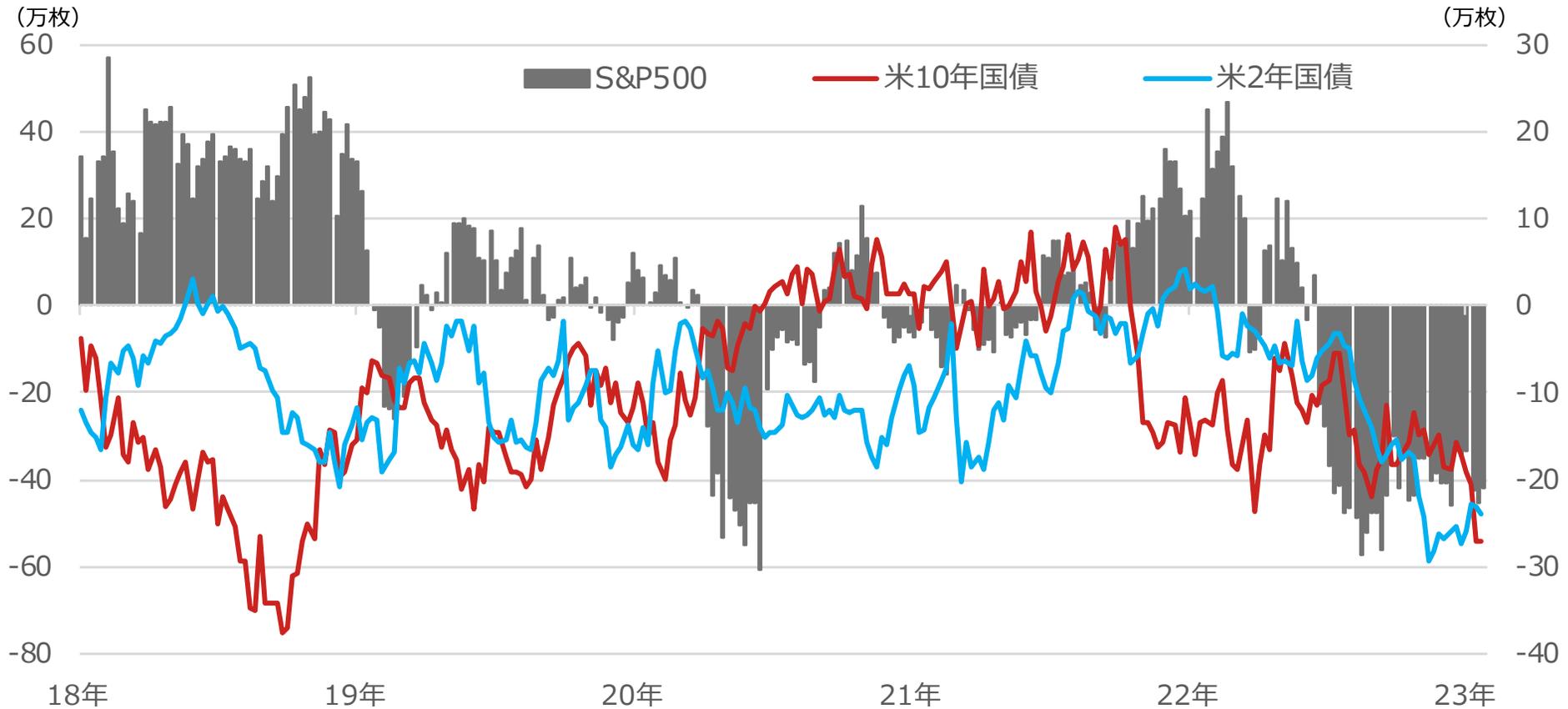
S&P500の12ヵ月先予想EPS・PER（株価収益率）・株価の前年比



期間：2015年1月2日～2023年2月7日、週次
(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

需給面からはこれまでの米債券先物売りや株先物売りポジションの巻き戻しが起きやすいか

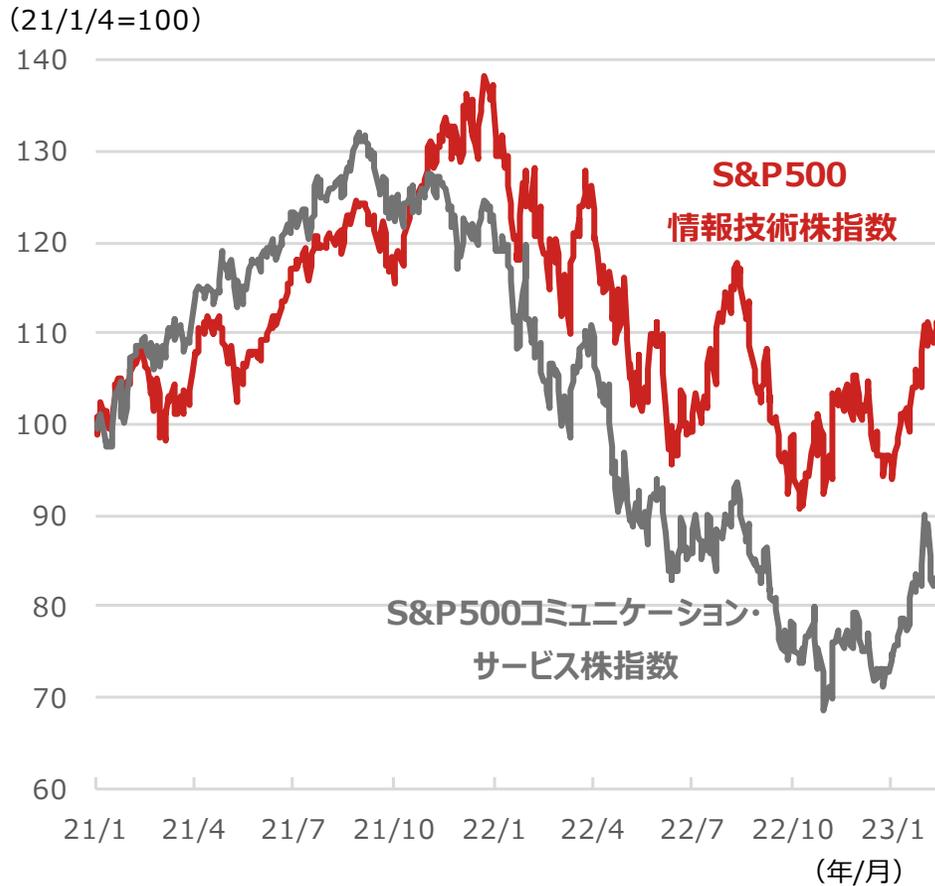
S&P500と米国債のCFTC先物投機筋ポジション



期間：2018年1月2日～2023年1月24日、週次
 ・CFTC（米商品先物取引委員会）データ
 ・先物ポジション枚数のプラスは買い越し、マイナスは売り越しを示す
 （出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

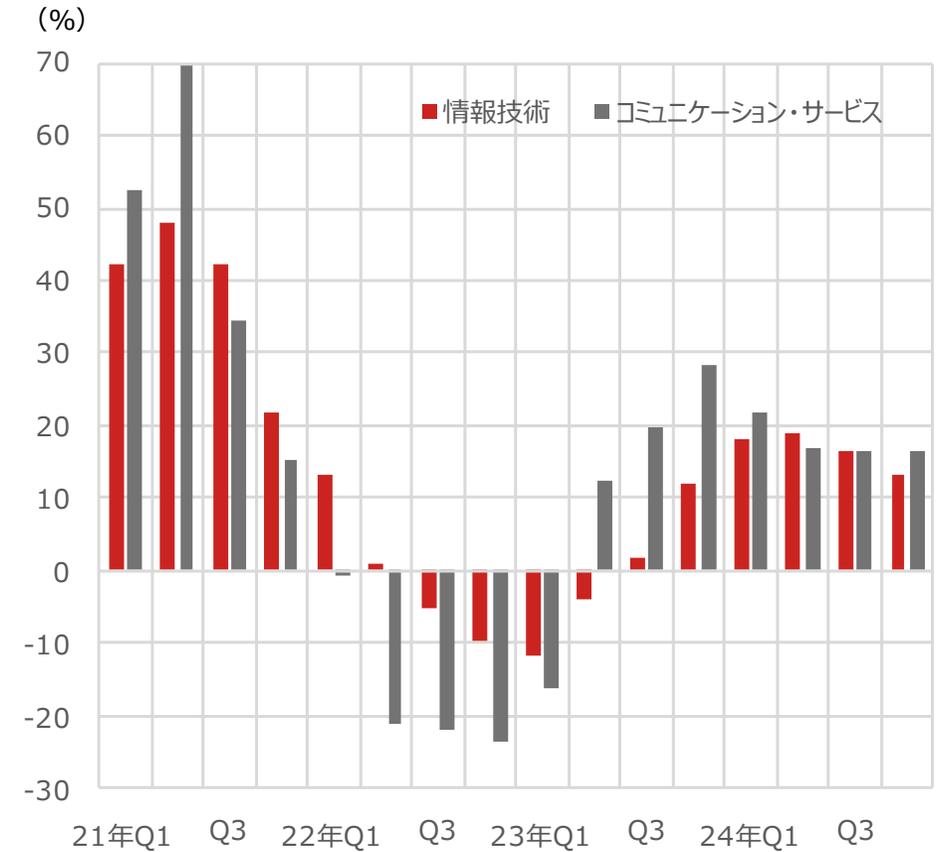
米主要ハイテク株に対する業績懸念くすぶるも 今後は減益局面から脱却し増益局面に転じる公算

S&P500情報技術株とコミュニケーション・サービス株指数



期間：2021年1月4日～2023年2月14日、日次
(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

S&P500のハイテク業種のEPS前年同期比増減率



期間：2021年Q1（1-3月期）～2024年Q2（4-6月期）、四半期
・2022年Q4（10-12月期）以降は2023年2月10日時点のBloomberg予想
(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

一段の円高リスクは限定的か

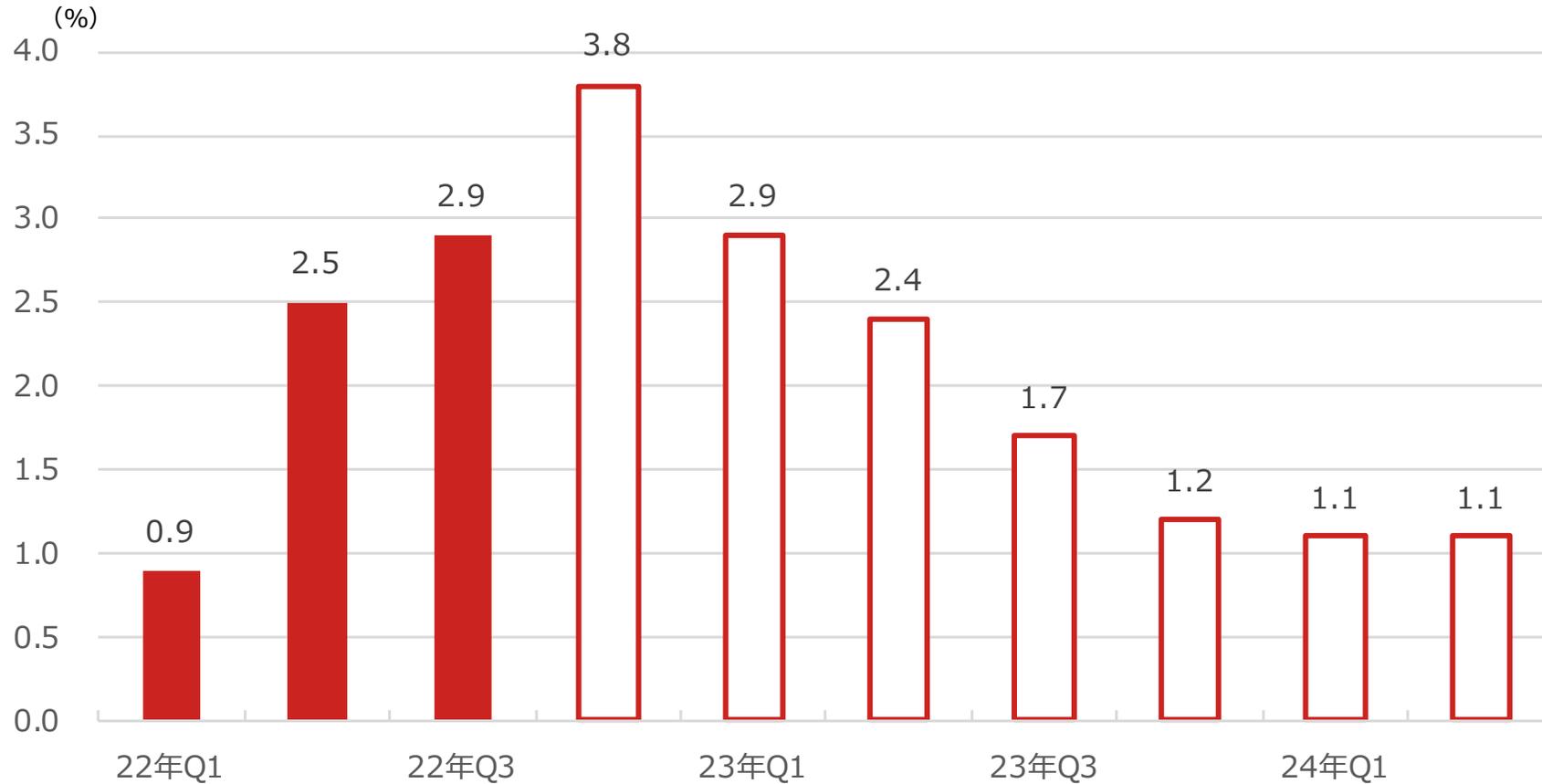
米日10年国債利回り差と米ドル円



期間：2021年1月4日～2023年2月14日、日次
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

日本のインフレは今後急速に鈍化する見通し ～日銀の政策修正は4-6月期と想定～

日本のCPIの推移・予想



期間：2022年Q1（1-3月期）～2024年Q2（4-6月期）、四半期
 ・2022年Q4（10-12月期）以降はBloomberg予想（2023年2月14日時点）
 （出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

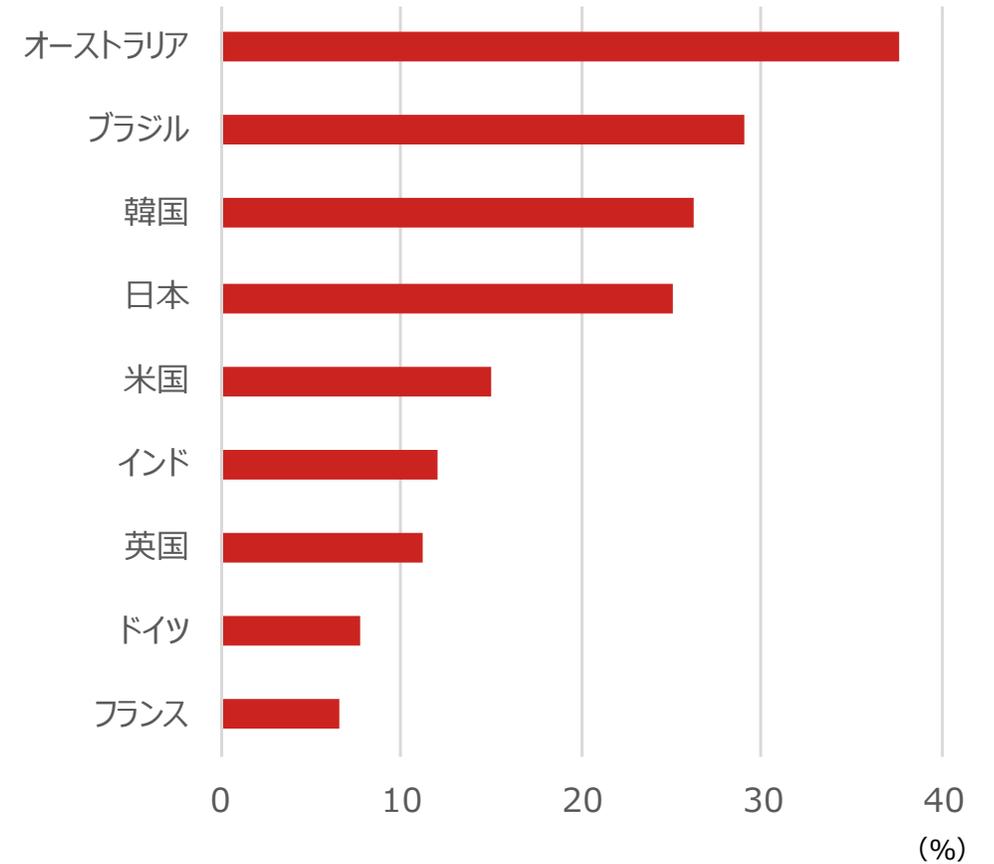
2023年は中国経済の回復に期待が高まる

各国・地域の実質GDP成長率



期間：2022年～2023年、年次
 ・2022年、2023年はBloomberg予想（2023年2月9日時点）
 （出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

主要国の貿易総額に占める中国比率（2021年）



（出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

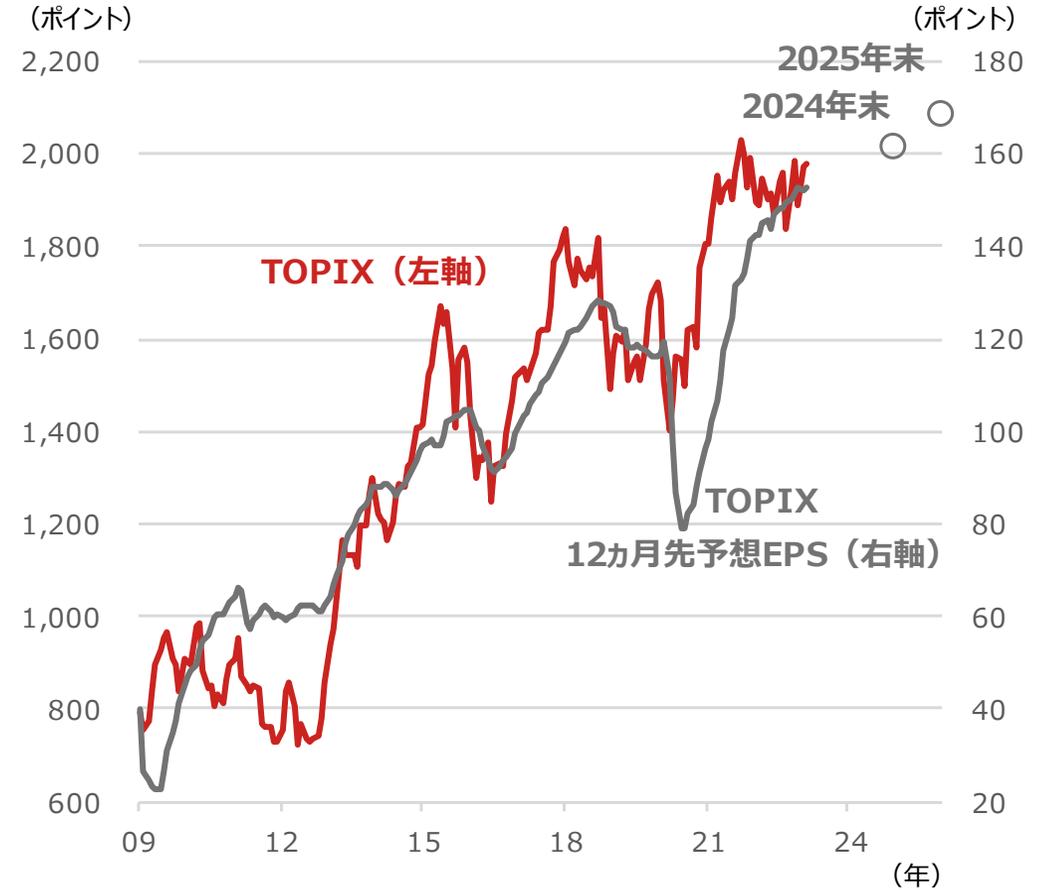
日本株は下値リスク限定的で上値余地が大きい魅力的な投資対象か

日経平均株価と同BPS（1株当たり純資産）



期間：2008年1月4日～2023年2月14日、週次
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

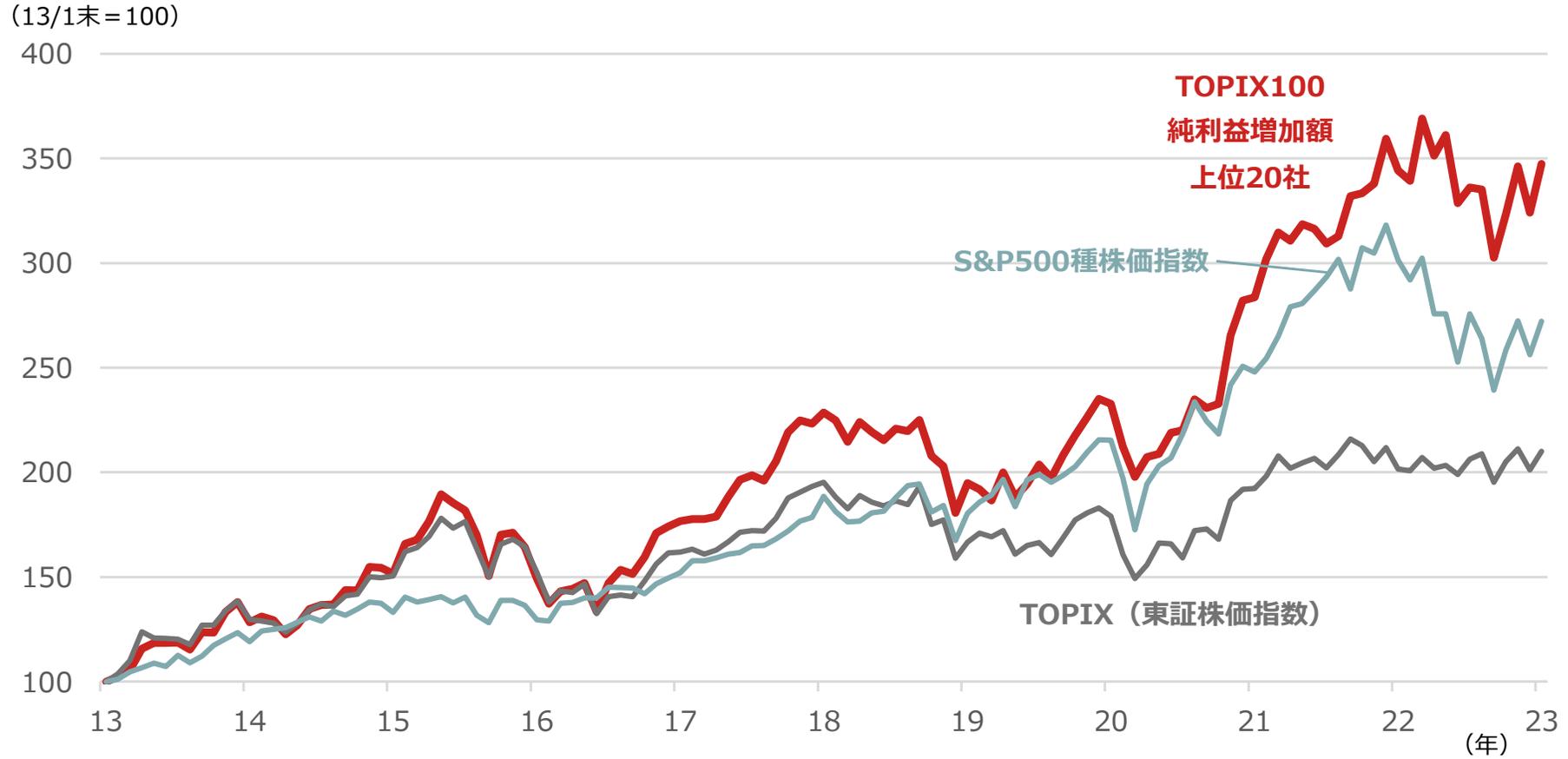
TOPIX（東証株価指数）と同12ヵ月先予想EPS



期間：2009年1月末～2023年2月14日、月次
 ・○印は2024、2025年末の予想EPS（2月14日時点、Bloomberg予想）
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

収益力の高い企業群は米国株を上回るパフォーマンス～日本株はパッシブよりアクティブに妙味～

TOPIX100純利益増加額上位20社と日米株



期間：2013年1月末～2022年10月末、月次

・TOPIX100構成銘柄の3月本決算企業で2022/3期までの直近10期の純利益増加額が上位の20社に均等投資したと仮定し指数化

(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

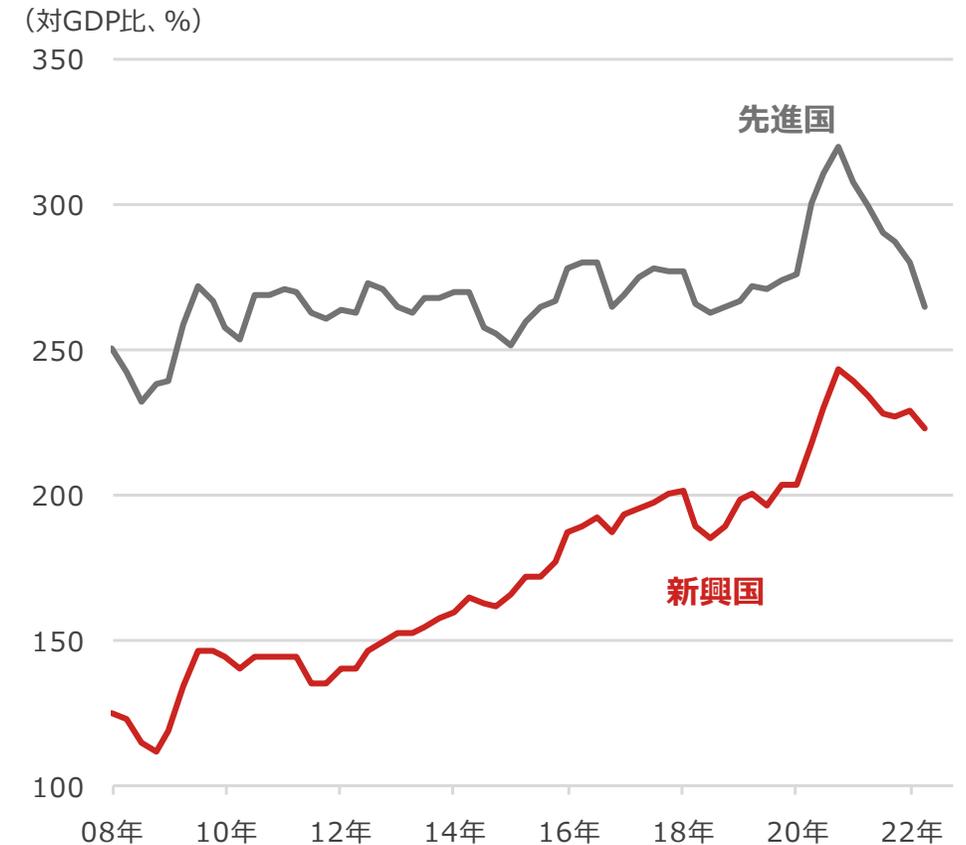
米ドル高基調の反転は新興国市場にプラスの公算

ドルインデックスとMSCI新興国通貨指数



期間：2022年1月3日～2023年2月14日、日次
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

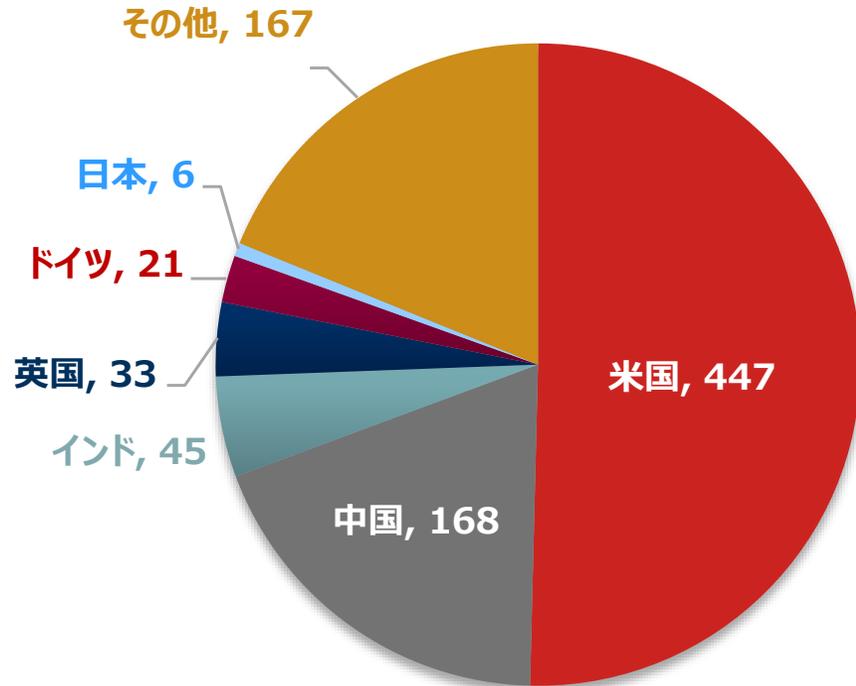
先進国と新興国の非金融部門債務残高の対GDP比



期間：2008年3月末～2022年6月末、四半期
 ・BIS (国際決済銀行) のデータを用いた
 (出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

ユニコーン企業数が将来を物語るか

国別ユニコーン企業数

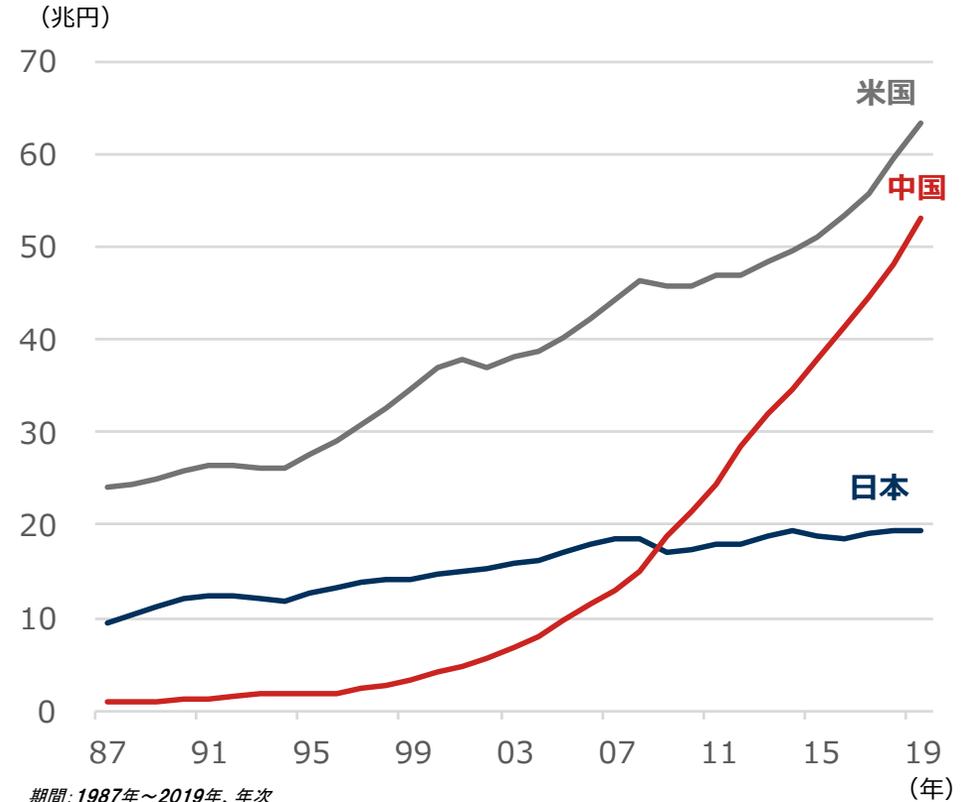


期間: 2023年1月31日時点

・数字は社数

(出所)CBインサイツより野村アセットマネジメント作成

日米中の研究開発費



期間: 1987年~2019年、年次

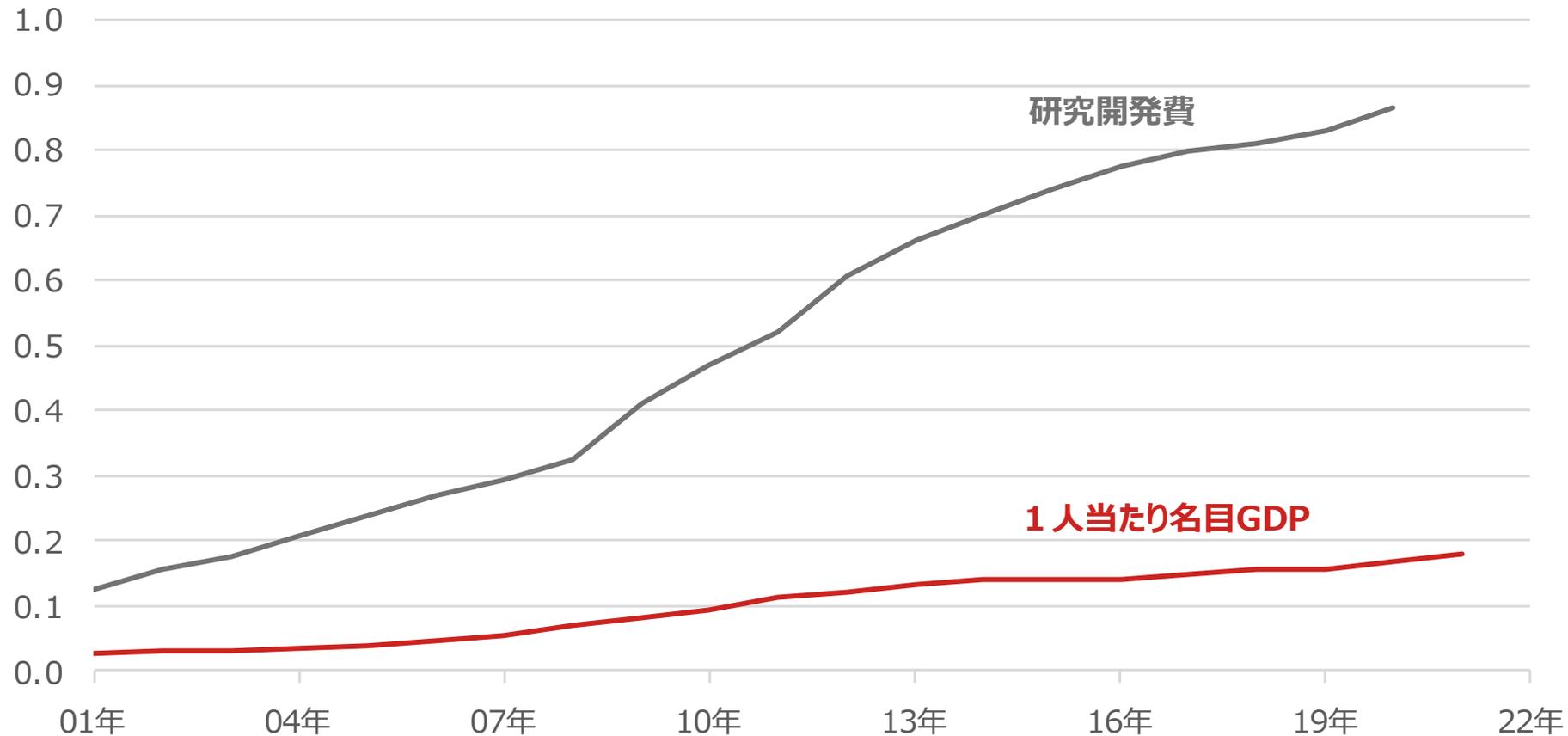
・研究開発費は実質額(2015年基準、OECD購買力平価換算)

・研究開発費は企業や大学、政府などの合計値で各国ごとに定義が異なる

(出所)文部科学省 科学技術・学術政策研究所、「科学技術指標2021」より野村アセットマネジメント作成

中国の成長余地は依然大きい

中国と米国の研究開発費と1人当たり名目GDPの相対指数



期間：(1人当たり名目GDP) 2001年～2021年、年次

(研究開発費) 2001年～2020年、年次

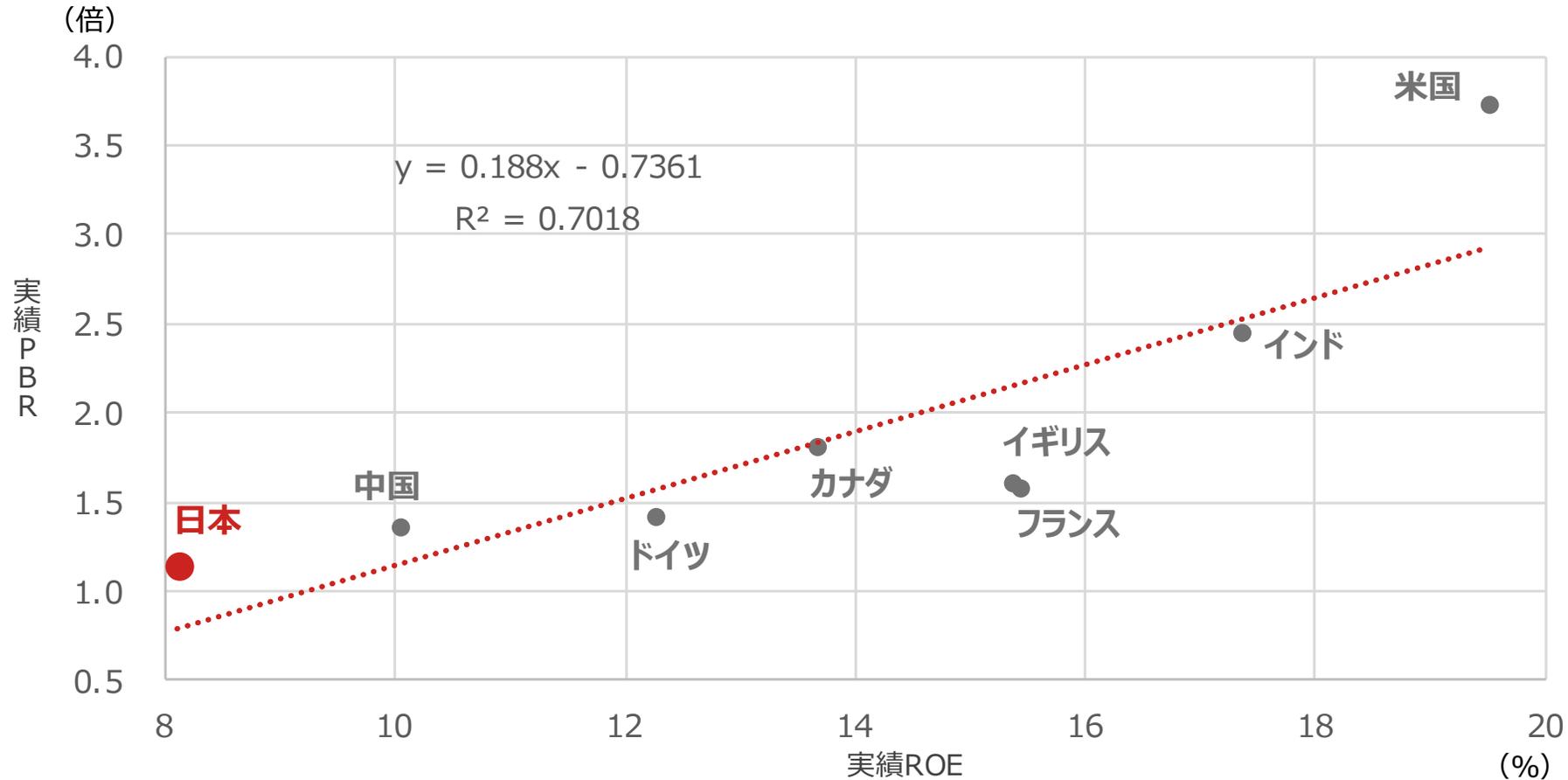
研究開発費は実質額 (2015年基準、OECD購買力平価換算)

・研究開発費は企業や大学、政府などの合計値で各国ごとに定義が異なる

(出所) Bloomberg、文部科学省 科学技術・学術政策研究所、「科学技術指標2022」より野村アセットマネジメント作成

ROE（稼ぐ力）が高いほど市場からの評価が高まる傾向～米国やインドが有望～

各国の主要株価指数のROE（自己資本利益率）とPBR（株価純資産倍率）



期間：2023年2月14日時点

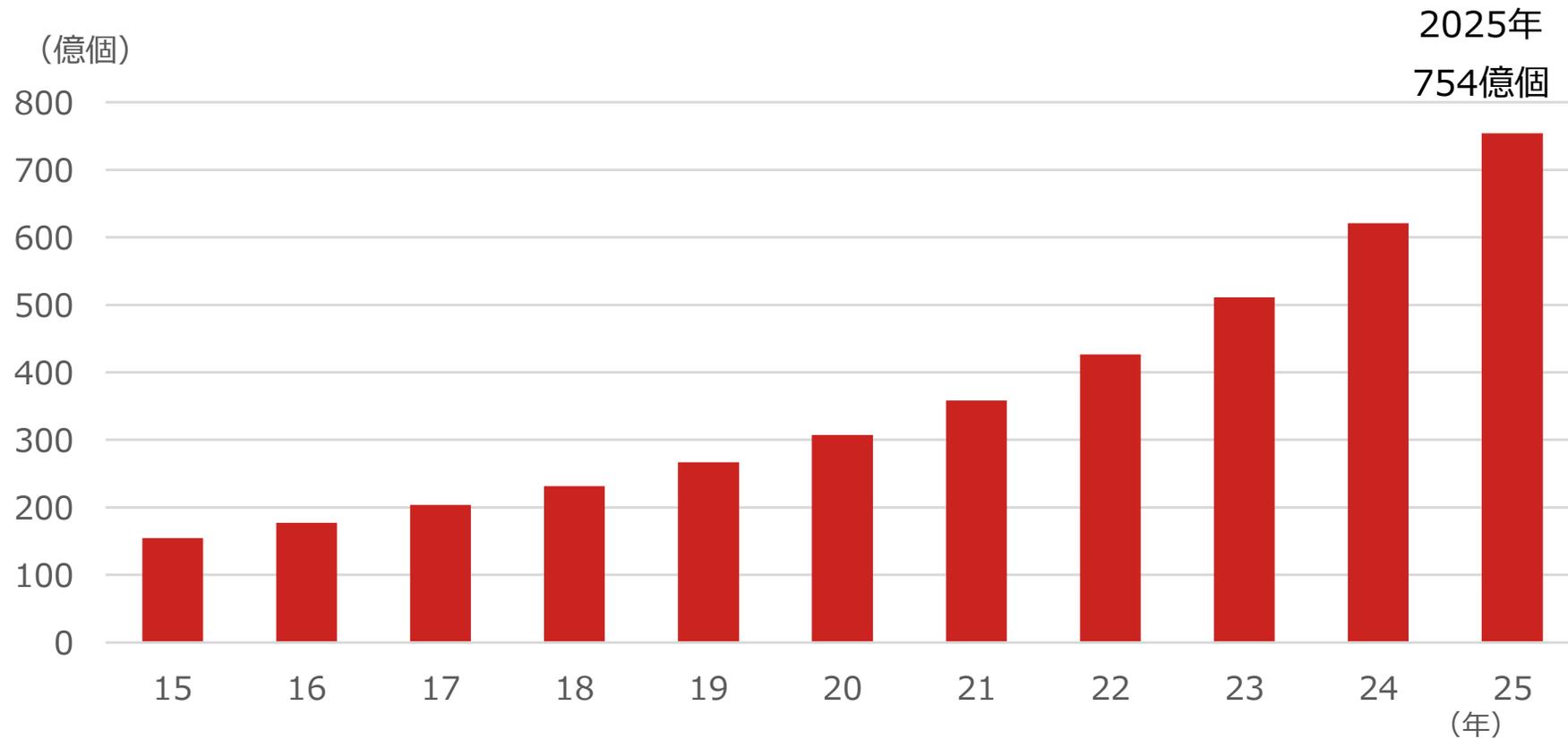
・日本：TOPIX、フランス：CAC40、イギリス：FTSE100、中国：上海総合指数、ドイツ：DAX、カナダ：S&Pトント総合指数、インド：S&P/BSE SENSEXインド指数、米国：S&P500

・図中の赤線は、各国株価指数のROEとPBRの関係を線形回帰で示したもの（決定係数=0.70）

（出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

様々なものがネットとつながれば半導体需要はそれだけ伸びていく公算

IoT機器の世界累計設置個数



期間: 2015年~2025年、年次

2017年以降はIHS Markitによる予測

(出所) statistaのデータを基に野村アセットマネジメント作成

宇宙ビジネスの進化で人々の移動はより短縮へ

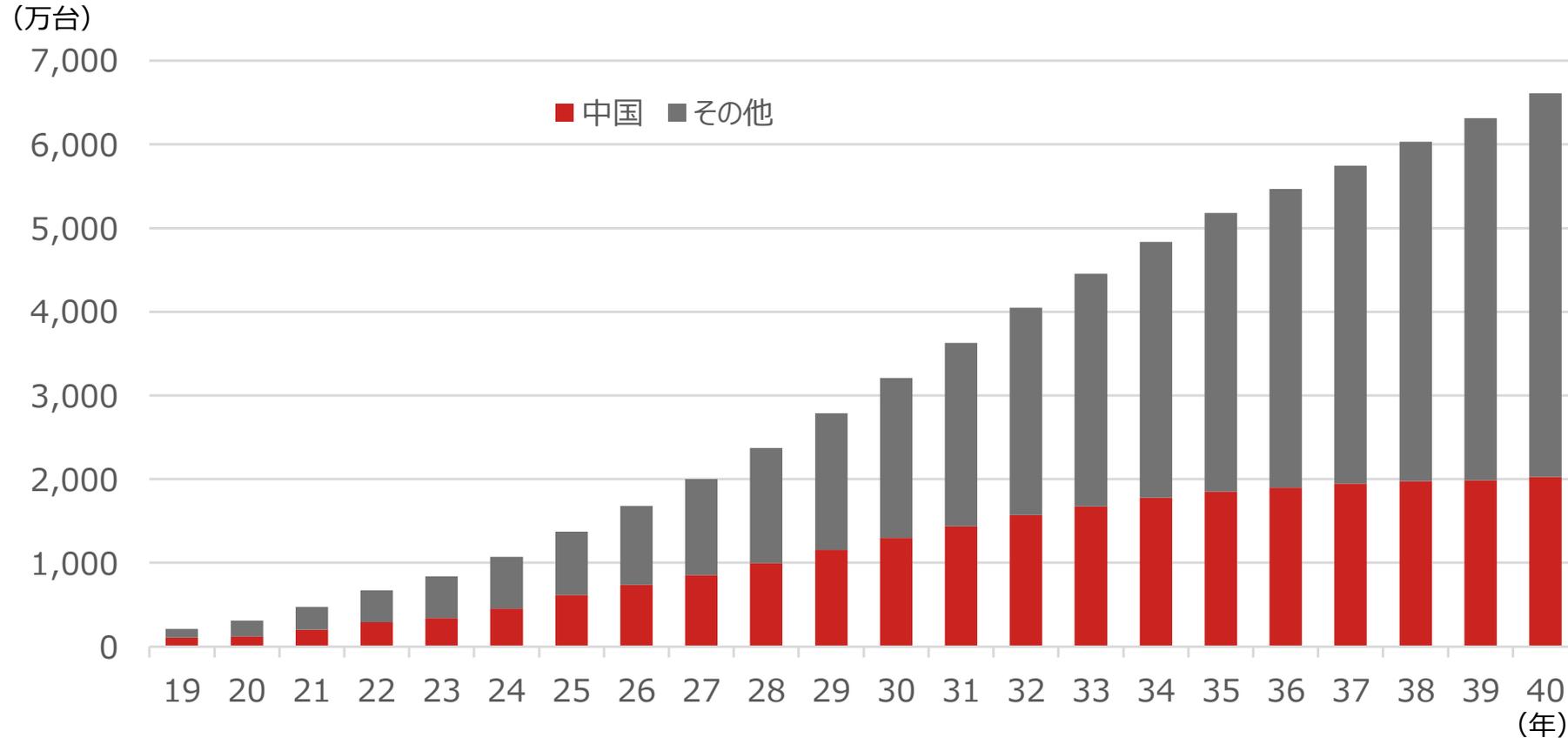
旅客機と宇宙船の移動時間比較

出発地	到着地	旅客機	宇宙船
東京	シンガポール	7時間10分	28分
ロンドン	ニューヨーク	7時間55分	29分
ニューヨーク	パリ	7時間20分	30分
シドニー	シンガポール	8時間20分	31分
ロサンゼルス	ロンドン	10時間30分	32分
ロンドン	香港	11時間50分	34分

(出所)スペースXより野村アセットマネジメント作成

電気自動車市場は2040年には2020年比で20倍超に

電気自動車年間販売台数予測



期間: 2019年~2040年、年次

2021年以降はBloomberg予想

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成