



2023年1月吉日

ご投資家の皆様へ

スパークス・アセット・マネジメント株式会社

2023年日本株式市場の見通し

1. 要点

- 2022年の年間リターンは、米国の▲19%、中国の▲15%に対し、日本は▲5%となった^{*1}。
- 日本のPBR（株価純資産倍率）は1.1倍と、過去の世界平均の2倍よりも極めて割安に放置された状態が依然として続いている（図表1）。
- 2023年、世界のインフレ基調は続くだろう。**サプライチェーン再構築の加速、世界的な気候変動への対応の2つが構造的なインフレ要因となるためだ。
- 投資における重要な視点は、世界の経済システムが大量生産志向から付加価値志向（ボリュームからバリュー）へと移行し、規模の追求から質の追求（スケールからクオリティ）へと変化している点にある。世界中でモノの価格が上昇している中で、日本の高品質な商品・サービスの価格だけが極端な割安状態で放置され続けることはあり得ない。**デフレ下でも世界のフロントランナーであった日本こそインフレ時代の本格到来では最大の恩恵を受ける国となるであろう**（図表2）。
- 世界の資本は日本株式市場に向かってこれから大移動を始めるというのが我々の見通しだ。2023年はその始まりの年になると考えている。**

2. 2022年の市場振り返り

- コロナ禍からの回復に向かう中で、ウクライナ侵攻、米中対立、サプライチェーンの分断などを背景としたコモディティ価格の上昇が顕著になった。その結果、世界経済は1970年代以来の急激かつ強烈なインフレに見舞われた。このインフレを抑制するため、とりわけ米国FRB（連邦準備制度理事会）は利上げペースを加速させたが、金融市場の不透明感が強まり、世界の株式市場は大きく調整した。特に、高成長をベースとし高バリュエーションで取引されていたIT・半導体関連セクターを含めたグロース株式が大きく下

*1 主要国指数は、日本：TOPIX、米国：S&P500、中国：香港ハンセン指数（配当除く・現地通貨ベース）。

本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。



落し、バリュエーションの修正が起こった。しかしながら、年後半になって、今後インフレが落ち着いていくとの見方から利上げペース拡大観測が後退すると、市場の調整は一服した。

- ・ そうした中、日本株は米国株を上回る適応力（レジリエンス）を見せた。年初来のリターンは、米国の▲19%、中国の▲15%に対し、日本は▲5%となった。しかし、32年ぶりの最安値まで円安が進行する中で、外国人投資家にとっては日本企業が圧倒的に割安に映ったはずだが、日本株買いは限定的だった。
- ・ なお、1990年以降で見ると、株価水準は米国が約11倍、中国が約7倍になったが、日本は約0.7倍と異常な低迷が続いていることに大きな変化はない。PBR（株価純資産倍率）は、米国が直近ピークの4.9倍から3倍台まで調整、中国に至っては0.8倍と日本を下回る水準まで下落した。そして日本は1.1倍と、過去の世界平均の2倍よりも極めて割安に放置された状態が依然として続いている（図表1）

（図表1）主要株式指数のPBR推移
(1993~2022年)



※ 日本 (TOPIX) : 1993/5/31~, 米国 (S&P500) : 1992/12/31~, 中国 (香港ハンセン指数) : 1993/9/1~
出所 : FactSet Pacific Inc よりスパークス・アセット・マネジメント作成

3. 2023年の市場見通し

- ・ 2023年、世界の利上げサイクルは一服するだろう。その後の世界経済の成長は、主要国における景気後退によるマイナス要因と、グリーン革命とも呼ばれる地球温暖化対策に関する需要拡大やコロナ禍で蓄積されてきた様々な需要の解消によるプラス要因の綱引き次第となる。いずれにしても重要な点は、インフレ基調は継続するということだ。コロナ禍に生じたサプライチェーンの再構築が地政学リスクの高まりで一段と加速すること、そして世界的な気候変動への対応の2つが構造的なインフレ要因となる。

本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。



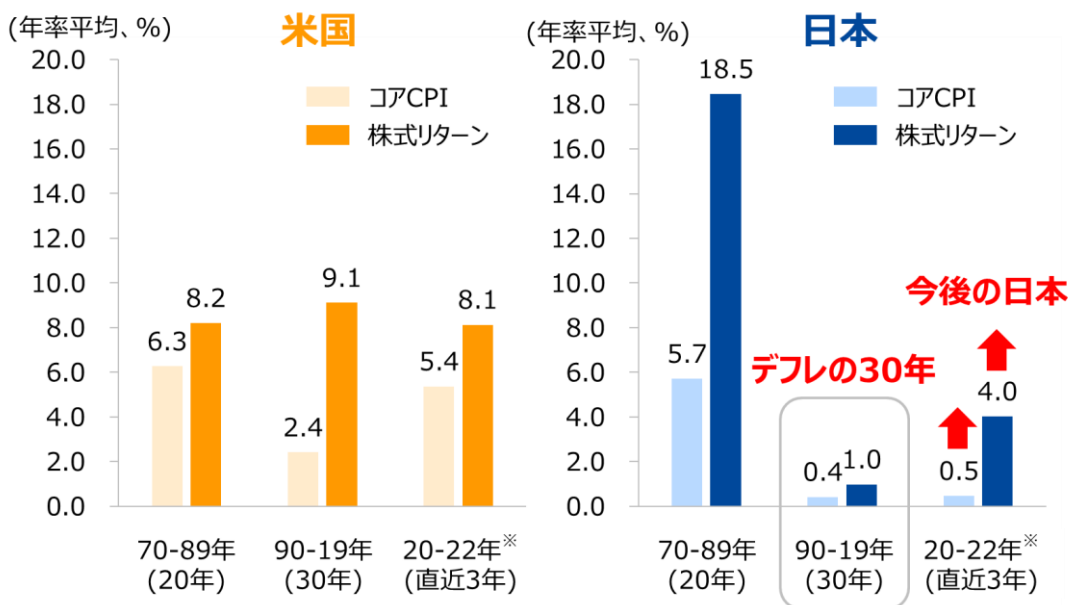
- 2020年初め、我々は、コロナによって、マスクに象徴されるような当たり前のようになると思っていたモノが急になくなったことに大きなショックを受けた。そして低価格だからといって特定の国に必要なものすべての生産を依存するリスクをあらためて認識した。今やコロナは、マスクだけでなく、エネルギー・食糧から半導体・スマホ・自動車に至るあらゆる財のサプライチェーン再構築を促し、価格を大きく変動させている。更には、ウクライナ侵攻や米中対立が、価格の歪みを加速させた。地政学的リスクが概念上のものではなく現実に起こるものとして分断が深まったことで、これまでグローバルに自由に行き来していた財の価格には今後も上昇圧力が働くと考えている。
- もう一つの構造的なインフレ要因は、世界的な気候変動への対応だ。これも概念上のリスクと思っていたものが現実のリスクとして顕在化したものだ。ずっと先のことと思ってきた1.5℃を超える不可逆的な気温上昇が5~10年の単位でやってくる。それはかなり致命的なダメージを地球にあたえるということを皆が感じ始めた。これまで、気候変動が地球上の経済活動に与えるコストは経済の合理性や資本の論理の枠外で論じられてきた。しかし、今や、そのコストを払うことなしに持続的な経済活動をすることはできないというジレンマの中に世界はこれから突入していく。
- そうした中で、**今後はインフレに一番耐えられる市場（適応力のある市場）が選ばれるだろう。その条件は世界最高水準の商品・サービス、つまり「リアル」をもっていることだ。これは世界の経済システムにおける選定基準に大転換が起きることを意味している。**
- 米国は消費主導の支出があまりにも進んだために、インフレの悪影響を最も大きく受ける。また米国は需要が供給を上回っており、常にモノがない。
- 中国は、世界の工場として、低賃金をバネに生産を担ってきたが、低賃金を背景としたコスト競争力は中間所得層の拡大とともに失われつつある。中国はこれから生産国から消費国へと変貌していくであろう。
- つまり、米中を中心にグローバルに顕在化する供給不足に対して、世界が求める品質水準を満たす商品・サービスを提供できるのはどの国かということになる。**その条件を最も満たす市場は日本であり、世界の資本は日本株式市場に向かってこれから大移動を始めるというのが我々の見通しだ。2023年はその始まりの年になると考えている。**
- 重要になる投資の視点は、ボリュームからバリューへ、スケールからクオリティへの変化である。世界中でモノの価格が上昇している中で、日本の高品質な商品の価格だけがグローバルに極端な割安状態で放

本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。



置され続けることはあり得ない。リアルなモノづくりのクオリティにおいて、デフレ下でも世界のフロントランナーであった日本こそが、インフレ時代の本格到来で最大の恩恵を受けるであろう（図表 2）。

（図表 2）インフレ率と株式リターンの長期サイクル比較



※ 2022 年は 10 月末時点までの数値を使用。
 ※ 株式リターンは、日本：TOPIX、米国：S&P500（配当除く・現地通貨ベース）
 出所：米国商務省、総務省、FactSet Pacific Inc よりスパークス・アセット・マネジメント作成

- 2022 年 12 月に日銀が金融緩和政策の修正を発表したが、本格的なインフレ時代に突入してきたことを日銀もやっと認識し始めたと言っていいだろう。経済活動において、デフレは異常であり、インフレが正常である。この修正発表は、我々が考えていたインフレ時代の到来がようやく現実化されてきたという意味であり、今後金利がさらに上昇し始めるというよりも正常化に向けた一つのステップととらえるべきである。
- 2025 年の日経平均株価の見通しで言うと、2022 年 12 月末現在の株主資本成長率（株主資本利益率から配当性向を差し引いた率）6.39%を前提とした場合、1 株当たりの純資産が 28,568 円まで拡大する。仮にアベノミクス以降のこの 10 年で最も高い PBR1.5 倍で評価された場合、日経平均株価は 42,852 円となり、1989 年のバブル崩壊前の最高値 38,916 円を優に超える水準となる。日経平均株価の 3 万円というのは通過点に過ぎないということになる。
- 四半期、一年毎に“評価”に晒される投資家の中には目線がどうしても近視眼的になりがちの方もいる。

本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。



しかし、この10年間、日本株で3~5年といった運用期間を許容出来る投資家の多くは手堅いリターンを得てきた。しっかりと日本株の長期的な展望をベースに日本の新しい成長をリードする企業への投資に向けた準備を今こそする時であろう。

4. リスクシナリオ

- ・ **アップサイドのリスク：** ①グローバル資本が政治の相対的安定感や日本企業のROE向上を好感して日本株の見直し買いを加速、②更に国内の大きな資金シフトにより想定以上の資産価格上昇が起きる、③日本企業の海外での売上拡大やM&A増加、④テクノロジーの進展や融合による収益機会の増大など。
- ・ **ダウンサイドのリスク：** ①個人金融資産2,000兆円の現金への滞留が継続、②経営者の過度な保守主義、③企業統治の改善が停滞、④政府の政策の失敗や政権交代、⑤致死率の高い変異ウイルスの発生、⑥地政学リスク（ロシア・ウクライナ紛争の悪化と欧州の混乱、北朝鮮・台湾有事、中東情勢、米国政治の混乱、中国共産党の内紛など）、⑦災害（地震、異常気象）、⑧債務増大による悪性インフレと長期金利の急騰、⑨金融システム危機に通じる企業倒産など。

以上

本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。



投資信託の留意点

以下の記載は、金融商品取引法第 37 条により表示が義務付けられている事項です。お客様が実際にご購入される個々の投資信託に適用される費用やリスクとは内容が異なる場合がありますのでご注意ください。ファンドにかかる費用の項目や料率等は販売会社や個々の投資信託によって異なるため、費用の料率はスパークス・アセット・マネジメント株式会社が運用する投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高料率を表示しております。また、特定の投資信託の取得をご希望の場合には、当該投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」をあらかじめ、または同時にお渡しいたしますので、必ずご覧いただき、投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断で行っていただくようお願いいたします。

投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式、公社債および不動産投資信託証券などの値動きのある証券等（外貨建て資産には為替リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではなく、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等を要因として、基準価額の下落により損失が生じ、投資元本を割り込むことがあります。

特化型のファンドは、分散投資を行う一般的な投資信託とは異なり、銘柄を絞り込んだ運用を行うため、市場動向にかかわらず基準価額の変動は非常に大きくなる可能性があります。

ロング・ショート戦略のファンドは売建て（ショート・ポジション）取引を行いますので、売建てた株式が値上がりした場合、基準価額が下落する要因となります。また、ロング・ポジションおよびショート・ポジションの双方が誤っていた場合、双方に損失が発生するために、通常の株式投資信託における損失よりも大きくなる可能性があります。

上記は投資信託に係るリスクの一部を記載したものであり、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。

本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。



投資信託に係る費用について

当社における公募投資信託に係る費用（料率）の上限は以下のとおりです。

●直接ご負担いただく費用

購入時手数料	上限 3.85%（税込）
換金手数料	なし
信託財産留保額	上限 0.5%

●投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

信託報酬	上限 2.057%（税込）
実績報酬（※）	投資信託により、実績報酬がかかる場合があります。

※実績報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他の費用・手数料（※） 監査費用、目論見書や運用報告書等の作成費用など諸費用等ならびに組入有価証券（ファンドを含む）の売買の際に発生する売買委託手数料、先物取引・オプション取引等に要する費用、外貨建て資産の保管費用等を信託財産でご負担いただきます。組入有価証券がファンドの場合には、上記の他に受託会社報酬、保管会社報酬などの費用がかかる場合があります。これらの費用は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことができません。

※ 手数料等の合計額については、保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

※ 投資信託により異なりますので、詳しくは販売会社にお問い合わせ下さい。

<委託会社>

スパークス・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 346 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、日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〔お問い合わせ先〕 スパークス・アセット・マネジメント株式会社

ホームページ <https://www.sparx.co.jp/> 電話番号：03-6711-9170（受付時間：営業日 9：00 ～ 17：00）

本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。