

2023年1月

## 米国株 2023年相場展望

～相場は往々にしてコンセンサス通りにはならない～

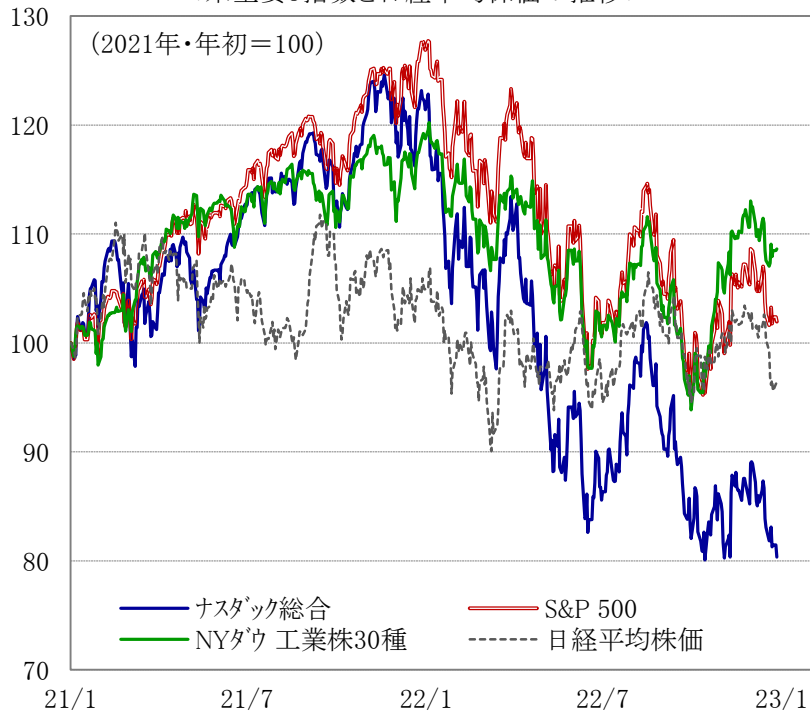
2022年12月28日

・2022年は想定外のインフレと急激な金融引き締めにより株式投資家が苦しめられた1年だった。例年の楽観・強気ムードはなく、景気や業績に対して警戒する声は依然として多い。

・しかしながら、相場は得てして皆が思う予想と異なる結果になりがちである。2023年は想定以上のインフレ鈍化、FRBのハト派転換、米景気軟着陸が同時進行すれば、PERの拡大を伴い、2022年と対照的に米株が堅調に推移するシナリオも描ける。守りから攻めに転じるタイミングを見極めることが重要な年となる。

### S&P500指数とNYダウはWボトムを形成か

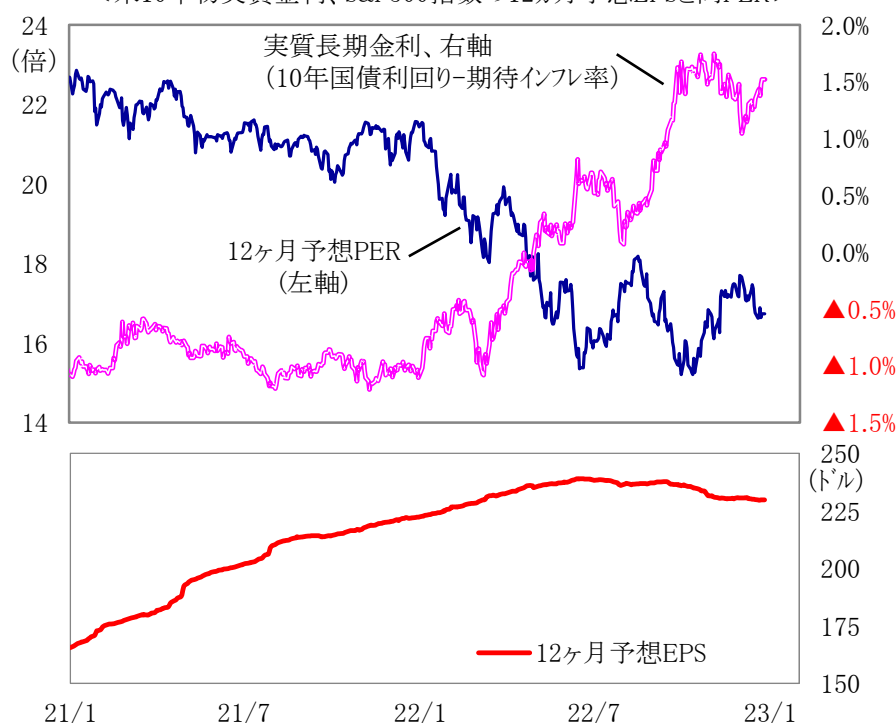
<米主要3指数と日経平均株価の推移>



各種資料より岩井コスモ証券作成 注：株価データは12月27日時点

### 実質金利の低下・PER拡大に期待

<米10年物実質金利、S&P500指数の12ヶ月予想EPSと同PER>



各種資料より岩井コスモ証券作成

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

シナリオ	相場 予想	キーワード	背景	マクロ		金融市場	
				景気	物価 上昇率	金融 政策	金利
ベース (メイン)	2023年 年初に底値 その後 リバウンド	<ul style="list-style-type: none"> <li>・不景気の株高</li> <li>・悪材料出尽くし・織込済</li> <li>・景気重視の金融政策</li> </ul>	2023年初頭に3つの好材料 ①景気・業績の悪材料溢れる ②インフレの急速な沈静化 ③金融引締めを早期終了	△	↓	利上げ 早期 終了	→
ベスト (楽観)	既に 10月中旬に 株価底打ち	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株価の先行性</li> <li>・人の行く裏に道あり・・・</li> <li>・インフレからデフレへ</li> </ul>	株価が底打ち済の3つの背景 ①コロナバブルの上昇は解消済 (10月安値はコロナ前・高値水準) ②悪材料に対して底堅い株価推移 ③投資家心理は弱気一辺倒	○	↓	12月が 最後の 利上げ	↓
ワースト (悲観)	2023年も 軟調な展開	<ul style="list-style-type: none"> <li>・グローバル化の終了</li> <li>・黄金の30年間の終了</li> <li>・低インフレの終焉</li> </ul>	悪材料が連鎖的に波及 ①景気失速ながらインフレ継続 ②金融政策は強い引締め ③金融システム不安の高まり	×	→	利上げ 長期 継続	↑

各種資料より岩井コスモ証券作成

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

シナリオ	相場 予想	属性	サイズ	セクター	具体的 テーマ
ベース (メイン)	2023年 年初に底値、 その後は リバウンド	グロース株	大型	IT・通信	半導体 ソフトウェア (セキュリティ含む) B toC
ベスト (楽観)	既に 10月中旬に 株価底打ち	グロース株 景気敏感	中小型	IT・通信 資本財・素材 裁量消費	ハイパー・グロース 中小型・内需 高級品消費
ワースト (悲観)	2023年も 軟調な展開	ディフェンシブ株 高配当	大型	ヘルスケア 生活必需品 公益	配当貴族 優良ヘルスケア 電力・ガス 防衛

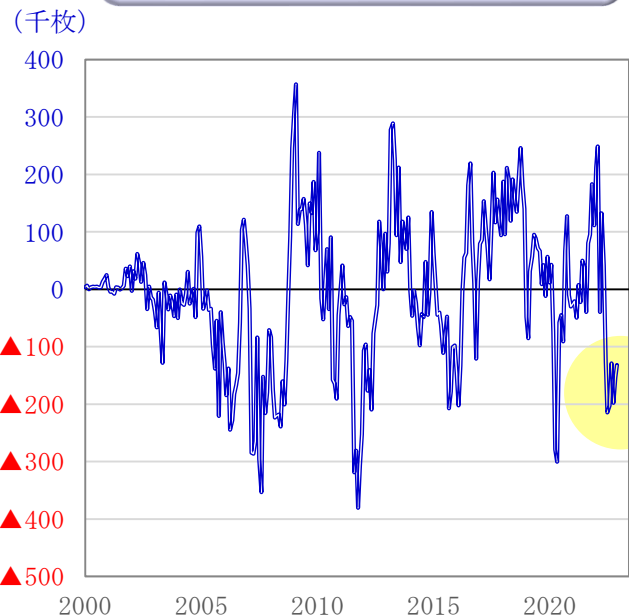
各種資料より岩井コスモ証券作成

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

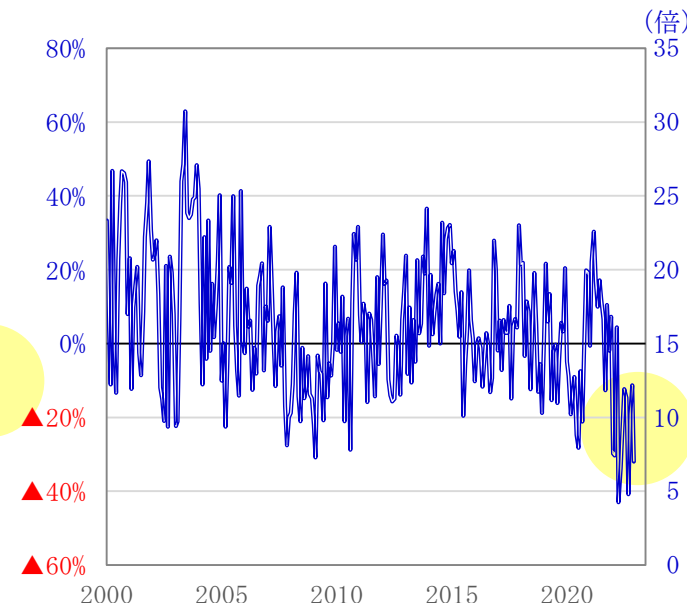
米国株が底打ちした可能性を示す以下の3つの指標に注目したい。

- ①ポジション : 歴史的な売り水準に
- ②投資家心理 : 歴史的な弱気に
- ③バリュエーション : 概ね底値圏に

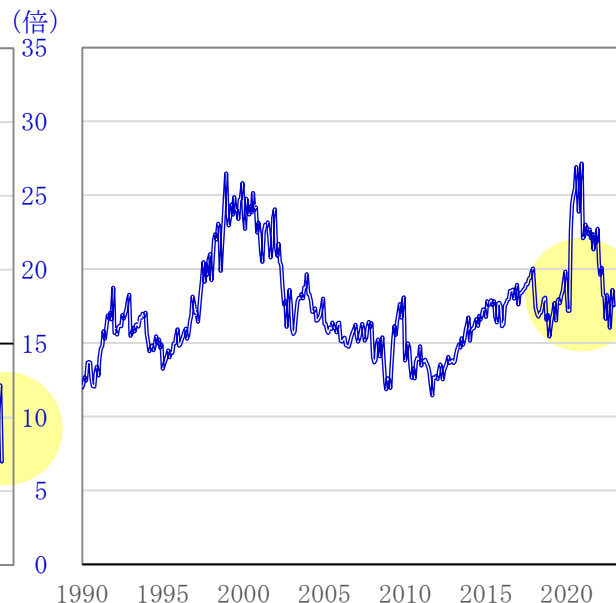
【CFTC・S&P500ミニ  
ネット・投機筋ポジション】  
売りは歴史的な水準まで拡大



【米・投資家心理・強気-弱気】  
投資家は歴史的な弱気に



【S&P500指数・予想PER】  
バリュエーションは底値圏に到達



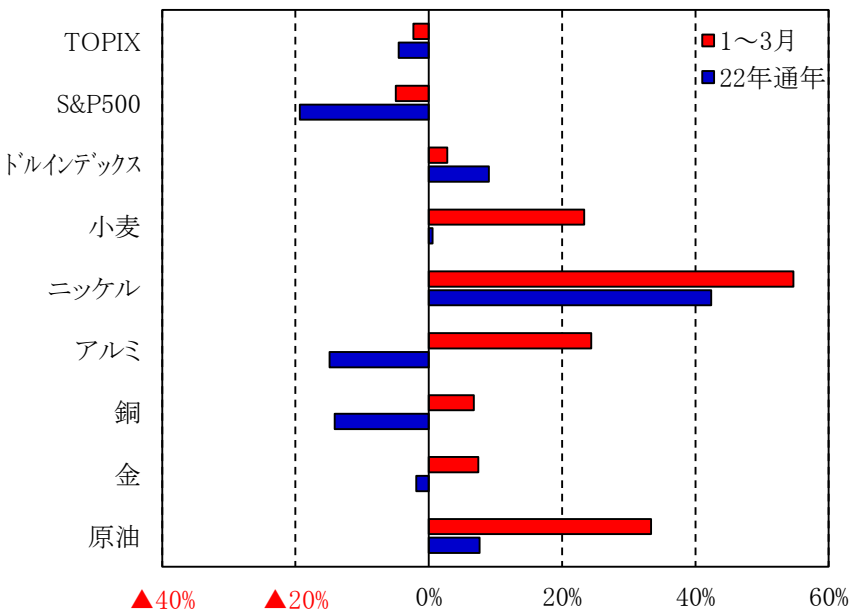
各種資料より岩井コスモ証券作成

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

- ・22年の原油や穀物などの商品相場は、ロシアのウクライナ侵攻を受けて1～3月に急伸。
- ・22年1～3月の上昇相場では、「供給側」の制約が最大の関心事だった。
- ・22年後半の失速局面では、世界景気の減速・後退懸念という「需要側」の問題がクローズアップされている。

## 商品市況は22年1～3月に急騰、後半に失速

＜リスク資産別騰落率(22年1～3月、22年通年)＞



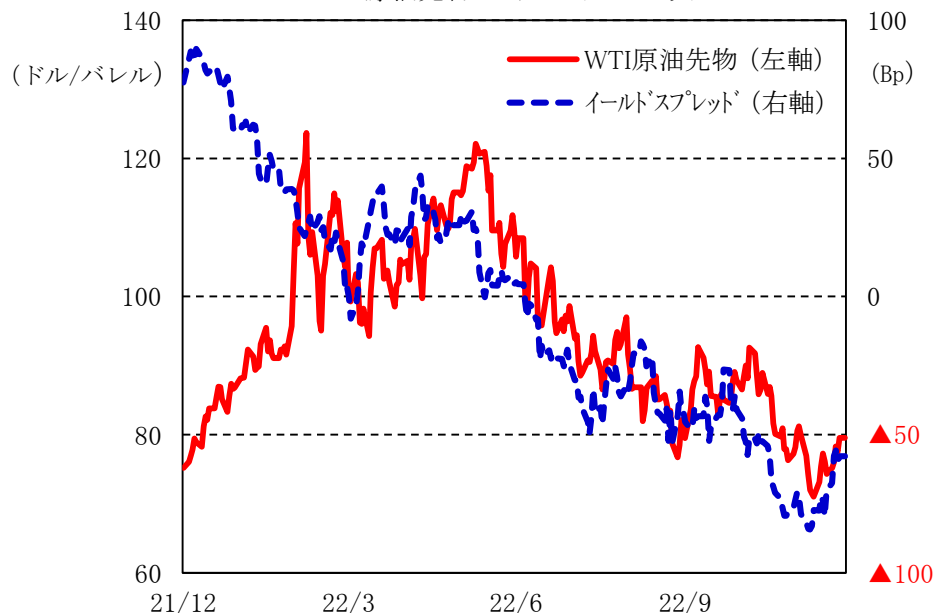
各種資料より岩井コスモ証券作成

注：22年通年は12月26日時点

：金、原油はNY、銅、アルミ、ニッケルはLME、小麦はシカゴ

## 原油はイールドスプレッドの深掘りとともに下落

＜WTI原油先物とイールドスプレッド＞



各種資料より岩井コスモ証券作成

注：イールドスプレッドは 米10年債 - 米2年債利回り

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

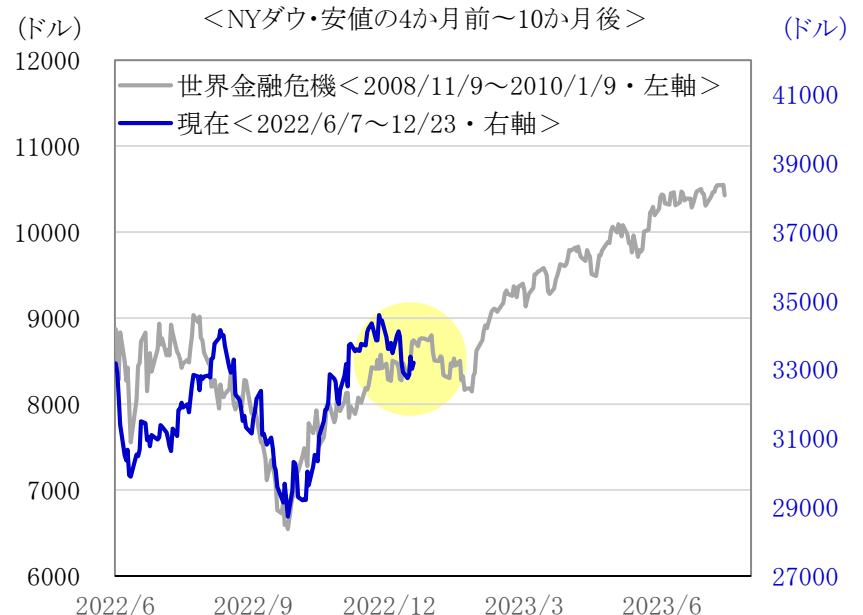
- ・米国株式の先行きへ警戒感が強い。以下の2つのチャートは急落・急騰の2つの可能性を示している。
- ・2008年の世界金融危機(GFC・リーマンショック)の主因は、①主力の金融機関の過剰なリスクテイク、②政策対応のミス、であり、現在は金融機関の健全性は当時と比較して大幅に向上しており、当局の学習効果から政策ミスリスクは低下しており、世界金融危機の可能性は小さいと見る。

世界金融危機(リーマン・ショック)との比較 1



各種資料より岩井コスモ証券作成  
注：日付は2022/1/3~の時間軸 都表示

世界金融危機(リーマン・ショック)との比較 2



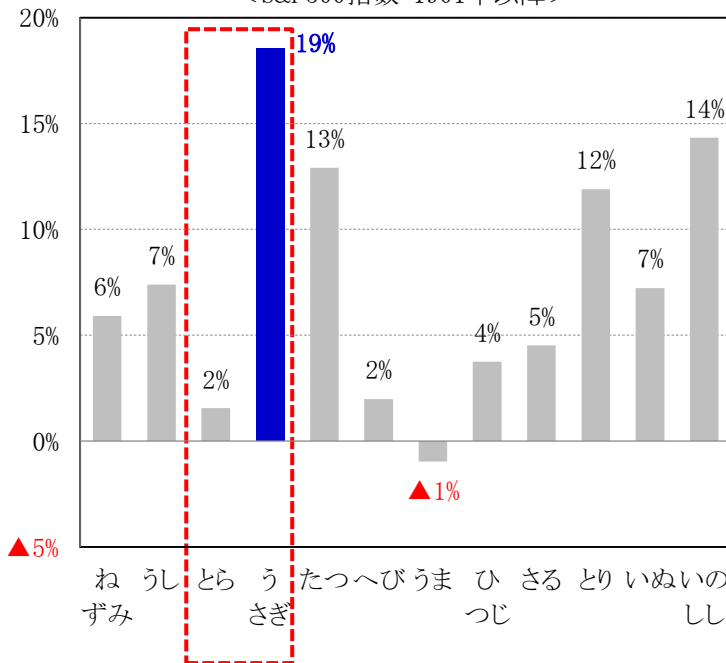
各種資料より岩井コスモ証券作成  
注：日付は2022/6/7~の時間軸 都表示

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

- ・日本株の相場格言に「卵は跳ねる」があるが、米国には「ラビットはジャンプする」というのは存在しない。しかし、1901年以降のS&P500指数の干支毎の推移を見ると、卯年は8勝2敗、平均上昇率は19%とトップである。
- ・卯年の四半期別では第1四半期の上昇率がトップ(7%)、第1四半期の月別では1月がトップ(4%)である。
- ・米国の株式市場には「大統領選挙前年の株高」という有名なアノマリーが存在する(下右・グラフ)。S&P500よりナスダック総合、ナスダック総合よりフィラデルフィア半導体株(SOX)指数の上昇率が高い。

卵(うさぎ)年は上昇する傾向に

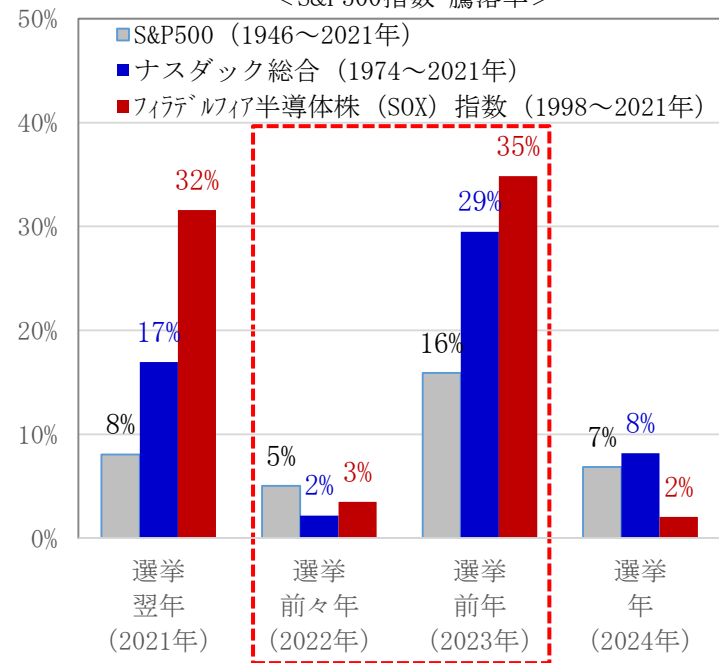
< S&P500指数・1901年以降 >



各種資料より岩井コスモ証券作成

大統領選挙の前年は上昇する傾向に

< S&P500指数・騰落率 >



各種資料より岩井コスモ証券作成

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。



- ・S&P500指数は年間で10%以上下落した翌年は上昇する傾向にある。1950年以降、10%以上下落した年は11回。その翌年は8年が上昇、3年が下落、上昇確率は7割以上、平均上昇率は8.5%。
- ・株式投資のための待機資金ともみなされるマネー・マーケット・ファンド(MMF)の残高は12月21日時点で4.7兆ドルと20年6月以来の高水準の現金が待機している。これは市場のサポートとなる可能性が高いとみる。

S&P500指数が10%以上下落した翌年は高い確率で上昇

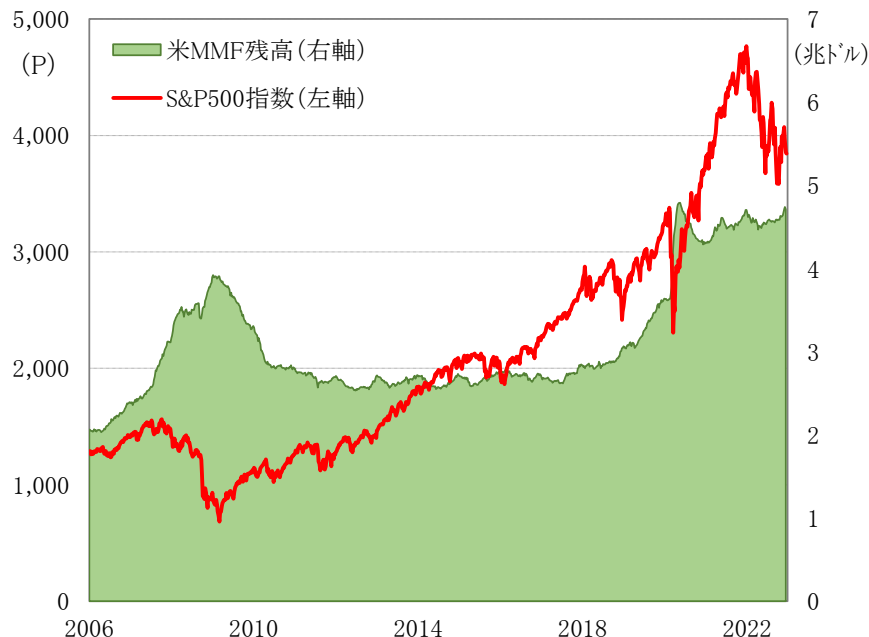
<S&P500指数の10%以上下落の翌年のパフォーマンス>

年間10%以上下落の年	騰落率	翌年	騰落率
1957	▲14.3%	1958	38.1%
1962	▲11.8%	1963	18.9%
1966	▲13.1%	1967	20.1%
1969	▲11.4%	1970	0.1%
1973	▲17.4%	1974	▲29.7%
1974	▲29.7%	1975	31.6%
1977	▲11.5%	1978	1.1%
2000	▲10.1%	2001	▲13.0%
2001	▲13.0%	2002	▲23.4%
2002	▲23.4%	2003	26.4%
2008	▲38.5%	2009	23.5%
		平均上昇率	8.5%

各種資料より岩井コスモ証券作成

潤沢な待機資金の支えで上昇トレンドを継続

<S&P500指数とマネー・マーケット・ファンド(MMF)>



各種資料より岩井コスモ証券作成

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

No.	区分	コンセンサス	独自予想	理由・背景
1	米国株式	2023年は、前半軟調、後半堅調	急騰、ダウ4万ドル超え、再びバブルへ	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 予想外の景気底堅さ</li> <li>✓ インフレ早期沈静化</li> </ul>
2	インフレ	ピークアウトも高止まり	急速に減速、デフレに	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 過剰・金融引締め</li> <li>✓ 景気失速</li> <li>✓ ベース効果</li> </ul>
3	米金利	レンジ内で推移	10年債利回り2%以下に	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 景気失速</li> <li>✓ 安全資産シフト</li> </ul>
4	地政学リスク	ウクライナ紛争・長期化	早期終結	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 双方の厭戦気分</li> <li>✓ 欧米の支援疲れ</li> </ul>
5	中国経済	減速傾向ながら成長	急減速、マイナス成長に	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ コロナ対応</li> <li>✓ 過剰債務・不動産問題</li> <li>✓ 米中摩擦</li> </ul>

各種資料より岩井コスモ証券作成

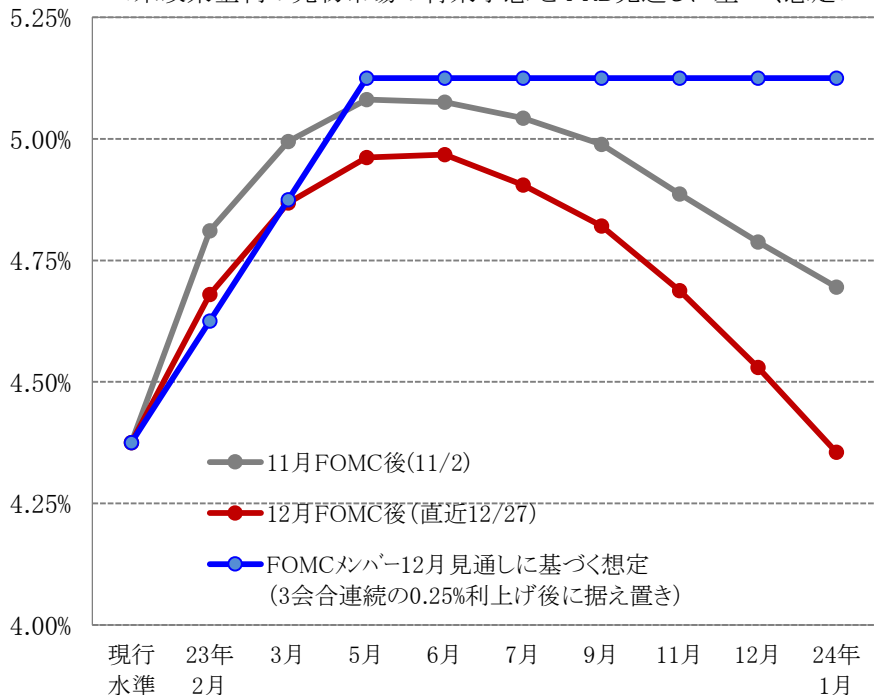
投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

・22年12月のFOMCでは利上げ幅を縮小させ、4会合続いた0.75%利上げから0.5%利上げとなり、政策金利は4.25～4.50%となった。声明文に「継続的な政策金利の引き上げが適切」との文言を残したほか、FEDメンバーが政策金利の予想を引き上げるなど、インフレ抑制を最優先とする姿勢を改めて示した。

・市場では景気減速とインフレ鈍化を見据えて23年の利下げ予想を強めた感がある。FRBの見解と市場の見方が乖離したが、どちらかの考えに寄るのか、双方が歩み寄るのかによって株式市場の基調が変わるだろう。

市場は前回FOMC後と比べて将来の利下げ予想を強める

＜米政策金利の先物市場の将来予想とFRB見通しに基づく想定＞



各種資料より岩井コスモ証券作成  
注：12月27日時点の予想

FEDメンバーの来年政策金利見通しは9月から上方修正

＜FEDメンバーの景気認識・政策金利見通し(中央値)＞

	現行		2023	2024	2025	長期
失業率	3.7% (11月)	今回	4.6%	4.6%	4.5%	4.0%
		前回(9月)	4.4%	4.4%	4.3%	4.0%
実質GDP成長率	1.9% 3Q22 前年比	今回	0.5%	1.6%	1.8%	1.8%
		前回(9月)	1.2%	1.7%	1.8%	1.8%
政策金利	4.25～ 4.50% (12月)	今回	5.1%	4.1%	3.1%	2.5%
		前回(9月)	4.6%	3.9%	2.9%	2.5%
インフレ率	5.5% (11月)	今回	3.1%	2.5%	2.1%	2.0%
		前回(9月)	2.8%	2.3%	2.0%	2.0%

注：インフレ率はPCEデフレーター、インフレ率やGDP成長率は第4四半期の前年比

【23年FOMC日程(2日目)】2月1日、3月22日、5月3日、6月14日、7月26日、9月20日、11月1日、12月13日

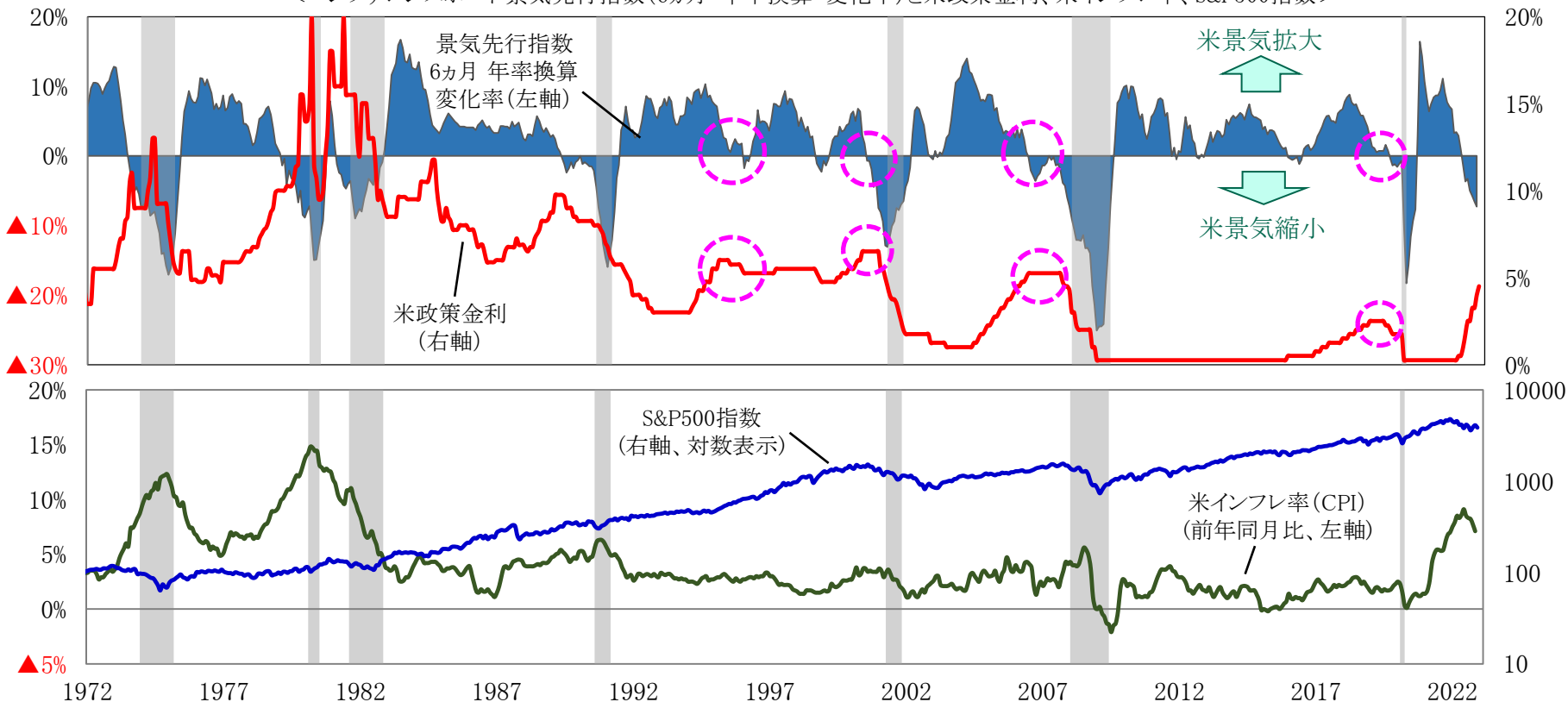
FRB等資料より岩井コスモ証券作成

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

・FRBは1980年代半ば以降、景気の縮小基調が鮮明となれば、金融引き締めを止めてきた。景気の悪化に伴い物価上昇が抑制され、金融引き締めの停止が遅くなれば景気を過度に冷やすおそれもあるからである。現在のFRBのタカ派姿勢が23年のどこかで景気配慮型(ハト派)の金融政策に転換する可能性は十分ある。

～過去約50年間の政策金利と景気の関係～ 景気の縮小基調を強めると、FRBは政策金利の引き上げを停止した

<コンファレンスボード景気先行指数(6ヵ月 年率換算・変化率)と米政策金利、米インフレ率、S&P500指数>



出所：FRB、NBER(全米経済研究所)、コンファレンスボードなど各種資料より岩井コスモ証券作成

注：シャドウ部分はNBERが認定した景気後退期間

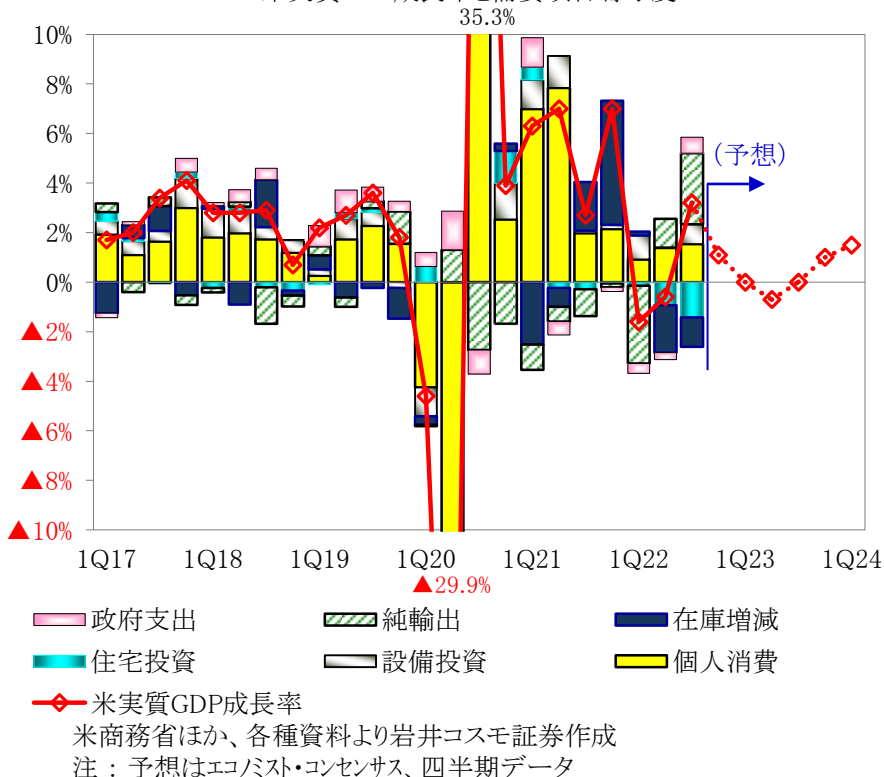
投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

・ 22年7-9月期の米GDP成長率は3四半期振りにプラス成長を実現。金融引き締めが効いて住宅市場が減速したが、輸出が上振れたほか個人消費は伸びが底堅く推移した。だが今後は企業の支出抑制が家計の消費にも及ぶことが予想され、エコノミスト予想は来年半ばにかけて米景気の停滞を想定する。

・ 米家計はコロナ禍の給付金で潤ったが今は多くの人が高インフレで貯蓄を取り崩している模様。一方インフレ率の鈍化が順調に進み、GDPの7割を占める消費が底堅ければ、米景気停滞は浅くて短い可能性も残る。

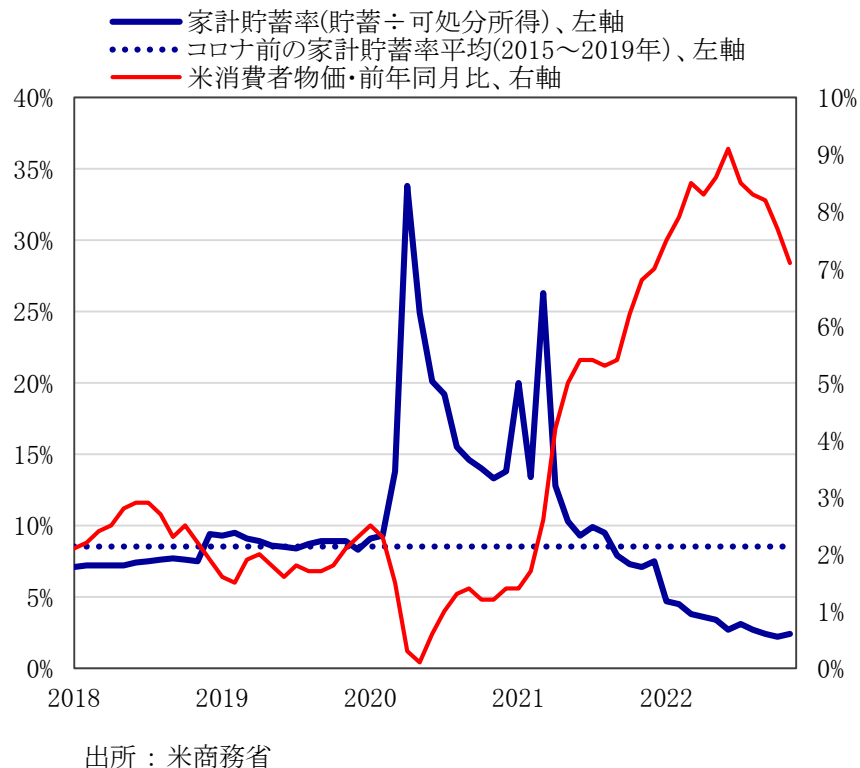
### 米GDP成長率は来年半ばの停滞が見込まれる

＜米実質GDP成長率と需要項目寄与度＞



### 余剰貯蓄を取り崩し、消費が減退するおそれ

＜家計貯蓄率と米消費者物価＞



投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

・米国の物価は足下、モノやエネルギーの価格低下が確認できるようになった。不動産価格や家賃の上昇もまもなく止まる可能性がある。課題は人手不足を背景にした賃上げ圧力の強さであり、企業業績面でのネックになっているほか、サービス価格の上昇がいつ落ちつくのかにも密接に関わってくる。

・米労働市場の人手不足の解決は早期退職者の発生、労働需給のミスマッチ、移民規制など構造的問題も絡み楽観できないが、23年に企業側は採用抑制を強め、省力化・ロボット投資を加速させる要因にもなる。

### 人手不足の解消→賃金伸び率鈍化、に期待

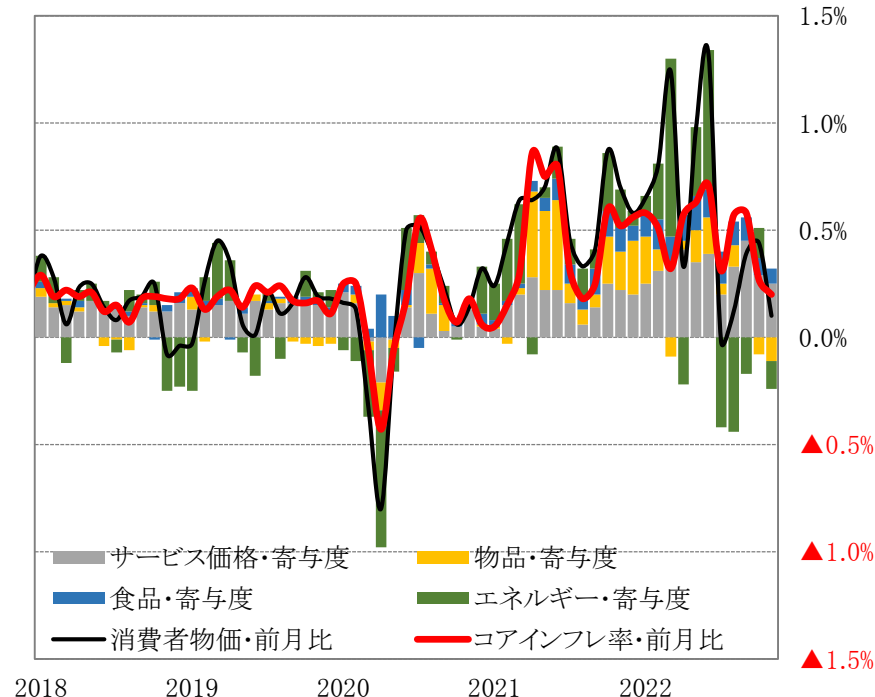
<雇用コスト指数、賃金前年同月比伸び率(2002年以降)>



出所: 米労働省、アトランタ連銀

### モノやエネルギー価格は低下傾向

<米消費者物価・前月比・項目別寄与分析>



米商務省ほか、各種資料より岩井コスモ証券作成

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。



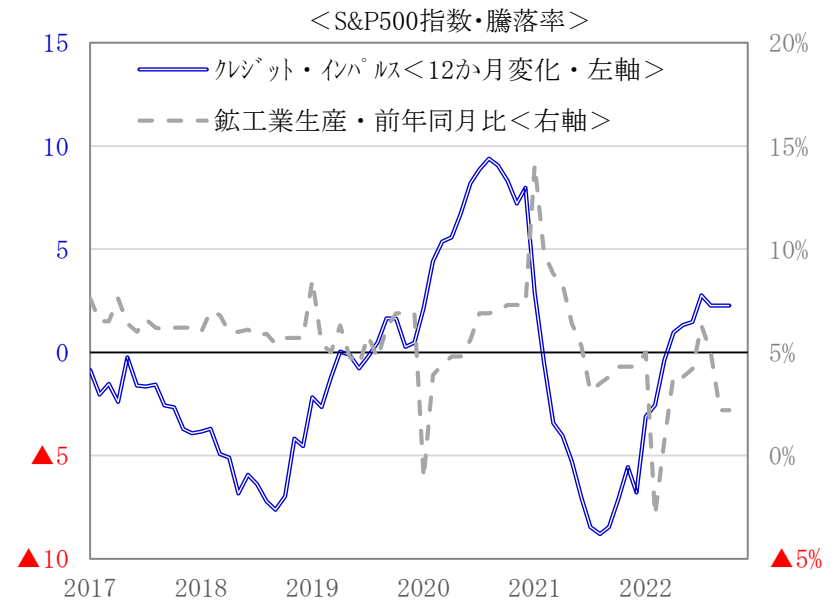
- ・2022年の中国経済は成長率が大幅に減速。ゼロコロナ政策、米中摩擦、不動産不況の3重苦であった。
- ・秋の中国共産党大会を通過したため、以前より柔軟なコロナ対策、経済対策、対米政策を打ち出すことが可能性になり、景気を下支えすると見る。
- ・一方、過剰債務と一体化した不動産問題に加えて、人口動態や対米摩擦がもたらす構造的な成長鈍化には注意をしたい。

上海総合指数・人民元相場は底を打った可能性大



各種資料より岩井コスモ証券作成

景気に先行するクレジット・インパルス指数は明確にリバウンド



各種資料より岩井コスモ証券作成

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

- ・長期円高が終焉した可能性が高い(下左・グラフ)。円安要因として、①金利差、が指摘されるが、構造要因として、②日本の貿易収支、③日本の金融資産の海外逃避に注目すべきであり、仮に日米金利差が縮小しても中長期的に円安トレンドは継続する可能性が高い。
- ・2023年は米国の金融引締め一巡によるドル安円高が見込まれるが、中長期的な円安トレンドは不変と見る。
- ・年間ベースで見ると、2000年以降、最も円高が進行したのは1年間19%(2007年末→2008年末)である。

長期円高トレンドは終了  
～ドル円相場・10年サイクル～



30年振りに  
130円を  
明確に突破

各種資料より岩井コスモ証券作成

年間ベースでの円高ペースは最大で  
1年間 19%、2年間 24%、3年間 27%

<ドル円・推移・プラスは円安・マイナスは円高>

基準日	1年後	2年後	3年後
2000年末	15%	4%	▲6%
2001年末	▲10%	▲19%	▲22%
2002年末	▲10%	▲14%	▲1%
2003年末	▲4%	10%	11%
2004年末	15%	16%	9%
2005年末	1%	▲5%	▲23%
2006年末	▲6%	▲24%	▲22%
2007年末	▲19%	▲17%	▲27%
2008年末	3%	▲11%	▲15%
2009年末	▲13%	▲17%	▲7%
2010年末	▲5%	7%	30%
2011年末	13%	37%	56%
2012年末	21%	38%	39%
2013年末	14%	14%	11%
2014年末	0%	▲2%	▲6%
2015年末	▲3%	▲6%	▲9%
2016年末	▲4%	▲6%	▲7%
2017年末	▲3%	▲4%	▲8%
2018年末	▲1%	▲6%	5%

各種資料より岩井コスモ証券作成

注：20%以上の円高の場合に薄黄色に設定

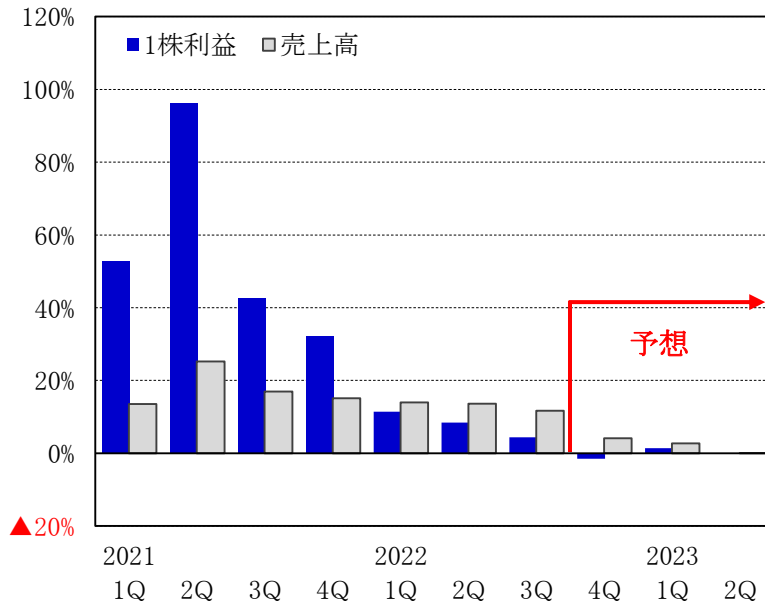
投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。



- ・22年7-9月期のS&P500指数の1株利益は前年同期比で4.4%程度の伸びとなった。
- ・7-9月期の決算を通過し、焦点は10-12月期に移る。10-12月期のS&P500指数の1株利益は前年同期比で小幅な減益を見込み(12月23日時点)、米国の主要企業の業績は正念場を迎える。

## 米国企業の業績は正念場を迎える

< S&P500指数・1株利益と売上高の増減率(前年同期比) >



リフィニティブのデータより岩井コスモ証券作成  
注:12月23日時点

## S&P500指数・セクター別1株利益増減率(前年同期比)

	2022年 4Q	2023年 1Q	2Q	3Q
S&P500	▲1.5%	1.4%	▲0.2%	5.6%
消費(裁量)	▲14.6%	41.2%	37.1%	21.1%
消費(必需)	▲3.4%	▲0.2%	5.3%	7.2%
エネルギー	64.2%	26.3%	▲28.9%	▲23.4%
金融	▲5.1%	6.9%	12.7%	21.5%
ヘルスケア	▲6.4%	▲10.2%	▲6.9%	▲2.2%
資本財	43.5%	27.5%	6.3%	15.6%
素材	▲22.5%	▲23.0%	▲20.0%	▲1.8%
不動産	6.9%	▲3.4%	▲2.3%	▲3.3%
テクノロジー	▲8.7%	▲6.7%	0.7%	5.1%
電気通信	▲21.2%	▲6.9%	6.0%	20.1%
公益	3.5%	▲8.8%	3.1%	10.8%

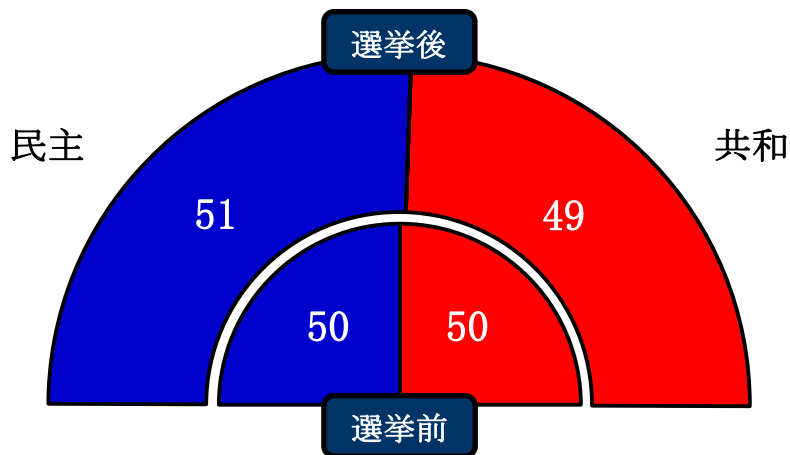
リフィニティブのデータより岩井コスモ証券作成  
注:12月23日時点

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

- ・11月8日に行われた米中間選挙の結果が確定した。上院は与党・民主党が多数派を維持。下院は野党・共和党が多数派を奪回した。
- ・議会が『ねじれ』となったことで、バイデン政権の議会運営はより困難に直面する。
- ・一方で、共和党が下院を奪回したことで、財政規律が保たれるとの見方が有力に。

上院は民主党が多数派を維持

<米上院の選挙前勢力図と獲得議席>



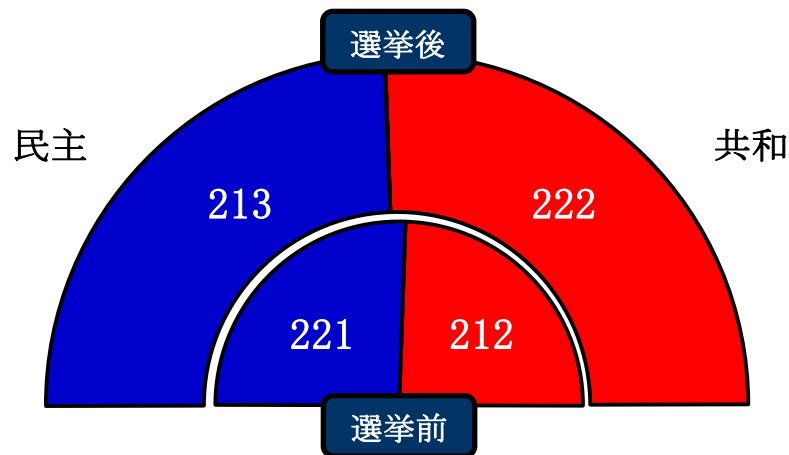
各種資料より岩井コスモ証券作成

注：上院の定数は100

：離党したシネマ上院議員は民主党に含む

下院は共和党が多数派を奪回

<米下院の選挙前勢力図と獲得議席>



各種資料より岩井コスモ証券作成

注：下院の定数は435、選挙前は欠員が2

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

- ・2023年の米国政治の焦点は早くも2024年の大統領選挙に移る。
- ・共和党では、トランプ前大統領が大統領選への出馬を正式に表明。民主党では中間選挙の善戦により、バイデン大統領が2期目への意欲を見せる。
- ・フロリダ州知事のロン・デサンティス氏(共和党)やカリフォルニア州知事のギャビン・ニューサム氏(民主党)などの新顔候補の動向にも注目が集まる。

### 民主党の有力候補

人物	肩書	特徴
ジョー・バイデン	大統領	現職の大統領。中間選挙の善戦で評価が持ち直し
カマラ・ハリス	副大統領	女性初の副大統領として注目を浴びたが、移民政策やコミュニケーション能力に疑問符が付き、支持率は低迷
ピート・ブティジェッジ	運輸長官	前回大統領選では、バイデン氏と指名候補を争い、知名度が向上。同性愛を公表して話題に
ギャビン・ニューサム	カリフォルニア州知事	現職のカリフォルニア州知事で、電気自動車(EV)シフトなどの環境政策を積極的に推進
エリザベス・ウォーレン	上院議員	民主党の急進左派の代表格。前回大統領選では民主党の指名候補選に立候補も撤退

各種資料より岩井コスモ証券作成

### 共和党の有力候補

人物	肩書	特徴
ドナルド・トランプ	前大統領	中間選挙で自身に近い候補者を擁立。中間選挙後に正式に出馬を表明
ロン・デサンティス	フロリダ州知事	保守派に人気。トランプ氏の有力な対抗馬。政策を巡ってデイズニーと対立
グレン・ヤンキン	バージニア州知事	穏健派として頭角。保守強硬派のトランプ氏とデサンティス氏が票の奪い合いの場合に勝機も
マイク・ペンス	前副大統領	前回大統領選の結果を巡り、トランプ氏と溝が。熱心なキリスト教信者で、キリスト教福音派からの支持
ニッキー・ヘイリー	元国連大使	インド系女性で、次世代のリーダー候補。

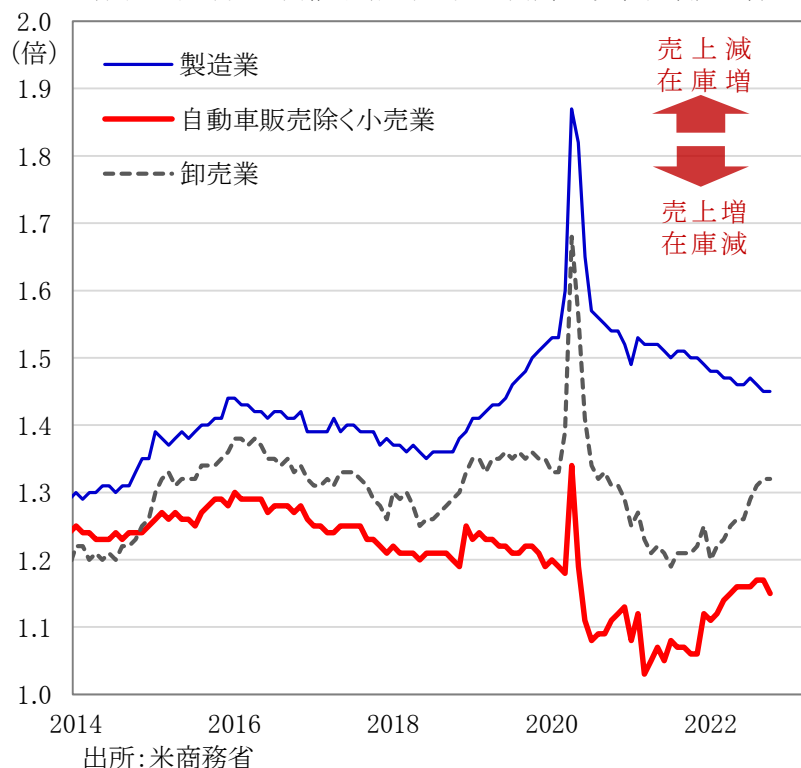
各種資料より岩井コスモ証券作成

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

- ・反グローバルとコロナで影響を受けた企業の行動変化に注目。製造業は供給網が政治・厄災で寸断されるリスクが高まり、在庫水準を高めている企業が多い。他方、小売業はコロナ禍で消費者の行動パターンに変化についていけず、余剰在庫を抱えたり、人気商品を店舗棚に置けない等、在庫管理に苦戦している模様。
- ・前トランプ・現バイデン政権は製造業の復活に注力する一方、業界従事者は省力化投資の影響もあり、コロナ禍前の水準を超えたばかりで、サービス業中心となった産業構造の変化の方が依然大きいといえる。

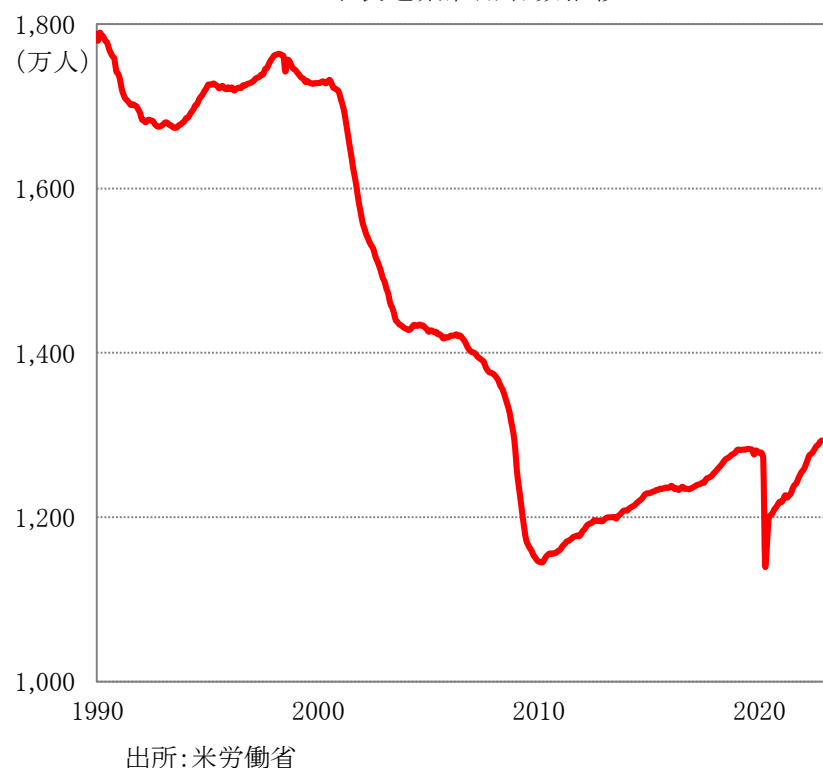
## 業界毎に在庫水準・管理体制に変化

<業種別在庫売上高倍率(在庫÷売上高)、月次、季節調整済>



## 米国製造業で働く人は減少傾向

<米製造業雇用者数推移>



投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

- ・金鉱山株に再評価機運が高まっている。金価格は一時、6月以来の高値を付けた。インフレのピークアウト感や、米連邦準備理事会 (FRB) が利上げペースを減速するとの観測も金価格の追い風となりそうだ。
- ・金価格は足元で中期の25日移動平均線が長期の75日移動平均線を上抜いて、強い買いサインとされるゴールデンクロスが発生。テクニカル的には上昇トレンドに転換したことを示唆した。

金価格、25日線・75日線とのゴールデンクロス

< 金先物価格の過去1年間の推移 >



各種資料より岩井コスモ証券作成

金鉱山・主要銘柄

< 主な金鉱山企業 >

企業名	時価総額	前期売上高	年初来騰落率
ニューモント (NEM)	380億ドル	122億ドル	-23%
1921年創業の米国の鉱業会社。北米 (米国やカナダ)、南米 (メキシコ、ドミニカ、ペルー、スリナム、アルゼンチン、チリ)、オーストラリア、ガーナで金の採掘・製錬を手掛ける。			
バリック・ゴールド (GOLD)	306億ドル	120億ドル	-8%
1983年創業のカナダの金採掘会社。カナダ、米国、オーストラリア、南米諸国で鉱山の運営、開発、採掘を展開。			
フランコ・ネバダ (FNV)	260億ドル	13億ドル	-2%
1983年創業のカナダの資源採掘権を取得した会社。米国、カナダ、メキシコ、南アフリカで主に事業を展開。			
アグニコ・イーグル・マインズ (AEM)	260億ドル	38億ドル	-2%
1953年創業のカナダの金生産会社。同国ケベック州北西部やメキシコ北部、フィンランド北部で金や銀、銅、亜鉛の採掘を手がける。			

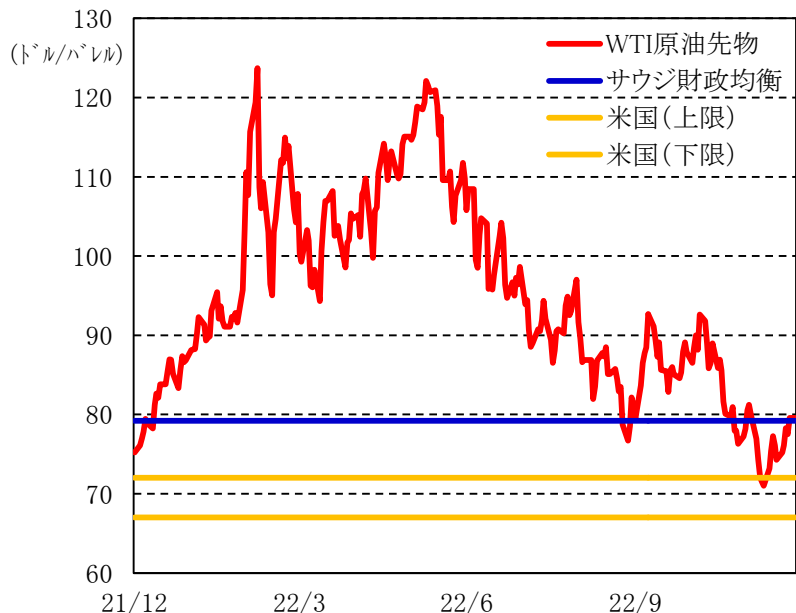
各種資料より岩井コスモ証券作成

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

- ・WTI原油先物は世界景気の減速懸念を受け、80ドル近辺で軟調に推移する。
- ・一方で、80ドルを下回る水準では各国の思惑が働く。国際通貨基金（IMF）によると22年のサウジアラビアの財政均衡ラインは79.2ドル程度とされ、米国は原油価格が67～72ドルの水準まで下落した場合には、石油の戦略備蓄を積み増す方針を示す。
- ・足元ではWTI原油先物の下落に対して、エネルギー株が相対的に強含んで推移する。

80ドル以下では各国の思惑が働く

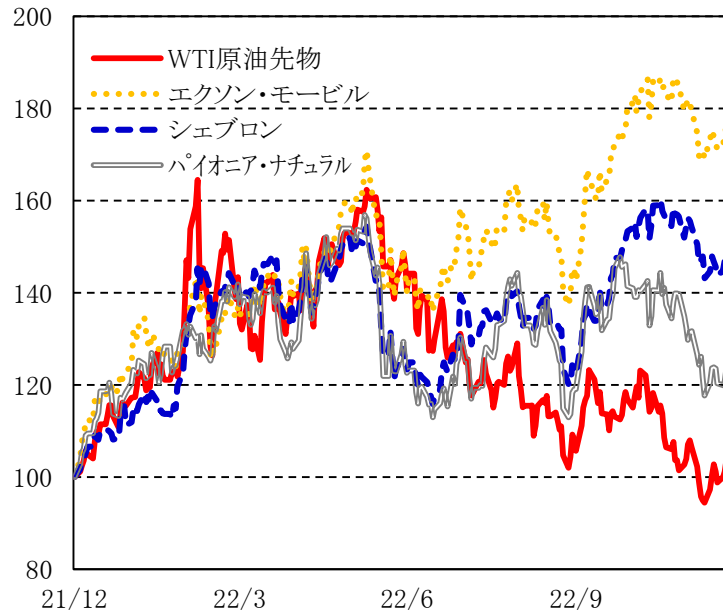
<WTI原油先物価格>



各種資料より岩井コスモ証券作成  
注：サウジの財政均衡ラインはIMFの推定

エネルギー株は相対優位

<WTI原油先物とエネルギー株>



各種資料より岩井コスモ証券作成  
注：21年末を100として指数化

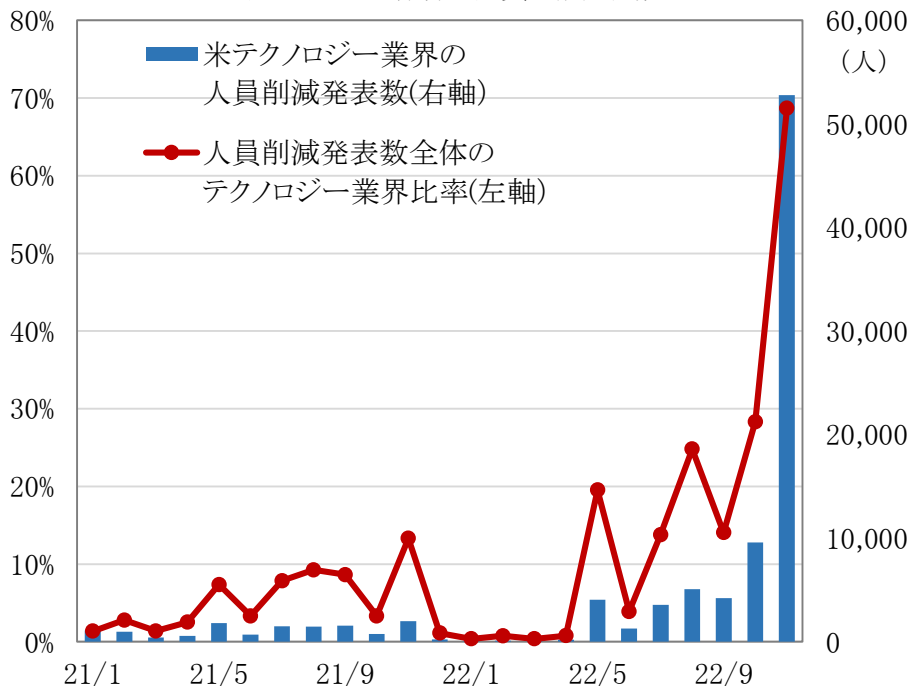
投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

・メタ、マイクロソフト、アマゾン等のハイテク大手各社は今年、人員削減に着手することを明らかにした。足下の米国の人員削減の先頭を走るのはテクノロジー業界であり、背景にはコロナ禍でも積極採用を続け、ここに来てマクロ経済の逆風を受け人員に余剰感が出たことがある。

・ただ、ハイテク業界の人員削減は①費用の多くを占める人件費の削減、②無秩序な支出の抑制、という2つの効用があり、利益の創出面で考えると大きなポジティブ材料と言えよう。

ハイテク業界が人員削減に転換

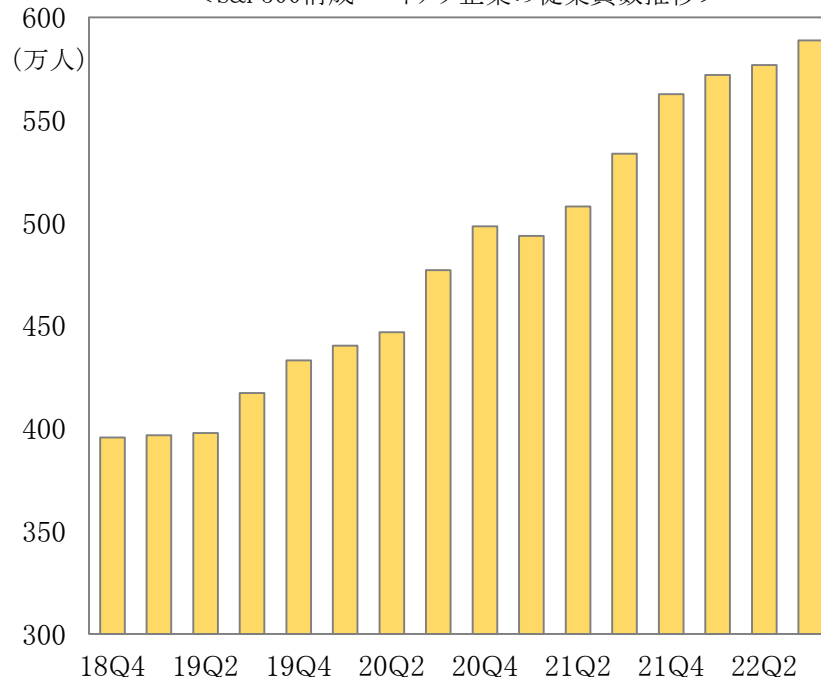
<米テクノロジー業界の人員削減発表数>



出所：チャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマス

最近の米ハイテク業界は過剰採用との見方も

<S&P500構成・ハイテク企業の従業員数推移>



各種資料より岩井コスモ証券作成

注：ハイテク業種は「情報技術」、「双方向メディア」、「インターネット販売」を対象

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。



- ・22年11月に一般に無償公開された米オープンAIが開発する対話型「チャット(Chat)GPT」が大きな話題に。自然な会話力や高度な文書作成能力に驚きの声広がった。ネット上の情報を収集して素早く返答できるのが特徴。汎用人工知能が社会実装されれば、調査分析系の仕事が脅かされる可能性は否定できない。
- ・オープンAIは、AIの社会全体の利益を優先する組織だが、出資者にはマスク氏やマイクロソフトがついている。収益化する際にはマイクロソフト、エヌビディアが恩恵を享受する可能性がありそうである。

何でも答えてくれる汎用人工知能「チャット(Chat)GPT」が 2023年の流行となりそう

「ChatGPT」とは？ →22年11月にネット上に公開され誰でも利用できる汎用AI、**短い小論文や文学作品のパロディ等を作成できる**（株価予想はできないらしい）。ウェブ上の膨大な情報を収集して文章を作成するAIモデル「GPT-3」を以前に開発し、**あらゆる種類の質問に回答できるようにインターフェース部分を改良したものが、今回の「ChatGPT」。**



**無料だが・・・** →答えを簡単に導き出しているが、バックには巨大なデータセンター（高性能コンピューター）とAIプログラムが働き、エンジニアの給与も含め多額の運営コストがかかる。2019年にオープンAIは上限利益設定の組織に変更して、収益化を前進させたが今後加速する方針を示している。

「オープンAI」とは？ →2015年にプログラマー兼起業家のサム・アルトマン氏や**イーロン・マスク氏らが出資**してサンフランシスコで設立された。**2019年にマイクロソフトが10億ドル出資してオープンAIの独占プロバイダー契約を締結**。オープンAIは（上限利益設定の）非営利団体であり、特許や研究成果を一般公開して他の研究開発者と自由協力する方針。



「ChatGPT」の関連企業は？ →**出資するマイクロソフト**は、自社のクラウド事業のアジュール上で「オープンAI」が稼働するほか、共同でスーパーコンピューティング技術「アジュールAI」を開発するなど関係性が深い。また**マイクロソフトはエヌビディアと共同で大規模なクラウドAIコンピュータを構築しており、インフラ面でエヌビディアも関連しそうである。**

課題は？ →ネット上の情報を使い真偽の判断ができない、倫理観が構築はなく、善悪の判断が困難などは、他の開発中のAIと同じ問題を抱える。

「ChatGPT」のライバルは？ →**検索サービスが競合するとの見方からアルファベット傘下のグーグルがライバル視される。**

各種資料より岩井コスモ証券作成

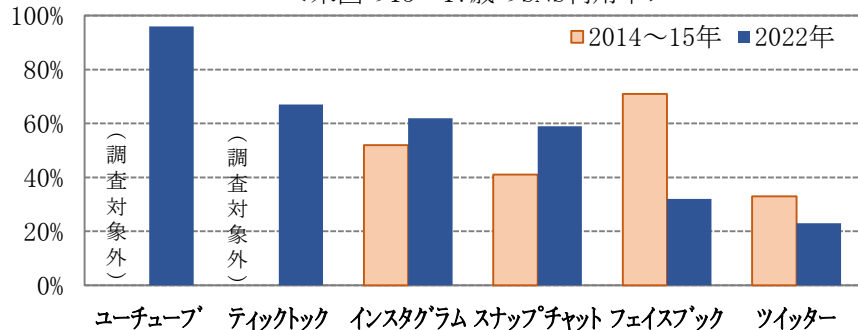
投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。



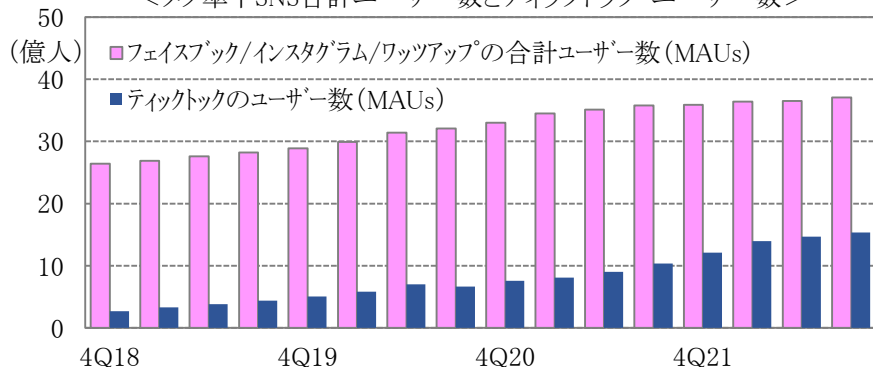
- ・ここ数年世界の若者はショート動画に夢中、持ち込んだのは中国発のティックトック。SNSの利用時間を奪い合う時代において一気にユーザーを獲得した新勢力となり、米国勢2社も大きな影響を受けるようになった。
- ・デジタル広告受難の時期に投資家サイドはショート動画の収益化に期待を寄せる。メタは短編動画の広告単価が既存のものに比べて安く苦戦する。一方、アルファベットは短編広告の収益化を加速させる計画で、ショート動画に対応して収益拡大に繋げられるのかに注目が集まる。

米国の若者はユーチューブ、ティックトック、インスタグラムを支持

<米国の13～17歳のSNS利用率>



<メタ傘下SNS合計ユーザー数とティックトック・ユーザー数>



各種資料より岩井コスモ証券作成 (上グラフ出所:Pew Research Center)

中国発のティックトックがSNS業界の台風の目に

アルファベット (GOOGL)	メタ・プラットフォームズ (META)	ティックトック (中国非公開企業)
ショート動画 (短編動画) の取り組み		
「ユーチューブ・ショート」を展開。ユーチューブ・ショートの月間視聴者数は15億人、1日の視聴回数は300億回を数える。	インスタグラムやフェイスブックで「リールズ」を展開。22年7-9月期の年換算・収入額は30億ドルと数%程度。	中国のバイトハンスが運営、2017年に国際展開。閲覧回数の多い面白い動画等を閲覧できるAI推奨機能で若者の支持を集める。
「ユーチューブ・ショート」の22年9月から収益化を開始、23年から短編動画製作者への広告分配開始。	短編動画の間に広告を挟んで収益化を進めているが既存の広告手法より単価が安く、リールズへのシフトで苦戦。	企業価値で世界最大の未公開企業に成長。米国では前トランプ政権以降、中国への情報流出懸念から規制強化を強めている。

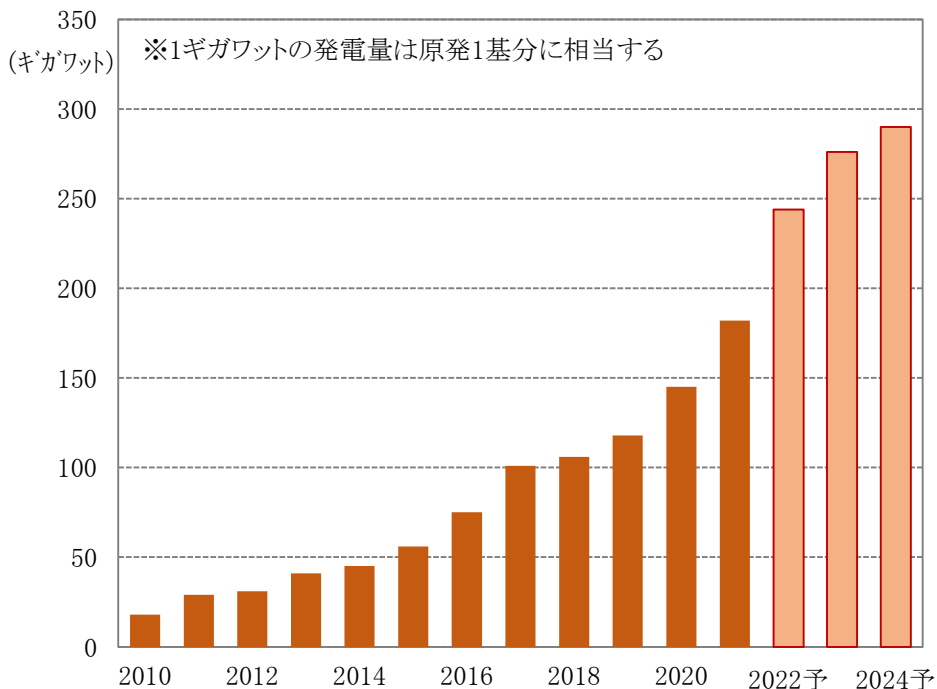
各種資料より岩井コスモ証券作成

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

- ・エネルギー価格の上昇や地政学リスクの高まりも追い風に太陽光発電市場の拡大は当面続くと見られる。原発数百基分の発電量が太陽光で賄えると予想され、送電網整備や蓄電池等の周辺分野への波及も期待できよう。ボトルネックは現地の労働力不足などが想定されるが2023年は欧米中心に伸びる見通し。
- ・関連銘柄には太陽光発電の部品メーカーやパネルメーカーなどが代表的。素材では銅に注目。EVモーターや新設送電網などの長期的な需要増加が見込まれ、恩恵を受ける公算。

太陽光発電の関連市場の拡大は続く見込み

<新規の太陽光発電設備による世界発電容量予測>



出所:BNEF (予想は保守的シナリオの予想値)

太陽光発電・主要銘柄

銘柄名	時価総額	前期売上高	年初来騰落率
エンフェーズ・エナジー (ENPH)	373億ドル	14億ドル	+50%
【太陽光発電部品】太陽光発電の発電時に直流を交流に変換するマイクロインバーターを製造・販売。同製品は太陽光パネルごとに搭載され集中管理の従来型と異なり、故障時の影響を低減。			
ソーラーエッジ・テクノロジーズ (SEDG)	164億ドル	20億ドル	+4%
【太陽光発電部品】イスラエルの電子部品メーカー。太陽光発電のインバーターとパネルごとに発電量を最大化するパワーオプティマイザーが主力製品。太陽光発電システム全体の発電効率や安全性の向上に貢献。			
ファーストソーラー (FSLR)	160億ドル	29億ドル	+72%
【米国の主要太陽光パネルメーカー】半導体薄膜技術を利用した太陽光発電モジュール(パネル)メーカーで太陽光発電システムの設計、建設、販売を手掛ける。薄膜太陽光電池モジュール生産では世界最大級。			
フリーポート・マクモラン (FCX)	556億ドル	228億ドル	▲7%
【素材・銅】世界有数の銅鉱山会社。EVや風力・太陽光発電のモーターなど部品、分散型の送電網の構築など、クリーンエネルギー社会への転換に伴って銅は長期亘って需要増加が見込まれる。			

各種資料より岩井コスモ証券作成 注：株価データは12月27日時点

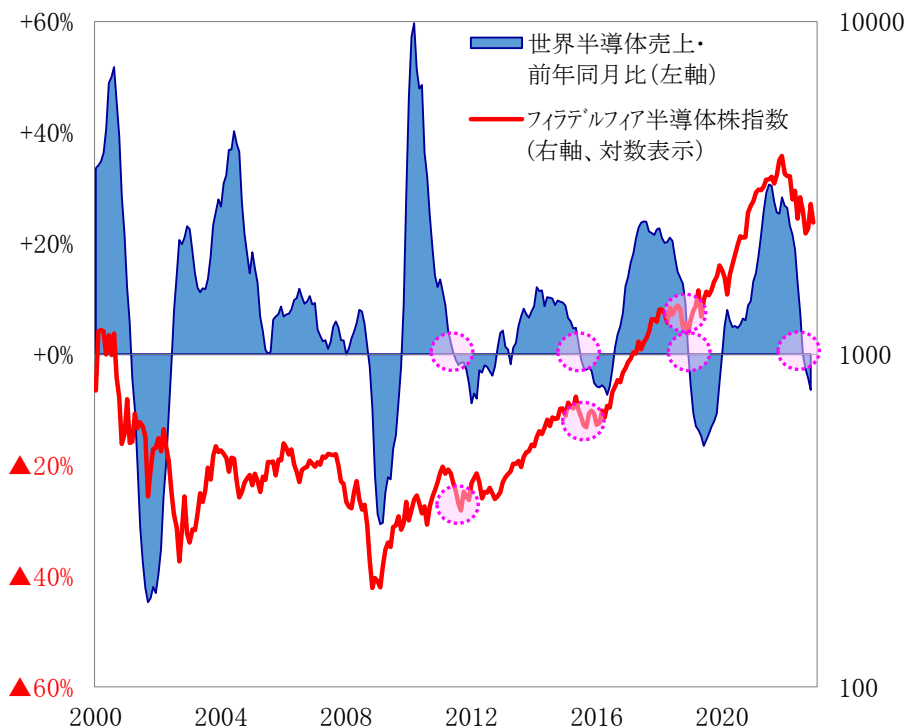
投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

・半導体指数の天井・底値は半導体売上トレンドに対して3ヵ月～6ヵ月先行。2010年以降、半導体売上の伸び(前年同月比)がマイナスを確認する頃には、半導体指数は底打ち・反転上昇した。過去のパターン通りであれば、半導体株が既に底打ち(22年10月安値)した可能性がある。

・回路線幅の狭い高性能半導体は台湾TSMC、サムスン電子、インテルの3社の生産体制が続くことが予想される。安全保障面が重視され、本拠地以外では米国での生産増加が計画されている。

半導体売上高は減速ながら、株価は底値形成の動き

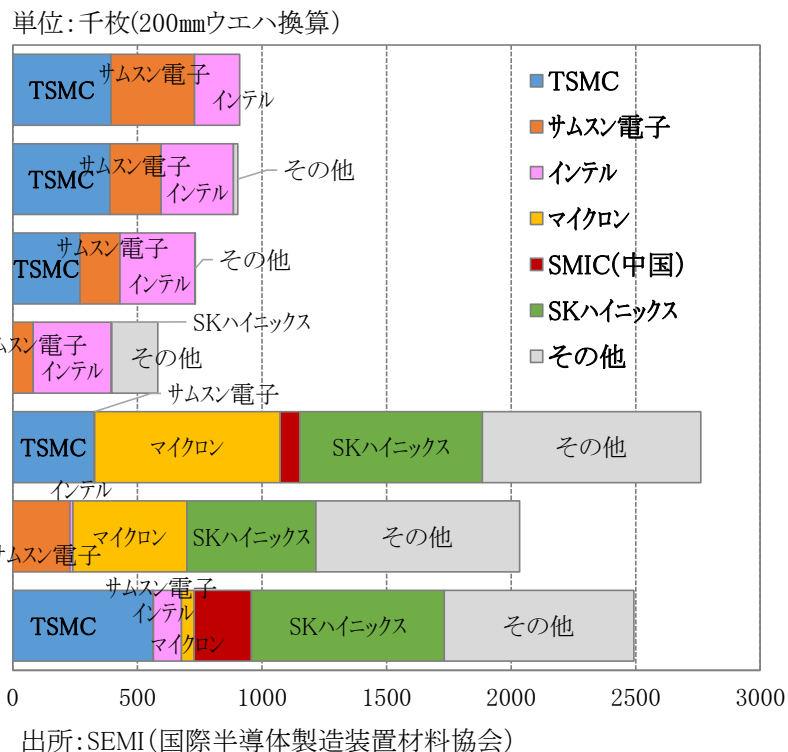
<世界半導体売上高の伸び率とフィラデルフィア半導体株指数>



米国半導体工業会(SIA)等、各種資料により投資調査部作成

最先端品はTSMCがリード、中国勢は後塵を拝す

<半導体回路線幅別の月間生産能力予測(23年第4四半期時点)>



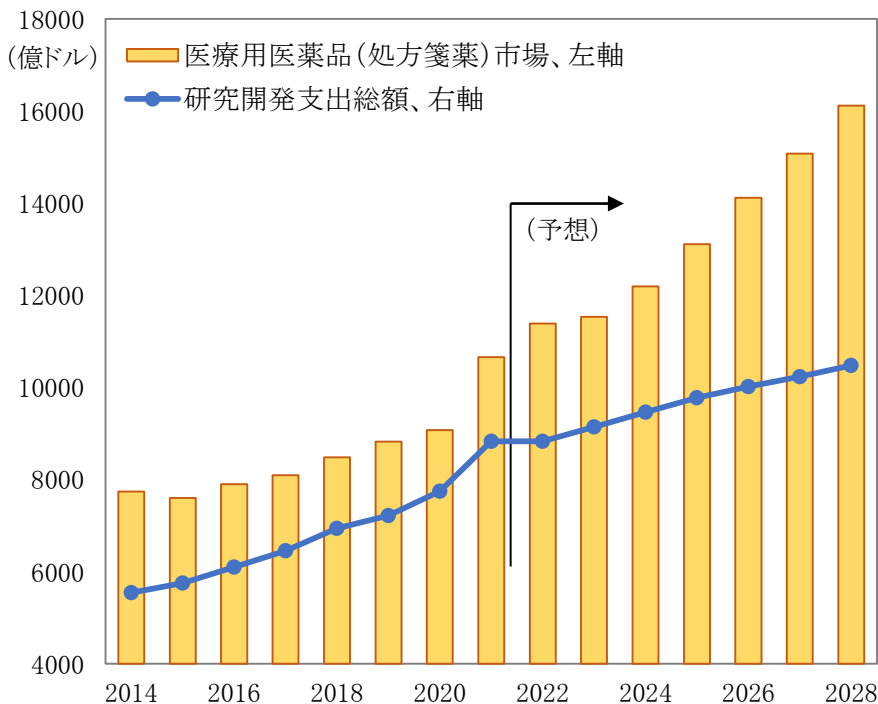
投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

・製薬業界における投資の焦点は新型コロナウイルスのワクチンや治療薬の開発から、ウィズコロナ/ポストコロナの成長戦略に移行しつつある。米国では薬価抑制の声も強まっており、革新性のある新薬の開発を成功させる企業が最終的に評価されると見られる。

・製薬をはじめとするヘルスケア業界は、景気に左右されずに収益を上げられ、ディフェンシブ業種としての魅力が高まっている。新薬候補が充実している製薬企業に注目したい。

2021～28年・年平均6.1%成長の市場拡大の見込み

<世界の医療用医薬品市場予測>



出所：Evaluate Pharma

米国製薬・バイオ大手

銘柄名	時価総額	前期売上高	年初来騰落率
イーライリリー (LLY)	3,467億ドル	283億ドル	+32%
インシュリンの初の実用化に成功した企業として知られる米製薬大手。糖尿病新薬「チルゼパチド(商品名マンジヤロ)」の肥満薬への適応拡大やアルツハイマー薬候補「トナネマブ」等が期待される。			
ファイザー (PFE)	2,870億ドル	813億ドル	▲13%
米国製薬最大手。新型コロナのワクチンや抗ウイルス薬が売上の多くを占める。コロナ関連利益で強化を図る。免疫炎症薬や片頭痛薬の開発企業の買収やコロナ以外のワクチンの自社開発も強化中。			
メルク (MRK)	2,843億ドル	487億ドル	+46%
米大手製薬会社。がん免疫療法薬「キイトルタ」が主力薬。心不全、肺動脈性高血圧症、血栓症などの循環器系の新薬候補8つを2030年までの承認獲得を目指す。			
ギリアド・サイエンシズ (GILD)	1,066億ドル	273億ドル	+17%
抗HIVウイルス薬を得意とするバイオ医薬品メーカー。新型コロナの抗ウイルス薬「レムデシビル」を製造。血液のがん治療の「CAR-T」療法や乳がん治療薬「トロテルビイ」等のがん分野を強化中。			
バイオジェン (BIIB)	396億ドル	110億ドル	+15%
エーザイと共同開発するアルツハイマー病治療薬「レカネマブ」の臨床試験で症状悪化抑制効果を示されたと発表。迅速承認申請中。進行を明確に遅らせることができる最初の治療薬として注目される。			

各種資料より岩井コスモ証券作成 注：株価データは12月27日時点

投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。株式は値動きのある商品であるため、元本を保証するものではありません。

## ■商号等

商号等： 播陽証券株式会社  
金融商品取引業者 近畿財務局長（金商）第29号  
加入協会：日本証券業協会

## 取引注意事項

### ■播陽証券の手数料及び投資リスクについて

- ①上場国内株券等委託取引の際には、約定代金に対して最大1.2265%（税込み、ただし最低2,750円）の委託手数料をご負担いただきます。
  - ②上場外国株券等委託取引の際には、約定代金（円貨）が7.5万円以下の場合は11.0%（税込）、7.5万円超50万円以下の場合は8,250円（税込）、50万円超の場合は最大で（約定代金の1.00%+2,500円）×1.1（税込）の委託手数料加算額、その他に現地取引所税等の取引手数料をご負担いただきます。
  - ③上場外国株券等店頭取引の際には、購入対価のみをお支払いいただきます。
  - ④投資信託のお取引の際には、下記の販売手数料及び信託報酬等の諸経費をご負担いただきます。
    - 販売手数料（購入価額に対して最大3.85%（税込））
    - 信託財産留保額（換金申込日、または換金申込日の翌営業日の基準価格に対して最大0.50%）
    - 信託報酬（信託財産の総資産総額に対して年率最大2.2%（税込））
    - その他、ファンドの監査費用等
- ◇株式や投資信託は投資元本が保証されているものではなく、価格や為替の変動により損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等やリスクは異なりますので、お取引の際には、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読み下さい。

### ■免責事項

- 当資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としております。当資料で言及した銘柄や投資戦略は、投資に関するご経験や知識、財産の状況及び投資目的が異なるすべてのお客様に、一律に適合するとは限りません。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断で行っていただきます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播陽証券がお客様にご提供いたしますが、見解の正確性、完全性、適時性などを保証するものではありません。
  - ※本資料の情報の一部は、岩井コスモ証券株式会社より取得しております。
- 当資料の情報を基に投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、播陽証券は理由の如何を問わず、一切責任を負いません。