

2014年12月1日

このレポートはMarket Insights Program "Quarterly Perspectives US 4q 2014"を一部抜粋の上、抄訳したものです

### STRATEGISTS

**Dr. David P. Kelly, CFA**  
Managing Director  
Chief Global Strategist  
J.P. Morgan Funds

**James C. Liu, CFA**  
Vice President  
Global Market Strategist  
J.P. Morgan Funds

**Akira Kunikyo**  
Associate  
Global Market Strategist  
J.P. Morgan Funds

### 要旨

- 最高値を更新する米国株式の動向を背景に、投資家の多くが株式市場に対して警戒感を深めています
- こうした警戒感の背景には、行動バイアス(先入観・偏った考え)によるものと見られます。すなわち、リーマン・ショック時に経験したような株価の大幅下落を、リターンを犠牲にしても最優先で回避したいというバイアスです
- 日本の投資家のポートフォリオにおいては株式の比率は少なめですが、株式は、長期的にみると、投資家に最も大きな利益をもたらすことが期待できる資産クラスであり、適切な株式への投資比率の設定・維持が望まれます

### 市場は過熱しているのか

最高値を更新する米国株式の動向を背景に、多くの投資家が株式市場に対して警戒感を深めています。こうした警戒感とは、市場の過熱を意味し、その後の調整を先取りしたものなのではないでしょうか。

次ページ(「Guide to the Markets -Japan」の39ページ)に示すように、米国株式は最高値を更新しています(右下図)。しかしながら、バリュエーションの指標である株価収益率(PER)は2011年後半に持ち直した後、ようやく過去25年の平均である15倍半ばをつけています(左下図)。

また、一株当たり利益(EPS)については、既にリーマン・ショック以前の水準を超えていることが確認でき、米国企業は利益率の上昇などを背景に堅調な成長を遂げていることがわかります(左上図)。

このように、PER、EPSいずれの観点からも米国株式のバリュエーションや企業のファンダメンタルズは決して過熱した状態にないことがわかります。

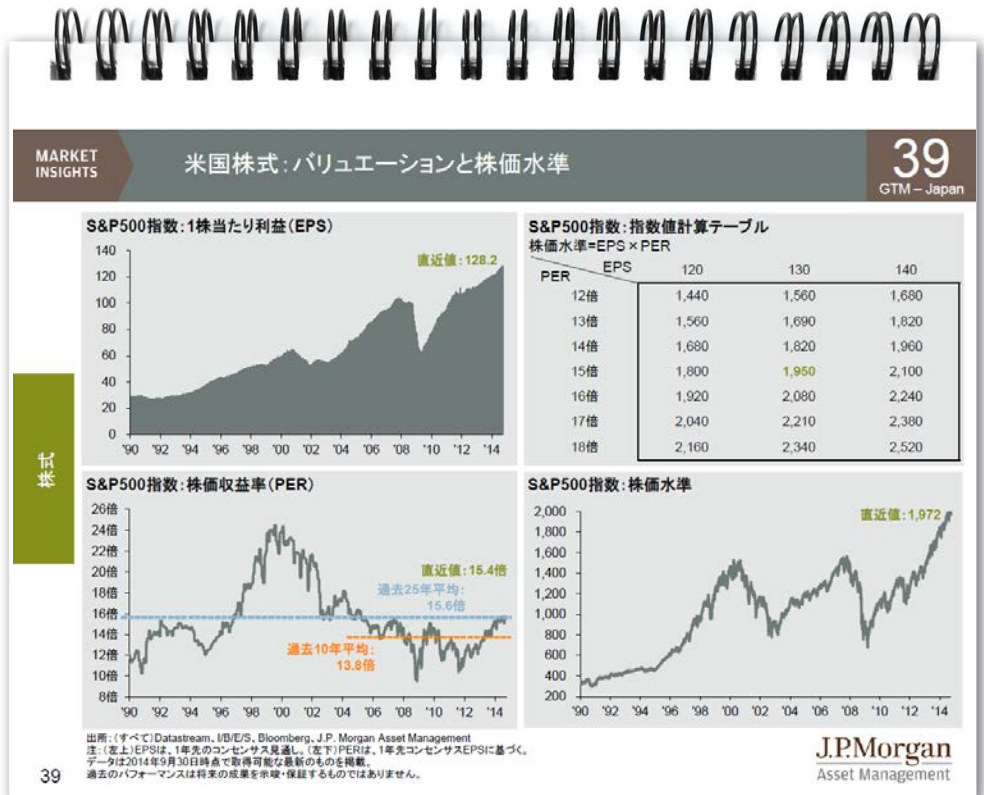
警戒感 は 行動バイアス が 生み出している

では、こうした投資家の警戒感はどこから来ているのでしょうか。その一部は行動バイアス(先入観、偏った考え)によるものと見られます。すなわち、リーマン・ショック時に経験したような株価の大幅下落を、リターンを犠牲にしても、今後は最優先で避けたいというバイアスです。

これはリーマン・ショックのような記憶に新しい出来事を優先的に思い出して判断を行うという経験則と、とにかく大きな損失だけは避けたいとの願望によるものと見られます。たとえ100年に1度といった相当に低い確率であっても、「大きな損失が生じる可能性がある」との認識が投資判断に影響を及ぼしていると考えられます。そして、こうしたバイアスの結果、多くの投資家は株式投資に対して消極的になっているようです。

「Guide to the Markets -Japan」の69ページに示すように、2009年以降債券ファンドへの資金純流入額は急激に伸び、2011年頃には株式ファンドを上回りました。この資金フローの相違は過去と比較しても極端であり、最近ようやく差が縮まり始めたばかりです。

こうした投資行動とは逆に、米国株式はこの間、市場平均を大幅に上回るパフォーマンスを示しています。一般に各々の運用哲学や投資規律に厳格に従う機関投資家は、こうした株式相場の好調な波にうまく乗っています。



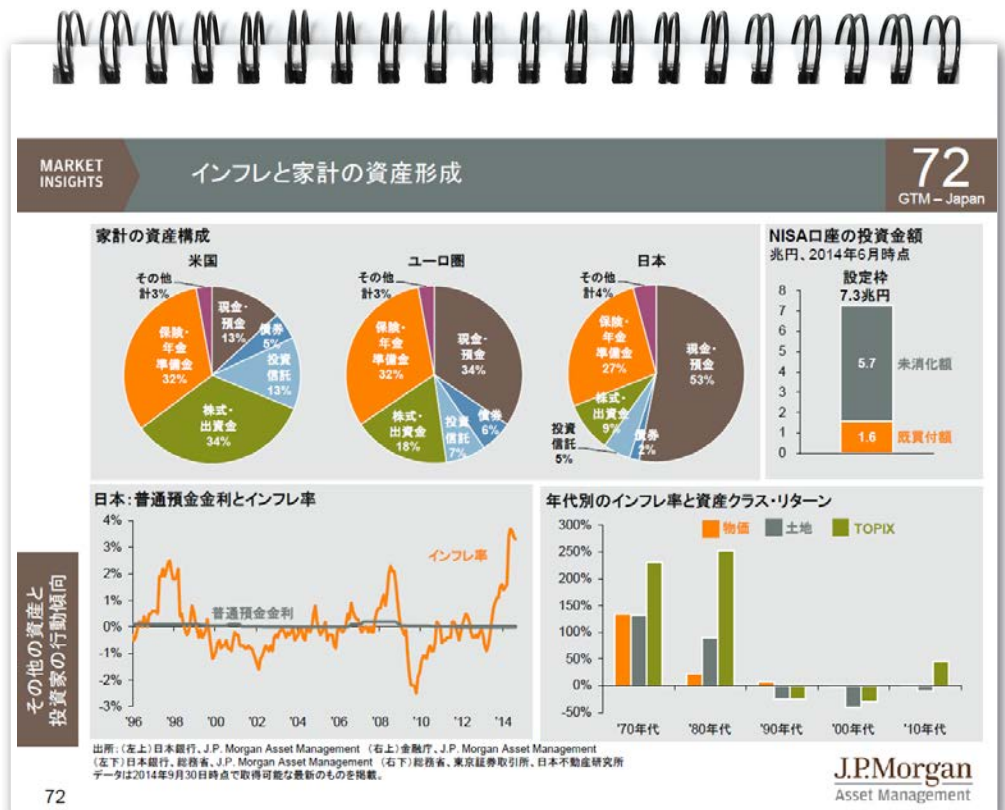
Guide to the Markets-Japan 2014年第4四半期版39ページ(弊社HPよりダウンロード頂けます)

一方、個人投資家は2007年以降、米国株式への資産配分を減らしています。多くの投資家は、バイアスと感情的な投資判断により、米国株式に対する適切な資産配分を維持できず、米国経済の力強い回復を享受することができていない状況です。

### 規律を保つ

確かに難しいことではありますが、投資家は、情報を正確に把握・整理しつつ、規律ある意思決定によってバイアスを克服するよう努めることが重要です。「適切に分散されたポートフォリオの維持」は、景気循環のすべての局面においてしっかりとした土台となります。これは分散効果を伴った適切な株式比率の設定が、長期投資においてポートフォリオのリスク対比のリターンを改善させる傾向にあるためです。

日本を見ると、下記の上図(「Guide to the Market –Japan」72ページ)にある通り、平均的な日本の投資家のポートフォリオは現金・預金に偏っており、株式が少なめであることがわかります。株式は短・中期的には大きく変動することもあります。長期的に見ると、投資家に最も大きな利益をもたらすことが期待できる資産クラスです。上記の通り、現在の投資においては、バイアスを超えて、適切な株式比率の設定・維持が望まれます。



Guide to the Markets-Japan 2014年第4四半期版72ページ(弊社HPよりダウンロード頂けます)

日経平均株価に関する著作権、知的所有権その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。日本経済新聞社は日経平均株価を継続的に公表する義務を負うものではなく、その誤謬、遅延又は中断に関して責任を負いません。©日本経済新聞社

本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2014年12月1日時点におけるJPモルガン・アセット・マネジメントの見通しを含んでおり、将来予告なく変更されることがあります。「JP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。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見通しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場に関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見通しはJPモルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。

「JP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。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

香港:証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア)リミテッド、インド:証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インディア・プライベート・リミテッド、シンガポール:金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール)プライベート・リミテッド、台湾:金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(台湾)リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾)リミテッド、日本:金融庁の監督下にある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)、韓国:金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(コリア)カンパニー・リミテッド(韓国預金保険公社による保護はありません)、オーストラリア:証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア)リミテッド(ABN55143832080)(AFSL376919)(Corporation Act 2001(Cth)第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断する際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令諸規則に従う責任は受取人ご自身にあります。