

## 実体経済に変化は見られない： 日本の株式市場にとって必要なもの 2013年6月

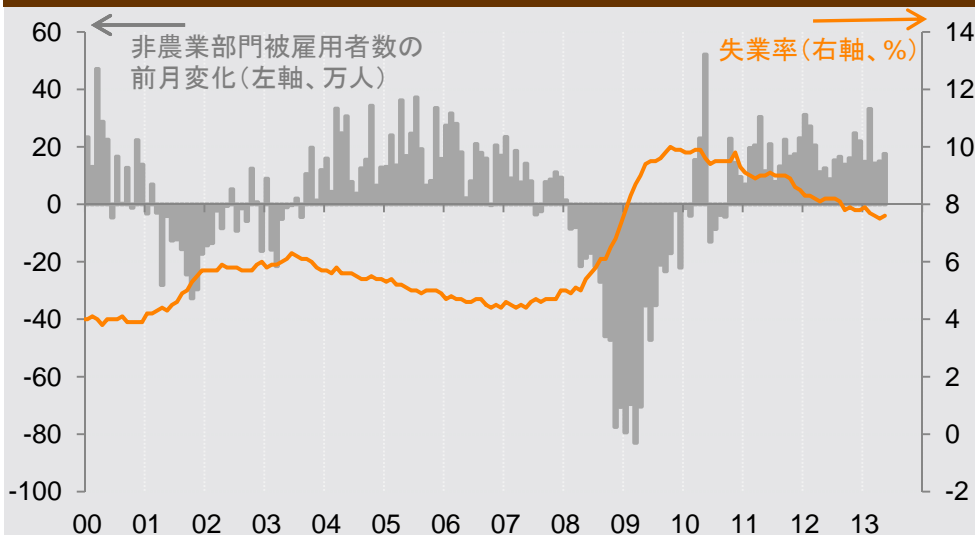
### 要旨

- 市場はFRBによる量的緩和の縮小観測を巡って戦々恐々となっており、今後、FRBは量的緩和の縮小に関する市場との対話をさらに深め、縮小の実行には慎重を期すると見られる
- 一方、日本と米国の実体経済に変化はなく、いずれも経済活動は拡大の方向である
- 日本の株式市場にとって必要なのは、長期の「腰の据わった投資家」であり、こうした投資家は参議院議員選挙の向こうにあると期待される成長戦略の強化と実行を見守っている

### 【5月米雇用統計】被雇用者数は17.5万人増加、失業率は7.6%に0.1%上昇

先週金曜日の7日に発表された米国の雇用統計(5月分)によれば、非農業部門被雇用者数は前月から17万5,000人の増加となり、市場の予想を上回りました。一方の失業率については前月の7.5%から7.6%へと0.1%ポイント上昇しました。この失業率の上昇は実際の労働者も増える一方、労働力人口(働く意思のある人)が増加したことによるものであり、経済全体の生産基盤が拡大していくという意味では米国経済はより健全な方向に向かっている証左とも言えます。緩やかな労働市場の拡大を受けて、FRB(米連邦準備制度理事会)による量的緩和の縮小観測が後退し、ドルと米国株式は上昇を見せました。

図1: 米国雇用統計(非農業部門被雇用者数の前月変化と失業率)



出所: Bloomberg、J.P.Morgan Asset Management

期間: 2000年1月から2013年5月まで

## 【FRBによる量的緩和】 その動向を巡って市場は揺れる

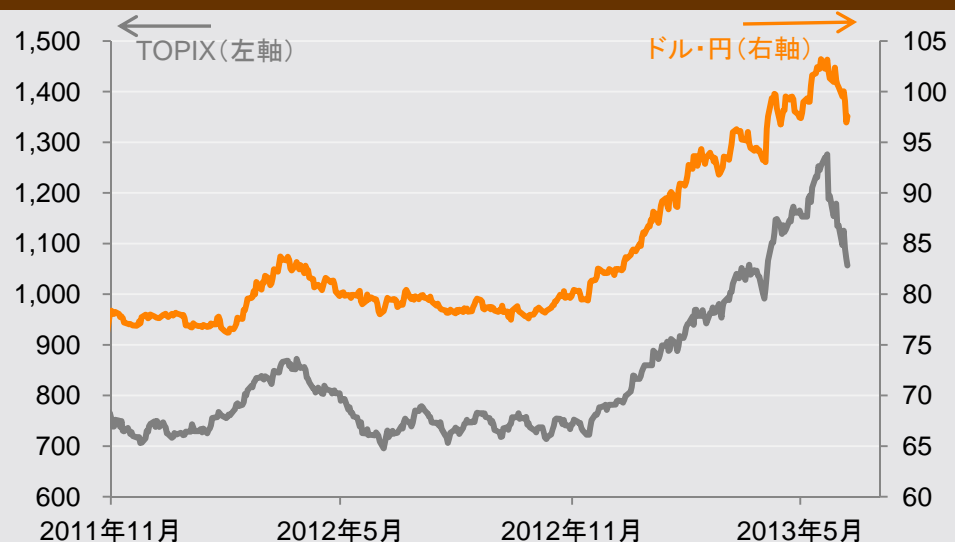
日本株式市場を含め、5月以降のリスク資産市場にとっての重石となってきたのは、FRB(米連邦準備制度理事会)が昨年9月以来、実施している量的緩和(市場への流動性の供給)を早期に縮小し始めるのではないかと懸念です。流動性とは中央銀行が市場に供給するマネーを指します。ゼロ金利下における流動性の供給は、いわば「セーフティー・ネット」の役割を果たすものであり、リーマン・ショック以降、世界の投資家がリスク資産に投資をする上での大きな安心材料となっていました。また投資家の心理面を支えるのみならず、こうした流動性の供給によって投資家によるリスク・テイクが促され、長期金利も含め全般に金利水準が低位に抑えられることで企業や家計が経済活動を行いやすい環境が用意され、実体経済にも良好な影響を及ぼしてきたと見られています。

FRBはやがてはこうしたセーフティー・ネットを取り下げていくとの方向性を示しています。この背景には今後、米国経済はそのようなセーフティー・ネットがなくとも自立できるほどに回復していくとFRBが見通していることがあります。したがって一般には、景気が回復の方向に進みつつあるとFRBが判断していること自体は良好な兆しと受け留められるはずですが。

しかしながら実際には、投資家はセーフティ・ネットが取り下げられることを非常に懸念しており、これまでに堅調な上昇を見せてきたリスク資産の保有を一部、利益を確定させて手放すことで、市場は頭の重い展開となっています。また、こうした懸念はこれまで年初来、他の市場に比べて上昇幅の大きかった日本株式市場にも大きな影響を与えていると見られます。たとえるならば、もはや補助輪がなくとも自転車に乗れるはずなのに、補助輪がないとの認識が操縦に影響を与え、バランスを崩してしまっているような状況です。こうした神経質な展開は、市場がこれまで長い期間にわたって、流動性という「ぬるま湯」にいかに浸かりきっていたかを示しているようにも思えます。

実は同様の混乱は今年の初めにも生じており、FRBは今般の市場による過敏な反応を受けて、量的緩和の解除については、これまで以上に慎重に進めていく可能性があります。

図2: TOPIXとドル円の推移



出所: Bloomberg、J.P.Morgan Asset Management

期間: 2011年11月1日から2013年6月7日まで

## 【ドル・円相場】依然として金融政策に関する方向性の違いがサポート材料

FRBによる量的緩和の動向に金融市場は動揺を見せていますが、お膝元の米国経済が回復の方向にあることには変わりはありません。重要なカギを握る住宅市場は順調な回復を見せており、労働市場も改善の途上です。したがって少し長い目で見る場合、FRBによる金融引き締めの方角性に変わりはないと見られます。

失業率が低下すれば、労働市場の需給逼迫によって賃金ひいては物価が上昇する恐れがあることから、FRBは失業率の改善度合いと見通しに合わせて、市場に対して利上げのしかるべき時期を示唆し続ける必要があります。そして市場は徐々に利上げを織り込み、米国債の利回りは緩やかに上昇していくものと見られます。一方、日本の金融政策については異次元の金融緩和が取り下げられる方向にはなく、政策金利も向こう数年にわたってゼロ金利の状態が続くと見られます。

米国債の利回り上昇によって、日本国債の利回りも上昇圧力を受ける可能性があります。金融政策の方角性の違いから日米の利回り格差については中期的には拡大の方向と見られます。これはドル・円の下値をサポートする要因であり、今後のドル・円相場の方角性については将来における日米利回り格差拡大の観点から、中期的に見て、円安・ドル高の方向と見られます。

またドル・円相場はこのところ円高方向に振れると共に、変動幅が高い状況が見られていますが、今後はFRBが資産市場の安定に向けて対話姿勢を強めると見られます。こうした対話による為替市場を含む資産市場は落ち着きを取り戻すことが期待されます。そしてドル・円相場の安定は日本企業の収益や設備投資の基盤を安定化させると見られます。

## 【日本株市場】日本の株式市場にとって必要なもの

実体経済の見通しに変わりはありません。日本経済は個人消費や輸出を中心に回復を見せています。また米国経済の堅調さも日本を含む世界経済にとって追い風です。したがって、日本の株式市場を取り巻く実体経済面での回復の方角性に変化は見られません。その一方で、株価は当初見込んでいたよりも大きな調整を見せています。

今後の日本の株式市場にとって必要なものとは何でしょうか。それは「腰の据わった」長期の投資家だと考えられます。これまでの日本株式市場の上昇局面を牽引してきたのは海外の投資家であり、その中でも「足の速い」投資家、すなわち短期間での利ざやを求める向きが日本の株式市場を主導してきたとされています。こうした短期志向の投資家が取引の中心となる主体となることで、日本株式は急速な上昇の後、急速な下落と大きな値幅(変動率・ボラティリティ)に見舞われているようです。

この先、日本株式が上昇に転じるにしても、その上昇局面をこうした短期志向の投資家が再び主導するとすれば、値幅の大きい状況が引き続き想定され、期待収益と変動率とのバランスから長期志向の投資家を日本株式市場から遠ざけてしまう恐れがあります。また、こうした市場の不安定さは経済政策の効果や実体経済の回復を毀損させてしまう恐れもあります。市場における取引の厚みと安定性のためには短期志向の投資家のみならず、「腰の据わった」長期の投資家も必要なのです。

「腰の据わった」長期の投資家は海外にも国内にも存在します。海外で言えば、例えば年金基金や政府系ファンド(SWF)などが挙げられます。国内で言えば年金基金の存在も重要ですが、やはり我々個人投資家の存在も大きいと言えるでしょう。

それではなぜこれまで長期志向の投資家は日本株式市場に二の足を踏んできたのでしょうか。長期の投資期間を有する「腰の据わった」投資家は文字どおり、長期の期間にわたって相対的に安定した上昇相場で収益を得るべく、投資を決断します。日本の場合、長期において政権が安定するか政策は有効か、政策の実行能力があるか(すなわち国民がこれらを支持するか)、そして結果として経済は持続可能な成長軌道に向かう可能性が高いのかどうかを見極める必要があります。

確かに金融緩和や財政出動は非常に重要な政策です。しかしそれと同時に、こうした腰の据わった投資家は日本経済や株式相場が持続可能な成長軌道に至るには成長戦略、すなわち構造改革も同じくらい非常に重要な政策であることを理解しています。またこうした改革は過去において何度も打ち出されながら実現に至らなかったものも多く、結果として現在の政権による新たな改革の動きについても懐疑的にならざるを得なかった側面も見られます。こうした背景を踏まえれば、長期志向の投資家は、7月に予定される参議院議員選挙の結果と、その後の成長戦略に関するプランと実行を見極めたいと考えても不思議ではありません。成長戦略の有効性と実現性が高まれば、日本の株式市場には「腰の据わった」長期志向の投資家に戻ると共に、日本経済や日本株式は緩やかながらも持続可能な方向に向かって歩みを進めていくと見られます。

### 日本株式は割安であり、長期の投資家にとっては妙味がある

日本経済は個人消費や輸出を中心に回復の傾向にあり、財政支出による経済活動の押し上げ効果もこれから期待されるどころです。また成長戦略もこれからようやく始動するところであり、現政権は今秋にも一段と踏み込んだ改革プランを打ち出す見込みです。

加えて、バリュエーションの面でも日本株式には割安さが見られます。5月末時点のTOPIX(東証株価指数)のPER(株価収益率)は約14.8倍です。同PERの過去10年の平均値は約16.3倍であり、直近(5月下旬)のピーク値もやはり約16.3倍で、過去に比して割安さが見られています。

これらの意味で、日本株式は先に述べた「腰の据わった」長期の投資家にとっては以前よりも妙味が増してきたと言えるかもしれません。

### 【投資にあたって】やはり長期・分散投資が重要

結論はいつもと変わることなく、投資家はこれらの点も考慮に入れつつ、自らの投資の目的と資産の状況を再確認し、取ることができるリスクの量を十分に把握した上で、長期の投資なおかつ幅広い分散投資という点にしっかりと立脚して資産運用に取り組むことが肝要です。そうすれば、市場の短期的な調整に一喜一憂することも避けられると考えます。

## 【本資料で使用している指数について】

・東証株価指数(TOPIX)は、株式会社東京証券取引所(株)東京証券取引所の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利は、(株)東京証券取引所が有しています。

本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2013年6月10日時点におけるJPモルガン・アセット・マネジメントの見直しを含んでおり、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。見直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、金融市場の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。記載された見直しは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。

「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。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(韓国)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。