2023 年 11 月

朝日ライフ アセットマネジメント株式会社
Asahi Life Asset Management Co.,Ltd.

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 301 号
一般社団法人 投資信託協会会員 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員

トーマス・W・デラニー,
CFA（米国証券アナリスト）

プライベート・ウェルス・マネジメント担当ディレクター兼ポートフォリオ・マネジャー
プライベートクライアント戦略のポートフォリオ・マネジャー
2007 年 セントルイス大学 理学士
2007-08 年 SEI インベストメンツのヘッジファンドアナリスト
2008 年 ハリス・アソシエイツ入社
2008-15 年 ハリス・アソシエイツのシニア・ポートフォリオ・スペシャリスト
2013 年 シカゴ大学修士課程
15 年の投資経験

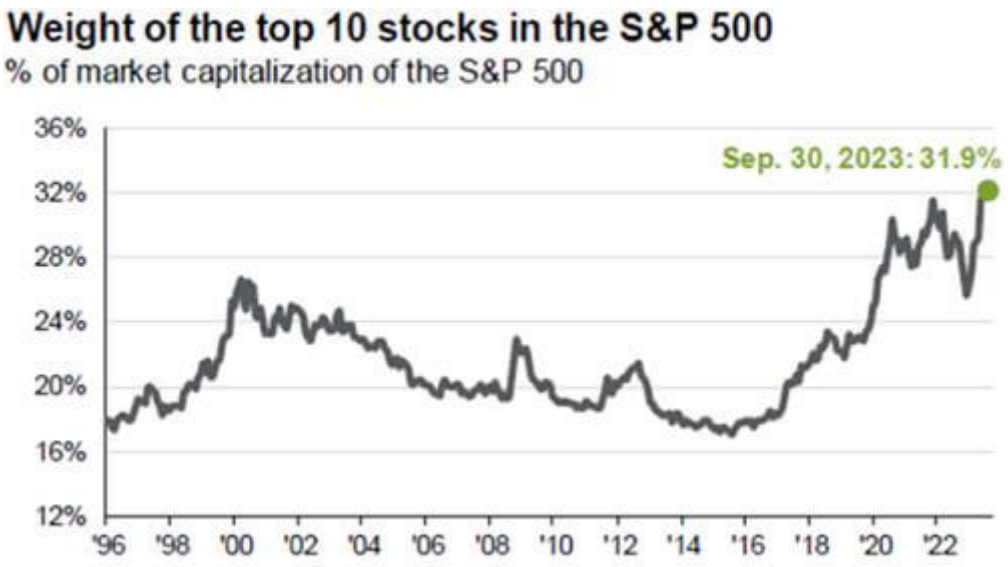
水面の下に

2023 年 9 月 30 日

多くの投資家は、2023 年に見られた株式市場のポジティブな動きに不安を感じてきました。大きく揺れ動きつつ、売られ過ぎた印象が強かった 2022 年の相場から脱却するポジティブな方向性は理にかなっている一方で、前提となる世界的なマクロ経済への疑問から、今年最初の 6 ヶ月間、投資家にとっては、総じて株価は割高に見えたのではないかと推測しました。このような環境下においても、より深く掘り下げ、ハリス社の長期的に株価を評価するアプローチを使えば、まだ魅力的な投資機会は存在します。

株式市場でアウトパフォームした銘柄群の幅の狭さは、2023 年 4－6 月期の重要かつ関連性の高いトピックであり、ハリス社は当時詳細にわたって議論を行いました。6 月 30 日まで 10%台半ばとなった株式市場リターンのうち 80%は 5 銘柄によるものでした。プラス寄与銘柄がごく限られているという状態は、2023 年 7－9 月期末までにさらに進みました。9 月 30 日現在で、7 社が市場の年初来リターンの 84%を占めている状況です。

時価総額で見て、S&P500 種株価指数が今日ほど一部に集中していることはありません。6 月 30 日時点で 20 銘柄が指数の約 30%を占めていることを強調して申し上げました。それから早 3 ヶ月、上位 10 銘柄の構成比は 32%弱になりました。最初の 6 ヶ月間の勢いは次の 3 ヶ月間も続き、勝ち組は勝ち続け、負け組は負け続けたことになります。



S&P500 種株価指数における上位 10 銘柄のウェイト推移

出所 ネイト・ジェラチ、ブルームバーグ。1996 年 9 月 30 日から 2023 年 9 月 30 日まで。

株式市場が上位数銘柄に集中していることによって、割高さがさらに強調される見え方になっています。金融メディアは「株価は割高に見える」と煽りますが、S&P500 種株価指数は PER（株価収益率）が 23 倍であり、特に現在の金利水準を考慮すれば、株価が割高というのは理にかなっています。歴史的に見れば、金利と PER は逆相関の関係にあり、高い金利は PER を低くする要因となるはずです。それでは、世界金融危機発生前以来の高金利が続くにもかかわらず、S&P500 種株価指数の PER は高く維持されたままであり、過去の分布の約 65 パーセンタイル※にあるのはなぜなのでしょうか。

※データを大きさ順で並べて 100 個に区切り、小さいほうからのどの位置にあるかを見るもの。65 パーセンタイルは、100 のうち小さいほうから 65 分位にあるデータ。

現代は報道サイクルにおいて、あまりに高い頻度でのニュース報道が求められているため、過去のヘッドラインを改めて掘り下げてみることが重要です。約 10 年間を振り返ってみると、2023 年と比較して非常に興味深いことがわかります。

9 月末までに S&P 500 種株価指数は 12%上昇しました。これは 2014 年における 11%の上昇が比較対象となるでしょう。さらに深く掘り下げてみると、これら 2 つの期間の違いが浮き彫りになります。中央値※となる銘柄の上昇率は、2014 年の 16.24%に対し 2023 年は 1%です。時価総額加重ではなく等加重平均の S&P500 種株価指数で見ると、中央値となる銘柄の上昇率は 2014 年の 12%に対し 2023 年は 0.58%です。これらから言えることは、水面下には多くの割安な銘柄が存在し、2023 年の株式市場を牽引したテクノロジー銘柄の多くは相対的に割高に見えるということです。

※メジアンとも呼ばれ、統計上、データを大きさ順で並べたときにちょうど真ん中に来る値のこと。

確かに、マクロ経済と地政学的緊張の持続という、市場のある部分に対して重石となる現実的な懸念がいくつかあります。多くの人々が、現在の環境における消費者とその支出能力について不安を表明しています。個人消費が経済の約 3 分の 2 を占めていることを考えれば、これは当然の懸念と言えます。

新型コロナウイルスの世界的大流行で停止されていた学生ローンの返済が、10 月に再開されることによる影響はまだわかりません。物価上昇のペースは鈍化しましたが、物価は依然として過去に比べ高いままです。ガソリン代が値上がりしていることは、消費者の心理に大きな影響を与えます（プラスかマイナスかは別として）。米国ではクレジットカードの負債総額が初めて 1 兆ドルを突破しました。これは誰もが躊躇するようなヘッドラインの数字ですが、銀行預金総額に対する割合で見ると、わずか 6%に過ぎず、過去 20 年間で最低の数字なのです。これは、富の不平等、あるいは人々が手持ちの現金を活用して様々なクレジットカードの特典プログラムを享受していることが影響しているのかもしれません。

様々なマクロ経済変数について、分析者の好みに応じて、好ましいシナリオを描くことが可能です。上記のクレジットカード負債総額の逸話は、解釈を拡大して 2 つの全く異なる点を主張している良い例です。これが、ハリス社が日々のマクロ経済トピックをできるだけ無視して、「平常時の」環境における企業の収益力がどの程度であるかに注目する理由です。例えば、自動車メーカーや自動車部品メーカーについては、季節調整後の通常の年間生産台数を基準に評価します。石油・ガス会社については、長期的な均衡原油価格がどうあるべきかに基づいて評価します。金融機関については、平準化された金利水準のもとで評価します。このように、さまざまな業界を同様のやり方で評価しています。

つまり、割高だとされる株式指数の PER は、たった 10 銘柄が牽引しているのであって、構成銘柄の中には、ハリス社が発掘すべき割安な銘柄がたくさん存在しているということです。はっきり申し上げると、債券の魅力は高まっており、リスクとリターンのバランスをいかに図るかは考慮すべき重要なテーマとなっています。株式保有リスクを懸念しているお客様にとって、アクティブ運用を通じて投資機会を活用する能力はかつてないほど重要性が高まっており、アクティブ運用の意義が存在すると考えています。

ガソリン価格は消費者心理に影響を与えるでしょうし、インフレが続くと、消費者が食料品店で買い物をするときに、高価格のメーカー製ナショナル・ブランドよりも割安なプライベート・ブランド（小売業・卸売業者が企画・開発し販売するブランド）の商品に対する需要が大きくなるかもしれません。また、2024 年の米国大統領選挙は市場をいずれかの方向に動かす可能性があります。このように株価はその日のニュースによって変動する可能性がありますが、企業の本源的価値は概して安定しており、そのことは投資家へ株式投資に対するポジティブな見方を与えてくれます。

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元金が保証されていないため、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により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

又、投資信託は、個別の投資信託毎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ので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書・商品説明書）をよくご覧ください。

■投資信託に係る手数料等について

［ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。］

■申込時に直接ご負担いただく費用 …… 申込手数料 上限 5.5%（税抜 5.0%）

■換金時に直接ご負担いただく費用 …… 信託財産留保額 上限 0.3%

■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 2.035%（税抜 1.85%）

■その他の費用 …… 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。

詳しくは投資信託説明書（交付目論見書・商品説明書）でご確認ください。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率等につきましては、朝日ライフ アセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書・商品説明書）をご覧ください。

本資料は、朝日ライフ アセットマネジメントが、提携先であり、運用を委託しているハリス・アソシエイツ社がホームページに掲載した資料を、同社の情報提供を目的として、日本のお客様向けに日本語に翻訳したものです。したがって、特定の金融商品の勧誘を目的としたものではありません。本文中に特定のファンド、銘柄についてのコメントがある場合、当ファンド、銘柄についての投資の勧誘、助言や取引の推奨を行うものではありません。また、法令に基づく開示資料ではありません。十分な注意を払い翻訳しておりますが、英文と日本文の内容に相違が生じた場合には、英文が優先するものとします。なお、英文につきましては http://oakmark.com/ をご参照ください。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。

2023-11-81