

2019年の米金融政策と米国株式市場の展望

- 連邦公開市場委員会(FOMC)は18年4回目の利上げ決定。FRBと市場の間には利上げ終着点の見方に相違が残る。
- 米金融政策の不透明感は米国株にも影。米企業の増益率鈍化やレパトリー巡から当面の米国株は神経質な展開へ。
- 米国株は割安な領域に入りつつある。社債市場では企業の信用力で評価が二分。米国株投資も選別投資が重要に。
- 中長期的には利益拡大の傾きが米国株の基調を決定。市場心理が好転すれば、米国株への見直しが進む可能性。

FRBは2018年に計4回の利上げを実施

米連邦準備制度理事会(FRB)は12月18-19日の連邦公開市場委員会(FOMC)において、フェデラル・ファンド(FF)金利の誘導目標レンジを2.25-2.5%へ引き上げる0.25%の利上げを決定しました(図1)。これにより2018年のFRBの金融政策は、3月、6月、9月、12月と3か月おきに計4回の利上げが実施されたこととなります。

FRBは19年の利上げ予想を年2回へ引き下げ

一方、今後の利上げ見通しに関して、FOMC参加者が想定する2019年の利上げペース(中央値)は従来予想の3回から2回へ引き下げられました。2020年も1回の利上げが予想されており、FOMC参加者の想定ではFRBの利上げ打ち止めは2019年から2020年となりそうです。

利上げ見直し引き下げの背景には、減速感が増しつつある米国景気への配慮があると考えられます。FOMC参加者の米国景気見通しによれば、米国の実質GDP成長率は2018年7-9月期の前年比+3.0%から2019年10-12月期には前年比+2.3%へ減速が見込まれています。

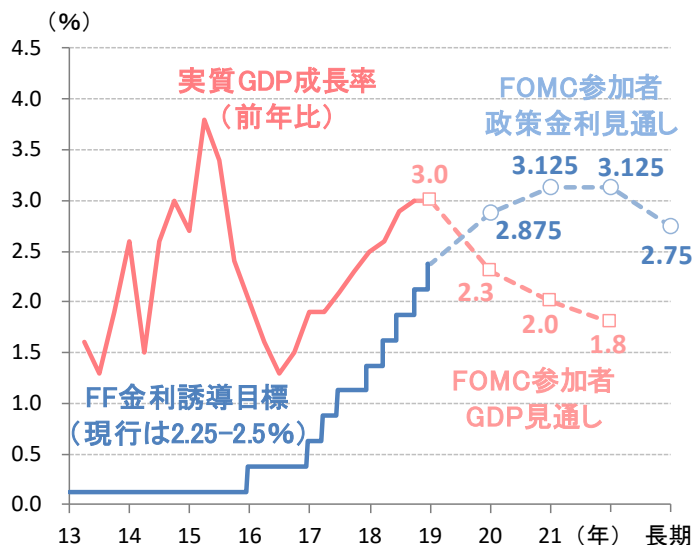
FRBと市場の間で利上げ終着点の見方に相違

もともと、FRBと市場の間では、今後の利上げ見直しをめぐるなお大きな相違が残されています。2019年に2回の利上げを見込むFRBに対して、FF金利先物は1回の追加利上げも十分には織り込んでおらず、2020年に向けては利下げの可能性も視野に入れ始めています(図2)。

足元での世界経済の不透明感の高まりを受けて、市場はFRBに対して利上げペースを緩めるハト派的な対応を期待する一方、FOMC参加者は当初想定よりは緩やかながらも利上げ継続の方針を示しているほか、パウエルFRB議長は保有資産の圧縮も現行通り進める考えを示しました。

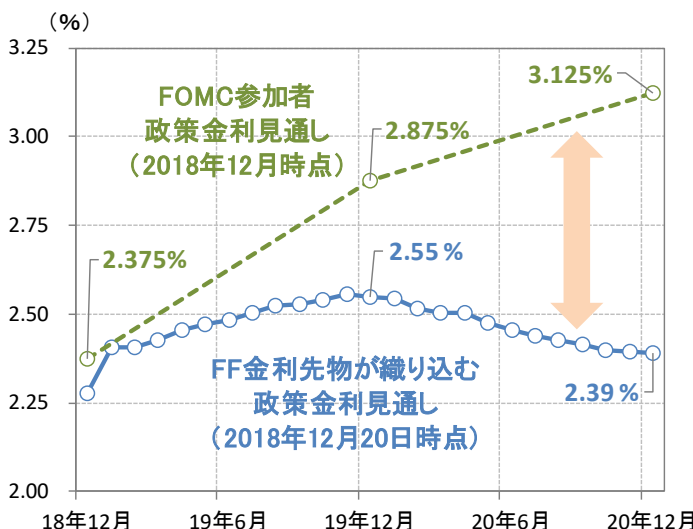
FRBの金融引き締め終着点を巡る不透明感は、2019年に持ち越しとなりそうです。

図1:FOMC参加者の政策金利と経済見通し



(出所)ブルームバーグ、米連邦準備制度理事会(FRB)
 (期間)政策金利:2013年1月1日~2018年12月19日
 実質GDP成長率:2013年1-3月期~2018年7-9月期
 (注)政策金利見通しは2018年12月のFOMC参加者の中央値。

図2:FF金利先物とFOMC参加者の政策金利見通し



(出所)米連邦公開市場委員会(FOMC)、ブルームバーグ
 (注)FOMC参加者の政策金利見通しは中央値。

●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。●当資料に記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。



米金融政策の不透明感は米国株にも影を落とす

FRBの先行きの金融政策を巡る不透明感は、足元の米国株式市場にも影を落としています。FOMC翌日の12月20日の米国株(S&P500指数)は2017年9月以来の安値水準へ下落しました(図3)。

2018年2月や10月の米国株の調整局面では、当初は金利上昇への懸念が重石となりました。しかし、足元では市場の焦点が先行きの米国景気の減速懸念に焦点が移り、米株安と米長期金利低下が同時に進行しています。

当面の米国株は神経質な相場展開が続く可能性

2019年の米国株式市場では、トランプ政権の減税策を起爆剤とした「自社株買い」と「企業収益拡大」という二つの追い風がトーンダウンすることが想定されます。このため、当面の米国株式市場は、減税効果の一巡に起因したファンダメンタルズの変化を織り込む過程で、トランプ政権の政策運営や米中貿易戦争などを巡るリスク要因に対して神経質な相場展開が続く可能性がありそうです。

レパトリ減税による本国送金急増は一巡に向かう

第一に、トランプ政権が2018年初から施行したレパトリ減税(海外蓄積利益の本国送金に軽減税率を適用)の効果から、米国企業による2018年1-9月の本国送金額は前年同期比4.5倍の総額5,713億米ドルに急拡大しました。こうした米国企業による本国送金は自社株買いに活用され、S&P500指数採用企業の自社株買いは2018年1-9月に前年同期比5割増と活発化しました(図4)。

もっとも、米国企業の本国送金は減税施行直後の2018年1-3月期をピークに縮小傾向にあり、今後は本国送金による自社株買いの押し上げ効果は低減が見込まれます。

減税効果はく落から米国企業の増益率は低下へ

第二に、2018年の米国企業の収益は、トランプ政権の法人税減税により増益率が大幅に改善しました。米国企業(S&P500指数)の一株当たり利益の伸び率は、2018年第3四半期には前年比+26.3%まで加速しました。

しかし、2019年にかけては、減税効果のはく落によって米国企業の増益率の減速が見込まれます(図5)。現状の市場コンセンサスでは、2019年上半期の増益率は売上高の伸び率並みの前年比+5%程度へ低下すると予想されており、米企業収益は本来の実力通りの巡航速度に回帰することになりそうです。

図3: 米国株と米10年国債利回りの推移

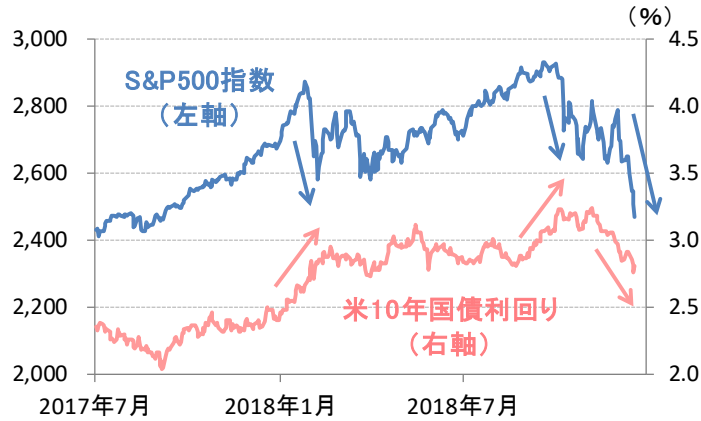


図4: 米国企業による自社株買いと本国送金

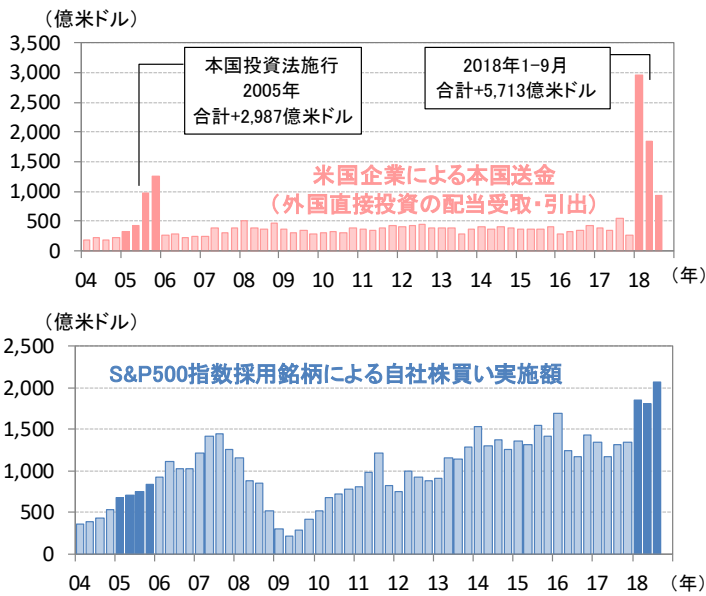
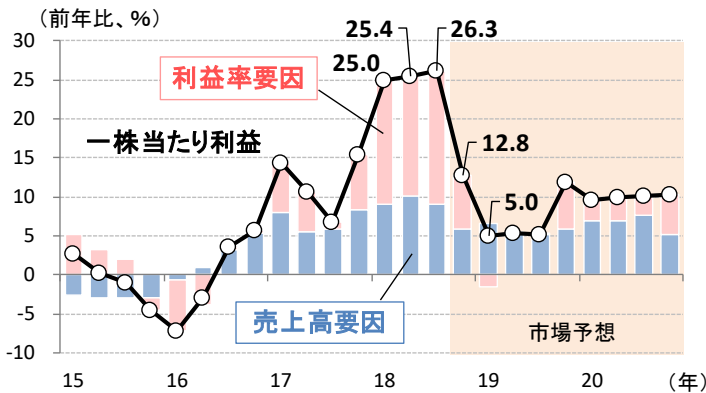


図5: S&P500指数採用企業の一株当たり利益



●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。



足元の米国株は割安な領域に入りつつある

足元の米国株は市場心理の悪化からバリュエーション低下が急速に進んでいます。12月20日時点のS&P500指数の12ヵ月先予想PERは14.56倍へ低下し、2013年10月以来の低水準となりました(図6)。一時は19倍目前まで上昇した予想PERの割高感の修正が進み、足元の米国株は割安な領域に入りつつあります。

当面の米国株投資は選別投資の重要性が増す

足元のように市場心理が悲観的となっている局面では、短期的には株価は神経質な値動きとなる可能性が高いものの、中長期的な投資の視点からは割安で有望な投資対象を発掘する好機であると捉えることもできます。

足元の米国社債市場では、投資適格社債の利回りが安定を維持している一方、格付けが低いハイイールド社債の利回り急上昇が顕著となっています(図7)。バランスシートの信用力やクオリティに応じて米国企業の資金調達コストに差が付き始めていることは、米国株投資に当たっても選別投資が重要になりつつあることを示唆しています。

中長期的には利益の傾きが米国株の基調を決定

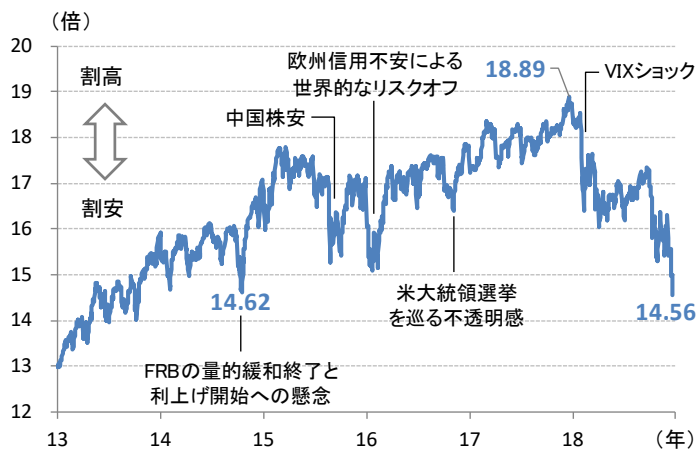
一方、米国株の中長期的な基調は、日々の投資家心理の変化よりも、米国企業の利益拡大の傾きが主な決定要因となっています(図8)。現在の市場コンセンサスでは一時的に米国企業の増益率は政策効果のはく落により鈍化が見込まれるものの、2019年以降も利益拡大のトレンド自体は維持される公算が大きいとみられています。

こうした中、悲観論に傾いている投資家心理に修正がみられれば、今後、ファンダメンタルズに基づき米国株を見直す動きが広まる可能性はありそうです。

今後の市場心理が好転に向かうかの3つの焦点

今後、市場心理が好転に向かうかの焦点として次の3つが挙げられます。第一に、2019年に米国景気や米企業収益の軟着陸が確認されるか(市場が懸念する景気後退や減益が回避されるか)。第二に、米国の利上げの終着点が見えてくる中で、FRBと市場の間で今後の利上げ見通しをめぐる対話が進むか。第三には、年明けに再開が見込まれる米中通商協議で、米中貿易戦争の収束に向けた合意がなされるかに市場の注目が集まりそうです。

図6: 米国株の12ヵ月先予想PERの推移



(出所)ブルームバーグ (期間)2013年1月2日~2018年12月20日

図7: 投資適格社債とハイイールド社債の利回り比較



(出所)ブルームバーグ (期間)2014年1月2日~2018年12月20日
(注)社債利回りは期限前償還を考慮した最低利回り。

図8: S&P500指数の株価、利益、バリュエーション



(出所)ブルームバーグ (期間)2016年1月4日~2018年12月20日
(注)点線は12月19日時点の一株当たり利益の市場コンセンサス。

●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。●その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。