

# 米国株式 (S&P500) は割高か？

— 歴史的な視点から検証 —

NYダウは11月に入ると急速に切り返しましたが、これまでの株価上昇は景気刺激的な金融政策や財政政策が背景で、株価と実体経済の乖離は依然として解消されていないとの意見も聞かれます。このレポートでは歴史的な視点に立ち、足元の①インフレ、②長期金利、③株式バリュエーション (CAPE) が1950年以降の循環の中でどこに位置し、それが今後の株式市場にどんな含意を持つかを考えます。

## NYダウは30000ドル超え

NYダウは11月に入ると急速に切り返し、24日の終値は史上初の30000ドル超えを達成しました (図表1)。この動きの背景には次のような要因があったと考えられます。

- ▶ バイデン候補が勝利を確実にし、大統領選を巡る不透明感が払拭された。
- ▶ 議会が「gridlock (ねじれ)」になることが想定され、法人・富裕層増税、メガIT解体など左派的な政策を打ち出しにくくなるとの思惑が広がった。
- ▶ 新型コロナワクチンの開発が進展した。

一方、足元で新型コロナウイルスの感染拡大に歯止めがかからず、これまでの株高は景気刺激的な金融政策や財政政策が背景で、株価と実体経済の乖離は依然として解消されていないとの意見も聞かれます。

このレポートでは歴史的な視点に立ち、足元の①インフレ、②長期金利、③株式バリュエーションが1950年以降の循環の中でどこに位置し、それが今後の株式市場にどんな含意を持つかを考えます。

## 株価をEPSとPERに分解

本題に入る前に株価をEPS (一株当たり利益) とPER (株価収益率) に分解してみましょう (図表2)。ここではノーベル経済学賞を受賞したエール大学のロバート・シラー教授が提唱する景気循環調整後のEPSとPER (CAPE\*) を使っています。1950年以降、株式バリュエーションを示すPERは大きなサイクルを形成しながら上下してきましたが、S&P500の株価は概ね企業収益の成長にあわせて上昇してきたことがわかります。

### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

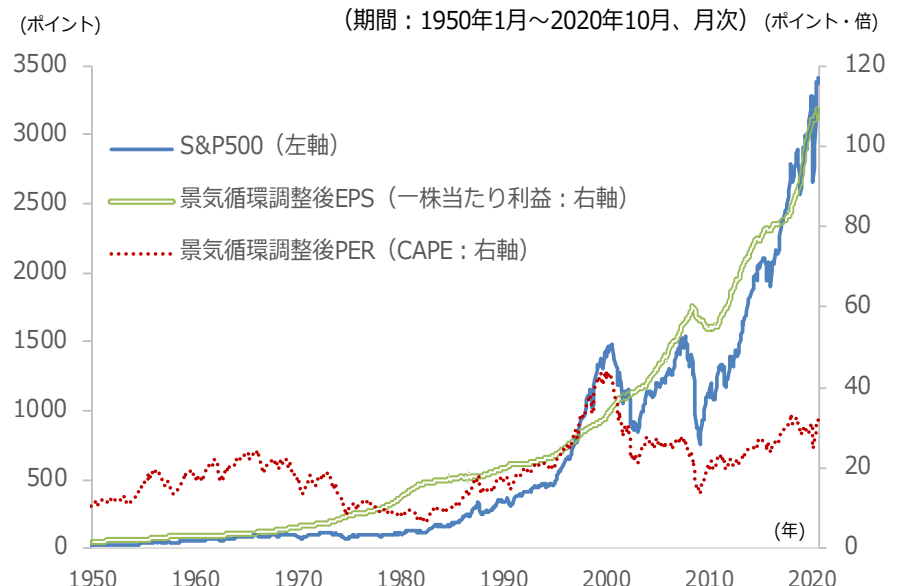
■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書 (交付目論見書) をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

図表1 2020年後半のNYダウ



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表2 S&P500のEPSとPERの推移



(\*) CAPE(Cyclically Adjusted PER)は「株価/10年平均の利益」で算出

(出所) エール大学のデータより岡三アセットマネジメント作成

# ストラテジストの眼

## インフレとS&P500

1980年初頭までオイルショックなどを背景に大幅に上昇した消費者物価指数（CPI）はその後、FRB（連邦準備制度理事会）のボルカー議長による強力な金融引締め、テクノロジーの発展などを受けた生産性の向上を背景に安定的に推移してきました（図表3）。足元では経済活動の長期停滞（Secular Stagnation）やコロナ禍を受けてFRBが目標とする2%を下回る水準で推移しています。

1950年以降のCPIの水準とその後12カ月の株価騰落率を検証すると、直近の水準が含まれる1%以上2%未満の区分ではその後12カ月でS&P500は平均10.8%上昇しました（図表4）。CPIが2%を超えると景気過熱がイメージされ騰落率は徐々に低下していきます。0%未満の区分が最も高い騰落率を示していますが、これは例外的にリーマン危機時のように株式市場の底の時期に当たるからだと思います。

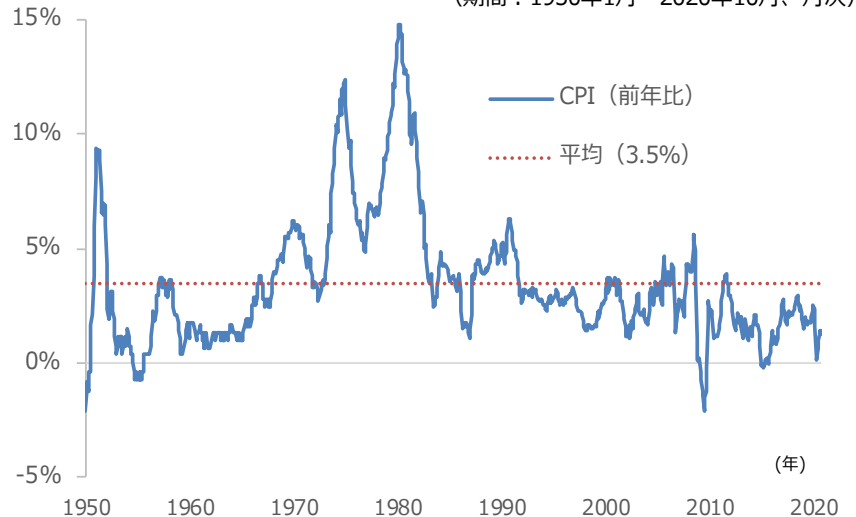
## 長期金利とS&P500

長期金利もCPI同様に1980年初頭にピークを付け、その後一方向に低下してきました。リーマン危機後は経済活動の長期停滞で貯蓄・投資バランスが貯蓄超過に振れていることが金利低下に拍車をかけたと考えられます（図表5）。しかし、コロナ禍によって政府部門が大量に資金調達を行うなか、市場には長期金利が上昇に転じるとの見方がにわかを高まってきました。

長期金利とその後12カ月の株価騰落率を比べると、直近の水準が含まれる2%未満の区分で株価は最も上昇しました（次頁図表6）。長期金利が上昇するほど景気過熱が意識され、調達金利の上昇も企業収益に悪影響を与えると考えられます。足元の長期金利は株価にとっては正に「スイーツポット」にあると言えることができそうです。

図表3 消費者物価指数（CPI）前年比の推移

（期間：1950年1月～2020年10月、月次）



図表4 CPIとその後12カ月間のS&P500騰落率

区分	月数	騰落率
0%未満	32	19.0%
0%以上1%未満	59	10.1%
<b>1%以上2%未満</b>	<b>194</b>	<b>10.8%</b>
2%以上5%未満	399	7.9%
5%以上10%未満	122	5.3%
10%以上	44	9.4%

10月末：1.2%

図表5 長期金利（10年国債利回り）の推移

（期間：1950年1月～2020年10月、月次）



（図表3-5の出所）エール大学のデータより岡三アセットマネジメント作成

### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

# ストラテジストの眼

## 株式バリュエーションとS&P500

景気循環調整後のPER（CAPE）は足元で30倍を超え、リーマン危機前の水準を上回り、ITバブル時に迫っています（図表7）。

歴史的にCAPEが30倍を超えた後12カ月の株価騰落率は2.4%と全区分で最も低い水準となっています（図表8）。この考え方からは足元のS&P500は割高な水準まで買われてきたと判断されます。

## 2021年の米国株式市場

このように、過去との対比における足元のインフレ、長期金利、株式バリュエーションは2つの異なるメッセージを発しています。インフレと長期金利は今後の高い株価騰落率を示唆しています。一方、企業収益に直接かかわるCAPEは株式市場に警戒的なメッセージを送っています。

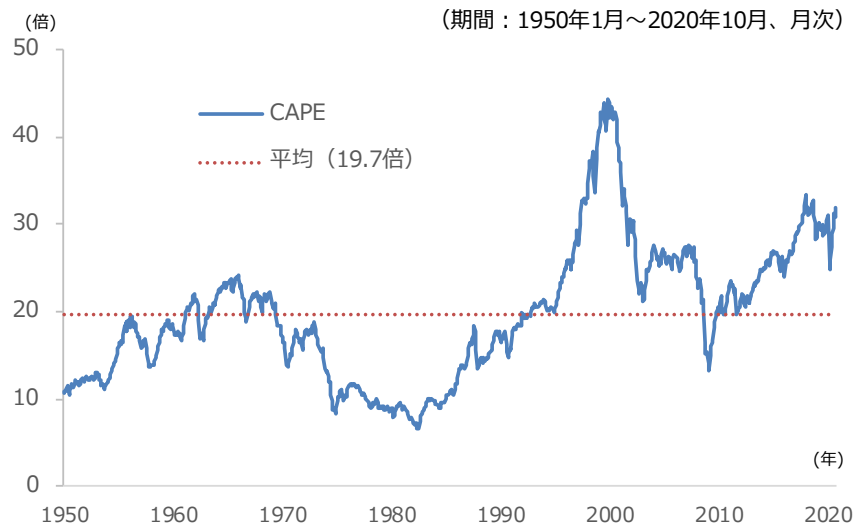
基本シナリオとしては、2021年は景気が後退から拡大に、企業収益が減益から増益に転じ、拡張的な金融・財政政策や新型コロナウイルスの普及が2021年の株式市場を後押しし、少なくとも前半は上昇基調で推移すると予想しています。インフレ、長期金利の足元の水準はこのシナリオをサポートしていますが、株式バリュエーションは逆のメッセージを送っています。2021年の株式市場には楽観的ながらもやや警戒した（Cautiously Optimistic）姿勢で臨むことが求められると考えています。

以上（作成：投資情報部）

図表6 長期金利とその後12カ月間のS&P500騰落率

区分	月数	騰落率
2%未満	45	15.9%
2%以上4%未満	257	11.6%
4%以上6%未満	213	3.6%
6%以上8%未満	179	6.5%
8%以上10%未満	84	11.4%
10%以上	72	13.8%
10月末：0.79%		

図表7 景気循環調整後PER（CAPE）の推移



図表8 CAPEとその後12カ月間のS&P500騰落率

区分	月数	騰落率
10倍未満	92	12.8%
10倍以上15倍未満	159	15.1%
15倍以上20倍未満	204	6.5%
20倍以上25倍未満	196	7.0%
25倍以上30倍未満	121	8.0%
30倍以上	78	2.4%
10月末：31.96倍		

（図表6-8の出所）エール大学のデータより岡三アセットマネジメント作成

### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

## ストラテジストの眼

## 皆様の投資判断に関する留意事項

## 【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

## 【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの配分方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

## 【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用  
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用  
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用  
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担  
：純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

## その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

## 【岡三アセットマネジメント】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社  
事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業  
登録：金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号  
加入協会：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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別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、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

## &lt;本資料に関するお問い合わせ先&gt;

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)