

米国株式市場の見通し

短期逆張り、中期様子見、長期楽観

2022年5月26日

お伝えしたいポイント

- ・ インフレ懸念と金利上昇で株価は下落したが、市場は利上げの終点を見始めた
- ・ 短期的に株価の調整は十分進展しており、自律反発の可能性も
- ・ 中期的には景気・業績の悪化に注意だが、株価もある程度は織り込み済み
- ・ 長期的には米国株の強さは維持されよう

年初から下落の米国株だが、短期逆張り、中期様子見、長期楽観とみる

米国株式市場は昨年末までおおむね堅調に推移していましたが、今年に入り大きく下落しました。

株価下落の主な要因は、インフレ懸念の強まりと金融引き締め加速です。昨年秋以降、インフレの上振れ継続が徐々に警戒されてきましたが、度重なる新型コロナウイルスの感染拡大で供給制約がなかなか解消しないところに、今年2月からはロシアによるウクライナ侵攻が追加的な供給制約となり、インフレの上振れ・長期化が一段と懸念される状況になりました。FRB（米国連邦準備制度理事会）はインフレ抑制を狙って3月に0.25%ポイントの利上げを行うと、5月には22年ぶりに0.5%ポイントの利上げを実施しました。その結果、株式市場では金利の上昇自体が悪材料視されたほか、過度な利上げによる景気後退懸念も台頭し、株価は大幅に下落しました。

しかし今後に関して、短期的には悪材料を相当程度織り込んだとみられ、株価は自律反発の可能性もあると考えています。中期的には景気や業績の動向を見極める必要がありますが、悪いシナリオもある程度は織り込み済みと思われる。長期的には米国企業のアニマル・スピリット（野心的意欲）が、株式市場を引き続き支えていくと想定しています。

米国主要株価指数

(起点=100) (2021年10月初～2022年5月24日)



※以下、特段の言及が無い限り、指標等は米国のものを表示
(出所) ブルームバーグ

インフレ懸念で金利は急上昇したが、市場は利上げの終点を見始めた

▼昨年秋以降、インフレ懸念が急速に強まった

市場参加者が予想する米国のCPI（消費者物価指数）上昇率（前年同期比）をみると、昨年9月から今年3月にかけて、見通しが急速に上振れたことがわかります。

パウエルFRB議長も昨年夏頃までは、インフレは一時的との見方を強調していましたが、その後は次第にインフレの上振れや長期化のリスクに言及するようになりました。

ただし、インフレ抑制を主眼とする利上げが開始され、当面は急ピッチの追加利上げが見込まれる状況になったことで、直近では市場のインフレ見通しの上振れが止まってきました。

今後、想定範囲内でインフレが推移するようになってくれば、株式市場のインフレ懸念も後退すると考えられます。

▼市場は利上げの終点を見始めた

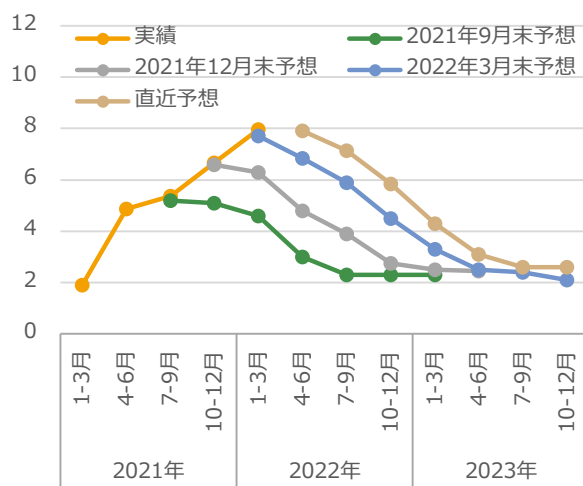
インフレ懸念の強まりを受け、昨年秋以降は金利・債券利回りも急上昇しました。

OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）金利は市場参加者が想定している政策金利の水準とみなすことができます。その1年先1カ月金利（≒市場が予想する1年先の政策金利）は、昨年10月から上昇し始め、今年初からは上昇が加速していましたが、足元は3%台前半でピークアウトしています。つまり、利上げは3%程度までというのが、市場の見立てとみられます。2年先1カ月金利や3年先1カ月金利をみると、1年先1カ月金利よりも低くなっているため、市場は将来の利下げも想定していると考えられます。

少し前までの利上げがどこまで行くのか分からないという状況から、利上げの終点をにらんだ動きに変化してきたことは、株式市場の不確実性を軽減させるものといえそうです。

■ CPI上昇率予想（市場コンセンサス）

（前年同期比：％）（2021年1-3月期～2023年10-12月期）



※実績は2022年1-3月期まで

※2021年9月末予想は2021年7-9月期～2023年1-3月期

※2021年12月末予想は2021年10-12月期～2023年4-6月期

※2022年3月末予想は2022年1-3月期から

※直近予想は5月24日時点で2022年4-6月期から

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

■ OIS1年先1カ月金利と10年債利回り

（％）（2021年7月初～2022年5月24日）



（出所）ブルームバーグ

原油高、家賃上昇によるインフレ上振れは沈静化へ

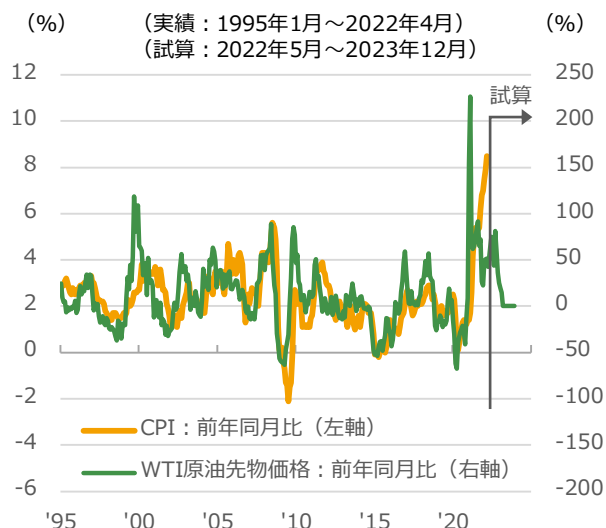
▼原油高によるインフレ上振れは沈静化へ

前述のように、利上げの終点への意識はインフレ見通しの上振れ一巡によってもたらされたわけですが、その状況は今後も継続可能と考えています。

そのように考える理由の1つは、インフレ上振れの一因であった原油価格の上昇が、今後はむしろインフレ沈静化に寄与してくると想定されるためです。

右図のように、仮に今後原油価格が1バレル120米ドル（5月24日時点：110米ドル）で推移したとしても、前年同月比でみた上昇率は低下していくことになります。過去はCPIと原油価格の変化に強い連動性がみられることから、原油価格の上昇鈍化はCPIの上昇鈍化を示唆していると思われれます。

■ CPIと原油価格



※試算はWTI原油先物価格が2022年5月以降120米ドル/バレルで推移したと仮定した場合

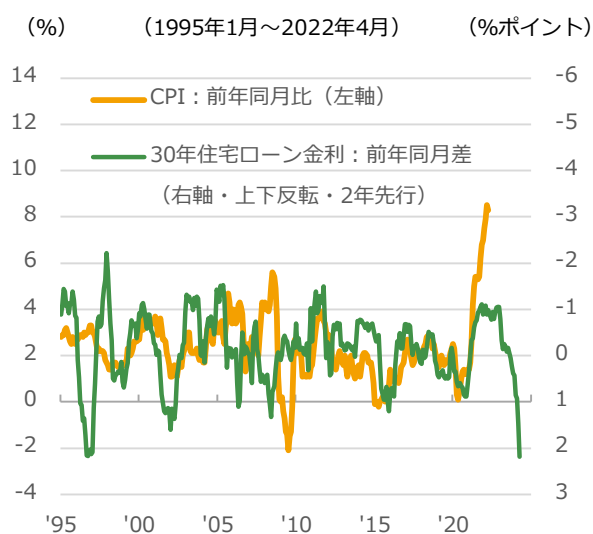
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

▼住宅ローン金利上昇が住宅関連需要を減退させ、CPIを抑制へ

また、住宅ローン金利の上昇も今後はCPIの抑制に寄与してくると考えています。なぜなら、住宅ローン金利の上昇が住宅関連需要を減退させ、それがCPIの上昇抑制につながると考えられるためです。

一般的にインフレの一因として家賃の上昇が指摘されますが、CPIとCPI内訳項目の家賃の推移をみると家賃の方がCPIに1年ほど遅行しているため、必ずしも家賃の上昇がCPI上昇の原因とは言えません。家賃は住宅価格に1年半程度遅れて変化する傾向があり、住宅価格は住宅ローン金利に1年半ほど遅れて変化する傾向があるため、結果的にCPIは住宅ローン金利に2年ほど遅れて変化する傾向があります。右図は足元の住宅ローン金利の上昇が住宅関連需要の鈍化をもたらし、今後のCPI上昇抑制につながること示唆していると考えられます。

■ CPIと住宅ローン金利



※住宅ローン金利：前年同月差は1993年1月～2022年4月のデータを2年先行させて表示

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

短期的に株価の調整は十分進展しており、自律反発の可能性も

▼市場心理は陰の極で逆張りが有効な局面

米国株式市場のセンチメントを計る際に、しばしば米国個人投資家協会のブルベア（強気・弱気）比率が用いられます。

同比率は4月下旬に、リーマンショック後の市場低迷期以来の低水準を記録しました。市場心理が極端に弱気に振れたわけですが、過去は市場心理が強気であれ弱気であれ極端に振れた際は、逆張りの的に解釈する方が、その後の方向性を的確に捉えられることが多いという経験則があります。したがって現状も、短期的にはむしろ強気で考えた方が良いかもしれません。

もちろん過去になく弱気が多いということは、それだけ悪材料が多いわけで、安易に楽観はできませんが、弱気が多いということは、それだけ悪材料は認識されている（≒織り込み済み）と考えることはできるでしょう。

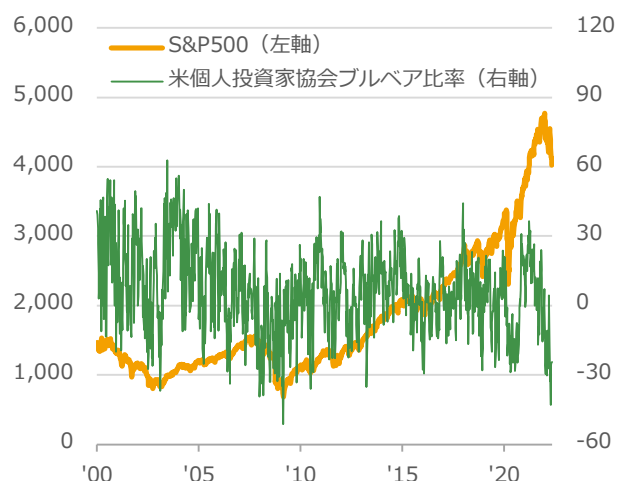
▼株価下落で割高感は解消

S&P500の予想PER（株価収益率）をみると、コロナ後は20倍を超える水準で推移していました。これは大規模な財政支出と大幅な金融緩和がセットで行われたことにより、マネーサプライが急増し、いわゆる過剰流動性が発生したためではないかと考えられます。

しかし、コロナ禍からの脱却が徐々に進む中で、大規模な財政支出の一部は打ち切られ、大幅な金融緩和は利上げによって本格的な金融引き締めへ転換しました。これが年初からの株価下落の背景と考えられますが、ここまでの下落で予想PERは1995年以降の平均水準まで低下してきました。まだ割安といえる水準ではありませんが、少なくとも割高感の解消したといえるでしょう。

■ 株価指数と株式市場センチメント

（2000年1月初～2022年5月13日：週次）（%ポイント）



※ブルベア比率はブル比率－ベア比率

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

■ 株価指数と予想PER

（1995年1月初～2022年5月24日）（倍）



※予想PERは今後12カ月の予想EPS（1株当たり利益）より算出

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

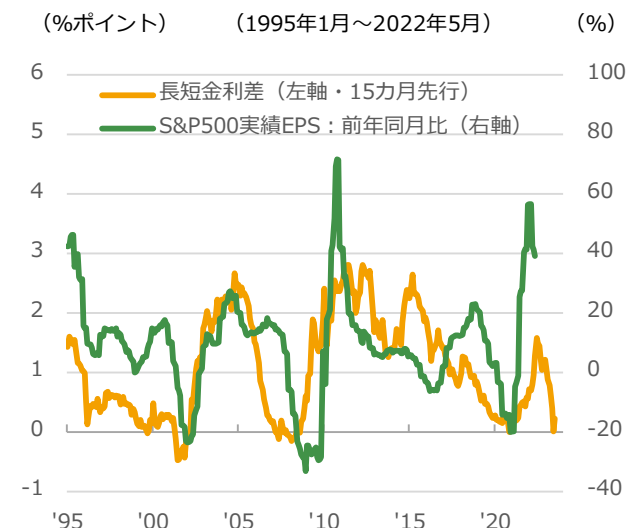
中期的には景気・業績の悪化に注意だが、株価もある程度は織り込み済み

▼長短金利の逆転は今後の景気や業績の悪化を示唆

4月初め、ごく一時的でしたが長期金利と短期金利（ここでは10年債利回りと2年債利回り）が逆転し、長期金利よりも短期金利が高くなりました。長短金利が逆転すると、その後は景気後退に陥ることが多いという経験則が広く知られています。長短金利差の変化は金融政策の緩和（金利差拡大要因）・引き締め（金利差縮小要因）などによって生じると考えられるため、その後の景気動向と関連があることは不思議ではありません。したがって、「今回は違う」と長短金利の逆転を軽視するのは危険でしょう。

長短金利差と業績の関係を見ると、右図のように長短金利差に1年強の先行性がみられます。したがって、来年にかけて業績に下押し圧力がかかる可能性には留意する必要があります。

長短金利差と実績EPS



※長短金利差は1993年10月～2022年5月のデータを15カ月先行させて表示

※いずれも期間末の2022年5月は24日時点

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

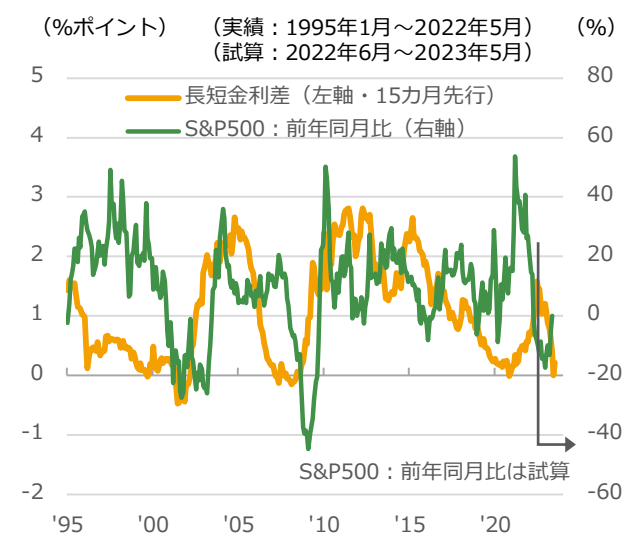
▼今後の業績悪化を織り込んで株価の調整が進んでいる面も

もし業績が悪化するのであれば、株価への影響が懸念されます。長短金利差は、業績の変化に対し1年強先行しているのと同様に、株価の変化に対しても1年強先行する傾向が見受けられます。したがって、長短金利の逆転は株価の先行きにも注意信号です。

ただ、足元の株価水準（5/24時点のS&P500で3,941）は年初の最高値と比較すると2割近い下落であるため、今後株価横ばいが続いたとしても、1年前と比較した騰落率はその水準に向けて低下することになります。右図で見る限り、前年同月比2割の下落は、長短金利差ゼロに見合う調整といえそうです。

したがって、長短金利の逆転は中期的な株価の見通しに慎重さを要求する事象ではあるものの、すでにそれを織り込んで株価の調整が相応に進んでいると考えられます。

長短金利差と株価指数



※長短金利差は1993年10月～2022年5月（24日時点）のデータを15カ月先行させて表示、

※試算はS&P500が2022年5月24日以降、2023年5月まで変わらずで推移したと仮定した場合

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

割高感の強かったグロース株の調整も進展

▼グロース株の割高感も解消してきた

コロナ禍における株式市場では、大規模な財政政策と大幅な金融緩和により、いわゆる過剰流動性が発生し株価を押し上げた可能性があると考えられるわけですが、予想PERでみると特にグロース株（成長株）でその傾向が顕著でした。

これは、一般にグロース株の方が金利の影響（金利低下で株価上昇、金利上昇で株価下落）を受けやすいとされるほか、IT関連のグロース株はコロナ禍でも活躍できるものが多いと考えられたためでしょう。

足元は金利の上昇などを受け、これまでの株高要因が逆回転した格好ですが、市場全体と同様にグロース株の予想PERも1995年以降の平均に近い水準まで低下したことから、下値余地はだいぶ小さくなってきたと考えられます。

▼実質金利に連動したグロース株の調整

もう少し細かくグロース株の予想PERを見ると、2015年以降は実質金利との連動が顕著です。前述のように、グロース株は金利の影響を受けやすいという見方が、それまで以上に意識されるようになってきたためと思われる。

右図を見る限り、足元の予想PERの低下（≒株価の下落）は実質金利の上昇に見合ったものといえそうです。今後の実質金利については、仮に市場が利上げの終点を見始めた状況でインフレ上振れ懸念が後退するのであれば、期待インフレ率の低下が実質金利の上昇要因にはなるものの、名目金利にも低下圧力がかかることで、実質金利の上昇は抑制されたものになると考えられます（実質金利＝名目金利－期待インフレ率）。

したがって、実質金利の上昇によるグロース株の調整も相応に進展したと考えられます。

グロース指数とバリューストック指数の予想PER

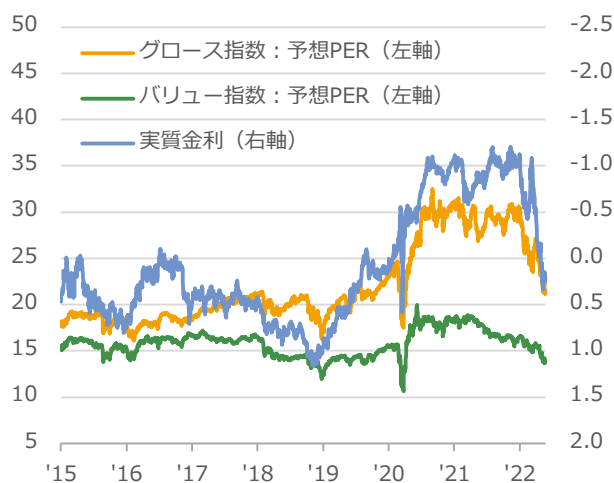
(倍) (1995年1月末～2022年5月24日)



※グロース指数はラッセル1000グロース指数、バリューストック指数はラッセル1000バリューストック指数
 ※予想PERは今後12カ月の予想EPS（1株当たり利益）より算出
 （出所）ブルームバーグより大和アセット作成

予想PERと実質金利

(倍) (2015年1月初～2022年5月24日) (%)



※グロース指数はラッセル1000グロース指数、バリューストック指数はラッセル1000バリューストック指数
 ※予想PERは今後12カ月の予想EPS（1株当たり利益）より算出
 ※実質金利は10年物物価連動国債利回り
 （出所）ブルームバーグより大和アセット作成

長期的には米国株の強さは維持されよう

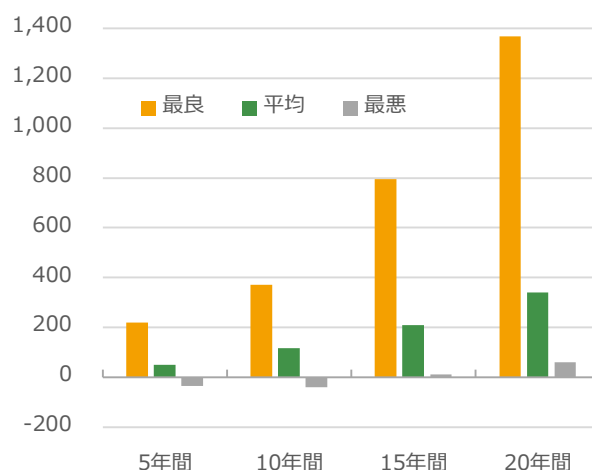
▼少なくとも過去は米国株の長期保有は良い投資だった

1950年以降のデータでS&P500の期間別の騰落率（配当収益は含まず）を算出すると、期間が15年以上であれば最も悪いタイミングであっても騰落率がプラスになっています。米国株は長期的に保有すれば十分報われた市場だったといえます。

もちろん日本株が1990年以降、長期低迷に陥ったように、米国株も将来は分かりませんが、経済成長のベースである人口動態などを考慮すれば、長期的に少なくとも先進国内では、米国株は相対的に優位なポジションにあると思われます。

■ S&P500の期間別パフォーマンス

(%) (1950年1月～2022年4月の月次データより算出)



※各期間のパフォーマンスを計算可能な各月ごとに計測

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

▼アニマル・スピリットが株式市場の新陳代謝をもたらし株価上昇要因に

米国株式市場の特質は、新しい企業が急成長を遂げ、巨大企業になる可能性があり、それが株式市場や延いては経済全体の活性化につながっていることでしょう。

右表は米国と日本の時価総額上位企業の法人登記年を比較したのですが、ほぼ古い順に日本企業→米国企業となっています。一応、NTTがアップルよりも新しいことになっていますが、電電公社時代を含めなければの注釈付きです。

起業家や企業人のアニマル・スピリット（野心的意欲）が失われぬ限り、米国株式市場の長期的な強さは維持されると予想しています。

■ 米国・日本主要企業の法人登記年

指数・企業名	法人登記年	指数・企業名	法人登記年
S&P500平均値	1986年	TOPIX500平均値	1957年
アップル	1977年	トヨタ	1937年
マイクロソフト	1993年	ソニーグループ	1946年
アルファベット	2015年	NTT	1985年
(グーグル)	1998年	キーエンス	1974年
アマゾン	1996年	KDDI	1984年
テスラ	2003年		

※米国・日本各指数の時価総額上位5銘柄

※アルファベットはグーグルの持ち株会社として新たに設立された

※NTTは民営化した時点

(出所) ブルームバーグ、QUICKより大和アセット作成

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から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。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。