

流動性相場で株価上昇は本当か 目先調整リスクが高まる米国株式相場

市場調査部シニアエコノミスト

武内浩二

03-3591-1244

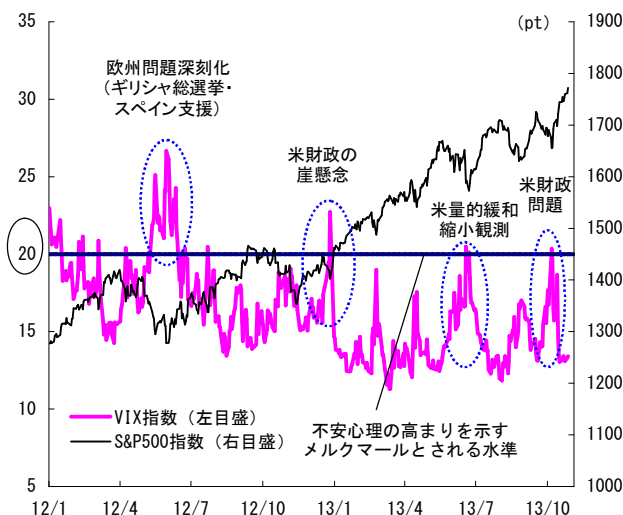
koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp

- Q E 3 の縮小時期の先送り観測などを受けてダウ平均は再び史上最高値を更新しているが、流動性相場で株価の上昇が続くといった見方には懐疑的である。
- 企業業績は増益傾向が続いているが、改善のモメンタムは鈍化しており、目先は景気下振れと共に見通しの下方修正が意識され易いであろう。
- 米国株価は、景気や企業業績に対する警戒感から目先調整リスクが高まっているといえよう。バリエーション面からも一旦株価が頭打ちとなる可能性が示唆されている。

1. ダウ平均は再び史上最高値を更新

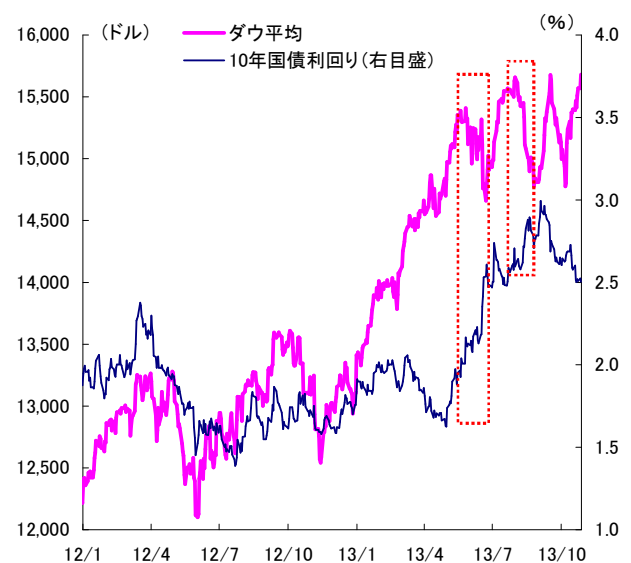
10月29日の米ダウ平均は前日比+110ドルの15,680ドルまで上昇し、約1カ月半ぶりに史上最高値を更新した。S&P500は先週ダウ平均に先行して最高値を更新しており、足元米国株式市場の堅調さが目立っている。株価が再び上昇基調を強めたきっかけは、米財政問題の先送りによってテールリスクとして意識されていた米国債のデフォルトといった最悪の事態が回避されたことである。恐怖指数とも呼ばれ市場参加者の株式相場に対するリスク意識を示すVIX指数は、米財政問題への懸念から一時

図表1 S&P500指数と恐怖指数



(注) VIX指数はS&P500のオプション・インプライド・ボラティリティ指標。投資家の不安心理を示すといわれる。
(資料) Bloomberg

図表2 米国の株価と長期金利



(資料) Bloomberg

不安心理の高まりを示すメルクマールとされる20を上回ったが、足元は財政問題が強く意識される前の9月半ばの水準まで低下している（図表1）。

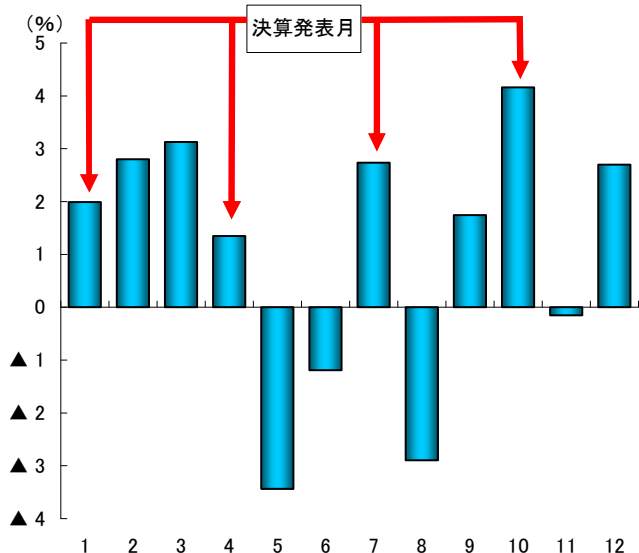
一方で、財政問題の決着にさらに時間を要する事態となったことなどを受けて、FRBによる量的緩和（QE3）の縮小時期が先延ばしされるといった観測が強まったことも株価の上昇要因となっている。金融緩和長期化による流動性相場を株価上昇の理由とする解説も散見され、実際、経済指標の下振れも金融緩和の長期化に繋がるため株価の上昇要因となっているという指摘もある。確かに金融緩和は株式相場にとってプラス材料であり、夏場以降は長期金利の上昇が株価の上値抑制要因となっただけに、金融緩和長期化観測によって長期金利が低下していることは株価の上昇に寄与していると考えられる（図表2）。ただし、これまでの株価上昇が流動性相場によるものであり、QE3の縮小時期が先延ばしされたことによって、QE3が続く限りは流動性相場の下で株価の上昇が続くといった見方には懐疑的にならざるを得ない。リーマンショック以降、投資家心理の改善という側面も踏まえれば量的緩和は株式相場の支援材料になってきたといえようが、QE1（2009年3月～2010年3月）の初期の段階を除けば、流動性相場が長期間継続してきたというよりも、実体経済や企業業績の改善を伴った相場上昇が続いてきたといえる。¹

今後の株価動向を考える上で金融政策の行方は重要なファクターの1つではあるが、より重要なのはやはり景気や企業業績の動向とバリュエーションをどうみるかということであろう。

2. 企業業績の改善は支援材料だが、改善のモメンタムは鈍化

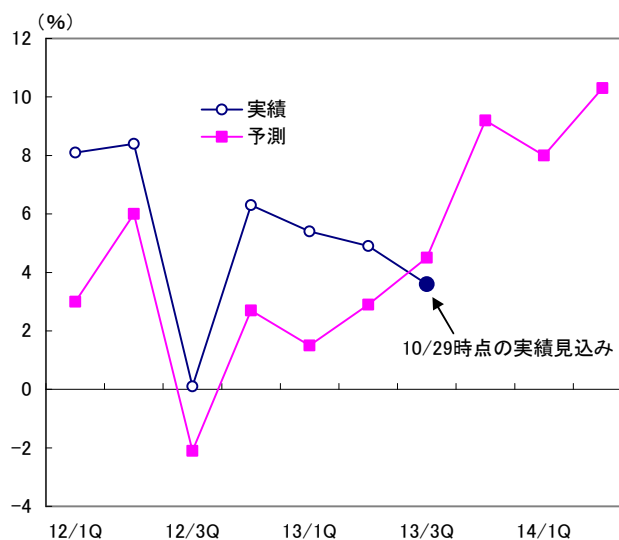
企業業績の改善基調が株価上昇の前提となっていることに異論はないであろう。S&P500採用企業のうち10月29日時点で約6割が2013年7～9月期の決算発表を終えているが、そのうち68.5%が事前の予想を上回るポジティブサプライズであり、株価の上昇に繋がっているといえよう。ここ数年の動きをみ

図表3 近年の米株月別騰落率



(注) 2009年～2013年9月までの月別平均騰落率
(資料) Bloomberg

図表4 S&P500 採用企業の四半期業績推移



(注) 2013年第3四半期までの予想は決算発表シーズン直前予想。
2013年第4四半期以降は直近(10/29時点)の予想。

(資料) Thomson Reuters

(月)

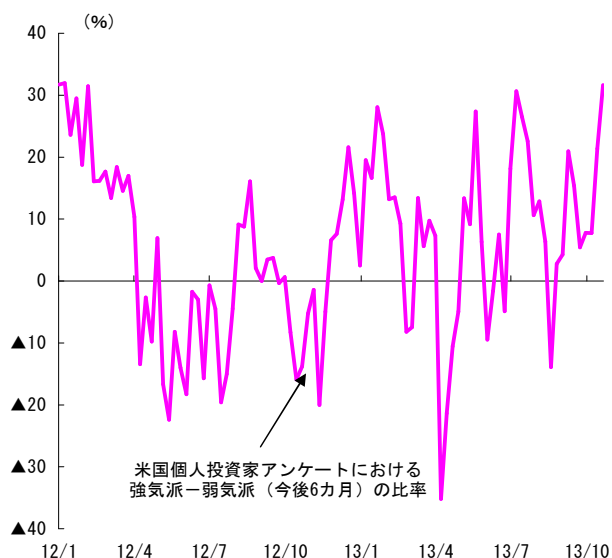
でも、決算発表月に株価が上昇し易い傾向がみてとれる（図表3）。ただし、2013年4～6月期までは決算発表前の増益率予想を実績が上回っていたのに対し、7～9月期は現状の実績見込みが事前予想以下にとどまっている。また、年初来の増益ペースは徐々に低下しており、企業収益の改善モメンタムが鈍ってきていることが示されている（図表4）。10～12月には増益率が2桁近い水準に改善することが予想されている。しかし、10～12月の景気は政府機関閉鎖の影響が下押し要因となるほか、財政問題への懸念からマインド面への悪影響も懸念されており、企業収益予想も下方修正される可能性が高いであろう。外需についても中国経済に持ち直しの兆しがみえるとはいえ、一例として大手建機メーカーの決算発表で今後の需要鈍化見通しが示されたように、新興国経済の減速は米国企業の収益にとっても懸念材料である。企業業績面からは目先は株価に下押し圧力がかかるリスクを意識しておく必要がある。

3. 中期的な上昇トレンドは維持される見込みだが、目先は調整リスク

米国株価は、景気や企業業績に対する警戒感から目先調整リスクが高まっているといえよう。7～9月期の企業決算の発表が一巡し、11月はファンド決算を控えており、年初来の上昇率が2割を超えている（S&P500指数）米国株は利益確定売りの対象となり易いという面もある。また、逆張り指標とされる個人投資家の米国株に対するセンチメントが足元大きく上昇していることも、目先の調整リスクを示している（図表5）。

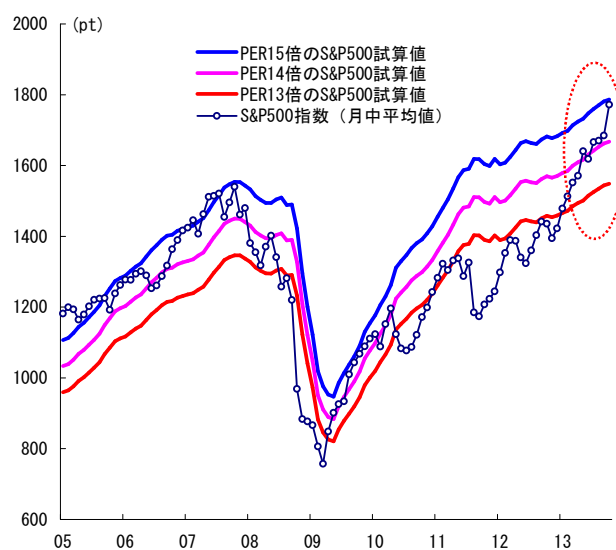
バリュエーション面からも一旦株価が頭打ちとなる可能性が示唆されている。過去のS&P500指数の12カ月先予想PERの推移をみると、リーマンショック以前は14倍～15倍程度での推移が続いていた（図表6）。リーマンショック後は、米国の成長鈍化懸念やニューノーマルなどと呼ばれる株式から債券へのシフトを受けて割安に放置され、概ね13倍を天井とした推移が続いた。2012年後半以降は、予

図表5 投資家センチメント



（資料）The American Association of Individual Investors

図表6 S&P500と予想PERの水準による同試算値



（注）2013年10月のS&P500指数は10月29日の実績値。

（資料）Datastream

想PERの上昇が続き、現状はリーマンショック以前の水準に回帰している。こうした予想PERの上昇を受けて、QE3による流動性相場といった指摘もあるが、むしろ量的緩和を解除できるような状況、すなわち米国経済の正常化への期待が、リスク資産である株式投資を促し、バリュエーションが先行して従来水準に回帰したと捉えるべきであろう。中期的には景気回復と企業業績の改善によって米国株価は上昇トレンドを続ける見込みだが、バリュエーションの調整が一巡したことで、今後の上昇ペースは鈍化する可能性が高いとみている。足元は予想PERが15倍に近い水準まで上昇しており、バリュエーション面からは一旦株価がスピード調整してもおかしくない状況となっている。

¹ 武内浩二 「QE3 縮小と日米の株価の行方」(みずほ総合研究所 『みずほインサイト』 2013年8月23日)