

# 米国株は本格調整入りするのか 長期金利の上昇スピードがカギに

市場調査部主任エコノミスト

大塚理恵子

03-3591-1420

rieko.otsuka@mizuho-ri.co.jp

- 予想 P E R が 2002 年 以 来 の 割 高 感 を 示 唆 し て い た 米 国 株 が 長 期 金 利 の 上 昇 を き っ け に 下 落 。 債 券 対 比 で 見 た 割 安 感 の 後 退 が バ リ ュ エ ー シ ョ ン の 調 整 を 誘 発 し た
- 直 近 の 下 落 で 予 想 P E R は 17 倍 台 前 半 に 低 下 し た も の の 、 依 然 歴 史 的 に は 高 い 水 準 。 た だ し 、 ス ピ ー ド の 速 い 長 期 金 利 上 昇 継 続 は 見 込 み づ ら く 、 早 晩 株 価 も 落 ち 着 き を 取 り 戻 す の が メ イ ン シ ナ リ オ
- 過 度 な 株 価 の 割 高 感 や 投 資 家 の 強 気 姿 勢 の 偏 り が ス ピ ー ド 調 整 を 挟 む こ と で 将 来 的 な 大 幅 な 調 整 の 可 能 性 を 軽 減 。 堅 調 な 米 景 気 を 背 景 と し た 緩 や か な 長 期 金 利 は 株 価 上 昇 と 併 存 可 能

## 1. 長期金利の上昇を嫌気し急落した米国株

2月2日に発表された1月の雇用統計において賃金の伸びの加速（前年同月比+2.9%）が確認されたことをきっかけに米10年国債利回りが2.8%を上抜け約4年ぶりの水準に上昇すると、株価は下落基調に転じ、連日大幅に下落する展開となっている。ダウ平均株価やS&P500指数、NASDAQ総合指数等の主要株価指数は2月2日と2月5日の2営業日で軒並み6~7%下落し（ダウ平均株価：▲7.0%、S&P500指数：▲6.1%、NASDAQ総合指数：▲5.7%）、直近そろって最高値を更新した1月26日の終値対比では7~8%下落した（ダウ平均株価：▲8.5%、S&P500指数：▲7.8%、NASDAQ総合指数：▲7.2%）。また、S&P500指数のボラティリティ指数で投資家の不安心理の高まりを示すとも言われるVIX指数は、一時2015年8月以来となる39近くまで上昇した。本格的な調整局面入りへの警戒感も高まる中で、米国株を取り巻く環境を整理するとともに今後の見通しを考えてみることにしたい。

## 2. 割高感のある株価を許容していた低金利環境

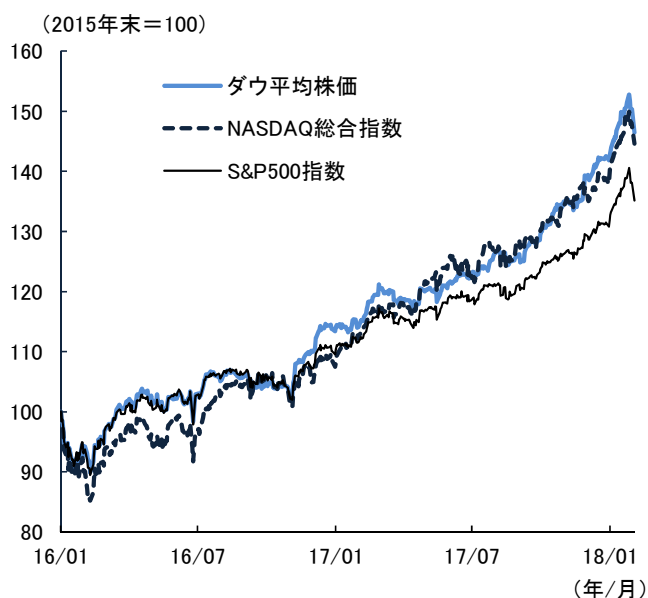
米国株式相場は、振り返ってみると、トランプ氏が勝利した大統領選挙の2016年11月以降、小幅に下落する場面は挟んだもののほぼ一直線で上昇してきた（次頁図表1）。上昇をけん引してきたのは米国を含む世界経済の回復を背景に改善基調を強めた企業業績であるが、S&P500指数の12カ月先予想EPS（1株当たり利益）が2016年末の132ドルから2017年末に145ドルまで約+10%上昇したのに対し、S&P500指数は+20%近く上昇しており、企業業績の改善ペース以上に株価は上昇した。これにより12カ月先予想PER（株価収益率）は、17.2倍から18.5倍まで上昇し、その水準は2002年5月以来となっていた。2018年に入ると、企業決算の発表とともに2017年末に成立した法人減税の押し上げ効果を予想EPSに急速に織り込み始め、EPSの上方修正に沿って株価は上昇した。減税法案成立前のS&P500指数の12カ月先予想EPSが144ドルから、直近は153ドルと8%も上方修正されている。S&P500指数の年初来騰落率が足元の急落前の高値まで

に+7%超であったことに鑑みると、2018年の株価上昇は企業業績の予想の上方修正に沿ったものであったことが分かる。一方でS&P500指数の12カ月先予想P E Rは上昇すらしなかったものの、18.5倍で高止まりをした状況であった。

S&P500指数の予想P E Rは、1985年からの長期平均は14~15倍であり、18倍台半ばという水準は割高感がある。また、日本やドイツの主要株価指数の予想P E Rが15倍前後であるのと比較しても割高と言える。歴史的、またグローバルに比較しても割高感を示唆していた予想P E Rが許容されていた背景には、緩和的な金融政策の下での長期金利の低位推移が挙げられる。債券と株式の相対的な割高感・割安感を示すイールドスプレッドについてS&P500指数の予想P E Rが同水準であった2002年5月時点と現在を比較してみると、株式の割高感は高くないことが分かる(図表2)。今回、長期金利の上昇に株価が下落して反応したのも、この債券対比の株式の割安感の後退及び今後一段と後退するのではないかという懸念に伴うバリュエーションの調整と捉えられる。

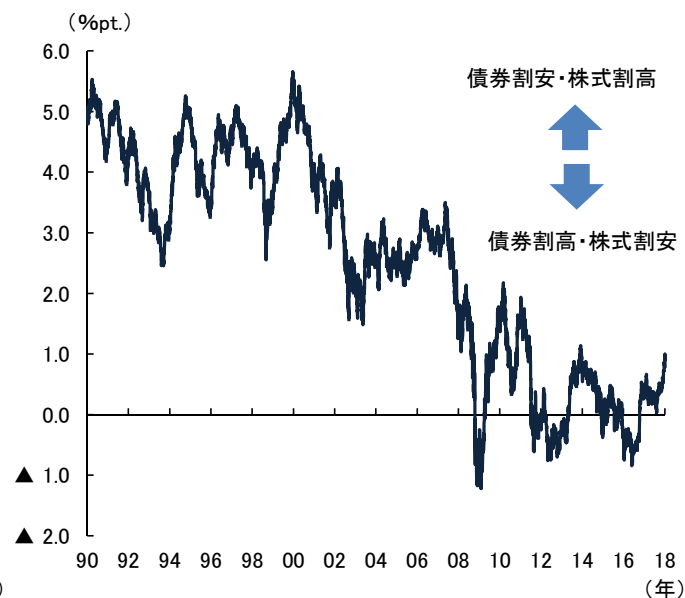
本来、株価と金利は正の相関が見られ、景気拡大局面では、投資家のリスク選好が高まり株高・債券安(金利上昇)の動き、反対に景気後退局面では、投資家がリスク回避的な姿勢となり株安・債券高(金利低下)の動きが見られる。景気拡大局面における株価上昇は、企業業績、つまり株価の構成要素のうち、E P Sの改善に起因した株価上昇である。一方でP E Rと金利の関係は、1985年以降の米国の10年国債利回りとS&P500指数のP E Rの関係を見ても、概ね逆相関の関係がある(次頁図表3)。この関係は、株式益利回りがP E Rの逆数であることから、債券と株式の投資価値判断の理論とも整合的である。こうした関係を踏まえて考えると、景気拡大とともに緩やかな金利上昇・株高という経路ではなく、ショック的に長期金利が急上昇した場合、P E Rの低下を通じた株価の調整が起こり得る。今回、税制改革法案が成立した2017年12月下旬以降に米10年国債利回りは上昇基調を強め、約1カ月半で+0.4%pt. という速いスピード

図表1 米主要株価指数の推移



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表2 イールドスプレッドの推移



(注) イールドスプレッドは米10年国債利回りからS&P500指数の配当利回りを引いたもの。  
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

で上昇し、更なる金利上昇への警戒感が高まる中でP E Rの調整を誘発したと考えられる。

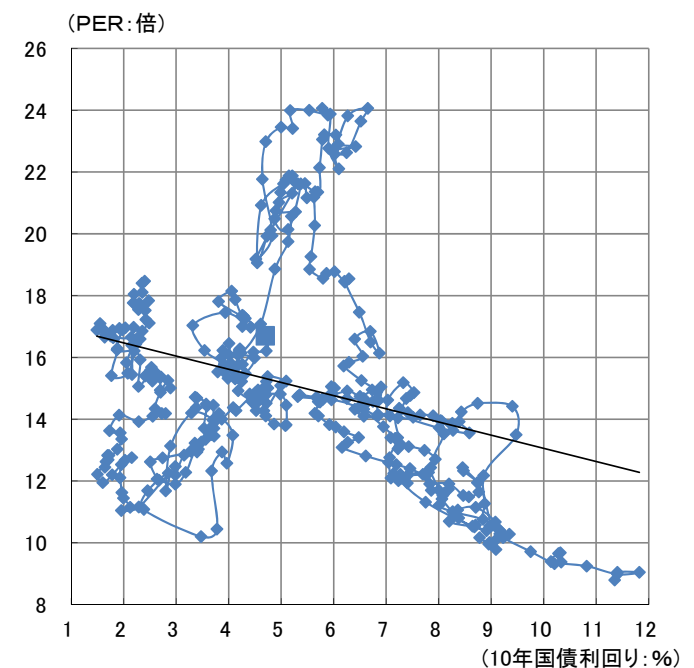
### 3. 早晚金利上昇のスピード一服とともに株価下落も一服する展開がメインシナリオ

直近2営業日の株価の大幅下落によりS&P500指数の12カ月先予想P E Rは17.3倍程度まで低下したと見られる。上述の通り、長期的な平均である約15倍と比較すると依然高い水準であり、仮にこの水準までP E Rが調整すると、株価は更に14%近く下押しされることとなる。しかし、この水準までP E Rが低下する可能性は低いと見ている。なぜなら、長期金利の上昇がそこまでのバリュエーション調整を促す前に一服すると考えられるからである。P E Rの金利感応度は、F R Bが非伝統的な金融政策であるQ E（量的緩和）を開始してから低下しているが<sup>1</sup>、仮に金利感応度が高かった時期の関係から試算してもP E Rを3.5倍低下させるには、短期的に+3%pt.程度の大幅な10年国債利回りの上昇が起こる必要がある。しかし、米国の物価や物価を踏まえたF R Bによる利上げペース（現在債券市場においては2018年に2~3回程度の利上げが織り込まれつつある）が長期金利を+3%pt.も押し上げる程大幅に上振れるシナリオは見込みづらい。

一方で短期的に長期金利の上昇モメンタムが強まっている中で上昇幅が3%pt.には至らずも、米10年国債利回りが3%台に乗せる場面を想定した場合、12カ月先予想P E Rは17倍を下回る程度まで低下し、株価は現在の水準からさらに2~3%調整するだろう。直近高値からは10%超の下落となるが、その水準程度で留まり、早晚、長期金利の上昇のスピードが一服するとともに株価も落ち着きを取り戻すシナリオがメインシナリオであると見ている。実際、2月5日には一旦10年国債利回りは2.86%まで上昇した後、株安によるリスク回避から債券が買い戻され、2.7%台に利回りは低下している。今回の米国株の調整局面では、スピードの速い金利上昇を除き、改善基調を強める米国景気や企業業績<sup>2</sup>といった米国株を取り巻く環境に変化はない。

また、12カ月先予想P E Rが17倍という水準は、長期平均から見ると依然高いものの、F R Bがバランスシートが拡大し切った2014年11月以降の直近約3年の平均に当たる。縮小を始めたといっても、Q Eのストック効果もあり、依然長期金利が低位で抑えられている中、現実的には長期平均に比べると高めのP E R16~17倍程度が許容される環境は当面続くと考えられる。今後も堅調な米国景気を背景に長期金利は上昇基調を辿ると見られるが、景気拡大に伴う緩やかな金利上昇であれば、企業業績の改善、つまりE P Sの上昇が伴ってくるため、急激なバリュエーションの調整は避けられる。寧ろ、

図表3 米10年国債利回りとS&P500指数の12カ月先予想P E Rの関係



(資料) Bloomberg、Datastreamより、みずほ総合研究所作成

過度なバリュエーション面での割高感や投資家の強気姿勢への偏り<sup>3</sup>にスピード調整を挟むことで、将来的な大幅な調整の可能性を軽減させる。目先金利の動向に神経質に株価は反応しボラティリティの大きい推移が続き易いと想定されるが、1～3月期の企業業績への期待が高まり易い春先にかけて、再び株価は緩やかな上昇基調に復すだろう。

---

<sup>1</sup> 詳細については、調査本部 市場調査部（2017）「米再投資政策見直しと金融市場～金利急上昇による株式バリュエーション調整に警戒」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2017年6月16日）をご参照

<sup>2</sup> S&P500 指数採用企業の2018年の予想EPSは+18%超の増益が予想されている

<sup>3</sup> Investors Intelligence による機関投資家向けのアンケート調査によれば、2018年に入り米国株に対して強気派の占める割合は、1986年以来の水準まで上昇していた

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的とした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各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。