

# 米国株を巡る目先の波乱要素

## 注目を集める中間選挙と長期金利の動向

市場調査部主任エコノミスト

大塚理恵子

03-3591-1420

rieiko.otsuka@mizuho-ri.co.jp

- 夏場にかけて力強い改善が確認された米国経済と企業業績を背景に、米国株は選好され、1人勝ちの様相を強めた。今後もこうした傾向は続き易いが、波乱材料となり得る論点も残存している
- 目先の注目イベントである中間選挙は、アノマリーでは株価は選挙後に上昇するが、2010年の中間選挙で下院において多数政党が入れ替わり翌年株価急落を経験したケースは今回にも示唆がある
- 足元の米長期金利の上昇を受けて株式の債券対比の割安感度は2月の株価急落した際の水準まで後退している中、長期金利を通じた株式への影響、特にハイテク関連の株式への影響が気掛かりである

### 1. 夏場にかけて一人勝ちの様相を強めた米国株

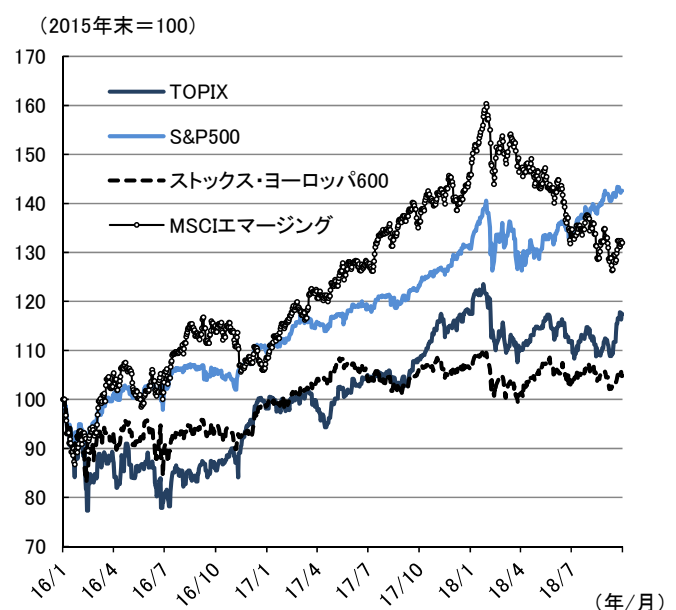
米国株の堅調さが再び目立ってきた。2018年の主要地域の株価指数の推移を見てみると、年初に一樣に調整局面は挟んでいるが、その後の動きは、S&P500指数（米国）の回復が鮮明である一方、MSCIエマージング（新興国）は下落基調を強め、TOPIX（日本）とストックス・ヨーロッパ600（欧州）はやや持ち直してきてはいるものの上値の重い推移となっている（図表1）。S&P500指数の年初来騰落率は、9月28日時点で+9.0%とストックス・

ヨーロッパ600の▲1.5%、TOPIXの▲0.0%等と比較するとパフォーマンスが優位である。

S&P500指数・NASDAQ総合指数は8月後半に軒並み最高値を更新し、出遅れていたダウ平均株価も9月に最高値を更新している。トムソン・ロイターの機関投資家向けのアンケートによると、株式の地域別の配分について、2018年5月以降、ユーロ圏やアジアを引き下げる一方で北米を引き上げる結果が出ており、ETF市場の資金フローも、米国株式のETFへの資金流入が増加している。一方でその他の地域への資金流入は限定されており、米国のみならず他の地域も含めた株式のETFに資金が流入していた2017年からは大きく変化している（次頁図表2）。

米国株が投資家に選好される背景には、夏場に

図表1 主要株価指数の推移



かけて米国経済・企業業績の力強い改善が確認されたことがある。4～6月期の米国の実質GDP成長率は、年率+4.2%と1～3月期の+2.2%から加速し、高い伸びになった。また、こうした良好な景気の下、S&P500指数採用企業の4～6月期のEPS（1株当たり利益）の増益率（前年比）は、+25%近い力強い改善が確認された。PERやPBRといったバリュエーション面の指標で米国株の相対的な割安感がある訳ではないが、堅調な景気と企業業績を受けて資金が流入していると考えられる。先行きについても、ペースは鈍化するものの景気・企業業績ともに改善基調が続く公算が大きいことから、相対的に米国株に資金が流入する状況は続き易いとしている。この様なメインシナリオを持ちつつも、今後半年程度の期間で米国株の波乱材料となり得る論点は残存している。実際、一旦材料が出尽くしつつある米国と各国・地域の貿易協議や今年3回目の利上げを決定しサプライズに乏しかった9月のFOMCを消化し、金融市場の注目は11月6日に予定される中間選挙に移りつつある。

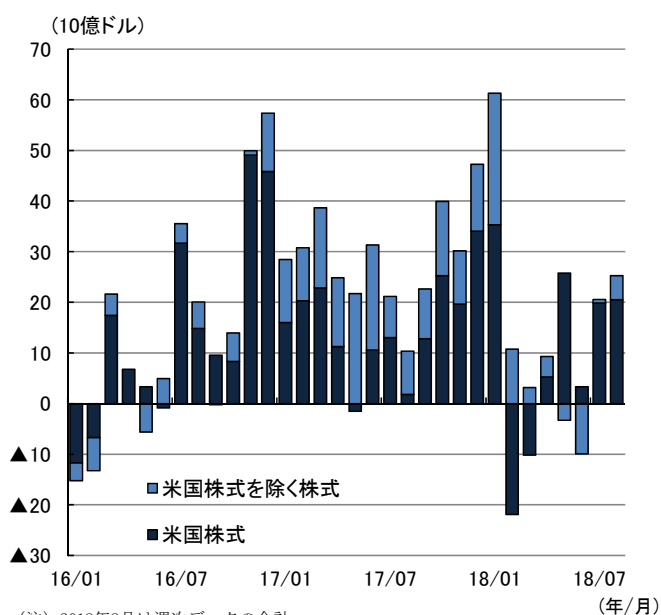
## 2. 注目を集める中間選挙と長期金利の動向

### (1) 2010年の中間選挙の示唆等も考えると中長期的には共和党多数政党維持が心地良い結果か

中間選挙に係るアノマリーによれば、選挙前までは上値が重く、その後は上昇する傾向がある（図表3）。政治的な不透明感の後退に加え、2年後の大統領選挙に向けて政策遂行への注力が期待されること等が株価の押し上げに寄与している可能性が考えられる。

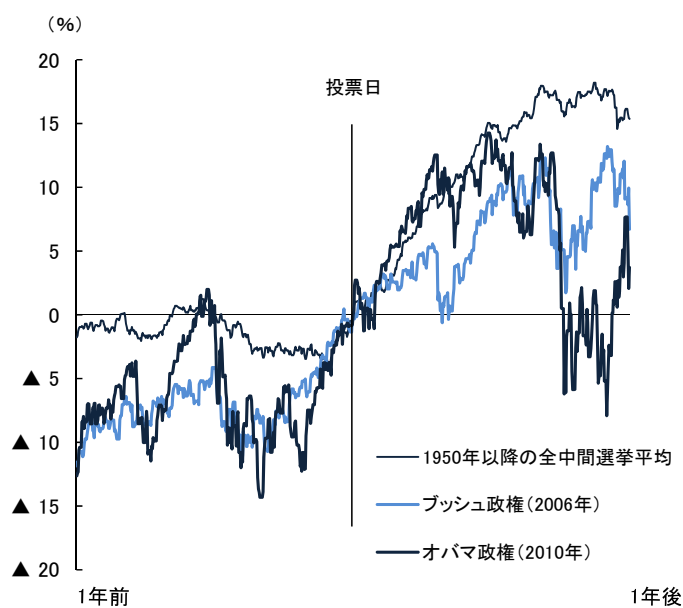
今回の中間選挙については、予備選がほぼ終了しているが、議会上院・下院ともに大統領と同一政党である共和党が多数党を占めている現在の構成から、改選議席数の多い下院において多数政党が民主党に入れ替わる可能性が相応にあるとの見方が浮上している。1950年以降、大統領及び上院・下院の多数政党ともに同一政党であった状況から一致が崩れた中間選挙は2回あった。2006年の共和党ブッシュ政権時と2010年の民主党オバマ政権時である。2006年は上下両院ともに多数政党が共和党か

図表2 ETFの資金流出入



(注) 2018年8月は週次データの合計。  
(資料) I C I より、みずほ総合研究所作成

図表3 米中間選挙前後1年の株価



(注) 中間選挙投票日を基準としたS&P500指数の前後の変化。  
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

ら民主党に入れ替わり、2010年は下院において多数政党が民主党から共和党に入れ替わった。この2回においては、前述のアノマリーとはやや異なり、中間選挙後1年以内に株価の大幅な調整局面を挟んだ。2007年はリーマン・ショックの前兆ともなるサブプライム・ローンへの懸念の高まりとパリバ・ショック、2011年は米国債の格下げをきっかけとした株価急落を経験した。未曾有の金融危機とも言えるリーマン・ショックは特殊要因の色彩が強いものの、米国債の格下げについては、政府債務の上限額の引き上げを巡る政権と議会の対立激化を経て合意した財政健全化計画が不十分と判断され格下げに至った。格付け会社からは米政権の議会との溝を埋める政策遂行能力の低さについても指摘されており、中間選挙によって議会がねじれた結果がこうした株価調整の一因となった側面があると捉えられるだろう。

今回の中間選挙が株式市場に与える影響を考える上で、トランプ米大統領が就任以来、注力してきた政策とそれに対する株式市場の反応を振り返ってみると、減税と保護主義的な通商政策と大きく2点挙げられる政策に対する株式市場の反応は正反対であった。減税については企業業績の押し上げ期待を高めてきた一方で通商政策については世界的な貿易摩擦激化に伴うサプライチェーンへの悪影響等が懸念されてきた。

株価の重荷となってきた通商政策については、中間選挙を約1カ月後に控えた現時点において、トランプ米大統領は強硬的な姿勢は崩しておらず中国との軋轢は増している他、日本やEUとも協議中であり、決着が見通せていない事項が多くある。共和党が上下両院ともに多数を占める現在の状況が変化しなければ、中間選挙後もトランプ米大統領の姿勢が大きく変化することは見込みづらい。しかし、観測が高まりつつあるシナリオのように、下院の多数政党が民主党に入れ替わったとしても、民主党は従来共和党以上に通商政策における保護主義色が強いこと、議会を通す必要のある国内の政策が停滞し易いために対外的な政策に一層力点を置く可能性があること等を考えると、現在の強硬姿勢が軟化するきっかけにはなりにくいだろう。

もう1つの目玉政策であった減税については、上下両院ともに共和党が多数政党を維持すれば、更なる減税策をトランプ政権が打ち出した場合、実現する公算が大きくなるだろう。また、財政面において、来年にかけては政府の債務上限の引き上げ期限を迎える他、2020会計年度以降の予算審議を控えており、議会において民主党が台頭していれば、前述の国債格下げに伴う株価急落を経験した2011年のオバマ政権のように、トランプ政権は難局を強いられる可能性もある。こうしたことを勘案すると、上下両院ともに共和党が多数を占める結果が中長期的には株式市場にとっては心地良い結果であると考えられる。一方で中間選挙の結果が世界経済に大きな打撃を与え得る通商政策の出方にどのように影響するのかは、見方が別れる点でもあり、中間選挙の結果を受けた短期的な株式市場への影響は読みづらい。

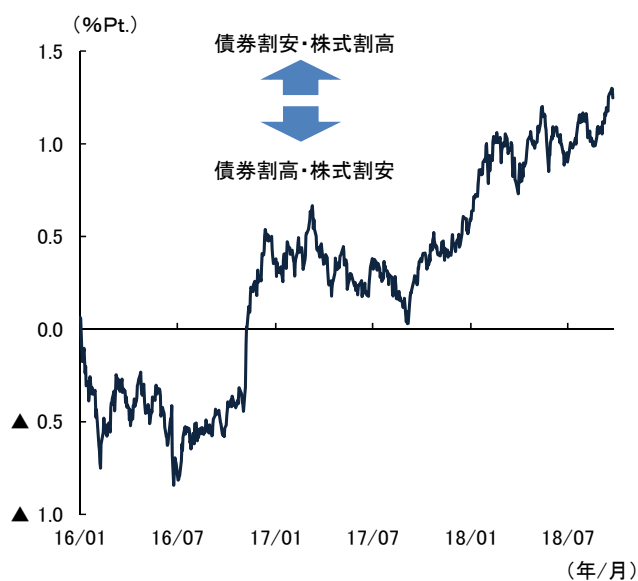
## **(2) 再び後退しつつある債券対比での株式の割安感**

中間選挙の結果が直接的に株式市場に与える影響もさることながら、長期金利を通じた株式への影響も気掛かりな点である。8月後半以降、堅調な景気の下、賃金や物価の伸びにやや加速感が見られていること、米中の貿易摩擦激化への懸念が一旦後退していること等を背景に米長期金利が上昇基調に転じており、10年国債利回りは3%を上回って推移している。足元の長期金利の上昇を背景に、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は、2018年2月に賃金の伸びの加速を

きっかけに長期金利が急上昇・株価が急落した際の水準を上回って株式の債券対比の割安感の後退を示唆している（次頁図表 4）。企業業績対比で株価のバリュエーション面の評価を表す P E R（株価収益率）については、S&P500 指数の予想 P E R（12 カ月先）を見てみると、2 月の急落直前に 18 倍台後半まで上昇していたのに対し 17 倍弱に現時点でも留まってはいる。しかし、追加関税による物価の押し上げ圧力も懸念される中、一段と財政拡張的な政策が打ち出されたり追加関税が賦課され長期金利の上昇ペースが速まると、株価を下押しする可能性があるだろう。

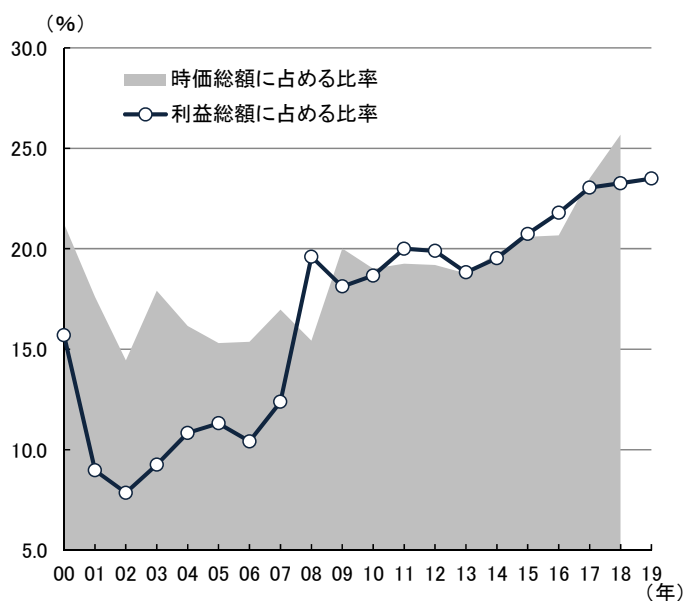
特に成長期待から比較的高めの P E R が許容されているハイテク株への影響が懸念される。S&P500 指数のうち、ハイテク株が多く属する情報技術業種<sup>1</sup>は年初来の騰落率が +20% 近く、指数全体の +8% 程度を大きく上回る他、10 業種のうち最もパフォーマンスが良い。一方で今年に入ってからの上昇は、今後見込まれる当該業種の利益の伸びに対してスピードの速さも確認できる。図表 5 は、情報技術業種が S&P500 全体の時価総額に占める割合と利益総額のに占める割合の推移である。I T バブル期であった 2000 年頃は利益総額に占める割合に対して大きく時価総額が占める割合が上回っているのが、2000 年代にかけて徐々にその乖離は縮まり、2010 年代は 2017 年にかけて概ね利益に占める割合と時価総額に占める割合は一致している。しかし、2018 年に入ってからの上昇によって 9 月 21 日時点の時価総額に占める割合は、予想される 2018 年の利益において占める割合を上抜いている。まだその差は大きくは広がっておらず、2.5%pt. 程度に留まっているため、調整したとしても小幅であるが、仮に利益の予想が上方修正されず維持されたまま株価が一段と上昇した場合、調整幅が大きくなる可能性がある。長期金利の上昇ペースの加速がこうした調整のきっかけになる展開には留意が必要だろう。

図表 4 S&P500 指数のイールドスプレッド



(注) 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

図表 5 S&P500 指数情報技術業種の  
時価総額と利益総額のウェイト



(注) 時価総額に占める比率は、各年末時点で、2018年は9月21日時点。利益総額に占める比率の2018年、2019年は9月1日時点の市場予想より算出。  
(資料) Bloomberg、Datastreamより、みずほ総合研究所作成

---

<sup>1</sup> S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、2018年9月24日に世界産業分類基準（GICS）の見直しに伴い、電気通信サービスを通信サービスに変更し、情報技術に分類されていた一部IT銘柄を通信サービスに分類し直した。本稿で使用する情報技術業種に関連するデータについては、GICS見直し前のものである。

●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。