

米国株式市場の急落を受けて

10月10日に続いて24日も米国株式市場は大幅に下落しました。長期金利の上昇や貿易摩擦を背景とした景気や企業収益に対する不安の高まりが根本的な原因だと考えられています。今回の急落の背景や今後の相場を読む際に考えるべきポイントを改めて整理してみました。

「不都合な真実」を直視し始めた市場

24日の米国株式市場ではNYダウなど主要3指数がそろって大幅続落しました(図表1)。10月を通して相場が下げ続けた原因は、長期金利の上昇や貿易摩擦を背景とした景気や企業収益に対する不安の高まりに加えて、サウジアラビアやイタリアの政治リスク、中国経済の減速など様々な悪材料が重なったことと考えています。今回の急落を2月の急落と比較すると、長期金利の急激な上昇が株価の下落につながったことは類似していますが、2月の株価下落は経済活動の拡大局面で発生した一方、今回は景気にピークアウトの兆しが見え始めたタイミングで発生していることが相違点です。この文脈からは今回の方が株価の戻りに時間がかかると考えられそうです。

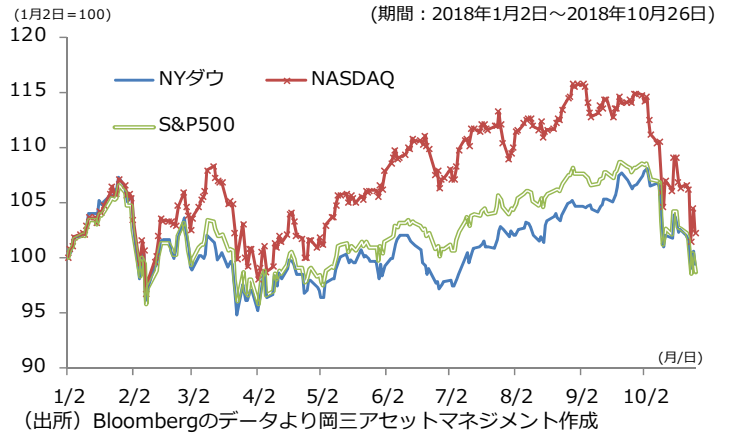
2019年には減税効果が一巡し、関税の引上げやそれまでの利上げが景気を悪化させ、企業の増益率も1-3月以降に急減速することは予め想定されていました。しかし、市場はこれまで「米国一強」をはやしこのような「不都合な真実」からあえて目をそらしてきました。今回の急落劇は、市場参加者が収益下方修正やマージン悪化などの悪材料に接し「不都合な真実」を直視せざるを得なくなった結果だと認識しています。

また、金利サイクルからは米国経済が過熱局面入りし、投資家が株式から短期金融商品へ乗り換える動きが広がると予想され、今後の株式市場はこれまでより不安定化すると考えています(図表2)。実際、3カ月財務省短期証券の利回り2.26%はS&P500の配当利回りの1.98%を上回っています。

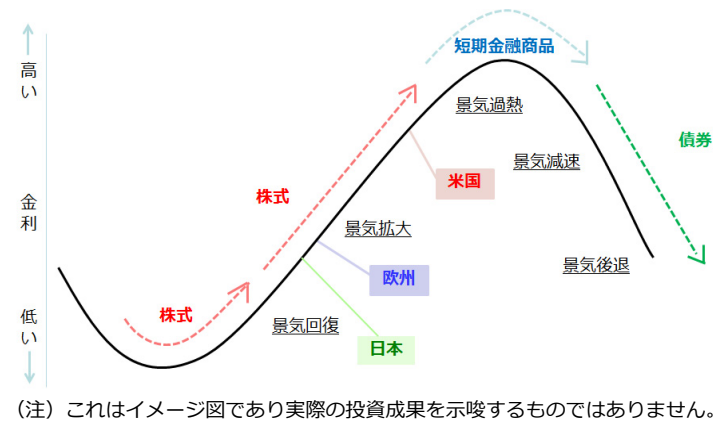
ストラテジストへの問い

大方の市場参加者は2020年前後に長短金利が逆転し、米国経済が景気後退期に入り、米国株式が大幅調整に向かうシナリオを描いています(図表3,4)。この局面でよく耳にするのは「景気後退前にもう一相場

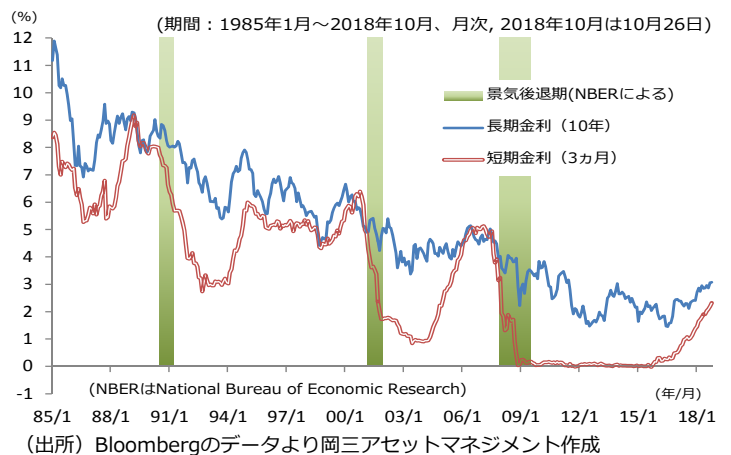
図表1 株式市場の動き



図表2 金利サイクルと資産配分のイメージ

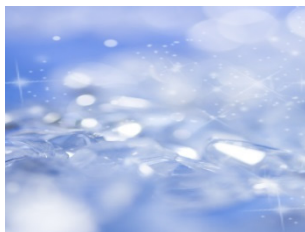


図表3 米国の長短金利と景気後退



＜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あたっては、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。



あるのか？それとも景気後退に向けて下落が続くのか？」という問いです。この問いに対しては「大相場は来ないが、もう一相場ある」と答えています。当面、鍵を握るのは企業収益に対する市場の解釈と長期金利の動向だと考えています。

企業収益と長期金利の動きが鍵に

S&P500の一株当たり利益（EPS）成長率は10-12月期まで20%を超えますが、減税効果が一巡する来年1-3月期以降は10%台に急減速することが予想されています（図表5）。株式市場の動向は市場がこれらの数字をどう解釈するかによって左右されると考えています。市場が「20%台から10%台に減速する」と判断すれば株価の上値は重くなると思われます。しかし、市場はむしろ「減速しても10%台で成長する」と肯定的に解釈し、株価は、短期的に神経質に推移しても、早晚堅調な地合いに戻っていくと予想しています。

米国の長期金利については、当面現状維持もしくは緩やかに上昇するシナリオを描いています。これは市場参加者が米国経済が貿易紛争の悪影響を乗り越え堅調に推移すると判断するシナリオです。貿易摩擦によって過度に悲観に振れた企業の成長見通しが妥当な水準に戻り、株式市場が3.1%を上回る長期金利に慣れるにはある程度の時間が必要ですが、その後は安定した経済活動を背景に株式市場は戻りを試す展開に移行すると考えています。

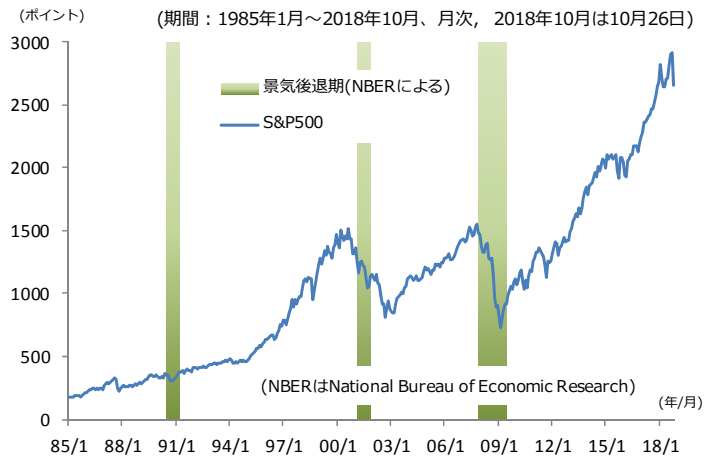
米国株式市場の長期見通し

今回の急落の原因の一つとなったサウジアラビア情勢については、厳しい経済制裁が課され、皇太子が失脚し、欧米諸国からサウジへの武器輸出がストップするほか、原油価格が急騰し、中東全域がロシアの勢力下に入るような結末は誰も望んでいません。これが正しい結末かどうかのコメントは控えますが、世界が大きな混乱に陥ることなく幕引きが図られると考えています。イタリアについても、イタリア国債市場が再度急落することによってイタリア政府が姿勢を改め、EUに歩み寄るシナリオを描いています。中国経済についても、これまでの景気刺激策の効果が来年以降に顕在化し、来年早々にも成長率に底打ちの兆しが見え始めると考えています。

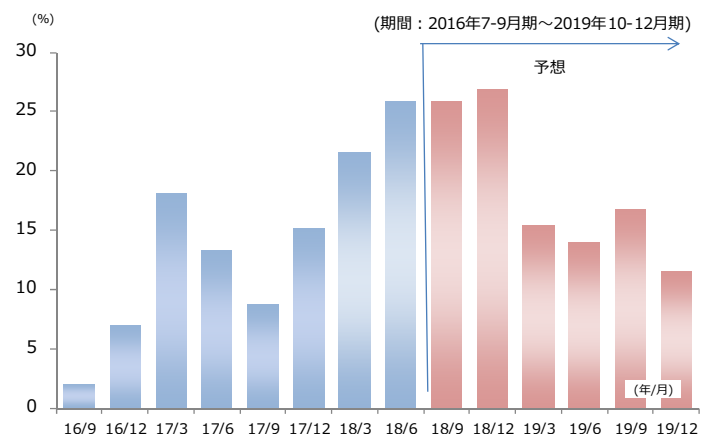
過去の大統領選サイクルを振り返ると、4年サイクルのなかで中間選挙の翌年に株価は最も上昇しました。また、過去において米国株式は景気後退に陥る前まで上昇し続けたことから、来年にかけて「もう一相場」と期待しています（図表4）。しかし、この「相場」は2017年まで続いた長く安定した上昇相場というよりも不安定な上下動を伴う上昇相場になると考えています。また、株価の上昇率については、株価収益率（PER）の拡大は望めず、1年間でEPS成長率（10%）程度になると考えられます（*）。

（*）株価の上昇は、企業収益の成長または株価収益率（PER）の上昇によりもたらされると考えられています。以上（作成：投資情報部）

図表4 S&P500と景気後退期



図表5 S&P500の一株当たり利益成長率（前年比）



（図表4-5の出所） Bloomberg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、各ファンドの分配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3.78%(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1.991088%(税抜1.8436%)程度

※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0.01296%(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。

<本資料に関するお問い合わせ先>

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)