

米国株式：強気相場の寿命

今年の米国株式市場では昨年3月に始まった上昇相場の「持続性」が大きな争点になると考えています。その際の鍵の1つが現在の上昇相場が「2009年3月に始まった強気相場の終盤戦」なのか「コロナ禍でリセットされた新たな強気相場の初期段階」なのかという点です。バリュエーション面では終盤戦と判断されますが、金利、企業の財務レバレッジ、企業景況感、インフレ環境からは2009年末に似た初期段階にあると考えられそうです。

上昇相場の「持続性」が争点に

今年の米国株式市場では昨年3月に始まった上昇相場の「持続性」が大きな争点になると考えています。その際の鍵の1つが現在の上昇相場が「2009年3月に始まった強気相場の終盤戦」なのか「コロナ禍でリセットされた新たな強気相場の初期段階」なのかという点です（図表1）。これまで米国経済が景気後退入りすると株式市場は数年にわたって調整を続け、その後に新たな相場が始まりました。2008年のリーマン危機前後にS&P500は517日で57%下落し、新たな強気相場が始まりました。一方、コロナ禍の景気後退におけるS&P500の調整は33日で34%にとどまり、底打ちから148日後には下落前の高値を抜きました。我々の人生に例えれば、今の株式市場は2009年に始まった人生の終盤戦にあたる「高齢期」であり、新たに人生が始まったばかりの「少年期」ではないと考えるべきかも知れません。今が少年期なら株価が大きく上昇する余地がありますが、高齢期なら上昇余地は限られると思われれます。このレポートでは2020年末の相場環境を2009年末と比較し足元の強気相場の寿命を考えてみます。

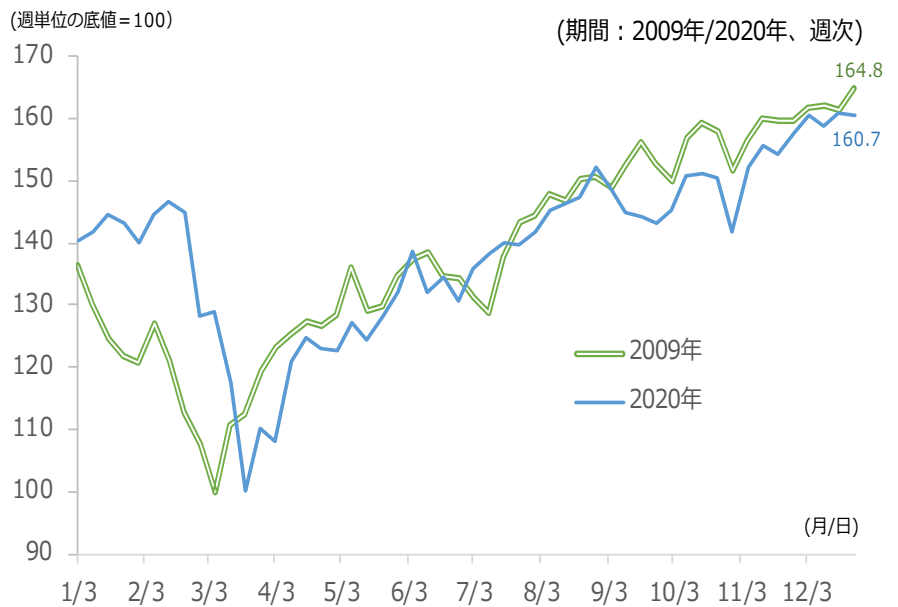
バリュエーション、金利

図表1からリーマン危機後に底を打った2009年とコロナ禍に見舞われた2020年の相場（赤線部分）を抜き出して指数化したのが図表2です。ともに3月に付けた底値から年末までの上昇率は60%程度となっています。今後の株価動向を占うにあたってまず注目したいのがバリュエーションです。

図表1 S&P500：長期の株価推移



図表2 S&P500：底値からの株価の回復



(図表1-2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。

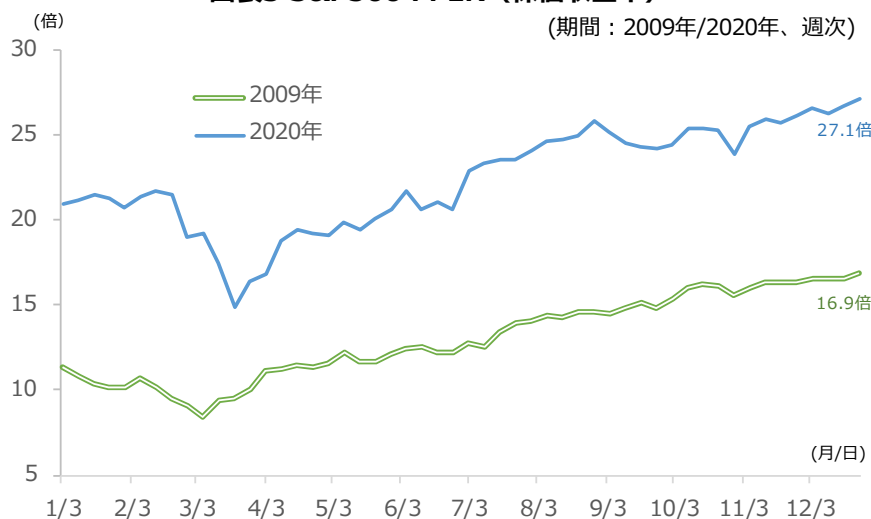


足元のPER（株価収益率）は2009年末を大幅に上回っています（図表3）。これが現在の株式市場が実体経済から乖離（デカップル）していると言われる理由です。一方、足元の長期金利は2009年末を大きく下回っています（図表4）。FRB（連邦準備制度理事会）がQE（量的緩和）の名のもとで大量に米国債を買っていることが背景にありますが、経済活動の停滞を受けて資金需要が盛り上がらない（経済が高齢期を迎え新陳代謝が落ちてきた）ことが低金利の原因とも考えられます。一方、名目金利からインフレ率を引いた実質金利はマイナス圏にあり、国債の投資妙味が低下し、株式投資の相対的な魅力が高まっていることから、株式の高バリュエーションは正当化されるとも考えられます。

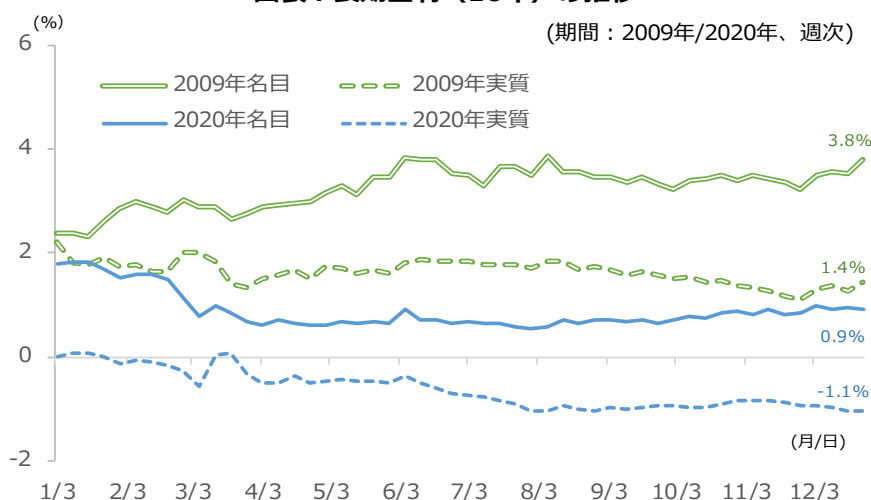
企業の資金調達コスト

投機的格付け社債利回りの対米国債スプレッドも2009年を下回っています（図表5）。国債利回りにスプレッドを加えた投機的格付け企業の資金調達コストは足元で2009年末より5%近く低下しています。企業の財務レバレッジが2009年に比べて低水準にとどまっていることも理由の1つだと思われる（次頁図表6）。リーマン危機前の2007年には投機的格付け社債利回りのスプレッドは現在より縮小し、企業はその環境を捉えて負債を大きく拡大させました。コロナ前は安い負債で資金を調達して自社株買いを行う「株主フレンドリー」な資本政策が流行していましたが、コロナ後にこの動きは見られません。足元で企業はリーマン危機前のクレジットバブル時ほど負債を膨らませていないことがわかります。ここにもFRBの国債買入れに加えて社債買入れプログラムの影響が色濃く出ていることには注意が必要です。

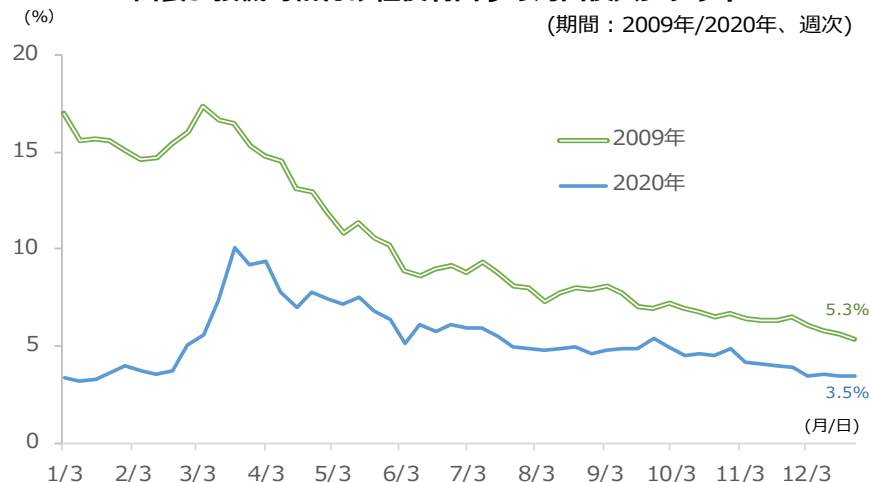
図表3 S&P500 : PER（株価収益率）



図表4 長期金利（10年）の推移



図表5 投機的格付け社債利回りの対国債スプレッド



(図表3-5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。

マクロ経済

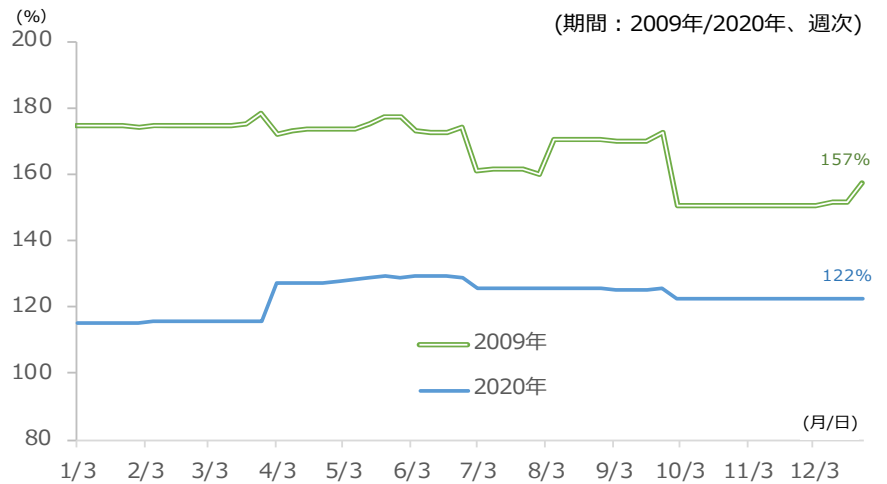
米国のマクロ経済環境を示す足元のISM製造業景況指数は2009年末をやや上回っています(図表7)。また、これまで同指数は景気拡大と後退の分岐点となる50を一度下から上に抜けると、通常2年程度は50を上回る水準で推移したことを考慮すれば、マクロ経済の観点からは「相場の持続性」に期待が持てます。一方、2020年後半のCPI(消費者物価指数:前年比)は2009年とほぼ同水準で推移しています。当面、インフレ率が急加速する可能性は高くはないと考えています。リーマン危機後もQEは2014年10月まで、ゼロ金利政策は2015年12月まで続いたことを考えれば、緩和的な金融政策が資産価格を押し上げる状況がしばらく継続すると考えられます。

2021年の相場見通し

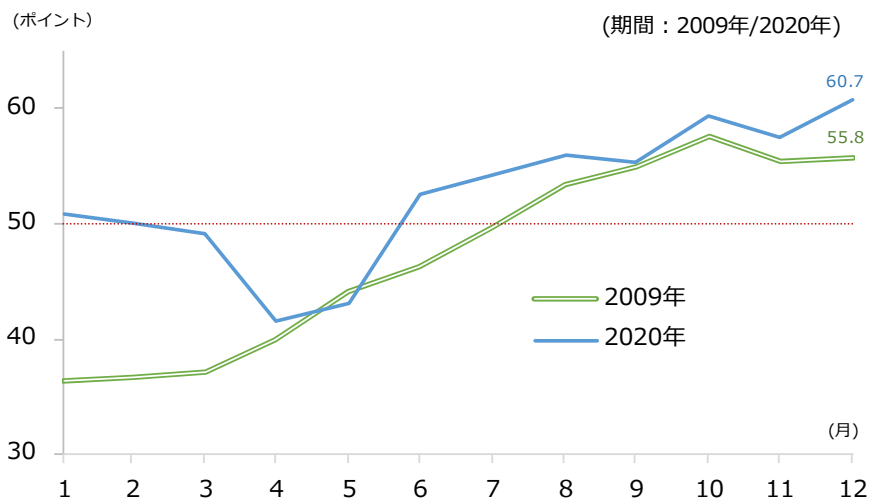
こうして見てくると、2020年末の米国株式はバリュエーション面では「高齢期」と判断されますが、金利、企業の財務レバレッジ、企業景況感、インフレ環境からは2009年末に似た「少年期」にあると考えられそうです。もちろん、少年期に似た環境を作り出しているのは政府・中銀の財政・金融政策であることには注意が必要です。緩和的・拡張的な政策が続く限りは、株式市場が仮に高齢期にあってもそれだけで株価上昇が止まることはないと考えています。しかし、その場合も「寄る年波には勝てない」という諺があるように、今後の株価の上昇スピードは昨年末までより減速し、投資スタンスとしてはこれまでよりやや警戒的になる必要があると考えています。

以上(作成:マーケティング部)

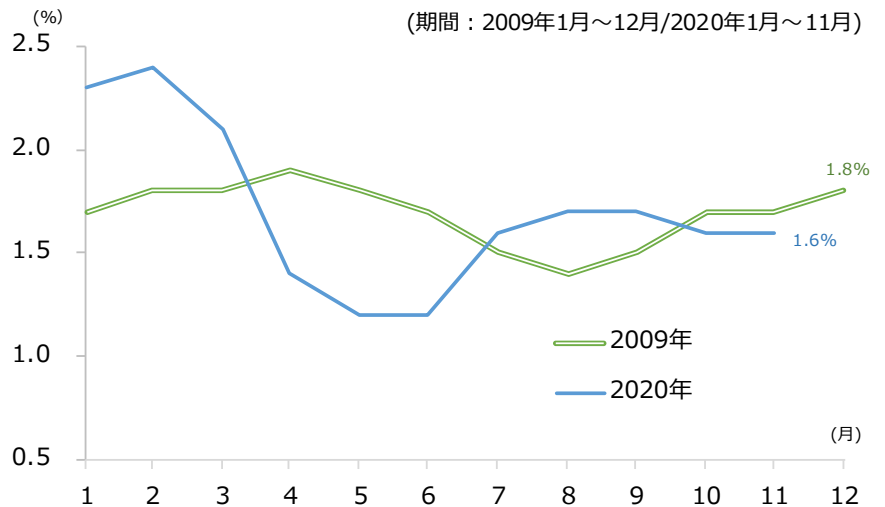
図表6 S&P500: 企業の負債/自己資本比率



図表7 ISM製造業景況指数



図表8 コア消費者物価指数(前年比)



(図表6-8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、各ファンドの配分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3.85%(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2.09%(税抜1.90%)

※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0.0132%(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)