



# 当面の米国株は金利の方向性と業績クオリティが焦点

- 足元の米国株は金利低下を契機にグロース株が勢いを取り戻す。米10年国債利回りは市場の想定外の低下が進む。
- 7月のFOMCはテーパリングに向けた米国経済の進展を示唆。デルタ株の米国景気への影響は慎重な評価が必要。
- 需給面での金利押し下げ要因が一巡すれば、金利上昇によりバリュー株を見直すリフレ・トレードが復活する可能性も。
- 米国株の業績相場への移行が進む中、第2四半期決算では企業業績のクオリティへの市場の注目が高まる見込み。

## 金利低下を契機にグロース株が勢いを取り戻す

2021年の米国株式市場では、インフレや金利上昇への懸念が増した3月から5月にかけてバリュー株優位の相場展開が続いてきました。しかし、6~7月に入ると、米10年国債利回りが低下基調に転じたことをきっかけに、再びグロース株が勢いを取り戻しています(図1)。

## 市場の想定外の米10年国債利回りの低下進む

市場の見通しでは米10年国債利回りは2023年に向けて2%を超える水準へ上昇するとの見方が大勢な中、足元では想定外の金利低下が進んでいると言えます(図2)。

一般に米10年国債利回りの方向性を主に決める要因として、①金融政策、②ファンダメンタルズ(景気・インフレ動向)、③国債市場の需給の3つが挙げられ、以下ではこれらの観点から米金利の先行きについて考察します。

## 【金融政策】米国経済はテーパリングに向け進展

第一に、金融政策の面では、7月28日の連邦公開市場委員会(FOMC)において「米国経済は最大雇用と物価安定という目標に向けて進展している」との認識が示され、FRBはテーパリング(量的緩和の段階的縮小)の開始に関する検討を継続することを示唆しました。

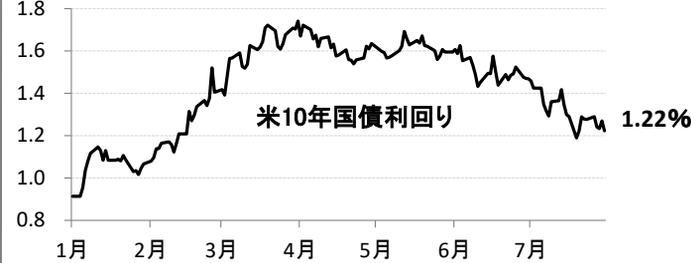
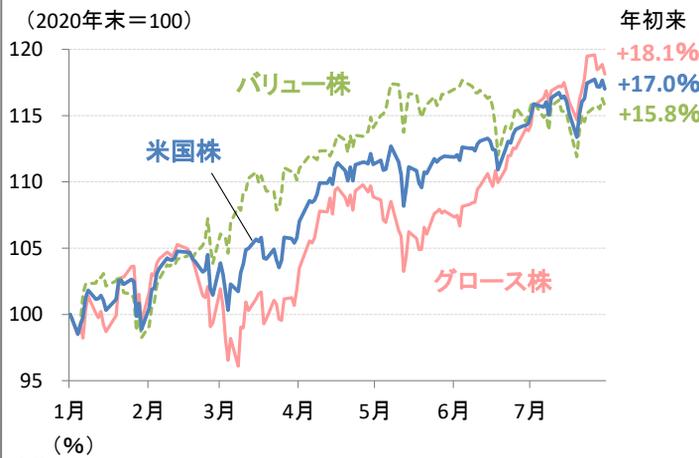
現在の市場予想通りに2022年初頃にテーパリングが開始され、2023年に利上げが実施されるとすれば、金融政策の転換をきっかけに再び金利上昇圧力が高まる可能性は残されていると考えられます。

## 【米景気】デルタ株の影響は慎重な評価が必要

第二に、足元では新型コロナのデルタ株の感染拡大が米国景気に対する懸念材料として浮上しています。

もっとも、米国でもワクチン普及が進む中、重症者数・死亡者数の増加が抑えられていることから(図8)、デルタ株の問題が現状の底堅い米国景気の回復を阻害する要因に発展するかは今後慎重に評価する必要があります。

図1:2021年初来の米国株のパフォーマンス推移



(出所)ブルームバーグ (期間)2021年1月2日~7月30日  
(注)株価はすべてS&P500指数ベース。

図2:米国債利回りの推移と市場予想



(出所)ブルームバーグ (期間)2020年1月1日~2021年7月30日

●当資料は、説明資料としてフランクリン・テンブルトン・ジャパン株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したもので、その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。●フランクリン・テンブルトン・ジャパン株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第417号)はフランクリン・リソース・インク傘下の資産運用会社です。



## 【需給】金余りが米国債利回りを押し下げ要因に

第三に、米国債市場の需給面では、米10年国債利回りが上昇に転じた2021年1-3月には海外投資家や米国内のファンド・銀行からの資金流入が拡大しました(図3)。世界の金融市場でなお金余り状態が続いていることが、需給面から米国債利回りを押し下げてきた可能性があります。

実際、米国では2021年に発足したバイデン政権の景気刺激策等の影響から、米国の企業や家計が抱える余剰資金がMMF市場に流入する現象が起きています(図4)。

## 需給要因が一巡すれば再び金利上昇の可能性も

もっとも、すでにバイデン政権の経済政策は目先の景気刺激策からインフラ投資計画などの成長戦略にシフトしていることや、米国の経済活動の正常化が進みつつあることから、余剰資金流入に伴う需給要因からの金利低下圧力は今後徐々に後退に向かうと見込まれます。

今後、こうした需給要因が一巡し、FRBの金融緩和策の修正や米国景気の底堅いファンダメンタルズに改めて注目が向かえば、米国債利回りは市場が想定する上昇基調を取り戻す可能性がありそうです。米国債利回りの上昇をきっかけに、経済活動の活性化を見据えバリュー株を見直すリフレ・トレードが復活するかにも注目が集まります。

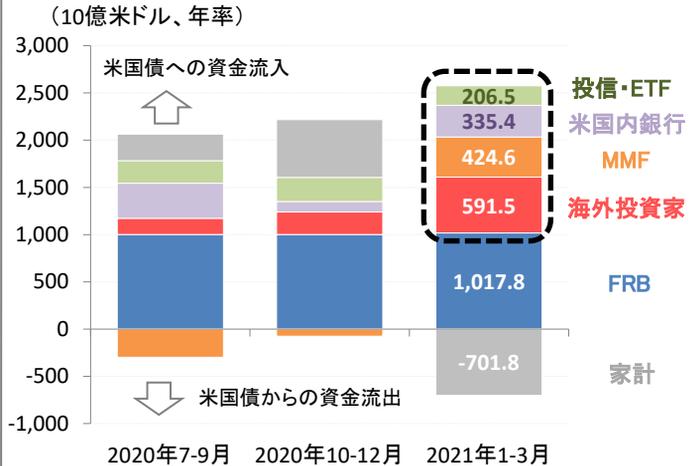
## 米国株は業績のクオリティへの見直しが焦点に

また、コロナ禍の2020年の米国株式市場は流動性相場の環境が続いてきましたが、2021年に入ると企業業績見通しの改善が株価の上昇に寄与し始め、業績相場へのシフトが顕著に進みつつあります(図5)。

業績相場に移行する中での市場参加者の関心は、7月中旬から始まった米国企業の2021年第2四半期決算の行方に向かうとみられます。特に今回の第2四半期の決算発表では、半導体等のサプライチェーンの混乱や賃金・原材料コストの上昇など業績への逆風要因が浮上していることから、企業業績のクオリティ(収益性の高さや持続力)の重要性が一段と増すと考えられます。

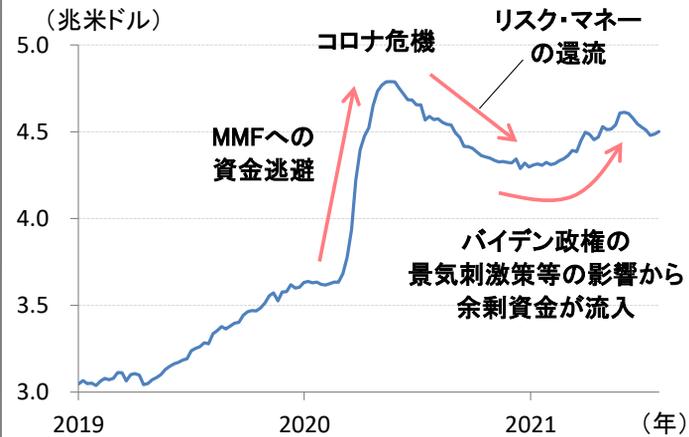
実際、業績のクオリティを測る指標として投下資本利益率(ROIC)に着目し、ROICの水準毎に2021年初来の米国株のパフォーマンスを比較してみると(図6・7)、流動性相場の様相が強かった1-3月期には低クオリティ銘柄が米国株をけん引した一方、業績相場への移行が進んだ4-6月以降は高クオリティ銘柄への見直しが顕著です。

### 図3: 米国債の主な投資家別資金フロー



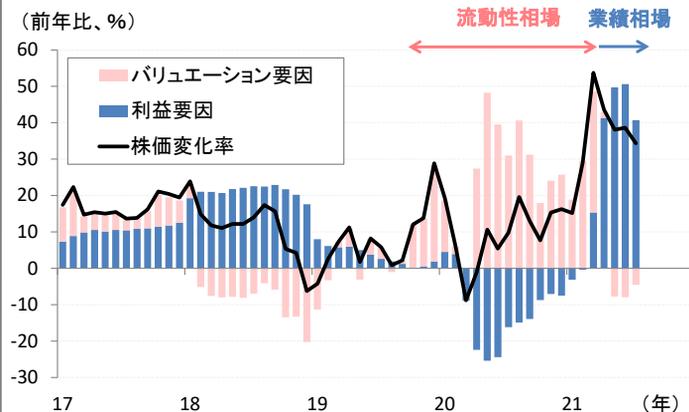
(出所)米連邦準備制度理事会(FRB) (注)季節調整済。

### 図4: 米国のMMF残高の推移



(出所)米投資信託協会 (期間)2019年1月2日~2021年7月28日

### 図5: 米国株(S&P500)のパフォーマンスの要因分解



(出所)ブルームバーグ (期間)2017年1月~2021年7月

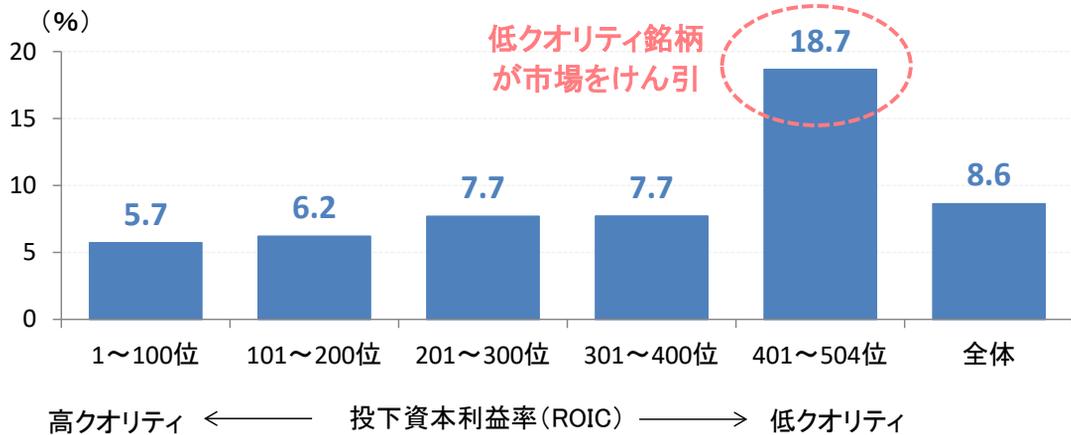
(注)流動性相場はバリュエーション(12カ月先予想PER)の上昇が株価上昇の主な原動力となる局面。業績相場=12カ月先利益予想の改善が株価上昇の主な原動力となる局面。

●当資料は、説明資料としてフランクリン・テンプレトン・ジャパン株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したもので、その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではありません。また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。●フランクリン・テンプレトン・ジャパン株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第417号)はフランクリン・リソース・インク傘下の資産運用会社です。

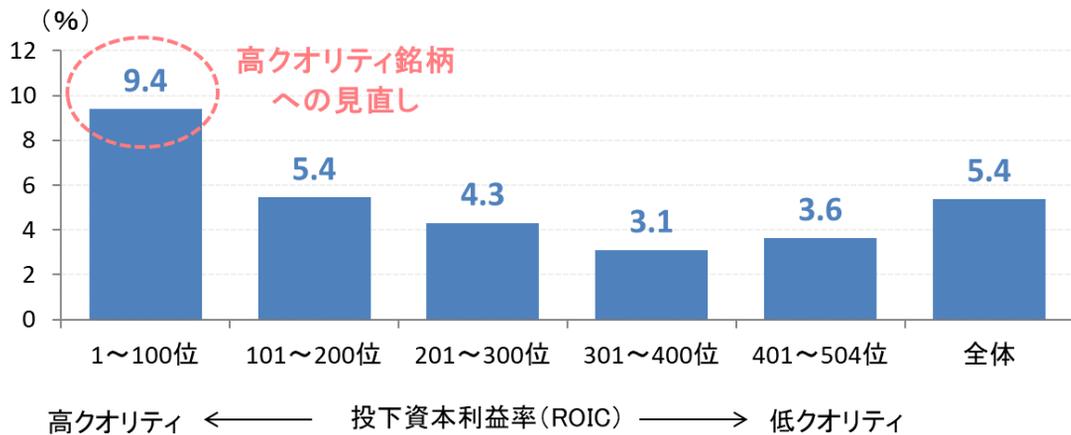


図6: 米国株(S&P500指数)のクオリティ別パフォーマンス

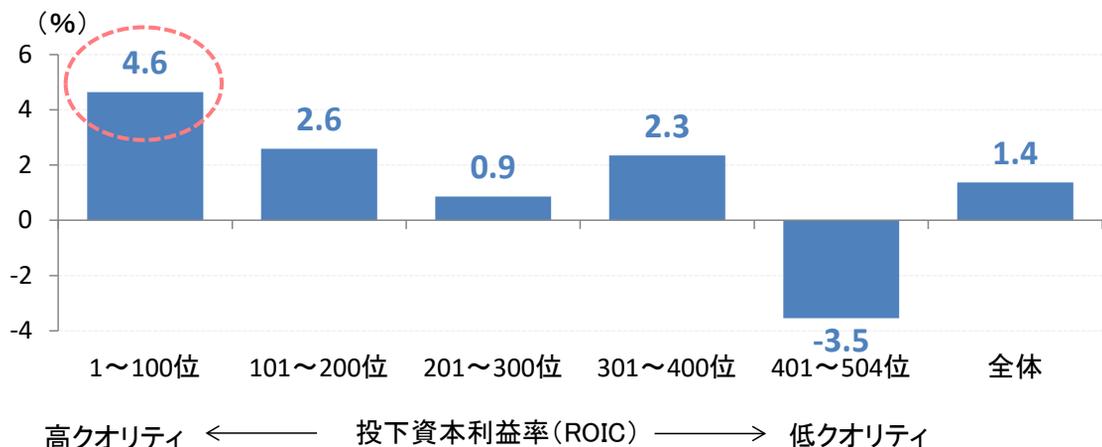
【2021年1-3月】



【2021年4-6月】



【2021年7月】

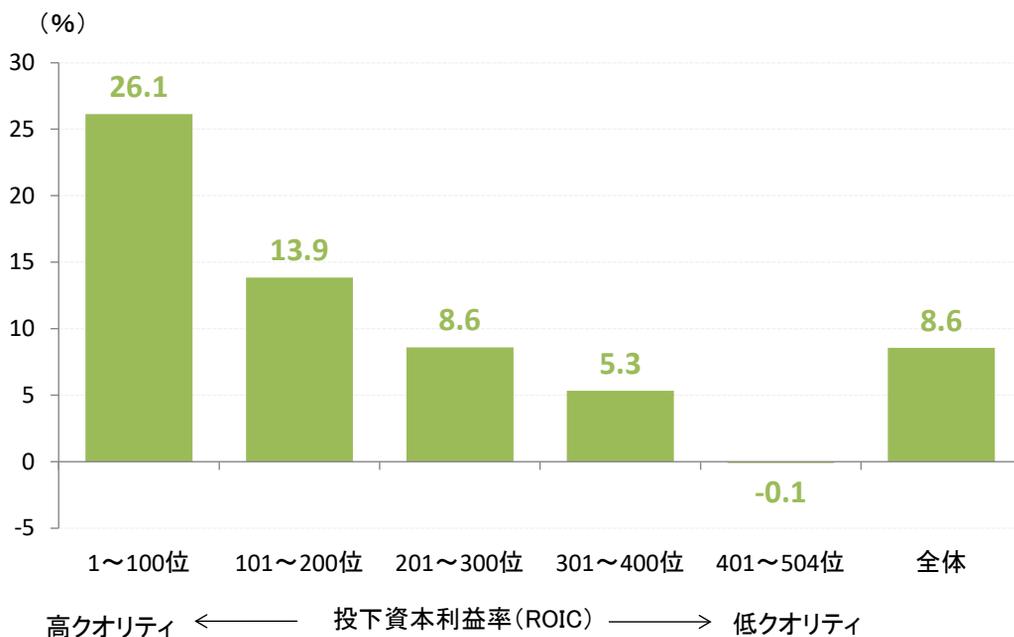


(出所)ブルームバーグ (注)2021年6月末時点の直近のROICの順位に基づいてS&P500指数採用銘柄をグループ化。集計対象は投下資本利益率(ROIC)が入手可能な504銘柄。株価騰落率は各グループに含まれる銘柄の中央値。ROIC=税引き後営業利益÷投下資本(有利子負債+株主資本)

●当資料は、説明資料としてフランクリン・テンブルトン・ジャパン株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したもので、その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。●フランクリン・テンブルトン・ジャパン株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第417号)はフランクリン・リソース・インク傘下の資産運用会社です。

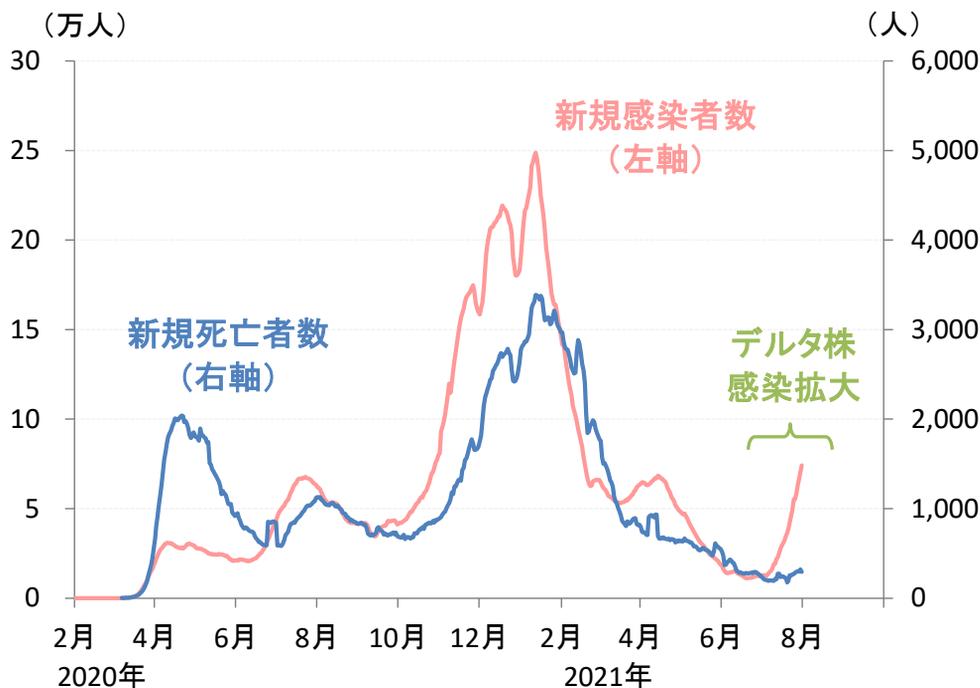


図7: 米国株(S&P500指数)の投下資本利益率(ROIC)



(出所)ブルームバーグ (注)2021年6月末時点の直近値。集計対象は投下資本利益率(ROIC)が入手可能な504銘柄。データは各グループに含まれる銘柄の中央値。  
 ROIC = 税引後営業利益 ÷ 投下資本(有利子負債+株主資本)

図8: 米国の新型コロナウイルスの新規感染者数と死亡者数の推移



(出所)CEIC (期間)2020年2月1日~2021年7月31日  
 (注)7日移動平均。

●当資料は、説明資料としてフランクリン・テンブルトン・ジャパン株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。●フランクリン・テンブルトン・ジャパン株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第417号)はフランクリン・リソース・インク傘下の資産運用会社です。