

# 金利上昇と日米株価動向

## Topics

- ▶ 年初1月3日に最高値を付けた米国株（S&P500）は米国の金利上昇を受けて急落。ナスダック総合は、1月26日終値で昨年11月の高値から約16%下落し、調整局面入りとなりました。
- ▶ 日米とも企業業績見通しは増益基調が続いており、今回の株価調整は主にグロース株のバリュエーション調整とみられます。日米ともバリュー株優位に転換しています。
- ▶ 今後の中期的な株価の動向は米国のインフレ動向とそれに対応する金融政策、米景気の動向にかかっています。短期的には不透明要因が多く、市場の変動性の高止まりが継続しそうな状況です。

チーフストラテジスト 荻原 健

## 米株価は高値更新後急落、米実質金利の上昇がきっかけ

2022年に入り、日米株価は大きく調整しています。昨年来高値からの下落率は、1月26日の終値でみると、米S&P500が-9.3%（高値22年1月3日）、米ナスダック総合は-15.7%（同21年11月19日）、日本のTOPIXは-10.7%（同21年9月14日）となっています。年初からの調整は米連邦準備理事会（FRB）のタカ派転換を背景とした米実質金利上昇がきっかけとみられます（図表1）。

1月5日に公表された米連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨で、早期あるいは速いペースでの利上げやバランスシート縮小の早期開始の可能性が示唆されました。その後、パウエル議長を含めたFRB高官によるタカ派発言が相次ぎ、市場では2022年中の4回利上げと早期の量的引き締め（QT）を織り込む形で実質金利が上昇しました。

注目された1月26日のFOMC後のパウエル議長の会見では、3月利上げ開始が示される一方で、その後の利上げの経路については明言を避けたことから、金融政策をめぐる不透明感が残る結果となりました。さらに、ウクライナを巡るロシアと米国・欧州間の地政学リスクの高まりも加わり、リスク資産の重荷となっています。

## 株価下落はバリュエーション調整が主因

足元の米国実質金利上昇をきっかけとした株安局面では、S&P500よりグロース株が中心とみられるナスダック総合の下落率が大きくなっています。この間、企業業績の見通しは増益基調が続いており、足元も大きな変調がみられないことから、今回の株価調整は株価収益率（PER）が低下するバリュエーション調整が主な要因とみることが出来ます。

米国におけるバリュー/グロース相対株価をみると、株価調整と同じタイミングでバリュー株優位へ転換しています。特に低金利環境で高いPERが支えられていたグロース株のバリュエーション調整が大きくなっています（図表2）。

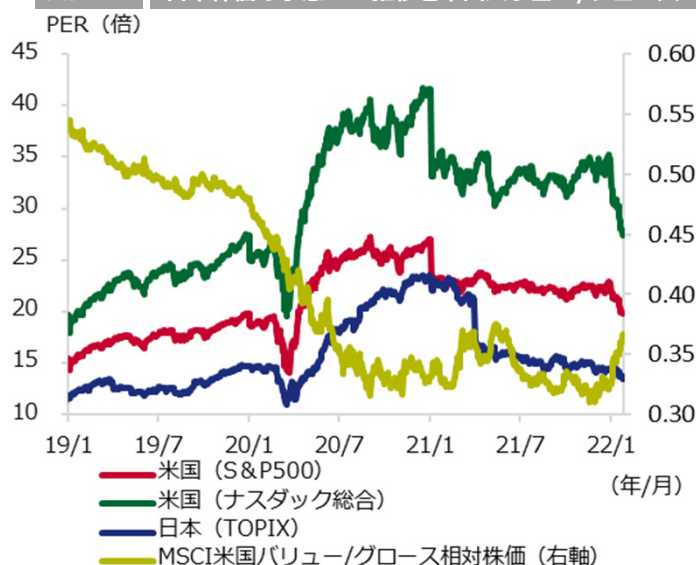
日本でも同じタイミングでバリュー株優位の状況に転換しており、グロース株のバリュエーション調整が同様に起こっていますが、TOPIXのPERは米国株と比較して低位にあったことから、調整は緩やかとなっています。

図表1 日米株価と米実質金利



期間：2021年1月4日～2022年1月26日（日次）  
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
米実質金利は、米10年国債利回り一期待インフレ率（10年）の5日平均

図表2 日米株価の予想PER推移と米国バリュー/グロース



期間：2019年1月1日～2022年1月26日（日次）  
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
（注）予想PERは12か月先予想

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 金利動向しだいでは、さらなるバリュエーション調整の可能性も

ナスダック総合のPERと米国の実質金利の関係をみると逆相関となっています。米実質金利は2020年以降1%を超えるマイナス金利となることも度々あり、ナスダック総合は高いバリュエーションで評価されていました（図表2、3）。

過去6年間のデータでみると実質金利が-0.5%に接近してくるとPERの変化が大きくなる傾向が見られます。1月26日のデータでみると実質金利は-0.61%、PERは27.4倍の組み合わせとなっており、実質金利の-0.5%接近を受けてPERの調整が大きくなったとみられます。

今後実質金利の上昇が続く場合、PERは一段と縮小するとみられますが、業績見通しの改善があれば、株価調整は限定的となる可能性が指摘できます。

## 今後の株価動向を見るうえでインフレ動向が最重要、短期的には変動性の高止まり継続か

今後の株価動向を見るうえで重要なポイントは米国のインフレ動向にあります。インフレ動向しだいで、米金利と景気動向、企業業績の組み合わせが大きく変わってくるからです。

足元の金利上昇は米国の年4回の利上げ想定を織り込む形で2年国債利回りが上昇しています。一方で長短金利差（10年-2年国債利回り格差）は縮小方向に動いています（図表4）。

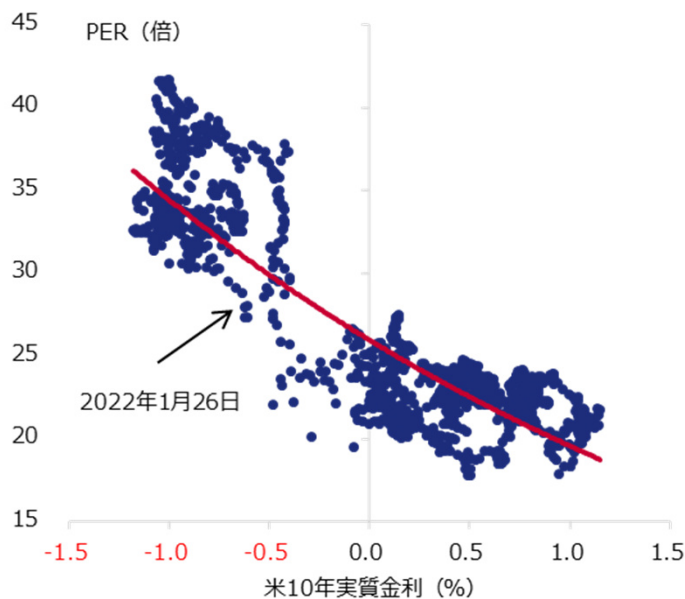
これはFRBの引き締めによって、先行き米国景気が失速するとの見方を反映していると見られます。現状の供給制約（人出不足も含む）に起因するインフレが長期間継続すれば、金利が相対的に高止まる中で景気低迷、企業業績悪化、米株価調整といった組み合わせが想定されます。

一方で、供給制約が解消に向かっていく場合は、インフレ進行に対する懸念が後退し、過度な引き締めが行われることなく経済成長が継続できます。この場合は金利は経済成長に見合った上昇となり、株価は業績拡大の継続から、増益率に見合った上昇といった組み合わせが想定されます。日本株については、世界的に割安なバリュエーションの修正といったポジティブな要因が加わる可能性もあります。

もっともこうした真逆のシナリオが存在し、どちらにも向かう可能性があること自体が市場の不透明感となっています。今後は米国の経済指標、特にインフレ動向に留意してシナリオの中期的な方向を見極めることが必要です。

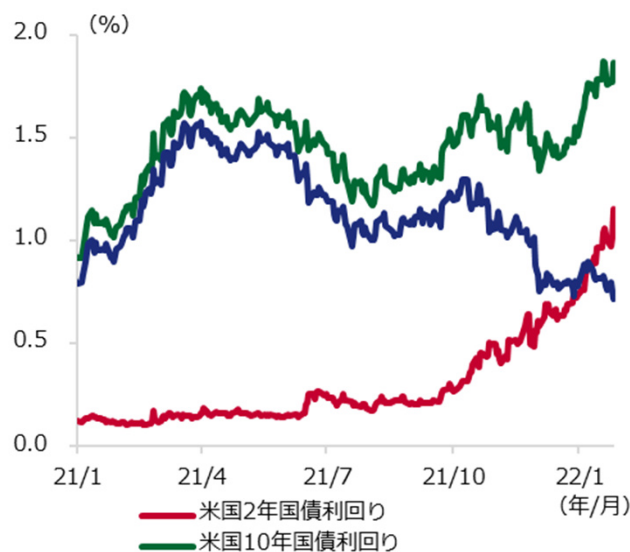
短期的には、経済動向の不透明感に加えて、オミクロン株の感染状況やウクライナを巡る地政学リスクが不透明感をさらに増しています。どちらも供給制約やエネルギー価格に関連しており、今後テールリスクとなりうる可能性があるため、市場の変動性の高まりが収まらない状況がしばらく継続しそうな情勢です。

図表3 ナスダック総合PERと米実質金利



期間：2016年1月1日～2022年1月26日（日次）  
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
米実質金利は、米10年国債利回り－期待インフレ率（10年）の5日平均

図表4 米国2年、10年国債利回りとスプレッド



期間：2021年1月1日～2022年1月26日（日次）  
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さま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）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

### 【当資料で使用している指数について】

- 東証株価指数（TOPIX）は、株式会社東京証券取引所（㈱東京証券取引所）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利は、㈱東京証券取引所が有しています。
- S&P 500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングスLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- MSCI米国・バリュートインデックス、MSCI米国・グロースインデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- ナスダック総合指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はNasdaq Stock Market, Inc.に帰属します。