

米国株を取り巻く環境が厳しさを増す中、 株価の行方を見極めるうえで企業業績にも注目

Topics

- ▶ 22年3月中旬から米実質金利が大幅上昇する中、米国株価は上値重く推移しています。FRBによる積極的な金融政策の正常化が米景気を冷やすとの見方が、株式市場で従来よりも意識されている可能性があります。
- ▶ 市場の一部には、大幅引き締め後の政策調整への期待があると思われるものの、歴史的な高インフレの帰趨を巡る不透明感などから短期的には楽観はできないと考えます。
- ▶ 高インフレや、米景気の先行き不透明感など米国株を取り巻く環境が厳しさを増す中、米国株価の行方を見極めるうえで、企業業績見通しが底堅さを維持できるかも注目されます。

ストラテジスト 服部 純朋

米国株式市場は上値重く推移

ウクライナ情勢を巡っては、ロシアがウクライナへの侵攻を開始してから7週間程になりますが、停戦など和平実現に向けた道筋は描きにくい状況が続いています。侵攻前から既に高インフレに見舞われていた米国では、地政学リスクに伴う商品価格の上昇などを通じてインフレ圧力が一層高まる可能性が意識されています。米連邦準備理事会（FRB）のインフレへの警戒姿勢が一段と強まっています。米長期金利（10年国債利回り）は3月中旬以降、米利上げペースの加速が意識されたことなどから上昇し、同月下旬には一時2.5%を付けました。その後上昇幅は縮小する場面もみられました。しかし4月以降足元にかけては、FRBが大幅利上げや速いペースの量的引き締め（QT）を通じて金融政策の正常化を積極的に進めるとの見方から、金利は一段と上昇しました。米国株式市場に目を転じると、米実質金利が大幅上昇する中、米国株価（S&P500種株価指数）は上値重く推移しています（図表1）。米国のQTに伴う流動性の吸収が警戒される中、FRBによる積極的な金融政策の正常化が米景気を冷やすとの見方が、株式市場で従来よりも意識されている可能性があると思われま

債券市場が発するメッセージに一定の留意

FRBのパウエル議長を含む複数の高官らは、今後の会合で通常の倍となる1回50bp（1bp=0.01%）の利上げを実施する可能性を排除しない考えを示しており、FRBのタカ派姿勢が鮮明化しています。FRBは長期的なインフレ期待が急上昇するような事態を警戒していると思われま

こうした中、米国債券市場では、景気後退の予兆とされる長短金利の逆転（逆イールド）が懸念されています。足元では解消しているものの、4月初には、2年国債利回りが10年国債利回りを上回り、逆イールドがみられました（図表2）。長短金利の逆転やそれと景気後退の関係を巡っては、①参照する長短金利の年限によって景気後退シグナルの精度が異なること、②逆イールド発生後、直ぐに景気後退に陥るわけではない、③大規模な量的緩和策の実施で長期金利のタームプレミアム（期間に伴う上乗せ金利）が低位に留まっており、逆イールドが発生しやすい環境にある、などの指摘がありますが、一定の警戒は必要と考えています。

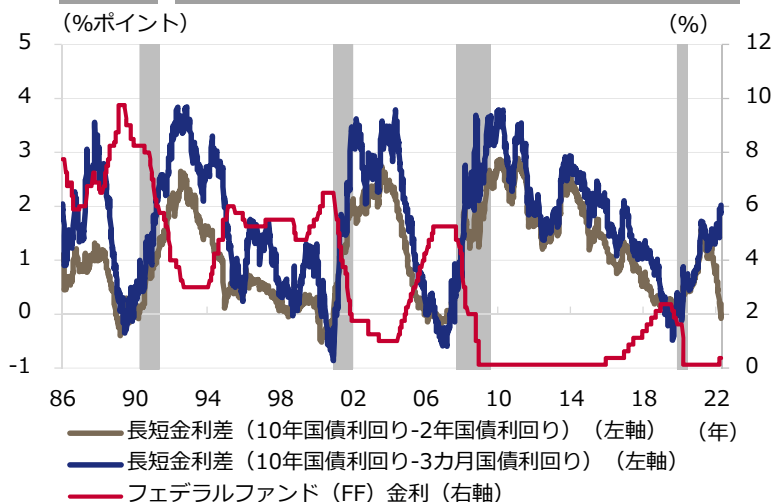
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※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。

図表1 米国株価（S&P500種株価指数）と米実質金利



図表2 米長短金利差とFF金利



次ページへ続く

大幅引き締め後の政策調整も意識されるが

パウエル議長は、過去の大規模利上げ局面で景気をソフトランディング（軟着陸）させることに成功した事例として1994年のケースを挙げています。当時、米景気は1991年春に底打ちした後の拡大局面にありましたが、FRBは1994年2月に景気拡大に伴うインフレ圧力の高まりを未然に防ぐため、金融引き締めに転じました。1995年2月まで7回にわたる利上げで、フェデラルファンド（FF）金利が計300bp引き上がる大幅な引き締めでしたが、景気後退にはなりません。なお7回のうち、1回あたりの利上げ幅は50bpが3回、75bpは1回ありました。その後FRBは、先行きの景気下振れ懸念が意識される中、1995年7月には25bpの利下げに転じました。以降も、景気減速懸念が強まる中で、同年12月と1996年1月にそれぞれ25bpの利下げを行いました。この一連の利下げが奏功したとみられ、米景気は景気後退に陥ることなく、拡大しました。

今次局面においても、景気後退を未然に防ぐ予防的利下げへの期待が市場の一部にあると思われます。足元の市場の利上げ期待をみますと、1年先の政策金利（FF金利）見通しはFF金利長期均衡水準を大幅に上回っており、短期的には急激な金融引き締めが予想されています（図表3）。一方、2年先や3年先は低下しており、より長い時間軸でみた将来の利下げを意識した動きとも考えられます。しかし、こうした見通しは、FRBが急ピッチな金融引き締めで歴史的な高インフレを落ち着かせることができるかどうか次第とみられ、短期的には依然楽観はできないと考えています。

米企業サーベイにみる認識変化

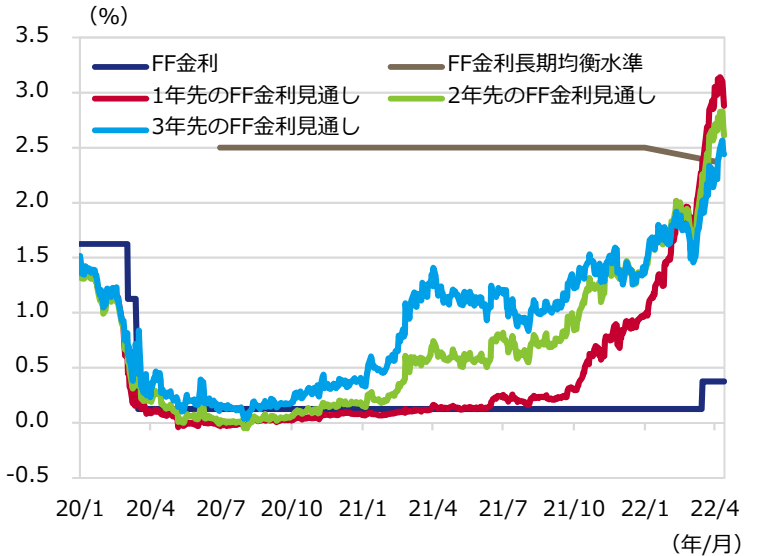
リッチモンド連銀が公表したCFO（最高財務責任者）サーベイ（2022年1Q）によれば、米景気に対する楽観指数（0～100で計測）は平均で54.8と、前回調査（2021年4Q）の60.3から大幅下落しました（図表4）。同指数はコロナ禍を受けて2020年3月に50.9に落ち込みましたが、直近の水準はそれを約4ポイント上回る程度です。一方、自身の企業業績に対する楽観指数は平均で69.6と、前回の70.8からわずかな下落に留まりました（図表4）。この背景には、コスト上昇が見込まれる中でも、企業はコスト上昇の一部を価格転嫁できている可能性が考えられます。

また企業の最も懸念している事項として、今回は「コスト圧力/インフレ」が最上位でした（図表4）。前は「労働力の質/確保」が最上位でしたが、これに取って代わりました。企業が直面するインフレ圧力への懸念は、直近四半期の間に一層強まったことが示唆されます。前同様、「サプライチェーン」は第3位でした。さらに今回は、ロシアのウクライナ侵攻を受けて「地政学リスク」が第5位に入ったほか、「金融政策」や「消費者の金融状況」がトップ10入りしました。

地政学リスクの高まりや、高インフレの長期化懸念、米景気の先行き不透明感など、米国株を取り巻く環境は以前と比べて厳しさを増しているとみられます。米国株値の行方を見極めるうえで、企業業績見通しが底堅さを維持できるかも注目されます。

図表3

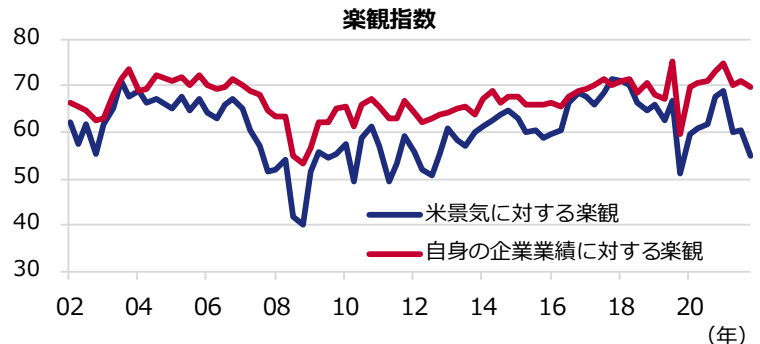
FF金利・市場のFF金利見通し・FF金利長期均衡水準



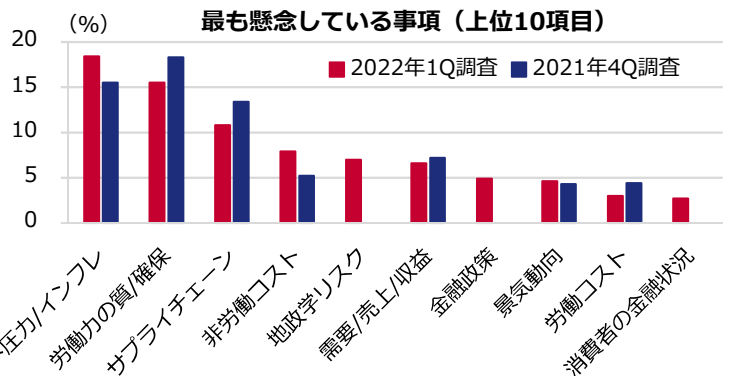
期間：FF金利、FF金利見通しは2020年1月1日～2022年4月13日（日次）、FF金利長期均衡水準は2020年6月～2022年3月（四半期）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
（注）FF金利見通しはOIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）を使用

図表4

CFOサーベイ：楽観指数、最も懸念している事項



期間：2002年6月～2022年3月（四半期）



（注）言及全体に占める割合を表す、2021年4Q調査は比較のため掲載
出所：上記2図ともリッチモンド連銀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】

- S&P500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。