

米国株式市場は弱気相場を脱しつつあるのか

Topics

- ▶ 米国株式市場は6月半ばをボトムに上昇基調で推移し、弱気相場を脱しつつあるとの見方が浮上。ただし、ヘッジファンドや機関投資家は先物のポジションを見る限り弱気姿勢を維持しているもよう。
- ▶ 米国株のバリュエーション（予想PER）が米実質金利の上昇一服につれて拡大したことが、米国株反発のきっかけとなった。ただし、予想PERは既に割高感がある水準に到達。
- ▶ 当面、金利動向とともに、米景気動向が引き続き米国株の鍵を握る。

シニアストラテジスト 浅岡 均

米国株が弱気相場を脱するとの見方が浮上

米国株式市場は6月半ば以降、上昇基調で推移しています。S&P500で見ると米国株は今年6月13日、直近ピーク（過去最高値、今年1月3日）比▲21.8%と下落率が▲20%超となり、弱気相場入りしました。その後一段と下落し、直近ボトムは6月16日に付けています（ピーク比▲23.6%、図表1）。

その後、S&P500は横ばい圏で推移した後、米企業の4-6月期決算発表が始まった7月半ば以降、決算発表が進むにつれて上昇基調が強まる形となりました。米企業の決算については当初警戒されたほど悪くなかったとの受け止めが広がりました。また、FOMC（米連邦公開市場委員会）後の会見でパウエルFRB（米連邦準備理事会）議長が利上げペース鈍化に言及したことや、米CPI（消費者物価）の伸び鈍化、原油価格の軟化などもリスク選好の改善に寄与したもようです。

8月に入ると、テクニカル分析の観点などから米国株が弱気相場を脱しつつある（≒直近ボトムを今後下回ることがない）との見方が一部で浮上しています。弱気相場に入るにつれ、S&P500は中期トレンドを示す100日移動平均線が上限となってきましたが、7月29日に終値で100日移動平均線を上抜きました。さらに8月12日にはいわゆる半値戻し（下落幅の半分を回復）を達成しました。第2次世界大戦後、S&P500が半値戻しを達成した場合は、その後全てのケースで弱気相場を脱したとの指摘もあります。

ヘッジファンドは弱気姿勢継続のもよう

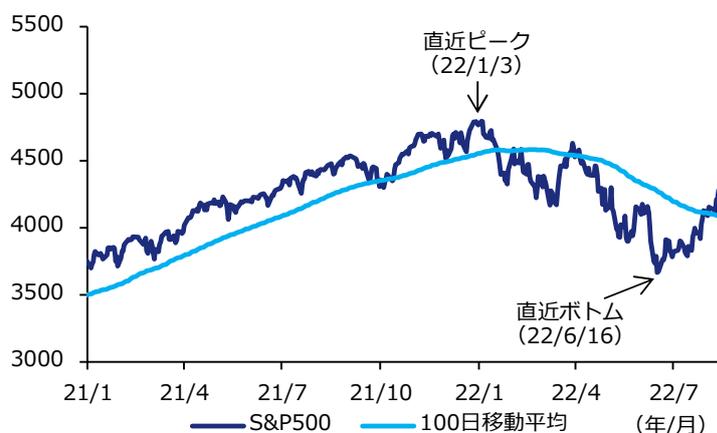
こうした中、米国株に対する主な投資家の姿勢は変化したのでしょうか。投資家のポジションを包括的に把握することは困難ですが、例えばCFTC（米商品先物取引委員会）が毎週発表している建玉明細報告（Commitments of Traders）によれば、S&P500先物についてレバレッジドファンド（いわゆるヘッジファンドを多く含む）のポジションは、直近8月9日時点で、コロナ禍を上回る大幅な売り越しとなっています（図表2）。機関投資家（年金・保険・その他基金など）のポジションも、底入れしたものの低水準にとどまっています。ショートカバー（売りポジションの買い戻し）が期待される状況とも言えますが、主な投資家が強気姿勢に転じたとは言えない状況です。

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。

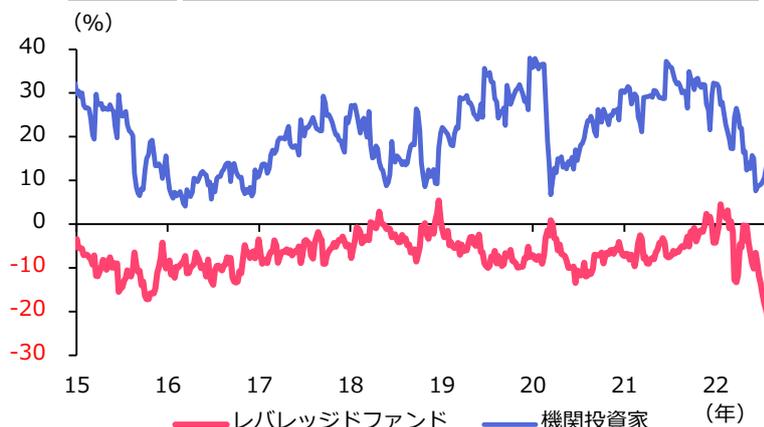
図表1 米国株価と100日移動平均



期間：2021年1月1日～2022年8月16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

図表2 S&P500先物のネットポジション



期間：2015年1月6日～2022年8月9日（週次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
（注）各投資家のネットポジション（買い持ち建玉－売り持ち建玉）の未決済建玉比（%）

反発のきっかけは実質金利の上昇一服

6月半ばにかけて米国株が下落した要因は、FRBの利上げに伴う金利上昇と、景気後退懸念です。

米10年国債利回りから期待インフレ率（ブレイクイーブンインフレ率）を差し引いた米実質金利（10年）と、米国株のバリュエーション（予想PER（株価収益率））をみると、年初以降、米実質金利が上昇するにつれて予想PERは縮小しました。予想PERはS&P500が直近ボトムを付けた6月半ばに16倍近辺となりました。その後、米実質金利の上昇一服につれ、予想PERは拡大に転じ、8月半ばには19倍近辺に達しました（図表3）。

米実質金利（10年）と予想PERの相関を2014年以降についてプロットしたものが図表4です。直近8月半ば時点での予想PERと実質金利の組み合わせについてみると、予想PERは近似曲線が示唆する水準を若干上回っており、足元で米国株に一定の割高感が生じつつあるとみられます。

またこの相関からは、米実質金利がプラス圏で推移する場合、昨年のように20倍を超える予想PERは正当化しづらいことが示唆されています。FRBが市場の期待通り来年初めまでに利上げを停止するにしても、米景気が軟着陸するか、あるいは堅調さを維持すれば、米実質金利はプラス圏での推移が続くとみられます。

今後、米国が景気後退入りするなら、足元のバリュエーションは依然高め

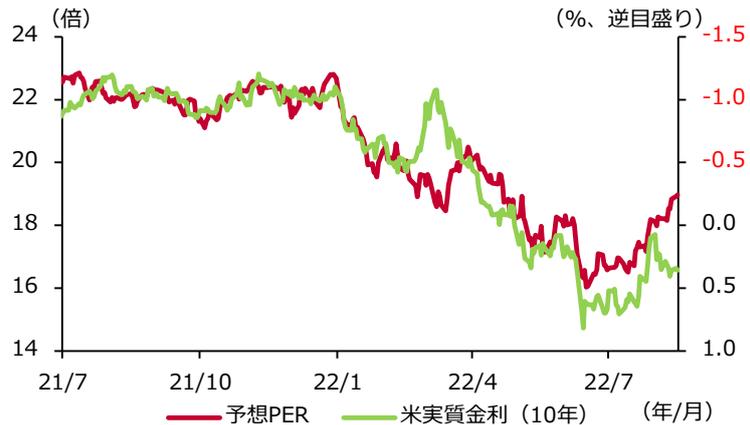
上記の考察から米国株が今後も上昇基調を維持するには、業績の改善、すなわち先行きの景気の底堅さが必要になるとみられます。

1990年代以降、直近にかけての予想PERの推移をみると、景気後退局面、あるいはそのしばらく後に予想PERは14倍（2000年代初頭のITバブル期や2020年のコロナ禍）程度まで低下しました。1990年代初頭の景気後退や2008年前後の世界金融危機に伴う景気後退局面では、10～12倍近辺にまで低下しました。

足元で予想PERは16倍近辺をボトムに反発した形となっていますが、今後米国景気が後退局面に入る場合、再度調整する可能性は依然残っていると考えられ、注意が必要です。

米企業の4-6月期決算では総じて需要が持ちこたえていることが確認されたものの、住宅関連、ネット広告、半導体関連などいくつかのセクターでは需要減速が明らかとなっています。米国株の先行きをみる上では金利動向とともに、マクロ需要動向についても引き続き留意が必要です。

図表3 S&P500の予想PERと米実質金利（10年）

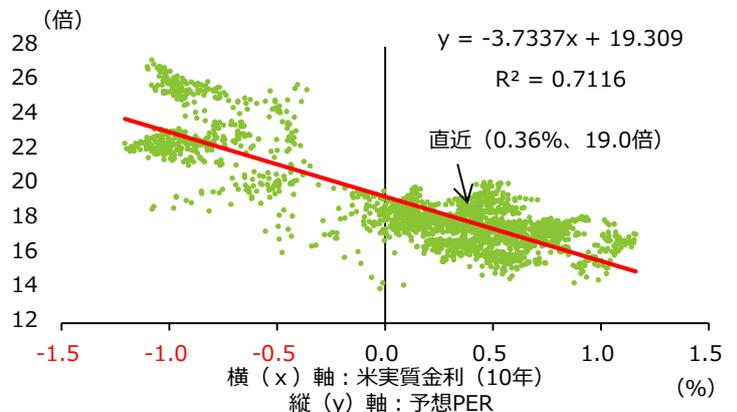


期間：2021年7月1日～2022年8月16日（日次）

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）米実質金利（10年）=米10年国債利回り－ブレイクイーブンインフレ率（10年）

図表4 S&P500の予想PERと米実質金利（10年）の相関

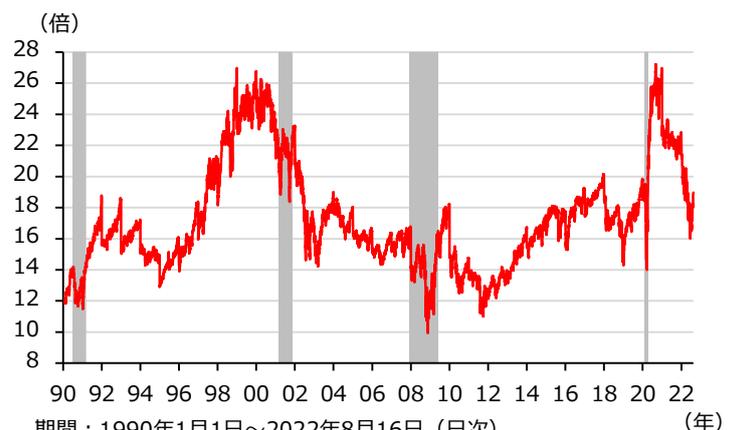


期間：2014年1月2日～2022年8月16日（日次）

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）直近は2022年8月16日時点

図表5 S&P500の予想PERの長期推移



期間：1990年1月1日～2022年8月16日（日次）

出所：ブルームバーグ、NBER（全米経済研究所）のデータを基に

アセットマネジメントOneが作成

（注）シャドーは景気後退期

※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&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。