

米国株の調整と日本株

Topics

- ▶ 4月以降、米国株の調整が大きくなっています。ダウ平均が90年ぶりに8週連続で下落した他、グロース株が多く含まれるナスダック総合指数は、高値から30%程度下落し、調整局面入りとなりました。米国の金利上昇によるバリュエーション調整が主因とみられます。
- ▶ 世界的な高インフレや、米国の金融政策への懸念、さらに景気動向への警戒も加わり、株式市場を巡り不透明感が強い状況が続いています。市場の変動性が高い状況がしばらく続く見込みです。
- ▶ こうした中、日本株は比較的下値が抑制されています。バリュエーションの低下や円安傾向定着による業績改善期待が支えているものとみられます。

チーフストラテジスト 荻原 健

米国株の調整が大きい一方で、日本株は下値が抑制される

2022年4月以降、米国株の調整が変動を伴いながら、相対的に大きくなっています。5月25日の終値ベースで、ダウ平均は直近最高値（今年1月4日）比約▲13%、S&P500は同（今年1月3日）比約▲17%、ナスダック総合は同（2021年11月19日）比約▲29%となっています。S&P500は、ナスダック総合に続き、ベアマーケット（弱気相場、高値から▲20%）入りに接近しています。

一方、日本株をみると日経平均は同（2021年9月14日）比▲13%、TOPIXは同（2021年9月14日）比▲11%と相対的に下値が抑制されています。特に4月以降の米国株の急落局面ではその傾向が強まりました（図表1）。

不透明感が強まる中、金利上昇でバリュエーション調整が進展

4月以降の米国株の調整は、金利上昇によるバリュエーション調整が進展したことが主因です。グロース株の多いナスダック総合は金利上昇の影響により、調整が一段と大きくなっています。

世界的にインフレが高まる中、米連邦準備理事会（FRB）は急速な利上げを目指していますが、利上げの道筋が見えにくい中、米金利が変動を伴いながら上昇し、バリュエーションを押し下げました。

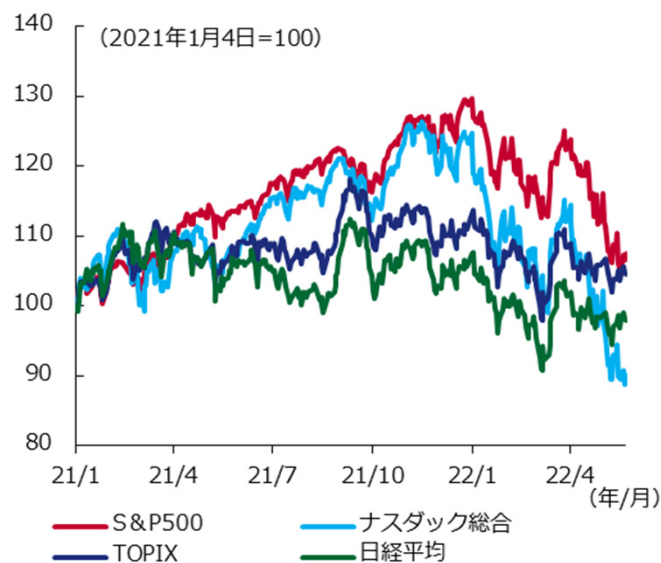
加えて、米国企業の決算で、コロナ禍で大きく伸びた財需要の剥落や、インフレによるコストアップの影響により利益が下振れる企業が出てきており、こうした企業の株は大きく売り込まれました。

S&P500の12カ月予想PER（株価収益率）は5月25日時点で約17倍に低下し、コロナ禍前の通常局面のレンジに入りつつあります。通常局面でS&P500の予想PERは、おおむね15-17倍のレンジで推移しており、コロナ禍前の正常な経済や金融政策を反映した水準とも言え、景気後退を織り込んだ動きとなっていないと思われます。

TOPIXの予想PERは約12倍に低下し、通常局面のレンジの下限に達しています。4月以降の米株急落局面で、日本株の下値が抑制された背景として、バリュエーション調整が、米国より先に進展していたことが挙げられます。今後世界景気の本格的な後退局面入りを織り込まない限り、ここからの株価下落余地は限定的と考えられます（図表2）。

次ページへ続く

図表1 日米株価の推移



期間：2021年1月4日～2022年5月25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 日米12カ月先予想PERと米実質金利



期間：2015年1月4日～2022年5月25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Bloombergコンセンサスに基づく

※ 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。

米国インフレ動向がポイントだが、景気減速懸念も伴う。市場の変動性は高止まりへ

最近の株式、金利の変動性の高さは、インフレ動向の不透明感からFRBの利上げの道筋が定まらず、思惑が交錯していることにあるとみられます。加えて、利上げの道筋がよりタカ派方向に進めば、景気を抑制しすぎて、景気後退が早まるとのリスクも意識されています。

4月下旬からの米株急落局面では、米長期金利低下、ドル安も同時に進みました。これは景気の先行きに対する懸念が生じた際の反応とも考えられます。インフレ懸念が景気減速懸念も伴いながら株式市場の重しとなっています。

世界的に株式市場が安定するためには、米国のインフレ動向がポイントになります。米国のコア消費者物価（CPI）の4月データは前年比では伸び率が若干鈍化しましたが、依然高い状況が続いています（図表3）。

1年間の期待インフレをみるとFRBが利上げを開始した後にピークアウトし低下していますが、水準は依然高い状況です。

FRB高官の最近の発言をみると、今後6月、7月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で50bpの利上げを行う方針は、ほぼ固まったとみられますが、9月以降の利上げの道筋は依然不透明です。今後のインフレデータ次第であるため、利上げの道筋がさらに明確になるためには、まだ時間を要することから、市場の変動性の高い状況がしばらく続く見込みです。

円安が日本の企業業績にはプラスに。日本は相対的に堅調

3月以降、外国為替市場では円安が急速に進展しました。3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でFRBが利上げを開始するとともに、ロシアのウクライナ侵攻を受けた商品市況高を受けて、利上げが急速に進められるとの見方が強まったことが背景と考えられます。ドル/円レートは米国と日本の5年国債利回り格差とほぼ連動して動いています（図表4）。

一方、日本銀行は長期金利の上昇を強く抑えるために連続指値オペを実施しており、金融緩和姿勢を明確にしています。

日米金利差の観点からは、日本の金利が不変であれば、現状の金利差が大きく縮小することは見込みにくく、円安傾向が定着してくるものとみられます。

2022年度の上場企業の会社予想業績見通しは、日本経済新聞社の集計で、製造業は▲4.1%経常減益、全産業で+1.8%経常増益となっています。不透明な環境下で企業側は例年より一段と保守的な見通しを示したとみられています。

多くの企業の想定為替レートは1ドル=110円～120円程度に設定されており、足元の円安傾向が定着すれば、輸出メーカーを中心に、コスト増加を吸収して上方修正余地は大きくなります。

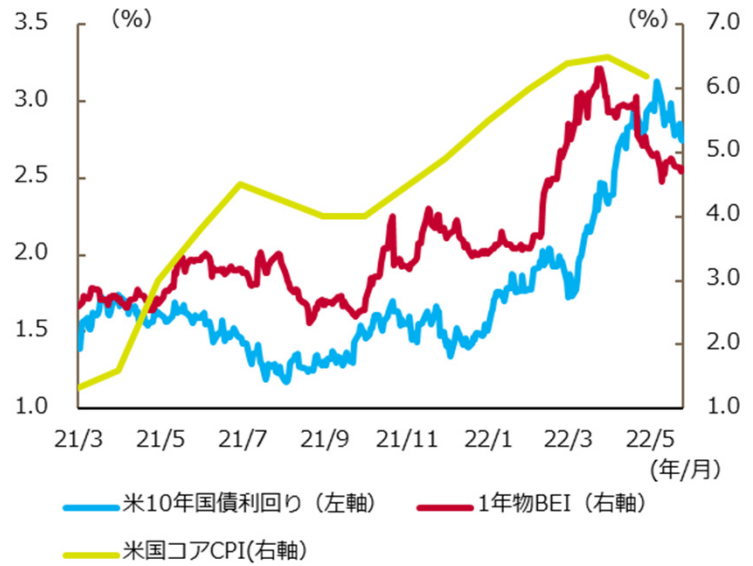
また日本ではコロナ禍からの回復途上にある非製造業にも上方修正余地があると考えられます。

米インフレ動向の不透明感から、世界景気の後退懸念はくすぶりますが、日本株については、バリュエーション調整が終了し、割安なレンジに入っていること、今後の企業業績の上方修正期待も大きいことから、相対的に堅調な展開が見込まれます。

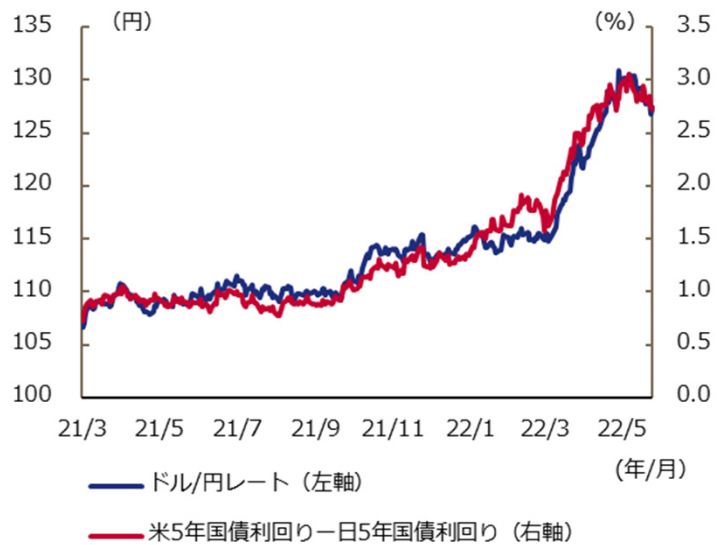
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※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3 米金利・期待インフレ・消費者物価



図表4 ドル/円レートと日米金利差



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。
- 「日経平均株価」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体および「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。
- ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P500種指数は、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・ホールディングズ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。
- 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。