

# 2019年の米国株式市場

## - 景気・企業収益は減速するも、EPS成長率程度の株価上昇を予想 -

### 当レポートの主な内容

- ・リーマン危機後に始まったS&P500の上昇相場は来年で11年目を迎えようとしています。
- ・景気サイクルが後半戦に入り、FRBもQT（量的引締め）に舵を切ったことから、米国株式に対しては警戒的なスタンスで臨んでいます。来年は増益率程度の緩やかな株価上昇を想定しています。
- ・トランプ政権の通商政策や財政政策、FRBの利上げに対する姿勢、ISM景況指数が注目材料です。

### 11年目を迎える上昇相場

リーマン危機後に始まったS&P500の上昇相場は来年で11年目を迎えようとしています。この間、株価は4倍以上に上昇しましたが、直近で景気循環調整後のPER（株価収益率）は30倍を超え、リーマン危機前の水準を上回っています（図表1）。来年の米国株式の動きを占うにあたっては、米国経済や企業収益の先行き、それらに影響を与える連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策、トランプ政権の財政政策・通商政策が焦点になると考えられます。

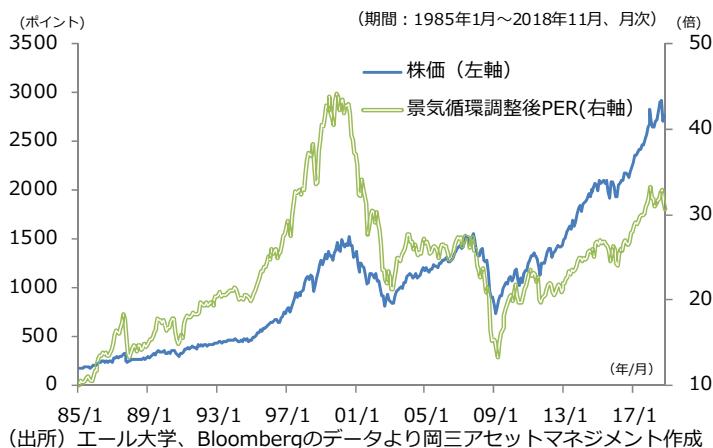
### 米国経済は年度後半に向けて減速へ

2019年は、これまで8回行われた利上げや足元のドル高が経済の重荷となり、トランプ減税のプラス効果が剥落することに加えて関税引き上げの悪影響が表面化するため、成長率は後半に向けて減速すると思われる。その結果、企業の収益成長率は来年1-3月期以降は10%台に減速することが想定されています（図表2）。S&P500企業の利益マージンは依然として上昇基調を続けていますが、いずれは人件費の上昇や関税による投入（輸入）価格の上昇を受けてピークアウトすると思われる（図表3）。

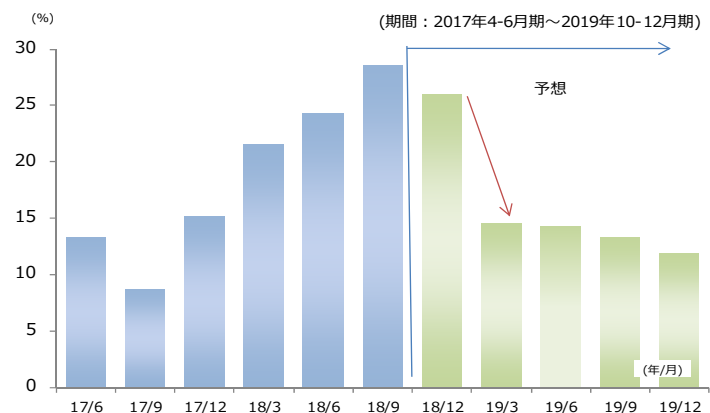
### トランプ政権の通商政策

米中協議については、中国に90日間の猶予期間（モラトリアム）が与えられましたが、これは単なる交渉の先延ばしであり本質的な解決には程遠いと考えています。農産物・エネルギーなどの輸入拡大や非関税障壁の撤廃を通じた貿易黒字の削減とともに、知的財産権の保護、強制的な技術移転やサイバー攻撃に対する規制・監督の強化、テクノロジー企業への補助金の削減、市場の開放などで中国が

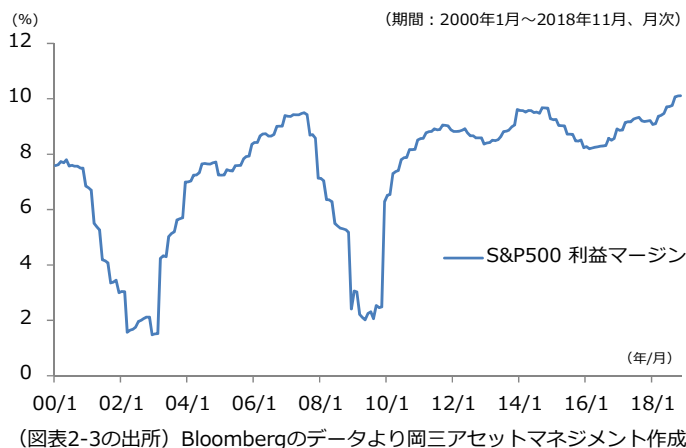
図表1 S&P500の株価とPER（株価収益率）



図表2 S&P500の一株当たり利益(EPS)成長率(四半期・前年比)



図表3 S&P500の利益マージン



### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

定程度、米国に歩み寄ることによって一先ずは手打ちになると予想されます。しかし、問題の本質は貿易赤字よりも安全保障やテクノロジーにおける米中間の覇権争いだと考えられています。対中強硬論は超党派で一致したコンセンサスなのでトランプ大統領が去れば収束する問題ではありません。金融市場はこの対立は1-2年よりも10-20年の問題であると認識し、このような状態に慣れていく必要があると考えています。

### 財政政策と金融政策

減税による景気刺激効果が徐々に減退するなか、インフラ投資が財政政策の次の選択肢になると思われます。共和党、民主党ともに前向きと報道されていますが、両党ともに様々な思惑があるため、実行されても財政で手当てされる部分は小粒にとどまると考えています。金融政策については、FRBのパウエル議長を含む高官から利上げの早期打ち止めを示唆する発言が相次ぎ、先物市場が織り込む2年後のFFレートも下がり始めました（図表4）。しかし、金融政策はその時々々の景気指標に依存し、引締まった労働市場を考慮すれば来年も2-3回の利上げが適当と考えられます。

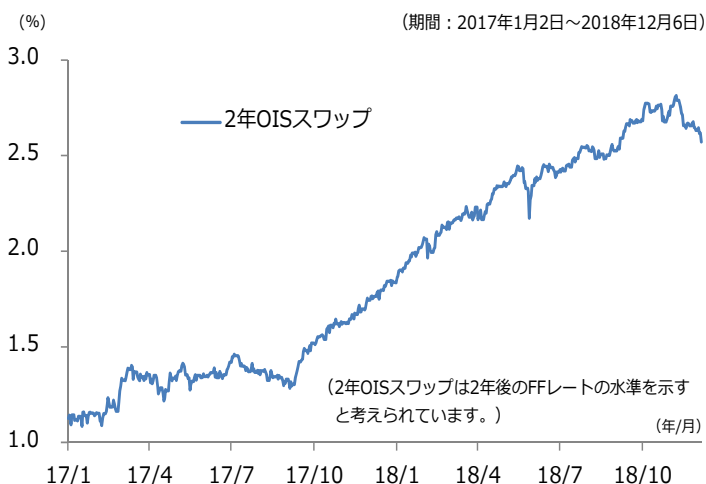
### メインシナリオ

これらの想定に基づけば、イールドカーブ（長短金利差：10年-3ヵ月）はさらにフラット化（縮小）し、来年後半には長短金利が逆転すると予想されます。その結果、2020-21年には米国景気が後退するシナリオを描いています。しかし、政府による企業活動や金融市場への干渉が少ない米国では、過去においては景気後退の直前まで株式市場は上昇を続けました（図表5）。そのため、2019年も緩やかながらも株価は上昇すると考えています。

また、これまでの利上げにあわせてリスクフリーの3ヵ月財務省証券の利回りがS&P500の配当利回りを上回ってきたことから、足元で株式から短期金融商品への資金シフトが進んでいる模様です（図表6）。このような局面では株式市場の中でも高配当かつ配当が安定的に成長する銘柄が選好されると思われれます。

株価をPERとEPS（一株当たり利益）に分解して考えれば、PERは既に歴史的な高水準にあるため、これ

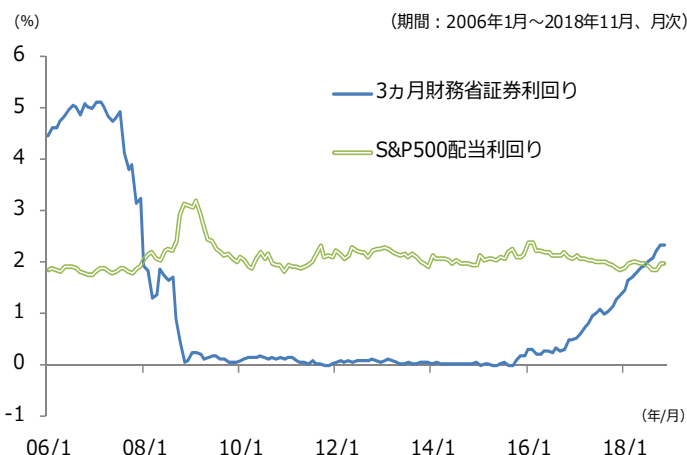
図表4 2年OISスワップの動き



図表5 長短金利差・S&P500の推移と景気後退期



図表6 株式配当利回りと短期金利の推移



(図表4-6の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

以上の拡張は望めません。しかし、来年は1年間でEPSの成長率である10%程度の株価上昇は期待できると考えています。

### サブシナリオ

メインシナリオが実現しないケースとして、次の3つのサブシナリオを考えています。

#### ➤ インフラ投資拡大

超党派で大規模なインフラ投資が承認されれば、一時的に需要や景気を拡大させます。しかし、これは既に完全雇用に近い経済をさらに過熱させ、FRBの利上げスピードを速めることを通じて景気後退のタイミングを前倒しさせ、その結果、株式市場の調整局面入りを早める可能性があります。しかし、1946年以降の大統領選サイクルを振り返ると、中間選挙の翌年のS&P500の騰落率は他の年を大幅に上回っています(図表7)。大統領選を翌年に控えて国民からの支持率を高めようと景気刺激的な政策を打ち出したことが理由だと考えられます。インフラ投資がこれに該当すれば、株式市場の下支え要因になると思われます。

#### ➤ 利上げ早期打止め

AIやIoTに代表される先端テクノロジーによる生産性の向上によって、米国経済の賃上げやインフレへの耐性が想定外に高まっていけば、利上げが早期に打止めになる可能性があります。この場合は利上げが景気を失速させる可能性が低下し、景気拡大がより長期化し、株式相場の持続性が高まると思われます。

#### ➤ 貿易戦争激化

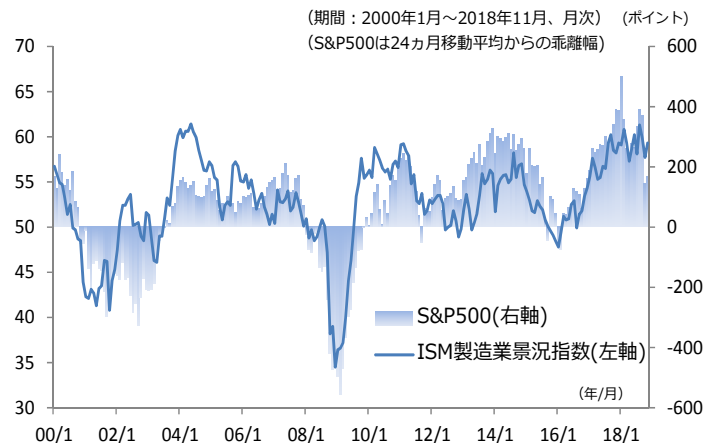
米中交渉が決裂し、米国が中国からの全輸入品に追加関税を発動し、先端テクノロジーの移転をブロックする一方、中国が報復措置を拡大するシナリオです。この場合は米中のみならず世界経済全体が打撃を受けると思われます。米国では経済が失速するばかりでなくインフレが同時進行するスタグフレーションに陥り、株式市場は一気に弱気相場に突入すると思われます。

図表7 過去の大統領選サイクルとS&P500の年間騰落率

サイクル	就任1年目	中間選挙	3年目	大統領選挙
S&P500 平均騰落率	7.0%	5.7%	15.2%	6.3%

(期間：1946年～2017年、今回は中間選挙が2018年、3年目が2019年)

図表8 S&P500とISM景況指数



(図表7-8の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

### 2019年の米国株式：各シナリオの実現可能性

各シナリオが実現する可能性は、メイン：50%、インフラ投資拡大：15%、利上げ早期打止め：30%、貿易戦争激化：5%と予想しています。いずれのシナリオが実現しても、株式市場の先行きを占う上ではISM製造業景況指数に注目したいと考えています。ISM指数が50に向けて急低下すれば株価も大幅に調整し、55-60のレンジ内で高原状態が続けばそれほど悲観的になる必要はないと考えています(図表8)。

来年は景気サイクルが後半戦に入りバリュエーションからのサポート(PERの拡張)が期待しづらく、FRBがQE(量的緩和)からQT(量的引締め)に舵を切り、流動性の下支えが徐々に弱まっていくと思われれます。このような環境で株式市場に対してはこれまで以上に警戒的なスタンスで臨む必要があると考えています。しかし、米国経済が景気後退に入るまで株価が上昇を続けた過去と同じように、2019年の米国株式も上下動を繰り返しながらも、年間では10%程度の緩やかな株価上昇を予想しています。

以上 (作成：投資情報部)

#### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



## 皆様の投資判断に関する留意事項

### 【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が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。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

### 【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

### 【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用  
**購入時手数料**: 購入価額×購入口数×上限3.78%(税抜3.5%)
- お客様が換金時に直接的に負担する費用  
**信託財産留保額**: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様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)の実質的な負担**

: 純資産総額×実質上限年率1.991088%(税抜1.8436%)程度

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

#### その他費用・手数料

**監査費用**: 純資産総額×上限年率0.01296%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

### 【岡三アセットマネジメント】

商号: 岡三アセットマネジメント株式会社  
 事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業  
 登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号  
 加入協会: 一般社団法人 投資信託協会 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

### <本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)