



情報提供資料

TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏

2020年8月19日

～米国株の上昇余地を考える～

3月下旬以来、米国株（今回のレポートではS&P500指数を参照）は堅調に推移し、いわゆる「コロナショック」による2月下旬から3月半ばにかけての大幅下落前の水準近傍まで株価を戻しています。

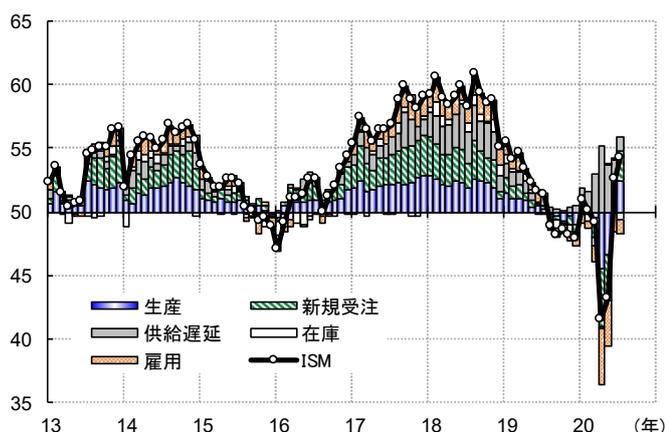
コロナショックにより、米国の4-6月期のGDP成長率は前期比年率32.9%減と、過去最大の減少に至り、一時は失業率が15%程度まで上昇したのにも関わらず、株価が上昇しているなか、一部の市場参加者からは、米国株の更なる上昇に懐疑的な見方も聞かれます。

私も、各種懸念材料があり、更なる株価上昇の道のは決して平坦ではないと予想していますが、それでも、大規模な経済対策と金融緩和策の効果もあって、上昇基調を続けると予想しています。本レポートでは2つの観点から考察したいと思います。

1点目は、ISM製造業景況感指数（以下「ISM製造業指数」）と株価の前年比の関係性からです。経済対策や金融緩和策等の効果もあって、ISM製造業指数は持ち直しています。過去の経験則では、ISM製造業指数が、好不況節目の50を超えて堅調に推移している場面では前年比20%程度の株価上昇も散見されており、2019年末の株価水準3,230.78という終値から換算すると3,876.94となります。無論、経験則に過ぎず、各種環境に左右されるわけですが、足許の株価からみると、上昇余地があるように思います。

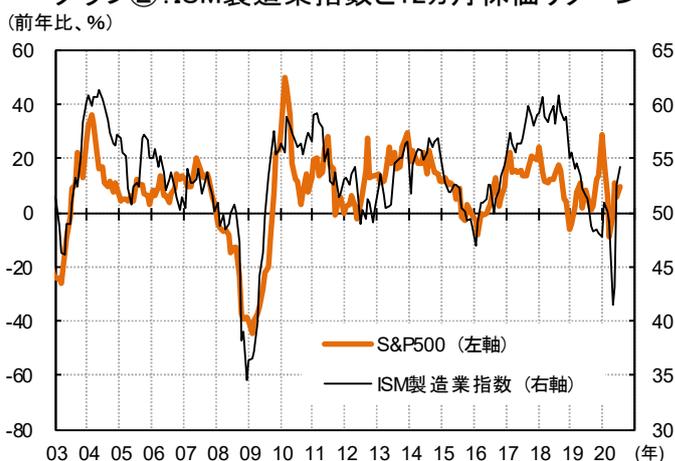
2点目が、PER（株価収益率）の観点からです。株価上昇に懐疑的な見方をする市場参加者の多くが、PERの水準が高すぎることを理由に上値余地の限界を指摘しています。しかし、私はPERも見方によっては、まだ株価上昇を示唆する材料になると考えています。

グラフ①：ISM製造業指数



期間：2013年1月～2020年7月 月次データ

グラフ②：ISM製造業指数と12カ月株価リターン



期間：2003年1月～2020年7月 月次データ

[＜次頁へ続く＞](#)

出所：グラフ①、②とも、BloombergよりT&Dアセットマネジメントが作成

当資料中に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権およびその他一切の権利は各インデックスの算出元に帰属します。

また各インデックスの算出元は、インデックス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。

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

たしかに、12ヵ月先予想EPS（一株当たり利益）をもとにしたPER（下記グラフ上では「12ヵ月先予想PER」と表記）は、2020年7月末時点で21.89倍程度と平均的な水準（過去5年平均：17.14倍、過去10年平均：15.48倍程度）を明確に超えています。しかし、以前と比べて金利が大幅に低い環境下で、金利水準が相応であった過去の水準と単純比較することは妥当ではないと思います。

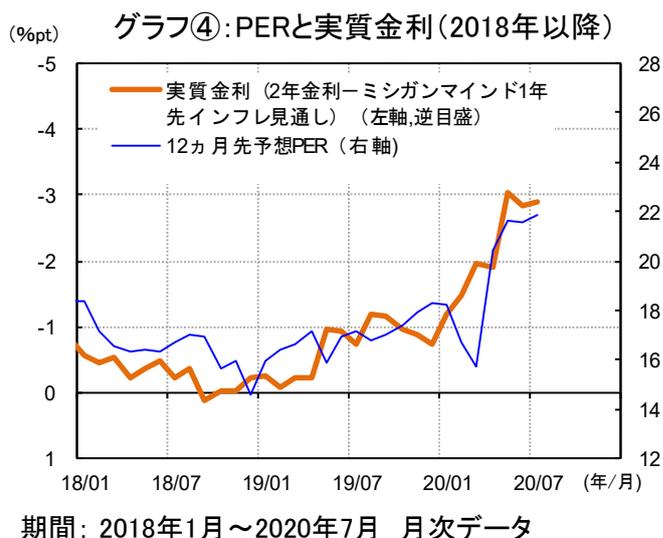
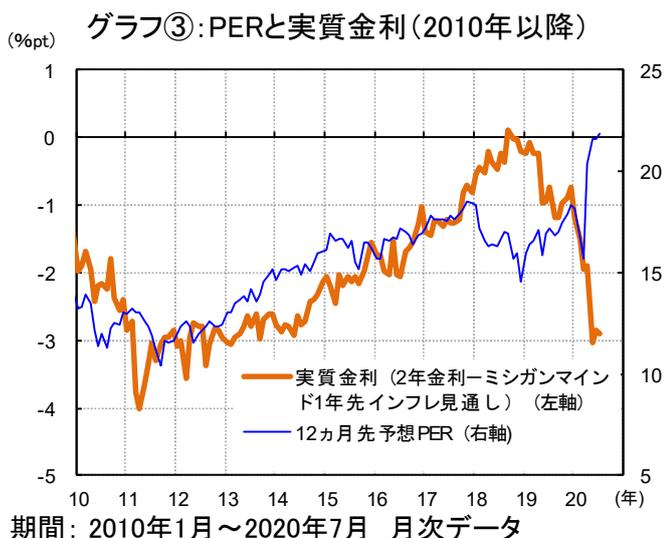
そもそも、2010年以降のPERをみますと、17年まで上昇基調で推移してきました（グラフ③）。これは、リーマンショックで落ち込んだPERが米国経済の拡大とともに、回復に向かった結果でしょう。この間、FRBの金融政策は緩和的ながらも、時間の経過とともに引き締めに向かっていき、名目金利は上昇し、名目金利から期待インフレ率を減じた実質金利もまた上昇しました。

しかし2018年以降、その関係性が崩れます。FRBの引き締め姿勢が市場参加者にとってこれまで以上に重しとなり、PERの低下を招いたと考えられます。2018年以降は、PERと実質金利は逆相関の関係となり、金融相場の様相を呈しています（グラフ④）。

今はまさしく、金融相場の渦中にあり、実質金利は極めて低い水準にあることで、株価は支えられています。2018年以降のPERを被説明変数、実質金利を説明変数とする回帰分析により算出した2020年7月のPER推計値は20.69倍となり、2020年7月末時点の実際のPER21.89倍に近似しています。このPERに依拠するのであれば、足許の株価は割高というよりは概ね妥当な水準と言えるでしょう。

EPSについては、今年度のEPSがコロナ禍の影響で一時的に大きく押し下げられていると考えられるため、2021年の市場予想EPSを参考にし、且つ、足許の米国企業決算が市場予想比良好であることを踏まえて、市場予想（164.63）よりやや高めめの170と予想します。このEPSに、先のPER推計値（20.69倍）を掛け合わせると、およそ3,517となります。

もちろん、これは、楽観的な予想です。実際には新型コロナウイルスの感染再拡大のリスクによりEPSが低下するかもしれませんし、大統領選挙に伴って市場が波乱を迎える（PERは低下）リスクもあります。見方を変えれば、株価がこれまでの上昇基調を続け、もしも3,500を超えるとすれば、その時の金融環境にもよりますが、上昇余地が限られる水準に到達していると意識せざるを得ないでしょう。



出所：グラフ③、④とも、BloombergよりT&Dアセットマネジメントが作成

当資料中に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権およびその他一切の権利は各インデックスの算出元に帰属します。

また各インデックスの算出元は、インデックス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。

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。