

## 2016年以降の経済・市場展望 PART1 米国株式市場と米国金利

「2016年」ではなく「2016年以降」としたのは、より中長期の見通しにも一部言及するからである。まずPART1では米国の利上げで株式市場と長期金利はどう動くのか見通しを述べる。米国の利上げとそれを受けた各市場の反応は2016年、最大のテーマと言っても過言ではないだろう。

### 1. バリュエーションの低下

相当高い確信度を持って言えることは、株式市場のバリュエーションは低下する(少なくとも上がらない)ということである。教科書的に言えば、例えばPER(株価収益率)は割引率(資本還元率)の逆数で、割引率は安全資産の利子率と株式リスクプレミアムで構成されるから、利上げは安全資産の利子率上昇を通じてバリュエーションを押し下げる。そして、グラフ1に示したように、過去、実際のマーケットでもバリュエーションの低下が確認された。表1にまとめた通り、利上げ期間を通じてPERは平均で3倍低下する。率にすると9%低下した。

グラフ1：政策金利とPERの推移(1970年～)

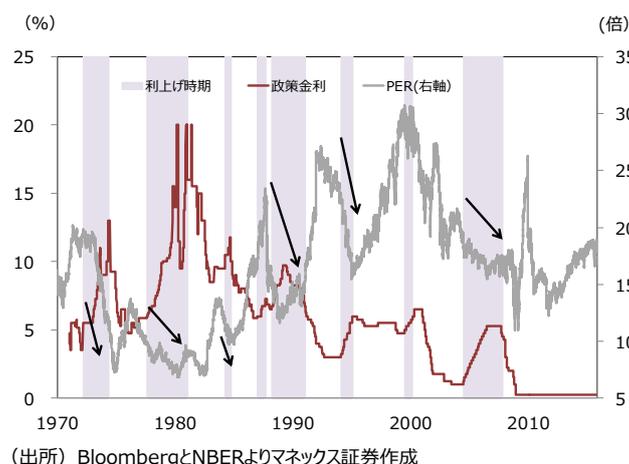


表 1： 米国の利上げ 開始時期	利上げ後の S&P500の 上昇率 (%)	株価が天井をつ けるまでの期間 (月)	政策金利の レンジ (%)	PERの変化 (倍)	PERの変化率 (%)	EPSの変化率 (%)
1972/3/1	-14.1	-	5.50-13.00	19.5-11.6	-40.4	44.3
1977/8/14	43.1	41	6.00-20.00	9.8-9.1	-7.8	50.4
1984/3/26	5.1	41	9.50-11.75	11.8-10.1	-14.2	22.4
1986/12/16	34.7	8	6.00-7.25	17.1-23.4	36.6	-3.5
1988/3/29	41.9	28	6.50-9.75	15.5-15.3	-1.2	28.6
1994/2/4	-0.1	-	3.25-6.00	22.3-15.7	-29.5	42.0
1999/6/30	11.3	9	4.75-6.50	29.9-27.3	-8.8	9.1
2004/6/30	37.2	40	1.00-5.25	18.8-17.4	-7.5	46.9
2015?	?	?	0.25-?			
<b>平均値</b>	<b>19.9</b>	<b>27.8</b>	<b>5.2</b>	<b>-3.0</b>	<b>-9.1</b>	<b>30.0</b>

(出所) FRB、Bloombergよりマネックス証券作成

(注) 赤字の平均値は86年12月の数値を除く

バリュエーションは低下するものの、利上げ開始で米国株相場が腰折れた例はない。利上げ期間を通じて S&P500 は約 2 割上昇した。ピークを打つまでの期間は 28 カ月、つまり利上げ開始から平均すると 2 年以上は上昇相場が続いたということだ。利上げするということは基本的に景気が強いということだから企業収益の面では概して好環境だったと言える。過去の利上げ期間を通じて企業の業績は平均して 3 割拡大した。株価が業績の伸びをそのままトレースしたら 3 割上がっていたところが、2 割の上昇率にとどまったということは、バリュエーションの押し下げ分がそっくり株価の重石となったということである。そういう意味では利上げは(教科書通り)株価にマイナスの影響を与えたのである。過去、利上げ期間中にもかかわらず株価が上がったのは利益が大幅に伸びたからである。

過去と比べて今の米国企業は稼ぐ力が落ちている。トムソン・ロイター調べによると主要企業の 7-9 月期の 1 株当たり利益は 0.8% の減益となった。原油安でエネルギー業種が大幅減益となったほか、ドル高がグローバル企業の業績の重石となった。四半期決算で減益となるのはリーマン危機後に景気後退期に入った 09 年 7-9 月期以来、6 年ぶりだ。

しかし、減益決算は 6 年ぶりとは言え、これまで四半期決算のたびに、「今回ばかりは減益が免れないか」と言われ続けて、最終着地はかろうじて増益をキープしてきた。増益と言っても、「減益ではない」という程度。ほぼ横ばいで利益成長がない状態が続いてきた。

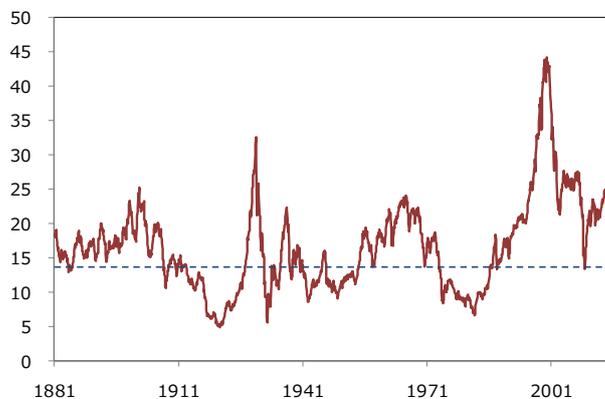
それもそのはずだ。トップライン、つまり売上高が伸びていないからである。低成長時代に売上高を伸ばすのは至難の業だ。米国企業はコスト削減と自社株買いでボトムライン(EPS)を伸ばしてきた。7-9

月期の 1 株当たり利益は 0.8%の減益となったと述べたが、売上高は 4.4%も減収である。2016 年は米国企業の EPS は 8.7%伸びることが見込まれている。しかし、そんな「予測」はあってないようなものである。ちなみに 7-9 月期の 1 株当たり利益は 0.8%の減益となったが、今年の 1 月 1 日時点では 7.4%の増益予想だった。10~12 月期 1 株当たり利益は 3.1%の減益予想だが、今年の 1 月 1 日時点では 12.9%の増益予想だった。このように米国企業の業績は日を追うごとに下方修正されるのが今や当たり前の状況になっている。

2016 年も米国企業にとって業績のドライバーとなるような要因はなく低成長が続くだろう。そこに利上げでバリュエーションに低下圧力がかかるとなれば、米国株は上昇しない。よくて横ばいだろう。無論、PER がすぐに低下するわけではない。政策金利が相応に引き上げられて、過去平均 3 倍程度下がったという事実を照らせば、しばらくバリュエーションは現状のままにとどまる可能性もある。但し、それは非常に危うい均衡に見える。

トムソン・ロイターの推計によれば、向こう 1 年先の予想利益ベースの S&P500 の PER は 16.9 倍であり、過去平均対比は高いものの、それほど割高というわけではない。しかし、エール大学のロバート・シラー教授が提唱する CAPE(景気循環調整後 PE)で測った米国株のバリュエーションは相当危険水域に達している。11 月 10 日付レポート「上放れの並び赤」で紹介したように、PER のもとになる EPS は特別損益などの影響を受けやすいだけでなく、1 期だけの業績であるため、たまたま好景気で高い利益が出たとか、その反対に不景気で利益が落ち込んだり変動が激しい。CAPE は過去 10 年間のインフレ調整後平均利益を使うことで、景気変動の影響を除去したバリュエーション指標となっている。

グラフ 2 : S&P500のCAPEの推移 (1881~)



(出所) エール大学のRobert J. Shillerのホームページよりマネックス証券作成

過去 135 年間で、このシラーP/E レシオが 25 倍を超えたのは、3 回しかない。1929 年の大恐慌の直前

の株価バブルの時期と 2000 年の IT 株バブル(45 倍と米国株市場が最もバブった時期)、そして 2008 年、サブプライムローン・バブルの時期である。その後、バブル崩壊で株式市場が大暴落となったことは説明不要だろう。

そして今また CAPE は 25 倍台に上昇している。08 年 9 月のリーマンショックで、過去平均の 16.6 を下回り 15 倍台に下がった後、上昇を続け、現在は 26 倍である。つまり、景気循環を考慮した利益水準は現在の株価をジャスティファイできないということだ。現在の株価水準が、こうした「危うい均衡」にあるなか、原理原則からすればバリュエーションを押し下げの力がかかる利上げを迎えるのだということ、よく認識しておく必要があるだろう。

## 2. 利上げのペース

米国企業業績の伸び鈍化、バリュエーションの低下が予見されるなか、鍵を握るのは利上げのペースがどうなるか、ということである。これについては、「この 12 月から利上げが開始され、その後 2016 年は四半期毎に 25bps ずつ FF 金利誘導目標が引き上げられる」というのが市場のメインシナリオと考えて良いだろう。ざっくり言って、今後 1 年で 1%、政策金利が上がる、という見通しである。

なぜこの見通しがメインシナリオとなったかと言えば、前回の FOMC 議事要旨の冒頭で、均衡実質金利(equilibrium real interest rate)に関する議論が記述されていたからだ。FOMC スタッフは様々な手法による推計を示し、均衡実質金利は(1)金融危機後にマイナス領域まで低下した、(2)その後回復したがゼロ近傍にあり、過去の景気拡大期に比べて相当低い、(3)米国に限らず多くの先進国では、過去四半世紀には実質短期金利がゼロ近傍にあった、(4)TFP と労働力人口の成長率が改善しなければ、均衡実質金利は金融危機前に比べて低位に止まる、といった点を説明したという。

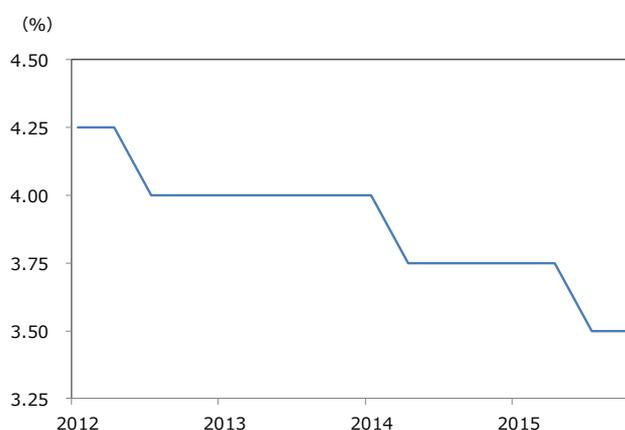
端的に言って、均衡実質金利は政策金利の目標となり得るものだ。FF 金利は名目の値だから、「均衡実質金利+インフレ率」=「目標 FF 金利」と考えていいだろう。そうすると、均衡実質金利が現在ゼロ近傍、FED が見ているインフレ率の指標であるコアPCE(総合個人消費支出)デフレーターは 1%台前半であるから、当面の目標 FF 金利も 1%台前半となるはずだ。これが、四半期毎に 25bps ずつ FF 金利誘導目標が引き上げられて、今後 1 年で 1%、政策金利が上がる、という見通しの根拠である。

## 3. コナンドラム再び - 長期金利は上がらない

もうお分かりだろうが、今後の利上げのペースと水準は、インフレがどうなるかでほぼ決まると言っている。仮にFEDがターゲットとするインフレ率2%が達成されるとしても、均衡実質金利が現在ゼロ近傍である状況が変わらなければ - そしてそれは一朝一夕に変わるものでもないため - FF金利もせいぜい2%台前半までしか上がりようがないということだ。

現在、FOMCメンバーの長期的なFF金利の見通しは中心値で3.5%だが、これは時間の経過とともに下がってきている。次回、12月会合で示されるドットチャートでも再び下がるだろう。理由は前段で述べた通りである。利上げ決定と同時に先行きの政策金利の見通しを下方修正するだろう。こうした状況では長期金利は上がりようがない。イールドカーブはフラットニングを一層強めるだろう。

グラフ 3：長期的なFFレート（FOMCメンバー予測の中央値）



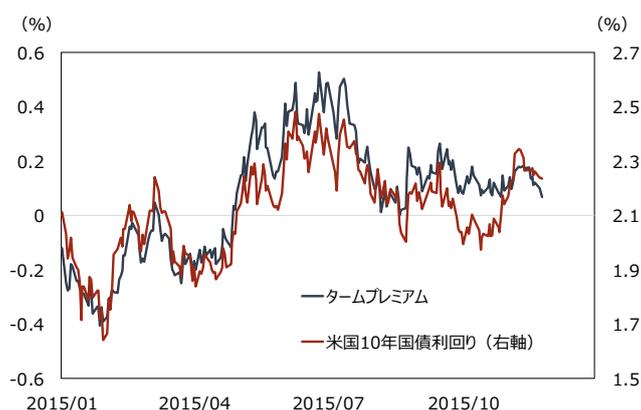
(出所) Fedよりマネックス証券作成

これは今年5月に書いたレポート「[米国の長期金利は上昇するか](#)」の結論を撤回するものである。前回の利上げ時(2004年～)には度重なる利上げにもかかわらず、長期金利が上昇せず、その状況を当時のFRB議長アラン・グリーンSPANは「Conundrum(コナンドラム: 謎)だ」と呼んだ。「米国の長期金利は上昇するか」のレポートでは、当時長期金利が上がらなかったのは、タームプレミアムが剥落し大幅に低下したからであるとのNY連銀の分析を紹介した。そして、今はマイナスの領域にまでタームプレミアムが下がっており、低下余地が限られる、すなわちタームプレミアムはこれ以上、下がりようがないのだから後は上がるだけ、少なくとも短期金利上昇に合わせて長期金利は上がるだろうというのが結論だった。レポートの最後で、<今度、FRBが利上げに動くとき、イエレン議長はグリーンSPANの台詞、「Conundrum(謎)」を繰り返すことはないだろう>と書いたけど、撤回させていただく。

前回の利上げ時、タームプレミアムを食い尽くしたのは米国債に対する中国からの旺盛な投資需要だった。当時は中国が貿易で稼いだドル紙幣が米国債に振り替わって中国の外貨準備を構成するという

構図だった。ところが今や180度、正反対の状況にある。中国経済の構造変化もあって、中国はもはや貿易で稼げなくなりつつある。外貨準備は減少の一途だ。中国は米国債を売却しているとの憶測も絶えない。しかし、それが事実だとしても米国金利は上がらない。中国に絡む需給だけで米国債市場という大きなマーケットの需給を読み解くのは無理があるだろう。

グラフ 4：米国長期金利とタームプレミアムの推移（2015年～）



(出所)ニューヨーク連銀HPのデータを基にマネックス証券作成

話をもう一度、タームプレミアムに戻そう。5月のレポートで米国金利が今度は上がるだろうと予想したのは、タームプレミアムがマイナス領域まで下がっており、低下余地に限られる、これ以上、下がりようがないのだから、というのが根拠だった。しかし、その後、欧州はマイナス金利が拡大し、日本までもドル資金調達にプレミアムがついていることから短期国債利回りがマイナスで推移している。もはや、マイナス金利の世界が常態化している。

異常なことが平気で起こる時代になった。これが僕が見方を変えた理由である(いまさら感満載だが)。

異常なことと言えば、スワップスプレッドのマイナスが拡大している。米国債よりスワップ金利のほうが低いのだ。アメリカという国家の債務より、カンターパーティ・リスクのあるスワップ契約のほうが信用力が高いといわんばかりだ。

異常なことの常態化 - それはすなわち、言い古された感のある「ニューノーマル」という概念がまだ厳然と続いているということなのだろう。「ニューノーマル」と表裏一体で語られることの多い「セキュラー・スタグネーション(長期停滞論)」。この理論の提唱者であるローレンス・サマーズの主張を要約したポール・クルーグマンのニューヨークタイムズ紙への寄稿がある。もう2年も前に書かれたものだが、奇妙なほど現在にフィットしている。<彼は、このような状況(=均衡金利がマイナスの状況)では通常

の経済政策のルールは通用しない、ということも指摘している。僕が好んで使っている表現で言えば、美德は悪徳になり、慎みは愚行になるのである。貯蓄は儉約のパラドックスのために経済を停滞させ、さらに投資も停滞させる。債務や赤字を軽減しようとすることは、不況をさらに悪化させる> (Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers; NOVEMBER 16, 2013)

マイナス金利の世界では、普通の世界の「常識」が「非常識」になる。だから - タームプレミアムだっ  
てマイナスが常態化しても、もはや不思議でもなんでもない。米国の長期金利は、少なくとも利上げ開  
始からしばらくは大きく上昇することはないだろう。

PART2 では為替の見通しと米国経済のより根本的な 이슈について述べる。頭出ししておく、今  
後の利上げはインフレが鍵と書いたが、そのインフレは弱いままだろう。原油価格云々の話ではない。  
原油等コモディティ市況が軟調だというのは、インフレ(の一部)が弱いということでトートロジー(自己  
循環論法:同じことの言い換え)に過ぎない。インフレが高まらないのは賃金が伸びないからで、それ  
はここ数年のことではない。もっと長期かつ本質的な問題がそこにある。「21 世紀の資本論」もしくは  
「21 世紀の産業革命」と言うべき問題である。



#### ご留意いただきたい事項

マネックス証券(以下当社)は、本レポートの内容につきその正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。当社が有価証券の価格の上昇又は下落について断定的判断を提供することはありません。

本レポートに掲載される内容は、コメント執筆時における筆者の見解・予測であり、当社の意見や予測をあらわすものではありません。また、提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。

当画面でご案内している内容は、当社でお取扱している商品・サービス等に関連する場合がありますが、投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、投資勧誘を目的として作成したものではありません。

当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。

本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

当社でお取引いただく際は、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。お取引いただく各商品等には価格の変動・金利の変動・為替の変動等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。信用取引、先物・オプション取引、外国為替証拠金取引をご利用いただく場合は、所定の保証金・証拠金をあらかじめいただく場合がございます。これらの取引には差し入れた保証金・証拠金(当初元本)を上回る損失が生じるおそれがあります。

なお、各商品毎の手数料等およびリスクなどの重要事項については、「[リスク・手数料などの重要事項に関する説明](#)」をよくお読みいただき、銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断で行ってください。

#### 利益相反に関する開示事項

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。