

米国株 この先の投資スタンス

割高感なき史上最高値更新

企業収益の減益局面に終わりが見えてきたことを背景に NY ダウ、S&P500 は史上最高値を更新した。足元で本格化している米国主要 500 社の 2016 年 4-6 月期決算はトムソン・ロイターの集計によると 4.8% 減の見通しだ。1-3 月期の最終利益は前年同期比 5% 減益となったが、4-6 月期も同じ程度の減益が続く。減益はこれで 4 四半期連続となり、リーマンショック後の 09 年以來となる長期の減益局面を迎えている。

減益の要因は明らかで、資源価格の下落とドル高である。4-6 月の WTI 価格は平均すると 1 バレル約 46 ドルで推移した。前年同期と比べるといまだ 2 割安い水準でこれを受けた「エネルギー」は 78% の減益、「素材」も 10% 超の減益が見込まれている。だが、もうひとつの減益要因であるドル高には歯止めがかかっている。加えて「一般消費財」(8% 増) や「ヘルスケア」(4% 増) など内需消費関連は堅調だ。こうしたことから、4-6 月期も減益局面は続くが 1-3 月が収益の底で、7-9 月期には 5 四半期ぶりに前年同期比で増益に浮上することが見込まれている。

足元は悪くても、先行きの収益改善を織り込むのが株式市場。このタイミングで最高値をとってきた米国株は、マーケットとしての価格形成メカニズムがちゃんと機能していると感じる。

前回史上最高値をつけた 1 年 2 カ月前と比べても、割高感はない。PER は 17 倍で同じだが金利水準がまるで違う。当時より現在は約 80bps も長期金利が低く、その結果リスクプレミアムが高い水準にある。この観点からは米国株の上値余地は(まだもう少し)残されていると言える。

| 高値更新の日付 | SP500 株価 | EPS | PER(倍) | 10年国債利回り | リスクプレミアム |
|-----------|----------|--------|--------|----------|----------|
| 2015/5/21 | 2130.82 | 124.25 | 17.15 | 2.19% | 3.64% |
| 2016/7/13 | 2152.43 | 126.50 | 17.02 | 1.47% | 4.40% |

(出所) Bloomberg データよりマネックス証券作成

波乱材料は何か

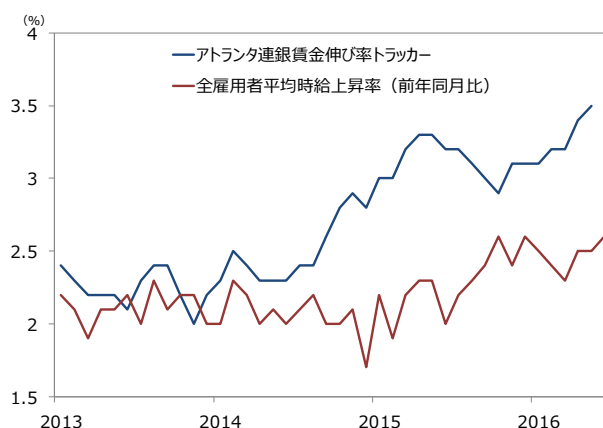
短期的には非農業部門雇用者数の振れが大きくなっていることに注意が必要だろう。米国の雇用情勢に、英国国民投票の結果(BREXIT)がすぐ反映されるとは思えないが、これだけ統計がブレしているだけに、BREXIT 後の 7 月分が発表される来月の雇用統計は再び波乱材料になるかもしれない。

僕は米国景気については、今がピークの状態にあり、この高原状態はしばらく続くが、今がピークということはこれより良くはならないのだから、景気後退は時間の問題だと思う。おそらく来年には景気後退を迎えるだろう。いずれにせよ、米国経済は減速に向かうだろう。

失業率は 5%を切って完全雇用の状態にある。ということは、雇われるべきひとは雇われ尽くしてしまったのだから、新しい職が生まれない限りこれ以上、雇用は増えない。足元は完全雇用だから、労働需給は引き締まり、賃金にも上昇圧力がかかるだろう。リーマンショック前の好況時に年 4%前後で伸びていた賃金は、今回の景気回復局面では上昇が鈍い。それでもようやく 2%台半ばまであがってきた。

アトランタ地区連銀の賃金伸び率トラッカーはすでに 3.5%まで上昇、7 年ぶりの高水準をつけている。この指標は人口構成のバイアスを調整しているので、より正しい賃金インフレの指標だという声もある。人口構成のバイアスとは、新たに労働人口に加わる人々よりも賃金の高いベビーブーマー世代が労働力人口から離脱していることが反映されているというものだ。

アトランタ連銀の賃金トラッカーと平均時給上昇率



(出所) Bloombergデータよりマネックス証券作成

しかし、構造問題は人口動態だけではない。テクノロジーの発達によって、労働分配率が落ちていると

ということもある。労働におカネが払われなくなっているということだ。人間に高い賃金を払わなくても（機械が働いてくれるから）生産は落ちないということがわかってきたためだ。雇用者数は増えても、その多くが低賃金の労働者である。だから平均賃金の上昇が鈍いのである。このポイントは興味深く、また非常に重要だが、詳しい議論はまた別の機会に譲る。

ここでの論点は、いろいろ問題がありながらも、米国の労働市場は飽和状態にあり、賃金インフレの兆しが出ているということだ。これを受けて、現在は引っ込んでいる年内利上げ観測が再浮上することはじゅうぶんあり得る。その時、米国株は調整を迎えるが、その先、新たな大統領（どちらがなっても）のもとで迎える景気後退局面では、再び金融緩和を背景に上昇基調を辿っていくだろう。

問題は、その前にいったん調整が来るであろうということだ。振れの大きくなっている雇用統計のサプライズ、賃金インフレの兆しからの利上げ観測の再燃、そして利上げが行われたら、その後に来る景気後退の予兆。それらが米国株を史上最高値圏から引きずりおろすことになるだろう。

重要なことは、米国株は、マーケットとしての価格形成メカニズムがちゃんと機能しているということだ。株価を決めるのは企業が生み出すキャッシュフローとその割引率である。だから金融緩和の兆しをマーケットが嗅ぎ付ければ、株価は上昇する。高値で売って、調整局面で仕込んで次の金融相場を待つ。それが今後 1 年程度の米国株の投資スタンスだ。

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。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会