

Economic Data Watch

金融市場調査部 シニアエコノミスト
渡辺 浩志

米国株、注目はリスクからリアルへ

KEY POINT

- 足下の株価下落はもっぱら不安心理に基づくPERの悪化によるもの。リスクに過敏な相場
- 株価乱調でも景況感指標は堅調。マクロ景況感は不安心理に振り回されず、経済のリアルを正確に評価
- 中間選挙を終えれば市場の目はリスクからリアルへ。PERの復元と共に株価は企業業績が指し示す水準へ
- 株価の景気先行性は半年がせいぜい。10月の株価下落は米国の景気後退を織り込んだ本格調整ではない

リスクに過敏な相場

9月から10月は世界各地で様々な政治・経済リスクが発生した。米国の対中制裁第3弾の発動、イタリアの新年度予算を巡るEUとの対立、英国のEU離脱交渉の難航、サウジ記者殺害など、挙げればきりが無い。こうした不透明感はリスクプレミアムの上昇を通じて米国の長期金利の急騰させ、株価急落の引き金を引いた(図表1)。S&P500株価指数は10月3日の2925.51から29日の2641.25まで、約9.7%の下落となった。

図表1: 長期金利と株価

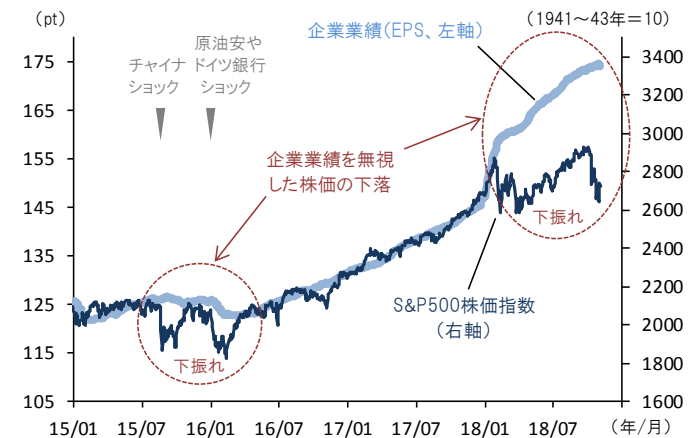


出所: Bloomberg, SonyFH

リスク要因への警戒は、株価急落と共に恐怖指数(VIX指数)を跳ね上がらせた。これが「リスク・パリティ戦略(ポートフォリオ内の各資産の価格変動の寄与を均等化する投資戦略)」に基づく株式の機械的な売りを呼び、株価の下落に拍車をかけた。もっとも、これ程の短期間に実体経済や企業収益見通しが急変するはずはない。企業業績を表すEPSは堅調を保っており、**株価の下落はもっぱら不安心理に基づくバリュエーション(PER)の悪化によるもの**といえる(図表2、3)。

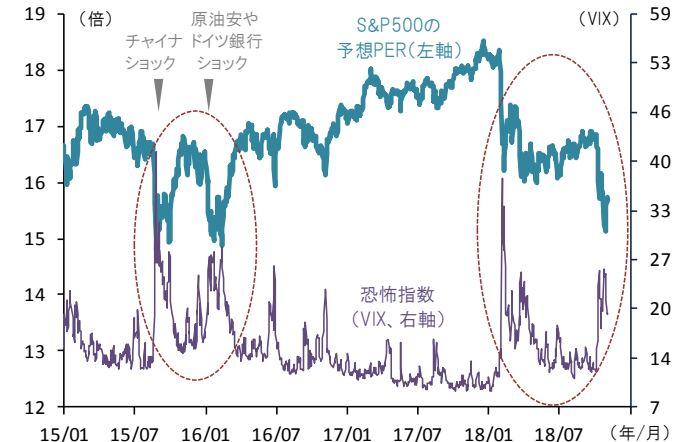
7-9月期の決算発表時の米国の株価は、貿易戦争を巡るコスト高や中国の景気減速リスクには敏感に反応したが(キャタピラーやスリーエム)、好業績はほとんど無視か過小評価していた感がある(アマゾン・ドットコムやアップル)。市場の目がリアルよりリスクにばかり向いていた印象だ。

図表2: 好業績のなかでの株価下落



出所: Bloomberg, SonyFH

図表3: 米国市場はリスクに過敏

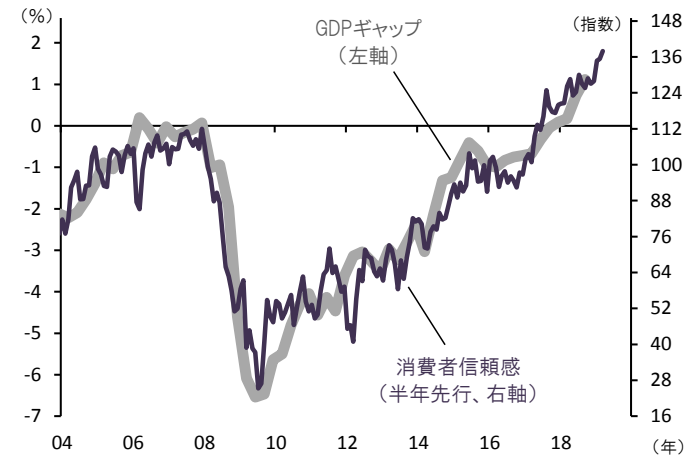


出所: Bloomberg, SonyFH

マクロ景況感指標はリアルを見ている

一方、10月の消費者信頼感指数は市場予想に反して上昇し、8年ぶりの高水準を付けた。株式市場が荒れる中でも消費者信頼感指数が下がらなかったのは、**同指数が不安心理に振り回されることなく、経済のリアルを正確に評価しているから**と考えられる。図表4にみるように、消費者信頼感指数は実体経済の強弱を表すGDPギャップに半年先行して動いている。すなわち、**消費者信頼感指数は半年先の米国の実体経済をほぼ完璧に予想している**のである。

図表4: 消費者信頼感は半年先の景気を正確に予測

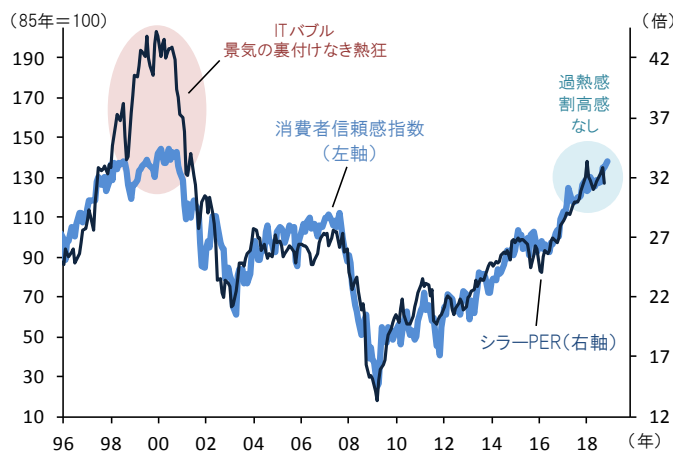


出所: CBO、BEA、コンファレンスボード、SonyFH

注目はリスクからリアルへ

株価の評価でよく耳にするのは「PERが〇倍を超えたら割高」との表現だ。しかし、その時々で企業業績の期待成長率や金利(割引率)は異なるため、PERを絶対水準で語るのはナンセンスである。その点、**消費者信頼感**は**実体経済の先行き**を総合的に評価するものであるから、これを**PERの判断基準とするのが適切**である。短期的な景気変動を除去したPERであるシラーPERと消費者信頼感指数の関係を見れば、2000年頃のITバブル期を除けば概ね安定している(図表5)。

図表5: 米国株価には割安感

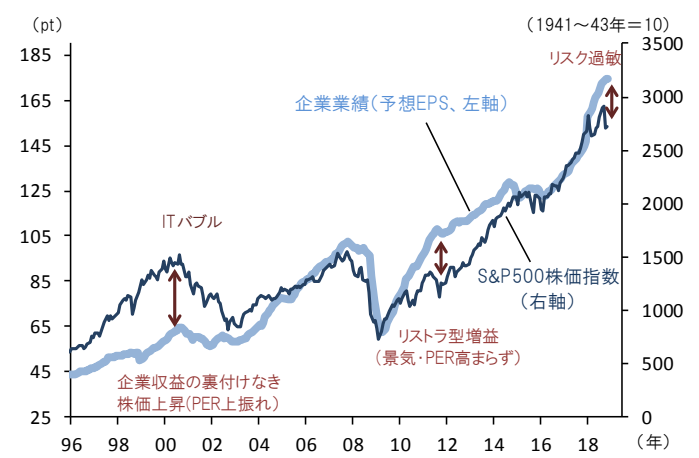


注: シラーPER=インフレ調整後1株当たり利益の10年移動平均値から計算した株価収益率。一時的・循環的要因を排除して株価の割安・割高を見る指標
出所: Robert Shiller教授、コンファレンスボード、SonyFH

足下のPERはITバブル期以来の高水準となっているが、それは消費者信頼感指数が示す実体経済の見通しが明るいからである。景気との見合いでは、PERは高くない。すなわち、米国の株価は10月の急落前ですら過熱感はなく、足下の水準は景気から見れば割安感が強いといえる。

米国の中間選挙を終えれば、眼前の不透明要因はひとつ消える。市場参加者の目がリスクへの過度な警戒からリアルの評価へと戻ってくれば、PERの復元とともに株価は企業業績が指し示す水準へ回帰しよう(図表6)。

図表6: 米国の企業業績と株価の長期的な関係



出所: Bloomberg、SonyFH

景気に対する株価の先行性は半年がせいぜい

なお、消費者信頼感指数が予測可能なのは概ね半年先までの景気である。それゆえ**景気に対する株価の先行性も半年がせいぜい**である。最近、よく耳にするのは「2020年景気後退説」だが、本当にそうなるなら株価は2019年の後半頃から本格下落となるのではないかと。足下の株価下落が2020年以降の景気後退を予見したものである可能性は低く、それゆえ株価調整は長引かないと思われる。

なお、筆者は少なくとも向う3年は米国発の景気後退は起こらないとみる。それゆえ、米国株価は適度な調整を挟みながらも、まだ2年以上は上昇が続くと予想している(詳細は『[異形のポリシーミックスと悪い金利上昇のリスク](#)』Special Report、2018年10月29日を参照)。



尾河 真樹 (おがわ まき)

執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン証券などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析、および個人投資家向け情報提供を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。著書に『為替がわかればビジネスが変わる(2014年日経BP社)』、『富裕層に学ぶ外貨投資術(2015年日経新聞出版社)』、『(新版)本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』などがある。



菅野 雅明 (かんの まさあき)

シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などの役職を歴任。日本経済研究センター主任研究員(日本銀行より出向)を経て、1999年JPモルガン証券入社、チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクターとして日本の金融経済分析・予測を担当。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員、財務省「関税・外国為替等審議会」専門委員、内閣府「経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会、金融・資本市場ワーキンググループ」メンバー、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」メンバー、厚生労働省「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班」専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」、日経QUICK「QUICKエコノミスト情報」、東洋経済「経済を見る眼」「論点」、NTT出版「危機の日本経済」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)

金融市場調査部 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)

金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から研究員として、外国為替相場について調査・分析、レポートや書籍、ブログ、Twitterなどの執筆、セミナー講師、テレビやラジオなどのコメンテーターとして活動。2016年11月より現職。外国為替市場の調査・分析業務を担当。

本レポートについてのご注意

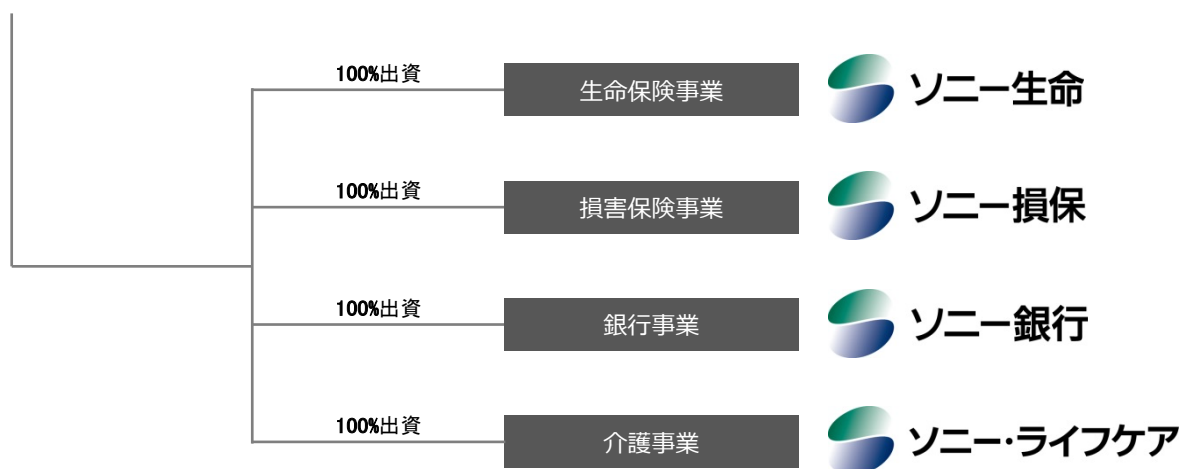
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルホールディングス

東証第一部上場(銘柄コード8729)



- ソニーフィナンシャルホールディングスは、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社で、東京証券取引所第一部に上場(銘柄コード8729)しています。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、業績、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfh.co.jp>