



BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Toshiki Iwaoka | 岩岡 聰樹

Managing Director and Chief Economist

+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

Satoko Ural | 浦 賢子

Economist

+1(212)782-5710, sura@us.mufg.jp

A member of MUFG, a global financial group

長期出張のため Weekly は4週間休刊となります。
ご迷惑をおかけしますが、どうぞよろしくお願い
致します。

October 17, 2014

< FOCUS >

株価の割安・割高は今後の成長次第

- 先週末から今週半ばにかけてグローバルな株安が進行したが、米国の経済指標は堅調さを維持している。9月の小売売上は今年1月以来の減少となったものの、3ヵ月前比で均してみるとそれほど弱くない。また、良好な雇用所得環境が維持されていることは先行きの個人消費にとって明るい材料である。
- この間、消費マインドも緩やかな改善基調が持続している。ミシガン大学消費者センチメント（10月速報値）は86.4と、昨年夏場の直近ピークを超え、今回回復局面では最も高い水準へ改善した。内訳では、雇用所得環境を反映する現況指数は横這いだったが、緩やかな改善トレンドが維持されている。失業率低下を中心とする労働市場の累積的回復が雇用者所得の改善、さらに家計マインドの押し上げに繋がっていることは評価できる。
- 一方、このところの株安の背景は複合的であるが、FRBの資産買入プログラムが終了するタイミングであることも影響しているとみられる。昨年末以降、FRBによる量的緩和のテーパリングにもかかわらず株価はさほど大きな調整もなく上昇基調を辿ってきた。ファンダメンタルズの決算期も重なるなか、海外経済の減速懸念等をきっかけに株価は売られやすかったと考えられる。
- 米国のファンダメンタルズは総じて堅調であることや、今後、FRBが利上げを急ぐとは考えにくいこと、さらに足元の金利や原油価格の低下は景気下支え要因となることを踏まえると、海外経済の急失速等が無ければ、株価の調整がさらに深まる事態は回避されよう。バリュエーションの点からもPERは約15倍と1990年以降の平均とほぼ同じ水準にある。
- 他方、PERでみた株価のバリュエーション自体、利益成長に対する市場の期待次第であり、あくまで相対的なものでもある。今回回復局面におけるPERの平均は約13倍と、異例の金融緩和にも関わらず、過去の回復局面に比べ低く、危機後の潜在成長率低下が市場の成長期待の重石になっていることが窺われる。当然ではあるが、市場の期待成長率が上昇するには、来年にかけFRBが予想する+3%成長がいよいよ実現することが欠かせない。

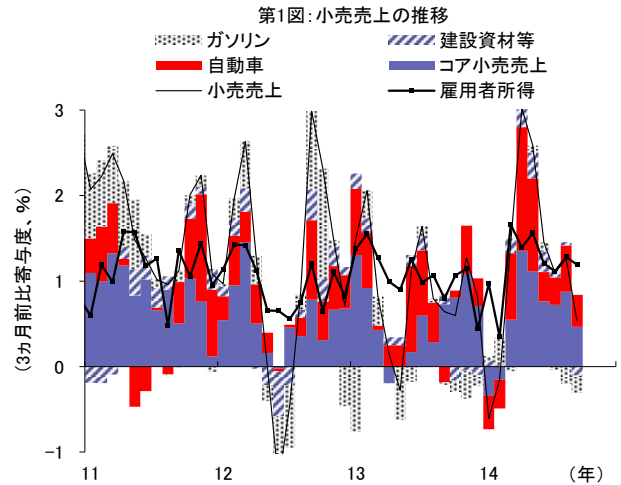
<FOCUS> 株価の割安・割高は今後の成長次第

小売統計は悪くない

先週末から今週半ばにかけてグローバルな株安が進行したが、米国の経済指標は堅調さを維持している。

まず、9月の小売売上が前月比▲0.3%と今年1月以来の減少、コア小売売上（自動車関連・ガソリン・建設資材等を除く）は横ばいとなったものの、3カ月前比ベースで均してみるとそれほど弱いわけではない（第1図）。小売全体についてはガソリン価格低下が影響しているほか、コア小売売上については若干弱めではあるが、これまでかなり堅調だったことを踏まえれば懸念するほどの減速ではなからう。

特に雇用所得環境が良好な点は個人消費にとって明るい材料である。雇用統計における雇用者所得（名目）は3カ月前比で+1%以上の伸びを示している（同図）。実質ベースでも、ガソリン価格低下もあってインフレ率が安定しているためさほど弱いわけではない。

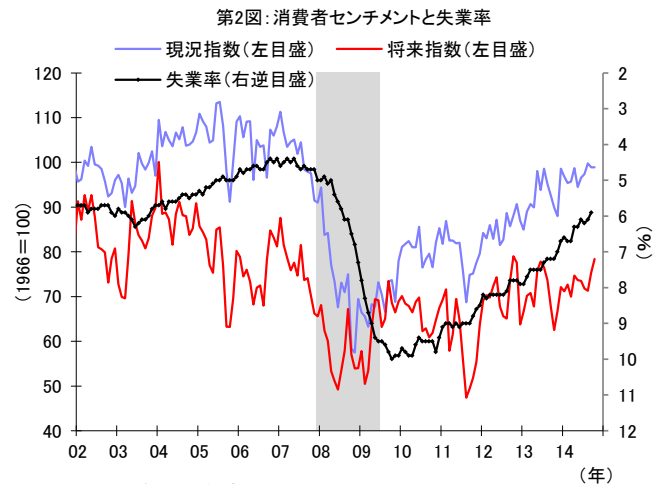


（資料）米国商務省、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

失業率低下を受け消費マインド改善継続

この間、消費マインドも緩やかな改善基調が持続している。金曜日に公表されたミシガン大学消費者センチメント（10月速報値）は86.4と、直近ピークである昨年夏場の85.1を超え、今回回復局面では最も高い水準へ改善した。

内訳をみると、雇用所得環境を反映する現況指数は98.9と横這いとどまったものの、緩やかな改善トレンドは維持されている（第2図）。当月は振れの大きい期待指数がガソリン価格低下を受けて大幅に上昇し全体を押し上げた点は、今後の改善ペースの持続性という点で多少割り引く必要があるものの、失業率低下を中心とする労働市場の累積的回復が雇用者所得の改善、さらに家計マインドの押し上げに繋がっていることは評価できるだろう（同図）。



（注）シャドウは景気後退局面。
（資料）労働省、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

株価下落の理由は複合的、量的緩和終了も影響か

一方、このところの株安の背景は複合的であるが、先週の Weekly でも指摘した通り、FRBの資産買入プログラムが終了するタイミングであることも影響しているとみられる。量的緩和終了のタイミングに前後して株価が調整されることはこれまでも繰り返されてきたが（次頁第3図）、昨年末以降FRBによる量的緩和のテーパリングが進められているにもかかわらず、

株価はさほど大きな調整もなく上昇基調を辿ってきていた。ファンドの決算期も重なるなか、欧州や中国経済の減速懸念等をきっかけに株価は売られやすかったと考えられる。

株価の調整は長期化しない公算

上述の通り米国のファンダメンタルズは総じて堅調であることや、金融政策面では量的緩和終了後もFRBのバランスシート自体は当面維持される方針であるほか、今後、FRBが利上げを急ぐとは考えにくいこと、さらに足元の金利や原油価格の低下は景気下支え要因になることを踏まえると、欧州や中国経済が急失速するような事態が無ければ、株価の調整がさらに深まる事態は避けられるように思われる。

また、バリュエーションの観点からも、足元の株価はさほど高過ぎるわけでもなかろう。S&P500ベースの予想PERは15倍程度と、1990年以降の長期平均とほぼ同じ水準にある(第4図)。

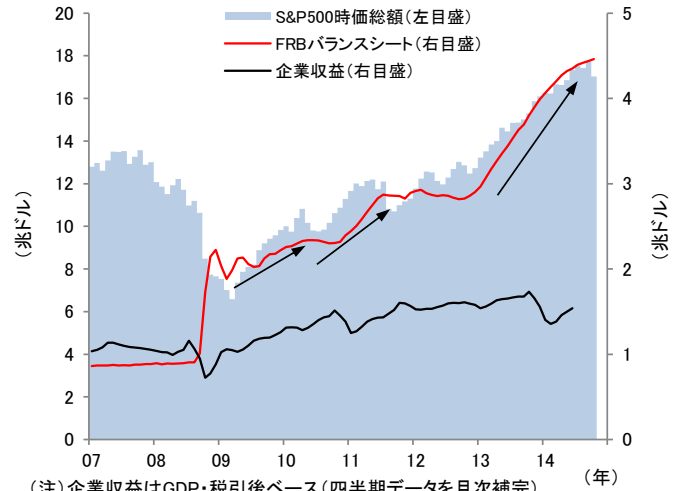
株価の割安・割高は成長期待次第

他方、PERでみた株価のバリュエーション自体、利益成長に対する市場の期待次第であり、あくまで相対的なものでもある。

今回回復局面におけるPERの平均は約13倍と、FRBによる異例の金融緩和にも関わらず、過去の回復局面に比べて低水準にあり(2000年前後の株式バブル期は除いて考える必要がある)、危機後における米国経済の潜在成長率低下が市場の成長期待の重石になっていることが窺われる。当然ではあるが、市場の期待成長率が上昇するには、今年後半から来年にかけて、FRBが予想する+3%成長がいよいよ実現することが欠かせない。

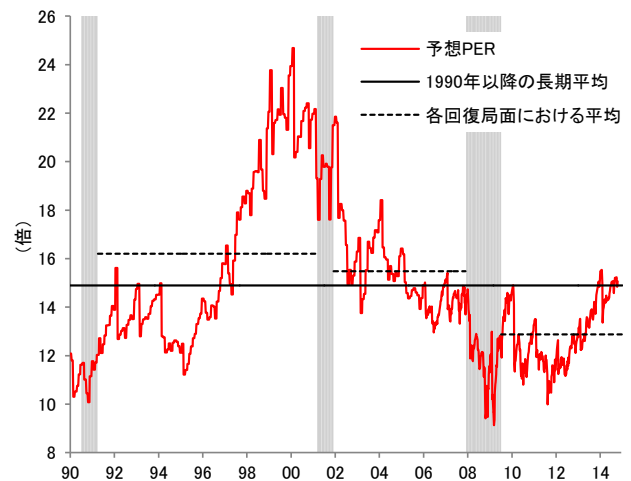
(岩岡聡樹)

第3図: 株式時価総額と企業収益・FRBバランスシート



(注)企業収益はGDP・税引後ベース(四半期データを月次補完)、直近は4~6月期。
(資料)FRB、商務省、ブルームバーグより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: PERの推移



(注)S&P500ベース、週次データ。シャドウは景気後退局面。
(資料)Datastreamより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.