

Topics

- ▶ 11月10日公表の米国CPIが下振れたことから、金融引き締め観測が後退し、株価上昇、金利低下、ドル下落と市場は大きく動きました。しかし、今後のインフレのトレンドを見極めるためには、さらなるデータが必要で、市場は落ち着きどころを探る展開となっています。
- ▶ 米国CPIは鈍化に向かっているとみられ、再度政策金利のターミナルレート予想が5%超になるようなインフレデータがなければ、米国金利やドルは一旦ピークを打った可能性があります。
- ▶ 株式市場では金利低下からバリュエーションの拡大期待がありますが、同時に先行きの企業業績見通しも悪化しており、レンジを抜けて上昇するにはしばらく時間がかかる見込みです。**チーフストラテジスト 荻原 健**

米CPI下振れでターミナルレート予想が低下

米労働省が11月10日に発表した10月の食品・エネルギーを除くコアCPI（消費者物価）は、前年比+6.3%、前月比では+0.3%と鈍化し、市場予想を下回りました。コア財CPIが前月比▲0.4%と低下し、幅広い品目で上昇率が鈍化するなど、今後のインフレ低下期待が高まる内容となりました。

CPIの結果を受けて、市場の米政策金利予想は下方修正されました。FF金利先物市場が織り込むFF金利予想を見ると、ターミナルレート（利上げの最終着地点）は4.9%近辺となり5%超の水準から低下しました（図表1）。

23年12月の水準も4.5%近辺に低下し、来年後半の利下げを織り込むとともに、FOMC（連邦公開市場委員会）参加者の9月時点の見通しも下回りました。

米金利、ドルは一旦ピークアウトか

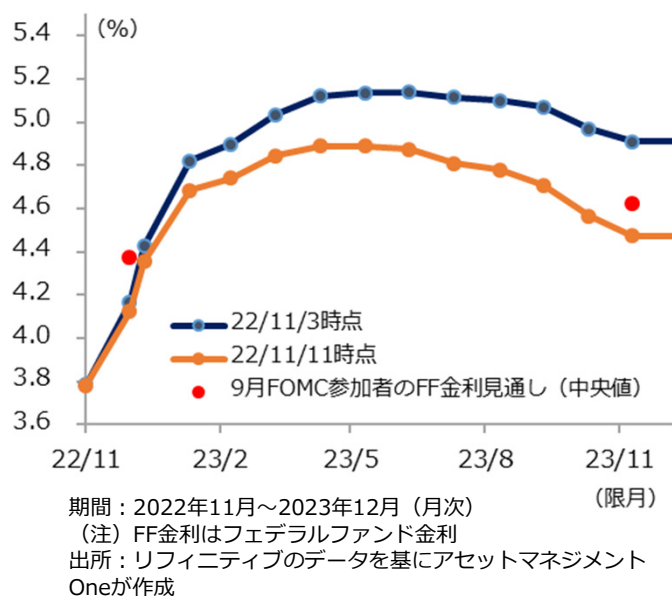
米CPI鈍化は、株式、債券市場などで好感され、11月10日にS&P500は5.5%上昇、米10年国債金利は0.3%低下、ドル・円は5円以上円安方向へ大きく動きました。米株価は2022年初から続く調整局面での動きのため、上昇が続くかは、今後の業績しだいとみられます。

一方、米金利とドルについては、インフレの高止まりと、ターミナルレートの5%以上への上昇を織り込んで上昇してきました。今後は、インフレ低下が期待されることから、米金利とドルは一旦ピークをつけた可能性があると考えます（図表2、4）。

市場ではFRB（米連邦準備理事会）が2022年12月のFOMCで0.5%の利上げを実施すると予測しており、これまでの0.75%の大幅利上げから鈍化が見込まれます。その後はFRB高官によれば、利上げの累積がもたらす景気抑制効果が表れるかどうか依存し、実際のデータしだいとしています。

これまでのところFOMCのメンバーの多くは、インフレ警戒を緩める姿勢は示していません。一方、これまでの利上げによって、引き締め効果が必要以上に大きくなるリスクについても認識されています。インフレ圧力の鈍化が確認されれば、利上げペースも鈍化していくとみられます。12月のFOMCで示される参加者のFF金利見通しが注目されます。

図表1 FF金利先物レートとFOMC参加者のFF金利見通し



図表2 日米株価の推移と米国10年国債金利



次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 米国株価のバリュエーションは依然割高だが、金利変動性低下で改善の可能性も

米国株（S&P500）の予想PER（株価収益率）をみると、概ね米国実質金利と連動して動いています。2022年初からの米国株の調整局面では、実質金利が上昇しPERが低下したことが株価の下落要因となっています（図表3）。

2022年の8月以降の米実質金利が上昇した局面ではPERも相応に調整しましたが、金利対比では割高な状態が生じました。この割高感、10月のCPI発表後の金利低下でも解消されていません。

米金利が上昇した局面では、米国債券市場の変動性も大きく高まりました。米政策金利のターミナルレートが見通せない環境が債券市場の変動性を高めてきたと考えられます（図表4）。

2021年以降のMOVEインデックスをみるとドルインデックスと連動性が高まっています。CPIが低下期待に転じ、ドルが反転した中で、MOVEインデックスも低下に転じています。インフレの低下が継続し、債券市場の変動性も低下すれば、今後株価のバリュエーションを支える要因になるとみられます。

## 業績見通しは下方修正が続く、業績予想の反転には時間がかかりレンジ相場継続か

日本の企業業績をみると、2022年度の売上高は+13.4%増収、最終損益は+7.4%増益が見込まれています（日本経済新聞社集計、東証プライム上場企業の全産業ベース）。非製造業が牽引するほか、円安も一部製造業に追い風となり増収、増益が見込まれています。

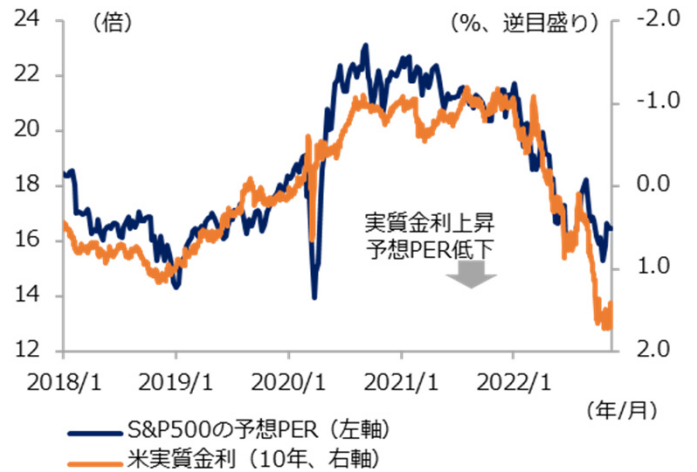
米国の企業業績はS&P500のEPS（一株当たり利益）で見ると、2022年が+5.8%、2023年が+4.9%と増益が見込まれています（リフィニティブの2022年11月11日時点の集計値）。2022年はエネルギーセクターが牽引し、2023年は消費関連セクターが牽引する見通しとなっています。

しかし、企業収益の方向性を見ると、日本企業は増益の見通しを維持しているものの、米国企業の収益は悪化が続く見通しとなっています（図表5）。

企業業績の先行きは日米とも、世界景気の減速、中国景気の停滞等が重しとなる見込みです。さらに、日本企業ではドル安転換に伴う円高リスク、米国企業では今後の米国景気後退の期間や深さを巡る不透明感が意識されます。米国では利上げの累積効果により景気が想定以上に落ち込むリスクも残っており、業績見通しは下方修正が当面続く見通しです。ドル高の反転や金利の低下期待、バリュエーションの改善期待は米株価を支える要因にはなりますが、企業業績の先行きに不安が残る中で、上値は抑制される見通しです。

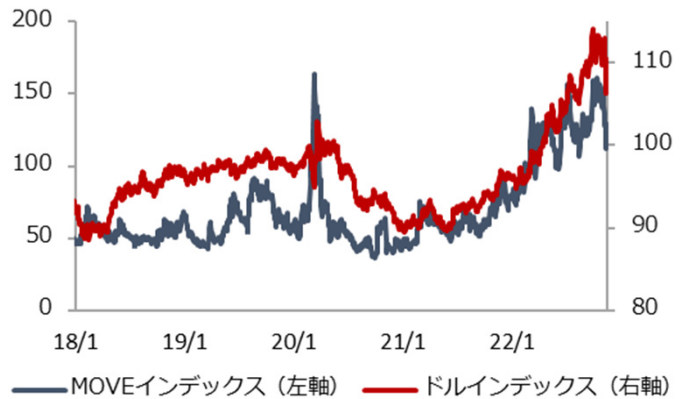
米国で利下げに転換するとの見方が強まれば、株価が先んじて反転上昇するきっかけとなります。ただし、利下げは市場の織り込みでも来年後半以降であり、当面米国株価はレンジ内での動きが続く見通しです。日本株価も米国株価に概ね連動する動きが想定されます。

図表3 S&P500PERと米実質金利



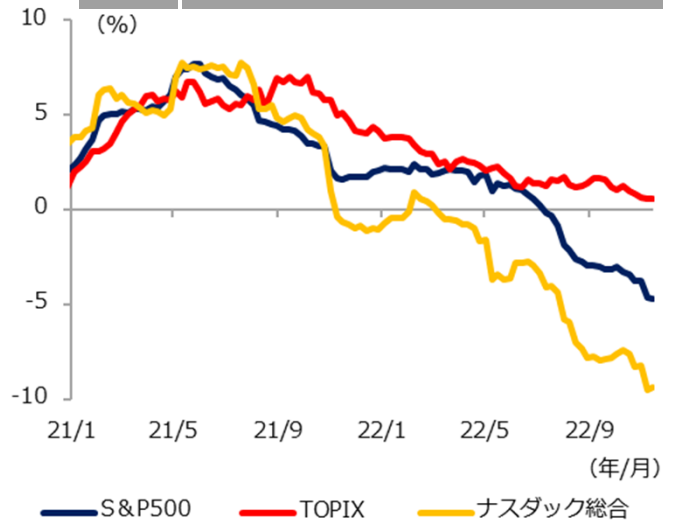
期間：2018年1月1日～2022年11月15日（日次、予想PERは週次）  
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
(注) 米実質金利（10年）=米10年国債利回り-ブレイクイーブン・インフレ率（10年） 予想PERは向こう12カ月間予想

図表4 MOVEインデックスとドルインデックス



期間：2018年1月1日～2022年11月15日（日次）  
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
(注) MOVEインデックスは米国債券の予想変動率を表す。ドルインデックスは複数の主要通貨に対するドルの為替レートを指数化したもの

図表5 日米12カ月先予想EPS



期間：2021年1月1日～2022年11月15日（週次）  
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
(注) 一株当たり利益12か月先予想の3か月前比をグラフ化

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

# 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

## 【投資信託に係るリスクと費用】

### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

### ● 投資信託に係る費用について

【ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。】

#### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

#### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

## 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。

2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。

3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

## 【当資料で使用している指数について】

● 東証株価指数（TOPIX）の指数値および東証株価指数（TOPIX）にかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数（TOPIX）に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数（TOPIX）にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有しています。

● S&P500種指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。

● ナスダック総合指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利は Nasdaq Stock Market, Inc. に帰属します。