

Topics

- ▶ 世界的に株式市場はバリュエーション拡大を主因に堅調推移。ドル高や米金利先高観の一服がきっかけとみられる。米国株の上昇は、利上げに伴うバリュエーション調整で大きく下落していた大型ハイテク5銘柄の反発が目立つが、そのほかはほぼ横ばい。景気回復期待が強まっているわけではないもよう。
- ▶ 市場指標を基に算出される金融環境指数は足元で緩和化し、2004-06年の連続利上げ局面に類似。
- ▶ 一方、2004-06年の連続利上げ局面と異なり、米銀の貸出基準は明確に厳格化。実体経済における信用の伸び鈍化につながるかに注目。

シニアストラテジスト 浅岡 均

バリュエーションの拡大から株価が上昇

株式市場は世界的にこのところ堅調に推移しています。米国株（S&P500）が直近安値を付けた、昨年10月12日以降の主要国・地域株価指数騰落率をみると、直近の今年2月15日時点で米国株と新興国株（MSCIエマージング）は約16%、欧州株（ストックス600）は約26%と、いずれも高い伸びとなっています（図表1）。

株価騰落率を、利益と株価収益率（PER、バリュエーション）に分解すると（いずれも向こう12カ月予想ベース）、上昇の大部分がバリュエーションの拡大によるものと考えられます。

昨年10月はFRB（米連邦準備理事会）の12月以降の利上げペース鈍化観測が浮上し、上昇基調で推移していたドルがピークアウトした時期にあたります。欧州株や新興国株のボトムアウトもこの時期となっています。景気を巡る不透明感が残る中でも、ドル高の一服がリスク選好の改善に大きく寄与したとみられます（図表2）。昨年、欧州株や新興国株のPERは特に低水準に落ち込んでいましたが、ドル高や米金利先高観の一服を受けて、リスク選好が改善し、バリュエーション拡大につながったとみられます。新興国については、経常赤字国を中心にドル建てで資金調達する企業を巡る不安後退なども寄与したとみられます。

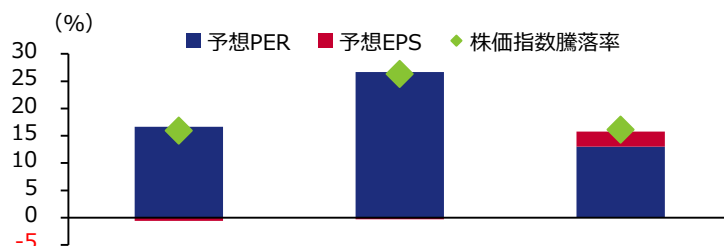
米国株については大型ハイテク5銘柄の上昇がけん引、そのほかはほぼ横ばい

米国株についても同様にドル高や金利先高観の一服が反発につながったとみられます。なお、今年に入ってから株価上昇局面では、米大型ハイテク株5銘柄（いわゆるGAFAM、アルファベット（グーグル）、アップル、メタ（フェイスブック）、アマゾン、マイクロソフト）の上昇寄与が大きくなっていました（図表3）。こうした銘柄は特に高かったバリュエーションが嫌気されて、昨年初来の金利先高観の強まりから大きく下落していました。

これら5銘柄を除いたS&P500の時価総額をみると、昨年11月以降、ほぼ横ばい推移となっています。景気回復期待が強まったことで米国株全体が上昇しているわけではないことがうかがえます。

図表1

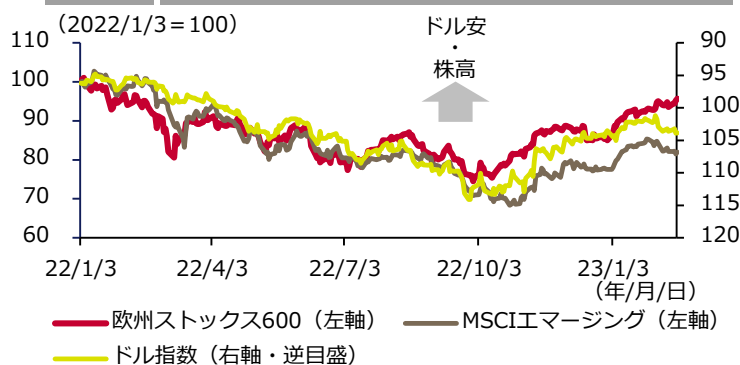
主要国・地域株価指数の直近上昇局面の要因分解



米国S&P500 欧州ストックス600 MSCIエマージング
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
(注) 指数騰落率は、2022年10月12日から2023年2月15日の騰落率
予想EPS：向こう12カ月一株あたり予想利益、予想PER：同株価収益率。株価指数 = 予想EPS × 予想PERに基づき要因分解

図表2

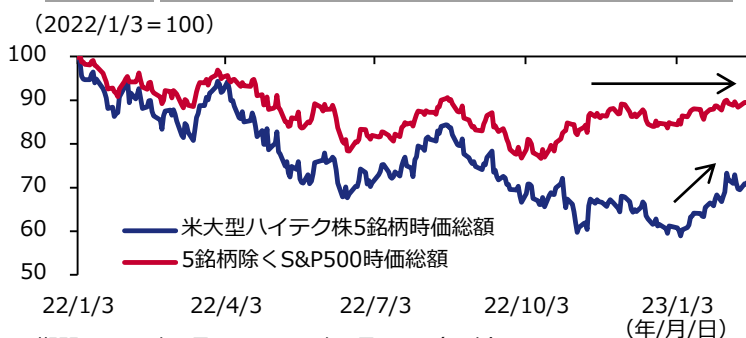
ドル指数と欧州・エマージング株



期間：2022年1月3日～2023年2月15日（日次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表3

米大型ハイテク株5銘柄などの時価総額



期間：2022年1月3日～2023年2月15日（日次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
(注) 米大型ハイテク株5銘柄はアルファベット（グーグル）、アップル、メタ（フェイスブック）、アマゾン、マイクロソフトの5銘柄

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。

利上げ継続にもかかわらず金融環境が緩和方向に転じる

IMF（国際通貨基金）は今年2月のブログ記事で、世界的に金融環境が緩和している状況について見解を示しています。エネルギー価格のピークアウトなどに起因する財価格のディスインフレ傾向を受け、各国中銀による金融引き締めの打ち止め期待が強まっていることを指摘しています。こうした中、金融市場では失業率の上昇なしにインフレが鈍化に向かうとの可能性が意識され、中銀など当局者もそうした市場の見方を容認している可能性を指摘しています。その上で、高インフレは歴史的にみて定着するリスクがあるとし、労働市場が悪化しない限りサービス価格のインフレは鈍化傾向が定着しないリスクがあるとししました。早まった緩和はインフレが再燃するリスクがあると指摘しています。

2004-06年の連続利上げ局面でも金融環境が緩和的だった

米国では、足元と類似の状況が2004-06年のFRBの連続利上げ局面でもみられました。当時グリーンズパン議長のもとでFRBは2004年6月から2006年6月にかけて17回連続で利上げを行ったにもかかわらず、金融環境は緩和した状況が続きました。社債の対国債利回り格差や長短金利差、株式市場のボラティリティなど、主に市場指標からシカゴ連銀が算出している金融環境指数は、ゼロを下回り、金融環境が緩和した状況が続きました（図表4上段）。グリーンズパン議長は2005年2月、利上げ継続にもかかわらず、長期金利上昇が抑制された当時の状況について「大きな謎（conundrum）」だと述べ、注目されました。

2022年3月以降の今回の利上げ局面では、金融環境指数は同年10月にかけてひっ迫方向に近づきましたが、その後、IMFが指摘したように緩和方向に転じました（図表4下段）。直近のFOMCでパウエルFRB議長はこの点に強い懸念は示さず、市場ではFRBが金融環境の緩和を容認していると受け止められました。

一方で、直近では米銀の貸出態度が厳格化

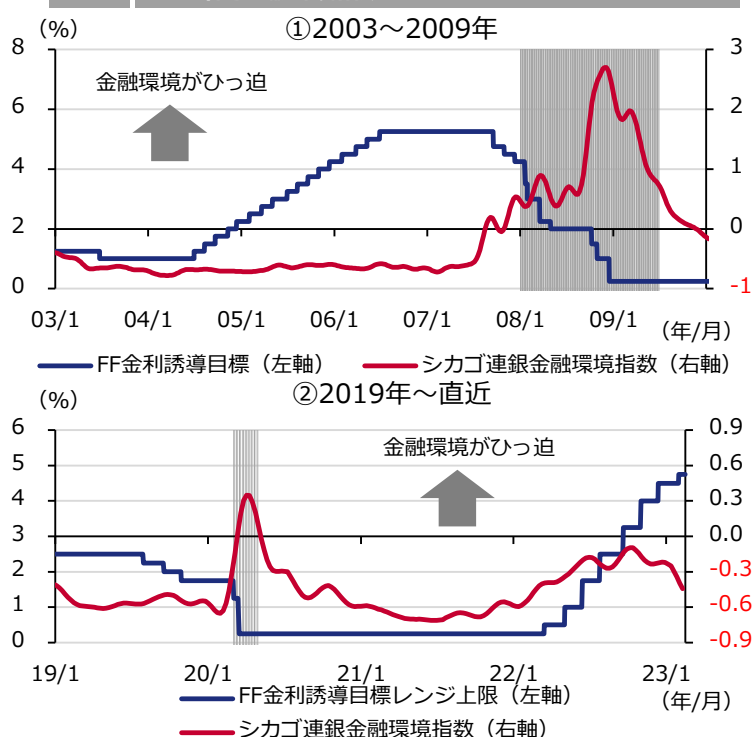
2004-06年の連続利上げ局面においては、金融市場だけでなく、米銀の貸出態度も緩和化した状況が長期間続きました。貸出基準が明確に厳格化したのは、利上げ局面が終了したかなり後となっています（図表5上段）。

一方、今回は利上げ開始とほぼ同時に貸出基準が厳格化方向に向かい、直近にかけて厳格化傾向が強まっています（図表5下段）。パウエルFRB議長が市場の金融環境緩和化を容認し、これまでの利上げの影響を見極めたいとの姿勢を示している背景には、こうした状況を議長が認識していることともあると思われます。

今後、市場の金融環境が緩和的であっても、米国の実体経済における信用の伸びが鈍化し、需要が鈍化に向かうのであれば、インフレ鈍化の見通しへの確信が強まるとみられます。その場合、追加の過度な金融引き締めが回避され、金融環境のひっ迫やドル高などから内外で金融システムの不安定化をもたらすリスクも低下すると思われます。

直近1月の米国のインフレ率には一部再加速の兆候がみられ、市場では改めて追加利上げへの警戒感が強まっています。市場では金融環境が依然緩和的である中、実体経済において信用収縮のプロセスが始まるかが注目されます。

図表4 FF金利と金融環境指数



（注）シャドーは景気後退期

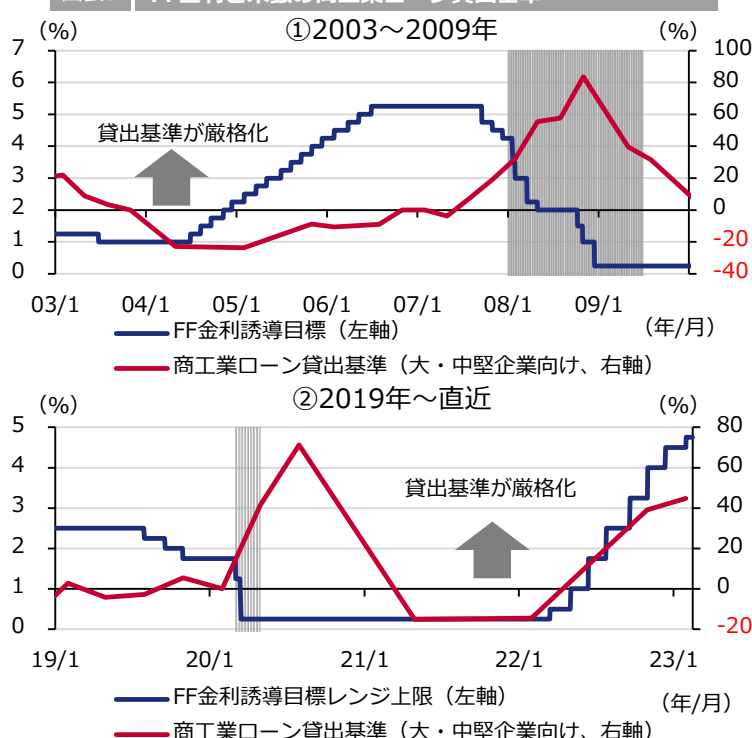
期間：①2003年1月2日～2009年12月31日（日次）

②2019年1月2日～2023年2月16日（日次）

シカゴ連銀金融環境指数は週次データ

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 FF金利と米銀の商工業ローン貸出基準



（注）シャドーは景気後退期

期間：①2003年1月2日～2009年12月31日（日次）

②2019年1月2日～2023年2月16日（日次）

商工業ローン貸出基準は四半期データ

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※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、組入る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るため、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】

- MSCIエマージング・マーケット・インデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- ストックス・ヨーロッパ600指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はストックス・リミテッド社に帰属します。
- S&P 500種株価指数は、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・ホールディングス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。