

2018年の米国株式市場

－年後半に向けて緩やかな上昇を予想、減税時期と長短金利差に注目－

当レポートの主な内容

- ・リーマン危機後の底値から3倍を超えて上昇してきた米国株式市場は、来年後半に向けて緩やかに下値を切上げる相場展開を予想しています。
- ・PER（バリュエーション）の拡大は期待しにくいことから、増益率程度の上昇を想定しています。
- ・相場の持続性の観点からは、長短金利差の動向、テクノロジー株の動きにも注目しています。

10年目を迎える「長期停滞」

リーマン危機後の底値から株式市場は3倍以上に上昇してきましたが、10年国債利回りはここ数年、概ね2.5%を下回った状態が続いています(図表1)。通常、株価上昇の裏には活発な企業・経済活動があり、それは同時に金利を押し上げることとなりますが、この間、株式市場の上昇と金利の低下が同時に発生しました。その背景には、リーマン危機後に景気が拡大しても、成長率が低位にとどまり、インフレ圧力が高まらない適温（Goldilocks）経済が続いたことがあったと考えられます。この状態を、ハーバード大学元学長のローレンス・サマーズ氏は「長期停滞」と形容しました。リーマン危機から10年目にあたる18年には、米国経済が「長期停滞」から抜け出し、通常のエconomic構造に戻るかどうかを見極めることが、株式市場の先を読む際の鍵になると考えます。

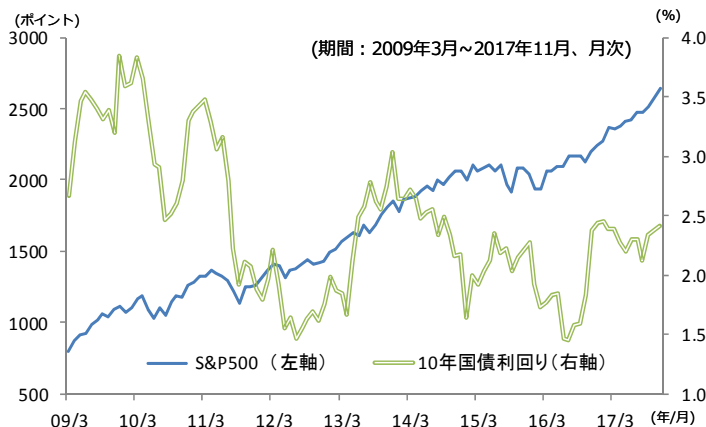
2018年は増益率程度の上昇を期待

構造的な議論を行う前に、当面の企業収益とバリュエーションを考えてみましょう。企業収益は足元の「世界同時景気回復」やこれまでのドル安を背景に今後、4四半期にわたって2桁の増益率が見込まれます(図表2)。この予想は、仮にトランプ大統領の法人・個人減税が早期に実施されれば、さらに上方修正される可能性があります。一方、バリュエーション（PER）は既に高い水準まで上昇してきました(図表3)。

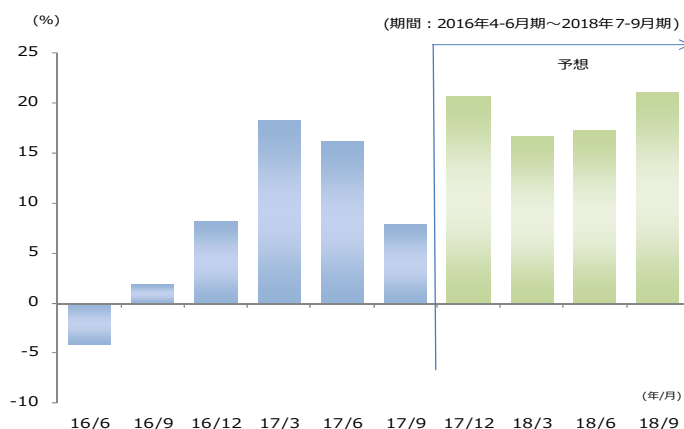
18年は、PERのこれ以上の拡大は期待薄ですが、S&P500指数は企業収益の増益率(*)程度の上昇は可能だと考えます。

(*)Bloomberg予想は約10%

図表1 リーマン危機後の株式市場と10年国債利回り



図表2 S&P500の一株利益(EPS)成長率(四半期・前年比)



図表3 S&P500の株価収益率 (PER)



(図表1-3の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

長短金利差に注目

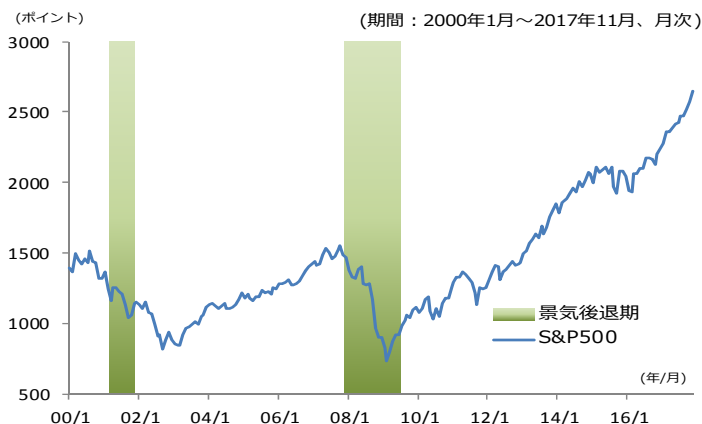
次に、構造的な観点から株式市場の将来を考えてみましょう。歴史的に米国株式は経済が景気後退に陥らなければ上昇を続けました(図表4)。そして、景気後退に陥る前には、短期金利(図表5の青線)が長期金利(赤二重線)を上回る「長短金利の逆転」が発生していました。今後、低成長・低インフレの「長期停滞」が続けば、連邦準備制度理事会(FRB)の利上げが進まず(短期金利が上がらず)、数年間にわたって景気後退は想定されません。しかし18年は、法人・個人減税もあり、米国経済が「長期停滞」から抜け出し、賃金・物価の上昇が加速し、FRBが2~3回の利上げを行うことをメインシナリオとしています。その場合、長期金利は、一時的には上昇しても、その後、利上げによる景気減速を受けて低下し、19年以降には長短金利が逆転すると予想しています。その後、米国経済が景気後退に陥り、米国株式は調整局面を迎えると考えています。見方を変えれば、このシナリオは、それまでは米国株式の上昇が続くことを示唆しています。

年後半に向けて、緩やかな上昇へ

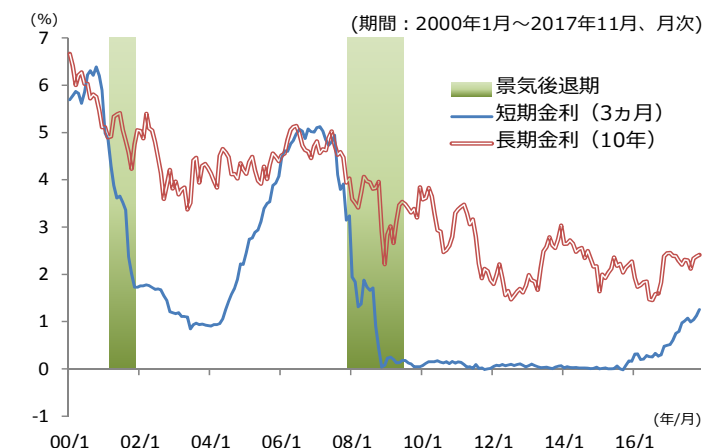
バリュエーションはやや割高なもの、企業収益は当面底堅く、18年中の景気後退も想定されないことから、株式市場は、秋に向けて緩やかに下値を切上げる展開を予想しています。そして、中間選挙前後には、それまでの複数回の利上げを受けて景気減速観測が高まり、上値の重い展開に移行すると考えています。このシナリオに対するリスク要因は次の通りです。

- 法人減税の開始時期が19年になれば、FRBの利上げスピードが減速し、景気後退が先送りされるため、年末以降も相場上昇が続くと考えられます。
- これまで相場を牽引してきた、インターネット、半導体などのテクノロジー株が本格的な調整局面を迎えれば、相場全体も上がりにくくなると思われれます(図表6)。
- 中国経済が失速したり、北朝鮮、中東を巡る地政学リスクが高まれば、米国株式も悪影響を免れないと考えます。

図表4 株価指数の推移と景気後退期

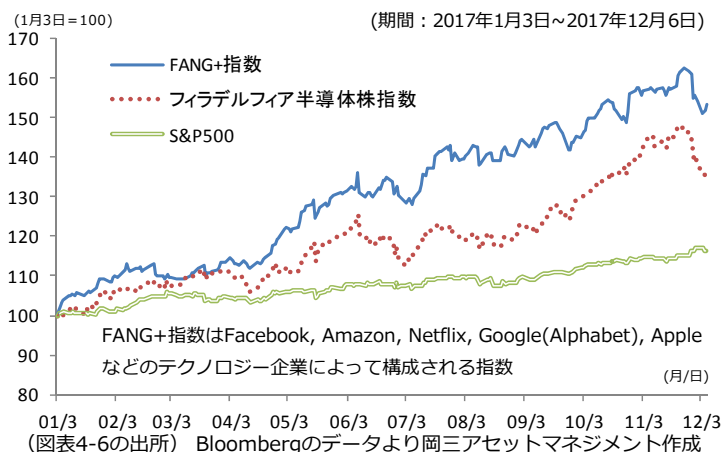


図表5 長短金利の推移と景気後退期



(注) 景気後退期はNBER(米National Bureau of Economic Research) による

図表6 テクノロジー企業の株価



- FRBに続いて、欧州中央銀行が金融政策の正常化を進めれば、金融市場に供給された流動性が徐々に縮小し、世界中で株式を中心とするリスク資産の価格が上がりにくくなると考えます。

以上 (作成: 投資情報部)

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が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。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様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）の実質的な負担
 純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）
 ※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。
- その他費用・手数料**
監査費用：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）
 ※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。
 ※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社
 事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370号
 加 入 協 会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）