

年初からの米国株式市場の下落について 金融政策の不透明感で下落したが、霧は徐々に晴れよう

2022年1月21日

👉 お伝えしたいポイント

- ・ 年初からの株価下落の要因は金利の上昇だが、背景に米国金融政策の不透明感
- ・ 金利上昇は、原油高やオミクロン株によるインフレ懸念とFRBのタカ派化が原因
- ・ インフレ懸念は後退が見込まれるため、金利上昇余地も限定的
- ・ 堅調な企業業績は持続しており、グロース株の調整もすでに十分に進展

表面的には金利上昇で株価下落だが、米国金融政策の不透明感を嫌気

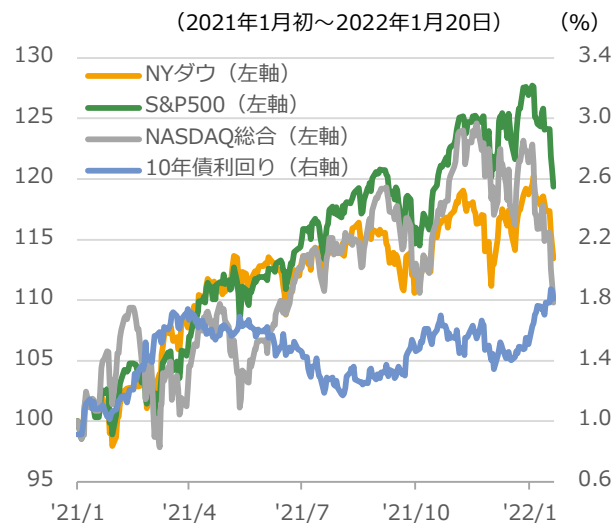
米国株式市場は、指数によって多少差はあるものの、昨年末まで堅調に推移していました。しかし、今年に入り一転して下落基調となっています。

下落の理由としては、金利の上昇が挙げられることが多いと思います。米国10年国債利回りで見ると、昨年12月前半は1.4%程度で落ち着いていましたが、その後急速に上昇し始めました。今年に入り1.6%台乗せると、直ぐに昨年のピークである1.7%台半ばを上回り、一気に1.8%台まで上昇しました。

一般に、金利の上昇は株価の悪材料とみなされることが多いですが、景気拡大期は株価上昇と金利上昇が併存する「業績相場」と言われる状態も珍しくはなく、必ずしも金利が上がったから株価が下がるというわけではありません。

今回の金利上昇の背景としては、原油価格の上昇やオミクロン株の感染急増によるインフレ懸念の高まりと、FRB（米国連邦準備制度理事会）の政策スタンスの変化を受け、市場が米国の金融政策の先行きに強い不透明感を持ったことが指摘でき、それが株式市場でのリスク回避行動につながったと考えられます。

図表1：米国主要株価指数と米国長期金利



※株価指数はいずれも2021年1月初を100として指数化

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

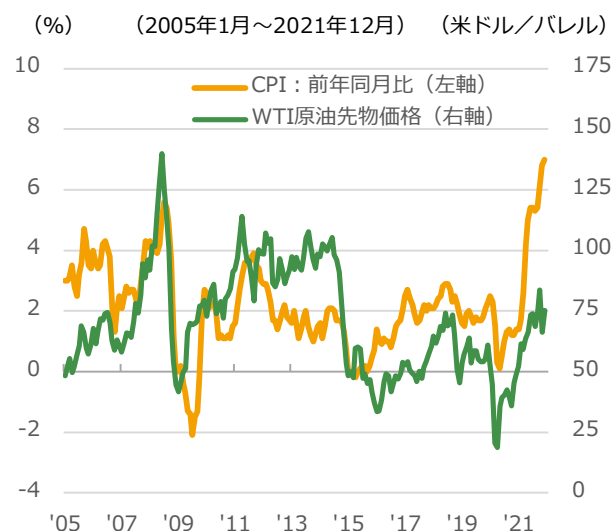
金利上昇の背景①：原油価格の上昇によるインフレ上振れ懸念

原油価格はWTI先物価格でみると、昨年10月に1バレル=80米ドル台まで上昇した後、12月初めには60米ドル台半ばまで下落していましたが、その後急速に上昇し、足元では昨年高値を超えました。

足元の原油高の理由としては、UAE（アラブ首長国連邦）がイエメンのフーシ派からドローンによる攻撃を受けたとの報道や、ロシアがウクライナを直ちに攻撃できる態勢を整えたとの報道などによって、地政学リスクの高まりが意識されたことがあります。

原油高は物価上昇に直結することから、インフレ上振れ懸念や上振れ継続懸念を高め、それがFRBによる金融引き締め加速観測を強めたことで、金利上昇につながったと考えられます。

図表2：CPI（消費者物価指数）と原油価格



※WTI原油先物価格は期近物の月末値

（出所）ブルームバーグ

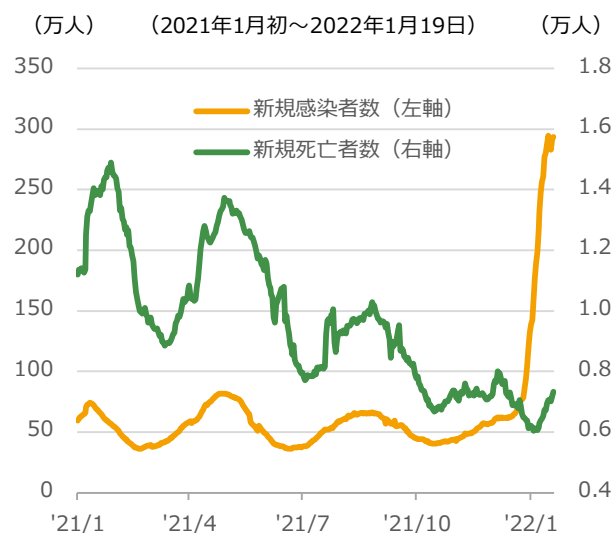
金利上昇の背景②：オミクロン株の感染急拡大による供給制約懸念

昨年11月下旬に南アフリカで新型コロナウイルスの新たな変異株であるオミクロン株が発見されて以降、新型コロナウイルスの新規感染者は、それまでの数倍に急増しています。

確かに重症化リスクは低いと複数の機関が分析しており、その意味では経済へのダメージが深刻化するリスクは小さいとみられます。しかし、軽症や無症状であったとしても、感染していれば職場で働くことは難しく、テレワークが不可能な職種であれば、労働力の減少＝供給制約の強まりになります。

供給制約が強まれば「供給＜需要」となり、インフレにつながります。オミクロン株感染急増→供給制約懸念→インフレ懸念→金融引き締め加速観測→金利上昇という思惑が働いたと考えられます。

図表3：世界の新型コロナウイルスの状況



※いずれも7日移動平均

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

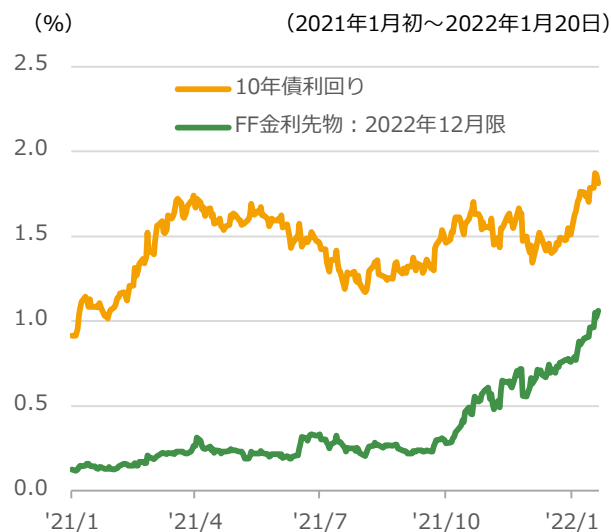
金利上昇の背景③：市場の想定を上回るFRBのタカ派化

金利上昇の背景としては、①、②の環境面のほか、FRBの政策スタンス自体がインフレ抑制を重視する「タカ派」にシフトしたこと、あるいは少なくとも市場参加者からはタカ派化したとみられたことが指摘できます。

FRBが1月5日に公表した昨年12月開催のFOMC（米国連邦公開市場委員会）議事録によると、量的緩和の縮小ペース加速や利上げ開始などよりも、その次の金融引き締め策であるバランスシートの縮小について活発に議論していたことが明らかになり、市場参加者を驚かせました。

その後も複数のFRB高官から金融引き締めに積極的な発言が相次いだ結果、FF（フェデラルファンド）金利先物でみると、市場は一旦年内4回程度の利上げを織り込んだ形ですが、さらに利上げが加速するとの見方も出始めるなど、金融政策の不透明感が市場心理を悪化させています。

図表4：10年債利回りとFF金利先物



(出所) ブルームバーグ

金利上昇懸念は後退へ①：原油価格の上昇は鈍化しよう

金利上昇懸念の一因である原油高ですが、今後は価格上昇も落ち着いてくると考えています。

足元の原油高の要因である地政学リスクですが、ウクライナに関してはロシアと欧米の全面対決になりかねない点が、逆に当事者の行動を慎重にさせると考えます。UAEの件もありますが、現状、産油国は十分な生産余力を持っているため、供給不安が発生する可能性は低いとみられます。

IEA（国際エネルギー機関）は、今後、世界全体でみて供給が需要を上回ってくると予想しています。主要産油国の生産が今後拡大してくるとの見方です。

産油国にとって原油高は基本的には好ましいことですが、高過ぎる原油価格は需要減退や、再生可能エネルギーなどへの代替を招く恐れがあるため、ただ上がれば良いと考えているわけでもありません。

図表5：原油価格と原油在庫



※WIT原油先物価格は2021年12月まで
※WIT原油先物価格は期近物の月末値
※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫

(出所) ブルームバーグ

金利上昇懸念は後退へ②：オミクロン株への懸念は後退しよう

原油高同様に金利上昇の一因となっているオミクロン株の感染急拡大ですが、これに対する懸念も今後は後退してくると思っています。

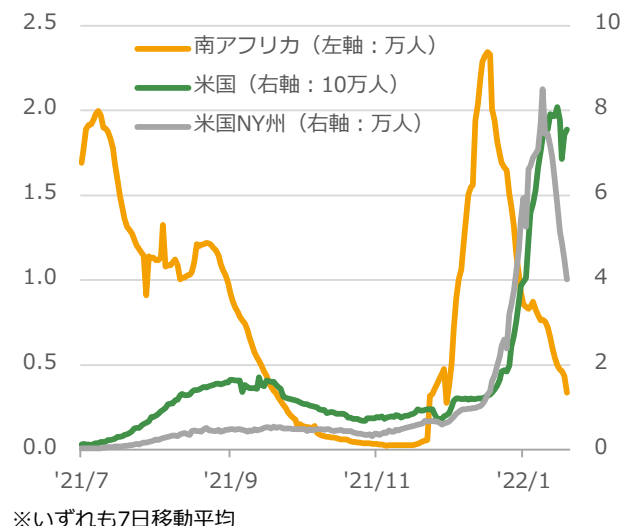
オミクロン株が最初に報告された南アフリカでは、昨年12月にかけて感染が急拡大したものの、その期間は1カ月程度にとどまり、その後は新規感染者が急速に減少しています。

12月から感染が急拡大し始めた米国も、直近で増加傾向が頭打ちになりつつあります。米国の中では先行して感染者が増加したNY州についてみると、すでに明確にピークアウトがみられています。

こういった点を勘案すると、オミクロン株の感染急拡大は経済に深刻なダメージを与える前に沈静化し、供給制約を通じたインフレ懸念も後退してくると想定されます。

図表6：新型コロナウイルス新規感染者数

(2021年7月初～2022年1月19日)



(出所) ブルームバーグ

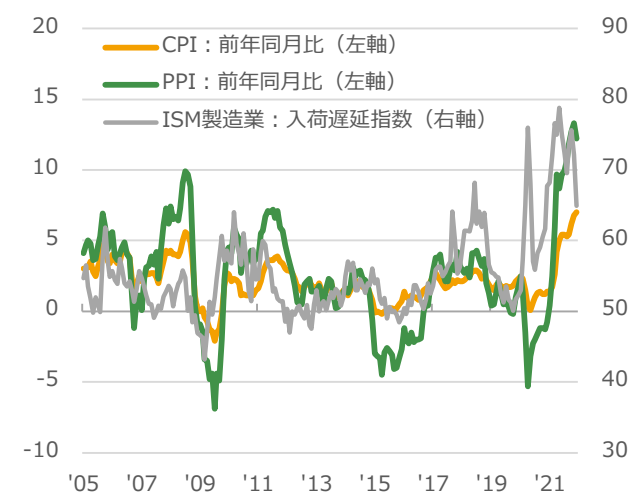
金利上昇懸念は後退へ③：インフレ率自体もピークアウトの兆し

インフレをCPI（消費者物価指数）でみた場合、前年同月比の伸び率は昨年12月まで拡大が続いています。しかし、CPIの川上にあたるPPI（生産者物価）をみると、12月は僅かながら前年同月比伸び率が鈍化しており、今後CPIに上昇鈍化が波及することが期待されます。

また、ここ1～2年のインフレ上振れは新型コロナウイルスの感染拡大による供給制約の影響が大きいわけですが、その状況を示す指標としてISM製造業景況感指数の内訳項目である入荷遅延指数をみると、12月は大きく低下（＝供給制約が緩和）しています。過去をみても、入荷遅延指数はCPIに先行して動く傾向があることから、PPIと同様に今後のCPIの伸び率鈍化を示唆しているといえそうです。

図表7：米国物価関連指標

(%) (2005年1月～2021年12月)



※CPI（消費者物価指数）は総合指数

※PPI（生産者物価指数）は完成品

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

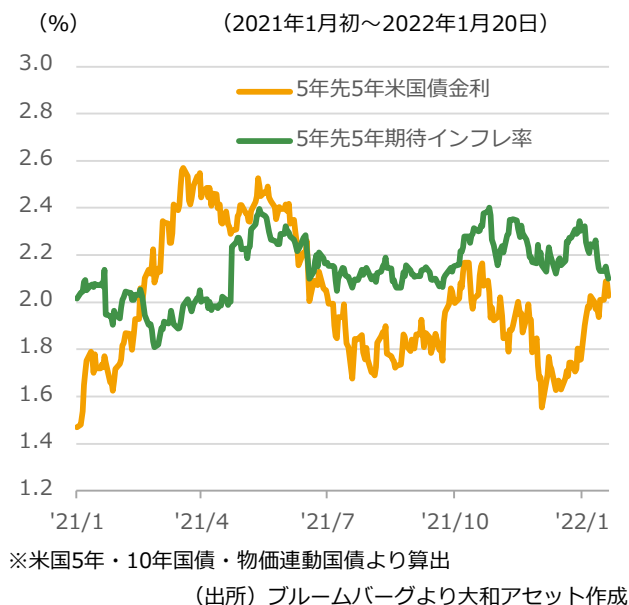
金利上昇懸念は後退へ④：金利の基調を示す指標は安定を維持

長期金利の基調を考える上で、債券市場では5年先5年金利や5年先5年期待インフレ率といった指標が良く参照されます。5年先5年金利というのは、要するに6年目から10年目までの5年物の金利ということで、通常の10年債と5年債の利回りから計算することができます。

短い期間の金利は金融政策への思惑や短期的な需給動向などに左右されることがあるのに対し、5年先5年金利は、そのような攪乱要因の影響が小さく、より中長期的な実体経済の基調を反映していると考えられます。

この5年先5年金利と5年先5年期待インフレ率をみると、いずれも2%前後で比較的安定して推移しています。これは中長期的なインフレ率や経済成長率のシフトが起きてはいないと、少なくとも市場は考えているとみることができ、長期金利の上振れを抑える要因になると思われます。

図表8：米国の金利の基調を示す指標



企業業績の拡大は継続しており、足元はPER20倍のサポートラインに

S&P500指数の予想EPS（1株当たり利益）は、新型コロナウイルスの感染拡大初期に減少したものの、その後は着実に増加しています。これは様々な懸念材料がありながらも世界的に景気の回復・拡大が続いており、全体としてみれば企業活動も休むことなく続いていることを示しているといえます。

その予想EPSを20倍にしたものとS&P500指数を比較すると、2020年春以降、一時的な株価調整局面では予想EPSの20倍が下値サポートラインとなっています。これは言い換えると、予想PER（株価収益率）が20倍程度まで低下すると株価が下げ止まっていたということを示しています。

年初からの株価下落で、直近はちょうどPER20倍のライン程度までS&P500指数が下がってきており、一旦は自律反発が意識されやすい局面と考えられます。

図表9：S&P500と予想EPS



年初からの下落は、金利上昇を受けたグロース株の下落が目立つ

最近の株式市場の動向を複数の指数でみると、特に年初からはNASDAQ総合、NASDAQ100、FANG+などのテクノロジー株を中心としたグロース株（成長株）のウエイトが高い指数の下落が目立ちます。

グロース株はバリュー株（割安株）よりも金利上昇に弱いとみられており、足元の金利上昇の悪影響がより強く出たと考えられます。

グロース株が金利上昇に弱いと考えられているのは、次のような理由です。株価は、企業の将来の利益を現在の価値に換算したものと考えることができますが、換算は金利で割り引くことにより行います。金利が上昇すると、将来の利益の現在の価値は小さくなります。グロース株はバリュー株よりも将来稼ぐ利益の割合が目先稼ぐ利益の割合よりも大きいため、金利上昇の悪影響をより大きく受けるとみられています。

金利上昇に遅れてグロース株が大幅調整との見方は悲観的過ぎよう

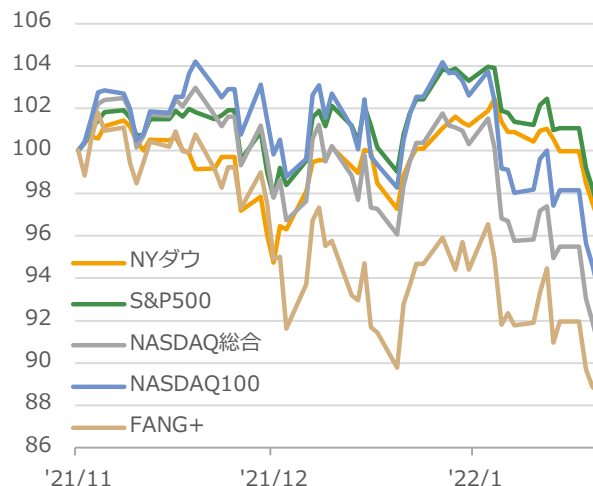
グロース株とバリュー株の相対的な強弱をS&P500指数のグロース指数÷バリュー指数でみると、過去10年にわたりグロース株優位の状態が続いていました。要因としては、グロース株が期待以上の成長を遂げたことと共に、金利が低下傾向にあったことも指摘できるでしょう。

金利が上昇に転じたことで、グロース株優位が反転するとの見方が出て来ています。さらには金利上昇と比較して、グロース株の相対的な調整が遅れているようにみえることから、今後グロース株の相対的な調整が加速するとの懸念もあるようです。中には1999年前後のITバブル時のようにグロース株が買われ過ぎで、その反動もITバブル時と同様に大きくなると指摘する人もいます。

しかし、ITバブル時とは状況が異なっており、また、金利上昇に見合ったグロース株の調整はすでに進んでいるとみられるため、大きな調整余地を残しているわけではないと考えています。

図表10：米国主要株価指数

（2021年11月初～2022年1月20日）



※2021年11月初を100として指数化

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

図表11：グロース指数対バリュー指数

（2010年1月初～2022年1月20日）

(%)



※S&P500グロース指数と同バリュー指数でいずれも配当込み
※グロース指数÷バリュー指数は2010年1月初を100として指数化

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

ITバブルの崩壊は金利上昇を無視したグロース株優位が一因

ITバブル時のグロース指数÷バリュエ指数と10年債利回りの推移をみると、1999年は金利上昇を無視するような形でグロース株優位が進んでいたことが分かります。この点は、コロナ禍での強力な金融緩和とともにグロース株優位が進んだ今回とは大きな違いといえるでしょう。ITバブル時は単純に企業業績に対し株価が買われ過ぎたということと合わせて、その後の反動がより厳しいものになったとみられます。

なお、株式市場的には単にITバブルとその崩壊で片付けられてしまいがちな事象ですが、この時期に生まれた様々なアイデア（スマートフォンが代表でしょう）が、5年、10年たって現実化し、ここ数年のテクノロジー企業の隆盛につながっていると考えれば、実体経済的には意味のあるITブームだったといえるかもしれません。

図表12：ITバブル時前後の状況



※S&P500グロース指数と同バリュエ指数でいずれも配当込み
※グロース指数÷バリュエ指数は1997年1月初を100として指数化

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

中小型グロース株は金利上昇で、すでに十分調整が進展

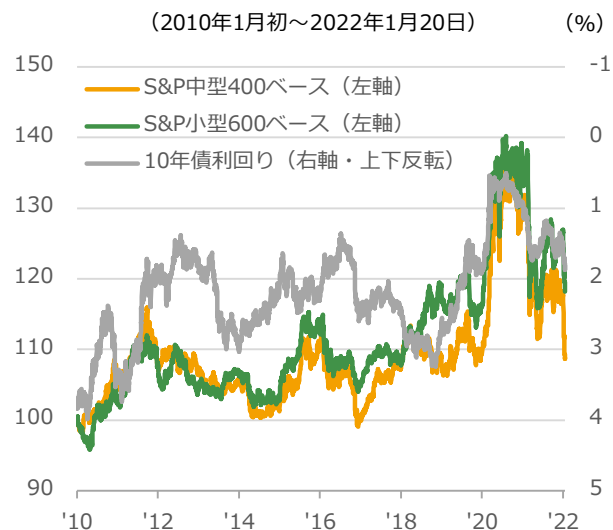
S&P500指数は大型株ですが、中型株や小型株のグロース指数÷バリュエ指数をみると、大型株とは様相が異なります。中型株や小型株は金利上昇に連動して、グロース株の相対的な調整がすでに十分進んでいます。したがって前述のように金利上昇懸念が後退すれば、これらには反発余地があると考えられます。

大型グロース株は、その中でもGAFAM*と呼ばれるような超大型の数銘柄の個別要因に左右されるところが大きく、必ずしも市場の平均的な動向を示しているとは言い難いところがある点に注意が必要でしょう。

*GAFAM

G：グーグル（社名：アルファベット）、A：アマゾン
F：フェイスブック（同：メタ・プラットフォームズ）
A：アップル、M：マイクロソフト

図表13：グロース指数対バリュエ指数



※各指数ベースのグロース指数÷同バリュエ指数
※いずれも配当込み指数を基に2010年1月初=100として指数化

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から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。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大 1.26500%（但し、最低 2,750 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大 0.99000%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行なうにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等 ： 大和証券株式会社 ／ 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会