

# 基礎研 レター

## 米国株式、2022 年末に長期金利 2.4% までなら耐えられる？

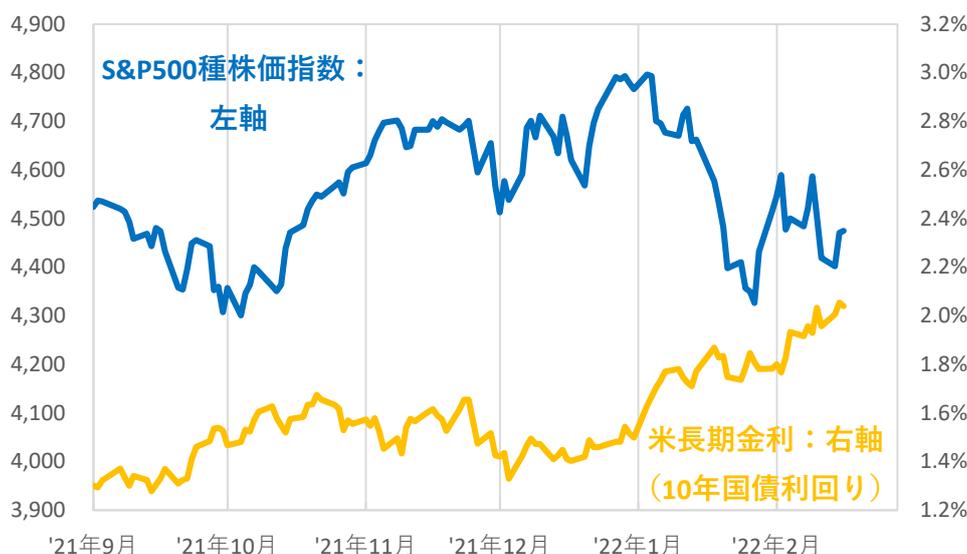
金融研究部 准主任研究員 前山 裕亮  
(03)3512-1785 ymaeyama@nli-research.co.jp

### 1——米長期金利の上昇を嫌気して急落

米国株式は、2022 年に入ってから金融引き締めの前倒し観測とそれに伴い米長期金利（10 年国債利回り：黄線）が 1.8%をつけるなど上昇したことが嫌気され急落した【図表 1】。S&P500 種株価指数（青線）は年初 4,800 ポイント目前であったが、1 月 27 日には昨年 10 月以来の 4,300 ポイント割れ目前まで下落した。

その後、S & P 500 種株価指数は米主要企業の好決算を好感して反発し、2 月頭には 4,600 ポイント目前まで回復した。しかし、1 月の米雇用統計が予想外に良好で、1 月の米消費者物価指数も市場予想を上回る上昇であったため、長期金利が一時 2%をつけるなど再び上昇したことから株価の上昇が止まった。さらにはウクライナ情勢の緊迫化も加わり、S&P500 種株価指数は再び 4,500 ポイント前後の水準で推移している。

【図表 1】 S&P500 種株価指数と米長期金利の推移



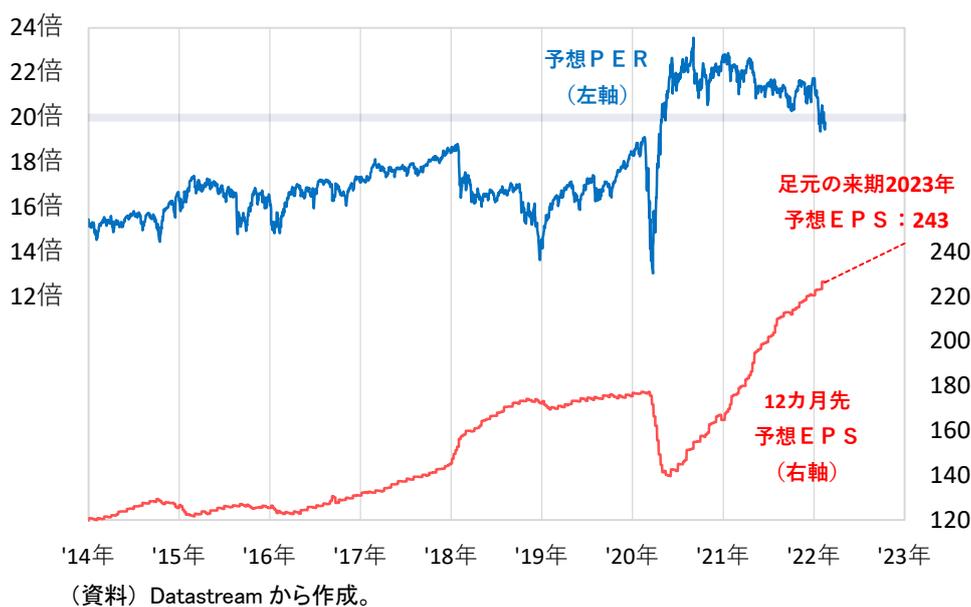
(資料) Datastream から作成。

## 2—急落してもまだ高い米国株式

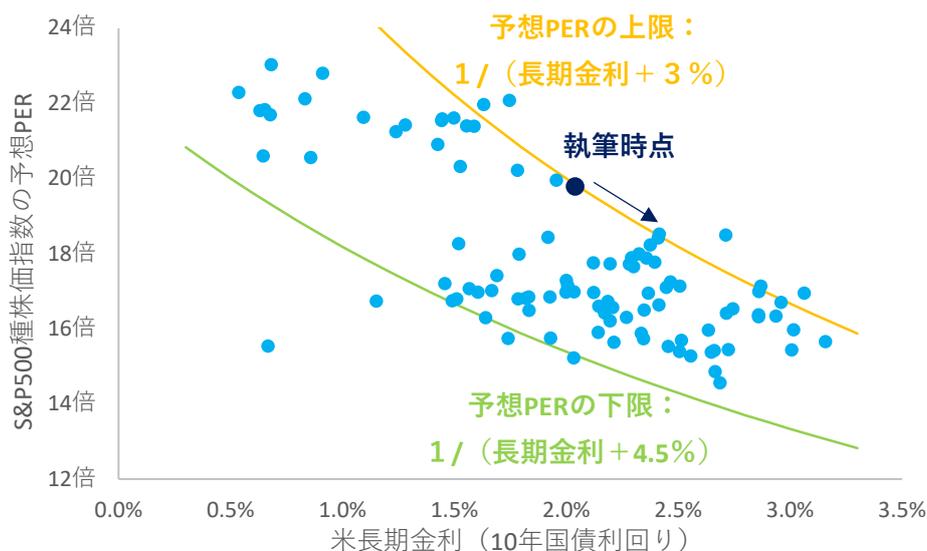
このように米国株式は急落したものの、実は割安感に乏しい水準にある。S&P500 種株価指数の予想PER（青線）は足元 20 倍前後で推移しており、22 倍に迫っていた年初と比べると低下したが、いまだに高水準にある【図表 2】。今後は、長期金利の上昇とともに予想PER がさらに低下することが見込まれる。予想PER（縦軸）と長期金利（横軸）の分布をみても、長期金利が低いほど高PER が許容されており、予想PER は概ね以下の式が成り立っていたことが分かる<sup>1</sup>【図表 3】：

$$\frac{1}{\text{長期金利} + 4.5\%} \leq \text{予想PER} \leq \frac{1}{\text{長期金利} + 3\%}$$

【図表 2】 S&P500 種株価指数の予想 PER と予想 EPS の推移



【図表 3】 S&P500 種株価指数の予想 PER と長期金利の分布



<sup>1</sup> 詳しくは「[米国株式、金利上昇への耐久力は？](#)」参照。

### 3—長期金利 2.4%くらいまでなら株価横ばいか

ただ、その一方で米国経済や企業業績は現時点では堅調で、予想EPS（赤線）が切りあがっていくことも見込まれている【図表2】。そのため、2022年末までに長期金利が上昇しても2.4%以下に収まるなら、米国株式は現在の水準を維持できる可能性が高いと思われる。

実際に長期金利2.4%を前章の式に当てはめると、予想PERは14.5倍から18.5倍が許容される範囲となる。そこにS&P500種株価指数の足元の来期2023年予想EPS：243ポイントを掛けると、だいたい3,500ポイントから4,500ポイント（面グラフ）となる【図表4】。つまり、長期金利の上昇が緩やかで年末に2.4%くらいであれば、足元の株価の水準を維持できる可能性が高い。

さらにS&P500種株価指数が年末に向けて年初の株価水準4,800ポイントに迫るには、長期金利の上昇がより緩やかで年末に2.1%以下に収まる必要がある。長期金利は既に2%を超えてきていることを踏まえると、年末までに2.1%以下に収まる可能性は極めて低い。ゆえに、2022年中に年初の水準に戻って終わるのは難しいと思われる。逆に長期金利の上昇が急で年末に2.7%を上回ると、S&P500種株価指数は4,300ポイントを割れ、2022年1月のFOMC直後につけた年初来安値を下回ることが示唆される。

なお、この試算はあくまでも足元の業績見通し、来期予想を元に試算しており、これから米国企業の業績見通しが上方修正されたら株価の上値が切り上がり、逆に下方修正されれば切り下がることになる。また便宜上、金融政策、長期金利と企業業績を切り離して試算しているが、本来は密接に関係する。特に金融引き締めに伴う景気の減速、いわゆるオーバーキルが警戒されており、急激な金利上昇を契機に想定以上の株価下落を誘発する可能性があるため、金利の動向には注意が必要である。

【図表4】 S&P500種株価指数の2022年末のイメージ



(資料) Datastream から作成。

## 4—最後に

いずれにしても、米国株式は2022年通して金融政策の動向に左右される可能性が高い。2022年3月のFOMCの利上げ幅、または3月以降に行われる利上げ回数、さらにはバランスシート縮小の時期やそのペースなどに注目されている。ぜひ、本稿で紹介した長期金利と予想PER、さらには株価の関係、水準感を頭の片隅に置いた上で今後の動向を追っていただけたら幸いである。

---

(ご注意) 当資料のデータは信頼ある情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保証するものではありません。当資料の内容について、将来見解を変更することもあります。当資料は情報提供が目的であり、投資信託の勧誘するものではありません。