

基礎研 レポート

プチ・バブルが懸念される米国株式

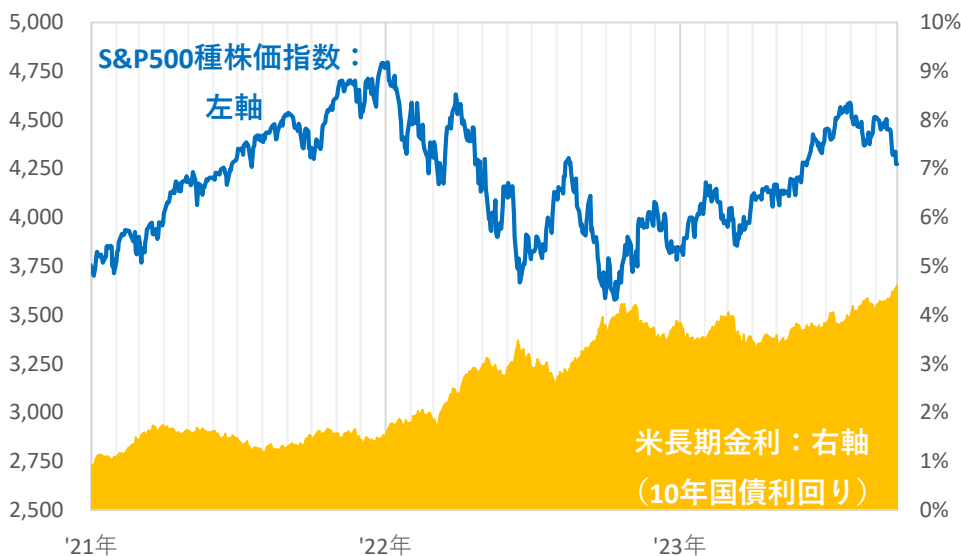
金融研究部 主任研究員 前山 裕亮
(03)3512-1785 ymaeyama@nli-research.co.jp

1——高値圏での推移

米国株式は2023年に入ってから上昇し、高値圏を維持している。S&P500種株価指数（青線）は2月から3月中旬まで一旦下落したものの、7月31日には年初来高値となる4,588ポイントをつけた【図表1】。8月以降は米長期金利（橙面グラフ）の上昇を契機に下落しているが、それでも年初来で10%以上も高い水準にある。

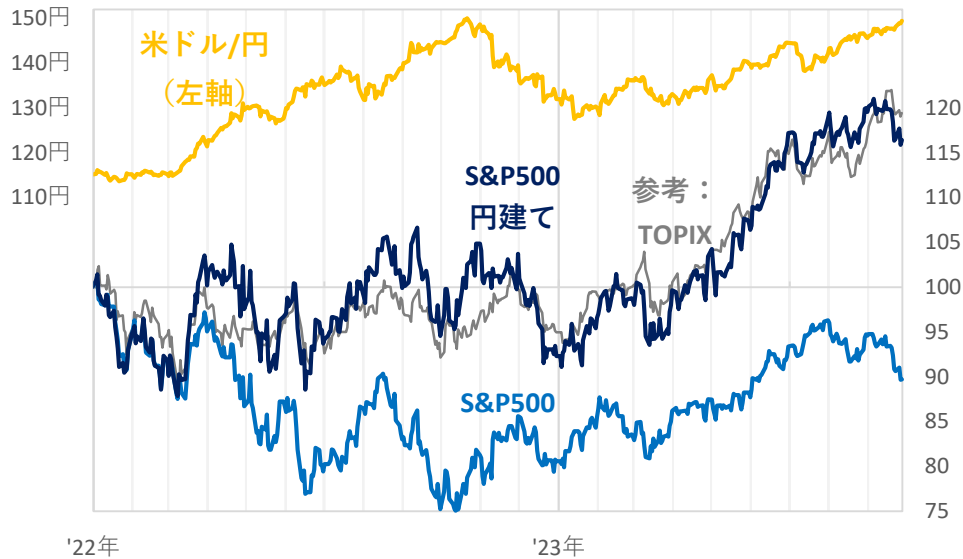
また、2023年は為替市場で年初に1ドル130円を下回っていたのが、9月には昨年10月以来、約1年ぶりに再び148円台をつけるなど円安が進んだ。そのため、S&P500種株価指数を円建て（紺線）で見ると、ドル建ての元々の値（青線）以上に大きく上昇している【図表2】。その上昇幅は2023年に入って大きく上昇したTOPIX（灰線）に並ぶほどである。

【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。

【図表2】 S&P500 種株価指数と為替の推移



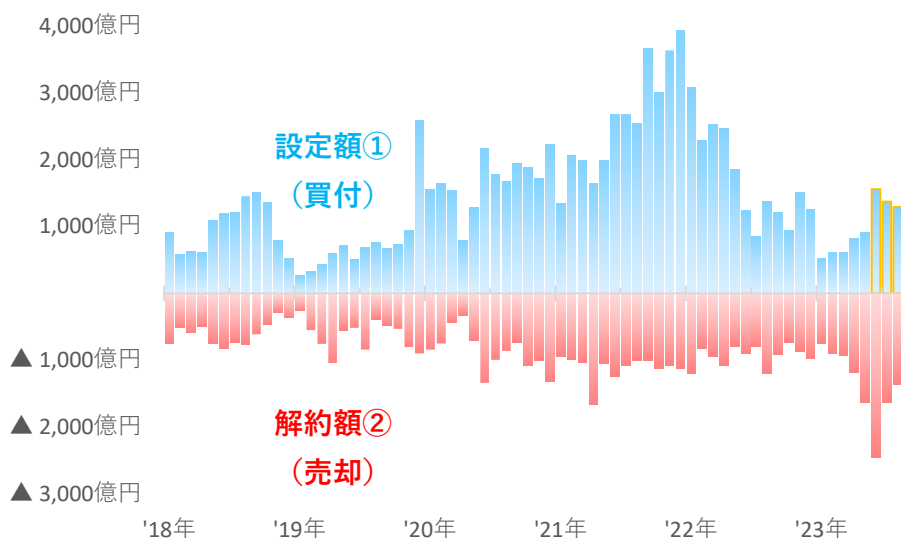
(資料) Datastream から作成。株価指数はすべて 2022 年初を 100 として指数化。

2——膨らむ米株投信への買付

このように米国株式が高値圏で推移する中でも、米国株式に積極的に投資する個人投資家が増えているようだ。米国株式投信の販売動向をみると、2023 年に入ってからアクティブ型の販売が落ち込み、インデックス型も販売が伸び悩み、しかも米国株式が上昇する中で利益確定売りが膨らんでいたが、6 月以降は買付が急増し流入金額が増えている。

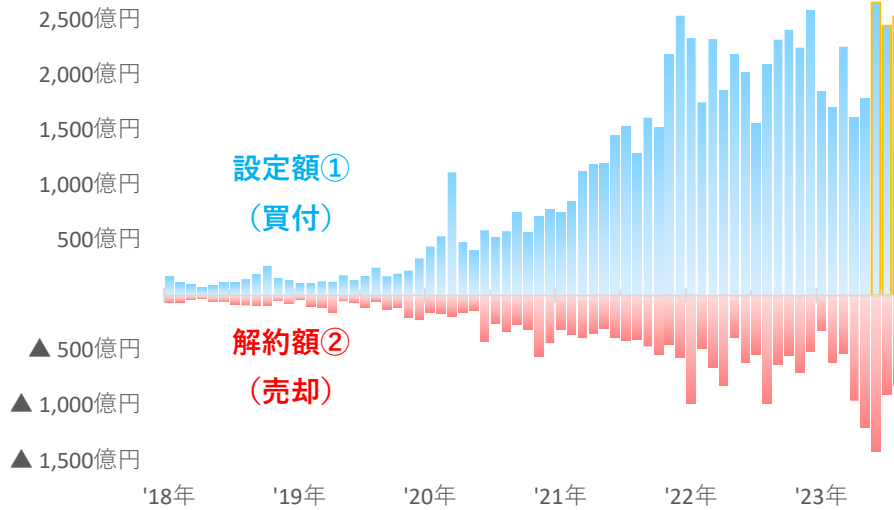
アクティブ型の米国株式投信は 2020 年から 2021 年にかけて大人気になったが、2022 年以降は人気が陰り見え、特に 2023 年に入ってから毎月の買付が 1,000 億円以下にまで減っていた。それがこの 6 月以降は買付が再び 1,000 億円を超えてきている【図表 3】。

【図表3】 アクティブ型の米国株式投信の資金動向



(資料) Morningstar Direct より作成。ETF、SMA 専用、DC 専用以外の国内籍追加型株式投信。

【図表4】インデックス型の米国株式投信の資金動向



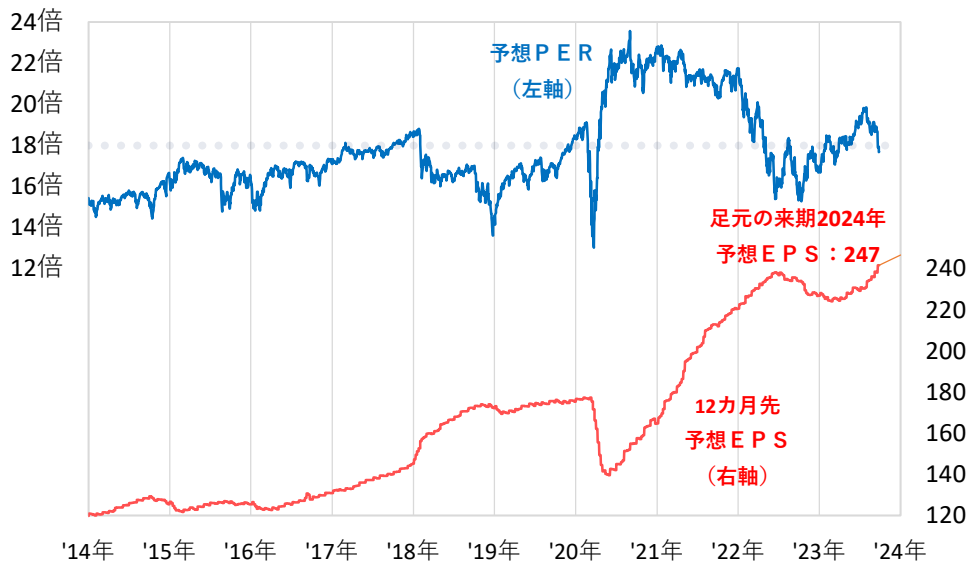
(資料) Morningstar Direct より作成。ETF、SMA 専用、DC 専用以外の国内籍追加型株式投信。

インデックス型の米国株式投信でも 2023 年は 5 月までは米国株式が下落してタイミング投資が入ったと思われる 3 月以外は買付額が 2,000 億円を下回っていた。それが 6 月は過去最大の買付があり、7 月、8 月も 2,500 億円前後の買付が続いている【図表 4】。

3—指標上では割高

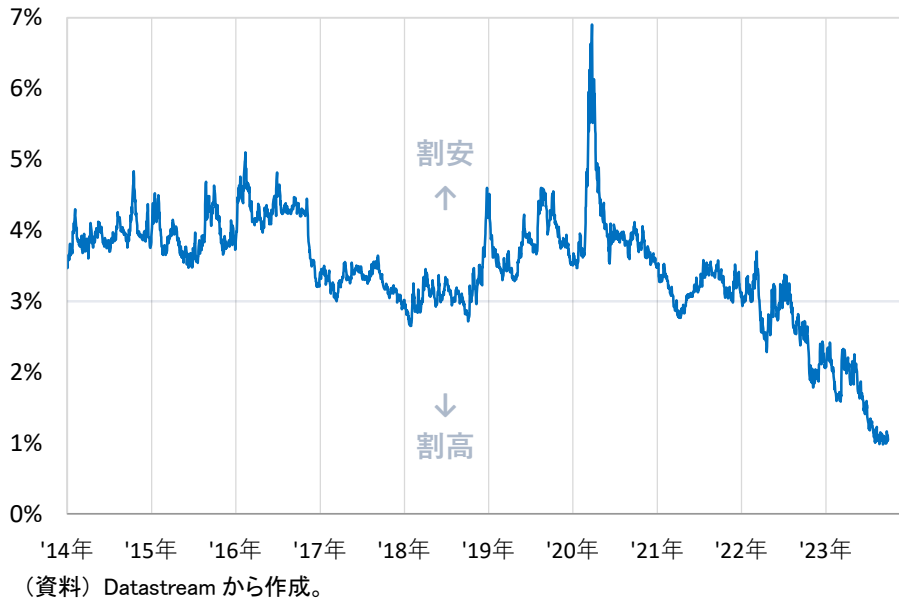
しかし、米国株式の先行きに対してはあまり楽観しない方が良く考えている。それは株価が割高になっている可能性があるためである。S&P500 種株価指数の予想 PER (青線) は 18 倍を上回っている【図表 5】。予想 EPS (赤線) も 2023 年に入ってから拡大しているが、それ以上に株価が上昇したため、予想 PER が上昇し、過去と比べて高水準になっている。

【図表5】S&P500 種株価指数の予想 PER と予想 EPS の推移



(資料) Datastream から作成。

【図表6】米国株式 (S&P500 種株価指数) のリスク・プレミアムの推移



特に現在の米国の金利水準を加味すると、予想PER以上に米国株式は割高になっている可能性がある。予想PERの逆数（益利回り）から米長期金利を引いた米国株式のリスク・プレミアムをみると、リスク・プレミアムは2023年6月以降さらに低下し、足元1%前後で推移している【図表6】。2022年8月以前は概ね3%以上で推移してきたことを踏まえると、かなりの低水準である。

この8月以降、株価の下落に伴って予想PERが20倍目前にあったのが再び18倍割れするまで低下してきているが、その一方でリスク・プレミアムは足元ほとんど上昇していない。そのことから、予想PERの低下はあくまでも長期金利が4%から4.5%に上昇したことに伴うバリュエーションの調整の意味合いが大きいことがうかがえる。

4—期待先行か、それともプチ・バブルか

予想PERが高水準でありリスク・プレミアムが低水準だからと言って必ずしも、割高でない可能性がある。残余利益モデル：

$$P \text{ (株価)} = BPS + \frac{EPS - r \cdot BPS}{r - g}, \quad \text{(式1)}$$

BPS : 一株あたり自己資本、
 EPS : 一株あたり予想純利益、

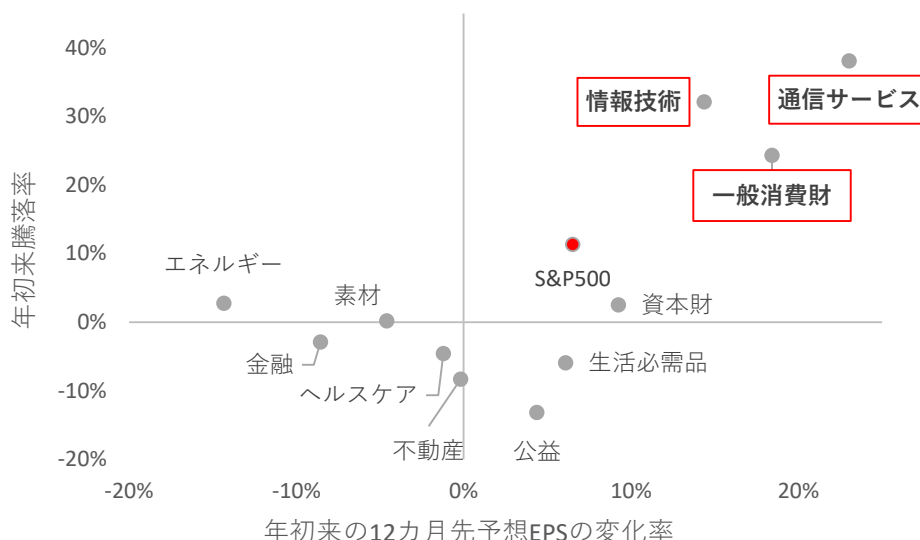
r : 株式の期待収益率、
 g : 残余利益の成長率、

を用いると、以下のような関係式が得られる：

$$\frac{1}{PER \uparrow} = \frac{EPS}{P} \downarrow = r - \underbrace{\left(1 - \frac{BPS}{P}\right)}_{\text{通常、プラス}} \cdot g \uparrow. \quad \text{(式2)}$$

予想PERは期待収益率が低下、つまり割高感が高まる以外にも高い利益成長を見込んで上昇することがあり、2023年の予想PERの上昇もその可能性がある。

【図表7】 年初来騰落率(縦軸)と予想EPSの変化率(縦軸)



(資料) Datastream から作成。S&P500 種株価指数とその GIGS11 セクター別。9月 27 日まで。

実際にS&P500 種株価指数とセクター別の騰落率(縦軸)をみると、「通信サービス」「情報技術」「一般消費財」の3セクターが株価上昇を牽引してきた【図表7】。この3セクターは業績も拡大しているが、それ以上に株価が上昇してきている。「通信サービス」にはアルファベットやメタが、「情報技術」にはアップル、マイクロソフトやエヌビディアが、「一般消費財」にはアマゾンが含まれる。やはり昨今、注目されている生成AIによる今後の利益成長期待が大きかったと思われる。

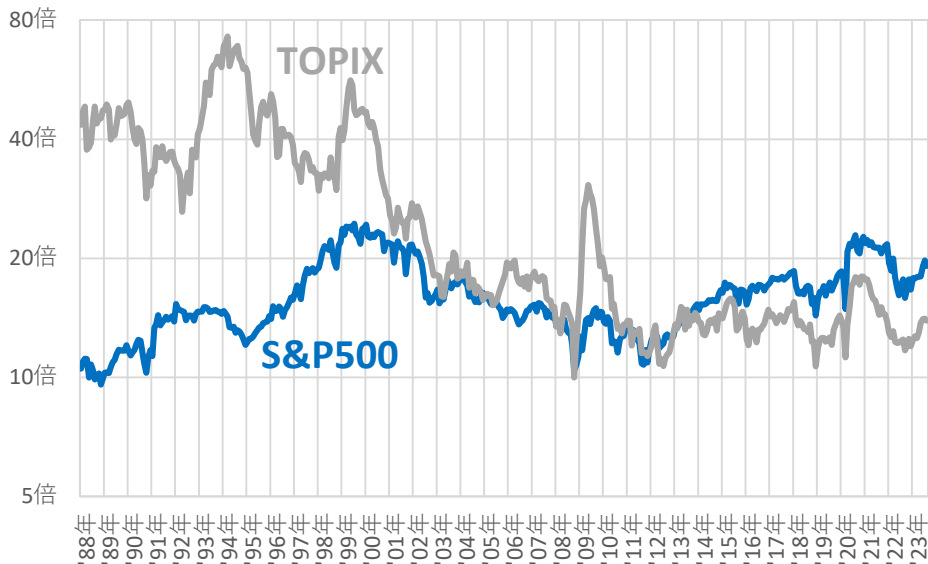
現時点では、米国株式の2023年の上昇が単なる期待先行なのかそれとも期待過剰、つまりバブルなのか分かりかねる。さらに米国の景気も今のところ堅調であるが、これから減速してくるリスクも考えられる。米国株式投信の買付が増えているが、今後の米国株式に対してあまり楽観しない方がよいだろう。それでも生成AIによる利益成長期待が萎まなければ、下落しても押し目買いによって買い支えられる展開となり、指標面の割高感が出ている割には意外と底堅いかもしれない。

5—最後に

米国株式が本当に過剰な成長期待が織り込まれたバブル状態だったとしても、2000年前後のITバブルほどの過熱感はなく、あくまでもプチ・バブルといったところだろう。ましてや1990年前後の日本のバブル期のようなことは生じていないと思われる。S&P500 種株価指数(青線)の予想PERは高水準と言っても20倍を下回っている【図表8】。2000年前後には24倍を超えており、1990年台のTOPIX(灰線)にいたっては40倍越え、ピーク時には80倍に迫っていた。

現状を踏まえると、米国株式は本当にプチ・バブルであっても、日本株式の失われた30年のようにバブル後の調整に20年、30年も時間がかかることは考えにくい。今後のインフレ動向の影響も受けるが、後遺症があったとしてもせいぜい2、3年で済む可能性が高い。さらに、高値掴みが怖くて投資を見合わせていると、バブルでなかった場合には機会損失になる可能性もある。

【図表8】 S&P500 種株価指数と TOPIX の予想 PER の推移



(資料) Datastream から作成。

そのため、つみたてNISAや新NISAなどで時間分散してかつ長期投資するならば、過度に懸念せず投資することをおすすめしたい。ただし、米国株式はこれから大きく値動きする可能性や円安から円高になる可能性もあるため、いつも以上にご自身のリスク許容度を意識していただきたい。

(ご注意) 当資料のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、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。