

研究員 の眼

米国株式、3つの誤算

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

米国株式が急落

米国株式は2024年に大きく上昇し、2025年に入っても高値を維持していたが、2月下旬以降に大きく下落した。S&P500種株価指数（線グラフ）をみると、2月19日に最高値を更新し6,144ポイントをつけていたが、3月13日に年初来安値となる5,521ポイントまで下げた【図表1】。

このように米国株式が下落した直接的な要因は、トランプ大統領の関税政策やそれに伴う景気減速懸念である。つまり、金融市場が思っていた以上にトランプ大統領が強硬な姿勢を示していることが、米国株式にとって誤算だったといえる。ただ、それ以外にも株価下落の背景には2つの誤算があったと考えている。

【図表1】 S&P500種株価指数と長期金利の推移



(資料) Datastream より作成。

高金利で割高感が意識されやすく

まず、1つめの誤算は金利の高止まりである。米国の10年国債利回り（面グラフ）は2024年9月に利下げが開始されたこともあり、一時3.6%台まで低下していた【図表1】。しかし、その後の11月、12月のFOMCで連続して利下げが行われたが、インフレの再燃が懸念されたため長期金利は上昇した。特に、12月のFOMCでは、2025年以降の利下げを急がない姿勢が示されたこともあり、会合後の2025年1月に4.7%台をつけるなど一段と上昇していた。これもトランプ大統領の関税政策に伴う物価上昇を警戒した結果ともいえ、トランプ大統領の影響ともいえる。

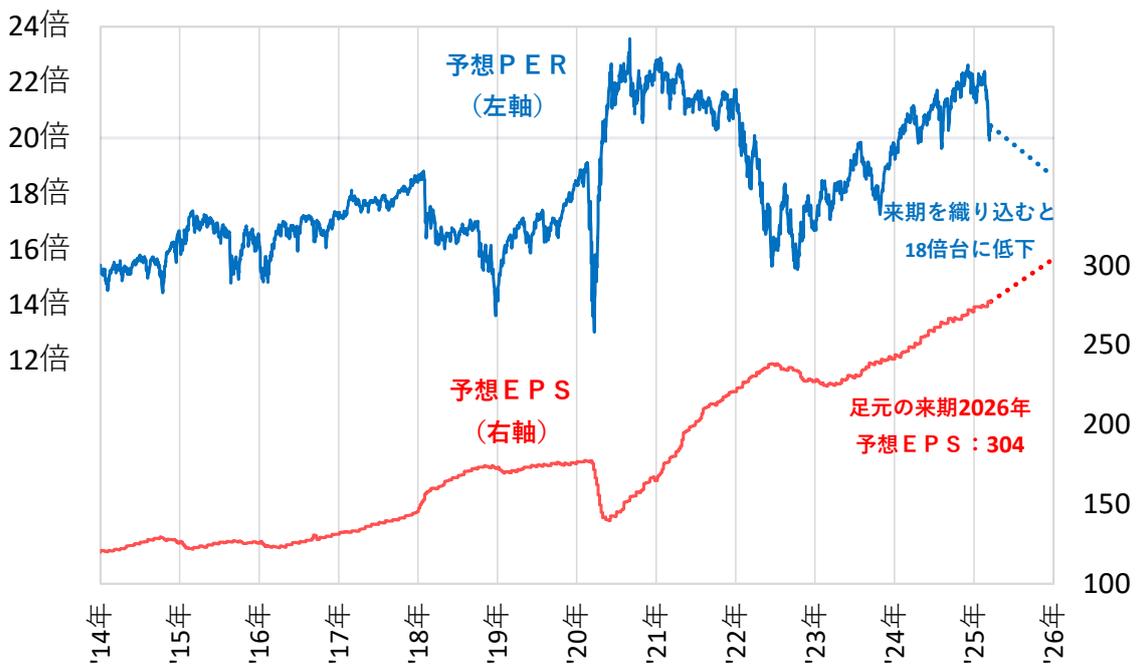
米国株式は、S&P500種株価指数の予想PERが20倍を超えと高水準にあったが、長期金利が高止まりする中、よりバリュエーション面での割高感が意識されやすくなっていたと考えられる【図表2】。実際にS&P500種株価指数は2月に史上最高値を更新したが、2024年12月のFOMC以降ほぼ上昇が止まり、踊り場状態であったことからそのことがうかがえる。

米企業の業績拡大もやや一服

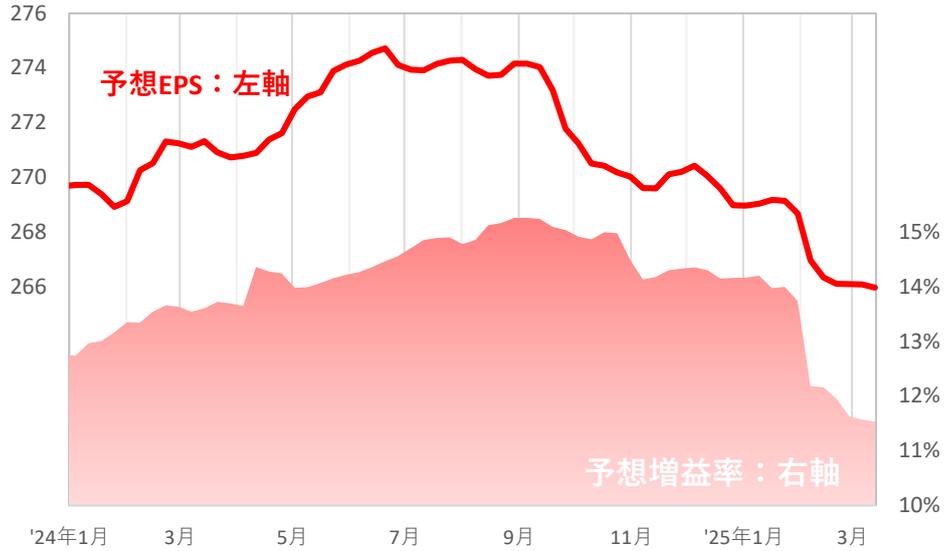
米国株式の高バリュエーションは、業績拡大への期待によって支えられてきた。米国企業の業績は現時点で業績拡大が見込まれているものの、期待されていたほど拡大していないことが2つめの誤算である。

S&P500種株価指数の2025年の予想EPS（線グラフ）をみると、2024年前半は上昇していたが、9月以降は低下基調となっている【図表3】。2025年の予想増益率（面グラフ）は、足元でも11%の増益が見込まれており業績拡大が続いているといえる。しかし、一時15%だったことを踏まえると、業績拡大は想定よりも鈍化している。

【図表2】 S&P500種株価指数のPERとEPSの推移

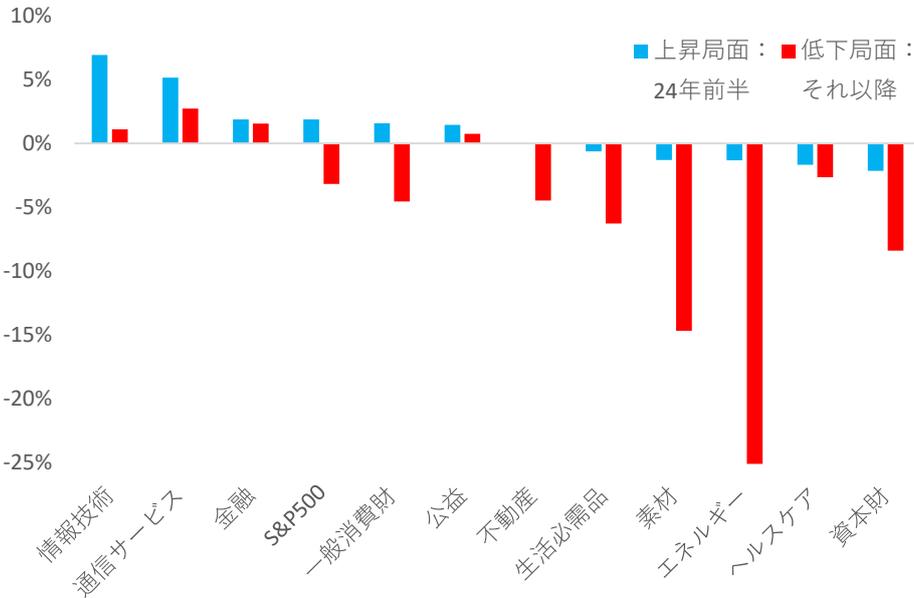


【図表3】 S&P500 種株価指数の 2025 年の予想 EPS と予想増益率の推移



(資料) Datastream より作成。

【図表4】 S&P500 種株価指数と各セクターの 2025 年予想 EPS の変化率



(資料) Datastream より作成。

ここでS&P500 種株価指数のセクター別に 2025 年の予想EPSの変化率をみると、2024 年前半（青棒）は「情報技術」、「通信サービス」の2つのセクターにけん引される形でS&P500 種株価指数の予想EPSが上昇していたことが分かる【図表4】。しかし、それ以降（赤棒）は「情報技術」、「通信サービス」の業績拡大が鈍化している。さらに下方修正されるセクターも多かったため、S&P500 種株価指数全体でも低下基調になっているといえよう。

つまり、米国株式は割高感が意識されやすい上に業績拡大にやや一服感が見られていたところに、トランプ大統領の関税政策やそれに伴う景気減速懸念が加わったため株価が下落したと考えている。

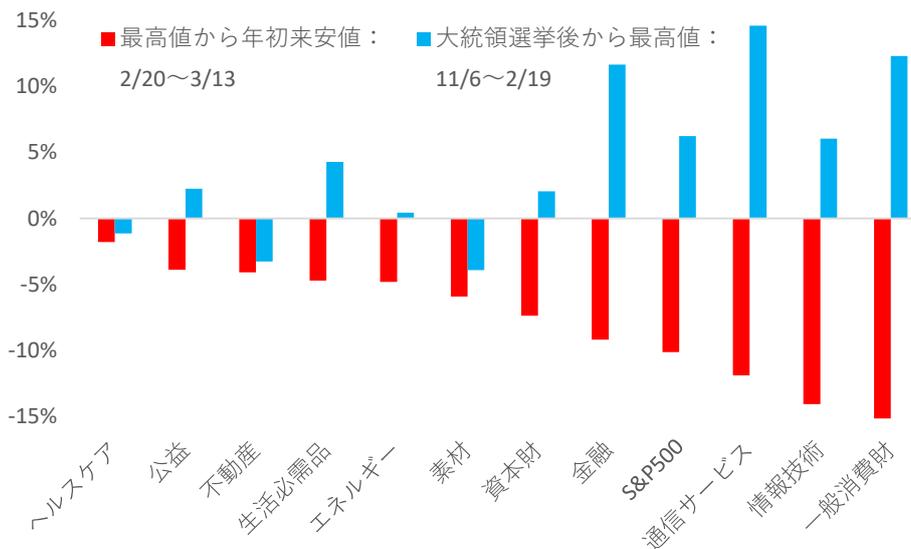
単なる株価の水準調整ならそろそろ一服も

米国株式の2月下旬からの下落は米国景気の減速を実際に織り込む動きというより、株価の水準調整の意味合いが大きいと思われる。S&P500 種株価指数の予想PERは 24 倍に迫っていたのがこの下落を受けて低下したといっても 20 倍前後と高水準にある。S&P500 種株価指数のセクター別の騰落率をみても、大統領選後の上昇が大きかったセクターほど下落が大きくなっている【図表5】。楽観的に買われていた分、下落が大きくなっていたことがうかがえる。

一方で米国株式のこれまでの株価の水準調整自体は、ある程度終わった可能性がある。S&P500 種株価指数の予想PERは、足元見込まれている来期 2026 年の業績拡大まで織り込んで計算すると、18 倍台まで低下する。大幅に業績見通しが下方修正されなければ、高水準であるが過熱感がなくなったことが示唆されるためである。

ただし、懸念されている関税政策などの影響が米国の景気や企業業績に実際に表れてくるのはこれからである。トランプ大統領の動向と合わせて米国の景気や企業業績の動向に左右される不安定な展開が続くことが見込まれる。本当に米国で景気後退、企業業績が腰折れするようなことになると、米国株式は一段安、S&P500 種株価指数が 5,000 ポイント割れという展開になるかもしれない。

【図表5】 S&P500 種株価指数と各セクターの米大統領選挙以降の騰落率



(資料) Datastream より作成。