



ブライツ・アセット株式会社

米株価はこのまま上昇していくのか？

米国の株式市場は割高

米国の株式市場は、歴史的に見て非常に割高となっている。テクニカル分析、市場の時価総額レベル、バリュエーション分析などから見ると調整局面が訪れてもおかしくない。昨年来の株価上昇や信用市場の上昇はFRBの金融政策（利下げ+量的緩和）による部分が多い。余計な金融緩和を行っている可能性も出てきている。FANG銘柄の上昇に乗っかっている部分もあり、楽観視することには注意が必要だろう。株式市場が混乱すると、社債市場に影響が大きく、日本の銀行や機関投資家が投資しているCLO、社債などにも影響が出てきてリパトリエーションが進めば、ドル安・円高となる可能性もある。しかし、そうなったら、またFRBが利下げもしくは量的緩和（QE）で助けてくれるのかもしれない。

マーケティングセールス部

2020/02/12

金融商品取引業者：ブライツ・アセット株式会社
登録番号：関東財務局長（金商）第3102号
加入協会：一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人金融先物取引業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会
HP：www.brightasset.co.jp

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライツ・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

米株価はこのまま上昇していくのか？

米国の株式市場は割高

米国株式が最高値を更新し続けている。2 月 11 日、ニューヨーク・ダウは横這いであったものの、S&P500 指数と NASDAQ 指数は最高値を更新して引けている。世界保健機関(WHO)のテドロス事務局長は 11 日、中国の新型コロナウイルス感染拡大は「世界全体に非常に重大な脅威」を及ぼすと警鐘を鳴らした。一方、感染症研究の第一人者で中国政府の専門家チームを率いる鍾南山氏は、中国国内における新型コロナウイルスの流行が 2 月にピークを迎え、4 月ごろに終息する可能性があると予想。これを受け、感染拡大を巡る懸念が後退した。

債券市場では中長期金利は下がり続け、株式市場の上昇が続いている。昨年来 FED の利下げと 9 月のレボ危機以降 FRB はレボ取引を通じて資金供給を拡大してきた。金利だけでなく量的緩和も行ったことで信用市場(債券市場)、株式市場とも絶好調である。一方、株式市場の市場時価総額の名目 GDP に対する比率は過去の例から見ると危険水域に達している。株式市場は完全に金融相場の様相を呈しており不安感も出始めている。

また、中国発の新型コロナウイルスの感染拡大とそれに伴う中国での生産活動の休止や世界経済への影響もしばらく続きそう。FED の金融緩和が縮小し始めれば、株式市場の調整が起こってもおかしくない状況となり始めている。

米連邦準備理事会(FRB)は 2 月 7 日に発表した半期に一度の金融政策報告書で、製造業の落ち込みや世界経済の低迷を受け、「緩やかに」拡大している米経済が昨年鈍化した一方で、主要なリスクは後退し、リセッション（景気後退）の可能性は減少したとの認識を示した。

FRB は「通商政策を巡る対立が幾分緩和し、海外の経済成長が安定化の兆しを見せ、金融情勢が和らいだことで、米国の見通しに対する下押しリスクは昨年後半に後退したようだ」と指摘。米雇用市場と個人消費は依然堅調だとした上で「来年にかけてリセッションが発生する可能性はここ数カ月で著しく低下した」とした。リスクとして、新型コロナウイルスの感染拡大による副次的な影響、「上昇した」資産価値、過去最高水準に迫る低格付け企業の債務などを挙げ、経済悪化の一因になる恐れがあるとした。

ポイントとなる各種指標を検証してみたい。

1. 米国株式指数の推移（ボリンジャーバンドからの分析：グラフ 1 参照）→ 割高
2. 米国株式のバリュエーション（EV/EVITDA およびシラー PE 率 から分析：グラフ 2、3 参照）→ 割高
3. FRB のバランスシート残高増加と株価指数(S&P500：グラフ 4、5、6、7、8 参照）→ 割高
4. 株式市場の市場時価総額の名目 GDP に対する比率（バフェット・インディケーター：グラフ 9、10 参照）→ 割高
5. 米国債券市場の市場時価総額の名目 GDP に対する比率（グラフ 7 参照）→ 市場規模では抑えが効いているもののスプレッドは割高
6. FRB は資産購入額縮小を開始する予定（表 3 参照）
7. 資産購入額拡大と縮小の背景

テクニカル分析

グラフ 1：米国株式指数(S&P500)とボリンジャーバンド



出所: S&P500 指数よりブライト・アセットが作成

米国株式指数は 46 か月(200 週)の 2、3 標準偏差内でのレンジを続けている。現在は、プラス側で 3 標準偏差のところまで買われている。グラフ内の ↓ のところで跳ね返されている。現状は明らかに割高水準である。

2020 年 2 月 11 日付の終値は、3357.75、2 標準偏差(UP)は 3339.1、3 標準偏差(UP)は 3495.0 と 2 標準偏差を超えている。

米国株式のバリュエーション

グラフ 2：米国株式(S&P500 指数)の EV/EVITDA 推移



出所：bloomberg のデータよりブライト・アセット作成

バリュエーションは IT バブル時の水準付近で推移している。そのため長期投資を始めるのに良いタイミングではないかもしれない。

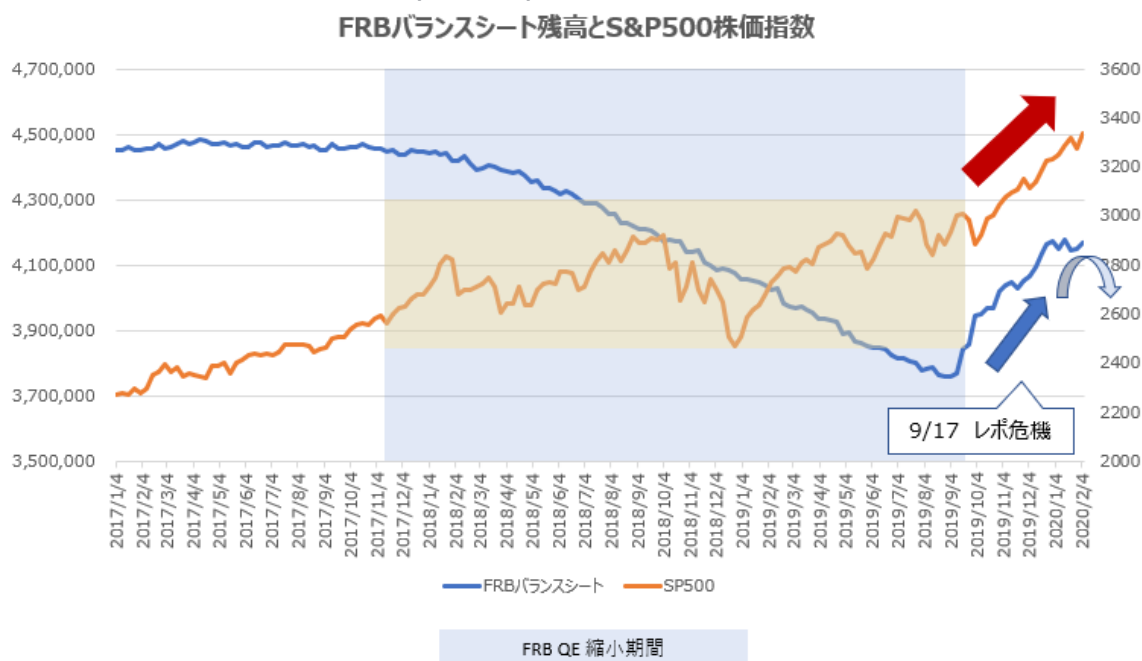
グラフ 3：米国株式(S&P500 指数)のシラーPE 推移



出所：<https://www.multpl.com/shiller-pe/table/by-month>

シラー指数では、一般に 25 倍を超えると割高と言われるレベルなので、超長期で見ても現在は割高と言える。2020 年 1 月末で 32.11 と高水準となっている。

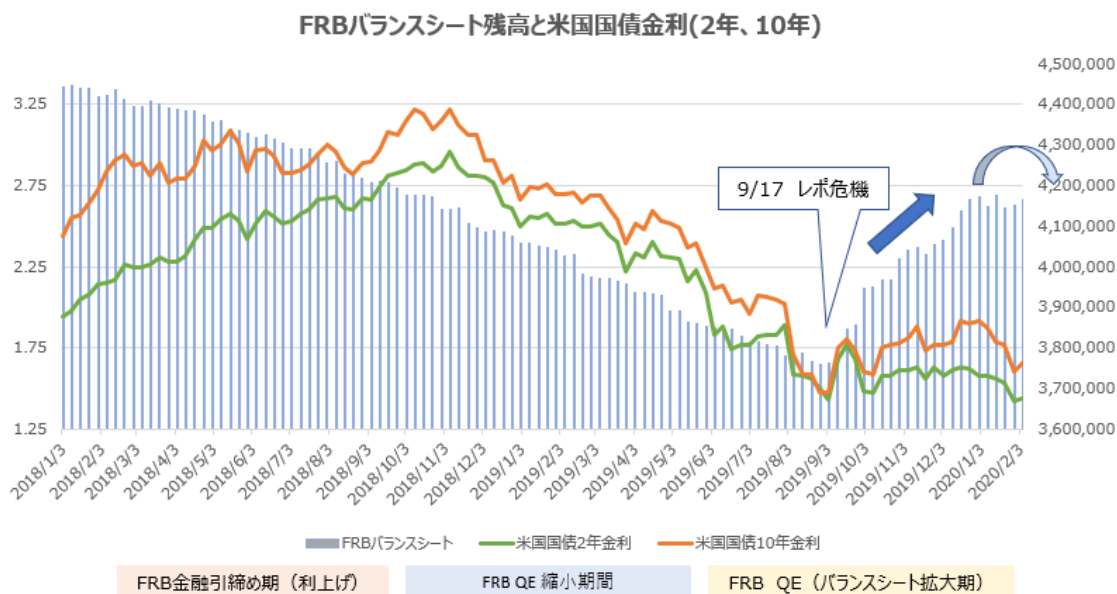
グラフ 4：FRB のバランスシート残高と株価指数(S&P500)



出所: St. Louis FED のデータよりブライト・アセットが作成

この先 FRB のバランスシート残高が縮小し始めれば、市場が信じている量的金融緩和が終了することで、ファンダメンタルが問われることになる。

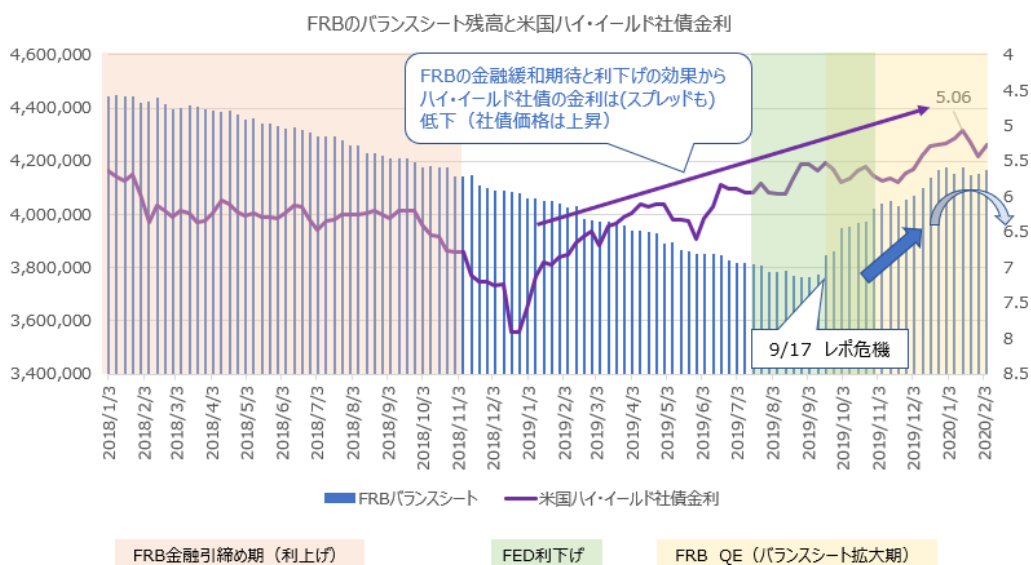
グラフ 5 : FRB のバランスシート残高と米国国債金利(2 年、10 年)



出所: St. Louis FED のデータよりブライト・アセットが作成

昨年 9 月以降 FRB がバランスシート残高を拡大してから米国債の金利は低位安定している。

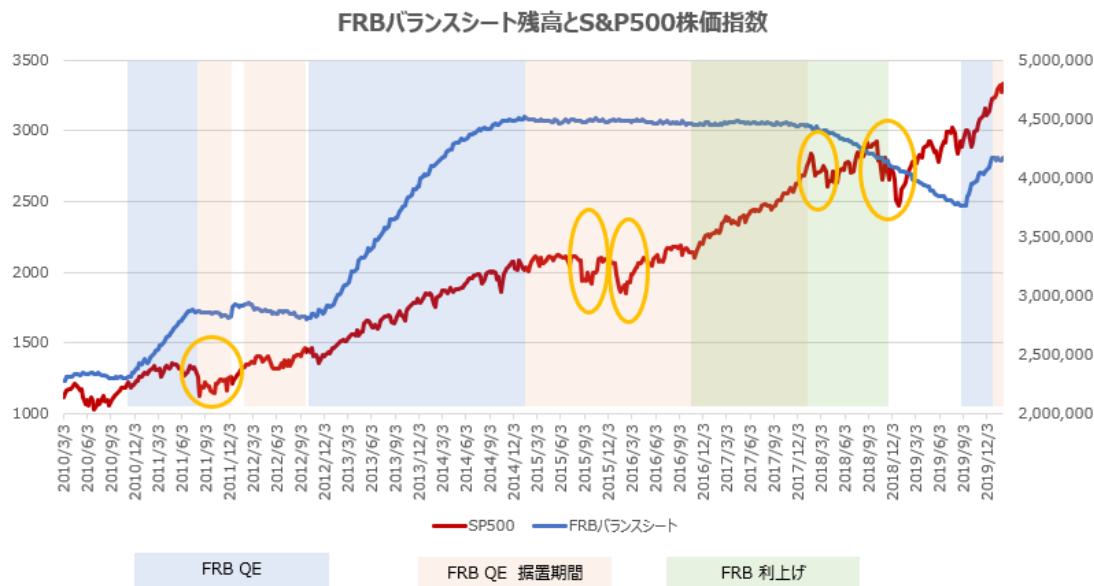
グラフ 6 : FRB のバランスシート残高と米国ハイ・イールド社債金利 (社債金利は反転して表示)



出所: St. Louis FED のデータ (ICE BofAML US High Yield Master II Effective Yield) よりブライト・アセットが作成

2018 年年末の国債金利低下から FRB の金融緩和期待が高まり、月末には 10 年ぶりの利下げを実施、9 月のレポ危機から量的金融緩和のと同様の効果もあり、株式市場、信用市場とも高騰を続けている。FRB のバランスシート拡大が縮小していくなか今後の金利上昇 (社債価格低下) には要注意。

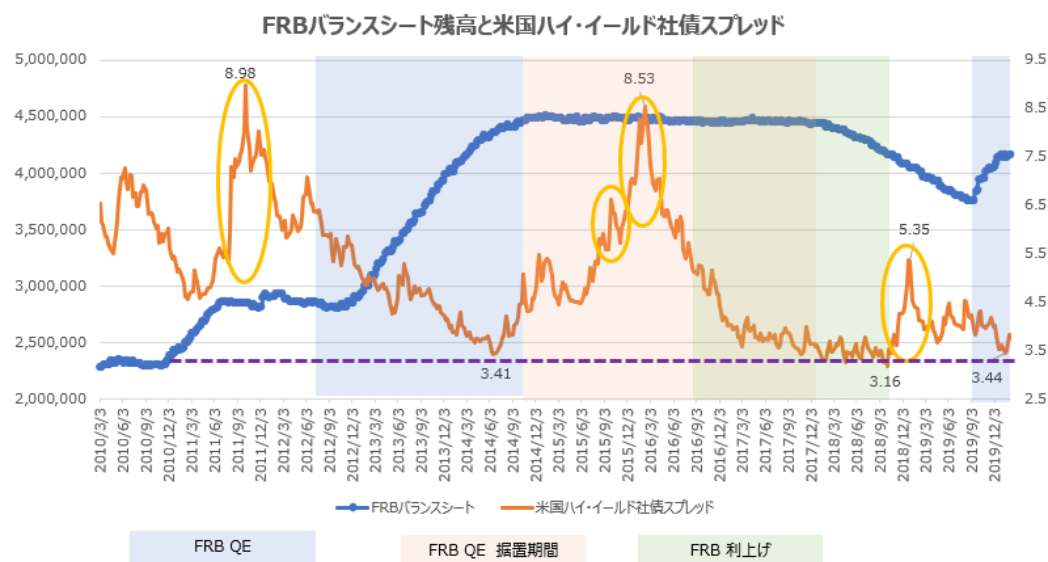
グラフ7：FRBのバランスシート残高と米国株式（S&P500 指数）



出所：St. Louis FRB データをもとにブライト・アセットが作成

FRBの金融政策が変更になった後米国の株式市場は転換点を迎えている。2011年はQEがいったん終了した後、2015年8月～9月にかけては「チャイナ・ショック」、2016年年初の下げは前年末のFRBの利上げ開始による不安、2018年はQE終了で資産規模縮小開始後、2018年年末はQE縮小と利上げの継続による影響と転換点ではFRBの政策変更が市場に大きく影響を及ぼしていた。1月末のFOMCでは、資産購入の縮小が発表されたことで、今後の株価の動きが気になる。

グラフ8：FRBのバランスシート残高と米国ハイ・イールド社債金利スプレッド（社債金利は反転して表示）



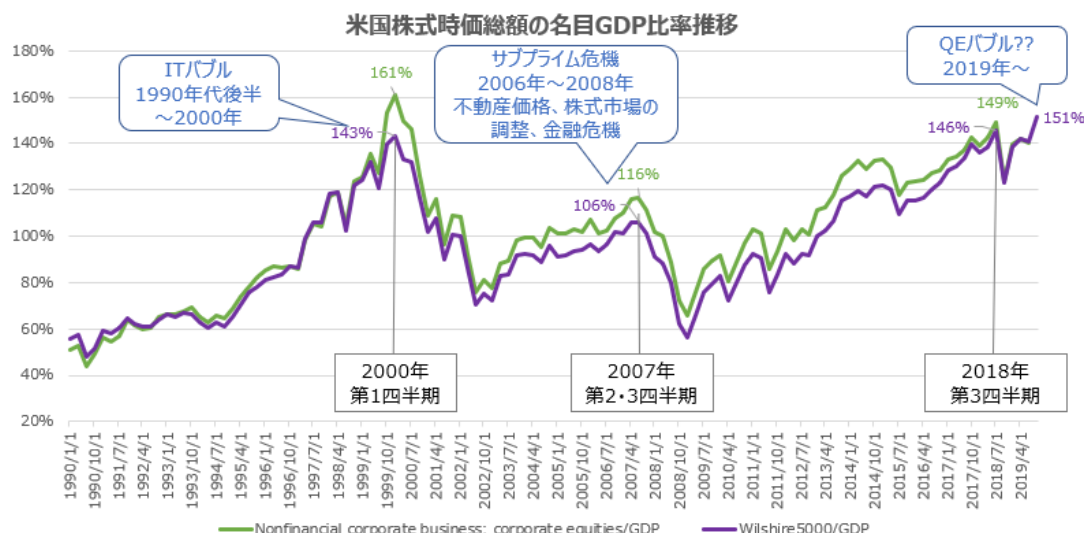
出所：St. Louis FRB データをもとにブライト・アセットが作成

社債市場もおおむね株式市場を反映した動きとなっていた。株式市場が調整するところでは、ハイ・イールド社債のスプレッドは拡大（価格は下落）していた。

株式市場の市場時価総額の名目 GDP に対する比率

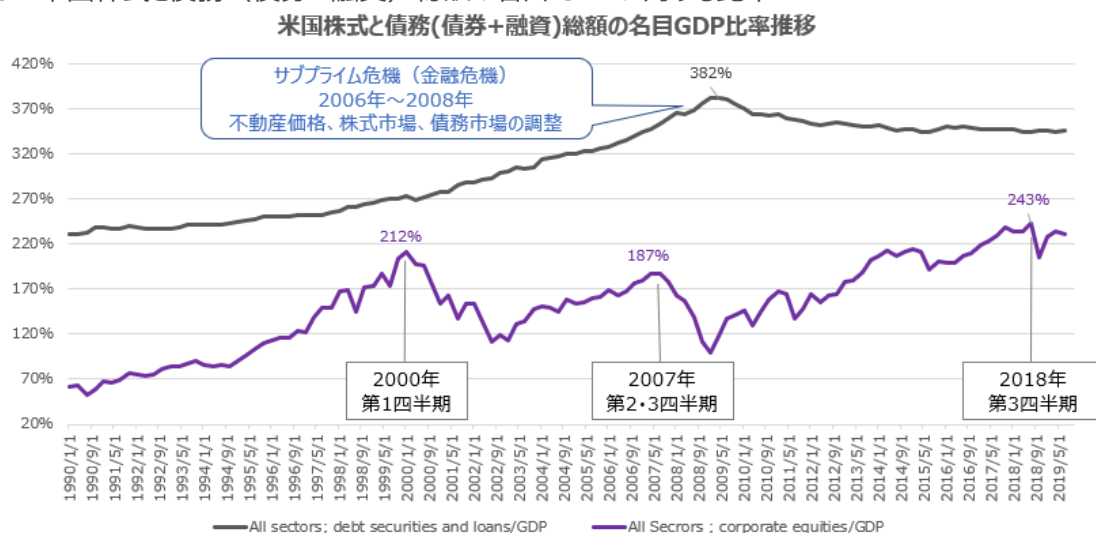
ウォーレン・バフェットがみているということである有名な株式市場の市場時価総額の名目 GDP に対する比率は 1999 年の IT バブル期並みに高くなっている。2018 年年末の株価調整は、この数字から見ればまっとうなことだったともいえる。しかし、2019 年 FRB は利下げだけでなく、QE にも見えるバランスシートの拡大を行った。こうした金融緩和のおかげもあり株式市場、債券市場とも絶好調となっている。いつまでも続くといいのだが、、、

グラフ 9：株式市場の市場時価総額の名目 GDP に対する比率



出所：St. Louis FRB；<https://fred.stlouisfed.org/series/WILL5000PRFC>、<https://fred.stlouisfed.org/series/WILL5000PRFC>、<https://fred.stlouisfed.org/series/NCBEILQ027S> よりブライト・アセットが作成

グラフ 10：米国株式と債務（債券+融資）総額の名目 GDP に対する比率



出所：St. Louis FRB；<https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1LM893064105Q>、<https://fred.stlouisfed.org/series/TCMDO>、<https://fred.stlouisfed.org/series/NCBEILQ027S> よりブライト・アセットが作成

債券の発行残高と融資残高の GDP 比率は、世界金融危機（リーマン・ショック）以降抑えられているが、株式市場は IT バブル期なみに評価されていて、過大評価されている可能性もある。

一部銘柄の高騰

一部銘柄ばかりが買われている状況は 1999 年の IT バブルを思い起こさせる。

表 1 : FANG 銘柄の時価総額

	アップル	マイクロソフト	アマゾン	アルファベット(グーグル)
時価総額	1.42 兆ドル	1.32 兆ドル	1.03 兆ドル	1.01 兆ドル

2020 年 1 月 30 日時点

表 2 : 自動車銘柄のバリュエーション(EV/EITDA)

ダイムラー	BMW	フォルクスワーゲン	フォード	GM	テスラ
X2.4	X2.2	X1.7	X2.2	X2.3	X20.2

出所 : Morgan Stanley Research

米短期金融市場では昨年の 9 月半ばにレポ金利が急上昇

米短期金融市場では昨年の 9 月半ばに、銀行や企業が資金調達する際に支払うレポ金利が急上昇し、一時 10%まで跳ね上がる場面があった。これに対応し、FRB の金融調節を担うニューヨーク連銀はレポ市場に大量の資金を供給してきた。FRB はまた、10 月半ばに月額 600 億ドルの財務省短期証券（Tビル）の購入を開始し、バランスシート拡大に動いた。FRB は前週の連邦公開市場委員会（FOMC）後、レポ市場での資金供給オペを少なくとも 4 月まで続けると表明。また、Tビル の購入額を第 2・四半期に減らす可能性を示した。

最新のレポ実行予定では、2 月 18 日のオペ操作で、これまでの 350 億ドルから 300 億ドルに減額する。（表 1 参照）

表 3 : NY 連銀発表のレポ操作詳細

Schedule of Overnight and Term Repurchase Agreement Operations

MONTHLY SUMMARY OPERATION SCHEDULE & PARAMETERS			
CURRENT PERIOD	SUMMARY		NEXT SCHEDULE RELEASE
Wednesday, 1/15/2020 - Thursday, 2/13/2020	The desk plans to conduct overnight repo operations on each business day as well as a series of term repo operations over the specified period.		Thursday, 2/13/2020
OVERNIGHT OPERATIONS DATES		AGGREGATE OPERATION LIMIT	
Wednesday, 1/15/2020 - Thursday, 2/13/2020		At least \$120 billion	
TERM OPERATION DATE	MATURITY DATE	TERM	AGGREGATE OPERATION LIMIT
Thursday, 1/16/2020	Thursday, 1/30/2020	14-days	At least \$35 billion
Tuesday, 1/21/2020	Tuesday, 2/4/2020	14-days	At least \$35 billion
Thursday, 1/23/2020	Thursday, 2/6/2020	14-days	At least \$35 billion
Tuesday, 1/28/2020	Tuesday, 2/11/2020	14-days	At least \$35 billion
Thursday, 1/30/2020	Thursday, 2/13/2020	14-days	At least \$35 billion
Tuesday, 2/4/2020	Tuesday, 2/18/2020	14-days	At least \$30 billion
Thursday, 2/6/2020	Thursday, 2/20/2020	14-days	At least \$30 billion
Tuesday, 2/11/2020	Tuesday, 2/25/2020	14-days	At least \$30 billion
Thursday, 2/13/2020	Thursday, 2/27/2020	14-days	At least \$30 billion

出所 : NY 連銀

<https://www.newyorkfed.org/markets/domestic-market-operations/monetary-policy-implementation/repo-reverse-repo-agreements/repurchase-agreement-operational-details>

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

FRB 副議長、銀行の国債保有を準備預金と同等に扱う案に前向き

米連邦準備理事会(FRB)のクオールズ副議長（金融規制担当）は 6 日、銀行の流動性要件について、保有する米国債を FRB に預ける準備預金と同等に扱えるようにするなど、要件自体は緩和せずに柔軟な運用を可能にする方策を検討すべきとの考えを示した。

クオールズ氏は、昨年の短期市場の想定外の混乱は、銀行システムにさらなる準備預金が必要だったと示唆しているようだ。指摘。それでもなお、FRB がバランスシートを最低限必要な大きさに保つのが好ましいとの考えを述べた。「バランスシート政策は、保有資産増大への継続的な圧力が存在しないと示すことで信認が高まる」と語った。

また、レポ市場で主要な資金の出し手である大手銀行が年末前に自己資本の上乗せ義務を回避するために貸し出しを減らす問題に対応し、FRB が、システム上重要な金融機関の流動性の状況について、年末時点の数値よりも平均的な数値に重きを置く方向への変更を「積極的に検討している」と表明。常設レポファシリティーについては検討を継続していると語った。ただ、「われわれが既に持っている手段をまずは利用するほうが、メリットがあるかもしれない」と述べた。

(ロイター：2020 年 2 月 7 日より)

FRB のレポ危機への対応

FRB は昨年 9 月半ば以降、銀行向けに大量の流動性を供給してきた。しかし、今回の金利急騰がインターバンク市場ではなく、より幅広い参加者が集うオープン市場のレポ取引で発生したため、再発防止には銀行セクター向けの資金供給だけでは十分との認識を持つに至ったようだ。FRB は金融規制の緩和に乗り出し、一度は封印した扉を次々に開け始めている。

FRB を含む 5 つの米監督機関は 1 月 30 日、ヘッジファンドやプライベートエクイティ(PE)に対して、銀行の自己資金による投資を禁じる「ボルカールール」に基づく規制の緩和を提案し、現在パブリック・オピニオンを募集中だ。ボルカールールを浸透させるべく、様々な規制が 2013 年に導入されて以来、「コンプライアンス上の不透明性が高まったうえ、ルールが本来意図しない制約を銀行に課し、一部のサービスや営業を圧迫している」と FRB は言う。

こうした障害を取り除くため、昨年 10 月に FRB は規制緩和パッケージを発表し、11 月には金融機関の自己勘定取引の制限に関わるルールを簡略化したばかりだが、今回はカバードファンズ（ヘッジファンドや PE）に投資したり、スポンサーとなる金融機関に対する規制も緩和する意向で、ボルカールールの精神に逆行する流れとなっている。

1 月 29 日に行われた FOMC 後の記者会見で「FED が躍起になってヘッジファンドやウォール街を救済しようとしているとの批判にどうこたえるのか」との質問に、パウエル FRB 議長は、レポ金利のボラティリティが FF 金利に影響を及ぼすからただで答えている。

エリザベス・ウォーレン上院議員は昨年 10 月、ムニューシン米財務長官に書簡を送り、短期金利が一時的に急騰したからと言って、流動性規制などを緩和すべきではないと主張した。

結果 FRB の金融緩和は、民間企業の債務残高を膨らませたほか、米当局が把握できない非金融部門の投資やレバレッジをむしろ拡大してしまった。こうした債務まみれの非金融部門を背景に起きたのが、今回のレポ金利の急騰だ。ドル短期資金の主要金利である翌日物レポ金利は 9 月 17 日に 10%まで上昇し、2008 年の金融危機以来の水準に達した。同金利は 9 月上旬までは安定的に推移していたが、16 日から急騰し始めた。市場参加者は「最も潤沢な流動性」があるはずのレポ市場で「流動性不足」から金利が急上昇したことに加え、金利が上がり始めた 16 日に FRB が全く動かず、17 日以降も短期金利の制御に四苦八苦したことに不信感を募らせた。最終的に、FRB は大規模のレポオペで流動性を供給し、10 月からは毎月約 600 億ドルの短期国債買い入れも始めた。

市場では、FRB が市場と対話する能力が低下したことが、潜在的なリスクをため込んでいるとの指摘もある。最近では、短期国債の大量買入れが量的緩和(QE)に相当しないと主張する FRB と、事実上の QE だとみる市場との認識のギャップも話題に上る。

(ロイター 2020 年 2 月 6 日より)