

2018/11/22

投資情報部
安田 一隆

マーケット・フォーカス

株式：米国株

米国株の下落は何を織り込んでいるのか？

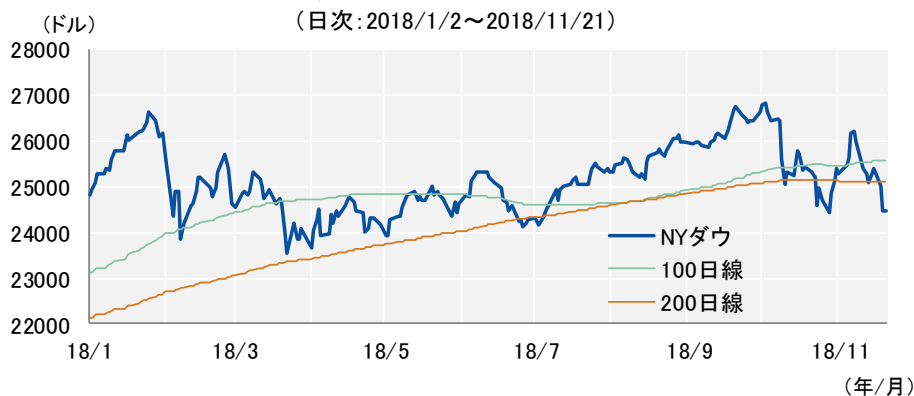
- 足元の米国株の株価水準には、米国企業が減益に転じる可能性が織り込まれているほか、米景気が厳しい減速局面にあることを先取りする動きがみられる
- みずほ証券投資情報部では、米景気は減速しても、経済成長ペースは 2019 年も潜在成長率である 2%程度を上回り、好調が継続すると予想。S&P500 指数の EPS については、19 年が前年比 6%増、20 年も同 6%増と、増益になることを予想
- 今後、①経済指標等で米景気が好調を維持していることが再認識される、②米連邦準備理事会 (FRB) のパウエル議長講演や米連邦公開市場委員会 (FOMC) で、2019 年の利上げペースの減速が示唆される、等すれば、米国株はリバウンドに向かうだろう

米国株は10月の大幅安に続いて、11月も軟調に推移

米国株式市場は、米国10年国債利回りの上昇加速、世界経済の減速懸念、原油価格の大幅下落等を背景にNYダウが2018年10月に9月末比5.1%下落し、月間下落率は16年1月以来の大きさになった。11月に入ると、中間選挙の通過にともなう不透明感の後退で11/8にかけて上昇したが、その後は①米中貿易問題が再度クローズアップされたこと、②アップルやエヌビディア等、ハイテク大手の業績の先行きに対する不安、③小売企業の決算発表をきっかけに年末商戦に対する楽観的な見通しが後退していること、等を背景に、11/21のNYダウは10/29以来の安値水準に下落した(図表1)。

図表 1: NY ダウの年初来推移

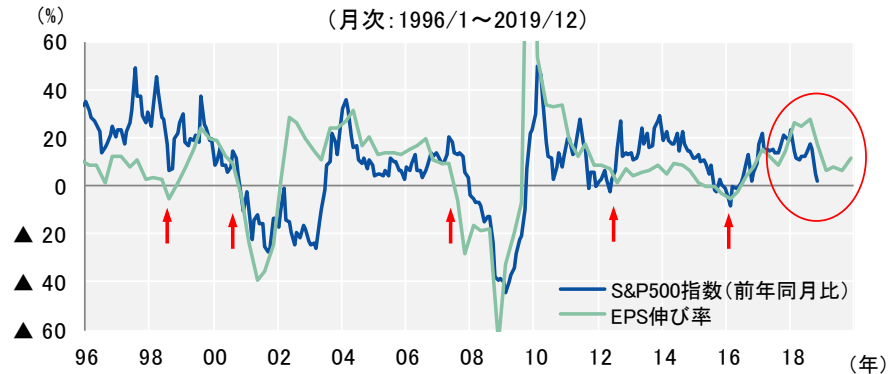
(日次: 2018/1/2~2018/11/21)



米国株下落で、すでに株価は減益転換、厳しい景気減速等を織り込み

米国の主要500社で構成されるS&P500指数の11/20時点の1年株価リターンは2.3%にとどまっている。この水準では、S&P500指数構成企業のEPSが減益に転じる可能性が織り込まれているとみられるほか、米景気が厳しい減速局面にあることを先取りするような動きになっている(図表2、3)。足元で米景気は好調だが、中古住宅販売等が減速し始めていることに加え、米国外では欧州や中国等で景気の減速感が強まっていること等が影響しているとみられる(P.3 図表4、5)。予想PER(株価収益率)は、原油安およびドル高の影響で製造業関連の経済指標が軒並み不振だった2016年2月以来の低水準にある(P.3 図表6)。また、セクター別およびファクター別の株価パフォーマンスは、米景気が後退入りする前の減速局面や景気後退局面に類似した動きになっている(P.4 図表7~10)。

図表 2: S&P500 指数の 1 年株価リターンと
S&P500 指数構成企業の EPS 伸び率

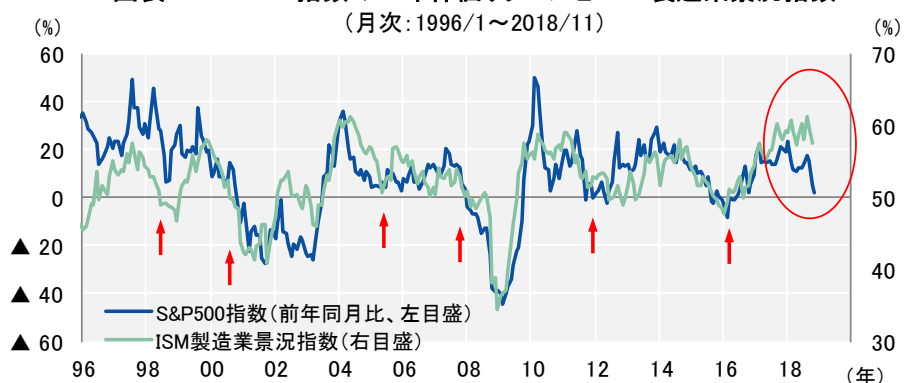


(注1) 1年株価リターンの直近値は2018/11、2017/11/20と2018/11/20の比較

(注2) EPS伸び率は前年同期比、1996/3~2004/12はS&Pダウ・インデックス、2005/3以降はリフィニティブのデータ、2018/9以降は市場予想、市場予想は11/20時点

出所: リフィニティブ、S&Pダウ・インデックス、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

図表 3: S&P500 指数の 1 年株価リターンと ISM 製造業景況指数

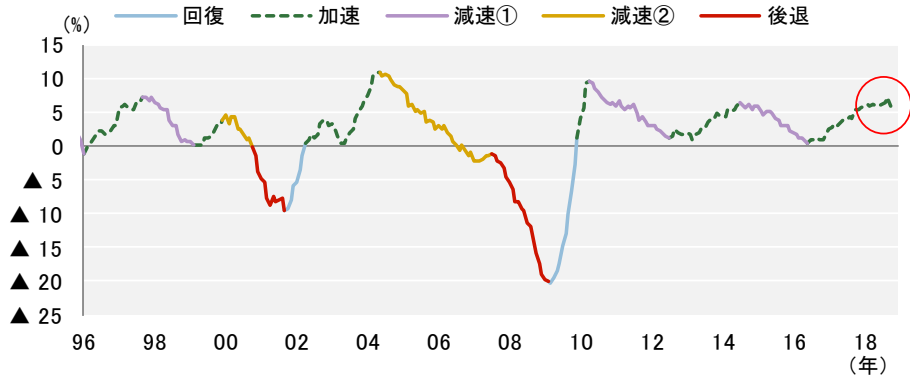


(注) 2018/11の1年株価リターンは2017/11/20と2018/11/20の比較。ISM製造業景況指数の直近値は2018/10

出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

図表 4: 米国の景気循環

(月次: 1996/1~2018/10)

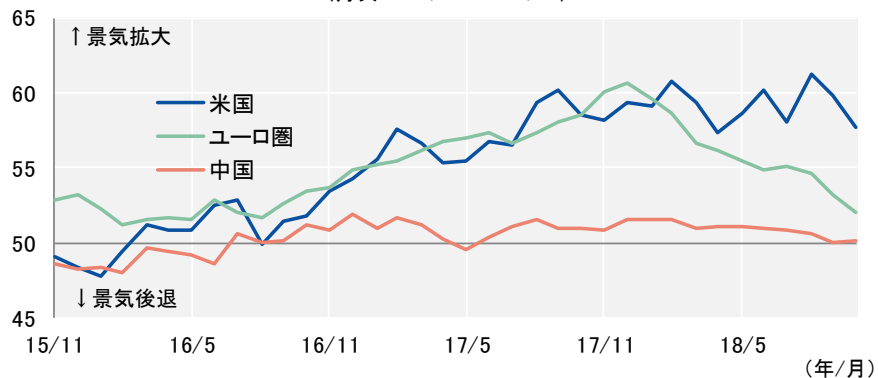


(注) 景気循環はカンファレンスボードが発表する景気先行指数の前年同月比。前年同月比のトレンドをもとに局面を色分け。景気減速局面は、景気の踊り場に向かう減速局面(減速①)と景気後退前の減速局面(減速②)の2つに区分

出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

図表 5: 米欧中の製造業景況指数

(月次: 2015/11~2018/10)



(注) 米国は ISM 製造業景況指数、ユーロ圏はマークイット製造業景況指数、中国は財新マークイット製造業 PMI

出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

図表 6: S&P500 指数の予想 PER

(週次: 1995/1/6~2018/11/16)

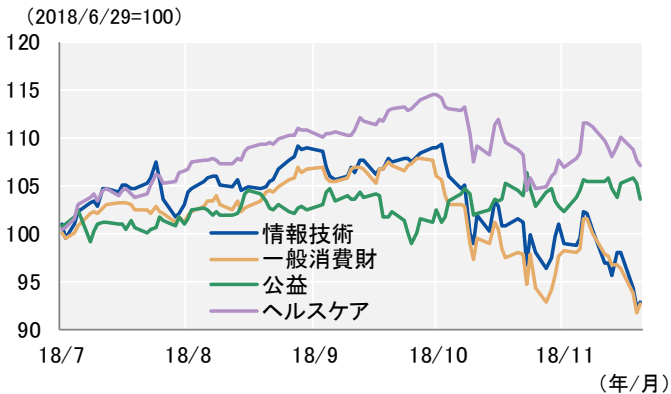


(注) 予想 PER は 12 カ月先予想 1 株当たり利益 (EPS) に基づく PER。シャドーは景気減速局面

出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

図表 7: S&P500 指数業種別の株価パフォーマンス

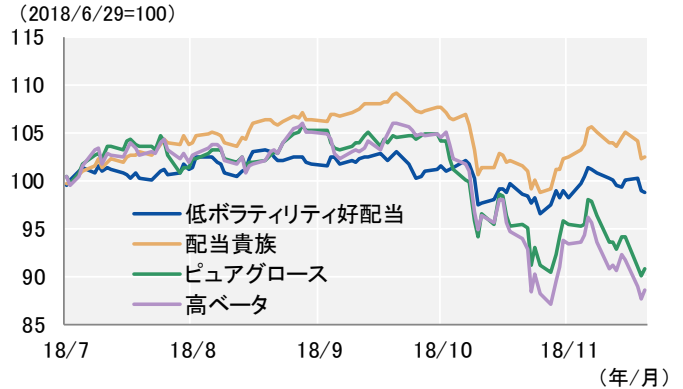
(日次: 2018/7/2~2018/11/21)



出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

図表 8: ファクター指数の株価パフォーマンス

(日次: 2018/7/2~2018/11/21)



(注) S&P500指数を母集団とするファクター指数
出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

図表 9: 局面別の業種別戦略

	局面	回復	加速	減速		後退
				①	②	
影響	経済成長	マイナス成長	プラス成長			マイナス成長
	ポジティブ	金融 素材 一般消費財 不動産	資本財 金融 情報技術 コミュニケーション サービス	コミュニケーション サービス 情報技術 一般消費財 ヘルスケア	公益 エネルギー 不動産	生活必需品 ヘルスケア
	ネガティブ	公益	生活必需品 公益 ヘルスケア	資本財 素材 金融	情報技術 一般消費財	

出所: みずほ証券作成

図表 10: 景気の局面別に有効とみられるファクター

	局面	回復	加速	減速		後退
				①	②	
影響	経済成長	マイナス成長	プラス成長			マイナス成長
	ポジティブ	ピュアバリュー 好配当 均等加重	高ベータ ピュアグロース 自社株買い	モメンタム	自社株買い 好配当 クオリティ	低ボラティリティ 配当貴族
	やや ポジティブ	高ベータ 自社株買い	—	クオリティ ピュアグロース LVHD	均等加重 モメンタム	LVHD クオリティ
	やや ネガティブ	モメンタム	好配当	自社株買い 高ベータ	LVHD	ピュアグロース 均等加重
	ネガティブ	クオリティ 低ボラティリティ	LVHD 低ボラティリティ	ピュアバリュー 均等加重	配当貴族	高ベータ

(注) LVHD: 低ボラティリティ好配当、減速は景気の踊り場に向かう減速(減速①)と、景気後退前の減速(減速②)の2つに区分

出所: みずほ証券作成

米国株は、米景気の 好調再認識等でリバ ウンドへ

市場には、①米中貿易問題、②ハイテク大手の業績の先行き懸念、③年末商戦に対する楽観的な見通しの後退等、を背景に今後、米景気の減速感が強まるとの見方があるが、足元の米国株の下落は行き過ぎだろう。ローン金利の上昇にとまない住宅および新車等の販売が減速し始めているとはいえ、全体としてみれば景気は好調を維持している。みずほ証券投資情報部(当部)では、米景気の成長ペースは減速しても、経済成長ペースは19年も潜在成長率である2%程度を上回り、好調が継続するとみている。また、S&P500指数のEPSについては、米景気が今後減速することを反映したうえで、19年は前年比6%増の171ドル、20年は同6%増の180ドルと予想し、減益に転じるような状況にはないとみている。

今後、経済指標等で米景気が好調を維持することが再認識されたり、米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長講演や米連邦公開市場委員会(FOMC)で、2019年の利上げペースの減速が示唆される等すれば、企業業績の先行きに対する不透明感が後退して、米国株はリバウンドに向かうことが期待されるだろう(図表11)。もっとも、シナリオの1つとして、景気がピークアウトするなかで利上げペースが維持されるとの見方が市場で広がれば、米国株の調整が長引く可能性も想定される。当面は、経済指標やパウエル議長の発言等が一段と注目される状況が続くだろう。

図表 11: 主な米経済指標および FRB 関連イベント

日付	11月	日付	12月
11/27	11月消費者信頼感指数	12/3	11月ISM製造業景況指数
11/28	7-9月期国内総生産(GDP) 改定値	12/5	パウエルFRB議長が上下両院で議会証言
11/28	10月新築住宅販売件数	12/7	11月雇用統計
11/28	パウエルFRB議長がエコノミック・クラブNYで講演	12/7	12月ミシガン大学消費者マインド指数
11/29	10月個人消費支出	12/12	11月消費者物価指数
		12/14	11月小売売上高
		12/14	11月鉱工業生産
		12/18	FOMC(~19日)

出所:ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

金融商品取引法に係る重要事項

■国内株式のリスク

リスク要因として株価変動リスクと発行者の信用リスクがあります。株価の下落や発行者の信用状況の悪化等により、投資元本を割り込むことがあり、損失を被ることがあります。

■国内株式の手数料等諸費用について

○国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大 1.134% (税込み)、最低 2,700 円 (税込み) の委託手数料をご負担いただきます。ただし、売却時に限り、約定代金が 2,700 円未満の場合には、約定代金に 97.2% (税込み) を乗じた金額を委託手数料としてご負担いただきます。

○株式を募集等により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

○保護預かり口座管理料は無料です。

■外国株式のリスク

○外国株式投資にあたっては、株価変動リスク、発行者の信用リスク、為替変動リスク(平価切り下げ等も含む)、国や地域の経済情勢等のカントリーリスクがあります。それぞれの状況悪化等により投資元本を割り込むことがあり、損失を被ることがあります。

○現地の税法、会計基準、証券取引に関連する法令諸規則の変更により、当該証券の価格に大きな影響を与えることがあります。

○各国の取引ルールの違いにより、取引開始前にご注文されても、始値で約定されない場合や、ご注文内容が当該証券の高値、安値の範囲であっても約定されない場合があります。

○外国株式において有償増資等が行われた場合は、外国証券取引口座約款の内容及び、原則権利を売却してお客さまの口座に売却代金を支払うこととなります。ただし、権利売却市場が存在しない場合や売却市場があっても当該証券の流動性が低い場合等は、権利売却ができないことがあります。また、権利が発生しても本邦投資家が取り扱いきれないことがあります。

○外国株式の銘柄(国内取引所上場銘柄および国内非上場公募銘柄等を除く)については、わが国の金融商品取引法に基づいた発行者開示は行われていません。

■外国株式の手数料等諸費用について

○外国委託取引

国内取次手数料と現地にかかる手数料および諸費用の両方が必要となります。現地にかかる手数料および諸費用の額は金融商品取引所によって異なりますので、その金額をあらかじめ記載することはできません。詳細は当社の担当者までお問い合わせください。国内取次手数料は、約定代金 30 万円超の場合、約定代金に対して最大 1.08% + 2,700 円 (税込み)、約定代金 55,000 円超 30 万円以下の場合、一律 5,940 円 (税込み)、約定代金 55,000 円以下の場合、約定代金に対して一律 10.8% (税込み) の手数料をご負担いただきます。

○国内店頭(仕切り)取引

お客さまの購入単価または売却単価を当社が提示します。購入の場合は、購入対価のみをお支払いいただき、売却の場合も同様に別途手数料はかかりません。

○国内委託取引

当社の国内株式手数料に準じます。約定代金に対して最大 1.134% (税込み)、最低 2,700 円 (税込み) の委託手数料をご負担いただきます。ただし、売却時に限り、約定代金が 2,700 円未満の場合には、約定代金に 97.2% (税込み) を乗じた金額を委託手数料としてご負担いただきます。

○外国証券取引口座

外国証券取引口座を開設されていないお客さまは、外国証券取引口座の開設が必要となります。外国証券取引口座管理料は無料です。

外貨建商品等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。

商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 94 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

広告審査番号：MG5690-181122-09