



## 米国の株価動向

上席研究員 古金 義洋

○過去2度の長期株価上昇局面と比較した現在の株価の位置は？

2009年3月から始まった米国株の上昇局面は5年半を越え、米国の代表的な株価指数であるS&P500種株価指数は09年ボトムから11月までに約3倍となった。09年のボトムから直近までの年率換算での株価上昇率は2割を超えている。

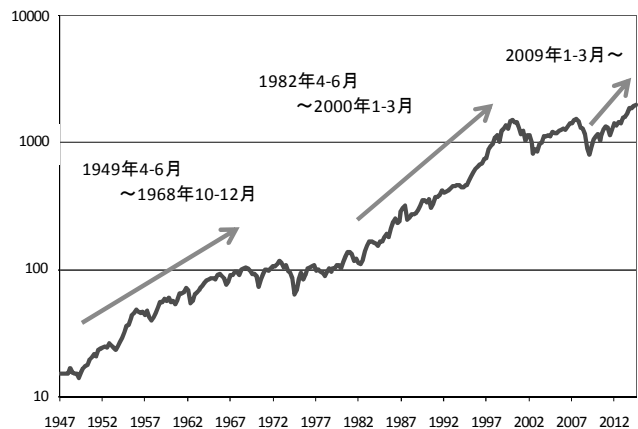
長期の株高が続いていると言えるが、戦後の米国の株価動向を振り返ってみると、より長期にわたる上昇局面が続いたことが2回ある（図1参照）。①1949年第2四半期～1968年第4四半期、②1982年第2四半期～2000年第1四半期の2回だ。それぞれの上昇期間は、①が19年半、②が18年弱で、ともに20年近く続いた。

そうした過去の長期上昇局面と比べた場合、09年からの5年半という期間は必ずしも長いわけではない。2009年以降の株価上昇と戦後2回の長期株価上昇局面を比較することで、今後も米国の株高が続くかどうかを考えてみたい。

まず、過去の2つの時期における株価上昇の特徴をみてみよう。1949～68年の株価上昇局面では、株価は最初の5～6年の間に急騰したあと、その後は比較的緩やかな上昇になった。19年間の平均株価上昇率は年率約11%だったが、最初の5年半の上昇率は約18%と高く、その後の上昇率は約8%に鈍化した。

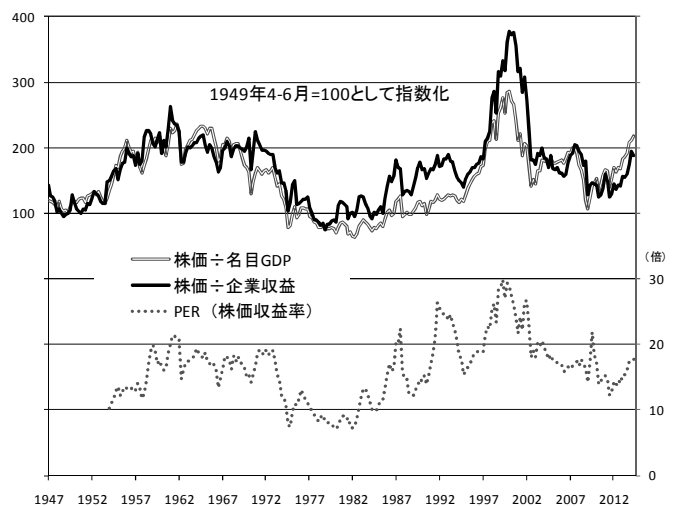
これは、株価の対名目GDP比率や対企業収益比率、あるいはPER（株価収益率：株価÷1株当たり利益）の動きをみてもわかる（図2参照）。これらの比率はどれも1949年から

（図1）S&P500種株価指数の推移（対数グラフ）



（注）対数グラフであるため、傾きが大きいほど株価の上昇テンポが速いことになる  
（出所）Bloomberg

（図2）S&P500種株価指数の対名目GDP比率、対企業収益比率とPER



（出所）米商務省、Bloomberg

1955年頃にかけて上昇した。最初の5～6年は、株価上昇率が名目GDPや企業収益の増加テンポを上回っていたことになる。

しかし、PERが20倍程度に達した後は、株



価の対名目GDP比率や対企業収益比率、あるいはPERはほぼ横ばいで推移した。つまり、その後も株高は続いたが、株価の上昇率はGDPや企業収益の増加率とほぼ同程度まで鈍化したことになる。

次に、1982～2000年の株価上昇局面はどうだったか。この時の株価も最初の5年間、つまり1982年から1987年頃にかけて急騰したあと、1987年頃から1990年代半ばにかけて中だるみ状態となり、上昇率が鈍化した。ただ、この時の株価は中だるみのあと、1990年代後半以降再び急騰した。

この時の18年間の平均株価上昇率は年率約16%だった。最初の5年半の上昇率は約16%で、その後1990年代前半までの中だるみ時期の上昇率は約9%に鈍化した。1990年代後半の上昇率は約25%と再加速した。

株価の対名目GDP比率や対企業収益比率、PERの動きをみると、1982年から87年頃にかけて上昇したが、PERがいったん20倍を超えたあと、株価の対名目GDP比率や対企業収益比率、PERなどの上昇がいったん止まった。ただ、1990年代後半以降、これらの比率は再び上昇し、結局2000年の株価ピーク時にはPERは30倍程度まで上昇した。

いったん中だるみしたあと1990年代後半以降、株価が再び急騰したのは「ITバブル」によるものだ。当時、通信関連銘柄が多く採用されていたナスダック総合指数のPERは株価のピーク時である2000年2月末時点で176倍と、日本のバブルピーク時のPER（日経平均株価の1989年末PERは67倍）をはるかに大きく上回る、まさに異常な水準に高まった。

ITバブルによる1990年代後半以降の株高が「異常」であったとすると、長期の株価上昇局面では、次のような共通した特徴が見い

だせるのではないと思われる。

- ① 最初の5～6年間、株価は企業収益やGDPの増加テンポ以上の速さで急上昇する。
- ② ただPERが20倍程度になると株価上昇テンポは鈍化する。
- ③ その後の株価上昇テンポは企業収益やGDPの増加テンポとほぼ同程度になる。

現状は、①すでに株価の上昇が始まってから5年半経過し、②PERは一時18倍を超え20倍に近づいている。

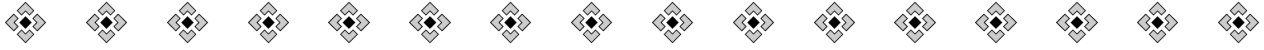
過去2回の経験を当てはめると、今後も株価上昇は続く可能性があるが、そうだとした場合そのテンポは名目GDPや企業収益の増加テンポ並みに鈍化する可能性がある。

#### ○株式上昇のテンポは1ケタ台半ばの緩やかなものになる可能性

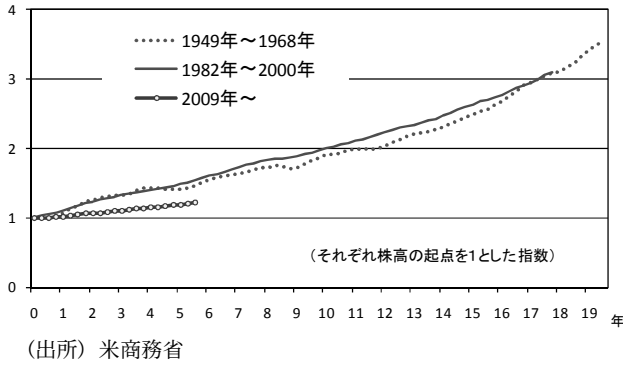
過去2回の長期株価上昇局面と今回の株価上昇局面で、名目GDPと企業収益の動きを比較してみよう。今回は過去2回と比べ明らかに名目GDPの伸びが低水準である（次頁図3参照）。これは、おそらくは金融危機の後遺症から実質経済成長率が低く、またディスインフレ傾向が強いことが原因とみられる。

半面、企業収益（GDPベース）は過去2回に比べ、むしろ増加ペースが速いようにみえる（次頁図4参照）。これは金融危機時の収益の落ち込みが大きく、株高の起点である2009年1～3月の企業収益水準が低かったということも影響しているが、企業が雇用コストや金利コストなどの削減を続けたことが名目GDPの低迷にもかかわらず企業収益の好調をもたらしている要因と考えられる。

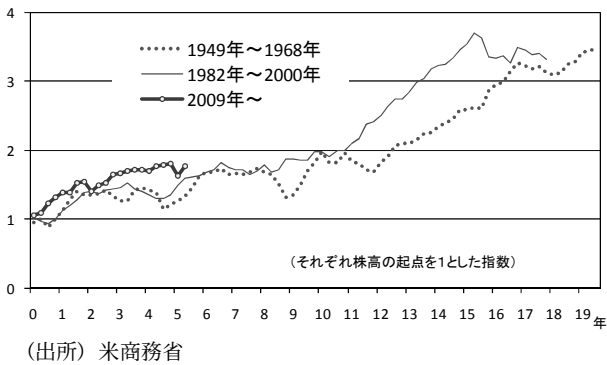
企業収益の増加率は09年から12年にかけて一貫して名目GDPの伸びを上回っていた（図



(図3) 米国の長期株価上昇局面における名目GDPの動き



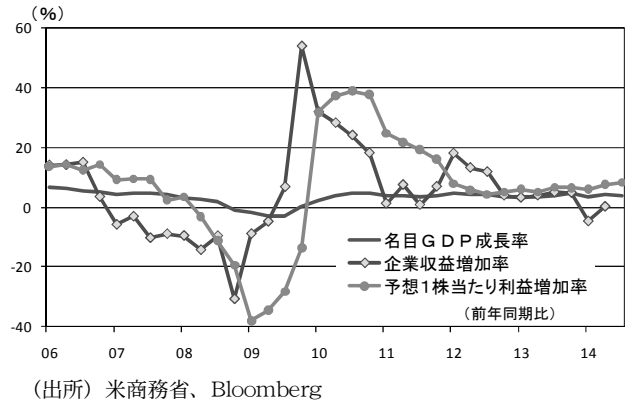
(図4) 米国の長期株価上昇局面における企業収益の動き



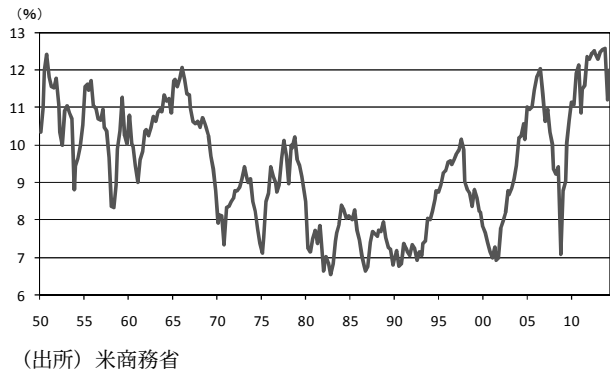
5 参照)。その結果として企業収益の対名目GDP比率は戦後の最高水準にまで上昇した(図6参照)。

企業収益の対名目GDP比率は、戦後から1990年代初めにかけて低下トレンドを辿ったが、その後は上昇トレンドに転換した。情報化やグローバル化の流れのなかで企業による雇用コスト抑制傾向が強まったことが原因とみられる。ただ、14年に入ってから、景気回復に伴って雇用が本格的に増加し始めたことなどもあり、同比率の上昇トレンドに歯止めがかかった感もある。企業収益の伸びは名目GDPを下回る状態になっている。

(図5) 米国の名目GDP、企業収益、予想1株当たり利益



(図6) 米国の企業収益の対名目GDP比率



一方、株価をみるうえで直接的に有用な指標である予想1株当たり利益(S&P500株価指数ベース)については、GDPベースの企業収益が伸び悩むなかにあっても、その増加率は比較的高水準なままだ(図5参照)。

原因としては、①企業による自社株買い増加が1株当たり利益を高めていること、②S&P500種株価指数に採用されている大企業の収益の伸びが採用されていない中小企業に比べ相対的に高いこと、③アナリストの見通しが楽観的であることなどがあると考えられる。

ただ、GDPベースの企業収益の伸びと1株



当たり企業収益の伸びがいつまでも乖離し続けるとは考えにくい。過去においては1株当たり利益予想はGDPベースの企業収益の動きに幾分遅行する形で推移する傾向がある。現状ではなお高めの数値になっている1株当たり利益予想もGDPベースの企業収益の動きにさや寄せする形で今後鈍化していく可能性がある。

FOMC（米連邦公開市場委員会）の長期経済見通しによれば、今後の実質GDP成長率は2.0～2.3%、インフレ率は2.0%程度と想定されており、このため名目GDPの伸びは4%強と計算できる。

企業収益の伸びや1株当たり利益の伸びが名目GDPの伸びに収斂していき、しかも1990年代後半のようなバブルがなくPERが大幅に上昇することがないとすれば、株価上昇率は最近までの年率2割という速いテンポから1ケタ台半ば程度の緩やかなテンポに鈍化する可能性がある。

米10年国債利回りは2%強であり、債券投資に比べると、株式の期待収益率は高いが、投資妙味は薄れてくるだろう。