



バブル化する米国株

研究員 古金 義洋

1. 株価収益率はITバブル時に並ぶ

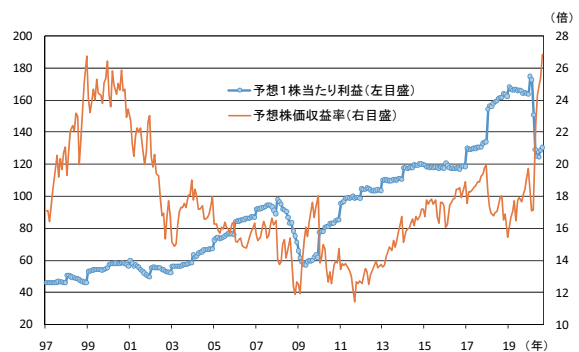
コロナショックで世界経済は落ち込んだが、株価は高水準を維持している。ブルームバーグによれば、米国株（S&P500種株価指数）の予想EPS（1株当たり利益）は、昨年12月末の164ポイントから8月末には130ポイントと約2割低下したが、株価は逆に上昇し、結果として、8月末の予想株価収益率（PER：株価÷1株当たり利益）は26.8倍と、ITバブル時の1998～2000年時に並んでいる（図1参照）。

足元の米国経済が低迷しているのに株価が高水準なのは、①ワクチンなどでコロナショックが早期に克服できるのではないかの期待、②積極的な財政金融政策が経済への信頼感を高めており、特にウォール街では「FED（米国の連邦準備制度）に逆らうな」との格言があり、金融緩和政策は株高につながるはずとの見方が根強いこと、③金利低下で債券利回りに対し株の配当利回りなどが割高になり株式市場に資金が流れていること、などが主因とされる。ただ、ITバブル時に並ぶPERは、現在の米国株のバブル化を示唆するものでもあることは間違いない。

1998～2000年のITバブルがどのように生まれ、どのように崩壊したのかを振り返ってみよう。当時も金融政策がバブルの生成と崩壊に大きな影響を及ぼしていたことがわかる。

1990年代後半頃から始まったIT革命で生産性が向上し、インフレなき高成長率が持続するはず、といった楽観的な思惑が強まり、バブルが起きやすい土壌ができていた。

（図1）米S&P500種株価指数の1株当たり利益と株価収益率



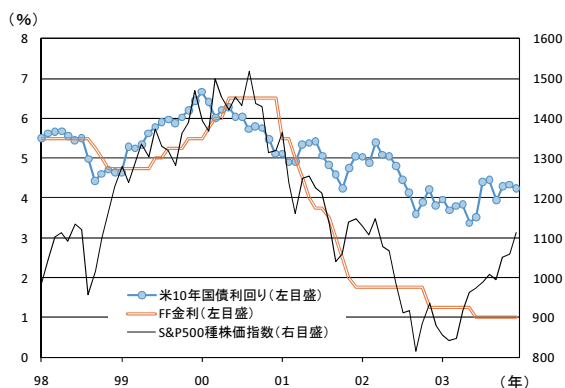
（出所）ブルームバーグ

そうしたなかで、1997年に起きたアジア通貨危機が98年に米ロングターム・キャピタル・マネジメントの経営破綻という形で米国に波及し、FRBは金融システム不安を懸念して緊急利下げを実施した。さらに、2000年問題（2000年になるとコンピュータが誤作動する可能性があると言われた問題）に対応した流動性供給も実施された。金融緩和と金利低下は、とりわけ当時の新興企業の多い米ナスダック総合指数をPERで72倍という高水準にまで押し上げた。

しかし、緊急利下げの効果で実際には金融システム不安は短期で回避され、アジア通貨危機で一時的に鈍化した米国の実体経済も1999年に入ってから再び上向いた。1999年後半以降、インフレ率が下げ止まり、政策金利は引き上げられていった（図2、図3参照）。これが株価を反転下落させた。結局、株価は2001年9月の同時多発テロの影響もあって、2003年初めまで下落が続いた。

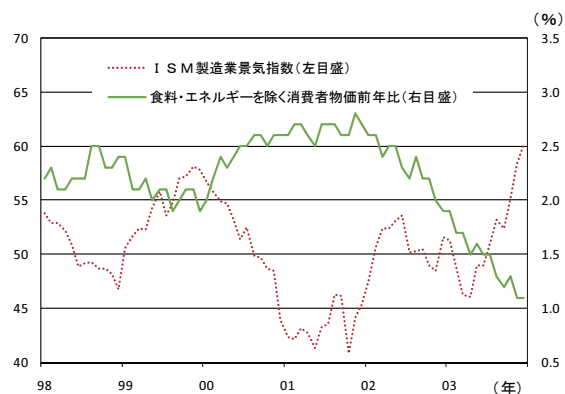


(図2) ITバブル時の米金利と株価



(出所) ブルームバーグ

(図3) ITバブル時の米景気と物価



(出所) 米労働省、米供給管理協会

2. GAFAの利益と株価の動向

直近2020年4～6月の米国のGDPは前年同期比マイナス9.1%と1947年の統計開始後で最も急激な落ち込みとなった。これに対して、1997～99年当時は、98年秋頃にかけて一時的に景気が減速する局面があったとはいえ、実質GDPの前年比が最も低かった98年4～6月、7～9月でもプラス4.1%と大きく落ち込むことはなかった。現在の米国経済が当時と比べようにならないほど悪いことは明らかだが、株価をITバブル時並みに押し上げている点があるとすれば、それはグーグル、アマゾン、フェイスブック、アップルなど、いわゆる「GAFA」と呼ばれる企業が米国経済の

成長と米国株の上昇を牽引していくことへの期待があるかもしれない。ただ、GAFAと一括りに言っても、業態の違いもあるため、実際の利益動向をみると四者四様で、利益の動きからみた株価上昇に関して言えば、4社いずれも期待先行の部分も大きいように思える(図4～7参照)。

例えば、グーグルの親会社であるアルファベットの場合、EPS(実績)は安定的に高い成長を維持してきたが、最近では、19年のEPSは前年比15%減とマイナスに転じ、20年に入ってから1～3月前年同期比9%減、4～6月同26%減と減少した。

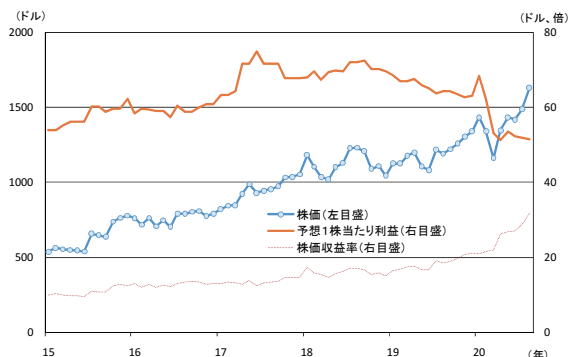
通常、株価との相関が強いとされるのが予想EPSだが、アルファベットの予想EPSは17年半ばにかけて増加し、その後、ほぼ横ばいで推移した後、18年秋以降は下向きで推移している。20年に入ってから予想EPSは2割程度減少している。これに対し、株価は2015年以降、ほぼ一本調子で上昇し、20年に入ってから3月の一時的な調整場面はあったものの、上昇傾向が続いた。結果として、15年時点で10倍以下だったPERは32倍程度に上昇している。

一方、アマゾンのEPS(実績)は2014年頃までは低水準で推移していたが、18年以降、急増した。17年までの利益水準が非常に低かったため、14～19年の5年間でEPSは約21倍になった。19年以降も成長は持続し、19年は前年比18%増、20年1～3月に前年同期比45%減と落ち込んだあと、4～6月は巣ごもり消費の需要増加を受けて同24%増と再び増加した。ただ、4～6月の需要(利益)増加が巣ごもり消費によるものだとすると、7～9月以降の経済活動再開は逆に利益を減少させる要因になるおそれがある。

アマゾンの予想EPSは17年に減少、18年に増加に転ずるなど、アナリストの予想は振れ

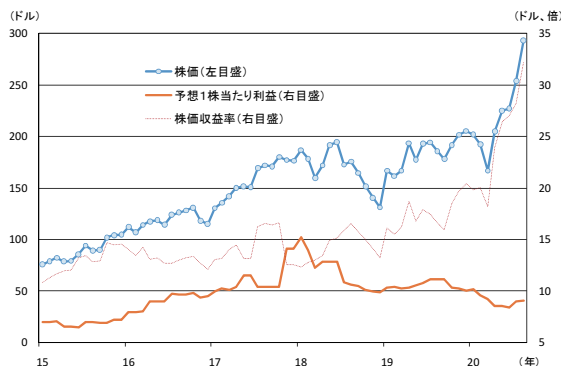


(図4) アルファベットの株価と1株当たり利益、株価収益率



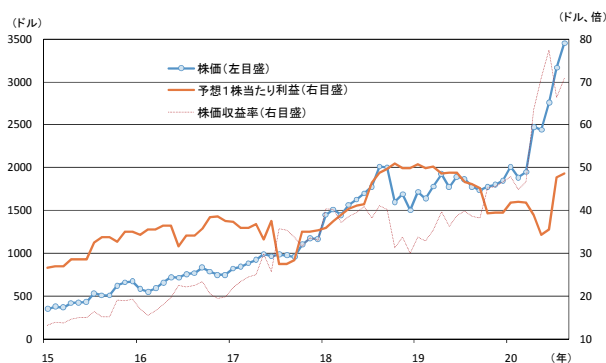
(出所) ブルームバーグ

(図6) フェイスブックの株価と1株当たり利益、株価収益率



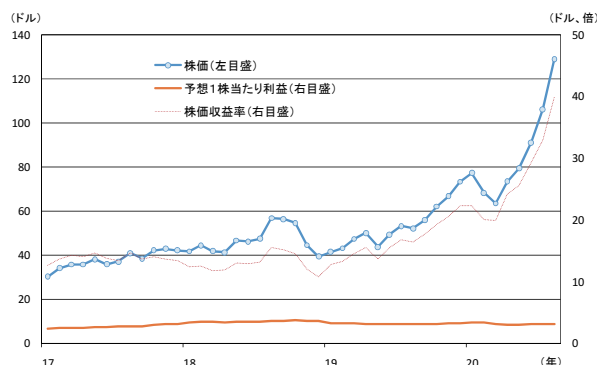
(出所) ブルームバーグ

(図5) アマゾンの株価と1株当たり利益、株価収益率



(出所) ブルームバーグ

(図7) アップルの株価と1株当たり利益、株価収益率



(出所) ブルームバーグ

が大きい。足元では19年後半から20年5月頃にかけて減少し、その後、直近は再び増加している。アマゾンの株価は18年後半から19年末にかけて上昇一服となる局面はあったが、ほぼ上昇傾向で、20年に入ってからもほとんど調整場面もないまま、むしろ上昇テンポが速まった。結果として、15年年初の時点では13倍程度だったPERは足元では70倍を超えている。70倍というPERは、ITバブル時のナスダック総合指数のPERとほぼ同じ水準だ。

3. 金利低下は必ずしもPERを押し上げるものではない

高成長が期待される企業の株価は、現在の利益水準よりむしろ将来の利益予想に左右される度合いが強く、PERは高くなる。また、株価は企業が将来的に稼ぎ出す利益の割引現在価値だが、現在のような低金利下では、将来の利益が大きく割り引かれることなく現在の株価に反映されるため、PERは高くなりやすく、また、株価は高騰しやすくなると考えられる。

ただ、そもそもFRB（米連邦準備制度理事



会)の低金利政策は、コロナショックによる景気の減速を抑制するためのものである。景気の減速が長期化すれば、企業の利益成長率も低下していく可能性が高い。そして利益成長率が低下すれば将来の利益水準も低下し、金利低下で割引率が低下しても、その割引現在価値である株価は低下するだろう。結局、割高なPERが長期的に続くことは考えにくい。

金利低下が必ずしもPERを押し上げないことは日本の例からもわかる。PERの逆数である益回りと10年国債利回りととの関係を見ると、日本株の益回りは1990年代後半以降、10年国債利回りを上回り、2000年代以降も上向き気味の傾向は変わらなかった(図8参照)。

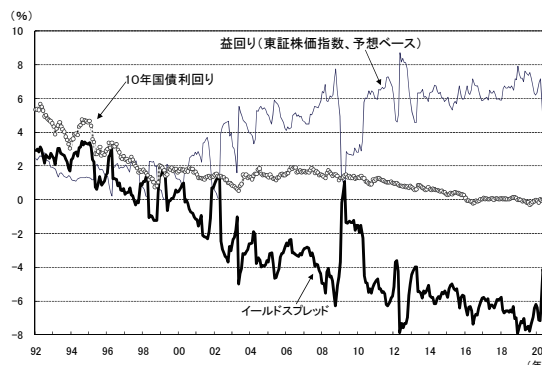
日本の国債利回りは低下傾向を辿っており、本来であれば金利低下に沿って、PERは上昇(益回りは低下)していてもおかしくないが、実際にはそうっていない。逆に、国債利回りの低下にもかかわらず、益回りが上昇し(PERが低下し)、両者の差であるイールドスプレッドのマイナス幅は拡大している。

4. バブルが崩壊するとすればきっかけは何か?

米国株のバブルが崩壊するリスクがあると考えられ、以下のような点に留意しなければならない。

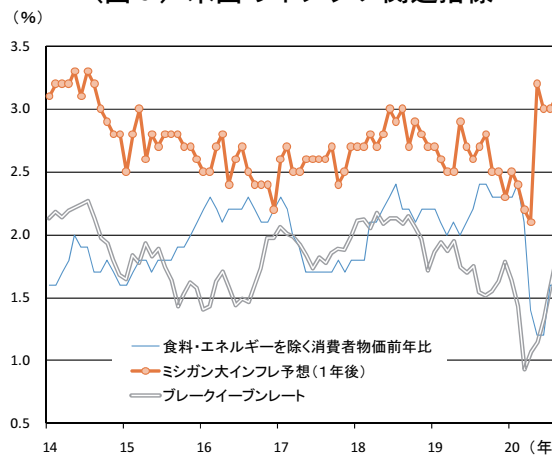
第1に、今後の米国経済については、効果的なワクチンなどが早期に開発・配布されない限り、人々の行動抑制傾向が変わることはなく、経済活動が抑制される状況は続くだろう。これに比べ、アジア通貨危機時は、1998年の一時的で軽微な景気減速のあと、1999年から2000年初めにかけて金融緩和で景気が再拡大したため、株価が上昇しバブル化した。今回は当時に比べ实体经济の低迷が長く続く可能性があり、その際、期待先行で株価が高騰している企業の利益が期待外れになれば、

(図8) 日本株の益回り、10年国債利回りとイールドスプレッド



(出所) ブルームバーグ

(図9) 米国のインフレ関連指標



(注) ブレイクイーブンレートは米10年国債利回りから10年もの物価連動債利回りを差し引いた数値
(出所) 米労働省、ミシガン大

それが株価下落のきっかけになるおそれがある。

第2に、コロナショックは需要減少だけでなく供給力の低下やコスト増加などによって物価を押し上げるおそれがある。実際、景気停滞にもかかわらず、インフレ期待は高めた。ミシガン大の調査によれば、4月を底にインフレ予想値は大きく跳ね上がった(図9参照)。同調査の1年後のインフレ予想は8月時点で3.1%となっている。また、債券市場の動きから計算されるブレイクイーブンレート(米10年国債利回りから10年もの物価連動債



利回りを差し引いた数値) も上昇している。
物価上昇は長期債利回りを押し上げ、その際、
株式市場から債券市場に資金が逆流して、株
価を下落させるおそれがある。

第3に、大統領選挙後の政策転換に注意す
べきだ。仮に、バイデン候補が勝った場合、
トランプ政権が実施した企業や高所得者層へ
の減税政策が転換されるだろうし、また、米
経済・株価の牽引役となっているGAFAの独
占に対する規制が強まり、それが株式市場に
悪影響を及ぼすおそれがある。