



米国の株式市場が期待する高成長は実現可能か？

専門研究員 古金 義洋

1. はじめに

企業の価値は企業が将来的に生み出す利益の割引現在価値だと考えることができる。その場合、株価は現在の企業利益というより、むしろ企業の成長性に大きく左右される。一方、マクロの世界経済に目を移すと、コロナショックによる昨年の落ち込みの反動、ワクチン接種などによる経済正常化（ペントアップデマンドの盛り上がり）への期待、拡張的な金融財政政策の効果などにより、とくに今後1～2年間は米国を中心に高い

成長が予想される。低金利などとともに、こうした高成長期待がバブル気味の株高につながっている可能性がある。

本稿では、米国の株式市場においてどの程度の利益成長率が想定されているかを推定し、それが現在予想されている、米国のマクロのGDP成長率に見合うものなのかを考える¹。

具体的には、 $\text{株式益回り} = \text{実質長期金利} + \text{リスクプレミアム} - \text{予想実質利益成長率}^2 \dots (1)$

(図1) 米国株式益回りと米実質長期金利



(出所) ブルームバーグ

と書くことができることから、同式を用い、リスクプレミアムを一定と仮定したうえで、市場データである益回り、実質長期金利のデータから、株式市場が想定する予想実質利益成長率を逆算する。

そこで得られた数値をFOMC（米連邦公開市場委員会）などで予想されているマクロの実質経済成長率と比較し、株式市場が想定している利益成長率が高すぎないかどうかとい

1 マクロのGDPの増減に比べ企業の利益は大きく増減するが、一国内で労働力と資本を用いて生産され稼ぎ出された付加価値（GDP）は、労働者に雇用者報酬として分配され、企業には企業利益という形で分配される。このため、長期的にみて両者への分配率が変わらないとすると、企業利益の成長率はGDPの成長率に見合うものになると考えられる。

2 $\text{株価} = \text{企業の当期利益} \div (\text{割引率} - \text{予想利益成長率})$ 、であり、当期利益を株価で割った株式益回りは、 $\text{株式益回り} = \text{割引率} - \text{予想利益成長率}$ となる。割引率を金利部分とそれ以外の投資家が要求するリスクプレミアムに分け、さらに金利と予想利益成長率について、実質長期金利とインフレ期待、予想実質利益成長率とインフレ期待にそれぞれ分けると、最終的に $\text{株式益回り} = \text{実質長期金利} + \text{リスクプレミアム} - \text{予想実質利益成長率}$ となる（図1参照）。

なお、リスクプレミアムについては、しばしば単純に株式益回りから実質長期金利（あるいは名目長期金利）を引いたものを指すこともあるが、本稿では、予想実質利益成長率部分と投資家が要求する本来のリスクプレミアム部分に分けることとする。



う点から、株価が割高かどうかを判断する。

ちなみに、(1)式は、①実質長期金利の低下、②リスクプレミアムの低下（例えば、最近の投資家の利回り追求志向の高まりなど）、③利益成長期待の高まり、が株高（益回りの低下）につながることを意味する。

2. リスクプレミアムについて

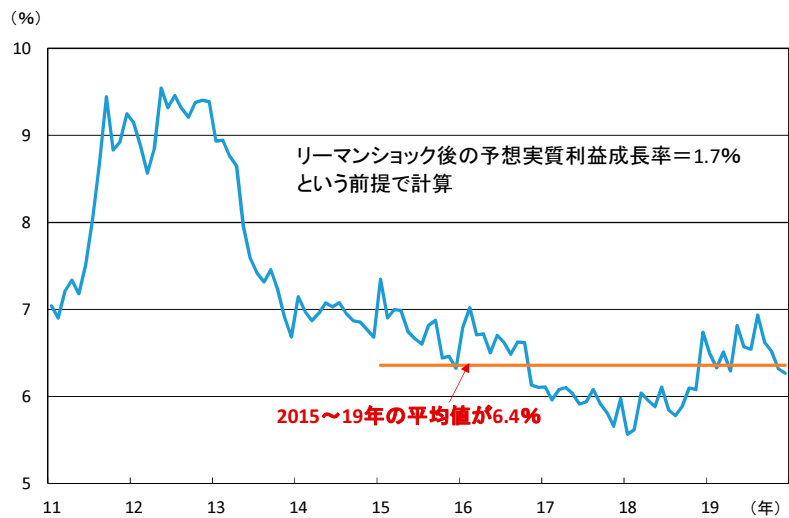
まず、本稿ではリスクプレミアムを一定と仮定したうえで予想実質利益成長率を計算するわ

けだが、そのリスクプレミアムがどの程度なのかを考える必要がある。リーマンショック後、コロナショック前のリスクプレミアムの数値がどの程度だったかをみてみよう。

前ページの(1)式は、 $\text{リスクプレミアム} = \text{株式益回り} + \text{予想実質利益成長率} - \text{実質長期金利}$ と書き換えることができる。そこで、この式の「株式益回り」にS&P500株価指数の益回り、「実質長期金利」に10年もの物価連動債利回り³の、それぞれの時系列データを代入し、さらに「予想実質利益成長率」の代理変数として、リーマンショック前の2007年10～12月からコロナショック前の2019年10～12月までの米国の実質GDP年率成長率（1.7%）を定数として代入して、リスクプレミアムの数値を計算したものが図2である。

これをみると、リスクプレミアムは2012年から13年頃にかけて一時上昇したが、2015年以降は6%弱から7%程度の範囲内で比較的

(図2) リーマンショック後のリスクプレミアム



(出所) 図3ともに、ブルームバーグ、米商務省データより当研究所計算

安定して推移していたことがわかる。2015年～19年の平均値は6.4%となっている。

2012～13年頃はちょうど欧州債務危機などの問題が世界の株式市場を動揺させていた時期であり、投資家は高いリスクプレミアムを要求していた時期であったと考えられる。しかし、その後は欧州債務危機も落ち着き、逆に、ローレンス・サマーズ元米財務長官⁴に代表される長期経済停滞 (secular stagnation) に対する懸念などから、世界的に金利が低下した。投資家の利回り追求志向が高まり、それに伴ってリスクプレミアムが低位で安定していったと考えられる。

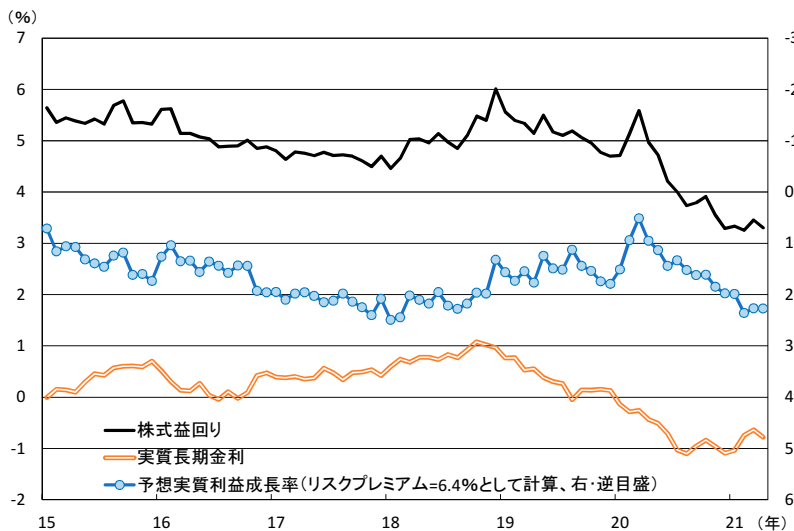
2014年頃までのリスクプレミアムには欧州債務危機の影響が含まれていると考えられるため、その影響が収まった2015年～19年の平均値である6.4%を用いて、以後の計算を行う。

3 10年もの物価連動債利回りは株式益回り同様、金融市場の動向に敏感に反応して変動する指標であり、また、物価連動債は物価上昇（下落）で元本が増加（減少）する仕組みにより、物価が変動しても価値が変化しない債券であるため、債券市場における実質金利を示す指標として用いられている。

4 Lawrence H. Summers (2014) “U. S. Economic Prospects : Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound” Business Economics, National Association for Business Economics Vol. 49 No. 2



(図3) 米国の株式益回り、実質長期金利、予想実質成長率



3. 市場が期待する成長率ほどの程度か

図3は直近までの株式益回りの動きを実質長期金利（10年もの物価連動債利回り）と予想実質利益成長率に分けて説明したものである。

実質長期金利の低下は株式益回りを低下（株価を上昇）させ、また、予想実質利益成長率の上昇が株式益回りを低下（株価を上昇）させるため、予想実質利益成長率については上下逆目盛としている。

これをみると、2018年から20年半ば頃までの予想実質利益成長率は幾分低下（図3では上向き）方向で、実質長期金利の低下が株式益回りを低下させる要因になっていた。しかし、20年半ば以降は実質長期金利が下げ止まるなかで、予想実質利益成長率が上昇（図3では下向き）に転じ、それが株式益回りを低下させていたことがわかる。4月末時点での株式益回りは3.3%、実質長期金利はマイナス0.8%、予想実質利益成長率は2.3%となっている。

4. 市場が期待する成長率とFOMCが予想する経済成長率の比較

では、市場が期待していると考えられる予想実質利益成長率の2.3%は妥当な水準なのか。

3月16～17日のFOMC（米連邦公開市場委員会）の経済見通し（メンバーの予測中央値）をみると、実質GDP成長率は21年10～12月に前年比6.5%、22年同3.3%とかなり高い。23年に同2.2%と鈍化し、さらに長期では1.8%と潜在成長率と同水準に鈍化する見通しだが、FOMCの

想定通りの短期的な高成長を前提にし、2024年以降の成長率を1.8%とすると今後10年間の平均成長率は年率2.3%と計算できる。

労働分配率等が一定で、マクロの実質経済成長率と企業の実質利益成長率が同水準だとすれば、市場が期待する予想実質利益成長率は、FOMCの経済成長率予想と同じで、整合的であると考えられる。

今年に入ってから実質長期金利が上昇するなか株価は高水準を維持したが、これは実質金利上昇とともに市場が想定する利益成長率も上昇していることを示す。バブルとも言われることが多い現在の株価についても、こうした点を考えると必ずしも割高ではなく、むしろ適正水準であると言っている。

5. 高成長とマイナスの実質金利の整合性についての疑問

しかしながら、現在の経済状況については、かなり異例なものであるという点にも注意しなければならない。

ワクチン接種の普及に伴って経済正常化が期待され、それが今後1～2年間の急成長予



想につながるなかで、金融当局は依然として新型コロナウイルスが経済に及ぼす悪影響を懸念して、強力な金融緩和策を維持している。

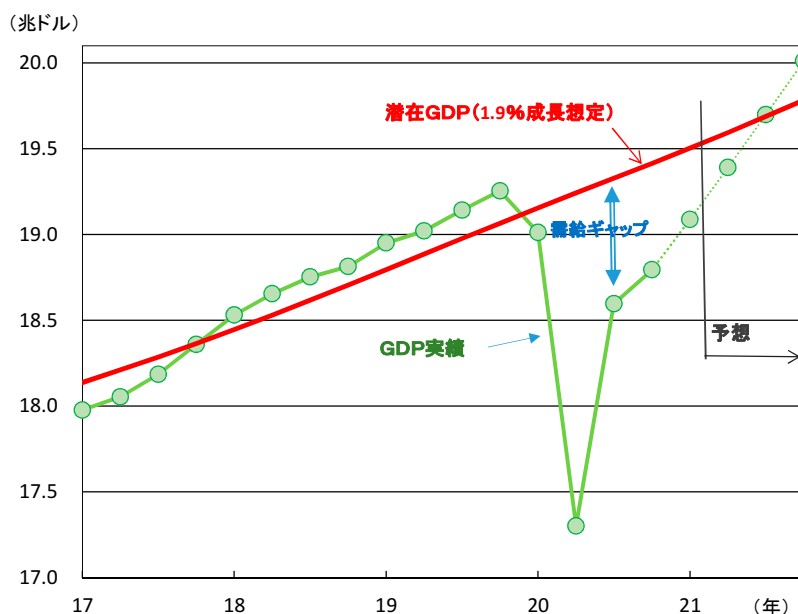
仮に、FOMCが予想するような2021年の高成長(6.5%)が本当に実現するとすれば、米国経済は過熱気味になる可能性も否定できない。そうなった場合、金融当局は想定より早いタイミングで金融政策を現在の緩和から中立あるいは引き締めへ転じなければならなくなるかもしれない。

図4は米議会予算局が推計する米国の潜在GDPに対して、実質GDP実績及びFOMCが予想する実質GDPがどういう位置になるかを示したものだ。これをみると、FOMCの予想通りならGDPは21年7～9月にほぼ潜在GDPの水準に達する。そして21年10～12月には潜在GDPを1.2%ポイント上回り、需給ギャップはプラスに転ずることになる。これは、今年後半の米国経済が急速に過熱化するおそれがあることを意味する。

米議会予算局によれば現在の米国の潜在GDP成長率は1.9%程度とされる。FOMCの経済見通しによれば、経済成長率は21年の6.5%から、22年3.3%、23年2.2%と鈍化するものの、潜在成長率とされる1.9%を上回る状況が続くため、需給ギャップのプラス幅は23年にかけて拡大していく。これは、米国経済の過熱度合いが徐々に強まっていく可能性があることを示す。

現在の強力な金融緩和政策が実質長期金利をマイナス化させていると考えられるが、今後もそれが継続されるかどうかは疑問だ。

(図4) 米国のGDP、潜在GDPと需給ギャップ



(出所) GDP実績は米商務省、予想はFOMC。潜在GDP1.9%成長想定は米議会予算局による推計値。

2013年5月にバーナンキ元FRB議長が「テーパリング」(FRBによる債券購入額の段階的縮小)による量的金融緩和縮小を示唆する発言を行ったことで、実質長期金利はマイナス0.7%程度から約2か月間で一気にプラス0.6%程度へと大きく跳ね上がった。

今後、経済の正常化に伴い金融政策の緩和度合いも徐々に弱まっていくものと考えられ、そのなかで13年時のような量的金融緩和縮小も視野に入ってくるだろう。13年時と同じように、マイナスの実質長期金利のプラス転換があれば、現在、適正水準と考えられる株価が適正でなくなるといったことにも注意しなければならない。