

100年に一度の経済危機が叫ばれる中、米国株式市場の反発が続いている。本格的なトレンドへの転換なのか、一時的な戻しなのか、現時点では定かでないが、目先の議論は横において、本稿では投資家心理の変化という観点から今後の米国株式市場の先行きを考えたい。

現状の危機的状況の経済的背景については本誌の視点の欄で詳細な分析を行っているので、ここでは割愛したい。

足元での株式市場急落の背景には住宅バブルの破裂により金融機関の不良債権が増大し、実態経済で債務の急速な膨張から圧縮への変化が起こった中、株式市場では投資家がリスク回避姿勢を強め、株式等のリスク資産の処分売りに走ったことがある。投資家のリスク回避への転換が過去の不況期に見られた一時的なものなのか、それとも米国株式に対する長期的な慎重姿勢への変化なのかを考えてみたい。

債務拡大から債務圧縮への転換やそれに伴う投資家のセンチメントの急激な変化が見られたのは今回が初めてではない。顕著な例としては1930年代の米国大恐慌を境とする変化が上げられる。当時の状況も金融規制の欠如、自動車・ラジオの普及やフロリダでの土地ブームなど社会世相が今日と類似している。また、民間債務の大きさという観点から見ると、名目国内総生産に対する債務の比率が戦前のピークを付けており、数年前までと同様に借入れがさかんであったことが窺える。このような中、投資家心理は強気に傾き、1929年に米国株式は高値を付けた。(図1、2)その後、債務調整が進む中で米国株式は下落、次に高値を更新するのは1954年である。25年間に渡り長期ボックス推移を強いられた訳であるが、株式市場の内部ではどのような変化が起きていたのだろうか。

一般に株式市場で楽観が台頭した場合、足元の企業収益に対して株価が上昇、株価を企業収益で除したPER(株価収益率)が上昇する。これは株式市場において投資家が株価値上がりによる利益(キャピタルゲイン)を重視していることの裏返しであり、配当による

利益(インカムゲイン)に対する要求は低くなる。結果として、リスク資産である株式の配当利回りがリスクの少ない国債利回りを下回ることになる。逆に楽観が後退した局面では、PERが低下、配当利回りも国債利回りを上回ることになる。

前者の局面が継続する限り、株価上昇期待を背景に株式市場への資金流入が継続することから株価の上昇トレンドは継続する傾向にある。一方、後者の局面において、投資家は株価の上昇に期待を寄せていないことから、投資家の資金は他の市場に流れ易く、株価も低調な推移を余儀なくされることになる。

米国のPERと利回り格差(国債利回りマイナス配当利回り)の歴史的推移を見ると1930年前後にPERの急速な拡大と利回り格差が逆転した局面があったことが窺える。(図3)これは当時の社会情勢を背景に米国株式市場でも楽観が台頭したことを反映したものと見えよう。但し、その後は債務バブル崩壊による楽観の後退からPERの低迷、配当利回りの国債利回りに対する上昇が見られた。結局、米国で配当利回りが趨勢として国債利回り以下で推移するのは、第二次大戦終了から10年を経て世界経済の持続的拡大期待が高まった1950年代以降であり、昨年秋まで同様の傾向が続いていた。

一方で足元の米国株式市場の動向を見ると、ITバブルや債務バブルの崩壊を経てPERが下落していることに加え、配当利回りが再び国債利回りを上回りつつある。投資家はインカムゲイン重視の姿勢を強めており、結果として米国株式市場が1950年代以前の状況に逆戻りすることを織り込もうとしているように見える。実態経済で債務圧縮の流れが当面継続することを考え合わせれば、米国株は先行き上昇トレンドを形成するよりは1930年代のような長期ボックス推移を余儀なくされる可能性もある。

投資家がインカムゲイン重視の姿勢を強めるのか、それともキャピタルゲイン重視の方向に再び回帰するのか、注視していきたい。

(4月17日 記)

【%】 図1 米国民間債務の動向(名目GDPに占める比率)と時代背景

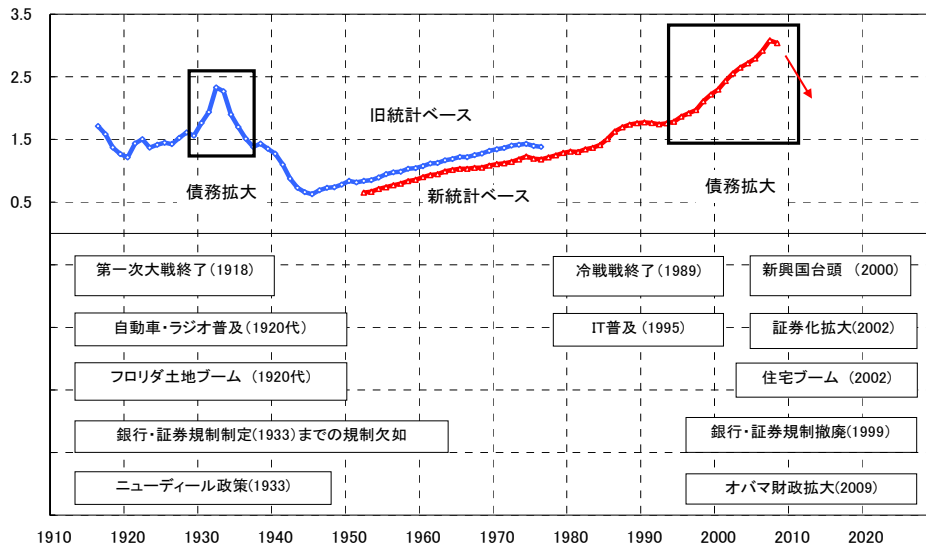
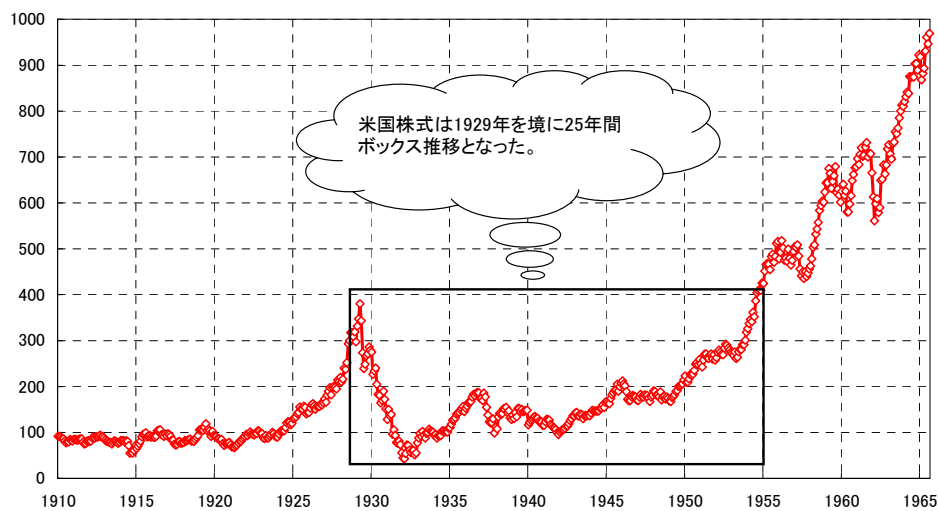
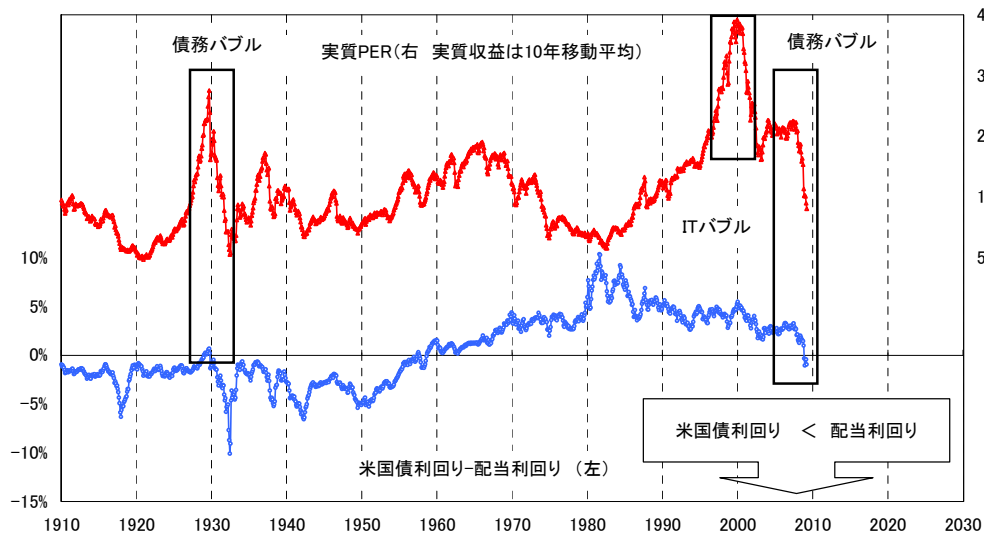


図2 米株(ニューヨークダウ)推移 (1910-1965)



【%】 図3 米国株価収益率と利回り格差 【倍】



## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品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をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）