

米国経済・株式市場情報

# 当面の米国株式は金利の方向性と企業業績が焦点に

- 足元の米国株式は、米10年国債利回り低下を契機にグロース株が堅調に推移。
- 7月のFOMCはテーパリングに向け、米国経済の堅調な回復を示唆。デルタ株の米国景気への影響は注意が必要。
- 需給面からの金利低下が一巡し、リフレ・トレードが復活すれば、バリュー株の見直しが進む可能性も。
- 米国株の業績相場への移行が進む中、第2四半期決算では企業業績のクオリティへの市場の注目が高まる見込み。

## 金利低下を契機にグロース株が堅調推移

米国株式市場は、インフレや金利上昇への懸念が強まった2021年3月から5月にかけてバリュー株優位の相場展開が続きました。しかし6月に入り、米10年国債利回りが低下に転じたことをきっかけに、足元ではグロース株が堅調に推移しています（図表1）。

## 想定外の米10年国債利回りの低下が進む

市場では、米10年国債利回りが2023年にかけて2%を超える水準へ上昇するとの見方が大勢を占める中、足元では想定外の金利低下が進んでいます（図表2）。

一般に、米10年国債利回りの方向性を決める主な要因として、①金融政策、②ファンダメンタルズ（景気・インフレ動向）、③国債市場の需給の3つが挙げられます。以下では、これら3つの観点から米金利の先行きについて考察します。

### 【金融政策】米国経済はテーパリングに向け前進

7月28日の米連邦公開市場委員会（FOMC）において、「米国経済は最大雇用と物価安定という目標に向けて前進している」との認識が示され、米連邦準備制度理事会（FRB）はテーパリング（量的緩和の段階的縮小）の議論が開始されたことが示されました。

市場の予想通り2022年初頃にテーパリングが開始され、2023年に利上げが実施された場合、再び金利上昇圧力が高まる可能性は残されていると考えられます。

### 【米景気】デルタ株の影響には慎重な評価が必要

足元では、感染力が強いとされる新型コロナのデルタ株による感染拡大が、米国景気への懸念材料として浮上しています。

ワクチン接種が進む米国では、重症者数・死亡者数の増加が抑えられているものの（図表8）、デルタ株による感染拡大が、米国景気の回復を阻む要因となるか、今後も注視していく必要がありそうです。

図表1：2021年初来の米国株式のパフォーマンス推移



(出所) ブルームバーグ  
(期間) 2021年1月2日～7月30日 (日次)  
(注) 株価はすべてS&P500指数ベース。

図表2：米国債利回りの推移と市場予想



(出所) ブルームバーグ  
(期間) 2020年1月1日～2021年7月30日 (日次)

### 【需給】 カネ余りが米国債利回りの押し下げ要因

2021年1-3月は、海外投資家や米国内のファンド・銀行から米国債への資金流入が拡大しました（図表3）。世界の金融市場でカネ余りが続いていることが、需給面から米国債利回りの低下圧力となっていた可能性があります。

実際に米国では、2021年1月に発足したバイデン政権による景気刺激策の影響などから、米国の企業や家計が保有する余剰資金がMMF市場に流入する現象が起きています（図表4）。

### 需給要因が一巡すれば再び金利上昇の可能性も

バイデン政権の経済政策は、景気刺激策からインフラ投資計画などの成長戦略にシフトしていることや、米国の経済活動の正常化が進みつつあることから、余剰資金流入に伴う需給要因からの金利低下圧力は、今後、徐々に収束に向かうと見込まれます。

今後、このような需給要因が一巡し、FRBの金融緩和策の修正や米国景気ファンダメンタルズに注目が集まることとなれば、米国債利回りは上昇基調となる可能性があります。米国債利回りの上昇をきっかけに、経済活動の活性化を見据えたリフレ・トレード（財政出動などの効果に期待した取引）が復活し、再びバリュー株への見直しが進むか否かにも注目が集まります。

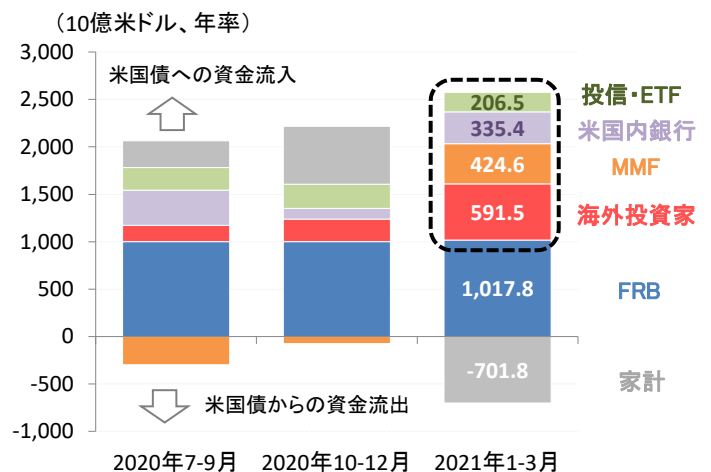
### 米国株式は企業業績のクオリティが焦点に

コロナ禍の2020年の米国株式市場は、『流動性相場』（余剰資金の流入で株高になりやすい相場）が続いてきましたが、2021年に入ると企業の業績見通しの改善が株価の上昇に寄与し始め、『業績相場』へのシフトが進みつつあるようです（図表5）。

業績相場に移行する中での市場参加者の関心は、7月中旬から始まった米国企業の2021年第2四半期決算の行方に集まるとみられます。特に、今回の第2四半期の決算発表では、半導体等のサプライチェーンの混乱や賃金・原材料コストの上昇など業績へのマイナス要因が浮上していることから、企業業績のクオリティ（収益性の高さや持続力）の重要性が一段と増すと考えられます。

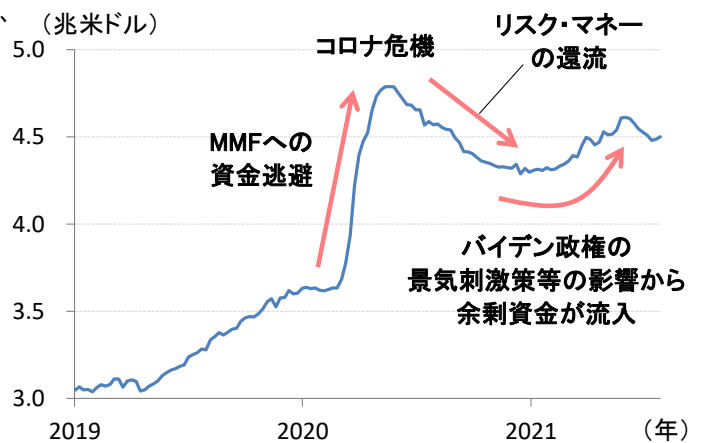
業績のクオリティを測る代表的な指標として、投下資本利益率（ROIC）に着目し、ROICの水準毎に2021年初来の米国株のパフォーマンスを比較してみると（図表6・7）、流動性相場の様相が強かった2021年1-3月期には低クオリティ銘柄が米国株式をけん引した一方、業績相場への移行が進んだ4-6月以降は高クオリティ銘柄への見直しが顕著となっています。

図表3：米国債の主な投資家別資金フロー



（出所）米連邦準備制度理事会（FRB）（注）季節調整済。

図表4：米国のMMF\*残高の推移

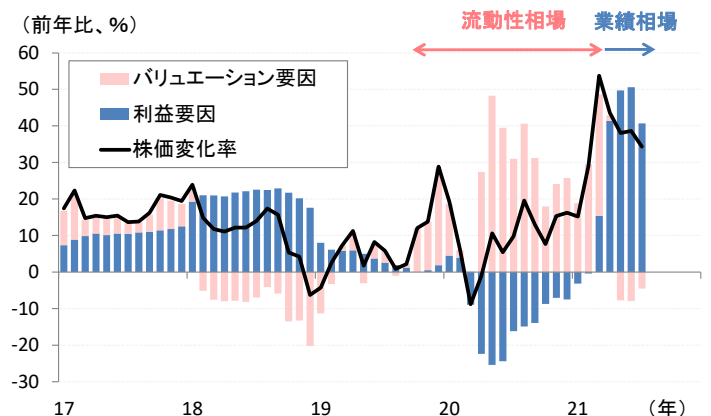


（出所）米投資信託協会

\*マネー・マネージメント・ファンド（公社債投資信託）

（期間）2019年1月2日～2021年7月28日（日次）

図表5：米国株式\*のパフォーマンスの要因分解



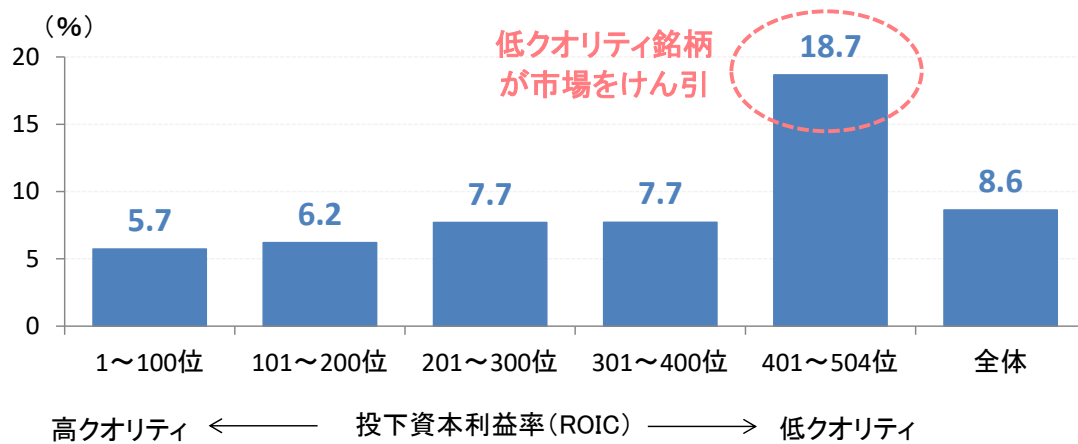
（出所）ブルームバーグ

（期間）2017年1月～2021年7月（月次）

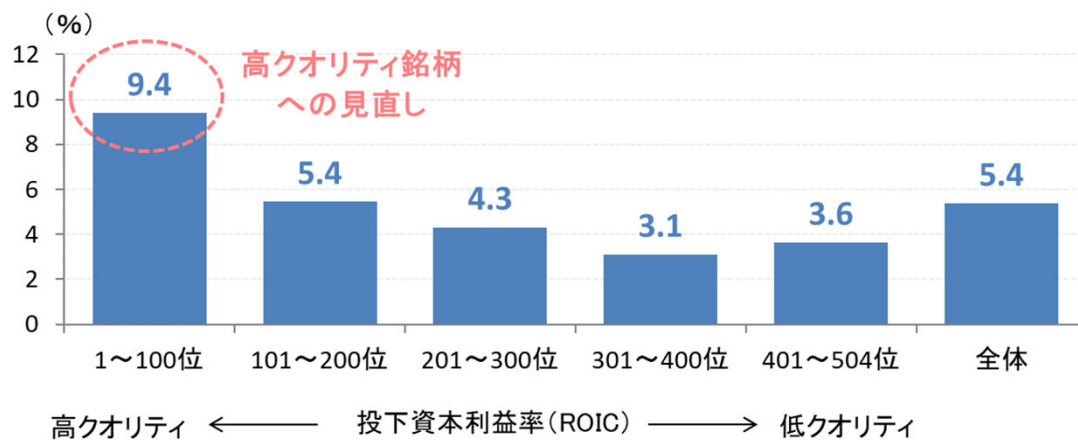
\*S&P500種指数

（注）流動性相場は、バリュエーション（12ヵ月先予想PER）の上昇が株価上昇の主な原動力となる局面。業績相場は、12ヵ月先利益予想の改善が株価上昇の主な原動力となる局面。

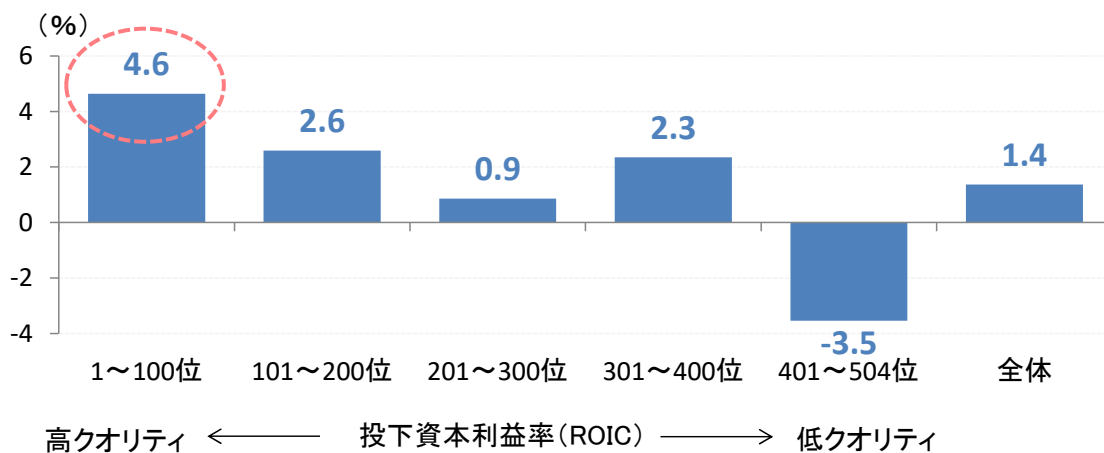
図表6：米国株式\*のクオリティ別騰落率（期間別）  
【2021年1－3月】



【2021年4－6月】



【2021年7月】



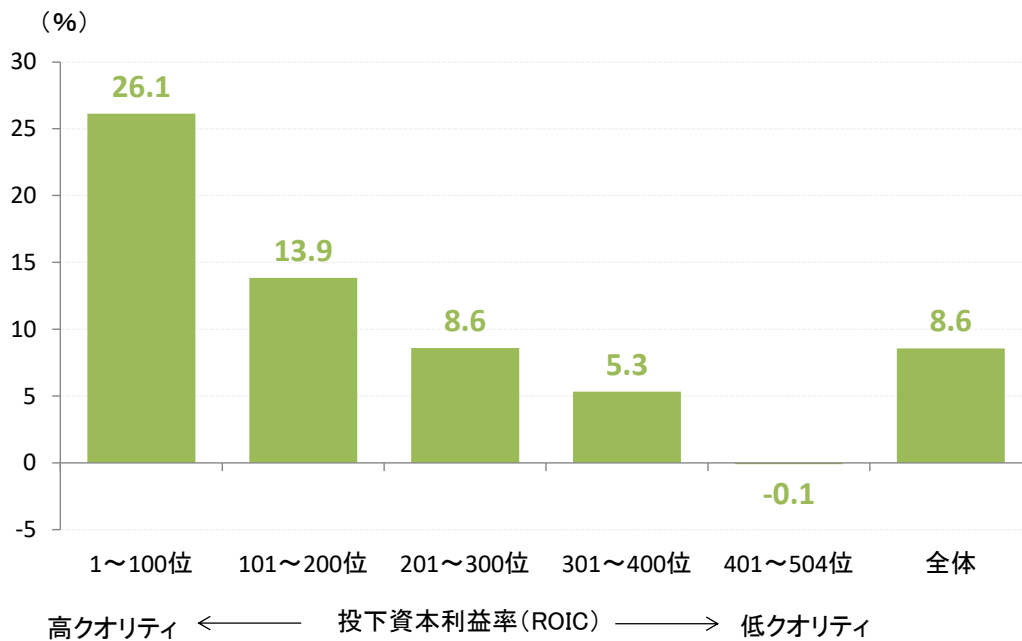
(出所) ブルームバーグ

\* S&P500種指数

(注) 2021年6月末時点のROICの順位に基づき、S&P500指数構成銘柄をグループ化。集計対象は投下資本利益率 (ROIC) が入手可能な504銘柄。株価騰落率は各グループの中央値。

ROIC = 税引き後営業利益 ÷ 投下資本 (有利子負債 + 株主資本)

図表7：米国株式の投下資本利益率（ROIC）（2021年6月末時点）



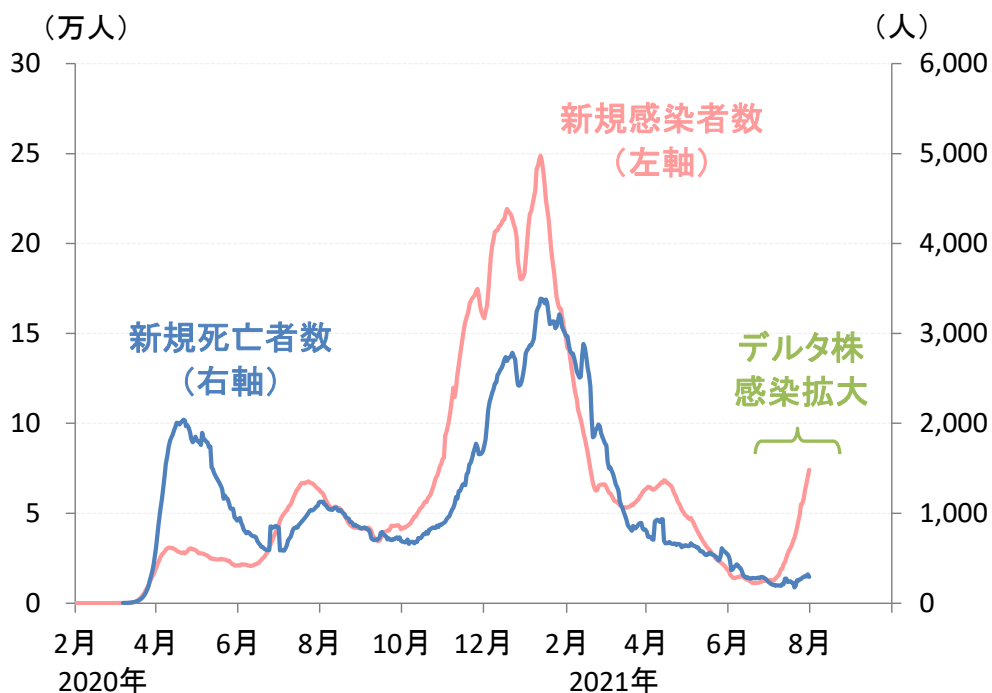
(出所) ブルームバーグ

\* S&P500種指数

(注) 集計対象は投下資本利益率 (ROIC) が入手可能な504銘柄。ROICは各グループの中央値。

ROIC = 税引き後営業利益 ÷ 投下資本 (有利子負債 + 株主資本)

図表8：米国の新型コロナウイルスの新規感染者数と死亡者数の推移



(出所) CEIC

(期間) 2020年2月1日～2021年7月31日 (日次)

(注) 7日移動平均。

## 【当資料に関する留意点】

- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、フランクリン・テンプルトン・ジャパンの情報を基に、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料のいかなる内容も将来の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

## &lt;設定・運用&gt;



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等：ニッセイアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者

関東財務局長（金商）第369号

加入協会：一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

コールセンター 0120-762-506  
9：00～17：00（土日祝日・年末年始を除く）  
ホームページ <https://www.nam.co.jp/>