

株式市場が史上最高値を更新： 今回は「根拠ありの熱狂」



クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト

2024年2月26日

【要旨】

- **米国株**：「マグニフィセント・セブン」のここ数四半期の決算報告は、これらの企業への熱狂に妥当性があることをほぼ裏付けている
- **欧州市場**：マクロ要因は比較的軟調に見えるものの、これはインフレの見通し及び利下げの可能性に一定の希望を与える
- **日本株**：史上最高値を更新したとはいえ、バリュエーションはまだ東証の「バブル期」に比べてはるかに低い

先週の世界的な株式パフォーマンス記録更新をもたらしたものは？

「マグニフィセント・セブン」の決算が市場の熱狂を裏付ける

日本でも「根拠ありの熱狂」が見られる

金融政策が世界的にプラスに働く可能性

今週の見通し

注目の日程

私は、良い意味での記録更新が大好きです。子供の頃、ギネスブックを夢中になって読んだものでした。体操の選手が初めて「10点」満点を取ったとか、そういう偉業にはあまり感銘を受けませんでした（私はでんぐり返しもできませんでしたから）、30秒で片足に一番多く靴下を履けた人や、1分間で輪ゴムを一番多く顔に付けられた人などには大いに興味したものです（10歳の自分は、そういう記録は「破れる」と思っていました）。

数週間前、私は娘のバスケットボールチームが、無敗のシーズン達成という学校の歴史に残る記録を達成したことをお祝いしました（私自身が同じ高校のチームでプレーしていた頃、無敗のシーズンとは程遠い成績だったことの埋め合わせになりました）。

そして先週、米国、欧州、日本の主要株価指数が史上最高値を更新し、多くの記録が塗り替えられました。しかしスポーツの記録とは異なり、株式市場の記録には1つの重要な懸念が付きまといます：果たしてそれが、「根拠なき熱狂」なのか？ということです。

私は、そうは思いません—熱狂には根拠がある、と考えています。その理由は以下のとおりです。

先週の世界的な株式パフォーマンス記録更新をもたらしたものは？

2月22日、米国、欧州、日本の主要株価指数が史上最高値を更新しました：

- ダウ工業株30種平均とS&P500種指数の終値が、史上最高値を更新しました¹。
- ストックス欧州600指数の終値は495.1となり、2022年1月初旬に記録した最高値を更新しました¹。
- 日経平均株価の終値が39,068を付けました¹。

このパフォーマンスをもたらしたものは何でしょうか？世界的な上昇のきっかけとなったのは、エヌビディアという企業の決算報告でした。これがテクノロジーセクターへの好感を後押しし、主要指数の上昇につながりました。このため、一部のストラテジストや市場ウォッチャーは—25年以上前に当時のグリーンズパン米連邦準備制度理事会（FRB）議長が生み出した言葉を借りれば—これは「根拠なき熱狂」であり、買われ過ぎの状況と、空前のバリュエーション高騰が起きていると結論づけています。しかし、本当にそうでしょうか？

1つの銘柄のパフォーマンスが、世界中の株価指数を史上最高値に押し上げる最も重要な要因になるとは理解しがたい向きもあるでしょう。しかし、私は古い人間なので、1990年代後半にインターネットの可能性が投資家を刺激したことを覚えています。テクノロジーセクター、特にインターネット関連企業への熱狂が、この時期の米国の主要指数を史上最高値に押し上げました。

しかし当時は、これらの企業を信じる裏付けとなる強力なファンダメンタルズはなく、夢と希望、そして経済の変革の可能性に対する漠然とした感覚があるだけでした。当時、実際に利益を上げているテクノロジー企業はむしろ少なく、株価収益率の比較はそれほど意味がなかったことから、アナリストは株価売上高倍率をより重視していました。今回の事情は、それとは異なります。熱狂と夢を裏付けるファンダメンタルズは実際に存在しています—大躍進の内容となったエヌビディアの決算報告を見れば、一目瞭然です。

「マグニフィセント・セブン」の決算が市場の熱狂を裏付ける

米国株式市場は、非常に高いバリュエーションで取引されているとの見方があります。S&P500種指数が平均を上回る株価収益率で取引されているのは事実ですが、その多くは少数の銘柄によってもたらされています²；市場観測筋が、株式市場の「集中度が高い」と表現しているのはそのためです。

良いニュースは—「マグニフィセント・セブン」と呼ばれる—この少数企業グループの銘柄が、与えられた高い期待に応えていることです。「マグニフィセント・セブン」のここ数四半期の決算報告書は、これらの企業への熱狂に妥当性があることを裏付けています。「マグニフィセント・セブン」全体の業績に鑑みると、これら企業のバリュエーションは、より幅広くみた米国株式市場全般に比べて高くなっていますが、これら企業の今後1年間の利益成長率は、S&P500種指数を構成する残り493銘柄のおよそ5倍と予想されています³。これは「根拠なき熱狂」ではなく、むしろ「根拠ありの熱狂」ではないでしょうか。

日本でも「根拠ありの熱狂」が見られる

日本のケースもまた、「根拠ありの熱狂」となっています。2月22日に日経平均株価が史上最高値を更新しましたが、それまでの最高値は、何と私が大学生だった1989年12月に記録された値でした⁴。この最高値更新は、最近の非常に力強い株価上昇を背景にしています。

しかし、日本の株価はまだ割高と言える領域にはありません。実際、TOPIX 500の直近の株価収益率（12ヶ月先）は16.18倍で、過去15年間の平均である16.58倍を下回っています⁴。これは、東証の「バブル期」の株価収益率—1989年に60倍以上に達した—とは比べものになりません⁴。

堅調な利益成長期待が最近の株高を牽引していることから、私は、投資家は日経平均株価の史上最高値更新を安心して受け止め、潜在的な更なる高値に向けた節目の1つに過ぎないと捉えるべきだと考えています。日本の株価は今後も上昇を続けるでしょう。

金融政策が世界的にプラスに働く可能性

私は、複数の主要指数が最高値を更新した理由は他にもあり、それは金融政策に関連していると考えています。比較的軟調な経済データと賃金の伸びの緩和は、そう遠くない将来に欧州中央銀行が利下げを行う可能性に期待を抱かせます。また、日本のインフレ率が軟調に推移していることから、日銀はインフレを抑制するのではなく、むしろより高い水準へ誘導しようとしており、日銀による金融政策の正常化が非常に緩やかな形で開始される可能性が示唆されます。

また米国の金融政策が、世界中の株式に前向きなきっかけを与える可能性も見逃せません。というのも、市場は年後半に始まると見込まれる利下げ幅の縮小を織り込み始めており、FRBへの期待はかなり低くなっているからです。市場はこのような利下げに関する見通しの変化を—米ドルの上昇、米ハイイールド債の米投資適格債に対するアウトパフォーマンスなど—様々な形で伝えていきます⁵。

私が自身の家族にまつわる経験から学んだのは、夫や子供たちへのハードルを低く設定するほど、結果的にそれを超える可能性が高くなるということです。だから私は、FRBがタカ派的な発言を続け、その後前向きなサプライズ—今年4–6月期に利下げが開始され、現在の市場予想よりも多くの利下げが行われること—を引き続き期待しています。そうなれば、今年リスク資産は更に良好なパフォーマンスを示すでしょう。

利下げは、実質所得の改善とともに、今年後半の経済成長の再加速を後押しする可能性があります。その結果、株式市場が拡大し、景気回復への期待から、小型株やシクリカル銘柄がより良いパフォーマンスを示す可能性があります。

今週の見通し

今週は、個人消費支出（PCE）価格指数の発表を、ハラハラしつつ見守ることとなります。この指標はFRBにとってのインフレ指標であり、現在進行中のデフレーションのトレンドについて更なる確証を得たい米連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーに対して、大きなインパクトを与える可能性が高いと考えられます。もしこの指標がコンセンサス予想を大幅に上回ったり下回ったりした場合、FRBの政策をめぐる市場の期待に影響を与えることから、市場はかなり大きく反応すると予想されます。

（執筆協力：木下智夫、ジェームズ・アナニア）

注目の日程：

公表日	指標等	内容
2月27日	米国コンファレンスボード 消費者信頼感	米国消費者の動向、支出計画、 インフレ・株価・金利に対する見 通しを月次で調査
2月27日	米国耐久財受注	耐久財の新規発注を追跡
2月27日	ニュージーランド準備銀行 金融政策会合	金利の道筋に関する最新の 決定を発表
2月27日	ドイツ GfK消費者信頼感	一般的な経済環境や家計の財 務状況に対する将来的な見 通しなど、消費者の様々な動向 を測定
2月28日	ユーロ圏消費者信頼感	消費者の家計と経済に関する 見方を追跡
2月28日	ユーロ圏景況感	現在の景況感を月次で評価
2月28日	ユーロ圏消費者インフレ 期待	将来のインフレに対する消費者 期待を測定
2月28日	米国国内総生産	地域の経済活動を測定
2月28日	日本鉱工業生産	鉱工業セクターの健全性を示す
2月28日	日本小売売上高	消費需要を測定
2月29日	英国ネーションワイド住宅 価格指数	住宅セクターの健全性を示す
2月29日	ドイツCPI	インフレの動向を示す
2月29日	米国PCE価格指数	インフレの動向を示す
2月29日	カナダ国内総生産	地域の経済活動を測定
2月29日	中国PMI	製造業とサービス業の経済の 健全性を示す
3月1日	ユーロ圏CPI	インフレの動向を示す
3月1日	ミシガン大学消費者調査 (確報値)	米国消費者の経済と個人消費 の見通しを評価

1. 出所：ブルームバーグ、2024年2月23日。S&P500種指数は、2024年2月22日に5088の高値をつけた。ダウ工業株30種平均は、2024年2月22日に39,131.53の高値をつけた。
2. 出所：ブルームバーグ、2024年1月31日。S&P500種指数の12ヶ月先予想PERは20.4倍。これは5年平均PER19.0倍、10年平均PER 17.7倍を上回る。出所：ファクトセット、2024年2月16日
3. 出所：ブルームバーグ。2024年2月23日時点のマグニフィセント7指数、S&P500種指数、S&P ex マグニフィセント7指数のトータル・リターン、フォワードPER、予想1株当たり年間利益のデータ。
4. 出所：ブルームバーグ、2024年2月23日
5. 出所：ブルームバーグ、2024年2月23日。S&P500投資適格社債指数とS&P米国ハイ・イールド社債B格債指数の比較。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループのチーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストのクリスティーナ・フーパー（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・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306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