

アナリストの眼

米国株式市場の期待経済成長率と FRB の経済成長見通しの対比

【ポイント】

1. 2022 年初から足元に至るまで、米国株式市場は大きく調整を続けており、現在の株価水準が適正なのかどうか、議論が分かれている。
2. 株価の大幅な調整は FRB による急ピッチな政策金利引き上げを背景とする実質長期金利上昇の影響によるバリュエーション低下が大きく影響している。
3. 株式市場が見通す経済成長率は FRB の経済成長見通しに対して楽観的と推測される。12 月に開催される FOMC では FOMC 参加メンバーによる政策金利及び実質 GDP 成長率の見通しが公表されるが、その修正幅によっては、楽観的な成長率を織り込んでいる現在の株式市場は、更に調整する可能性も想定され

1. 9 月 FOMC 後、米国株式市場は軟調に推移

9 月の米国 FOMC（連邦公開市場委員会）で発表された FOMC 参加メンバーによる政策金利の見通しは、中央値ベースで 2022 年末が 4.4%、2023 年末が 4.6%と、6 月 FOMC での 3.4%、3.8%からそれぞれ上方修正された。また併せて発表された実質 GDP 成長率見通しは、2022 年が前年比+0.2%、2023 年が同+1.2%、2024 年が同+1.7%とこちらは前回発表の+1.7%、+1.7%、+1.9%からそれぞれ下方修正された。また、FOMC 後の記者会見においてパウエル議長は、インフレ率 2%の達成に向けた引き締めスタンスを強く維持し、経済見通し下方修正の一方で政策金利見通しの上方修正にも反映されている通り、会見全体を通して景気減速下でのタカ派スタンスを強調した。発表を受け米国株式市場は株安で反応し、その後本稿執筆段階（10 月中旬）においても、2023 年の最高到達金利の市場見通しが FOMC で示された 4.6%（2023 年末）を上回る水準で推移し、その動きを受けて株式市場は不安定な動きを見せている。米国株式市場の代表的指標である S&P500 については年初から現在に至るまでに約 20%以上下落、コロナショック後の経済再開期待などを織り込む形で一時約 22 倍まで上昇していた PER（株価収益率。株価を 1 株当たり純利益（EPS）で割ったもの）は約 16 倍まで低下し、大きく調整を続けている。

2. 米国株式市場の期待実質経済成長率について

大きく調整を続けている米国株式市場ではあるが、織り込んでいると推測される様々な要素の見方次第では現在の株価水準が適正なのかどうかについて議論が分かれるところである。本稿ではその要素の一つとして株式市場が期待する経済成長率（期待実質経済成長率）について焦点を当て、FRB が想定する経済成長率（FOMC における実質 GDP 成長率見通し）と対比することで、株価水準が適正かを測ることとしたい。

株式市場の期待経済成長率については、株式益回り（EPS を株価で割ったもので、PER の逆数（1/PER）にあたる）を用いて推定する。株式益回りについては、以下の数式で表すことが出来る。

$$\text{株式益回り} = \text{実質長期金利} + \text{リスクプレミアム} - \text{期待実質経済成長率}^1 \quad (1)$$

(1) 式の各項を見ると、①実質長期金利の低下(上昇) ②リスクプレミアムの低下(上昇) ③期待実質経済成長率(利益成長期待)の上昇(低下)が株式益回りの低下(上昇)、つまり株価上昇(低下)に寄与することが見て取れる。

同式を用い、投資家が要求するリスクプレミアムを一定と仮定し、株式益回りと実質長期金利について市場データを使用することで、株式市場がその時点で想定する期待実質経済成長率を推定することが可能となる。

まず、リスクプレミアムの推定値を定める必要があるが、(1)式を変形させると以下の(2)式となる。

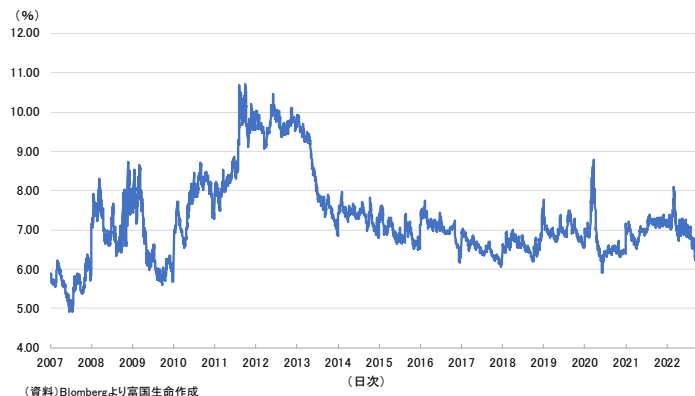
$$\text{リスクプレミアム} = \text{株式益回り} - \text{実質長期金利} + \text{期待実質経済成長率} \quad (2)$$

ここでは、株式益回りと実質長期金利にそれぞれ「S&P500のBloomberg コンセンサス PER の逆数」、「米国10年物価連動債利回り」を用いた。また、期待実質経済成長率については、リーマンショック前の2007年から直近2021年まで15年間の「米国実質GDPの年平均成長率」である1.64%を用いた。データの対象期間、成長率の前提及び使用する数値によって推定値も変わるため、あくまでも参考値として幅を持って解釈する必要がある。

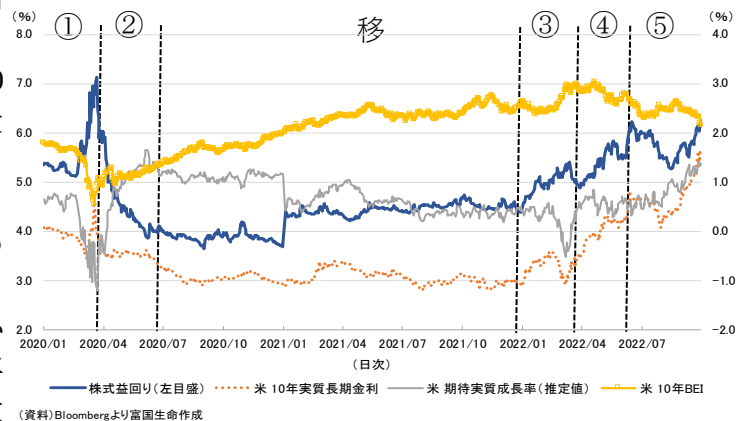
推定したリスクプレミアムは図表1の通りである。これを見ると2008年のリーマンショック、2010年代前半の欧州債務危機の際に大きく上昇しているが、それ以降はコロナウイルス流行初期段階による一時的な上昇を除くと、6.0-7.0%の範囲内で推移している。今回対象としたリーマンショック前2007年から直近までの期間を対象とする平均値が約7.0%であるが、上述の欧州債務危機以降は6.0-7.0%のレンジ内で推移しており、直近の実勢を踏まえて本稿においては簡便的に6.5%をリスクプレミアムとし、期待実質経済成長率の推定を行った。

図表2では、期待実質成長率の推定結果の他、推定に用いた株式益回り、米国10年実質金利及び期待インフレ率について、コロナウイルス流行前から直近までの推移を示している。2020年3月のコロナショックにより一時的に株式益回りは大きく上昇、株価は大幅下落した(①)が、その後、経済再開への期待を織り込む形で期待実質成長率は

図表1. リスクプレミアム推定値の推移



図表2. 株式益回り・実質金利・期待実質成長率(推定値)・BEI(期待インフレ率)の推移



¹ 株価=EPS÷(割引率-期待利益成長率)であることから、EPSを株価で割った株式益回りは、株式益回り=割引率-期待利益成長率となる。割引率は金利部分と投資家が要求するリスクプレミアムに分かれる。さらに金利と期待利益成長率についてはインフレ要素(長期インフレ期待)が含まれる為、インフレ要素を除くことで株式益回り=実質長期金利+リスクプレミアム-期待実質利益成長率とすることが可能とされている。本稿では簡便的に期待実質利益成長率に実質GDP成長率を用いた。

上昇、また危機対応としてのFRBによる2008年金融危機以来のゼロ金利政策及び量的緩和政策再開による実質長期金利低下を背景に株式益回りは大きく低下した(②)。その後も、実質長期金利が低位で推移したことを背景に株式益回りは低水準で推移をしていたが、2022年に入り量的緩和政策の終了や政策金利引き上げが意識されるにつれて株式益回りは上昇を示し始めた(③)。その後、ウクライナ侵攻の影響に伴い実質長期金利・期待実質成長率が不安定な動きを示す中で、株式益回りも不安定な動きを見せる場面も見られたが、その後はFRBによる急ピッチな政策金利引き上げを背景とする実質長期金利の上昇により株式益回りは上昇を続けた(④)。夏場に、底堅い企業収益に加え、物価高騰が落ち着き、FRBが景気減速の回避で利上げペースを減速させるとの期待感から実質長期金利が低下、期待実質成長率が上昇する場面も見られたが、8月のジャクソンホール会合においてパウエルFRB議長が現状の急速な引き締めペースの継続を示唆したことにより、10年名目金利が上昇したことに加え、ジャクソンホール会合前は約2.6%であった10年期待インフレ率が9月末時点では約2.2%まで低下したことを受け、実質長期金利は再度上昇し、高水準で推移している(⑤)。一方、期待実質成長率に目を向けるとこちらもジャクソンホール会合以降に上昇しているが、実質長期金利の上昇がより大きかったことに伴い、株式益回りは上昇を続けている。

3. 米国株式市場が予想する経済成長率から見た現在の株価水準について

上述の推定方法により算出をすると、9月末時点では株式益回りは6.23%、実質長期金利は1.67%、期待実質成長率は1.94%となった。ではこの期待実質成長率をFRBが見通す経済成長率と対比するとどのように解釈をすることができるだろうか。冒頭で述べた通り、FRBは9月FOMCにて実質経済成長見通しについて2023年を前年比+1.2%、2024年同+1.7%、2025年同+1.8%としている。仮に2026年以降、米国が長期見通しである+1.8%で成長した場合、2023年以降の今後10年間での年率成長率は約1.79%と推測される。つまり、経済成長率について株式市場はFRBの見通しよりも楽観的に予想しており、その観点で考えれば現在の株価水準は適正な水準から上方向に位置しているとも見ることができ、更なる株価調整のリスクがあると言える。

足元の株式市場は、マクロ経済指標の結果やFRB高官の発言などを受けて、FRBの利上げペースや最高到達金利予想に一喜一憂しながら上下する不安定な相場となっている。実際の指標をみると、10月13日に発表された9月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比8.2%の上昇(8月は同8.3%)で、市場関係者による9月予想の同8.1%を上回り、また多くの市場関係者が注目していた変動の激しいエネルギーと食品を除くコア指数の前年同月比の上昇率は6.6%(8月は同6.3%)の上昇となり2ヵ月連続で伸びが拡大かつ40年1ヵ月ぶりの伸び率となり、市場予想の同6.5%も上回った。また、翌日にミシガン大学が発表した家計の期待インフレ率は1年先、5年先ともに上昇しており、明確なインフレの鈍化基調は足元ではまだ見られていない。

本稿が発行される11月時点では11月FOMCや10月のCPI等、様々な市場データが発表されており、1つ1つを消化しながら一喜一憂するボラタイルな展開が続いていると予想されるが、12月に開催されるFOMCではFOMC参加メンバーによる政策金利及び実質GDP成長率の見通しが公表され、9月公表値から政策金利は上方修正、実質GDP成長率は下方修正が見込まれる。その修正幅によっては、楽観的な成長率を織り込んでいる現在の株式市場は、更に調整する可能性も想定される。

(株式グループ 西澤 康平)