

## 「タカ派サプライズ」による動揺は一時的 ～米国株の上昇トレンドは続こう～

- ・米利上げ前倒しへの警戒感が浮上しているが、米国株の中期的な上昇トレンドは不変とみる
- ・テーパリングの織り込み進展や企業業績の拡大が米国株のサポート要因となろう

### ●利上げ前倒しが警戒され、NYダウは5営業日続落

6月18日の米国株式市場では、NYダウが5営業日続落。週間の下落幅は1,189ドルと今年最大となった。背景には、米連邦準備理事会（FRB）による利上げ前倒しへの警戒感がある。15-16日に開催された米FOMCでは、2024年としてきた利上げ時期の想定が2023年に前倒しされ、パウエルFRB議長が記者会見で金融緩和策の縮小（テーパリング）の検討に近く着手すると表明したことが「タカ派サプライズ」となった。また、18日にセントルイス連銀のブラード総裁が「2022年終盤の利上げ開始を予測する」と発言し、金融政策の正常化が想定よりも早まるとの見方が強まった。

米国株はFRBによる大規模な金融緩和策とともに大きく買われてきただけに、テーパリングで「カネ余り相場」が転換点を迎えるとの警戒感が浮上している。目先の米国株式相場は荒い値動きを余儀なくされそうだ。

### ●売一巡後の米国株は上昇トレンドに回帰しよう

もともと、筆者は米国株の下げはあくまでも「一時的」にとどまり、売一巡後は再び上昇トレンドを取り戻すと考えている。

#### 根拠1 過去のテーパリング関連の動揺は一時的

2013年5月に当時のバーナンキFRB議長が市場の予想外のタイミングでテーパリングに言及したことで、S&P500指数は高値から6%ほど下落。しかし、S&P500指数は約1ヵ月で底入れし、その後は上昇トレンドに回帰した(図1)。今回は、FRB側も当時と比べて入念に地ならしをしながら事を進めており、「ショック」の度合いは相対的に小さいだろう。

#### 根拠2 テーパリングは「金融引き締め」とイコールではない

テーパリング開始後も「カネ余り」環境は一定期間にわたって続き、即座に解消されるわけではない。そもそもテーパリングとは、FRBが毎月購入している国債等の買い入れ額を徐々に減らすことであり、市場に供給する資金の蛇口をゆっくり締めていくイメージだ。実際、FRBは2014年に国債等の買い入れ額を10ヵ月間かけて減少させた後も、2017年秋まで償還期限を迎えた国債を再投資することで総資産の額を高水準に維持した(図2)。今回は、FRBの総資産の規模がコロナ前の20年初めの約1.9倍にも達しており、緩和的な金融環境が続くことで、株式市場への資金流入が続くとみる。

#### 根拠3 企業業績の回復が株式市場のサポート要因に

株価の動きは、長期で見ると企業業績との連動性が高い。足元では、景気回復の進展を受けて米国企業の業績回復が目立っている。S&P500企業の1-3月期(1Q)利益(推定)は前年同期比52.8%増と大幅な増益となり、通年ベースでも過去最高益を更新する見込みで(図3)、企業業績の拡大が株式市場のサポート要因となろう。

NYダウ指数の推移



作成: 岡三証券 直近は6月18日

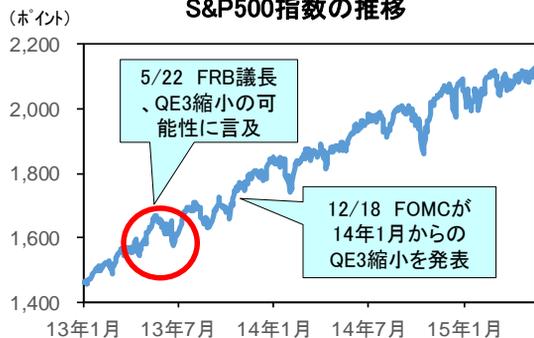
●テーパリングによって株式市場は「二極化」へ

FRBのテーパリングや利上げの前倒しは、教科書的には株などのリスク資産に逆風であり、米国株は目先、不安定な値動きを余儀なくされよう。もっとも、FRBがテーパリングに踏み切ることが可能となるのは、米国の景気が金融政策の支えから自立できるほどに回復したことの裏返しであり、米国株全体の中期的な上昇トレンドは不変とみる。米国株には前向きな投資スタンスを維持し、足元の押し目は優良株の買いの好機ととらえたい。

足元では株式市場の物色動向に変化の兆しがみられ、景気敏感株が下落する一方、ハイテク株への資金流入が目立っている。背景には、FRBのインフレに対するスタンスの修正があろう。FRBは昨年から平均インフレ目標を掲げ、インフレ率の上振れを容認する姿勢を示してきた。ただ、FRBが今回のFOMCで利上げの前倒しを示唆してインフレへの警戒姿勢を見せたことで、「景気が過熱気味に良くなる」との期待感が後退し、これまで買われてきた景気敏感株や商品先物価格の下落につながったようだ。一方で、出遅れ感のあったハイテク株が上昇基調を強め(図4)、ナスダック100指数は17日に最高値を更新。米国株に対する投資家の物色意欲は旺盛であり、今後は「ローテーション」の動きが相場全体の底上げにつながるとみる。

こうした中、FRBの政策対応が「危機対応」から正常化に向かうのに伴い、株式市場も「カネ余り」を背景に幅広い銘柄が上昇する「金融相場」から、景気や企業業績の回復が株価上昇の原動力となる「業績相場」に移行しよう。この中では、業績の裏付けのある銘柄が買われる一方、そうでない銘柄は株価が低迷する「二極化」が進むと考えられ、銘柄選別が重要となろう。PERが極端に高く、業績見通しに不安のある銘柄などについては見直しを進め、「稼ぐ力」の強い銘柄への注目度を高めたい。

図1：2013-14年の金融緩和策縮小時におけるS&P500指数の推移



作成：岡三証券

図2：S&P500指数とFRBの総資産額の推移



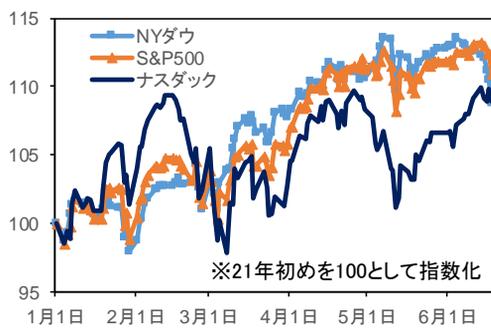
出所：FRBほか 作成：岡三証券 週次  
FRBの総資産は6月16日時点 S&P500指数は6月18日時点

図3：S&P500企業の一株当たり利益の推移



出所：Refinitiv 作成：岡三証券 6月18日現在 ※21年分は予想

図4：各種指数の推移



作成：岡三証券 6月18日現在

## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、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。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

#### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

#### 米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年11月改訂)