

KAMIYAMA Reports vol. 231

米国グロース銘柄のリアルな回復

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



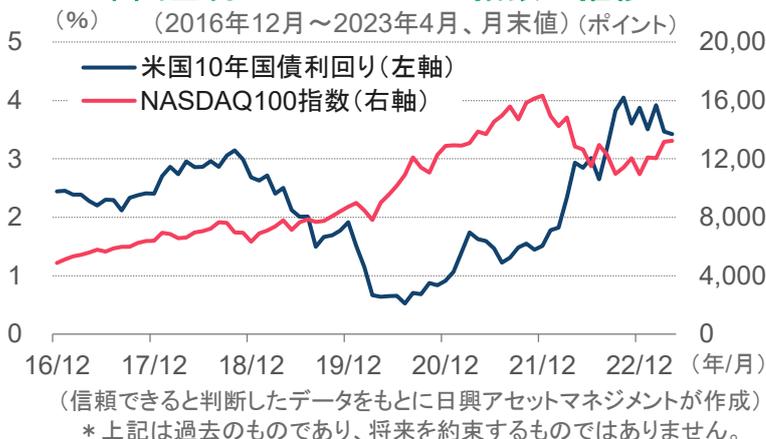
ここがポイント！

- ✓ グロース銘柄はインフレや高金利に弱くない
- ✓ 収益環境への信頼回復が進む
- ✓ PERに見る成長期待の緩やかな回復

グロース銘柄はインフレや高金利に弱くない

当レポートでしばしば主張してきたが、グロース銘柄は「理論的」には金利上昇に弱いわけではない。金利上昇がインフレに依拠している場合、インフレ分だけ売上げも平均的に伸びるはずだから、「将来の利益が変わらなければ、上昇した金利で割り引くと理論株価が下がる」という論理は間違いである。割引率と利益成長率の双方にインフレ率が含まれると想定すべきで、理論的には、 $\text{インフレ} = \text{金利}$ は、通常使われる「理論株価」に影響を与えない。

米国金利とNASDAQ100指数の推移



このような間違った「ファイナンス理論」は世界的に幅広く知られており、残念ながら、金利上昇は一時的にグロース銘柄に心理的な悪影響を与えたといえなくもない。しかし、そのような心理的な理由で、2021年末からのNASDAQ 100指数の下落を説明すると、理解が難しくなる。

左図を見ると、金利上昇時にNASDAQ 100指数が下落しているように見えなくもないが、実際はコロナ禍の時期ならではの特殊事情があったと考えられる。SNS(交流サイト)やITプラットフォーム、動画・音楽配信などに「巣ごもり特需」があった後、コロナ禍からの正常化で、巣ごもり疲れの解消から旅行などといった消費者のリアル回帰が起こったのである。

このように考えると、米国の大型グロース銘柄の株価は、2020～2021年の巣ごもり特需による目先の売上成長率の大きな上昇と、例えばリモート会議に対する社会的な認知の向上などがもたらす構造的な成長への期待が上昇をけん引し、その後、巣ごもり特需の後退がきっかけとなって、リモート会議などが社会に定着することへの期待がはがれるほどの低迷となったと考えられる。成長期待の面からみると、ミニバブルだったのかもしれない。

今後の大型グロース銘柄の回復は、下落時のスピードよりも緩やかになるだろう。成長はまだ見えない将来の利益を意味するので、成長期待で上昇した株価の期待がはがれたことによる下落は、心理的な安心感を持たなければ、なかなか回復しない。現時点、市場は収益安定を確認しつつある状態なのだろう。

収益環境への信頼回復が進む

2023年に入ってからNASDAQ 100指数は、成長期待が必要以上に剥落してしまった後の株価回復の典型的な例となっている。昨年の当レポート(2022年6月14日付)で「金利と収益の関係が薄いこと、テレワークの定着などを背景とした成長環境、企業の利益成長度合いを確認するために、7月、10月、来年(2023年)1月の3四半期程度の決算発表を経ることで、グロース銘柄全体の長期成長への不信感の払しょくが、徐々に進むと期待する」と述べたように、2022年6月ごろから、NASDAQ 100指数は低下から横ばい、今年1月からは上昇傾向となっている。

NASDAQ100指数の株価と予想EPSの推移



NASDAQ 100 指数の予想 EPS(一株当たり利益)の推移をみてみよう(左図)。市場が予想する利益は、2022年4月に大幅に上昇したが、株価指数は2021年12月にピークをつけていた。市場は、巣ごもり特需がそろそろ終わるのではないかと考え始めて早めに警戒し始め、その後の予想 EPS の上昇を信じなかったようだ。実際、株価指数は2022年12月まで低下している。

ということを信じ始めたのだろう。数回の四半期決算とアナリストなどの予想利益の内容を見極め、市場はグロース株

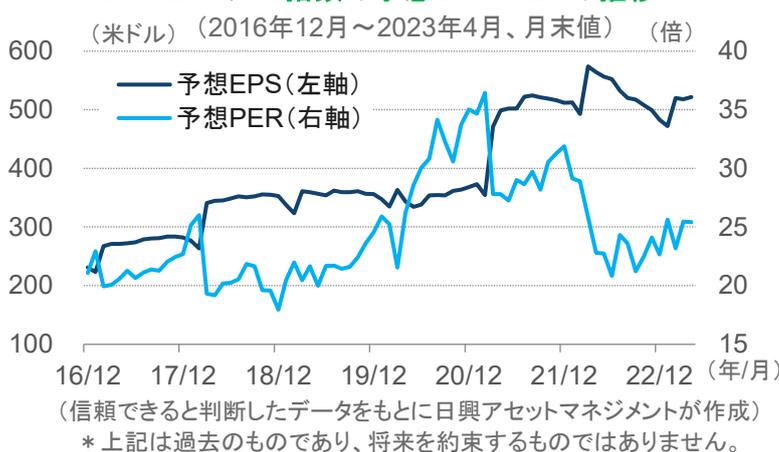
の安定的な利益成長を受け入れ始めたと考えられる。

しかし、ひとまず現状の利益水準への信頼が戻ったとはいえ、今後の成長期待の回復はそれほど簡単ではなさそうだ。当面は、株価が上昇基調となるために、確かな利益成長期待の裏付けが必要となりそうだ。

PERに見る成長期待の緩やかな回復

ここで、市場の利益成長への期待を表す予想 PER(株価収益率)の推移をみておこう(下図)。予想 EPS の推移と合わせてみると、2020年に期待の行き過ぎあるいは成長の先取りが大幅に進んでいたことがわかる。

NASDAQ100指数の予想EPS・PERの推移



一時 20 倍程度に低下した PER は、このところ 25 倍程度に戻っている。しかし、コロナ禍前の水準(20~25 倍程度)に収まっていたので、現状の PER は適切な範囲の中で推移しているようだ。一方、予想 EPS の水準は 2021 年中旬に戻っているので、現状に過熱感はなく、これからの比較的緩やかな利益成長が期待される。

米国株式市場は、米利上げ後の景気後退かソフトランディングかの気迷い状態にある。年初からの株価上昇からみると、株式市場は、インフレ進行が抑えられ、経済のマイナス成長があっても小さくて短いというシナリオを描いていることになる。そして、当社もそのようになる可能性は高いとみている。

<KAMIYAMA View コーナー> www.nikkoam.com/market/kamiyama-view

★ KAMIYAMA Reports (レポート、投資の参考となるテーマを解説) ★ KAMIYAMA Seconds! (動画、90秒でマーケットニュースをズバリ解説)

★ 投資ってなんだ!? (レポート、上手にお金に働いてもらう方法や投資の不安を解消するためのヒントなどをご紹介します)

facebook www.facebook.com/nikkoam Twitter twitter.com/NikkoAMofficial

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。