

## ストラテジーブレティン (287号)

## テーパリングの先に見える長期趨勢②

## ～米国株式資本主義の軌道修正と、日本株劣位の終わり～

## 超長期金利低下トレンド終焉と米国株式の潜在的リスク

武者リサーチは、前号に見た J・マッキントッシュ氏の懸念(インフレ懸念に基づく悪い金利の上昇が株価の下落要因になるリスク)は時期尚早だと考える。当面予想される金利上昇は良い金利上昇(=経済拡大による)であり、悪い金利上昇(=インフレ)ではないと考えられる。また金利と株価の関係が 1999 年以前に戻りつつあるとしても、現在の株式益回りは 10 年国債利回りよりはるかに高く、1~2%程度の長期金利上昇に株価は堪え得るバリュエーション上のバッファーを持っている。株価の長期上昇トレンドは変わらない、と見られる。

しかし、短期急落のリスクは排除できない。その引き金になりそうなのは、米国企業が長期金利低下という長く続いた金融環境に過剰適応してしまっていることである。市場がそのリスクに気付けば、株価急落などの一時的ショックを引き起こすかもしれない。

## 米国企業はレバレッジを高め利益を 100%株主に還元、これは持続可能か

ここ 10 数年の米国企業財務の特徴は顕著なレバレッジ化にある。図表 1 に示すように、米国企業はほぼ利益のすべてを配当と自社株買いで株主還元してきた。2015 年から 2020 年の 6 年間に米国企業(除く金融)は 6.17 兆ドルの税引き利益を計上したが、この間の株主還元は配当 3.63 兆ドル、自社株買い 2.51 兆ドル、合計 6.14 兆ドルと、獲得した利益をすべて吐き出した形となっている。つまり簿価ベースでみれば、内部留保による自己資本増加は全く無かったわけである。にもかかわらず債務は債券主体に 3.04 兆ドル増加した。企業の債務依存は大きく高まってきたといえる。

この企業による自社株買いはリーマンショック以降の 11 年間に累計 4.06 兆ドルに達し、唯一最大の株式買い主体であった(図表 2)。リーマンショック後今日まで、米国株式は 6.5 倍と主要国を大きく上回る上昇を遂げたが、それはもっぱら企業の株価本位の財務戦略に支えられていたのである(図表 3 参照)。

米国の家計保有の純資産額は、リーマンショック後 2009 年 1Q に 60 兆ドルで底を打ち、2021 年 1Q には 136 兆ドルへと、12 年間で 76 兆ドル(米国 GDP 比 3.6 倍)増加し、米国消費の推進力になったが、この資産価格上昇は株高によって可能となったわけであり、その背景には企業の自社株買いがあった。このように考えれば、企業の株価本位の財務戦略は 2010 年代の米国経済拡大の屋台骨であったと言っても過言ではない(図表 4 参照)。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp

www.musha.co.jp

〒108-0075

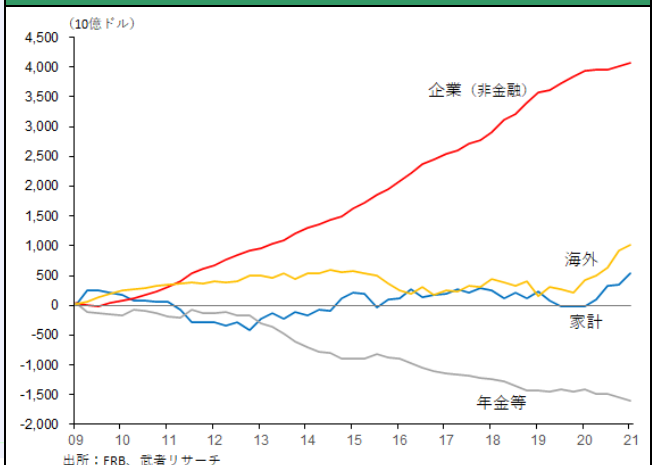
東京都港区港南 2-16-7

図表 1: 米国非金融企業部門資金フロー

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	合計
税引き利益	1,002.6	987.4	1,026.2	1,059.5	1,049.0	1,047.3	6,172.1
株主還元	1,094.6	1,186.5	1,046.3	877.3	1,090.6	847.1	6,142.4
内配当	641.1	690.7	720.7	259.8	636.6	678.6	3,627.5
内自社株買い	453.5	495.9	325.6	617.5	454.0	168.5	2,514.9
債務調達	597.5	270.2	356.3	332.9	474.3	1,013.4	3,044.6
内借入れ	187.3	-20.9	31.8	199.0	204.6	329.5	931.2
内負債証券	410.3	291.1	324.5	133.9	269.7	683.9	2,113.4
減価償却	1,317.4	1,359.6	1,488.7	1,659.0	1,663.0	1,695.6	9,183.4
設備投資	1,935.9	1,789.3	1,883.2	2,068.2	2,147.7	1,964.0	11,788.2

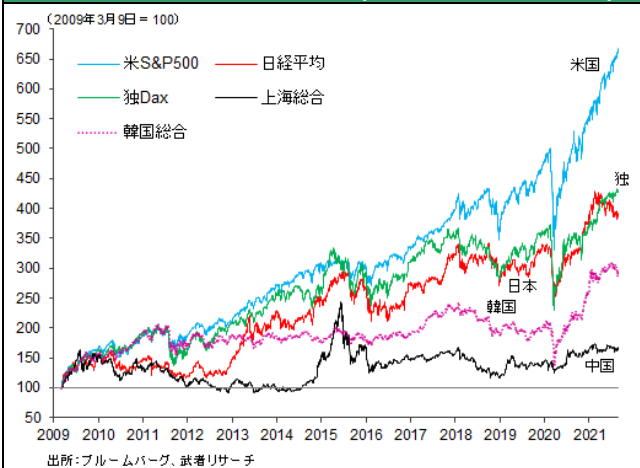
出所:米連邦準備制度(FRB)、武者リサーチ

図表 2: 米国株式投資主体別累積投資額

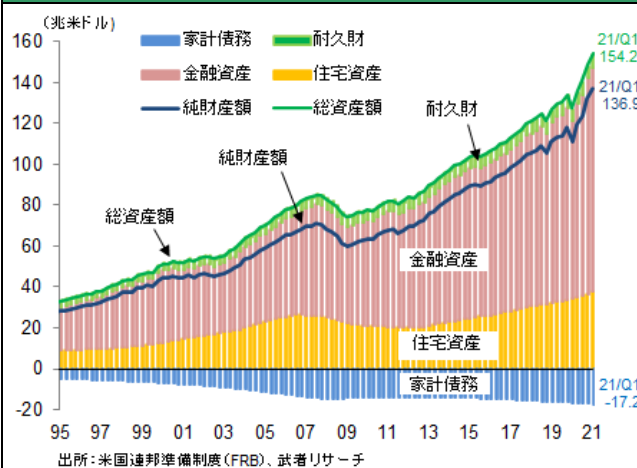


出所:FRB、武者リサーチ

図表 3: 主要国株価指数推移 (2009年3月9日～)



図表 4: 米国家計資産・債務・純財産推移

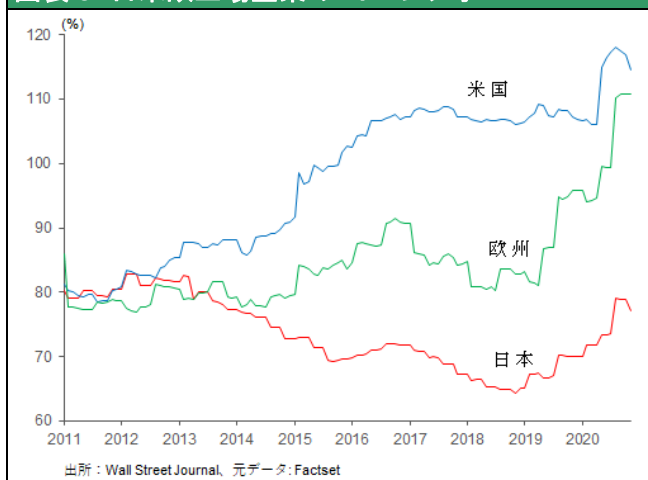


### 米国企業の高レバレッジがもたらした高株式バリュエーション

このレバレッジを高め、最大の株主利益である株価上昇を実現するという、株価本位の財務戦略は、米国企業にことさら強いものである。図表 5 は米国、日本、欧州企業の負債資本倍率 (D/E レシオ) であるが、米国企業のレバレッジ化が大きく進行してきたことがわかる。

配当・自社株買いによる利益還元→ROE 上昇(=一株当たりの利益増)と需給改善による株高→市場価格ベースの自己資本(株式時価総額)増加→市場価格(株式時価総額)ベースの債務負担能力向上→債務増加という連鎖が、米国においては特に強く定着してきたのである。

図表 5: 日米欧上場企業の D/E レシオ



このように重要な役割を果たしてきた米国企業の財務バランス悪化を伴う株価本位財務政策、米国企業の高レバレッジ体質は、今後予想される金利上昇局面における企業収益の耐久力によって試されることになる。上述の自社株買いを起点とした株価上昇の好循環が減衰し、時には逆転する可能性も排除できない。注意深い観察が求められる時代に入っていく。

### 2022年、米金利上昇、ドル高、日本株優位の時代の可能性も

米国金利上昇は米国企業の財務戦略転換(レバレッジ化からデレバレッジ化へ)を引き起こすのだろうか。とすれば、その影響は株価にも及び得る。債務の抑制→自社株買いの抑制等が起きないかどうか、注視するべきである。

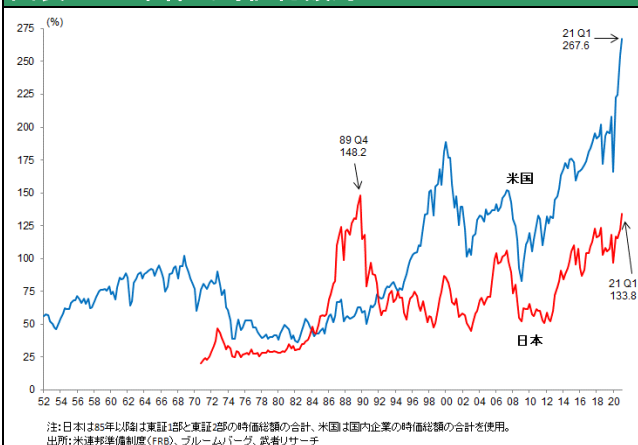
それは株価本位の米国企業の財務政策がもたらした、米国の突出した株式バリュエーションの修正を意味する可能性もある。株式バリュエーションを日米で比較すると、株式時価総額対 GDP 比率は米国 268%、日本 133%(図表 6)、PBR は米国 4.59 倍、日本 1.23 倍(図表 7)と極端に開いている。

図表 8 により TOPIX/S&P500 倍率の歴史的推移をみると、1990 年の日本株バブル時に 9 倍を付けて以降一貫して低下し、現在過去最低の 0.5 倍となっているが、その過程は米国長期金利の低下(→米国企業の高レバレッジ化)とほぼ一致している。長期金利の低下局面で米国株式はレバレッジを高めることで

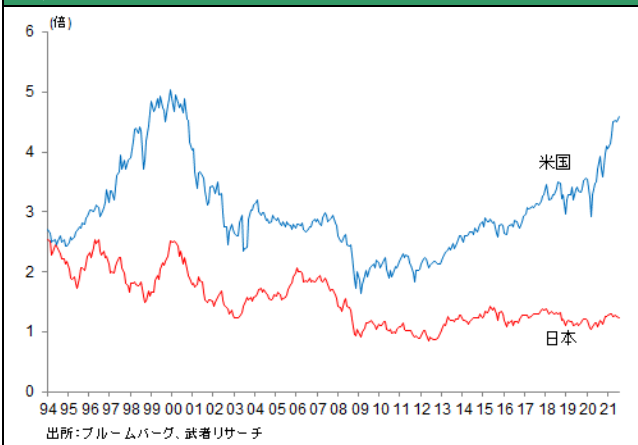
日本株式を凌駕し続けたのである。その結果が上述のような日米株式バリュエーション格差であったとすれば、金利趨勢の転換は日米株式バリュエーション格差の是正に結びつくのではないだろうか。

長期にわたる日本株劣位はそろそろ終焉する時期に来ている、と言えるかもしれない。金利の長期趨勢の転換は、米国企業と好対照な世界で最もレバレッジの低い日本企業と日本株式に有利に働くのではないか。また米国金利上昇はドル高・円安を促進すると見られ、日本株式にはダブルの追い風となりそうである。2021年2月から8月まで続いてきた、日本株式のパフォーマンス劣位は、2022年にかけて大きく是正されていくかもしれない。

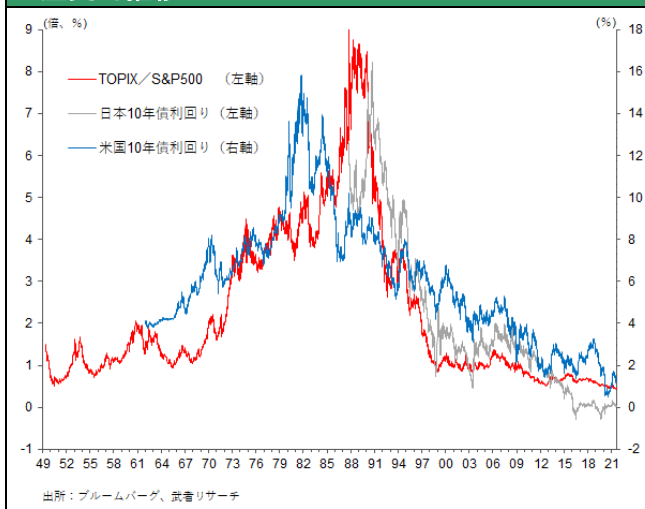
図表 6: 日米株式時価総額対 GDP 比



図表 7: 日米株式 PBR 推移



図表 8: 日米相対株価(TOPIX/S&P500)と長期金利の歴史的推移



著作権表示©2021 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。