

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

株価の現状評価と大統領選挙結果が与える影響について

【要旨】

- ◇ 株価が堅調な背景については、市場がコロナ・ショックによる景気・企業利益の悪化を一時的とみている可能性が考えられるほか、金融政策の影響も小さくないように感じられる。利下げと非伝統的政策が株価の押し上げ要因となり得るなか、FRBが8月27日に臨時のFOMCを開催し「長期目標と金融政策戦略に関する声明」の修正版を承認したことも影響を強めている可能性がある。
- ◇ 足元で株価・PERの水準が高い印象は否めず、何らかの切っ掛けで株価が調整することは十分に考えられるものの、PERが過去平均を上回って高めで推移すること自体は、金融政策等を背景に正当化される可能性があるとも言えよう。
- ◇ 大統領選挙の結果が株価へ与える影響については、共和党は減税や規制緩和を主張し、民主党は増税や規制強化を主張する傾向があるため、一般に共和党の方が成長促進的、即ち株価にポジティブと捉えられるわけだが、今回も同様の認識で良いのではないだろうか。
- ◇ 足元では「バイデン氏・民主党は増税をせず（後回しにして）歳出拡大だけを実施する可能性があり株価にポジティブではないか」との見方も少なくはない。しかしながら、①「財政状況は大きく悪化しており、ここからの大幅な財政拡張は容易ではない」、②「就任初日にパリ協定に再加入する等と述べているが、そうした動きは広範な規制強化を連想させ、特に負担の大きい中小企業のセンチメントを悪化させる」、③「バイデン氏が掲げる政策にはキャピタルゲイン課税の強化も含まれている」等も指摘できるため、やはり一定期間を通じてみた場合、トランプ大統領・共和党の方がどちらかと言えば株価にポジティブと捉えられそうである。
- ◇ もっともバイデン氏が勝利した場合でも、選挙が終わって不確実性が後退することで短期的には株式市場でさほど嫌気されない可能性はあるだろう。

足元の株価はコロナ・ショック前の水準を上回る

本 Weekly では株価について、コロナ禍でも堅調に推移している現状を評価した後、目前に迫った11月3日の大統領選挙の結果が与える影響を検討したい。

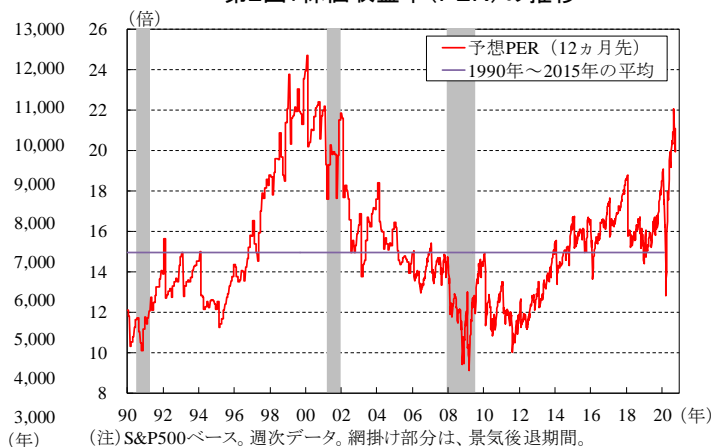
今年の株価（S&P500 株価指数）を振り返ると、コロナ・ショックを受けて急落し3月23日に2,237ポイントとコロナ・ショック前の高値（2月19日：3,386ポイント）から▲33.9%下落した（第1図）。しかしその後は比較的早期に持ち直しており、8月18日にコロナ・ショック前の高値を回復し、足元（10月16日：3,484ポイント）はコロナ・ショック前の高値に比べて+2.9%高く、昨年末に比べて+7.8%高い水準にある。株価収益率（PER）をみると20倍程度とITバブル期以来の高水準となっている（第2図）。

第1図：株価の推移



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：株価収益率(PER)の推移



(注) S&P500ベース。週次データ。網掛け部分は、景気後退期間。

(資料) Datastreamより三菱UFJ銀行経済調査室作成

株価が堅調な背景についてはFRBの金融政策の影響も小さくないように感じられる

このようにPERが牽引する形で株価が堅調な背景については、市場がコロナ・ショックによる景気・企業利益の悪化を一時的とみている可能性が考えられるほか、FRBの金融政策の影響も小さくないように感じられる。

コロナ・ショックを受けてFRBは政策金利を事実上のゼロ金利まで引き下げたが、利下げは様々な経路を通じて株価の押し上げ要因となり得^(注1)、またフォワード・ガイダンス（将来の政策金利の指針）や大規模な資産買入等の非伝統的政策も株価の押し上げ要因となり得る^(注2)。

(注1) 株式の価値とは、将来に亘って受け取るキャッシュフロー（配当等）を、要求収益率で現在価値へ割り引いたものである。要求収益率とは、“将来の実質金利”と“株式投資（保有）に対するリスクプレミアム”で決定される。そのため、株価を企業利益（一株当たり利益、EPS）に株価収益率（PER）を乗じた数値としてみた場合、EPSを“足元の企業利益（配当）”とすれば、PERとは“企業利益の成長率”と“将来の実質金利”と“株式投資に対するリスクプレミアム”を合わせたものと捉えられる。これに基づき利下げの波及経路を確認すると、①「金利見通しの低下→経済活動見通しの上昇→企業利益見通しの増加→（PERを通じて）株価上昇」、②「実質

短期金利見通しの下方修正→割引率低下→将来受け取る配当の現在価値上昇→（PER を通じて）株価上昇」、③「実質金利の低下→債券をはじめとした金利型資産の投資魅力低下→株式投資に対するリスクプレミアム低下→（PER を通じて）株価上昇」となる（第1表）。

（注 2）非伝統的政策について、フォワード・ガイダンスは低金利が長期間続くとの予想を強化する政策であるため、利下げと同様の経路で株価上昇に繋がり得る。また、FRB による国債や不動産担保証券（MBS）を対象とした大規模な資産買入は、ポートフォリオ・リバランス効果を通じて“株式投資に対するリスクプレミアム”を低下させる方向に作用し得る。ポートフォリオ・リバランス効果とは、国債や MBS を保有していた投資家が（それらを FRB へ売却し）別の資産を購入することを通じて資産価格全般に上昇圧力をかけることを指す。

加えて、コロナ・ショックを受けた追加緩和策を巡る議論の中で、FRB による株式購入も選択肢ではないかとの指摘が一部有識者から出ていた点等も^{（注 3）}、株価が大幅に下落した場合にそうした政策が採用されるとの見方に繋がって“株式投資に対するリスクプレミアム”を限界的には低下させている可能性も考えられる。

（注 3）例えば、イエレン前 FRB 議長も中央銀行による株式購入は将来的な検討対象と指摘している。

第1表：利下げのPERを通じた株価への主要波及経路

規定要因	利下げのPERを通じた株価への波及経路
将来の企業収益(配当)	① 金利見通しの低下→経済活動見通しの上昇→企業利益見通しの増加→株価上昇
将来の実質金利	② 実質短期金利見通しの下方修正→割引率低下→将来受け取る配当の現在価値上昇→株価上昇
株式投資(保有)に対するリスクプレミアム	③ 実質金利の低下→債券をはじめとした金利型資産の投資魅力低下→株式投資に対するリスクプレミアム低下→株価上昇

（資料）三菱UFJ銀行経済調査室作成

PER が過去平均を上回って高めで推移すること自体は正当化される可能性がある

また、FRB が 8 月 27 日に臨時の FOMC を開催し金融政策運営の新たな枠組み（具体的には「長期目標と金融政策戦略に関する声明」の修正版）を承認したことの影響も無視し得ない^{（注 4）}。新たな枠組みは、金融政策を判断する際に雇用の改善をこれまでよりも重視するものと捉えられるが、所謂フィリップス曲線^{（注 5）}のフラット化を前提とすれば、堅調な経済と緩和的な金融環境が従来以上に併存することになる。これは株価で言えば、EPS が大幅に回復しても高めの PER が維持されることを意味する。

以上を纏めると、足元で PER の水準が高く、株価が割高な印象は否めないため、何らかの切っ掛けで株価が調整することは十分に考えられるものの、PER が過去平均を上回って高めで推移すること自体は、金融政策等を背景に正当化される可能性があるとも言えよう。

（注 4）FRB は 2018 年 11 月に金融政策運営の枠組みを再検証するとし、その後凡そ 1 年半をかけて再検証を行った。8 月 27 日に承認された枠組みはその再検証を反映したものであり、簡単に言えば中長期的な観点で政策金利が過去に比べて低めに誘導される可能性が示唆されたと捉えられる。詳細は 2020 年 8 月 31 日付 Weekly 「FRB は金融政策運営の新たな枠組みを発表」を参照されたい。

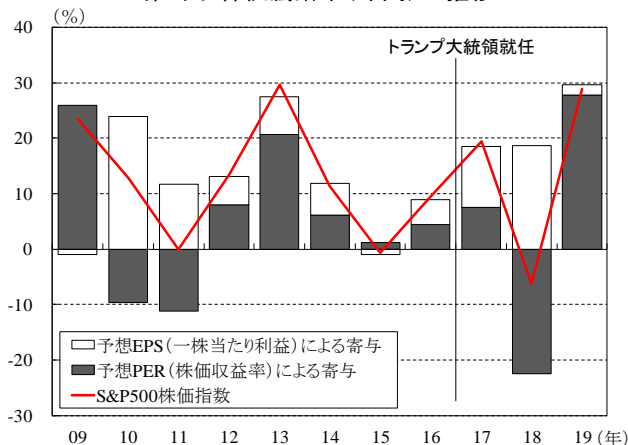
（注 5）フィリップス曲線は労働市場の需給ギャップ（または経済全体の需給ギャップ）とインフレ率の関係を示す。

トランプ大統領の1期目では大型減税等がEPSの拡大、株価の上昇に寄与した

次に大統領選挙の影響を検討したい。はじめにトランプ大統領の1期目の株価（昨年未まで）をEPSとPERに分解して改めて振り返ると、2017年はEPSとPERが共に寄与する形で株価が上昇した（第3図）。2018年はEPSが押し上げ要因となった一方、PERがそれを上回る押し下げ要因となった結果、株価は下落した。2019年はPERが牽引する形で株価が上昇している。なお、トランプ大統領就任以降のEPSの拡大は名目GDPや国民所得生産勘定ベースの企業利益に比べて大きいものであった（第4図）。

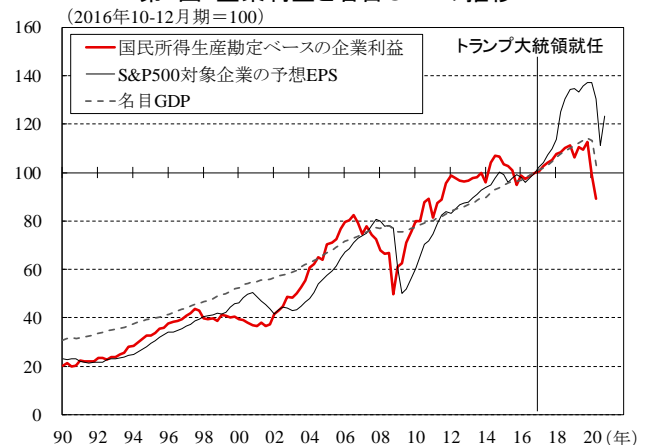
政策動向との関係で言えば、2018年前後のEPSの拡大には大型減税や政府支出（裁量的支出）の増加が寄与し、2019年のPERの拡大には米中貿易戦争等で不確実性が強まるなかでのFRBによる利下げが寄与したと捉えられよう。

第3図：株価騰落率（年間）の推移



（資料）Datastream、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：企業利益と名目GDPの推移



（資料）米国商務省統計、Datastreamより三菱UFJ銀行経済調査室作成

トランプ大統領・共和党の方がバイデン氏・民主党に比べて成長促進的であり株価にポジティブと捉えられる

大統領選挙の結果が株価へ与える影響について、共和党は減税や規制緩和を主張し、民主党は増税や規制強化を主張する傾向があるため、一般に共和党の方が成長促進的、即ち株価にポジティブと捉えられるわけだが、今回も同様の認識で良いのではないだろうか。

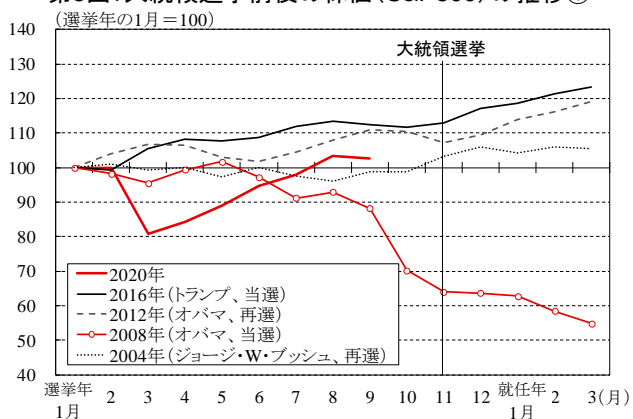
足元では「バイデン氏・民主党は増税をせず（増税を後回しにして）歳出拡大だけを実施する可能性があり株価にポジティブではないか」との見方も少なくはない。しかしながら、①「財政状況はコロナ・ショックもあって大きく悪化しており、ここからの大幅な財政拡張は容易ではない」、②「就任初日にパリ協定に再加入する等と述べているが、そうした動きは広範な規制強化を連想させ、特に負担の大きい中小企業のセンチメントを悪化させる」、

③「バイデン氏が掲げる政策にはキャピタルゲイン課税の強化も含まれている」等も指摘できるため、やはり一定期間を通じてみた場合、トランプ大統領・共和党の方がどちらかと言えば株価にポジティブと捉えられそうである。

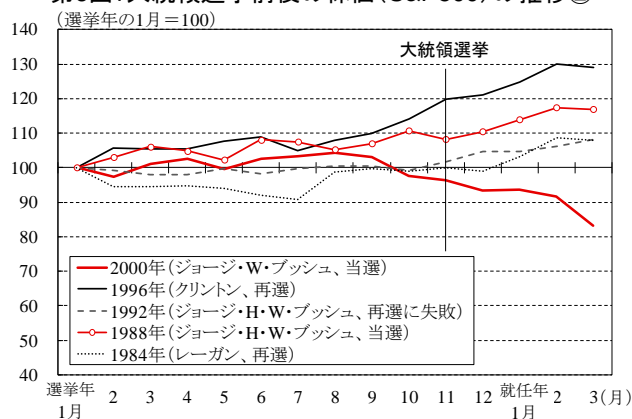
バイデン氏が勝利した場合でも、短期的には株式市場でさほど嫌気されない可能性はある

もっともバイデン氏が勝利した場合でも、短期的には株式市場でさほど嫌気されない可能性はある。過去の大統領選挙前後の株価を振り返ると、大統領選挙から翌年1月の就任前後にかけては比較的堅調に推移する傾向がみられる（第5・6図、2000年と2008年は景気後退期前後であったために株価は下落した）。これは選挙が終わって不確実性が後退することや政策への期待を反映していると捉えられる。今回の選挙結果に関わらず、不確実性の後退が株価を後押しする可能性はあるだろう。

第5図：大統領選挙前後の株価(S&P500)の推移①



第6図：大統領選挙前後の株価(S&P500)の推移②



(2020年10月16日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.