

バリュエーションは重要ですか？

過去2年間、弊社は株式市場が過大評価されていると警告してきました。弊社の資本利益モデルは極めて単純ですが、単に株価収益率（PER）や株価売上高倍率（PSR）を見るよりも複雑です。10年物米国債利回りの水準を考慮して調整しています。利回りが高いほど株式の価値は低くなります。そのため、2022年にインフレによって債券利回りが上昇したとき、利益が伸び続けていても、弊社の公正価値（フェア・ヴァリュー）は下落しました。

しかし、過去3年間でS&P 500は利益や売上よりも速いペースで上昇しており、ウォール・ストリート・ジャーナル誌（オンライン版）はトップ・ページで「株式はドットコム時代よりも高くなっている」と見出しを打つほどでした。記事は、「S&P 500が現在売上の3.23倍で取引されている」という統計で始まりました（過去25年間の中央値は1.7倍）。

株価売上高倍率（PSR）は単なる一つの指標にすぎません。弊社のモデルでは、4.25%の10年物米国債利回りを割引率として用いた場合、市場は約40%過大評価されています（1999年に見られた62%の過大評価には及びません）。

さらに、市場が下落すれば、連銀は利下げに動く可能性があります。弊社のモデルによれば、10年利回りが2.85%になれば、市場は公正価値（フェア・ヴァリュー）となります。そのため、市場が過大評価されていることを懸念しながらも、40%の暴落が起こるとは見ていません。弊社は、市場は概ね20%程度過大評価されていると考えており、年末のS&P 500の目標値を5,200と維持しています。

現在、「YOLO（You Only Live Once - 人生一度きり）」的な取引が明らかに行われており、（どれだけ無謀に見えようとも）オプションがまるで野球カードのように売買されています。1999年のように、人々は市場が一方向にしか動かないと信じ込んでいます。特にAIによって押し上げられたハイテク株は顕著で、上位10銘柄だけでS&P 500の39.5%を占めています。

明らかに、経済指標はまちまちです。トランプ政権は関税を含むさまざまな手段を使って経済の再構築を試みており、実際に変化は起きています。しかし、関税は「税金」であり、増税は経済成長にとってプラスではありません。さらに、米国内への投資の回帰（リショアリング）には時間がかかり、将来の大統領が関税を維持する保証もないため、依然としてリスクがあります。その点では、裁判所が関税を大統領権限の範囲外と判断する可能性さえあります。

同時に、AIによる利益が、実際には既存ビジネス（たとえば検索エンジンなど）を食い潰しているだけなのかどうか、弊社では判断できていません。1990年代後半の市場は正しかったのです。携帯電話、光ファイバー・インターネット回線、そしてより高速で高性能なOSを備えたコンピューターは、生産性と利益を押し上げるものでした。ただ、時期が早すぎただけでした。AIは、即座に永続的なリターンをもたらす「魔法の技術」なのでしょうか？現時点ではまだ判断がつかえません。2025年前半の実質GDP成長率は平均1.4%にとどまり、さまざまな理由から雇用の伸びも鈍化しています。

弊社は市場全体、特に極端に高価格で時価総額の大きい企業に対して、依然として慎重な姿勢を取っています。S&P 500の中には、今でも魅力的に見えるセクターや銘柄が多く存在します。弊社はそうした部分に注目しています。

強気で正しかった投資家たちから批判されることもあるでしょう。しかし、弊社のアプローチはモメンタム（勢い）ではなくファンダメンタルズ（基礎的要因）に基づいています。市場の歴史が繰り返し示しているのは、バリュエーション指標は時間とともに平均回帰する傾向があるということです。価格水準によっては、過去のリターンの期待を正当化できない場合があります。そして、弊社は今がまさにそのような局面だと考えています。1999年当時、「リセッション（景気後退）は過去のものだ」と自信満々に語った人たちがいました。しかし、彼らは間違っていました。弊社は、過度な楽観主義に対して慎重になることを強く勧めます。

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサ ス	ファースト トラスト予測	発表結果	前回
9-2 / 9:00 am	ISM 指数 - 8 月	49.0	48.8	48.7	48.0
9:00 am	建設支出 - 7 月	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.4%
9-3 / 9:00 am	製造業受注 - 7 月	-1.3%	-1.4%		-4.8%
午後	自動車/トラック総売上げ - 8 月	16.1 百万	15.9 百万		16.4 百万
午後	自動車/トラック国内売上げ - 8 月	12.6 百万	12.7 百万		12.8 百万
9-4 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 8 月 30 日	230,000	229,000		229,000
7:30 am	国際貿易収支 - 7 月	-\$780 億	-\$778 億		-\$602 億
9:00 am	ISM 非製造業指数 - 8 月	50.9	50.8		50.1
9-5 / 7:30 am	非農業部門雇用者数 - 8 月	75,000	56,000		73,000
7:30 am	民間雇用者数 - 8 月	75,000	60,000		83,000
7:30 am	製造業雇用者数 - 8 月	-5,000	-5,000		-11,000
7:30 am	失業率 - 8 月	4.3%	4.2%		4.2%
7:30 am	時間当たり平均賃金 - 8 月	+0.3%	+0.3%		+0.3%
7:30 am	週平均労働時間 - 8 月	34.3	34.3		34.3

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。

コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P.によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確且つ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。