



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場  
Knowledge Forum

## 米国株：試練に耐える優位性を維持



2022年3月2日



ジム・ティアニー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
米国成長株集中投資戦略 最高投資責任者



カート・フォイヤーマン

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
セレクト米国株式運用 最高投資責任者



米国株は3年にわたり力強い上昇を遂げてきたが、多くの投資家は、2022年もまだ上がり続ける力が残っているか疑問に感じている。バリュエーションの高騰には警戒を要するが、慎重な資産配分を心がければ、長期的に着実なリターンをもたらす得る米国市場の優位性を生かすことができるとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では考える。

米国株が2021年にこれほど高いリターンを創出できると予想していた投資家はほとんどいなかった。S&P 500指数は2021年に28.7%上昇し、過去3年間のリターンは100.4%に達した(米ドルベース)。長期にわたる強気相場はバリュエーションを押し上げ、S&P 500指数の株価

収益率は2021年末時点で21.3倍と、他の先進国市場を大幅に上回っている。

2022年1月初めにはテクノロジー・セクターを中心に米国株のボラティリティーが高まり、投資家の間に懸念が広がった。しかし、こうしたリスクにもかかわらず、2022年は米国株にいくつかの優位性があるとABでは考えている。第一に、米国企業は今後も着実な利益成長と収益性を維持できそうだ。第二に、5大銘柄を除けば、質の高い企業の多くはバリュエーションが魅力的な水準にある。第三に、米国企業は過去最高水準のキャッシュを保有しており、それを自社株買いに充てることができる。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

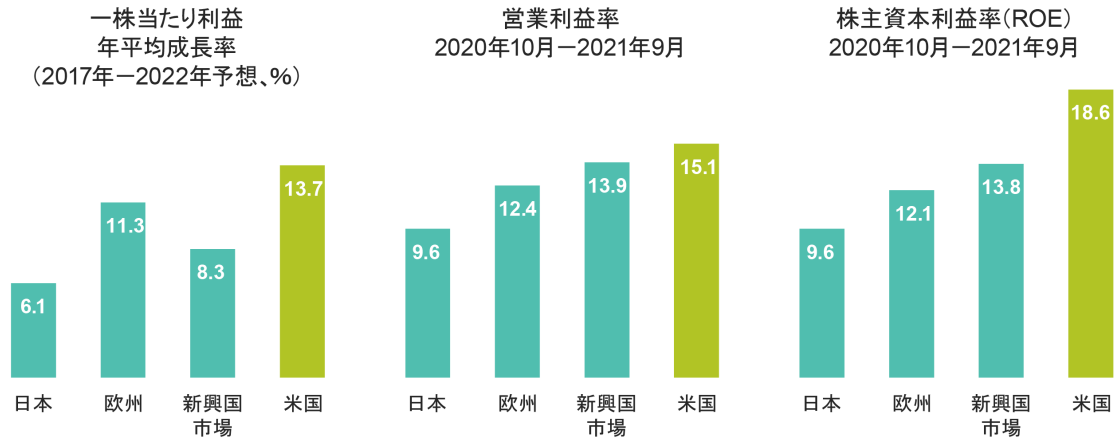
当資料は、2022年1月12日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

## 利益や収益性は高水準

2021年は、主に企業利益が米国株のパフォーマンスをけん引する役割を果たした。米国企業は予想以上に利益を拡大し、バリュエーションを支えるファンダメンタル

ズ面での要因となった。しかも、先進国市場や新興国市場における営業利益率や株主資本利益率(ROE)などの指標を見ても、米国企業は利益の伸びや収益性が海外の同業他社をはるかに上回っている(図表1)。

【図表1】 米国企業の利益や収益性は高い



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
日本はMSCI 日本指数、欧州はMSCI 欧州指数、新興国市場はMSCI エマージング・マーケット指数、米国はS&P 500指数。  
左図は2021年12月31日現在。一株当たり利益は2017-2020年が実績、2021年と2022年は年間の予想利益に基づきます。  
中央図及び右図は2021年9月30日現在。過去12カ月のデータに基づきます。  
出所:ブルームバーグ、MSCI、S&P、AB

世界的に見ても、2021年は新型コロナウイルスのパンデミックが引き起こした2020年の景気後退から急回復を遂げたことで、企業利益の伸びが押し上げられた。中でも米国市場は際立っていた。世界をリードする科学研究機関を有し、ベンチャーキャピタルやスタートアップ企業にとって最大の市場である米国は、イノベーションを育む温床となっている。米国の上場企業の多くはテクノロジー分野のパイオニアで、パンデミックの期間にテレワークやショッピング、レジャーが爆発的に増加する中で加速したデジタル革命を実現及び推進している。

イノベーションは質の高いビジネスを後押ししている。ABの調査によると、世界で時価総額が150億米ドルを超える、収益力が高い成長企業のうち、米国企業は64%を占めている\*。また、多くの米国企業は株主による強力なガバナンスや優れた経営能力を備えており、パンデミックがもたらすビジネス上の課題に対処する上で優位な立場にある。

## 株価水準が妥当な成長企業を見つけ出す

この収益構造はまた、ここ数年の米国市場のパフォー

マンスをけん引してきた巨大な成長企業を生み出した。アマゾン・ドット・コムやアップルなどの株価が急騰した結果、時価総額が1兆米ドル規模に達する巨大企業が誕生したが、一部企業への極端な投資の集中を招くことになった。2021年末時点で、時価総額で上位5社がラッセル1000グロース指数の38.1%、S&P 500指数の23%を占めている。パンプ型のポートフォリオは大幅な株価上昇による恩恵を受けているが、少数の巨大企業の影響を受けやすくなっている。それぞれの巨大企業には利点があるが、それらの企業全体を過度に保有するのはリスクの高い戦略で、市場のセンチメントが変化した場合には、その反動も大きなものとなりかねない。

むしろ、投資家は依然として魅力的な収益性や成長力を備えた他の企業を積極的に探すべきだとABは考えている。大手5社を除外すれば、株価フリーキャッシュフロー倍率に基づくS&P 500指数とラッセル1000グロース指数のバリュエーションは、はるかに妥当な水準にある(図表2)。欧州やアジアの株式に比べればまだ割高だが、図表2の横軸が示すように、米国市場は総資産利益率(ROA)が高い水準にある。つまり、投資家は収益性が優れた企業に資金を投じていることになる。

\* 収益力が高い成長企業とは、2021年9月30日現在で、キャッシュフロー投資収益率(CFROI)が上位半分に入り、かつ5年間の資産成長率の中央値が上位半分に入る企業として定義

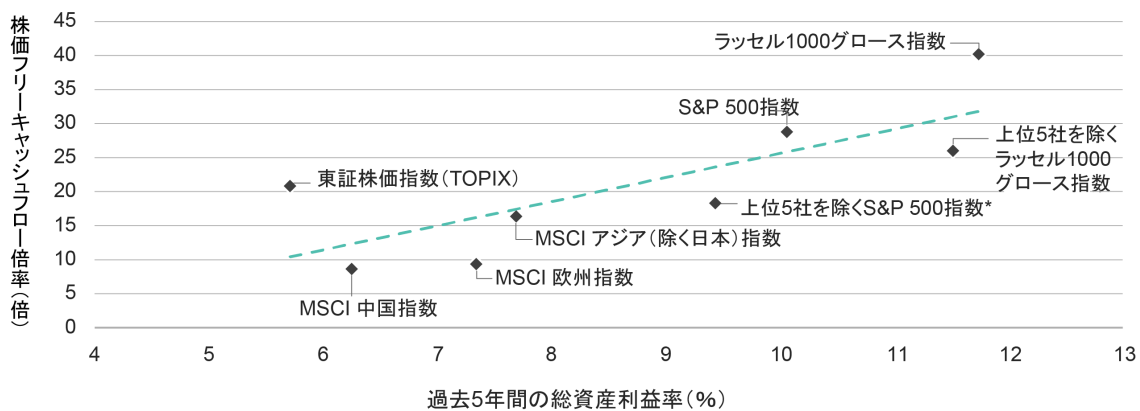
ROAと投下資本利益率(ROIC)は、特に企業同士を比較する場合、経済的パフォーマンスや持続可能性を測る有力な指標になるとABでは考える(以前の記事『[ポストコロナもグロース株は魅力的か?](#)』ご参照)。金利が上昇し、資本コストや将来のキャッシュフローの価値を評価するために用いられる割引率が上昇した場合には、どちらの指標も企業を評価する上でとりわけ重要性が高まる。

米国経済が景気後退後の急激な回復から正常化するに伴い、企業にとって成長を維持することは難しくなりそうだ。そのため、投資家は、将来の成長に向けて利益を再投資する機会を十分に持った質の高い企業に焦点を定める必要がある。それぞれの銘柄のバリュ

エーションは、一時的な要因が消えた後の通常の収益力に基づいて分析する必要がある。

特に不透明感が強い時期には、一貫性のある行動が重要である。今日のような厳しい状況においても、一部の企業は他の企業に比べ利益成長を維持する能力を備えている。今後3~5年にわたり着実に年間10%の利益成長を持続できる米国企業を見つけ出すことも、変化する市場環境を乗り切る上で好ましい戦略である(以前の記事『[Resilient Recovery Stocks Transcend the Growth-Value Divide](#)』(英語)ご参照)。こうした企業を見つけ出すのは容易ではないが、ABのリサーチによると、そのような企業は常に市場を上回るリターンを生み出している。

【図表2】 上位5社以外からバリュエーションが魅力的な米国企業を見つけ出す



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
 \*指数に占めるウェイトが大きい5社(アップル、マイクロソフト、アマゾン、アルファベット(グーグル)、テスラ)を除きます。アマゾンについては、2021年12月のフリーキャッシュフローがマイナスであるため、2020年12月のデータを用いています。  
 出所: ブルームバーグ、MSCI、FTSEラッセル、S&P、トムソン・ロイター/IB/E/S、AB

### 自社株買いで株主に報いる

経済成長が鈍化する環境下でも、米国企業は膨大な額のキャッシュを保有している。米国企業はバランスシート上にある記録的なキャッシュを用いて、2022年に8,720億米ドルの自社株買いを実施する計画だ(次ページの図表3)。それに加え、5,900億米ドルの配当を支払う予定で、2022年の米国企業は、多くの方法を通じて株主に還元することになる。米連邦準備制度理事会(FRB)が量的緩和策の縮小に着手するとみられる中、自社株買いは市場にとって新たな流動性供給源となりそうだ。

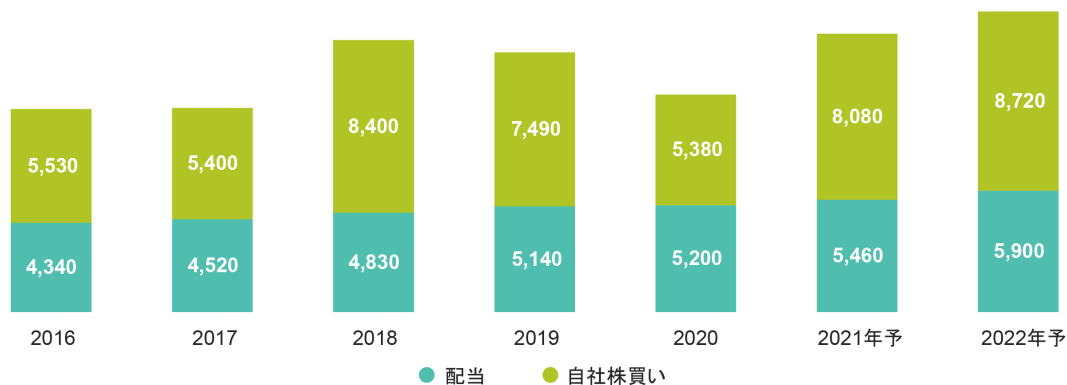
確かに、リスクも多い。特に、FRBが利上げペースの加速を計画しているため、一部の投資家は、米国市場における異例の長期的な上昇トレンドが終わりに近づいていると懸念している。歴史を振り返れば、過去5回の利上げサイクルでは、株式リターンが一時的に鈍化した

だけで、その後2年間にわたり好調なパフォーマンスを維持してきた(次ページの図表4)。現在はバリュエーションが比較的高水準にあり、インフレ率の上昇でさらなる金融引き締めが懸念されることから、米国株がこれまでと同様のパターンをたどるかどうかははっきりしない。その行方は、それぞれの企業がビジネス上の優位性を安定した収益と利益成長に結びつけることができるかどうかにかかっている。

市場の変化のタイミングを正確に捉えることはほとんど不可能であるため、米国株へのエクスポージャーは株式アロケーションにおける重要な戦略的要素だとABは考えている。質の高いポートフォリオは、市場の優位性を具現化している米国株を厳選することで、市場やマクロ経済の環境が変化しても、時の試練に耐えうる戦略的利益を獲得できるだろう。

### 【図表3】 2022年は企業の自社株買いが活発になる見通し

S&P 500指数構成企業のキャッシュ活用予想  
億米ドル



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
2021年10月29日現在  
出所:ゴールドマン・サックス、S&Pコンピュスタット、AB

### 【図表4】 過去の利上げは米国株の長期的なリターン上昇を妨げていない

最初の利上げ前後のS&P 500指数のリターン  
過去5回の利上げサイクル

最初の利上げ	最後の利上げ	1年前	1年後	2年後	3年後
2015年12月16日	2018年12月19日	7.3%	11.3%	34.6%	33.3%
2004年6月30日	2006年6月29日	19.1	6.3	15.5	39.2
1999年6月30日	2000年5月16日	22.8	7.2	-8.7	-25.1
1994年2月4日	1995年2月1日	7.4	4.8	42.7	81.0
1988年3月29日	1989年2月24日	-9.1	16.6	40.6	60.4
平均		<b>9.5%</b>	<b>9.2%</b>	<b>24.9%</b>	<b>37.8%</b>

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
出所:ブルームバーグ、AB

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### + 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### + お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。