

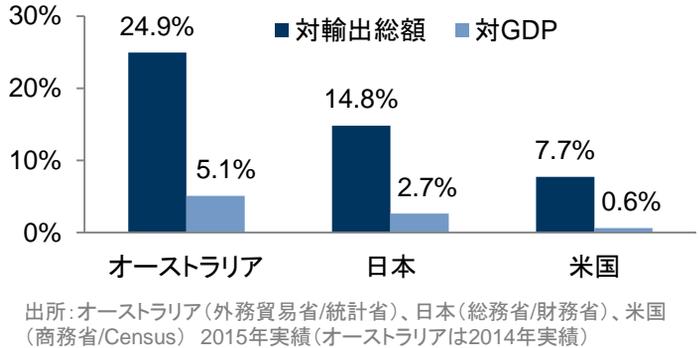
米国株式市場を取り巻く3つの懸念材料を考える(1/3)

- 2016年初からの波乱相場の2大要因である中国経済と原油相場に加え、1月末の日銀によるマイナス金利導入以降、日本のみならずグローバル株式市場で銀行株が急落するなか、マイナス金利先進国である欧州の金融システムに一時緊張が走りました。
- 米国株式市場を取り巻く外部環境は依然として不透明感が強いものの、当社は、中国、原油、金融システムの3つの懸念材料が米国経済/株式市場に与えるインパクトは総じて限定的と考えており、特に成長性の高いグロース株やITセクターなどは魅力的な投資機会を提供しているとみています。

1) 中国 — 米国経済への影響は極めて軽微

- 米国の輸出総額に占める中国向け輸出額は7.7%で、GDPに占める割合は0.6%と直接的なインパクトはごく僅かと言えます。しかも、中国が投資主導型から消費主導型経済へ移行するなか、輸出品上位には大豆など農産物や自動車など消費財が並び、マイナスインパクトは数字以上に小さい可能性があります。
- 一方、オーストラリアでは、中国向け輸出額はGDPの5.1%に及びます。しかも、輸出の大半は鉄鉱石や石炭等が占め、中国の景気減速以上のマイナスインパクトが生じるとみられます。

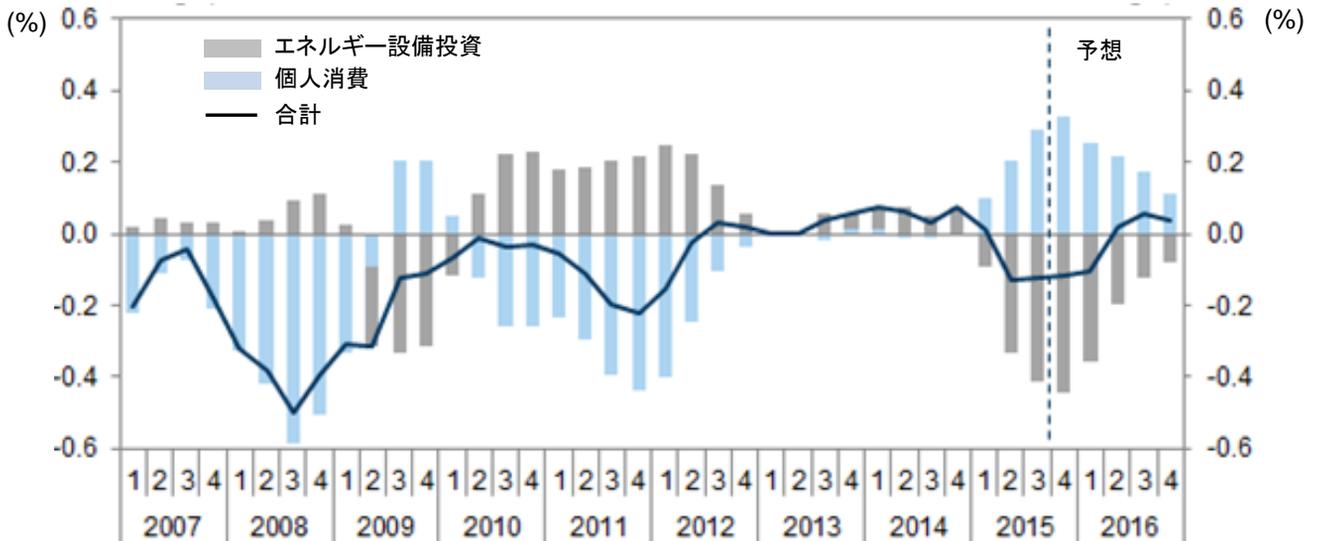
中国への輸出額の構成比



2) 原油価格 — 米国株式市場においては選択的な投資機会を創出

- 原油安が米国経済に与えるインパクトは、個人消費へのプラスの影響と、エネルギー関連企業の設備投資削減によるマイナスの影響という、相反する2つの影響があります。マクロ経済的には、設備投資のマイナス効果と個人消費のプラス効果の綱引きとなり、2015-16年初まではマイナス効果が優勢と推計され、足元の株式市場もネガティブに反応しています。しかし、2016年第2四半期以降は設備投資削減効果が一巡し、ポジティブに転じる可能性が高いと予想されています。一方、ミクロ的には、消費関連などを中心に、一貫して恩恵を受けるセクターや企業は存在します。原油安は、選択的な投資機会を創出していると言えます。

原油価格が与えるエネルギー設備投資および個人消費への影響(対GDP)



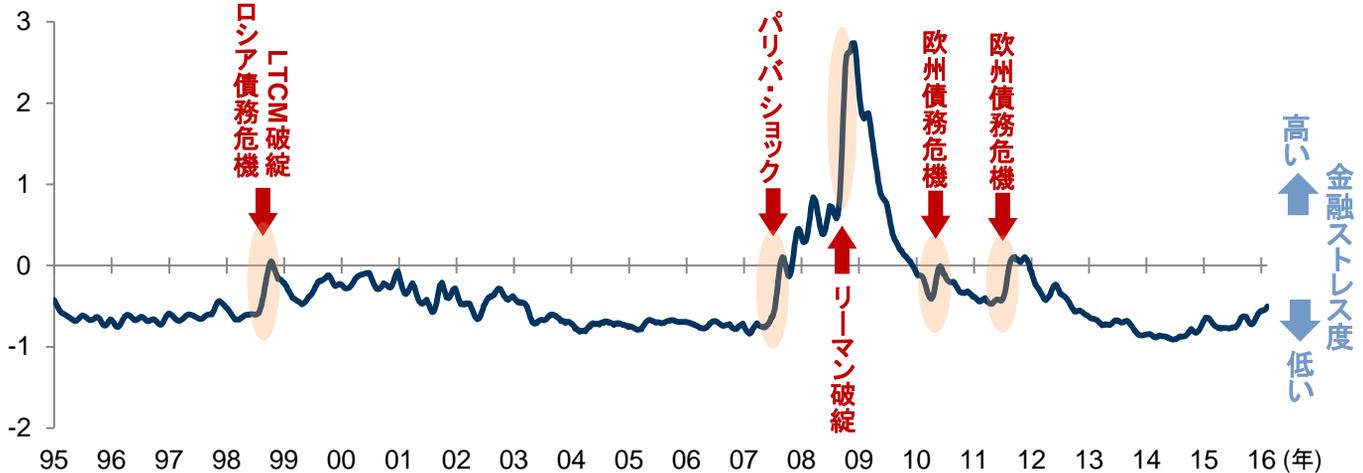
出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部 期間: 2007年~2016年(2015年第4四半期以降は予想) 個人消費に与える影響: 過去1年の原油価格変動による実質可処分所得の変化額に限界消費性向0.7を乗じ推計 エネルギー設備投資: 探鉱、生産、開発及び関連設備への設備投資額のGDP寄与度

米国株式市場を取り巻く3つの懸念材料を考える(2/3)

3) 欧州金融システム — 米国経済への影響は軽微

- 2月上旬、ドイツ銀行などを中心に欧州の金融システムに対する緊張感が一時高まりました。しかし、過去と比べ銀行の資本水準は大きく向上し、ECB(欧州中央銀行)の支援制度により短期流動性へのアクセスも大幅に改善されました。従って、当社は、2010-11年頃の欧州債務危機のような状況に陥る可能性は低いと考えています。実際、株式やクレジット市場など金融市場のストレス度を示す金融環境指数も、過去の危機時と比べると遥かに低い水準に留まっています。

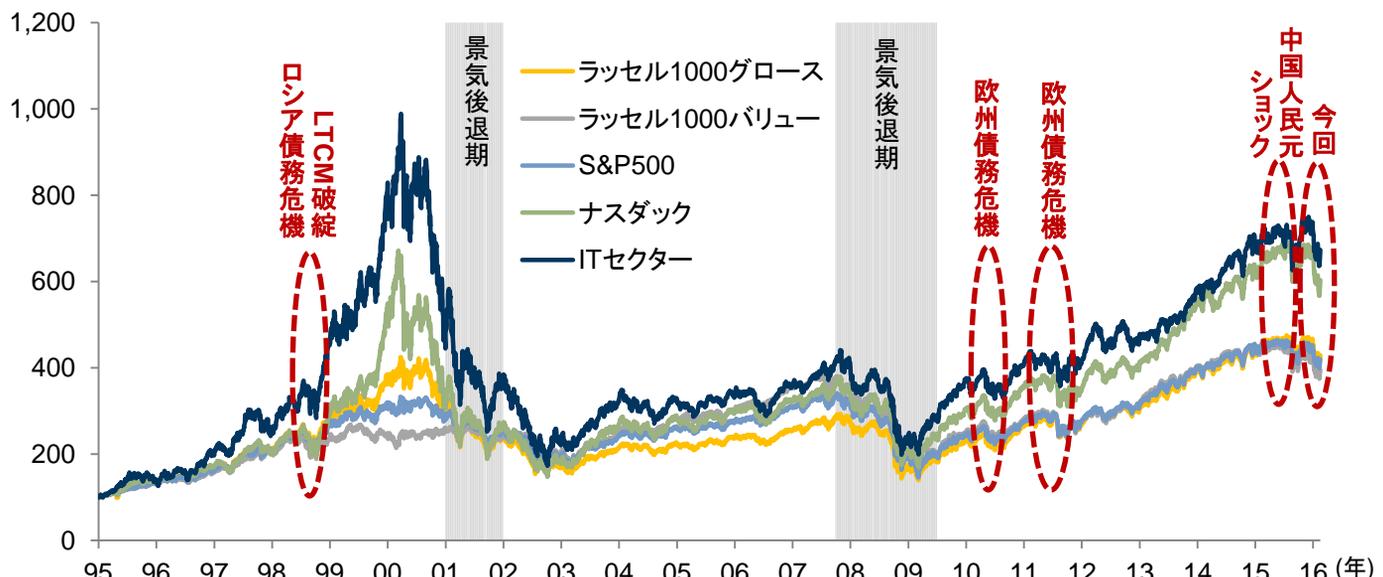
米国 金融環境指数(FCI)の長期推移



出所:シカゴ連邦準備銀行 期間:1995年1月6日~2016年2月12日

金融環境指数(Financial Condition Index)とは、金利・株価・為替レートなど金融市場や信用市場における変動が、実態経済に与える影響を指数化したもの。シカゴ連邦準備銀行の発表する米国金融環境指数(National Financial Condition Index)は、短期金融市場、株式・債券市場、銀行システム指標など105の指標から構成され、算出を始めた1973年以降の平均値を0とし、正の値は金融市場が平均より引き締まった状態、負の値は平均より緩和された状態であることを示す。

米国 株式市場の長期推移



出所:ブルームバーグ、GSAM グロス株:ラッセル1000グロス、バリュース株:ラッセル1000バリュース、ITセクター:S&P500ITセクター指数
期間:1995年1月3日~2016年2月18日 1994年12月31日を100として指数化 全て米ドルベース

Goldman
Sachs

Asset
Management

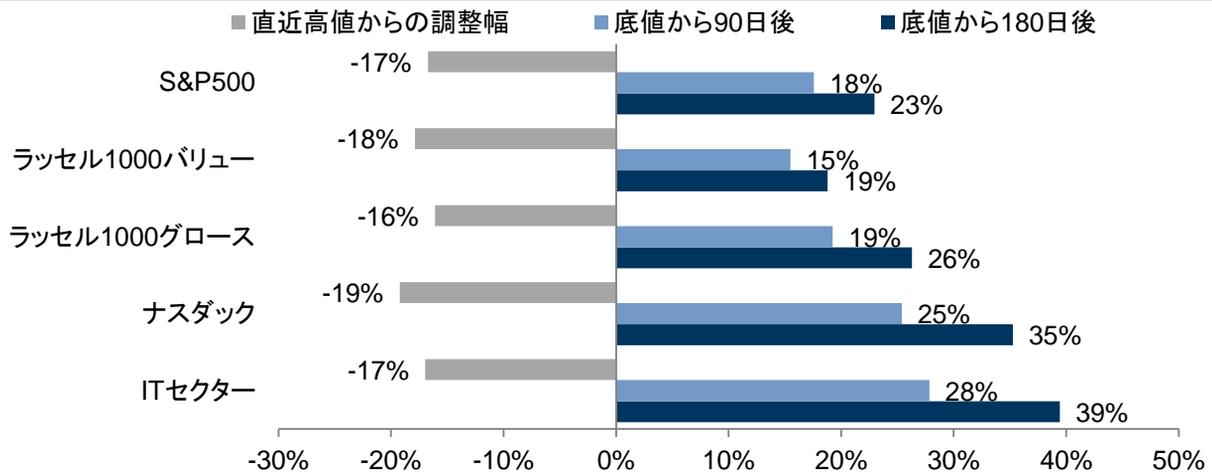
本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「弊社」といいます。)が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。上記は経済や市場等の過去のデータおよび一時点における予測値であり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。経済、市場等に関する予測は資料作成時点のものであり、情報提供を目的とするものです。予測値の達成を保障するものではありません。本資料に記載された見解は情報提供を目的とするものであり、いかなる投資助言を提供するものではなく、また個別銘柄の購入・売却・保有等を推奨するものでもありません。記載された見解は資料作成時点のものであり、将来予告なしに変更する場合があります。本資料の一部または全部を、弊資料の書面による事前承諾なく(1)複写、写真複写、あるいはその他のいかなる手段において複製すること、あるいは(2)再配布することを禁じます。© 2016 Goldman Sachs. All rights reserved. <35223-OTU-187796>

米国株式市場を取り巻く3つの懸念材料を考える(3/3)

調整局面からの反発相場はグロース株やITセクターが優位

- 前頁に示した景気拡大局面における主な株式市場の調整局面（過去4回）の平均日数は102日間、調整幅は-17%でした（S&P500）。底値から90日後、180日後のリターンの特徴をみると、バリューストックよりもグロース株、特にITやバイオ関連など成長企業の多いナスダックやITセクターのリターンがより高くなる傾向が読み取れます。
- 今回、S&P500が直近高値を付けた2015年11月3日から2016年2月11日までを調整局面とすると、調整期間と調整幅は100日間、-13%と過去平均並みになります。米国景気の拡大基調は変わらないと考えるならば、成長性の高いITセクターは、いま魅力的な投資機会を提供していると考えられます。

米国株式市場 長期上昇相場における主な調整局面 高値からの下落率とその後のリターン



	調整期間	日数	S&P500	グロース株	バリューストック	ナスダック	ITセクター
1998年 ロシア危機& LTCM破綻	1998/7/17-1998/10/8	83	-19.2%	-19.7%	-18.3%	-29.4%	-22.7%
	90日後リターン		32.6%	38.6%	25.1%	63.5%	70.2%
	180日後リターン		37.4%	46.7%	24.2%	80.6%	92.1%
2010年 欧州債務危機	2010/4/23-2010/7/2	70	-16.0%	-15.7%	-16.9%	-17.3%	-17.2%
	90日後リターン		11.6%	13.2%	10.7%	13.2%	12.1%
	180日後リターン		23.2%	26.5%	21.7%	27.5%	23.8%
2011年 欧州債務危機	2011/4/29-2011/10/3	157	-19.4%	-18.3%	-22.3%	-18.7%	-14.0%
	90日後リターン		14.4%	13.3%	16.1%	11.5%	10.9%
	180日後リターン		28.1%	29.5%	28.2%	32.4%	34.3%
2015年 中国人民幣 ショック	2015/5/21-2015/8/25	96	-12.4%	-10.7%	-14.0%	-11.5%	-13.9%
	90日後リターン		11.7%	11.8%	10.1%	13.2%	18.2%
	180日後リターン		3.2%	2.4%	1.0%	0.6%	7.5%
2015-16年 (今回の調整)	2015/11/3-2016/2/11	100	-13.3%	-13.6%	-14.5%	-17.1%	-14.6%

出所:ブルームバーグ、GSAM グロース株:ラッセル1000グロース、バリューストック:ラッセル1000バリュー、ITセクター:S&P500ITセクター指数 全て米ドルベース