

## Special Report

ソニーフィナンシャルグループ(株)  
金融市場調査部 シニアエコノミスト

渡辺 浩志

## グローバル・リセッションの深度と米国株価の底値を探る

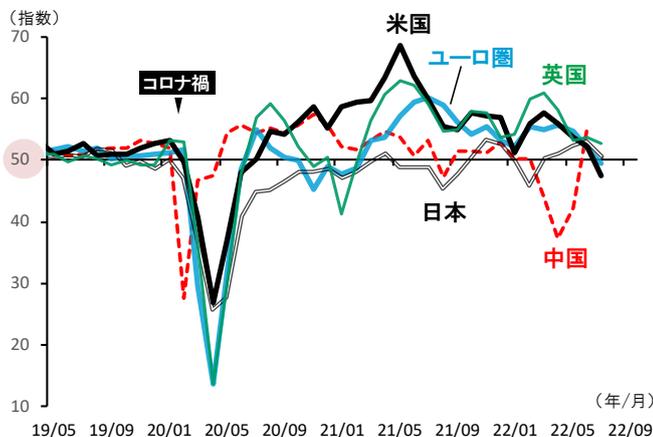
## KEY POINT

- 各国のPMIが急落。金融引き締めやウクライナ危機等を背景に世界的な景気後退の現実味が増している
- 銅と金の価格比は、世界の需要と不確実性のバランスを表し、世界景気の現状を映す鏡となる。現在の銅金レシオの急落は、企業景況感(グローバル総合PMI)の大幅悪化を示唆
- 銅と金の価格予想に基づく世界景気の谷は 2016 年と同等の深さ(PMIで 50.5)。金融引き締めや中国経済の悪化、半導体サイクルの下降等、当時と現在の類似点は多い。製造業景気は当時より深押しの上昇
- S&P500株価指数の年初来2割超の下落は、金融引き締めを織り込んだ予想PER(株価収益率)の低下が主導。一方、予想EPS(企業業績)は拡大持続。株式市場が景気後退懸念を織り込むのはこれから
- 銅金レシオによればEPSは約10%減となる可能性。ただし、EPSの本格調整局面ではPERは予防的利下げを予期してむしろ上昇する傾向。S&P500株価指数は3,500 株が下値の目途

## グローバル・リセッションの現実味

世界的な景気後退の現実味が増してきた。7月の企業景況感(総合PMI)は、米国とユーロ圏で好不況の境目の 50 を下回った(図表1)。日本や英国も下向きだ。中国のデータは6月までのため、都市封鎖解除後の自律反発で上向いているが、上昇の持続性は高くないだろう。

図表1: 世界の景況感(総合PMI)



出所: S&amp;P Global

現在、世界には様々な不確実性が渦巻いている。各国中銀は高インフレの長期化とインフレ予想の上振れリスクに直面して金融引き締めを急ぐが、これが世界的な景気後退の懸念を煽っている。また、ロシア・ウクライナ危機の終結は見えず、資源・エネルギーの供給途絶や一段の価格高騰、戦闘激化などの不確実性も大きい。ゼロコロナ政策を堅持する中国が、そのマイナスの影響を景気対策で糊塗できるのか。更なる感染拡大や対策の息切れなども不安視される。新興国は資本流出や通貨安を食い止めるため、先進国に追随した利上げを余儀なくされており、これも景気後退のリスクを高めている。

## 市場の声を聴く

この先の世界景気は一体どこまで悪化するのか。定量分析が困難な局面とはいえ、世界景気の谷の深度が分からなければ、株価の底値も分からない。このような局面では市場の声に耳を傾けてみるのがよいのではないかと。市場はあらゆるニュースフローを咀嚼し、その影響度を瞬時に判断している。

世界景気の現状を把握する上で特に有用なマーケット指標は「銅」と「金」の価格比(銅金レシオ)だ。産業用金属の代表格である銅の価格は、世界の需要の強さを反映する。これに対して、究極の安全資産と呼ばれる金の価格は、世界の不確実性の大きさを表す。それゆえ銅と金の価格比は、需要と不確実性のバランスの上に成り立つ世界景気の現状をリアルタイムに映す鏡となる。

図表2にみるように、銅金レシオはいま、急落している。その水準はまだ景気拡大を表す領域にとどまるが、下落ペースは速く、谷は深そうだ。グローバル総合PMIは、直近6月は中国要因で上向いたが、7月は大幅悪化が見込まれる。

図表2: 銅金レシオはリアルタイムの世界景気を映す



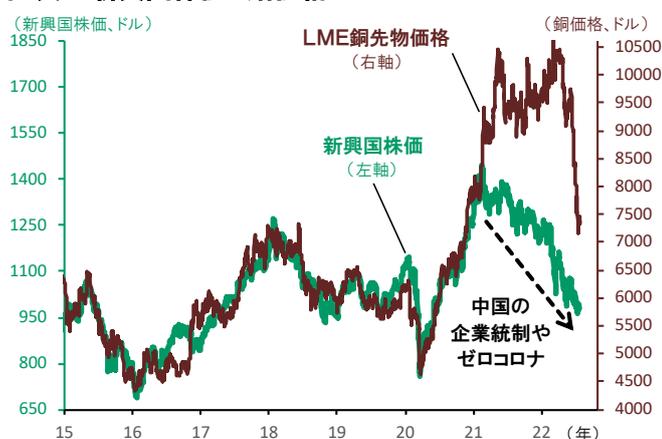
注: 金と銅の価格比は LME 銅先物価格(ドル/トン)/CMX 金先物価格(ドル/オンス)  
出所: S&P Global、シカゴ・マーカンタイル取引所、ロンドン金属取引所、SFGI

## 景気の谷の深度を測る

銅金レシオは、世界景気の水準と方向を如実に表す。そこで、銅と金の価格の先行きを予想し、世界景気の谷の深さの目途をつけてみたい。

まずは銅だ。図表3の通り、かつての銅価格はものづくりの中心地である新興国(中国)の株価と連動していた。昨年初以降は、中国政府による企業統制強化やゼロコロナ政策で新興国株価は下落したが、銅価格はこれに反して上昇した。背景には好調な世界需要と過剰流動性(緩和マネー)があった。しかし、今年6月以降は米国での利上げ幅拡大や量的引き締め開始など、各国で金融引き締めが強化され、景気悪化懸念が台頭した。そうしたなかで、実需と緩和マネーに支えられていた銅相場の足場がにわかに崩れ始めた。

図表3: 新興国株価と銅価格



注: 新興国株価は MSCI Emerging Market Index  
出所: MSCI, Bloomberg, SFGI

銅価格はどこまで下がるだろうか。一つの目途は、コロナ禍の金融緩和が始まる前の水準である1トンを6,000ドル辺りではないか。それは現在の新興国株価からみた銅価格のフェアバリューでもある。

なお、現在は銅のみならず、様々なコモディティ(商品)の価格が下落している。図表4の通り、国際商品市況は米国の長期金利と1年半の時差で逆相関の関係にある。米金利の上昇が世界景気や資源需要を冷やし、遅れて商品市況の下落に波及する姿だ。米国の長期金利はFRBの利上げを織り込んで上昇している。今後、政策金利がFRBの予想通り3.8%前後まで引き上げられるなら、米金利もいったんは同水準まで上昇すると思われる。その場合、商品市況の下落はコロナ禍前の水準では止まらず、コロナ禍直後の安値近辺に達する可能性がある。銅価格でいえば1トン=4,500ドル近辺である。

もっともコロナ禍直後といえば、ドル流動性の枯渇と世界需要の消失が同時に襲った時期である。この先、景気が悪化するとしても、その再来となる可能性は低く、商品市況や銅価格がコロナ禍直後ほどに下落するとはあまり現実的ではないだろう。銅価格は1トン=6,000ドルを楽観シナリオ、同4,500ドルを悲観シナリオとしつつ、中間の同5,200ドルをメイン

シナリオと考えるのが妥当ではないか。

図表4: 米長期金利は商品市況の大幅下落を示唆



注: CRB 原材料指数は、CRB Raw Industrials 指数  
出所: CRB, Bloomberg, SFGI

## 金融引き締めで金安か、有事の金高か

他方、金融政策の影響を受ける金価格は、まだ高値圏にある。米国の利上げによる実質金利の上昇は、ドルの価値を高める半面、ドルで測った金の価値を押し下げる。それゆえ、米実質金利とドル建て金価格は強い逆相関の関係にある(図表5)。現在の米実質金利の水準であれば、金価格は1オンス=1,200ドル程度まで下落していても不思議はない。

図表5: 米国の実質金利と金価格



注: 実質金利=米10年国債利回り-米BEI10年 出所: Bloomberg, SFGI

だが、安全資産としての金需要(有事の金)が金価格を吊り上げている。今後、仮にロシアが核兵器を使用するような危機的な状況となれば、金価格は2,000ドルを大きく超えて上昇しよう(ここでは2,300ドルと仮定)。半面、仮にウクライナ危機が解消するなら金価格は900ドル程度まで下がっても不思議はない(米国の実質金利が1.5%まで上昇すると想定)。メインシナリオはその中間で、ウクライナ情勢が多少なりとも小康へ向かい、市場の関心が米国の金融引き締めへ傾く状況であり、金価格は1,600ドル程度までの下落を想定する。

## グローバル・リセッションの谷の目途

銅と金の想定価格の組み合わせは図表6の通りだ。銅金レシオは、楽観的なケースで 6.7 倍、悲観的なケースで2倍と大きく開く。それは前掲図表2と照合すれば、グローバル総合PMIでは 56.5 から 48.5 に相当する。なお、メインシナリオは、銅価格 5,200 ドル、金価格 1,600 ドルの組み合わせであり、その場合の銅金レシオは 3.3 倍、PMIは 50.5 程度までの悪化となる。これを当面の世界景気の谷の深度(メインシナリオ)と想定できるのではないかと。

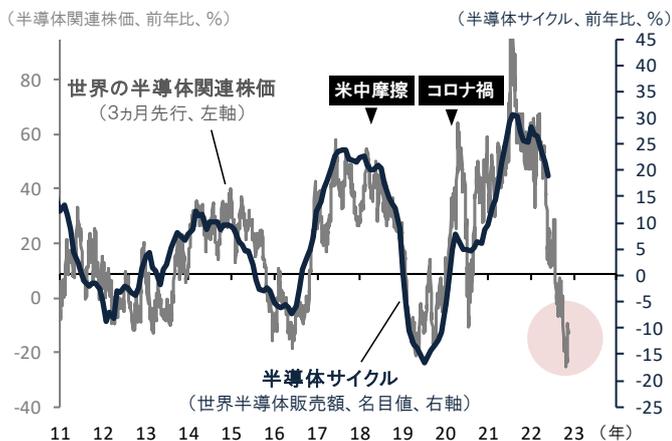
図表6: 銅と金の想定価格の組み合わせ

銅金レシオ 総合PMI	金価格			
	900ドル	1,600ドル	2,300ドル	
銅価格	6,000ドル	6.7倍	3.8倍	2.6倍
	5,200ドル	56.5	51.5	49.5
	4,500ドル	5.8倍	3.3倍	2.3倍
		55	50.5	49
		5.0倍	2.8倍	2.0倍
		53.5	49.7	48.5

注: 上段は銅金レシオ、下段はグローバル総合PMI  
出所: Bloomberg, SFGI

その水準は 2016 年の景気の谷と同等だ。当時は米国の利上げが始まり原油価格が急落、中国からの資本流出と人民元安が進んだ時期だ。金融市場の環境は現在と共通点が多い。また、実体経済面では半導体サイクル(世界半導体販売額の前年比にみるハイテク製品の需要循環)が下降局面にあった。これも現在との共通点だ。図表7にみるように、先行指標の世界半導体株価は、年内にも半導体サイクルが 16 年を下回り、19 年の谷と同等の深さまで調整することを示唆している。

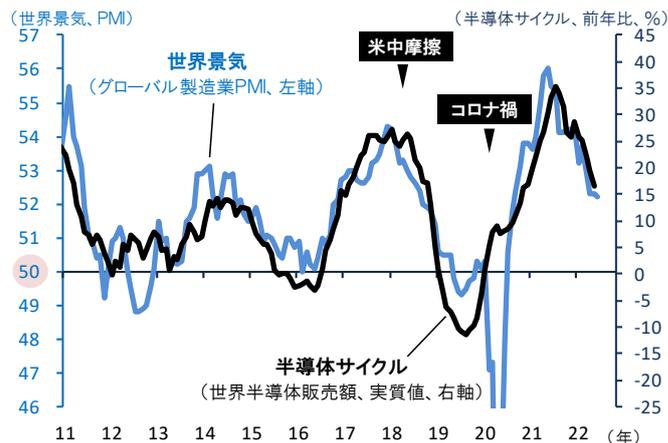
図表7: 半導体株価と半導体サイクル



注: 半導体サイクルは世界半導体販売額の前年比。世界半導体株価は、MSCI World Semiconductors and Semiconductor Equipment Index  
出所: SIA, MSCI, SFGI

銅金レシオは、世界景気全体(製造業+サービス業)の現状把握に有用だ。一方、製造業に限ってみれば、半導体サイクルを見るのが良い。図表8の通り、製造業PMIと半導体サイクルの連動性は高い。これによればグローバル製造業PMIは年内にも19年と同等の48程度まで悪化する公算が大きい。全産業PMIに占める製造業の割合は25%である。世界景気の谷では、PMIは製造業で48、サービス業で51.3、総合で50.5といったバランスが想定される。

図表8: 半導体サイクルと製造業PMI

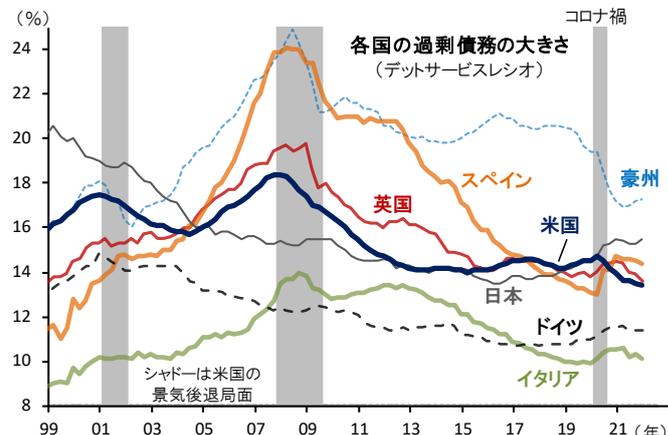


注: 半導体サイクルは、世界半導体販売額を半導体PPIで実質化したもの  
出所: S&P Global, SIA, BLS, SFGI

## 景気悪化は長引くか?

マーケット指標から推測すると、世界景気の谷の深度は2016年当時並み、製造業はやや深押ししそうだ。もっとも、総合PMIが36まで悪化したリーマン・ショック時と比べると、景気の谷は浅い。他方、景気悪化はどれほど長引くだろうか。景気停滞の長さは、各国に過剰債務などの金融不均衡がどの程度蓄積されているか、あるいはそのバランスシート調整にどれだけの時間を要するかによるところがある。その点では、現時点で主要国の民間部門(家計・企業)に過剰債務がないことは朗報である(図表9)。

図表9: 主要国に過去のバブル期のような過剰債務はない



注: デットサービスレシオ = 債務返済額 / 所得。非金融民間部門  
出所: BIS, SFGI

この先の景気悪化は避けられないとしても、過去にあったようなバブル崩壊とその後のバランスシート調整による深く長い景気後退の可能性は低いと思われる(もっとも、外交・安全保障面で国際協調が崩壊するなどして、過去とは異なるかたちの深刻な景気後退が起こる可能性はある)。

## 世界景気から米株値の底値を探る

米国のS&P500株価指数は、年初から6月中旬にかけて23%ほど下落した。過去11回の景気後退局面での同指数の平均下落率は26%である。これに迫る株価下落は、市場が景気後退を概ね織り込んだことの証しとの指摘もある。しかし、株価を企業業績(一株当たり利益、EPS)と市場心理(株価収益率、PER)に分けてみると、足下の株価下落は専らPERの低下によるものであり、EPSは減少していないことがわかる(図表10)。

PERは単純化すれば実質金利(割引率)の逆数であり、金融政策の影響を強く受ける。現在は米国の利上げを織り込んだ実質金利の上昇でPERが低下しており、金融相場(金融緩和による株高)が終わろうとしている状況である。

図表10: 株式市場は景気悪化をほとんど織り込んでいない

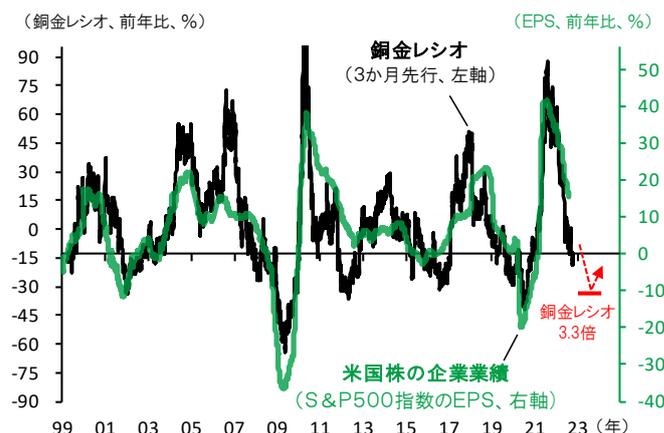


注: EPS、PERとも12カ月先予想値  
出所: Bloomberg, SFGI

一方、景気を反映するEPSは拡大が続いており、株式市場はこの先の世界景気の後退リスクをまだほとんど織り込んでいないようだ。米国企業は全世界で事業を展開しており、その業績は世界景気に左右される。たとえ米国が景気後退を免れたとしても、世界景気が大きく悪化するならEPSの減少は避けられないだろう。

では、EPSはどこまで減少するのか。この点でも銅金レシオは有用だ。図表11の通り、過去20年超にわたり、銅金レシオの前年比は3か月後のEPSの前年比を高い精度で予測してきた。これによればEPSは今年末までに減益に転じる見込みだ。また、前掲図表5の想定通り、銅金レシオが3.3倍(PMIが50.5)まで悪化するなら、EPSは▲10%減の215 ㊦程度まで減少する可能性がある。

図表11: 銅金レシオは3カ月先のEPSを高い精度で予測



出所: Bloomberg, SFGI

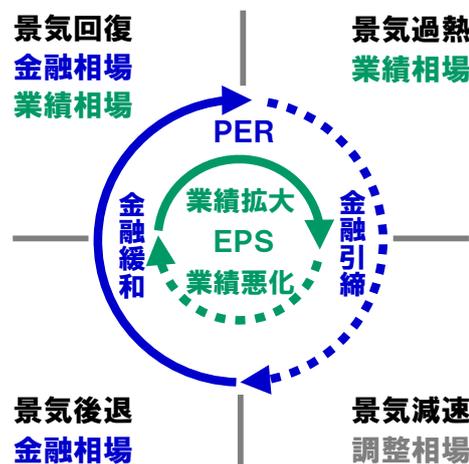
## 景気・金融政策・株式相場のサイクル

株価はPERとEPSの掛け算で決まる。この先はどのように推移するだろうか。今局面の特徴は、市場が金融引き締めの影響を早期に織り込んだことだ。通常は利上げが始まると、それによる将来の景気悪化を予期してイールドカーブがベアフラット化(上昇しつつ平坦化)する。また、利上げの最終局面では、逆イールド(右肩下がり)が発生する。しかし、今回は利上げの初期段階ですでに逆イールドが定着している。

だが、このことは金融引き締め時のPERの低下がすでに大詰めを迎えており、更なる低下余地が小さくなっていることを示唆する。むしろこの先は利上げサイクルの停止や予防的利下げを視野に、PERは反転上昇へ向かう可能性がある。

なお、通常PERはEPSに先行して動く。これには景気と金融政策のサイクルが影響している。すなわち、①景気過熱→②金融引き締め→③景気減速・後退→④金融緩和→⑤景気回復・過熱→…というサイクルに従って、①EPS増加→②PER下落→③EPS減少→④PER上昇→⑤EPS増加→…となるためだ(図表12)。現在は②から③へ移行中だ。

図表12: 景気・金融政策・株式相場のサイクル

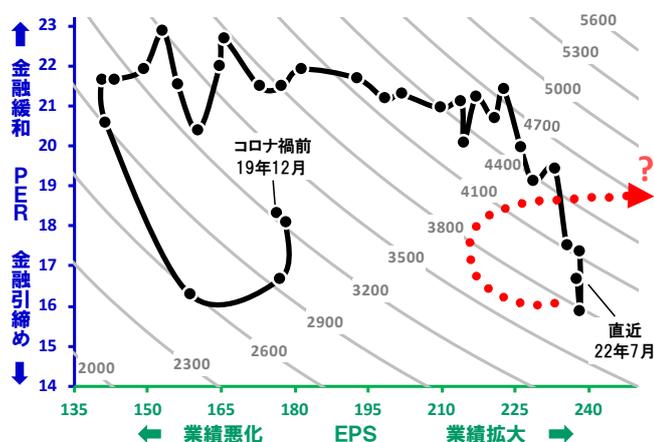


出所: SFGI

すなわち、景気の過熱を受けた金融引き締めでPERが低下する局面から、景気悪化を受けてEPSが減少する局面へ向かっている。前掲図表9の通り、EPSが本格的に減少するのは実際に景気後退局面に入った後であることが多い。また、EPSが本格的に悪化するときには、PERは上昇に転じていることが多い。

PERとEPSにはこのような先行・遅行関係があるため、その散布図は時計回りで回転するウォッチ曲線を描く。図表13は縦軸がPER、横軸がEPSであり、座標は右回りで回転する。また、図中の斜線はEPSとPERの掛け算で決まる株価水準の等高線を表している。

図表 13: PERとEPSのウォッチ(時計回り)曲線



注: PERとEPSは先行・遅行関係があるため、散布図を描くと時計回りに回転する。図中の斜線はEPSとPERの掛け合わせで決まるS&P500株価指数の等高線を表す  
出所: Bloomberg、SFGI

今後の座標は図表中の点線矢印のような軌跡をたどるのではないかと。すなわち、世界的な景気悪化(総合PMIで50.5)を織り込んでEPSが215附近まで低下する一方、PERの下落余地は限られ、むしろ予防的利下げへの期待から上向いていく。ただし、インフレリスクが燃るなかでは、予防的利下げは大幅なものとはなりがたく、PERの上昇は1.9倍程度までに限られよう。

結果として、S&P500株価指数の座標はいったん左へシフトし3,500ドルの等高線に肉薄するも、そこを底値に、以降は景気回復を見込んで右へシフトし、より高い等高線へと駆け上がって行くのではないかと。

渡辺 浩志

## ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



**尾河 真樹 (おがわ まき)**  
執行役員 兼 金融市場調査部長  
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



**菅野 雅明 (かんの まさあき)**  
金融市場調査部  
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



**石川 久美子 (いしかわ くみこ)**  
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



**渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)**  
金融市場調査部 担当部長  
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



**森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)**  
金融市場調査部 アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



**宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)**  
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所に入社。エコノミストとしてアジア・日本経済、不動産・五輪・観光等を担当。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

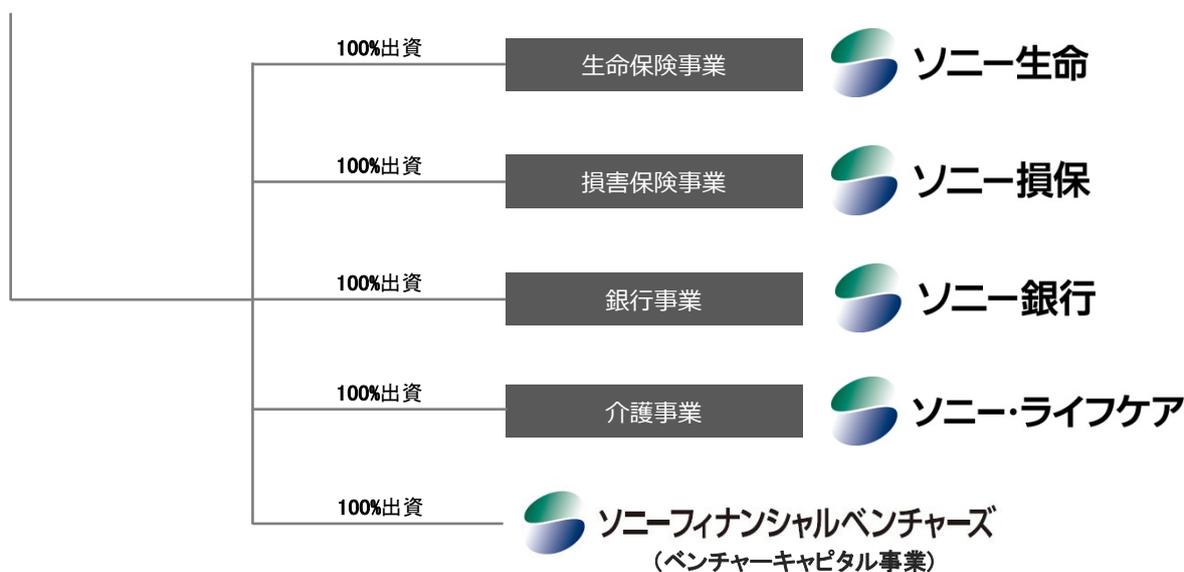
## 本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

## ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。  
<https://www.sonyfg.co.jp>