©Asset Management One Co., Ltd.

STRATEGIST COLUMN

ストラテジストコラム STRATEGIST COLUMN

米中間選挙を受けた市場環境見通し

チーフストラテジスト　淺岡　均
エコノミスト　枝村　嘉仁

米中間選挙を受けた金利・為替見通し

11月3日に米国で中間選挙の投開票が行われ、上下両院で民主党が過半数議席を確保しました。その後、ウォラー理事の12月に50ベーシスポイントの利上げを検討すべきとの発言、そして強い10月米CPI（消費者物価指数）を受け、利上げ織り込みが急速に進展し（図表1）、米金利は大幅に上昇しています。中間選挙結果の金利への影響を考える上でのポイントは、①財政政策と②AIデータセンター投資の2点と考えます。

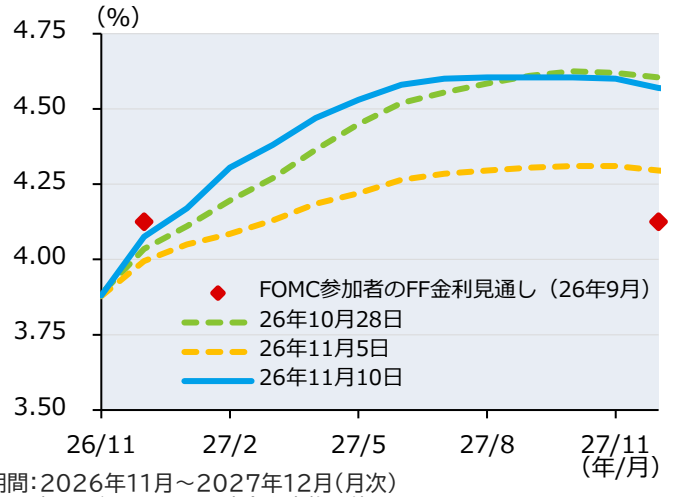
まず、財政政策に関しては、トランプ大統領が主張した現金給付などの大型財政法案の実現可能性が後退しました。財政の大幅悪化が回避されることで、米国債の発行に伴う需給悪化や総需要増による景気・インフレの上振れが和らぎ、金利には低下圧力が働くと考えられます。また、昨年の大型財政法案OBBBAの景気押し上げ効果は来年以降は徐々に低下し、金利抑制に働く見込みです（図表2）。

2点目のAIデータセンター投資に関しては、データセンター建設計画が多く集中する州（図表3）の知事選における民主党候補の勝利を受け、建設規制が強化され、投資が抑制されるとの見方が強まっています。もっとも、①州知事選で勝利した候補も建設の全面禁止は訴えていないこと、②連邦レベルの規制ではなく、事業者は規制が緩やかな州に計画を移すことが可能であること、③AIは安全保障上の重要分野であり、かつ需要は変わらず強いこと、を考慮すると、投資の極端な減速は回避されるとみられます。一方、企業の社債発行による資金調達は減速するとみられることから、金利上昇圧力は和らぐとみられます。

なお、為替に関しては、中間選挙直後の米金利低下や米株急落から円高ドル安に振れる局面もありました。足元では上述の米金利上昇を背景に159円台後半まで円安ドル高が進行しています。もっとも、日米の円買い協調介入への警戒感は依然根強いとみられ、節目となる160円の水準を超えた大幅な円安が進行しにくい相場が続く見込みです。今後に関しては、日銀が来春まで3カ月に一度程度の利上げペースを維持すると予想されることは、円相場の支えとなると考えます。12月の日銀の金融政策決定会合におけるコミュニケーションが注視されます。

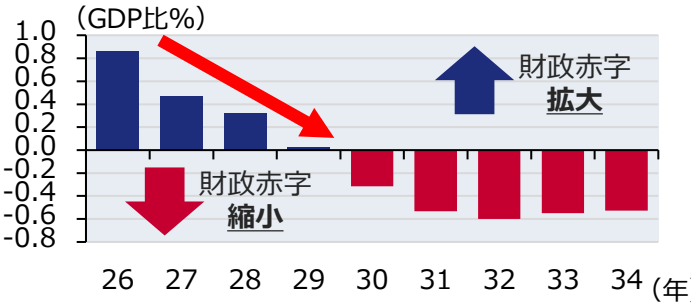
（次ページに続く）

図表1：FF金利先物レートとFOMC参加者のFF金利見通し



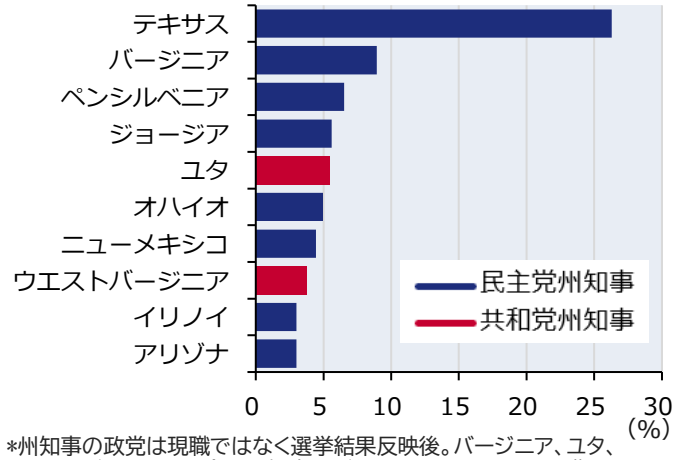
期間：2026年11月～2027年12月（月次）
※FF（フェデラル・ファンド）金利先物を使用。
出所：FRB、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2：OBBBAの財政インパクト*



*OBBBAの上院審議時のCBOの評価
期間：2026年～2034年（年次）
出所：米議会予算局（CBO）を基にアセットマネジメントOneが作成

図表3：全米の建設中・計画中のデータセンター計画に占める州別の電力容量シェア



*州知事の政党は現職ではなく選挙結果反映後。バージニア、ユタ、ウエストバージニアは今回州知事選が行われていないため現職
出所：dcmap.usを基にアセットマネジメントOneが作成

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。
※巻末記載の注意事項を必ずお読み下さい。

©Asset Management One Co., Ltd.

STRATEGIST COLUMN

ストラテジストコラム STRATEGIST COLUMN

日本株のバリュエーションに再拡大余地

中間選挙後の11月6日の日本株急落時、TOPIXのバリュエーション（予想PER（株価収益率））は約14倍近辺に低下しました（図表4）。9月初の約16倍からは、およそ12.5%低下した形です。PER低下が将来のEPS（一株あたり利益）下方修正を先取りした動きだったと解釈する場合、今後1年のTOPIX利益成長がゼロ～減益になるとの見通しにほぼ匹敵します。AI・半導体関連以外の業種でも利益成長が続いていることを踏まえると、過度な懸念だとみられます。

日本株の予想ROE（自己資本収益率）をみると、上昇基調を維持し、MSCIジャパン指数で12.2%、TOPIXで11.2%に達しています。MSCIの国別指数でみたROEとPBRの関係に基づくと、ROEが12%の場合、PBRは約2倍が“適正”水準とみられます（図表5）。この場合、PER（＝PBR÷ROE）は約16倍と算出されます。11月12日時点でも予想PERは14倍台前半にありますが、日米の景気後退などがなければ、バリュエーションが再拡大する余地はあると考えられます。

ただし外部環境は、当面日本株のバリュエーションに重し

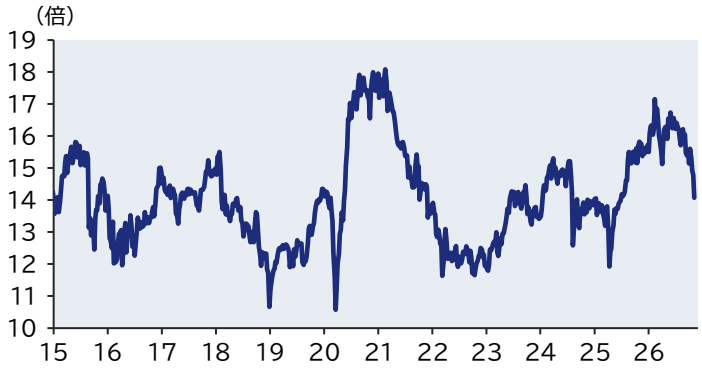
前頁で触れた通り、AI関連設備投資のうち、特にデータセンター建設については、州レベルなどの規制強化から、爆発的に伸びてきた建設支出が鈍化する可能性は残ります。

もっとも、規制強化から、AI関連設備投資が平準化・長期化することで、インフレ圧力の緩和につながる可能性があります。これは金利の低下要因となる一方、需給ひっ迫に伴う価格高騰による利益拡大が続いたメモリー半導体などについては、利益見通しがやや下押しされる可能性には注意が必要です。

また、米利上げの動向も当面注視が必要です。原油価格が今後横ばいで推移する場合でも、少なくとも来年2月にかけては前年比で高止まりするとみられます。こうした中、来年前半にかけて日米欧中銀はタカ派姿勢を維持する公算です。これが、米国株だけでなく日本株のバリュエーションの重しになる可能性には留意が必要です（図表6）。

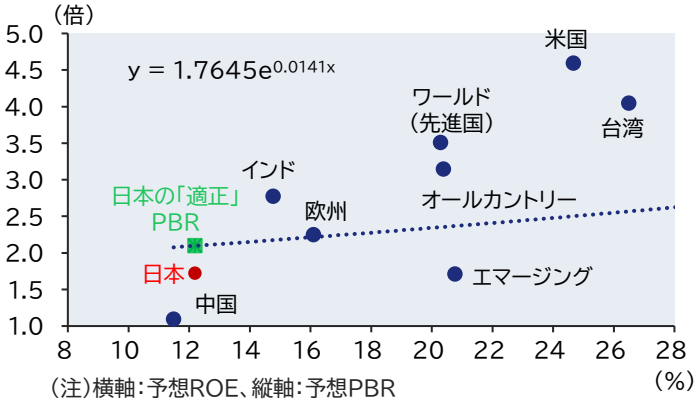
（了）

図表4：TOPIXの予想PER



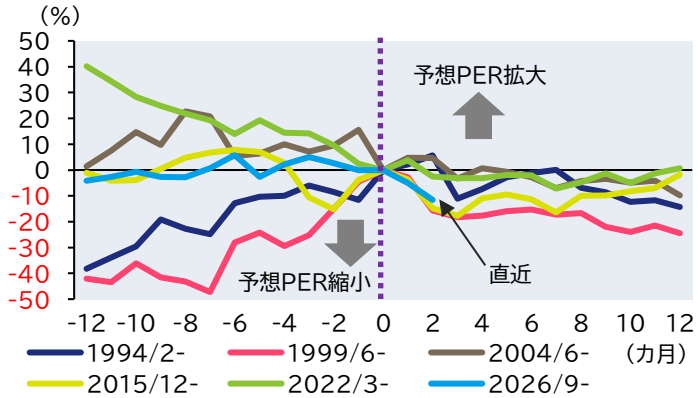
期間：2015年1月2日～2026年11月6日（週次）
出所：LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5：PBRとROEの国際比較



（注）横軸：予想ROE、縦軸：予想PBR
点線は指数近似、MSCIの国・地域別指数に基づく
出所：LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表6：米利上げ時のTOPIXの予想PER



（注）1994年2月以降の利上げ開始月の前後12カ月ずつの変化率（ゼロ時点対比）をグラフ化。凡例の日付は利上げ開始月。直近の利上げ局面については11月10日時点の予想PERで算出。
出所：LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。
※巻末記載の注意事項を必ずお読み下さい。

©Asset Management One Co., Ltd.

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● **投資信託に係るリスクについて**

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● **投資信託に係る費用について**

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ **お客さまが直接的に負担する費用**

購入時手数料：上限3.85％（税込）
換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。
信託財産留保額：上限0.5％

■ **お客さまが信託財産で間接的に負担する費用**

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.463％（税込）
※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等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）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。
※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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべ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。
※投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。
※税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1.預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2.購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3.投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

・東証株価指数の指数値および東証株価指数にかかる標章または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社（以下「JPX」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数にかかる標章または商標に関するすべての権利はJPXが有しています。
・MSCIジャパン、米国、台湾、インド、中国、欧州、エマージング、ワールド、オールカントリー指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

商 号 等 / アセットマネジメントOne株式会社　金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第324号
加入協会 / 一般社団法人資産運用業協会