

market:update

Capital Market Outlook, Week 20

2026年5月15日

米国株式は誤って評価されていたのでしょうか

株価の割高/割安を評価するために、株価収益率（PER）を用いることが一般的です。しかし、企業の収益は景気拡大期（後退期）には不自然に高く（低く）なり、その結果株価が割安（割高）にみえる傾向がある為、景気の転換点においてPERは誤ったシグナルを発する可能性があることに留意が必要です。その為、長期間のバリュエーション計測方法として、インフレ率を調整した長期的な純利益でPERを計算する方法が用いられる場合があります。10年間の移動平均利益を用いてPERを計算する、シラーPER（CAPE レシオ）が代表的なものとして知られています。メッツラーでも、米国株式市場を評価する際に、MSCIの「価格/キャッシュEPSレシオ」を使用し、景気循環の影響を調整しています。

米国株の異例の高バリュエーション
シラーPER

出所: ブルームバーグ、メッツラー

2026年4月30日時点

2014年までは、シラーPERによる米国株式の中期的なバリュエーション計測手法は、説明力の高い指標として機能していました。しかし2014年以降、シラーPERは一貫して過去の平均値を上回り続け、米国株式の将来リターンは平均以下になることを示唆していましたが、実際には、2014年以降、米国株式は過去の平均を上回る高いパフォーマンスを実現してきました。

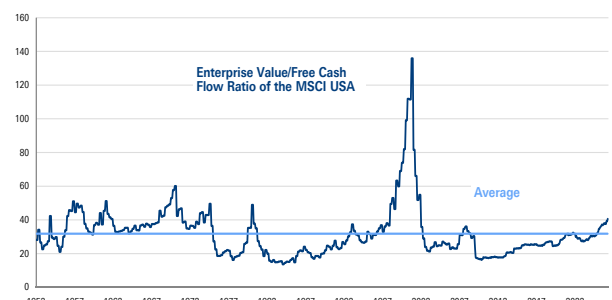
株価収益率（PER）のみに基づいて株式市場を評価する方法は、もはや時代遅れとなってしまったのかもしれませんが、なぜなら、PERは『収益、投資、そして将来の配当が安定的に結びついている世界』を前提としていますが、そのような世界はもはや存在しないのかもしれませんが、米国企業の時価総額が急増したのは、投資家が突然割高な株価に寛容になったからではなく、企業が生み出す価値が、これまで以上に資本側（株主および債権者）に分配されるようになったためです。より具体的には、

労働者の所得や企業による純投資は減少し、結果として投資家に残るフリーキャッシュフローが増加しました。

こうした時代において、企業価値/フリーキャッシュフロー倍率（EV/FCF倍率）は、より適切なバリュエーション指標であると考えられます。なぜなら、PERの計算で用いられる利益（Earnings）は、あくまでも会計上のものである一方で、フリーキャッシュフローは、賃金、税金、投資を差し引いた後、手元に残る金額であり、投資家に分配できるのは、キャッシュフローだけだからです。

従来のPERがこれほど急上昇したのは、企業価値に対する純投資額が急減したためだと考えられます。その結果、PERとEV/FCF倍率の差は、必然的に縮小しつつあります。ある企業が、店舗や工場といった貸借対照表上の物理的な設備ではなく、ブランド力やソフトウェアといった無形資産によって得られる利益に依存するほど、従来のPERでは割高であると判断されてしまいます。特にテクノロジー分野では、何が投資であり、何が営業費用であるかを明確に区別することが困難であることが多々あります。フリーキャッシュフローは、こうした投資と費用の区別を必要とせず、企業がどれだけ価値を生み出しているかを、より実態に近い形で示す指標であると考えられます。つまり、企業がより少ない「見かけ上の資本」でより多くのキャッシュフローを生み出す経済では、EV/FCF倍率の方が優れた評価指標となり得ます。

EV/FCF倍率で見る米国株のバリュエーション



出所: ブルームバーグ、メッツラー

2026年4月30日時点

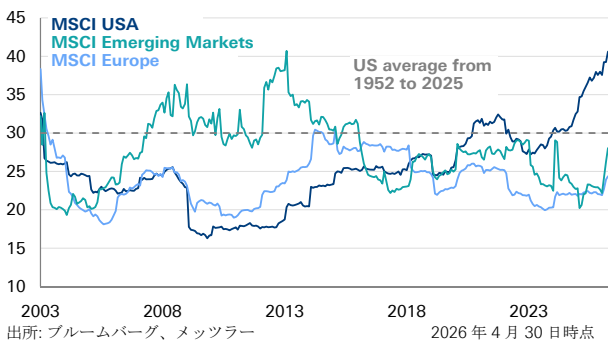
上記チャートでは、EV/FCF倍率を1952年までさかのぼって、米国のマクロ経済データをもとに算出しています。2009年以降は、四半期ベースのマクロデータに代

market:update

えて、メッツラーによる月次計算値を使用していますが、両者のデータは非常に高い相関を示していることがわかります（ただしマクロ経済データは将来改訂される可能性があります）。チャートを見ると、EV/FCF 倍率は歴史的に中央値である 30 前後の水準を中心に比較的安定して推移してきたことがわかります。

また、1982～1992 年と 2009～2024 年は大きな割安局面であり、1998～2000 年は割高な局面であったことも示されています。これはつまり、つい最近まで EV/FCF 倍率は、従来の PER とはまったく逆のシグナルを出していたということになります。しかし 2026 年 4 月末時点では、EV/FCF 倍率で見ても 米国株はやや割高な水準となっています。一方で、グローバルで見ると、欧州株や新興国株は、EV/FCF 倍率によれば概ね適正水準にあるように見えます。

EV/FCF 倍率による国際比較



米国: 新たなインフレ目標は設定されるのか?

FRB の新議長ケビン・ウォーシュ氏が、中央値インフレ率や刈り込み平均インフレ率をより重要視すべきだと主張しているのは、新しく議長になる際のパフォーマンスではありません。不確実性が高く、変化の速い現代社会において、FRB が何を「シグナル」とみなし、何を「ノイズ」とみなすべきかという問いに対して、彼の考え方を示すものであると考えられます。証言の中でウォーシュ氏は、従来のインフレ指標には不完全さがあり、「刈り込み平均」などの指標の方が、基調的で広範な物価動向をよりの確に捉えられると主張しました。

従来のコアインフレ率は、消費者物価指数 (CPI) から食品とエネルギーを除外した指標であり、その利点はまさにそのシンプルさにあります。市場参加者、家計、企業は「何が含まれていて、何が含まれていないのか」を即座に理解することが出来ます。一方で欠点も同じくらい明確です。指数の変動が常に食品とエネルギーに限られるわけではないという点です。関税、サプライチェ

ーン、金融市場の動き、技術ショックといった要因が経済を左右する状況では、本当の“異常値 (アウトライヤー)” はまったく別のところに現れることがあります。

中央値インフレ率は、コアインフレ率とは異なり、全品目の物価上昇率をウェイト順に並べた際、ちょうど真ん中 (50%近傍) に位置する品目の価格上昇率です。クリーブランド連銀は中央値 CPI を、「価格変動の分布において、支出ウェイトが 50 パーセントに位置する項目の月次インフレ率」と定義していますが、その利点は安定性にあります。極端に上振れしたり下振れしたりする項目の影響は、ほとんど加味されません。一方で、中央値インフレ率は、変動が小さすぎるため、インフレが最初ごく一部の品目から始まり、その後広がっていくような局面では、その初期の警告サインを見逃してしまう可能性もあります。

刈り込み平均はより柔軟なインフレ指標です。食品やエネルギーといった特定のカテゴリーを固定的に除外するのではなく、その時々で最も大きく上昇した価格と、最も大きく下落した価格を除外します。たとえば、クリーブランド連銀が算出する「16%刈り込み平均 CPI」では、価格変動分布の上下端を切り落とし、残った中間部分だけで加重平均を計算します。この指標の利点は適応力の高さです。今回の価格ショックがエネルギーではなく、中古車、ソフトウェア、金融サービス、あるいは関税のかかった財にある場合でも、その極端な動きをフィルタリングできるのです。

消費者物価指数 (CPI) や生産者物価指数 (PPI) の世界から、消費者物価デフレーター (PCE デフレーター) の世界に目を向けると、ダラス連銀の刈り込み平均は、まさにより穏やかな動きを示しています。2026 年 3 月時点で、刈り込み平均 PCE インフレ率は 2.4% だった一方で、PCE は 3.5%、コア PCE は 3.2% でした。なお、FRB のインフレ目標である 2.0% は、コア PCE を基準としています。

しかし、「指標から外れ値を除外する」点に危うさがあります。刈り込み平均は“真実を中立的に抽出するフィルター”ではなく、極端な物価変動は「外れ値である」という前提に基づいています。しかし、もし関税、原油価格の高騰、地政学的ショックなどが一時的にインフレ率を上昇させるだけなら、それらを持続的なインフレ圧力と混同しないことには意味があるかもしれません。しかし、もしそれらが期待インフレ、賃金、価格設定行動に影響を与えるような場合には、刈り込み平均は、FRB

market:update

が最も注意して見るべきデータを除外してしまうことになってしまいます。

したがって、本当に問うべきなのは、ウォーシュ氏が中央値インフレ率や刈り込み平均といった「より良い」と考えられる指標を重要視するかどうかではなく、FRBが一時的なショックに過剰反応してしまうリスクとインフレ再燃の初期サインを見逃してしまうリスクのどちらのリスクをより受け入れる覚悟があるのかという点です。

したがって、FRB が慎重であれば、異なる性質のインフレ指標を上下関係で序列づけるのではなく、相互に関連づけて解釈するでしょう。もしコアインフレ率が高止まりしている一方で、中央値インフレ率や刈り込み平均インフレ率が低下しているのであれば、インフレは一部の品目に限られたショックによるものだと考えられます。しかし、これら3つの指標がすべて同時に上昇している場合、それはインフレが周辺的な品目にとどまらず、価

格形成の“中核”にまで広がっていることを示す警告サインとなるでしょう。

現在のインフレ率は、主に関税の影響によって大きく歪められていると考えています。そのため、刈り込み平均の方が実際のインフレ基調をより適切に反映していると考えられます。

3月の刈り込み平均インフレ率は2.6%で、2025年8月には3.3%でした。このことから、実際のインフレ動向はここ数カ月で明確に低下傾向が見られています。



Edger Walli

メツラー・アセット・マネジメント GmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

- 1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
- 5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります。当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 8.) 害について一切責任を負いません。
- 9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 10.) 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 11.) 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 12.) 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号
加入協会 一般社団法人 資産運用業協会