

米企業業績動向と株式相場見通し 業績堅調も短期的には高まる株価調整の可能性

市場調査部主任エコノミスト

大塚理恵子

03-3591-1420

rieko.otsuka@mizuho-ri.co.jp

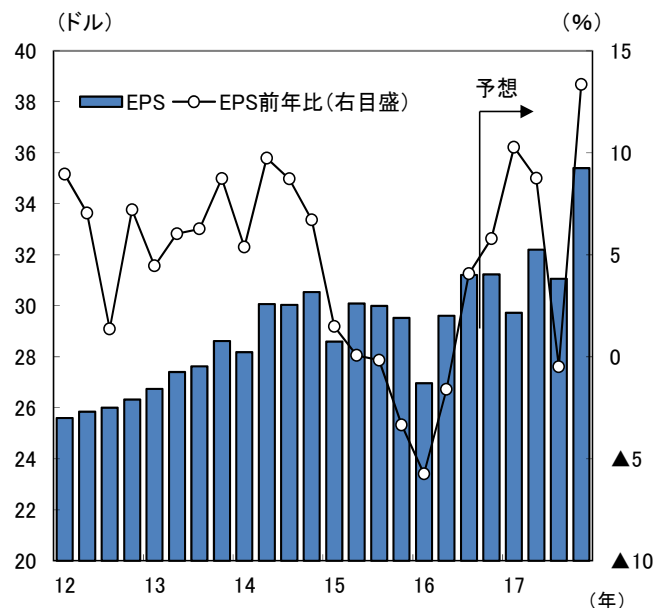
- 2016年10～12月期の企業業績は、S&P500指数採用企業全体で事前予想を上回るEPSの増益率となり、7～9月期から業績改善基調を強めた公算が大きい
- 2016年通年においても、減益となった2015年から持ち直し小幅な増益となった模様。2017年は一段と業績改善基調が強まる見通しだが、税制改革やドルの動向によって上下両サイドに振れる可能性
- 米国株は目先一時的な調整を挟む可能性が高いが、年後半には再び緩やかな上昇基調に復す見通し。金融緩和縮小への思惑から下振れリスク、財政・金融緩和への期待継続から上振れリスクも

1. 米主要企業の2016年10～12月期の決算概要

米国の主要企業の2016年10～12月期の決算がほぼ出揃った。2月17日時点でS&P500指数採用企業の8割以上が発表を終えた。

米企業の業績は、2014年後半よりドル高や原油安、中国をはじめとする新興国の景気減速の影響により改善ペースが鈍化し、2015年7～9月期にはS&P500指数採用企業のEPS（1株当たり利益）の増益率（前年同期比）が約6年ぶりにマイナスに転落し、2016年4～6月期まで4期連続で減益が続いていた（図表1）。しかし、ドル高や原油安が一服し、中国を中心に世界的に景気が持ち直しに向かったことで2016年7～9月期には増益に復しており、今回の2016年10～12月期は、企業業績の改善基調が一段と強まるのか、注目された。また、今回の決算期は11月の米大統領選挙を挟んでいる。選挙後に新政権の減税やインフラ投資等の政策への期待から米景気の回復期待が高まり、株式相場は上昇基調を強め、長期金利の上昇やドル高が一時急速に進んだ。こうした景気への見方や金融市場の変化が企業業績や企業景況感にどのような影響を与えているのか、という点も注目された。

図表1 S&P500採用企業のEPS推移と予想



(注) 16/4Qについては、2月17日までに発表済みの企業の実績と未発表の企業の子予想が混在。

(資料) Thomson Reutersより、みずほ総合研究所作成

トムソン・ロイターの調査によれば、2016年10～12月期について、決算発表シーズン直前となる12月末時点のEPSの予想増益率（前年同期比）は+6.1%と7～9月期の+4.3%から増益幅が拡大する予想となっていた。決算発表が進んだ2月17日時点では、+7.5%と、事前予想をさらに上回る公算が大きい。

業種別に見てみると、金利上昇に伴う収益改善等を受けて金融が+12%程度と増益幅が大きい他、情報技術も同様の水準であった。情報技術については、海外売上高比率が最も高い業種であり、世界的な景気の持ち直しに加え、ドル高の一服も業績改善に寄与したと見られる。また、その他の業種では、不動産、素材、ヘルスケア、生活必需品が7～8%程度の比較的高い増益率となった。一方、EPSが減益（同）であったのは、通信の▲1.5%、資本財・サービスの▲1.1%に加え、エネルギーの▲0.8%であった。エネルギーについては、決算発表直前には、資源価格下落の影響に伴う2014年10～12月期以降の大幅な減益基調が一服し小幅ながら約2年ぶりに増益に転じると予想されていたが、改善ペースは予想に届かない結果となった。

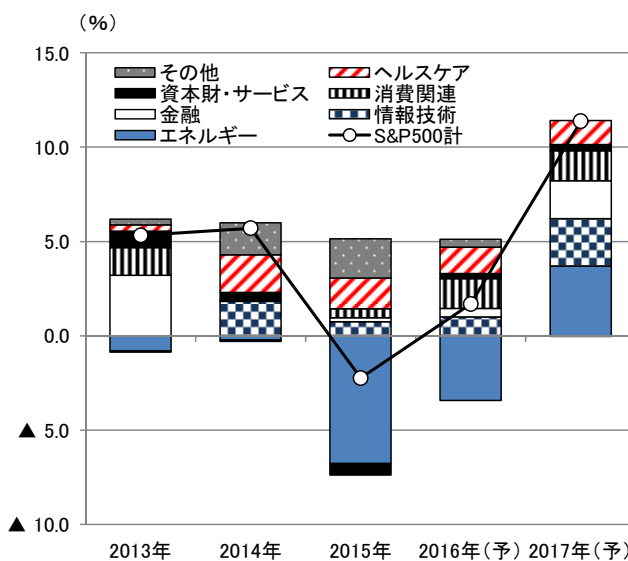
事前の予想との比較という観点では、ポジティブサプライズ比率は67%程度と過去の平均的な水準であったが、業種別には、情報技術でポジティブサプライズが多かった。

2. 主要企業の2016年通期決算概要と2017年の業績見通し

（1）2016年通年では減益から小幅な増益に。エネルギーが足を引っ張る構図は変わらず

2016年10～12月期と併せて多くの企業で2016年通期の企業業績も発表されているが、S&P500指数採用企業の2016年通期の利益は、実額で前年比+1.7%（図表2）、EPSでも同+1.2%程度と小幅ながら増益となったようだ。2015年は、減益に転落していたが、企業業績の減速は短期間に留まり、一旦持ち直し基調に復したようだ。業種別には、消費関連、ヘルスケアが相対的に高い増益率で2015年に続き好調であった一方、エネルギーが▲79.4%と通期の利益実額では大幅な減益、素材も小幅ながら減益であった。両業種ともに原油価格の上昇に伴う収益改善により年後半にかけて減益幅が縮小し業績改善の基調が鮮明化したものの、年前半の業績悪化を取り戻すには至らなかった。また、2015年は減益だった一方で増益に持ち直したのが資本財・サービスであり、世界的な景気の持ち直しと需要の回復を裏付ける結果となった。2015年から2016年への利益の実額の変化に対する業種別の寄与度を見てみると、エネルギーが約▲3.4%Pt.程度全体を押し下げており、エネルギー業種が全体の足を引っ張っている構図は変わらなかった（図表2）。期初時点の2016年業績予想を振り返ってみると、S&P500採用企業全体で7.6%程度のEPSの増益率（前年比）が予想されていた。しかし、春先には2%、夏場には0.4%と徐々に下方修正された後、年後半以降は上方修正された。

図表2 S&P500採用企業の増益率と業種別寄与度



(資料)Datastreamより、みずほ総合研究所作成

(2) 2017年は業績改善基調が一段と強まる見通しだが、上下両サイドにリスク

2017年の業績予想に目を向けてみると、トムソン・ロイターの調査ではS&P500指数採用企業全体で利益実額及びEPSともに11%程度の高い増益率（前年比）が見込まれている。最も高い増益率が予想されているのがエネルギーで、資源価格上昇の反動により4倍以上の増益が予想されている。次いで同様の要因により素材が13%程度の増益が見込まれている他、2016年後半以降業績改善が顕著である金融や情報技術が10%前後の増益率で全体をけん引する。それ以外の消費関連やヘルスケア、資本財・サービス等の業種も相対的にペースが緩やかであるものの、5%程度の業績改善が予想されている。個別主要企業の2017年の業績予想を見ても、2016年に比べて総じて幅広い業種で業績が改善に転じたり、改善ペースが強まる見込みであることが分かる（図表3）。四半期の推移もEPSの増益率（前年同期比）は、全四半期を通して約10%の高い業績改善ペースを維持する見通しだ。

2017年は上述の通り堅調な業績改善が見込まれているが、米政権の政策運営に未だ不透明感が残存する中、上振れと下振れと両サイドにリスクがあろう。大統領選挙後、株式市場ではトランプ大統領が掲げる減税やインフラ投資といった財政拡張、金融規制緩和などの政策への期待が高まり、主要株価指数が10%近く上昇している。一方、S&P500指数採用企業の2017年のアナリストによる予想増益率は、大統領選挙以

図表3 米主要企業の業績推移と予想

会社名	業種	増収率			EPS増益率		
		10~12月期	2016年	2017年(予)	10~12月期	2016年	2017年(予)
Chevron Corp	エネルギー	8.2%	-15.7%	66.4%	-19.5%	-69.4%	382.9%
Exxon Mobil Corp	エネルギー	6.3%	-13.4%	51.3%	32.5%	-38.6%	80.4%
Boeing Co/The	資本財	-1.2%	-1.6%	-2.2%	54.4%	-6.2%	28.8%
UnitedHealth Group Inc	ヘルスケア機器	9.0%	17.6%	7.5%	50.7%	24.8%	18.2%
Verizon Communications Inc	電気通信	-5.6%	-4.3%	-0.1%	-3.4%	-15.0%	17.1%
NIKE Inc	耐久消費・アパレル	6.4%	6.8%	7.2%	11.1%	2.1%	15.2%
Visa Inc	ソフトウェア	25.1%	13.6%	13.7%	24.6%	12.3%	13.0%
El du Pont de Nemours & Co	素材	-1.7%	-2.1%	3.8%	88.9%	20.9%	11.5%
Goldman Sachs Group Inc/The	総合金融	12.3%	-9.5%	7.5%	14.8%	-6.8%	11.3%
General Electric Co	資本財	-0.9%	3.9%	6.0%	-11.5%	13.7%	11.2%
Apple Inc	テクノロジー・ハード	3.3%	-7.2%	6.1%	2.4%	-11.4%	10.2%
Pfizer Inc	医薬品・バイオテック	-3.0%	8.1%	2.6%	-11.3%	9.1%	8.0%
McDonald's Corp	消費者サービス	-4.9%	-3.1%	-9.8%	12.4%	14.6%	8.0%
Walt Disney Co/The	メディア	-3.0%	1.6%	4.1%	-4.9%	2.2%	7.2%
JPMorgan Chase & Co	銀行	2.2%	2.3%	7.2%	15.7%	-4.8%	6.2%
3M Co	資本財	0.4%	-0.6%	1.2%	4.4%	5.7%	5.9%
Procter & Gamble Co/The	家庭・パーソナル用品	-0.4%	-2.5%	0.8%	3.9%	-4.6%	5.8%
Johnson & Johnson	医薬品・バイオテック	1.7%	2.6%	4.3%	9.7%	8.6%	5.4%
Microsoft Corp	ソフトウェア	1.2%	-2.7%	12.1%	7.7%	8.2%	5.3%
Intel Corp	半導体	9.8%	7.3%	2.7%	7.2%	16.3%	4.1%
Merck & Co Inc	医薬品・バイオテック	-1.0%	0.8%	0.1%	-4.3%	5.3%	1.2%
Coca-Cola Co/The	食品・飲料	-5.9%	-5.5%	-18.0%	-2.6%	-4.5%	1.1%
International Business Machines Corp	ソフトウェア	-1.3%	-2.2%	-1.4%	3.5%	-8.9%	1.1%
United Technologies Corp	資本財	2.5%	2.0%	2.7%	2.0%	4.9%	-1.1%
Travelers Cos Inc/The	保険	7.8%	3.1%	1.3%	10.3%	-6.9%	-5.1%
American Express Co	総合金融	-5.2%	-2.4%	0.2%	-26.1%	10.2%	-5.4%
Caterpillar Inc	資本財	-13.2%	-18.0%	-1.7%	12.2%	-26.3%	-10.3%

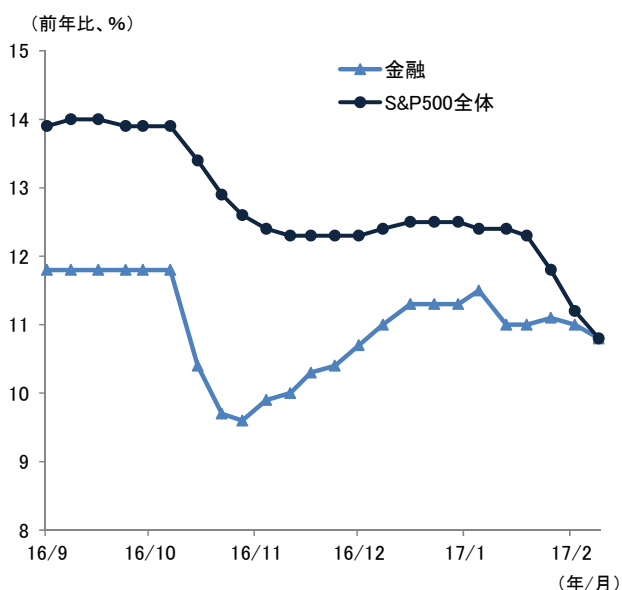
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

降、直近では2016年10～12月期の決算を踏まえて2016年が上方修正された分、2017年が下方修正されたが、それを除くと上方修正、下方修正ともされていない（図表4）。業種別に見ても、金融がやや上方修正されているものの、その他の業種ではほとんど変化しておらず、政策運営次第で今後変化する可能性が高い。企業業績に大きく影響を与える事項としては、法人税改革の行方とドルの動向の2点が挙げられる。

法人税改革については、税率の引き下げ幅について、トランプ大統領と共和党の間に隔りがある。また、共和党案が採用された場合には、国境調整の導入の可能性が指摘されている。国境調整は、輸出の課税を免除して輸入の課税を強化する制度で実質増税である。共和党案の法人税率の引き下げと組み合わせれば全体で減税と見られるため、企業業績は総じて押し上げられると想定されるが、輸入仕入れの多い卸売業や小売業には大きな打撃となる。こうした法人税改革がどのように決着していくかによって、企業業績がどの程度押し上げられるのか、また業種による影響も変わってくる。

ドルについては、大統領選挙以降、財政拡張への期待の高まりとともに上昇した。ドル高は米企業の海外での売上高をドル換算する際の押し下げ要因である他、海外での価格競争力を低下させる要因にもなり、海外売上高比率の高い企業を中心に業績の逆風となる。実際、上述の通り、2014年の終わりから2015年にかけてドル高が急速に進んだ局面で、企業業績はドルの動きにやや遅れながら落ち込んだ。同時期に中国をはじめとする新興国経済が減速したことや資源価格の下落もあることから一概にドル高の影響とは言い切れないものの、下押し要因となったことは確かだろう。直近に発表された2016年10～12月期決算においても、2017年の業績見通しの中で、ドル高を業績の下押し要因や懸念材料として言及している企業が見られている（図表5）。ただし、2014年後半からのドル高局面と比較すると、未だそうした言及をしている企業の数、影響度合いともに限定的である。また、大統領就任後のトランプ大統領の発言や通商政策を受けてドル高が一旦修正されているように、スピードの速いドル高進行は米政権が許容しないと考えられることから、ドル高が2017年の企業業績を大きく下押しする可能性は现阶段では高くないだろう。

図表4 2017年の予想EPS増益率の変化



(資料) Thomson Reutersより、みずほ総合研究所作成

図表5 主要企業のドル高のマイナス影響に

関する指摘

企業名	業種	具体的内容
Nike	耐久消費財・アパレル	2017年売上高に下押し圧力
P&G	家庭・パーソナル用品	2017年の売上高を2～3%押し下げ(他要因と併せて)
Caterpillar	資本財	2017年の売上高に下押し懸念
Pfizer	医薬品・バイオテック	2017年の売上高を1～2%押し下げ
Merck	医薬品・バイオテック	2017年の売上高を2%押し下げ
Visa	ソフトウェア・サービス	2017年売上高に下押し圧力
Coca-Cola	食品・飲料	2017年売上高を1～2%押し下げ

(注) いずれも2016年末や決算発表時点の為替水準を前提とした場合の影響
(資料) 各社決算資料より、みずほ総合研究所作成

3. 米国株式相場の見通し

米国株は、2016年11月の大統領選挙以降に財政拡張や金融規制緩和等一部の政策への先行した期待感が株価を押し上げ、約3カ月で主要株価指数は10%近く上昇し、史上最高値を更新している。保護主義的な通商・移民政策に対する警戒感から下落する場面も見られるものの、総じて経済政策による景気押し上げ効果の方が株式市場では意識されている。投資家に対するアンケート調査でも機関投資家を中心に米国株への強気な見方が台頭しており、強気派の割合から弱気派の割合を引いた値は、直近10年の中でも最高値の水準となっている（図表6）。一方、上述の通り、企業業績については、大統領選挙後も目立った上方修正はされていないため、P E R（株価収益率）は上昇基調を辿っている。S&P500指数の予想P E Rは、17倍台まで上昇しており、1980年代後半からの平均値である15倍と比較すると割高感が出ている。P E Rを15倍と仮定して、現在の予想E P S（1株当たり利益）から試算されるS&P500指数よりも20%以上上振れている（図表7）。金融緩和策の影響もあり、2013年頃から実績が試算値から上振れる傾向が続いているものの、乖離が20%を超えると上昇は一服し調整を挟む傾向があり、現在の株価水準では調整を挟んでも不思議ではないと言える。仮にトランプ大統領が掲げる税制改革が実現するのかどうかという点において、不確実である状況が夏場頃まで継続すれば、それまでの期間に一旦の調整を挟む可能性は高いだろう。また、税制改革が共和党案に近い内容となれば、減税規模が縮小する上に国境調整による短期的及び長期的な影響の評価を見極めるのが難しい中で一時的に混乱を招くと考えられる。今回のトランプ大統領は過去の大統領と比較すると、選出過程も政策内容にも特異性はあるものの、過去の大統領就任前後の株価の推移を見てみると、大統領就任直後の上昇後、政策が本格始動するまでの期間は軟調に推移する傾向もある。

他方、仮にトランプ大統領の税制改革実現の確度が高まった場合には、企業の業績予想は上方修正されると想定される。しかし、すでに高いP E Rが一部調整されるに留まり株価の更なる上値余地は限定され

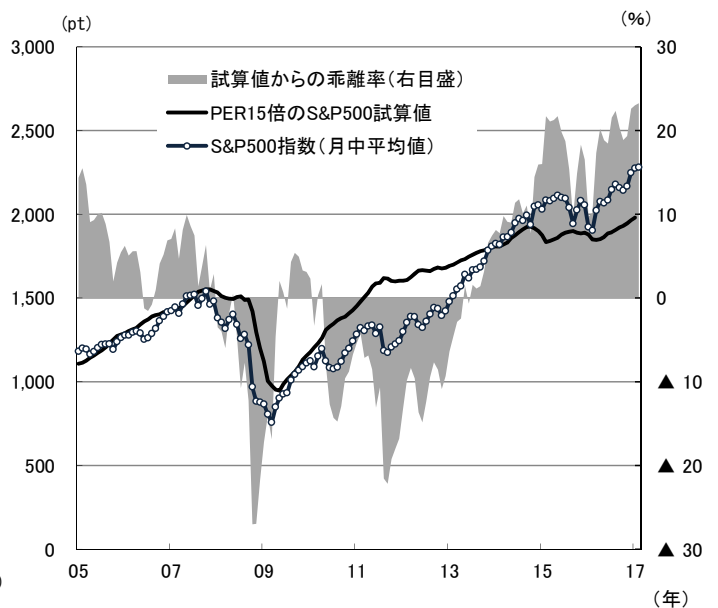
図表6 米国株に対する投資家センチメント



(注)強気(弱気)派:機関投資家アンケートにおいて現在の株式相場に対して強気(弱気)と答えた人の比率。

(資料)Investors Intelligenceより、みずほ総合研究所作成

図表7 予想E P Sから試算されるS&P500指数と乖離



(注)2017年1月末時点の12カ月先予想EPSにて試算。

(資料)DataStreamより、みずほ総合研究所作成

るのがメインシナリオと考える。税制改革がいずれの場合においても株価は一時的に停滞した後、再び2017年後半から2018年にかけては景気回復・業績改善に沿った緩やかな上昇基調に復すと予想する。ただし、金融政策が緩やかな利上げを進めるというFRBのスタンスが維持されていることを前提とすれば、予想PERは過去の平均の水準からは上振れた推移が継続するだろう。

リスク要因としては、急速な長期金利上昇やドル高が挙げられる。FRBは、足元では新政権の政策動向を見極めながら緩やかなペースで利上げを進めていくという姿勢であるものの、景気の上振れが意識される中でFRB高官から早期の利上げの可能性や緩和解除が遅れるリスクの指摘、バランスシート縮小の議論開始に関する言及が相次いでいる。金融市場では、2017年に2回の利上げを行うとの見方が優勢であるが、一段と速いペースの利上げやバランスシート縮小への思惑が金融市場で高まれば、長期金利の急上昇・急速なドル高といった過剰な反応が起こる可能性もあり、注意が必要だろう。

また、アップサイドのリスクとしては、金融政策の緩和的なスタンスと財政拡張への期待継続を背景に、1990年代後半から2000年にかけて割高感が台頭しながらも株価の上昇が続いたように、バブルが発生する可能性が挙げられる。1990年代後半からの株価上昇局面では、S&P500指数の予想PERは平均で約20倍、最大で24倍まで上昇した。仮にPERが現在の17倍台から20倍まで上昇するとすれば、S&P500指数は更に10%超の上昇余地がある。米政権の政策運営をはじめ不透明な要素が多い中で、2017年については、上下両サイドに振れる可能性を念頭に置いておくべきだろう。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。