

米企業業績動向と株式相場見通し

業績堅調も株価はスピード調整を挟む可能性

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

- 2017年4～6月期の企業業績は、S&P500指数採用企業全体のEPSの増益率が前年同期比12%程度となった模様で、改善ペースは1～3月期から鈍化も強い業績改善基調が継続している
- 良好な決算にも関わらず、通年の業績予想はほぼ横ばい。想定よりも弱含んでいる原油価格や個人消費を受けてエネルギーや消費関連で下方修正の動きが見られ、今後のリスク要因に
- 米国株は2017年年内にかけてリスクイベントを控える中で調整局面を挟む可能性が相応にある。きっかけになり得るのは、金融政策に対する思惑や政治動向が挙げられる

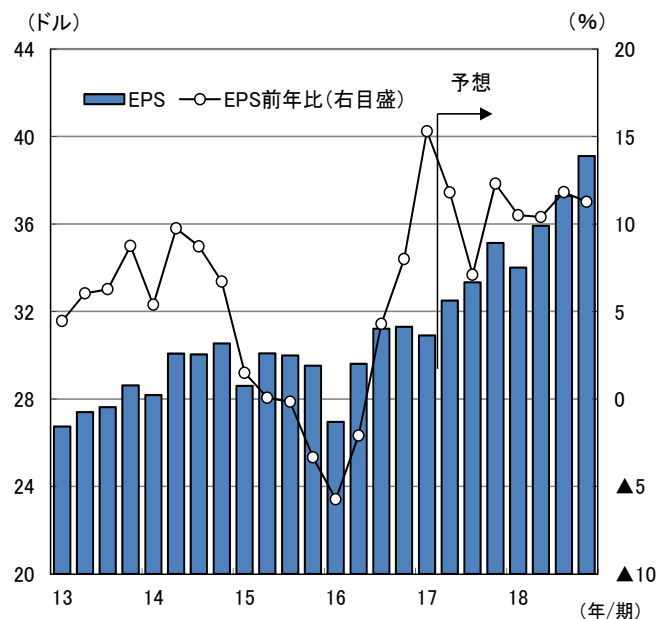
1. 米主要企業の2017年4～6月期の決算概要

(1) 1～3月期からペース鈍化はしたものの、米国企業の強い業績改善基調は継続

米国の主要企業の2017年4～6月期の決算が出そろいつつある。8月7日時点でS&P500指数採用企業の8割以上が発表を終えた。米国企業の業績は、2016年後半に世界的に景気が持ち直したこと、ドル高や原油安が一服したこと等を背景に一時的な減速から改善基調に復した。2017年以降は改善基調が一段と強まる動きが見られ、1～3月期の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)は、+15%を超えた(図表1)。先行きの業績についても期待が高まり、主要米株価指数が史上最高値圏で推移する中、今回の2017年4～6月期は、株価を支える企業業績の力強い改善が確認されるのか注目された。

トムソン・ロイターの調査によれば、2017年4～6月期について、決算発表シーズン直前となる6月末時点のEPSの予想増益率(前年同期比)は+8.0%と1～3月期から改善ペースは鈍化するものの、堅調さが確認される見込みであった。決算発表が進んだ8月7日時点では、+11.8%と、事前予想をさらに上回る公算が大きい。業種別に見ても、事前予想を上回る内容となった業種がほとんどであった。

図表1 S&P500採用企業のEPS推移と予想



(注) 17/2Qについては、8月7日までに発表済みの企業の実績と未発表の企業の予想が混在。

(資料) Thomson Reutersより、みずほ総合研究所作成

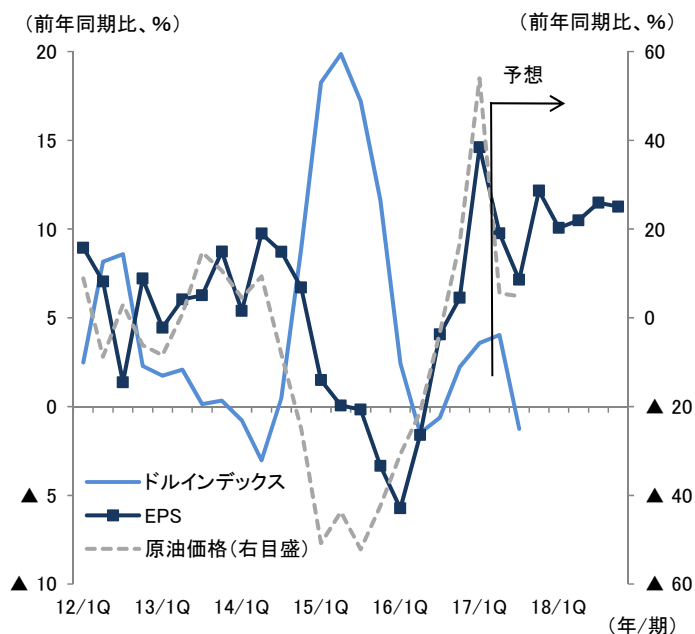
最も高い増益率（前年同期比）となったのは1～3月期と同様にエネルギーであった。原油をはじめ資源価格が上昇している中、大幅な業績改善が継続している。一方で、エネルギーは事前に予想された増益率に届かなかった唯一の業種でもあった。5月下旬から6月にかけて原油価格が再び下落基調を強める場面も見られ、市場が想定していたより改善ペースは緩やかに留まったようだ。エネルギーに次いで増益率が高かったのが、+10%台半ばの情報技術と金融であった。両業種ともに1～3月期も+20%近い増益率であったが、力強い改善基調が続いていることが確認された。金融については前年同期比での金利上昇によって利ざやが改善したこと、情報技術は引き続きITサイクル改善の恩恵を受けているとが業績をけん引したと見られる。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ることから、上値が抑えられたドルの推移も押し上げ要因になったと考えられる。その他の業種では、ヘルスケアや資本財・サービス、素材が7～8%程度の比較的高い増益率となった。ヘルスケアや資本財・サービスは、決算発表前の増益率の予想が2%程度であったのと比べると、ポジティブサプライズであった。両業種ともに海外売上高比率が相対的に高い業種であり、情報技術と同様にドル高が進まなかったことが業績を一部底上げしたと考えられる。EPSが減益となった業種は、今回の決算期においては無く、幅広い業種において業績改善の動きが広がった。

（2）通年の業績予想は横ばい。原油価格の動向がリスク要因

4～6月期の米国企業業績は、事前予想以上の良好な結果となったが、通年のアナリストによる業績予想はほぼ横ばいに留まっている。年後半にかけてもS&P500採用企業全体で+10%程度（前年同期比）の改善基調が続き、2017年通年では12%程度の高い増益率が見込まれていることに変化はないが、業種別に見ると、上方修正されている業種と下方修正されている業種との明暗が別れている。

下方修正が目立つのが、原油価格の下振れの影響を受けたエネルギーである。その他には、消費関連も下方修正されており、先行きの個人消費に対する慎重な見方を反映したものと考えられる一方、上方修正されている業種は好業績が確認された情報技術や金融、資本財・サービスである。こうした業績予想の変化を勘案すると、先行きの企業業績を占う上で重要な要因として注目されるのが、再び原油価格とドルの動向であると言えるだろう。過去の企業業績の推移からも、原油安とドル高は業績の下押し要因となってきたことが分かる（図表2）が、不安定な動きが見られる原油価格はリスク要因である。一方、物価が低迷する中で金融引締めにより慎重なFRBの姿勢を受け、長期金利が低位で推移しドル高が抑制された状況は業績の下支え要因となろう。更に、企業業績を変動させる要因とし

図表2 S&P500採用企業のEPSとドルインデックス・原油価格（四半期平均）の推移



(注) 17/2Qは8月7日までに決算発表を終えた企業の実績と未発表の企業の予想が混在。
17/3Qのドルインデックスと原油は8月7日までの平均値による前年同期比。
(資料) Bloomberg, Thomson Reutersより、みずほ総合研究所作成

では、トランプ政権による法人税減税の政策動向も挙げられる。しかし、共和党内での調整が難航する中、現時点において国境調整税の見送りは決定されたが、減税が実現するのかどうか、どの程度の規模の減税が行われるのかといった点は不透明である。こうした状況から、2017年の業績に法人税減税の押し上げ効果が顕在化する可能性はほぼなく、仮に減税が実現したとしても2018年以降の業績を押し上げることとなる。

図表3 米主要企業の7~9月期業績推移と2017年通期予想

会社名	業種	4~6月期 増収率	4~6月期 EPS増益率	4~6月期 EPS予想かい離率	2017年(予) 増収率	2017年(予) EPS増益率
Boeing Co/The	資本財	-8.1%	679.6%	10.9%	-2.6%	30.0%
Exxon Mobil Corp	エネルギー	23.5%	91.3%	7.0%	33.5%	49.8%
Chevron Corp	エネルギー	19.4%	86.9%	4.1%	32.0%	303.5%
Caterpillar Inc	資本財	9.6%	36.7%	19.4%	8.7%	37.0%
UnitedHealth Group Inc	ヘルスケア機器	7.7%	25.5%	3.4%	8.4%	22.1%
NIKE Inc	耐久消費・アパレル	5.3%	22.6%	19.9%	3.9%	6.5%
Intel Corp	半導体	9.1%	22.0%	5.9%	3.1%	10.0%
JPMorgan Chase & Co	銀行	4.5%	20.0%	8.2%	7.7%	9.8%
McDonald's Corp	消費者サービス	-3.4%	19.5%	7.2%	-8.5%	12.6%
Apple Inc	テクノロジー・ハード	7.2%	17.3%	6.2%	7.6%	13.2%
Visa Inc	食品・飲料	25.8%	15.9%	6.4%	15.9%	17.6%
El du Pont de Nemours & Co	素材	5.1%	11.3%	6.9%	2.6%	16.2%
Microsoft Corp	ソフトウェア	13.1%	8.7%	5.9%	13.9%	6.4%
Merck & Co Inc	医薬品・バイオテック	0.9%	8.6%	15.6%	0.9%	1.9%
Procter & Gamble Co/The	家庭・パーソナル用品	-0.1%	7.6%	8.7%	0.8%	7.0%
Goldman Sachs Group Inc/The	総合金融	-12.5%	6.2%	15.3%	1.8%	7.6%
Johnson & Johnson	医薬品・バイオテック	1.9%	5.2%	2.2%	5.3%	5.7%
Pfizer Inc	医薬品・バイオテック	-1.9%	4.7%	2.0%	-0.1%	6.4%
Verizon Communications Inc	電気通信	0.1%	2.1%	0.0%	-4.3%	-2.3%
United Technologies Corp	資本財	2.7%	1.7%	4.1%	3.4%	-0.2%
International Business Machines Corp	ソフトウェア	-4.7%	0.7%	8.2%	-2.5%	1.0%
3M Co	資本財	1.9%	0.7%	19.1%	2.6%	9.8%
Coca-Cola Co/The	食品・飲料	-15.9%	-1.7%	2.6%	-15.5%	-1.0%
American Express Co	総合金融	0.9%	-3.7%	2.2%	2.1%	-3.7%
Travelers Cos Inc/The	保険	5.9%	-12.7%	-9.4%	3.1%	-11.1%
General Electric Co	資本財	-3.6%	-45.1%	11.6%	5.2%	6.8%

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

2. 米国株式相場の見通し

米国株は、6月には一時下落基調を強める不安定な動きが見られたものの、7月の決算発表シーズンに入り上昇基調に復し、主要株価指数が史上最高値を更新する展開となった。上述の通り、事前予想を上回った4~6月期の企業業績を受けて先行きの業績改善への期待が高まったことに加え、FRBによる金融政策の引締めが緩やかなペースで行われるとの安心感も株価を押し上げたと見られる。しかし、イエレン議長をはじめFRB高官も6月下旬以降に相次いで株価を含む資産価格の過熱リスクに言及しており、一部の指標は株価調整の可能性を示唆していることから、秋にかけてはリスクイベントも控える中で調整局面を挟む展開を念頭に置いておくべきだろう。

調整の可能性を示唆する指標の1つとして、バリュエーション面で代表的な指標であるS&P500指数の予想PER（株価収益率）が約18倍とITバブル期以来の水準に上昇しており、割高感が台頭していることが挙げられる（図表3）。80年代後半からの予想PERの平均値は15倍、直近3年の平均は16倍台後半であり、18倍はそれらを上回っている。また、別の指標として、S&P500指数のオプション市場のボラティリティ指標であるVIX指数は低位で推移している一方、同市場の歪みを数値化したスキュー指数は上昇していることが挙げられる。低ボラティリティの長期化により市場の変動リスクは増大し、価格調整圧力が高まっているとも捉えられる（図表4）。スキュー指数は、株式市場で想定外の事象が発生する可能性を示唆するとも言われ、オプション市場でコール（買う権利）に対するプット（売る権利）の需要の強さを表していることから、将来の大きな価格変動に備える取引が増えていることが分かる。実際、特に過熱感が意識された情報技術業種株や中小型株は7月下旬から軟調な推移が見られ、既に頭打ち感が出ている。

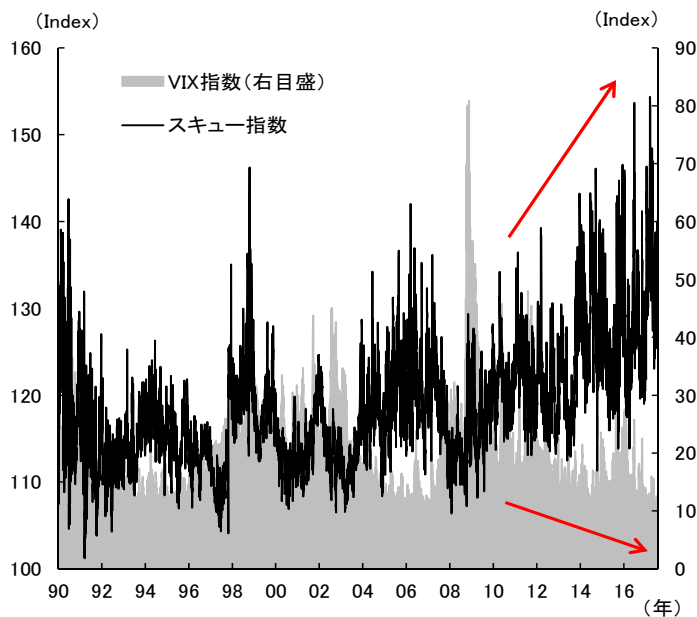
こうした不安定な動きが米国株全体に広がり調整するきっかけになり得るリスクイベントとして、9月のFOMCで発表され10月から開始されるとの観測が高まっているFRBのバランスシート縮小が挙げられる。過去にFRBのバランスシートに関する政策が変更された際にも、株式市場は短期的な調整を挟んでいる。QE1及びQE2終了時には前後約2カ月の間に15%程度調整しており、買入れ資産の金額を逡減していくテーパリング開始時やQE3終了時には約6~7%程度調整した。尚、QE1、QE2の時期には欧州債務問題の金融危機への波及リスクが意識されていたことから、FRBのバランスシートを巡る政策変更のみが株価を下押しした訳ではないものの、潤沢なマネーが下支えする流動性の高い相場への期待後退・投資家心理の悪化が株価下落のきっかけの1つであったことは確かであろう。バランスシート縮小については、予めから年内開始という時期や手法をFRBが情報発信し金融市場に織り込ませてきたという面はあるものの、12月には利上げ再開も意識される中で、高値警戒感のある株式市場の調整の材料となる展開もあろう。一

図表3 S&P500 指数の予想PER



(注) 予想PERは、12カ月先予想PER。
(資料) Datastreamより、みずほ総合研究所作成

図表4 VIX 指数とスキュー指数



(注) スキュー指数はS&P500指数のオプション市場の歪みが大きいほど上昇する。VIX指数はS&P500のオプション・インプライド・ボラティリティ指標であり、投資家の不安心理を示すとされる。
(資料) CBOE、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

方でバランスシート縮小開始前後に株価調整を挟んだとしても、前述した企業業績が2017年から2018年にかけて力強い改善が予想されることに加え、長期金利の大幅な上昇が見込まれないことから大幅且つ長期的な調整には至らないと見ている。現在、株価の割高感が台頭しながらも高値を支えている1つの要因として、長期金利が低位で推移しており、債券と株式で相対的な割高感・割安感を比較すると、歴史的に株式の割安感が顕著であることがある。上述の通りバランスシート縮小をFRBは金融市場に予め織り込ませてきたこと、バランスシート縮小のペースは予見可能で非常に緩やかであること、物価に力強さが乏しい中でFRBの金融引締めが加速することは考えにくいこと等を勘案すると、長期金利がバランスシート縮小開始をきっかけに大幅に上昇する蓋然性は高くないだろう。ただし、仮に債券市場が過剰反応し、長期金利の大幅な上昇が引き起こされた場合は、株価のバリュエーションの大きな調整が起こる可能性あり、留意が必要だ¹。

また、その他の調整のきっかけとなり得るリスクイベントとしては、当初より大幅に後退したとは言え一部残存している法人税減税への期待の更なる後退も挙げられよう。8月は米国議会が休会であり9月以降に再開するが、9月末には連邦債務の法定上限引上げ期限、2018年度の予算成立期限を迎える。これらの審議を踏まえ、税制改革の規模が公約を大きく下回る或いは頓挫するシナリオが意識されれば、2018年以降の企業業績の上方修正は見込まれず、バリュエーション面での割高感是一段と目立ってくる。

こうしたリスクイベントを消化していく過程で2017年後半は短期的な調整の可能性は相応にあると考えられるが、調整によって現在台頭する割高感が一部軽減され、また内外の堅調な景気を背景とした企業業績が改善することで、中長期的に見た株価の上昇基調は2018年以降も維持する見通しである。

¹ FRBのバランスシート縮小が金融市場に与える影響のリスクについては、調査本部 市場調査部(2017)「米再投資政策見直しと金融市場～金利急上昇による株式バリュエーション調整に警戒」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2017年6月16日)をご参照