

米企業業績動向と株式相場見通し 米株は過度な割高感の後退。業績に沿った上昇へ

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

- 2018年1～3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26%程度となった模様。減税効果を織り込み事前の期待が高かったものの、予想以上の力強い改善に
- 一方、株式市場では、先行きの業績改善ペースの鈍化を懸念する向きも。先行きの企業業績は底堅い見込みだが、情報技術や資本財関連にはリスク要因残存。消費関連は加速が期待される
- 米国株は調整を挟み、2018年初に警戒されたバリュエーション面での割高感が一部後退。今後は業績改善に沿った上昇がメインシナリオも、金利・政治動向には引き続き留意が必要

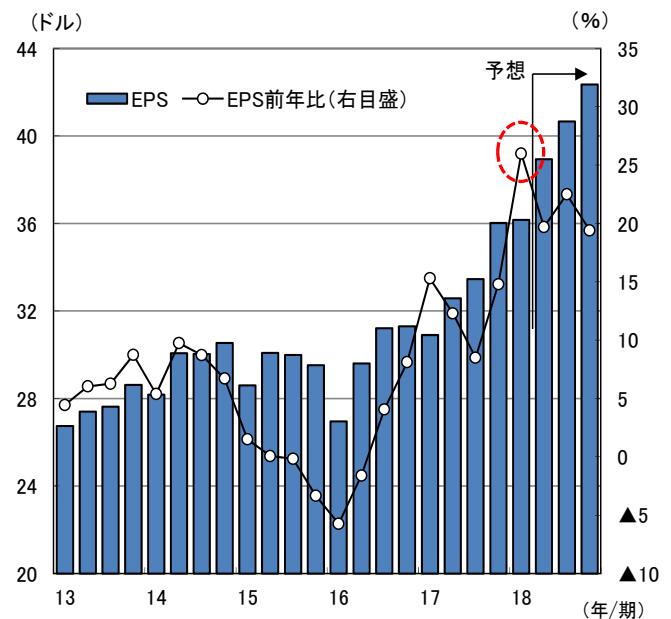
1. 米主要企業の2018年1～3月期の決算概要

(1) 2010年以來の高い増益率となった1～3月期の米国企業の業績

米国の主要企業の2018年1～3月期の決算がほぼ出そろった。5月11日時点でS&P500指数採用企業の9割以上が発表を終えた。米国企業の業績は、2016年後半以降、世界的な景気の持ち直しを背景に改善基調が継続しており(図表1)、2017年通年でみたS&P500指数採用企業のEPS(1株当たり利益)の増益率(前年比)は+10%を超え、力強い改善が確認された。こうした堅調な企業業績の更なる追い風となったのが、2017年末にトランプ政権が成立させた減税法案であり、今回の2018年1～3月期の決算は、減税の効果が本格的に顕現化する決算期という点において注目された。一方で減税法案成立後から決算発表前にかけて、アナリストによるEPSの予想は、減税の効果を織り込み大幅に上方修正されており、企業の決算発表において傾向的にみられる、予想以上の実績が多く発表されるポジティブ・サプライズ優勢となるかどうかは不透明でもあった。しかし、大方の主要企業の決算が発表された現時点において、ポジティブ・サプライズ比率は80%近くに達している。

トムソン・ロイターの調査によれば、1～3月

図表1 S&P500指数採用企業のEPS推移と予想



(注) 18/1Qについては、5月11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

期について、決算発表シーズン直前となる3月末時点のEPSの予想増益率（前年同期比）は+18.5%と2017年10～12月期から改善ペースの大幅な加速が見込まれていた。決算発表が進んだ5月11日時点では、+26.0%と、事前予想をさらに上回る公算が大きく、これ程の増益率は2010年以來となる。減税法案成立前の2017年12月中旬時点の+11%（同）程度の増益率の予想からは+15%pt程度上方修正されたこととなるが、決算発表前までに上方修正された+8%pt.程度の税率引き下げの効果の織り込み分に加え、良好な内外景気を背景とした収益の上振れや減税で生じた資金による株主還元策としての自社株買いを受けて更に+7%pt.もの上方修正に繋がったと考えられる¹。

また、業種別にみても、11業種中不動産を除く10業種で事前予想を上回った。最も高い増益率となったのは+90%近くであったエネルギーであり、原油をはじめ資源価格が上昇している中、大幅な業績改善が続いている。エネルギーに次いで増益率が高かったのが+30%台半ばの情報技術であり、これに+30%程度の金融と素材が続く。これらの業種の中でも特に情報技術は、事前予想対比で上振れ幅が大きかった。情報技術は、ITサイクル改善の恩恵を受けて2017年を通して+20%近い増益率が続いており、一部では半導体を中心に早期のピークアウトを懸念する向きもあったが、1～3月期においては情報技術が米国企業の業績改善のけん引役である構図は変わっていないことが確認された。金融については、金利上昇に伴う利ざや改善が寄与したものとみられる。その他の業種では、資本財・サービスが+20%台半ば、一般消費財・サービス、ヘルスケアが+20%程度と比較的高い増益率となった。唯一、決算前の事前予想を下回った不動産については、金利上昇により金融負担が業績の重荷となっているようだ。

図表2 米主要企業の1～3月期業績と発表前後の株価騰落率

会社名	業種	1～3月期 EPS増益率	1～3月期 EPS予想かい離率	発表前後の 株価騰落率	2018年(予) EPS増益率
Boeing Co/The	資本財	81.1%	40.9%	4.2%	17.9%
Caterpillar Inc	資本財	120.3%	33.3%	-6.2%	49.3%
General Electric Co	資本財	-23.8%	33.3%	3.9%	-8.6%
Chevron Corp	エネルギー	73.1%	29.2%	1.9%	100.2%
NIKE Inc	耐久消費・アパレル	-5.1%	28.5%	0.3%	9.3%
Goldman Sachs Group Inc/The	総合金融	73.1%	25.1%	-1.7%	14.6%
Intel Corp	半導体	31.8%	22.0%	-0.6%	10.2%
United Technologies Corp	資本財	19.6%	16.2%	-1.1%	6.5%
Microsoft Corp	ソフトウェア	30.5%	12.2%	1.7%	20.3%
Visa Inc	ソフトウェア	29.1%	9.1%	4.8%	26.3%
American Express Co	総合金融	38.7%	8.9%	7.6%	23.0%
Walt Disney Co/The	メディア	22.6%	8.4%	-1.8%	19.0%
McDonald's Corp	消費者サービス	21.8%	7.1%	5.8%	15.1%
Merck & Co Inc	医薬品・バイオテック	19.3%	5.2%	-1.5%	5.7%
Verizon Communications Inc	電気通信	13.9%	5.0%	2.1%	21.3%
UnitedHealth Group Inc	ヘルスケア機器	28.3%	5.0%	3.6%	25.3%
Pfizer Inc	医薬品・バイオテック	11.6%	3.4%	-3.3%	11.1%
Apple Inc	テクノロジー・ハード	30.1%	3.4%	4.4%	25.7%
Johnson & Johnson	医薬品・バイオテック	12.6%	2.8%	-0.9%	11.1%
Coca-Cola Co/The	食品・飲料	9.3%	2.4%	-2.1%	9.9%
JPMorgan Chase & Co	銀行	47.6%	1.6%	-2.7%	28.0%
Procter & Gamble Co/The	家庭・パーソナル用品	4.2%	1.5%	-4.2%	5.3%
International Business Machines Corp	ソフトウェア	2.9%	1.4%	-7.5%	0.2%
3M Co	資本財	15.7%	-0.2%	-6.8%	14.3%
Exxon Mobil Corp	エネルギー	15.1%	-1.3%	-3.8%	21.2%
Travelers Cos Inc/The	保険	45.1%	-8.0%	-3.2%	45.1%

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

(2) 4～6月期以降は業績改善ペース鈍化も、底堅い。情報技術や資本財には不透明要因

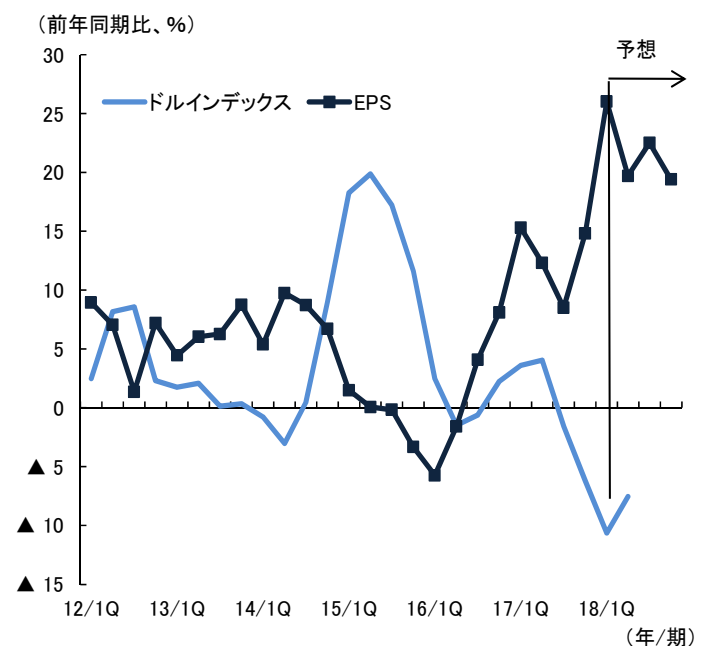
上述の通り、1～3月期の米国企業業績は力強い改善が確認されたが、株式市場においては、1～3月期がピークであり今後は業績改善ペースが鈍化するとの見方が一部で台頭している。実際、予想を上大きく回る内容を発表しながら、業績のピークアウトが意識され株価が軟調に推移する銘柄もあった(前頁図表2)。4～6月期以降のアナリストによる業績予想をみてみると、S&P500指数採用企業全体で、2018年を通して継続的に+20%前後の高い増益率が予想されているものの、1～3月期の水準には及ばない。ただし、業種別に見てみると、今後の業績の行方には違いがあるようだ。

4～6月期以降で改善ペースの鈍化が目立つのが、1～3月期にエネルギーに次ぐ+30%超の増益率と業績改善が顕著であった情報技術で、4～6月期以降、+10%台半ば程度の増益率は維持するが、2018年を通して減速が続く。その他には、資本財・サービスも1～3月期の+25%程度の増益率から4～6月期以降は10%台後半に減速する。一方、一般消費財・サービス等の消費関連は、2018年後半にかけて業績改善ペースが緩やかに強まる見込みである。消費関連の今後の堅調な業績見通しの背景には、雇用環境の改善を受けた堅調な個人消費に加え、税制改革による所得税減税の効果が期待できることが背景にあるだろう。このような業績予想を勘案すると、一様に米国企業の業績改善ペースが1～3月期をピークに減速していく訳ではなく、また減速する業種も比較的高めの伸びを維持しながら減速することが予想される。ただし、情報技術と資本財・サービスの2業種だけでS&P500指数採用企業全体の利益総額の3割以上を占めることに加え、これらの業種を取り巻くリスク要因が、投資家の懸念を高めていると言えるだろう。

リスク要因の1つは、足元で基調に鮮明化の兆しもみられるドル高が挙げられる。中東の地政学的リスクの高まり等から原油価格が上昇し、インフレ加速懸念から米長期金利が上昇、ドル高が進行している。急速なドル高は、米国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今までも業績の逆風となってきた(図表3)。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスによれば、情報技術と資本財・サービスは、それぞれ海外売上高比率が60%近傍、40%台半ば(2016年会計年度末時点)とS&P500指数採用企業全体で40%程度であるのと比較して高めである。

また、企業の海外売上高比率との関連で注意を要するのが米国の通商政策の行方である。特に中国を中心とするアジアでの売上高が上位の企業には、情報技術と資本財・サービスが多く含まれている。米中の通商協議は両者の主張の隔たりも大きく決着点が見通せない中で長

図表3 S&P500 指数採用企業のEPSとドルインデックス(四半期平均)の推移



(注) 18/1Qは5月11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。
18/2Qのドルインデックスは5月11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

期化するとの見方も台頭してきている。リスクシナリオではあるものの、米中の決着点が見いだせずに貿易摩擦が激化し貿易量が大幅に縮減すれば、情報技術や資本財・サービス業種への打撃は避けられないだろう。

2. 米国株式相場の見通し

米国株は、長期金利がスピード速く上昇したことをきっかけに2月に大幅に下落し、その後はトランプ政権による保護主義的な外交・通商政策に対する警戒感も加わり、年初に付けた高値から一時10%超下落した。3月後半以降、朝鮮半島情勢を巡る地政学的リスクや世界的な貿易摩擦激化への過度な懸念が後退し、また1~3月期の企業業績への期待も高まり、株価は一部である5%超を取り戻した。しかし、中間選挙を控えて強硬姿勢を強める可能性もあるトランプ政権の外交・通商政策は依然不透明であり、また、一旦一服していた長期金利の上昇が再び加速する兆しもみられる中で株価は不安定な場面もある。先行きの企業業績に対しても自信が持ちきれない中で、投資家心理は、機関投資家、個人投資家ともに今後の米国株に対する強気派の割合が大きく減少した後、持ち直してはいるものの回復しきれていない。

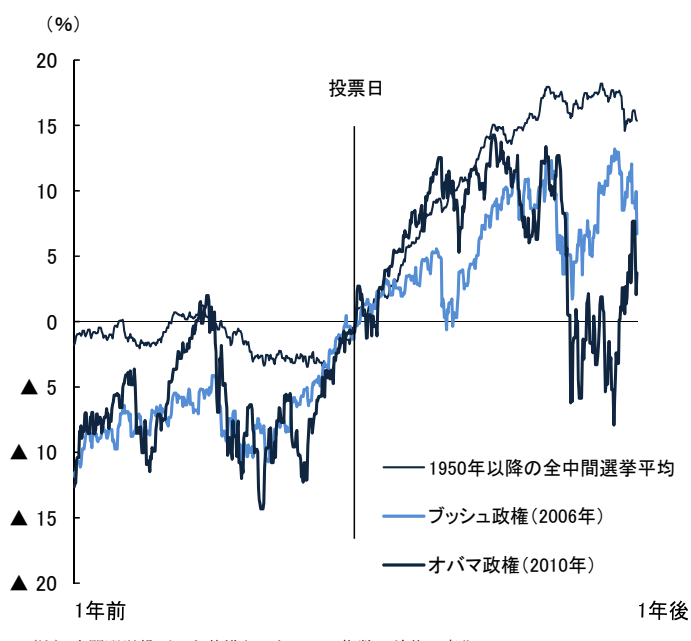
一方、昨年からの上昇で調整前に警戒感が高まっていたバリュエーション面での割高感は後退している。S&P500指数の12カ月先予想P E R（株価収益率）は、一時2002年以来となる19倍近い水準まで上昇していたが、株価の調整とEPSの上方修正を踏まえて直近では16倍台前半まで低下している（図表4）。16倍という水準は、1980年代後半からの長期的な平均値である14~15倍と比較すると高めであるが、FRBのバランスシートが最大の水準となった2014年11月以降の直近約3年の平均に当たる。縮小を始めたとは言え、QEのストック効果もあり長期金利が低位で抑えられており、長期平均に比べると高めのP E R 16~17倍程度は許容され得る環境であるだろう。行き過ぎた割高感が解消された米国株の先行きについては、業績

図表4 S&P500 指数の12 カ月先予想P E R



(資料) Thomson Reutersより、みずほ総合研究所作成

図表5 中間選挙前後の S&P500 指数の推移



(注) 中間選挙投票日を基準としたS&P500指数の前後の変化。

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

改善ペースに沿った上昇を見込むが、上述のような企業業績の先行きに対するリスク要因の他にも次のようなリスク要因が残存している。

まずは、原油高を背景とした期待インフレ率の上昇に伴う長期金利の上昇である。景気拡大に伴う緩やかな物価・金利の上昇ではなく、コストプッシュによって急激に物価・金利が上昇すれば、一段とPERには低下圧力が掛かり、株価の調整が起こるだろう。また、米国のペースの速い金利上昇は新興国の資金流出を加速させる可能性がある点にも留意が必要だ。新興国市場の混乱は実体経済を下押しし、米国経済にも跳ね返ってくる。さらに、重要政治イベントとして11月に控える中間選挙については、トランプ政権の支持率低迷を背景に共和党が上下両院ともに多数党を占めている現在の議会の状況は維持できないとの見方も根強いが、議会多数政党が上院と下院で分かされると、政治的停滞も意識され易い。過去の中間選挙の前後1年の平均的な株価の動きは、中間選挙前までは上値が重く推移し、中間選挙後に上昇する傾向がある。しかし、中間選挙によって上下両院とも同一政党が多数党を占めていた状況からねじれになった過去2回のケースにおける中間選挙前後の株価の推移を見てみると、中間選挙前6か月から2か月頃にかけて下落基調を強める局面を挟んでいる（前頁図表5）。2006年はインフレ加速・米景気後退懸念が台頭、2010年は欧州の債務問題が顕現化する等、それぞれ経済・金融市場の環境は異なるため、政治イベントがどれだけ影響したかは一概には言えないが、政治情勢の変化が政策の実行力や市場心理に与える影響についても留意が必要であろう。

¹自社株買いについては、S&P500 指数採用企業全体で1～3月期の実績は1,670億ドルに及び前年同期比+30%超増加している。

●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、取引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。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。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。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。