

米国株式

S&P500 種構成企業は増益基調

2021 年 4 月 14 日

Chief Investment Office GWM

David Lefkowitz, CFA, Head of Equities Americas; Nadia Lovell; Matthew Tormey, Associate Equity Strategist Americas

- S&P500 種株価指数構成銘柄の 2021 年 1-3 月期(第 1 四半期)の 1 株当たり利益(EPS)は、四半期ベースでは過去最高値を更新する見通しである。米国経済が新型コロナウイルス前の水準にまだ戻っていない現状を踏まえると、目覚ましい結果であり、前年同期比の増益率は 30%近くに達するものと我々は予想している。
- 企業利益は我々の予想を上回るペースで回復を続けているため、2021 年、2022 年の S&P500 種構成企業の通年 EPS 予想をいずれも 5 ミドル引き上げ、それぞれ 187 ミドル(+31%)、210 ミドル(+12%)に上方修正した。2022 年予想は法人税増税の影響を織り込んでいるが、想定している増税幅はバイデン大統領が提案している引き上げ幅の約半分の水準である。
- 今年の米国株式は好調なスタートを切り、S&P500 種株価指数は年初来で 11%近く上昇している。EPS 予想の上方修正により、S&P500 種の今年年末の目標値については 4,400 ポイントに引き上げた。ただし、ここから年末までは上昇ペースがやや穏やかになると予想する。
- バリューストックとシクリカル(景気敏感)株へのローテーション(運用資金の移動)はここ数週間で逆転したものの、今後数カ月以内に再びこのトレンドに戻ると予想している。米国の国内総生産(GDP)成長率は少なくとも 2022 年末までは過去トレンドを上回ると予想され、こうした力強い成長見通しを背景にバリューストックとシクリカル株が市場をアウトパフォームするものと見込まれる。



出所:iStock

決算発表は良好な滑り出し

今週から米企業の第 1 四半期決算発表が始まるが、我々は今期も好調な業績結果を予想している。ボトムアップでのアナリスト予想は今期もかなり低めで、コンセンサス予想の第 1 四半期業績は前四半期比で 6%近く低下すると見込まれている。第 1 四半期中に政府が 2 回の景気刺激策を導入し、ワクチン接種も加速している現状を踏まえると、これは非常に保守的な数字に思われる。米国疾病管理予防センター(CDC)によると、米国では成人の 47%が少なくとも 1 度はワクチン接種を済ませており、1 日当たりの平均ワクチン投与数は 300 万回を超えるという。

さらに、経済活動の持ち直しを示すデータも相次いで報告されている。年初からの 3 カ月で 160 万人を超える雇用が創出され、米供給管理協会(ISM)景況指数に代表される企業の景況感とはかつてないほどに強く(図表 1 参照)、消費者信頼感も明らかに改善している。さらに、小売売上高など一部の指標はすでに過去最高水準に達している。その結果、企業業績は第 1 四半期も事前予想を大きく上回り、四半期利益は過去最高に達する見通しである。四半期ベースでの前年同期比増益率は 30%近くに達するものと見込まれる。

米国株式

図表 1 – 企業景況感は堅調

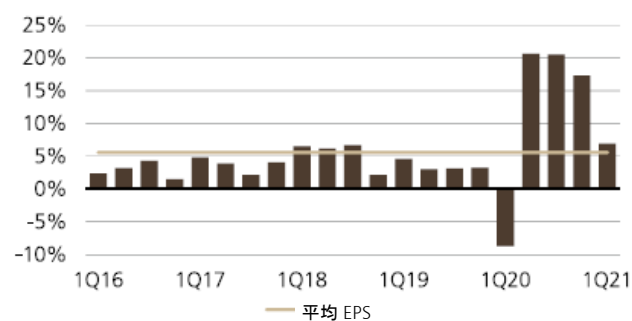
ISM 製造業/非製造業景況感指数(50を上回ると景気拡大を示唆する)



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年4月13日現在

1-3 月期決算は、先陣を切った企業がおおむね好調な決算を発表するなど、良好な滑り出しとなった。すでに発表を終えた 22 社のうちおよそ 4 分の 3 は売上高、利益ともに事前予想を超え、全体では、企業利益は事前予想を 7% 上回っている。業績発表はまだ始まったばかりで、現時点では過去 3 四半期には及ばないものの、この 7% という数値は過去 5 年平均を上回る水準である(図表 2 参照)。だが、好業績を発表した各社のその後の株価は市場全体を若干アンダーパフォームしている。米国株式は今年好調なスタートを切ったことからコンセンサス予想以上に市場の期待値が高いため、一時的に株価が下振れたと考えられる。セクター別では、一般消費財と金融が最も強い伸びを示す見通しである。

図表 2 – 第 1 四半期は予想を上回る堅調なスタート
決算発表済み S&P500 種企業の EPS と事前予想との差異



出所:ファクトセット、UBS、2021年4月13日現在

本格回復が始まる

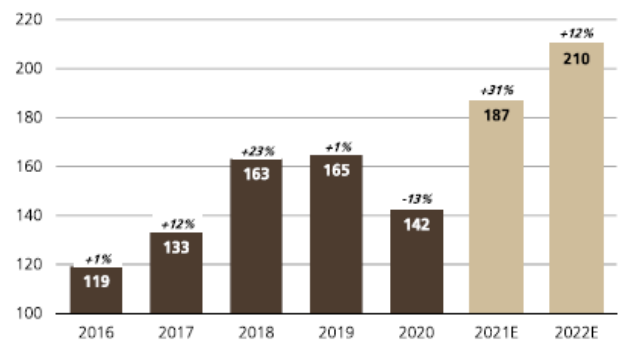
ここから夏にかけて米国の経済再開が加速するに伴い、経済成長モメンタムは勢いを増す見通しである。ペントアップ(繰越)需要、政府による巨額の景気刺激策、消費者の高水準の過剰貯蓄などが複合的に作用して経済回復が本格化すると予想される。我々は、今年通年の米国 GDP 成長率は 6.6% と、1984 年以来的の高水準を予想している。2022 年については、経済活動

のペースは穏やかになるものの、成長率は引き続き堅調な水準を維持するものと見込まれる。

企業利益は、我々の予想を超える勢いで回復し続けている。こうした顕著な回復基調に鑑み、我々は S&P500 種企業の通年の EPS 予想を 2021 年、2022 年ともに 5 米ドルずつ引き上げ、それぞれ 187 米ドル(+31%)、210 米ドル(+12%)に上方修正した。エネルギー、テクノロジー、金融の利益予想の引き上げが最大の要因である。我々の試算によると、S&P500 種企業の EPS は、今年年末までに新型コロナウイルス前の水準をおおよそ 13% 上回る見通しである(図表 3 参照)。

図表 3 – 増益継続が見込まれる

S&P500 種企業の EPS(実績および CIO による予想(E))



出所:FactSet、UBS、2021年4月13日現在

コスト圧力を引き続き注視

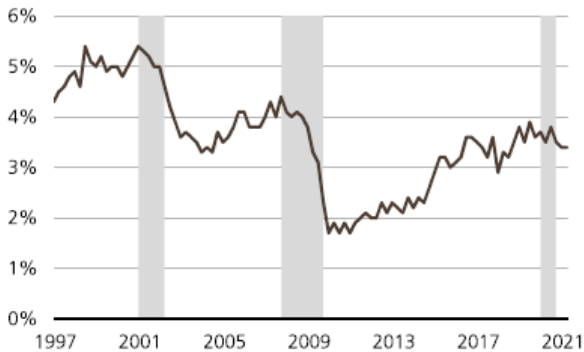
このように需要が拡大する一方で、グローバル・サプライチェーンでは部品調達が滞り、半導体などの主要分野で品不足が深刻化している。この 1 年において、企業は、経済活動の突然の縮小と、その後の各国政府の大規模財政支援による回復加速など、目まぐるしく変わる状況への対処を余儀なくされてきた。コロナ禍により製造業にも複雑な問題が発生し、生産コストが増大している。米国では今年 2 月に広範囲にわたり異例の寒波に見舞われたことも、状況の悪化に拍車を掛けた。米国経済の再開が進むにつれ、さらなる障害や一時的な供給不足が拡大する可能性もある。

だが、こうしたコスト上昇圧力の大半は一時的なものにとどまると予想する。米国の雇用者数はまだ新型コロナ危機前の水準を 900 万人も割り込んでいる。旅行やホスピタリティ(ホテルなど)業界を中心に、余剰能力はまだ十分にある。パンデミックによるコスト増が一巡し、供給が需要に追いつくに伴い、グローバル・サプライチェーンも正常化に向かうだろう。最も重要なコモディティである原油にも、大幅な生産余地がまだ残されている。

企業によっては、コストが第 1 四半期、あるいは年内一杯にわたり予想以上に上昇する可能性もあり得るが、インフレ圧力が市場全体の利益に影響するとは考えにくい。図表 4 が示しているように、幅広い賃金上昇圧力の兆しを示すデータはまだ確認されていない。

米国株式

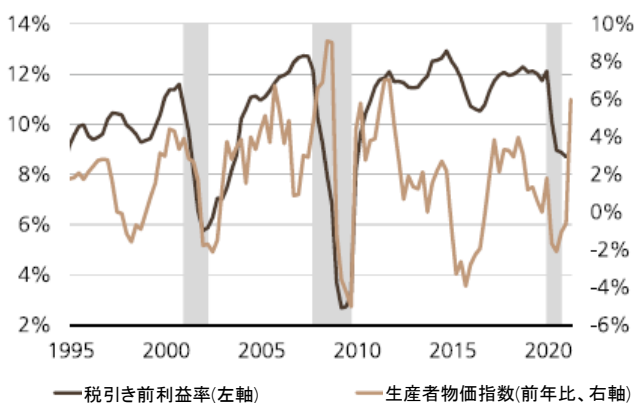
図表 4 – 幅広い賃金上昇圧力の兆しは見られず
アトランタ連銀賃金トラッカー 賃金中央値上昇率(前年比)



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年4月13日現在

他の投入コストの指標となる生産者物価指数(PPI)は上昇しているものの、過去の数値を見ると、この種のコストが上昇しても企業の多くは健全な利益率を維持できている(図表 5 参照)。これは、一見矛盾するように感じるだろうが、経済活動が活発化して収益成長率が加速するとコストも上昇する傾向にあるからである。言い換えれば、企業コストの一部が上昇していても、売上高が伸びれば全体的なコスト上昇の影響が相殺される場合が多い。S&P500 種企業は、今年少なくとも 10% の増収が見込まれるため、利益率も十分に維持できるものと予想される。

図表 5 – コスト増は利益率の重石とはならず
S&P500 種企業の税引前利益率と生産者物価指数の推移



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年4月13日現在

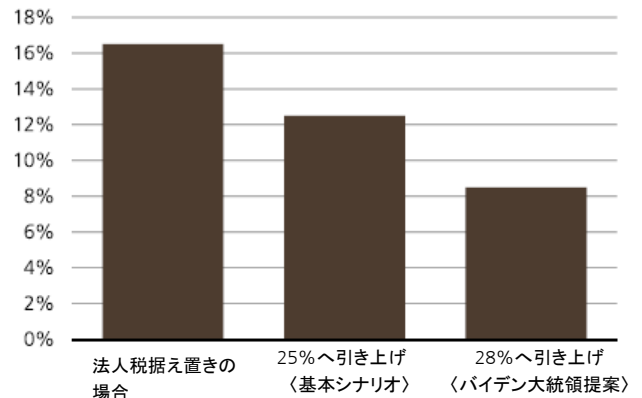
増税の影響

バイデン政権は 4 月 7 日、企業課税を強化する税制改革案を発表した。これには連邦法人税率を現行 21% から 28% へ引き上げるほか、GILTI 合算課税(グローバル無形資産低課税所得)実効税率の現行 2 倍相当への引き上げ、大企業の会計上利益に対する 15% ミニマム税の設定が盛り込まれている。我々の試算では、この増税案が成立すると、S&P500 種企業の利益はお

よそ 8% 押し下げられる見通しである。だが、今回の提案には反対意見が予想されるため、我々の基本シナリオでは、法人税率は 25% と、穏健派の民主党員の賛成も増えそうな水準を織り込んでいる。我々の 2022 年 EPS 予想では、企業利益はこの 4% ポイントの増税から一回限りの影響を受けるものと想定している(図表 6 参照)。

図表 6 – 増税を加味しても利益成長は健全水準が見込まれる

2022 年の S&P500 種企業の EPS 伸び率、CIO 予想



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年4月13日現在

セクターレベルでの勝ち組と負け組は、トランプ時代の減税措置に比べるとさほど顕著ではない。ただし、GILTI 合算課税の実効税率が引き上げられれば、国内売上高の比率の低い企業には影響が及ぶだろう。GILTI 合算課税とは、米国法人が外国に保有する無形資産から上げた利益に課税する制度で、所得税率の低い国への利益移転を規制することを目的としている。ハイテク企業、インターネット企業、医薬品企業などは、GILTI 税率引き上げによる打撃を受けるだろう。

バイデン大統領は、今後数週間のうちにキャピタル・ゲイン税率引き上げの詳細を発表すると見込まれている。増税案の内容が明らかになることは確かに有用ではあるが、キャピタル・ゲイン税率の変更と市場リターンやバリュエーションの間にはほとんど相関がないと我々は見ている。個人納税者には何らかの影響がありそうだが、最終的な詳細が明らかになるのはまだ何カ月も先になるだろう。結局は、新型コロナウイルスの克服とその打撃からの回復が市場リターンの重要なけん引要因になるだろう。

上昇余地はまだある

好調な景気指標が続いたこともあり、S&P500 種株価指数は年初来で 11% 近く上昇した。昨年とは異なり、パフォーマンスをけん引したのはバリュエーションの上昇ではなく、業績見通しの上方修正だった。今年の予想ベースでの株価収益率(PER)はおよそ 22.5 倍と、昨年からはさほど変わっていない。株価は経済活動の再開、巨額の財政支援、米連邦準備理事会(FRB)による超緩和的政策の継続などに支えられて、今後も強気相場は続くもの

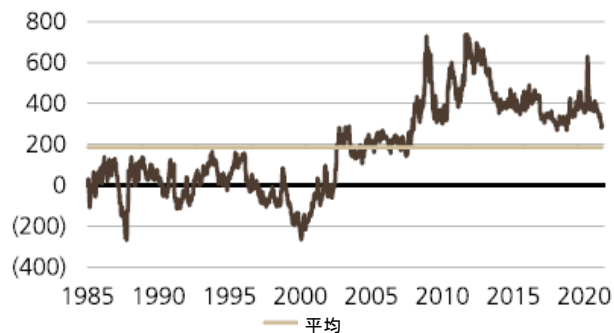
米国株式

と我々は見ており、S&P500 種の年末目標値を 4,400 ポイントに上方修正した。ただし、ここから年末までの上昇スピードは緩やかになるだろう。我々の目標株価では予想 PER が 21 倍と、バリュエーションの低下を想定している。

すでに指摘したように、低金利が続いているため、バリュエーションは今後も過去平均を上回るだろう。株式と債券のバリュエーションを比べると、株式益回りは長期金利の平均をまだ上回っている。つまり株式リスクプレミアム(S&P500 種益回りー米 10 年国債利回り)は長期平均を依然上回っている(図表 7 参照)。実際のところ、金利が足元の水準から 1%ポイント以上上昇しない限り、株式リスクプレミアムが過去平均を下回って株式への投資魅力が相対的に低下する局面は考えにくい。

図表 7 – 株式は引き続き債券に対して魅力的

S&P500 種益回りと米 10 年債利回りの差(bp)



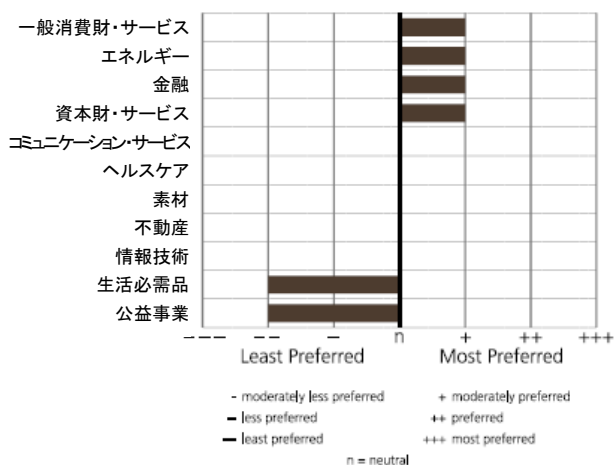
出所:ブルームバーグ、データストリーム、UBS、2021 年 4 月 13 日現在

景気敏感株重視を継続

セクター別の資産配分では、景気敏感セクター重視を継続する。具体的には、一般消費財、エネルギー、金融、資本財をやや推奨とし、生活必需品と公益事業は非推奨とする(図表 8)。

図表 8 – 引き続き景気敏感セクターを推奨

対ベンチマーク比



出所: UBS、2021 年 4 月 13 日現在

経済活動の再開、労働市場の改善、低水準の住宅ローン金利等が一般消費財企業の追い風となる見通しである。エネルギー・セクターは、原油価格の上昇や規律ある資本配分等が寄与して好調を維持するだろう。金利が上昇すれば金融機関の収益性は改善に向かい、経済成長が持ち直せばローン需要も高まろう。資本財は企業の景況感の改善に対してこれから追いつく余地がある。業績がなお大幅に落ち込んでいる航空機および航空輸送業界への投資が改善すれば、資本財の回復につながる可能性がある。生活必需品と公益には慎重姿勢を維持する。これら従来型のディフェンシブ・セクターの今年の利益成長率は、市場全体の水準に後れを取る可能性が高いとみられる。

バリュー株の上昇は一時的にとどまらないだろう

我々は、グロース株よりもバリュー株への推奨を継続する。金利上昇や経済成長の加速といったマクロ経済環境は今後もバリュー株企業にプラスに働き、2022 年以降もしばらくはグロース株企業の利益成長率を上回る状況が続くと考える。一時期の金利急上昇が落ち着いてきたため、ここ数週間のグロース株はある程度盛り返してきたが、今後数四半期は金利の上昇バイアスで株価バリュエーションは下げ圧力にさらされそう。過去の実績を振り返ると、急速な経済成長局面ではバリュー株のパフォーマンスがグロース株を上回っており、今年から来年にかけてはこの傾向が続くと予想する。

中小型株を重視

大型株よりも中小型株の推奨を継続する。時価総額の小さい企業は相対的に景気動向の影響を受けやすく、経済の正常化とともに企業利益が大きく改善するものと期待される。過去 6 カ月を見ると、期待利益は急上昇し、大型株を上回ってきた。昨年 11 月にワクチンの有効性に関する好材料が明らかになって以来、中小型株は相対的にかなり好調なパフォーマンスを上げてきたが、今後も、ペースこそ緩やかになるものの、上昇余地はまだあると考える。相対バリュエーションは引き続き魅力的で、過去平均を下回っている。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものでもありません。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価値、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また UBS では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。

株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。

米国株式

また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 1.76%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 0.5%または 0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 1%を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

© UBS 2021 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者
商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号