

米国株式

S&P500 の目標水準を引き上げ

2021年7月13日

Chief Investment Office GWM

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

- S&P500 種株価指数構成企業の 2021 年 4-6 月期(第 2 四半期)の利益は、大きく落ち込んだ前年同期から 80% 以上増加し、コンセンサス予想を 15% 上回ると予想する。
- 我々の S&P500 種構成企業の 1 株当たり利益(EPS) 予想については、2021 年は 200 米ドル(前年比 40% 増益)で据え置が、2022 年については 5 米ドル引き上げ 220 米ドル(10% 増益)に上方修正する。これは、法人増税による 4~5% の押し下げ効果を織り込んだ予想である。
- 家計の過剰貯蓄、民間設備投資の拡大、米連邦準備理事会(FRB)の金融緩和継続を背景に、株式の上昇相場はこの先も続くと我々はみている。これを踏まえ、S&P500 種株価指数の目標水準を、2021 年 12 月は 4,500 ポイントに(従来は 4,400 ポイント)、2022 年 6 月は 4,650 ポイント(同 4,550 ポイント)に若干引き上げた。
- 最近の景気敏感株とバリュー株からのローテーション(運用資金の移動)は行き過ぎと思われ、企業ファンダメンタルズとも整合していない。我々は引き続き一般消費財、エネルギー、金融、資本財といったセクターを推奨し、グロース株よりもバリュー株に妙味があると考えます。



出所:UBS

経済は堅調、利益は急増

今週から米国企業の4-6月期(第2四半期)決算発表が始まるが、我々は今期も非常に好調な業績結果を予想する。S&P500 種構成企業の第2四半期の売上高は前年同期比で15%増、利益は80%以上の大幅増加を見込んでいる。対前年比の利益成長率が極端に高いのは、コロナ禍で昨年第2四半期の業績が大きく落ち込んだためであることは明らかである。とはいえ、第2四半期決算は、四半期としては過去最高の好業績となる見通しだ。セクター別に見ると、エネルギー、金融、資本財といった景気循環セクターの力強い回復が伸びをけん引しているが、テクノロジーでも30%の増益を見込む。パンデミックの沈静化傾向と巨額の政府支援が大幅増益の主な要因である。

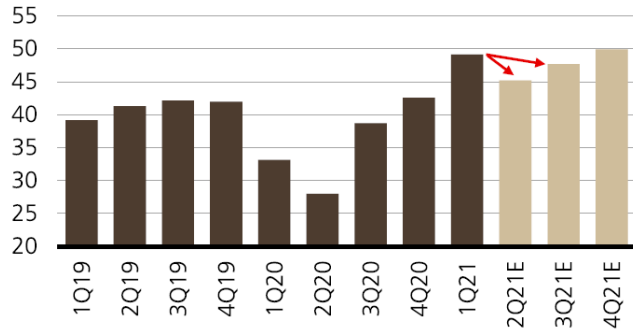
第2四半期の見通しについては、S&P500 種構成企業の利益がコンセンサス予想を 15% 上回ると予想している。ボトムアップによるコンセンサス予想は、第2四半期の企業利益を対前期比で8%減とみているが(図表1参照)、これは合理的な水準ではないと考える。過去の推移を見てみると、冬場の寒波が去り温暖な季節が到来するに伴い、経済活動全体が活発化するため、第2四半期のEPSは、通常、第1四半期よりも7%程度高

くなる。今年は、新型コロナの感染拡大が縮小に向かっているタイミングとも重なるため、第2四半期EPSの上昇率は、例年よりもさらに大きくなる可能性が高い。例えばブルームバーグのコンセンサス予想は、第2四半期の実質国内総生産(GDP)成長率を前期比年率9.2%増と見込んでいる。これは、四半期ベースでは2000年以降で2番目に高い伸び率となる。最近の経済指標もこうした好調さを裏付けている。例えば、航空券やレストランの予約件数は第2四半期も改善傾向が続き、現時点ですでに新型コロナ前の水準と同等、もしくは当該水準を上回っている(図表2参照)。消費者からもパンデミック前の普通の生活に戻りたいとの声が高まっており、家計の過剰貯蓄の状況も変わらず潜在需要の顕在化が期待されることから、今後も堅調な消費が続く見通しである。

米国株式

図表 1 – 第 2、第 3 四半期のコンセンサス EPS 予想は保守的水準

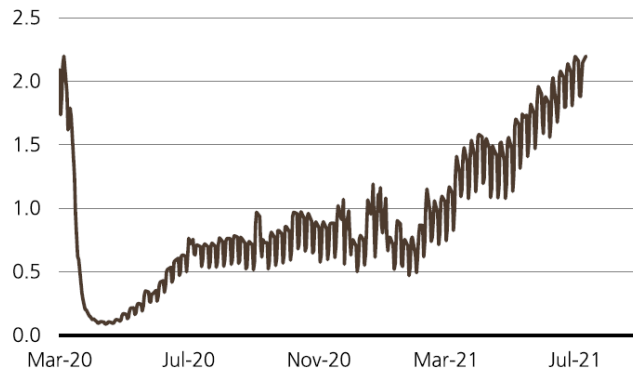
S&P500 種構成企業の EPS(実績およびコンセンサス予想(E))



出所: Factset, UBS, 2021 年 7 月 12 日現在

図表 2 – 航空旅客数はコロナ禍前の水準をほぼ回復

米国運輸保安庁による旅客数(単位: 100 万人)



出所: 米国運輸保安庁、ブルームバーグ、UBS, 2021 年 7 月 12 日現在

これまでの状況と今後の動向

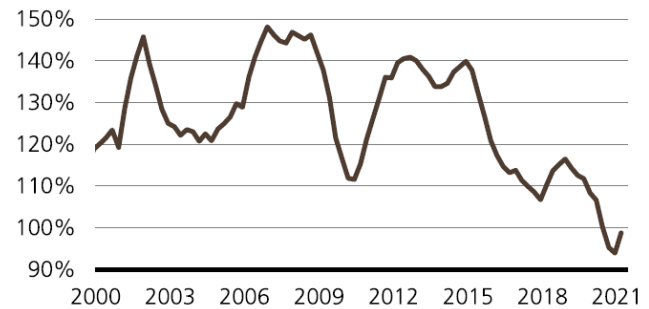
第2四半期の決算発表はまだ序盤だが、発表を終えた18社のうち90%が全体として利益予想を約18%上回り、順調な滑り出しとなっている。セクター別では、ここ数四半期の決算発表と同様、第2四半期も景気敏感セクターが好業績を主導すると予想する。

直近数回の決算期を振り返ると、事前予想を上回った企業の比率が高い好決算となっても、必ずしもそれが株価の上昇には直結しなかった。今回もそうなる可能性は排除できない。しかし、投資家は大局的な視点を持つことが重要である。好業績発表直後の反応がまちまちでも、S&P500種株価指数は今年17%上昇している。2021年のボトムアップ業績予想が15%引き上げられたのも、恐らく偶然ではないだろう。セクター別の年初来パフォーマンスではエネルギーと金融が最も好調で、両者とも増益率が最も高い。対照的に、パフォーマンスが最も振るわないのは公益事業と生活必需品であり、当然のことながら、これらの増益率は最も低い。結局のところ、株価を支えるのは企業の利益である。だが、決算発表直後の市場の反応には、こうした全体像が反映されていない可能性がある。

先行きに対する経営陣のコメントも重要である。投資家は、デルタ株による最近の感染増加が業績に与える影響に注目するだろう。感染増加は現時点では経済活動に影響を及ぼしていないと我々は見ているが、経営者が見通しに対するリスクとして、デルタ株の感染拡大を挙げる可能性がある。また、人件費、輸送費、サプライチェーンといったコストの増加も懸念材料だが、これらのコスト増加は増収によって十分に補われており、純利益率も過去最高を記録するとみられる。最後に、減価償却費に対する設備投資の割合が極めて低いことから、経済活動の正常化が続けば、設備投資を拡大する企業が増えることが予想される(図表3参照)。また、企業利益が堅調であることから、増配や自社株買いを積極化する動きも期待できる。

図表 3 – 設備投資は大幅低迷しているが、今後は増加の見込み

S&P500 種構成企業の資本支出、対減価償却比



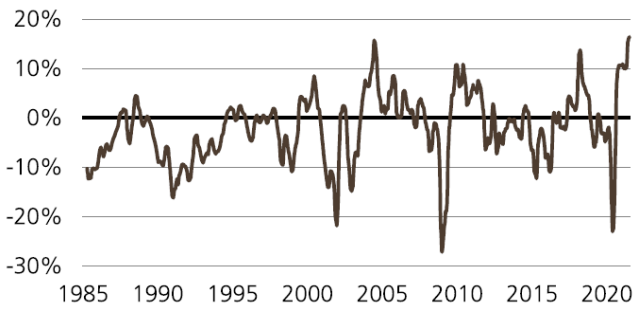
出所: FactSet, UBS, 2021 年 7 月 12 日現在

上値余地はまだある

業績見通しの上修正は過去 35 年で最高水準にあるが(図表 4 参照)、我々は依然コンセンサス EPS 予想は低すぎると考えている。経済は堅調に推移しており、成長率は今後減速するも、数四半期間は平均を上回るペースで拡大するだろう。企業は旺盛な需要に応えるため、稼働率を高め在庫の積み増しを急いでいる。また、コロナ禍で積み上がった家計貯蓄の取り崩しが引き続き個人消費を後押しするだろう。FRB が金融政策正常化の動きを開始する可能性はあるが、企業と消費者に引き続き潤沢な資金を供給するため、今後の金融引き締めは緩やかなペースで行われるだろう。したがって、米サプライマネジメント協会 (ISM) 製造業景気指数でみた企業の景況感、今後も非常に健全な水準で推移するとみられる(図表 5 参照)。

米国株式

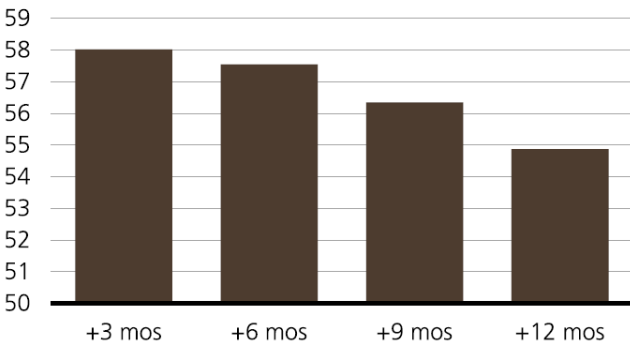
図表 4 – 企業利益の上方修正は数十年ぶりの高水準
S&P500 種構成企業の業績予想の上方修正(3 カ月移動平均)



出所: データストリーム、UBS、2021 年 7 月 12 日現在

通常、堅調な企業の景況感指数と業績上方修正の継続は整合的な動きを示す(図表6参照)。我々は、2021年EPS予想を200米ドル(40%増益)に据え置く一方、2022年予想については、今回5米ドル引き上げて220米ドル(10%増益)とする(図表7参照)。これは、法人増税による4~5%の押し下げ効果を織り込んだ予想である。

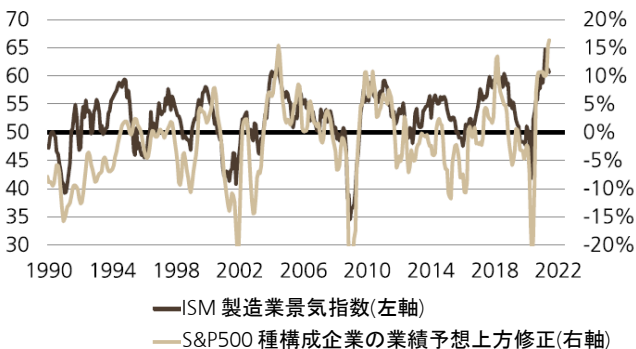
図表 5 – 在庫減少は好調な企業景況感の継続を示唆
ISM 顧客在庫指数が 40 を下回った後の ISM 総合指数



出所: ブルームバーグ、UBS、2021 年 7 月 12 日現在

図表 6 – 好調な企業景況感は企業利益の上方修正と整合

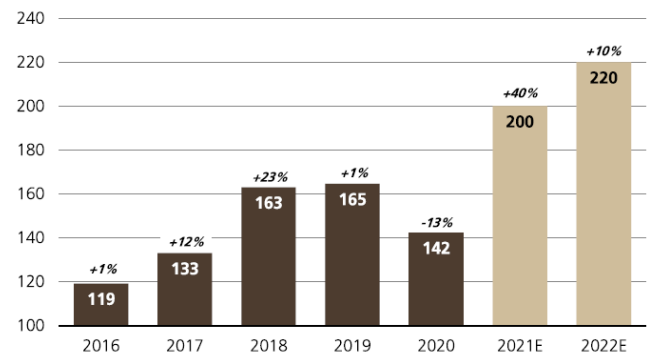
ISM 指数と S&P500 種構成企業の業績予想上方修正(3 カ月移動平均)



出所: ブルームバーグ、データストリーム、UBS、2021 年 7 月 12 日現在

図表 7 – S&P500 種構成企業の利益は過去最高を更新する見通し

S&P500 種構成企業の EPS(実績および CIO による予想(E))



出所: FactSet、UBS、2021 年 7 月 12 日現在

EPS 予想の引き上げとともに、我々の S&P500 種株価指数の目標水準についても、2021 年 12 月を 4,500 ポイント、2022 年 6 月を 4,650 ポイントにそれぞれ 100 ポイントずつ上方修正した。この目標水準は予想株価収益率 (PER) 20.5 倍に基づいており、足元の PER である 21.6 倍よりも若干低い。バリュエーションは依然過去平均を上回る高位で推移しているが、低金利環境下では妥当な水準だと考える。通常、バリュエーションは、投資家が先行き大幅な成長鈍化を警戒し始めるか、中央銀行が失策を犯している時にのみ低下する。また、ISM 景況指数が来年も健全な推移が見込まれることから、株価の一段高を想定する。

ポジション — 景気敏感株重視を継続

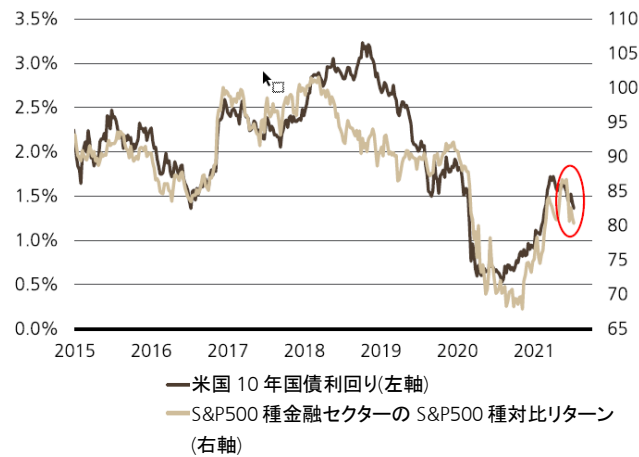
ポートフォリオでは、足元でアンダーパフォームするも、景気敏感株を引き続き推奨する。セクター別では、一般消費財、エネルギー、金融、資本財をやや推奨とし、生活必需品と公益事業は非推奨とする。バリュー株はグロース株よりも妙味があるとみている。

一般消費財セクターは経済活動再開の追い風が続き、特に小売り、外食、ホテルが好調だろう。低い住宅ローン金利と e コマースの長期的成長がこうした見通しをさらに補強する。原油需要の増加と厳格な投資規律により原油価格は下支えされ、エネルギー企業に魅力的なフリー・キャッシュ・フローをもたらすだろう。6 月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) で FRB が予想外にタカ派に転じて以降、金利は低下しているが、長期金利は再度上昇が見込まれることから、金融セクターはアウトパフォームすると予想する(図表 8 参照)。航空業界の回復と設備投資の増加は資本財セクターに好材料となるだろう。生活必需品と公益事業については、ディフェンシブ性が高く、業績予想の上方修正が続く中では他セクターに出遅れる傾向にあるため、慎重な姿勢を維持する。

米国株式

図表 8 – 金利は再び上昇が予想されることから、金融セクターがアウトパフォームする見通し

米国 10 年国債利回りと S&P500 種株価指数金融セクターのリターン



出所: ブルームバーグ、UBS、2021 年 7 月 12 日現在

過去5週間、グロース株が急騰し10ポイントほどアウトパフォームしたが、我々はバリュー株の推奨を維持する。最近のバリュー株の低迷は、新型コロナの変異株感染拡大をめぐる懸念やFRBの早期利上げリスク、米国債市場のテクニカル要因などが主因であると考えている。

我々の推奨の根拠となる2つの要素は、長期金利の上昇と力強い利益成長である。変異種は懸念材料だが、ワクチン接種が進む国では経済活動は健全な水準を維持しており、英国などはデルタ株による感染拡大に対処している。米国も似たような状況になるだろう。

また上述の通り、企業および消費者の力強いファンダメンタルズを背景に、足元の好調な経済基調が続く可能性が高い。GDP成長率が平均を上回る局面においては、通常、バリュー株の利益がグロース株を上回るペースで拡大する。また、こうした良好な経済見通しを踏まえて、我々の債券チームは米国 10 年債利回りが年末までに 2%に達すると予想している。金利上昇は金融セクター(バリュー株指数の最大セクター)にプラス材料となる一方、割高感のあるグロース株のバリュエーションには逆風となる。グロース株指数の予想 PER は、バリュー株に対して IT バブル以降最も割高な水準に上昇している(図表 9 参照)。

図表 9 – グロース株は IT バブル以来の割高水準にある



出所: FactSet、UBS、2021 年 7 月 12 日現在

リスク

我々の株式市場に対する強気の見方と、景気敏感株を推奨するスタンスに対する主なリスクは、新型コロナの感染再拡大と想定を上回るインフレ上昇である。デルタ株による感染が拡大しているが、ワクチン接種が重症化や医療機関のひっ迫を抑えられると期待されており、消費者の活動正常化に対する安心感を醸成する公算が大きい。旺盛な需要に供給が追いつくにつれて、インフレ指標も低下し始めるとみている。だが、インフレ率が想定以上に高止まりすれば、FRB は市場予想よりも早期に、かつ速いペースでの利上げに踏み切らざるを得なくなり、その結果、金融市場が混乱する可能性がある。

米国株式

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はありません。

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