

# 米国株式

S&P500 四半期決算、底堅さが見込まれる

2022年4月13日

Chief Investment Office GWM

David Lefkowitz, CFA, CIO Head of US Equities; Nadia Lovell, CIO Senior Equity Strategist, US Equities; Matthew Tormey, CIO Equity Strategist, US Equities

- コスト上昇圧力、財政刺激策効果の剥落、ロシアによるウクライナ侵攻、金利上昇など悪材料が重なっているが、米国企業の2022年1-3月期の決算および企業による業績見通しは底堅い内容になるとみている。S&P500企業の1-3月期の1株当たり利益(EPS)は約10%の増益を予想している。これはボトムアップで算出したコンセンサス予想を5%上回る。
- 直近数四半期と同様、大半の企業はコスト増を消費者に転嫁することに成功しているようだ。収益(売上高)は、実質ベースの国内総生産(GDP)よりも、インフレの影響を受ける名目GDPとの相関が高い。2022年度の名目GDP成長率のコンセンサス予想は、今年に入り1%以上上昇している。
- 低所得顧客や海外市場へのエクスポージャーが大きい企業は、上記の逆風による打撃を受けやすいとみられるが、ISM製造業景況感指数が現在のように健全な水準にあるときには、通常、業績見通しは上方修正される。
- 我々のS&P500企業の通期EPS見通しは変わらず、2022年は230米ドル(10%増益)、2023年は245米ドル(7%増益)を予想する。今後数四半期の経済成長とインフレに対する見通しが明確になるまでは、株式市場は概ねボックス圏での推移が続くと考える。ただし、企業利益が底堅く推移し、インフレがピークをつければ、安心感から目先、株価が上昇する可能性もある。年末時点のS&P500種株価指数は4,700ポイントと予想する。

## 重なる悪材料

インフレと金利上昇、ロシアによるウクライナ侵攻、中国のロックダウンなど悪材料が重なる中、米国企業の2022年1-3月期の決算発表が始まった。だが、これらの問題(の少なくとも一部)は、この先緩和に向かうと見込まれる。米国経済のモメンタムもまだ健在である。

3月の消費者物価指数(CPI)は40年ぶりの水準に上昇したが、中古車価格など、食品とエネルギーを除くコアCPIの伸びはいくぶん鈍化しており、インフレは3月にピークをつけた可能性がある。さらに、原油価格の高騰にもひとまず歯止めがかかっており、昨年のベース効果とも相まって、今後数カ月間にインフレ緩和に寄与していくものと考えられる。

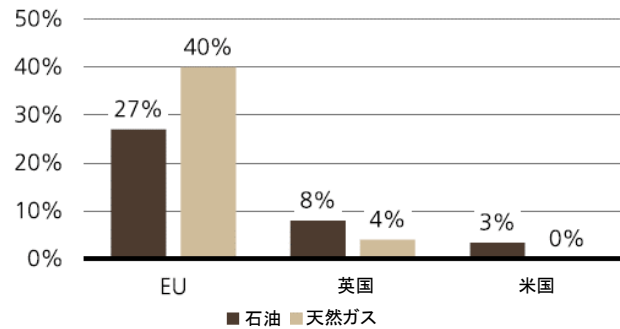


出所:UBS

とはいえ、ウクライナ侵攻や中国のロックダウン再導入は、すでに混乱しているサプライチェーン(供給網)に新たな負荷を与えている。製品や部品の一時的な品不足を招き、物価上昇圧力となる可能性もある。また、ウクライナ侵攻で消費マインドが揺らいでおり、回復途中にあったコロナ後の製造業の戻りも一部鈍化している。ロシア産エネルギーへの依存度が高い欧州は、ウクライナ危機による打撃を受けている(図表1)。だが、S&P500企業の売上高のうち欧州向けは約14%にとどまるため、欧州経済が減速しても米国企業の利益成長が妨げられることはないだろう。

# 米国株式

図表 1: ロシア産エネルギー依存の問題を抱える欧州  
石油・天然ガスの消費量におけるロシアからの輸入の比率



出所: 米国エネルギー情報局、国際エネルギー機関、英国ビジネス・エネルギー・産業戦略省 (BEIS)、UBS、2022年4月12日現在

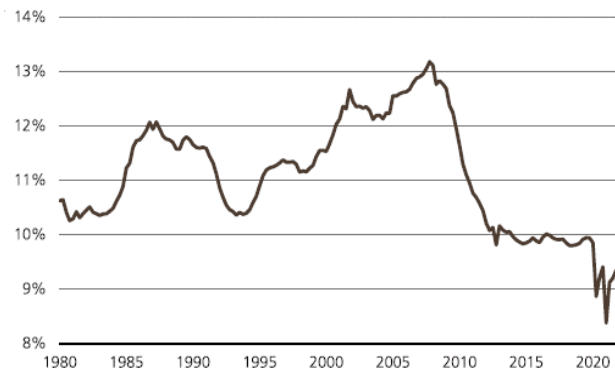
米国では、米連邦準備理事会 (FRB) の行き過ぎた利上げにより景気後退に陥るのではないかと懸念から、経済成長に対する警戒感が徐々に強まっている。インフレ退治に向けてFRBの利上げペースが加速するとの思惑が広がり、債券利回りは急騰した。米国10年国債金利は2.8%と3年ぶりの高水準に上昇し、2021年末時の1.5%から大きく上昇している。住宅ローン金利も約10年ぶりに5%を超える水準まで急騰している。だが、自動車や住宅建設市場では供給網の目詰まりによる影響が依然続いているため、これらのセクターには成長を下支えするだけの累積需要が残っていると思われる。

## 景気後退入りは予想せず

我々は、今年と来年は総じて健全な経済成長が続くと予想している。企業と家計のバランスシートは強固で、潤沢な貯蓄を有し、負債比率は極めて低い(図表2)。また、労働市場も引き続き力強く、これらが悪材料の緩和に寄与するとみている。我々は、S&P500企業の今年の利益成長率を10%、来年を6.5%と予想している。

図表 2: 家計の財務状況は健全

可処分所得に占める利払い費用の割合(%)



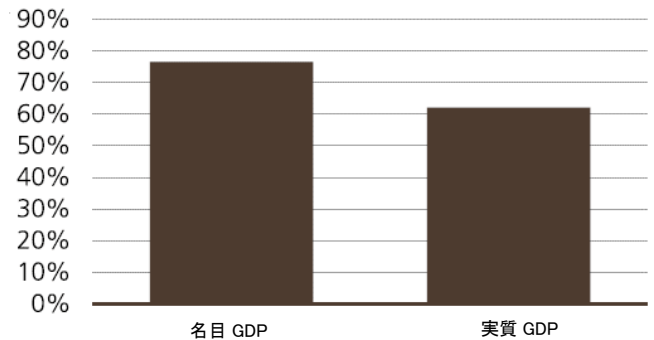
出所: ブルームバーグ、UBS、2022年4月12日現在

## 力強い収益の伸びを見込む

2022年1-3月期は、新型コロナウイルスのオミクロン変異株や食品・エネルギー価格の上昇による影響を受けたものの、個人消費は底堅く推移したとみられる。賃金上昇とコロナ禍で積み上がった過剰貯蓄が旺盛な消費継続を後押しした。財政刺激策の効果はピークを過ぎたとみられるが、新型コロナからの回復が続く中で、追加の累積需要も顕在化してくるだろう。加えて、労働市場に戻る人も増えており、家計所得の伸びを下支えている。また、S&P500企業の収益(売上高)は、実質ベースの国内総生産(GDP)よりも、インフレの影響を受ける名目GDPとの相関が高い(図表3)。

図表 3: 企業の収益は実質よりも名目の GDP との相関が高い

米国 GDP 成長率と S&P500 企業の収益との相関(新型コロナによる景気後退期を除く)

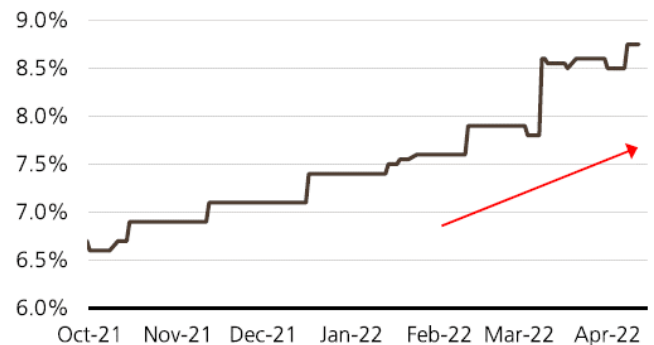


出所: ブルームバーグ、UBS、2022年4月12日現在

上記の悪材料にもかかわらず、2022年の名目GDP成長率のコンセンサス予想は、今年に入り1%以上上昇している(図表4)。製品やサービスの価格が上昇すれば通常売上高も伸びることから、これは納得がいく。いまのところ、物価上昇で需要が抑制されている状態を示す明確なデータは見当たらない。

図表 4: 名目 GDP 成長率予想は上昇が続き、企業収益を下支えている

2022年名目米国 GDP 成長率、コンセンサス予想



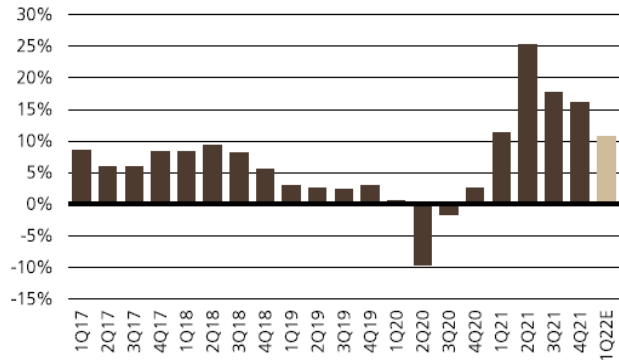
出所: ブルームバーグ、UBS、2022年4月12日現在

# 米国株式

よって1-3月期は収益が力強く伸びると予想する。コンセンサス予想では収益はおよそ11%の伸びが見込まれている。ここ数四半期からは鈍化するが、それでもコロナ前の水準と比べると極めて健全な伸びである(図表5)。

図表 5: 収益の伸びは依然堅調

S&P500種の収益成長率(前年同期比)、コンセンサス予想



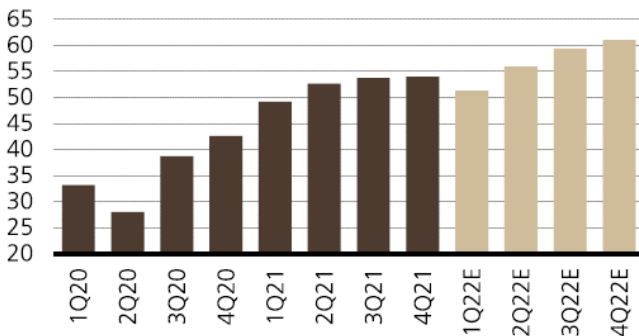
出所:ブルームバーグ、UBS、2022年4月12日現在 \*E=予想

## ここまでの決算では底堅さが確認できる

S&P500企業の中ですでに決算発表を終えたのは、現時点で22社にとどまる。収益予想を上回った企業は75%を数え、利益予想を上回った企業も73%に上る。全体では、業績の上振れ率はマイナスであるが、これはいくつかの異常値が下振れ要因となったためである。EPS上振れ率の中央値は6.7%と好調である。ボトムアップによる企業利益の予想成長率は4%だが、これは低すぎると我々はみている。経済成長率がプラスにもかかわらず、2022年1-3月期のEPSが2021年10-12月期の水準を下回ることは考えにくい(図表6)。以上から我々は、S&P500企業の1-3月期EPS成長率を、コンセンサスを5%上回る約10%増益と予想している。

図表 6: 1-3月期のボトムアップ予想は低すぎと思われる

S&P500種 四半期 EPS のボトムアップ・コンセンサス予想(米ドル)



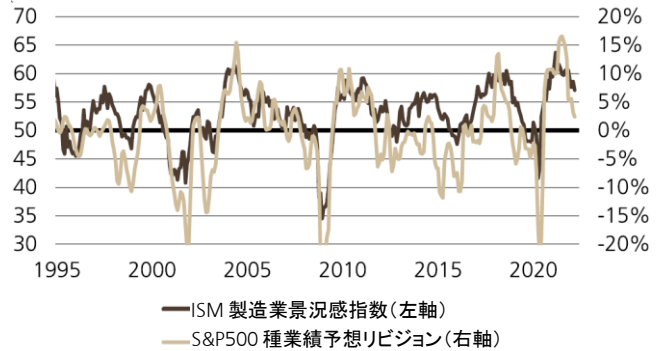
出所:ブルームバーグ、UBS、2022年4月12日現在 \*E=予想

## 企業の見通しは底堅いとみられる

重要なのはやはり企業による業績見通しである。上述のとおり足元では悪材料が続いているが、依然として旺盛な需要を背景に、先行きに対する経営者のコメントは総じて明るいものになるとみている。ISM製造業景況感指数と、業績予想のリビジョン(業績予想の上方修正と下方修正の差)との関係も、この見方を下支えている(図表7)。過去の推移を見てみると、ISM景況感指数が55を超えているときは(現在は57.1)、その期間の85%において業績リビジョンがプラスとなっている。さらに、すでに決算発表を終えた企業による見通しも堅調な内容だ。サンプル数は少ないが、22社が4-6月期についてEPS予想を0.6%引き上げている(中央値)。予想を下回る業績見通しを示す兆候は、まだ見当たらない。

図表 7: 業績リビジョンはプラスを維持する見通し

ISM 製造業景況感指数と S&P500 種業績リビジョン(アナリスト予想の上方修正 ÷ 下方修正、%)



出所:ブルームバーグ、データストリーム、UBS、2022年4月12日現在

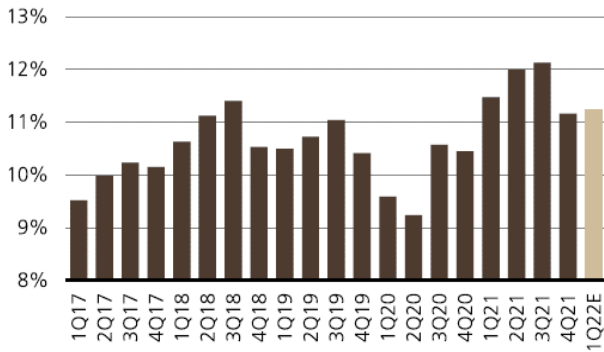
## 利益率は健全な水準を維持すると見込まれる

利益率は懸念されているほど落ち込まないだろう。上述の通り、11%という収益成長率(エネルギーセクターを除くと 8.5%)が、利益率の維持に寄与するとみられる。原材料などのコストは上昇しているが、力強い売上の伸びがそれを相殺するだろう。S&P500企業全体(金融とエネルギーを除く)で見ると、利益率は前四半期(2021年10-12月期)と前年同四半期(2021年1-3月期)をそれぞれわずかに上回ると予想する(図表8)。とはいえ、今後状況が悪化する企業も一部にはあるとみられる。自動車および耐久消費財(衣料品、住宅建設)ではサプライチェーン問題が逆風となるだろう。小売業も、物流費や賃金の上昇に直面している。通信サービス・セクターでは利益率の低下が見込まれるが、これはビデオストリーミングやメタバースへの設備投資によるところが大きい。

# 米国株式

図表 8: 利益率は健全な水準を維持する見通し

S&P500 種の純利益率(エネルギー、金融除く)



出所:ファクトセット、UBS、2022年4月12日現在 \*E=予想

## 株価はレンジの上限まで上昇可能

決算に対するこうした概ね前向きな見方が方向性として正しければ、株価は上昇するものとする。極めて慎重な投資センチメントが継続しており、全米個人投資家協会(AAII)が先週実施した調査では、株式に対して強気と回答した調査対象者はわずか25%だった。多くの市場参加者が冴えない企業決算を予想していることがうかがえる。だが、実際にこうした悪い決算にならなければ、株価は安心感からやや上昇するとみられる。しかし、インフレ動向やFRBによる利上げの程度、今後数四半期の経済成長やインフレ見通しがより明確になるまでは、S&P500種株価指数は4,800ポイントの最高値をなかなか超えられないだろう。我々は、年末時点のS&P500種株価指数を4,700ポイントと予想している。

## バランス投資を維持し、質の高い銘柄に注目

この「ボックス圏での推移」が見込まれる投資環境下で、株式ポートフォリオの中では景気循環株とディフェンシブ株にバランスよく投資することを勧める。エネルギーとヘルスケアを推奨する一方、生活必需品は非推奨としている。グロース株よりバリュー株を相対的にやや選好するが、時価総額(小型株、中型株、大型株)による推奨・非推奨はない。総じて質の高い銘柄の比率を高める方が良いと考える。

# 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)が作成したりリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(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はありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

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如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。また当社では税務、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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 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

当社における国内株式等の売買取引には、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、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。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。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。

## 米国株式

「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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント 2022 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、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