

膠着状態が続く米国株式

-企業収益から先行きを考える-

これまで米国株式が膠着状態を続けてきた理由の1つとして、米国の景気サイクルが後半戦に突入し、企業収益の先行きに陰りが見えてきたことが挙げられます。企業収益の将来を予想する上では、水準(レベル)と勢い(モメンタム)を峻別し、利益率(マージン)の方向性を見極める必要があると考えています。

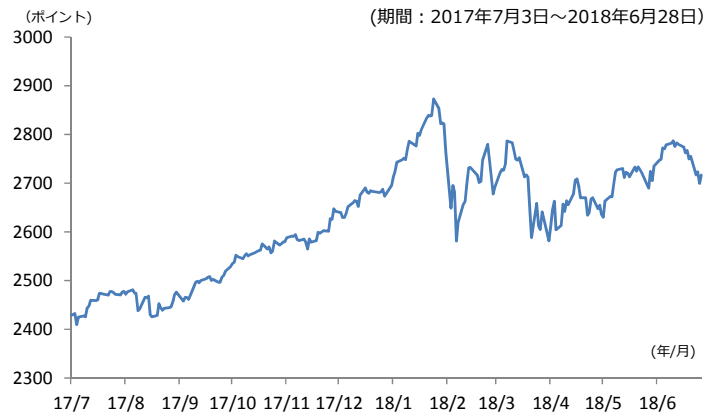
いまだに1月の高値を下回るS&P500

米国株式(S&P500)は2月以降、膠着状態が続いています(図表1)。2018年も半年が終わろうとしています。いまだに1月の高値を抜けられない理由としては、次の3点が考えられます。

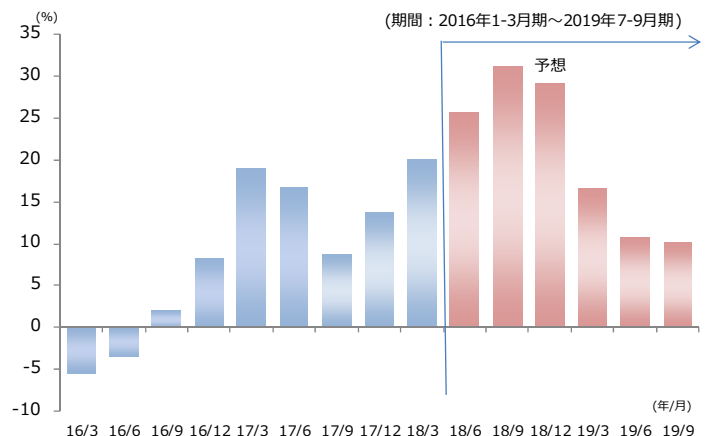
1. トランプ大統領の強硬な通商政策によって貿易競争が勃発する可能性が高まってきた。
2. リーマン危機後に続けられてきた非伝統的な金融緩和措置が終わりに近づき、金融市場の至る所でストレスが感じられ始めた。
3. 米国の景気サイクルが後半戦に突入し、企業収益の先行きに陰りが見えてきた。

このレポートでは、企業収益に焦点を当て、現状を分析し、今後の見通しを考えてみたいと思います。

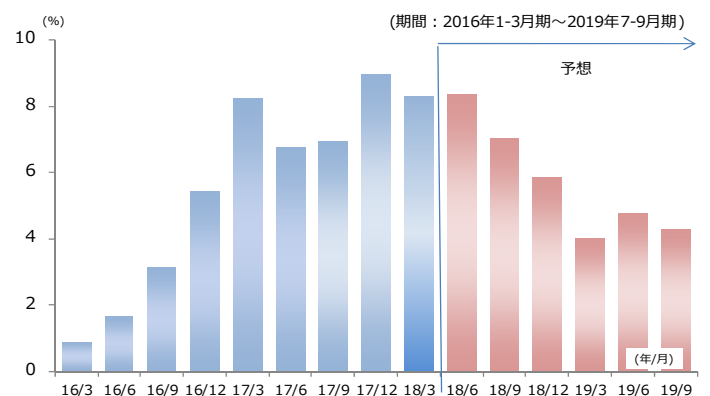
図表1 S&P500の推移



図表2 一株当たり利益の成長率: 前年同期比



図表3 一株当たり売上の成長率: 前年同期比



(図表1-3の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

水準(レベル)と勢い(モメンタム)

S&P500企業の一株当たり利益や一株当たり売上の成長率は2015年のチャイナ危機以降、順調に回復・拡大を続けてきましたが、ここに来て先行きに黄信号が灯り始めました(図表2,3)。利益はトランプ減税を背景に2018年10-12月期まで20%を超える成長が見込まれますが、その押し上げ効果が薄まる2019年1-3月期以降は10%前後まで減速すると予想されています。売上の成長率も足元の8%程度から来年にかけて4%前後まで減速することが想定されています。

利益の水準(レベル)としては、来年以降も10%程度の成長が見込めることは好材料と考えられますが、勢い(モメンタム)が2018年7-9月期をピークに鈍化することは悪材料と考えられる可能性があります。売上についても、水準は来年以降も4%程度の成長が続きますが、勢いは既にピークを打っています。昨年までは水準・勢いとも拡大・加速してきましたが、これからは水準と勢いを峻別し、どちらを重視すべきかを見極める必要があると考えています。

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証する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情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

利益率（マージン）の上昇にも限界？

売上成長率は既に2017年10-12月期にピークを打ちましたが、利益成長率は2018年7-9月期まで加速を続けると予想されています（前頁図表2,3）。この間も、利益の売上に占める割合を示す「利益率」は上昇を続けています（図表4）。景気サイクルの前半戦では、企業は需要増に対して既存の設備・人員をフルに活用して増産を進めます。しかし、需要がさらに拡大する後半戦に入ると、既存の設備・人員では追いつかず、設備の増強や賃上げ・新規採用によって生産を加速させようとし、サイクルの後半戦で見られるこれらの企業行動は一般論としてはコストを増やし、利益率を低下させる要因となります。コスト増を価格に転嫁できる企業や生産性の引上げによってコスト増を吸収できる企業は利益を伸ばすことができますが、それができない企業はコスト増が減益につながります。市場全体で考えれば、売上成長率がピークを打った後に、賃上げや新規採用を続ければ、利益率拡大による利益押し上げ効果も早晚限界に近づくと考えられます。

米国株式市場は、足元の利益率の上昇を好材料と捉えるべきか、将来的に利益率が低下する可能性に注目し、悪材料と捉えるべきか、難しい判断を迫られる局面に入ってきたと考えています。また、この局面では個別株の選定が益々重要になってくると考えられます。

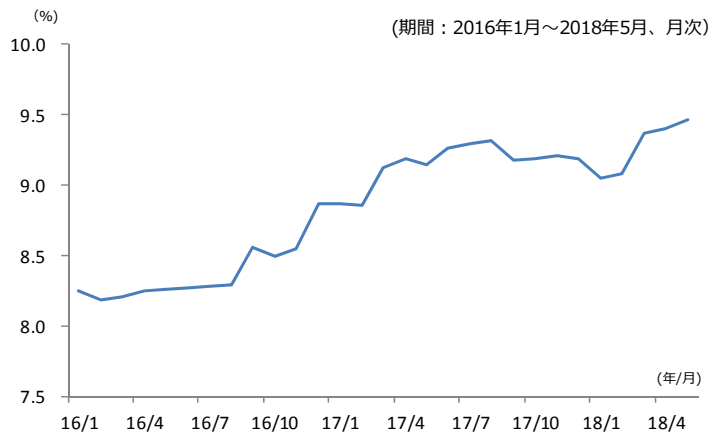
もうしばらく底堅い展開を予想

米国経済が景気サイクルの後半戦に突入し、我々投資家は企業収益の見通しについて2つの重要な判断を下すべき時期を迎えたと考えています。一つは利益成長率の「水準」と「勢い」のどちらを重視するかという判断です。もう一つは、売上成長率がピークアウトするなか、足元の利益率の上昇を好材料と捉えるべきか、その先を読み、利益率上昇の持続性に疑問を呈し、悪材料と捉えるべきかという判断です。

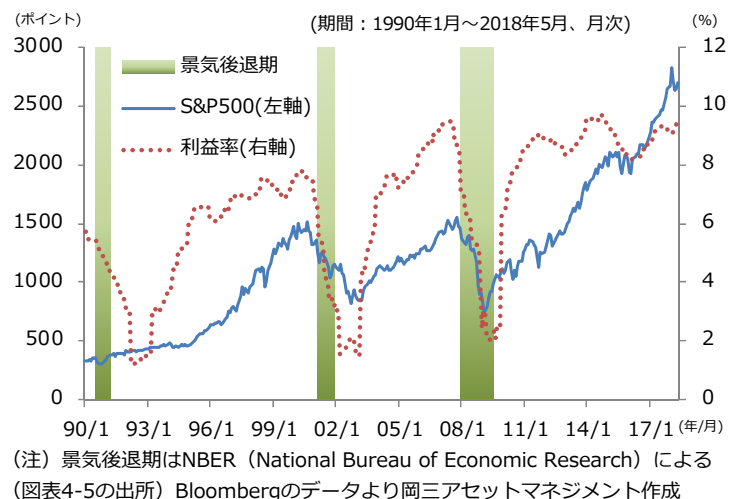
いずれにしても、極端に悲観に振れる必要はありませんが、いたずらに楽観的に構えることも危険だと考えます。過去においては、企業の利益率が急低下し始めると、米国経済は景気後退に陥りました。そして、米国経済が景気後退に陥れば米国株式は大幅な調整局面を迎えました（図表5）。しかし、逆に米国株式は米国経済が景気後退に陥るまでは上がり続けたと考えることもできます。メインシナリオとしては、1月の高値を抜けるかどうかは別として、米国株式はトランプ大統領の保護主義的な通商政策や利上げなどの障害を乗り越え、もうしばらく底堅い展開が続くと予想しています。

以上 （作成：投資情報部）

図表4 S&P500の利益率：短期の動き



図表5 S&P500の株価と利益率：長期の動き



<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額×購入口数×上限3.78%(税抜3.5%)
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担

純資産総額×実質上限年率1.991088%(税抜1.8436%)程度

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額×上限年率0.01296%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号: 岡三アセットマネジメント株式会社

事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業

登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号

加入協会: 一般社団法人 投資信託協会 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)