

2007年の世界の金融資本市場は、米国が震源地である住宅ローンのサブプライム問題に揺れた。

米経済専門紙ウォールストリートジャーナルが主要エコノミストに対して12月初めに行ったアンケート調査によると、米経済が今後景気後退に陥る可能性は38%であるという。昨年8月までの調査では僅か20%台だったことを踏まえると、サブプライム問題の表面化によって市場参加者の経済見通しが急速に悲観に傾いたことがよく分かる。

したがって、今後の米国株式市場の動向を予想する上で重要な焦点となるのは、金融・住宅以外の実体経済がどれほど悪化するのかという点であり、その上で1月中旬から本格化する米企業の決算発表は極めて重要な判断材料となろう。

そこで本稿では、米企業収益が過去数年間どのように推移し、また今後どのような方向に進む可能性があるのか、個別企業データにより検証してみたい。

分析企業の母集団は、S&P1500指数の構成銘柄から金融を除き、2002年以降のデータが揃っている745社とした。

まず、米国企業の海外売上比率を概算してみたところ約34%であった。因みに日本企業は約26% (MSCI指数採用銘柄) であることから、マイクロベースでは米国企業のほうが日本企業よりも外需依存度が高いと言える。

さらに米国企業に関して、海外売上高比率(2006年)のデータが取得できる665社のうち、海外売上高比率が30%未満のものと、30%以上のものを区分して分析を行った。そうしたところ、下表にある通り、海外売上高比率が30%以上の企業の時価総額合計は全体の70%近くに達していることが判明した。

表1: 海外売上比率を30%で区切った場合の時価総額に占める比率

		米国	日本*
海外売上比率	30%未満	32.5%	46.7%
	30%以上	67.5%	53.3%

*日本企業の分析母集団は東証一部から金融を除いたもの

これらの点から、米国株の見通しを考える場合は、日本株以上に外需動向に注意を払う必要があると推測できる。

一方、マイクロベースで見た場合、米国における輸出(≒外需)のGDPに占める比率は僅か12%である(日本は18.3%)。この事実か

らは、外需依存度が異なるマイクロ(≒企業収益)とマクロ(≒GDP)では今後の伸び率に乖離が生じる可能性があることを認識しておく必要があると言えよう。

では、米企業収益を内需要因と外需要因で分解した場合、今後どのような方向に進むと考えられるのだろうか。

まず内需関連の先行きについては、米国の生産活動の先行指標として使われており、米国企業の営業利益伸び率と相関の高いISM指数(製造業・非製造業の合成)を見てみたい(図1)。

ISM指数は2004年半ばをピークに低下し続けており、足下では底ばいの動きとなっている。この点から、内需関連企業の収益は、底割れは回避できたとしても、当面は低水準の伸び率とならざるを得ないだろう。

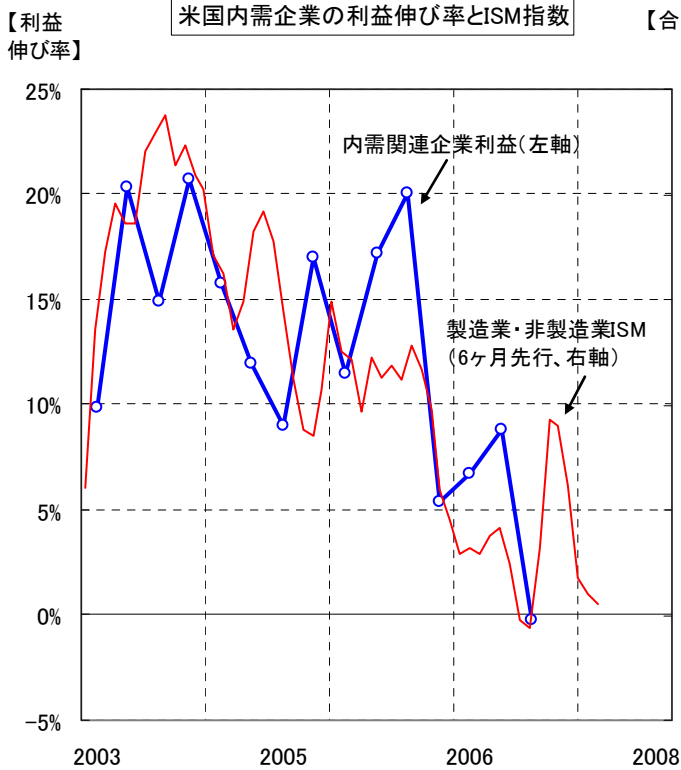
続いて外需関連であるが、米国の国別輸出比率とOECD景気先行指数を組み合わせると擬似的に外需先行指数を作成した(図2)。

これを見ると、2006年春から今春にかけて先行指数の伸び率は6%半ばから5%まで鈍化していたが、6月以降は先進国に代わりエマージング諸国等が大きく寄与し、再び伸び率が拡大しているのが分かる。この堅調な海外需要が今後も米企業の海外向け売上のモメンタムを下支えすると期待できる。

また、外需依存度の高い企業・内需依存度の高い企業の利益率推移を見たものが図3である。内需依存度の高い企業は今後、米国経済の減速とともに利益率の水準が低下する可能性がある。しかし、利益率水準の高さが際立つ外需依存度の高い企業は、強い外需に支えられた数量効果によって売上が伸び、利益率の低下はすぐには起こりにくいと考えられるため、全体を下支えしそうだ。

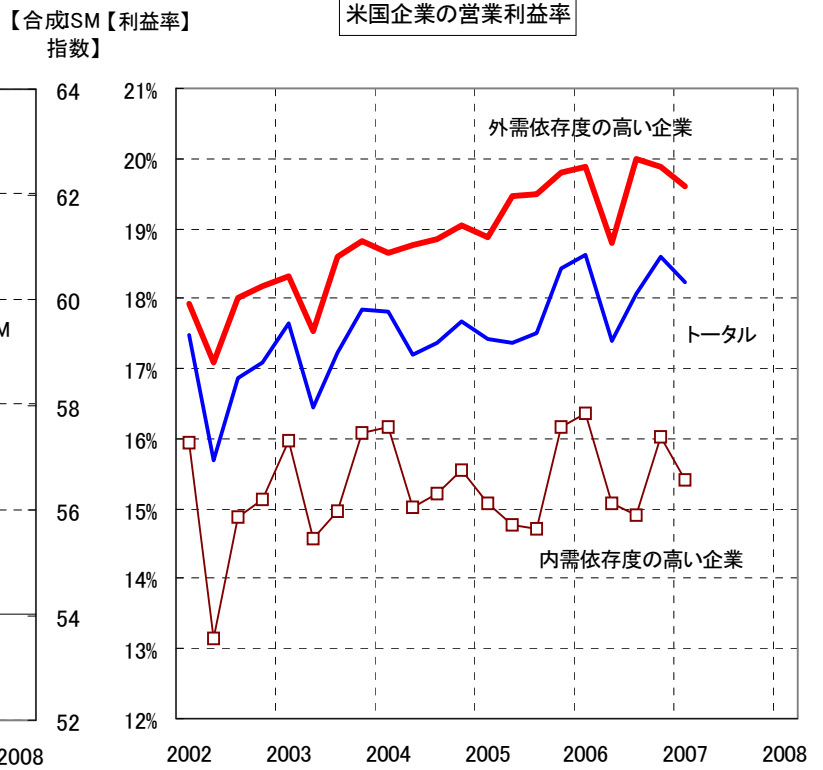
以上、米国の企業収益を取り巻く環境と今後の見通しを俯瞰してみたが、マクロ経済よりも外需依存度の高いマイクロの企業収益は、内需の下押し圧力は避けられないものの、強いモメンタムを維持する外需に下支えされ、当面は昨今騒がれるマクロ景気悲観論とは違った構図になるのかもしれない。ただし、エマージング諸国の力強い経済成長の持続性に関する検証は決して忘れてはいけない。
(12月18日記)

図1



(Datastream, bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成)

図3



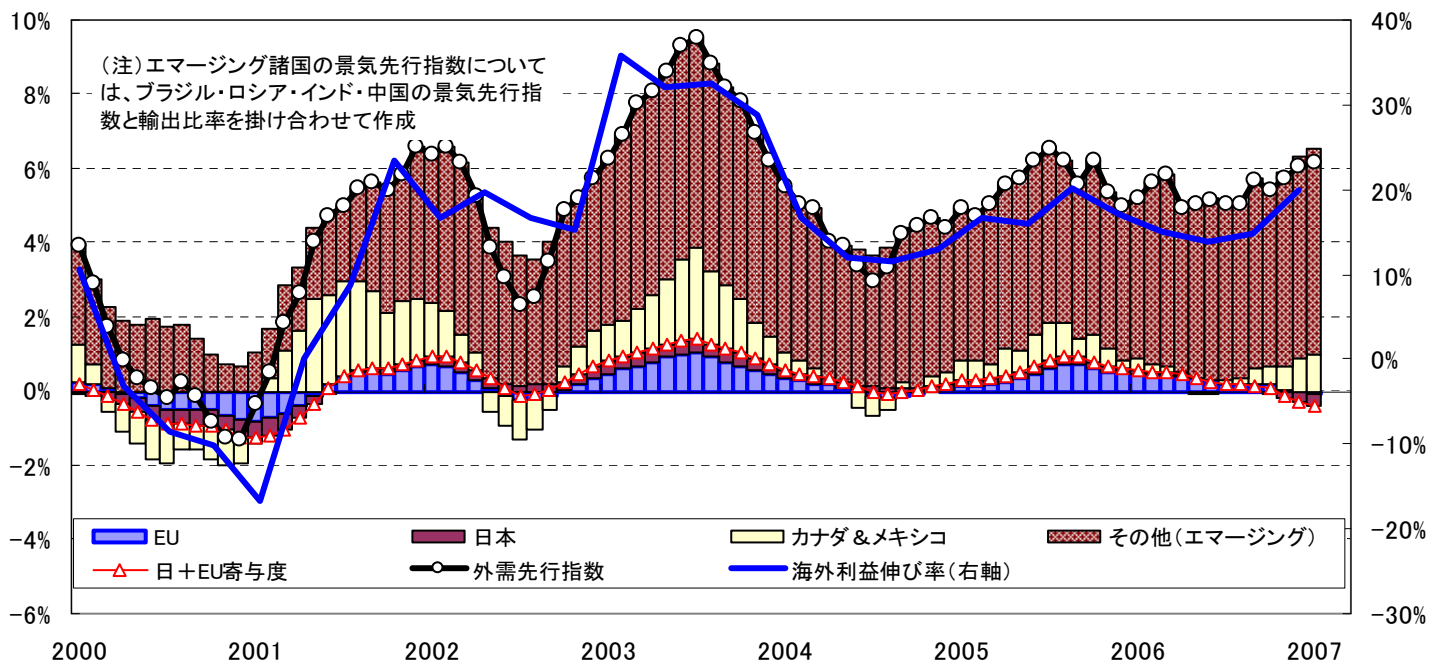
(Datastream, bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成)

図2

【外需先行指数
前年比】

米国の外需先行指数と海外利益の推移

【海外利益
前年比】



(FactSet, Datastream より三菱 UFJ 信託銀行作成)

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）