

日本株式

一本釣りの投資戦略

2018年11月22日

Chief Investment Office WM

居林通、日本株リサーチヘッド; 小林千紗、アナリスト; 青木大樹、日本地域CIO(最高投資責任者) daiju.aoki@ubs.com

- 我々は、今年は日本株式の戦略的資産配分を一貫して中立とし、やや慎重な姿勢を維持してきた。特にここまでの6カ月は、銘柄を厳選し、質の高い高配当株に注目するよう投資家に勧めてきた。
- だが、優良株の中には、少なくとも短期的には、妥当な水準以下までバリュエーションが低下したのものもあるため、今は投資妙味の高い個別銘柄に厳選投資する好機だと考える。
- 低水準の株価収益率(PER)(足元の水準は近年の下限近辺にある)と海外勢の大幅な売り越しは、日本株買いの好機となるケースが多い。

我々の見解

今年は日本株投資家にとって厳しい相場が続いている。市場のボラティリティ(変動率)がとりわけ高い中、日経平均株価とTOPIXはそれぞれ年初来4.4%、10.3%下落した。我々は、今年は一貫して戦略的資産配分を中立とし、やや慎重な姿勢を維持してきた。その根拠は2つある。まず、日本企業の利益がまもなく減速し始めると我々が予想していたことだ。2つ目は、業績が良好な企業の多くのバリュエーションは割高であったことである。そのため我々はここまでの6カ月は、銘柄を厳選し、質の高い高配当株に注目するよう投資家に勧めてきた。

だが、最近2つの事象から戦術的な投資機会が開けたと考える。1つ目は、予想を下回る企業業績を背景に、海外投資家が今年に入って9兆円もの日本株を売却したことだ(図表1参照)。アベノミクスを機に海外投資家の日本株の売買動向は買い越しとなり、2012年から2017年末までの累計買い越し額は約14兆円となっていた。したがって、海外投資家による今年の大規模な日本株売りは、アベノミクスと日本企業の業績見直しに対する悲観的な見方を反映したものだともみている。これは重要なことである。というのも、海外投資家の取引高は日本株全体の約70%を占めており、海外勢の大幅な売りは日本株買いの好機となるケースが多いからだ(2018年3月27日付レポート「政治的イベントが短期的な投資機会を提供する」を参照)。

2つ目は、2017年に高パフォーマンスを上げた銘柄(海外投資家が所有するクオリティ株)のバリュエーションが、米中貿易摩擦と企業利益の伸びに対する懸念を受けて、この3カ月に軒並み急落していることだ。パフォーマンスの上位銘柄と下位銘柄の今年のバリュエーション格差はここに来て2016年と同程度にまで縮小している。2017年にアウトパフォームした上位銘柄の2018年の株価収益率(PER)は、2017年の下位銘柄のPERを下回るまでに低下している(図表2参照)。2017年にアンダーパフォームした株式の多くは、海外投資家が好む銘柄ではなかったため、最近の株価急落による影響はさほど大きくなかったとみられる。

この結果、業績予想がまったく、あるいはほとんど変化していないにもかかわらず、一部のクオリティ株のPERは15%以上低下した。これは売られ過ぎの優良銘柄に対する戦術的な買い場になると考える。我々はこの6カ月間そうした機会をうかがってきた。

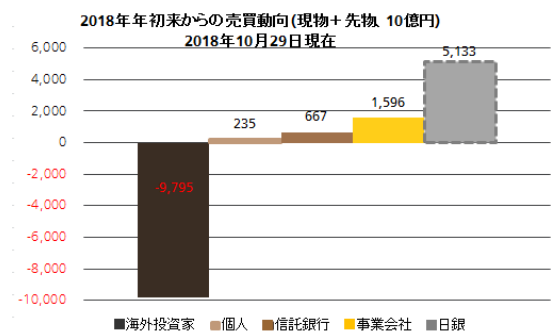
直近9月期に発表された決算は全般的なコスト上昇と売上減を受けて、

本稿は、Chief Investment Office WMが作成した“Japanese equities: Time for cherry picking”(2018年11月22日付)を翻訳・編集した日本語版として2018年11月28日付でリリースしたものです。本稿の末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要なものでは非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本稿に記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本稿中の全ての図表にも適用されます。

ベンチマーク/主要予想/投資テーマ

- CIOのベンチマークはMSCIジャパン指数である。
- 我々は、日本企業の2018年度(2019年3月期)当期利益を2%減益と予想する。
- 現在の日本企業全体のバリュエーションは適正水準だとみているが、近年のレンジのほぼ下限にある。
- 日本企業の利益の伸びは今後1~2年は減速するだろうが、短期的な悪材料は概ね織り込まれたと考える。

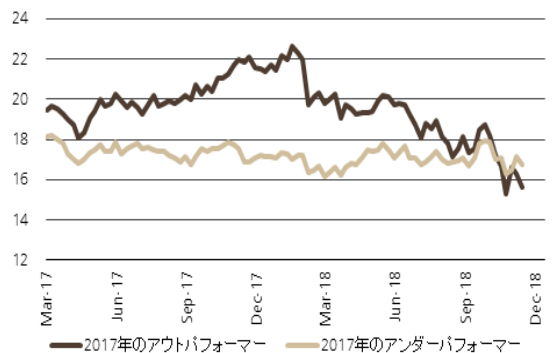
図表1: 2018年は海外投資家の売り越しが記録的な額に達した (単位: 10億円)



出所: ブルームバーグ、UBS、2018年11月現在

図表2: 2017年の日本株上位50銘柄は2018年にはPERが大幅に低下

(2017年のパフォーマンス上位50銘柄と下位50銘柄のPER、倍)



出所: ブルームバーグ、UBS、2018年11月21日現在

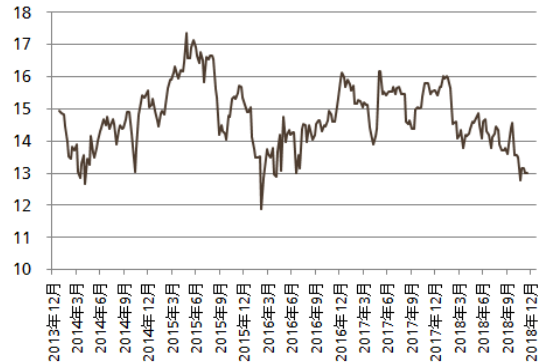
日本株式

我々が想定した通り、市場予想を上回る減速となった。だが平均PERはここ8年の下限にあり(図表3参照)、我々の保守的な利益成長予想(2019年3月期を2%減益、2020年度3月期は0%)からみてもバリュエーションの低下(すなわちPERの低下)は行き過ぎであると考える。

我々はグローバル資産配分で株式をオーバーウェイトとしており(日本株は引き続き中立)、最近の急落後に戦術的な買いの機会が到来するとみている。特に携帯電話部品メーカーや半導体製造装置企業など日本のテクノロジーセクターが売られ過ぎたと考えている。

米中貿易問題の行方は未だ不透明であり、貿易紛争は来年までもつれ込み、2019年1月に米国は2,000億米ドル相当の中国製品に対して関税を25%に引き上げるとというのが我々の基本シナリオだ。だが市場はこのシナリオをすでに織り込み済みのようだ。ブエノスアイレスで開かれる20カ国・地域(G20)首脳会議で事態が好転する可能性は低いとみられているため、もし何らかの好材料が出れば、上振れ材料になりうる。

図表3: TOPIXのPERは近年のトレーディングレンジの下値水準にまで低下
(12カ月先予想PER、倍)



出所: ブルームバーグ、UBS、2018年11月21日現在

Appendix

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS CIO ウェルスマネジメントリサーチが作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券株式会社（以下、「当社」）のほか、その業務委託先である 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。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ありますが、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。UBS AG（以下、「UBS」）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、本レポート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、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポート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。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、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。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。

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

UBS 証券株式会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 1.00%（税抜）、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.25%（税抜）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。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。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申込手数料があり、申込代金に対して上限 3.00%（税抜）です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬（信託報酬）があり、各ファンドの平均純資産額の年率 2.34%（上限）（ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。）およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等により負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場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。

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 1%または 1 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 2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先である UBS 銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等：ユービーエス・エイ・ジー（銀行）東京支店、登録金融機関：関東財務局長（登金）第 605 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

© 2018 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。