

# 日本株式

強気相場の賞味期限に注意

2019年11月15日

Chief Investment Office GWM

居林通、日本株リサーチヘッド; 小林千紗、アナリスト

- 魅力的なバリュエーションを踏まえ、我々は2019年4月以降、グローバル資産配分で日本株式をオーバーウェイトとしてきた。だが、こうした割安感は薄れてきたとみている。
- とはいえ、企業業績は回復基調にあることから、今後3カ月は日本株式のポジションを減らしていた海外投資家の買いが続くと見る。
- 2020年のマクロ経済環境は引き続き予断を許さないものであるため、我々はポートフォリオを見直し、必要な調整を行うことを推奨する。

## 我々の見解

ここ3カ月間の日本株式は、主要株式市場の中で特に好調なパフォーマンスを見せ、株価は14%近く上昇した。この日本株式の上昇には、3つの要因がある。第1に、2019年7月2日付の日本株式レポート「G20での貿易摩擦緩和で上値開ける」の中で述べた通り、日本株式は予想株価収益率(PER)で見ても、配当利回りで見ても明らかに割安であったので(図表1参照)、貿易摩擦をめぐる懸念が後退するにつれて見直し買いが進んだ。第2に、米中貿易交渉の進展を受けて、日本株式のウェイトを大きく引き上げていた海外投資家の買い戻しも進んだ。9月27日付日本株式レポート「株価上昇の後のひと休みの時期」の中で述べたように、海外投資家は2012年12月のアベノミクス開始以来、日本株式を積極的に買い、累計買越額は2015年半ばには約2兆1兆円に達したが、その後その大半を売り越している。しかし、この3カ月間で海外投資家は、現物・先物合わせて日本株式を約2兆5,000億円買い越しており、これが相場を押し上げたとみられる。第3に、最近の決算から日本企業の利益低下が底打ちしたことが示唆される。企業利益はここ1年半ほど減少が続いていたが、今後2~3・四半期後には前年同期比で成長率がプラスになると予想している(図表2)。

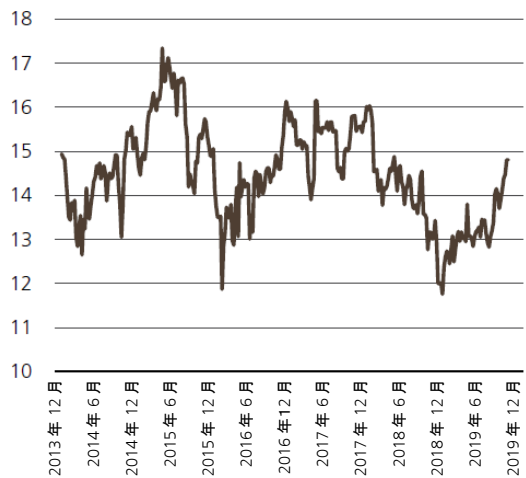
では、この相場上昇は今後も続くのだろうか？我々の見方はイエスとノーが入り混じっている。我々は日本株式にはまだ上昇余地があるとみている。企業利益の回復基調と米中貿易摩擦に対する投資家心理の改善を受けて、来年も海外投資家が資産配分を調整し、日本株式のアンダーウェイト幅を縮小する可能性が高いからだ。しかし、日本株式の12カ月先の業績予想に基づく株価収益率(PER)は13.5倍と、10年平均をやや上回る水準にある。さらに利益成長はプラスに転じるかもしれないが、回復ペースはまだ鈍い。図表2が示すように、最近の企業利益の落ち込みは2016年ほど深刻ではないため、急回復する可能性も低い。これらを踏まえ、我々は2019年度(2020年3月期)の当期利益を3%減益、2020年度(2021年3月期)は3%の増益と予想する。

## 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。
- 日本企業の2019年度(2020年3月期)の当期利益は3%の減益、2020年度(2021年3月期)の当期利益は、米中貿易摩擦の悪影響は考えられるものの、3%増益を予想する。
- 現在の日本企業の株価水準は株価収益率(PER)の10年平均並みである。日本企業の利益の伸びは、今後2~3四半期で回復に向かうと予想する。
- 足元のポートフォリオを見直し、必要があれば再構築する時期に来ていると考える。

## 図表1：日本株のバリュエーションの見直しは終わったとみられる

(12カ月先行予想株価収益率(PER)、倍)



出所：ブルームバーグ、UBS、2019年11月15日現在

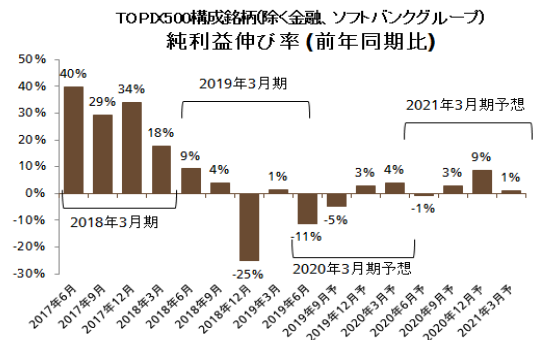
# 日本株式

さらに重要なことは、東京五輪終了後に民間および公的部門の需要が減退する等、2020年下期にかけて悪材料が予想されることだ。また安倍政権の軸足を憲法改正など他の政治目標に移る可能性もある。アベノミクスは日本経済を安定した成長軌道に乗せるほどの強さはなかったが、安倍政権は経済成長に重点を置き、インフレ率をプラス圏内に戻すことには成功した。さらに来年の米大統領選は、選挙の結果にかかわらず投資家の注目を集め、世界的な不確実性の要因になるだろう。大統領選の結果がどのような影響をもたらすかはまだ判断が難しい。トランプ大統領が再選されれば貿易摩擦は一段と激しくなるだろうが、民主党候補者が大統領に選出された場合は、ビジネス・フレンドリーな(企業に優しい)政策の実施は期待できないだろう。日米貿易協定は9月下旬の首脳会談で部分合意に達し、今後国会の承認を経て発効する。今回の部分合意では、米国が自動車セクターに影響が大きい工業品に対する関税を撤廃・削減する代わりに、日本は農産物市場について譲歩した。だが今回の合意には、日本側が求めていた自動車関税の撤廃は盛り込まれなかった。

結論としては、2020年はまだマクロ経済の不確実性が強いいため、投資家にはポートフォリオを見直して必要な調整を行うことを推奨する。日本株全体而言えば、投資家はどこまでこの上昇が続くのかを警戒する必要もある。2019年に入り大きくアウトパフォームした(その大半は年初に大きく出遅れていた)銘柄を利益確定し、世界の金融市場で起こる次の波に備えてポートフォリオの再構築を検討する時期が来ていると我々はみている。

**図表2: TOPIX500構成銘柄の純利益伸び率(四半期ベース)**

(金融、ソフトバンクグループを除く。%、前年同期比)



出所:ブルームバーグ、UBS、2019年11月15日現在

**図表3: 足元の株価は予想される今後の業績回復をある程度織り込んでいるとみられる**

濃茶:日経平均

薄茶:TOPIX500の当期利益(12カ月先行予想)、金融、ソフトバンクグループを除く(兆円)



出所:ブルームバーグ、UBS、2019年11月15日現在

## 本レポート作成会社の監督当局

UBS Securities Japan Co. (UBS証券株式会社)は金融庁(FSA)の監督下にあります。

## 本レポート配布会社の監督当局

本レポートはお客様が銀行取引関係を有するUBSグループ会社により配布されました。配布会社の正式名称とその監督当局は本書末尾の「免責事項と開示事項」に記載されています。

## Appendix

### 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(UBS 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。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、保有期間等によりご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

© 2019 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。