

日本株式

強気に振れたセンチメントの今後を占う

2019年12月30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;

- 米中貿易摩擦に対する懸念が後退し、投資家心理が改善した結果、大半の好材料は織り込まれたと考える。今後3~6カ月は絶対値ベースで上値余地が限られると予想する。
- 我々は主に次の3つの理由から、短期的な上値余地は乏しいとみている。株価バリュエーション、企業利益の伸び悩み、そして2020年は日本株式に対する海外投資家の投資意欲が減退するとみられる点である。
- 2020年は、質の高い安定配当銘柄や、組織改革を行う可能性が高い企業を推奨する。
- ユーロ圏株式と比べるとバリュエーションが魅力的なため、グローバル資産配分では日本株式を引き続きオーバーウェイトとする。

我々の見解

我々は約1年前にリリースした日本株式レポート「変動の先に投資機会」(2018年12月28日付)の中で、2018年は予想EPS(1株当たり利益)に基づくTOPIXのPER(株価収益率)が12倍を下回り、投資家心理が大きく冷え込んだが、2019年はその分上振れするだろうと予想した。1年後の今、米中貿易摩擦に対する懸念が後退し、投資家心理が大きく改善した結果、大半の好材料はすでに織り込まれたものと考えている。したがって、今後3~6カ月間は上値余地が限られると予想する。

短期的に上値余地が乏しいと考える3つの理由

我々は主に次の3つの理由から、短期的な上値余地は乏しいと考える。1つ目は、12カ月先予想PERがTOPIXで15倍、日経平均で17.5倍と、過去10年間の平均を上回っており、S&P500種株価指数のPERに追いつきそうな水準にまで上昇していることである(図表1参照)。

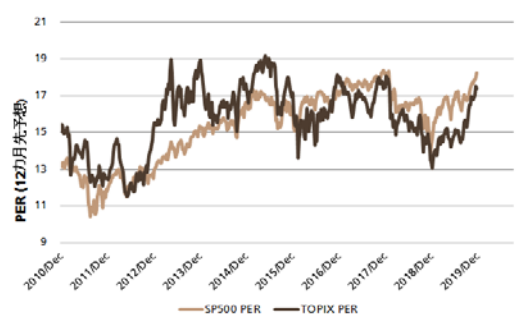
2つ目は、米中貿易摩擦による日本企業へのプラス効果が限定的であり、2020年度(2021年3月期)の増益率は、市場予想の6~8%に対して我々は3~4%増にとどまると予想していることだ(図表2参照)。米中貿易紛争の結果、中国のITハードウェアやソフトウェアは国産化が加速するとみている。中国政府はインフラ投資やサービス産業を後押しするなど今後さらに国内経済へのテコ入れを図り、これが中国の国内中心企業の追い風となるだろう。

3つ目は、海外投資家の動向である。直近4カ月で日本株式を最も積極的に購入していたのは、2018年に日本株式をアンダーウェイトにして大幅に売り越していた海外投資家である。我々の予想通り、海外投資家は2018年8月以降日本株式を5兆円以上買い越したが、その大半は現物株ではなく先物の買い戻しであるとみられる。企業利益の回復見通しが緩やかな水準にとどまるため、足元の上昇相場が終われば、海外投資家は日本株式への資産配分を減らす可能性がある。

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。

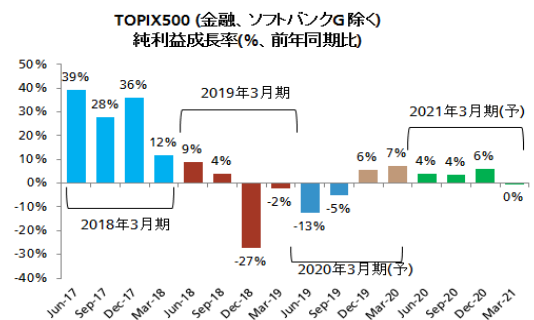
図表1: TOPIXのPERはS&P500種株価指数のPERに追いつこうとしている
(TOPIXとS&P500種のPER)



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年12月30日現在

図表2: 我々の四半期純利益予想は利益成長の低迷を見込む

(純利益成長率(金融、ソフトバンクGを除く)、%、前年同期比)



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年12月30日現在

日本株式

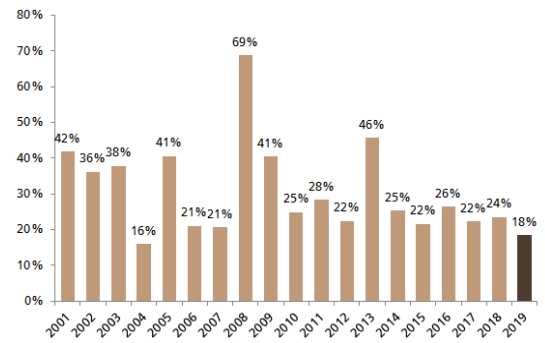
2019年の株式市場は、2004年以來の狭いレンジ取引に終始した(図表3参照)。日銀のETF買い入れと企業の自社株買いにより下値は限定的であったが、他方、米中貿易摩擦により上値も抑えられた。我々は2019年4月から欧州株式に対して日本株式をオーバーウェイトにしており、セクター別では、米中貿易摩擦の緩和を背景に、中国依存度が高い半導体や機械、消費財などを有望視してきた。

12月までの4カ月にわたる株価反発で、大半の好材料はすでに織り込まれたものとみている(図表4および5参照)。よって、今後は質の高い安定配当銘柄など、バリュー株に投資の軸足を移すことを推奨する。景気サイクルはピークを過ぎた可能性が高く、今の超低金利環境を考えると、グロース株のバリュエーションがここからさらに上昇する余地は乏しいとみる。むしろ、足元のバリュエーションが10倍程度で配当利回りが2~3%のバリュー株への投資を検討するとよいだろう。

2020年は組織改革が加速

2020年は日本企業の組織改革が進むと考える。2019年5月24日付の日本株式レポート「組織改革が日本企業の生きる道」の中で、企業の貸借対照表にはキャッシュが積み上がり、株価収益率(ROE)が低下し続けていることから、今後2~3年における成功の鍵を握るのは組織改革であると述べた。我々は、企業にとって資金の最善の使い道の1つは、上場子会社の完全子会社化、あるいは非中核上場子会社を売却した後の自社株買いであると考えている。歴史的な経緯から、日本の大企業は親会社に一時利益をもたらすために、あるいは子会社の経営者と従業員のインセンティブを高めるために、東京証券取引所に子会社を上場させてきた。現在、日本には250社ほどの子会社が上場しているが、経済産業省が最近発表した「グループ・システム・ガバナンスに関する実務指針」の中でも、親会社と上場子会社の一般株主との間に利益相反リスクがあることが指摘されており、こうした子会社の多くは第三者に再取得または売却される可能性があると考えられる。2020年には、従来型の事業再編のみならず、デジタル・トランスフォーメーション(DX)と呼ばれるIT技術先導の組織改革を行う企業も増えることが予想される。

図表3: 2019年は非常に狭いレンジでの取引となった(年間の高値と安値の差額/年間平均値、%)



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年12月30日現在

図表4: 現在の株価は予想される利益回復をある程度反映している

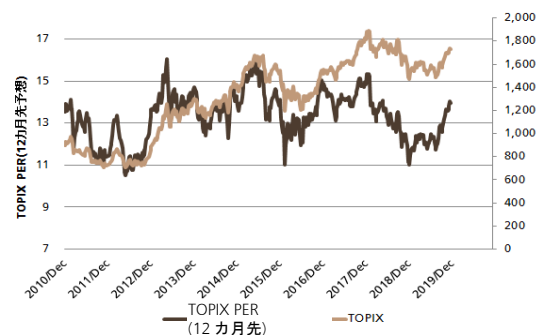
(TOPIXと12カ月先予想EPS)



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年12月30日現在

図表5: 日本株式のバリュエーションの見直しは終わりそう

(TOPIXと12カ月先予想PER、倍)



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年12月30日現在

日本株式

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)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社(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なく、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。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のですが、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。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。

UBS 各社(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、本人または代理人等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。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

当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 1.10%(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。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、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)(最大 2.34%(税込・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。

「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)の運用報酬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。

日本株式

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。

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。

© UBS 2020 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。

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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号