

日本株式

株価上昇の後のひと休みの時期

2019年9月27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。
- ここ5週間の日本株式は、主要株式市場の中でも特に好調なパフォーマンスを見せ、株価は10%超上昇した。この相場反発は、国内要因よりもむしろ、米国の利下げや日米貿易交渉の部分的な進展をプラス材料に、投資家センチメントが改善したことが背景にあると考える。
- その結果、日本株式の株価収益率(PER)は、過去平均に比べて16%低い水準から5%下回る程度にまで改善している。今なお過去平均値よりは低いが、PERは足元で12.9倍と、8月中旬の11.7倍からは上昇している。我々は日本株式のオーバーウェイトは維持するが、一部銘柄を日本株選好リストから外し、利益確定売りを行う。

我々の見解

ここ5週間の日本株式は、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10%超上昇した。この相場反発は、国内要因よりもむしろ、米国の利下げや日米貿易交渉の部分的な進展をプラス材料に、投資家センチメントが改善したことが背景にあると考える。

日本株式の投資家は、8月後半には、米中貿易問題や円高の進行を受けて弱気だった。2019年8月22日付の日本株式レポート「米中の狭間で立ち位置を探る日本株」の中で、我々は、米中貿易摩擦による日本への直接的な経済的影響は限定的だが、対米ドルでの円高進行が不安材料になるだろうと述べた。さらに、市場は米中貿易摩擦と円高による悪影響の大半をすでに織り込み済みで、「現在のマーケットは、バリュエーションが割安で、質の高い銘柄を拾う好機」とも指摘した。

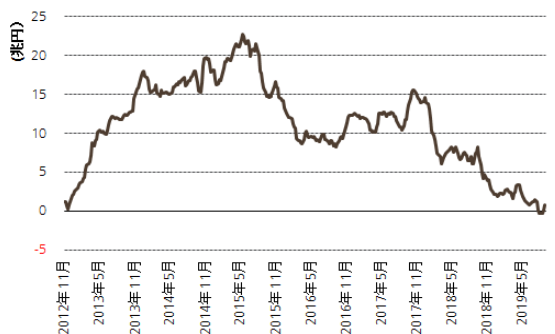
最近の相場上昇は日本株式の見直し買いによるもので、PERや株価資産倍率(PBR)が低く、配当利回りが高い銘柄が相場を押し上げている。その結果、日本株式の株価収益率(PER)は、過去平均を16%下回る水準から、足元では5%下回る程度にまで改善している。今なお過去平均値よりは低いが、PERは足元で12.9倍と、8月中旬の11.7倍からは上昇している。ただし、年初来のパフォーマンスで他の市場に比べた場合、日本株の出遅れを完全に埋めるほどではない。

今年に入り日本株のポジションを大きく減らしてきた海外投資家からも、買い意欲が見られる。海外投資家は、今年1月から8月までに、約4兆円の日本株式を売り越した。つまり、海外投資家は、2012年12月にアベノミクスが開始して以来、日本株を積極的に買い、累計買越額は2015年半ばには約21兆円に達したが、その後、その大半を売り越している(図表1参照)。

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-4%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、1%増益を予想する。
- 現在の日本企業の株価水準は割安であるとみている。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。
- 短期的な悪材料は概ね織り込み済みと考える。

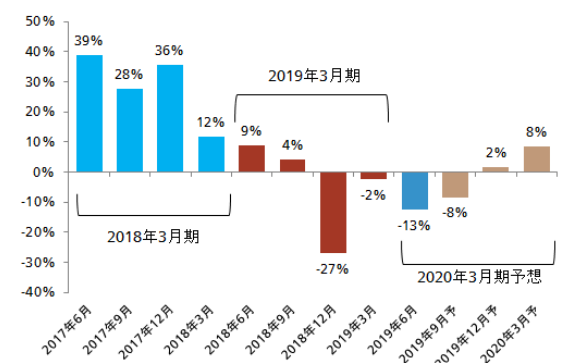
図表1: 海外投資家は、アベノミクス開始以降に買い越した日本株の大半を売り越している (兆円、現物+先物)



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年9月26日現在

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9月26日現在

日本株式

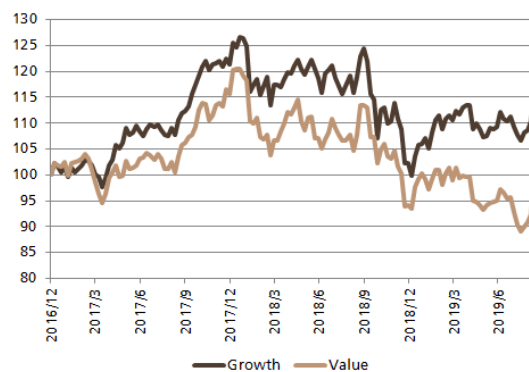
では、日本市場は海外勢にとってかつてのアベノミクス初期のように魅力的になるだろうか？おそらく、当面はそれはないだろう。当面は、特段の上昇要因は見当たらず、日本企業全体が海外企業のパフォーマンスを上回るには時間がかかるだろう。だが、株価バリュエーションは魅力的である。我々は企業収益の回復を背景に、来年はバリュエーションが上昇するとみている。7-9月期の決算が出揃う10月末までは、企業収益が回復し始めたかどうかを確認することはできないため、株式市場は最近の急上昇のペースは維持できないだろう。

今回の相場回復は、投資家センチメントが改善したためと考えられることから、貿易摩擦の影響や交渉の行方に対して市場が悲観的すぎたことが伺えるが、今回の反発から、そうした過度な悲観論はいくぶん後退したものとみられる。結果として、我々の日本株選好リスト(EPL)から一部の推奨銘柄を外し、利益確定売りを行う。

過去のレポートでも述べた通り、企業収益が回復し(図表2参照)、米中貿易摩擦が解消すれば、海外投資家が日本株に回帰すると思われるため、来年は日本株式が上昇する可能性が高いと考えている。また図表3および図表4が示す通り、高配当銘柄とバリュエーション株に投資妙味があるとみている。この2つのグループは市場を大きくアンダーパフォームしており、目先の悪材料に対する投資家の懸念が和らげば揺り戻しが起こるとみている。加えて日本株式の配当利回りは、総じてS&P500種株価指数構成企業よりも高い(図表5参照)。この配当利回り格差は2012年のアベノミクス開始以降、最も拡大している。したがって、日本株式は、2012年当時のように、割安水準にあるとみている。

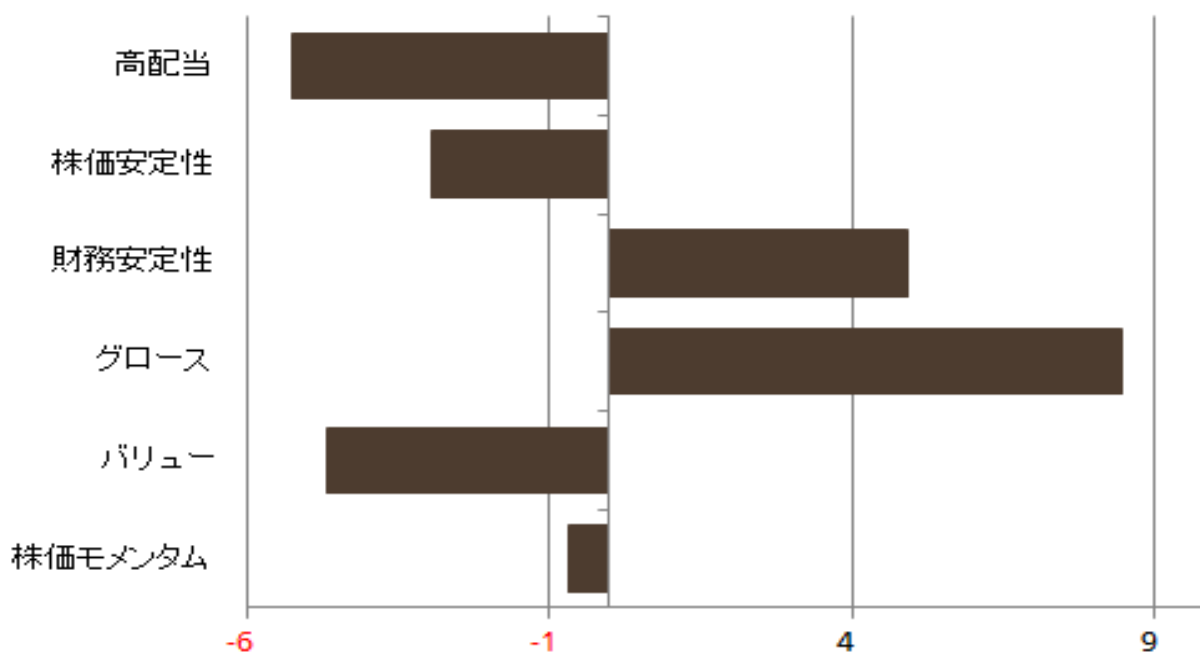
図表3: 日本のバリュエーション株は、依然としてグロース株をアンダーパフォームしている

(MSCI バリュエーション株指数とグロース株指数、2016年1月=100)



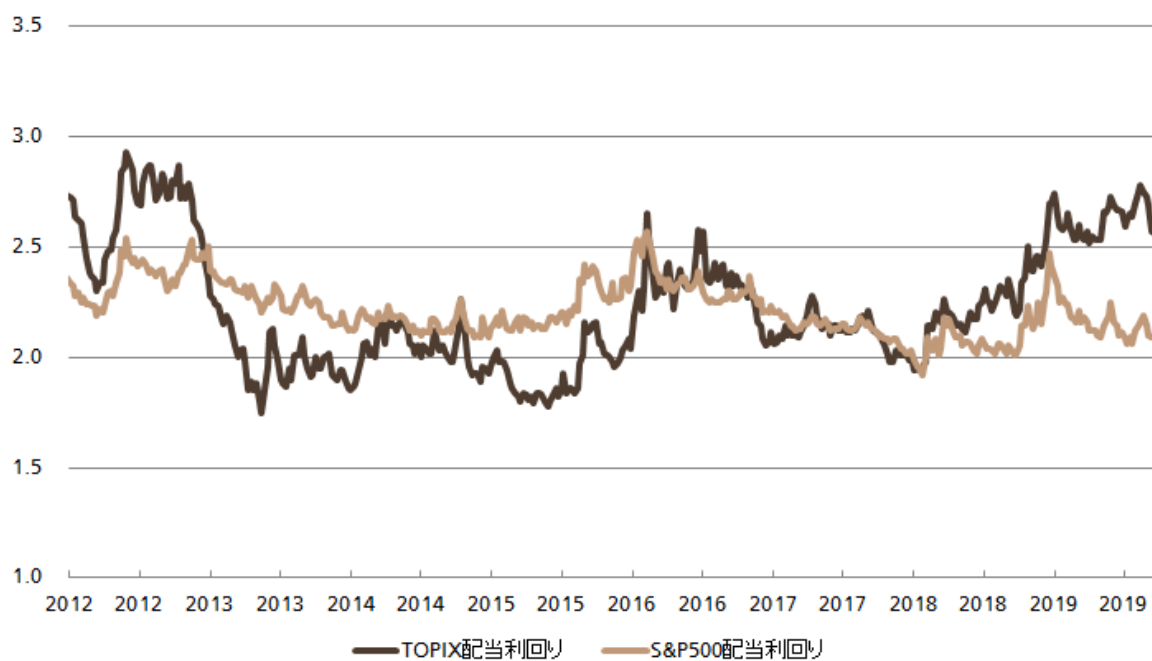
出所: ブルームバーグ、UBS、2019年9月26日現在

図表4: 日本株のスタイル別の累積リターン: 高配当株とバリュエーション株のパフォーマンスは、依然として市場を下回っている



出所: MSCIスタイル指数

図表5: 日米の配当利回りギャップは2012年以降で最大に
(12カ月先予想配当利回り、%)



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年9月26日現在

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。