

日本株式

日本株が売られ過ぎである3つの理由

2020年3月17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; 青木大樹、日本地域CIO(最高投資責任者) daiju.aoki@ubs.com

- 日経平均株価は3月13日に17,431円をつけ、1週間で16%の急落、年初来で26%下落した。ボラティリティ(相場の変動率)は2008年の世界金融危機時に匹敵する。
- TOPIXの株価資産倍率(PBR)は0.83倍と、世界金融危機時の0.8倍に近づいており、投資家がリーマンショック級の大暴落を織り込んでいることを表している。だが、各国中銀の緩和策や政府による財政支援効果から、懸念される大暴落は回避できると考える。
- 信用危機は潜在的なリスクだが、追加金融緩和策によりその可能性は低く、黒田総裁も流動性を潤沢に供給すると述べている。

3月2日付けの日本株式レポート「押し目買いに備える:下値は限定的」をリリースした時点では、日経平均株価は21,344円で取引されていた。しかし、それから2週間足らずの3月13日に同指数は17,431円をつけ、1週間で16%の急落、年初来で26%下落した。ボラティリティは2008年の世界金融危機時に匹敵する。今回の相場下落の原因は、新型コロナウイルスの感染拡大と、それが観光業をはじめ広く経済に与える影響が懸念されたからである。

3月13日現在、月初来の下落率は17.6%と過去20年で2番目の下げ幅を記録した(図表1参照)。過去のバリュエーションと今後政府や中央銀行からの支援が拡充されるとの見通しを踏まえると、市場は売られすぎだと考える。

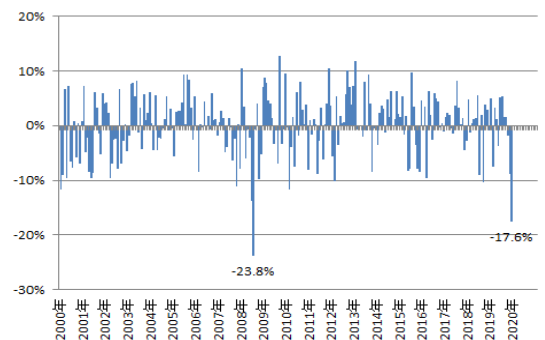
我々は3つの要因から、日本株式はここから上昇基調をたどると考える。1つ目は、徹底した封じ込め策に踏み切る国が増えていることから、感染拡大はいずれ収束に向かうと予想されることだ(図表2参照)。個人の移動制限が発動された結果、まず中国で、続いて韓国もここ2週間で新規の感染者数が減少傾向を示している。中国の事例は、こうした感染拡大防止策が一定の効果を発揮したことを示している。日本では検査数が増えれば新たな感染者数が増える可能性もあるが、同様の感染拡大防止策が実施されているため、今後2カ月間で感染者数は減少し始めるだろう。

2つ目に、株価が急落したため、今後は売り圧力よりも買い圧力が高まる公算が大きい。2019年下期に6兆円を買い越した海外投資家は、今年に入り日本株式を4兆円近く売却し、最大の売り手となっている。大半の海外投資家はここ5~6週間で大部分のポジションを解消した。一方、日銀は過去4週間で1兆円相当のETFを買い越し、さらに、3月16日に前倒した金融政策決定会合で、ETFの買い入れ額を現行の年間6兆円から12兆円に倍増することを決定した。また世界最大の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)も株価急落を受けて日本株式を再度買い進めるものとみられる。

ベンチマーク/主要予想/投資テーマ

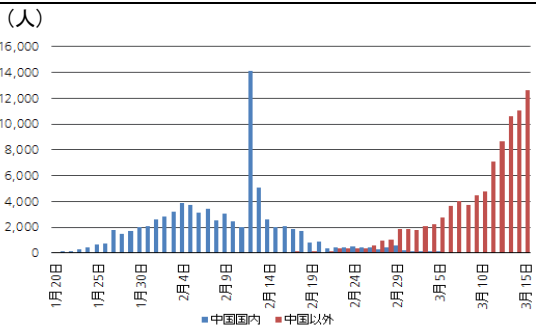
- CIOのベンチマークはMSCIジャパン指数である。
- 日本企業の2019年度(2020年3月期)の当期利益は12%の減益を予想。2020年度(2021年3月期)については、新型コロナウイルスの影響が今後4~6カ月で沈静化すると予想して6%増益を見込む。
- 現在の日本企業の株価水準は株価収益率(PER)の10年平均を大きく下回っている。日本企業の業績は今後2~3四半期で一時悪化した後、回復に向かうと予想する。
- 足元のポートフォリオを見直し、必要があれば再構築する時期に来ていると考える。

図表1: 日経平均の月次リターン推移(過去20年)
(%、2020年3月は3月13日まで)



出所:ブルームバーグ、UBS、2020年3月16日現在

図表2: 中国および中国以外の新規感染者数



注記: 計算日は中国時間。日本の合計数にはダイヤモンド・プリンセス号の感染者数を含む。

出所: Wind、UBS、2020年3月16日現在

日本株式

3つ目に、バリュエーションで見た足元の株価は適正価格を大きく下回っている。過去の株価純資産倍率(PBR)と比較すると(図表3参照)、現在のPBRは2011年の東日本大震災後の水準を下回っている。過去の事例を見てみると、ここまでバリュエーションが下がると、状況がいったん改善し始めれば安心感から反発に転じている。

TOPIXのPBRは0.83倍と、過去20年で最低水準である世界金融危機時の0.8倍に近づいており、投資家がリーマンショック級の大暴落を織り込んでいることを表している。だが、各国中銀の緩和策や政府による財政支援効果から、懸念される大暴落は回避できると考える。また、企業の手元資金は厚く(資産の平均13%が現金および現金同等物)、負債比率も低い(負債資本倍率は過去最低水準の1.3倍と、米国の1.8倍や欧州の1.7倍を下回る)ことから、日本企業のバランスシートは健全で、景気後退を十分切り抜けられるとみている。この相場下落を自社株買いの好機と捉えることができる優良企業は、新型コロナによる混乱を乗り越えられる有利な立場にあると考える。

リスク要因

東京オリンピックは重要なリスクの1つである。新型コロナの感染拡大が数週間以内に収束しなければ、今年夏に予定されている開催が1年または2年延期される可能性がある。東京オリンピックの景気押し上げ効果が最も際立つのは開催年であるため、延期となれば2020年の企業業績の下押しにつながる可能性が高い。

今回の感染拡大により、対面販売からオンラインショッピングへと消費者行動がシフトしており、この傾向は定着するだろう。これは、オンラインで存在感が小さいブランドにとっては下押し圧力となり、オンライン売上が高い企業にはプラス材料になる。旅行業界も打撃を受けており、訪日客の減少が当面続く可能性がある。しかし、状況が改善すれば業績回復も可能である。2011年の東日本大震災後に安倍政権はビザ発給要件を緩和しており、訪日客は3倍に増加している。

もう1つのリスクは信用危機だが、追加金融緩和によりその可能性は低く、黒田総裁も流動性を潤沢に供給すると述べている。我々は、金融機関が貸出態度を引き締めるかどうかを判断するうえで、クレジット市場を注視している。信用リスクの評価には、米国ハイイールド債のスプレッドが目安になると考える。

投資戦略

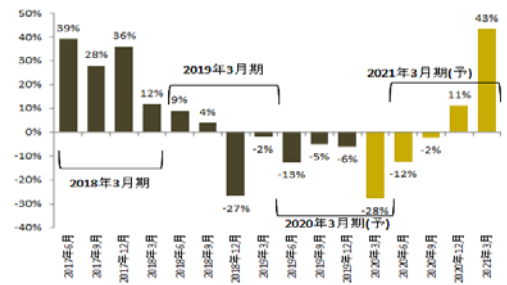
コロナの感染拡大が年末までに概ね収束し、それまでに市場が回復するという我々の見方に基づき(図表4参照)、次の戦略を提案する。1つ目は、調整局面を利用して、質の高い日本企業を割安価格で買うことである。2つ目は、今年の水準が低いことによるベース効果や事業再編、技術的な優位性等から利益を大きく伸ばすと期待される企業を選別する。当面はボラティリティが高い状況が続く可能性が高く、投資家もその点に留意が必要である。

図表3: TOPIXと1株当たり純資産額 (円)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年3月16日現在

図表4: TOPIX500構成企業の純利益伸び率 (金融機関とソフトバンクグループ除く、%、前年同期比)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年3月16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・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ありません。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。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ます。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。

日本株式

「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場合があります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号