

日本株式

日本株のパフォーマンスはなぜアジア株に負けるのか

2020年2月25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)

- 我々は、グローバル資産配分でユーロ圏株式に対して日本株式をオーバーウェイトにしていたが、このポジションを解消する。
- 新型コロナウイルスの感染拡大が2020年1-3月期(第1四半期)の企業利益に重石となり、今後数四半期先まで不透明感が残るだろう。だが、新型コロナウイルスの影響は重大ながらも、一時的なものにとどまると考える。
- 日本株式の投資家には、銘柄を厳選して投資することを勧める。配当の質の高い銘柄や、米中貿易協議の第1段階合意の署名後も株価の戻りが遅い企業を推奨する。

我々の見解

2019年12月30日付の日本株式レポート「強気に振れたセンチメントの今後を占う」の中で、大半の好材料は織り込み済みであり、今後3~6カ月は上値余地が限られると指摘していた。日経平均の株価収益率(PER)が過去10年間の平均を大幅に上回っており、海外投資家の投資対象は日経平均の構成銘柄である大型株が中心で、TOPIXや広く他の市場の銘柄にまで広がっていないからである。そのため、我々は配当の質の高い銘柄に注目し、投資家心理が反転し株式バリュエーションが低下する局面に備えた。

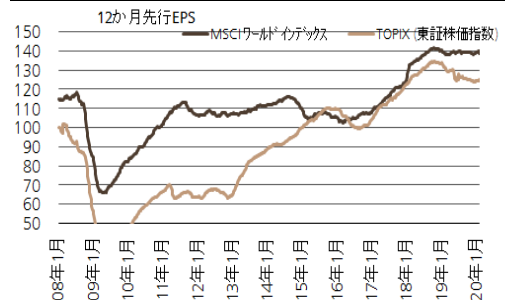
2020年は年初から、新型コロナウイルスの感染拡大とそれを受けた中国の工場閉鎖が日本株式を襲った。だが、最近の日本株式の冴えないパフォーマンスは、コロナウイルス以前の2019年第4四半期(10-12月期)の企業利益が落ち込みはじめ、純利益が対前年同期比で6%減となったことも要因である。純利益は2018年第4四半期に前年同期比27%減少していたことを考慮すると、2019年第4四半期もさらに6%低下したのは予想外の悪材料だった。さらに、2019年第4四半期の国内総生産(GDP)成長率が前期比年率換算で-6.3%となったことも、海外投資家にとっては想定外だったかもしれない。このマイナス成長は、昨年10月に日本を襲った大型台風による記録的な被害や暖冬による影響が大きい。しかしながら、今後発表される2020年第1四半期決算には新型コロナウイルスの感染拡大による悪影響が影を落とす公算が大きく、今後2~3四半期にわたりさらに不透明さが増すとみられる。

では、株式市場は回復するだろうか？我々はその可能性は高いと考えるが、投資家は銘柄を慎重に選び、適切な投資タイミングを見極める必要がある。大半の日本企業は決算期末を3月末としているため、新型コロナウイルスの影響の大半は今期中に現れ、2021年3月末に終了する事業年度(2021年夏に開かれる東京オリンピック期間が含まれる)には企業利益が回復すると予想する。

ベンチマーク／主要予想／投資テーマ

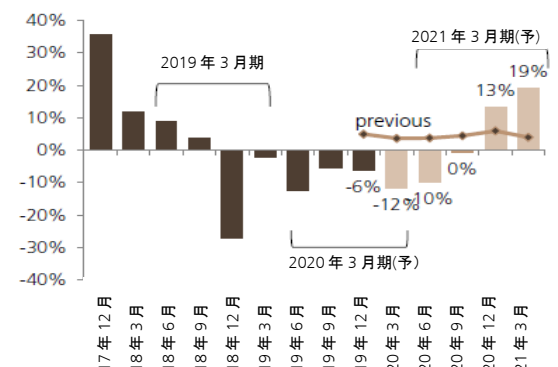
- CIOのベンチマークはMSCI ジャパン指数である。
- 日本企業の2019年度(2020年3月期)の当期利益は9%の減益、2020年度(2021年3月期)の当期利益は、米中貿易摩擦の悪影響は考えられるものの、4%増益を予想する。
- 現在の日本企業の株価水準は株価収益率(PER)の10年平均並みである。日本企業の利益の伸びは、今後2~3四半期で回復に向かうと予想する。
- 足元のポートフォリオを見直し、必要があれば再構築する時期に来ていると考える。

図表1: TOPIX500と世界株指数のEPS
(12ヶ月先行EPS)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年2月21日現在

図表2: TOPIXの当期利益予想を下方修正した
(当期利益前年同期比伸び率、金融とソフトバンクグループを除く)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年2月21日現在

日本株式

2019年第4四半期(10-12月期)には企業利益がすでに悪化していたため、一部で見送られていた消費や設備投資が持ち直す可能性があることから、2020年後半には企業利益は10~15%成長すると期待される。株価がいますぐV字回復するとみるのは時期尚早だが、年後半にその可能性はあると考える。

海外投資家は様子見姿勢

だが、日本の経済情勢は弱く、海外投資家は当面、日本株の買いを控えるだろう。昨年後半に日本株を買い越し、各国市場に引けを取らぬパフォーマンスをもたらしたのは海外投資家だが、今年前半は様子見姿勢を続けるとみている。

図表1からわかる通り、1株当たり利益(EPS)で見た日本企業の利益は、長期的には世界の景気サイクルの影響を大きく受けやすく、12カ月先業績予想に基づくEPSが最近下方修正されたことは、日本企業の利益が売上高に大きく左右されることを示唆している(固定費が高いため)。各国の当期純利益率を比較した図表3からは、日本企業の利益率が(過去の平均から見れば高いが)各国市場を大きく下回っていることがわかる。低い利益率は利益のブレが大きいことを意味するため、日本は新型コロナウイルスの影響を受けやすいと海外投資家が評価しているものと考えられる。各市場の利益予想のボラティリティ(標準偏差)を計算したところ、日本企業の利益は、大半の諸国よりも変動しやすいことがわかった(図表4参照)。これが、日本株式が今年、中国株さえもアンダーパフォームしている理由であり、市場で不透明性が高まっている時に海外投資家が日本株式を敬遠しがちな一因だろう。

海外投資家による売りにもかかわらず、日本株式は自社株買いや日銀のETF買い入れプログラムで下支えされており、日経平均とTOPIXは年初からそれぞれ2.1%と3.2%の下落にとどまっている。だが、海外投資家の投資を再び呼び込むのに、この程度の調整幅では不十分である。したがって、投資家にはもう一段の下げを待つか、中国の生産工場の操業再開など事業環境が明らかになるまで海外投資家は様子見となるだろう。

第4四半期の利益悪化を受けて、2019年通期予想を下方修正

最近発表された第4四半期の決算は、明らかに期待外れだった。純利益が対前年同期比で5%成長すると予想していたが、実際には売上高が3%低下したため純利益は6%減少した。売上高の減少だけでなく、減価償却費や研究開発費、在庫といった費用増加も日本企業の足かせとなっている。こうした費用増は今後2~3四半期も続くと思われる、さらに新型コロナウイルスの感染拡大が売上高に影響する可能性も高い。よって、今後2~3四半期は冴えない決算が続くだろう。

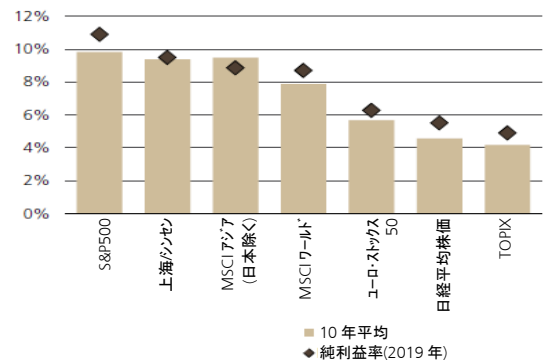
以上のことから、日本株式の投資家には銘柄を厳選して投資することを勧める。株式市場全体が大きく上昇するとは考えていないが、ここから大きく下がるともみていない。したがって日本株式で成功する鍵を握るのは、銘柄選別だと我々は考えている。

2019年第4四半期決算を受けて、我々は、2020年3月期と2021年3月期の純利益の成長率予想をこれまでの-3%と+3%からそれぞれ-9%と+4%に修正した。2021年3月期の純利益予想が上振れしているのは、2020年3月期予想を下方修正したことによるベース効果である。

株式バリュエーション

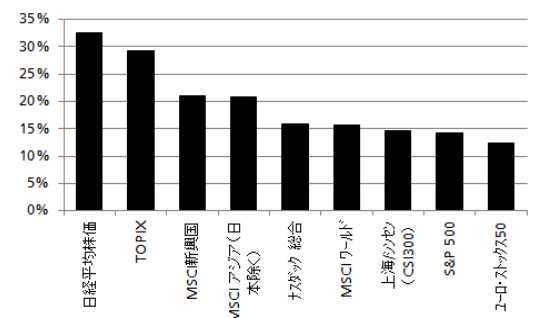
利益予想が伸び悩む中で投資タイミングをうまく計るためには、株式バリュエーションが重要である。現在、市場の利益予想に基づく日経平均とTOPIXの株価収益率(PER)は、過去10年間の平均を上回っている(図表5参照)。TOPIXは平均をわずかに上回る程度で、割高感は薄い。だが、今後2~4四半期は利益見通しが不透明なことを踏まえると、このバリュエーションで十分に魅力的だとは言えない。

図表3: 日本企業は他国に比べて利益率が低い
(2019年の純利益率と10年平均)



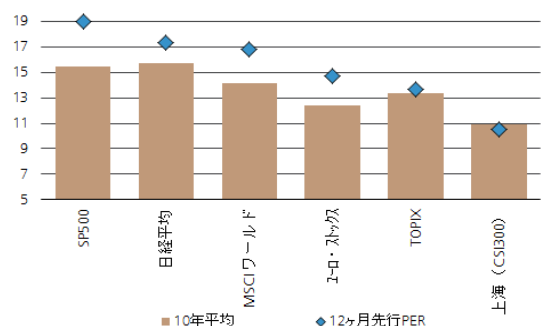
出所: ブルームバーグ、UBS、2020年2月21日現在

図表4: 日本株式の利益ボラティリティは他の市場よりも高い
(企業利益予想の年率換算の標準偏差)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年2月21日現在

図表5: 日本株式は10年平均を上回る株価水準で取引されている
(株価収益率(PER)、倍)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年2月21日現在

配当の質に注目する戦略については、2020年1月28日付日本株式レポート「配当の質に注目するアップデート」の中で取り上げている。

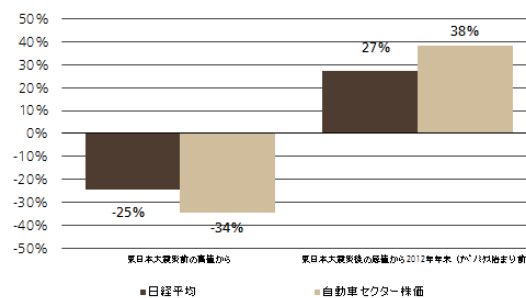
回復局面を予想

日本企業は需要、生産、サプライチェーンにおいて深刻な問題に直面しているが、2011年の東日本大震災など過去の経験が参考になる。当時、地震の被害が大きかった地域で一部の重要な部品を生産していた日本の自動車メーカーは、サプライチェーンの途絶で深刻な事態に陥った。また2011年下期にタイを襲った大洪水でも、日本の自動車メーカーは打撃を受けた。この時は世界のサプライチェーンが断ち切れ、結果として自動車メーカーの利益は大きく減少した。この間、日経平均は急落したが、自動車株はベンチマーク指数を上回る下げを経験した。だが、2012年（アベノミクスが始まる前）には日本株式は回復し始め、自動車株は日経平均をアウトパフォームした。

現在、企業利益の見通しは2016年以降初めて低迷しているが、日本企業は向こう1年で新型コロナウイルスによる悪影響から立ち直ることができる。ここ2~3カ月間はさらに悪いニュースが噴出するかもしれないが、大型台風の影響を受けた2019年10-12月期の企業利益がすでに期待外れであったことも、企業利益を押し上げる一因となるだろう。大事なことは、いつ投資するかということである。我々は昨年末から日経平均の上昇余地には慎重な立場であり、現時点でもやや割高だと考えている。だが、低調な2020年第1四半期決算が織り込まれた時に、悪材料を受けて下落した優良銘柄を拾えるよう準備しておくことを勧める。

図表6: 2011年東日本大震災時のサプライチェーン途絶に対する株価の反応

(日経平均株価指数と日本の自動車株、%)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年2月21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もありません。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。

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