

日本株式

押し目買いに備える: 下値は限定的

2020年3月2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;

- 日本株式の投資家にとって、今回の急落局面は銘柄を厳選して買いを入れる好機とみる。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。
- 新型コロナウイルスが最も大きく企業業績を押し下げるのは今年1-3月期(第1四半期)であり、年後半以降は業績が緩やかに回復し始めるものと予想する。2021年上期は、今年の業績低迷からのベース効果や累積需要の回復を受けて一段と強含むだろう。我々は今年上期の利益予想を今後さらに引き下げる可能性があるが、年後半から来年にかけて利益回復を見込む。
- TOPIXは現在、株価資産倍率(PBR)が1.03倍で取引されていることから、今回の調整局面は底を打った可能性がある。したがって、バリュエーションの点から見て下値は限定的と考える。

新型コロナウイルスの感染が中国国外に拡大したことを受けて、日本を含め世界各国で株式市場が急落した。事態がいつ収束するのかわからないが、いずれは収束に向かうだろう。この点が米中貿易摩擦が激化して不確実性が高まった2018~2019年当時と大きく異なる点であり、不透明感は2020年後半までには払しょくされると我々が考える理由である。だが、新型コロナウイルスは貿易摩擦を上回る影響を日本の経済や企業利益に及ぼす可能性もある。

新型コロナウイルスの感染が欧州や米国に拡大したことを受けて、世界経済の減速不安が高まった。新たな感染者数がいつ減少に転じるかを正確に予測することはできないが、中国では新たな患者数が減少しており、中国の感染状況が世界の他の地域の「先行指標」となると考えている。また、2020年2月27日付のCIO Alertで述べたように、急回復を可能にする条件が揃いつつあると考える。

企業利益

2020年2月25日付の日本株式レポート「日本株のパフォーマンスはなぜアジア株に負けるのか」の中で、2020年3月期の純利益の成長率予想を-9%に引き下げた。新型コロナウイルスの影響が最も色濃く現れるのは2020年第1四半期(1-3月)であり、年後半から緩やかに回復し始めるものと予想する。2021年上期は、比較対象となる今年の水準が低いことによるベース効果と需要増加の開始を受けて一段と強含むだろう。我々は今年上期の利益予想を今後さらに引き下げる可能性があるが、年後半から来年にかけて利益が回復すると見込む(図表3参照)。

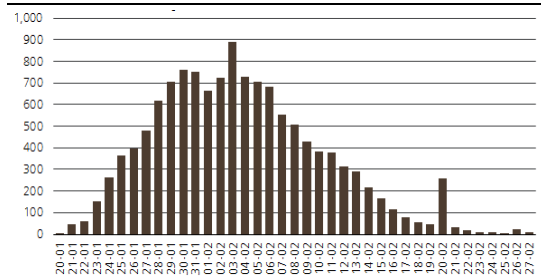
買い手と売り手

東京オリンピックが予定通り7月24日に開催されるかどうかは大きな問題である。日本企業に対する影響のみならず、日本株売買の約70%を占める海外投資家の投資判断に影響を及ぼしうるからだ。オリンピック開催に絡む先行き不透明性から、日本株式の回復が他の主要市場よりも遅れるかもしれない。

ベンチマーク/主要予想/投資テーマ

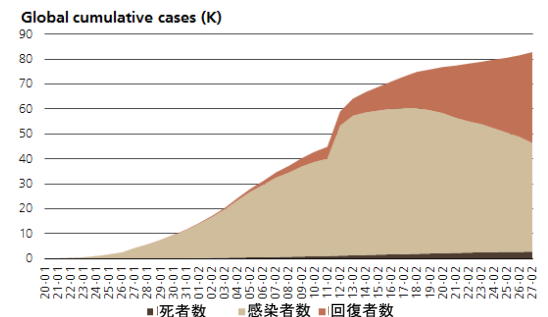
- CIOのベンチマークはMSCIジャパン指数である。
- 日本企業の2019年度(2020年3月期)の当期利益は9%の減益、2020年度(2021年3月期)の当期利益は、米中貿易摩擦の悪影響は考えられるものの、4%増益を予想する。
- 現在の日本企業の株価水準は株価収益率(PER)の10年平均並みである。日本企業の利益の伸びは、今後2~3四半期で回復に向かうと予想する。
- 足元のポートフォリオを見直し、必要があれば再構築する時期に来ていると考える。

図表1: 中国の新規感染数の推移(湖北省除く)



出所: Wind, UBS, 2020年2月28日現在

図表2: 世界全体の累計感染者数 (1,000人)



出所: Wind, UBS, 2020年2月28日現在

日本株式

だが、日本株式には他国に比べて2つの優位性がある。1つ目は、日本企業のバランスシートが強固で(負債/資本比率が低い)、現預金を豊富に保有し、財務状態が健全であることだ(のれんの計上額が非常に少ない)。図表4からはTOPIXのPBRが1倍に近づくと株価が反発することが見て取れる(1倍を下回るとその傾向はさらに強まる)。純資産(株主資本)が堅調に伸びていることを踏まえると、日本株式の下値は限定的であり、大半の悪材料はすでに織り込み済みであると考ええる。

2つ目は、日銀が継続しているETF買い入れプログラムと日本企業による自社株買いが、海外投資家の売り圧力を一部吸収する公算が大きいことである。2019年における日銀のETF購入額が予定額の6兆円に対して4兆円にとどまったのは、2019年後半に株式市場が上昇したからだと思われる。日銀は通常、今回の新型コロナウイルスの流行など突発的災害で相場が下落した局面でETFの購入を増やす。また、日本企業も新型コロナウイルスによる影響を抑えるため、株価急落を機に自社株に動く可能性がある。自社株買いは、株主資本利益率(ROE)向上という公約実現に取り組む企業側の姿勢を示す指標となるだろう。

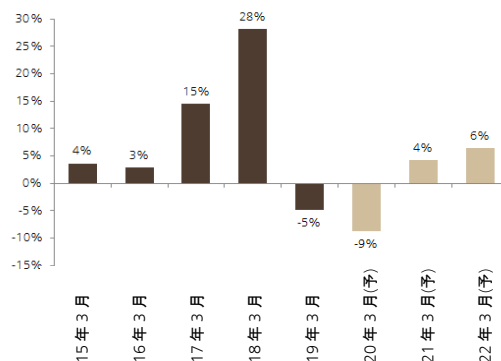
株式バリュエーション

企業利益は毎期大きく変動し不確実性が高いため、現在の株式バリュエーションを測る基準には適していない。市場が底を打ったかどうかを判断するには日本企業のバランスシート価値(純資産価値)を見るとよい。前述の通り、日本企業のバランスシートは相対的に強固で信頼できるため、現時点ではPBRが良い指標となるだろう。

過去10年間を振り返ると、2011年の東日本大震災の時期を除き、PBRが底を打つと市場も追随した。原油価格が急落し、中国の理財商品への規制強化をめぐる懸念が再燃した2016年には、TOPIXはPBRが1倍をつけた直後、再び上昇に転じ始めた。PBR1倍とは、株価が、企業の1株当たりの会計上の株主資本に等しいことを意味する。同様に、米中貿易紛争が過熱した時期も、市場のPBRは1.04倍を割り込みこの間の最低をつけたが、その後上昇した。現在、TOPIXのPBRは1.03倍とおそらく市場の底値を示しており、バリュエーションから見れば下値は限定的と考える。

図表4は、足元の株価が利益トレンド、すなわち12カ月先予想1株当たり利益(EPS)と概ね一致していることを示している。この利益予想は回復する前に一旦低下する可能性があるが、新型コロナウイルスが収束した後、日本企業の利益は現在の水準に回帰するものとみている。

図表3: TOPIX500の純利益伸び率
(金融機関とソフトバンクグループを除く、前年比、%)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年2月28日現在

図表4: TOPIXと1株当たり純資産
(日本円)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年2月28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