

# 日本株式

## 株価上昇の第二波を待つ

2020年5月4日

Chief Investment Office WM

居林通、日本株リサーチヘッド

- 日経平均株価は年初から31%下落した後、各国の中央銀行と政府による迅速な流動性供給と財政刺激策を受けて15%ほど値を戻した。
- 足元の日経平均株価とTOPIXは、株価収益率(PER)と株価資産倍率(PBR)のいずれから見ても適正な水準にあると考える。
- 当面はボラティリティ(変動率)が高い相場が続くとみられるため、新型コロナの経済的なダメージを踏まえて業界内での勝ち組候補を慎重に選別する必要があると考える。株式市場が上昇の第二波に向かう中、投資家には銘柄選別的な投資を勧める。

### 我々の見解

日経平均株価は年初から31%下落した後、各国の中央銀行と政府による迅速な流動性供給および財政刺激策の効果・期待感から15%程度値を戻した。日銀は年間の上場投資信託(ETF)の購入目標額を12兆円に倍増し、政府は国民1人当たり10万円の現金給付を含む、過去最大の補正予算を発表した。

こうした対策により、世界金融危機を彷彿とさせる金融メルトダウンが回避され、ここ1カ月の株価反発につながったものと考えられる。だが当面はボラティリティが高い不透明な相場状況は続くだろう。市場の注目は特に企業業績に向けられているが、足元の株価の戻りは時期尚早で、ペースも早すぎた可能性がある。短期志向の投資家は、早々に利益確定に回り始めるかもしれない。

3月2日付日本株式レポート「押し目買いに備える：下値は限定的」と3月17日付日本株式レポート「日本株が売られ過ぎである3つの理由」を発表して以降、絶対リターン視点から、我々は日本株式に対して強気な見方を維持しており、相場の激しい変動に後れを取らないよう日本株推奨リスト(EPL)を機動的に変更している。図表1の通り、年初から30%程度下落した日本株式は、いま半値戻しの水準にある。足元の日経平均株価とTOPIXは、株価収益率(PER)と株価資産倍率(PBR)のいずれから見ても適正な水準で取引されていると考える。日経平均株価の12カ月前業績予想に基づくPERは、3月中旬の13倍から足元で17倍近辺まで回復している(図表2参照)。

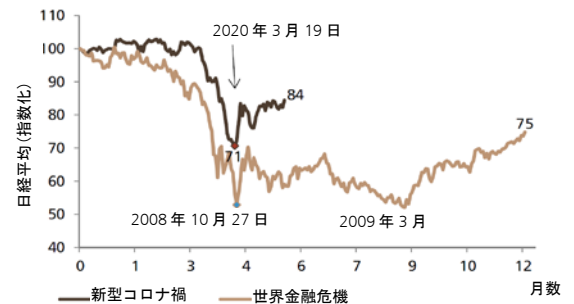
今度は市場の次の動きに目を向ける時である。世界経済に対する我々の基本シナリオ(5月中旬以降、各国で規制が徐々に解除されると想定)では、株式市場は来年にかけて引き続き上昇すると予想しているが、上昇の第二波が始まるまでにはもう少し時間が必要かもしれない。それにはまず、企業の収益回復が鮮明化する必要がある。緊急事態宣言や店舗営業自粛の解除、日本や主要国での新規感染者数の減少もそうした第二波到来のきっかけになる。これらの時期を予測するのは難しいが、我々は引き続き4-6月期(第2四半期)が企業利益の底になるとみており、同四半期のTOPIX500構成銘柄の利益成長は9年ぶりにマイナスとなり、純利益は四半期で2兆円の赤字の水準まで低下すると予想している(図表3参照)。

### 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。
- 日本企業の当期利益は2020年度(2021年3月期)は17%の減益、2021年度(2022年3月期)については、新型コロナの感染拡大が今後4-6カ月で収束すると前提で62%の増益を見込む。
- 足元の株価水準は、直近の反発で適正な水準に戻ったとみている。
- 当面はボラティリティ(変動率)が高い相場が続くとみられるため、新型コロナの経済的なダメージを踏まえて業界内での勝ち組候補を慎重に選別する必要があると考える。

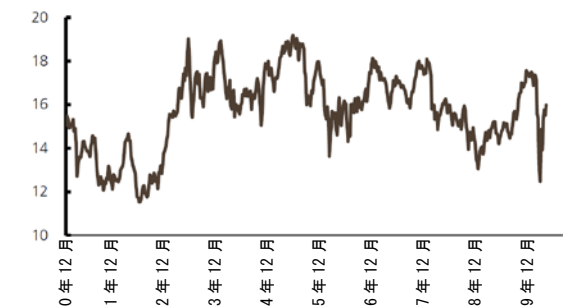
### 図表1：日経平均株価は年初来の下落幅のほぼ半分を取り戻した

新型コロナ禍と世界金融危機による株価下落の比較(指数化)



出所：ブルームバーグ、UBS、2020年4月30日現在

### 図表2：日経平均株価のPERは10年平均に回復した12カ月前予想EPSに基づくPER



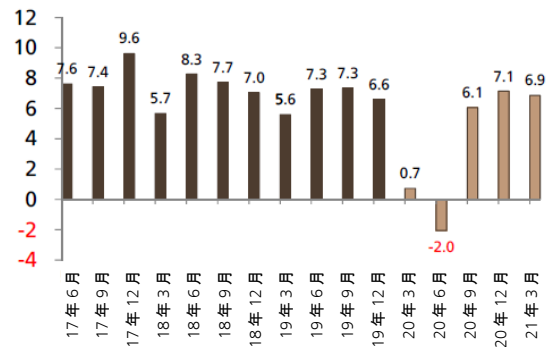
出所：ブルームバーグ、UBS、2020年4月30日現在

# 日本株式

だがその後、日本の企業利益は世界金融危機時を上回る早さと規模で持ち直すと考え。注目すべきことは、当時と異なり、日本の金融システムが健全なことである。そのため、政府の特別支援措置(約1兆6,000億円)や日銀の社債買入れプログラムを通じて金融機関が潤沢な資金を提供できるため、中小企業はこの2-3カ月間を持ち堪えられるとみている。

さらに、中国での生産や消費の復調は日本の多くの製造業に後押しとなるため、3月以降の中国経済の堅調な持ち直しも、年後半の日本の景気を下支えするとみられる。我々が懸念しているのは、自動車や電気部品といった製造業ではなく、むしろ小売りや外食産業のような従来型の日本のサービス業者である。こうした業種は固定費が高く、コロナ感染拡大抑制策に伴う移動制限の影響で深刻な打撃を受けている。一方、日本の製造業は過去に何度も経済的な混乱を経験しているうえ、中国が比較的早く回復していることも追い風になる。

**図表3: TOPIX500の純利益は4-6月期に大きく落ち込むも、その後の数四半期で急回復すると見込む**  
(TOPIX500(除く金融)、兆円)



出所:ブルームバーグ、UBS、2020年4月30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、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如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