

日本株式

日本の新たなモビリティサービス-利益の落ち込みは急激だが一時的とみられる

2020年5月7日

Chief Investment Office WM

居林通、日本株リサーチヘッド; 小林千紗、アナリスト

- 自動車業界の利益の落ち込みは急激だが、比較的短期で回復すると予想する。新型コロナウイルスの感染拡大とそれによる販売台数の減少は、すべての自動車メーカーにとって大きな痛手である。だが、バランスシートとキャッシュ・フローが比較的強固な国内自動車大手にとっては、今回の混乱は市場シェアを伸ばし、次世代自動車技術で競合他社をリードする好機になるとみている。
- 中国では自動車販売がすでに急回復し始めており、ここ数週間で販売台数の伸びが対前年比でプラスに転じている。米国市場もこれに追随する可能性が高い。
- 日本の自動車関連銘柄の株価は年初来で21%下落しており、TOPIXを5ポイント下回る。だが、株価資産倍率(PBR)は0.7倍と、世界金融危機後の最低水準まで低下しており、当面の悪材料はほぼ織り込み済みと考える。足元のバリュエーションは、長期投資家にとっての投資タイミングとして魅力的な水準であると考えられる。

我々の見解

新型コロナの感染拡大防止策として、外出規制とソーシャル・ディスタンス(対人距離の確保)が世界的に講じられる中、他の多くの業界同様、日本の自動車メーカーの利益も短期的に大きな打撃を受けるだろう。だが、こうした状況は、世界金融危機時の状況を大幅に上回るスピードで今後数四半期の間に正常な状態に回復すると見込む。よって、自動車メーカーの利益の落ち込みは急激だが、それほど長引かないと予想する。新型コロナウイルスの感染拡大とそれによる自動車販売台数の減少は、すべての自動車メーカーにとって大きな痛手である。だが、バランスシートとキャッシュ・フローが比較的強固な日本の自動車大手にとっては、今回の混乱は市場シェアを伸ばし、次世代自動車技術で競合他社をリードする好機になるとみている。

我々は、世界経済は4-6月期(第2四半期)に大きく落ち込むものの、世界金融危機以降の景気低迷ほど長引かないとみており、年後半から景気が回復に向かうものと予想する(図表1参照)。この見通しは、世界の新型コロナウイルスの新規患者数が4月中旬にピークを打ち、5月中旬には最も厳格な規制が解除されるとの前提に基づく。

中国の自動車販売がいち早く急回復する見通し

中国はすでに新型コロナウイルスの封じ込めに成功し、自動車生産も再開しており、中国の動向が他の地域の先行指標になるだろう。中国では、2月10日の週の新車販売台数が対前年同期比で92%減少したが、その後急速に回復基調にある。ここ数週間の自動車販売の伸びは、対前年同期比でプラスに転じている(図表2参照)。

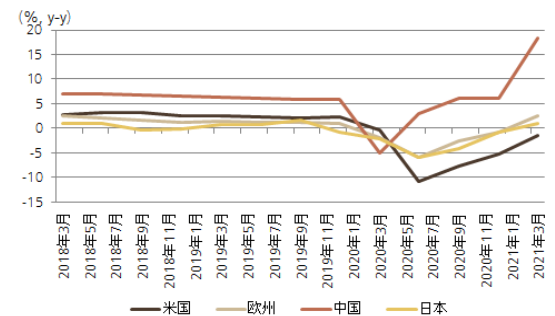
ここで重要なことは、販売台数の急減は政府による外出規制による消費活動への強制介入が主因であり、足元の自動車需要は衰えていないということである。サプライチェーンが正常に戻り、潜在需要が顕在化すれば、今後数カ月の間に自動車販売は急速に回復すると考えられる。

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カ月で収束するとの前提で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: 景気は今年後半には回復の見通し

(四半期ベースGDP(実績及び予想)、%、前年同期比)



日本株式

また、新型コロナウイルスの感染拡大は、さまざまな側面で消費行動を変えるとみられるが、自家用車の所有需要の高まりもその1つに挙げられよう。ロックダウン(都市封鎖)が全面的に解除されれば、消費者は徐々に外出や外食を再開するとみられる。しかし、公共交通機関やタクシーといった対人距離が近い密閉空間は解除後も避ける可能性があり、代わりに通勤・通学や外出に自家用車の利用が進むと考える。UBS Evidence Labが中国人消費者を対象に行った最新の調査でも、自動車の購入を検討している人が増えていることが示されている。「新型コロナの感染拡大をきっかけに自動車の購入意欲が高まった」と答えた回答者は、2月の17%から4月には27%に上昇した(図表3参照)。その他消費財(日用品を除く)についても購入意欲が高まっているが、2月以降で最も増大したのは自動車であり、特にその傾向は中国の1級都市(ティア1)から3級都市(ティア3)に住む中高年層で顕著だった。中国では全体の約半数以上の世帯が自動車を保有しておらず、新規購入者が自動車購入者全体のいまだ半数以上を占めることから、これが数カ月以内に自動車販売の急増として現れてくる可能性があると考えられる。

中国政府は景気刺激策の一環として、新エネルギー車(NEV)を中心に新車購入者への補助金支給を実施するとみられ、これも日本の自動車メーカーの中国での販売拡大を下支えするだろう。

米国の自動車市場も中国に追従する可能性が高い

米国では、多くの州が5月上旬からロックダウン(都市封鎖)を緩和する方向で準備を進めており、米国の新車販売も中国市場と同様に比較的早期に回復すると考える。米国の自動車販売は、世界金融危機後の2年間で2桁減を記録した。だが、今回は信用収縮に端を発する金融危機ではないことから、新型コロナウイルスの新規感染者数がピークアウトしたとみられる中、潜在需要を追い風に新車販売は今後回復に向かうと考えている。また、原油価格が下落すると、米国の消費者は新車に買い換えたり、長距離走行する傾向が強い。そのため最近の原油価格の急落も自動車業界の回復を後押しするものとみる(図表4参照)。

健全なバランスシートで厳しい年を切り抜ける

国内自動車メーカーの2021年3月期利益は34%減少し、小規模メーカーは赤字に転落すると我々はみている(図表5参照)。だが、日本の自動車業界、特に大手自動車メーカーは財務状況が健全で手元資金も潤沢に保有することから事業活動の維持は可能である。2019年12月末現在、国内自動車メーカーの平均自己資本比率は38%で、現金及び現金同等物から有利子負債を差し引いたネット・キャッシュは、2010年3月期の3,400億円から足元では15兆9,000億円に改善している。

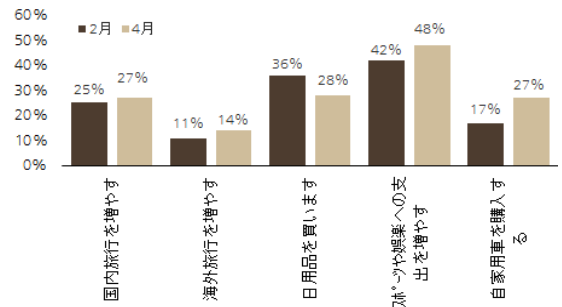
大手自動車メーカーは配当を維持する可能性が高い

比較的バランスシートが健全な国内大手は、売上高の減少は一時的にとどまるとみて安定配当政策を維持する可能性が高いと我々は考える。一方で、売上の低迷とフリー・キャッシュ・フローの悪化を理由に、2020年3月期の期末配当をゼロにすることをすでに発表している企業もある。

バリュエーションの低下で魅力的な投資開始水準に

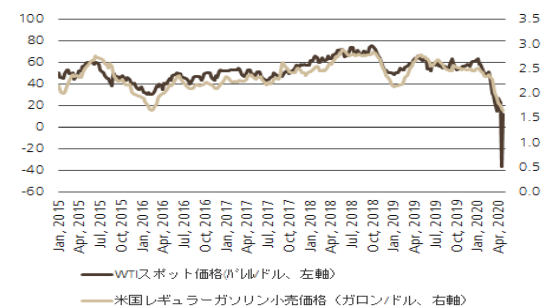
自動車関連銘柄の株価は年初来で21%下落しており、TOPIXを5ポイント下回る。だが、株価資産倍率(PBR)は0.7倍と、世界金融危機後の最低水準まで低下しており、当面の悪材料はほぼ織り込み済みと考える(図表6参照)。さらに、上述の通り、新車販売台数と企業利益は世界金融危機時よりも回復のスピードが早いと見込まれるため、足元のバリュエーションは投資タイミングとして魅力的な水準であると考えられる。

図表3: 中国人の自動車購入意欲は回復しつつある(%, 前年比)



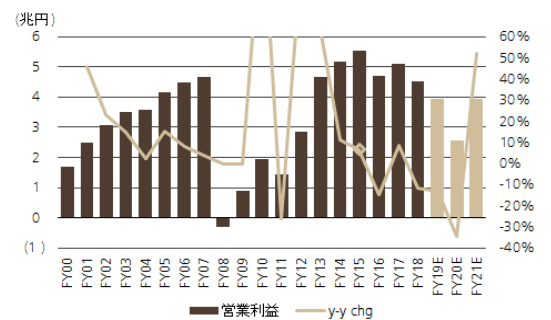
出所: UBS Evidence Lab、2020年4月16日現在

図表4: 原油価格急落が米国の自動車需要を加速(米ドル/バレル、米ドル/ガロン)



出所: EIA、UBS、2020年5月7日現在

図表5: 国内自動車メーカーの利益は比較的早期に回復の見込み(国内自動車メーカー7社営業利益、兆円、前期比)



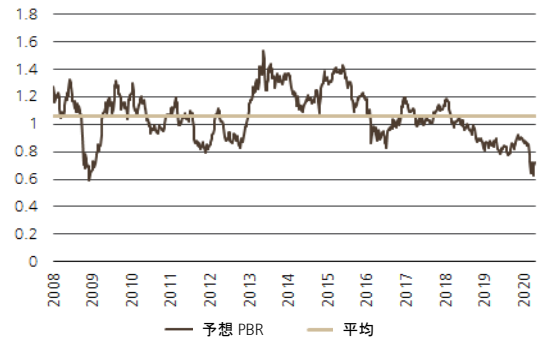
出所: ブルームバーグ、UBS、2020年5月7日現在

日本株式

我々の推奨

我々は、この厳しい時期を乗り越え、新型コロナウイルスの収束後に業界で強固な立ち位置を確保できる、バランスシートが健全な自動車メーカーが有望とみる。また、日本最大のレンタカー・駐車場運営会社も、新型コロナ収束後の自動車需要の増加による恩恵を受けるだろう。さらに、長期的には、業界全体の電気自動車へのシフトは避けられず、経済活動が通常に戻れば大手電子部品メーカーの利益も急回復すると考える。これらの銘柄のバリュエーションは記録的な水準まで低下しており、株価の下値余地は限定的とみる。

図表6: 国内自動車メーカーの株価バリュエーションは記録的な水準に低下
(株価純資産倍率(PBR)、倍)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年5月7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