

# 日本株式

バリュエーションから見ると上値が限られ始めた日本株市場

2020年12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

- 日経平均株価は12月1日、海外投資家による旺盛な日本株買いを受けて29年ぶりの高値を付けた。
- だが、最近の株価上昇は市場の流動性によって引き上げられていると見ており、株価収益率(PER)の一段高は見込めないと考える。
- このような高い利益成長は持続しないとみられるため(我々は2021年度の当期利益を40%増益、2022年度を2%増益と予想)、海外投資家は来年のどこかの時点で再び失望する可能性が高い。

## 我々の見解

日経平均株価は12月1日、海外投資家による旺盛な日本株買いを受けて、29年ぶりの高値を付けた(図表2参照)。最近の底堅い市場パフォーマンスは、海外投資家が再び日本株式に注目したためだが、その背景には主に3つの理由があるとみている。

第1に、米大統領選でのバイデン氏勝利を受けて、米中摩擦に対する投資家の懸念がひとまず後退した。日本の製造業の多くは中国に工場を構えていることから、米中関係の改善がこれらの日本企業に大きな恩恵をもたらすと期待される。

第2に、日本企業の7-9月期の決算は、前年同期に比べて17%の増収、2.1倍の利益増と、予想を大きく上回る回復を見せた。我々は、2020年度(2021年3月期)はまだ7%の減益にとどまるが、2021年度は40%の大幅増益を見込んでいる。

第3に、新型コロナのワクチン開発と、日米で追加財政刺激策が発動される可能性から、投資家が株式に対して楽観姿勢を強めている。その結果、将来の利益成長の期待値を図る、12カ月先予想1株当たり利益(EPS)に基づく株価収益率(PER)が、日本株については、直近3カ月の間に19倍以下から足元23倍にまで上昇している。

## 海外投資家は戻ってきた.....

一言でいうと、政治情勢、企業利益、経済環境が改善している。我々は、2020年8月21日付の日本株式レポート「第二の回復の波に乗る日本株式」で、「ハイテク以外の景気敏感株に復調の兆しが見えてくれば、海外投資家が再び日本株市場に参入してくるとみている。日本企業は世界経済の回復から恩恵を受けるとみられるため、海外投資家の日本株式への注目が高まるだろう」と述べた。海外投資家は年初に売り越した6兆円のうち、既に3兆円近くを買い戻している。では、来年、ワクチンが広く行き渡り、世界経済の回復が鮮明になり、金融緩和が続くとすれば、日本株式の上値はあとのどのくらいあるのだろうか？

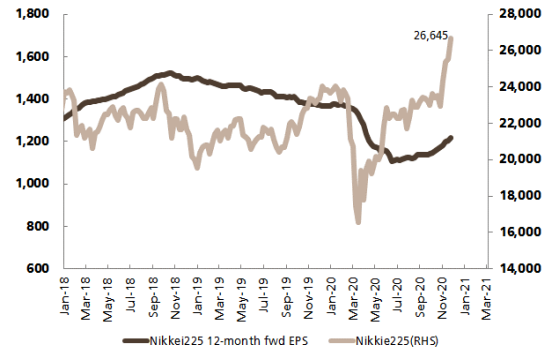
## ベンチマーク/主要予想/投資テーマ

- 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については、2020年度(2021年3月期)は7%の減益、2021年度(2022年3月期)は40%の増益を見込む。感染が再拡大しても現状の医療体制で対応可能であることを前提とする。
- 足元の市場全体の株価水準は、直近の反発で妥当な水準に戻ったと考えるが、一部の景気敏感株は依然として割安とみている。

図表 1: 日経平均株価と12カ月先予想EPS

濃茶: 日経平均 12カ月先予想EPS

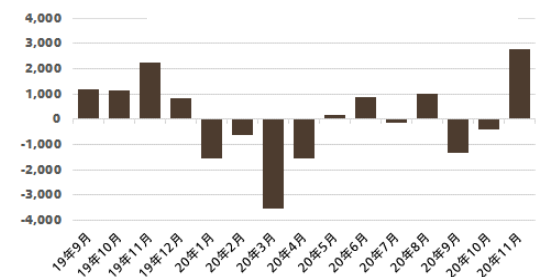
薄茶: 日経平均(右軸)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年12月1日現在

図表 2: 今年11月に海外投資家が日本株を大幅に買い戻した

(2020年年初来の売り越し/買い越し額、10億円)



出所: 東京証券取引所、日銀、UBS、2020年12月1日現在

# 日本株式

我々は、現時点で、TOPIXが2021年末までに1,990ポイントを付けると予想している。この見通しに基づくと、来年は7%の上昇余地があることになる。とは言え、過去20年のうち大半の年で、日本株は年率で20%を超えるボラティリティ(株価変動率)を示してきた(図表3参照)。日本株式が一段高となる場合、ある程度の調整局面にも備える必要があるだろう。

## ……だが、株式バリュエーションも大事

今年は、2005年、2012年に次いで過去20年間で3度目となる年末ラリーになるとみている。過去を振り返ってみると、日経平均株価が一年で25%を上回る上げ幅を記録した時には、その翌年の上半期中に上げ相場が終焉している。日本株式は通常、他の主要市場に遅行するため、世界の景気サイクルの終盤で高値を付ける。だが、足元の企業利益はまだ回復の序盤にあるものの、日本株は将来的な業績回復期待の大半を既に織り込み済みだと我々はみている。

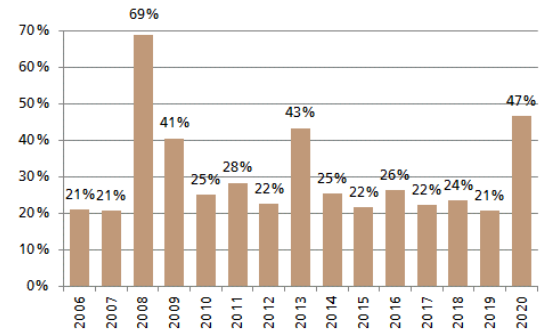
従って、今は、株価評価(バリュエーション)に注目すべき時であると考え。我々は、8月21日付日本株式レポート「第二の回復の波に乗る日本株式」を公表した8月時点では、企業利益がまさに回復し始めたところで、日経平均株価のPER19倍はさほど割高ではなく、日本株式には上値余地があるとみていた。しかし現在は、企業利益の回復シナリオが十分に描かれており、10%のEPS成長に基づく足元の日経平均株価のPERは22倍である。たとえアナリストによる業績予想の上方修正が今後も続いたとしても、指数のPERが一段と拡大するとは考えにくく、18-20倍(それでもまだ過去の高水準に近いが)に下落することもあるだろう(図表4参照)。

日本経済の戻りは遅く、日本企業の業務や事業ポートフォリオの変革も緩やかであるため、2021年度の当期利益は40%増と大幅に回復しても、翌2022年度の利益成長率は2%と、緩やかな水準にとどまると予想する。さらに、日経平均株価のPERは現在、米巨大IT企業が大きな割合を占めているS&P500種株価指数に匹敵するほどの高い水準にある。

たしかに市場センチメントは明るく、投資環境も何年かぶりに好転している。だが、高い利益成長は持続せず、来年のどこかの時点で海外投資家が再び日本株に失望する可能性が高いと考えている。

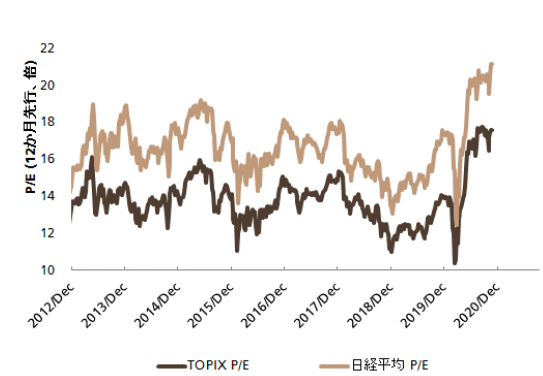
最後に、日経平均株価をTOPIXで割ったNT倍率は、短期的な市場の過熱感を示している。図表5からは、NT倍率が2008年の10倍から足元15倍へと上昇していることが見て取れる。近年、海外投資家が日経平均の主要銘柄を中心に購入してきた結果、指数の一部銘柄が大きくアウトパフォームし、これがPER上昇の大きな原因となっている。従って、こうした一部の銘柄は既に割高であると考えられる。

図表 3: 日経平均の年間ボラティリティ(高値と安値の幅%)



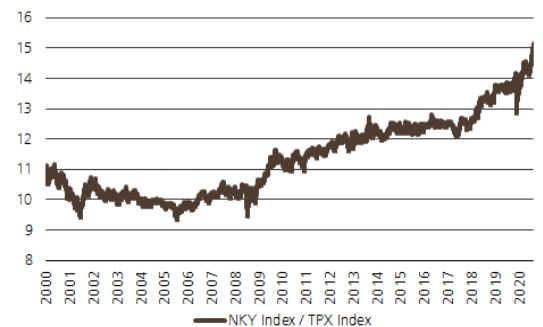
出所:ブルームバーグ、UBS、2020年12月1日現在

図表 4: 12カ月先予想 PER は 25年ぶりの高水準 (TOPIXと日経平均のPER、コンセンサスEPSベース、倍)



出所:ブルームバーグ、UBS、2020年12月1日現在

図表 5: NT 倍率(日経平均/TOPIX) (TOPIXより日経平均が上っている)



出所:ブルームバーグ、UBS、2020年12月1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 ウェルズ・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号