

日本株式

コロナ後の正常化に備える

2021年2月3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

- この投資テーマでは、来たるべき経済の正常化と、感染拡大により大きな痛手を受けた業種の回復局面を捉えることを目指す。
- 新型コロナワクチン、企業利益の堅調な回復、魅力的な相対バリュエーションという3つの理由から、昨年最も打撃を被った企業に資金をシフトする時期だと考える。
- 主なリスクとしては、ワクチン接種で感染を抑え込めない事態や、新たな移動・活動制限の導入が挙げられる。

我々の見解

昨年11月から感染拡大第3波が到来しているが、2021年は人の移動の再開や入国制限の緩和にともない、日本が正常化に向かう年になると考えている。この投資テーマでは、来たるべき経済の正常化と、感染拡大により大きな痛手を受けた業種の回復局面を捉えることを目指す。我々は主に3つの理由から、この1年にわたり新型コロナから大きな打撃を受けた銘柄に資金をシフトする時期であると考えている。

1つ目に、新型コロナワクチンはゲームチェンジャーとなるだろう。日本政府は2月の先行接種を皮切りに、順次ワクチン接種を進めていく見込みである。政府は人口の120~170%をカバーする3.1億回分のワクチンを確保している。ワクチン接種計画と、日本の人口あたり感染者数比率は諸外国を著しく下回っていることを踏まえると、2021年末か遅くとも2022年前半までに、国内での感染拡大をおおむね封じ込めることができると考えている。感染拡大と移動制限を受けて、昨年はITハードウェアの需要が急増する一方、サービス需要が激減した(図表1参照)。従って、今年ワクチン接種が進めば、向こう6~12カ月の間に多くのサービス業に対する需要が喚起されるだろう。

2つ目に、コロナ後の企業利益の回復は想定よりも強いということである。正常化の局面では、観光、エンターテインメント、小売り、外食、運輸といったセクターを推奨する。これらセクターの企業はコロナ禍を生き抜くために、事業再編を進め固定費削減に努めている。その結果、正常化の局面では売上高の回復速度よりも利益のほうが大きく回復するとみられる。また、これら大きな痛手を受けた業界では、多くの企業が廃業を余儀なくされたため、需給バランスも好転している。つまり、コロナを乗り切った企業は体質がさらに強化されており、ひとたび需要が上向き始めれば利益は増加するだろう。

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。
- この投資テーマでは、来たるべき経済の正常化と、新型コロナウイルスの感染拡大により大きな痛手を受けた業種の回復局面を捉えることを目指す。
- 多くの日本株式の株価収益率(PER)や株価資産倍率(PBR)が10年平均を上回っている中、投資家の目が2020年にアウトパフォームした銘柄からアンダーパフォームした銘柄へと移ることが予想される。
- 正常化の過程で、投資家の注目は、新型コロナで大きな打撃を受けて株価がテクノロジー・セクターを著しくアンダーパフォームした業種に向かうとみている。

図表1: 2020年はハイテク・セクターがアウトパフォーム
2019年末以降の主要4セクターのパフォーマンス



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年2月2日現在

日本株式

3 つ目に、多くの日本株式の株価収益率(PER)や株価資産倍率(PBR)が10年平均を上回っている中、投資家の目が2020年にアウトパフォームした銘柄からアンダーパフォームした銘柄へと移ることが予想される。経済と日常生活が正常化する過程で、投資家の注目は、新型コロナで大きな打撃を受けて株価がテクノロジー・セクターを著しくアンダーパフォームした業種に向かうとみている。投資家は昨年、需要の戻りが著しく不透明なことを背景に、ハードウェア/ソフトウェア製品などのコロナ禍での勝ち組に押し寄せた。結果として観光、小売り、輸送といった国内サービス・セクターが昨年は大きくアンダーパフォームした(図表2参照)。だが、ワクチンの普及により今年いずれかの段階で移動が改善するとみられるため、ワクチン接種がゲームチェンジャーになり、正常化の恩恵が大きい業種へと投資対象の切り替えが起こるだろう。投資家の視線はまだ、コロナ禍で需要が急増し、昨年大幅にアウトパフォームしたテクノロジー・セクターにあるが、反発の下地が整いつつある今こそその他の業種にシフトする時期だとみている。

正常化とは何を意味するか?

正常化とは、単にコロナ前の業務や経済状態に戻るのではない。過去に例をみない大きな変化を経験し、在宅勤務やオンラインでのビジネス会議といった変化の一部は新型コロナが収束した後でも定着する可能性が高い。とは言え、ワクチン接種が進み、集団免疫を獲得した後は正常化のプロセスが加速するだろう。

移動はコロナ前の水準に戻るとみられる。例えば、累積需要が積み上がっている旅行や外食ではコロナ前の水準を上回る可能性もある。昨年11月に日本の宿泊者数は、前年同月比7割まで回復した(図表3参照)。だが、菅内閣が1月7日に緊急事態宣言を発令したのに次いで、旅費の35~50%を補助する「Go Toトラベル・キャンペーン」の一時停止措置導入されたため、今年3月までは減少傾向が続くだろう。しかし、ワクチン接種が進むればこのトレンドが反転し、予想以上に旅行需要が回復すると考えている(ただし、外国人旅行者が戻ってくるのは来年のいずれかの段階となる見通しであり、この点については以下を参照)。よって、新型コロナで深刻な打撃を受けた国内サービス業界の利益は、その他製造業よりも力強く回復する可能性がある。

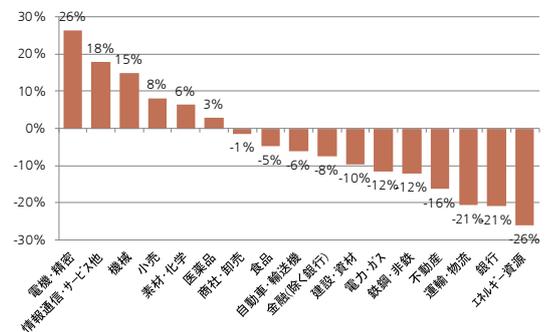
とは言え、入国制限の緩和は段階的に行われるものと予想される。昨年秋からの感染第3波を受けて、昨年から一部地域・国に限定して緩和していたビジネス目的の入国も停止された。そのため外国人旅行者の訪日再開には予想以上に時間がかかるかもしれない。だが、ワクチン接種の進捗により、投資家は海外渡航制限の解除を見据えるようになるだろう。我々は、観光業の最悪期は過ぎたとみており、この投資テーマに海外旅行関連銘柄も一部組み入れた。

サービス業は日本の雇用の大半を占めており、政府も業界支援を継続するだろう。「Go To トラベル」と「Go To イート」の両キャンペーンは一時停止されているが、ワクチンの接種ペースが加速すれば何らかの形式で支援が繰り出される公算が大きい。もう1つ重要なのは、今年の夏に東京オリンピックが開催されるか否かである。政府は今もなおオリンピック開催に意欲を示しているが、投資家は中止を見込んでいるようだ。我々の投資テーマは、オリンピックが再延期になったとしても影響は少ないが、開催の場合には支援材料になるだろう。

ワクチン供給

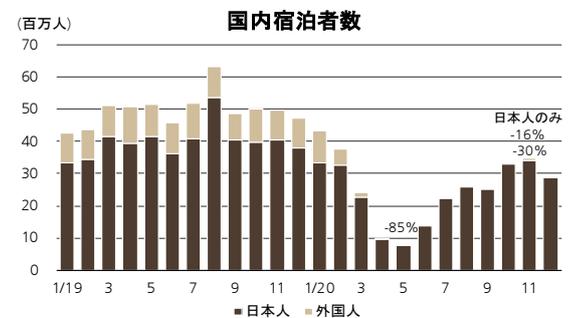
既に広範囲にわたり実用化されているワクチンは2種類だが、その他にも12種類のワクチンがフェーズ3の臨床試験段階にあり、50種類のワクチンが臨床試験中である。2月2日現在、各国政府が購入契約を締結済みのワクチンは75億回分、交渉中が50億回分であり、世界の人口の約65%をカバーしている。英医療調査会社エアフィニティは、各国が製薬会社と結んでいるワクチン供給体制に基づき調査した結果、主要先進

図表2: 2020年は輸送セクターがアンダーパフォーム
2019年末以降のセクター別パフォーマンス



出所: ブルームバーグ、UBS、2021年2月2日現在

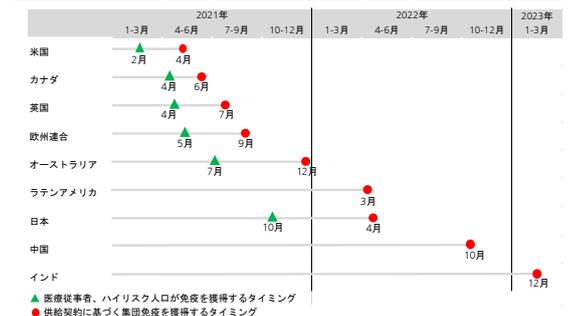
図表3: ホテルの宿泊者数は徐々に回復



出所: 国土交通省、UBS、2021年2月2日現在

図表4: 第3四半期までに世界人口の半数以上が
ワクチンを接種する見込み

ワクチン供給合意に基づく集団免疫の予想獲得スケジュール



出所: エアフィニティ、UBS、2021年2月2日現在

日本株式

国が集団免疫を獲得できるのは2021年4-6月期(第2四半期)から7-9月期(第3四半期)になると予測している(図表4参照)。同社は、日本の集団免疫獲得の時期を2022年後半と予想しているが、日本の感染率がかなり低いことを考えると、感染拡大が今年後半にも鎮静化することもありうる。中国では集団免疫を獲得するよりも前に、ウイルスの封じ込めに成功したようだ。

ワクチン接種に対する人々の警戒感やリスク要因だが、市場調査会社イプソスによれば、ワクチンが普及したらいつ接種するかとの質問に、世界の成人の半数が3カ月以内、72%が1年以内と回答している(図表5参照)。この調査結果は図表4の集団免疫獲得時期を早め、世界の主要地域で年末までにワクチン接種が行われることを示唆している。また、最初のワクチンが承認されてからわずか2カ月程度で(2月2日現在)、世界の人口の1.22%に相当する9,400万回分のワクチンが既に接種されている。今後数週間以内に、約1,000万回分のワクチンが配給される見込みである。

新型コロナの変異種やワクチンの副作用については不確実性が残る。だが、報道によれば、新しいワクチンは異なるウイルス株に調整が必要な場合でも数カ月以内に対応が可能であり、新型コロナの変異種にも効果的な結果をもたらすとされている。よって我々は、社会の正常化が進む中で、株価は下振れよりも上値を目指す可能性が高いとみている。

観光とエンターテインメント

昨年最も打撃が大きかったのは観光とエンターテインメント業界で、回復の道のりは容易ではない。しかし、新型コロナが収束すれば、政府による支援、累積需要、価格競争の低下を追い風に明るい見通しが描けると考える。

健康と衛生はいつでも、世界中で観光競争力を維持するのに極めて重要な役割を果たしてきた。コロナ後は、渡航先を決める上で健康と衛生の質が一段と重要な要素となっており、観光地の競争力にも影響を及ぼす可能性がある。国民の根本的な健康意識や、衛生インフラの構築には時間がかかる。そのため、このトレンドは入国制限の撤廃後の短期的な変化ではなく、長期的に影響をもたらすだろう。この点において、日本は世界で最も競争力のある目的地の1つになるとみられる。

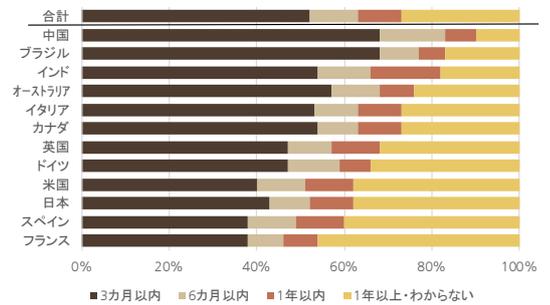
日本は諸外国に比べて比較的新型コロナウイルスの抑制に成功している。2月2日現在、日本の感染者数は人口100万人当たり3,000人だが、欧州は26,500人、米国は78,300人である。世界経済フォーラムによると、健康と衛生面での日本の競争力は高く、2019年はこの項目で人気渡航先上位30カ国の中で8位となった。加えて、健康と衛生の項目で日本より上位につけた国よりも、日本の新型コロナの感染者数が大幅に少ないことはさらに見逃せない(図表6および7)。

また日本は、その独自の文化遺産や自然遺産で人気の渡航先に挙げられる。豊かな自然と文化的資産、外国人観光客の受け入れ態勢、全体的なインフラ整備のおかげで、世界経済フォーラムが発表している2019年旅行・観光競争力ランキングで、日本はアジア太平洋で1位、世界でも4位となっている。

今後旅行者は、清潔で、健康的で、安全だと思われる、新型コロナウイルスを比較的上手に管理した魅力的な旅行先を優先する算算が大きい。この点で大半のアジア太平洋の国々は、新型コロナへの対処に成功しており、その他地域より感染者は少ない。アジアの人口100万人当たりの感染者数は平均2,400人と、日本と同水準である。世界に先駆けてアジア太平洋地域の観光が再開されるならば、日本はこの地域の中で主に恩恵を受ける国となるだろう。

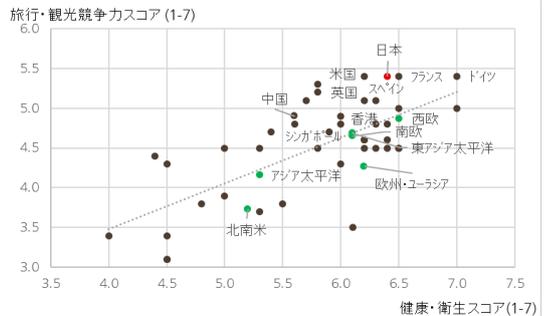
図表5: 世界人口の60~70%が1年以内にワクチン接種を受ける可能性

ワクチンが普及したらいつ接種するかとの質問に対する回答



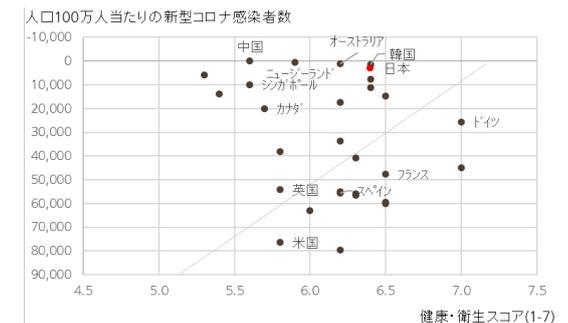
出所: 日銀、イプソス、UBS、2021年2月2日現在

図表6: 旅行・観光競争力ランキングで日本は世界第4位、健康・衛生面の競争力も高い



出所: 世界経済フォーラム、UBS、2021年2月2日現在

図表7: 日本の新型コロナ感染者数は健康・衛生スコアのより高い国と比べて大幅に少ない



出所: 世界経済フォーラム、UBS、2021年2月2日現在

日本株式

海外旅行が再開されるまでは、国内旅行がこの業界を下支えすると考える。日本政府は当面2021年6月末まで「Go Toトラベル」の延長を決めた。2020年9月末に始まったこのキャンペーンによって（正月以降は一時停止）、旅行に対する旺盛な累積需要が浮き彫りになった。日本人の合計宿泊者数は、2020年5月の-82%（前年同月比）から、2020年11月に-16%（同）に回復したにすぎない（図表3参照）。「Go Toトラベル」事業は引き続き国内旅行需要の回復を下支えするとみており、2021年下期はワクチン接種による押し上げ効果も期待できよう。

銘柄選定

日本株推奨リスト(EPL)には、観光、エンターテインメント、外食といったインターネット関連以外のサービス業を中心に、昨年アンダーパフォームした多くの銘柄が含まれている。依然として不確実性が高く、正常化の時期を正確に見極められないため、財務体質が脆弱な企業を回避するようにした。状況が見通せるようになれば、より負債比率の高い企業も検討するかもしれない。リストにある銘柄は、PER やその他バリュエーション指標の点で、過去の平均を特段下回っているわけではなく、平均より高い銘柄もある。これは将来の利益回復がまだ不透明であるため、ワクチン接種が進み、正常化のペースが早まれば、株式バリュエーションは再評価されるものと考えている。

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)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(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 0.5%または 0.5 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 1%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 2021 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