

日本株式

2021年はセクターローテーションが鍵

2021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

- 2月下旬、外国人投資家による日本株の力強い買いから、日経平均は30年ぶりの高値を付けた。
- 市場の流動性は非常に高いものの、バリュエーション(株価収益率(PER))がここからさらに拡大する可能性は低いと判断する。
- 日本企業の増益率は2022年3月期の+40%から2023年3月期には+4%へ減速すると予想しており、株価のもう一段の上昇は難しいかもしれない。
- 出遅れ銘柄を推奨。これらの企業は、昨年新型コロナウイルスから打撃を受けた分、今年は回復する見込みが高いからだ。ハイテク銘柄のバリュエーションは妥当な水準にあるとみている。

我々の見解

日本株式市場は過去6カ月で30%を超える上昇となり、大半のグローバル市場をアウトパフォームした(図表1を参照)。この力強いパフォーマンスは、昨年7-9月期と10-12月期の企業業績が事前予想を上回ったことや、中国の景気回復に対する日本経済の感応度の高さによるものと考えられる。

しかし、こうした好要因の大半はすでにハイテク銘柄と景気敏感株に織り込まれていると我々は考える。日経平均株価の12カ月先予想ベースの株価収益率(PER)は22倍を超えている(図表2を参照)。我々の予想によると、2023年3月期の増益率は3~4%と、2022年3月期の40%増益予想に比べるとかなり穏やかな水準に戻りそうだ(図表3を参照)。2021年半ば以降は新型コロナワクチン接種が本格化し、日本経済も正常化に向かうと見込まれることから、その恩恵が期待できるサービスセクターなどにシフトすることを勧める。

日本企業の10-12月期業績は予想を上回った。純利益は前年同期比で17%増益と、7-9月期の同32%減益から急回復した。2020年下期の経費削減努力に加え、自動車、機械、半導体の需要拡大が寄与し、利益はV字回復を遂げた。

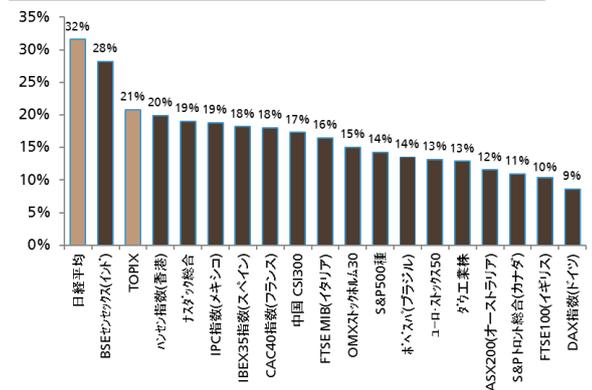
2022年3月期の企業業績については、下期の伸びは上期に比べて鈍化すると我々は予想している(図表3を参照)。その理由の一つは、2020年10-12月期利益率が新型コロナ前の水準を回復したため、今後6~10カ月でさらなる利益率の拡大が見込みにくいことだ。2020年10-12月期業績が好調だったのは、とりわけ政府の資金援助(雇用調整助成金など)、中国の産業需要の急回復、一時的な経費削減策などがあったことも要因となっている。こうした背景から、今年も日本の景気回復は続く見通しの方、企業の増益ペースは鈍化するだろう。

日本企業の長期的な利益動向と株価との関係をみると、日経平均株価は過去6カ月で新型コロナからの回復を急速に織り込んだも

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、2021年度(2022年3月期)は+41%、2022年度は+4%の増益を見込む。今後新型コロナの感染拡大に一定の収束がみられることを前提とする。
- 日本株式市場は直近の調整を受け適正水準となったと我々はみているが、一部の景気循環銘柄はまだ割安な水準にあるとみている。

図表1: 過去6カ月の世界の株式市場のパフォーマンス (%、現地通貨ベース)



出所: 東京証券取引所、UBS、2021年3月1日現在

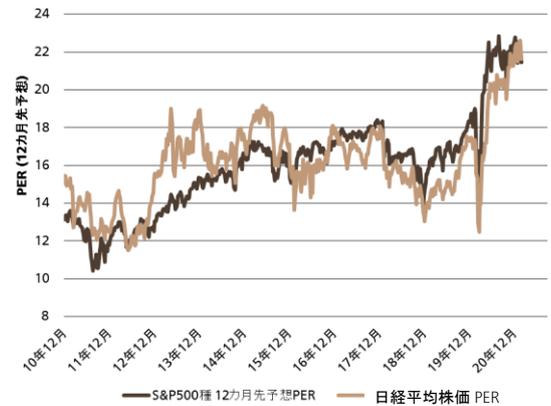
日本株式

の、利益予想はなお2019年の水準を下回っている(図表4を参照)。ハイテク銘柄は、デジタルへの移行(クラウド・サービス、5G、電気自動車)の恩恵を明らかに受けており、これまでの株価反発をけん引してきた。だが、多くの日本のハイテク企業は、常に高成長を維持している米国のインターネット・プラットフォーム企業とは異なり、そもそも景気変動の影響を受けやすい。我々の最近のレポート「コロナ後の正常化に備える」(2月3日付)で論じたように、2020年に新型コロナの打撃を被った日本企業の業績が2021年には回復に向かうと予想する。したがって、現時点ではこうした銘柄の方がハイテク銘柄よりも投資妙味があると我々はみている。

昨年のハイテク・セクターの反発のほかに、過去3カ月でパフォーマンスが好転したセクターもある(エネルギーや資本財など)。景気敏感株に対する投資家の期待感は、新型コロナ危機前よりも今の方がかなり高くなっていると思われ、現在の業績回復予想をさらに上回るのは難しそう。次のローテーション先は、航空、ホテル、娯楽などの伝統的なサービス・セクターになりそう。2021年下期から始まるワクチンの集団接種の恩恵を受けやすいとみられるため。世界中の政府によるグリーン・テクノロジーと経済再開への取り組みを背景に、当面は「グリーンテックへの投資機会」と「コロナ後の正常化に備える」という投資テーマを引き続き推奨していきたい。

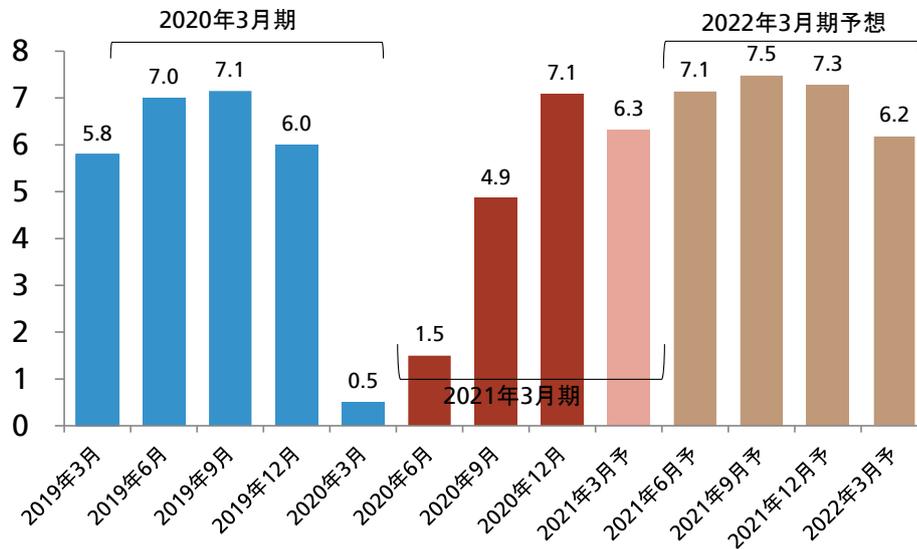
図表2: 日本株式の12カ月先予想PERは25年ぶりの高水準にあり、S&P500と同水準

(S&P500種株価指数と日経平均株価のコンセンサスEPSに基づくPER)



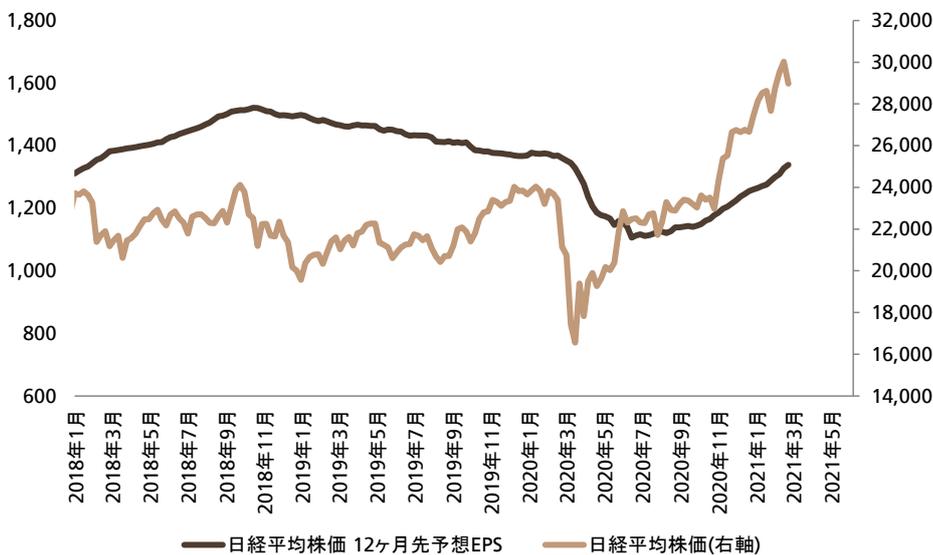
出所: ブルームバーグ、UBS、2021年3月1日現在

図表 3: TOPIX500 構成銘柄の純利益伸び率
(除く金融、ソフトバンクグループ、単位: 兆円)



出所: ブルームバーグ、UBS、2021年3月1日時点

図表 4: 日経平均株価の12カ月先予想EPSの動き



出所: ブルームバーグ、UBS、2021年3月1日時点

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。

「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

日本株式

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