

# 日本株式

外部環境は変化したが投資妙味は健在

2021年6月21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

- 日経平均はほぼ5カ月前の水準まで低下しているが、企業の業績見通しは改善しており、日本株式の魅力度は以前よりも高まっていると考える。
- 米連邦準備理事会 (FRB) は先週、ハト派からタカ派寄りの姿勢に転換し、これが日本株式の売り圧力となったが、3つの理由から日本株式は依然として魅力的であると考えられる。
- 日本銀行は主要中銀の中で最後まで金融緩和を継続し、利上げに踏み切るのも最後となるだろう。よって最近の株価調整はバリュエーションの調整によるものであって、企業利益の低下によるものではないとみている。

## 我々の見解

5月中旬、日経平均株価は2月につけた30年半ぶりの高値を10%ほど下回る27,448円まで下落し、MSCIワールド指数を8%以上アンダーパフォームした。堅調な企業利益の成長率、ワクチン接種ペースの加速、円の対米ドルでの下落を背景に、日本株式はこの安値からは戻しているものの、世界株式にはいまだ出遅れている(図表1を参照)。

先週開かれた米連邦公開市場委員会 (FOMC) でFRBはこれまでのハト派姿勢からタカ派寄りの姿勢に転換し、これが日本株式の一部売り圧力となった。だが以下3つの理由から日本株式は依然として魅力的であると考えられる。

1つ目は、図表2が示す通り、日本企業の利益回復はいまのところ主要各国に後れをとっているが、裏を返せばワクチン接種の加速に伴いコロナ前の水準に戻る余地が大きいということである。日本のワクチン接種率は主要各国を大幅に下回っており、これが過去3カ月、海外投資家が日本株式を売却した主な理由であるとみている。だが、今後3カ月間で少なくとも1回目の接種を終える人口の割合は40~50%に達し、ワクチン接種状況は米国や欧州に追いつくと予想される。

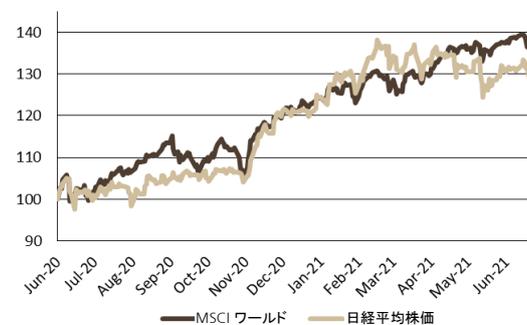
2つ目に、最近の株価調整は企業利益の低下によるものではなく、バリュエーション調整によるものだと考えている。2020年12月2日付日本株式レポート「バリュエーションから見ると上値が限られ始めた日本株市場」で指摘したように、株価バリュエーションは、株価が投資家のセンチメントと企業利益のどちらによって変動しているかを測る手掛かりとなる。我々の分析によると、12カ月先予想1株当たり利益 (EPS) に基づく株価収益率 (PER) は、年初の23.0倍から18.5倍に低下した一方、EPS予想はおよそ16%上昇している。

投資家は、米国における利上げの可能性と中国の金融引き締め観測が、今後12カ月間グローバルに企業利益の足かせとなることを危惧しているものと考えられる。だが、年後半にかけてワクチン接種率が50%を超

## ベンチマーク/主要予想/投資テーマ

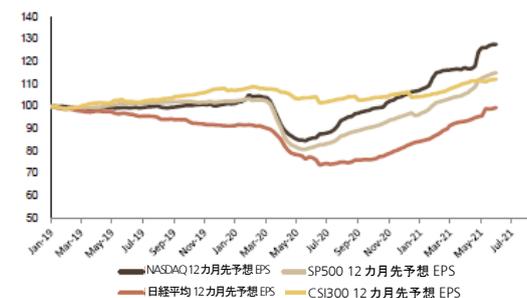
- CIOのベンチマークはMSCI ジャパン指数である。
- グローバル資産配分において日本株式を推奨資産としている。
- 日本企業の当期利益については、2021年度(2022年3月期)は+40%、2022年度は+4%の増益を見込む。
- 5月から6月にかけての売り圧力で、一部銘柄は売られすぎの状態にある。我々は、経済の正常化とグリーンテックを引き続き投資テーマとしているほか、ESGリーダー企業も推奨している。

図表1: 日経平均株価とMSCIワールド指数  
(2020年6月=100)



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年6月21日現在

図表2: 日経平均企業のEPSはコロナ前の水準を目指して回復途上  
(12カ月先予想EPSのコンセンサス、2019年1月=100)



出所:ブルームバーグ、UBS、2021年6月21日現在

# 日本株式

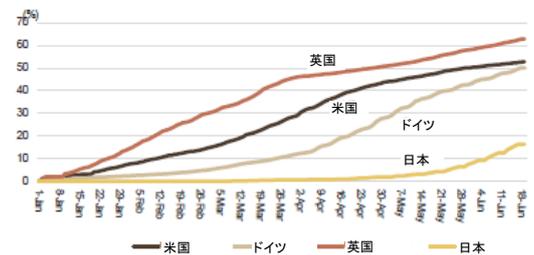
えてくる可能性が高く、そうなればサービス業の利益回復を中心に、日本企業の利益は拡大し続けるだろう。

3つ目に、この夏に東京オリンピックが感染防止策を徹底のうえ成功裏に開催され、ようやく日本の経済活動が再開したことを世界に印象付けられれば、海外投資家の買い意欲が戻ると期待される。東京証券取引所のデータによると、売買代金の7割以上を占める海外投資家は、年初からの3カ月間の買いをすべて売り越した。過去の例から判断すると、これは魅力的な買いのタイミングの兆候である。例えば、日本株式は昨年8月にも同じように急落した(詳細は2020年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」を参照)が、11月には海外投資家が再び日本株式市場に戻ってきている。

我々の投資見解に対するリスクとしては、FRBのタカ派的な金融政策への移行と、中国が突如金融引き締めにより景気が減速することが挙げられる。だが、各国の中央銀行および政府は、景気回復基調の腰を折るような真似はしないとみている。むしろ各国政府は打撃を受けた経済、とりわけサービス業を引き続き支援するだろう。また、不動産市場、株式およびその他資産の過熱リスクを注視しながらも、各国中銀の金融政策は、経済回復を支えるのに十分な流動性を供給する公算が大きい。

さらに、日本銀行は、一番最後とは言わないまでも、金融政策の変更と利上げに最後まで踏み切らない中央銀行の1つだろうと考えている。よって、図表4から明らかなように、最近の株価調整は企業利益ではなく、バリュエーション調整によるものであると考える。日経平均株価は5月中旬までPERの拡大が主導で上昇していたが、現在は企業利益が株価変動の要因となっている。日本企業の利益にはさらに拡大余地があるとみており、また引き続き円が対ドルで下落するならば、株価の戻りは一段と大きくなるだろう。

**図表3: 国内ワクチン接種状況は今後加速の見込み**  
(ワクチン接種人口比率(1回目、%))



出所: アワ・ワールド・イン・データ、UBS、2021年6月21日現在

**図表4: 企業利益が市場の新たな原動力**  
(日経平均株価の12カ月リターンの要因分解)



出所: ブルームバーグ、UBS、2021年6月21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。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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。

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、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ます。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。また UBS では税務、法務等の助言は行いません。

### 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。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。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、直接的にご負担いただく手数料として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)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せん。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。

## その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料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、本資料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。

© 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