

# 日本株式

再出発の時

2022年2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

- 日本企業の業績は過去10カ月間で大きく回復してきたにもかかわらず、株価は狭いレンジでの取引に終始している。日経平均株価は1月に昨年8月以来の安値をつけたが、昨年8月当時は新型コロナウイルスのデルタ株の感染状況がピークにあり、企業業績は今の水準を大きく下回っていた。
- 株価と企業業績が乖離している原因は、中国経済の減速に対する海外投資家の不安感にあると考えている。2019年からの企業業績と株式指数の動向を見ればそれは明確だ。足元では、株価バリュエーションの調整はほぼ一巡しており、オミクロン株の悪影響は2022年1-3月期の企業業績に概ね織込み済みであるとみている。
- 我々は、東証マザーズ指数を日本企業の利益成長に対する投資家の信頼感を示す先行指標と考えており、この指数はすでに底を打った公算が大きい。

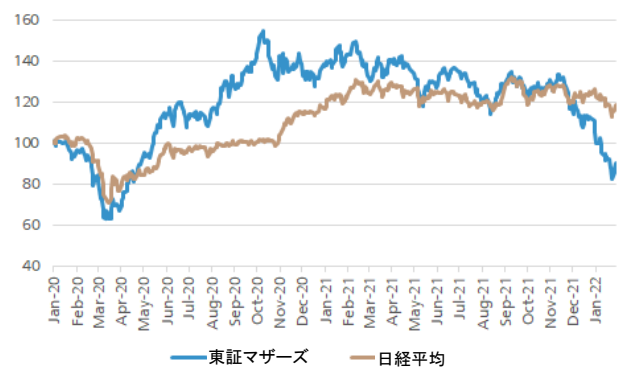
## 我々の見直し

日本株式全体の動きを表すTOPIX(東証株価指数)のパフォーマンスは年初来で約5%減と小幅な下落にとどまる一方、東証マザーズ指数に代表される日本のグロース株(大半は中小型株)は、過去3カ月間大きく下落している(図表1参照)。これは、日本株式の成長プレミアムが剥落し、株価バリュエーションが低下していることを意味する。

東証マザーズ指数は、日本企業の業績成長に対する投資家の信頼感を示す先行指標と考えられるが、この指数はすでに底を打った公算が大きい。新型コロナウイルスのオミクロン変異株の感染拡大がまもなくピークを迎える可能性が高く、また近々GoToトラベル・キャンペーンのような政府による財政支援策が再開されるとの見方がその根拠だ。

図表1 – 日本の成長プレミアムは縮小

日経平均株価と東証マザーズ指数(2020年1月=100)



出所: ブルームバーグ、UBS、2022年2月2日現在

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese equities: Starting over” (2022年2月2日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年2月7日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。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市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

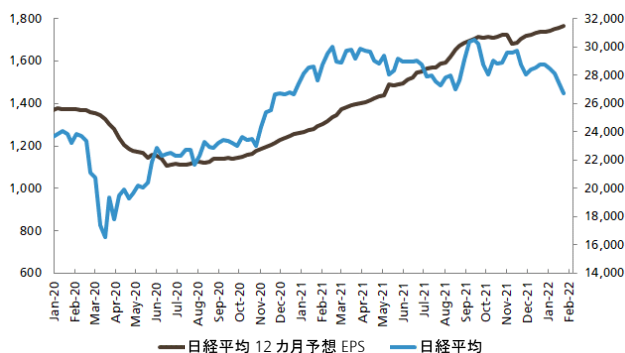
# 日本株式

日本企業の業績は過去10カ月間で大きく回復してきたにもかかわらず(図表2参照)、株価は狭いレンジでの取引に終始している。1月に日経平均株価は昨年8月以来の安値をつけたが、昨年8月当時はデルタ株の感染状況がピークにあり、企業業績は今の水準を大きく下回っていた。

日本におけるオミクロン株の影響は、欧州や米国と同じである。新規感染者数はデルタ株よりも多いものの入院患者数は少ないため、日本の大半の地域における行動制限は前回よりも緩やかだ。株価バリュエーションの調整はほぼ一巡しており、オミクロン株の悪影響は2022年1-3月期の企業業績に概ね織り込み済みであるとみている。

図表 2 – 業績見通しは堅調であるにもかかわらず、日経平均株価は 12 カ月ぶりの安値に下落

日経平均株価と 12 カ月先予想 EPS(円ベース)

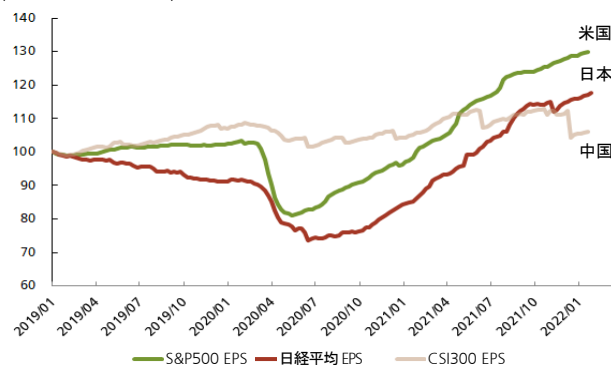


出所: ブルームバーグ、UBS、2022年2月2日現在

ではなぜ日本株式はアンダーパフォームしているのだろうか。我々は、中国経済の減速に対する海外投資家の不安感がその要因であると考えている。これは、2019年以降の企業業績(図表3参照)と株価指数の動向(図表4参照)を見れば一目瞭然だ。日本企業の業績回復は米国企業の業績回復にほぼ足並みをそろえているのに対して、株価は中国株式指数に歩調が合っている。日本株式の取引高のおよそ7割を占める海外投資家は、近い将来、中国株式の下落が日本企業の業績に影響を及ぼしかねないと考えているようだ。

図表 3 – 日本企業の 1 株当たり利益は 2020 年以降米国企業と並行して推移している

(2019年1月=100)



出所: ブルームバーグ、UBS、2022年2月2日現在

図表 4 – しかし日本の株価は中国株式と同じく軟調に推移

(2019年1月=100)



出所: ブルームバーグ、UBS、2022年2月2日現在

2021年10-12月期決算発表が佳境を迎える中、ほとんどの日本株式は、中国の不動産市場の鈍化やその他経済活動の低迷による影響はさほど受けていないと考える。図表2と3の通り、日本企業の業績は、米国の需要増と欧州の需要回復にけん引され上向きである。また、中国の経済政策は、今年いずれかの時点で逆風から追い風が変わるだろう。だとすれば、足元の株価収益率(PER)(コンセンサスに基づく予想PERはTOPIXで13倍、日経平均株価で16倍)は相対的に低く、魅力的に見える。年後半には、新型コロナで落ち込んだ国内の民間消費の立ち直りが企業業績を押し上げるとみており、これがここ数カ月で低下したバリュエーションの回復に一役買うだろう。

# 日本株式

## 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)が作成したりサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(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。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

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値、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。また当社では税務、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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 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

当社における国内株式等の売買取引には、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、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。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。

### 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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント 2022 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、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