

投資戦略ウィークリー

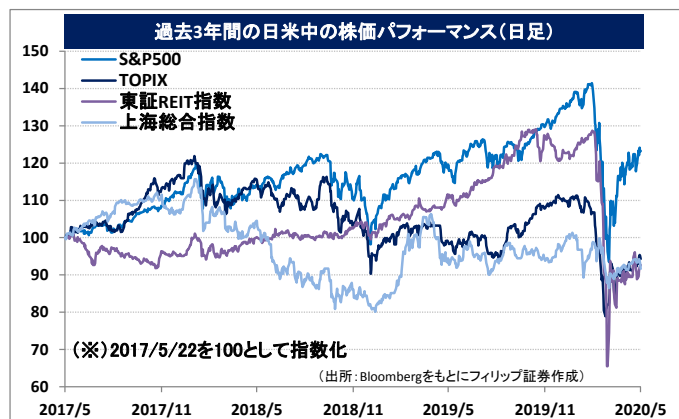
“「PBR革命」と低PBR銘柄からの脱却”

リサーチ部 笹木 和弘
DID:03-3666-2101 (内線 244)
E-mail: kazuhiro.sasaki@phillip.co.jp

フィリップ証券株式会社

2020年5月25日号(2020年5月22日作成)

Report type: ウィークリーストラテジー



■「PBR革命」と低PBR銘柄からの脱却

- 5/19の日経平均株価終値は前日比299円高の20,433円となり、加重平均PBR(株価純資産倍率)が1.0倍まで上昇した。加重平均PBRは3/16に0.82倍まで倍率が低下した後、約2ヶ月で純資産価格まで回復したことになる。今まで新型コロナウイルス感染が拡大する中で日経平均株価が売られ過ぎの割安な水準と見なされるファンダメンタルズ面の根拠が加重平均PBRの1.0倍にあったことから、目先は目標達成感が出やすい水準と言えるかも知れない。
- その一方、投資家に最も人気がある投資尺度である今期予想PER(株価収益率)は、日経平均株価終値の加重平均で5/13に2013/4以来の20倍超えとなった後も上昇し続け、5/21には約40倍となった。新型コロナウイルスの影響が不透明なために業績予想を非公表とする企業が相次ぎ、業績予想を発表した場合も減益予想が目立つなか、投資家にとって予想PERを投資尺度とすることが難しくなっている。そのため、一般的には赤字転落とならない限り減益であっても純資産が増加するという確実性が注目され、実績PBRに基づいた投資に頼らざるを得ない状況が続くことが考えられよう。その意味では、「PBR革命」と言うべき、PBR1.0倍を大きく割り込む低PBR銘柄の水準訂正が発生しやすい環境が整いつつあると言えるだろう。
- ただし、単に低PBRであれば良いというわけではない。まず、資産および株主から預かった資本を有効に活用できていないことが割安に放置される要因となりやすいことから、資産効率を高めるための株主還元策のほか、事業の選択と集中、不採算事業からの撤退といった事業構造改革が行われていることが重要だろう。次に、多くの上場企業が業績見通しを非公表とすることで、減益であっても会社見通しを開示している企業は純資産の持続的な増加を見通しやすく、株価と1株当たり純資産価格の乖離の拡大により割安感が高まることから投資の対象となりやすい面があるだろう。
- なお、新型コロナウイルス感染に伴う「巣ごもり消費」の長期化により、インターネット通販の拡大が段ボール需要を高める動きが段ボール生産量拡大に繋がる動きが見られる。更に、マスクの材料となる不織布の需要が世界的に増加している。経済活動再開に伴い、病院や駅、空港、商業施設などでロボットを通じて安全に感染防止のために消毒剤で清掃すること、および飲食店で対面する席の間にアクリル板を設置することも必要となってきた。製紙・化学メーカーの中から、これらの需要を業績の追い風とすることで低PBR状態を解消する銘柄が出てきても不思議ではないだろう。
- 5/25号では、**トモク(3946)**、**三井化学(4183)**、**日本製鉄(5401)**、**CYBERDYNE(7779)**、**ケッペル(KEP)**を取り上げた。

■主な企業決算の予定

- 5月25日(月): THK、エイチ・ツー・オーリテイリング、ベネッセHDS、王子HDS、清水建設、日本製鋼所、日本特殊陶業、日本発条、日本郵船、日立化成、味の素、名古屋鉄道
- 5月26日(火): いすゞ自動車、コニカミノルタ、スズキ、ヤマハ、出光興産、西武HDS、日本空港ビルデング、キーサイト・テクノロジー、オートゾーン
- 5月27日(水): 日立金属、電通グループ、三菱マテリアル、リクルートHDS、三菱マテリアル、ダイセル、ネットアップ、HP、オートデスク、ラルフローレン
- 5月28日(木): DMG森精機、エア・ウォーター、ニコン、ヒロセ電機、フジクラ、丸井グループ、住友重機械工業、小糸製作所、大塚HDS、東レ、日産自動車、日立建機、アルタ・ビューティ、セールスフォース・ドットコム、ノードストローム、コストコホールセール、DXCテクノロジー、PVH、ダラー・ゼネラル、ダラー・ソリー
- 5月29日(金): LIXILグループ、オリンパス、グローリー、ヤマハ発動機、戸田建設、三井金属鉱業、住友林業、東洋製罐グループHDS、日立キャピタル、日立製作所、富士電機

■主要イベントの予定

- 5月25日(月)
 - ・景気先行CI指数・景気一致指数(3月)
 - ・米休場(メモリアルデー)、英休場(バンクホリデー)
 - ・独GDP(1Q)・独IFO企業景況感指数(5月)
- 5月26日(火)
 - ・企業向けサービス価格指数(4月)、全産業活動指数(3月)、工作機械受注(4月)
 - ・米ミネアポリス連銀総裁がバーチャル討論会に参加
 - ・米主要20都市住宅価格指数(3月)、FHFA住宅価格指数(3月)、新築住宅販売件数(4月)、消費者信頼感指数(5月)
 - ・シンガポールGDP(1Q)
- 5月27日(水)
 - ・日産、ルノー、三菱自の3社連合が共同会見、アライアンスの取り組みを報告
 - ・米セントルイス連銀総裁がバーチャル会議に参加、米地区連銀報告(ペーページブック)、米スペースXが有人宇宙船打ち上げ(フロリダ州ケネディ宇宙センター)
 - ・中国工業利益(4月)
- 5月28日(木)
 - ・対外・対内証券投資(5月17-23日)
 - ・米ニューヨーク連銀総裁がバーチャル討論会に参加
 - ・韓国中銀が政策金利発表、台湾GDP(1Q)
 - ・米GDP(1Q)、新規失業保険申請件数(23日終了週)、耐久財受注(4月)、中古住宅販売成約指数(4月)
 - ・ユーロ圏景況感指数(5月)、消費者信頼感指数(5月)、独CPI(5月)
- 5月29日(金)
 - ・日銀、当面の長期国債等の買入れについて
 - ・東京CPI(5月)、完全失業率・有効求人倍率(4月)、鉱工業生産(4月)、小売売上高(4月)、百貨店・スーパー売上高(4月)、自動車生産台数(3月)、消費者態度指数(5月)
 - ・米個人所得・支出(4月)、卸売在庫(4月)、ミシガン大学消費者マインド指数(5月)
 - ・ユーロ圏マネーサプライ(4月)、ユーロ圏CPI(5月)、仏GDP(1Q)
 - ・ブラジルGDP(1Q)、インドGDP(1Q)
- 5月31日(日)
 - ・中国製造業・非製造業・コンポジットPMI(5月)

(Bloombergをもとにフィリップ証券作成)

※本レポートは当社が取り扱っていない銘柄を含んでいます。

MCI P 006/10/2020
Re . No.: JPN2020 0069

■米国株で相対的に堅調な銘柄

米国S&P500株価指数は史上最高値を付けた2/19の終値に対し5/20終値が約88%となるなか、S&P500およびナスダック100構成銘柄の内、36銘柄の5/20終値が2/19終値を10%以上上回った。

業種で分類すれば①「Eコマース・一般消費財」「アプリケーション・ソフトウェア」「インターネット・メディア」「インフラ・ソフトウェア」「半導体素子」「消費者金融（フィンテック）」「情報サービス」といったIT関連が17社、②「バイオテクノロジー」「医療機器」「医療設備」「生命科学・設備」といったヘルスケア関連が8社、③「加工食品」「家庭用小売業」「家庭用品製造」「大規模小売店」「レストラン」といった生活消費関連が6社である。これらは新型コロナウイルスの影響下で、相対的に強さを発揮しやすい面がある。

■アセアン4カ国の外国為替相場

年初からのアセアン4カ国の対円為替相場を2019/12末の終値を100とした相対指数で見た場合、新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けて4カ国とも2月下旬以降に下落した。その中で、経常赤字国であるインドネシア通貨の下落率が相対的に大きかったが、年初来安値を付けた4/1から5/20までの上昇率が13%に達し、年初から5/20までの下落率が他の3カ国の通貨とほぼ同水準まで回復した。

インドネシアルピア下落に歯止めがかかった要因として、3/31に米FRB（連邦準備理事会）が外国の中央銀行に米ドルの流動性を供給する暫定的なレポファシリティーの開設を表明したことのほか、インドネシアが石油純輸入国であるため原油価格急落が経常赤字減少に寄与すると見込まれることが挙げられよう。

■鉄鋼株と海運株の対TOPIX比較

新型コロナウイルスの影響が不透明なか、会社業績予想を非開示とする企業の増加および利益見通しの急速な悪化に伴い、投資の尺度として予想PER（株価収益率）よりも実績PBR（株価純資産倍率）に注目する投資家が増えている。

PBR1.0倍を下回る低PBR銘柄が多い東証1部においても海運株と鉄鋼株は、①2007/6（日経平均株価が2001年以降リーマンショックまでの最高値を付けた月）からの下落率が大きいこと、②海運業界では大手3社がコンテナ船事業を統合し、鉄鋼業界では「原料市況高・鋼材市況安」に対応するための大規模な事業構造改革を新型コロナウイルス感染の前から進めていたことから、相対的に優位性がある。5/14から5/20まで上昇中のバルチック海運指数も要注目だろう。

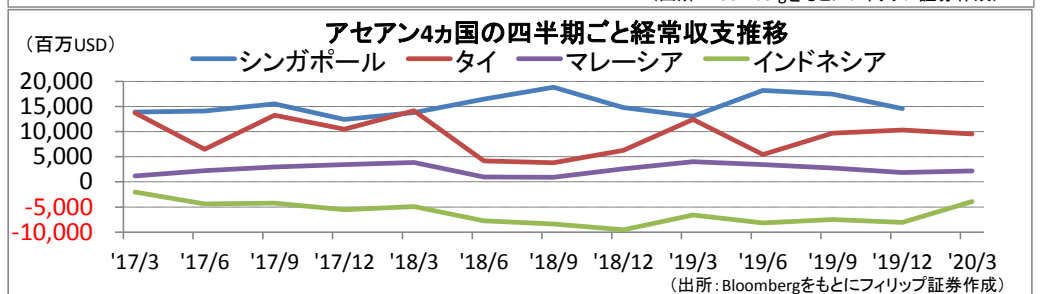
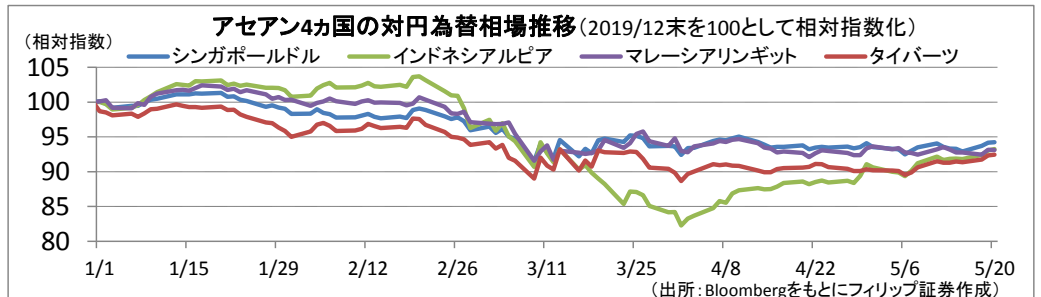
【米国株で相対的に堅調な銘柄～5/20終値が2/19を10%以上上回った36銘柄】

S&P500およびナスダック100構成銘柄の内、5/20終値が2/19終値を10%以上上回った銘柄ランキング

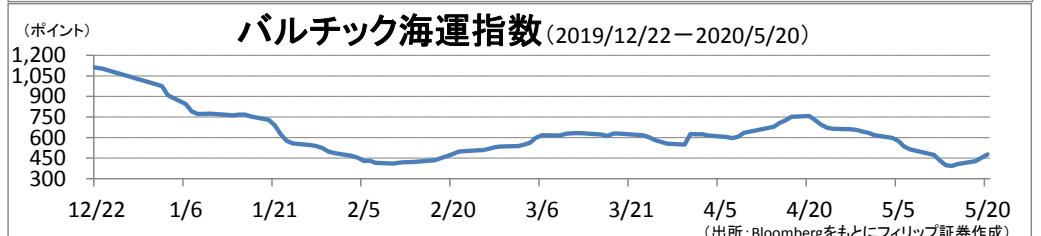
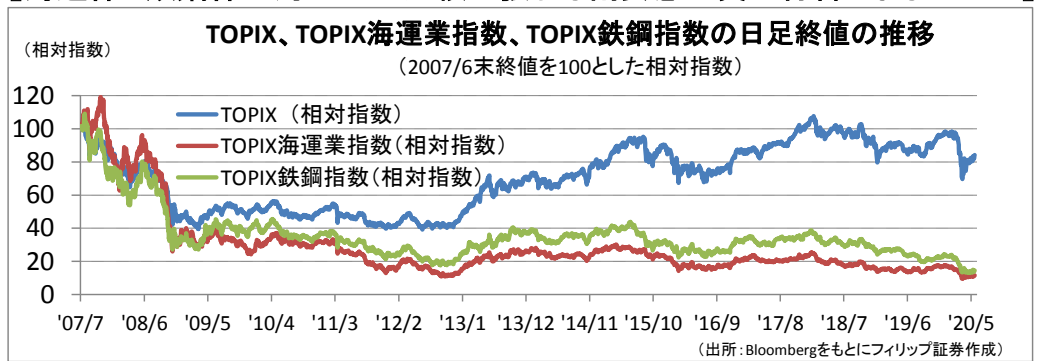
順位	名称	変化率 (%)	Bloomberg業種分類	順位	名称	変化率 (%)	Bloomberg業種分類
1	リジネロン・ファーマシューティカルズ (REGN)	45.1	バイオテクノロジー	19	アクティベーション・プリサード (ATVI)	16.5	アプリケーション・ソフトウェア
2	ニューモト (NEM)	44.6	貴金属採掘	20	Arconic Corp (ARNC)	16.5	非鉄金属
3	Carrier Global Corp (CARR)	41.0	商業ビル・マンション用設備・システム	21	アビオメッド (ABMD)	16.2	医療機器
4	マーケットアクセス・ホールディングス (MKTX)	37.8	情報サービス	22	アマゾン・ドット・コム (AMZN)	15.9	一般消費財
5	シアトル・ジェネティクス (SGEN)	29.9	バイオテクノロジー	23	バーテックス・ファーマシューティカルズ (VRTX)	15.7	バイオテクノロジー
6	テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア (TTWO)	29.5	アプリケーション・ソフトウェア	24	ネットフリックス (NFLX)	15.4	インターネットメディア
7	JDドットコム (JD)	28.3	Eコマース・一般消費財	25	ゼネラル・ミルズ (GIS)	14.8	加工食品
8	クロックス (CLX)	24.6	家庭用品製造	26	メルカドリブレ (MELI)	13.7	Eコマース・一般消費財
9	キャボット・オイル・アンド・ガス (COG)	24.3	探査・生産	27	イーベイ (EBAY)	13.3	Eコマース・一般消費財
10	インサイト (INCY)	24.0	バイオテクノロジー	28	クラフト・ハイツ (KHC)	12.6	加工食品
11	デクサム (DXCM)	23.7	医療設備	29	ケイニス・デザイン・システムズ (CDNS)	12.1	アプリケーション・ソフトウェア
12	ペイパル・ホールディングス (PYPL)	23.5	消費者金融	30	シトリックス・システムズ (CTXS)	11.6	インフラ・ソフトウェア
13	フォーテネット (FTNT)	21.9	インフラ・ソフトウェア	31	キリアド・サイエンシズ (GILD)	11.3	バイオテクノロジー
14	エヌビディア (NVDA)	21.1	半導体素子	32	チボレ・メキシカン・グリル (CMG)	11.0	レストラン
15	Otis Worldwide Corp (OTIS)	20.9	商業ビル・マンション用設備・システム	33	網易 (NTES)	11.0	アプリケーション・ソフトウェア
16	ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ (ZM)	19.8	インフラ・ソフトウェア	34	ダラー・ゼネラル (DG)	10.7	大規模小売店
17	イルミナ (ILMN)	19.3	生命科学・設備	35	トラクター・サプライ (TSCO)	10.6	家庭用品小売業
18	IPGフォトニクス (IPGP)	16.6	半導体素子	36	ジャック・ハリー・アンド・アソシエーツ (JKHY)	10.5	消費者金融

(出所: Bloombergをもとにフィリップ証券作成)

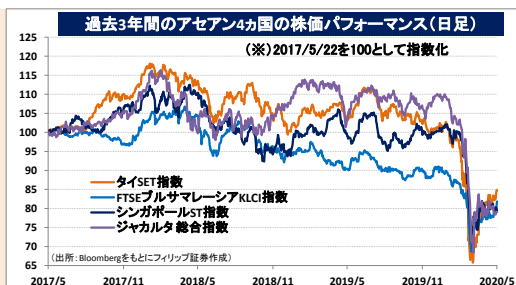
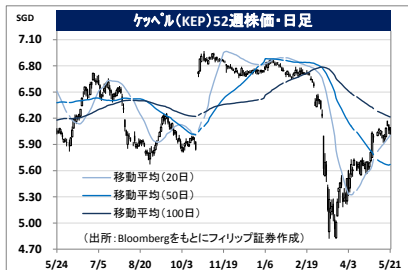
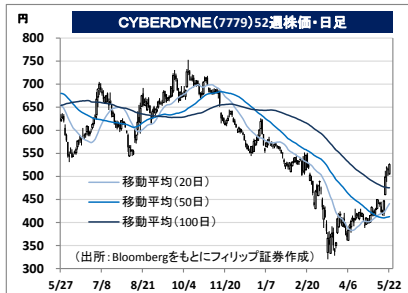
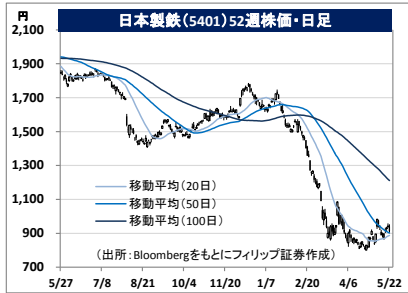
【アセアン4カ国の外国為替相場～インドネシアルピアの反転上昇に注目】



【海運株と鉄鋼株の対TOPIX比較～強まる割安感はい材料となるのか？】



■ 銘柄ピックアップ



◇ トーモク(3946) 1,713 円(5/22終値)

- ・1949年に設立の総合包装メーカー。段ボールシートや段ボールケースなどを取り扱う段ボール事業、スウェーデンハウス社に住宅部材を販売する住宅事業、および運輸倉庫事業を展開する。
- ・5/8発表の2020/3通期は、売上高が前期比2.9%増の1,765.83億円、営業利益が同32.8%増の69.11億円。段ボールの製品価格改定に努めるなか、新型コロナウイルス感染拡大が飲料や加工食品、薬品・洗剤向け等の段ボール生産量の増加への追い風となり、増収増益に貢献した。
- ・2021/3通期の会社計画は、売上高が前期比4.8%増の1,850億円、営業利益が同8.5%増の75億円。段ボール事業は、インターネット通販向けの中長期的な市場拡大、新型コロナウイルス感染による外出自粛が食品関連などの「巣ごもり消費」に伴う需要を高めたことのほか、欧米の都市封鎖に伴う古紙減少が段ボール古紙の輸出価格上昇をもたらすなど、追い風が重なっている状況だ。

◇ 三井化学(4183) 1,943 円(5/22終値)

- ・旧三井化学工業が1997年に三井東圧化学と合併して発足した総合化学メーカー。モビリティ、ヘルスケア、フード&パッケージング、および基盤素材の製造販売を主な事業内容とする。
- ・5/14発表の2020/3通期は、売上高が前期比9.7%減の1兆3,389億円、営業利益が同23.3%減の716.36億円。原油価格の下落に伴う販売価格下落、および新型コロナウイルス感染拡大の影響による販売数量の減少が響き減収となったほか、交易条件の悪化や固定費増加が減益に繋がった。
- ・2021/3通期の会社計画は、売上高が1兆1,450億円、営業利益が370億円。2021/3期よりIFRSを採用するため前期比は記載せず。自動車向け部材は苦戦が続く見通しだが、IPA(イソプロピルアルコール)が欧米で消毒剤として需要が高まる一方で供給懸念があるほか、マスクや防護服の材料となる不織布が世界的な需要増により価格上昇。同社も工場能力を増強して生産を拡大している。

◇ 日本製鉄(5401) 914.3 円(5/22終値)

- ・1950年設立の鉄鋼メーカー。1970年の八幡製鉄と富士製鉄の合併による新日本製鉄の発足、2012年の住友金属工業との合併に伴う新日鉄住金の発足の後、2019年に現在の社名に変更。
- ・5/8発表の2020/3通期は、売上収益が前期比4.2%減の5兆9,215億円、持続的な事業活動の成果を表す事業利益が前期の3,369.41億円から▲2,844.17億円へ赤字転落。米中貿易摩擦を背景とした世界的な鉄鋼需要の減少、および老朽化が進む事業用資産の減損損失計上が響いた。
- ・新型コロナウイルス感染拡大の影響が現時点で見通せないため2021/3通期会社計画を非公表とした。同社は2020/2に2基の高炉がある呉製鉄所の全面閉鎖を行う大規模な生産設備合理化策を発表しているが、今後の需要動向次第で更に踏み込んだ生産体制の見直しが必要との考えが示された。企業グループ資産の大規模な見直しにより、同社の純資産価値への注目度が高まろう。

◇ CYBERDYNE(7779) 526 円(5/22終値)

- ・2004年に医療・福祉・介護分野向けロボットスーツの開発・製造・販売を目的に設立。人・ロボット・情報系を融合複合させた「サイバニクス」を活用して医療・福祉・生活分野へ事業を展開する。
- ・5/15発表の2020/3通期は、売上収益が前期比4.8%増の17.92億円、営業利益が前年同期の▲8.30億円から▲10.39億円へ赤字拡大だったが、業務提携に係る投資有価証券の評価益により税引前利益は黒字化。装着型ロボットは好調だったが、海外展開積極化に伴い販管費が増加した。
- ・新規性の高い事業を展開することに伴い業績予想が困難であることから2021/3通期会社計画を非公表としている。同社は日本信号(6741)とともに駅構内で使える車椅子大の自動走行清掃ロボットの商用化を5/18に発表。感染症防止対策として消毒液の噴霧や紫外線の照射をしながら自動巡回する。世界的な経済活動再開に向け、空港のほか多くの場所で需要増加が見込まれよう。

◇ ケッペル(KEP) 市場:シンガポール 6.02 SGD(5/21終値)

- ・20カ国以上で事業を展開するコングロマリットで、オフショア・海洋事業、不動産事業、インフラストラクチャー事業、投資事業の4事業セグメントを運営。政府所有のテマセクHDSが筆頭株主である。
- ・4/29発表の2020/12期1Q(1-3月)は、売上高が前年同期比21.3%増の18.57億SGD、営業利益が同15.2%減の2.73億SGD、純利益が同21.2%減の1.60億SGD。前年同期に中国とベトナムにおける不動産開発プロジェクトの一括売却利益を計上した反動減の一時的要因により減益となった。
- ・新型コロナウイルスの影響が不透明な中、不動産事業では「中国・シンガポール天津エコシティ」の住宅地売却が2020/4に完了し、インフラストラクチャー事業では廃棄物再生可能エネルギー発電プラントや資源回収施設の建設、および海上データセンターの開発が進む見通し。投資事業では子会社のM1と通信2位のスター・ハブ(STH)の連合体が5G通信規格の事業免許を付与された。

■ アセアン株式ウィークリー・ストラテジー(5/25号「新型コロナウイルス感染対策」)

タイの医療ツーリズムを担い医療サービスの質に世界的にも評価が高いバンコク・ドゥシット・メディカル・サービス(BDMS)では、新型コロナウイルス感染から医者・スタッフ・患者を守るため以下の対策を講じている。①急性呼吸器感染症(ARI)と非ARIのエリア構築による病院内の隔離場所の特定、②PCR検査および迅速検査、③スマホアプリを通じたリアルタイムでの医師相談、④血液検査・ワクチン摂取・投薬のための医師の自宅への出張、⑤医療スタッフが遠隔で検査を実施するため、カメラおよびマイクロフォン装備のロボットが患者に接触、⑥患者自身が医療検査を行うための携帯デバイスの提供、⑦陽性患者に対し医療ツーリズムのリゾート施設として利用している宿泊部屋を自宅隔離の代替場所として提供することなどである。日本でも参考とすべき点があるだろう。

【レポートにおける免責・注意事項】

本レポートの発行元: フィリップ証券株式会社 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町4番2号

TEL: 03-3666-2101 URL: <http://www.phillip.co.jp/>

本レポートの作成者: 公益社団法人 日本証券アナリスト協会検定会員、国際公認投資アナリスト 笹木和弘

当資料は、情報提供を目的としており、金融商品に係る売買を勧誘するものではありません。フィリップ証券は、レポートを提供している証券会社との契約に基づき対価を得ております。当資料に記載されている内容は投資判断の参考として筆者の見解をお伝えするもので、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなされるようお願いいたします。また、当資料の一部または全てを利用することにより生じたいかなる損失・損害についても責任を負いません。当資料の一切の権利はフィリップ証券株式会社に帰属しており、無断で複製、転送、転載を禁じます。

<日本証券業協会自主規制規則「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則 平14.1.25」に基づく告知事項>