

藤戸レポート

「バリュー株化」が進む自動車・銀行

2017年7月24日

「バリュー株」としての側面を持つ自動車株

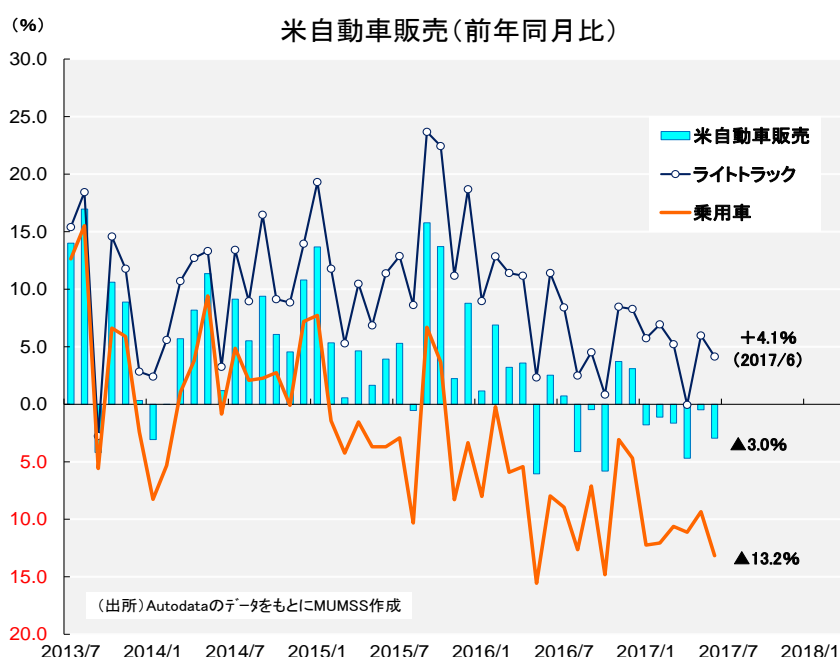
日本の自動車株は、典型的な輸出関連株との認識が強かった。確かに、為替相場との相関性は高く、ドル/円相場の動向が株価の方向性を決する様相が濃厚だ。ところが、もう一つの性格としてバリュー株(割安・出遅れ株)の側面も持っている。日本の自動車メーカーのPBR(株価純資産倍率)は1倍割れの銘柄が少なくない。例えば、ホンダ0.76倍、日産0.91倍、マツダ0.92倍といった状況で、業界リーダーたるトヨタも1.04倍と、かろうじて1倍を上回っている。SUVのヒットで業容が急拡大したSUBARUは2.12倍だが、大手どころの多くは、「PBR1倍＝企業解散価値」を下回る状況が継続しているのだ(7/20時点。QUICK)。この背景には、当然米国自動車販売の鈍化がある。6月の米自動車販売は、前年比▲3.0%と6ヵ月連続の前年比割れとなった(グラフ1)。特に、乗用車が▲13.2%と落ち込みが目立っている。今年の1月以来の統計でも、5月の▲9.3%を除いて、いずれも二桁マイナスに陥っている。また、インセンティブ(販売奨励金)も、業界平均で3,616ドルの高水準に達している。中でも、ドイツ勢の安売り攻勢が目立っており、メルセデス・ベンツは5,064ドル、BMWも4,826ドルのバーゲンだ。この数字は、SUVやピックアップ・トラックを含めたトータルのものだが、ベンツの乗用車に限ると7,174ドルのディープ・ディスカウントである。邦貨換算すれば、座っただけで80万円引きということになる(オートデータ)。販売数量が落ちて、インセンティブが増大すれば、自動車メーカーの粗利が悪化するの当然だ。独DAX指数構成30銘柄の年初来パフォーマンスでは、ユーロ高もあってワーストはダイムラー(ベンツ)▲9.6%、BMWも27位▲6.0%と低迷している(グラフ2)。またPBRも、DAX全体の1.71倍に対して、ダイムラー1.19倍、BMW1.11倍と、日本企業ほどではないにしてもバリュー株の色彩が濃くなっている(7/19時点。ブルームバーグ)。

急速な電気自動車の普及が構造変化を招く

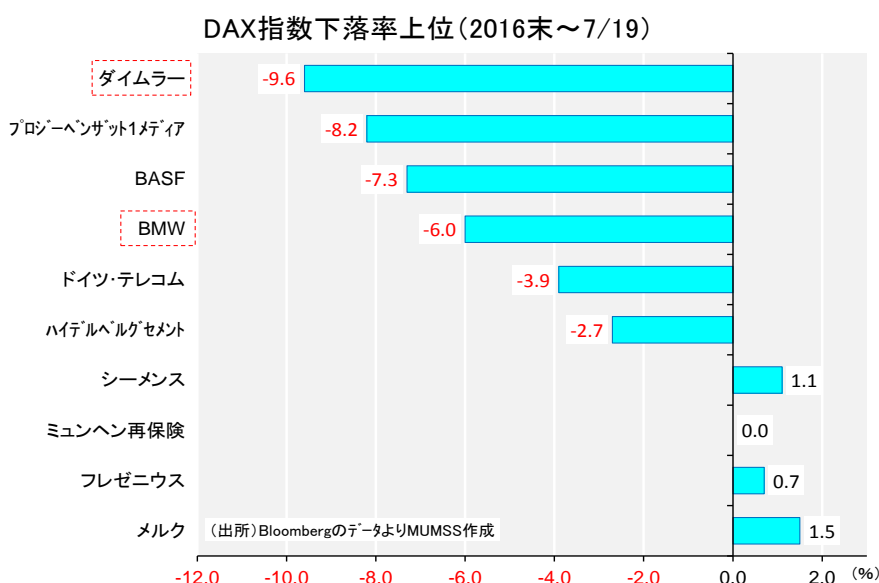
こうした販売動向や為替相場といった環境面の変化のみが、バリュー株化の要因ならば、再び循環的に株価が評価される局面もあろう。しかし、どうも従来からのそうした要因だけではなく、自動車業界に訪れている構造問題も株価は読み始めているようだ。即ち、急速に進行する「EV(電気自動車)の普及＝脱内燃機関」のムーブメントを、反映し始めているように思える。フランスのニコラス・ヒューロ環境相は、「2040年までに全てのガソリンとディーゼル車の新車販売を停止する」と表明した。その実現には紆余曲折が想定されるが、いずれにしても仏政府が新しい次元へ一歩踏み出したことは間違いない。また、スウェーデンのボルボ・カーズは、2019年以降の全車種をEV、ハイブリッド車にすると発表した。「製品と事業の双方でCO2の削減に重点を置き、2025年までに気候変動に影響しない生産事業を行うことを目指す」としている。僅かあと2年で実施の計画だ。

ストラテジー

(グラフ1)
米自動車販売が
6カ月連続で前年比マイナス



(グラフ2)
ドイツでも自動車株は低迷



排ガス不正問題の欧州勢は一
気にEV化に傾斜

欧州では環境に対する意識が高いが、特に、フォルクスワーゲンの不正ディーゼル車・排ガス問題が、急速にEV化を進める原動力になっている。好燃費・環境対応へのアプローチで、トヨタを始めとした日本勢はハイブリッド車シフトを選択した。これに対して、欧州勢は環境対応の新ディーゼル・エンジンが主役となってきた。ところが、フォルクスワーゲンの不正が暴露された後も、傘下にあるアウディやポルシェでも疑惑の報道が度重なっている。直近では、南ドイツ新聞が、「ダイムラーも疑惑がある」と報じ、ダイムラーは不正とは無関係としながらも、300万台の無償修理を行うと発表している。他にも仏ルノーやフィアット・クライスラー等で、ディーゼル車の不正疑惑が報じられている。環境対応の切り札と看做していた新型ディーゼル・エンジ

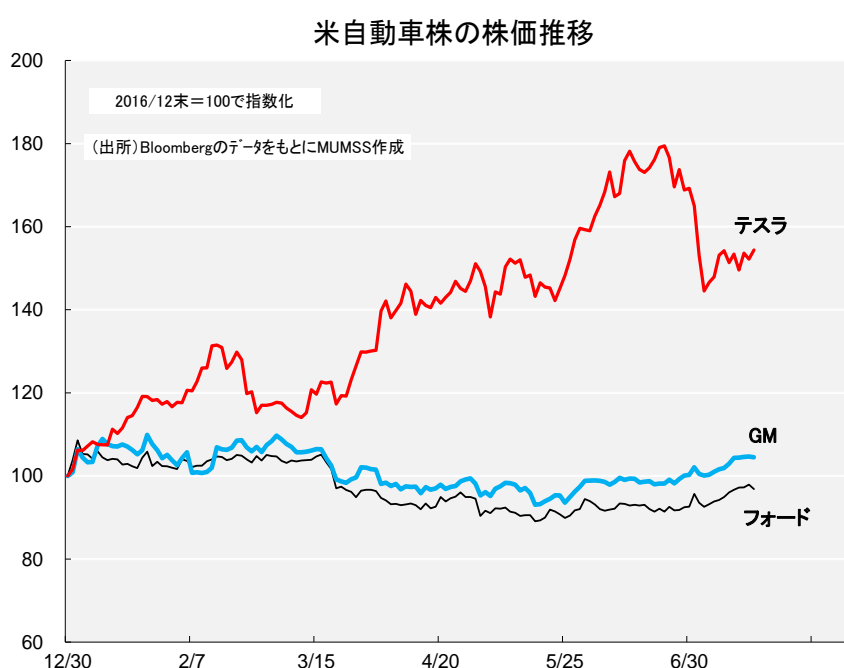
ストラテジー

ンが不正の温床となれば、これは一足飛びにEV傾斜とならざるを得ない。こうした不祥事も、「脱内燃機関」の動きを強めている。1885年～86年に、ゴットリーブ・ダイムラー、カール・ベンツ(ダイムラー・ベンツの祖である)によって開発され、100年以上の歴史を持つ内燃機関車に大きな転機が訪れている。

「ITの巨人」アップル、グーグルがライバル

一台の自動車を構成する部品数は、数え方によって上下に大きなブレがあるが、最大で10万点、その内訳では内燃機関の部品数が1万～3万点あるとされている。自動車メーカーは、長い間の努力と研鑽で技術的蓄積を深め、製品の品質向上を実現してきた。したがって、おいそれと新規参入ができる状況ではなかった。ところがEVでは、モーターの部品数が30～40点で、それにインバーター等の部品を加えても80～100点程度に収まる。劇的に参入障壁は低下し、IT大手のアップルやグーグルといった巨人も意欲的な試験プロジェクトを推進している。EV化に加えて、自動運転化の流れは急速に進行しており、自動車ビジネスはIT・エレクトロニクスとクロス・オーバーする様相が濃くなっている。つまり、従来の自動車メーカーのアドバンテージが急速に低下し、IT企業の存在感が相対的に大きくなりつつある。米国でも、自動車株は冴えない動きが続いており、主要株価指数が軒並み最高値を更新する中で、年初来の騰落率はフォード▲3.1%、GM+4.5%といった状況だ。逆に、EVの象徴は特斯拉だが、6/23高値386.9ドルから急落した後も、なお+54.3%の素晴らしい成績である(グラフ3)。自動運転化関連としての性格が強まった自動車部品のデルファイ・オートモーティブも+38.2%の好パフォーマンスだ。EV化によるリチウムイオン電池需要の急増から、リチウム製品関連の大手であるアルバマールも+36.9%と好調が続いている(7/20時点)(グラフ4)。こうした時代の流れを勘案すると、日本の自動車メーカーも、「製造業の雄」としての地位がいつまでも続く保証はない。やがてライバルはアップル、グーグルとなろう。

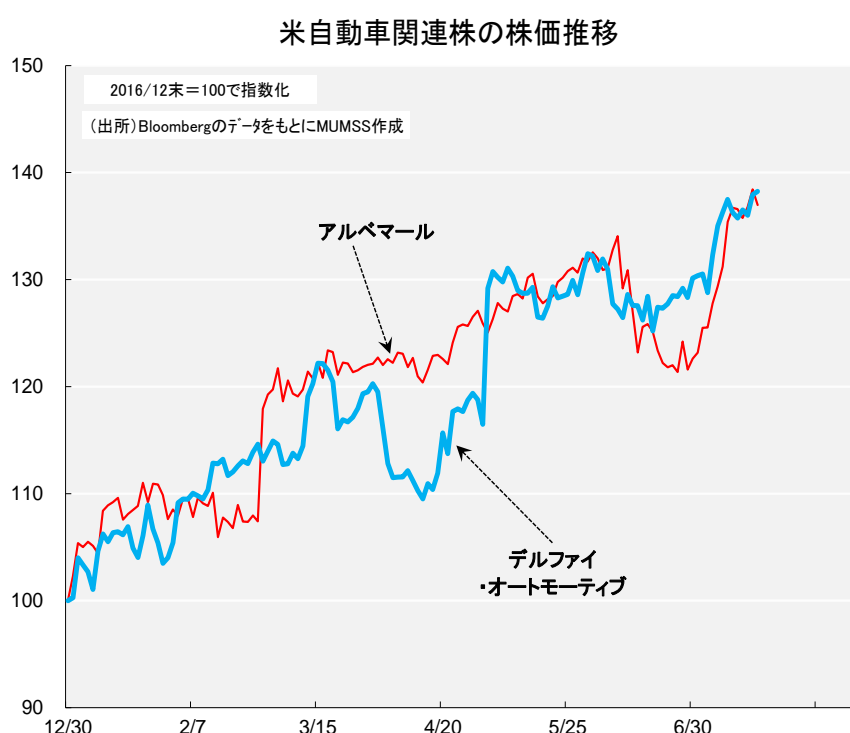
(グラフ3)
米自動車株に株価格差



巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

(グラフ4)
自動運転、EV関連銘柄も
堅調な推移

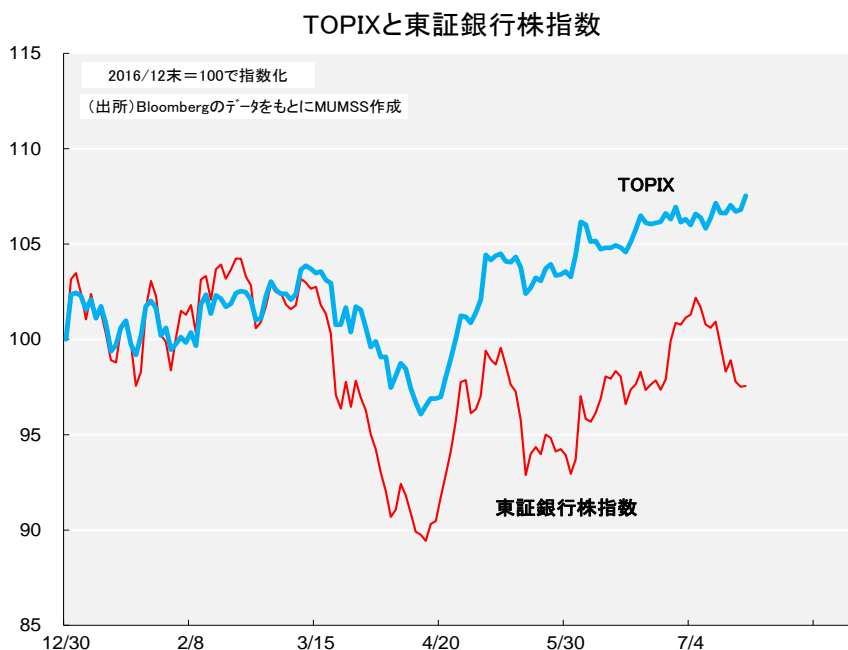


「PBR1倍割れ」が常態化した銀行株

もう一つバリュー株としての性格が強まっているのが、銀行株である(グラフ5)。メガバンクのPBRは、いずれも0.6倍前後に収束している。マーケットは、解散価値の6割程度にしか評価していないことになる。地銀株の中には、0.3倍台で推移している銘柄も珍しくはない(7/20時点)。最大の要因は、「ゼロ%前後」に固定された長期金利にある。7/20の日銀政策決定会合においても、従来の非伝統的緩和策を継続することが表明された。少なくとも、黒田総裁の任期である2018年4月までに、日銀が政策転換に踏み切る可能性は極めて低い。証券界出身の二人の審議委員は、「約6兆円のETF買入は、市場の価格形成や日本銀行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大である」と指摘し、「量的緩和策の段階的縮小」を提案したが、「7:2」で否決された。この両氏ともに退任が決まっており、今後は「9:0」の無風状態が続く可能性が高い。となれば、銀行の本来業務である融資の利鞘拡大は期待し難い。グローバル展開も一つの処方箋ではあるが、米国の長期金利の水準が低い上に方向性が読み難く、効果は限定的となる。トレーディング収益の強化という発想もあるが、今回の米大手銀行の決算では、「FICC」(債券・為替・コモディティ)のトレーディング収益の減少が顕著だった。特に、ゴールドマン・サックスは、4~6月期の債券トレーディング収益が前年比約4割減と厳しい内容だった。1~6月期の株式・債券トレーディング収益でも、同約10%減と過去11年余で最低の水準だった。確かに、4~6月期のゴールドマンは他社比較でも遜色を免れなかったが、辣腕の同社の低迷は、それだけトレーディング環境が困難だったということの証左でもある。日銀の政策スタンス変更がない限り、収益回復に過大な期待を抱けない状況だ。

ストラテジー

(グラフ5)
銀行株指数は対TOPIXで
アンダーパフォーム



「銀行株のバリュー株化」は欧州でも顕著

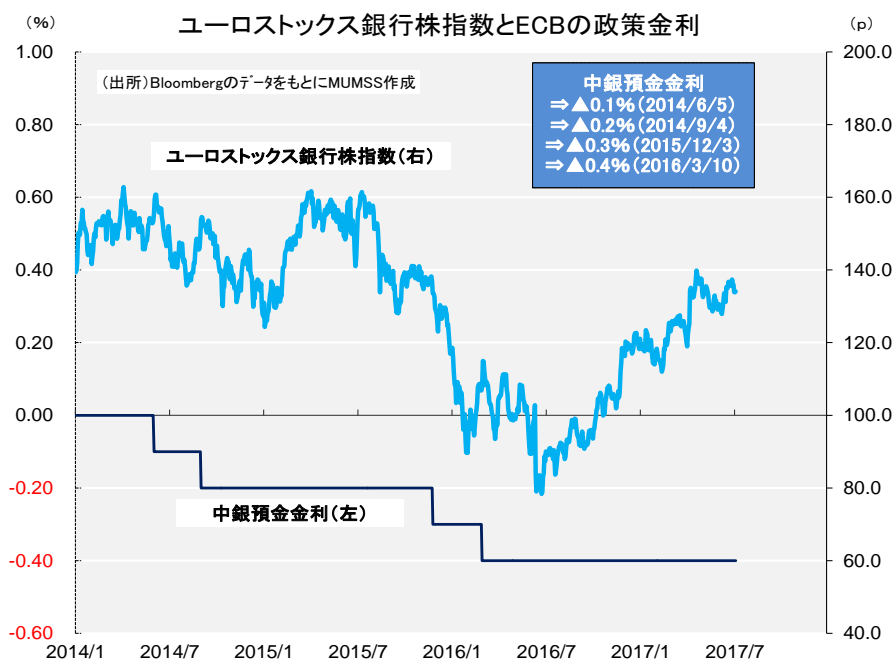
銀行株のバリュー株化は、欧州でも顕著である。ドイツ銀行のPBRは0.36倍、英バークレイズ0.61倍、仏ソジェン0.62倍、伊ユニクレディト0.71倍等々、ドイツ銀行を除けば日本のメガバンクと近似値である(7/20時点)。中銀預金金利が▲0.4%と、ECB(欧州中銀)は日銀以上のマイナス金利政策を継続している(グラフ6)。収益の悪化が自己資本を毀損し、ドイツ銀行やユニクレディトも増資でようやく一息ついている状況だ。株価の年初来騰落率も、バークレイズ▲6.8%、ソジェン+2.8%、ドイツ銀行+2.9%等、欧州株全面高のトレンドの中でも、あまり芳しくない数値が並んでいる(7/20時点)(グラフ7)。7/20の日銀金融政策決定会合後の記者会見で、黒田総裁は従来の見解を繰り返した。ETF買入に対しても、「①買入が副作用を生んでいるとは思わない、②東証時価総額に比較すれば買入額は小さなものだ、③企業のガバナンスを阻害するとは考えてはいない」と述べた。以前と全く同様である。つまり、銀行株の「脱バリュー株化」は困難な情勢だ。

産業の盛衰を決する大変革の時代

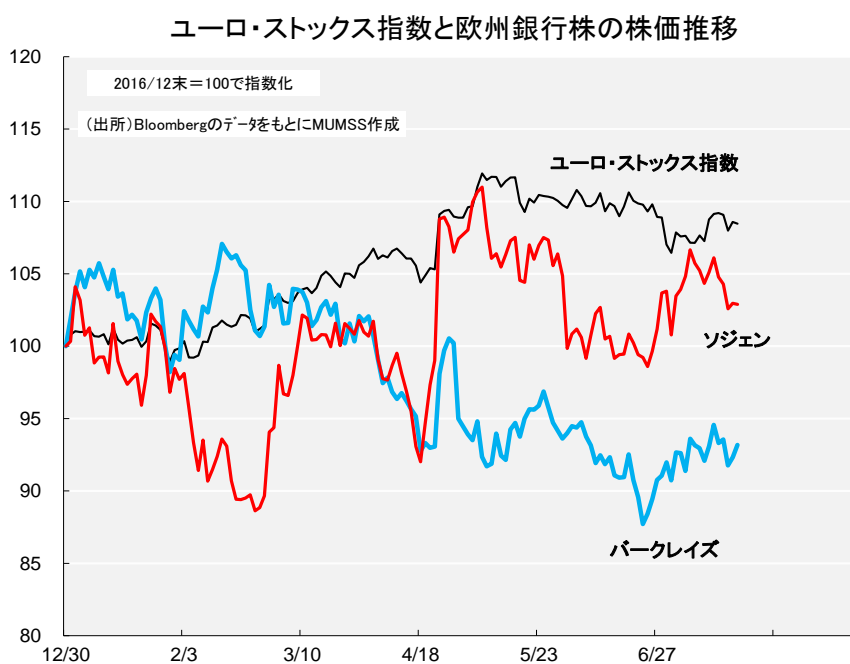
輸出関連の象徴と看做されてきた自動車株、金利・景気敏感の代表である銀行株が、既述のような要因から、今や代表的なバリュー株に転化している。PBR1倍割れ、ましてや0.6倍とか0.3倍といった状況は、投資家がグロース面の評価をほとんどしていないことになる。それどころか、急速なEV化の進展や、フィンテックの隆盛への対応を誤れば、長い歴史と巨大な時価総額を誇る関連銘柄でさえ、斜陽化の可能性も否定できない。米コンサルティング会社マッキンゼーによると、「人間の判断を必要としていた銀行業務は、認識技術を取り入れたアプリケーションや機械で代替可能になり、認識技術の価格も十分割安となった。一般行員が手掛けている銀行業務は3分の1程度軽減可能だ。新技術の導入はこれから本格化し、今後2~3年で業界を変革させるだろう」とのことだ。今、一番劇的な変化が起こっているのは、アマゾン・ドット・コムに代表されるEコマースが席卷する小売業である。百貨店、総合スーパー、専門店といった伝統的な対面販売の小売業は、厳

ストラテジー

(グラフ6)
日銀以上のマイナス金利政策を
継続するECB



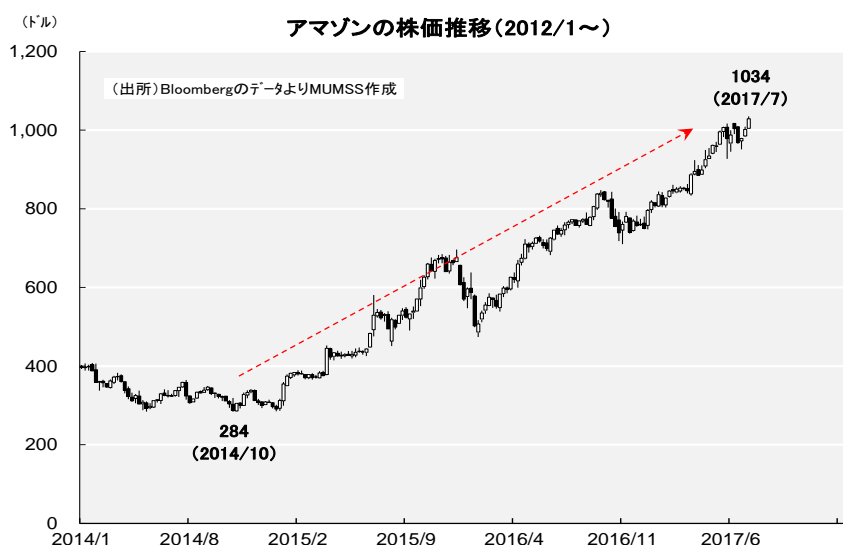
(グラフ7)
欧州でも銀行株は
アンダーパフォーム



しい試練に曝されている。売上高・利益の急速なシュリンク、株価の急落から長期低迷は、小売業の構造そのものが大きく転換していることを表している。逆に、アマゾンの株価は1,000ドルを超えて史上最高値を更新中だ(グラフ78)。そして、今や自動車産業や銀行業にも、大きな変化が訪れている。もちろん、膨大な資本力と新技術への対応力で、今後も産業の重鎮として存在感を一段と高める可能性もある。ただし、イノベーションのテンポは、従来と比較にならないほど急速である。一つの産業の盛衰を決するような大変革の時代が訪れており、経営者の手腕が厳しく吟味される時代となった。

ストラテジー

(グラフ8)
史上最高値を
更新するアマゾン



軒並み高となったネット関連株

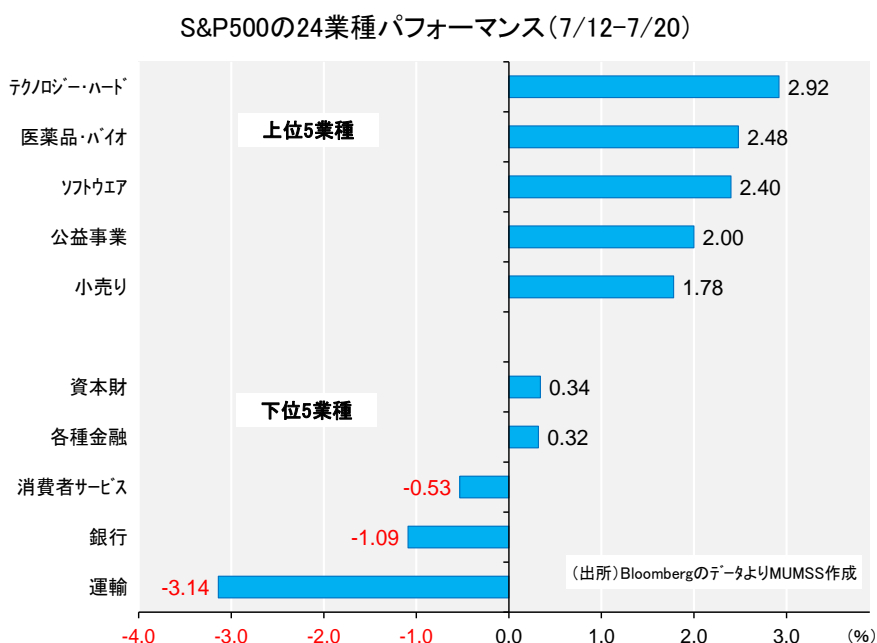
短期的に見た場合には、自動車、銀行といったバリュー株が買われる局面が訪れることもある。6/9のナスダック大型株の急落に端を発し、グロース性の強い銘柄群が調整に入った時には、バリュー株が相対的な割安感、下値リスクの乏しさから買われた。「グロース相場は終焉・バリュー相場が始まる」との近視眼的な意見を見た方も少なくないはずだ。しかし、従来から指摘したように、IT関連株を代表とするグロース株の調整は、あくまでも「買われ過ぎ」という需給的側面が強かった。ファンダメンタルズ面の本質的な変化を反映したものであれば、これは脱兎のように売り逃げなければならない。しかし、単なる需給要因であれば、利喰い一巡となれば、再び上昇トレンドに回帰するのがセオリーである。鍵を握るのは、ファンダメンタルズのチェックとなる決算発表だ。先行した米国では、ネット配信のネットフリックスが、海外契約者数で事前予想を大幅に上回る414万人の著増をマークし、一気に強気マインドが復活した。ネットフリックスは1日で21.9ドル高・+13.5%高となったが、ネット関連は軒並み高となった。

再びグロース株優位

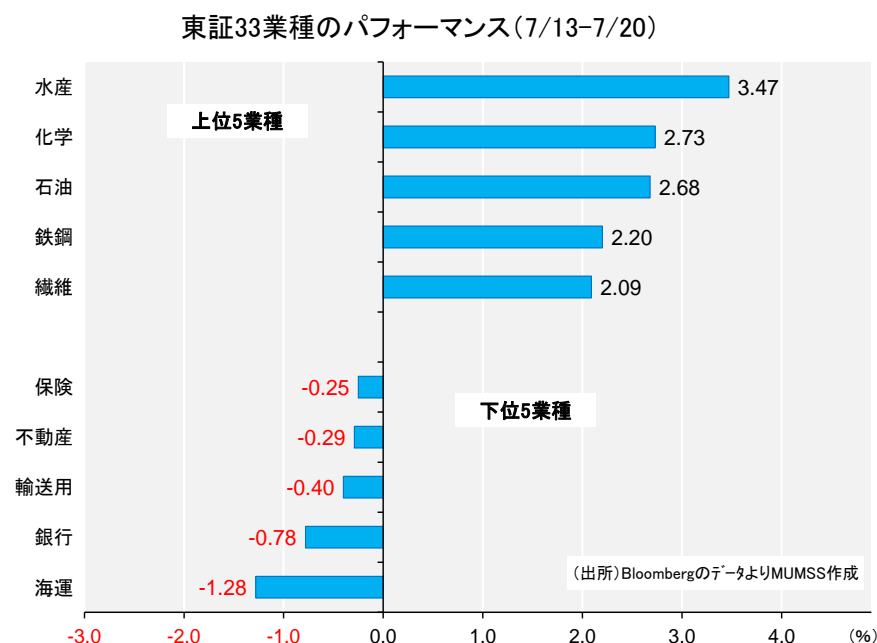
米国では、アマゾン、フェイスブックも史上最高値を更新し、ネット旅行関連のプライスライン・グループも最高値グループ入りとなった。半導体関連でも、ステッパー最大手のASMLホールディングスが最高値更新、アプライド・マテリアルズ、ブロードコム、ラム・リサーチ、エヌビディア等も、高値にあと一步まで迫っている。アジアでも、有機ELと3D-NAND型フラッシュ・メモリーブームの恩恵を享受しているサムスン電子が最高値更新、7/20には256.6万ウォンまで買われた。「北朝鮮リスク」の翳りはどこにもない。相場がグロース株物色の本流に回帰すれば、バリュー株のパフォーマンスは急速に劣化する。イエレンFRB議長の議会証言前日の7/12~7/20の業種別パフォーマンス(S&P500種24業種)を見ると、1位テクノロジー・ハード+2.92%、2位医薬品・バイオ+2.48%、3位ソフトウェア+2.40%に対して、23位銀行▲1.09%、21位各種金融+0.32%である(グラフ9)。日本でもTOPIX33業種を見ると(7/13~7/20)、32位銀行▲0.78%、31位輸送用機器(自動車)▲0.40%である(グラフ10)。6月末から7月冒頭のバリュー株相場は、一瞬で終わってしまった。

ストラテジー

(グラフ9)
S&P500の業種別動向
バリューからグロースへ



(グラフ10)
日本でも
バリュー株相場が一巡



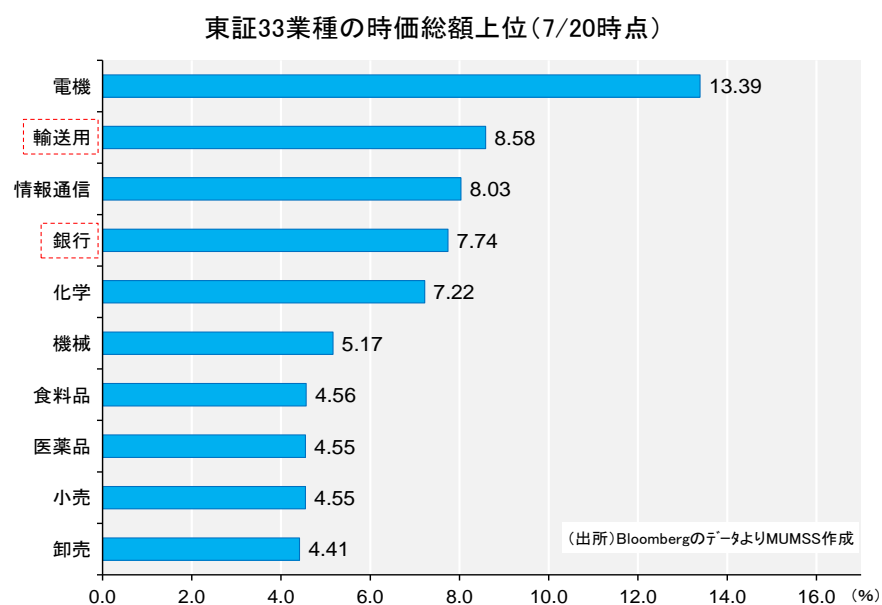
「幕間つなぎ」のバリュー株相場

TOPIX構成の業種別ウェイトを見ると、①電機13.39%、②輸送用機器8.58%、③情報・通信8.03%、④銀行7.74%と続く(7/20時点)。つまり、輸送用機器、銀行は指数構成ウェイトが高く、TOPIX全体へのインパクトも大きなセクターなのだ。したがって、投資の観点からも、決して無視できないセクターである。今年の本流が、ITやFA関連のグロース株と見れば、バリュー株の物色は、今回と同じような「幕間つなぎ」で終わるリスクが高い。したがってアクティブ・ファンドであれば、普段は両セクターをアンダー・ウェイトにし、グロース株に調整・保ち合いの兆しが見えれば、ニュートラルに戻すといったき

ストラテジー

め細かい対応が必要となろう。バリュー株相場は短期だが、両セクターで16%を超える構成比率があるだけに、ファンド全体のパフォーマンスに影響を与える可能性が強い(グラフ11)。決してやってはいけないのが、バリュー株のリバウンド時期に、「相場が変わった」と見て高値で買い出動することだ。これはキャピタル・ロスを招く可能性が高い。私見では、当面、両セクターをオーバーウェイトにすることは不可と考えている。既述の要因に加えて、自動車株にはトランプ政権の注文が入り始めている点にも注意が必要だ。米中包括経済対話は、決裂して成果ゼロに終わった。トランプ政権の矛先は、日本に向かいつつある。7/8のハンブルクG20(主要20カ国・地域首脳会談)で、トランプ大統領は安倍総理に、「米国の対日赤字を改善してほしい」と述べ、「日本に自動車の市場開放を求めた」と報じられている。レーガン政権以来の常套手段だが、おそらく「市場開放できないならば、対米輸出自主規制」を求めて来る可能性が高い。

(グラフ11)
時価総額が大きい
バリュー・セクター

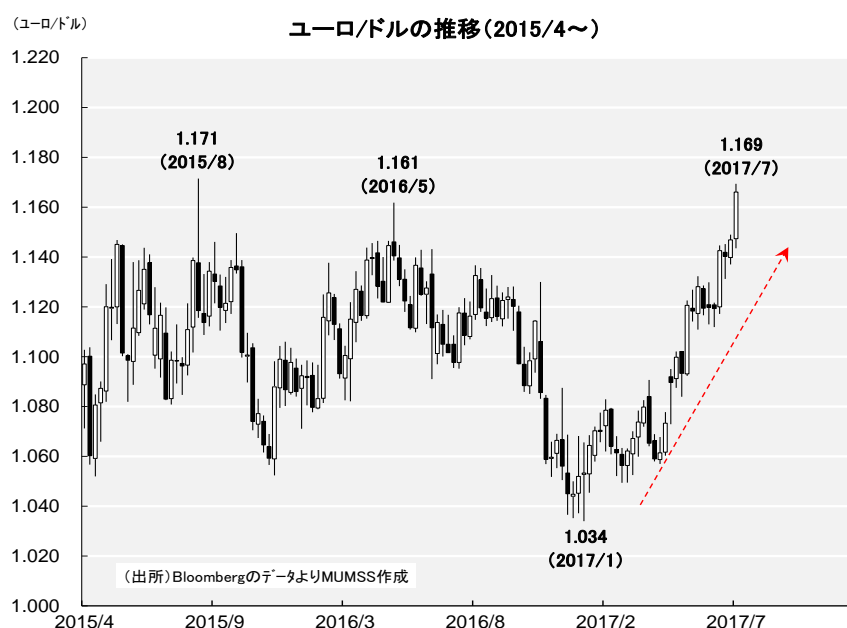


ユーロ高/ドル安を招いたECB理事会

日銀の政策決定会合は、「現状維持」だったが、ECB(欧州中銀)の理事会でも、「現状維持」が選択された。声明文の「資産購入プログラムは、規模と期間のいずれかまたは両方について拡張が可能」というフレーズが改変されるのではないかと、との見方もあったが、これも残された。しかし、記者会見に臨んだドラギ総裁が、「しっかりとした景気回復がついに訪れた。あとは賃金と物価がこれに追随するのを待つばかりだ」との発言を受けて、ユーロ/ドル相場は大きくユーロ高に振れた。先週号でも指摘した昨年5月の1ユーロ=1.161ドルをブレイクし、2015年8月高値1.171ドルをも射程圏に収めている(グラフ12)。ECB理事会がターニング・ポイントになって、ユーロ安に向かうとの見方も多かっただけに、一段と弾みがついている。9月に政策変更を議論し、来年からテーパリング(量的緩和策の段階的縮小)に向かうのは、ほぼ確実視されている。ただし、物価動向によっては、年内にテーパリング開始との可能性も否定し難い。ドラギ総裁は、「粘り強さと忍耐、慎重さが必要だ」と述べているが、物価の基調に変化が訪れれば、ゴーサインを出すもの

ストラテジー

(グラフ12) (ユーロ/ドル)
ユーロ(対ドル)が
2015/8高値に接近



と思われる。この市場の想定以上のユーロの強さがドル安を招き、ICE(インターコンチネンタル取引所)のドル実効レートは、7/20に94.09まで下落した。今年1/3高値103.82からは▲9.37%のドル安だ。当然、この動きはドル/円相場にも波及し、7/11の1ドル=114.49円から7/20には111.48円まで円高に振れる局面があった(グラフ13)。ただし、ヘッジファンドの円売り越しポジションが、7/18時点で▲126,919枚にまで膨張していた点を考えると、ショート・カバーはこれからであろう(グラフ14)。米10年国債利回りが2.2%台に低下していることを考えても、110円割れに向かうリスクシナリオも想定しておくべきであろう。

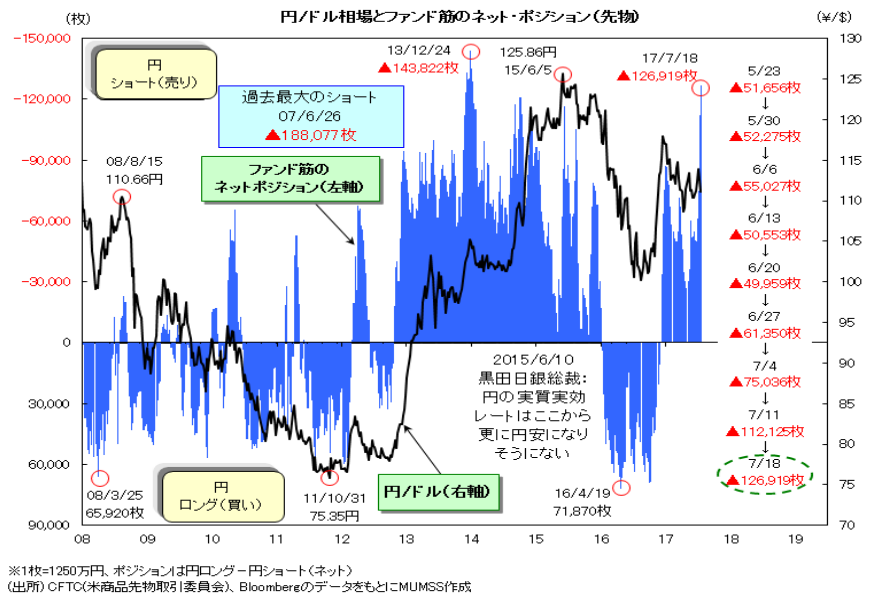
(グラフ13) (円/ドル)
ドル実効レートの下落で
円ドルもドル安に



巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

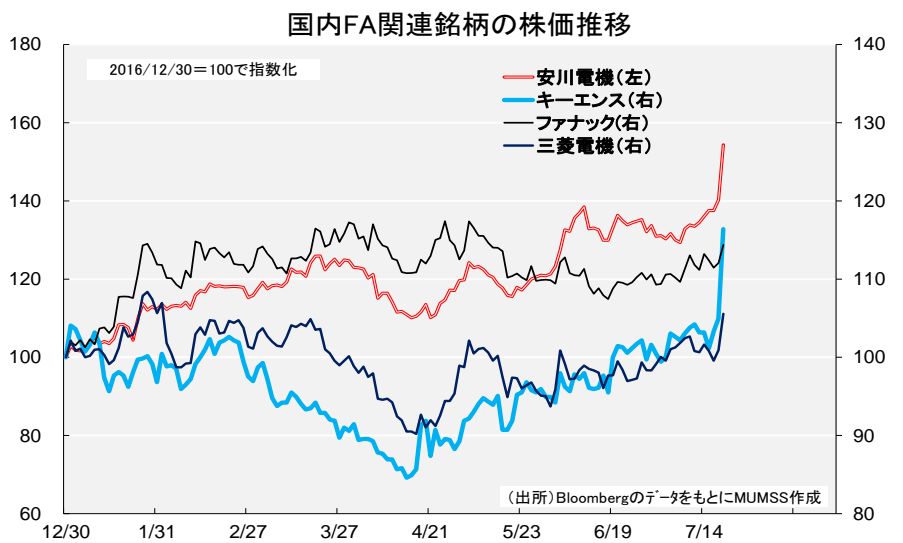
(グラフ14)
2014/1以来の高水準となった
ファンド筋の円売りポジション



好決算銘柄の押し目を拾う

米国株式の史上最高値更新という好材料の一方で、イエレン議会証言以降に円高に振れ始めた為替相場を悪材料と看做して、日経平均は依然として膠着感の強い相場が続いている。物色も、「グロース→バリュー→グロース」と変化が目まぐるしい。注目された企業決算では、安川電機がポジティブ・サプライズの決算を発表し、ファナック、キーエンス、SMC、三菱電機といったFA関連株も軒並み高だ(グラフ15)。今年のポートフォリオのコア(核)は、半導体製造装置とFA関連との見方を変えていない。ただし、決算発表後の高い株価に飛び付くのは禁物だ。好決算で1割高の株価の買い本尊は、超短期の目先筋の可能性が高い。逆に従来から保有していた外国人、国内機関投資家は、急騰に対して利益確定売りを出す傾向が強い。好決算を発表した銘柄でも、発表直後の過熱期は見送って、押し目を入れてから拾い始めるのが妥当だろう。デイトレーダーは、「次は何？」で回転が速い。鎮静化を待って買う余裕が欲しい。

(グラフ15)
安川電機効果で
FA関連株も軒並み高



藤戸 則弘
投資情報部長

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

【重要な注意事項】

(本資料使用上の留意点について)

- 本資料は当社が信頼できると考える情報ベンダーから取得したデータをもとに作成されておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する可能性があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様御自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

(利益相反情報について)

- 当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買または売りのポジションを有している場合があります、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
- 当社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼任しております。:三菱UFJフィナンシャル・グループ、カブドットコム証券、三菱倉庫
- 当社のリサーチ関連部署に在籍する職員は株式会社デンソーの社外監査役を兼任しております。当該社員は株式会社デンソー並びに同社の同業他社・仕入先・販売先企業等のレポートの作成には関与しません。

(外国株に関する注意事項について)

- 外国株式に関する資料は、Form 10-K 等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書(Annual Report)、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。
- 本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません(金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く)。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

(リスク情報について)

- 日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等により、投資元本を割り込むリスクがあります。

(手数料について)

- 国内株式の売買取引には、約定代金に対し最大1.404%(税込)の売買手数料をいただきます(ただし約定代金が193,000円以下の場合は最大2,700円(税込))。株式は、株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式の売買取引には、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、その時々市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細はお取引のある部店までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大1.080%(税込)の手数料が必要となります。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。
- 非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買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。

(著作権について)

- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2017 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co.,Ltd. All rights reserved.

〒100-8127 東京都千代田区大手町一丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 投資情報部

(商号等) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336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、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

投資情報部

東京都千代田区大手町 1-9-2
大手町フィナンシャルシティ グランキューブ