

UBS Investment Research

日本株式投資戦略

2007年12月6日

2008年日本株再評価へ

■ 要約

弊社グローバルストラテジストJeffery Palmaは12月3日、日本株の投資比率をアンダーウエイトからニュートラルへ引き上げた。日本の各種データを見ると、アンダーウエイトとするほど悪くなく、2008年に好転に向かうものも多く、投資判断を中立まで引き上げることをすすめる。

■ 年央にTOPIXターゲット1900へ

外需成長率の減速、年後半の円高、原材料価格上昇などの影響で08年度増収増益率は若干減速しようが、根本的なコスト体質は依然好転しマージンは上昇することから、1ケタ後半の増益をキープすると予想。DDMモデルを前提に計算されるTOPIXターゲットは、まず年央に向け1900水準。

■ 強気に臨む8つの理由

日本株を強気に見る8つの理由は①好タイミング、②欧米金融緩和、③予想外の内需好転、④設備除却、リレバレッジがもたらすROE新パラダイム、⑤低いバリュエーション、⑥潜在的な需給好転要因、⑦進展する株主還元政策、⑧これから本番を迎えるM&Aなど。リスクは政局と円高。

平川 昇二

ストラテジスト

このレポートの作成者はUBS証券会社です。

アナリスト保証事項と必要とされるディスクロージャーは、本レポート末尾に記載しております。参照頁：19。

UBSでは調査レポートに言及されている企業と現在取引を行っているか、あるいは今後の取引深耕を図っております。そのため投資家の皆様におかれましては、かかる企業については本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反がありうる事をご認識いただき、本レポートを投資家の皆様ご自身の投資判断にとっての一つの参考とお考えいただけますようお願いいたします。

1. 要約

弊社グローバルストラテジスト Jeffery Palma は12月3日付レポート Global Equity Strategy「Outlook 2008」のレポートで日本株の参考投資比率をアンダーウエイトからニュートラルへ引き上げた。大半の投資家の日本株への投資比率はアンダーウエイトである。しかし、後述するように、冷静に各種データを見ると、その大半は全員がアンダーウエイトするほど悪くなく、2008年には相対的に好転に向かうものも多い。3分の1の投資家がアンダーウエイトからニュートラルに引き上げた場合、その好転するパフォーマンスが残りの投資家のポジション引き上げを触発するポテンシャルを考慮するならば、現時点で日本の投資判断を引き上げる戦略は奏功する可能性が高い。

2. 年央に TOPIX ターゲット 1900 へ

(1) 中間決算集計

表1は2007年度中間決算数値の要約である。増収率、経常増益率ともに昨年度上半期と比べやや減速しているものの、2ケタ増益をキープした。最大の注目点は、マージンの好転継続である。制度変更の影響で減価償却費が前年同期比で10%以上増加したものの、販売管理費削減などで吸収し営業利益率は好転しており、収益体質の好転には変化がない。

表1：東証1部上場銘柄の07年度上期業績

(10億円)	06年度上期			06年度下期			07年度上期		
	構成比%	前年比%		構成比%	前年比%		構成比%	前年比%	
[金融を除く1108社]									
売上高	251,243	100.0	9.7	280,200	100.0	7.8	272,530	100.0	8.5
営業利益	15,394	6.1	11.5	17,011	6.1	6.5	17,008	6.2	10.5
減価償却費	10,991	4.4	5.5	11,772	4.2	3.3	12,169	4.5	10.7
EBITDA	26,385	10.5	8.9	28,784	10.3	5.2	29,177	10.7	10.6
経常利益	15,567	6.2	12.8	16,836	6.0	7.1	17,209	6.3	10.5
純利益	9,199	3.7	21.6	9,566	3.4	6.0	10,091	3.7	9.7
配当総額	1,905		27.7	2,671		14.5	2,383		25.1
年率換算RoE (%)*	9.61		+0.78 pt	9.48		-0.24pt	9.70		+0.09 pt
財務レバレッジ(x)	2.78		-0.10pt	2.76		-0.03pt	2.72		-0.06pt
年率換算総資産回転率(x)	0.94		+0.01 pt	1.01		+0.00 pt	0.96		+0.02 pt
[金融を含む1227社]									
売上高・営業収入	270,725	100.0	10.1	305,502	100.0	9.2	295,841	100.0	9.3
経常利益	19,197	7.1	11.8	19,468	6.4	-2.1	20,172	6.8	5.1
純利益	10,918	4.0	10.3	10,510	3.4	-10.7	11,835	4.0	8.4
株主資本	243,220		12.3	255,881		6.9	262,587		8.0
配当総額	2,165		28.8	3,235		12.8	2,712		25.3
営業キャッシュ・フロー	-1,596		-108.8	21,673		66.1	14,031		-979.3
投資キャッシュ・フロー	-12,342		-36.9	-15,782		32.9	-17,764		43.9
FCF	-13,938		+/-	5,890		404.2	-3,733		-/-
年率換算RoE (%)*	8.98		-0.16pt	8.22		-1.62pt	9.01		+0.04 pt

注：連結決算発表企業を対象

出所：会社資料

(2) 収益モデル変更

中間決算の結果やエコノミスト予想の変更を受け、表2のように従来の収益モデルを見直した。第1に円高予想、外需の減速などを考慮し増収率を従来の8%から7%へ引き下げた。大きな引き下げに至らなかった理由は、内需成長率の加速が外需減速を補うと予想するためである。第2に原材料高の影響を加味し変動費比率を毎年0.2%分引き上げた。第3に会計制度変更などによる減価償却費予想を修正した。以上の変更により、経常増益率は2007年度通期で7.9%、2008年度9.3%、2009年度8.4%の予想とした。従来の2ケタ増益予想を下方修正した形だが、営業利益率などマージン改善傾向に変化はない。

(3) TOPIX ターゲット センシティブリティ分析

表3は表2の収益モデル作成の結果得られたROEの予想数字と以下のDDMモデルをもとにTOPIXの理論値を増収率ごとに計算した結果である。

$$P/BV \text{ 理論値} = (ROE - g) / (COE - g)$$

(ここでは永久成長率 g を 2.25%、株主資本コスト (COE) として 6% (=1970 年以降平均リスクプレミアム 4% + 10 年国債利回り 1.5%) を用いた)

7%増収を前提にすると、07年度収益数字が確定する08年年央までに1900超えが予想される。また、表3の増収率センシティブリティ分析からわかることは、増収率ゼロと仮定しても07年度ベースTOPIX理論値は1504.92となり、現在の水準が維持されることである。逆に事業環境が減速から加速に向かい上半期と同じ9%増収のペースに戻れば、来年半ばにTOPIXは2016程度まで上昇が見込める計算になる。UBSでは米国経済はリセッションに入らず、来年年央までに100bpの金融緩和が実施されると予想している。この前提に立てば、増収率の前提は3-9%が妥当な水準と考えられ、来年年央のTOPIX理論値は1675-2016と幅を持つ形になるが、いずれにしても現水準を大きく上回っており、投資妙味は高いと判断される。

表2：東証1部上場銘柄の業績予想

(兆円)	03年度		04年度			05年度			06年度			07年度予			08年度予			09年度予		
	構成比 (%)		構成比 (%)	前年比 (%)		構成比 (%)	前年比 (%)		構成比 (%)	前年比 (%)		構成比 (%)	前年比 (%)		構成比 (%)	前年比 (%)		構成比 (%)	前年比 (%)	
[金融を除く1122社]																				
売上高	429.05	100.0	455.08	100.0	6.1	492.05	100.0	8.1	534.33	100.0	8.6	571.73	100.0	7.0	611.75	100.0	7.0	654.58	100.0	7.0
売上原価	314.90	73.4	335.42	73.7	6.5	365.49	74.3	9.0	398.94	74.7	9.2	436.49	76.2	9.2	473.24	77.2	9.2	512.83	78.2	9.2
販管費等	90.47	21.1	92.75	20.4	2.5	96.65	19.6	4.2	102.74	19.2	6.3	536.49	93.8	6.9	573.24	93.7	6.8	612.83	93.6	6.9
営業利益	23.68	5.5	26.91	5.9	13.6	29.91	6.1	11.2	32.66	6.1	9.2	35.24	6.2	7.9	38.51	6.3	9.3	41.74	6.4	8.4
減価償却費	20.74	4.8	20.75	4.6	0.1	21.66	4.4	4.4	23.13	4.3	6.8	25.45	4.5	10.0	27.23	4.5	7.0	29.13	4.5	7.0
EBITDA	44.42	10.4	47.66	10.5	7.3	51.58	10.5	8.2	55.79	10.4	8.2	60.68	10.6	8.8	65.74	10.7	8.3	70.88	10.8	7.8
経常利益	21.18	4.9	26.48	5.8	25.0	29.62	6.0	11.9	32.67	6.1	10.3	35.25	6.2	7.9	38.53	6.3	9.3	41.76	6.4	8.4
純利益	10.22	2.4	12.60	2.8	23.3	16.65	3.4	32.1	18.92	3.5	13.6	20.50	3.6	8.4	22.50	3.7	9.7	24.47	3.7	8.8
株主資本	148.96		161.44		8.4	186.23		15.4	202.43		8.7	217.40		7.4	233.15		7.2	250.28		7.3
RoE (%)	6.86		7.80		+0.9%pt	8.94		+1.1%pt	9.34		+0.4%pt	9.43		+0.1%pt	9.65		+0.2%pt	9.78		+0.1%pt
配当総額	2.40		3.04		26.4	3.84		26.4	4.61		20.1	5.54		20.2	6.75		21.9	7.34		8.8
配当性向 (%)	23.49		24.10		+0.6%pt	23.05		-1.0%pt	24.35		+1.3%pt	27.00		+2.7%pt	30.00		+3.0%pt	30.00		+0.0%pt
TOPIX DPS			13.36			16.88		26.4	20.27		20.1	24.36		20.2	29.71		21.9	32.31		8.8
TOPIX BPS			710.46			819.52		15.4	890.85		8.7	956.72		7.4	1,026.03		7.2	1,101.42		7.3
TOPIX EPS			55.45			73.26		32.1	83.25		13.6	90.24		8.4	99.02		9.7	107.70		8.8
[金融含む1252社]																				
経常利益	25.09		31.46	5.0	25.4	37.47	7.9	19.1	39.20	6.5	4.6	42.30	7.0	7.9	46.23		9.3	50.11		8.4
純利益	11.48		15.74	3.1	37.1	21.96	5.3	39.6	21.30	2.4	-3.0	25.52	5.0	19.8	28.00		9.7	30.46		8.8
株主資本	189.55		205.57		8.5	242.59		18.0	258.90		6.7	277.52		7.2	297.13		7.1	318.45		7.2
RoE (%)	6.06		7.66		+1.6pt	9.05		+1.4pt	8.23		-0.8pt	9.20		+1.0pt	9.42		+0.2pt	9.56		+0.1pt
配当総額	2.81		3.52		25.4	4.59		30.3	5.45		18.8	6.89		26.4	8.40		21.9	9.14		8.8
配当性向 (%)	24.45		22.37		-2.1%pt	20.89		-1.5%pt	25.58		+4.7%pt	27.00		+1.4%pt	30.00		+3.0%pt	30.00		+0.0%pt
TOPIX DPS			12.65			16.48		30.3	19.58		18.8	24.76		26.4	30.18		21.9	32.83		8.8
TOPIX BPS			738.63			871.62		18.0	930.22		6.7	997.15		7.2	1,067.58		7.1	1,144.19		7.2
TOPIX EPS			56.55			78.92		39.6	76.55		-3.0	91.69		19.8	100.61		9.7	109.44		8.8
[売上高の内訳]																				
数量				4.3			2.6			4.7			4.0			4.5			4.5	
価格				1.9			3.2			3.2			3.0			2.5			2.5	
(うち為替)	112.99		107.47		-4.9	113.23		5.4	116.96		3.3	117.00		0.0	113.00		-3.4	110		-2.7
数量x価格				6.2			5.8			8.1			7.1			7.1			7.1	

出所：会社資料、UBS 予想

表3：収益モデルの感応度分析

FY06～FY09増収率(年率換算%)	0.0	3.0	5.0	7.0	9.0	11.0	13.0
経常利益前年比 (%)							
FY07E	-13.3	-4.2	1.9	7.9	14.0	20.0	26.1
FY08E	-14.0	-3.2	3.3	9.3	14.8	20.0	24.9
FY09E	-17.9	-4.4	2.5	8.4	13.5	18.1	22.2
純利益前年比 (%)							
FY07E	-0.0	8.5	14.1	19.8	25.4	31.1	36.8
FY08E	-14.9	-3.3	3.5	9.7	15.5	20.9	25.9
FY09E	-19.2	-4.7	2.6	8.8	14.1	18.7	22.9
調整後RoE (%)							
FY07E	8.0	8.6	9.0	9.4	9.8	10.2	10.6
FY08E	6.5	7.8	8.7	9.6	10.5	11.3	12.2
FY09E	5.0	7.1	8.4	9.7	11.0	12.3	13.5
調整後BPS (x)							
FY07E	988.23	992.97	996.14	999.30	1,002.46	1,005.63	1,008.79
FY08E	1,035.68	1,051.21	1,061.60	1,072.05	1,082.55	1,093.12	1,103.77
FY09E	1,074.11	1,106.74	1,128.81	1,151.18	1,173.91	1,197.02	1,220.54
調整後EPS							
FY07E	78.67	85.17	89.50	93.84	98.17	102.50	106.84
FY08E	66.98	82.31	92.59	102.93	113.36	123.89	134.52
FY09E	54.22	78.48	95.04	111.97	129.31	147.10	165.37
[中期成長率(g)=2.25%, CoE=6.0%]							
ターゲット P/BV (= (RoE-g)/(CoE-g), x)							
FY07E	1.52	1.69	1.80	1.90	2.01	2.12	2.22
FY08E	1.12	1.49	1.73	1.96	2.19	2.42	2.65
FY09E	0.75	1.29	1.65	1.99	2.34	2.68	3.01
ターゲット P/E (x)							
FY07E	19.13	19.67	19.99	20.28	20.54	20.78	21.00
FY08E	17.39	19.00	19.79	20.42	20.94	21.37	21.74
FY09E	14.78	18.20	19.54	20.50	21.22	21.78	22.24
ターゲットTOPIX							
FY07E	1,504.92	1,675.40	1,789.05	1,902.71	2,016.36	2,130.01	2,243.66
FY08E	1,164.84	1,564.33	1,832.05	2,101.58	2,373.36	2,647.76	2,925.06
FY09E	801.44	1,428.66	1,857.04	2,295.14	2,744.01	3,204.56	3,677.53

注：連結決算を発表している東証一部上場企業のうち、比較可能な1,252社

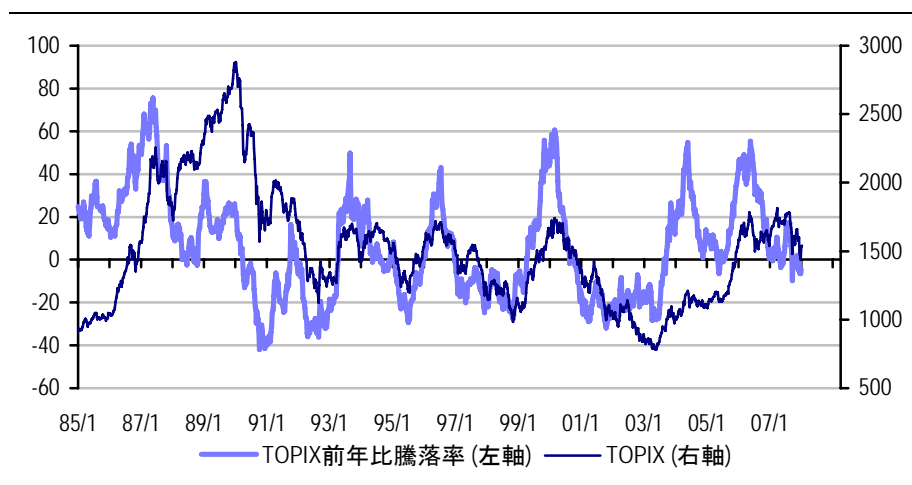
出所：東洋経済、UBS 予想

3. 強気に臨む 8 つの理由

(1) 好タイミング

表 4 は世界主要株式指数パフォーマンスの年度別ランキングの推移である。過去 2 年弱連続して日本株のパフォーマンスは世界主要国の中でほぼ最下位であったことがわかる。しかし、過去のパフォーマンスランキング推移を見てもわかるように、このような状態がここからもう一年続くとも考えにくい。また、図 1 で TOPIX と同指数前年比騰落率を見ると、1985 年以降、3~4 年に一度、前年比で 50% を越えるラリーが起きていることがわかる。今後 2 年以内に同等のラリーが起きる可能性が高く、日本株のウエイトをせめて中立まで引き上げる絶好のタイミングと判断される。

図1：TOPIXと年率パフォーマンス



出所：東証、UBS

表4：世界主要市場の年度騰落率

FY01		FY02		FY03		FY04		FY05		FY06		FY07 (*3/31-12/4)	
(%)		(%)		(%)		(%)		(%)		(%)		(%)	
KOSPI INDEX	71.2	STOCK EXCH OF THAI	-2.5	BOVESPA	96.4	JAKARTA COMPOSITE	46.8	BSE SENSEX 30	73.7	SHENZHEN	155.3	SHANGHAI	54.4
BOLSA	28.5	SHANGHAI	-5.8	JAKARTA COMPOSITE	84.8	BOLSA	20.5	BOLSA	52.0	SHANGHAI	145.2	SHENZHEN	52.7
STOCK EXCH OF THAI	28.1	SHENZHEN	-9.2	BSE SENSEX 30	83.4	S&P/ASX 200	20.3	TOPIX	46.2	BOLSA	49.2	JAKARTA COMPOSITE	50.4
JAKARTA COMPOSITE	26.4	BSE SENSEX 30	-12.1	BOLSA	77.8	BOVESPA	20.2	BOVESPA	42.6	JAKARTA COMPOSITE	38.4	BSE SENSEX 30	49.4
KUALA LUMPUR COMP	16.8	BOVESPA	-14.9	STOCK EXCH OF THAI	77.6	BSE SENSEX 30	16.1	KOSPI INDEX	40.8	KUALA LUMPUR COMP	34.6	HANG SENG	45.8
S&P/ASX 200	8.5	S&P/ASX 200	-15.5	KOSPI INDEX	64.4	IBEX 35	15.5	DAX 30	37.3	STRAITS TIMES	27.5	BOVESPA	38.6
STRAITS TIMES	7.7	KUALA LUMPUR COMP	-15.9	DAX 30	59.1	STRAITS TIMES	15.2	SWISS MARKET	35.3	HANG SENG	25.3	KOSPI INDEX	32.0
TAIWAN TAIEX INDEX	6.4	JAKARTA COMPOSITE	-17.4	TAIWAN TAIEX INDEX	50.9	DAX 30	12.8	CAC 40	28.3	IBEX 35	23.5	STOCK EXCH OF THAI	23.7
Dow30	5.3	TSX	-19.2	TOPIX	49.6	CAC 40	12.2	IBEX 35	28.0	BOVESPA	20.7	KUALA LUMPUR COMP	13.5
TSX	3.2	BOLSA	-19.7	NASDAQ	48.7	TSX	12.0	TSX	26.0	TAIWAN TAIEX INDEX	19.2	DAX 30	12.9
NASDAQ	0.3	HANG SENG	-21.7	HANG SENG	46.9	FTSE 100	11.6	S&P/ASX 200	24.8	S&P/ASX 200	16.9	TAIWAN TAIEX INDEX	9.7
S&P500	-1.1	Dow30	-23.2	STRAITS TIMES	46.6	KOSPI INDEX	9.7	JAKARTA COMPOSITE	22.5	BSE SENSEX 30	15.9	STRAITS TIMES	9.2
BSE SENSEX 30	-3.7	TOPIX	-25.7	KUALA LUMPUR COMP	41.9	HANG SENG	6.6	FTSE 100	21.9	DAX 30	15.9	S&P/ASX 200	8.9
FTSE 100	-6.4	S&P500	-26.1	CAC 40	38.4	SWISS MARKET	5.5	STRAITS TIMES	18.3	SWISS MARKET	11.9	NASDAQ	8.2
SWISS MARKET	-7.2	NASDAQ	-27.3	SWISS MARKET	37.5	STOCK EXCH OF THAI	5.3	NASDAQ	17.0	Dow30	11.2	IBEX 35	7.3
DAX 30	-7.4	IBEX 35	-28.8	IBEX 35	36.6	S&P500	4.8	HANG SENG	16.9	S&P500	9.7	Dow30	7.2
BOVESPA	-8.2	STRAITS TIMES	-29.7	TSX	35.4	Dow30	1.4	TAIWAN TAIEX INDEX	10.1	TSX	8.7	BOLSA	4.4
CAC 40	-9.5	TAIWAN TAIEX INDEX	-29.9	S&P500	32.8	NASDAQ	0.3	SHANGHAI	9.9	CAC 40	7.9	TSX	3.1
IBEX 35	-11.4	FTSE 100	-31.5	Dow30	29.6	TOPIX	0.3	S&P500	9.7	KOSPI INDEX	6.8	S&P500	3.0
HANG SENG	-13.5	SWISS MARKET	-38.6	FTSE 100	21.4	KUALA LUMPUR COMP	-3.4	SHENZHEN	9.0	FTSE 100	5.8	FTSE 100	0.1
TOPIX	-17.0	KOSPI INDEX	-40.2	S&P/ASX 200	18.4	TAIWAN TAIEX INDEX	-7.9	STOCK EXCH OF THAI	7.6	NASDAQ	3.5	CAC 40	-1.5
SHANGHAI	-24.1	CAC 40	-44.1	SHANGHAI	15.3	SHANGHAI	-32.2	KUALA LUMPUR COMP	6.3	TOPIX	-0.8	SWISS MARKET	-3.7
SHENZHEN	-27.3	DAX 30	-55.1	SHENZHEN	8.2	SHENZHEN	-35.3	Dow30	5.8	STOCK EXCH OF THAI	-8.1	TOPIX	-11.6

出所：ブルームバーグ

(2) 欧米金融緩和

UBS では08年年央までにFRBがさらに100bp利下げをすると予想している。表5では米国の金融緩和開始以降のTOPIXのパフォーマンスを示したが、米利下げ開始後1年のTOPIXパフォーマンスは良好なケースが多い。特に米国景気がリセッションになっていない局面では全て高いパフォーマンスをあげている。

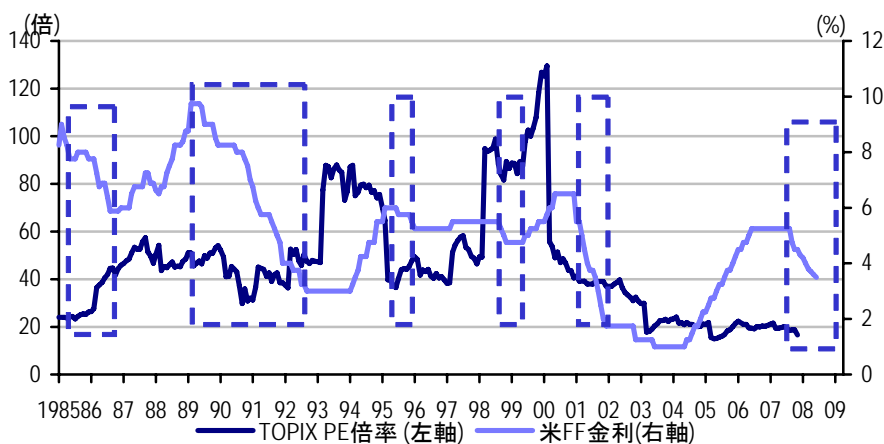
また、図2は米FF金利と東証1部企業(除く金融)のP/E倍率の推移を見たものだが、FF金利引き下げ局面の多くで日本のP/E倍率が上昇したケースが見受けられる。FF金利の金融緩和も既に現時点で累計75bpに達しており、更なる利下げによる景気浮揚期待を背景にバリュエーションの下落傾向に歯止めがかかろう。加えてFF金利を3.5%まで引き下げることにより、世界のイールドカーブのステイプ化が想定される。図3で日本の長短金利差と日本の銀行株指数の推移を見ると、米国同様、日本においてもイールドカーブのステイプ化が想定され、連動する銀行株の上昇が予想されよう。これは03年以降、TOPIX大幅上昇は全て銀行株主導でおきている事実と合致する。

表5：米国の金融緩和時のTOPIXパフォーマンス

緩和局面	TOPIX騰落率					
	FFレート引下開始後			FFレート最終引下後		
	3か月 (%)	6か月 (%)	12か月 (%)	3か月 (%)	6か月 (%)	12か月 (%)
84/8-84/12	7.24	19.67	24.60	12.80	14.08	16.41
85/5-85/7	2.96	2.71	26.71	1.23	-0.17	35.06
85/12-86/4	11.79	27.17	48.52	10.02	7.74	72.26
86/7-86/8	8.16	15.07	46.73	-8.85	11.69	35.73
87/10-88/2	-13.36	2.37	0.81	14.00	16.79	26.96
89/6-92/9	3.35	11.97	-3.64	-8.27	-10.86	19.59
95/7-96/1	18.72	31.96	36.68	6.16	-1.78	-14.92
98/9-98/11	2.38	19.29	37.10	-0.95	19.39	43.69
01/1-03/6	0.80	0.76	-19.59	15.02	14.52	32.55
平均	4.67	14.55	21.99	4.57	7.93	29.70
非リセッション時	5.41	16.89	31.59	4.91	9.68	30.74
リセッション時	2.07	6.36	-11.62	3.37	1.83	26.07

出所：FRB、東証

図2：TOPIX(除く金融) PE倍率と米FF金利



出所：UBS、ブルームバーグ

図3：長短金利差と東証銀行株指数

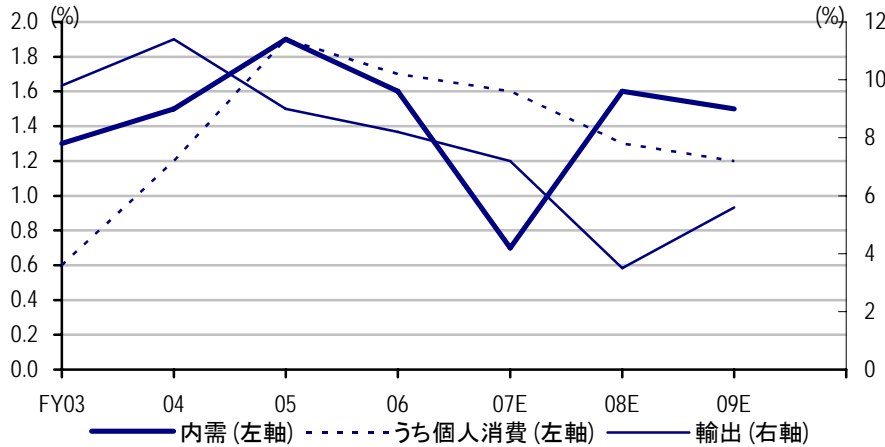


出所：東証、ブルームバーグ

(3) 予想外の内需好転

図3が示すように、UBSでは外需の伸び鈍化と内需の加速を予想している。個人消費伸び率も依然高い水準をキープする見込みであり、投資のテーマとして相対的に内需関連の銘柄に焦点があたる可能性がある。

図4：内需・外需の成長率見通し



出所：内閣府、UBS予想

特に今後消費を中心とした内需回復を示すデータが発表されるだろう。企業の好業績や賃上げにもかかわらず04年以降消費が低迷したままだった理由は、以下2つである。第1は年金や税金の制度変更による消費者への負担増加が消費支出好転を阻んでいた点、第2は賃上げしていても賃金の高い団塊世代の大量退職で1人あたり賃金上昇率がマイナスになっていた点である。2008年にはこの2要因の改善で消費が好転する可能性がある。

表6は年金制度、税制の変更による前年比負担増加額を年度ベースで計算したものであるが、特に06年1月以降の定率減税の廃止による負担増は、消費者に大きな負担を強いていたことがわかる。図4はこれら負担の発生タイミングと全世帯消費支出への影響を見たものであるが、密接な負の相関が確認

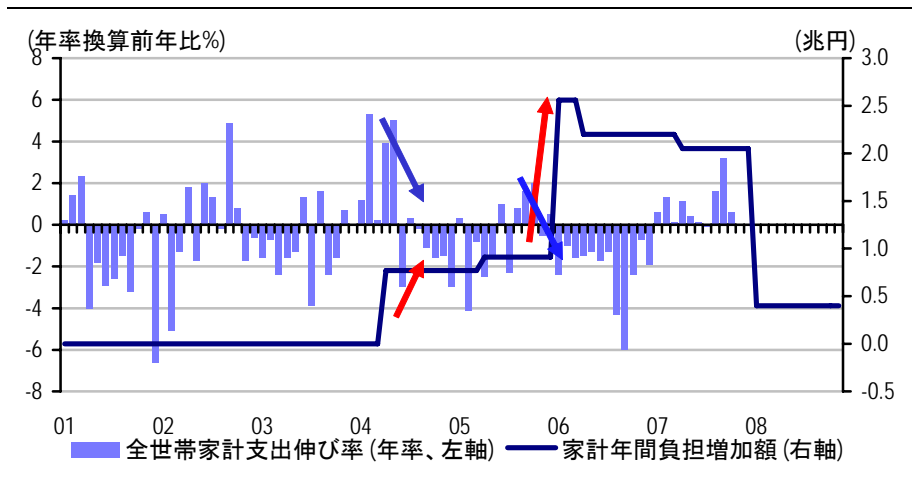
でき、負担が急減する08年1月以降、消費は急好転する可能性があり、これが相場反転のカタリストになり得る。また、第2の要因については図5のように今まで1人あたり賃金が前年比でマイナスであったことが消費好転を遅らせていたが、元凶であった団塊世代退職が08年にはピークを越え始めるため若年層の賃上げによる押し上げ効果がより大きくなり1人あたり賃金が前年比でプラスに転換する可能性があるのではないかと考える。
以上2点の好転で2008年の消費は好転するのではないだろうか。

表6：年金、税制改正による個人負担増加時期と前年度比負担増加金額

(10億円)		04年度	05年度	06年度	07年度予	08年度予
2004年	1月～ 所得税の配偶者特別控除の原則廃止	400	0	0	0	0
	4月～ 年金支給額の引き下げ	80	0	0	0	0
	6月～ 個人住民税均等割	50	0	0	0	0
	10月～ 厚生年金保険料の引き上げ ■現行の13.58%から毎年0.354%ずつ引き上げ。上限は18.35%	200	400	400	400	400
2005年	1月～ 高齢者へ所得税の課税強化 ■65歳以上の優遇措置を原則廃止	40	200	0	0	0
	住宅ローン減税の縮小 ■4年かけて段階的に縮小	1	1	1	1	1
	4月～ 国民年金保険料の引き上げ		160	0	0	0
	6月～ 個人住民税の妻への非課税措置段階的廃止 ■年収100万円超の妻に課税。2005年度は夫の半額、2006年度は夫と同額に		150	150	0	0
2006年	1月～ 定率減税の廃止		400	1,700	1,200	0
前年度比負担増加金額		771	1,311	2,251	1,601	401

出所：UBS

図5：税制・年金制度変更に伴う家計年間負担増と家計支出伸び率の推移

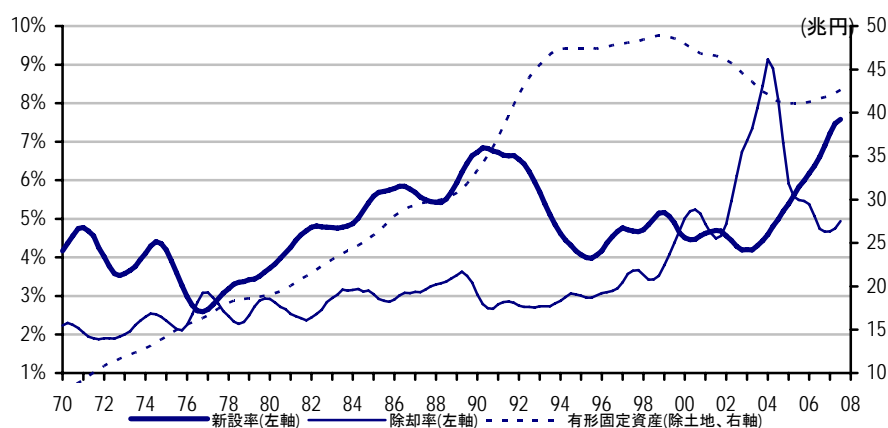


出所：総務省、東証

(4) 設備除却、リレバレッジがもたらす ROE 新パラダイム

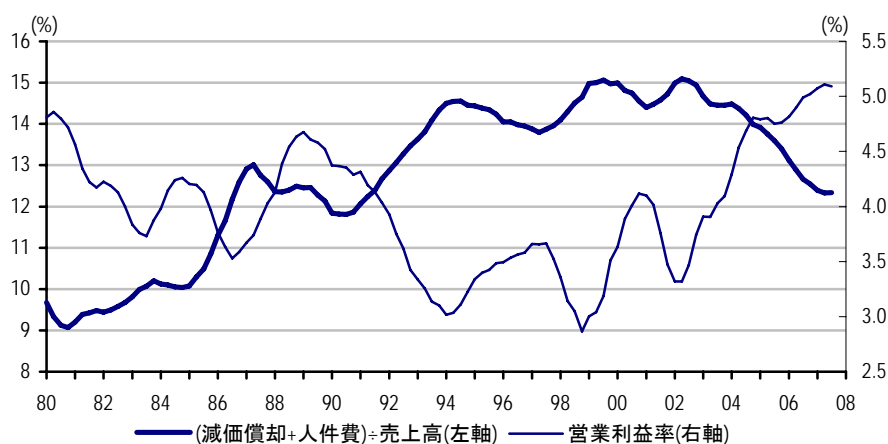
企業部門に焦点をあてると新たなパラダイムが始動していることがわかる。まず、図5は設備投資、除却率及び有形資産残高の推移を示しているが、最近、設備除却率が再度、上昇していることがわかる。これにより、投下資本を中心とする資産の回転率が好転し、かつ設備の除却がネットベースでの固定資産増加に歯止めをかけ減価償却売上高比率を押し下げマージンを好転させ、ROE、ROICなどの収益率を高めると予想される。図6は人件費、減価償却費などの固定費の対売上高比率を示しているが、依然低下基調であり今しばらく営業利益率の好転が続くことがわかる。

図6：製造業の有形固定資産(除く土地)新設・除却率



注：資本金10億円以上の企業を対象
出所：財務省

図7：営業利益率と売上高固定費比率

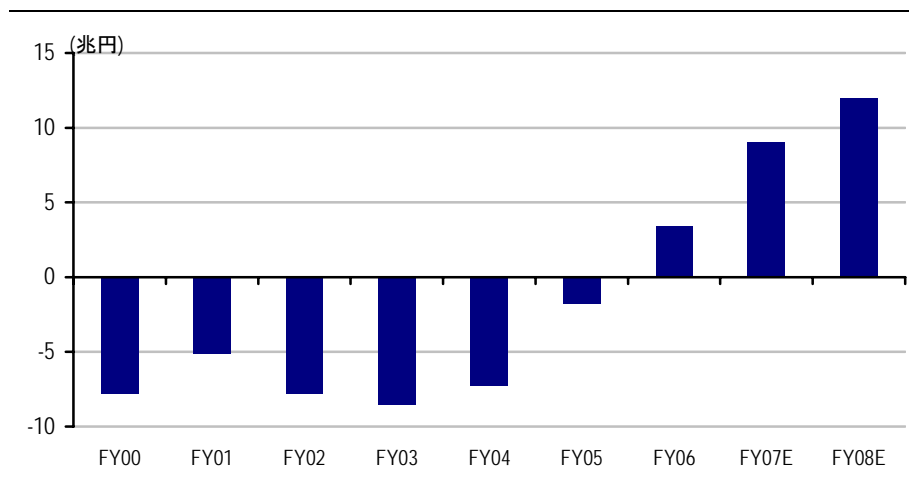


注：資本金10億円以上の企業を対象
出所：財務省

次は企業が財務レバレッジを活用し始めている点である。図7のように06年度から上場企業の債務合計は増加に転じており、その傾向は2007年度拍車がかかっている。また、図8はROAとROEの推移を見たものであるが、今後は、低金

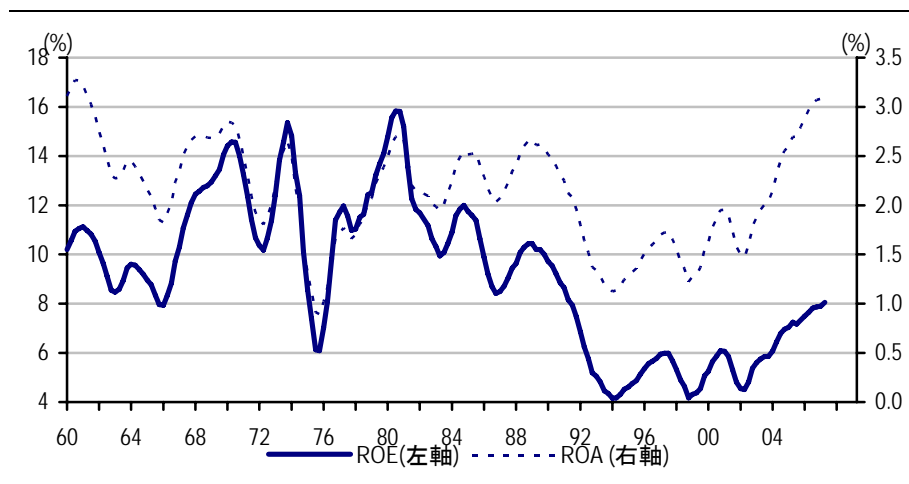
利を活用した財務レバレッジ引き上げにより ROE は上昇し、ROA とのギャップは縮小に向かい、企業価値が上昇するケースが見られると予想している。

図8：東証1部1021社(除く金融)の有利子負債増減の推移



出所：会社資料、UBS予想

図9：RoEとRoA



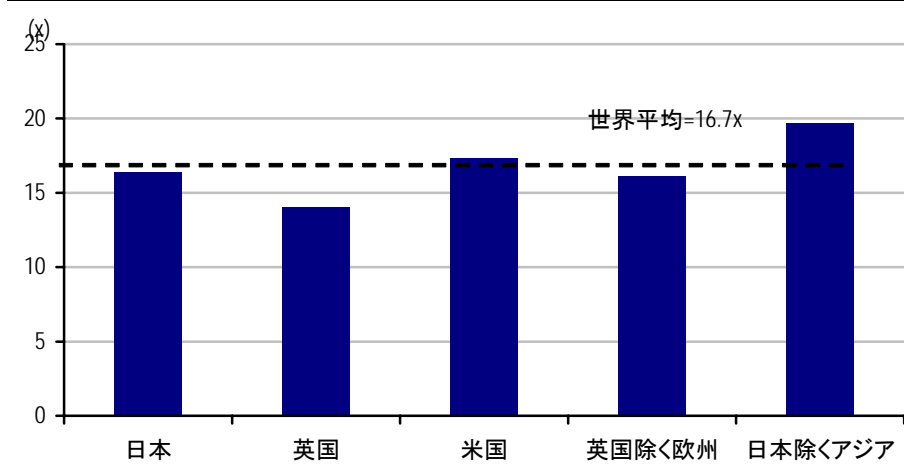
注：資本金10億円以上の企業を対象

出所：財務省

(5) 低いバリュエーション

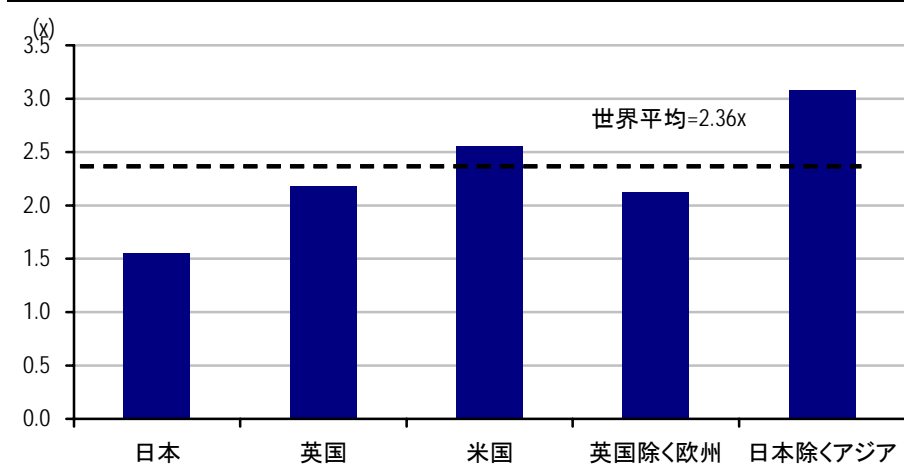
図9～12は基本的なバリュエーションの世界比較である。配当利回りを除く指標で日本株は割安になっている。特にP/E倍率については今年度に変更になった減価償却会計制度を考慮すれば1倍程度低下する計算となり同図が示すよりも割安となる。

図10 : 07年度予想P/E(除く金融)の世界比較



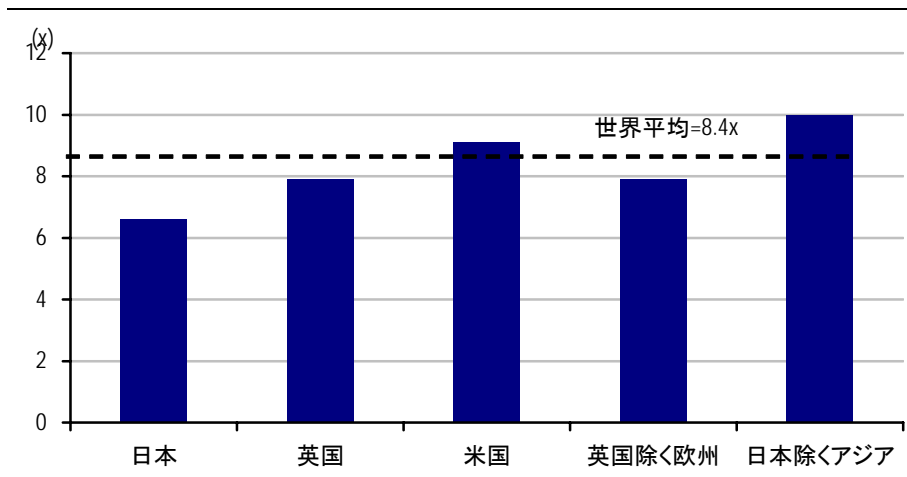
出所 : UBS予想

図11 : 07年度予想P/BVの世界比較



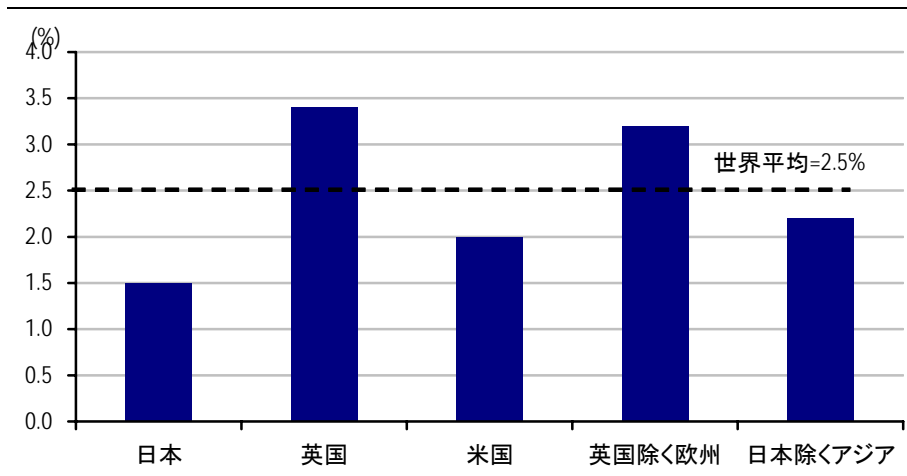
出所 : UBS予想

図12：07年度予想コアEV/EBITDAの世界比較



出所：UBS予想

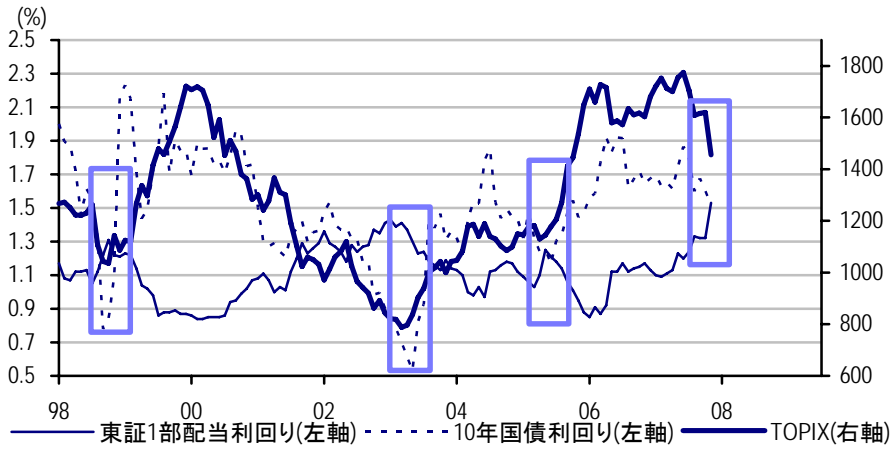
図13：07年度予想配当利回りの世界比較



出所：UBS予想

また、図13は配当利回り、10年国債利回りとTOPIXの推移を示したものである。足元の配当利回りは10年国債利回りを上回っており割安感が台頭。1960年以降では1998年、2003年、2005年に次ぐ4回目である。過去3回全てにおいてその後TOPIXは50%を超えるラリーとなっており、同様なケースになる可能性が高い。

図14：東証1部配当利回り、10年国債利回りとTOPIX

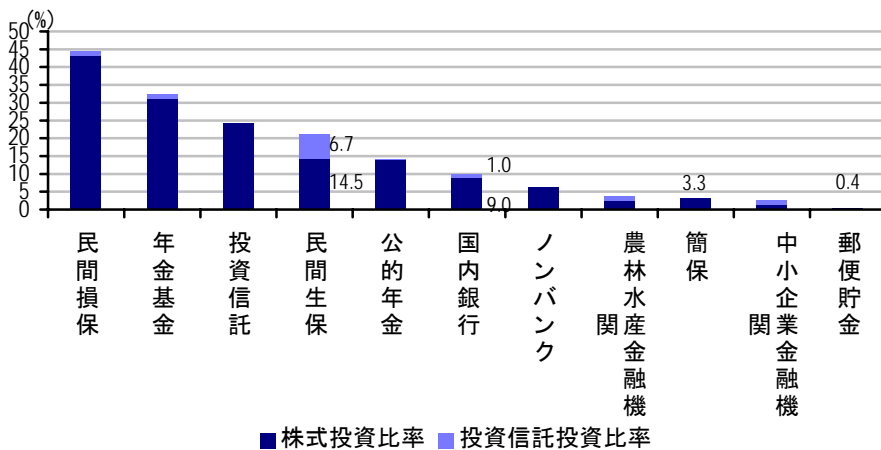


出所：日経、ブルームバーグ

(6)潜在的な需給好転要因

ゆうちょ銀行、かんぽ生命による自主運用開始が予想され、需給面での日本株買いのカタリストになる可能性がある。両社は昨年度3兆円弱の株式を売却しており、短期的にはその一部が株式市場に流れ込む可能性もある。また中期的には2017年の完全民営化の予定を前提とすれば図14でわかるように、民間銀行、生保との資産構成比較の視点から日本株購入の潜在力の高さが顕著となり、国内大手投資家として注目できよう。

図15：主要国内投資家株式、投資信託投資比率（対総資産）比較【2007年6月末】

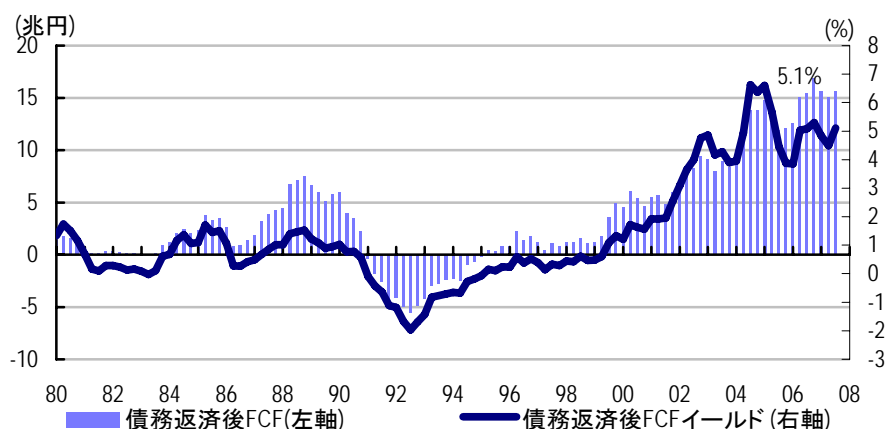


出所：日銀、UBS

(7) 進展する株主還元政策

増益率減速にもかかわらず、図15が示すように債務増加により自社株買い、配当の原資は今後も増加傾向が続こう。表7は今後の株主還元政策を予想したものであるが、自社株買いの規模が拡大しタイムリーに実施され、配当性向は30%に向け上昇する見込みである。

図16：債務返済後FCFと同イールド(全産業、4四半期合計)



注：資本金10億円以上の企業を対象

出所：財務省

表7：東証1部上場銘柄の株主還元状況(配当と自社株買い)

	[金融を除く1122社]				
	配当性向 (%)	自社株買い 性向(%)	株主還元 性向(%)	配当 利回り(%)	株主還元 イールド(%)
03年度	23.5	17.8	41.2	1.00	1.75
04年度	24.1	17.3	41.4	1.22	2.10
05年度	23.0	15.0	38.0	1.06	1.75
06年度	24.3	16.1	40.5	1.18	1.96
07年度予	27.0	19.1	46.2	1.54	2.63
08年度予	30.0	19.0	49.0	1.93	3.16
09年度予	30.0	18.9	48.9	2.16	3.52
	[金融含む1252社]				
	配当性向 (%)	自社株買い 性向(%)	株主還元 性向(%)	配当 利回り(%)	株主還元 イールド(%)
03年度	24.4	17.9	42.3	0.95	1.64
04年度	22.4	20.3	42.6	1.15	2.18
05年度	20.9	20.3	41.1	0.96	1.90
06年度	25.6	31.3	56.9	1.13	2.52
07年度予	27.0	23.9	51.0	1.60	3.01
08年度予	30.0	24.5	54.5	2.01	3.65
09年度予	30.0	24.9	54.9	2.25	4.11

出所：会社資料、UBS予想

(8) これから本番を迎える M&A

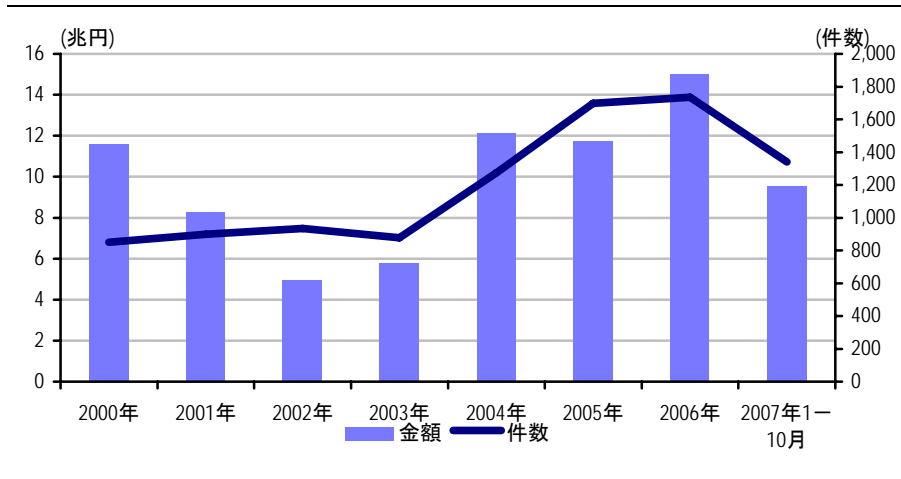
バランスシートに大きな毀損が生じてないにもかかわらず、図 16 が示すように東証 1 部上場企業の 4 割以上の企業の時価総額が純資産を下回っており買収価値が高まっている。また、この水準は 90 年代後半の信用不安局面と同じ水準であり、現在の投資環境は当時よりも好転していることを考慮するとこの状況は割安になっていると判断できる。また、バランスシートが過去 40 年間でもっとも健全になっており、今後、財務レバレッジを使って買収できるケースも考慮するならば、図 17 が示す M&A の増加傾向に大きな変化はなく、2008 年も主要テーマであり続けるだろう。

図17：東証1部のP/BV1倍割れ銘柄数シェア



出所：QUICK

図18：M&A 公表金額と件数



出所：レコフ

リスク

(1) 政局、税制面でのリスク

民主党が参議院選挙で獲得した多数を背景に、ほとんどの自民党案に反発している。この衆参のねじれ現象が、早期の解散、政局不安定化へと変貌するリスクはゼロではないと考えられる。また、総選挙がない場合でも、国会審議が機能しないケースも想定されよう。

(2) 急速な円高のリスク

UBS では 2008 年年央にやや円安に振れた後、年末に向け円高に戻るという見通しである。これらの前提では円高による収益悪化は限定的であると考えられる。しかし、表 8 などを参考に想定以上の円高の局面では輸出関連業種を中心に収益悪化懸念に留意したい。

■ アナリスト保証事項

この調査レポートの全体あるいは一部の内容に主に責任を持つ各アナリストは、このレポートで言及した各証券または発行者に関し、以下のことを保証します。(1) レポートに記載した全ての意見は、これらの証券または発行者に関するアナリスト個人の意見を正確に反映したものです。(2) アナリストの過去の、現在の又は将来の報酬のいかなる部分も、直接的、間接的を問わず、調査レポートの中にアナリストが記載し、又は今後記載する特定の投資判断や意見に関連するものではありません。

必要とされるディスクロージャー

本稿はUBS AG銀行の関連会社のUBS証券会社が作成しました。本稿ではUBS AG銀行、子会社、支店ならびに関連会社は「UBS」とします。

UBSが調査プロダクトの利害対立を管理し、またその独立性を保つ方法、過去のパフォーマンス情報、UBS調査部による投資判断に関する追加ディスクロージャーについての情報を入手したい場合、www.ubs.com/disclosuresを参照してください。

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証券会社 東京支店 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第232号

加入協会：日本証券業協会、社団法人金融先物取引業協会

UBS証券会社における国内株式の売買取引には、ウェルス・マネジメント部門のお客様の場合、約定代金に対して、最大1.05%（税込み）（10,500円未満の場合は10,500円（税込み））、外国株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.3125%（税込み）（26,250円未満の場合は26,250円（税込み））の手数料が必要となります。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為、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。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。

グローバルディスクレマー

当資料はUBS AGの関連会社であるUBS証券会社によって作成されました。UBS AG、その子会社、支店及び関連会社は以下UBSと総称され、ある国においてはUBS SAとも記述されています。

当資料は各国の準拠法により許可される状況のもとに配布されます。当資料に含まれるいかなる投資戦略や推奨は、受領者の個々の状況に相応しい、又は、適している旨の保証をするものではなく、個人的な推奨を示すものでもありません。いかなる管轄国においても、当資料は情報提供のみを唯一の目的としており、いかなる証券もしくは金融商品に係る売買の広告や勧誘ではありません。UBS AG、その関連会社及び子会社に関する情報を除き当資料に記載されている情報の正確性、完全性及び信頼性については、明示されていると否に関わらず、UBS証券会社及びUBSグループ企業のいずれもそれらを保証するものではなく、当資料は記載されている証券、市場、市況についての完全な内容もしくは概要を紹介することを意図して作成されたものでもありません。UBSはお客様が投資により利益を得ることを保証いたしません。また、お客様と投資による損益を共にすることをお約束することもいたしません。投資にはリスクが生じますので、投資の判断を行う場合は慎重を期してください。当資料はご利用者の判断を代替・軽減するものではなく、投資その他の判断はご自身のご判断・責任をお願いいたします。当資料中に掲載されている内容は事前の通告なく変更されることがあり、前提となる条件、基準の違いなどから、UBSの他のグループ企業または事業部門によって表明される意見と当資料の意見とは相違または齟齬をみることがあります。UBS Investment Bankの調査部門のマネジメントの独自の裁量により、リサーチの新規カバレッジ、更新、中止を決定します。当資料に掲載されている分析は幾多の前提から成り立っています。別の前提によっては著しく違う結果をもたらす事があるかもしれません。当資料の執筆を担当するアナリストは、市場の情報の収集、総合、解釈の為にトレーディング及びセールス部門の従業員やその他の機関との情報のやりとりがあったかもしれません。UBSは当資料に掲載されている情報を更新する義務を負いません。UBSは、「インフォメーション・バリア」という情報隔壁を設けることで、UBSグループ会社間、部門間における情報伝達を管理することがあります。当資料を執筆したアナリストの報酬は、調査部門のマネジメントとシニア・マネジメント（投資銀行部門を含まない）により単独に決定されます。アナリストの報酬は投資銀行部門の収益に基づいてはませんが、投資銀行、セールスやトレーディング部門から成るUBSインベストメント・バンク全体の収益に関係する場合があります。

当資料に掲載されている金融商品は全ての地域もしくはは一部の投資家に適当なものではありません。オプション取引、デリバティブ取引、先物取引は、必ずしも全ての投資家にとってふさわしい商品とは言えず、これらの商品の売買には危険が伴うと考えられています。抵当証券及び資産担保証券は高いリスクが伴い、金利やその他市場の状況の変動に応じて、ボラティリティが高くなる場合があります。過去の実績は必ずしも将来の結果の指標となるものではありません。為替レートの変動により、当資料に記載されているいかなる商品についても、その収益もしくはは価値・価格が不利な方向に影響を受ける場合があります。投資のアドバイス、お取引、その他ご質問については当社担当者にご連絡ください。UBS及びUBSの関連会社もしくはUBS及びUBSの関連会社の役員・従業員またはその代理人は、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。詳細につきましては当社連絡先までお問い合わせください。

EUにおいて規制されている市場で取引を認められた金融機関：UBS AG、その関連会社または子会社（UBS Securities LLC及びまたはUBS Capital Markets LPを除く）は発行体の金融商品のマーケットメイカーやリクイディティプロバイダー（英国のこれらの用語の解釈に従う）として活動し、リクイディティプロバイダーの活動が他のEUの管轄の法規制によって与えられた定義に従って行われる場合は、それらの情報は当該レポートに別途開示されます。

英国、その他のヨーロッパ：以下に別途記載がない限り、当資料は、UBS AGの子会社であるUBS Limitedにより、「適格カウンターパーティ（eligible counterparty）」及び「プロ顧客（professional clients）」であるお客様向けに発行・発信されており、当該者のみが利用することができます。当資料にある情報は「リテール顧客（retail clients）」のお客様向けのものではなく、また、リテール顧客のお客様はこの情報を信頼すべきではありません。UBS LimitedはFSAに規制されています。**フランス：**当資料はUBS Limitedにより発行され、UBS Limited及びUBS Securities France SAにより配布されます。UBS Securities France S.A.はAutorité des Marchés Financiers (AMF)に規制されています。また、UBS Securities France S.A.のアナリストは当該レポートの発行に貢献したので、当該レポートはUBS Securities France S.A.により発行されたものとみなされます。**ドイツ：**UBS Limitedにより発行され、UBS Limited及びUBS Deutschland AGにより配布されます。UBS Deutschland AGはBundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)に規制されています。**スペイン：**当資料はUBS Limitedにより発行され、UBS Limited及びUBS Securities España SV, SAにより配布されます。UBS Securities España SV, SAは、Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)に規制されています。**トルコ：**UBS Limitedの代理としてUBS Menkul Değerler ASにより発行され、UBS Limitedにより配布されます。**ロシア：**UBS Cyprus Moscow Limitedのモスクワ駐在事務所により発行及び配布されます。**スイス：**当資料はUBS AGにより機関投資家のみ配布されます。**イタリア：**UBS Limitedにより発行され、UBS Limited及びUBS Italia Sim S.p.A.により配布されます。UBS Italia Sim S.p.A.はBank of Italy及びCommissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)により規制されています。また、UBS Italia Sim S.p.A.のアナリストは当該レポートの発行に貢献したので、当該レポートはUBS Italia Sim S.p.A.により発行されたものとみなされます。**南アフリカ共和国：**UBS South Africa (Pty) Limited（登録番号1995/011140/07）はJSE Limited、South African Futures Exchange及びBond Exchange of South Africaの会員です。UBS South Africa (Pty) Limitedは認可されたFinancial Service Providerになります。郵便住所と営業所の住所の詳細や役員のリストはご要望に応じお渡し致します。または、<http://www.ubs.co.za>からも入手できます。**米国：**当資料は米国人に対してはUBS Securities LLCまたはUBS Financial Services Inc.（いずれもUBS AGの子会社）若しくは、主要米国機関投資家に限り、米国のブローカー／ディーラーとして登録されていないUBS AGの子会社もしくは関連会社（「非米国関連会社」）より配布されます。UBS Securities LLCまたはUBS Financial Services Inc.は、自らが米国人に当資料を配布する際、他の非米国関連会社を作成した当資料の内容について責任を持ちます。当資料で言及された証券に関する米国人による取引はすべてUBS Securities LLCまたはUBS Financial Services Inc.を通じて行われなければならない、非米国関連会社を通じての取引は行えません。**カナダ：**当資料はUBS AGの子会社であり、カナダの主要証券取引所及びCIPFのメンバーであるUBS Securities Canada Inc.によって配布されます。財務資料及び役員リストはご要望に応じてお渡し致します。**香港：**当資料はUBS Securities Asia Limitedにより配布されます。**シンガポール：**当資料はUBS Securities Pte. LtdまたはUBS AG, Singapore Branchにより配布されます。**日本：**当資料はUBS証券会社によって機関投資家のみ配布されます。**オーストラリア：**当資料はUBS AG (Australian Financial Services License No. 231087)とUBS Securities Australia Ltd (Australian Financial Services License No. 231098)により、Corporate Act 2001のs761Gの定義による「ホールセール」のお客様のみに配布されます。**ニュージーランド：**当資料はUBS New Zealand Ltdにより配布されます。中国：当資料はUBS Securities Co. Limitedにより配布されます。

UBS Limitedが作成したリサーチレポートに含まれるディスクロージャーは英国法に準拠します。

当資料の全て、またはいかなる部分についてもUBSの書面による承諾なしに再配布することを禁じ、この点に関し、UBSは第三者からの訴訟に対して何ら責任を負わず、またいかなる問合せにも応じかねます。© UBS 2007。UBSとその鍵のシンボルは登録されている、いなくに問わずUBSの商標です。当資料の著作権はUBSに帰属します。

