

藤戸レポート

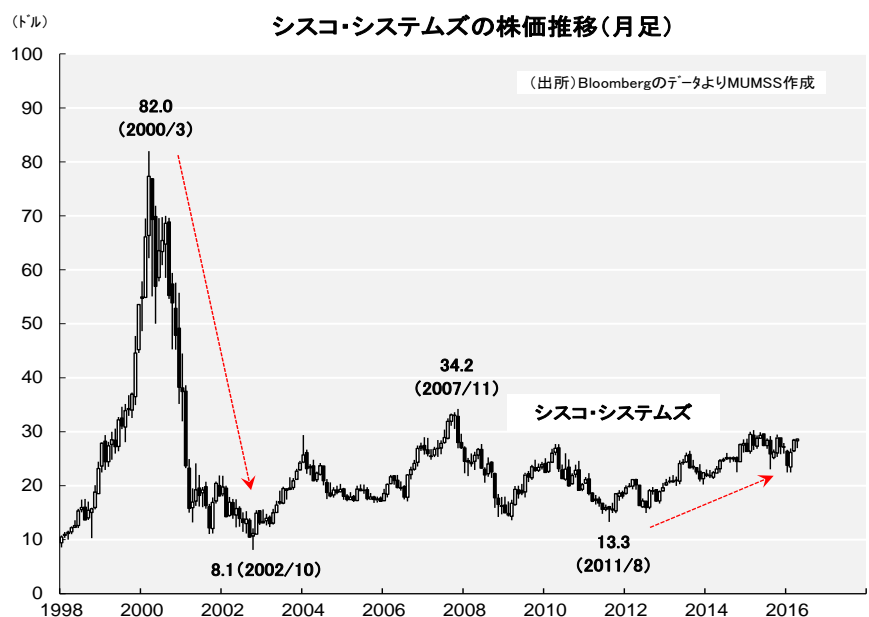
バリュー株化するアップルと動かなかった日銀

2016 年 5 月 2 日

「時代の寵児」のバリュー株化

アップルは、バリュー株になるのだろうか？ 一世風靡した高成長銘柄も、やがて成長率の鈍化に直面せざるを得なくなる。企業規模が比較的小さな時には、倍々ゲームの成長が可能だ。特に、「キラー・コンテンツ」となるようなサービスや製品があった場合には、鰻登りの業容拡大が期待できる。しかし、事業規模が急拡大するとともに、どうしても成長率は鈍化せざるを得ない。「規模の壁」が重くのしかかってくる。しかも、IT の技術革新は凄まじく、現在流行のサービスや製品が、未来まで保証するわけではない。いったん陳腐化したと看做されれば、売上高・利益が急減することも、しばしば起きる。したがって、長期にわたって成長を維持するためには、常に斬新な製品を消費者に供給し続ける必要がある。これは至難の業だ。例えば、シスコ・システムズを例に見てみよう。シスコは、2000 年 IT バブル相場に際して「時代の寵児」だった。チェンバース CEO (最高経営責任者) は半ば神格化され、その話を聞くためには世界から企業経営者や投資家が蝟集していた。シスコの株価は、2000 年 1~3 月期のバブル相場絶頂期には、PER で 230 倍にまで買われる局面もあった(ブルームバーグ)。「ネット生活」には、シスコの技術・製品が無くてはならないものだったのだ。ところが、バブル相場が崩壊すると、多くの IT 関連の株価は暴落し、中には破綻に追い込まれた企業も少なくなかった。シスコの株価も、2000 年 3/27 高値 82.0 ドルから 2002 年 10/8 安値 8.1 ドルまで、約 10 分の 1 の下落となった(グラフ 1)。しかし、さすがにシスコは「本物」だった。幾度かの厳しい局面もあったが、

(グラフ 1)
IT バブルの崩壊から
持ち直したシスコ・システムズ



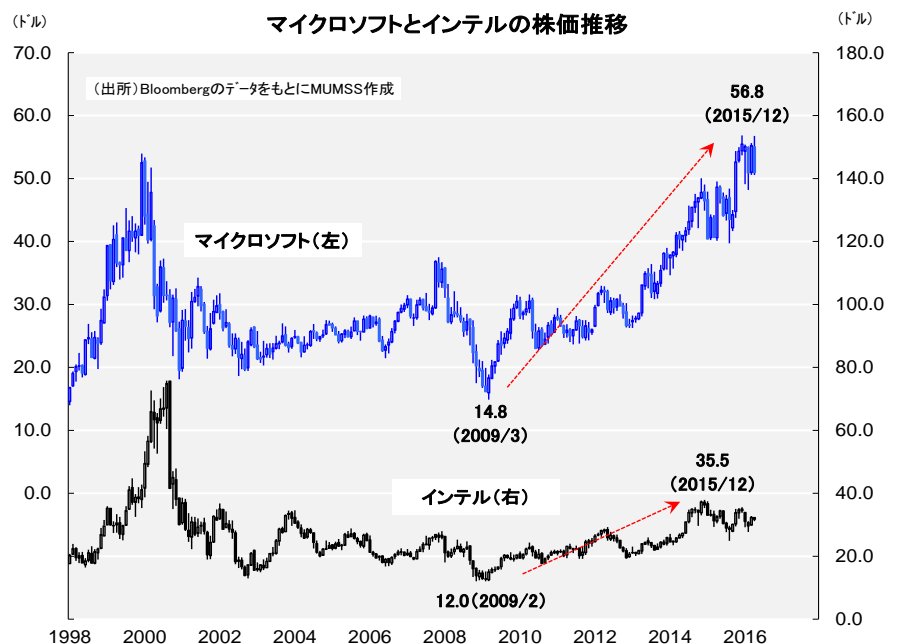
ストラテジー

その後も順調に業容を拡大して、現在もダウ工業株 30 種平均に採用されている。ただし、4/27 の株価は 28.6 ドル、予想 PER は 12.4 倍に過ぎない。かつては、成長のために投資を優先して配当は実施していなかったが、現在は税前配当利回り 3.6% の好配当利回り銘柄としての側面も有している(同)。つまり、「IT バブル相場の寵児」は、今や投資家に「落ち着いたバリュー株」として評価されているのだ。

ダウ構成のITバリュー3銘柄

マイクロソフトも同様で、1999 年 1~3 月期には PER で 81.6 倍まで買われる局面があった。今年 4/27 時点では、予想 PER 18.9 倍・税前配当利回り 2.8% である。インテルは、IT バブル後にも評価される局面があり(さすがである)、2000 年 1~3 月期 PER 62.0 倍、2002 年 1~3 月期に同 68.8 倍のピークがあった。4/27 時点では、予想 PER 13.1 倍・税前配当利回り 3.2% である。つまり、既述の 3 銘柄は、IT バブルの試練を乗り越え、マーケットに「本物」と認知されたわけだ。株価としては、疾風怒濤の青春期を通過し、落ち着いた成熟期を迎えていると評価することもできよう(グラフ 2)。いずれもダウ採用銘柄となっていることを見ても分かるが、米国を代表する企業である。ただし、フェイスブックの如き「旭日昇天」の時期は過ぎ去っている。

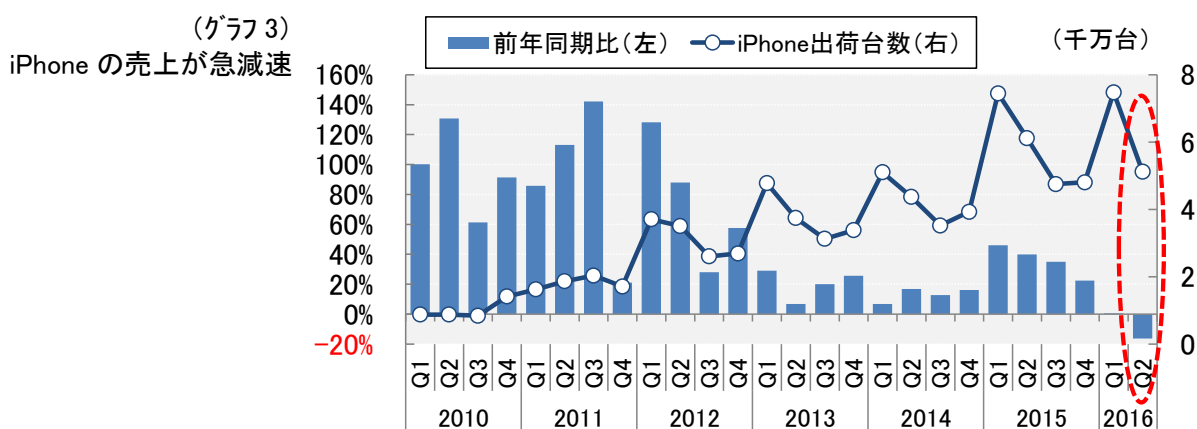
(グラフ 2)
IT バブル崩壊を乗り切った
マイクロソフト、インテル



アップルの驕り

アップルの 1~3 月期決算は、売上高、EPS(一株当たり利益)共に、アナリストのコンセンサスを下回った。主要製品は、iPhone 5,119 万台・前年比▲16%(以下同)(グラフ 3)、iPad 1,025 万台・▲19%、Mac 403 万台・▲12% だった。前年が絶好調だった反動もあるが、売り上げの拡大モメンタムが減衰していることは否定できない。4~6 月期の売り上げ見通しも、アナリストのコンセンサスの 474 億ドルに対して、会社側は 410~430 億ドルと大きく下回った。「iPhone 7」登場までの端境期との見方もあるが、他社の追い上げによって iPhone の優越性が毀損されつつあるのかもしれない。米調査会社 IDC によると、昨年 10~12 月期の世界スマートフォン・シェアは、①サムスン 21.4%・

ストラテジー



出荷台数伸び率 14.0%(前年比・以下同)、②アップル 18.7%・0.4%、③ファーウェイ 8.1%・37.0%であった。続く今年 1~3 月期のシェアも、①サムスン 24.5%、②アップル 15.3%、③ファーウェイ 8.2%で、アップルの退潮が際立っている。さらに問題なのは、米調査会社ガートナーによると、2016 年のスマートフォン販売見通しは 15 億台に達するが、伸び率は僅か前年比 7%に留まるとの予測があることだ。つまり、スマートフォン市場の拡大が鈍化し、成熟期に移行するとの見方である。売上の約 3 分の 2 を iPhone に依存するアップルにとっては、パイの拡大が無ければ、ライバルとの激しい競争にさらされることになる。消費者は、以前のようにモデル・チェンジごとに買い替えることを敬遠し始めており、アップルもシェア維持のためには、価格競争に巻き込まれる恐れもある。もし、OPPO 等の中国廉価版メーカーとのバトルが激しくなれば、粗利益率の低下に繋がる。

「創業は易く守成は難し」

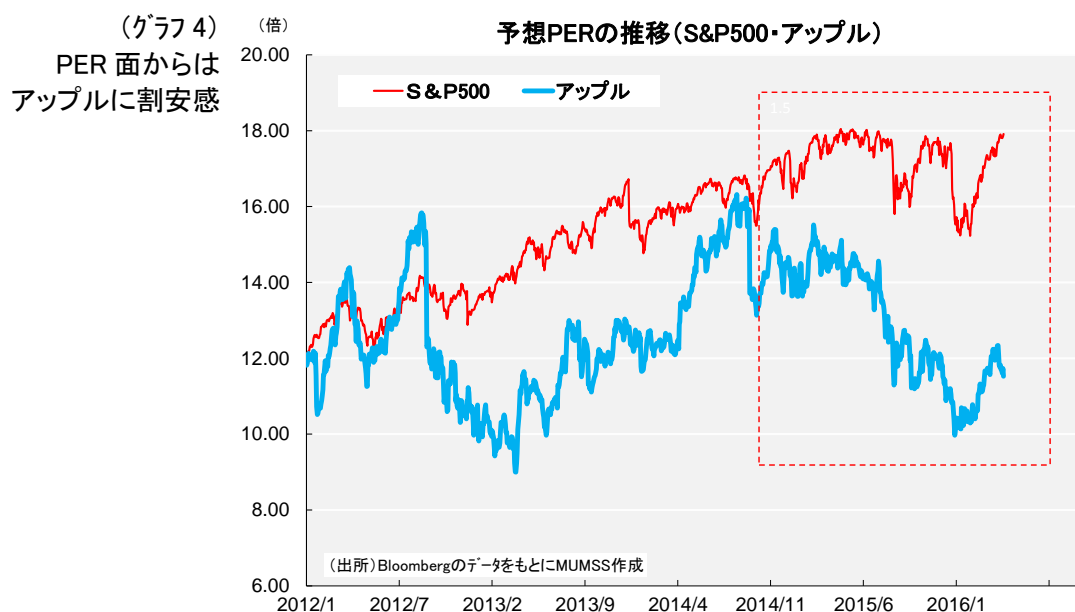
「Mac→iPod→iPhone→iPad」と続いた製品ラインは、ハードの優秀性もさることながら、「アップル製品を買うと新しい生活が始まる」という提言が大きな力を持っていた。つまり消費者は、アップルのソフトに夢を抱いていたのだ。ところが、上記の製品ラインは故スティーブ・ジョブズが築き上げたものであり、クック CEO(最高経営責任者)は「ジョブズの遺産」の改良に終始してきた。「アップル・ウォッチ」は売り上げ規模からみても、クック CEO の「道楽」に近い。特定のファンには受けても、広く一般に歓迎される商品には程遠い。アップルの抱える問題は、「天才の事業」を「秀才の集団指導体制」で継続できるか否かという根源的なものだ。これは、企業経営だけではなく、一代の英雄が築き上げた国家の継承でも同様だ。中国古代王朝の唐の太宗は、「貞観の治」と呼ばれる善政で唐を世界帝国に膨張させた。太宗は側近の疑問に対し、「創業は易く守成は難し」と述べたと伝えられている。帝王の業としては、「国家を建設することよりも、それを維持することのほうが難しい」との見解である。「アップル・ジョブズ王朝」が繁栄を続けるのか否かは、今後の製品ラインが決めることになろう。

「4番目のITバリュー株」

ただし、アップルをバリュー株としてみた場合には魅力がいっぱいだ。バランスシートには、1,500 億ドル超のキャッシュがある。今回も 500 億ドルの自社株買いと増配を発表したが、株主優遇策は今後も採られることになろう。

ストラテジー

また、潤沢なキャッシュを活用して、成長力に富んだ企業の買収も当然選択肢に入ってくる。自社開発の製品ラインに固執する必要はない。M&A ビジネスが隆盛の米国では、新たな事業基盤の獲得は比較的容易である。ジョブズ亡き後に、新たな興隆を迎える可能性もないわけではない。また、「iTunes Store」、「アップル・ペイ」といったサービス事業の売上は前年比20%の伸びを見せており、ライセンス収入も順調である。業績の伸びは鈍化しても、一気に崩れるわけではない。予想 PER も 4/27 時点で 11.5 倍であり(グラフ 4)、税前提当利回りも 2.3%ある(ブルームバーグ)。折に触れては割安感から買われることもあるだろう。つまり、ジョブズ流の高成長の時代は過ぎつつあるが、依然アップルが時価総額で世界第 1 位の巨大・リッチ企業であることは間違いない。アップルの株価は、2015 年 4/28 高値 134.5 ドルで天井を打った可能性がある。しかし、売られた局面でそっと拾い、「iPhone7」に期待する戦術は採り得るだろう。アップルは既にダウ構成銘柄だが、「4 番目の IT バリューストック」としての評価は可能と思われる。

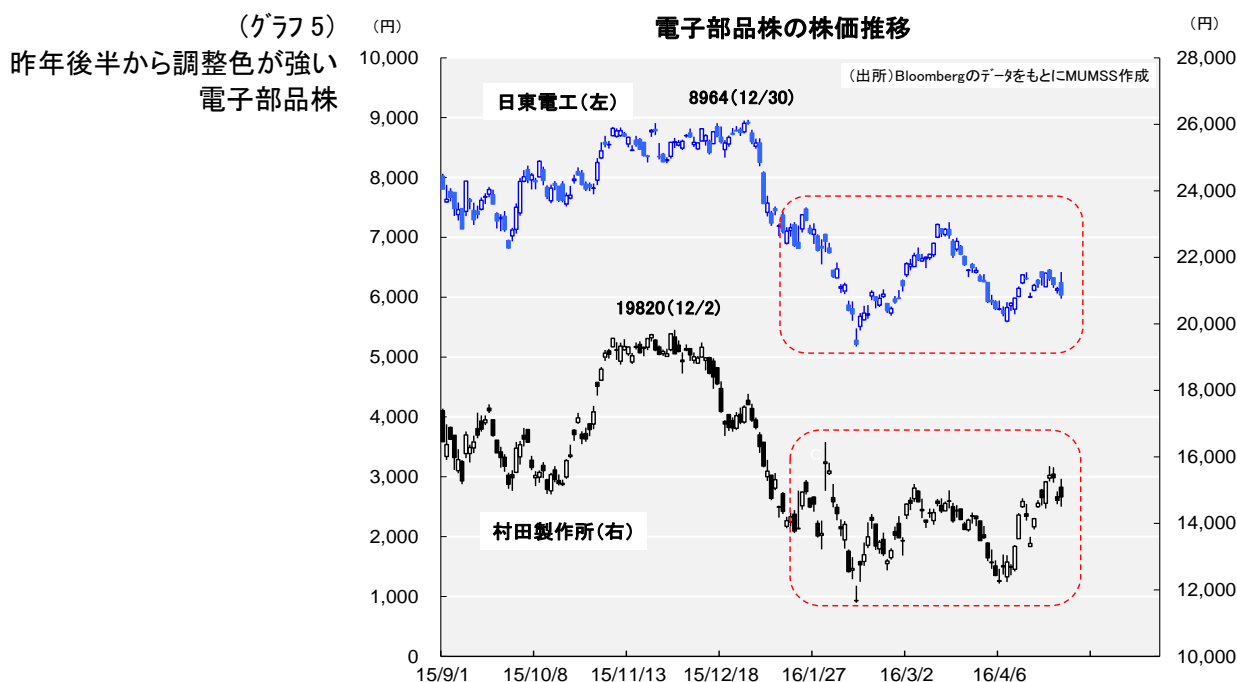


転換期を迎える電子部品業界

アップルの不振は、そのままサプライヤー(部品供給会社)に跳ね返ってくる。最近興味深いのは、日経新聞が日本のサプライヤーから「アップルの減産要請」を確認して報じていることだ。アップル本体は、決算期以外には明瞭な販売動向に言及することは少ない。したがって、サプライヤーからの情報は、アップルの販売動向を探る極めて貴重な材料となる。「1~3 月期の 3 割減産」報道に続いて、「4~6 月期も 3 割減産継続」と伝えられたが、今回の 1~3 月期決算、低調な 4~6 月期見通しも、ズバリ的中していたと言える。したがって、過去にはなかった稀有なケースだが、日本のメディアの報道が、ウォールストリートの個別銘柄を大きく動かす事態となっている。アップルだけではなく、既述のようにスマートフォンのパイの拡大が鈍化すれば、日本の電子部品業界、機械産業にも影響は大きい。鋳工業生産の内訳を見ても、昨年からの電子部品業界は予期せざる在庫増に悩まされていたが、この不振が 4~6 月期にも継続する可能性が濃厚となった。代表的

ストラテジー

サプライヤーである村田製作所、日東電工、アルプス電気等の電子部品株は、昨年後半から調整色が強いが、さらに株価の停滞が長期化するリスクが台頭している(グラフ 5)。その他多くのアップル向けのサプライヤーも、程度の差こそあれネガティブな影響を受けることになる。スマートフォン全体の伸びが鈍化すれば、アップルだけではなく、アンドロイド携帯にまで悪影響が及ぶ。関連業界は、明白に転換期を迎えている。

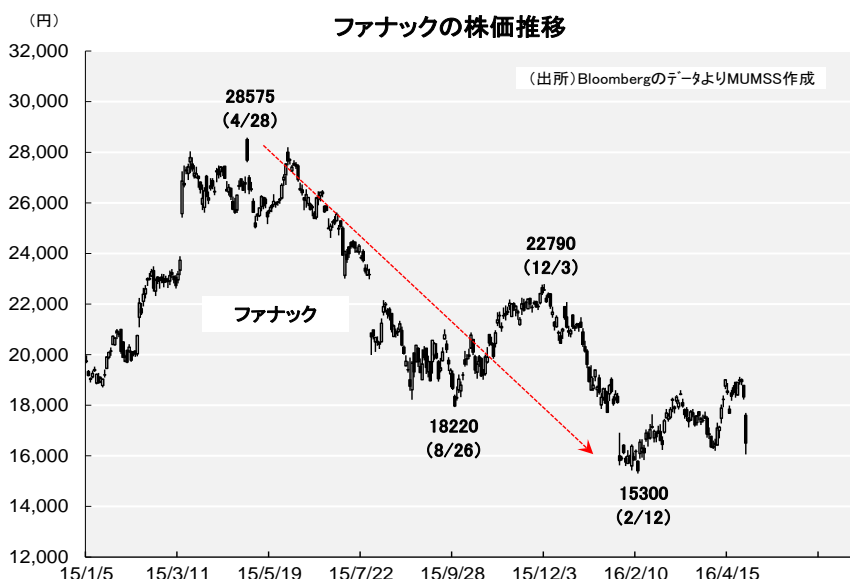


ファナックの警鐘

決算発表は始まったばかりだが、ファナックの下方修正には驚かされた。2017/3 期の会社側予想では、売上高 5,057 億円・前年比▲18.9%(以下同)、営業利益 1,173 億円・▲45.6%、経常利益 1,281 億円・▲44.1%、当期利益 937 億円・▲41.3%だった。2016/3 期に続く減収減益である。ファナックの「ロボドリル」は、高速・高精度・高効率の切削加工機だが、iPhone を始めとしたスマートフォンの加工・製造にも多く使われている。中国・台湾・韓国等、スマートフォン製造の中心地域で需要が急減したものと思われる。また、世界的な景気鈍化・停滞を受けて、企業経営者が設備投資全般の先送りを余儀なくされたことも、大幅減益に繋がった要因と想定されよう。ヘッジファンド運営会社「サード・ポイント」のダニエル・ローブ氏の介入が明らかになった 2015 年 4 月には、ファナックの株価は 28,575 円の史上最高値をマークした。ローブ氏は、直近の 7&I-HD の御家騒動でも名を上げたが、結果的にファナックの株価はそこが大天井となり、10,000 円以上の大幅下落を演じている(グラフ 6)。海千山千のローブ氏の動きはドラスティックである。メディアで介入が報道された後は、隠密裏に売却しているケースも珍しくはない。下手な提灯(追随買い)をつけると、無惨な結果となるケースも多いのが現実だ。ローブ氏の動向はともかくとしても、ファナックの業績不振は、日本の企業業績に対する楽観論に警鐘を鳴らしたものと言えよう。電機、精密、自動車等、外需企業に注意が必要だ。

ストラテジー

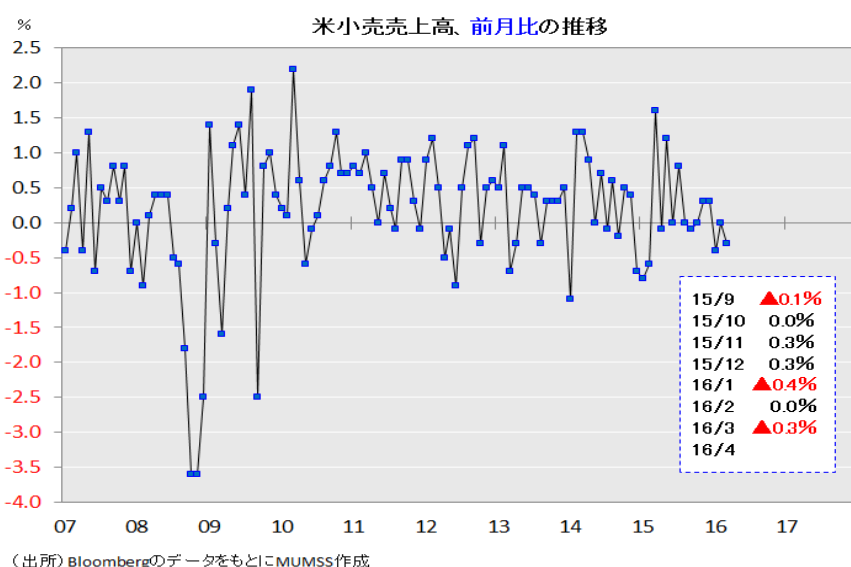
(グラフ6)
スマートフォンの減速で
1万円超下落したファナック



FRBの賢明な選択

4/26~27のFOMC(米公開市場委員会)は、予想通り平穏な結果だった。声明から、「世界の経済・金融情勢が引き続きリスクをもたらしている」とのフレーズがカットされたことから、やや「タカ派(金融引き締め)に積極的」に振れたと見る向きもある。しかし、1~3月の世界的な混乱状況が小康状態になっているのは事実だ。むしろ、現状の分析で1~3月の文言が残された方が異様である。FRB(連邦準備制度理事会)は、そんな教条的かつ頑迷なスタンスとは無縁だ。昨年12月FOMCや年初の「年4回利上げ」スタンスが状況に合わないが見れば、一気に転換する勇気と柔軟性を持ち合わせている。したがって、上記のフレーズが削除されたからと言って、「6月利上げの可能性が高まった」と見るのは、いかにも短絡的である。そもそも、「家計支出の伸びは鈍化した」(グラフ7)、「企業の設備投資と純輸出は軟調な状態が続いた」と、明確に足下の米経済の鈍化を指摘している。雇用と

(グラフ7)
個人消費に減速の兆し

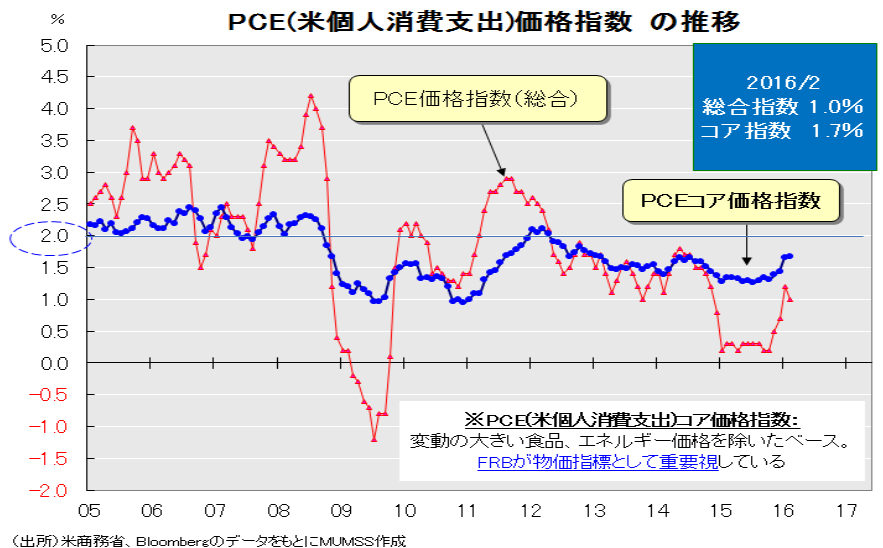


巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

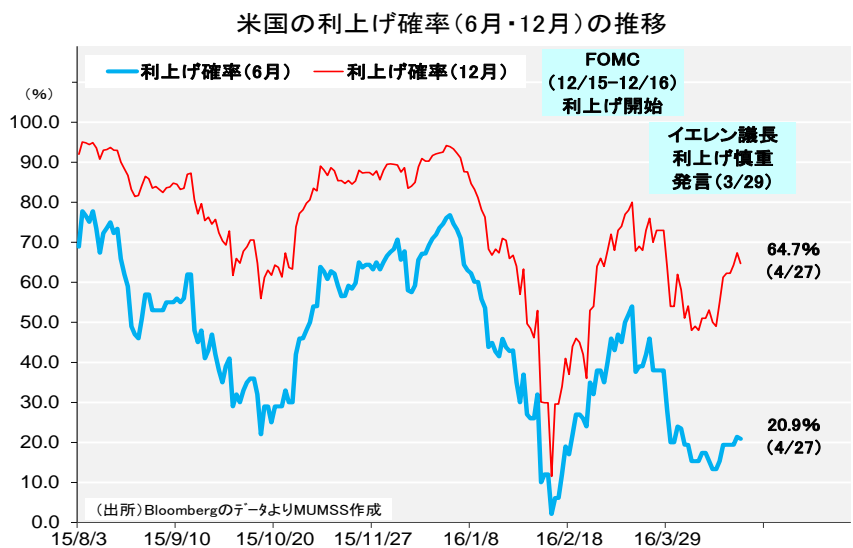
ストラテジー

住宅にはポジティブな評価を与えているが、個人消費、設備投資、純輸出が鈍化した状況で、利上げを急ぐ必然はどこにもない。しかも、インフレについては、「中長期的な目標である2%を下回っている」と付言している(グラフ8)。これで「6月利上げ」と見るのはポジション・トークの可能性が濃厚だ。FF金利先物は、6月利上げの確率を2割と見ている(4/27時点・グラフ9)。

(グラフ8)
FRBの目標を下回る
米物価指標



(グラフ9)
6月利上げ確率は約20%



日銀は動かさず

FOMC に続いて開催された日銀の政策金利決定会合では、「現状維持」が決定された。僅かに、熊本被災地の金融機関を対象に、被災地金融機関支援オペ(貸付総額 3,000 億円。無利息で実施)が盛り込まれたのが目立った程度だ。この発表直後、日銀のホームページはアクセスが殺到してフリーズする混乱ぶりだった。日銀としては、従来の会合通りに粛々と議論を重ねて出した結論だが、追加緩和策への期待で胸を膨らませていた投資家には、残酷な鉄槌となった。先週号で詳述したように、黒田日銀になって以来、金融政策決定会合はヘッジファンドに格好のイベントと看做されている。し

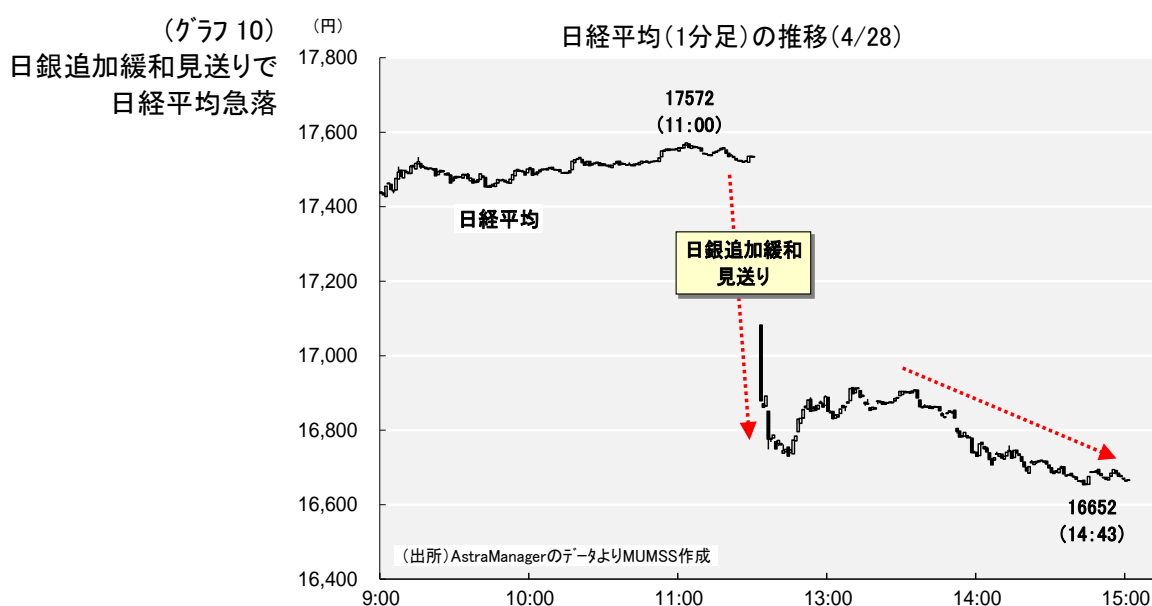
ストラテジー

外資系の報道姿勢に疑義あり

かも、今回は某外資系メディアで、「日銀が貸出にもマイナス金利を検討する可能性がある」との報道があったため、火に油を注ぐ形となった。この報道については、既にテレビやラジオでも言及したが、仮定と憶測と伝聞で構成された意味不明の内容だった。さらに厳しい表現を使えば、妄想と希望的観測の折衷と言っても良い。第一、上記ヘッドラインにしても、「検討するか否かは定かではない」、「検討した結果採用しないこともある」といった二重の「if=仮定」をベースとしている。日本のメディアでは、まずデスクのゴーサインが出ない粗雑な内容だった。現に、質量ともに、圧倒的な日銀担当スタッフを要する日本の主力紙が、いっさい後追い報道をしなかったことから、某外資系の報道には胡散臭さが際立っていた。問題は、この怪しげな記事で、マーケットに追加緩和期待が高まってしまったことである。今後の日銀関連の報道姿勢に対しても、一石を投じた「事件」と思われる。

「酔いから醒めた後」

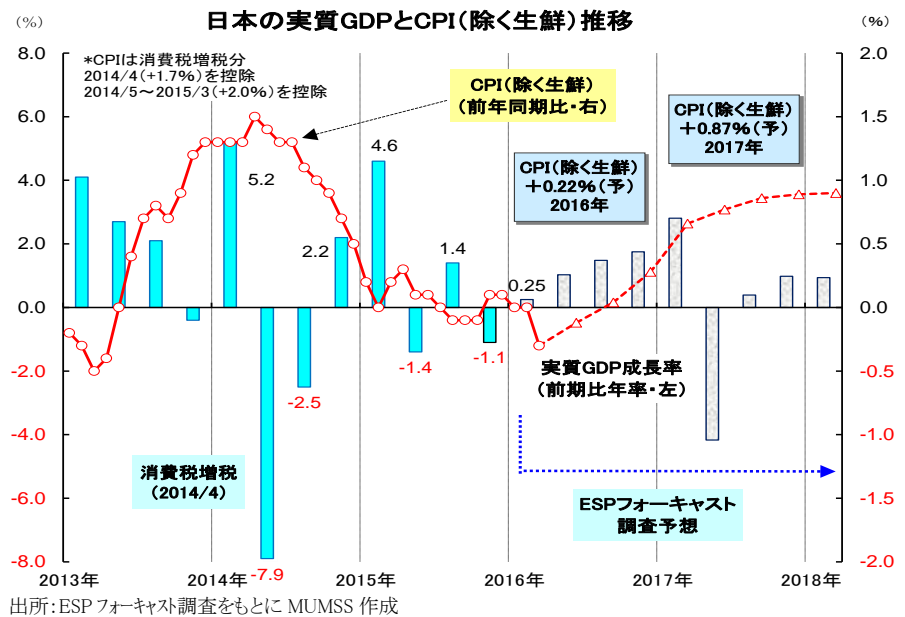
4/28 前場には、日経平均は 17,572 円まで買い上げられる局面があった。しかし、日銀の決定を受けて一気に急落し、後場の日経平均は 16,600 円台まで売り込まれた(グラフ 10)。「追加緩和確実」との酔いから醒めると、足下の相場状況は極めて不安定なことが分かる。景気は、個人消費、設備投資、生産、輸出共に鈍化が目立ち、1~3 月期の実質 GDP 成長率(5/18 発表)は閏年効果の下駄を履いても、マイナス成長となるリスクが台頭している。民間エコノミスト 41 人による ESP フォーキャスト調査でも、1~3 月期 0.25%にまで下方修正されており、リセッション(景気後退)スレスレである(グラフ 11)。企業業績は既述の通りで、中には健闘している企業もあるが、輸出関連企業の多くは 2017/3 期が減益となる可能性が濃厚だ。しかも、熊本震災によるサプライ・チェーンの寸断もあり、業績に直接・間接的な影響を及ぼすリスクもある。つまり、ファンダメンタルズからは、買い材料が見出し難い状況なのだ。一方では、バリュエーション面の割高感、テクニカル指標の異常な過熱もある。「追加緩和見送りによる下落局面は買い」との判断もあろうが、それには株価水準が高過ぎる。安易な買いは禁物だ。



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 11)
日本の実質 GDP 成長率
2 期連続マイナスの可能性も



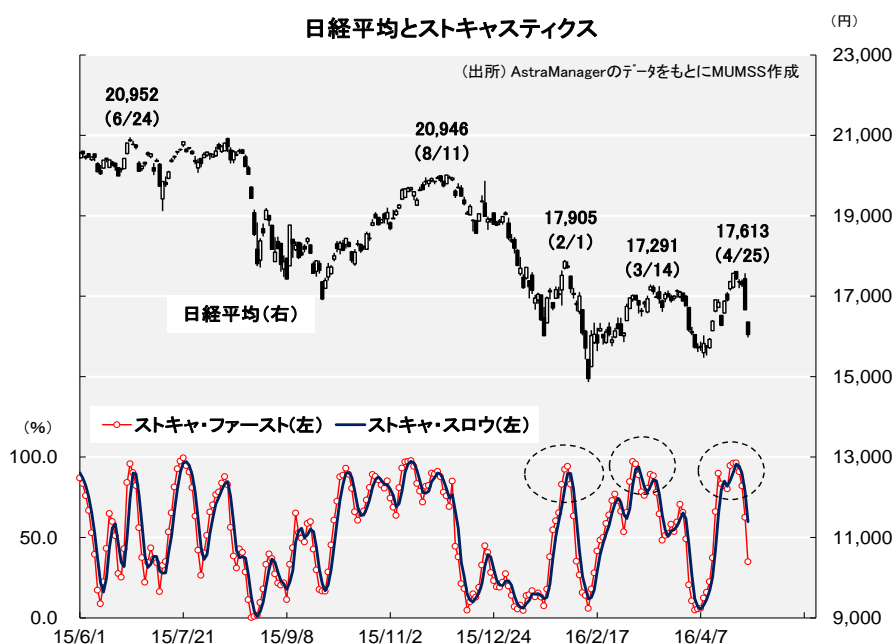
「味のいい所」の買いはタブー

NT倍率の示唆

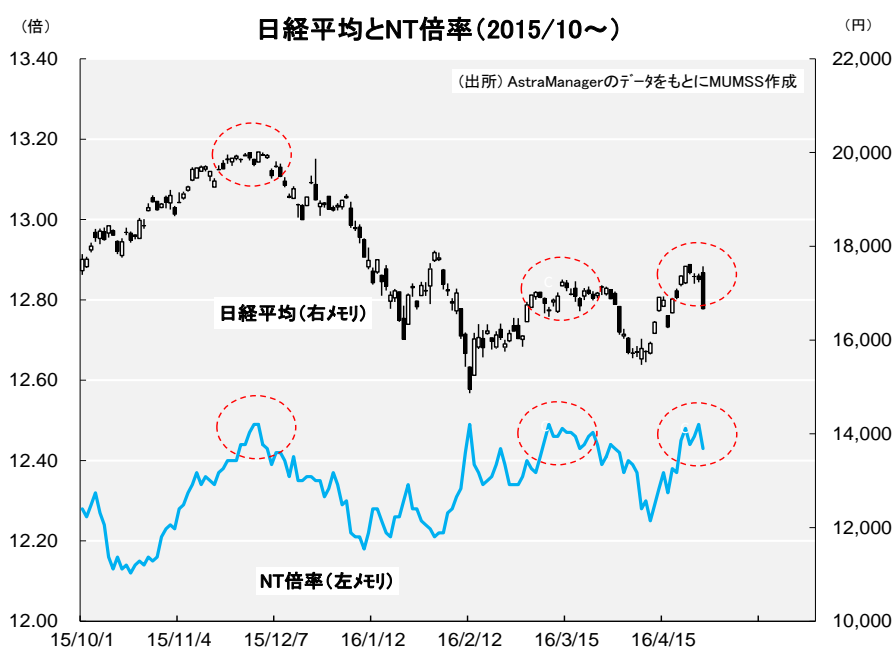
4/11 号では、買いを推奨した。日経平均の予想 PER14 倍、PBR1 倍接近という割安感に加えて、ストキャスティクスがファースト・スロウ共にシングル of 5 という異常値をマークしたのが決め手だった。しかし、そこから約 2,000 円の上昇を見せ、4/25 号では売り場探しで利益確定売りを奨めた。4/22 の日経平均予想 PER は 15.99 倍、PBR1.17 倍、そして、ストキャスティクスは、週明け 4/25 にファースト 96.31・スロウ 95.67 の極値をマークした。ファンドマネージャー時代の経験では、こういう状況で買い出動した場合には、迅速な評価損の膨張に痛撃されることがしばしばだった(グラフ 12)。この痛みを体が覚えているだけに、「味のいい所での買い」はタブーと思っている。マクロ景気、ミクロの企業業績が良好ならば、多少乱暴な買いをしても、ファンダメンタルズが救ってくれる。ところが、現状の苦境では、乱暴な買いは評価損に直結してしまう。もう一つのシグナルを紹介しよう。NT 倍率(日経平均÷TOPIX)は、4/28 前場に 12.52 倍まで上昇する局面があった。これは、3/15 の 12.51 倍、2/15 の 12.49 倍を抜いて、今年の最高水準である(グラフ 13)。高水準の NT 倍率は、東証一部全体がバランスのとれた上昇ではなく、日経平均採用 225 銘柄の上昇が際立つ歪な相場を示唆している。特に、日経平均の寄与度が高い値嵩株の上昇が突出している。日経平均が安値 15,471 円をマークした 4/8~4/28 前場までの寄与度を見ると、京セラ、ソフトバンク G、KDDI、ダイキン、ファーストリテイリング等、典型的な値嵩株効果が明白だ。注意すべきは、大幅下方修正で急落したファーストリテイリングが上昇寄与の 5 位に入っていることだ。つまり、ファンダメンタルズとは無関係に、株式先物の思惑的な買いが、裁定買いを誘発した側面が強い。したがって、その思惑が剥落した後は、急速に実体価値との乖離を修正する可能性がある。昨年 12/1 に、NT 倍率は 12.50 倍を示現したが、日経平均も戻り高値 20,012 円をマークしていた。その後、NT 倍率は 1/8 ボトム 12.13 倍にまで低下したが、日経平均も急落したのは記憶に新しい。3/15 にも NT 倍率は 12.51 倍となったが、日経平均のピークも真近い 3/14 の 17,291 円だった。歪な上昇に持続性はない。

ストラテジー

(グラフ12)
ストキャスティクスに
連動した日経平均



(グラフ13)
NT 倍率の上昇に警戒



傾聴すべき本田参与の発言

藤戸 則弘
投資情報部長

ただし、これで相場が終わったわけではない。参院選年の春相場は乱高下が特徴だ。日銀の追加緩和が消失したわけではなく、安倍政権の景気浮揚策とパッケージで発動される可能性もあろう。基本は、劣化するファンダメンタルズと政策期待が交錯するボラティルな相場だ。再び、買いを推奨することもある。しかし、今はまだその局面ではない。むしろ、売り逃した持ち株があれば、どこで捌くかに傾注すべきである。アヤ戻しがあれば、格好の売り場と考える。某外資の怪しげな記事ではなく、信頼すべき本田内閣官房参与の「6月緩和説」に耳を傾けるべきだったね。

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、三菱倉庫

(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%(税込み)の売買手数料をいただきます(ただし約定代金が193,000円以下の場合には最大2,700円(税込み))。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、その時々々の市場状況、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%(税込み)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 2016 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co.,Ltd. All rights reserved.

〒100-0005 東京都千代田区丸の内二丁目5番2号 三菱ビルヂング

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

東京都千代田区丸の内 2-5-2

三菱ビルディング