

# つばめ投資顧問会員レポート

2016年11月19日（第15号）

## 【1】今週のマーケット

### 「トランプ相場」で市場は活況だが・・・

アメリカ大統領選挙でドナルド・トランプが次期大統領に決まったことを受け、今週のマーケットは活況でした。ダウ平均は史上最高値を更新し、米国債の金利が上昇したことから円安が進んで、日経平均株価も一時約10ヶ月ぶりに18,000円台を回復しました。

この「トランプ相場」は果たしていつまで続くのでしょうか。市場では様々な思惑が交錯しています。トランプが大統領に就任すれば、財政拡大によりさらに好調が続くという人もいれば、一時の熱狂にすぎず、やがて落ち着くだろうという見方もあります。

市場は気まぐれなので、この先上がるのか下がるのか、自信を持って言うことはできません。しかし、客観的に見ると、トランプが大統領に就任したからといって、それだけで全てがうまく回り始めるとは到底考えられません。

### すでに板挟みの政策運営

トランプの財政拡大政策は、公共事業関連など一部の業界にとってはプラスに働くものの、それも長続きはしないでしょう。公共事業を拡大すれば景気が上向くと言うケインズ的な考え方は、グローバル化した経済ではすでに効果が薄れつつあります。

また、市場が活況を呈してきたことから、FRBが12月の利上げに踏み切る可能性がますます高まってきました。以前のレポートでも言及した通り、金利の上昇は株価を割高に捉えるべき大きな要因です。

金利の動向を考えずとも、株価は高止まりしていると考えています。ダウ平均のPERは20倍を超え、決して安くない水準です。市場がリスクに寛容なうちは株高・ドル高・円安が続くでしょうが、少し雲行きが怪しくなるとリスク回避的な動きが支配し、あっという間に逆の動きになります。

選挙後はおとなしい振る舞いを続けているトランプですが、彼の選挙中の発言は矛盾点が多く見られます。それをそのまま実行することは現実的ではなく、一方で現実路線に修正し

ようとしたら投票してくれたアメリカ国民の期待を裏切ることになるので、**すぐに板挟みになることが予想されます。**

この板挟みの状況をうまく乗り切れたら本当に大したものだと思いますが、まともに考えればうまくいきそうにはなく、**トランプ相場に期待することは大きなリスクを抱えること**になります。

## いつ相場から降りるか

リスク回避の考えからすれば、このトランプ相場で大きく上昇し、**本来の価値を上回ったと考えられる銘柄は利益確定を検討**しましょう。まだ上がるかもしれないと踏み切れない部分もあると思いますが、どんな人も天井で売ることにはできません。判断に迷う方はぜひご相談ください。

世界経済を見渡すと、**依然として最大のリスクは中国**です。トランプ大統領の陰に隠れています。中国のバブルがはじけた時の世界経済に与えるダメージはトランプ大統領の比ではありません。

特に、ここのところ大きく上昇している輸出関連銘柄や金融銘柄は、相場全体が不調に陥った際は大きく崩れやすい特徴があります。バリュー株投資の考え方としては、**トランプ相場に乗るのではなく、降りる時のリスクを考えることが大切です。**

## あえて人と逆の道を行く選択も

一方で、**トランプ相場に乗り切れていない銘柄も散見**されます。その中には、事業は安定しているものの、その反面で大きな上昇が見込めないことから資金が流出してしまっているケースが少なくありません。

株式から資金が流出したところで、企業の価値が目減りするわけではありませんから、**優良安定銘柄を割引価格で買うチャンス**になっているかもしれません。あえて人とは逆の道を行くことも考えましょう。

## 【2】推奨銘柄

### 推奨銘柄に関する注意事項

- 本項では、つばめ投資顧問が厳選する「優良銘柄」を取り上げています。優良だからといって、必ずしもすぐさま株価が上昇するわけではありません。目標株価はレポート執筆時点の前提に基づきます。
- バリューストック投資では、優良銘柄の株価が大きく下がった際に投資することを推奨しています。可能な限り割安なタイミングで紹介するよう努めていますが、いつも最高のタイミングであるとは限りません。そのため、推奨の強度を★で表しています。厳選投資を望む方は、「総合評価：★★★」に投資することをお勧めします。
- 推奨した後も、しばらく株価が低迷することがあります。これは、多くの投資家が悲観的になっている時に投資するバリューストック投資の特性によるものであり、株式の本質的な価値に影響を与えるものではありません。
- 投資リターンは、株価が株式の持つ本質的な価値に回帰することで得られます。そのタイミングは事前に予測することはできず、数ヶ月の場合もあれば数年かかる場合もあります。推奨銘柄が本質的な価値を上回り、売却タイミングが訪れた際は再び本レポート内で通知いたします。
- 本レポートの内容は売買指示ではありません。実際の投資商品の売買におきましては、自己資金等を十分考慮した上、ご自身の判断・責任のもとご利用下さい。情報内容に関しては万全を期しておりますが、正確性及び安全性を保証するものではありません。
- 方法の如何にかかわらず、推奨銘柄を第三者に伝達することを禁止します。違反行為が判明した場合、契約の停止および損害賠償請求等の法的措置を取らせていただきます。

## <日本電信電話（9432）>

総合評価：★★☆ 目標株価：5,000～6,000円

（割安度：★★☆ 成長性：★★☆ 安定性：★★★）

【株式指標（2016年11月18日）】（出所）楽天証券、Yahoo!ファイナンス

株価	4,304円	PER	11.5倍
時価総額	9兆228億円	配当利回り	2.79%

### 【投資のポイント】

- 日本電信電話（NTT）（9432）は、**コスト削減が進む固定電話事業、稼ぎ頭の携帯電話事業、成長戦略を担うクラウドサービス事業のバランスが取れている。**
- **政府保有株を継続的に自社株買い**することが見込まれるため、一株当たり利益や配当の長期におよぶ増額が期待できる。
- PER11.5倍、配当利回り2.79%は比較的割安。劇的に上昇するのは難しいが事業バランスの良さと自社株買いのメリットを見込み**長期保有したい銘柄。**

### 【推奨理由】

日本電信電話（NTT）（9432）は今週、上げ相場の中で年初来安値を更新しました。その理由は、業績が悪いわけではなく、より大きな上昇が見込める銘柄へと資金が移動したことにありとみられます。安定銘柄（ディフェンシブ銘柄）として高い評価を得ている一方、相場が大きく動く局面では見すごされやすい性質があります。

NTTの事業は固定電話にとどまらず、とてもバランスが取れています。

まずは固定電話ですが、この事業は携帯電話の発達により売上の増加が見込みにくくなっています。インターネット回線契約も扱っていますが、これもすでに頭打ちです。

しかしながら、固定電話からの収入は徐々に減少していますが、その必要性がなくなるわけではありませんから、一定の収入は生み続けるでしょう。固定電話を含む「地域通信事業」からの収入はいまだに3.4兆円にも上ります。

そこで効果を発揮しているのが**コスト削減**です。事業の大部分は固定費ですから、それを削減すれば比較的容易に利益を増やすことができます。中期経営計画では2014年度から2017年度までに年間8,000億円以上のコスト削減を見込んでいます。

固定電話に代わって**NTTの稼ぎ頭**になっているのが、**携帯電話事業（ドコモ）**です。携帯電話・スマートフォンの普及により、通信料収入は大幅に増加しました。契約数は6000万件を超え、格安スマホが普及してきたとはいえその牙城が簡単に崩れるものではありません。当分は安定したキャッシュフローを生む花形事業であり続けるでしょう。

**NTTの成長を担っているのが、国内外におけるクラウドサービス事業**です。クラウドサービスとは、日々増え続けるデータを大規模なデータセンターで預かり、付随する様々なITサービスを提供することです。

大企業や公的機関においては、かつては自前のサーバーを持つことが主流でしたが、ITの進展に伴いデータ量が爆発的に増え、データの保存や処理が追いつかなくなってきました。そこで活躍するのがこのクラウドサービスで、いま世界で急速な成長を遂げています。

NTTはこれまでに構築してきたネットワークを活用し、ワンストップサービスで年率27%成長するとも言われる世界のクラウド需要を取り込もうとしています。**保有するデータセンターの総面積は、NTTグループは世界トップクラスの規模**を誇ります。この圧倒的なインフラをベースに、世界の大企業や公的機関からクラウドサービスを請け負っているのです。

[\*\*【参考】NTTグループ、データ拠点の面積世界一 米調査会社調べ（日本経済新聞）\*\*](#)

固定電話事業のコスト削減と携帯電話事業の「稼ぐ力」、さらには海外事業の成長可能性と、バランスのとれた事業を行っているのがNTTグループの姿と言えるでしょう。

事業内容だけでなく、**資本政策において注目すべき点が自社株買い**です。NTTは法律により政府が発行済株式の3分の1を持つことが義務付けられていますが、自社株買い後に金庫株を償却すれば発行済株式が減り、政府の保有比率が上がります。政府は株式をNTTに売却すれば収入になるため、3分の1を上回る分の自社株買いを要請し続けるでしょう。今年度もすでに2,672億円の自社株買いを行っています。

自社株買いは一株当たり利益を増加させる効果があります。また、発行済株式が減れば配当総額も減るため、**一株当たり配当も増やしやすい環境**となります。実際に配当額は5年間で約2倍に増加しています。

**リスクを挙げるとすれば海外事業の失敗**です。新規事業はそううまくいくものではありません。また、巨額のM&Aが失敗したときは多額の特別損失を出すこともあるでしょう。しかしそれでも他の事業が潤沢なキャッシュを生むため、企業価値に大きなダメージを与えることはないでしょう。

PERは11.5倍、配当利回りは2.79%ということで、比較的割安な水準にあると考えます。劇的に上昇するのは難しいですが、安定性と成長可能性の両方を有し、資本政策が株主にとって前向きにとらえられることから、長期保有銘柄として推奨します。

## 【3】バリューストック投資の知識

### <株価の動きは予測できない>

株価に関して、会員の方から「下値の目処」や「上値の目処」を聞かれることがしばしばあります。確かに、ニュースやアナリストのレポートにも、それらを示しているものが少なくありません。しかし私はこれらは予測できるものではないと考えています。

### 株価の動きは市場の気分次第

株価はさまざまな投資家の思惑により左右されます。そのため、明確な理由があつて決まっているものではなく、その時々市場参加者の気分次第で動いているにすぎません。そのため、私がことあるごとに言っているのは「短期的な株価を予想することはできない」ということです。

市場にはあらゆる属性の参加者がいます。個人投資家から機関投資家、デイトレーダーからヘッジファンドまで挙げればきりがありません。そして、どの投資家がどの銘柄を取引するのかについても全く制限はないのです。そんな参加者の動きを誰が予想できるでしょうか。答えは限りなく「ノー」だと思います。

さらに、チャートを見てその後の株価が予測できることもありません。チャートは後から適当な理由を付けて勝手に解説しているにすぎません。

著名投資家のジム・ロジャーズは、皮肉を込めて「**金持ちの野線屋には会ったことがないね。もちろん、チャートのサービスをして金儲けをしている連中以外はね。**」と言っています。それだけチャート分析はいい加減なものです。

単に株価の動きだけではなく、その株式に関して次にどのような情報が出てくるかを予想することもできません。また、それ以上に株価の動きを大きく左右する市場全体に何が起こるかを予想することはさらに困難です。

### 長い目では適正な水準に落ち着く

株価が予測できないのであれば、一体何を基準にして投資をすればよいか迷ってしまうかもしれません。確かに短期的な株価は予測できませんが、**長期的に見れば株価はある水準に落ち着いてきます。**それこそが企業の業績などから推し量られる「ファンダメンタルズ」と呼ばれるものです。

短期的にはさまざまな思惑で上がったり下がったりを繰り返す株価ですが、「これぐらいの業績の会社ならこれぐらいの値段だろう」という相場感があります。ファンダメンタルズは企業が置かれている状況が大きく変化しない限り、そう頻繁に動くものではありません。

バリューストック投資では、「少なくともこれぐらいの価値はあるだろう」と考えられる水準を推定し、それを大きく下回る銘柄に投資します。やがて、株価が本来の価値に戻ってくることで利益を得ることができます。

適正な価値を見積もるためには、その企業の事業が確立していて、予想外の変化が起きにくいことが前提となります。逆に、その企業の将来を見通すことができなければ、価値を見積もることは難しく、そのような企業への投資こそリスクの高い投資だと言えるでしょう。

## いつかはきっと「幸運」が訪れる

割安な株価で株を買ったとしても、いつ適正な価値にまで上昇するかも予測することは困難です。購入した後さらに下がることもあるでしょうし、難しい局面が続くことも少なくありません。

それでも、ちゃんとした価値のある会社は、何らかのきっかけで適正な価値に上昇する可能性が高いのです。難しいのが、その「きっかけ」を予測することも簡単ではないということです。利益の増加など、ある程度予測できるものはあるでしょうが、市場が前もって織り込んでいるのなら、業績発表があっても株価は必ずしも上がらないでしょう。

きっかけは、個別銘柄の要因だけではなく、市場全体の流れからくることもあります。今回の「トランプ相場」がそのいい例になっていると思います。それまで割安だったいくつかの銘柄は、ここにきてにわかに大きく上昇しています。

三菱UFJ（8306）がその代表的な例です。マイナス金利により大きく値下がりし、割安な水準に放置されてきましたが、米国での金融緩和への期待から大きく上昇しました。海外に積極的に進出し、収益性を強化していた「価値」が反映されたと言えるでしょう。推奨からここまで約2ヶ月と短期間であったことは、大変な幸運だったと言えます。

このように上昇のきっかけがすぐに訪れるケースもありますが、多くの場合もっと時間がかかります。そのため、バリューストック投資には忍耐が必要なのです。それでも、割安な銘柄を買い、リスクを避けてじっと待っていれば、いつかきっと幸運が訪れるでしょう。

## 【4】あとがき

つばめ投資顧問代表の梶井駿介（かこいしゅんすけ）です。  
第15号レポートを発行することができ、会員の皆さまには深く  
御礼申し上げます。

市場は「トランプ相場」一色となりました。多くの市場関係  
者はこうなることを予測しておらず、先を見通すことの難しさ  
を改めて痛感します。予想できない未来ではなく、観察できる  
現在を理解することが我々にできる最も確実な方法です。

近くの公園の楓も深紅に染まり、秋から冬になろうとしてい  
ることを感じさせます。インフルエンザも流行が始まったと聞  
きます。健康は何より大切です。皆さまにおかれましては、く  
れぐれもお身体に気をつけておすごしください。



---

### 【発行者】

つばめ投資顧問合同会社 <http://tsubame104.com>

関東財務局長（金商）第2932号

金融商品取引業者（投資助言・代理業）

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

#### <投資顧問契約に係るリスクについて>

ホームページ上、メール上での提供情報は売買指示ではありません。実際の投資商品の売買におきましては、自己資金  
枠等を十分考慮した上、ご自身の判断・責任のもとご利用下さい。情報内容に関しては万全を期しておりますが、正確  
性及び安全性を保証するものではありません。提供する情報に基づき利用者の皆様が判断し投資した結果については、  
一切の責任を負いかねますので予めご了承下さい。上場有価証券等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、  
商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況を含む）の悪化等それらに関する外  
部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそ  
れ（元本超過損リスク）があります。信用取引を行う場合は、信用取引の額が当該取引等についてお客様の差入れた委  
託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券  
の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）  
があります。手数料等およびリスク等については、当該商品等の契約締結前交付書面やお客様向け資料等をよくお読み  
ください。