

日本株式

金融セクターの魅力が高まる

2022年3月30日

Chief Investment Office GWM

居林 通、日本株リサーチヘッド; 小林 千紗、アナリスト; 青木 大樹、日本地域 CIO(最高投資責任者); 細野 光史、アナリスト

- 銀行、保険、消費者金融を含む日本の金融株およびソフトウェア企業は割安であると考えます。その上、日本は20年超ぶりに金利上昇局面に近づきつつある。
- 今後数カ月以内に日銀が金融政策スタンスを変更することはないだろう。だが、米連邦準備理事会(FRB)は金融引き締めへ転換、欧州中央銀行(ECB)は量的緩和を縮小しており、世界中で債券利回りが上昇している。日銀の金融政策正常化に対する投資家の期待感が、低水準にある日本の金融株のバリュエーション(株価評価)の再評価を後押しするだろう。
- さらに、円安が進行しており、2015年以来初めて対ドルで一時125円をつけている。インフレ率が2%近辺に上昇すると、来年にむけ日銀が0.25%を超える10年国債利回りを容認することにより、金融政策の正常化を開始する可能性がある。

我々の見解

日本はこれまで20年以上にわたりデフレ圧力に悩まされており、日銀はその間、ゼロ金利政策を続けてきた。だが、FRBは金融引き締めへ転換、ECBは量的緩和を縮小しており、インフレが高進する中で、米国では債券利回りが上昇している。さらに、円安が進行しており、2015年以来初めて対ドルで一時125円をつけている。問題は、数十年ぶりに起こるこうした変化が、日本経済や金融株にどのような影響をもたらすか、ということだ。

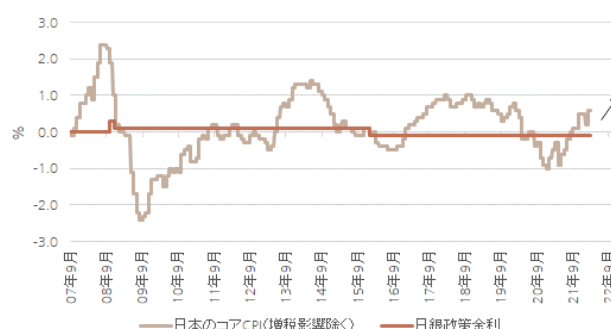
日本は20年超ぶりに金利上昇局面に近づいており、以下3つの理由から、日本の金融株が魅力的であると考えます。

第1に、日本は長年デフレ圧力に悩まされてきた(ただし消費増税が行われた2008年、2014年、2019年を除く)。2000年以降、日本の消費者物価指数(CPI)は平均して約-0.04%であった一方、この間の米国のコアインフレ率は+2.1%だった。だが現在、コモディティ価格の上昇が進行する中で、日本企業はその上昇分を徐々に製品価格に転嫁している。日本政府は賃金上昇を後押ししている。こうしたコモディティ価格と賃金の上昇により、2022年4月以降、CPIは約2%に上昇すると考えている。インフレ率が2%近辺になれば、日銀は10年債利回りを現

行の上限である0.25%を上回る水準に許容することで、金融政策の正常化を開始する可能性がある。

図表 1 – インフレは今後高進へ

CPIは4月以降2%に向けて上昇する見通し



出所: ブルームバーグ、UBS

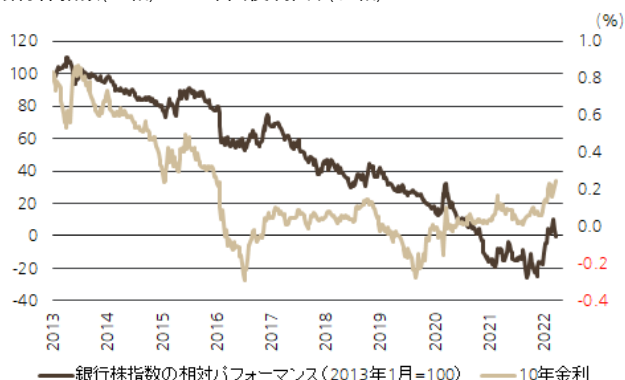
第2に、日本の金融企業はここ数十年で海外事業を拡大してきていることから、米国およびその他海外市場における金利上昇の恩恵を受けるとみられる。しかし、そうした業績へのプラスの

日本株式

影響は株価に十分に織り込まれていないと我々は考える。また、長年に及ぶデフレ圧力は日本の銀行やその他金融企業の国内貸出利鞘を圧迫してきたが、緩やかな物価上昇基調に加え、各国中央銀行による政策金利の引き上げにより、国内市場でも金融企業の利益が回復するとみられる。

図表 2 – 国債利回りの上昇に伴い、銀行株指数はアウトパフォームに転じ始めた

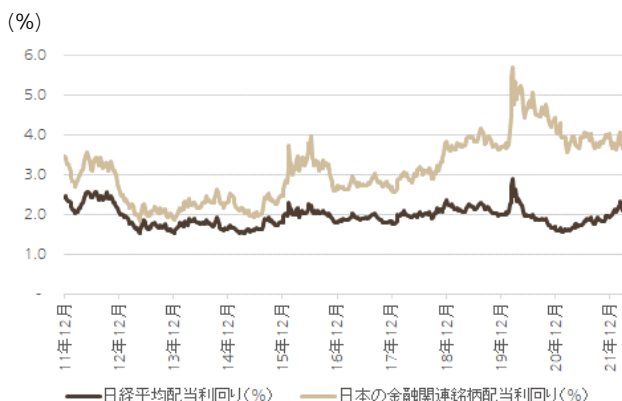
銀行株指数(左軸)と10年国債利回り(右軸)



出所: ブルームバーグ、UBS

第3に、金融銘柄の株価はいまだ割安で、こうした事業環境の転換を織り込んでいない。例えば、我々の推奨銘柄の平均バリュエーションは、株価収益率(PER)が9.5倍、株価純資産倍率(PBR)は0.7倍、配当利回りは4.3%である。日経平均株価のPER15倍、PBR1.4倍に対して割安であり、配当利回りも日経平均株価の2.2%より高い。今後は増配や自社株買い、東南アジアを中心とした海外事業の拡大といった好材料が出てくる可能性がある。

図表 3 – 金融推奨銘柄の配当利回りは魅力的



出所: ブルームバーグ、UBS

図表 4 – 2016年に日銀がマイナス金利政策を導入して以降、銀行銘柄はアンダーパフォームしてきた



出所: ブルームバーグ、UBS

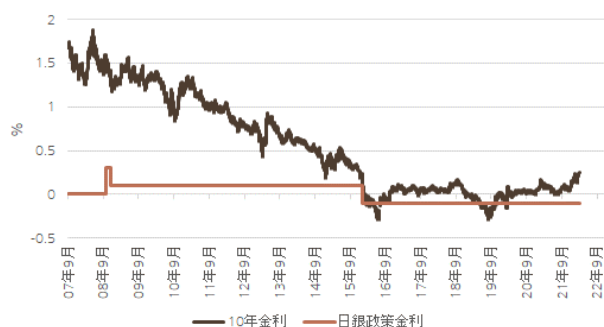
日銀の政策判断

この投資テーマの鍵を握るのは、日銀の金融政策である。具体的には、日銀がマイナス金利政策と長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を解除するかどうかである。

今後数カ月ないし数四半期は、経済回復を下支えるため、日銀は国債利回りを抑えようとするだろう。よって、我々は当面の間、日銀の政策変更は予想していない。政府もまた、7月の参議院選挙を控え、新型コロナのオミクロン株の感染拡大やサプライチェーンの混乱、エネルギー価格の高騰により打撃を受けている経済の回復に取り組んでいる。したがって日本の10年国債利回りは当面、足元の0.2~0.25%の水準で推移するだろう。

だが、コモディティ価格の高騰や賃金上昇により、日本のインフレ率が年末に向けて2%近辺で推移すれば、現在の10年国債利回りの上限である0.25%を維持することは難しいだろう。米国の10年国債利回りは2%を優に上回っており、日銀は「プラスマイナス0.25%程度」としている足元の10年債金利の許容変動幅を拡大するか、ゼロ%としている今の利回り目標を引き上げることで、イールドカーブ・コントロールの調整を検討するとみられる。国内需要が回復の途にあることや、コモディティ価格の上昇による影響が遅れて顕在化する中で、日本のCPIは年後半も引き続き2%近辺で推移するだろう。よって、国債利回りに一段と上昇圧力がかかれば、日銀はイールドカーブ・コントロールを修正する公算が大きい。

図表 5 – 10 年国債利回りと政策金利の推移



出所: ブルームバーグ、UBS

金融政策の正常化が始まれば、日本経済と金融市場に重大な示唆をもたらすだろう。今後12カ月のカタリストとしては、7月の参議院選挙、2023年4月の黒田日銀総裁の任期終了後の金融政策の正常化期待など、さまざまな要因が日本の金融企業に影響を及ぼし得る。今後1年は金融政策の正常化に対する市場の期待が高まり、この間金融企業、特に大手銀行は、日銀の政策変更の可能性から追い風を受けるだろう。

以上をまとめると、国債金利の上昇が日本の金融株に与える影響はややプラス程度だが、日銀の政策変更は金融株に対する投資家の期待値を大きく押し上げるだろう。2008年の世界金融危機以降、日本株式は、配当利回りは高いが成長見込みの乏しいバリュー(割安)株と見なされ、デフレ下の事業環境で著しくアンダーパフォームしてきた。だが我々の分析によると、2008年以前は、金融株、特に銀行株は、日本市場の平均PERを上回っており、欧米の銀行とほぼ同じだった。

現在、日本の金融株のPERは日経平均株価のPERを大きく下回っており、地政学リスクの悪影響を受けている欧州銀行と同水準である。我々は、2022年度と2023年度は日本企業の利益成長率が2021年度の+48%から+5~10%に減速すると予想しており、この予想を踏まえると、金融株に対する再評価は来年の日本株式市場において重要な役割を果たすだろう。また、日本の金融銘柄の高い配当利回りと低いPERは、日本株式の投資家にとって魅力的だと考える。

図表 6 – 金融関連銘柄の PER は日経平均よりも割安 (単位: 倍)



出所: ブルームバーグ、UBS

リスクは対ロシア・エクスポージャーに伴う償却と損失が挙げられるが、メガバンクのロシアとウクライナに対するエクスポージャーは極めて限定的だろう。大半の日本の金融企業では、事業ポートフォリオに占める対ロシア・エクスポージャーは1%を大きく下回ると考える。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家に相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 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

当社における国内株式等の売買取引には、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。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。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い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。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 1.76%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 0.5% または 0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 1% を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があります、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント 2022 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 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

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者
商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号