

日本株式

円安は業績にプラスとなるか

2022年5月9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

- 日本の上場企業にとって、円安(対米ドルまたは対ユーロでの)は業績全体にプラスに寄与するものと考え。だが、日本株式市場は下げ基調だ。原因は、足元で市場の焦点が好材料よりも悪材料に置かれていることにあると考える。
- 日本経済は、年初からの新型コロナ・オミクロン変異株感染拡大の影響から回復しつつある。例えば新幹線の乗車率は、3月下旬に政府が新型コロナウイルス感染症まん延防止等重点措置などの制限を解除して以降、急速に回復している。
- 我々は引き続き、日本の経済再開と金融正常化に関連したテーマを推奨する。

我々の見解

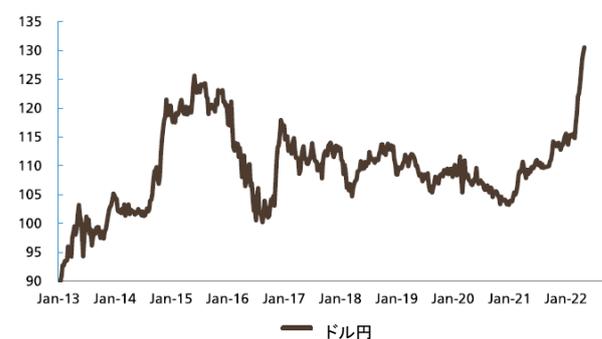
日経 QUICK は3月に行った調査で、プロの投資家を対象に円安が株価にプラスに作用するかどうかを尋ねた。投資家からの回答は、株価にプラス、マイナス、中立に分かれており、円安が及ぼす影響の複雑さが反映された。

日本の上場企業にとって、円安(対米ドルまたは対ユーロでの)は業績全体にプラスに寄与するものと考え。原材料を大量に輸入しなければならない企業にとっては通貨安は痛手だが、日本の上場企業の多くは海外取引を活発に行っているため(売上の20~30%を占める)、円安の恩恵を受けるだろう。通貨安は、海外事業の営業利益(または純利益)を現地通貨換算する際に押し上げ要因となるためだ。

しかし、対米ドルでかなりの円安水準にあるにもかかわらず、日本の株式市場は下げ基調だ。我々はこの原因が、足元で市場の焦点が好材料よりも悪材料に置かれていることにあると考える。悪材料としては、ロシアのウクライナ侵攻、米国のインフレ率と金利の上昇、各国中央銀行の金融引き締めが挙げられる。好材料としては、日本経済が年初からの新型コロナ・オミクロン変異株感染拡大の影響から回復しつつあることが挙げられる。例えば新幹線の乗車率は、3月下旬に政府が新型コロナウイルス感染症まん延防止等重点措置などの制限を解除して以降、急速に回復している。

図表 1 – 円は対米ドルで急落

ドル円レート

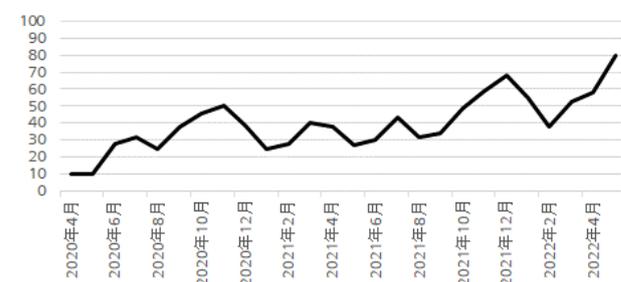


出所: ブルームバーグ、UBS

日本はいまだ外国人観光客を受け入れていないが、入国制限が緩和されればプラスに働くだらう。我々は経済の再開が2022年度の企業業績を押し上げると予想する。また、円安は、コモディティ価格・エネルギー価格の上昇が輸出企業に及ぼす負の影響を一部相殺する見込みだ。日本企業の利益は2021年度に48%増加したが、2022年度はさらに10%増加し、新型コロナ危機前の数字を上回って4年ぶりの高水準に達すると予想する(図表3参照)。

図表 2 – 東海道新幹線輸送量(2019年同月比)

(%)

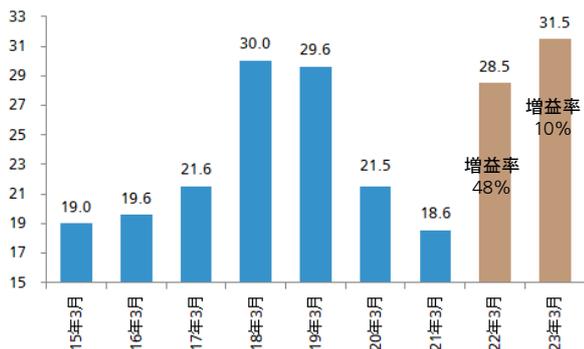


注: 5月の数字は5月第1週目のみの数字。

出所: 東海旅客鉄道、UBS

日本株式

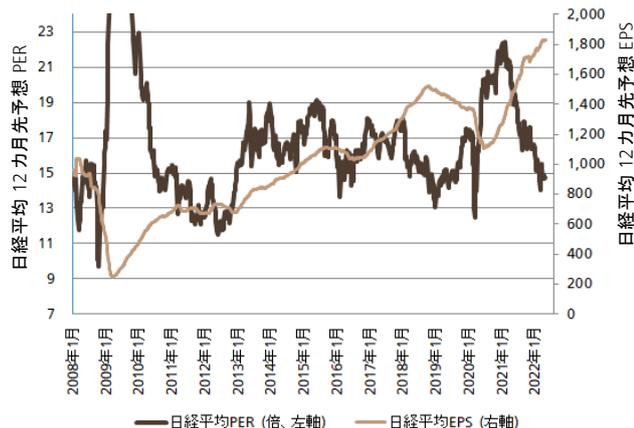
図表3 – 企業業績は今後も増益が続く
TOPIX 500 銘柄の純利益合計(兆円)



出所: ブルームバーグ、UBS

さらに、株価収益率(PER)で見た株価バリュエーション(株価評価)は今年下落したが、配当利回りは平均2.3%に上昇している。日経平均株価のPERは2021年3月に10年ぶりの高水準近くに達したが、現在は10年ぶりの低水準近くにある。PERが低く企業業績が堅調であることを勘案すると、バリュエーションのこれ以上の低下は限定的と考える。低いバリュエーション、堅調な企業業績、高い配当利回りを鑑みて、一部セクターの株価は反発すると予想する。日銀が金融政策を変更する可能性があり、また配当利回りが高く、バリュエーションが割安であることから、我々は日本の金融銘柄を推奨する。日銀が直ちに金融政策を変更するとは思わないが、黒田総裁の任期が2023年4月に満了するため、今後1年の間、特に2022年7月の参議院選挙後に、金融政策が引き締められるとの期待が投資家の間で高まるかもしれない。

図表4 – 日経平均株価のEPSとPER



出所: ブルームバーグ、UBS

グリーンインフレーションと日本企業

我々が推奨するもう1つの分野はグリーンテックだ。ロシア・ウクライナ紛争を背景に、世界の多くの地域で再生可能エネルギーへの転換が加速するだろう。日本はエネルギーの大半を輸入に頼っており、液化天然ガス(LNG)輸入の約10%をロシアが占めるなどしている。世界的な環境が変わる局面では、安

全保障が国と企業を外的なショックから守る鍵となる。こうした環境変化の結果、世界各地の消費者は価格高騰を受け入れなければならないかもしれないが、円安が進む中、日本企業は欧米諸国により手ごろな値段で製品を提供することができるだろう。

過去20年間で、日本企業は生産拠点を中国や東南アジアなど生産コストの安い国々に移してきた。しかしながら、供給保障を強化し、重要技術の国外流出を防ぐ必要性が高まる中、今後はサプライチェーンを自国に回帰させる動きが広がるかもしれない。円安を機に、日本企業は生産拠点の国内回帰を推進し、国際競争力を回復させるだろう。20年間のデフレと足元の円安を受けて、日本企業はようやく国内生産拠点への投資を強化し、サプライチェーン短縮と国内サプライチェーン確保を通じて生産性と競争力の向上に取り組み始める可能性があると考えられる。

外国人投資家

日本株市場においては外国人投資家の存在感が大きい。保有比率は国内投資家のほうが高いが、取引の頻度は外国人投資家よりもかなり低い。図表5が示すように、アベノミクスへの期待が外れたことや新型コロナの経済的影響が他国よりも深刻だったことなどから、外国人投資家は2015年以降日本株式を売り越している。その結果、日本の株式市場のパフォーマンスは2021年年初以降、MSCIワールド指数を15%下回っている。

図表5 – 海外投資家は2015年以降日本株を売り越し
2012年11月(アベノミクス開始時)=0

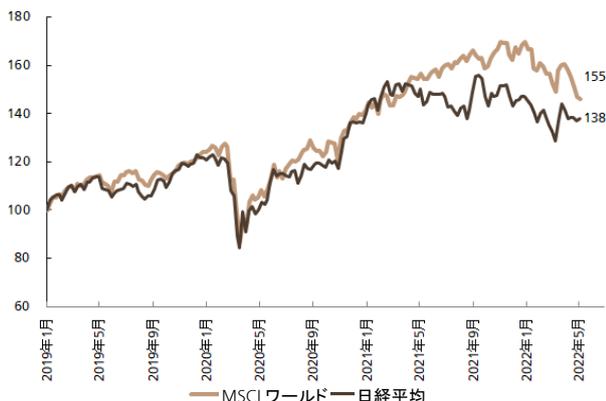


出所: ブルームバーグ、UBS

日本株式

図表 6 – MSCI ワールド指数と日経平均株価のパフォーマンス

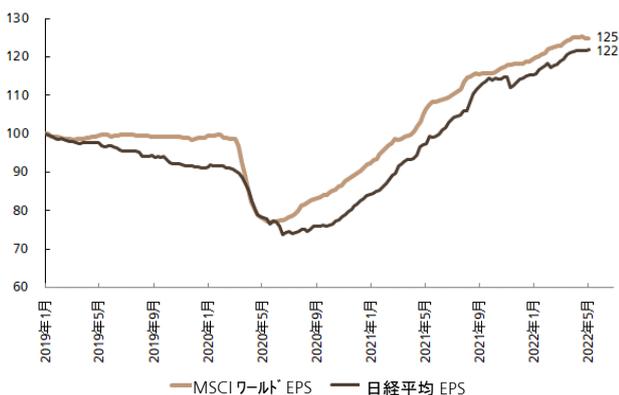
2019年1月=100



出所: ブルームバーグ、UBS

日本株式のアンダーパフォーマンスを業績の観点から正当化することは難しいと思われる。日本企業の1株当たり利益(EPS)は、MSCIワールド指数のEPSとほぼ同じペースで回復してきた(図表7参照)。このデータから、外国人投資家は日本企業の収益力と、安全保障の新たな時代における有利な立ち位置を過小評価していると考えられる。日本は欧米諸国の有力な製造ハブとして復活する可能性があり、日本企業はここ数年の数々の海外企業買収を通して、こうした未来に向けた転換を図っていると思われる。例えば、大手総合電機メーカーは過去6~7年の間に、国内の非中核大手企業8社を売却し、海外の大型事業6つを買収した。こうした動きは同社の企業業績を押し上げ、また企業文化をより柔軟にすると我々は考える。

図表 7 – MSCI ワールド指数と日経平均株価の EPS



出所: ブルームバーグ、UBS

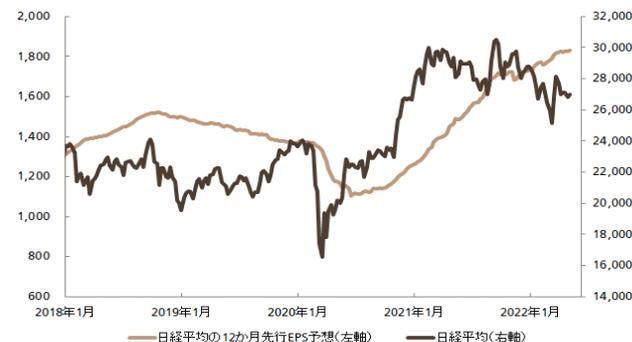
保守的な日本企業が海外の大型事業の買収と自国拠点との統合を通じて劇的な変化を遂げた例は他にもある。成功しなかった例もいくつかあるが、成功しなかった事例よりも成功した事例の方が多い。トレンドは明確だ。日本企業は積極的に事業のポートフォリオを変更し、自らの意思決定システムへの投資を行っている。もう1つの好例として総合エレクトロニクスメーカー大手の事例が挙げられる。同社はデジタルトランスフォー

メーション(DX)プロジェクトを含む企業システムに800億円を投資することを発表した。新たなDXプラットフォームを通して生産性を向上できれば、移行に成功したことを示す大きな証しになるだろう。

1-3 月期決算状況

日本企業の多くは3月を会計年度末としているため、1-3月期決算で2022年度(2023年3月を年度末とする)の業績予想が示される場合が多い。1-3月期は売上高(前年同期比5~6%増)、利益(前年同期比18~20%増)ともに堅調な伸びが見られたが、業績予想は概して控えめで、アナリストの予想を下回っている。図表8が示すように、日経平均株価は収益のトレンドラインを下回って推移しており、結果としてPERは10年平均を割り込んでいる。このことから、投資家のセンチメントが低いことがわかる。コモディティ価格の上昇が日本企業の利益率を圧迫しているが、円安と生産増によって企業業績は今後12カ月は成長が続くだろう。

図表 8 – 日経平均株価とEPS予想



出所: ブルームバーグ、UBS

日本株式の重石になる大きな懸念事項は3つある。原材料費の上昇、中国経済の減速、そしてウクライナ紛争を背景とした世界的なリスク回避性向だ。しかし、同時に好材料も3つある。経済再開、円安、割安な株価バリュエーションだ。先行きが不透明で、次に何が起こるか予想するのも困難な時期ではあるが、日本経済は円安と経済再開で収益力が回復しつつあると我々はみている。こうした追い風は4-6月期決算に表れるだろう。我々は引き続き、日本の経済再開と金融正常化に関連したテーマを推奨する。

日本株式

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)が作成したり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ものではありません。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ものです。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値、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ご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。

日本株式

「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、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