

# 日本株式

反転の時を探る

2022年6月27日

Chief Investment Office GWM

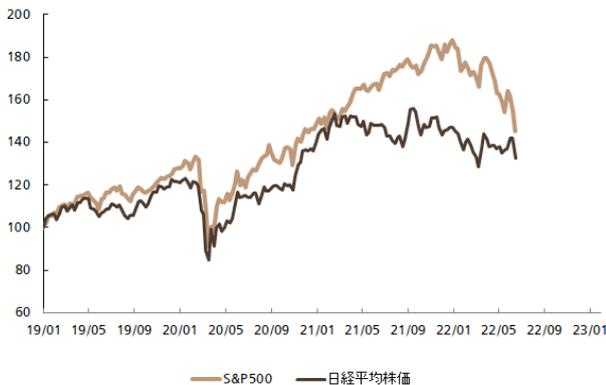
居林 通、日本株リサーチヘッド; 小林 千紗、アナリスト

- 米S&P500種株価指数の株価収益率(PER)は過去6カ月間で調整しており、日経平均株価のPERは現在、近年の取引レンジの下限で推移している。
- 我々は、2022年度(2023年3月期)の日本企業業績については7%増益を予想している。日本では経済活動が再開しつつあり、中国では主要都市のロックダウン(都市封鎖)が解除に向かっていることから、日本株式、とりわけ円安の恩恵を受ける輸出企業の下方向リスクは限定的とみている。
- また、2021年後半に始まったバリュエーション(株価評価)調整以降、日本のグロース株式は著しくアンダーパフォームしているものの、来年は回復することが期待される。

日経平均株価の年初来の下落率は9.3%にとどまり、米S&P500種株価指数(-21%)をアウトパフォームしている。だがもっと重要なことは、日経平均株価は3月上旬につけた24,718円の年初来安値をまだ上回っているということだ。その一因は、昨年の両指数のパフォーマンス格差にあると考える。昨年の日経平均株価の上昇率が5%だったのに対して、S&P500種株価指数はその間23%上昇した(図表1参照)。

図表1 – 日本株式は年初以降 S&P500 種株価指数をアウトパフォームしている

日経平均株価と S&P500 種株価指数(2019年1月=100)

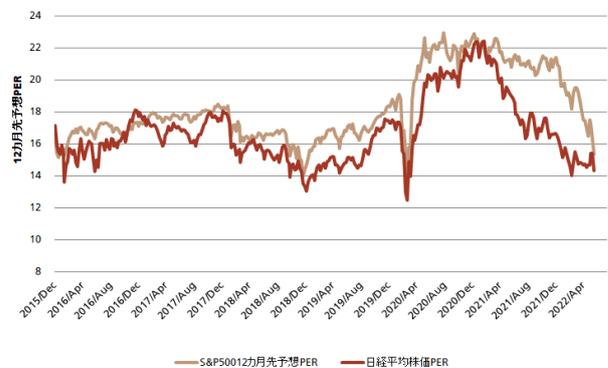


出所: ブルームバーグ、UBS

だが、ファンダメンタルズの面から見てみると、S&P500種株価指数の株価収益率(PER)は過去6カ月で調整したのに対して、日経平均株価のPERは近年の取引レンジの下限で推移している(図表2参照)。我々は、2022年度(2023年3月期)の日本企業業績は7%の増益を予想している。また、日本では経済活動が再開しつつあり、中国では主要都市でロックダウン(都市封鎖)が解除に向かっている。そのため、日本株式、とりわけ円安の追い風を受ける輸出企業の下方向リスクは限定的とみている。

図表2 – 日経平均株価のバリュエーションはまだまだレンジの下限近辺で推移

日経平均株価と S&P500 種株価指数の 12 カ月先予想 PER



出所: ブルームバーグ、UBS

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese equities: Time for patience”(2022年6月27日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年6月29日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。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市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

## 日本株式

とはいえ、米国のインフレ率がピークを打ち、投資家のセンチメントが改善しているという明確な兆候が確認できるまで、日本株投資家は忍耐強く待つ必要があるだろう。外国人投資家は依然として日本株式の取引を手控えており、過去5~6カ月間の市場取引の大半は自社株買いによるものだ。よって、相対的に配当利回りが高く自社株買いが期待できそうな、日本のコーポレートガバナンス改善銘柄を狙う投資テーマを引き続き推奨する。

7月10日に投開票が行われる参院選は市場の方向性を決める重要なイベントになる可能性がある。与党・自民党が参院選で勝利し、岸田政権はより政治的に安定するという、主要各国ではまれに見る結果になると我々は考える。選挙後、岸田政権は旅行、宿泊、外食といった産業への補助金支給を含む追加経済政策を繰り出すだろう。

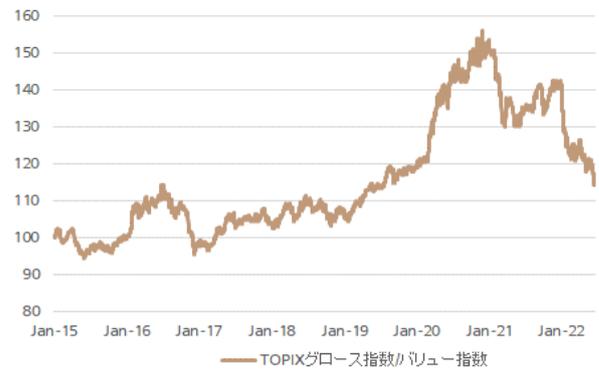
そのため現時点では、「日本経済の正常化に備える」という日本の経済活動の再開を捉える投資テーマを推奨する。このテーマでは、航空、鉄道、ホテルといったサブセクターに加えて、一部の小売および化粧品会社に投資妙味があるとみている（詳細は6月8日付レポート「日本経済の正常化に備える：経済の再開が本格化」を参照）。

来年は日本の金融機関、特に保険会社が米国および欧州の金利上昇の追い風を受けると予想する。日本の銀行銘柄は、配当利回りが高く、株価純資産倍率（PBR）が低いという点で魅力的だが、日銀の金融政策が大きく変わるまで待つ必要があるだろう。とはいえ、少なくとも黒田日銀総裁の任期が終了する2023年4月までは、そうした政策変更はないと予想する。

加えて、来年は日本のグロース株式のバリュエーションが回復することが期待される。米国金利が上昇し始めた2021年後半のバリュエーション調整以降、グロース株は大幅にアンダーパフォームしている（図表3参照）。日本は依然として金利が低く、消費者物価指数（CPI）の伸び率も相対的に低いことを踏まえると、日本のグロース株がこれ以上バリュエーション調整するのは理に適っていない。日本株投資家には、来年はグロース株のエクスポージャーをある程度維持することを勧める。

図表3 – 日本のグロース株はここ6~7カ月間バリュエーションをアンダーパフォームしている

TOPIXグロース指数/バリュエーション指数(2015年=100)



出所: ブルームバーグ、UBS

我々の予想に対するリスクとしては、中国経済の一段の減速や、パソコンやスマートフォンに対する循環的な需要後退の可能性が挙げられる。また、米国金利の上昇により米国の住宅指標が悪化し、その他の循環的な需要が来年減少することも懸念材料だ。

経済および地政学的な不確実性から、とりわけ将来を予測しづらい状況にある。だが、CIOが最近リリースしたレポート「弱気相場の手引き」で述べた通り、こうした市場環境は長期投資家にパフォーマンス改善の機会を提供すると考える。景気循環株のポジション引き上げを裏付けるような市場センチメントの改善の兆候が現れることを引き続き期待している。

# 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、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 2.20% (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・マネジメント株式会社 2022 すべての権利を留保します。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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号