

日本株式

日銀の動き以外にも目を向ける 1 年に

2023 年 1 月 6 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

- 日銀は昨年 12 月後半、10 年国債利回りの許容変動幅の上限を 0.25% から 0.50% へと 2 倍に引き上げる決断を下した。その後 2 週間で、大手銀行および生保の株価は 15~20% 上昇している。
- 株式バリュエーション(株価評価)にさらなる再評価の余地があるため、日本の金融株に対する投資テーマを引き続き推奨する。
- だが同時に、日本経済再開の恩恵を受ける銘柄や、2023 年の一部グロース株復活といった他のテーマの検討も勧める。

我々の見解

日銀は昨年 12 月後半の金融政策決定会合で、10 年国債利回りの許容変動幅の上限を 0.25% から 0.50% へと 2 倍に引き上げることを公表した。年初の相場はそれが基調となっている。新年に入っても円高が続いており、日本の金融株がその直接的な恩恵を受ける銘柄として浮上した。日銀の政策変更の発表から 2 週間で、大手銀行と生保の株価は 15~20% 上昇した。

だが同時に、この日銀のガイダンス変更は今後の金融政策の予測可能性を急速に低下させたと考える。そのため不確実性が高まり、円高が進んだことで、日経平均株価は年初から昨年 12 月 22 日高値を 5% 下回る 26,000 円の水準を割り込んだ。しかしながら、我々は年内に日銀が利上げに踏み切るとは予想していない。ただし、長短金利操作(イールドカーブコントロール)の修正の可能性は否定できない。利上げに踏み切れば、世界経済が減速する中で日本経済の打撃となるからだが、黒田日銀総裁の任期が終了し新総裁が就任する 4 月以降はとりわけ、日銀が追加的に政策変更を行う可能性は否定できない。目下大きな問題は、新総裁の下で日銀がどの程度の政策変更を行うかだ。

現時点でそれは不確実である。誰が後任になるのか、政府と日銀がどのように足並みをそろえていくのかによるところが大きい。とは言え我々は、今回の予想外のイールドカーブコントロールの修正が金融政策引き締め始まりだとは捉えておらず、日銀が来年金融引き締めに動くとも思っていない。結局のところ、日銀は米連邦準備理事会(FRB)の金融引き締めにもかかわらず緩和姿勢を継続すると、黒田総裁は繰り返し述べてきてい

る。そして、新総裁は足元の政策枠組みの微調整を行うかもしれないものの、消費者物価指数(CPI)は年後半も依然 2% を下回るとみられるため、日銀は当面ハト派姿勢を継続することが予想される。

したがって、市場は日銀の政策点検の可能性を過大評価しており、日経平均株価の足元の急落は日本株に投資する魅力的な水準だと考える。以下、2023 年の推奨テーマについて取り上げる。

銀行およびその他金融株

2022 年 12 月 1 日付日本株式レポート「金融セクターの魅力が高まる—日銀の政策要因だけではない」の中で、日銀は 2023 年末までに 10 年国債利回りの変動幅の上限を 0.35~0.45% に引き上げるだろうと予想した。この政策変更は予想よりもかなり早くに実現したが、新たな上限が 0.5% に設定されたこと自体に驚きはない。

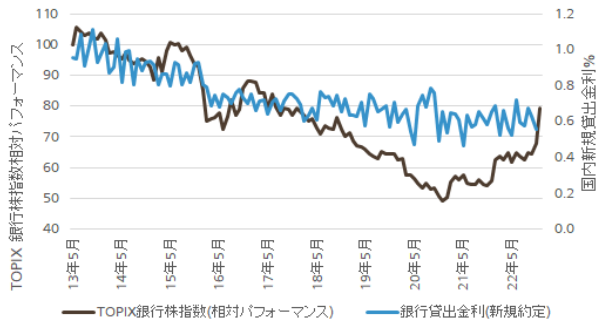
日本の金融株は、政策修正の最大の恩恵を受ける資産の 1 つとして急浮上し、10 年以上に及ぶゼロ金利政策の終焉という憶測が高まる中で急騰した。だがこうしたポジティブな影響は、日銀の追加的な政策変更がなければ限定的だ。

だが、前回レポートでも述べた通り、日銀の政策変更だけが金融セクターに明るい材料という訳ではない。バリュエーションは依然魅力的で、配当利回りは 4~5% と比較的高く、株価純資産倍率(PBR)は 0.6~0.8 倍と割安だ。また、3 月の決算期末には多くの金融機関が決算と配当支払いを発表するため、今年上期には市場イベントが見込まれる。こうしたイベントにより投資

日本株式

家の高い期待が維持され、今後 3~6 カ月に株価バリュエーションがさらに改善すると考える。よって、日銀のハト派姿勢継続という失望を誘うリスクはあるものの、日本の金融機関は引き続き我々の推奨テーマの 1 つである。

図表 1ー 貸出金利は徐々に上昇している



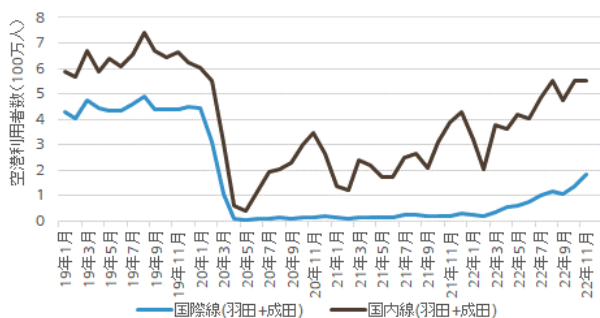
出所: ブルームバーグ、UBS

経済活動再開の恩恵を受ける企業

コロナ後の日本の経済活動再開の恩恵を受ける企業に注目した「日本の正常化を捉える」も、もう 1 つの推奨投資テーマだ。2022 年 10 月に政府が入国規制の緩和に踏み切った後、日本に外国人旅行者が戻り始めている(図表 2 参照)。それでも、訪日観光客は直近ピークの 3 分の 1 ほどにとどまっている。

加えて、中国が予想よりも早く経済活動を再開し、中国本土からの旅行者が戻れば、日本経済の回復スピードも速まるだろう。円は最近上昇しているが、過去の平均と比べれば依然として円安水準にある。こうした要因が、2023 年の日本の観光業を下支えするとみている。

図表 2ー 訪日旅行者数は回復傾向に



出所: 国土交通省、UBS

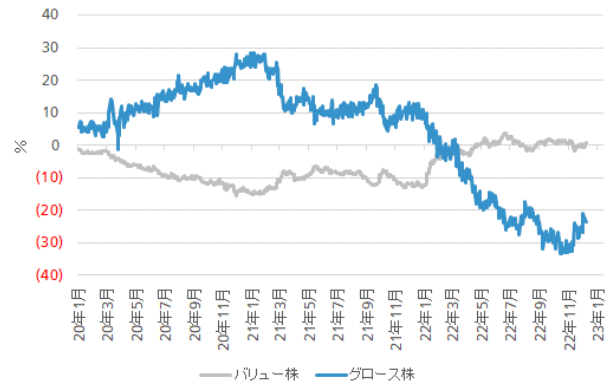
グロース株

日本のグロース株にとって、2022 年は成長見通しとバリュエーションの急落という極めて厳しい年だった(図表 3 参照)。だが 2023 年は、一部の成長シナリオがようやく実現し、成長プレミアムがさらに裏付けられるだろう。米国のインフレもピークを打ちつつあり、米国債利回りは足元の水準から低下するとみられ、グロース株に対するもう 1 つの大きな逆風も弱まるだろう。

こうした背景から、一部のグロース株は比較的下値リスクが小さく魅力的だと考える。

図表 3ー 2022 年は日本のグロース株にとって厳しい 1 年となった

(2014 年 9 月=100、MSCI 日本指数対比)



出所: ブルームバーグ、UBS

リスク

日本企業は大半の資本財を海外からの輸入に頼っているため、地政学リスクに加えて、コモディティとエネルギー価格の上昇も重大な脅威であるとみている。日銀については、年内はハト派姿勢を維持すると予想する。つまり、金融企業は金利上昇による貸出利ざやの拡大にあずかれない可能性がある。

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もありません。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、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 2023 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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号