

国内固有要因が今年は株価を下支え

日本株式

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); 上里 啓、ストラテジスト

- 5月19日、TOPIXは年初来で14%の上昇となり、日本株式は1990年以来の最高値をつけた。グローバル資産配分における日本株式の投資判断は引き続き中立としているが、以下4つの理由から今年の日本株の下値は限定的と考える。1) 2023年度(2024年3月期)の企業業績が比較的底堅く推移する可能性、2) 円高見通しを背景に海外からの投資資金が流入する可能性、3) 東京証券取引所から企業に対する企業価値向上の圧力、および4) 割高ではないバリュエーション(TOPIXの株価収益率(PER)は13.8倍と10年平均並み)だ。
- 日本経済の再開は引き続き2023年の明るい投資テーマである。一部の大型銀行株とバリュー株に短期的な投資機会があるとみているが、年初来の株価上昇を鑑み投資家には銘柄の厳選を勧める。



出所: UBS

我々の見解

5月19日、東証株価指数(TOPIX)は年初来で14%の上昇となり、日本株式は1990年以来の最高値をつけた。欧米の銀行セクターの混乱を受けて3月は調整に見舞われたが、4月以降のパフォーマンスは特に目を見張る。過去を振り返ると、日本株式は通期決算発表シーズンの3~6月に好調なパフォーマンスを示す傾向にある。こうした季節要因に加え、今年は東京証券取引所が低PBR(株価純資産倍率)企業に対する企業価値および自己資本利益率(ROE)の改善圧力を高めたことが、自社株買いおよび増配期待につながっている。2023年4月11日付日本株式レポート「次の変革の時代に向けて準備をする」で示した論点が顕在化し始めている。岸田内閣の支持率が最近上昇しており、解散総選挙の思惑が目先高まったことも、5月の日本株式の上昇の要因だ。

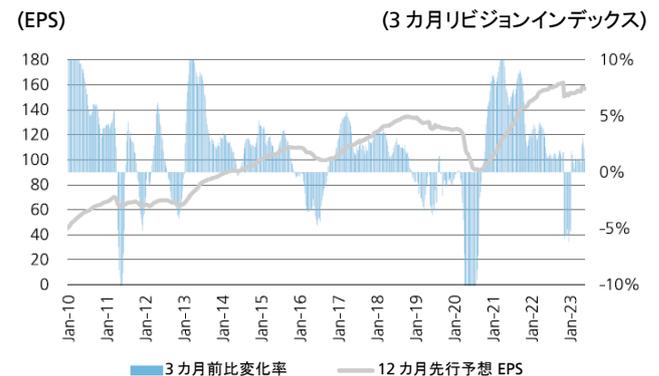
2023年の下値は限定的

グローバル資産配分において日本株式の投資判断を引き続き中立としている。ただ、過去2カ月急騰していることから夏場には一時的に踊り場を迎えるリスクはある。しかし、以下4つの理由から大崩れはしないと考える。1) 2023年度の企業業績が比較的底堅く推移する可能性、2) 円高見通しを背景に海外からの投資資金が流入する可能性、3) 東京証券取引所から企業に対する企業価値向上の圧力、および4) 割高ではないバリュエーション(TOPIXのPERは13.8倍と10年平均並み)だ。

2023年度の企業業績は底堅く推移する公算が大きい

我々は、想定より遅い円高進行や底堅い米国経済を受けて、2023年度の増益見通しを+0%から+3%に引き上げた。日本経済の再開は加速しており、これが2023年度の企業業績を引き続き下支えするとみる。市場コンセンサスの業績修正予想は最近底打ちし始めた(図表1参照)。

図表1ー市場コンセンサスの業績修正予想は底打ちし始めた



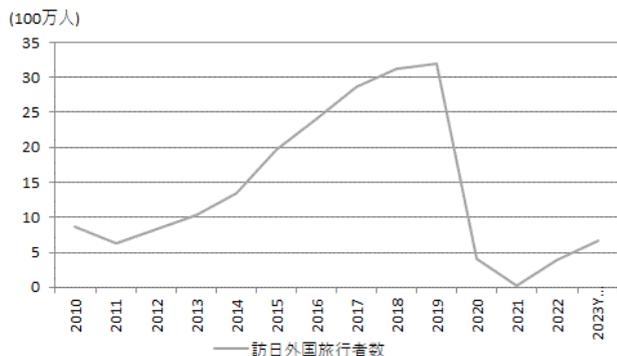
出所: ブルームバーグ、UBS

日本の入国規制は2022年10月によりやく緩和されたため、日本経済の再開は大半の国々から後れをとっている。2023年1~3月期の訪日外国人数は前四半期(10-12月期)から70%

日本株式

増加したが、それでも2019年1-3月期をまだ4割下回っており、大いに増加余地がある(図表2参照)。中国経済の再開を受けて、2023年下期は特に中国からの訪日客が回復する予想だ。コロナ前は訪日外国人全体の3割以上を中国人が占めていたが、2023年1-3月期はほぼゼロだった(2019年1-3月期と比べてマイナス93%)。

図表2 - 日本経済の再開が加速

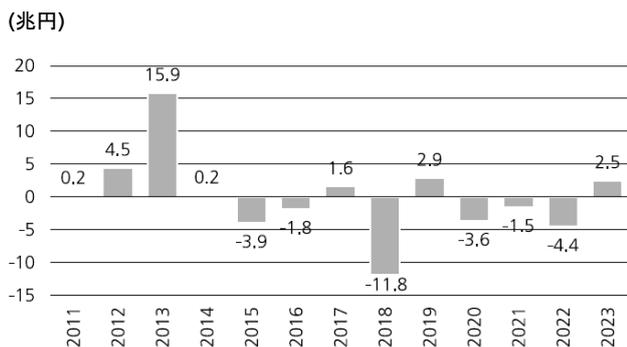


出所: 法務省、UBS

2023年は円高見通しが日本株への資金流入を促す

過去2年間、円は対米ドルで4割以上下落しており、これが堅調な業績にもかかわらず海外投資家が日本株式を敬遠した要因の1つだった。結果として海外投資家は3年連続で日本株式を売り越した(図表3参照)。だが、米国利上げがピークアウトしつつあるなか、ドル円の見通しは安定もしくは円高方向にあり、海外投資家が日本株式に再び投資する機会をもたらしている。

図表3 - 海外投資家の日本株買いが再開

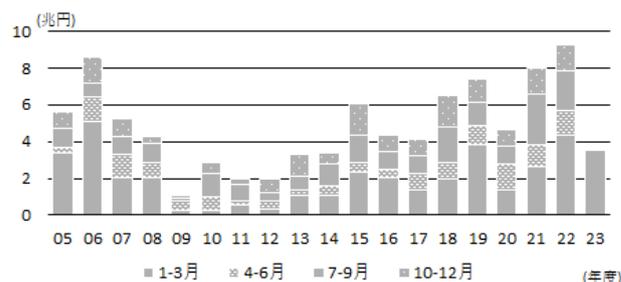


出所: 東京証券取引所、UBS

東京証券取引所による低PBR企業への圧力の高まり

昨年に市場改革を開始して以降、東京証券取引所は低PBR企業に対してROEと企業価値の向上圧力を強めている。こうした圧力はすでに効果を発揮し始めており、増配と自社株買いの増加につながっている(図表4参照)。世界経済見通しの不透明感から日本企業が2023年度の業績計画を減益とみていることを鑑みれば、年初からの自社株買いは活発だといえる(図表4参照)。

図表4 - 自社株買いの発表が増加



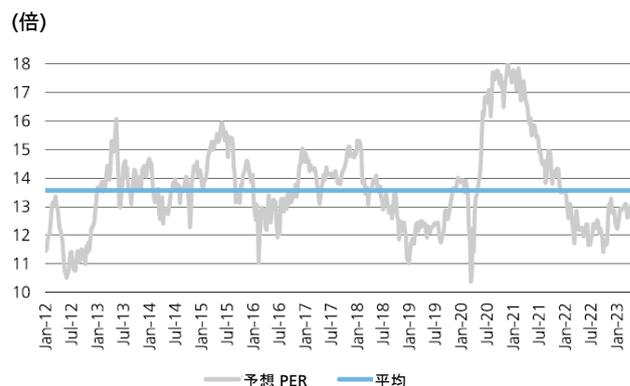
出所: ブルームバーグ、UBS

日本の上場企業上位500社のうち、約47%の企業でPBR1.0倍を下回っている。よって、企業は株主還元を引き上げを発表して早急にROEを改善する必要がある。

バリュエーションは妥当

TOPIXのバリュエーションは過去平均並みの13.8倍である(図表5参照)。ここ数カ月はS&P500種株価指数との差が拡大しており、日本株式は相対的に魅力的に映る。

図表5 - PERは過去平均並み



出所: ブルームバーグ、UBS

投資機会

日本株式への投資機会を模索している投資家には、銘柄を厳選し、出遅れ銘柄に注目することを勧める。

上述の通り、日本経済の再開は引き続き2023年の投資機会を提供すると考える。最近ヘアケア製品メーカーを日本株推奨銘柄に追加する一方、自動車メーカーを除外した。この自動車メーカーはインドでの旺盛な新車需要と半導体不足の緩和により2022年度は最高益を記録したが、2023年度は電気自動車(EV)開発への投資を大幅に増大すると発表した。開発投資は長期的な成長を支えるものの、短期利益には重石となるため、株価の上値は限定的になるとみられる。

また、大手銀行など一部バリュー株も推奨する。日本の銀行株はPBR0.6倍近辺で、配当利回りは4%と比較的高い。健全なバランスシートや流動性にもかかわらず株価は3月上旬の水準を10%ほど下回っている。2023年後半の日銀による長短

日本株式

金利操作（イールドカーブ・コントロール）の修正期待は、10年に及ぶ超低金利を経て、銀行株が再評価されるきっかけになるとみられる。

マクロ経済指標は堅調な景気回復を裏付ける

2023年第1四半期の国内総生産（GDP）データに反映されているように、日本はコロナ禍から着実に回復しており、堅調な経済成長が続くと予想する。その主なけん引役は国内需要、特に家計消費と設備投資だ。消費全体の6割を占めるサービス消費には十分な回復余地があると考えられる。高い賃金の伸びとインバウンド観光の復活は、サービスセクターの回復を後押しするだろう。設備投資については、最近発表された企業短期経済観測調査（日銀短観）から、企業による2023年度の積極的な設備投資計画が明らかになった。コロナ禍で積み上がったの累積需要、デジタル化やグリーン経済への変革、製造業の国内回帰が設備投資を押し上げるだろう。

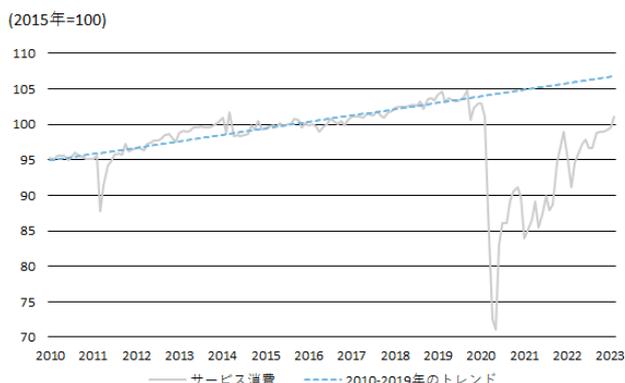
日銀はその他先進国よりも緩和的な金融政策を継続するとみられ、我々は年内の利上げは予想していない。他方、日本のGDP（需給）ギャップがプラスに転換し、春闘賃上げ交渉を経て賃金の伸びが加速していることが確認できれば、日銀は年後半に10年国債利回りの変動幅の上限を現在の0.5%から0.75%に引き上げ、イールドカーブ・コントロールを再度修正すると予想する。この政策修正は9月の日銀金融政策決定会合ごろに行われる公算が大きい。インフレや賃金が急騰する場合には早まる可能性がある。一方、岸田内閣が今年の解散総選挙を決断すれば、後ろ倒しになる可能性がある（詳細は2023年5月2日付日本経済レポート「日銀金融政策は据え置き、ただし柔軟性は高まる」を参照）。

不足が2024年も賃金上昇につながり、日本の投資拡大や生産性向上につながるならば、日本株式の転換点になる可能性がある。こうした変革を見越したポジションを取るのには時期尚早だが、低ROE、低利益率およびコーポレートガバナンスが弱い銘柄を注視したい。

下方リスクは、ROE改善に向けた企業対策の欠如、今年の日経株買いの動きが一時的なものにとどまること、急激な円高が挙げられる。外的なリスクは、米国の深刻な景気後退突入、米中間の緊張の高まり、その他地政学的リスクが挙げられる。

図表6 — サービス支出は回復の余地あり

日銀 消費活動指数



出所：日本銀行、UBS

上振れ／下振れリスク

短期的に日本株式市場が上振れするリスクは、底堅い世界経済成長や想定よりも強い日本経済の再開が挙げられる。

長期的には、日本企業が事業再編やROEの改善につながる設備投資拡大へ姿勢を大きく変えれば、日本株式が再評価されるきっかけになる。マクロ経済的視点からは、構造的な労働

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)が作成したりサードパーティレポートをもとに、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如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 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