

# 日本株式投資戦略: 短期中期の注目点

## 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

- ファundamentals(基礎的条件)面から見れば日本株式にはまだ優位性があるが、年初からの大幅な上昇を受け、夏場に踊り場を迎える懸念がある。投資家には銘柄の厳選を勧める。
- グローバル資産配分の中で日本株式を引き続き中立とするが、2023年の下値は底堅いと考える。下記4つの理由から、日本株式は現在の水準でも比較的安全な投資先であるとみている。1) 企業業績が比較的底堅い(2023年度予想増益率は+3%)、2) 経済再開の遅れや日銀による金融緩和の継続により、日本の景気サイクルは諸外国よりも周回遅れであるため、景気後退に陥るリスクが低い、3) 株主還元強化を求める東京証券取引所からの圧力が高まっている、4) 対米ドルでの円高進行が想定よりも遅い。
- 本稿では、中期的に日本の転換点になり得る材料についても論じる。

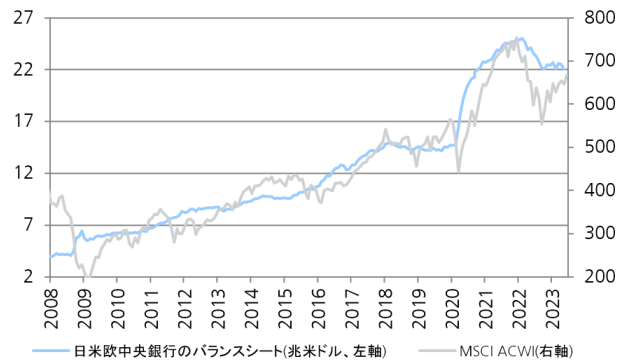


出所: UBS

### 我々の見解

相場のボラティリティ(変動率)にもかかわらず、海外投資家の資金流入や円安により、日本株式はアウトパフォームを継続している。東証株価指数(TOPIX)は年初来20%上昇しており、最近1990年以来の高水準を付けた。なお、MSCIオール・カンントリー・ワールド指数(MSCI ACWI)の年初来の上昇率は11%にとどまる。特に過去2カ月は、円安、ハイテク株の上昇、解散総選挙への思惑により、ことさら力強いパフォーマンスを示している。また、国内要因に加えて米銀破綻後の世界的な投資家心理の改善も、日本株式の押し上げ要因となっている。米連邦準備理事会(FRB)は3月上旬以降、量的引き締めを減速させており、世界的な流動性改善が株式市場全体を下支えしている(図表1参照)。

図表1—各国中銀は量的引き締めを減速、株式を下支え



出所: ブルームバーグ、UBS

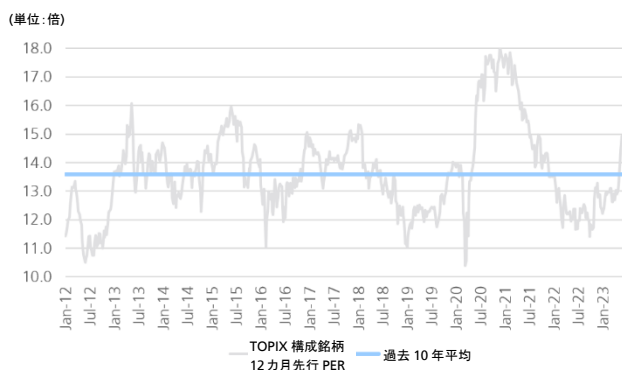
# 日本株式

## 目先は銘柄厳選を推奨

年初からの大幅上昇を受け、日本株は以下の要因から夏場には幾分の利益確定売りが見られたり、踊り場を迎えたりする可能性がある。

1. 日本株式のファンダメンタルズは強いものの、目先の新たな相場上昇要因に乏しい。
2. 長期平均と比べてバリュエーション(株価評価)の割安感がなくなった。TOPIXの過去10年平均の株価収益率(PER)は13.7倍だが、現在は14.6倍に上昇している(図表2参照)。MSCI ACWIとのバリュエーション格差は10年平均に収れんしつつある。
3. 海外投資家の日本株式のポジションは、極めて低かった2022年の水準からすでに上昇している。海外投資家の年初来の買い越し額は、過去2年間の売り越し額を超過している(図表3参照)。直近のデータからは、海外投資家の買い越し額が過去3週間は鈍化していることがわかる。
4. ROEや企業価値向上に対する東京証券取引所からのプレッシャーは続いているが、夏場は通常、自社株買いの発表が下火となる。日本企業は通期決算発表時(4~5月頃)と中間決算発表時(10~11月頃)に自社株買いや株主還元方針の修正を発表する傾向にあるからだ。
5. 米FRBの今後数か月の動向に対する不透明感。

図表2 - TOPIXのPERが上昇、過去10年平均を上回る



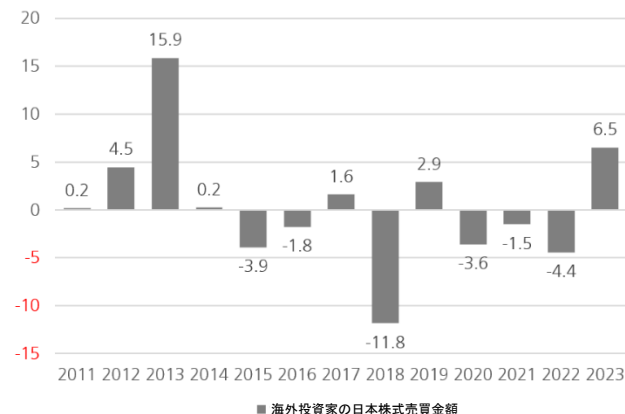
\*PER…株価収益率

出所: ブルームバーグ、UBS

図表3 - 海外投資家は日本株式を年初来買い越し:

過去2年間の売り越し額を上回る

(単位:兆円)



出所: ブルームバーグ、UBS

投資家には、日本経済の再開に伴う消費支出の回復が追い風になる内需株、株主還元の拡充が見込まれる高クオリティのバリュー株、大手銀行株に注目することを勧める。大幅な株価上昇を受け、ハイテク株や商社株など一部株式のリスク調整後リターンは魅力が薄れている。中期的には、生成AI(人工知能)の需要増が引き続き追い風になるとみているが、一部のハイテク株は今後数年間の成長見込みがすでに織り込まれている。投資家には、これらのセクターに偏ったポジションを見直し、内需株、バリュー株および銀行株への入れ替えを勧める。

## 2023年の下値は底堅い

とはいえ、日本株式全体について株価が急速に調整するとは考えていない。以下の理由から、日本株式は現在の水準でも比較的安全性が高いため、下値もある程度限定的だと考える。

1. 欧米企業の業績が減益であるのに対して、日本企業の業績は相対的に底堅い(2023年度は予想増益率+3%)
2. 経済再開の遅れや日銀による金融緩和の継続により、日本の景気サイクルは諸外国に対して周回遅れであり、景気後退リスクが低い
3. 株主還元の強化を求める東京証券取引所からの圧力が高まっている
4. 対米ドルでの円高進行が想定より遅い

# 日本株式

## 2023年の投資先

**経済活動の再開から恩恵を受ける銘柄。**2023年中は、日本経済の再開が引き続き投資機会をもたらすと考える。政府が5月上旬に新型コロナウイルスの感染症法上の分類を5類に引き下げた結果、国内および海外旅行需要が拡大するとみられる。円安も訪日意欲を高めるうえ、中国経済の再開は中国人観光客の増加につながるだろう。

**大手銀行株には戦術的投資妙味がある。**日本の銀行はバランスシートが強固で流動性が高いにもかかわらず、株価は3月上旬の水準を下回っている。株価純資産倍率(PBR)は0.6倍と低く、配当利回りは4%と比較的高い。2023年下期に予想される日銀の長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)の修正は、10年に及ぶ超低金利環境の後で、銀行株の再評価につながるだろう。

**バリュー株。**東京証券取引所の市場改革が加速するなか、PBR1倍割れ企業に対して自己資本利益率(ROE)や企業価値の向上を求める圧力が高まっており、短期的に配当性向の引き上げや自社株買いの増加につながるだろう。ROE向上を目的とした事業ポートフォリオの再編や投資拡大に結びつく可能性があるため、長期的に日本株式の再評価のきっかけになるかもしれない。

## 中期的に注目すべき2つの材料

### 持続的なインフレ

今年の春闘で、大手企業の賃上げ率は3.7%と30年ぶりの高水準となり、数十年に及ぶデフレを経て日本の安定的なインフレに期待が高まっている(図表4参照)。こうした期待はある程度理解できるが、持続的なインフレ定着を期待してポジションを取るのには時期尚早と考える。

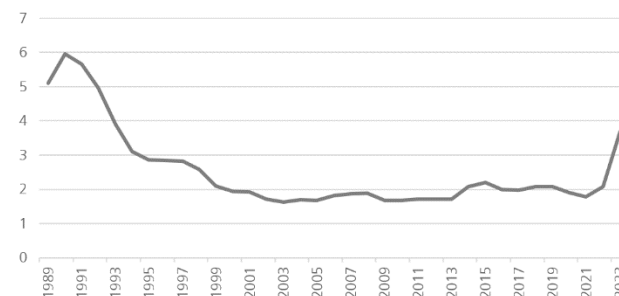
CIOのマクロ経済チームは、今のインフレは輸入物価の高騰と力強いサービス消費により押し上げられたもので、2024年には2%以下に低下する可能性が高いと考えている(図表5参照)。とはいえ、変化につながり得る構造的な要因も一部に見られる。事実、経済活動が再開する中で、日本の労働力不足はますます深刻化している。アベノミクスが進行していた時と異なり、女性や高齢者の非正規労働者が労働市場に追加供給されることはもはや期待できない。企業が正社員雇用を拡大するならば、賃金の伸びは2024年まで続くだろう。賃上げが持続するならば、期待インフレ率の上昇が日本を持続可能なインフレ達成に導き、経済の構造的な変化につながる可能性がある。

あるいは、構造的な労働力不足がオートメーションや生産性向上への投資拡大につながれば、経済成長が加速し、これも日本株式の転換点になり得る。

また、経済安全保障や脱炭素といった新たなテーマがインフレ圧力を想定よりも長期化させるかもしれない。政府は持続

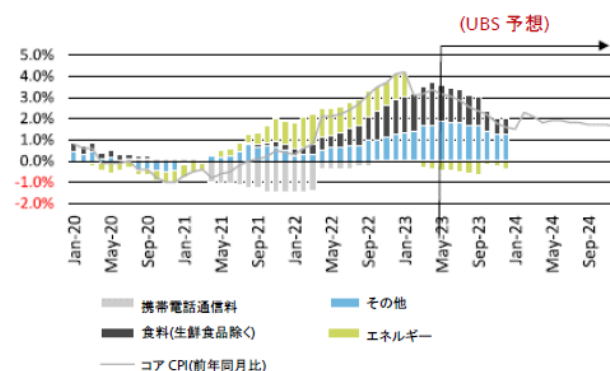
可能なインフレ率を加味した名目国内総生産(GDP)成長率目標を3%に掲げている。生鮮食品を除いたコア消費者物価指数(CPI)が、中長期的には約1~1.5%で推移すると予想されることを念頭に、新たな需要動向がインフレ圧力を高めるとすれば、2%の名目GDP成長率は達成可能である。

図表4 - 2023年春闘での賃上げ率は30年ぶりの高水準



出所: 総務省、厚生労働省、UBS

図表5 - 日本のコアCPI: 2024年に2%を下回る見通し



\*コアCPI...生鮮食品を除いた総合指数

出所: 総務省、UBS

## コーポレートガバナンスはROE向上につながるか

日本企業は今年、株主還元を強化すると予想する。企業は事業ポートフォリオの最適化や資本政策の見直しに向けて前例にない強い圧力を受けている。昨年に市場改革を開始して以降、東証はPBR1倍割れの企業に対し、ROEと企業価値を向上させるよう圧力を強めている。

中期的には、株主還元強化だけではなく、日本企業が利益率やROEの引き上げを目的とした事業ポートフォリオの再編や投資拡大を開始すれば、こうした動きは日本株式の再評価のきっかけとなりうる。

事実、日本のマクロ経済環境は改善に向かっており、それが企業が多額の現金を投資に回す理由となり得る。日本企業は、製造設備の更新、新技術への投資、人的資本などさまざまな分野で投資が不足している。世界金融危機の後、日本企業の売上高に対する設備投資額の割合は約10%か

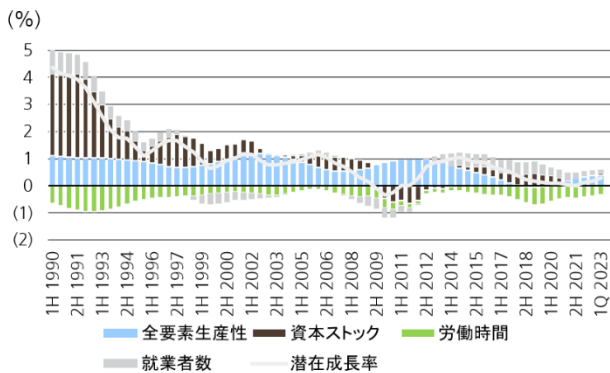
# 日本株式

ら約6%に低下し、その後横ばいで推移している一方、S&P500種株価指数やユーロストックス600の構成企業は、それぞれ売上高比11%、12%を投資に回している。

だが、日本は深刻な労働力不足に陥っており、生産性向上のための技術投資や人材のリスキング(学び直し)支援が避けられない状況となってきている。また、グリーンランスフォーメーション、デジタル化、リショアリング(製造拠点を国内回帰)など新たな投資分野も増えている。日本政府はこれらの分野を後押ししており、「経済財政運営と改革の基本方針2023(骨太方針)」案の成長戦略の一部にこれらを盛り込んでいる。

持続的な民間設備投資の拡大は、長期的に日本の潜在成長率を押し上げることにつながるだろう(図表6参照)。

図表 6 - 投資拡大が長期的に潜在成長率を高める鍵

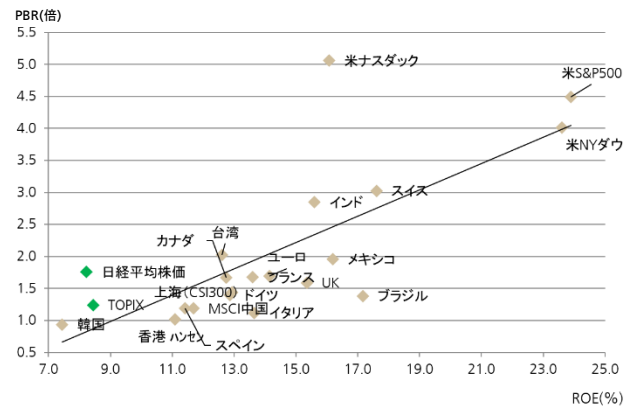


出所: 経済産業省、UBS

また、日本のコアインフレ率は過去30年間1.0%を下回る水準だったが、2023年1-3月期は前年同期比で3%を超えており、2024年は1.5%超で推移する可能性が高い。高インフレ環境下では企業の現金保有は投資効率が悪い。これも企業に対し投資増加か株主還元の拡大かを迫る圧力となる。

日本の PBR-ROE は世界各国と比べて低い(図表 7 参照)。多くの日本企業が低収益に甘んじており、日本株式市場は魅力的に映らず、結果として各国株式市場に比べて全体的に割安に放置されている。だが、利益率の低い企業が ROE の改善に取り組むことで、日本企業のバリュエーション全体の押し上げに寄与すると考える。

図表 7 - 日本株式のバリュエーション上昇には ROE の改善が必要



出所: ブルームバーグ、UBS

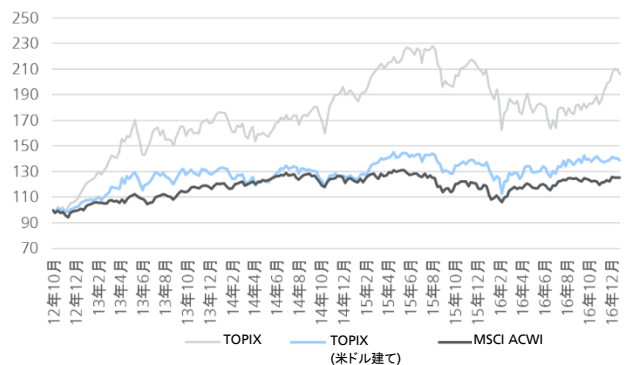
## 構造的な変化はバリュエーション引上げにつながる

日本経済をデフレからの脱却に導くことを目指したアベノミクスの「3本の矢」の初期段階では、期待インフレ率の上昇からTOPIXのPERは16倍に拡大した。上述の通りインフレ高進を期待したポジションを取るのは時期尚早だが、構造的な変化が起こる兆しが見えれば、日本株式のバリュエーションはアベノミクス期並みの水準にまで上昇する可能性がある。

2012年12月に始まったアベノミクス下では、TOPIXは米ドル建てでもMSCI ACWIをアウトパフォームした(図表8参照)。この力強いパフォーマンスは、単に円安だけでなく、アベノミクス政策により日本経済が20年に及ぶデフレスパイラルから脱却し復活するとの強い期待感と構造改革によるものでもあり、それが数年にわたって株価を押し上げた。TOPIXは今年年初からMSCI ACWIを円建てでアウトパフォームしているが、米ドル建てでは同水準にとどまっている。2023年が2013年の再来となれば、日本株式は米ドル建てでも各国市場をアウトパフォームすると考えられる。

図表 8 - アベノミクス下の TOPIX は米ドル建てでも世界株式をアウトパフォーム

(2012年10月=100)



出所: ブルームバーグ、UBS

# 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