

# 安定的なマクロ環境が来年も続く

## 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

- 東証株価指数は予想より早く年初来の上昇基調を回復し、9月上旬には1990年以来の高値を更新した。米国と中国の市場回復が主導したことに加え、円安も追い風になった。
- 日本のマクロ経済環境が相対的に良好であることが下支えとなり、日本株式の下値は底堅く、2024年も比較的 안전한投資先になるだろう。
- 金利上昇や株主還元の追い風を受ける銀行株など高クオリティのバリュー株、緩やかな物価上昇と賃金の伸びが恩恵となる一般消費財やサービスセクターなどの内需セクターを引き続き推奨する。



出所: UBS

### 我々の見解

東証株価指数(TOPIX)は、S&P500 種株価指数と足並みをそろえる形で、8月中旬の直近安値から回復した。米国10年債利回りが直近のピーク(価格は下落)をつけた後、両市場ともに反転始めた。中国政府が一連の不動産規制緩和策を講じたこと、円安とともに市場センチメントを下支えしている。10-12月期以前は国内固有の要因に乏しく、日本株は夏場はボックス圏で推移すると予想していたが、センチメントは想定よりも早く回復し始めた。

大型株、高クオリティのバリュー株、円安の恩恵を受ける株式が最近の上昇をけん引している。一方で、ここ3カ月間はグロース株が市場全体に後れを取っている。

我々は引き続き、銀行株などの高クオリティのバリュー株、一般消費財やサービスセクターなどの内需セクターを推奨する。輸出企業については、為替動向の影響を大きく受ける銘柄を回避し、利益変動が比較的小さく、安定的な株主還元方針を提示している高クオリティのバリュー株を重視する。半導体など一部のテクノロジー銘柄の株価が最近下落しており、短期的なボラティリティ(変動率)を容認できる長期投資家にはある程度妥当なバリュエーション(株価評価)になったようだ。

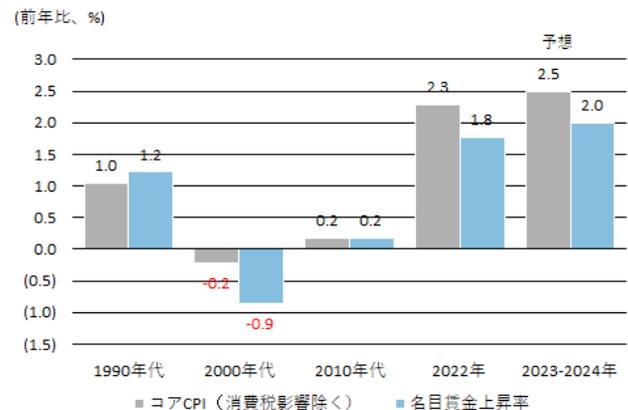
### 相対的に良好なマクロ環境が2024年の日本株式を支える

我々は、日本株式は2024年も比較的 안전한投資先であると考えている。UBS CIOのエコノミストチームは、過去数十年間を上回るインフレ率と賃金上昇率を受けて、2024年の日本の経済成長率は主要先進国を上回ると予想している(図表1参照)。

10-12月期には来年の見通しがより明らかとなり、インフレ率と賃金の見通しに対する投資家の確信度も高まるだろう。名目賃金の伸びは2024年の企業利益を下支えするとみられる。インフレ率上昇の一方で、日銀は来年も慎重な金融政策を維持することが予想され、株式などのリスク資産の投資環境には追い風だ。

我々は2024年の緩やかな円高を前提に、2023年度(2024年3月期)の企業利益成長率を6%、2025年3月期を3%と予想する。大幅な為替変動にならない限り、緩やかな円高は株式市場のパフォーマンスの足かせにはならないとみる。

図表1 物価上昇と賃金上昇のペースは2023年から2024年にかけて加速すると予想



出所: 総務省統計局、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: Favorable macro conditions in year ahead”(2023年9月19日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年9月21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。

図表 2 ー物価の上昇が利益率の上昇を後押し

営業利益率(%、12カ月先予想に基づく、左軸)と  
コア CPI(%、生鮮食品を除く、消費税影響除く、右軸)

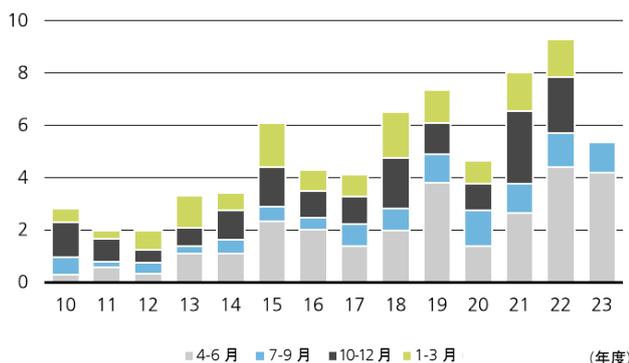


出所: ブルームバーグ、UBS

## 短期的な材料

短期的には、10月中旬から始まる7-9月期決算が日本株式にとって次のカタリストになり得る。日本企業は7-9月期と1-3月期の決算発表で通期会社計画を見直す傾向にある。予想よりも好調な米国経済、パンデミック後の経済再開による堅調な国内消費、外国人観光客の増加、予想以上の円安ドル高を踏まえ、通期会社計画が上方修正される可能性が高い。中国は依然としてリスク要因ではあるが、前四半期の決算発表時に中国需要の弱さは広く認識されており、概ね株価には織り込み済みであるとみている。また、7-9月期の決算発表では利益の上方修正とともに、自社株買いが再び活性化すると予想する(図表3参照)。

図表 3 ー比較的堅調な企業業績と経済情勢を追い風に、自社株買いは7-9月期以降に増加する可能性  
自社株買い公表額(兆円)



出所: QUICK、UBS

## 中期的なカタリスト - インフレ環境の定着

およそ30年ぶりの持続的なインフレ環境は、今後数年の間、日本企業にとって重要な示唆をもたらす可能性がある。一例としては、コーポレート・ガバナンスと事業改革に焦点が当たるとみる。事業改革については、企業と消費者がともにインフレ環境を受け入れ、確信を持つまで、実現に時間がかかるかもしれない。

一方、短期的にはコーポレート・ガバナンス改革がより明確な進捗となるだろう。経済成長見通しが改善すれば、日本企業は手元現金を活用し、自社株買いや設備投資を増やす意欲を高めると考える。東京証券取引所による企業価値と自己資本利益率(ROE)の向上促進もまた、この流れを支えるだろう。

一方、企業の事業改革はどちらかと言えば中期的なカタリストだと考える。日本は何年もの間、0%近いインフレ率と低い賃金上昇率の中で、潜在成長率を下回る経済成長が続いてきた。2023年に日本のインフレと賃金は30年ぶりに上昇した。多くの労働者は生まれてから一度もインフレを経験しておらず、消費者と企業の双方にデフレマインドが深く根付いている。消費者は物価上昇を受け入れたようで、2年に及ぶパンデミックによる制約が解除されて今年は消費が回復しているが、これが続くかどうかは賃金の伸びに対して消費者が自信をもてるかどうかにかかっている。我々は、緩やかなインフレと賃金上昇が2024年も持続すると予想しており、消費者と企業は日本のインフレ見通しを徐々に確信すると想定している。来年がおそらく構造改革元年となるだろう。

インフレ環境下では、消費者の目がより厳しくなる可能性があり、企業は価格戦略を再考する必要がある。デフレ期に日本企業は投入原価を抑え利益率をいかに維持するかという点を重視していたが、今後はいかに価格を引き上げるかに焦点が変わる可能性がある。消費者に値上げを受け入れてもらうには、付加価値が高く、他社とは違う、高品質の商品やサービスが求められる。品質と価格を改善するために、日本企業は幅広い製品やサービス、多角化した事業ポートフォリオを見直し、自社の強みに集中すべきだろう。こうした前向きなインフレサイクルは、日本企業の利益率とROEの向上につながり、長期的に日本株式の再評価のきっかけになるだろう。

図表 4 ーROEの改善が海外投資家の資金を日本株式に呼び込む

海外投資家による日本株売買額(2011年以降の累計、単位:10億円、左軸)とTOPIXの相対ROE(%ポイント、対MSCI ACWI、右軸)



出所: 東京証券取引所、ブルームバーグ、UBS

# 日本株式

## 銀行株などの高クオリティのバリュー株を推奨

金利とインフレ率の上昇が追い風になる銀行株などの高クオリティのバリュー株を推奨する。また、上述のガバナンス改革が、短期的に株主還元拡大につながるとみられる。インフレ率と経済成長率の上昇に伴い、日銀は緩やかに金融政策正常化を続けるとみているが、時価総額の大きい銀行株はその恩恵を最も受けるだろう。また銀行の収益性も改善しており、3.5~4.0%の比較的高い配当利回りはある程度の下値防御になりうる。

## 内需セクターと出遅れ株に注力

内需セクターも引き続き推奨する。内需セクターは、短期的には経済活動の再開に伴う消費増加と、今年および来年の賃金上昇の追い風を受けるだろう。8月に中国が日本への団体旅行を解禁した。これにより年後半には国内の旅行、小売り、サービス部門の見通しが改善すると考える。だが我々は銘柄をさらに厳選し、出遅れ株や、インフレ環境定着を鑑み価格決定力のある銘柄に目を向けている。

## リスク

国内のマクロ経済環境は相対的に良好だとみているが、この見解に対するリスクは、米国と中国の経済だ。日本の株式と企業利益はそれぞれ米中経済と相関が高く、両国に大きく依存しているため、米国の景気後退や米中間の緊張の高まりは、日本の経済や利益成長の見通しに下押し圧力となるだろう。

## マクロ経済見通し

2023年下期から2024年上期にかけて、日本経済の成長率は国内需要を背景に堅調さを維持すると予想するが、成長ペースは鈍化する可能性がある。2023年上期の成長率は、自動車業界のサプライチェーンの混乱解消や、輸入減少を受けて（輸入はGDPの控除項目であるため、マイナス幅の拡大はGDPの押し上げにつながる）2.4%上昇した。この先数四半期は、インフレ率がピークをつけるにつれて名目賃金成長率が加速し、民間消費を後押しするとみられる。サービス消費も引き続き回復しており、インバウンド消費には一段と増加する余地がある。また、高インフレ、深刻な労働力不足、リショアリング（生産拠点の国内回帰）投資に対する政府支援は設備投資を押し上げるだろう。2024年上期には追加景気刺激策も下支え要因になるだろう。世界経済の成長率低迷というリスクシナリオがあっても、国内需要は底堅く推移するとみられる。我々は、来年の日本の経済成長率は、一部の先進国を上回ると考える。

堅調な経済成長率と2%近辺の高いインフレ率を受けて、日銀は柔軟な長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）政策に基づき、年末までに10年国債利回りが0.8%まで上昇することを容認すると我々は考える。2024年上期まで追加的な政策調整は予想していないが、インフレ率の上昇や150円を超える急激な円安は、さらなる政策正常化を促し日本国債の利回りは上昇するだろう。とはいえ、短期政策金利が0%を上回って引き上げられることは予想していない。0%を上回る短期政策金利の引き上げは、住宅ローンの変動金利や企業向け短期貸出金利の上昇につながり、2024年の経済成長に逆風となるからだ。米国金利のピークアウトに伴い、2024年上期にかけてドル円は緩やかに下落すると予想する。

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下の UBS Switzerland AG(スイスの FINMA の規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門である UBS チーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメント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。UBS Group には Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。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。

UBS Group 内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIO が発行するリサーチレポートは UBS Global Wealth Management が作成しています。UBS Global Research は UBS Investment Bank が作成しています。Credit Suisse Wealth Management Research は Credit Suisse Wealth Management が作成しています。Credit Suisse Securities Research は Credit Suisse の Investment Banking Division 内の Securities Research 部門が作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIO と UBS Global Research の共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含む UBS Group 全体の収益と関係することがあります。

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

## 日本株式

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。

「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 Group 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、本レポートを転載・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

