

# 日本株への為替の影響を再考する

## 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)

- ドル円のボラティリティ(変動率)は高水準が継続しているが、日本株への投資に関して我々は引き続き、日本の構造的変化に注目した投資戦略を推奨する。
- 8月上旬の相場乱高下の中、日本企業は自社株買いのペースを加速した。このことは、資本効率と自己資本利益率(ROE)の改善に対する日本企業の意識の高まりが継続していることを裏付けているといえる。
- とはいえ投資家は、為替変動が与える悪影響を考慮する必要がある。本稿では、為替が各セクターに与える影響を再考する。我々は、輸出関連株と内需株に分散した投資を推奨するとともに、為替感応度の高い銘柄を避けることを勧める。



出所: UBS

### 我々の見解

東証株価指数(TOPIX)の時価総額の半分以上を外需依存度の高い業種が占めるため、為替、特にドル円に対する日本株式の感応度は極めて高い。CIOの為替チームは今後1年間、徐々に円高傾向を予想しており、2025年にかけてTOPIX構成銘柄の1株当たり利益(EPS)に悪影響を与える可能性は高いとみている。

とはいえ、我々は緩やかな円高基調であれば、日本企業は対処可能であると考えている。また、現在の日本のマクロ経済環境は、30年ぶりのインフレ率と賃金の上昇、コーポレートガバナンス改革の高まりと、過去とは明らかに異なっている。加えて、世界的な人工知能(AI)の導入拡大は、多くの日本の輸出企業にとって新たな利益成長源になりつつある。

### 今後6~12カ月のカタリスト

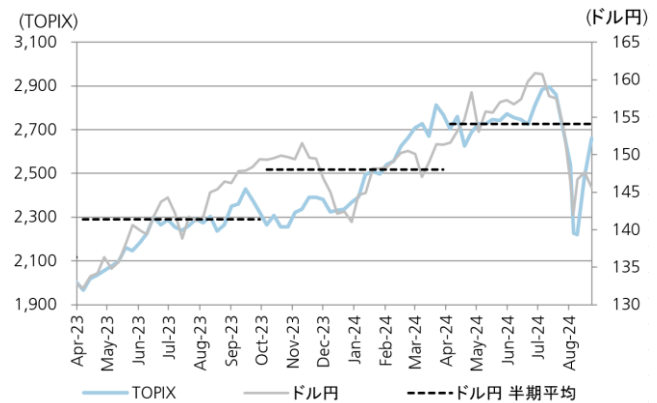
中間決算発表と11月の米大統領選が終わるまで、日本株式は変動の激しい相場が続くと予想されるため、ファンダメンタルズ(基礎的条件)への注目を推奨する。年後半には持続的な実質賃金上昇率のプラス転換が実現し、コーポレートガバナンス改革は来年にかけてさらに進展すると考える。

今後、日本企業の底堅さと手腕が試されるだろう。円安という追い風が失速する中、日本企業が真に資本効率とROEを持続的に向上できるかどうか、投資家ははまだ確信が持てない。だが、日本のインフレ、比較的良好なマクロ経済環境と底堅い米国経済を背景に、我々は実現可能だと考える。実際、8月上旬の相場乱高下の際、日本企業は自社株買いのペースを加速した。このことは、資本効率とROEの改善に対する日本企業の意思は変わらないことを裏付けている。

### 緩やかな円高は許容範囲

企業利益に対する為替の影響を評価する際は、ドル円のスポットレートではなく平均為替レートを見なければならない。例えば、最近ドル円相場は大きく変動しているが、2024年度上期(4月~8月まで)のドル円の平均為替レートは154円であり、前年同期の141円よりまだ円安である(図表1参照)。

図表1: 緩やかな円高は許容範囲



出所: ブルームバーグ、UBS

CIOの為替チームによる2024年9月、12月、2025年3月のドル円予想は、それぞれ147円、147円、143円である。2024年3月期のドル円の平均為替レートは146円であり(2023年4~9月、2023年10月~2024年3月はそれぞれ141円、149円)、前期比でみると円安によるプラスの効果は継続するとみられる。

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: Revisiting FX impact on Japanese equities”(2024年8月23日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年8月27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

よって我々は、緩やかな円高推移であれば日本株式に大きな悪材料にはならないと予想する。だが、直近数カ月間や2023年11~12月のような急激な為替変動は、投資家センチメントを冷やしかねない。

**強固なファンダメンタルズがなく為替感応度の高い銘柄を回避**  
 上記を踏まえると、投資家は為替変動が株式に与える悪影響を考慮する必要がある。円安への感応度が高く、ファンダメンタルズの推進力に欠ける銘柄のウェイト引き下げを検討すべからう。

図表2：セクター別為替感応度  
 営業利益への影響

セクター	2024年度会社計画前提 (A)*	期中平均レート1円円高による利益への影響 (対ドル、B)*	ドル円感応度 (B/A)
	(ドル円)	(10億円)	(B/A)
円安恩恵			
電子部品	143	1.17	1.3%
半導体、半導体部品	140	0.65	1.0%
機械	140	0.42	0.8%
自動車、自動車部品	143	3.83	0.8%
海運、物流	142	0.67	0.6%
メドテック	144	0.11	0.5%
電子機器	142	0.25	0.5%
化学	144	0.29	0.4%
素材	145	0.04	0.4%
商社**	141	1.06	0.3%
銀行**	NA	4.05	0.3%
医薬	143	0.17	0.2%
インターネット、ゲーム	139	0.43	0.1%
建設	147	0.10	-0.3%
電力、ガス	147	0.19	-0.5%
食品、飲料	144	-0.05	-1.4%
小売り	142	-0.11	-1.7%
単純平均	143	-	0.4%
円高恩恵			

\*単純平均

\*\*当期純利益への影響

出所：企業データ、Quick、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 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には旧 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。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。

# 日本株式

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。

「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 2024 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