

底値から20%回復した日本株式の投資機会は？

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)

- 円の反発と世界的なセンチメント改善を受けて、東証株価指数(TOPIX)は8月5日の安値から20%上昇し、7月末からの下落幅は-4%まで改善した。
- 長期投資家には、日本株式のバリュエーションは依然魅力的だと考えるが、急速な反発を受けて、目先の上昇は緩やかになるだろう。中間決算と11月の米大統領選後に、より持続的な上昇基調に転じると予想する。
- 一部のセクターや銘柄には、株価回復による投資機会がまだあるとみている。銀行株、不動産株、電子部品銘柄、半導体製造装置銘柄など、輸出関連株と内需株に分散した投資を勧める。



出所: UBS

我々の見解

TOPIXは8月5日の安値から20%上昇し、7月末からのマイナス幅は-4%まで改善した。インフレや賃金上昇、コーポレート・ガバナンス改革といった日本の大きな構造変化は持続する可能性が高く、長期投資家にとって日本株式のバリュエーションは依然魅力的だと考えるが、急速な株価反発を受けて、目先の上昇は緩やかになるだろう。

日本株式は、中間決算と11月の米大統領選後に、より持続的な上昇基調に転じると予想する。過去のデータでは、9月以降、米大統領選にかけてボラティリティ(相場の変動率)が上昇する傾向にあり、選挙前の数カ月間は株価が弱含むことが多い。

直近の株価下落の2つの要因

直近の日本株式下落の背景は、米国経済の成長率に対する不安と、円高により日本企業の1株当たり利益(EPS)が下方修正される懸念であった。9月会合における米連邦準備理事会(FRB)の利下げ幅や、今後の日銀の利上げ動向、それらのドル円への影響をめぐって不確実性は残る。だが、足元のドル円は145~150円のレンジで安定しつつあるとみられ、最近の米国経済指標は、米国経済は深刻な減速ではなくソフトランディング(軟着陸)に向かうという我々の見方を裏付けている。

急速な反発を受け、目先では緩やかな回復が見込まれる

円が米ドルに対し、約1カ月の間に20円超の幅で急上昇したことから、投資家は円高がどこまで進み、その結果、日本企業の利益予想がどこまで下方修正されるかを判断できず恐怖に襲われた。だが、ドル円が現在の水準で落ち着けば、今期(2025年3月期)の平均レートは5円程度の円高にとどまるため、今期のEPS予想に対する下押しは2~3%程度にとどまると考えられる。我々はこれを踏まえ、従来10%としていた今年度の増益率予想を8%に引き下げた。

長期的に見ると、FRBが9月から利下げサイクルに入ることが予想されるため、円は2025年に向けて、米ドルに対して強含む可能性が高い。だが、日本企業は今の水準からの緩やかな円高進行であれば対処可能であると考えられる。

EPSよりも大きく調整したのはバリュエーションである。TOPIXの株価収益率(PER)は16倍から12倍に低下した後、現在は14倍まで回復している(図表1参照)。だが、PERが短期的に7月上旬の水準まで回復するとは考えにくい。7月上旬は、ドル円が160円台をつけ、市場がさらなる円安を予想していた時期であり、トランプ前大統領の当選を先取りする「トランプ・トレード」のさなか、センチメントは楽観的だったからだ。

PERが、7月末の水準であり、過去2年間の平均値でもある14.5倍まで回復する可能性は十分にあると考える。短期的にさらなる上昇がみられるかどうかは、世界的なセンチメントの回復状況次第といえる。

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: After recovering 20% from the bottom, where are the opportunities in Japanese equities?”(2024年8月19日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年8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。

日本株式

図表1：長期投資家にとって日本株式のバリュエーションは依然魅力的

TOPIXの12カ月先行PER



出所：ブルームバーグ、UBS

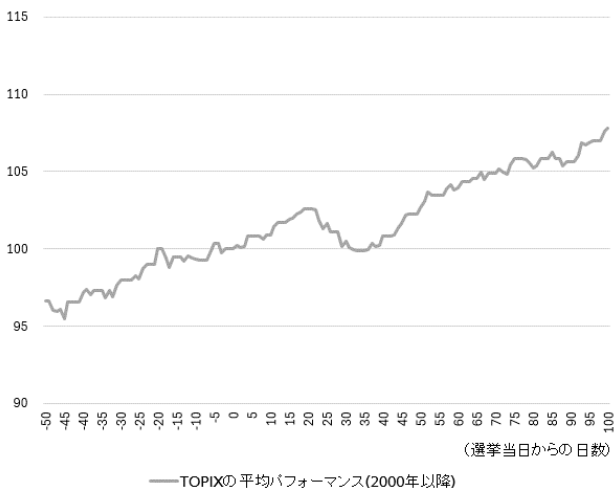
解散総選挙は株価上昇につながる傾向にある

岸田文雄首相は8月14日、9月の自民党総裁選に出馬しないと発表した。今後数カ月は、解散総選挙の可能性が相場の変動要因になりうる。次期総裁候補として複数の名前が挙がっているが、実際に出馬するかどうか、また、出馬した場合でもその政策は未知数だ。新総裁決定後に内閣の支持率が上昇した場合は、来年夏以降の選挙を待たず、年内に解散総選挙が行われる可能性が高まるだろう。

衆院選期間中の日本株式は、ボラティリティは高いものの、株価は上昇する傾向にある。2000年以降、衆院選の50日前から50日後までの株式の平均パフォーマンスは+6%であった(図表2参照)。

図表2：解散総選挙は株価上昇につながる傾向にある

(選挙当日=100)



出所：ブルームバーグ、UBS

一部セクターと銘柄には投資機会がある

我々は、円安によらず、業績成長ドライバーのある、ファンダメンタルズ(基礎的条件)が強固な高クオリティ株への注力が、ここからいっそう重要になると考える。

銀行株および不動産株は、日本の構造変化による恩恵が見込まれるため、引き続き長期投資のコアとなるセクターだと考える。銀行株は、8月最初の3営業日に25%以上下落した後、相場全体の回復に遅れを取っている。日米の金利はともに低下しているものの、我々は、米国が景気後退入りを回避できるとの見方を崩していない。また、FRBによる今年の利下げ幅は、フェデラル・ファンド(FF)金利先物市場が織り込む120~130ベースポイント(bp)よりも緩やかな100bpにとどまると予想する。日銀が利上げサイクルに入ったことを除き、日本国内の状況がここ1カ月で大きく変わったわけではない。現在、銀行株の株価純資産倍率(PBR)は、日銀がマイナス金利政策を解除する前の水準である0.8~0.9倍を下回っている。

電子部品銘柄および半導体製造装置銘柄は円高が業績下押し要因となるものの、それを相殺できる構造的・循環的な業績成長ドライバーを備えている。株価は、直近高値から10~20%下落しており、リスク・リターン(リスクに見合ったリターン)は改善していると考えられる。

円高リスクが意識される中、**独自のドライバー**を備え、為替の影響を比較的受けにくいITサービス銘柄などの**内需株**は底堅く推移するとみられる。

高配当株は、コーポレート・ガバナンス改革の期待が高い企業へのエクスポージャーを求めるディフェンシブな投資家にとって魅力的だと考える。改革期待が高まることで、自己資本利益率(ROE)が低い企業の増配や自社株買いにつながるだろう。

避けるべき銘柄としては、円安への感応度が高い銘柄が挙げられる。一時的に円安に振れる局面もあるだろうが、年内および来年は円高傾向が見込まれるため、こうした銘柄の反発は一時的なものにとどまるだろう。また、4~6月期決算で想定為替レートを円安方向に修正した企業には、業績の下方修正リスクがある。さらに、米国経済の緩やかな減速を見据え、米国の消費支出への依存度が高い銘柄も避けた方がよいだろう。

図表3：7月末からのセクター別パフォーマンス

	7月末 ~8月底値	8月底値 ~執筆時点	7月末 ~執筆時点	年初 ~執筆時点
	2024/7/31 2024/8/5	2024/8/5 2024/8/16	2024/7/31 2024/8/16	2023/12/29 2024/8/16
ドル円(上段日時点)	150	144	150	141
ドル円(下段日時点)	144	149	149	149
ドル円(変動率)	-4%	3%	-1%	6%
S&P500値	-6%	7%	0%	16%
TOPIX	-20%	20%	-4%	13%
日経平均	-20%	21%	-3%	14%
金融(除く銀行)	-28%	29%	-7%	37%
銀行	-27%	24%	-9%	31%
商社・卸売	-25%	24%	-7%	19%
自動車・輸送機	-23%	23%	-6%	6%
機械	-23%	24%	-5%	16%
IT・IT-資源	-22%	27%	-1%	29%
電機・精密	-21%	24%	-2%	13%
建設・資材	-20%	17%	-6%	11%
不動産	-19%	18%	-5%	16%
鉄鋼・非鉄	-19%	21%	-2%	11%
素材・化学	-19%	16%	-5%	6%
情報通信	-17%	17%	-2%	9%
食品	-15%	10%	-6%	5%
運輸・物流	-15%	13%	-4%	-6%
電力・ガス	-15%	15%	-2%	15%
医薬品	-13%	15%	0%	21%
小売	-13%	13%	-2%	7%

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 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