

# 日本株式は大底をつけた模様

## 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)

- 東証株価指数(TOPIX)は8月最初の3営業日で約20%下落した後、8月6日に約9%反発した。短期的にボラティリティ(変動率)が高い状況は続く予想されるが、日本株式は大底をつけたようだ。
- 世界的にリスクセンチメントが回復し、ドル円相場が落ち着くまでは、荒れた展開が続くそうだが、株価が大きく調整し、円相場も着地点が見えてきたため、長期投資家にとってはバリュエーション(株価評価)が魅力的になったと考える。
- 急激な円高の結果、今後数カ月間は企業業績のコンセンサス予想が下方修正されるとみられることから、株価の回復は当面限定的なものになるかもしれない。よって、短期的にはレンジ相場が続く、中間決算と11月の米大統領選が終わった後で持続的な回復が始まると予想する。



出所: UBS

### 我々の見解

ここ数日はボラティリティに注目が集まった。TOPIXは8月最初の3営業日で約20%下落した後、8月6日に約9%反発した。当面はボラティリティの高い状況が続くと予想されるが、日本株式は大底をつけたようだ。

とはいえ短期的には、経済成長、最終的なドル円の着地点、また円高影響による企業業績の下方修正に対する懸念から、市場の不透明感が高い状況が続くとみられる。米国経済の減速懸念も、消費支出と労働市場の低迷を通じて、世界の経済成長に悪影響を与える可能性がある。これがひいてはTOPIXの1株当たり利益(EPS)にも影響し、日本の株式相場がさらに失速する恐れもある。

だが、我々はまだ長期的に日本株式にポジティブな姿勢を崩していない。米国の雇用統計は弱かったが、米国の景気後退リスクはまだ低いと考えている。また、今回の急落で日本株式のバリュエーションが低下し、コンセンサス利益予想の下方修正により下落した株価と、本来の適正な株価との間に乖離が生じたミスプライス銘柄を発見する好機が到来したともみている。

ファンダメンタルズ(基礎的条件)に基づくと、2025年3月(年度末)までドル円が145円付近で推移することを前提としても、我々はTOPIXの株価収益率(PER)は現在の13.7倍から14.5倍に回復するとみている。ドル円がこの近辺の水準であれば、円高によるEPS下方修正の影響は3~5%ほどにとどまると予想する。

ドル円相場については、8月5日に141円台まで円高ドル安が進んだ後、反転して円安ドル高に向かっており、為替をめぐると不安感は概ね織り込まれたものと考えられる。CIOの為替チームはドル円について、今後数カ月で145~150円の水準に落ち着くと予想している。ただし、円は逃避先通貨とされているとはいえ、世界的にリスクセンチメントが落ち着くまでは、円の借入れやドル円の押し目買いには慎重な姿勢を維持する。

### ドル円は145~150円で落ち着く模様、140円が強力な下値支持線

米国の弱い雇用統計を受けて、CIOの米国エコノミストは、米連邦準備理事会(FRB)による年内の利下げ幅を100ベースポイント(bp)に引き上げた(9月に50bp、11月と12月に25bpずつ)。こうした状況から、為替チームはドル円の予想について、2024年9月を147円(従来は158円)、12月を147円(同155円)、2025年3月を143円(同153円)、6月を140円(同150円)にそれぞれ引き下げた。

市場は現在、FRBの利下げ幅を我々の予想よりも大きく織り込んでいるため、我々はドル円について、今後数カ月で145~150円の水準に落ち着くとみている。日米金利差も、米国債の利回りがさらに低下しない限り、140円がドル円の強力な下値支持線であることを示唆している。詳細は、8月5日付のドル円レポート「[ドル円はどこに落ち着くのか?](#)」を参照されたい。

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: Japanese equities seem to have found the bottom”(2024年8月6日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年8月8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

## バリュエーションは下値支持線に近いことを示唆

世界的にリスクセンチメントが回復しドル円が落ち着くまでは、日本の株式相場は荒れた展開が続くだろう。だが、株価が大きく調整し、円相場も着地点が見えているため、長期投資家にとってはバリュエーションが魅力的になったと考える。我々の基本シナリオでは引き続き、米国が景気後退を回避すると想定している。

だが、急激な円高の結果、今後数カ月間は企業業績のコンセンサス予想が下方修正されるとみられることから、株価の回復は当面限定的なものになるかもしれない。よって、短期的にはレンジ相場が続く、中間決算と11月の米大統領選が終わった後で持続的な回復が始まると予想する。

8月5日現在、大幅な調整を受けて、バリュエーションは日本株式が下値支持線に近づいた可能性を示唆している。日本株式のバリュエーションがこれほど低下したのは、ドル円も同程度急落した2023年上期以来である。さらにさかのぼると、TOPIXの株価純資産倍率(PBR)が1.0倍を割り込んだのは、中国の景気減速懸念がきっかけとなった2016年と、新型コロナウイルスの感染が拡大した2020年のみである(図表1参照)。

図表1：TOPIXのPBRは長期平均並みで、下落余地は限られているとみられる



出所:ブルームバーグ、UBS

8月6日は株価が約9%反発したため、TOPIXのPER(図表2参照)とPBRはそれぞれ13.7倍と1.2倍に上昇し、過去の平均並みの水準となった。だが、PERは依然として直近2年間の平均である14.5倍を下回っている。MSCIオール・カントリー・ワールド指数のPERが16.4倍であるのに対して、TOPIXはそれを16%下回っており、ディスカウント率は2023年以降の平均(13%)からわずかに拡大している。

図表2：TOPIXのPERは長期平均並みだが、直近2年間の平均は依然下回る



出所:ブルームバーグ、UBS

## 引き続きファンダメンタルズとクオリティを重視

我々は引き続き、為替感応度の高い銘柄を回避し、構造改革やファンダメンタルズの回復が追い風になる銘柄に注力することを勧める。

銀行株と不動産株に対して選好を維持する。日米ともに金利が低下した後、8月最初の3営業日で銀行株は25%以上下落した。だが我々は、米国が景気後退を回避するとの見解を崩しておらず、フェデラル・ファンド(FF)金利先物市場における現在の予想(120~130bp)よりも緩やかな利下げ幅(100bp)を見込む。日銀は利上げサイクルに転換しており、ここ数日間で日本国内の状況が大きく変わったわけではない。銀行株の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0.7~0.8倍を下回っている。

我々は電子部品銘柄や、半導体製造装置メーカーなどの人工知能(AI)関連銘柄も推奨する。こうした銘柄は円高が足かせとなるが、為替の悪影響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。株価は高値から20~40%下落しており、押し目買いの機会と考える。

円高リスクが意識される足元の環境に鑑み、国内事業比率が高く、為替の影響を受けない独自のドライバーを備えた内需株も勧める。また、高配当銘柄は、ボラティリティが高いここ数カ月の間も底堅く推移しており、ディフェンシブ投資家にとって有力な選択肢である。

# 日本株式

図表3：日本株式は円高進行の幅以上に下落し、年初来の上昇分をほぼ吐き出した

	年初来 7月高値	7月高値 8月ボトム	8月ボトム 執筆時点	7月高値 執筆時点	年初来 12月29日
	12月29日	7月11日	8月5日	7月11日	12月29日
	7月11日	8月5日	8月6日	8月6日	8月6日
ドル円	13%	-9%	0%	-9%	3%
S&P500種	17%	-7%	NA	-7%	9%
TOPIX	24%	-24%	9%	-17%	3%
日経平均	26%	-25%	10%	-18%	4%
金融(除く銀行)	54%	-31%	12%	-22%	20%
自動車・輸送機	22%	-29%	13%	-20%	-3%
機械	33%	-29%	10%	-22%	3%
電機・精密	27%	-29%	12%	-20%	2%
商社・卸売	34%	-28%	9%	-22%	5%
銀行	43%	-27%	4%	-24%	9%
エネルギー・資源	37%	-25%	12%	-17%	14%
鉄鋼・非鉄	20%	-24%	9%	-18%	-1%
情報通信	17%	-21%	8%	-14%	0%
素材・化学	13%	-20%	11%	-11%	0%
建設・資材	17%	-19%	11%	-10%	5%
不動産	19%	-17%	12%	-8%	10%
電力・ガス	20%	-17%	9%	-9%	9%
運輸・物流	-2%	-15%	8%	-8%	-10%
小売	10%	-14%	7%	-8%	1%
食品	10%	-14%	5%	-10%	-1%
医薬品	20%	-12%	5%	-8%	11%

出所：ブルームバーグ、UBS

## 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ものではありません。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