

# 日本株は年内のイベントをどう乗り切るのか？

## 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)

- 2024年残り約3カ月は、米連邦準備理事会(FRB)の利下げサイクル、米大統領選挙、衆議院の解散総選挙の可能性など、日本株式にとってイベントが多い期間である。
- そのため、今後数カ月間、日本株式はボラティリティ(変動率)の高い展開が続くと予想する。だが、過去を振り返ってみると、こうしたイベントを通過した後は、米国が景気後退を回避し、ファンダメンタルズ(基礎的条件)が底堅ければ、日本株式は良好なパフォーマンスを示してきた。
- 本稿では、我々が短期的に変動の大きな展開を予想している理由と、こうしたイベント通過後に日本株式が持続的に回復すると見込む理由を説明する。



出所: UBS

### 我々の見解

2024年残り約3カ月は、日本株式にとってイベントが多い期間である。9月に利下げを開始したFRBがさらなる利下げを行う(円高要因となる可能性がある)と予想されるほか、11月には米大統領選挙を控えており、日本国内でも年末までに衆議院の解散総選挙が行われる可能性がある。

これまで我々は、解散総選挙は日本株にとって明るいカタリストになり得ると述べてきたが、それ以外のイベントは不確実性をもたらしており、ここ数カ月間、投資家のリスク許容度に対する重石となっている。だが、こうしたイベントを通過し不確実性が払拭されれば、日本株式は持続的に回復すると考える。

過去を振り返ってみると、米国が景気後退を回避し、株式市場のファンダメンタルズが底堅ければ、日本株式はFRBの利下げサイクル、米大統領選挙、解散総選挙などのイベントをこなして堅調に推移してきた。しかし、特にドル円の急激な変動など、リスクはまだ残っている。

過去の実績が将来の成果を保証するわけではないが、過去のデータは投資家の期待形成やポートフォリオの戦術的なポジションの構築、投資の開始時期の特定に役立つと考える。我々は、リスクだけでなくファンダメンタルズとバリュエーションに注目し続けることが重要だと考えている。しかし、短期的にボラティリティの高い状況が続く可能性があり、投資家はこうした変動の先を見据えて、日本の構造的変化から恩恵を得られるクオリティの高い株式へ長期的に投資する機会を捉えることができるかもしれない。

### FRBの利下げサイクル

過去のデータを見ると、FRBの初回利下げ後に米国経済が景気後退を回避した場合、日本株式は良好なパフォーマンスを示す傾向がある。1973年以降の15回の利下げサイクルのうち、米国経済は6度景気後退を回避している(次頁図表1参照)。景気後退に陥らなかった際のFRBの初回利下げ後12週間と24週間の東証株価指数(TOPIX)の平均上昇率は、それぞれ5%と17%であり、米ドルベースだと円高によりそれぞれ7%と19%とさらに高まる。対照的に、景気後退のときは、両期間ともに6%の下落となった(次頁図表2参照)。

### 米国大統領選挙と季節性

日本株式は11月から翌年4~5月まで上昇する傾向にある。これは、日本企業は中間決算の発表時(10月後半~11月)に通期会社計画を上方修正する企業が多いからだと考えられる。年初は季節的に株価上昇期待が高まる傾向があり、通期決算発表時(4~5月)には本決算が事前予想を上回るか、自社株買いを発表することが多いためである。反対に、夏場、特に7~9月は、短期的なファンダメンタルズのカタリストが乏しく、季節的に弱含む傾向がある(次頁図表3参照)。米国株式も9月は停滞する傾向が強い。2000年以降の7~9月のTOPIXの平均月次リターンはマイナスである。また、過去24年間の中で各月の月次リターンがマイナスだった年は7月が12回(24年間で50%)、8月は14回(58%)、9月は12回(50%)だった。

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 : How will Japanese equities perform in an eventful 4Q?”(2024年9月24日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年9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。

図表1：1973年以降のFRB利下げ期間中のパフォーマンス(S&P500種、TOPIX、ドル円の変化率)

	利下げ開始時期	景気後退*	経済状況	初回利下げ幅	総利下げ幅	S&P500種	TOPIX	ドル円	
1	1973年9月3日	景気後退	第一次オイルショック	200bp**	200bp	NA	NA	NA	
2	1974年7月1日	景気後退	スタグフレーション	375bp	825bp	23.3%	4.7%	2.8%	
3	1980年4月1日	景気後退	第二次オイルショック	850bp	1050bp	8.9%	2.0%	-13.8%	
4	1981年6月1日	景気後退	リセッション	450bp	1150bp	5.6%	4.6%	7.2%	
5	1984年10月2日	後退せず	ドル高	175bp	587bp	51.9%	82.3%	-37.6%	
6	1987年10月19日	後退せず	ブラックマンデー	37bp	75bp	1.1%	1.3%	-9.7%	
7	1989年6月5日	後退せず	1990年リセッション入り前	13bp	150bp	7.2%	14.8%	-1.4%	
8	1990年7月13日	景気後退	湾岸戦争	25bp	525bp	13.5%	-40.1%	-16.5%	
9	1995年7月6日	後退せず	1994年の債券市場暴落後の調整	25bp	75bp	10.8%	17.9%	17.7%	
10	1998年9月29日	後退せず	アジア通貨危機	25bp	75bp	13.8%	7.4%	-12.2%	
11	2001年1月3日	景気後退	ITバブル崩壊	50bp	550bp	-30.6%	-33.2%	4.8%	
12	2007年9月18日	景気後退	世界金融危機	50bp	325bp	-8.4%	-13.7%	-9.6%	
13	緊急利下げ	景気後退	世界金融危機	100bp	175bp	-9.6%	-9.4%	-5.7%	
14	2019年7月31日	後退せず	サイクル中期の調整	25bp	75bp	3.1%	7.5%	2.0%	
15	緊急利下げ	景気後退	コロナ危機	150bp	150bp	-8.8%	-14.3%	2.1%	
16	2024年9月18日	-	-	50bp	-	-	-	-	
						景気後退しなかった場合の平均	14.6%	21.9%	-6.9%
						景気後退した場合の平均	-0.8%	-12.4%	-3.6%
						景気後退しなかった場合の平均(1990年以降)	9.2%	10.9%	2.5%
						景気後退した場合の平均(1990年以降)	-8.8%	-22.1%	-5.0%

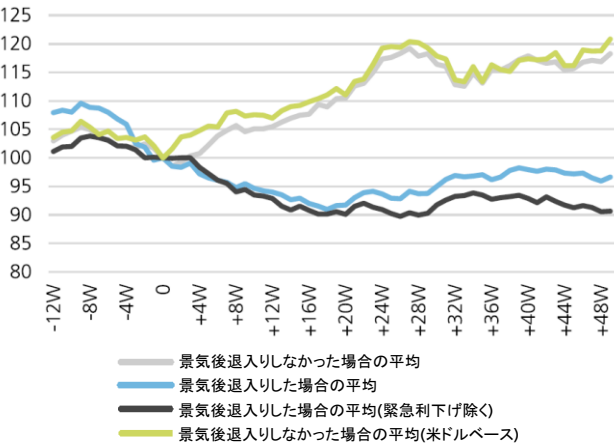
\*...前後12カ月で景気後退したか否か

\*\*...ベースポイント

出所：ブルームバーグ、UBS

図表2：FRBによる初回利下げ前後のTOPIX推移

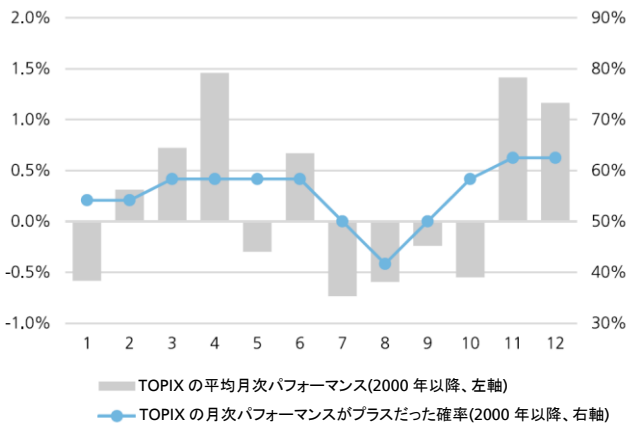
(初回利下げ時=100)



W=週、0=初回の利下げ

出所：ブルームバーグ、UBS

図表3：TOPIXは7月から9月に弱含む傾向にある

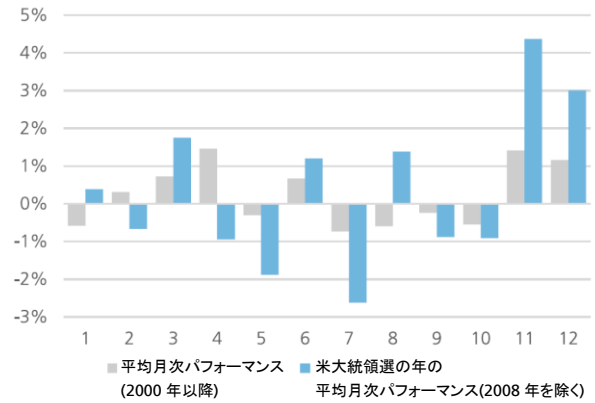


出所：ブルームバーグ、UBS

米大統領選挙の年は、日本株式が季節的に弱含む期間が10月まで長引く傾向があり、11~12月に大きく反発することが多い。

図表4：米大統領選挙の年は季節的な弱含みは10月まで長引く傾向がある

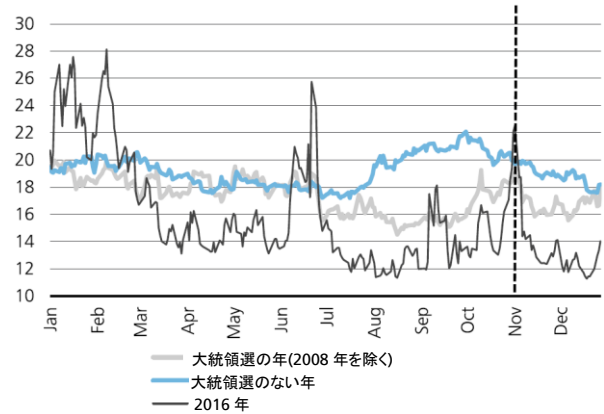
TOPIXの平均月次パフォーマンス(2000年以降)



出所：ブルームバーグ、UBS

図表5：大統領選前はボラティリティが上昇する

VIX指数(予想変動率を示す)平均

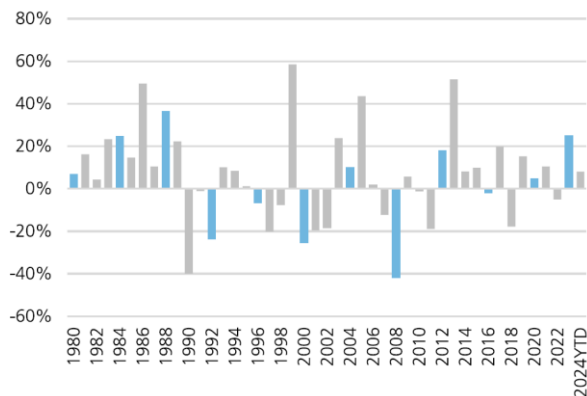


出所：ブルームバーグ、UBS

# 日本株式

米大統領選挙の翌年の株価は、その他の年より強含むことが多い。1980年以降、大統領選の翌年のTOPIXの平均パフォーマンスは14%と、選挙年の0%、選挙がない年の8%を上回っている(図表6参照)。S&P500種株価指数も同様の動きを示しており、選挙翌年のリターンは16%であるのに対して、選挙年は6%、選挙がない年は12%である。

図表6：米大統領選挙の翌年は、その他の年より株価は強含む傾向にある  
(TOPIX年率リターン)



2024年は現時点での数値  
出所:ブルームバーグ、UBS

## 衆議院の解散総選挙

過去を振り返ると、新内閣に対する期待から、解散総選挙は強い株式パフォーマンスにつながる傾向がある(図表7参照)。より重要なポイントは、若手や女性が首相に選出されるなど、世代交代や女性登用が実現すれば、外国人投資家が日本の改革持続の兆候と捉える可能性があることだ。

小泉純一郎内閣(2003年、2005年)や安倍晋三内閣(2012年、2014年)発足時の選挙期間には、日本の改革期待が高まった結果、解散発表後の外国人投資家の日本株買いにつながり、株価は選挙後12週間で平均11%、24週間で19%上昇した。

図表7：日本の改革への期待が日本株上昇につながった衆議院解散・総選挙後のTOPIXのパフォーマンス

解散月	首相	解散から総選挙	選挙から3週間	選挙から12週間	選挙から24週間
2000年6月	森	0%	1%	-5%	-12%
2003年10月	小泉	-3%	-4%	0%	16%
2005年8月	小泉	9%	9%	22%	27%
2009年7月	麻生	8%	-3%	-13%	-8%
2012年11月	安倍(野田)	7%	11%	27%	42%
2014年11月	安倍	0%	1%	10%	20%
2017年9月	安倍	3%	4%	8%	-1%
2021年10月	岸田	1%	2%	-4%	-5%
単純平均		3%	3%	6%	10%

出所:ブルームバーグ、UBS

## どこに投資すべきか？

短期的に不確実性が高い状況が続くため、投資家はファンダメンタルズとクオリティに注目すべきである。また、株価回復期を捉えるために内需株と外需株に分散した投資を検討することも重要である。

- 内需株**:IT サービスや不動産など、独自の業績成長ドライバーを備え、為替の影響を受けにくい銘柄。
- 電子部品と半導体**:ドル円の水準に留意する必要があるが、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。
- 長期投資家は銀行株**:短期的にはカタリストに欠けるものの、バリュエーションは魅力的な水準になっている。我々は日銀が2025年上期に利上げを行うと予想している。

# 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