

10-12月期のリスクと機会

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)

- 円相場の変動を主因とし、日本株式は荒れた展開が続いている。季節的要因や、米連邦準備理事会(FRB)の利下げ開始と11月の米大統領選を控え不透明感が高まっていることも、投資家のリスク許容度を押し下げている。
- 短期的にボラティリティ(相場の変動)が高止まりするにせよ、日本の構造的変化を踏まえると現在のバリュエーションは長期投資家にとって魅力的な水準だと考える。中間決算と米大統領選後に、株価は持続的な上昇基調に転じると引き続き予想する。
- 本稿では、10-12月期のリスクと機会になり得る項目を取り上げる。我々は、衆議院の解散総選挙は明るいカタリストである一方、将来的な円高傾向の高まりは依然としてリスクになると捉えている。



出所: UBS

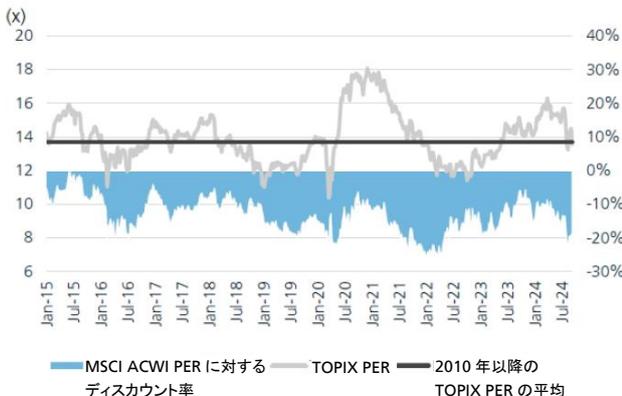
我々の見解

長期投資家にとってバリュエーションは魅力的だが、短期的にボラティリティは高止まりする模様

円相場のボラティリティの高止まりを受け、日本の株式市場は不安定な動きをみせている。また、これまでも述べてきたように、9月は日米ともに株価が季節的に弱含む傾向にあることに加えて、FRBの利下げ開始と米大統領選を前に不確実性が高まっていることから、投資家のリスク許容度は低下している。

株価収益率(PER)は本稿執筆時点で13.5倍と、長期平均である13.7倍を下回り魅力的な水準にあるが(図表1参照)、米大統領選が終わるまでは目先ボラティリティの高い相場が続くと予想する。

図表1: TOPIXのPERは長期平均を下回る水準かつMSCI ACWI*のPERに対するディスカウント幅も拡大(TOPIX PER: 左軸、MSCI ACWIに対するディスカウント率: 右軸)



*MSCIオール・カンントリー・ワールド指数(ACWI)

出所: ブルームバーグ、UBS

11月以降、株価の持続的な回復が予想される

11月の米大統領選後に不確実性が後退し、投資家の注目が再びファンダメンタルズ(基礎的条件)に移る可能性が高い。7-9月期の企業業績は、前年同期比ではまだ円安であることや、国内消費の回復、堅調な米国経済を支えに、比較的底堅くなるかとみる。2025年3月期(2024年度)の平均為替レートを1米ドル=148円と想定し(上期は151円、下期は145円)、8%増益と予想する。

年末が近づくとつれて、投資家の視点は来年のカタリストへ移るとみる。2025年初めのカタリストとしては、今年の物価上昇に支えられた春季労使交渉(春闘)での2年連続の賃上げと、新規の少額投資非課税制度(NISA)への資金流入が挙げられる。

10-12月期ポジティブカタリスト: 衆議院解散総選挙の可能性

9月12日に自由民主党(自民党)の総裁選が告示され、15日間の選挙戦の末、9月27日に投開票される。自民党と連立与党である公明党が衆参両院で過半数を占めていることから、新たな総裁は自動的に日本の首相になる。そのため、特に新政権発足後に内閣支持率が上昇すれば、年末までに衆議院の解散総選挙が行われる可能性が高まる。

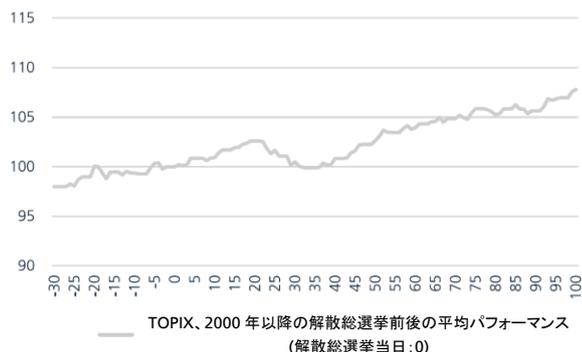
過去を振り返ると、新内閣に対する期待から、解散総選挙は株式の強いパフォーマンスにつながる傾向がある(図表2参照)。より重要なポイントは、若手や女性が生首相に選出されるなど、世代交代や女性登用が実現すれば、外国人投資家が日本の改革持続の兆候と捉える可能性があることだ。

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 : Risks and opportunities in 4Q”(2024年9月13日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年9月19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2：過去を振り返ると、解散総選挙は株式の強いパフォーマンスにつながる傾向がある

(解散総選挙当日のパフォーマンスを100とする)



出所：ブルームバーグ、UBS

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、解散総選挙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週間でそれぞれ平均11%、19%上昇した(図表3参照)。党の刷新は、有権者の信頼を取り戻すための、総裁候補者たち共通の公約でもある。

図表3：日本の改革への期待が解散総選挙後の外国人投資家の日本株買いにつながった

解散月	首相	解散日から総選挙までのTOPIXのパフォーマンス	選挙から12週間のパフォーマンス	選挙から24週間のパフォーマンス
2000年6月	森	0%	-5%	-12%
2003年10月	小泉	-3%	0%	16%
2005年8月	小泉	9%	22%	27%
2009年7月	麻生	8%	-13%	-8%
2012年11月	安倍(野田)	7%	27%	42%
2014年11月	安倍	0%	10%	20%
2017年9月	安倍	3%	8%	-1%
2021年10月	岸田	1%	-4%	-5%
単純平均		3%	6%	10%

出所：ブルームバーグ、UBS

自民党再建を掲げて過去最多の9名が総裁選に立候補しているが、CIOのマクロチームは以下3名が現在リードしていると考え(次頁図表5参照)。

●**小泉進次郎氏** 小泉純一郎元首相の息子で改革派であり、国民の人気が高まっている。若い小泉氏の経験不足を指摘する評論家もいるが、国民および自民党内での高い人気を背景に、自民党の新しい顔となる可能性がある。菅義偉前首相が強く推薦している。

●**石破茂氏** 元防衛大臣で、総裁選には5度目の挑戦となる。国民からの支持は高く、安全保障、農業および地方創生の政策エキスパートと認識されているが、国会議員からは支持が低い。決選投票で十分な票を獲得できないだろう。

●**高市早苗氏** 経済安全保障担当大臣で、総裁選への挑戦は2度目。安倍晋三元首相と政治理念を同じくする保守政治家で、「日本列島を、強く豊かに。」を公約に掲げる。

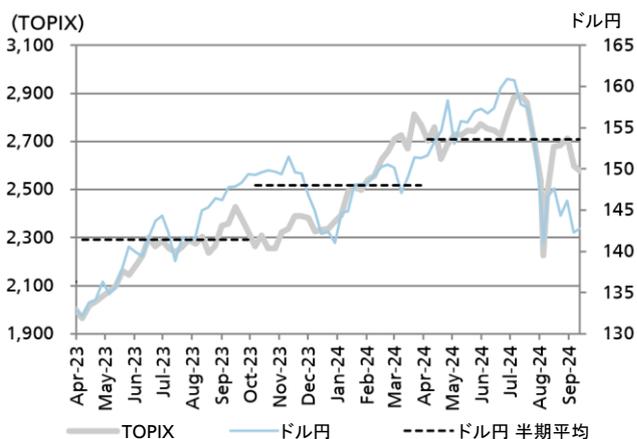
10-12月期のリスク:円高の継続

変動の荒いドル円相場が続いており、9月10日には、8月5日に付けた直近安値を下回り日中に141円を割り込んだ。CIOの為替チームは、米ドルは売られ過ぎであり、来年に向け緩やかな円高傾向に向かう前に、短期的に反発の余地があると予想している。だが、通貨市場はFRBの利下げサイクルを控え、神経質な展開となっている。

日本株式は為替感応度が極めて高い(8月23日付日本株式レポート「日本株への為替の影響を再考する」を参照)。日本企業は緩やかな円高基調には対処可能とみられるが、8月上旬のような急激な為替変動は、投資家センチメントと企業の1株当たり利益(EPS)双方の弊害になりかねない(図表4参照)。

我々は2025年1-3月期のドル円の水準が極めて重要になると考える。仮にドル円が140円を大幅に下回る水準が継続すれば、2025年4-5月実施の通期決算発表時に、日本企業は極めて保守的な(もしくは、減益)の2026年3月期(2025年度)会社計画を発表するリスクがあるとみる。そうなれば、自己資本利益率(ROE)の向上を目指すコーポレートガバナンス改革の進展や、春闘での賃上げ継続への期待が後退する恐れがある。

図表4：急速な円高は日本株への弊害になりかねない



出所：ブルームバーグ、UBS

図表5：自民党総裁選有力候補者3名のプロフィール

氏名		小泉進次郎	石破茂	高市早苗
年齢		43 歳	67 歳	63 歳
現職				経済安全保障担当大臣
主要 ポスト	閣僚経験	環境大臣	防衛大臣、 地方創生担当大臣、 農林水産大臣	総務大臣
	自民党内		幹事長	政調会長
後ろ盾・派閥		菅元総理	旧石破 G	旧安倍派
主な 政策の スタンス	財政政策	ニュートラル	引き締め(金融所得課税)	拡張
	金融政策	?	引き締め	緩和
	その他	ライドシェア解禁、 労働市場改革	地方創生、防衛力強化	経済安保、防衛力強化、 省庁再編
市場へ の影響	株価	→	↓	↑
	為替	→	円高	円安
支持率調査 (NHK、9/6~8)		29%	27%	13%
コメント		・脱炭素、社会保障改革、子育て支援を重視 ・脱原発からスタンス緩和	・反アベノミクス ・総裁選に当たっては、物価高対策、成長分野への投資、市場との対話など、財政・金融タカ派の要素を薄めている。	・アベノミクスの継承者 ・保守、対中強硬派

*NHKの支持率調査は9月8日現在のデータ

出所：NHK(日本放送協会)、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