

2025年の日本株はROEの上昇が鍵

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)

- 我々はトランプ次期政権への移行をふまえ、日本株式に対してはNeutral(中立)のスタンスを維持する。株式のファンダメンタルズ(基礎的条件)は概ね堅調だが、関税引き上げや米国金利上昇懸念などリスクが高まっていると考える。また、急速な円高進行の可能性も排除できない。
- 2024年度(2025年3月期)の企業業績予想を9%増益、2025年度(2026年3月期)を5%増益に上方修正した。ただし、特にトランプ次期政権初期は、株価の上振れ余地は限定的とみている。
- 利益率の高い高クオリティ株の推奨という投資戦略は変わらない。特に金融、小売、ITサービス、不動産などの内需株をすすめる。



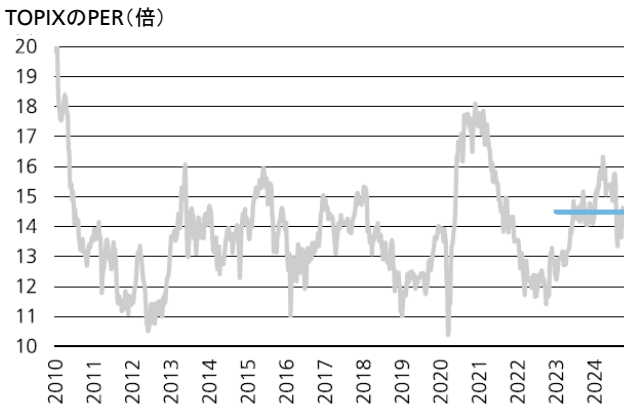
出所: UBS

我々の見解

間近に迫るトランプ次期政権への移行をふまえ、日本株式に対してNeutral(中立)のスタンスを維持する。最近の円安、底堅い米国経済に加えて、2025年の賃金上昇継続の可能性は、日本の実質賃金がプラスに転換する可能性を示唆している。これらは株式のファンダメンタルズの下支え要因だが、関税引き上げや米国金利上昇懸念などリスクも高まっている。また、8~9月にみられたような急速な円高進行の可能性も排除できない。

我々は直近の円安傾向を反映し、日本企業の増益率予想を2024年度(2025年3月期)は1%引き上げ前年同期比9%増益に、2025年度(2026年3月期)を5%増益に上方修正した。だが、上述のリスクをふまえ、日本株式に対しては中立のスタンスを維持し、特にトランプ次期政権誕生に向かう中での上振れ余地は限定的と考える。また、株価収益率(PER)14.3倍は直近平均の14.5倍と同水準であり適正とみる(図表1参照)。

図表1: TOPIXのPERは直近の平均値と同水準で適正



出所: ブルームバーグ、UBS、2024年11月

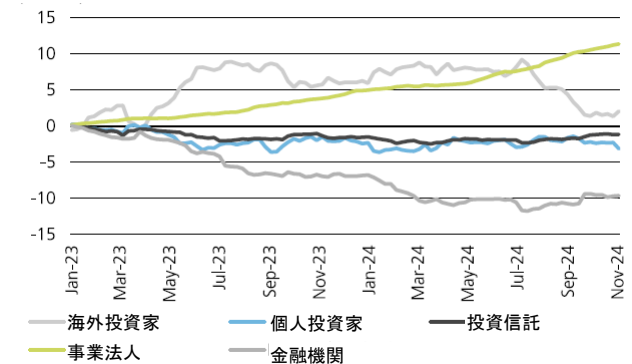
2025年は正念場

2025年は日本株式にとって正念場になるだろう。2024年の日本株式は、円安に加えて、インフレと賃金上昇、コーポレートガバナンス改革という2つの大きな構造改革期待を背景に、海外投資家からの資金流入という追い風を受けた。これらが特に、2024年上期の株価上昇を牽引した。海外投資家は2023年1月~2024年6月までの18カ月間、日本株式を7.3兆円買い越したが、2024年7月以降の直近4カ月間は5.3兆円の売り越しに転じた。この間、日本企業は一貫して株式を買い越しており、自社株の購入額は、2023年の同期間と比べて70%増の6.8兆円と過去最高に達した(図表2参照)。

図表2: 海外投資家は2023年から積み上げてきた日本株のポジションのほとんどを解消した

日本株式の純売買代金

単位: 兆円



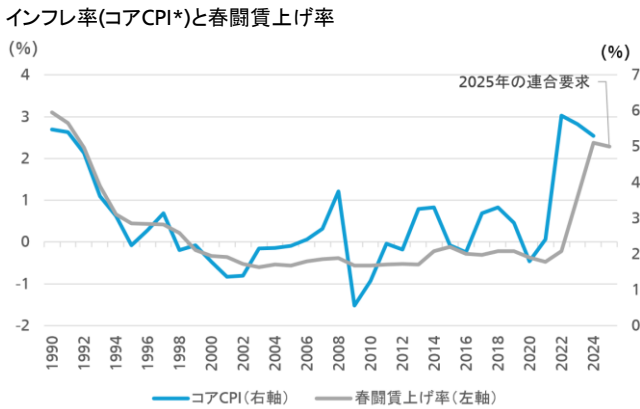
出所: 東京証券取引所、UBS

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: Higher ROE key for Japanese equities in 2025”(2024年11月15日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年11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。

2025年はコーポレートガバナンス改革の進展が求められる

2025年は円安による追い風はないと予想する。日本企業のコーポレートガバナンス改革は自社株買いにとどまらず、自己資本利益率(ROE)の拡大が求められる段階に入る。日本のインフレと賃金上昇の好循環は2025年も続くとみる(図表3参照)。日本は緩やかながら着実にデフレから脱却しており、米国経済の底堅さが続く中、日本企業はマクロ環境に対処できるものとする。

図表3：2025年もインフレは賃金上昇を牽引するだろう



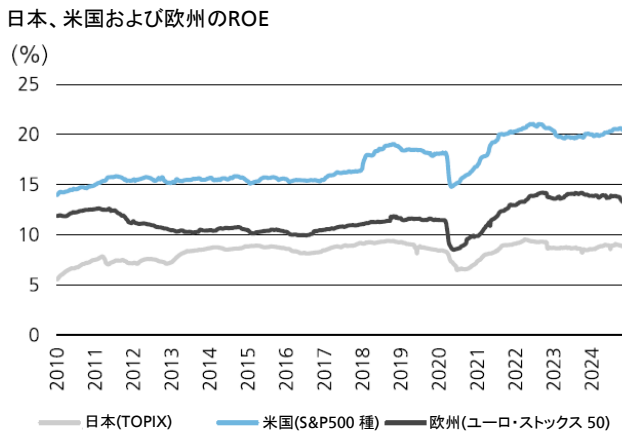
*CPI…消費者物価指数

出所：日本労働組合連合会(連合)、ブルームバーグ、UBS

2025年はROE上昇が鍵

ROEの上昇は日本の構造改革が着実に進展しているという裏付けとなり、海外投資家を再び日本株式市場に呼び戻す鍵となると考える。東京証券取引所は2022年からコーポレートガバナンス改革を推進しているが、日本企業のROE上昇は期待通りに進んでいない(図表4参照)。ROE拡大に対する海外投資家の期待値は低い。そのため、ROEの上昇が確認できれば、円高により日本企業の利益が多少下押しされたとしても、バリュエーションの拡大につながるだろう。

図表4：ROE上昇は、海外投資家を日本株式に呼び戻す鍵となる

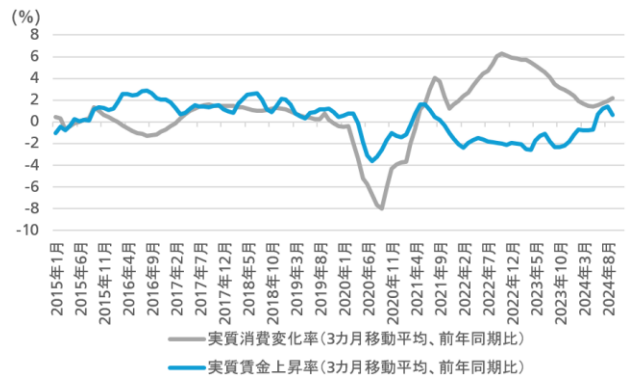


出所：ブルームバーグ、UBS

2025年のポジティブ材料

- **実質賃金の伸びが安定的にプラスを維持し、消費が拡大し始める。**日本労働組合総連合会(連合)は、1991年以降最大の伸びとなった2024年の5.1%の賃上げに続き、2025年も5%以上の賃上げを要求している。2024年は過去最高の賃金上昇率にもかかわらず、インフレの影響で実質賃金の伸びはおおむねマイナス圏で推移している(図表5参照)。
- **ROEの上昇。**ROEの上昇は日本の構造改革が着実に進展しているという裏付けとなり、海外投資家を再び日本株式市場に呼び戻す鍵となると考える。

図表5：実質賃金が伸び始めれば、消費も活性化される



出所：内閣府、総務省、UBS

2025年のリスク

- **米国向け日本製品を含む全輸入品への一律関税引き上げ。**日本企業の売上高のうち約15%が米国向けであり、そのうち現地生産比率は50~70%である。よって、一律10%の関税引き上げによる売上高への直接的な影響は全体の3~5%になると試算される。一方、間接的な影響を含め、売上高の15%以上は好調な米国経済から恩恵を受けるだろう。だが、こうした関税引き上げの発表直後は、株価は下押しされると予想される。特にゴム製品、輸送用機器、医薬品、機械、精密機器といった一部のセクターでは大きく影響を受けるだろう。
- **中国に対する大幅な関税引き上げ。**間接的売上高を含め、日本企業の売上高の1桁%後半は中国向けである。中国政府による景気刺激策が中国経済に対する悪影響をいくぶん相殺するものと予想される。日本企業の中国依存度は低下しており、中国経済の回復期待は高くはない。とはいえ、繊維、電子機器、精密機器、化学、機械といった中国向け販売比率が相対的に高いセクターの株価は下押しされる可能性が高いだろう。
- **急激な円高進行。**8~9月にみられたような急激な円高進行は株価への逆風になるだろう。
- **米国金利上昇。**米国金利の上昇はバリュエーションの下押し要因となる。
- **日本の政治的不確実性の高まりと増税リスク。**2025年夏の参議院選挙で、増税と財政再建を主張する政党が過半数を獲得すること。

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。

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