

# 海外投資家を再び日本に呼び戻す鍵とは

## 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)

- 株式のファンダメンタルズ(基礎的条件)は良好だが、とりわけトランプ2.0(第2次トランプ政権)の初期は日本株式にNeutral(中立)のスタンスを維持する。日本株式が世界の景気および経済の影響を受けやすい点を踏まえると、関税引き上げへの懸念が長引くことによりボラティリティ(変動率)が高まる恐れがあるとみる。
- 2025年、海外投資家を再び日本株式市場に呼び戻すには、自己資本利益率(ROE)の上昇が鍵を握ると考える。
- 2025年のコアセクターとして銀行株を推奨する。上期は高クオリティの内需株に焦点をあて、年後半にむけては世界の製造サイクルが回復するにつれて、景気循環株にシフトしていくことを勧める。



出所: UBS

### 我々の見解

株式のファンダメンタルズ(基礎的条件)は良好だが、とりわけトランプ2.0(第2次トランプ政権)の初期は日本株式にNeutral(中立)のスタンスを維持する。現時点では関税引き上げは実施されていないが、日本株式が世界の景気および経済の影響を受けやすい点を踏まえると、関税引き上げへの懸念が長引くことによりボラティリティ(変動率)が高まる恐れがあるからだ。米大統領選挙の後、S&P500種株価指数は3.7%上昇し、東証株価指数(TOPIX)は1.8%上昇している。日本株式はイベントリスクをまだ織り込んでいないと考えられ、当面ボラティリティが高い展開となると予想する。2025年のコアセクターとして日本の銀行株を推奨する。上期は小売や不動産などの高クオリティの内需株に注力し、年後半に向けては世界の製造サイクルが回復するにつれて景気循環株にシフトしていくことを勧める。

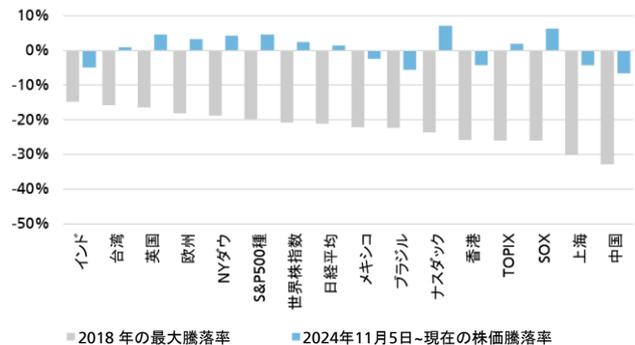
### 2018年はTOPIXの最大下落率が26%

日本企業の売上高に占める直接的な対米依存度は、1桁半ば程度と限定的である。また、対中依存度も徐々に低下しており、現在は1桁後半だ。だが、米中貿易摩擦や、世界経済および金融緩和政策による混乱が起こる可能性があるなど、状況は依然として不確実で、日本がそうした負の波及効果を完全に回避するのは難しいだろう。

トランプ 1.0 で対中関税政策が発動された 2018 年を振り返ると、TOPIX の最大下落率は 26% と先進諸国の中で最も大きかった(図表 1 参照)。米連邦準備理事会(FRB)が利上げサイクルにあったにもかかわらず、日本円は対米ドルで9%上昇し、エネルギー、鉄鋼、非鉄金属、機械といった中国依存度の高いセクターのパフォーマンスが最も下押しされた(図表 2 参照)。

図表1: 2018年、TOPIXの下落率は先進諸国の中で最も大きかった

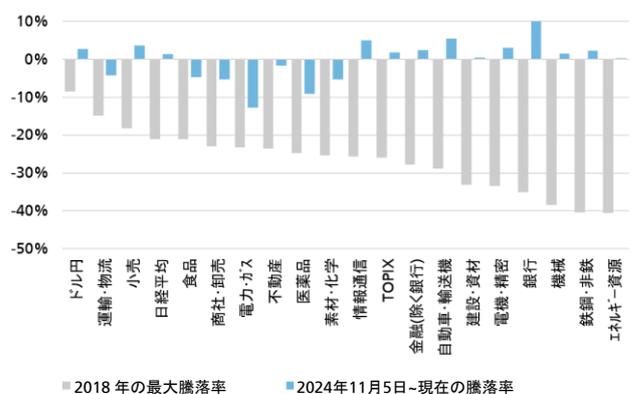
2018年の最大騰落率と2024年11月5日~現在の株価騰落率



出所: ブルームバーグ、UBS、2025年1月22日

図表2: 2018年にTOPIXは最大26%下落した

2018年の最大騰落率と2024年11月5日~現在の騰落率



出所: ブルームバーグ、UBS、2025年1月22日

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 : What could again trigger foreign investor interest in Japan?”(2025年1月23日付)を翻訳・編集した日本語版として2025年1月29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ROE上昇が鍵**

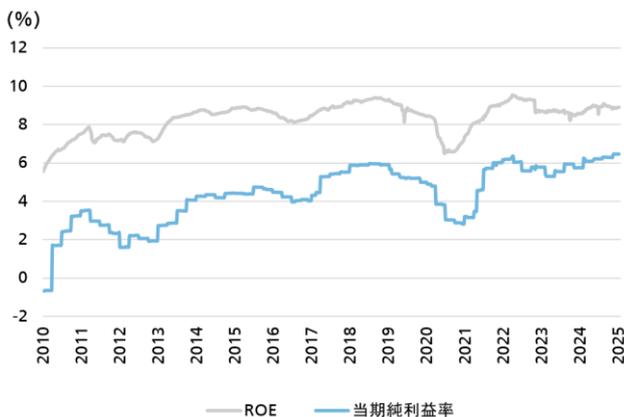
TOPIXは2024年7月にピークを付けた後、概ねレンジ取引に終了した。2024年下期の相場低迷は、主に円のボラティリティ上昇と、円相場の見通しが円高に振れたことにより業績見通しが引き下げられたことに起因する。また、記録的な額の自社株買いが行われた後、ボトムアップ面で新たなカタリストに欠けたことも株価の上値を抑えた。2025年に海外投資家を再び日本に呼び戻すためには、コーポレートガバナンス改革が自社株買いにとどまらず、より明確にROEを上昇させることが必要になると考える。

我々は、ROE上昇のための舞台は整いつつあると考えている。まず、足元の日米のマクロ経済環境は引き続き健全だ。日本は約30年ぶりに3年連続で名目国内総生産(GDP)成長率が2%を超える可能性がある。実質賃金の上昇も個人消費を押し上げるだろう。つまり、トランプ2.0をめぐる不確実性はあるものの、マクロ経済環境の健全さが日本企業による構造改革を後押しするとみている。また、東京証券取引所や投資家からのプレッシャーがコーポレートガバナンス改革を継続的に促進している。さらに、ROE向上の重要性が日本企業の間で広く認識されつつある。不足しているピースは実行力とスピード感だ。

過去2年間、当期純利益率は約6%超と、2010年以降で最高の水準に改善したが、ROEは8~9%と2013年からほぼ横ばいとなっている(図表3参照)。これは、不採算事業の整理、持ち合い株解消や自社株買いの加速、収益率の改善といった施策による資本効率の改善が急務ということを意味する。以上をふまえ、2025年は日銀の利上げによる追い風を主に受けるだけでなく、他セクターに先駆けROEの改善に取り組んでいる日本の金融株を選好する。

図表3: 当期純利益率は改善傾向だがROEは横ばい

TOPIXのROEと当期純利益率



出所: ブルームバーグ、UBS

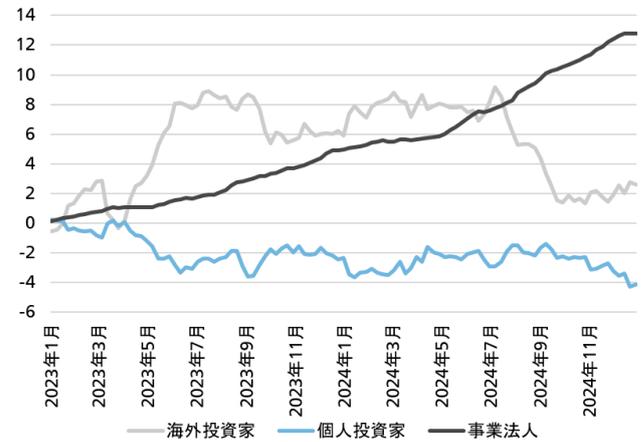
**株式需要面からの下値は限定的**

日本株式の売買高の約7割を海外投資家が占める。海外投資家はすでに日本株式のポジションの大半を解消しており、大幅な売り越しリスクは小さいと考える(図表4参照)。海外投資家は、2023年1月~2024年7月に約9.1兆円相当の日本株式を買い越したが、その後は6.5兆円売り越した。この間、日本企業は

記録的な額の自社株買いを継続しており、この流れは2025年も続く予想する。

図表4: 海外投資家は日本株のポジションのほとんどを解消した一方で、日本企業は一貫して自社株買いを行い、購入額は過去最高に達した

日本株式の純売買代金(2023年1月以降)



出所: 東京証券取引所、UBS

**企業業績の改善に伴った株価上昇を予想する**

想定以上の円安を受け、企業業績予想を2024年度(2025年3月期)は前年比10%増益、2025年度(2026年3月期)は6%増益にそれぞれ1%ずつ上方修正した。現在の株価収益率(PER)は14.6倍と、直近平均の14.5倍と同水準で、バリュエーションは適正とみる。ROEの上昇が確認できれば、バリュエーションの拡大につながるだろう。

**どこに投資すべきか**

当面不確実性が高い中では、業績成長ドライバーを備え、貿易摩擦の影響を受けにくい企業、ITサービス関連企業、エネルギー効率の高い企業など、ファンダメンタルズとクオリティに焦点をあてることを推奨する。

長期投資家には銀行株を推奨する。日銀の利上げによる安定的な一株当たり利益(EPS)の成長と、ROEの上昇をドライバーに株価純資産倍率(PBR)が拡大する可能性があると考え。CIOのマクロチームは、2025年の日銀の利上げ回数を2回と予想している。短期的には、株価はすでに1月24日の利上げを織り込んでいるため、金融政策決定会合後に銀行の株価は一時的に下落するとみている。

また、2025年初頭には、賃上げと消費回復基調を捉える内需株が有望であると考え。

## 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。

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0.5%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。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。

「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)をご負担いただけます。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けます。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 2025 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