

不確実性の中で投資機会を捉える

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8月の急落以降、日本株式はボックス圏で推移していたが、最近ではレンジの下限に近づいている。
- 少なくとも、トランプ大統領の就任100日目を迎える4月までは、関税と規制をめぐる不確実性が強く、高いボラティリティ(相場の変動率)とボックス圏での推移が続くと考える。
- UBS CIOでは、米国が景気後退入りを回避できることを基本シナリオとしている。関税をめぐる不確実性がくすぶり続ける中での東証株価指数(TOPIX)の下値は2,600程度だと考える。これは、長期平均の株価収益率(PER)約13.7倍と同水準であり、長期投資家にとってより魅力的な水準とみている。



出所: UBS

我々の見解

2024年8月の急落以降、日本株式はボックス圏で推移していたが、最近では2月後半からのS&P500種株価指数の下落基調と概ね足並みをそろえる形で、レンジの下限に近付いた。

トランプ2.0(第2次トランプ政権)による関税引き上げと移民規制を受けて、インフレ上昇懸念が高まっている。こうした警戒感の高まりから円高が進み、ドル円は150円を割り込んだ(図表1参照)。加えてトランプ大統領は3月4日に、カナダとメキシコに対する25%の関税および中国に対する10%の追加関税(上乗せ分は合計20%となる)を正式に発動した。日本に対する直接的な関税引き上げはないが、トランプ大統領は3月3日に円安と米ドル高を批判しており、日本が直接的な影響を受けるリスクは高まっている。

米国への輸入品全体の約40%がすでに20%超の関税対象となっており、新たな関税発動のピークは過ぎたとの見方もある。だが、实体经济への影響を評価するには時期尚早であり、日本への直接的な関税引き上げリスクは、現時点では排除できない。少なくとも、トランプ大統領の就任100日目を迎える4月までは、関税と規制をめぐる不確実性がくすぶり続け、高いボラティリティ(相場の変動率)とボックス圏での推移が続く可能性が高いと考える。

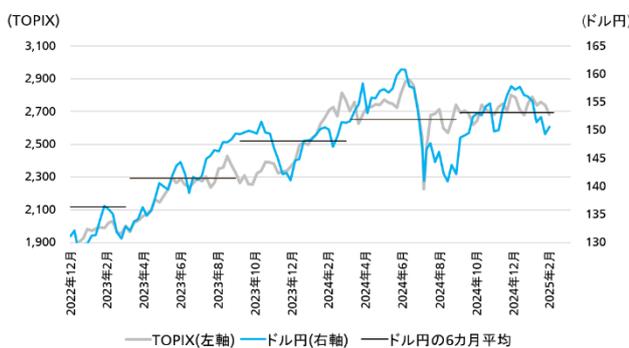
日本株式にとってまちまちなマクロ経済環境

日本株式にとって、現在のマクロ経済環境にはプラスとマイナスの材料が混在している。

プラス材料として、足元の日米経済の健全性が挙げられる。日本ではインフレや賃金の上昇、コーポレート・ガバナンス改革が進行中である。実質賃金は今年プラスに転じる見込みであり、自社株買いも過去最高水準で推移している。だが、これらはすでに3年目に入っており、新たな材料に欠ける。

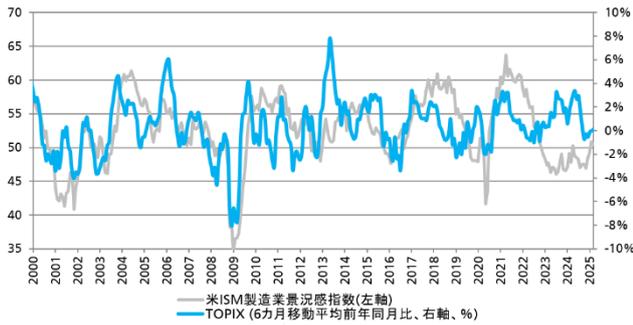
最近新たに見えてきた明るい兆候は、米サプライマネジメント協会(ISM)製造業景況感指数の回復である。過去を振り返ると、日本株式は世界の製造業サイクルと高い相関を示している(図表2参照)。ISM製造業景況感指数は2023年序盤から低迷していたが、ここ3か月間は好不況の境目となる50を上回っている。こうした回復は関税引き上げ前の駆け込み需要によるものとも考えられるが、我々は底を打ったとみている。欧州と中国でも底打ちの兆しがみられる(図表3参照)。

図表1: 足元の円高が日本株式の重石となっている



出所: ブルームバーグ、UBS

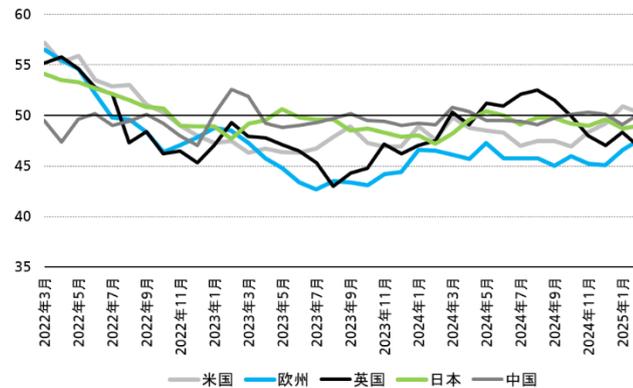
図表2：TOPIXは米国の製造業サイクルとの相関が強い



出所：ブルームバーグ、UBS

図表3：米国・欧州・中国では製造業サイクルが底打ちしつつある

地域別の製造業購買担当者景気指数(PMI)



*米国はISM製造業景況感指数

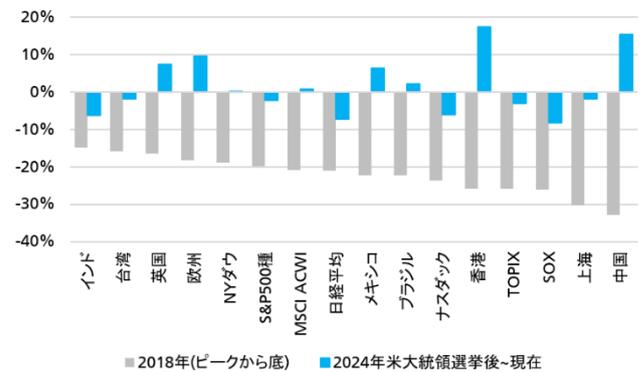
出所：ブルームバーグ、UBS

マイナス材料としては、関税の直接的・間接的な影響への懸念や、急激な円高リスクが挙げられる。日本株式は海外経済の影響を受けやすい。例えば2018年に米中の緊張が高まった際、日本は直接的な関税の対象ではなかったが、東証株価指数(TOPIX)のピークから底までの下落率は26%と、先進国の中で最も大きかった(図表4参照)。

メキシコとカナダからの輸入品に25%の関税が賦課されれば、日本の自動車業界に深刻な打撃となるだろう。米国での日本車販売全体のうち、44%は米国外からの輸入品であり、そのうち約20%がカナダとメキシコ、25%が日本からだ。関税による追加コストを値上げで一部相殺したとしても、25%の関税賦課は自動車セクターの年間営業利益を10~20%押し下げると試算され、日本企業全体の利益は1桁%台前半の低下となるだろう。カナダとメキシコのみならず、日本からの輸入車にも同じく25%の関税が課せられれば、日本企業の利益は約5%低下すると予想する。これらの関税が恒久的なものかどうか、また米国経済にどう影響するのかという点が定かではないため、市場はまだこのリスクを完全には織り込んでいない可能性がある。

図表4：2018年の米中貿易摩擦時、TOPIXは先進国の株式で最も大きく下落した

2018年のピークから底までの株価下落率、および2024年11月5日の米大統領選挙後の株価騰落率

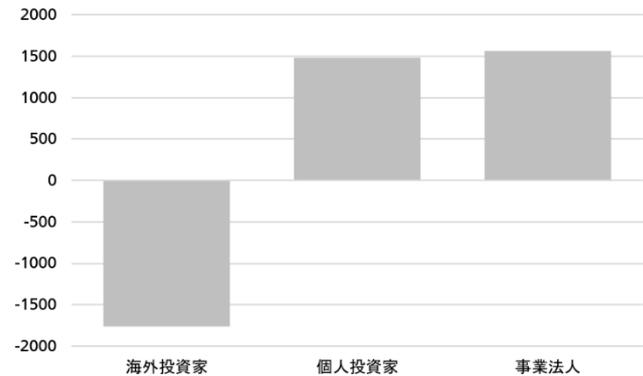


出所：ブルームバーグ、UBS

株式の需給を見ると、年初来では海外投資家が日本株式を売り越しているのに対して、積極的な自社株買いと個人投資家の逆張り買いが株価を下支えている(図表5参照)。

図表5：事業法人と個人投資家は日本株式を年初来で買い越している

投資家種別の純売買代金(単位：10億円)



出所：東京証券取引所、UBS

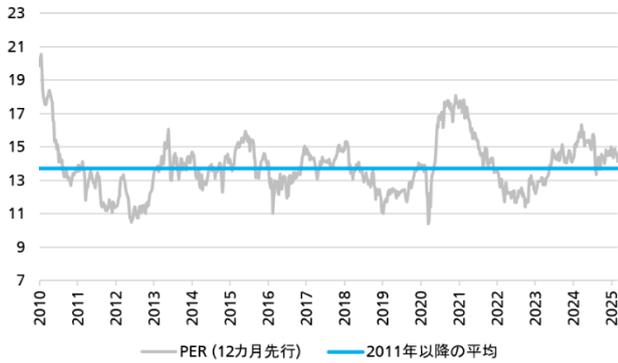
バリュエーション

日銀が利上げサイクルにある中、今年は自己資本利益率(ROE)が拡大しない限り、日本株式のバリュエーション(株価評価)上昇は期待できないと考える。日本株式の株価収益率(PER)は1月上旬の14.9倍から14.2倍近辺に低下し、2023年以降の平均である14.5倍に近い水準となった(図表6参照)。しかし、欧州や中国とは異なり、日本株式のバリュエーションは過去と比べて著しく割安とはいえない。

UBS CIOでは、米国が景気後退入りを回避できると想定しているが、関税をめぐる不確実性がくすぶり続ける中でのTOPIXの下値は2,600程度だと考える。これは、長期平均の株価収益率(PER)約13.7倍と同水準であり、長期投資家にとってより魅力的な水準とみている。

図表6：日本株式のバリュエーションは妥当な水準に低下しているが、まだ大幅に割安とはいえない

12カ月先行PER(単位:倍)



出所:東京証券取引所、UBS

投資見解

不確実性が高い中でもアウトパフォーム可能な、独自の業績成長ドライバーを持つ高クオリティ株への投資を推奨する。

- **機械セクター**: 世界的な製造業の回復が追い風になる。地政学的リスクや円高に左右されるものの、バリュエーションは記録的な低水準にあり、短期的なマイナス要因はほぼ織り込み済みと考える。
- **構造的な変化の恩恵を受ける銘柄**: 世界的な電力需要の拡大と防衛支出の伸びが追い風になる企業は、最近の株価調整も踏まえれば、リスク調整後リターンの観点で魅力的と考えられる。
- **ヘルスケア・セクター**: 地政学的リスクや規制の影響を受けるが、過去半年株価はアンダーパフォームしており、新薬候補に期待が持てる企業の魅力が高まった。
- **長期的な視点からの金融銘柄**: 日銀の利上げの恩恵が大きいことや、安定した融資の伸びから、今後数年間は1株当たり利益(EPS)が押し上げられ、ROEの拡大に牽引される形で株価純資産倍率(PBR)が上昇する可能性がある。

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如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