

バリュエーションはより妥当な水準に

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)

- 世界的なリスクオフ・ムードの高まりと急速な円高を受けて、東証株価指数(TOPIX)は直近高値から8%下落した。だが、現在のドル円相場はわずか2カ月前の水準に戻ったにすぎないため、最近の円高がTOPIXの1株当たり利益(EPS)見通しに与える影響は限定的だと考える。
- TOPIXの株価収益率(PER)は14.7倍に低下しており、ファンダメンタルズ(基礎的条件)を考えると、この水準が底だとみている。だが、足元の高いボラティリティ(相場の変動率)と、ドル円相場、米国テクノロジー企業の決算、米国のマクロ経済指標といった不透明要素を踏まえると、株価のV字回復を示唆するほど極端に割安とは言えない。
- 10月までファンダメンタルズ面での材料に欠けることや、季節的に低調な相場、米大統領選挙前にボラティリティが上昇する可能性から、より持続的な株価回復は11月以降となる可能性が高いだろう。



出所: UBS

我々の見解

今までのところ7月の日本の株式市場の変動は、概ね米国市場に起因するものだが(センチメントがリスクオンからリスクオフへと急速に変化)、過去2週間は急速な円高が日本株式に対してさらに重石となっている。2024年末にかけて、そしてそれ以降も日本株式が持続的に上昇するという我々の見通しは変わらないが、米大統領選挙を控えて、ボラティリティは当面高い状況が続くだろう。バリュエーションは妥当な水準に調整したものの、ドル円相場が落ち着くまで、短期的に日本株式は値動きの大きな展開となる可能性が高い。

短期的にはドル円に注目(米国経済指標、FRB、日銀)

最近の急激な為替変動が、市場センチメントと日本株式相場に悪影響を及ぼしている。円は対米ドルで、7月上旬の161円から153円に急騰した。だが、現在のドル円相場はわずか2カ月前の5月の水準に戻ったにすぎず、最近の円高がTOPIXのEPS見通しに与える影響は限定的だと考える。

TOPIXのPERは14.7倍に低下し、ファンダメンタルズ(基礎的条件)を考えると、同水準が底だとみている。だが、足元のボラティリティと、ドル円相場、米国テクノロジー企業の決算、米国マクロ経済指標といった不透明要素を踏まえると、このバリュエーションは株価のV字回復を期待するほど割安とは言えない。

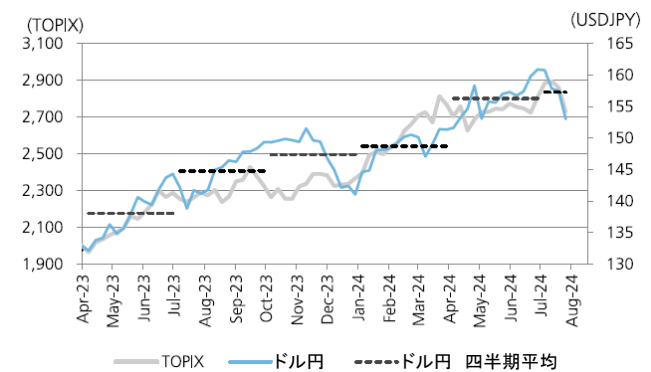
また、上半期決算時の通期計画上方修正や実質賃金上昇率のプラス転換といったファンダメンタルズ面のカタリストは、10月まで期待しにくい。したがって、株価の持続的な上昇は米大

統領選挙の終了後になる可能性が高く、それまではレンジ取引に終始するだろう。

1米ドル 153円であればTOPIX EPSに与える影響は限定的
企業利益に対する影響に関しては、2024年3月期(2023年度)の平均為替レートが1米ドル=146円(上期141円、下期149円)であったため、足元のレート153円であれば、EPSは前期比でプラス寄与を維持する。また、2024年度の業績予想を見ると、企業が想定する為替レートの平均は144円であるため、実際のレートが153円であれば、上期決算時に通期会社計画の上方修正余地があると考えられる。

図表1: 現在のドル円水準がTOPIXのEPSに与える影響は限定的

TOPIX(左軸)、ドル円(右軸)



出所: ブルームバーグ、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: Valuation has adjusted more reasonable levels but short-term volatility is likely to remain” (2024年7月26日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年7月30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

米国経済が大きく減速し、米連邦準備理事会(FRB)が急速に利下げサイクルを進めれば、一方的に円高に進むリスクとなるだろうが、我々の基本シナリオではそのように想定していない。CIOの為替チームによる2024年9月、12月、2025年3月、6月のドル円予想は、それぞれ158円、155円、153円、150円である。つまり、ドル円は今の水準からまず155~158円に上昇し、その後長期的な下落トレンドに向かうとみている。全体としては、米国経済は緩やかに減速し、FRBも四半期に1度の緩やかなペースで利下げを実施すると想定しているため、ドル円についても急激ではなく徐々に下落すると予想する。

大局的に見れば、米国の経済指標も悪材料ばかりではない。6月の小売売上高は市場予想を上回り、アトランタ連銀のGDPナウの予想値も2.6%に上方修正されている。だが、円相場が安定するまでは市場の不安がくすぶり、日本株式は不安定な状態が続くだろう。

長期的な構造変化に投資する

日本の2つの大きな構造的変化であるインフレ率および賃金上昇と、コーポレートガバナンス改革は、引き続き日本株式の重要な投資テーマになるだろう。こうした変化は2024年末から来年にかけて日本株式をさらに押し上げると予想する。だが、足元はボラティリティが高く、11月の米大統領選挙終了まではレンジ取引に終始するとみている。

短期的に不安定な相場だが、2024年末から来年にかけてさらなる上値が期待できる

日本企業の4-6月期(第1四半期)決算発表が始まった。底堅い米国経済と円安が追い風となり、増益率は8~10%と予想するが、これが株価を大きく押し上げる要因にはなりにくいだろう。というのも、第1四半期の決算発表時に通期業績見通しを上方修正する日本企業は少ない傾向がある上、最近の円高への動きもあって業績修正は期待できず、短期的にカタリストに欠けるからだ。

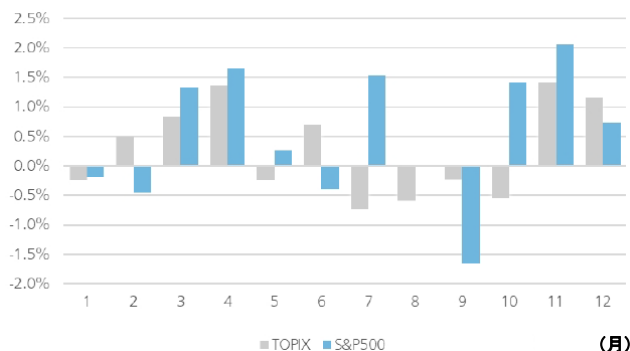
また、ここまでの世界のテクノロジー企業の決算発表を見ると、実績がコンセンサス予想を上回ったとしても、先行きの会社計画がコンセンサスを下回れば株価は下落する傾向にある。投資家の期待値はすでに高く、株価上昇のハードルは短期的に上がっている。

マクロ経済の観点では、仮にFRBが9月に利下げを開始すれば、短期的にドル円のボラティリティは一段と高まるだろう。

さらに、夏場は日米ともに株式相場が弱含む傾向にある(図表2参照)。また、米大統領選挙前には不確実性が高まるため、ボラティリティも上昇しがちである。過去のトレンドを見ると、選挙に向けて9月以降はボラティリティが高まり(図表3参照)、S&P500種株価指数は選挙前の数カ月間弱含む傾向にある。

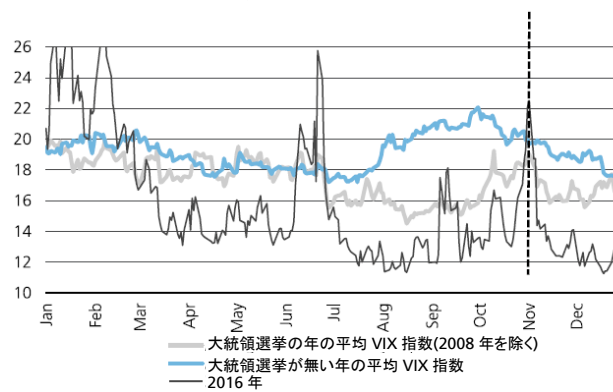
図表2：8月と9月は日米ともに株式相場が弱含む傾向にある

2000年以降の月別平均リターン



出所：ブルームバーグ、UBS

図表3：米大統領選の前はボラティリティが高まる傾向 1990年以降の平均VIX指数



出所：ブルームバーグ、UBS

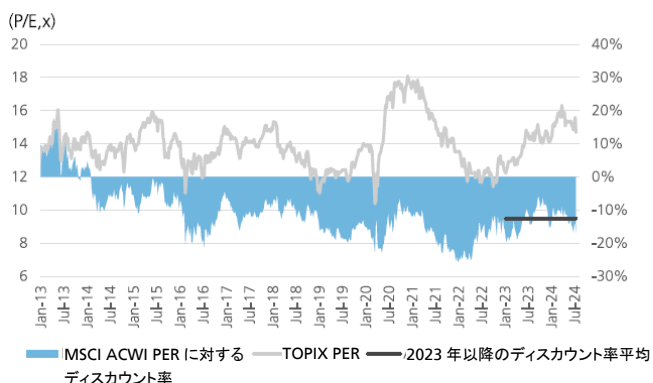
11月の選挙終了後は、不確実性の払拭に加えて、日本企業の上期決算での業績上方修正と、実質賃金上昇率のプラス転換(直近の円高がこのトレンドを下支えするだろう)が株価を牽引するものと予想する。さらに2025年は、今年のインフレ率を反映した持続的な賃金上昇、自己資本利益率(ROE)の向上や企業価値の改善をさらに意識したコーポレートガバナンス改革の進展、新規の少額投資非課税制度(NISA)への資金流入など、多くのカタリストが待ち受ける。

バリュエーションはより妥当な水準に

TOPIXのPERは、7月上旬は15.7倍まで上昇していたが、現在は6月下旬の水準である14.7倍まで低下した(図表4参照)。MSCIオール・カンントリー・ワールド指数(ACWI)のPERが17.7倍であるのに対し、TOPIXはそれを17%下回っており、ディスカウント幅は2023年以降の平均(13%)からわずかに拡大している。ドル円の値動きが安定すれば、株価が目先で反発する可能性はある。だが、より持続的な株価の回復は、11月以降となる可能性が高いだろう。

図表4：バリュエーションは6月後半の水準まで低下

TOPIXのPERと、MSCI ACWI PERに対するディスカウント率



出所：ブルームバーグ、UBS

構造改革と循環的な回復に引き続き注目

2024 年下期も、ファンダメンタルズとクオリティに注目する。

- 銀行株と不動産株を引き続き選好する。金融政策などマクロ経済的要因から短期的に株価が左右されたとしても、両セクターは日本の 2 つの大きな構造的変化であるインフレ率および賃金の上昇とコーポレートガバナンス改革の恩恵が大きいとみている。

- 我々は、電子部品関連銘柄など、出遅れの景気循環株に対するエクスポージャーを徐々に増やしている。こうした企業の業績は、在庫調整が終了し、需要が回復することにより改善が期待される。人工知能(AI)関連株は最近、株価が 25~30%調整しており、リスク・リターン(リスクに見合ったリターン)水準が改善した。とはいえ、世界の大手テクノロジー企業の 4-6 月期決算が出揃うまで、ボラティリティは高い状況が続くとみる。

- 円高リスクが徐々に意識される足元の状況に鑑みて、国内事業の構成比率が高く、為替の影響を受けにくい、独自の成長ドライバーを備えた内需株へのエクスポージャーも徐々に増やしている。

- 高配当銘柄も、個人投資家からの資金流入が続いており魅力的だ。コーポレートガバナンス改革への期待の高まりが、株主還元強化につながる公算が大きいと考えられる。

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。

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