

関税懸念のピークは過ぎたが、短期カタリストが不在

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)

- 我々は日本株式の投資判断をNeutral(中立)で維持する。米国との関税交渉において、日本は他国比で先んじていると思われるが、直近の株価反発と、為替が日米関税交渉の材料になるリスクを考慮すると、ボラティリティの高い状況が続き、短期的な上昇余地は限定的だと考える。
- TOPIXのPERは、過去のレンジの下限に近い12倍で底を打ったとみているが、コンセンサスの業績予想の下方修正が完全に織り込まれるまでは、株価はレンジ内で推移すると予想する。業績の底入れは、通期決算後か、遅くとも4-6月期決算で明らかになると予想する。
- 我々は、ITサービスや不動産セクターなどの内需株を中心にしつつ、ヘルスケア、機械、テクノロジーセクターなどの外需株を選別して保有することを勧める。

我々の見解

日本株式は大幅に反発し、東証株価指数(TOPIX)と日経平均株価はそれぞれ4月7日の安値から約15%上昇した。TOPIXは、3月27日の直近ピークから概ね半値を取り戻した。特に、直近2週間は、日本株式を含む世界の株式市場がS&P500種株価指数をアウトパフォームした。注目すべきは、円高が進行しているにもかかわらず日本株式が上昇したことである。ドル円は4月7日の147.8円から4月22日には一時140円を割り込んだ。日本株のアウトパフォーマンスは、日本が米国からの資本流出の受け皿の一国として機能していることに加え、米国との関税交渉で日本が先頭に立っていることに対する期待が高まっていることを反映している可能性がある。

しかし、日本株式が一本調子に回復すると想定するのは時期尚早だと考える。短期的には、ボラティリティ(相場の変動率)の高い状況が続き、株価はレンジ内で推移すると予想する。関税の実体経済への影響と、それに伴う企業業績の下方修正がなされるのはこれからであり、慎重な姿勢が必要だと考える。さらに、為替が日米関税交渉の材料となれば、株式の下振れリスクは大きくなる可能性がある。

確かに、関税を巡る懸念はピークを過ぎたようだが、リスクは残っている。米国と中国は、極めて高く持続不可能な関税率(米国が中国からの輸入品に145%、中国が米国からの輸入品に125%)を発表した。中国側はこれ以上関税を引き上げない姿勢を示しており、エスカレートはピークに達したようだ。株式市場は次の動きとして関税率の引き下げを予想し始めている。さらに、トランプ大統領が政策を修正して株価を下支えする「トランプ・プット」と、米連邦準備理事会(FRB)が金融緩和で株安を防ぐ「FRBプット」の両方を織り込んでいる。これは、関税が年末にかけて現在発表されている水準から引き下げられ、FRBが



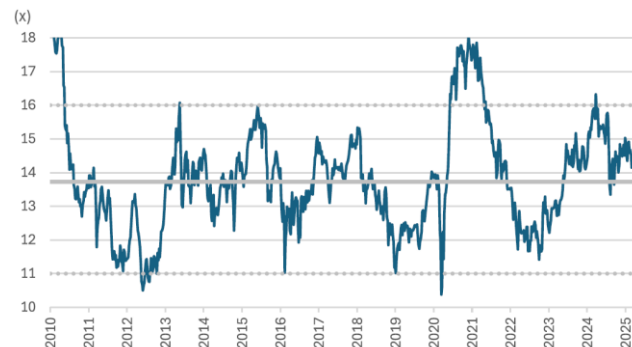
出所: UBS

2025年に追加利下げを行うという我々の基本シナリオと一致する。米国が景気後退を回避すれば、日本株式は4月上旬の安値が底となる可能性が高いと考える。

4月7日、TOPIXの株価収益率(PER)は12.0倍と、2010年以降の過去のレンジ(11-16倍)の下限に近い水準まで低下した(本稿執筆時点は13.9倍)。これは、バリュエーションの下振れ余地が限定的であることを示唆している(図表1参照)。

一方で、株価はすでに業績悪化を織り込んで調整しているが、実際の業績予想の下方修正はまだ行われていない。我々は、今後数カ月で下方修正が行われると予想する(図表2参照)。この動きは日本だけではなく、世界の主要市場に共通して見られる。最終的な関税率や交渉の結果、そのタイミングがどうなるか不確実なため、アナリストは業績予想を更新できていないのだろう。

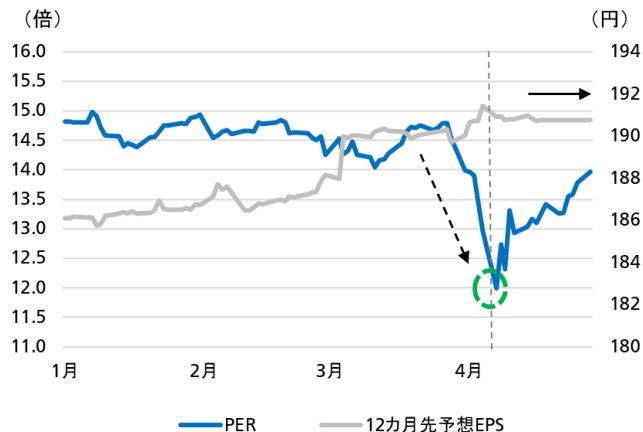
図表1: TOPIXのPERは一時レンジ下限近くまで低下した
TOPIX PERとその過去のレンジ



出所: ブルームバーグ、UBS

図表2 バリュエーションは底打ちしたと思われるが、業績の下方修正はこれから

TOPIXのPERと12カ月先予想EPS

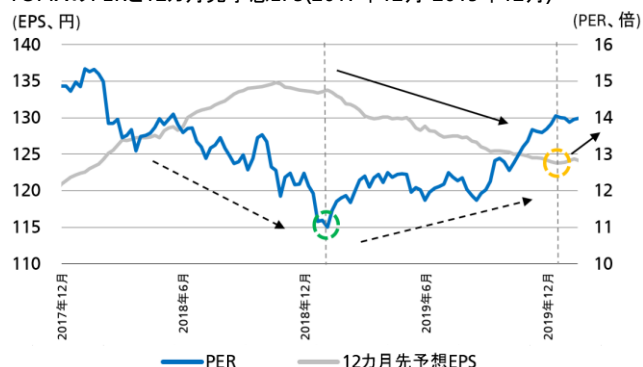


出所: ブルームバーグ、UBS

今後、日本の通期決算発表と海外の1-3月期決算発表が本格化するが、日本企業は保守的な2025年度(2026年3月期)の会社計画を発表し、今後数カ月でコンセンサスの業績予想(EPS、1株当たり利益)は下方修正されると予想する。我々は2025年度の業績が前年比2%減少すると予想しているが、企業による会社計画はさらに慎重になると予想する。

2017年からの第1次トランプ政権時の動きと比較すると理解しやすい。日本株式は2018年1月に高値をつけたあと、2018年12月まで下落基調をたどった(図表3参照)。当時、株価の下落は当初PERの低下によって引き起こされ、その後、EPSの低下が続いた。PERは底を打ち回復し始めたが、業績が悪化し続けたため、株価はレンジ内で推移した。株価がレンジを突破して上昇し始めたのは、業績の底入れの兆しが見え始めた2019年11月だった。

図表3 第1次トランプ政権時は、バリュエーションが底打ちし、EPSが反転するまで株価はレンジ内で推移していた
TOPIXのPERと12カ月先予想EPS(2017年12月-2019年12月)



出所: ブルームバーグ、UBS

我々は今、PERが底を打った時点にいる。業績の下方修正は今後数カ月で行われ、本決算後か第1四半期(4-6月期)決算発表シーズンまで続く可能性があると予想する。既に決算を

表した一部の企業は2025年度の会社計画を非開示としており、業績予想の修正は第1四半期決算発表後まで先送りされる可能性もある。さらに、7月上旬は90日間の相互関税停止措置期間の終了時期にもあたるため、その頃までには関税の見通しがより明確になるだろう。日本株のバリュエーションは底を打ったように見えるが、企業業績も底を打つまでは、ボラティリティが高止まりし、株価はレンジ内で推移すると予想する。

投資戦略

この不透明な環境下では、ITサービス、不動産、エンターテインメントなどの内需セクターを中心にしつつ、ヘルスケア、機械、電力、テクノロジーなどの一部の外需株も選別して保有することを勧める。

前者は国内需要に支えられており、関税や為替変動の影響を受けにくい。関税、経済、FRBの政策をめぐる不確実性が高まる中で恩恵を受ける可能性が高い。しかし、関税をめぐる懸念がピークを迎え、関税交渉の進展やFRBの利下げ期待が高まる中で、景気感応度が高い外需企業がアウトパフォームする可能性がある。こうした銘柄の多くは、株価が大幅に下落した後、現在は割安感が出ているように見える。したがって、独自の成長ドライバーを持ち、関税や為替変動の影響が比較的限定的な外需銘柄を選別して保有することを推奨する。

我々は銀行セクターの投資判断を、2023年3月から「Most Preferred(MP)」としてきたが、銀行セクターへのエクスポージャーを削減した。銀行セクターの相対的に高い配当利回りと自社株買いの可能性は、現在の不透明な環境下では依然として魅力的だと考える。一方で、米国の関税措置による世界経済の不透明感の高まりにより、日銀の次回の利上げは来年まで延期されると予想されており、銀行株の短期的なカタリストがなくなったと考える。

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もありません。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値、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 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