

# 外国人投資家の日本株買いが継続

## 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。米国による相互関税の一時停止を受けてアジアの株式市場が反発する中、日本は当初出遅れていたが、東証株価指数(TOPIX)は足元で2025年年初の水準まで回復している。
- 実体経済に対する関税の影響が顕在化し始める中、今後数カ月間は市場のボラティリティ(変動率)が高い状態が続くと予想する。しかし、企業の自社株買いや外国人投資家からの資金流入が、今年後半の株価を支えようとする。
- 我々は、ヘルスケア、機械、テクノロジーといったセクターの一部銘柄など、自己資本利益率(ROE)は高いものの売られすぎている景気敏感株と、ITサービスや不動産などの内需株を組み合わせ、バランスの取れたポートフォリオを維持することを勧める。



出所: UBS

### 我々の見解

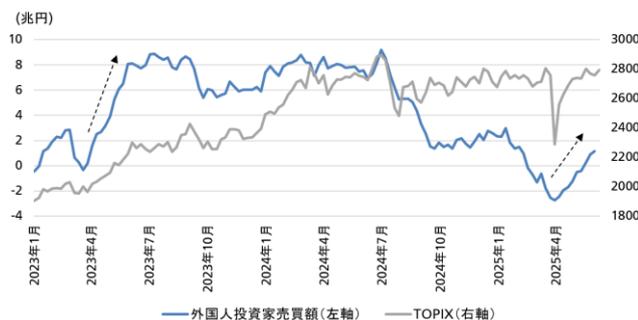
外国人投資家は4月中旬以降から6月9日週(直近データ)まで9週連続で日本株を買い越している。これだけの長期にわたり日本株を買い越したのは、2023年4月上旬から6月中旬にかけての11週連続以来である。当時、外国人投資家は11週間で日本株を8.4兆円買い越したあと、同年の9月上旬までポジションを概ね維持した。東証株価指数(TOPIX)はその間に15%上昇し、最終的にはさらに6%上昇して9月に高値をつけた。今回の買い越し額は9週間で3.9兆円に達し、TOPIXは13%上昇した(図表1参照)。

資本利益率(ROE)改善への圧力を強め始め、転換点となった年である。特に株価純資産倍率(PBR)が1.0倍を割り込んでいる企業への注目が高まった。

今年は、米国による関税政策など外部環境の逆風があるなかでも、日本企業は昨年の過去最高額を上回る12兆円超の自社株買いを発表した。親子上場の解消や事業構造改革、株主還元方針の変更、資本政策の見直しといった取り組みも加速させている(詳細は5月23日付日本株式レポート「不確実な環境下でも、企業改革は着実に進展」を参照)。

図表1：外国人投資家は2023年以來の長期間にわたり日本株買い越しを続けている

海外投資家の売買動向(現物・先物、2023年からの累積)とTOPIX



出所: 東京証券取引所、ブルームバーグ、UBS

しかし、2023年と今年ではマクロ環境が異なる。2023年の世界景気はコロナからの回復基調にあり、日本では30年ぶりの賃金上昇とインフレが実現し始めていた。海外景気の追い風と国内の構造的な変化が重なり、外国人投資家の買いが集中した。

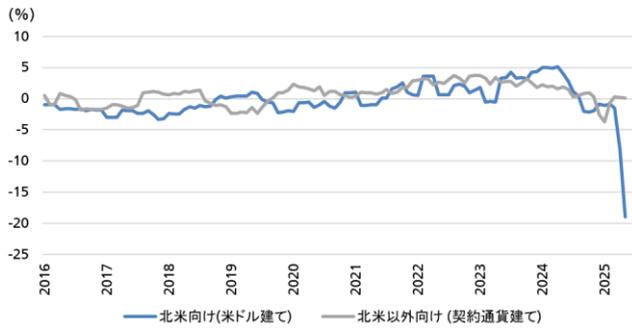
対して、現在の状況にはやや変化が見られる。日本企業のボトムアップ改革の進展は心強く、企業価値向上への意志と変化を感じた。しかし、短期的な見通しは外部環境の不確実性が依然として残る。特に、米国の関税の影響は、マクロ経済や企業業績にまだ完全には表れていない。したがって、短期的には変動の大きい展開が予想される。

最近のマクロ経済データには変化の兆しが見られる。北米向け自動車の1台あたりの輸出価格は、4-5月に前年同期比で平均13.5%下落した(図表2参照)。この数値は、自動車などBtoC(消費者向け)ビジネスを中心とした企業が、関税によるコスト増を米国の消費者に完全には転嫁せず、多くを吸収することを示しており、今後の利益率が圧迫されることが予想される。

2023年と今年に共通することは、季節性と、コーポレートガバナンス改革の進展である。4-6月は本決算、中期計画の発表・見直し、株主総会を通じ企業からの発信が増加する時期であり、日本企業のボトムアップの変化が注目されやすい傾向にある。2023年は、東京証券取引所(東証)が企業価値向上および自己

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: Who is buying Japanese equities?»(2025年6月24日付)を翻訳・編集した日本語版として2025年6月26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。

図表2：北米向け自動車輸出価格は4-5月に大きく低下  
輸出物価指数(自動車1台当たりの輸出価格)、前年同月比



出所: 日本銀行、UBS

自動車セクターと他のBtoCセクターには、大きく異なる点が2つある。第1に、自動車に対する追加関税は25%だが、その他の製品に対しては10%だ(中国からの調達の場合は30%)。第2に、自動車の生産拠点を短期間で移転するのは困難だが、他の製品(日用品など)の調達先は比較的早期に変更できる。日本企業が米国で展開する事業はBtoB(法人向け)が中心で、多くの企業が、関税によるコスト増の大部分を値上げで相殺する計画だ。BtoC製品を手掛ける日本企業でも、生産拠点または調達先を中国から他の地域に移す動きが加速している。こうした企業は、小幅な値上げで10%の関税の一部を相殺できるだろう。我々は2025年度(2026年3月期)の企業業績予想を前期比1%の減益、2026年度(2027年3月期)を同4%の増益とする。ただし、世界の製造業サイクルの回復が予想より早く始めれば、2026年度の業績はさらに大きく回復する可能性がある。

**企業改革と外国人投資家からの資金流入が株価の下支えに**  
マクロ経済の不確実性は市場のボラティリティ(変動率)を高めるとみられるが、企業の自社株買いと外国人投資家からの資金流入が今年後半の株価を支えるだろう。とは言え、外国人投資家にとって、日本株は複数ある分散投資先の選択肢の1つであり、今年度の資金の流入は2023年ほど活発ではないだろう。

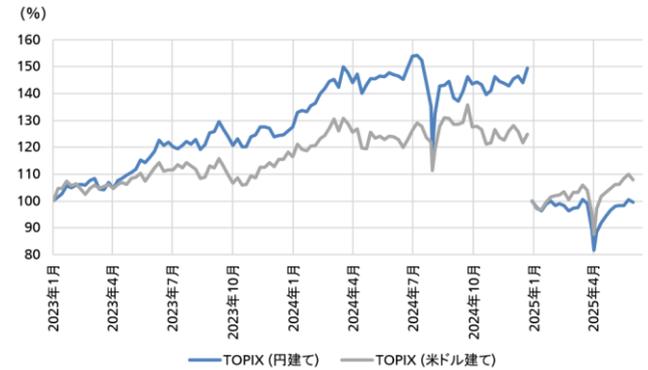
**外国人投資家が日本株を買い越す理由とは？**

理由は大きく3つあると考えられる。

- 米国以外への分散投資:**投資家が米国以外への分散投資を進める中で、日本株はコーポレートガバナンス改革の追い風を受け、魅力的な分散先の1つとして注目されるようになっていく。
- ポジションの調整:**外国人投資家は、2023年年初から構築した日本株のポジションを2024年下期にほとんど解消済みだ。日本株のポジションが軽かったことで、再び買いを入れる余地が生まれている(図表1参照)。
- 為替の追い風:**円は安定して推移するか、緩やかに上昇すると予想されるため、米ドルベースの投資家には、円安ドル高で利益が目減りした過去2年間とは異なり、今年是为替と株式リターン両面から恩恵が期待できる(図表3参照)。

図表3：緩やかな円高傾向は米ドルベース投資家のリターン向上につながる

円建ておよび米ドル建てのTOPIX(2023年1月、2025年1月=100)



出所: ブルームバーグ、UBS

**投資戦略**

市場全体では、ハードデータ(実績に基づく経済指標)の鈍化とともに、7-9月期か、遅ければ10-12月期に短期的な調整があると予想している。一方で、関税政策の進展などによる上振れにも備えるため、引き続き内需と外需のバランスの取れたポートフォリオを勧める。

- **高クオリティ銘柄。**特に、ROEが高く、株主還元を積極的に行っている銘柄を勧める。
- **機械、ヘルスケア、テクノロジーセクターの一部の出遅れ銘柄。**短期的な業績は厳しいが、長期投資家にはバリュエーションが魅力的。
- **ITサービス、不動産などの業績堅調な内需株。**
- **J-REIT。**日本国債の利回りが落ち着きつつあり、投資妙味が増している。

我々は、規律あるバランスの取れたポートフォリオを維持することが、足元の環境を乗り切る最も効果的な方法であると考えている。

## 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