

1Q決算に向け、売られすぎの高クオリティ銘柄を追加

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)

- 東証株価指数(TOPIX)は2,700-2,800のレンジを上抜けし、3月に付けた年初来高値を更新した。外国人投資家による買い越しと、強いモメンタム要因が上昇を牽引した形だ。モメンタムが強い時には、株価はバリュエーションを無視して短期的に大きく上昇する傾向がある。
- しかし、モメンタム相場は急反転する可能性もある。我々は日本株式の投資判断をNeutral(中立)で維持する。外国人投資家の買いの勢いは2023年ほど強くなく、企業業績は短期的には下押し圧力になるとみられる。
- 我々は、日本企業の2025年4-6月期(第1四半期)決算発表が銘柄物色の転換点になるとみている。中期的に良好なリターンが期待できると考え、自動車、機械、ヘルスケアなど、売られすぎの高クオリティな景気敏感株のエクスポージャーを増やした。



出所: UBS

我々の見解

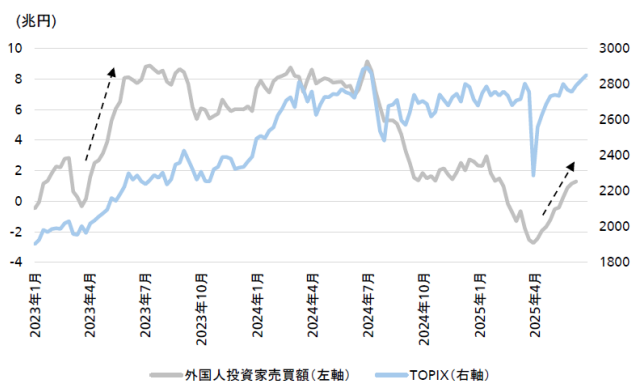
日本株はここ1週間の間に5月中旬以降のレンジ(東証株価指数(TOPIX)で2,700-2,800)を抜け、3月27日に付けた年初来高値を更新した。TOPIXは年初来で3%上昇している。外国人投資家の日本株買い越しが継続していることに加えて、モメンタム要因の影響が強い。他国に後れを取っていた日本株の上昇継続を見て、日本株の保有比率が少なかった投資家が、FOMO(取り残される恐怖)を抱き、上値を追う展開になっているためだと考えられる。加えて、需給的には上昇相場が、ショート(売り)ポジションを取りにくくしている(図表1)。

モメンタムが強い時には、株価はバリュエーションを無視して短期的に大きく上昇する傾向がある。よって、目先ではさらに上昇するかもしれない。

現在のモメンタム相場は2024年前半に類似している(図表2)。当時はAI関連のテクノロジー株が相場を牽引し、円安も株価の上昇を後押しした。TOPIXの株価収益率(PER)は3月下旬に16.3倍まで拡大し、その後も15-16倍で推移して、TOPIXは7月11日に過去最高値となる2,929に達した。その後、為替が急激に円高に転じたことで、株価は急落した。

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

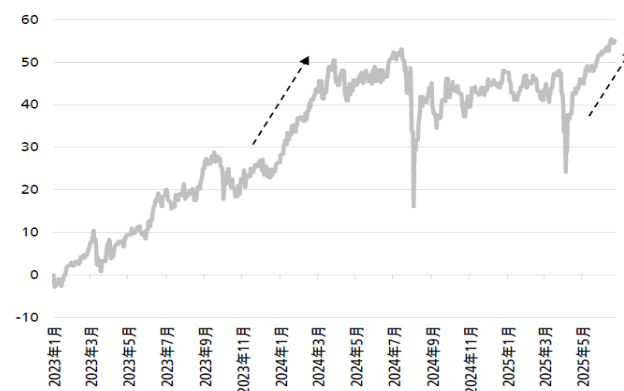
海外投資家の売買動向(現物・先物、2023年からの累積)とTOPIX



出所: 東京証券取引所、ブルームバーグ、UBS

図表2：4月下旬以降、モメンタムがTOPIXの上昇を牽引してきた

TOPIXのモメンタム指数

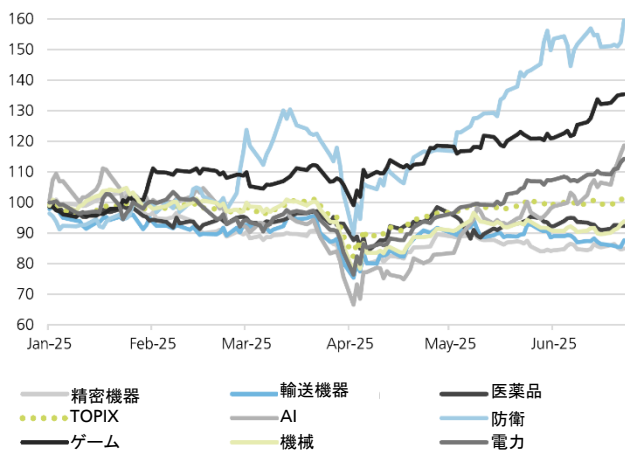


出所: ブルームバーグ、UBS

2025年4月の底値以降のモメンタム相場は、関税の影響が軽微なセクター（防衛、ゲーム、電力・データセンター関連、ITサービスなど）が牽引していたが、直近数週間はAI関連のテクノロジー株に対するセンチメント改善が加わった（図表3）。TOPIXのPERは15.3倍まで拡大している。

図表3：関税の影響が軽微なセクターが上昇を牽引、景気敏感株はアンダーパフォーム

セクター別の年初来パフォーマンス（2025年1月＝100）

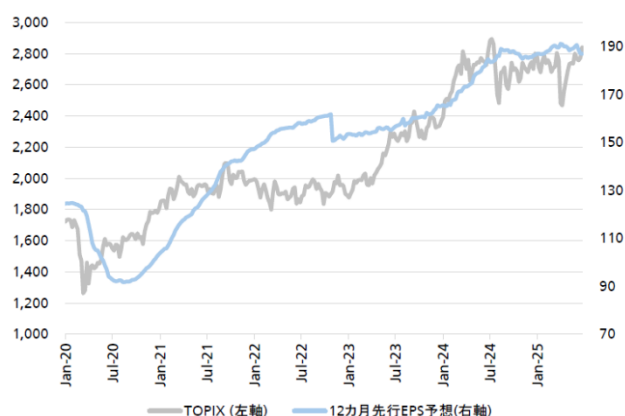


出所：ブルームバーグ、UBS

しかし、モメンタム相場は急激に反転する可能性もある。外国人投資家による買いの勢いは2023年ほど強くなく（詳細は6月24日付日本株式レポート「外国人投資家の日本株買いが継続」を参照）、肝心の企業業績は、ここから短期的に下押し圧力となると考えている（図表4）。

図表4：第1四半期決算後、企業業績のコンセンサス予想は下方修正されるだろう

TOPIX（左軸）、12カ月先行EPS（コンセンサス予想、右軸）



出所：ブルームバーグ、UBS

ただ、日本株は依然として米国株との相関性が高い。米連邦準備理事会（FRB）の利下げ期待の高まりによる米国株の後押しや、米国の相対的に堅調な企業業績、過去最高額を記録した

日本企業の自社株買いが下値を支えると考えており、株価が二番底を付けるような相場は想定していない。

第1四半期決算が物色の転換点に

我々は、7月下旬から始まる日本企業の4-6月期（第1四半期）決算発表が銘柄物色の転換点になると考えている。外需中心銘柄などの景気敏感株は、第1四半期決算で通期会社計画の下方修正が発表され、悪材料が出尽くすと考えている。こうした銘柄は、関税が業績に与える影響が予測しづらいことから、TOPIXを年初来でアンダーパフォームしてきた（図表3）。関税の影響が会社計画に十分織り込まれれば、株式市場は業績の底を確認し、上振れを期待することができるだろう。

関税の影響が軽微な銘柄群は年初来で市場全体をアウトパフォームしており、堅調な業績が株価上昇の要因となっている。しかし、一部の銘柄はバリュエーションが割高圏にある。モメンタム相場が続けばこれらの銘柄のアウトパフォームも継続すると考えられるが、リスク・リターン（リスクに見合ったリターン）の観点で見ると、売られすぎた高クオリティな景気敏感株の方が、中期的には高いリターンを提供すると考える。

投資戦略

我々は企業業績のコンセンサス予想が第1四半期決算以降に下方修正されるとみており、今後数カ月の時間軸で見た場合の上値は重いと考えている。ただ、悪材料が出尽くした後、年末以降に向けては、市場が来期の増益回帰を織り込み始め、株価は回復するとみている。

我々は最近、株価が割安になった高クオリティな景気敏感株を、日本株の銘柄推奨リストに追加した。一方で、不動産株など比較的ディフェンシブ性の高い銘柄は利益を確定し、半導体製造装置銘柄は直近の株価上昇を受けて推奨から外した。

売られすぎた高クオリティ銘柄：短期業績は厳しいが、現在発表済みの関税の影響は概ね株価に織り込み済みである。第1四半期決算で通期会社計画が下方修正されれば悪材料出尽きのきっかけになると考えており、中期的なリスク・リターンは魅力的だ。我々の推奨銘柄には自動車、機械、ヘルスケア、半導体材料などのセクターが含まれる。

業績堅調で独自のドライバーがある銘柄：バリュエーションは割安ではないものの、関税の影響が軽微で、独自のドライバーが堅調な業績を支えており、不確実性の中でも安心感がある。我々の推奨銘柄にはITサービス、小売、銀行などのセクターが含まれる。

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