

日本株の見通しをAttractiveに引き上げ

日本株式

小林 千紗、ストラテジスト; 青木 大樹、日本地域CIO(最高投資責任者)

- 日本株式の投資判断をNeutral(中立)からAttractive(魅力が高い)へ引き上げる。日本国内の構造改革がアルファ(超過収益)創出の源泉としてますます注目されており、国内株式市場を後押しする複数の追い風も見込まれる。
- 構造改革に加え、日本株市場は米国との予想以上に良好な関税交渉の恩恵も受けている。さらに、今後の自民党総裁選を経て、次期政権ではより緩和的な政策が打ち出されるだろう。加えて、米国が利下げサイクルに入ったことや米国経済・市場の底堅さも日本株を下支えする要因となる。
- 主なポジティブ材料としては、次期政権では現政権よりも緩和的な政策が予想されることや、企業業績のコンセンサス予想が想定より早く底打ちしてきたこと、自己資本利益率(ROE)の上昇によるバリュエーションの拡大期待などが挙げられる。



出所: UBS

我々の見解

我々は日本株式に対するポジティブな見方を強め、投資判断をNeutral(中立)からAttractive(魅力が高い)へ引き上げる。米国との関税交渉の進捗が予想以上に良好なことが、これまで慎重姿勢をとる要因となっていた主なリスクを解消した。また、構造改革が海外投資家からアルファ(超過収益)創出の源泉としてますます注目されつつある。今後の自民党総裁選や、実施が見込まれる衆議院総選挙を経て、より緩和的な政策が打ち出されるかもしれない。さらに、米連邦準備理事会(FRB)による利下げや、米国経済・株式市場の底堅さに対する確信度の高まりも日本株を下支えするとみている。このように、直近の上昇にもかかわらず、短期的にはリスク・リターンがより魅力的になったと判断する。

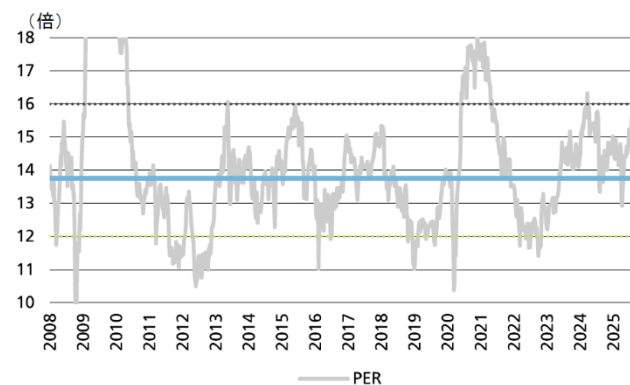
日本株式の短期的なカタリストとしては、次期政権では現政権よりも緩和的な政策が予想されること、企業業績のコンセンサス予想が想定より早く底打ちしてきたこと、そして10-12月期は2025年度(2026年3月期)7-9月期決算発表で自社株買いの加速が見込まれることなどが挙げられる。実際の7-9月期の業績は関税の影響で前年同期比で減益となる見通しだが、市場にとってサプライズにはならないだろう。むしろ、投資家の視点は関税の影響が前年比で軽減する来期の業績回復ヘシフトしていくと考える。

2026年以降を見据えると、中期的なカタリストとして、コーポレートガバナンス改革による自己資本利益率(ROE)の上昇、世界の製造業サイクルの回復による企業業績の拡大が期待できることなどが想定される。株価は直近の上昇を受けて今後数週間は調整する可能性があるが、長期投資家にとっては魅力的なエントリーポイントと考える。

東証株価指数(TOPIX)の株価収益率(PER)は16.0倍と、過去の12-16倍というレンジの上限にあり割安感には乏しいものの、ROE拡大の可能性を織り込めば、このバリュエーションは許容され则认为る。また、世界的にバリュエーションが上昇傾向にある中で、日本株の相対バリュエーションに割高感はない(図表1参照)。

図表1: TOPIXのPER16倍は割安感には乏しいが、過去のレンジの範囲内にある

TOPIXのPER

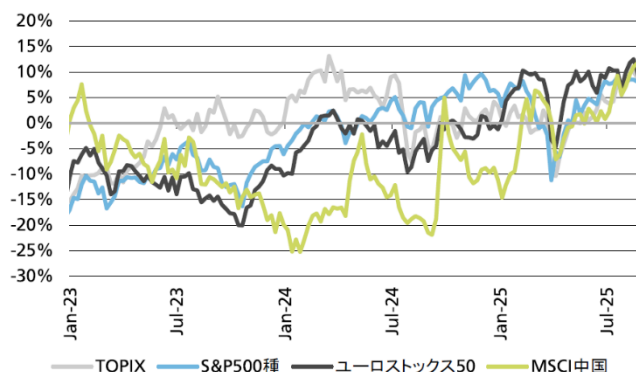


出所: ブルームバーグ、UBS

例えば、S&P500種株価指数のPERの22.5倍と比較すると、TOPIXのPERは29%割安な水準にあり、2020年以降の平均と同水準である。また、米国、欧州、日本、中国といった主要株式市場のPERは、いずれも2020年以降平均に対して約10%割高な水準で取引されており、日本株だけが過去と比較して特別に割高というわけではない(図表2参照)。

図表2：主要株式市場は2020年以降の平均より約10%割高

2020年以降の平均PERからの乖離



出所：ブルームバーグ、UBS

FRBが利下げサイクルにある一方、日銀は利上げが予想されている。ただし、UBS CIOのマクロチームは、日銀の利上げは今後12カ月で合計50ベースポイント(bp)程度の緩やかなペースにとどまるとみている。そのため、政策金利から物価上昇率を差し引いた実質政策金利は利上げ後もマイナス圏で推移することが予想され、バリュエーションの大きな下押し圧力にはなりにくいと考ええる。

短期的なカタリスト

新政権での緩和的な政策見通し

9月7日の石破茂首相の辞任表明を受け、10月4日に自民党総裁選が行われる予定である。首相交代は一定程度株価に織込まれたとみるが、新総裁とその政策については未知数であり株価には織り込まれていないと考える。

本稿執筆時点で3名が有力候補と言われている。44歳で改革志向である小泉進次郎農水相、または成長重視の財政政策とハト派的な金融政策を掲げる高市早苗前経済安保相が選出されれば株式市場はポジティブに反応するだろう。林芳正官房長官は現政権の政策を維持するとみられ、株式市場への影響は中立的となることが考えられる(図表3参照)。

いずれの候補が勝利した場合でも、政策は現石破政権よりも緩和的な方向へシフトする可能性があり、これは株式市場にとって支援材料となると考える。自民党は引き続き少数与党に留まる見込みであり、緩和的な政策を支持する野党との連携が必要となる可能性が高い(詳細は9月12日付日本経済レポート「総裁選2025：バランスか、改革か、成長か」を参照)。

図表3：新総裁の下では現政権より緩和的な政策が予想される

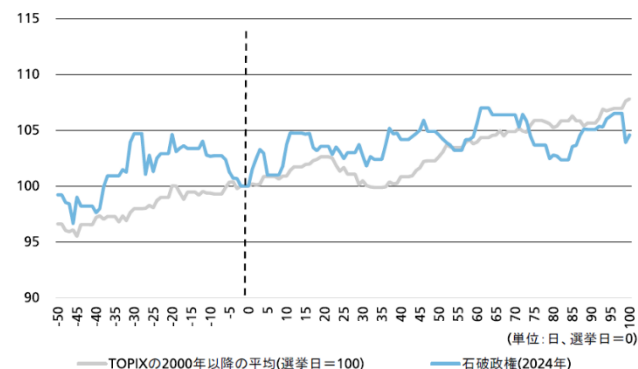
総裁選候補者別のシナリオ分析

候補者名	政策の方向性			市場の反応		
	財政政策	金融政策	構造改革	株式	金利	為替
小泉進次郎	引締め	中立	改革志向	ポジティブ	中立	中立
林芳正	引締め	中立	中立	中立	中立	中立
高市早苗	拡張	緩和的	中立	ポジティブ	上昇	円安

出所：UBS

図表4：変化への期待から、TOPIXは選挙の時期に下支えされる傾向がある

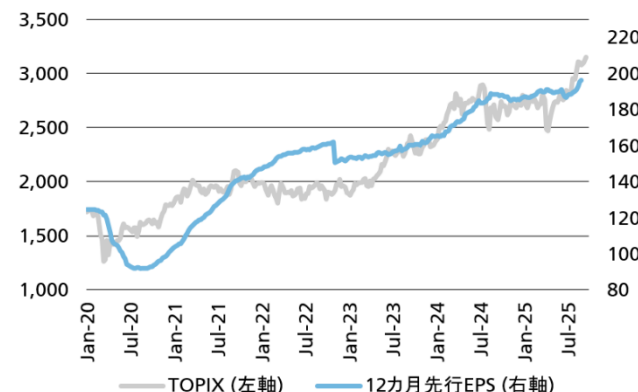
衆議院解散総選挙前後のTOPIXの平均パフォーマンス



出所：ブルームバーグ、UBS

想定より早い業績予想底打ち

これまで、7-9月期(4-6月期決算発表後)が日本企業の業績転換点になると言及してきたが、米国経済の堅調さ、想定よりも緩やかな円高の動き、インフレによるコスト上昇が価格に反映し始めていることを背景に、想定よりも早く底打ちし始めた(図表5参照)。

図表5：日本企業の業績は想定より早く底打ちしている
TOPIX、12カ月先行1株当たり利益(EPS)

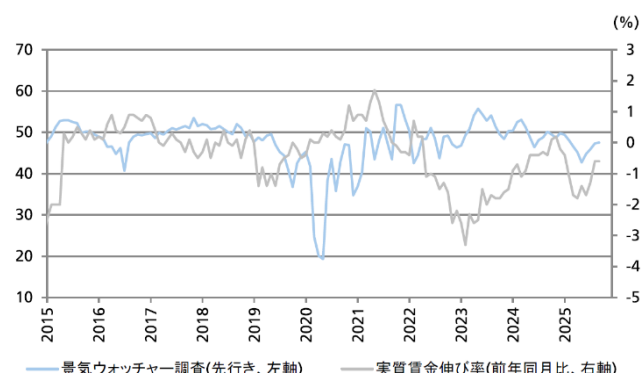
出所：ブルームバーグ、UBS

加えて、景気の先行指標である景気ウォッチャー調査も底打ちし始め、国内のセンチメントは反転しつつある(図表6参照)。実質賃金は依然としてマイナス圏にあるものの、足元では下げ止

まりつつあり、来年の消費回復に対しても前向きな見通しが持てる状況だ。

図表6：景気の先行指標も底打ちしつつある

景気ウォッチャー調査(先行き)、実質賃金伸び率



出所：ブルームバーグ、UBS

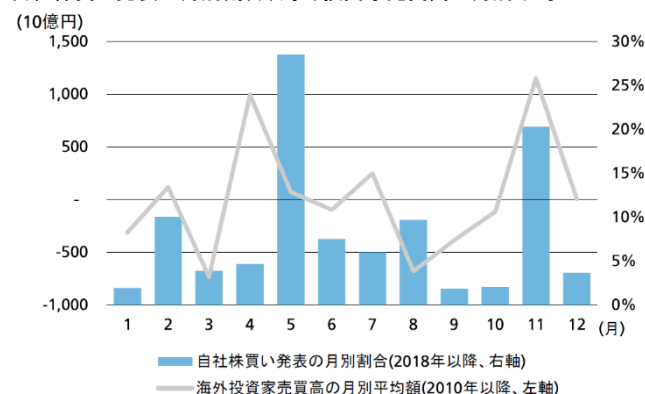
自社株買い加速と季節的な追い風

9月は世界的に株価が弱含みやすい月とされるが、9月を通過すれば、10-12月期は日本企業の7-9月期の決算発表で自社株買いの加速が期待され、株価は下支えされる見通しだ。11月は5月に次ぎ自社株買い発表が多い月である(図表7参照)。

7-9月期の実際の業績は、関税の影響で前年同期比減益となる見込みだが、市場にとっては想定内であり、サプライズにはならないだろう。むしろ、関税の影響が薄れる来期の利益回復を投資家が織り込み始める可能性がある。

図表7：自社株買いの発表は5月と11月に増える傾向

自社株買い発表の月別割合、海外投資家売買高の月別平均



出所：東京証券取引所、ブルームバーグ、UBS

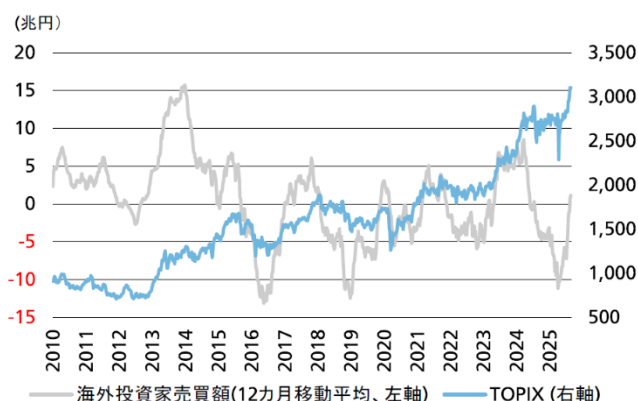
直近数週間は海外投資家の資金流入が一服しているが、これは2024年下期以降、大幅に売り越していた日本株のポジションを中立的な水準に戻したにすぎない。

2023年上期、日本のインフレやコーポレートガバナンス改革に注目が集まった時期は、海外投資家のポジション(12カ月移動平均で計測)は買い越しへと転じた。米国株式市場が底堅く推移し、日本独自の構造的変化でアルファ創出の機会ある現在

の市場環境は当時と類似していると考ええる。さらに、来年には日本のROEがよいよ拡大することが見込まれ、コーポレートガバナンス改革の成果が新たなステージに入るとみている(図表8参照)。

図表8：日本の構造的変化を受け、海外投資家のポジションはさらなる拡大が期待される

海外投資家売買額、TOPIX



出所：東京証券取引所、ブルームバーグ、UBS

中期的なカタリスト

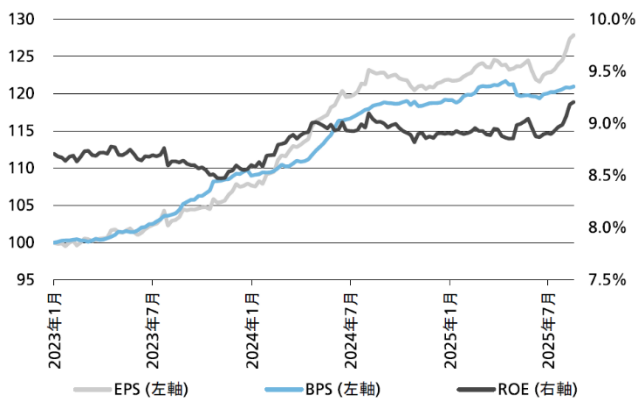
コーポレートガバナンス改革により、来年はROEの拡大が期待できる

2025年度の本決算では、いよいよROEの拡大が期待できる。自社株買いの加速、親子上場の解消、キャピタルアロケーション(資本配分)の変更、不採算事業のリストラなどの取り組みの具体的な効果が、いよいよ数字として出始めると考える。

過去2年間は、円安と業績拡大によってEPS(一株当たり利益)だけでなく、BPS(1株当たり自己資本)も同時に拡大した。その結果、現金保有額が減少してもBPSの拡大によりROEの拡大は抑制されてきた。しかし、最近の円高シフトによりBPSの拡大が鈍化し、EPSの拡大がROE改善に直結する傾向がみられる。構造的なROEの上昇により、日本株のバリュエーションレンジが大きく押し上がることが期待できる(図表9参照)。

図表9：コーポレートガバナンス改革の進展で、2026年はROEの拡大が期待される

EPSとBPSは2023年1月を100とする



出所：ブルームバーグ、UBS

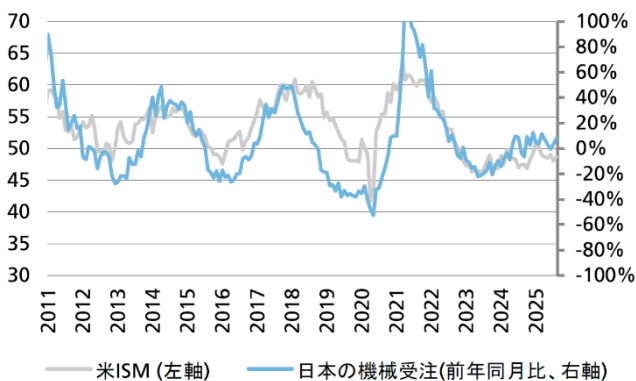
世界の製造業サイクルの回復

日本株の中でも、機械、素材、エネルギー、電子部品など世界の製造業サイクルに依存するセクターの株価はこれまで出遅れていた。これらのセクターはTOPIXの約30%を占めており、製造業サイクルの回復は、来年の日本株の重要な上昇要因だと考える。世界の製造業サイクルは過去3年間低迷が続いていたが、主要国で関税合意がなされたことで、停滞していた設備投資やM&A(合併・買収)などの企業活動が今後活発化する見通しだ。現在の設備投資は、AI関連や、データセンター向けなどの電力関連に集中しているが、より広範囲の投資回復となれば、日本企業の業績拡大につながると期待できる。

米サプライマネジメント協会(ISM)の製造業景況感指数は依然として50を下回る水準が続いているものの、より広範囲の企業を対象とした購買担当者景気指数(PMI)は先行して改善傾向にある。日本の機械受注も前年同月比で増加に転じており、日本企業は特に米国受注が堅調と述べており、改善はまだ緩やかだが、着実に改善の兆候が表れている(図表10参照)。

図表10：日本の機械受注は前年同月比で増加に転じている

米ISM製造業景況感指数、日本の機械受注



出所：ブルームバーグ、UBS

投資戦略

短期的には、日本のインフレから恩恵を受ける銘柄や、独自の成長ドライバーがある内需銘柄(ITサービス、銀行、不動産、メドテックなど)を推奨する。自社株買いや構造改革などに積極的なグローバル景気敏感株(機械、一部自動車とテクノロジーなど)は、バリュエーションが割安であり魅力的なリスク・リターンが見込まれると考える。

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