

# 日本株式

## 自民党総裁選:「ポスト安倍時代」の幕開け?

2018年9月5日

Chief Investment Office WM

Daiju Aoki, Regional CIO Japan; Toru Ibayashi, Analyst

- 9月20日に投開票される自由民主党の総裁選挙は、現職の安倍晋三総裁と元閣僚の石破茂氏の一騎打ちとなりそうだ。
- 我々は安倍氏の当選確率を95%と予想し、再選はほぼ確実とみている。しかし、だからといって海外投資家が日本の株式市場に必ずしも戻ってくるとは限らない。我々は、安倍氏が圧勝するには610票以上が必要だと考える。
- これまでの総裁選の結果を踏まえると、石破氏にとって総得票数の3分の1である270票が重要な意味を持つ数字になりそうだ。270票以上を確保すると、党内における影響力が強まり、次の総理総裁に就任する確率も高まるからだ。

### 我々の見解

自民党総裁選の立候補者は9月7日に正式に告示される。今回は、現職の安倍晋三総裁と元閣僚の石破茂氏の一騎打ちとなりそうだ。メディアによると、投開票は9月20日の予定である。

第3の候補と目されていた野田聖子氏が不出馬を表明したため、今回は第2回(決戦)投票が行われず、自民党国会議員票405票と同数の地方票の計810票による得票数で決定する。大半の自民党議員は安倍氏を支持すると思われ、安倍氏が当選する確率は95%と我々はみている。

しかし、安倍氏の勝利は必ずしも日本の株式市場と日本円に恩恵をもたらすとは限らないと我々は考えている。というのも自民党の党則により、安倍氏は次回の2021年には総裁選に立候補できないからだ。自民党国会議員が石破氏を安倍氏の次のリーダーとみるかどうかは、今回の総裁選の得票数が鍵を握るだろう。石破氏が自民党内でどれだけの影響力を保持できるかこれで決まるはずだからだ。過去17回の総裁選のうち7回では、得票数が2位の候補者がその次の自民党総裁、そして総理大臣になっている。したがって、今回の選挙は「ポスト安倍時代」の幕開けになると思われる。

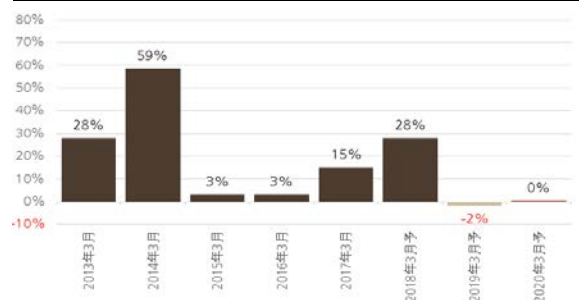
最近の総裁選の結果を踏まえると、石破氏にとっては総得票数の3分の1である270票が重要な意味をもつ。3分の1の得票数を確保できれば、党内における影響力が強まり、次の総理・総裁就任の確率も高まるだろう。その一方で、もし石破氏の得票数が200票(総得票数のおよそ4分の1)を割るようなことになると、石破氏の政治力は弱まり、次期総理総裁の目はしばむというのが我々の見解だ。

### ベンチマーク/主要予想/投資テーマ

- CIOのベンチマークはMSCIジャパン指数である。
- 我々は、日本企業の2018年度(2019年3月期)当期利益を2%減益と予想する。
- 現在の日本企業全体のバリュエーションは適正水準にあるとみているが、今年はこの先利益の伸びが減速すると予想する。また、アベノミクスの勢いが弱まる中、政局の不透明感も高まっている。よって、日本株への投資には慎重な銘柄選定を勧める。

### 図表1: 日本企業は6年間増益が続いたが、今期は小幅減益を見込む

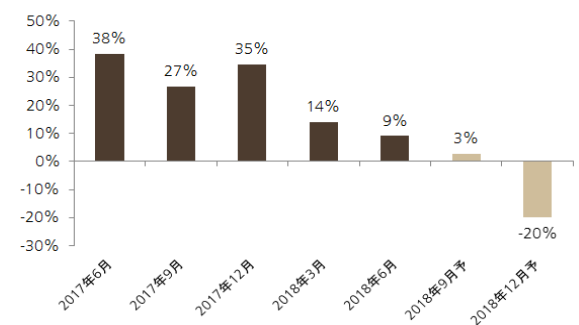
(TOPIX500構成銘柄(金融除く)の当期利益伸び率、コUBS予想、前期比、%)



出所: ブルームバーグ、UBS、2018年9月6日現在

### 図表2: 日本企業の純利益の伸び率は減速している

(TOPIX500構成銘柄の四半期別、純利益伸び率(業績発表済み255社)、前年同期比、UBS予想、%)



出所: ブルームバーグ、UBS、2018年8月9日現在

# 日本株式

## 自民党総裁選のシナリオとその意味

以下は、我々が想定している選挙結果のシナリオとその影響である。

**・シナリオ 1(確率 15%)**: 安倍氏が地滑りの勝利を収める(石破氏の獲得票が 200 票に満たない)

**市場にはポジティブ**: 自民党内の安倍氏の影響力が拡大するだろう。財政拡大と日銀の金融緩和継続への期待から市場は好反応を示し、アベノミクスを支える政治的基盤が拡大する。

**・シナリオ 2(確率 50%)**: 安倍氏は勝利するが、石破氏が 200 票以上を獲得、ただし 270 票には届かない。

**市場には中立**: これが我々の基本シナリオだ。市場への影響は中立となる可能性が高い。総裁選後に安倍氏はアベノミクスをさらに推し進め、2019 年には消費税を 10%に引き上げる。財政スタンスは拡張気味になり、金融緩和政策が続くが、大幅な規制緩和は望めそうにない。

**・シナリオ 3(確率 30%)**: 安倍氏がかろうじて勝利する(石破氏は 270 票以上を獲得する)。

**市場にはネガティブ**: 石破氏が総投票数の 3 分の 1 以上を獲得すると、自民党内での影響力が拡大する。その結果、市場でアベノミクスの終焉が意識される可能性がある。

**・シナリオ 4(確率 5%)**: 石破氏が勝利し、406 票以上を獲得する。

**市場には非常にネガティブ**: 石破氏が勝利すると市場には衝撃が走り、財政政策と金融政策へのタカ派的なスタンスと政治的な不透明感が嫌気されると思われる。これまで石破氏は、日銀が出口戦略の議論を開始すること、また政府が財政再建計画の強化を促すことを支持してきたからだ。

表 1: 総裁選の投票結果予想 及び考えられる影響

ポジティブ		可能性	安倍氏支持	石破氏支持	日本株への影響	為替への影響	
↑	安倍氏支持	圧勝	15%	>610	<200	ポジティブ	やや円安
		現状維持	50%	540 - 610	200 - 270	中立	中立
		僅差勝利	30%	<540	>270	ネガティブ	やや円高
ネガティブ	石破氏勝利	5%	<405	>406	非常にネガティブ	大きく円高	
総得票: 810							

## 日本株への影響

間近に迫った自民党総裁選は投資家が現在予想しているよりも大きな影響を日本株に及ぼす可能性がある。というのも結果如何でアベノミクスの運命が決まるからだ。もし安倍首相が勝てばアベノミクスは生き延びるが、もし破れると、後任となる石破氏はこれまでの経済政策の方針を反転させる可能性が高いからだ。したがって、市場への影響がプラスかマイナスかは選挙結果、具体的には得票数に左右されると我々は考える。安倍氏が圧勝すればプラスに、そうでない場合はマイナスに作用するだろう。

上述したように、安倍氏が自民党総裁に再選される確率は 95%だと我々はみている。とは言え、海外投資家が日本の株式市場に再び資金を戻すとは限らない。海外投資家が市場に戻るのは、安倍氏が 810 票のうち 610 票以上を獲得し、石破氏に圧勝した場合だけだと考える。

# 日本株式

海外投資家は年初来の8カ月で日本株を7兆5,000億円(680億米ドル)売り越し、日本株の最大の売り主体となっている(図表3参照)。これは、外国人投資家の間ではアベノミクスが続くとの期待感が薄く、安倍政権の政治基盤が盤石ではないという見方が強いことを反映したものだ和我々は考えている。2017年10月の総選挙で自民党が地滑りの勝利を上げた際には、その後2カ月で2兆円の資金が日本株に流れ込んだ。今回、安倍氏がもし610票以上獲得すると(石破氏の得票数が200を割ると)、外国人投資家のセンチメントは改善し、株式市場は短期的に反発するだろう。しかし、仮に540票に届かないと(石破氏が270票以上獲得すると)、自民党内のアベノミクスへの支持が低下し、「反安倍派」の勢力が伸びていると解釈され、市場はネガティブに反応するとみている。以上のように、今回はどちらが勝つかよりも得票数の方が重要だと我々は考える。

アベノミクスの継続性はもちろん、量的緩和策と拡張的な財政政策の組み合わせが日本株にとって最も望ましいシナリオになると思われる。石破氏の経済政策はまだ不明点が多いが、財政拡張政策には反対の立場だということはわかっている。したがって、石破氏の政治的立場が強くなった場合、市場はそれを不確定要因の高まりと捉えるはずだ。

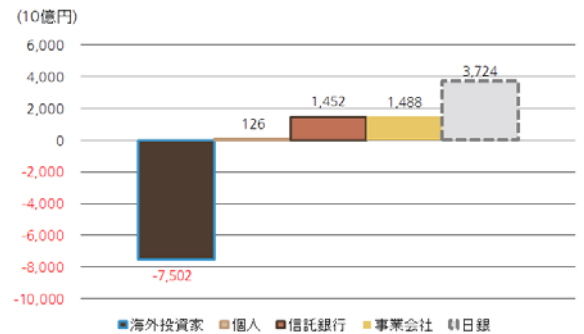
## 日本企業の収益見直し

我々は、日本企業の収益見直しには慎重な姿勢を崩していない。日本企業は現在、収益性は改善しているものの売上高は伸びておらず、さらに利益の拡大もそろそろ終了しようとしているからだ。2018年度(2019年3月期)には、人件費、原材料費、減価償却費が増加するとともに、法人税の負担も上昇する。純利益の伸びは年々鈍化しており(図表1と2参照)、今年の10-12月期には減益に転じる見込みである。

我々は日本企業の2018年度(2019年3月期)当期利益を従来予想の4%減益から2%減益に修正した。2018年4-6月期に予想以上にドル高円安が進行し、想定以上に企業利益が好調だったためだ。また、2017年の旺盛な中国企業からの機械受注が寄与し、2018年4-6月期にはコンセンサス予想を上回る企業利益を計上したと考えている。しかし、今年は年初からの6~8カ月で中国企業の設備投資の伸びが鈍化しており、今後数カ月でこうした押し上げ効果も薄れるだろう。

以上をまとめると、日本株の投資にあたっては、慎重な銘柄選択を勧める。我々は、高配当利回り銘柄と、最近注目を浴びている投資テーマである「デジタル決済」の関連企業に注目している(8月29日付レポート「デジタル決済の価値」も参照)。グローバルな戦術的資産配分では、日本株式のニュートラルを継続する。

図表3: 今年海外投資家が日本株の最大の売り主体 (2018年年初来、10億円)



出所: 東京証券取引所、ブルームバーグ、2018年9月4日現在

## Appendix

### 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS CIO ウェルスマネジメントリサーチが作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券株式会社（以下、「当社」）のほか、その業務委託先である UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。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。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。UBS AG（以下、「UBS」）および UBS グループ内の他の企業（またはその従業員）は随時、本レポート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、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポート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。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、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。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。

### 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 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会

UBS 証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルスマネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大 1.00%（税抜）、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.25%（税抜）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の手数料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。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。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。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限 3.00%（税抜）です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬（信託報酬）があり、各ファンドの平均純資産額の年率 2.34%（上限）（ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。）およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場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。

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 1%または 1 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 2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先である UBS 銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

### 金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等: ユービーエス・エイ・ジー（銀行）東京支店、登録金融機関: 関東財務局長(登金)第 605 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2018 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、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 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。