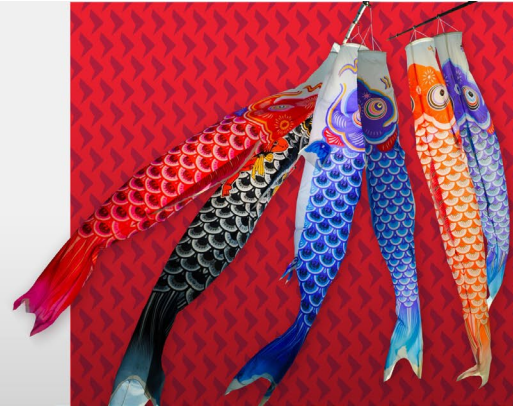


# 日本株への6つの問い



**Ivailo Dikov**

日本株式運用 責任者  
イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール)



**Oliver Lee**

クライアント・ポートフォリオ・マネジャー  
イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール)

本レポートでは、私たち日本株式運用チームが、日本のように景気敏感銘柄が多い市場において長期的に大きな超過収益(アルファ)を得るためには、差別化された規律あるアクティブ運用によるバリュエーションを重視した銘柄選定のアプローチが奏功する理由について説明します。

## 1. バリュエ株投資の復活の兆しにより、日本株への関心が再び高まっています。このトレンドは持続可能でしょうか？

2020年後半から見られた投資家による旧来型セクターやバリュエ株への移行の動きは、相対的に景気敏感銘柄の比率が高い日本株に恩恵をもたらしています。現在のインフレと金利上昇の市場環境下では、投資家は長期的な収益成長が見込まれる企業に注目するため、バリュエ株を下支える状況が続いています。

とは言うものの、私たちはこうした市場トレンドに流されることなく、常に多くの投資機会を発見してきました。日本には良質な収益源を持つにもかかわらずミスマリス(株価が割安で適正価格から乖離した状態にあること)な状態にあり、投資家からの人気を得ていない銘柄が多数あります。また、日本企業のポジティブな変化も過小評価されています。しかし、こうした日本株に投資を行う、ある意味で『忍耐強い投資家』は、現在の日本株には大きな上昇余地が残されているため、その恩恵を享受できる可能性が高いと言えます。

また、市場のリスク認知や期待の変化によって、市場価格と本源的価値との間に大きな乖離が生じた場合にも、魅力的な投資機会は存在します。私たちは、このような価格変動の好機を特定し、それを投資に活用することに重点を置いており、これは私たちの運用スタイルの優位性と言えます。投資家は、市場トレンドに流されることのない規律を重んじる長年の実績を持つ運用会社を選択するべきです。

## 2. すべてのバリュエ株が良い投資先とは限りません。勝者をどのように見極めるのでしょうか？

アクティブ運用アプローチにより、バリュートラップと割高な企業の両方を回避することを目指します。バリュートラップとは、ここでは株主への還元を重視していない企業を指します(こうした企業は、株価が割安な水準にありながら、収益力がほぼ永続的に低下し、以前の収益性と評価水準に戻る可能性が低い)。また、著しく割高な企業も同様に、たとえ収益性や財務の健全性が高い『クオリティ銘柄』であったとしても、長期投資家にとっては避けるべき投資先です。

投資家はバイアスを持ちやすいので、私たちはミスマリス時の投資家の行動特性を明確に理解することから始め、市場全体との相対的なバリュエーションの異常値に注目することに努めます。また、企業の長期的に持続可能な収益傾向を分析します。

もし投資先企業の収益が長期的に持続可能であると判断した場合には、超過収益(アルファ)を確保するために投資を継続します。

私たちのアクティブ運用プロセスでは、ポートフォリオ構築に際して規律あるアプローチをとり、定期的に一部の『勝ち組銘柄』を利益確定し、その収益をより上昇余地のある新たな銘柄に配分しています。日本は市場流動性の高い株式市場であるため、容易に実行することができます。これは、TOPIX(東証株価指数)のパッシブ運用で一般的に行われる構成銘柄(約2,000銘柄)のウェイトバランスを調整するよりも、洗練されたアプローチであると私たちは考えています。

### 3. 現在のマクロ経済環境は、日本の株式市場にとって好ましいのでしょうか？

日本の2023年の実質GDP成長率の予測値は1.8%と先進国の中では相対的に高い水準にあります<sup>1</sup>。世界的な景気減速圧力に直面しても、ある程度の回復力があるはずです。一方、インフレ率は、2023年1月の消費者物価の上昇率が前年同月比で4.2%と41年ぶりの水準となった後、鈍化の兆しを見せています。それでも、日銀の目標値である2%を大きく上回っています。

円相場は、2022年10月に1米ドル150円台と30年以上ぶりの水準となる米ドル高円安が進み、その後、現在の1米ドル130円台(2023年4月6日時点)の水準まで円高が進むなど、ここ1年ほどで大きく変動しています。円安は輸出企業の収益にはプラスではありますが、国内企業や消費者にはマイナスに作用します。もともと輸出企業が多かったため、日本の上場企業全体の平均で見ると、円安は企業収益にとってプラスとなりますが、日本企業の海外生産移転などを背景に、その影響は時代の変化とともに減少してきています。

2022年12月に日本銀行は、緩和策の一つとして抑えてきた長期金利の上限を、これまでの『0.25%程度』から『0.50%程度』へ引き上げたため、金融市場はこれを事実上の利上げと受け止めました。事実上の利上げは市場にとってサプライズとなり、円高につながりました。また、2023年にさらなる金融引き締めが行われる可能性があります。特に、日本銀行の新総裁が金融引き締めに積極的な『タカ派』に転じた場合、その可能性が高いと考えています。

日本企業の国際競争力は依然として非常に高い水準にあります。当社のバリュエーションモデルでは日本企業の対米ドル想定為替レートを110-120円としているため、円相場が長期的な平均レベルに収れんし、円高が進むことは懸念していません。円がより安定的に推移することで、これまで日本株への投資を回避してきた海外投資家が日本株に回帰してくれることを期待しています。

### 4. 企業収益の見通しと、投資機会についてはどのように考えていますか？

短期的には、国内の経済活動再開を受けた景気回復、個人消費の底堅さ、中国の経済活動の正常化、最近の賃上げなどが、日本企業にとって追い風となります。サプライチェーンの正常化、原材料・物流コストの低下、コスト上昇分を値上げを通じて消費者に転嫁できるようになったことも、企業収益にとってはプラスに働くはずです。企業の利益率は改善し、収益の長期的な上昇基調は維持されています。

また、『コロナ禍での家計の過剰貯蓄』と『ペントアップ(先送り)需要』は、国内のショッピングモール事業者に利益をもたらし、『世界的な供給制約の継続的な解消』は、製造業、特に自動車メーカーに利益をもたらすでしょう。中国の需要回復に応える鉄鋼・化学メーカーに加え、訪日観光関連企業も恩恵を受けると予想されます。

なお、最近の日本の金融機関の売りは、3月の日銀の金融政策決定会合で現状の緩和策を維持するとの決定を受け、それまでの政策修正思惑の影響(イールドカーブのスティープ化)が後退し、フラットなイールドカーブがしばらく維持されるとの見方から銀行融資の利ザヤ縮小懸念によるところが大きく、米シリコンバレーバンクの破綻や欧州クレディ・スイス・グループの救済といった米欧の金融システムへの懸念が波及した結果ではありません。私たちのチームは、リストラやコスト効率化の恩恵を受け、金利リスクを適切に管理し、満期保有証券への積極的投資を行っていない銀行を引き続き選好しています。

### 5. なぜ今、先進国市場の中で日本に投資するのでしょうか？

日本は、時価総額ベースで世界第3位の株式市場です。また、TOPIXの構成銘柄数は2,000社を超え、その市場は非常に流動性が高く、深みと幅を有している市場です。日本は過去10年間、一株当たり利益の成長率で他の先進国市場を凌駕してきました。しかし、日本株は最も軽視され、過小評価され、市場規模に比べて過度に投資額が小さい市場の一つとなっています。日本の株式市場は2022年、MSCIジャパン指数(円ベース)で年間約4%の下落でした。これは、米国がMSCI米国指数(米ドルベース)で約20%の下落をしたのに比べれば、『比較的健闘した』パフォーマンスであったと言えます。このレジリエンス(強じん性)は、コロナ後の経済再開が遅かったこと、円安であったこと、そして日本には、米国市場でみられたようなハイテク銘柄を中心としたグロース株の過熱相場がそれまで無かったことに起因しています。

バリュエーションも大きな理由の一つであり、日本株は過去平均や他の市場との比較において依然として割安な水準にあります。企業の業績予想の大幅な上方修正とファンダメンタルズの改善にもかかわらず、日本株は再評価されず、相対的に非常に魅力的なバリュエーション水準で取引されています。注目すべき点は、投資開始時のバリュエーション水準が低いほど、その後の魅力的なリターンに享受につながる可能性が高いという点です。

日本におけるコーポレート・ガバナンス改革は、コスト削減、バランスシートの再構築、より効率的な資本配分を促し、配当の増加や自社株買いをもたらし、これらすべてが株主価値を下支えしています。最近、私たちはいくつかの日本企業のCEOとミーティングを行いました。物価や金利の上昇など、日本にとって新しい局面を迎えているように感じられました。

長期的には、日本企業は中国を除くアジアの中心のポジションを占め、金融、小売、消費財の成長といったテーマだけでなく、工場の自動化、インフラ、エネルギー転換といったテーマへの支援を通じて、アジア経済の成長ストーリーを下支えし、その機会に参加することができ

## 6. 主なリスクについて教えてください。

最大のリスクはコーポレート・ガバナンス改革の減速ですが、私たちは、この改革が持続可能な形で進む『勢い』と『複数の推進力』があるとみています。後者の推進力とは、政府の支援、株式持ち合いの解消、株主アクティビズムの活発化、企業の財務的持続可能性に大きく貢献する企業再建、従業員のモチベーション向上、株主還元策などが含まれます。一方で短期的リスクとしては、日本は相対的に景気敏感銘柄の比率が高い市場であるため、景気後退リスクが挙げられますが、現時点でのファンダメンタルズはよりレジリエント(強じん)な状態にある模様です。

投資家はバイアスを持ちやすく、市場では企業の『本源的価値』と『価格』が乖離してしまう不合理な時期があります(例:2020年3月のコロナ禍での下落局面や2021年にみられた米国のテクノロジー株を中心としたグロース銘柄の高騰)。市場混乱と無差別的な売りは、一般的に短期的な過度の悲観主義が、企業の長期的な収益を過小評価する結果となり、魅力的な投資機会を提供します。

(データ出所)

1. IMFによる『世界経済見通し(World Economic Outlook)』2023年1月

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

### <当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。