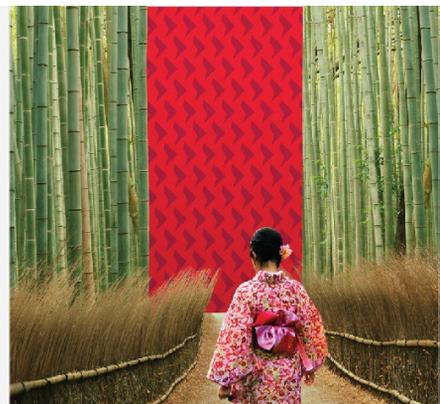


invested in insights.

eastspring
investmentsA Prudential plc (UK) company 

日本株投資： 条件は整ったか？

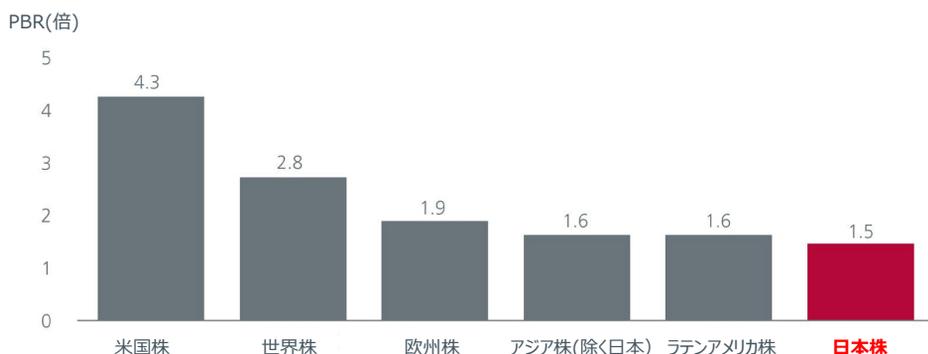
**Ivailo Dikov**日本株式運用 責任者
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）**Oliver Lee**クライアント・ポートフォリオ・マネジャー
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

日本株は過去20年間で最高水準の資金流入を記録しています。日本経済のファンダメンタルズの改善はさておき、景気循環面での追い風と構造改革が依然進行中であることがこうした動きを後押ししています。日本株は年初から力強い上昇を遂げていますが、私たち日本株チームはまだ上昇余地はあるとみています。

外国人投資家からの日本株への資金流入を背景に、日本株市場は33年ぶりの高値に押し上げられました。

年初来、MSCIジャパン・インデックスは米ドルベースで11.6%のリターンを記録しています¹。力強い相場上昇の後、日本株のバリュエーションは株価収益率(PER)でみた場合、6月末時点で過去10年間の平均値である約14倍に達しており、この点においては割安とは言えない面があります。

しかし、景気循環調整後PER(CAPER)は依然として過去平均を下回る水準にあり、さらに株価純資産倍率(PBR)でみると日本株は1.5倍と、欧州株の1.9倍、米国株の4.3倍よりも割安な水準にあります(図表1参照)。

図表 1: 日本株はPBRで割安な水準にある

出所：IBES MSCI Indices、Refinitiv Datastreamのデータ(2023年6月30日)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379号／加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

230817 (02)

invested in insights.

現在の日本株のバリュエーション水準は、“超格安”というよりは“魅力的”な水準、と私たちは評価しています。長期投資の対象として、日本株は依然として非常に底堅く、上値余地が大きいことを裏付けています。

日本株ブームを支える追い風

現在の『日本株ブーム』を支える要因は他にもいくつかあります。まず、開放経済国である日本が世界情勢の恩恵を受けている点は注目に値します。世界経済は依然として比較的到底堅い状況にあるのです。

一方、日本の経済成長率は市場予想を上回り、2023年5月の経常黒字は貿易赤字の縮小と投資収益の増加により前年同期比で2倍以上に拡大しました。さらに、日本のコロナ禍後の経済活動の再開は今年から本格的に始まったばかりで、2023年第2四半期に向けて加速し、国内経済を押し上げています。さらなる成長の余地は十分にあるといえます。

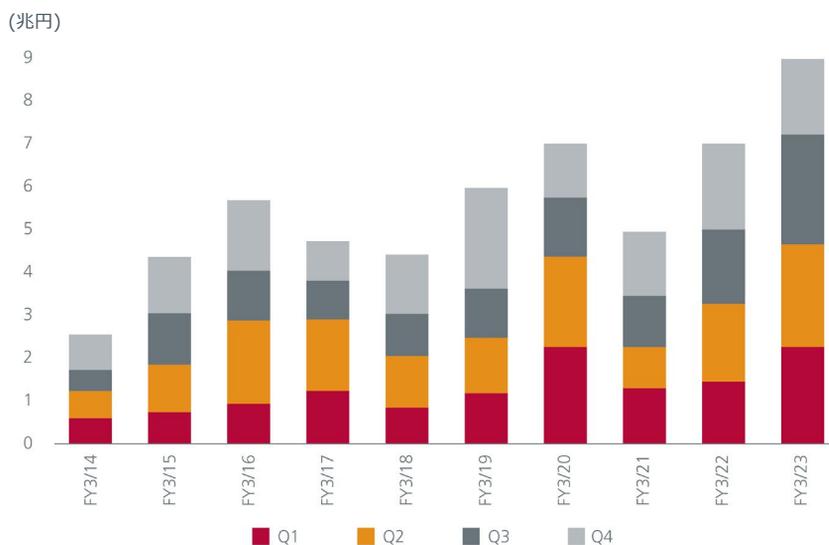
インバウンド(訪日観光客)の増加も、もう一つの大きな成長ドライバーとなるでしょう。インバウンド観光客による1人当たり消費額は2023年第1四半期に過去最高を記録しました。今後、中国人観光客が本格的に戻ってくれば、消費額はさらに拡大することでしょう。コロナ禍以前は、中国人観光客がインバウンド最大の消費者であり、入国者数の30%を占めていたのです。

日本企業の価値を解き放つカタリスト(材料)

東京証券取引所(東証)は2023年1月、株価純資産倍率(PBR)の低迷が続く企業に対し、バランスシートの改善計画を開示するよう勧告し、日本企業への圧力を強めました。その結果、日本では巨額の自社株買いが進みました(図表2参照)。この傾向は今後も続く予想され、コスト削減やリストラを発表する企業が増えることはポジティブに私たちはみえています。日本ではある意味で『横並び文化』が根付いているため、経営陣の多くは東証の目標に沿うようモチベーションを高め、将来的にはより株主重視の姿勢を強めることが予想されます。

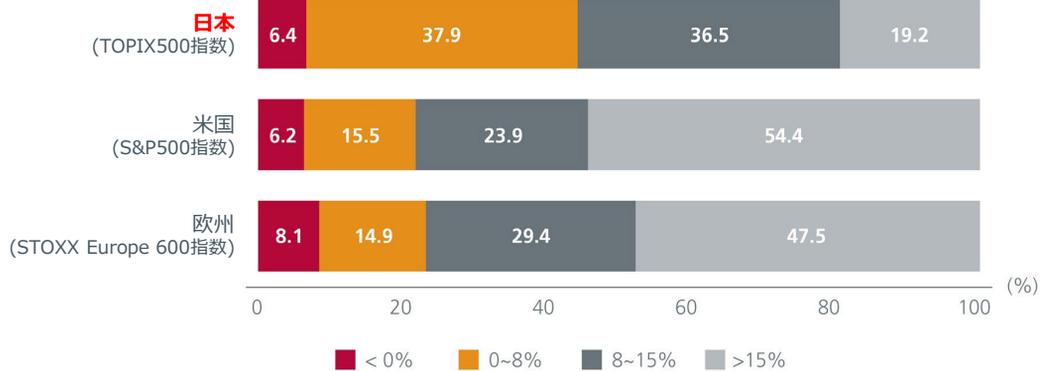
東証からの改善要請の後押しとは別に、日本企業はモノ言う株主(アクティビスト)の動きの活発化からも圧力を受けています。株主からの積極的な経営関与は、経営陣の質の向上をさらに促進するはずですが。現在、日本企業の50%は株式時価総額が純資産額を下回る『PBR1倍割れ』で取引されており、非金融企業においては手元資金から有利子負債を差し引いた『ネットキャッシュ』が自己資本の20%を超える企業の割合は約40%に達しています²。このことは、自社株買いが勢いを増す中、投資家にとっては魅力的な投資機会が豊富にあることを示唆しています。

図表 2: 2023年3月期の日本企業の自社株買いは増加



出所：CLSA、Bloomberg L.P. のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

図表 3: 課題となっている日本企業の低ROE



出所 :Bloomberg L.P.、Citi Research のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。
※直近12か月間のデータを使用。

日本企業の底上げに向けて

低い株主資本利益率(ROE)は、日本への投資を躊躇させる大きな要因となっています(図表3参照)。一部の調査によると、日本企業が株式の持ち合いを半減させ、ネットキャッシュ/株式時価総額が欧州並みの水準になれば、ROEの平均を現在の8~9%から11~12%に改善できるとしています³。PBRも調整され、欧州並みの水準へと向上する可能性があります。

企業の営業利益率も注目すべき点です。日本企業は、デフレ環境、資本配分や事業ポートフォリオの焦点不足、業界内の統合不足のため、利益率が低い傾向にあります。不採算企業の再編には合併・買収(M&A)が必要ですが、企業、特に中小企業は経営維持のためにこれを拒否することが多い傾向にあります。しかし、経済産業省はM&Aを促進する施策を検討しています。

一方、米国の景気後退が間近に迫っているとの見方が後退したことなどを背景に、日本企業の業績見通しは改善しました。実際、インフレ調整後の1株当たり利益の伸びは、米国のS&P500指数の年間4.8%に対し、東証株価指数(TOPIX)は過去10年間、年間9.9%を達成しています⁴。

インフレに対するポジティブな見方

日本のインフレは拡大し、より粘り強いものとなっているようです。これにより、昨年輸入インフレの悪影響を受けた企業が価格設定を引き上げたため、利益率に恩恵をもたらしています。設備投資環境も改善しており、長期的なテーマとしては『グリーントランスフォーメーション(GX)』と友好国と供給網を再構築する『フレンドシャイアリング』が浮上しています。

これは特に化学品、資本財、製造業の企業に当てはまり、インフレ圧力の材料となります。

同様に、日本の生産年齢人口が減少し、賃金に上昇圧力がかかる中、労働市場は依然として非常に逼迫しています。雇用情勢指数はあらゆる産業で労働者不足を示しています。これは、デフレ時代から持続的に脱却するための重要な鍵であり、日本がデフレから脱却するための“最高のチャンスの到来である”と私たちは考えています。

さらに、インフレ率が40年ぶりの高水準へと上昇するなか、日本の個人投資家は資産価値を守る必要性に気づき始めています。個人投資家の長期投資を奨励する新たな税制優遇制度(新NISA)は2024年1月に施行され、より多くの個人投資家が株式市場に戻ってくるはずですが、日本では家計資産の50%以上を現預金が占めており、米国の同14%とは対照的な結果となっています⁵。

金融政策正常化に向けた動きの影響

7月下旬、日銀はイールドカーブ・コントロール(YCC)をさらに微調整すると決定しました。従来、日銀は10年国債利回りの変動幅を0%の“目標値”から「±0.5%程度」としていましたが、本決定では「±0.5%程度」を“目途”とする、とより柔軟化しました。これにより、今後はより柔軟な金融政策が可能となり、金利は1%に向かう可能性があります。ここ数年のマイナス金利によるある意味で“異常な金融政策”を経て、日銀の植田総裁が慎重かつ漸進的にはありますが正常化への道を切り開くことに意欲的であることを示しています。

invested in insights.

金利上昇は、長い間マイナス金利環境で運営されてきた金融業にとって明らかに有益であり、たとえ円が対米ドルで130円台に向けて上昇したとしても、ほとんどの輸出企業にとっては依然として快適な為替水準であることは留意する必要があります。インフレと経済成長が日銀の目にはより持続可能であることが明らかになり始めているのであれば、これは消費者と投資家の両方のセンチメントにとってポジティブであるとみるべきです。私たちは日銀の金融政策正常化が日本株の長期投資を損なうとは考えておらず、長期的な構造的追い風が数多くあることを考えると、日本株は底堅いとみています。

待ち受ける魅力的な投資機会

グロース株とバリュー株のバリュエーション面での格差(バリュー株はグロース株に比べて過小評価)は、過去の水準と照らし合わせてもまだ大きい状況にあります。私たちはバリュー株と中型株には多くの投資機会があり、ビジネス・サイクルと持続可能な収益に基づいて企業評価を行っています。

日本はまた、米中間の緊張が高まった場合の影響に対処する体制も整っています。中国と米国はともに日本の重要な貿易相手国であり、日本は両国にとって必要な技術、すなわち電気部品、材料、機械などを供給しています。

日本株は、長期投資の投資対象として引き続き底堅い投資先であり、現在の日本株のバリュエーション水準は、“超格安”というよりは“魅力的”な水準にあると私たちは評価しています。多くの外国人投資家は、日本株の恒久的なポジションをポートフォリオに組み入れたいと考えています。継続的な自社株買いは配当利回りに自社株買いも考慮した『総還元利回り』を2.5%以上押し上げ、日本の個人投資家の株式市場への回帰を促すことでしょう。

日本株への高い需要は今年後半も続くことでしょう。相場の一時的な下落局面は投資家にとっての魅力的な買い場となることでしょう。日本株は長期的に低迷していたバリュエーション水準から、プレミアムで取引される局面が到来したのかもしれない。

(データ出所)

1. Bloomberg L.P. (2023年7月21日)
2. CLSAのレポート『Japan's on a roll』(2023年5月)
3. Nikkei Quick, Bloomberg L.P., Citi Research.
4. CLSAのレポート『Japan's on a roll』(2023年5月)
5. CLSAのレポート『Japan's on a roll』(2023年5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。