

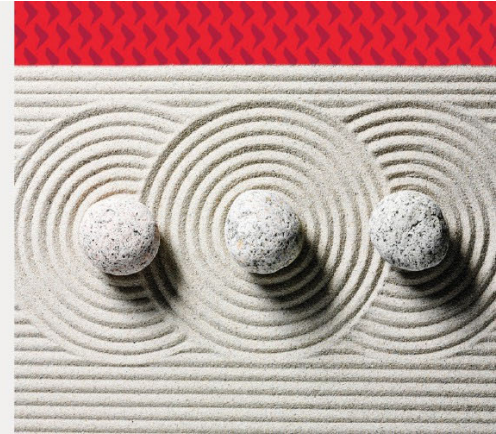
invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



日本株式市場の魅力を探る： 投資を継続すべき理由

**Ivailo Dikov**日本株式チーム・ヘッド
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

ポイント

- ▶ 米国の関税による影響が日本経済に及ぶと予想されており、貿易の不確実性が国内志向の企業に有利に働く可能性があります。
- ▶ 名目賃金の伸びが過去30年間で最高水準に達しているため、将来的には消費者支出が経済成長のより確かな推進力となる可能性があります。
- ▶ バリュエーションとファンダメンタルズの観点から、日本株は現在のグローバル環境の中で投資家にとって魅力的な投資機会を提供し続けています。

1. 米国の関税への懸念が日本株に重くのしかかっています。日本経済と市場の見通しはどうでしょう？

関税がこの水準に留まる場合（交渉による譲歩や免除がない場合）、世界的な需要が減少すると予想されることから、日本の経済成長に予想以上の重荷となる可能性があります。市場参加者は、関税が世界全体の経済にどの程度影響を与えるかについて様々な見解を持っており、主な推計では世界のGDP押し下げ効果は0.2%から0.7%程度とみられています。日本が影響を受けることは間違いないでしょうが、ほとんどの人はその影響が他の国や米国に比べて小さいと予想しています。

企業の観点から見ると、米国向け輸出の大部分を占める自動車、鉄鋼、機械産業が関税から最も大きな打撃を受けると予想されています。予測が難しいのは、米国および世界的な景気減速が起こった場合に、国内向け企業および輸出企業の利益に対して、どの程度継続的な影響があるか、という点です。

日本企業は、トランプ大統領の最初の任期中には、関税について比較的無傷で乗り切りましたが、トランプ大統領はこれまでのところ、米国の歴史的な同盟国に対してもいかなる救済措置も言及していません。一方、先日、石破首相とトランプ大統領が電話会談を行い、両国間の関税措置に関する協議の場を設けることで合意したのは、ポジティブなニュースかもしれません。米国は他の貿易相手国よりも日本との交渉を優先しているようで、日本の主要な輸出産業にとって一筋の希望を提供しています。

市場の反応としては、比較的無差別に幅広い業種が売り込まれましたが、例外として陸運、国内小売、製薬などの国内志向の業種や、景気に左右されにくいディフェンシブ銘柄は比較的堅調でした。一方、米国の景気減速とハードランディング（景気の急速な失速）は回避できないのではないかと市場の懸念から、米ドル円は円高が進行しています。円高の進行は日本株全体のセンチメント（投資家の市場心理）をさらに悪化させました。

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

250416(05)

invested in insights.

今後の展望として、コモディティ価格の低下と円高が進行すれば、国内のコストプッシュインフレ圧力が緩和され、国内小売や、鉄道、公共事業などの国内消費に関連する産業が、自動車、機械、米国向け小売などの、輸出や設備投資への依存が高い産業よりも恩恵を受ける可能性があります。デフレの脱却と実質賃金の上昇への転換は、日本の国内経済を支える要因となり得ます。

総じて、今般の米国による関税措置の日本経済への影響は中国やメキシコなど他国に比べて小さいと考えられます。貿易の不確実性は、過去12～18ヶ月間遅れを取っていた国内志向の企業に対する市場のセンチメントを変化させる可能性があります。国内志向の日本の小型および中型株は、近年、大型株に比べて見過ごされてきましたが、この市場動向の変化がリターンに結びつく可能性があります。

2. 関税を考慮した場合、日本銀行（日銀）は金利正常化政策を継続すると予想されますか？

日銀が2024年3月にマイナス金利政策を終了して以来、コアインフレ率は2%の目標値を上回って推移しており、金利正常化の継続が正当化されています。しかし、関税が日本の経済成長に与える潜在的な混乱を考慮すると、早期の利上げに対する期待は薄れています。日銀は、今後数ヶ月間で関税が企業収益、賃金交渉、国内インフレにどのように影響するかを慎重に評価するための時間が必要となるでしょう。それにもかかわらず、日銀副総裁は先日、インフレ目標の2%が達成される限り、日銀は金利正常化を追求し続けると述べました。

とは言え、金利引き上げが日本経済の回復または市場に大きな混乱を引き起こさないように、日銀は配慮する必要があります。例えば、2024年7月に当時サプライズとなった追加利上げの際には、円キャリートレードの巻き戻しが発生し、円高が進行するなど、市場に大きなインパクトを与えました。

円の変動も重要な役割を果たします。円安は輸出を促進しますが、輸入コストを上昇させ、インフレと国内消費に影響を与えます。日銀の慎重な姿勢は理解できますが、低金利を長期間維持することは、特に円安による輸入食品の価格インフレを悪化させる可能性があります。この価格インフレの問題は、有権者の不満につながり、昨年11月の衆議院選挙において、自民・公明両党の議席数が過半数を下回りました。与党の議席数が過半数を割り込んだのは、民主党政権が誕生した2009年以来のことです。

日銀はさらなる円安進行を防ぐために利上げの姿勢を維持しつつ、需要を抑制しないように、市場との対話を通じて利上げのペースと市場の期待を慎重にコントロールする必要があります。利上げペースとタイミングは最終的には経済指標と世界的なマクロ経済の動向に依存することになるでしょう。

3. 日本株にとってポジティブな材料となる経済政策と改革は何ですか？

日本と米国の戦略的同盟関係を考慮すると、報復関税は考えにくいでしょう。代わりに以下のような措置が取られる可能性があります：

- a) 米国からの輸入を増やして米国の貿易赤字を減少させるための譲歩/交渉
- b) 米国への投資の増加（例：日本の自動車メーカーが米国に工場を増設して関税の影響を軽減することを検討）
- c) 非関税障壁の削減（例：日本特有の基準や商品に対する試験要件、輸入ライセンス要件、ビジネスおよび個人的な関係の文化的差異）

日本国内では、今年の春闘賃金交渉により名目賃金が5.46%増加し、過去30年間で最高の賃上げとなりました。賃金の伸びが改善されることで、可処分所得が増加し、消費者支出が促進されます。これは歴史的に日本経済の弱点でしたが、今後はより確かな成長エンジンとなり、国内志向の産業の追い風となる可能性があります。

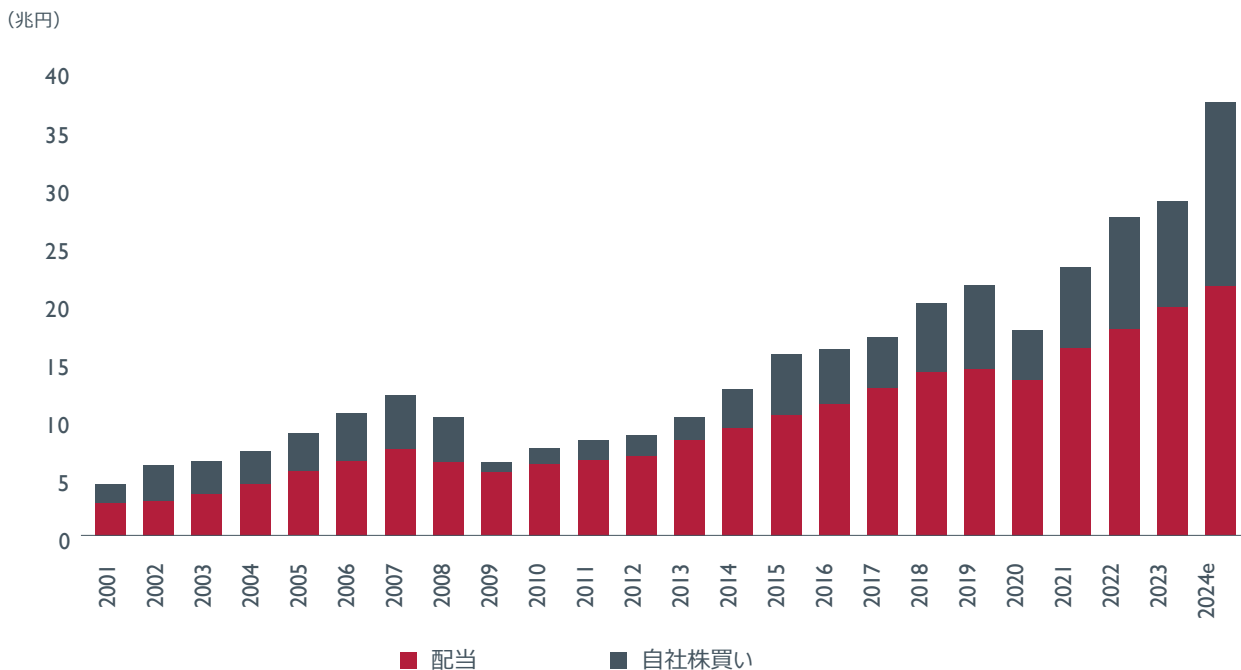
また、日本企業が進める企業統治改革によって、日本株はグローバル株とは相関しないアルファ（超過収益）の源泉を提供する可能性があります。改革は加速し続けており、2024年には自社株買いが2023年に比べて約75%増加しました。（図表1）

多くの日本企業、特に小型および中型企業は依然として潤沢な手元資金を保持しているため、自社株買いやその他のコーポレートアクションが活発な傾向は2025年も続き、株式のリターンにつながる可能性が高いことを示唆しています。

この企業統治改革への注力は、政府と企業の双方が外国からの資金を引き付けることを目指しているため、今後も続くと予想されます。

さらに、日本企業は依然として米国および欧州の企業に比べて自己資本利益率（ROE）の面で遅れを取っており、ROEの改善のためにも、株主還元の改善が経営陣にとって最優先事項となっています。

図表1：日本企業の株主還元の動きは増加傾向



出所：Nomuraのデータ（2025年3月5日時点）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)が作成。

4. 足元の市場環境を踏まえたポートフォリオのポジショニングはどうなっていますか？

私たちは、忍耐強く、バリュエーション規律に基づいたアクティブ・マネジャーとして、予想される当面の市場の動きの中で、次のように対応する予定です：

- ① 企業の本来価値が不変であれば、相対的に上昇余地が大きくなった銘柄の組入を増加させる
- ② バリュエーションのスクリーニングを行い、市場が軟調な局面で新しい投資機会を探す

日本の現在の経済環境は、成長期待と課題とが混在しており、セクターによって影響度合いが異なることにも注意を怠りません。

私たちが考える投資機会の一つは、素材・サービスおよび化学分野にあります。これらの分野の多くの企業は、景気循環に伴う需要減退により収益が低下し、過去1年間で価格下落圧力を受けてきました。その結果、これらの企業は景気循環の中で割安な水準になり、需要回復が見られれば強い株価上昇余地があると考えています。

輸出企業は、円高と貿易を取り巻く不確実性から短期的には逆風に直面する可能性があります。最近のセンチメントの変化により一部の企業のバリュエーションはより魅力的になっています。一方、デフレからの脱却と実質賃金の伸びは消費を支え、国内志向の企業にとって追い風となるはずです。

したがって、ファンダメンタルズとバリュエーションに基づいて、輸出企業と国内志向企業の両方のバランスを維持することが、両セグメントでのリターンの機会を捉える鍵であると考えています。

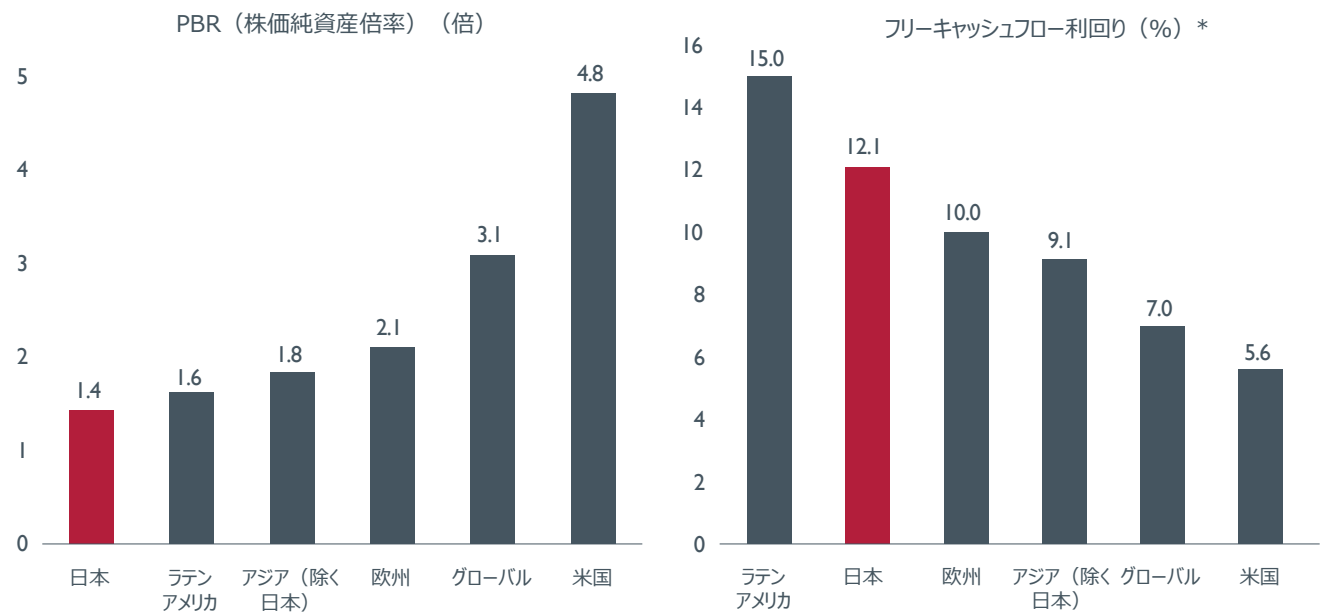
5. 足元のボラティリティにもかかわらず、日本株に投資を続けることの長期的な利益は何ですか？

近年の力強い株価上昇にもかかわらず、日本株全般の予想PER（株価収益率）は過去10年間と比較しても安定的な水準を維持しています。PBR（株価純資産倍率）で比較すると、日本は1.4倍と、欧州株の2.1倍、グローバル株の3.1倍、米国株の4.8倍と比較しても魅力的な水準です。（次頁、図表2）

さらに重要なのは、日本市場が欧州、グローバル、米国株よりも高いフリーキャッシュフロー利回りを持っていることです。言い換えれば、日本企業は収益に対してより多くの現金を生み出しており、これはファンダメンタルズと配当や自社株買いの能力を強化することのできる兆候です。

予想以上に厳しい関税に直面しているにもかかわらず、日本経済への影響見通しは、他国への影響や市場の反応ほど深刻ではないかもしれません。同時に、企業統治改革は日本株にとって他の市場と相関しないアルファの源泉を提供し続けています。

図表2：日本企業のフリーキャッシュフローは株式市場に反映されていない



出所：MSCI、Refinitiv Datastreamのデータ（2025年3月31日時点）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)が作成。
 日本：MSCI Japan指数、ラテンアメリカ：MSCI EM Latin America指数、アジア（除く日本）：MSCI AC Asia Pacific ex Japan指数、欧州：MSCI Europe指数、
 グローバル：MSCI ACWI指数、米国：MSCI USA指数 *フリーキャッシュフロー÷時価総額

歴史は繰り返し、市場のボラティリティの中で株式やセクターの短期的な動きを予測しようとするのはしばしば逆効果であることを示しています。足元の市場のような短期的な乱高下は、長期的には割安な水準での新たな投資機会をもたらすことが多く、今回も例外ではないでしょう。

さらに、現在の経済および地政学的な不確実性を考慮すると、投資機会に対して負うリスクに慎重であることが重要です。したがって、過度なリスクを警戒する慎重な投資家にとって、日本はバリュエーションとファンダメンタルズの観点から、魅力的な投資対象オプションであり続けると考えています。

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。