



# 日本株はバリュー株優位の転換点へ

**高橋 靖弘**

運用部長 イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

現在、日本株はスタイル別にみて、バリュー（割安）株が相対的にグロス（成長）株を上回る相場展開となっています。実際、年初来のバリュー株の騰落率は15.0%とグロス株の同2.1%を大幅に上回るパフォーマンス\*となっています。私たちは日本株のバリュー株優位は継続し、大きなリターンをもたらす可能性があると考えています。

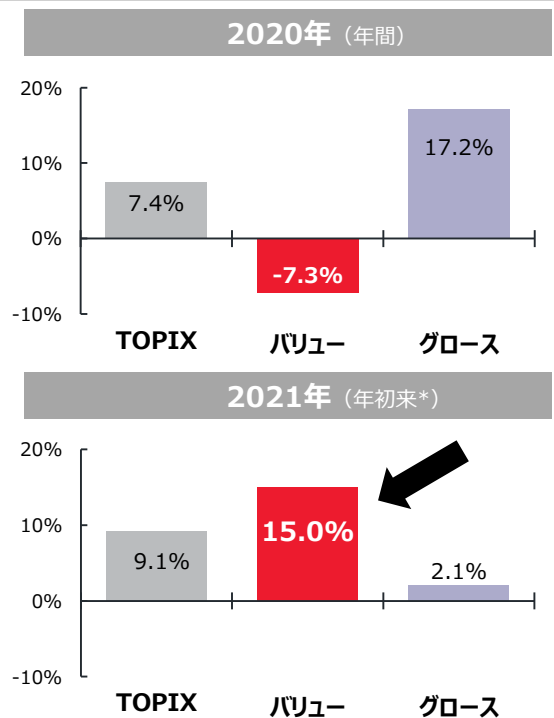
今回はこうしたバリュー株についてご紹介いたします。

\* 2021年3月末時点

## 大きな転換点を迎えた日本株式市場、グロス株優位からバリュー株優位へ

2020年の日本株市場を見ると、グロス株の上昇がTOPIXの上昇をけん引しました。しかし、2021年に入るとバリュー株はグロス株を上回る大きな上昇を見せています。実際、年初来のバリュー株の騰落率は15.0%とグロス株の同2.1%を大幅に上回るパフォーマンス\*となっています。（図表1参照）

図表 1: TOPIXの運用スタイル別の騰落率



出所 : Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。グロスはTOPIXグロス指数、バリューはTOPIXバリュー指数、いずれも配当込み（ネット）。\*2021年3月31日まで

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

## バリュー株優位の背景は世界経済の正常化期待とシクリカル銘柄の期待を上回る業績回復

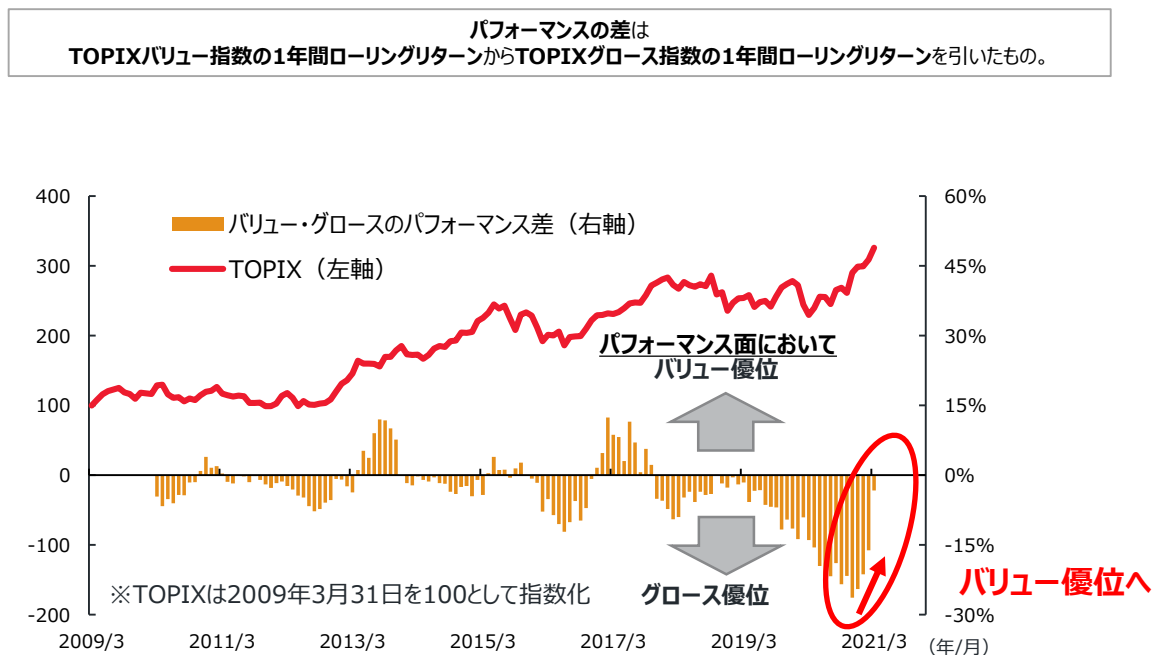
2020年までのグロス株の上昇は世界的な低金利と低成長を背景に、より高い業績の成長が期待されるグロス株を市場が選好してきたところに、新型コロナウイルス感染拡大による一時的な景気後退入りによって「勝ち組」と「負け組」が選別された結果と言えます。同時に「成長期待」は株価に織り込まれ、昨今では割高ではないかとの議論も出始めていました。市場はそれでも割高でないと信じ、グロス株に資金を振り向けてきました。

一方で、シクリカル（景気敏感）銘柄は市場から敬遠され、グロス株に比べて大きく出遅れていました。景気後退入りによって短期的な業績見通しも不透明であり、投資する十分な安心感を得られるだけの理由もありませんでした。同時にそれらの銘柄の株価は悲観的なシナリオを織り込み、むしろ長期的な利益水準に照らし合わせると割安な状態に放置されていました。

しかし、米国の大規模な財政出動の報道は、景気後退時に大きく落ち込んだ需要の回復に寄与するとの見方から、市場ではインフレ期待が醸成され、長期金利が上昇しました。また、新型コロナウイルスのワクチン接種が世界的に進み始めたことから、経済活動が正常な状態へ戻るとの期待を市場は持ち始めました。これらの市場の期待の変化は、出遅れていたシクリカル（景気敏感）銘柄に対する悲観的な見方を変え、より長い視点で評価する動きにつながりました。さらに日本企業の足元の決算発表で、バリュー株の代表格である自動車や鉄鋼関連といった業種において業績見通しの上方修正が見られたこともバリュー株の見直しにつながったものと言えます。

足もとのTOPIXのバリュー株とグロス株のリターン差は、過去10年で見るとバリュー株が大きく劣後した水準となっています。しかし直近はバリュー株の見直しからリターン格差が縮小しており、バリュー株優位の相場展開が期待されます。（図表2参照）

図表 2: “TOPIXの推移”と“グロス株とバリュー株のパフォーマンスの差の推移”  
(月次、2009年3月末～2021年3月末)



出所：Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。グロスはTOPIXグロス指数、バリューはTOPIXバリュー指数、いずれも配当込み（ネット）。

## バリュー株優位は今後も続くのか？

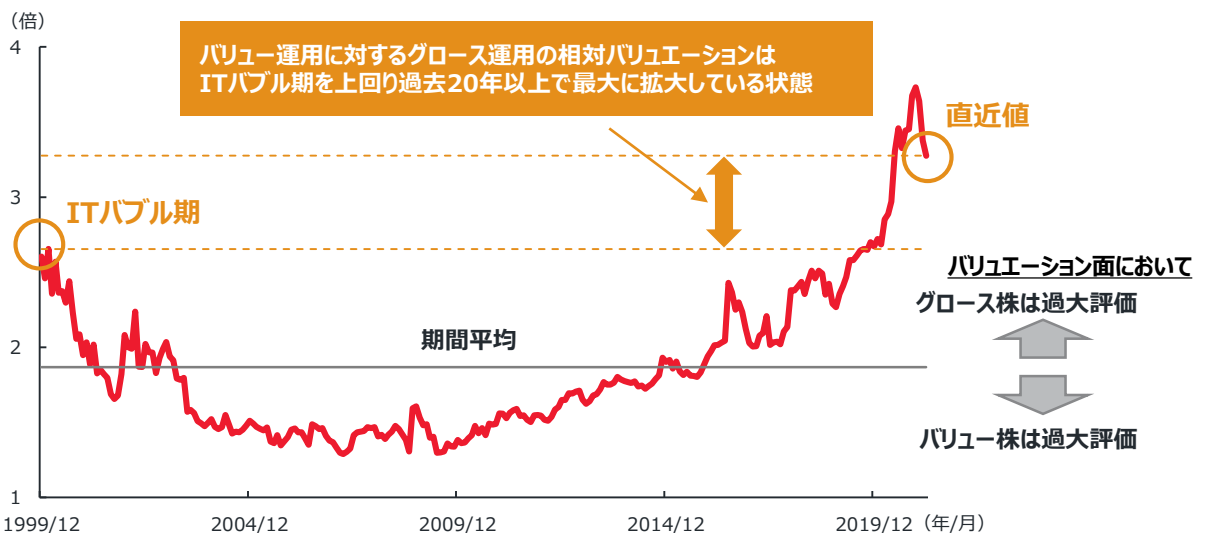
現在、グロース株とバリュー株のバリュエーション（投資尺度）の格差は、株価純資産倍率（PBR）でみると2000年のITバブル期を上回る水準にまで拡大しています。（図表3参照）

これは、市場がグロース株を過度に楽観的に評価してきた一方で、バリュー株を過度に悲観的に評価してきた、と捉えることができます。前述のバリュー株見直しは、まだ始まったばかりであり、今後もバリュー株のパフォーマンス優位が続くと期待されます。

このバリュー株優位のきっかけとなった一つの要因が米国の需要回復（GDPギャップ\*の縮小）です。日本株市場は外部要因、特に米国の影響を受けやすく、米国の需要回復がきっかけとなり、それまで長期的な利益水準で見ると割安に放置されていたバリュー株優位につながりました。超党派の中立機関であるCBO（米議会予算局）の予想でも米国の需要回復の傾向は継続していくことが見込まれ（図表4参照）、バリュー株優位を支える材料になると思われます。

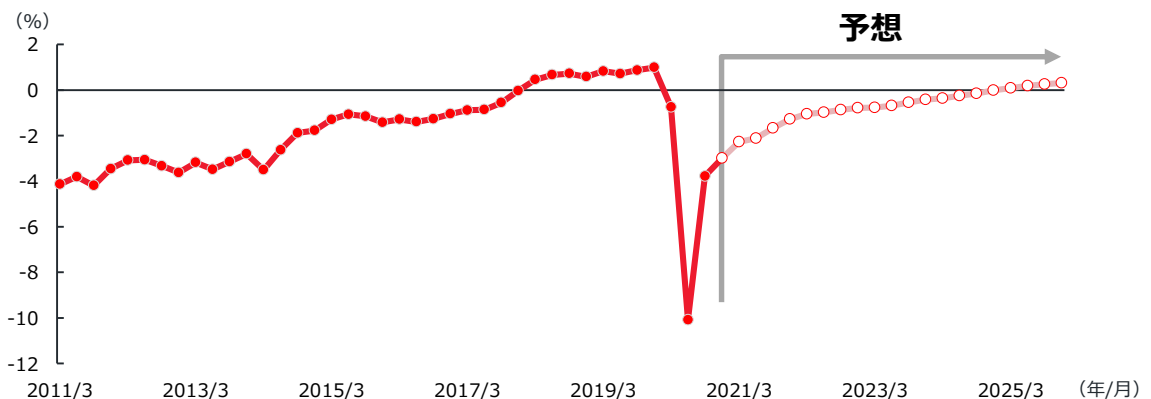
\* 労働や設備といった潜在的な経済の供給力と、個人消費や設備投資といった支出を積み上げる総需要との差。プラスのときは需要が供給を上回り、物価の押し上げ圧力になる。マイナスなら需要が不足し、物価の下げ圧力になる。

図表 3:日本株のグロース株（PBR）÷バリュー株（PBR）の推移\*  
（月次、1999年12月～2021年3月）



出所：イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）リミテッド、Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。  
\*MSCIジャパングロース指数のPBR÷MSCIジャパンバリュー指数のPBRで算出。

図表 4:米国のGDPギャップ（四半期、2011年3月末～2025年12月末）



出所：Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。CBO（米議会予算局）が発表している四半期データ。2020年12月末以降はCBOの予想値。

## バリュー株の魅力

私たちは日本株のバリュー株優位は継続し、大きなリターンをもたらす可能性があると考えています。しかしながら、一般的に日本のバリュー株に対する投資家の期待はまだ相対的に低いようです。これは言い換えると、バリュー株のパフォーマンス優位が続けば、さらなる株価上昇につながる可能性があることを示唆しています。

※ 東証株価指数（TOPIX）は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数（TOPIX）の商標又は標章に関するすべての権利は株式会社東京証券取引所が有しています。

※ 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。