



日本株を無視してはいけない理由

Dean Cashman

株式運用部門、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）

2021年1～3月期の日本の株式市場は、これまで市場で好まれていなかった銘柄、割安な銘柄、景気敏感銘柄への投資家の選好先の転換を背景に、約30年ぶりの高値を記録しました。しかし、こうした株価上昇にもかかわらず、日本の株式市場は世界と比較すると、依然として相対的に割安な水準にあります。

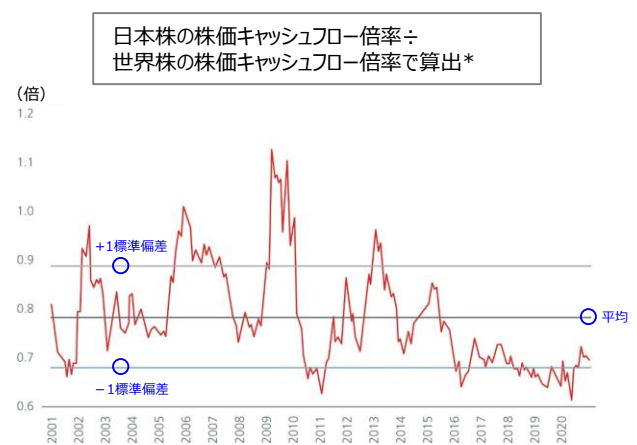
辛抱強く、ファンダメンタルズ（基礎的条件）を重視した銘柄選択を行う投資家にとって、日本の株式市場には引き続き魅力的な投資機会があると考えられます。

2020年後半以降、市場のリスク選好姿勢が急速に変化してきました。これは、世界的なマクロ経済の明るい兆しのニュース、ワクチン普及による景気の回復期待、予想を上回る企業収益の発表、などと時を同じくしており、景気敏感銘柄などのそれまで出遅れていた銘柄の株価を押し上げる結果となりました。

また、この変化は、「“グロース株は安全な資産”であり、その株価水準は正当化され得る」という市場に根付いていた信念が弱まったことを示しています。日本の株価指数は総じて景気敏感銘柄の比率が高いことから、この流れの恩恵を受けています。また、2015年以降、売り越しが続いていた外国人投資家の日本市場への関心も再び高まっています。

しかし、こうした動きは持続するのでしょうか？もし市場心理が変われば、投資家は再び日本市場から逃避するのでしょうか？市場が極端に変動しているときに投資タイミングを測るのは非常に難しいため、私たちは短期的な市場の変動を見極めるべく、規律ある投資アプローチを採用しています。

図表 1: 日本株は、世界に比べて割安な水準



* 日本株：MSCIジャパン・インデックス、世界株：MSCIワールド・インデックスを使用

出所：Refinitiv Datastreamのデータ（2021年4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

210610 (14)

日本に関する話題性のある市場材料だけでなく、さらに深い市場材料を見極めようとする投資家は、現在の日本の株式市場が世界と比較しても魅力的な価値を持ち、ボトムアップ型の投資アプローチが真価を発揮する市場であることに気づくことでしょう。(図表1参照)

目先の市場環境の転換の可能性は残るものの、日本のバリュー株とグロース株の間の相対的なバリュエーション(投資尺度)の差異は依然として大きく広がっており、これは長期にわたって投資テーマの嗜好(グロース株への選好)が継続されてきたことを意味します。(図表2参照)

日本企業の財務体質の改善傾向は依然として継続

新型コロナウイルスのパンデミック(世界的流行)にもかかわらず、日本企業は驚くほどの業績回復力を見せています。過去10年間にわたって行われた事業リストラは、業務効率の向上と収益性の改善を支え、結果的に日本は大きな外生的ショックを乗り越えるためのより強固な基盤を築くこととなりました。

昨年、多くの日本企業が恩恵を受けた主な要因は、世界の同業他社と比較してバランスシートが健全であったことです。長期にわたる構造改革の努力により、バランスシートのデレバレッジ(債務削減)が行われた結果、現金の保有比率が上昇し、多くの企業が継続的な事業資金の調達に柔軟性を持つことができるようになりました。厳しい環境の中での日本企業の危機対応は前例のないものとなり、多くの企業がこの機会に構造改革の取り組みをさらに加速させました。

パンデミックは確かに日本企業の収益に打撃を与えましたが、上述したような日本企業の構造改革への取り組みが継続されていることから、その影響は永続的ではないと思われます。(図表3参照)

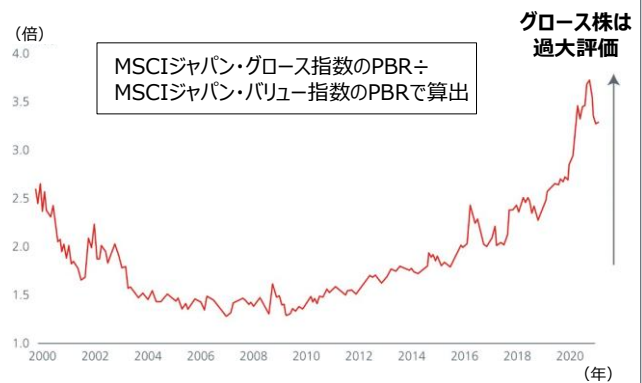
図表3は、一貫して継続されてきた日本の構造改革が進展していることのあらわれと捉えることができます。

企業のビジネス環境は総じて予想よりも早いペースで回復しているようです。長期投資家として、私たちは、企業評価の基礎となる長期的な収益予測の検証に引き続き注力しています。一方で、市場予想を上回る水準での業績修正や経営指標の発表も確認されています。(図表4参照)

注目すべきは、業績の上方修正率が最も高かったのは、これまで市場であまり好まれていなかった景気敏感銘柄であり、これらの大半の銘柄の直近の業績は、過度にネガティブだった市場予想を上回ったことです。

* リフレ環境：景気循環の中で、デフレ状態は脱却し、まだインフレには至っていない環境のこと。

図表 2: グロース株はバリュー株に比べて割高な水準



図表 3: 日本企業の売上高利益率は上昇傾向

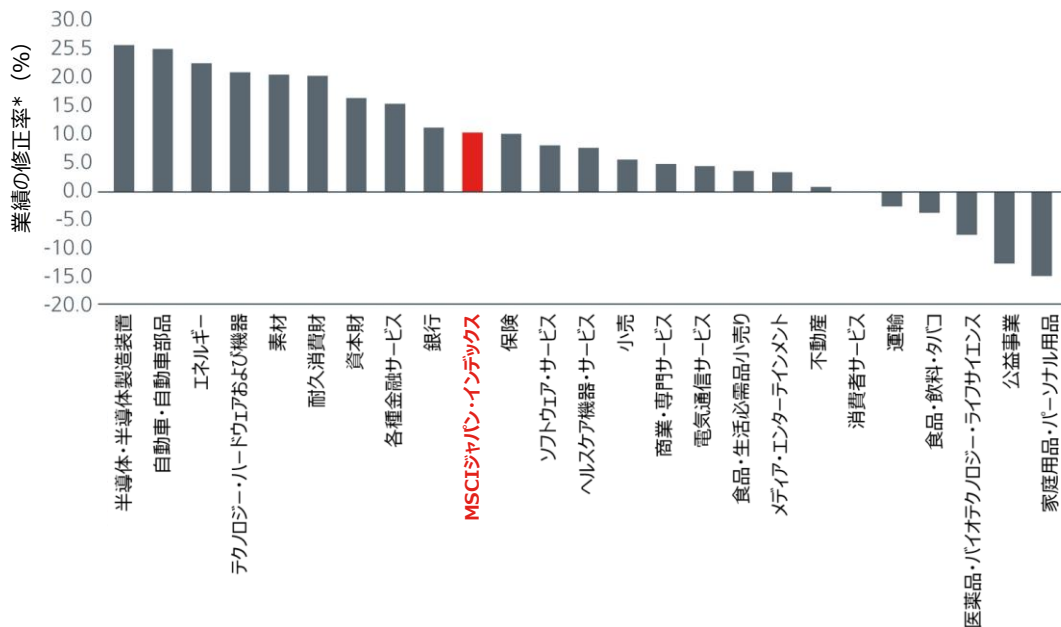


現在の市場環境(緩和的な財政・金融政策、潤沢な市場流動性、リフレ環境*)は、景気敏感株やバリュー株を今まで以上に後押ししていますが、パンデミックによる混乱を考慮し、あらためて投資対象銘柄を精査する必要があります。実際、一部のバリュー株には割安水準であることの合理的な理由があるのです。

表面上の指標だけを見て割安な株を買っても、いつまでも株価が上がらない、いわゆる「バリュー・トラップ(割安のわな)」を回避するためには、規律ある投資アプローチを採用して銘柄を選別し、競争力、資本政策、新しい課題への適応能力などの重要な要素で評価することが、長期的に持続可能な収益を実現する能力を見極める鍵となります。

日本企業に投資する理由は、収益性や株主資本利益率の向上、魅力的なバリュエーションだけではありません。ここ数年、日本企業がコーポレート・ガバナンス改革に力を入れてきたことも実を結んでいます。

図表 4: 日本企業の業績の上方修正率は景気敏感セクターが高い



出所：MSCI、IBES、Refinitiv Datastream、Factset、RIMES、Morgan Stanley Researchのデータ（2021年3月31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。*3ヵ月移動平均値を使用。

改善の兆しを見せる日本のコーポレート・ガバナンス改革

日本では何年も前からコーポレート・ガバナンス改革が進められてきました。国際的な競争力を維持する必要性と、日本の年金基金などの資金の出し手（アセット・オーナー）からのリターン向上の要求を背景に、日本の企業経営者には行動を変えるようプレッシャーがかかってきたためです。

キャッシュリッチな日本企業は、株主利益との整合性を高め始めました。配当金の支払いが増加しているだけでなく、2019年度は自社株買いは記録的な年となりました。（図表5参照）

また、現在の緩和的な財政・金融政策が続く市場環境は、バランスシートが健全で現預金を豊富に保有する企業にとっては、将来に向けた投資資金を調達する好機となっています。

日本銀行が4月1日発表した3月の全国企業短期経済観測調査（短観）で、2021年度の設備投資計画は全規模全産業で前年度比0.5%増となりました。最近の企業の景況感は、不透明な環境にもかかわらず、企業の回復力が高まっていることを反映しているだけでなく、投資意欲の面でも経済の先行きに前向きになっているようです。これらの要因は、資本効率の向上に寄与する可能性があります。

これまで日本では、企業の支配権をめぐる動きは活発ではありませんでした。しかし、2019年に入ってから、敵対的買収や、敵対的株式公開買付の発生が増加していることが確認されています。これまで日本では、非友好的な買収はほとんどありませんでした。まだ始まったばかりではありますが、このような動きは、これまでの企業統治をめぐる変化が意味のあるものであり、企業価値向上のきっかけになる、ということの証拠です。

さらには、日本で起きている企業再編は、必要に迫られたものであると同時に、政府による改革の推進によってもたらされたものであり、日本企業への長期的な再評価の重要な要因となる可能性があります。

バリュー株への懐疑論に惑わされるな

では、この目下の企業業績の回復が日本株にとってのターニングポイントになるのでしょうか？

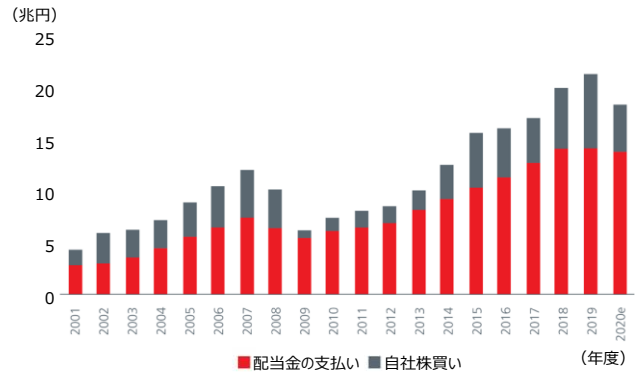
私たちは市場の方向性を予測する能力を持っているわけではありませんが、前述の事実は、これまで市場に深く浸透していた“バリュー株に対する市場の期待の低さ”が変わる可能性があることを裏付けているように思えます。しかし、依然として投資家のバリュー株に対する懐疑的な見方には根強いものがあります。

市場の一般的な認識では、日本は高齢化社会に加えて、低成長、低インフレ、低金利の環境にあるとされています。しかし、注目すべき点は、日本の企業はパンデミックにもかかわらず“強靱さを維持している”ということです。株価が割安な、ミスプライス（適正価格からの乖離）な状態にありながらも、良質な収益の源泉を有する企業が日本には数多く存在し、こうした企業の多くは市場では選好されないままの状態となっています。

私たちは、卓越したリターンをもたらす「カタリスト（株価が動くきっかけ）」は、予測やマクロテーマに基づくものではないと考えています。その代わりに、ミスプライスな水準にある銘柄を体系的に探し出し、焦点を当て、最大の投資結果をもたらす投資機会を特定します。

日本のバリュー株とグロース株の間の相対的なバリュエーション（投資尺度）の差異が歴史的に見ても極端に広がっている現在の状態を考慮すると、こうした投資機会は数多くあると私たちは考えています。

図表 5: 日本企業の配当金の支払いと自社株買いはコロナショックにも関わらず堅調



出所：Nomuraのデータ（2021年2月28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。

※2020年度（2020年4月～2021年3月）は予想値。

※ 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。