

ご参考資料 2014年4月8日

日本株投資のポイント 投資する上で何を重視すべきか？

ディーン・キャッシュマン

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
日本株式運用部チームリーダー
運用経験年数25年



企業のファンダメンタルズを注視し、 マーケットの過剰反応を投資機会に

日本株式市場は、年初来でみると他市場より頭の重い展開となっています。この要因として、消費税増税の影響や構造的な経常赤字と政府債務の大きさが問題視されていることが挙げられます。しかし、イーストスプリングではこれらの懸念は目新しいものではなく、市場には既に織り込まれていると見ています。

イーストスプリングの投資戦略はマーケット・シナリオを分析するのではなく、規律に基づいたボトムアップ・アプローチによる銘柄選定を行うことで、市場がマクロ動向に対する懸念から過剰反応する局面を活用します。

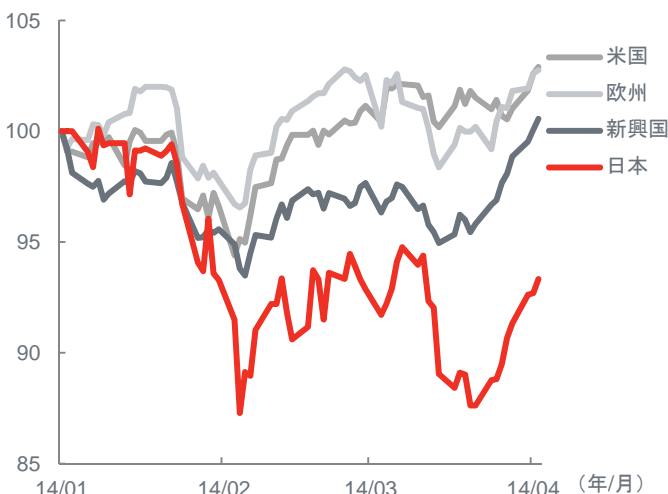
株式が過度に売り込まれた際には、企業のファンダメンタルズ分析に基づき、我々が選好している銘柄を買い増す投資機会となるのです。市場を上回る投資成果をあげるためには、このようなコントラリアン(逆張り)的運用手法が必要だと考えています。

増税は経済に逆風となるのでしょうか？ イーストスプリングでは楽観的に捉えています

2014年4月1日より消費税率が5%から8%に引き上げられました。これは日本の財政再建政策の一環で、社会保障費の負担増を賄うことを目的としています。イーストスプリングでは、消費税を取り巻く市場の懸念は行き過ぎていると考えていますが、一部の投資家の間では1997年の増税時の二の舞になるのではないかと懸念する声もあがっています。

当時の増税は経済の減速を伴いました。今回の増税は短期的な売上等への影響は想定されますが、経済環境は1997年当時とは大きく異なります。当時はアジア金融危機だけでなく、不動産バブル崩壊で銀行が巨額の不良債権処理に追われるなど、デフレ圧力が強い中での消費税増税でした。山一証券の自主廃業や北海道拓殖銀行の破綻があり、総じて日本企業には、増税に耐え得る余地はありませんでした。ご承知のとおり、その後日本企業は企業努力を重ね、大きく体質改善しています。

各市場株価 年初来の推移



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
株価は、MSCI米国指数、MSCI欧州指数、MSCI新興国指数、MSCI日本指数
(いずれも現地通貨建て、税引前配当込)を使用。2013年末を100として指数化。
期間: 2014年1月1日～2014年4月2日

過去10年のどの時点と比較しても、今日の 日本企業は新しく生まれ変わったと言えるでしょう

負債の削減に努め、真の意味での体質強化を行ってきたことが今の日本企業の強みであると考えています。雇用環境は改善しつつあり、また、金融・企業セクターのバランスシートは強固であることなどから、増税による経済への影響は限定的であると見ています。

更に、政府は増税による経済成長への影響を抑えるため、政策を打ち出しています。2013年12月には増税の影響を相殺すべく、5.5兆円の経済対策が決定され、法人税も2014年4月より38.0%から35.6%へ引き下げられます(法人税率は更なる下げの余地があるとみています)。法人税の引き下げは企業の収益性を補完するものと考えられており、雇用環境の改善を通じて給与水準の上昇につながることを期待されます。

株式投資家にとって消費税の引き上げはサプライズではなく、増税の影響があったとしても、市場は既に織り込んでいると考えています。

▶ 経常赤字は継続する？

貿易の指標でもある経常収支も投資家の懸念材料です。長きに渡って純輸出国であった日本は2013年下期から経常収支が赤字に転じました。円安や原子力発電所の稼働停止に伴う燃料輸入のコスト急増が要因と考えられますが、今回の増税を踏まえた駆け込み需要も影響していると思われます。

イーストスプリングが割安な企業を分析する際に、経常収支の動向は必ずしも大きな要素にはなりません。円安は日本の輸出産業にとってグローバルな競争力を高める要因となりますが、長期契約の輸出は価格転嫁に時間がかかるため、輸出量は当面は安定的に推移するでしょう。中長期的には、輸出契約の更新時に円安が追い風となり、輸出増につながると見ています。こうした環境下、円安が輸出企業にもたらす恩恵はまだ続くと考えられます。

▶ 日本の政府債務のほとんどは事実上国内に留まっています

政府債務の95%は、国内の投資家が保有しています

多くの投資家は、日本の政府債務が高水準であることを認識しています。この事は周知の事実であり、マーケットにも十分織り込まれています。

重要なのは、日本の政府債務の大半が国内の機関投資家に保有されているという点です。政府債務のおよそ95%は国内の投資家が保有しています。そのおかげで、政府債務が外国人投資家に保有されている国と比べて日本の債務不履行は起こりそうにありません。

それにもかかわらず、日本の政府はこの財政状態に対処する絶好の機会として、消費増税という財政政策を通じて対応する意向を示しました。予算案と財政政策の転換は、既に行われている金融緩和とあわせて、財政安定化の進展に拍車をかけました。

多くのヨーロッパ諸国と異なり、際立った純債権国として、日本には財政安定化の余地があります。実際に、日本には莫大な個人の預貯金があり、純債権国としては世界最大です。

何が最も重要か

イーストスプリングは、株式に投資する際、投資時点のバリュエーションが重要であると考えます。我々は、その時々々にマーケットが注視するマクロ経済のテーマとは切り離して、企業価値を分析します。

安心感や懸念といった投資家の一時的な感情は、株価を大きく動かします。繰り返しになりますが、我々は、そのような極端な状態におかれた市場（市場のアノマリー）に最大の投資機会を見出します。

たとえば、市場のセンチメントが、我々の投資候補先にマイナスの影響を及ぼすとき、これを割安な株価でより多くの株式を買う機会と捉えるでしょう。

このように、イーストスプリングはミスプライスという投資機会を活用するために、短期的な不安定さに左右されない確固たる投資プロセスを確立しています。忍耐強い投資家として、現時点では市場に過小評価されている我々の投資候補先も、最終的には正当に評価されると信じています。

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ものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料でもありません。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、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。当資料には、現在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、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。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、将来を保証するものではありません。