



Part 4 of 8

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company

アジアのバリューストック投資： 長期的アウトパフォームに 向け好位置にある日本

Ivailo Dikov

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）

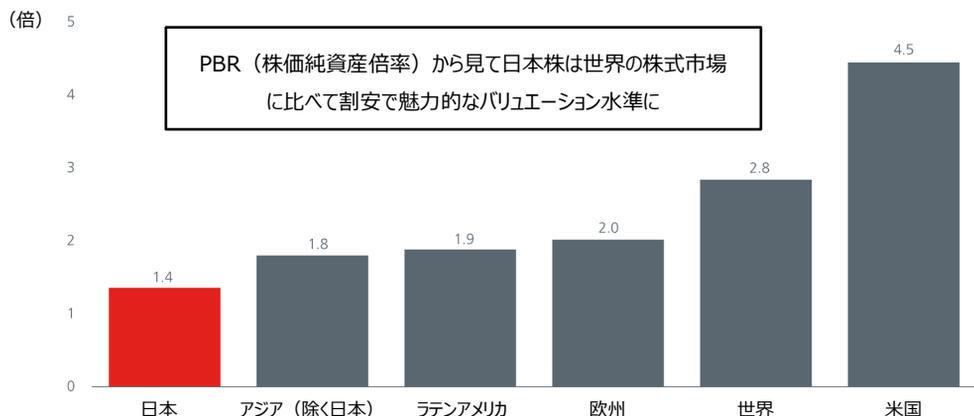


新型コロナ関連規制が緩和され、財政支出などの経済対策が実施され、サプライチェーンの問題が解決されるようになれば、日本株市場は将来的に世界の株式市場をアウトパフォームするための多くの支援要因を得ることができるでしょう。

私たちは、まだ市場では認知されていない、良質な収益源を持つ多くのミスプライス（株価が割安で適正価格から乖離した状態）の日本企業を見極めることに注力しています。

昨年2021年の日本株市場はMSCIジャパン・インデックスでみた年間騰落率は13.79%と二桁の上昇を記録しました。立派なリターンではあったものの、この株価パフォーマンスは他の先進国株式市場と比べると劣後しています。これには、新型コロナウイルスの感染拡大とその封じ込めの遅れ、岸田文雄新首相への政権交代に伴う政治的不確実性の高まり、パンデミック（世界的大流行）による中国経済の減速とサプライチェーンの混乱、材料コストの上昇など、多くの要因がその原因として挙げられます。

図表 1: 割安なバリュエーション水準にある日本株



出所：イーストスプリング・インベストメンツ、IBES MSCIインデックス・データ、Refinitiv Datastream (2022年2月28日時点)

●日本: MSCI Japan Index、●アジア (除く日本): MSCI AC Asia Pacific ex-Japan Index、●ラテンアメリカ: MSCI EM Latin America Index、●欧州: MSCI Europe Index、●世界: MSCI AC World Index、●米国: MSCI USA Index

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

220509(02)

図表 2: 日本企業の収益性は改善傾向に



出所：Refinitiv Datastream、財務省（2022年3月16日）

*日本の全企業（金融・保険業を除く）の経常利益÷売上高、で算出。通貨単位は日本円。

日本の株式市場は企業の大幅な業績修正とファンダメンタルズ（基礎的条件）の改善にも関わらず再び上昇することはなく、現在、世界の株式市場と比べてもバリュエーションは低く非常に魅力的な水準にあります。

（図表1参照）現時点のバリュエーションが低水準にあるということは、日本の株式市場が将来的に世界の株式市場をアウトパフォームする可能性があることの裏返しでもあります。

なお、ロシアによるウクライナ侵攻の影響を受けコロナ後の世界の景気回復の勢いは失われています。この紛争は世界の株式市場に影を落としており、2022年第1四半期（1～3月）の先進国株式は約5%下落しました¹。

企業収益が改善傾向にある日本

ロシアによるウクライナ侵攻は今のところ有意義な解決策が見えず、紛争は長期化する可能性があります。日本企業の両国への経済面での直接的な影響度合いが相対的に小さいことは重要なポイントです。これは、そもそも日本のロシア経済への直接的な依存度が低いことを考えれば驚くには当たりません。例えば、日本の自動車メーカーが両国で販売するのは、連結世界販売台数の1～3%程度に過ぎません。しかし、エネルギー、コモディティー（商品）、その他の投入コストの上昇を通じてこの紛争が企業の収益性に及ぼす二次的な影響については注意する必要があります。

一方で良いニュースとしては、日本企業がこの危機から直接的かつ大きな悪影響を受けていない点が挙げられます。日本企業の収益性は改善傾向にあり、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）下にあった2020年の営業利益率は低下はしたものの、その水準は前回の上昇サイクルのピーク時と同程度にあります。

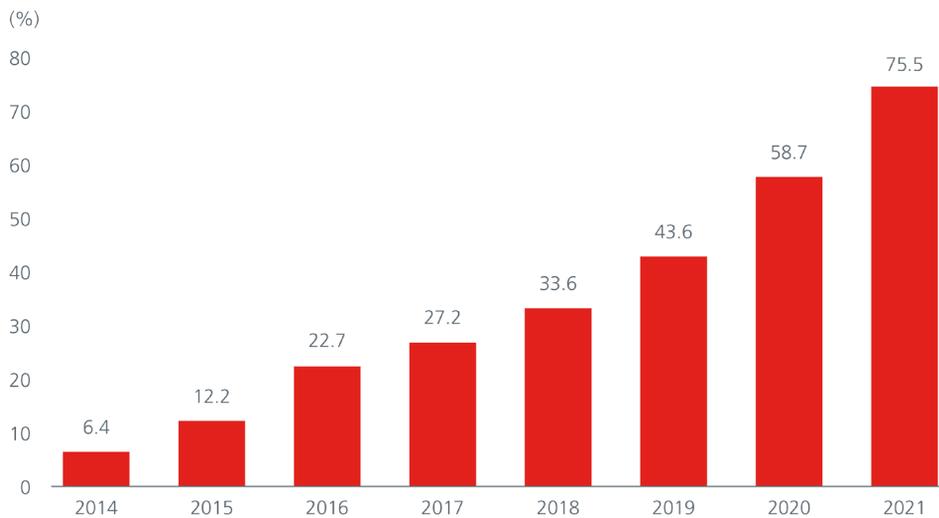
（図表2参照）これは、各企業が生産能力とコストの管理を効率的に行い、損益分岐点を引き下げたことで達成されたものです。

コーポレートガバナンス改革が収益性向上のための重要な要素に

コーポレートガバナンス改革、特に取締役会における独立性の強化や株式持合の解消などは、企業収益の改善の大きな原動力となりました。（図表3参照）

日本においてコーポレートガバナンス改革が本格化したのは、2013年に日本政府が打ち出した成長戦略「日本再興戦略」の決定以降のことです。同戦略の目的は、主に日本企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることにあります。2015年にはコーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）が導入されました。こうした動きは、資本効率や企業収益に対する日本の経営者の意識変化のターニングポイントになったと思われます。パンデミックがある意味で社会の様々な変化を加速させながら、こうした改革は勢いを増しています。

図表 3: 取締役会において3分の1以上の独立社外取締役を選任する日本企業が増加傾向に

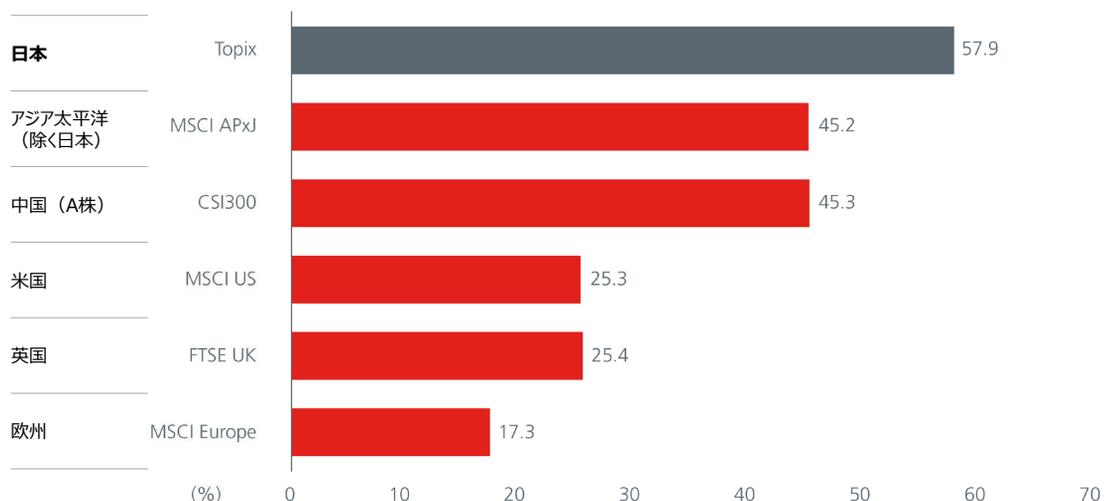


出所：Nomura、Bloomberg L.P.（2022年2月11日）
 対象企業はTOPIX（東証株価指数）の構成銘柄。各企業の公開データとBloomberg L.P.のデータを基に算出。
 ※TOPIX構成銘柄企業のうち、取締役会において3分の1以上の独立社外取締役を選任する企業の比率。

また、日本企業のバランスシートも大幅に改善されています。（図表4参照）実際、日本企業（非金融）の50%以上がバランスシート上において手元資金が有利子負債を上回るネットキャッシュ状態にあり、この水準は他国を大きく上回っています。その結果、パンデミック下においても、過去最高水準の配当と自社株買いが継続されているのです。

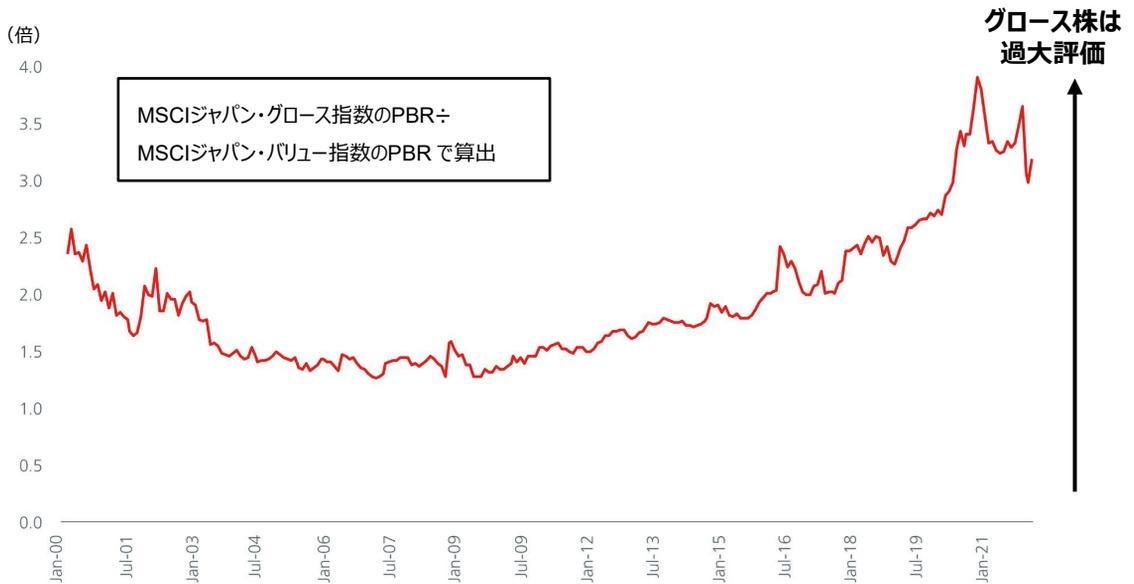
もうひとつ興味深いことに、あまり知られてはいませんが企業改革を推進する要因として、これまでは長い間、悩みの種とされてきた日本の高齢化社会が挙げられます。これが徐々に変化の源泉となってきているのです。日本企業は今、株主重視の姿勢を余儀なくされています。これは単にグローバルな競争市場で生き残るためだけでなく、国内の社会的圧力、特にステークホルダーにリターンを提供する必要がある公的年金基金などからの圧力によるものです。人口の高齢化に伴い、株主である年金受給者の利益がますます重視される傾向にあります。

図表 4: キャッシュリッチな状態にある日本企業



出所：Nomura（2022年2月11日）
 ※ネットキャッシュがプラスの企業数を各インデックスの構成企業数で割ったもの。

図表 5: 日本のグロース株はバリュース株に比べて大幅に割高な水準に



出所：イーストスプリング・インベストメンツ、Bloomberg L.P.（2022年2月28日）

インフレは必ずしも悪いことではないのかもしれない

主要先進国ではインフレ率の上昇が懸念されていますが、日本は相対的にまだ十分に抑制されているように見えます。確かに、エネルギー価格の上昇やその波及的なコスト上昇によって物価は上昇しています。また、インフレ圧力は消費財やサービスにおいてより広範囲に及んでいるように思われます。マクロ経済学者の中には、コアCPI（変動の大きい生鮮食品とエネルギーを除く）の上昇率が今後数カ月のうちに前年比で2%に達する可能性があると考える人もいます。

しかし、インフレは必ずしも悪いニュースというわけではなく、特に日本においては適度なインフレは健全なものなのかもしれません。インフレは民間部門の消費と投資借入を刺激するだけでなく、デフレと低金利が永久に続くというこれまでの深く根付いた考え方を覆し始めるかもしれません。これまで日本企業は売上数量に影響が出たり、また市場シェアを失う恐れがあったために価格を引き上げることが何年でもできませんでした。今ではその価格決定力は増大しつつあります。実際、2022年3月の日銀短観では大企業・製造業の販売価格が「上昇」と答えた企業の割合から「下落」を引いた販売価格判断指数（DI）が1980年5月以来の高水準となりました。

ミスプライスによる投資機会に注目

割安なバリュエーション水準にある日本株ですが、さらにスタイル別にみても、グロース株インデックスの銘柄群とバリュース株インデックスの銘柄群における相対的なバリュエーション（投資尺度）の差異は大きく開いています。（図表5参照）この二極化の動きは、2020年の最初のパンデミック期に加速しました。これは、市場がクオリティ株とテーマ性のある株への選好に傾く一方で、シクリカル（景気敏感）株やコロナ禍による短期的な悪影響に直面した銘柄に無差別な売り越しが見られたためです。

こうした動きは、ある程度は正常化したとはいえ、グロース株とバリュース株の相対的なバリュエーションの差異は依然として極端に高い水準にあります。米連邦準備制度理事会（FRB）の早期利上げサイクルと世界経済の再開という現在の市場環境は、日本株、さらに現在、グロース株に比べて極端に割安な水準にあるバリュース株投資の支援材料となります。

しかし、より重要なことは、日本にはミスプライス（株価が割安で適正価格から乖離した状態）にありながら良質な収益源を持つ企業が数多く存在し、それらの企業は市場からの支持を得られないまま、ある意味で「見過ごされた状態」にあるということです。景気循環面での追い風要因もありますが、日本企業はその収益構造を向上させることに大きな進歩を遂げてきたのです。しかし、このことはまだ市場には認識されていないようです。

私たちは、市場サイクルのタイミングを追うのではなく、市場全体を見渡し、ミスプライスにある銘柄を発掘しようと努めています。規律ある評価アプローチと忍耐強い意志をもって、私たちは耐久性のある投資プロセスに基づき、このような投資機会を特定しています。

本レポートは、**2022年アジアエキスパート**（計8回発行予定）の第4回目の記事になります。

2022年アジアエキスパートではアジアで生まれつつある投資機会を捉えるべく、投資家が活用できるさまざまな投資戦略について考察し皆様にご紹介しています。

次号以降も引き続きよろしくお願いいたします。

データ出所

1. MSCI World Index（米ドルベース、2021年12月末～2022年3月末）を使用。

- ※ 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。
- ※ 東証株価指数（TOPIX）の指数値及びTOPIXに係る標章又は商標は、株式会社 J P X 総研又は株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用などTOPIXに関するすべての権利・ノウハウ及びTOPIXに係る標章又は商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。本商品は、J P X により提供、保証又は販売されるものではなく、本商品の設定、販売及び販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても J P X は責任を負いません。

<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。