

invested in insights.

eastspring  
investments

A Prudential plc (UK) company



# 日本バリュー株の 魅力的な投資機会

**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）

日本企業は世界で最も現預金を豊富にもつ「キャッシュリッチ」の傾向にある企業の一つに数えられています。

同様に、日本は先進国市場の中で最も魅力的なバリュエーション水準にある市場の一つとなっています。

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、「日本」という多くの面で魅力的なこの株式市場に価値を見出すことになるでしょう。

現在の日本は、低成長と急速な高齢化により、国内の個人消費が抑制されていることが広く認識されています。そのため、1989年に日本の株式市場が史上最高値を記録して以来、日本株の投資家の関心を惹きつける魅力は低下しています。しかし、これまで日本には経済全般というよりも、注目すべき企業再生のストーリーが常にありました。そして現在、非常に説得力のある企業改革を通じた日本株の復活ストーリーが進行中であると私たちは考えています。

もう一つの重要なポイントは、日本の企業が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）にもかかわらず、そのレジリエンス（強じん性）を維持してきたことです。過去10年間にわたる漸進的ではあるものの着実に進んだ日本の企業再編の動きは、日本企業に業務効率の向上と収益性の改善という成果をもたらしました。

この点についてはかなり広く知られてはいるものの、世界の投資家の間ではまだ十分に認識されていません。私たちは、日本のこうした変化による株式市場へのポジティブな影響が今後も継続すると予想しており、ポートフォリオに日本株式を戦略的配分することは賢明な選択であると考えています。

## 収益回復力をみせる日本企業

日本企業は近年、優れた収益回復力をみせており、1株当たり利益（EPS）でみると東証株価指数（TOPIX）は米国（S&P500種株価指数）や欧州（MSCI欧州株指数）を10年以上にわたって上回っています。これは並大抵のことではありません。日本企業の積極的な改革が収益を押し上げた例としては、鉄鋼業界や自動車業界で余剰生産能力の削減を行ったリストラ策や、ビール、飲料業界などでの値上げといった価格設定への取り組みなどが挙げられます。

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。

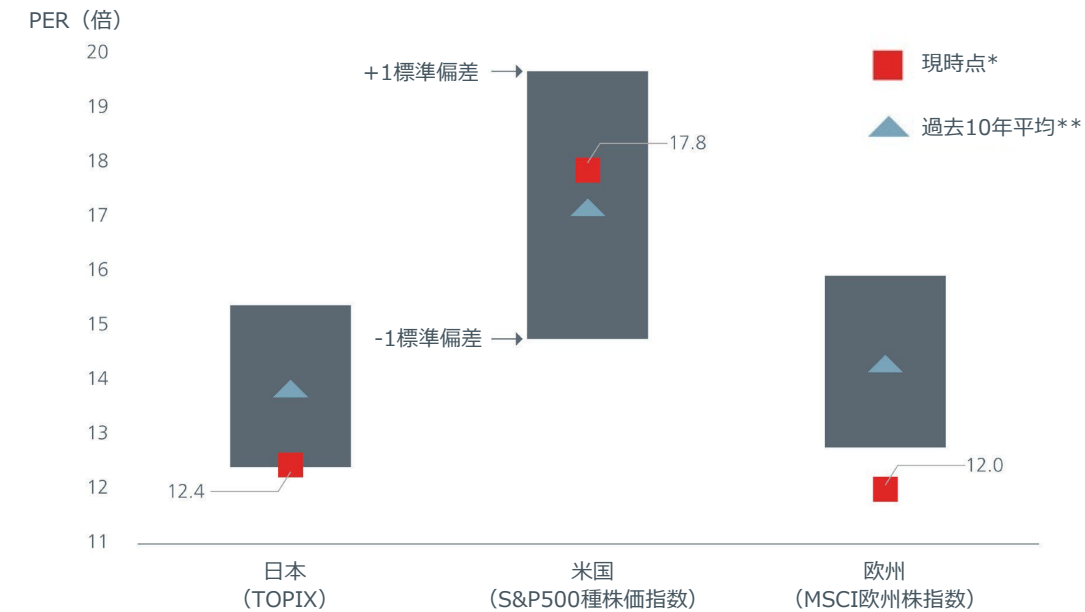
**イーストスプリング・インベストメンツ株式会社**

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

220920(05)

invested in insights.

図表 1: 相対的に割安な水準にある日本株



出所：CLSA、Bloomberg 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（シンガポール）作成。  
 ※株価収益率（PER）に基づく評価。\*2022年8月12日。\*\*2012年8月12日～2022年8月12日。

日本では多くの企業が2022年第1四半期の決算において業績予想を上回り、中国のロックダウン（都市封鎖）や原材料価格の上昇といった厳しい状況下でも成長を実現しました。しかし、自動車業界のバリューチェーンは、2022年第1四半期にみられた原材料価格の高騰や、サプライチェーンの混乱などの影響により、まだ生産正常化は果たせていません。さらに日本では鉄道輸送や国内消費などの分野を見る限り、コロナ禍からのリ・オープニング（経済再開）はまだ途中段階にあり、海外と比べて遅れています。これらの点から日本企業はネガティブな要因にもかかわらず世界的な景気後退に対して、投資家が現在想定しているよりもはるかに強い耐性を有していると言えます。

直近のPER（株価収益率）が約12倍の日本株は、過去の水準から比較しても、また米国などの世界の他の市場と比べても割安な水準にあります。なお欧州のPERは日本と同水準にありますが、日本のような企業収益の回復力も、長期での構造的な追い風も見受けられません。（図表1参照）積極的なコーポレート・ガバナンス改革と収益意識の漸進的な向上により、企業の収益性は拡大し、ROE（株主資本利益率）も向上してきました。安倍元首相が推進した経済政策「アベノミクス」で日本の市場改革が始まりましたが、岸田現首相が引き続き企業改革をバックアップし、こうした構造改革の動きはあと5年から10年かけて行われると私たちは考えています。

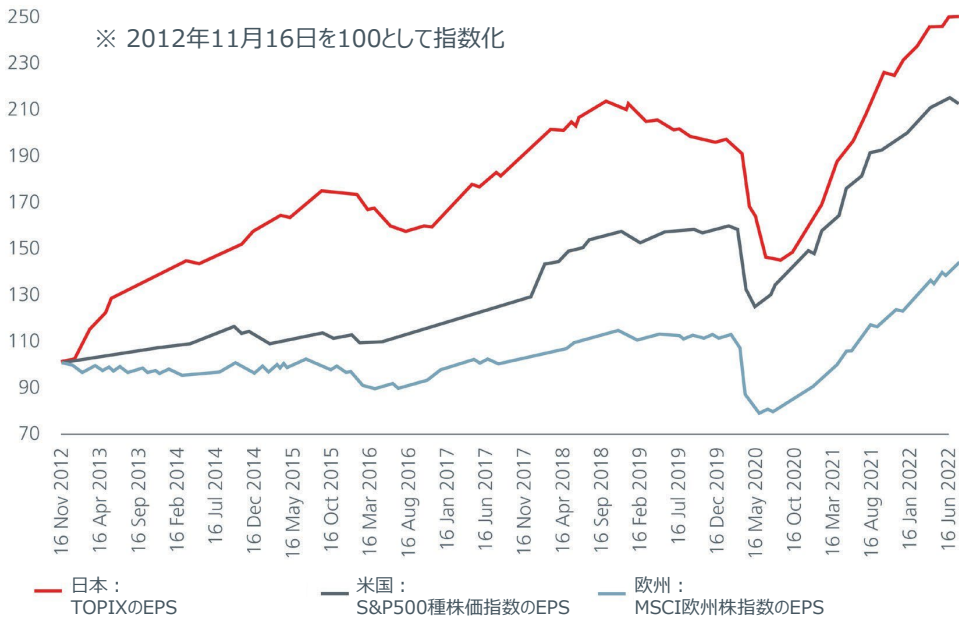
2013年から2015年にかけての最初のアベノミクス景気の熱狂の後、ほとんどの海外投資家は日本株投資から手を引いており、海外投資家のポートフォリオに占める日本株の保有率は慢性的に低水準のままとなっています。これは、過去10年間のEPS（1株当たり利益）の推移において日本が相対的に高い点を考えると、想定外の動きと言えます。（図表2参照）さらに、日本株は世界の主要先進国市場の中で唯一、年初来でプラス圏にあり（現地通貨ベース、2022年8月17日時点）今後、海外投資家が米国株偏重のポートフォリオから脱却し、再び日本株に投資することが期待されます。

### なぜ日本のバリュー株に投資するのか

日本のグロース株は米国のような極端に割高なバリュエーション水準で取引されることはこれまでありませんでした。しかし、グロース株とバリュー株の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おり、数十年に一度の高水準に達していることが確認できます。しかし、投資家がグロース株に対する期待ともいえるPERなどのマルチプル（株価評価倍率）は年初来では低下しており、代わりにバリュー株、その中でも特定のセクターがポジティブに見直される動きが出てきています。

invested in insights.

図表 2: 日本企業の1株当たり利益（EPS）は増加傾向にある



出所：CLSA、Bloomberg のデータ（2022年8月4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つのデータはすべて現地通貨ベース。

図表 3: 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：Bloomberg のデータ（2022年8月22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。  
各種インデックス・データを過去のパフォーマンスの指標として使用するには限界がある点に留意下さい。

## invested in insights.

このため、グロース株とバリュー株の株価純資産倍率（PBR）の相対的な差異は依然として高い水準にはあるものの、若干ながらも縮まって来ています。（図表3参照）日本では長年にわたって割安な企業が見過ごされてきましたが、投資家が株価の「ミスプライス（適正株価からのかい離）」が広く散見される市場に再注目しはじめています。したがって、こうしたグロース株とバリュー株の相対的な差異が収縮する傾向はこれからも継続するものと考えています。

MSCIジャパン・バリュー指数とMSCIジャパン・グロース指数を比較し、過去の利益成長率を分析したところ、興味深い結果が得られました。過去5年間、バリュー株企業の方がグロース株企業よりも収益が伸びているのです。これは（企業の成長に期待をして投資を行う）グロース株投資の根底が日本については、やや誤りであることを示唆しています。

私たちは、業績が株価に正しく反映されていない企業に投資することを重視しており、それが市場サイクルの中で強いアウトパフォーマンスを実現し続ける源泉につながると信じています。また、バンク・オブ・アメリカ（BofA）の分析によると、1980年代以降、8回のリセッション（景気後退）局面のうち6回でバリュー株が市場平均をアウトパフォーマンスしている点を指摘しており、これは注目に値します。

## 大幅なリターン獲得の好機

日本株は世界の株式市場に対して依然として非常に割安な水準にあり、今後その差は縮小すると思われる。1株当たり利益の継続的な増加、配当の増加、そしてさらには株主資本利益率（ROE）の上昇に加え、マルチプル（株価評価倍率）の見直しによる株価上昇は投資家にとって吉報となることでしょう。

最終的には、今後数年間、日本株の投資家には2桁のリターンを獲得することも可能になるのではないかと思います。これは主に、①より効率的なバランスシートと資本配分、②高い価格設定、コスト効率、不採算製品の整理による利益率の改善、③株主を重視した企業統治（ガバナンス）改革、④適度な物価上昇の環境、によってもたらされます。

日本株に対して未だに懐疑的な投資家は、長期的な利益を逃すリスクがあると言えます。

- ※ 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。
- ※ 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。