

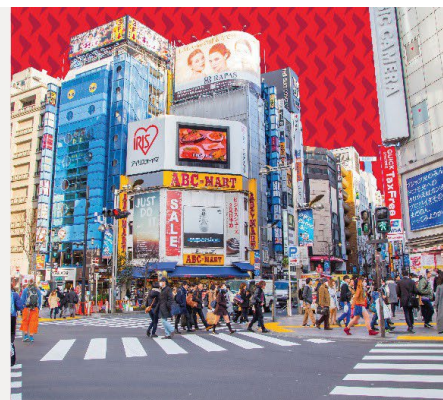
invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



金融正常化は 日本株に好材料

**Ivailo Dikov**日本株式運用 責任者
イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール)**Oliver Lee**クライアント・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)

ポイント

- 日本株は2023年に力強い上昇を見せましたが、さらなる上値余地があると私たちは考えています。
- 日本企業の構造改革は複数年にわたるテーマとなり、これは市場からの継続的な再評価を促すことでしよう。
- 日本株は主要先進国と比べて割安な水準にあるにもかかわらず、投資家の日本への投資配分はまだ不十分と私たちは考えています。

日本株は2023年に世界の主要株式市場をアウトパフォームし、東証株価指数(TOPIX)と日経平均株価は円ベースでそれぞれ25%と28%の年間騰落率を記録し、33年ぶりの高水準で1年を終えました。投資家心理は、進行中の企業改革と株価上昇に後押しされ、また円安は日本の輸出企業の利益を押し上げました。さらに2024年1月には、TOPIXが約34年ぶりの高値を付けるなど日本株は大幅高となりました。しかしここで重要なのは、日本株の上昇がこのまま継続するか否かという点です。

昨年初め、私たちは複数の日本企業のCEOとの対話の中で、“価格規律と利益改善が大幅に進んできており、日本企業は新たな局面を迎えている”との印象を持ちました。

また日銀短観では、日本企業が2023年に入ってから過去20年間のどの時期よりもコスト上昇分を価格に転嫁できるようになった点を指摘しています。心強いことに、この新たな局面を切り拓く力は持続している模様です。そのため、企業ファンダメンタルズの改善が株価をけん引するといった近年にはあまり見られなかった“ある意味で正常化した市場環境”が今は見受けられるようになっています。

改革は引き続き株式を下支えする

日本政府が成長戦略の1つとして2013年に打ち出したコーポレートガバナンス(企業統治)の強化、その後の会社法の改正、そして2015年に導入されたコーポレートガバナンス・コード(企業統治指針)など、過去10年間にわたる改革により、企業収益は改善しています。この傾向は今後も続くことでしよう。さらに2023年3月には株価純資産倍率(PBR)が1倍を下回る企業が相次いでいることを受け、東京証券取引所(東証)がプライム市場とスタンダード市場の上場企業を対象に『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』を要請し、PBR1倍割れの解消を求め、PBR向上の方針や取り組み、進捗などをコーポレートガバナンス・コード報告書などで開示するよう求めました。

英国プルデンシャル社は、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プルデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるプルデンシャル・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

240220 (06)

invested in insights.

こうした動きは特に業績不振企業の経営陣に圧力をかけることとなりました。ある意味で日本企業は横並び意識が強いため、この要請に出遅れたと見られることを嫌う多くの企業が、一斉に改善に向けて活発に取り組み始める可能性があります。

東証の市場改革と企業のコーポレート・ガバナンス改革、それに伴う企業の株主資本利益率(ROE)改善の可能性は、バリュー株に大きな影響を与えます。

第1の影響として、企業がROEを向上させるために、余剰資金の活用や株式持ち合いの解消など、比較的容易に達成できる課題に目を向けるようになる点が挙げられます。複数の大企業がこのような計画を発表していますが、今後は中堅・中小企業でこうした動きが増えると予想されます。これらの多くの銘柄はPBRが1倍未満で取引され、一方で健全なバランスシートを有していることから、最近の東証のイニシアチブの最大の恩恵を受ける可能性があります。

第2の影響として、企業が継続的なバランスシートの効率化と長期的な収益性の確保に不可欠な企業改革に焦点を当てるようになる点が挙げられます。これには不採算事業部門の切り離し、コスト削減とより適切な資本配分による業績見通しの改善が含まれます。これは日本企業にとって複数年にわたる構造的テーマであり、今の日本企業はその道のりのほんの入り口に立っているにすぎません。最終的には、ROE改善によって日本企業への再評価が続くことでしょう。

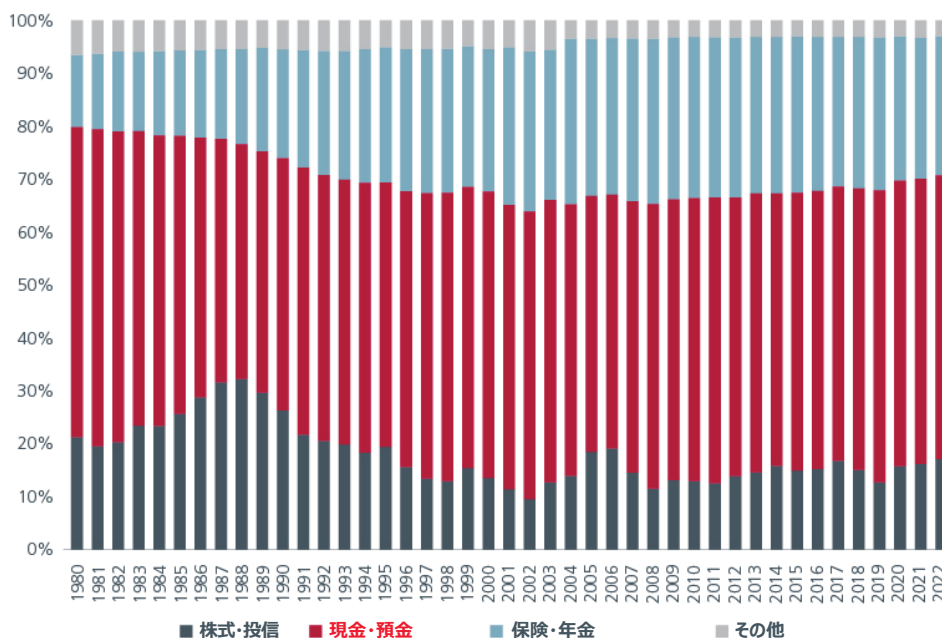
日本人が貯蓄を投資に振り向けるためのカタリスト(触媒)は整った

日本人の貯蓄率の高さは世界的に有名です。日本の家計の金融資産の半分以上を現金・預金が占めています(図表1参照)。一方でそれ以外の金融資産への投資は、他の先進国市場(欧州、米国)と比べて低水準にとどまっています(図表2参照)。

これまで長年にわたる“貯蓄から投資へのシフト”を促す日本政府の取り組みはあまり実を結んでいませんでした。しかし、2024年1月からスタートした新しい少額投資非課税制度(新NISA)は、日本人の“貯蓄から投資へのシフト”に拍車をかけるかもしれません。年間投資枠を拡大し、非課税保有期間を無期限化するこの制度改革は、日本の個人投資家の投資意欲を高めるはずで

す。こうした流れを受けて、証券会社や投資会社が資産運用において長期的リターンに焦点を当て、企業サイドが継続的な収益性とコーポレート・ガバナンスの改善に取り組むといった、市場の行動変化が生じることを私たちは願っています。

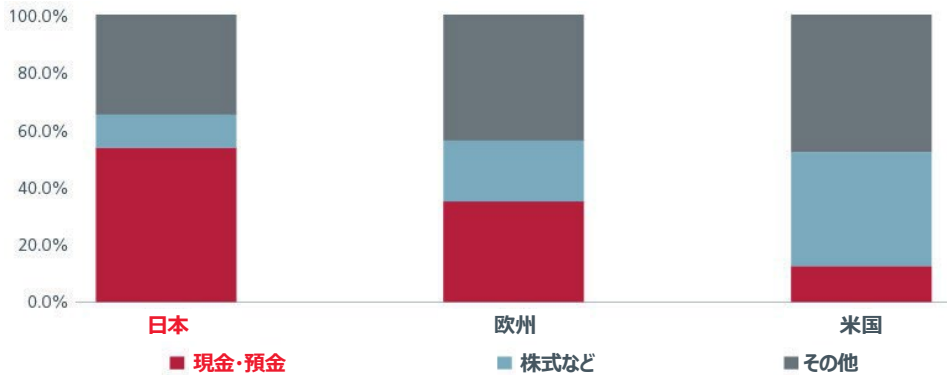
図表 1: 日本の家計金融資産構成比の推移



出所：日本銀行の資料など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)が作成。

invested in insights.

図表 2: 個人金融資産の構成比 ～ 日本・欧州・米国の比較



出所：日本銀行、JPモルガンのデータ(2023年1四半期)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)が作成。

日本の政策金利正常化が日本株へのサポート要因に

日本経済は、内需の回復とインフレに伴い、高成長環境に移行しつつあるようです。良いニュースは、2022年にみられた『輸入インフレ』のような一過性の価格上昇圧力が、より持続的な『サービス価格インフレ』に波及しつつあることです。ここ数年、実質賃金の上昇は遅れをとってきましたが、2024年には供給コスト上昇による『コストプッシュ・インフレ』が緩和され、労働力不足が深刻化する中、新年度に向けての春季賃金交渉の結果が昨年の力強い賃金上昇に続く可能性があります。これにより、これまでの賃金上昇の遅れが解消に向かうという“ダイナミズム転換”が生じる可能性があります。

市場では日銀が2024年にはマイナス金利政策の解除と長期金利を低く抑え込む長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)を撤廃することが予想されています。しかしマイナス金利政策を解除してもその後の大幅な利上げは想定されておらず、またYCCを撤廃しても国債の買い入れは継続することが予想され、しばらくは緩和的な金融政策が続くことでしょう。これは日本企業にとってはポジティブな材料となることでしょう。なお、金利の正常化については健全な経済の証とみなされるべきです。

円相場に関しては、日米の金融政策の相違とそれに伴う金利差などから、現在は歴史的な円安・米ドル高が進んでいます。しかし日銀がマイナス金利政策の解除に前向きな『タカ派』的な姿勢に転換し、一方で米連邦準備制度理事会(FRB)が金融緩和に積極的な『ハト派』的になれば、日米金利差は縮小し円高に向かう可能性があります。円高は一部の輸出依存型企業には逆風となるかもしれませんが、価格上昇とマージン(利幅)改善で相殺できると予想されます。

私たちが投資する企業のバリュエーションから判断すると、こうした懸念は既にある程度は市場に織り込まれているように思われます。なお私たちが想定する日本企業の長期の業績トレンドは、対米ドルでの円相場の長期平均水準である115～120円を前提に考えています(言い換えれば、仮にその水準まで円高が進行したとしても、業績トレンドは維持できるものと想定しています)。

バリュー株にはさらなる上昇余地

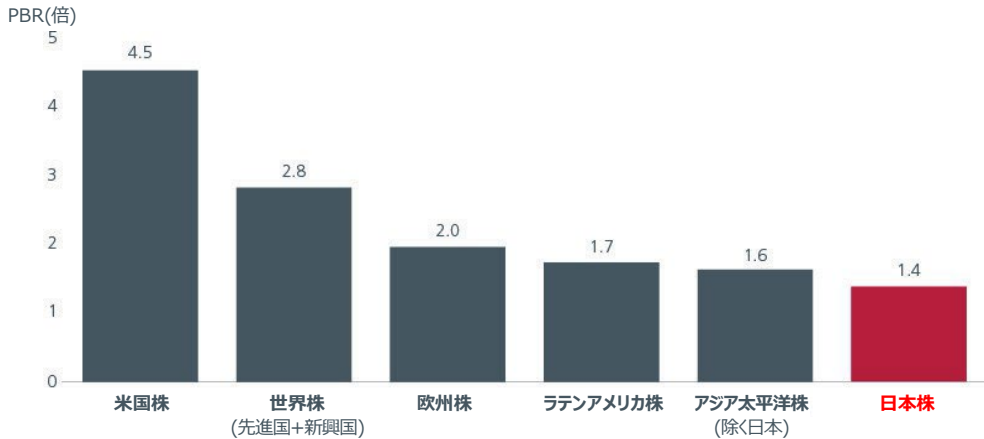
2023年の日本株は外国人投資家からの強い需要により改めて再評価され、PBRはそれまでの1.2倍から1.4倍に上昇しました(図表3参照)。しかしこうした再評価にもかかわらず、日本株のバリュエーション水準は世界の主要株価に比べて依然として割安にあります。JPモルガンの調査によると、外国人投資家の日本株への投資配分は依然として大幅なアンダーウエイトですがインフレ率の上昇と新NISAの2つのテーマが、今年、日本の国内投資家による日本株回帰を促す可能性がある、としています。

また、日本株の株価収益率(PER)の水準は現在、過去の平均値に近い水準にありますが、これにはまだ改革や企業行動の潜在的な変化が織り込まれていません。私たち投資家には、投資対象企業との関わりを継続し、現在の“改善の原動力”を持続可能なものへと変えていく責務がある、と私たちは考えています。

2023年の日本株上昇の大半はバリュー株がけん引しましたが、グロース株も2023年第3四半期(10～12月)には好調なパフォーマンスを見せました。日本株には魅力的な収益性の大幅な改善余地がまだ残っているため、バリュー株の投資妙味はまだ終わっていないと私たちは考えています。

invested in insights.

図表 3: バリュエーション面で割安な日本株は魅力的 ～ 株価純資産倍率(PBR)による比較



出所：MSCI、I/B/E/S、Refinitiv Datastream 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)が作成。各市場については以下のインデックスを使用。

●米国株:MSCI USA Index、●世界株(先進国+新興国):MSCI ACWI Index、●欧州株:MSCI Europe Index、●ラテンアメリカ株:MSCI EM Latin America Index、●アジア太平洋株(除く日本):MSCI AC Asia Pacific ex-Japan Index、●日本株:MSCI Japan Index

価格規律と構造改革が進むことで、それまでのデフレ下で染みついた固定概念と価格規律の欠如といったネガティブ要因を覆す可能性のある代表的なセクターである国内セクターと素材セクターには、優良企業であるにも関わらずバリュエーション面でミスプライス(株価が割安で適正価格から乖離した状態)にある銘柄を見出すことができます。日本の中小型株には現預金を豊富に保有し、改革やリストラ策に前向きな投資妙味のある銘柄が数多く見受けられます。特に小型株は2018年以降、大型株を大幅にアンダーパフォームしており、特にバリュエーション面では大型株に対して歴史的な割安水準にあると言えます。

直近の市場コンセンサスにおける世界経済の見通しは、成長鈍化が主流を占めていますが、私たちはマクロ経済環境上のトレンド予測については最優先事項とは考えていません。しかし、市場で様々なリスクが顕在化した場合、短期的には企業の循環的な利益成長を圧迫する可能性があると思われます。

私たちが投資に際して重視するのはボトムアップ・アプローチであり、改革を取り入れ株主のためにより多くの価値を創造し、自社の得意分野に経営資源を集中する企業に引き続き焦点を当てていきます。これこそが、私たちが“日本市場が今後も強力かつ魅力的なリターンを提供し続けることに楽観視”している理由です。

※ 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)の指数値及び東証株価指数(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、利用など東証株価指数(TOPIX)に関するすべての権利・ノウハウ及び東証株価指数(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、東証株価指数(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。

<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。