

invested in insights.

eastspring  
investments

A Prudential plc (UK) company



# 日本市場の再評価： 改革と割安が生む投資機会

**Ivailo Dikov**日本株式チーム・ヘッド  
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）**James Ying**日本株式チーム  
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

- ▶ 日本は現在、長らく続いたデフレ経済から、恒常的なインフレ状態までは至っていないものの、リフレーション（リフレ）経済への転換期を迎えています。持続的な賃金上昇、インフレの定着傾向、そして金融政策の正常化がこの流れを後押ししています。一方で、政府による補助金政策や食料備蓄の活用など、生活者の購買力を支える施策も並行して進められており、物価の高止まりを緩和しつつ、消費の底上げが図られています。
- ▶ 企業統治改革も着実に進展しており、取締役会による説明責任や資本効率、株主還元の向上が実現されています。規制当局による継続的な監督と市場のアクティビズムが、企業の透明性と効率性をさらに高める原動力となっています。
- ▶ こうした構造的な変化を背景に、日本株式市場は、幅広く深いアルファの可能性を秘めています。健全なバランスシート、改革の追い風、そして依然として割安なバリュエーションが、投資魅力を一層高めています。大型株から、まだ市場に十分認知されていない中小型株に至るまで、アクティブ投資家にとって多様な投資機会が広がっています。

長年にわたり、日本は低成長、根強いデフレ、そして人口動態の逆風により、投資先として慎重な見方をされてきました。しかし、2023年半ば以降、構造改革とマクロ経済の変化を背景に、投資家の見方は大きく変わり始めています。持続的なインフレの兆し、賃金の継続的な上昇、そして企業による資本効率・透明性・株主還元の強化が進み、日本市場のストーリーは新たな局面を迎えています。

この転換点は、日本株式市場の再評価を促し、長らく見過ごされてきた日本に対して、グローバル投資家の注目が集まる契機となりました。もちろん、貿易摩擦や為替の変動、世界的な需要の不透明感といったマクロ要因が楽観的な見方に影を落とす場面もあります。しかし、実際の企業活動や市場の動向に基づく視点では、見逃すにはあまりにも魅力的な投資機会が、確かに存在し続けています。

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

250909(02)

## invested in insights.

### 政策転換がもたらす経済の好循環

2024年、日本では持続的なインフレと賃金上昇の兆しが鮮明となりました。春闘では、過去30年以上で最高水準となる平均賃上げが実現し、これが日本銀行に金融政策の正常化を進める自信を与えました。同年3月には、長らく続いたマイナス金利政策が終了し、政策金利は0.0～0.1%程度へと引き上げられました。

その後も賃金の広範な上昇とインフレ期待の高まりを背景に、日本銀行は段階的な利上げを継続しました。2024年7月には0.25%、2025年1月には0.5%へと引き上げられ、これは実に17年ぶりの高水準となりました。日本経済が持続的な物価目標の達成に向けて着実に進展していることが、この判断の根拠となっています。

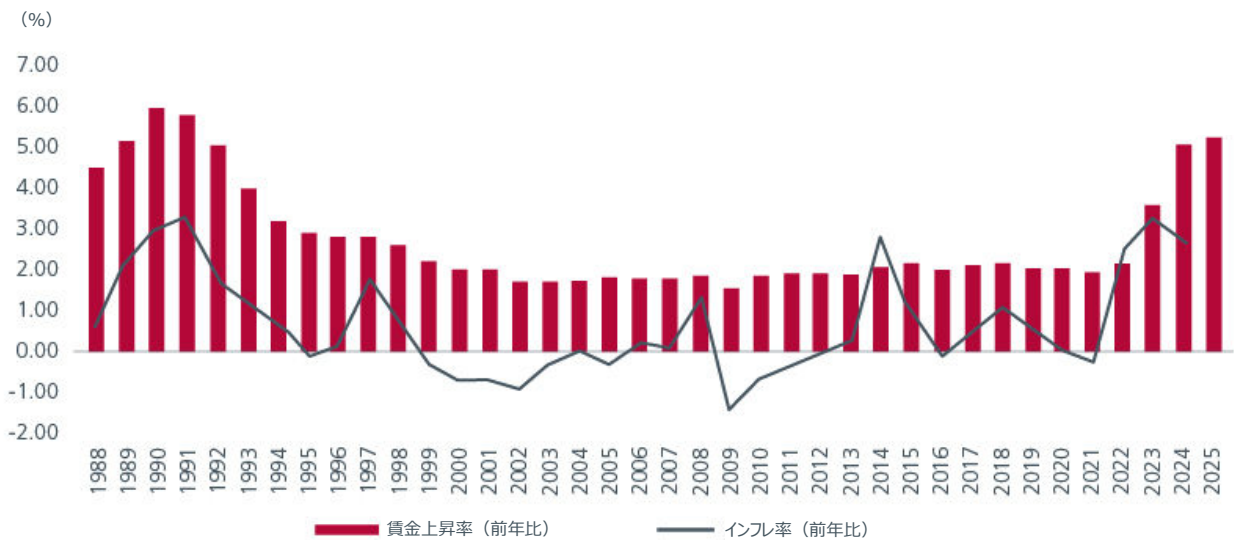
労働力不足を背景に、賃金は3年連続で顕著な上昇を見せており、生産活動や設備投資にも同様の傾

向が見られます。こうした好循環は、長年の低成長・デフレ経済から脱却し、内需主導の力強い消費と投資によって支えられるリフレ経済への転換を後押ししています。

一方で、日本の消費者は、食料品やエネルギー価格の上昇に伴う物価の高止まりに苦しんでいます。これにより、賃金上昇がもたらすはずの消費拡大効果は、現時点では十分に発揮されていません（図表1参照）。

こうした状況を受けて、政府は物価対策を講じています。具体的には、戦略的な米の備蓄の放出や海外からの輸入拡大、さらに家庭向けの電気・ガス料金の抑制などが進められています。これらの施策が今後数ヵ月のうちに効果を発揮すれば、名目賃金の上昇が実質賃金の改善につながり、国民の購買力と消費意欲の回復が期待されます。

図表1：日本における賃金上昇とインフレの関係



出所：厚生労働省、BofAグローバルサーチ、内閣府、総務省統計局のデータ（2025年7月8日時点）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。

日本はこれまで、米国との通商・経済関係において慎重かつ安定的な対応を続けてきました。そして2025年7月末、両国は関税率15%という合意に至りました。これは主要国の中でも低水準であり、市場の予想を上回る好条件と評価されています。

この合意により、日本は米国にとって「優先的な貿易パートナー」としての地位を確立し、経済見通しに対する透明性と安定性が一段と高まりました。こうした環境は、日本銀行が金融政策の正常化を継続するための後押しとなる可能性もあり、今後の政策運営において重要な支えとなるでしょう。

## invested in insights.

### 改革の果実：企業統治の進化と市場の質的向上

過去10年にわたり、日本の企業統治は構造的な変革を遂げてきました。これは、規制改革、市場からの圧力、そして企業自身によるグローバルなベストプラクティスへの意識の高まりによって推進されてきたものです。2014年のスチュワードシップ・コード、2015年のコーポレートガバナンス・コードの導入は、透明性、説明責任、株主との対話において新たな基準を打ち立てる転換点となりました。

企業改革は長年にわたり日本市場の中心的テーマであり続けていますが、現在もその勢いは衰えていません。金融庁や東京証券取引所（TSE）の指針のもと、構造的な改善が継続的に求められています。コーポレートガバナンス・コードは複数回にわたり改訂され、取締役会の独立性や株主との関与を強化する内容が盛り込まれています。

さらに、TSEは2022年に市場区分を再編し、流動性やガバナンスに関する要件を厳格化しました。特に、長期にわたりPBR（株価純資産倍率）が低迷している

企業に対しては、資本効率や株主還元の向上に向けた具体的な計画の開示を積極的に促しています。

日本企業の改革は、単なる制度変更にとどまらず、企業行動そのものを変える構造的な進化を遂げています。特に注目すべきは、以下の3つの柱です。

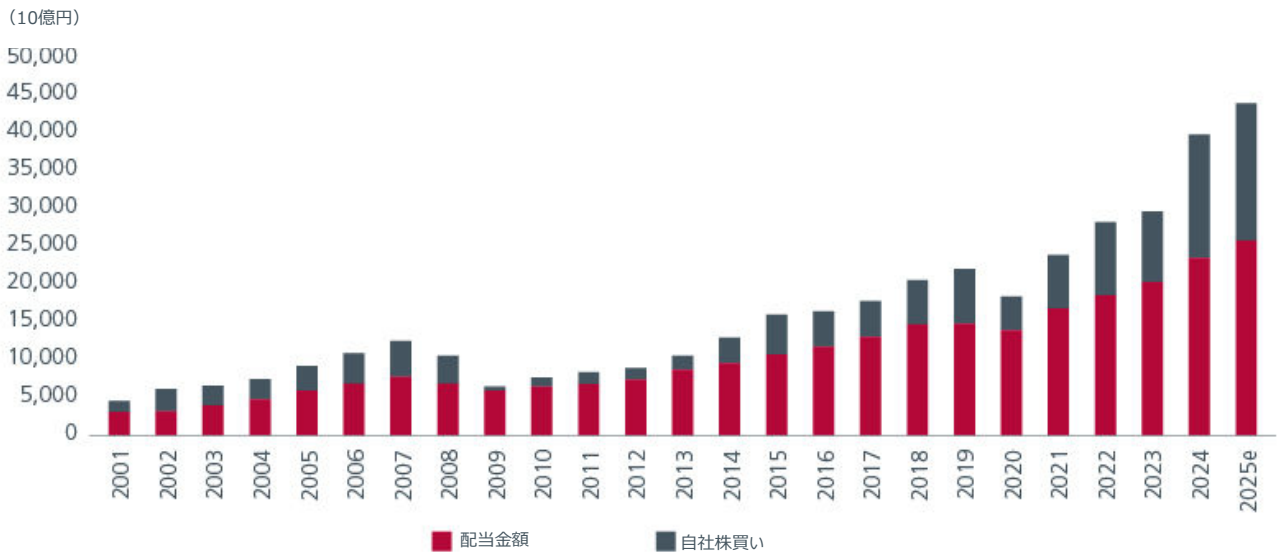
#### （1）取締役会による説明責任の強化

企業経営と株主利益の整合性を高める動きが加速しています。取締役会による監督機能の強化、社外取締役の増加、そしてアクティビスト投資家の積極的な関与が、企業の意思決定に透明性と緊張感をもたらしています。

#### （2）資本効率の改善

特に中小型株に分類される企業においては、潤沢なネットキャッシュを保有するケースが多く見られます。これまで眠っていた資本を、より生産的に活用する圧力が高まっており、株主還元の動きも顕著です。2024年には自社株買いがほぼ倍増し、配当の増加も継続的なテーマとなっています（図表2参照）。

図表2：自社株買いと配当金額の推移



出所：各種データ（2025年7月7日時点）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。推計値を含む。

#### （3）事業ポートフォリオの合理化

プライベート・エクイティや海外投資家によるアクティビズムの圧力、そしてTSEによる規制強化を背景に、企業は事業ポートフォリオの見直しを加速させています。具体的には、非中核事業の売却、コア事業への集中、そして長年の慣習であった持ち合い株式の解消が進められています。

こうした動きは、企業の資本効率と収益性を高めるだけでなく、投資家にとっても企業価値向上の明確なシグナルとなります。

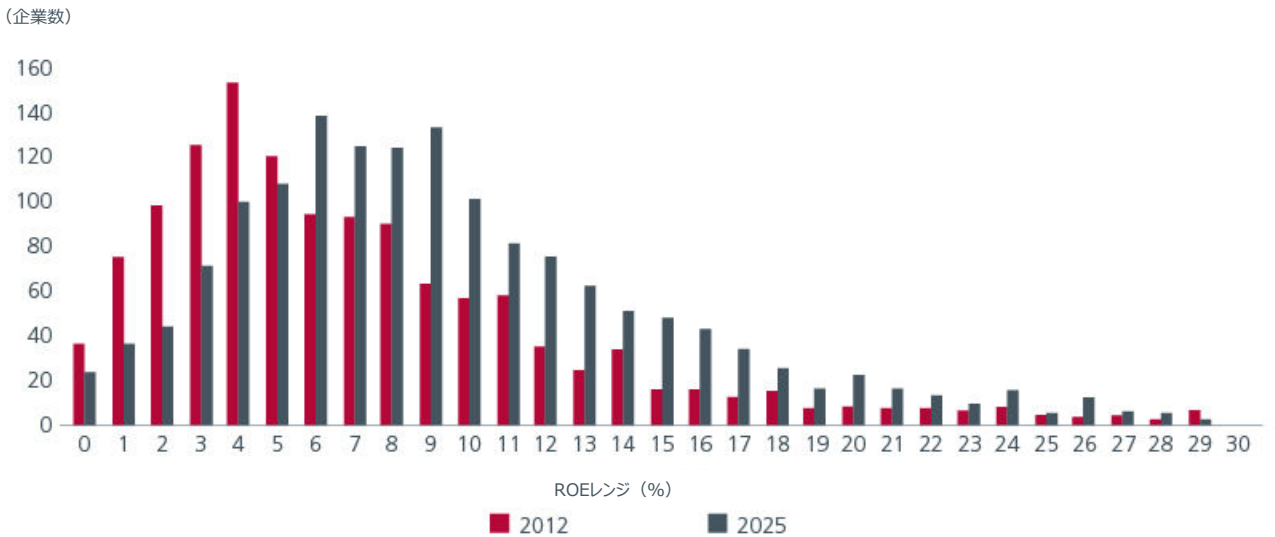
## invested in insights.

これらの企業改革は、日本株のリスク・リターン特性を改善するだけでなく、大型株と中小型株の双方で、新たなアルファの源泉を生み出しています。中でも、低PBR（株価純資産倍率）や未活用のキャッシュを抱えるバリュー志向の企業は、再評価（リレーティング）に向けた好位置にあります。

改革の進展により、市場全体で利益率や自己資本

利益率（ROE）の着実な改善が見られています（図表3参照）。持ち合い株式の解消は、少数株主に対する取締役会の説明責任を高めるとともに、企業買収や合併・再編（M&A）を巡る市場のダイナミズムを促進しています。実際、敵対的買収やM&Aの件数も増加傾向にあり、企業統治の質的向上が市場構造の変化を牽引しています。

図表3：自己資本利益率（ROE）の推移



出所：BofAグローバルサーチ、QUICKのデータ（2025年6月末時点）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。  
注：TOPIX構成銘柄のうち、実際のROEデータに基づく。

これまで日本企業は、利益率や資本効率といった指標において、グローバルな競争に後れを取ってきました。しかし、持続可能な利益成長と資本規律への意識が高まる中で、そのギャップは着実に縮まりつつあります。

現在進行中の改革は、単なる規制対応ではなく、企業行動、資本市場、そして投資環境そのものを根本から変える動きです。2025年6月には、日本取引所グループ（JPX）のCEOが「市場改革はまだ15～20%の進捗に過ぎない」と発言しており、今後数年間にさらなる変化が見込まれています。

このような改革の深化は、投資家にとって日本市場の魅力度を再発見する契機となり、特に中小型株やバリュー株において、再評価（リレーティング）とアルファ創出の可能性を広げています。

### 再評価の余地： 日本株の魅力が再び脚光を浴びる理由

日本株は、健全なバランスシート、企業統治の改善、魅力的なバリュエーション、そして未発掘のアルファ機会という、強力な投資要素を兼ね備えています。特に中小型株においては、そのポテンシャルが顕著です。

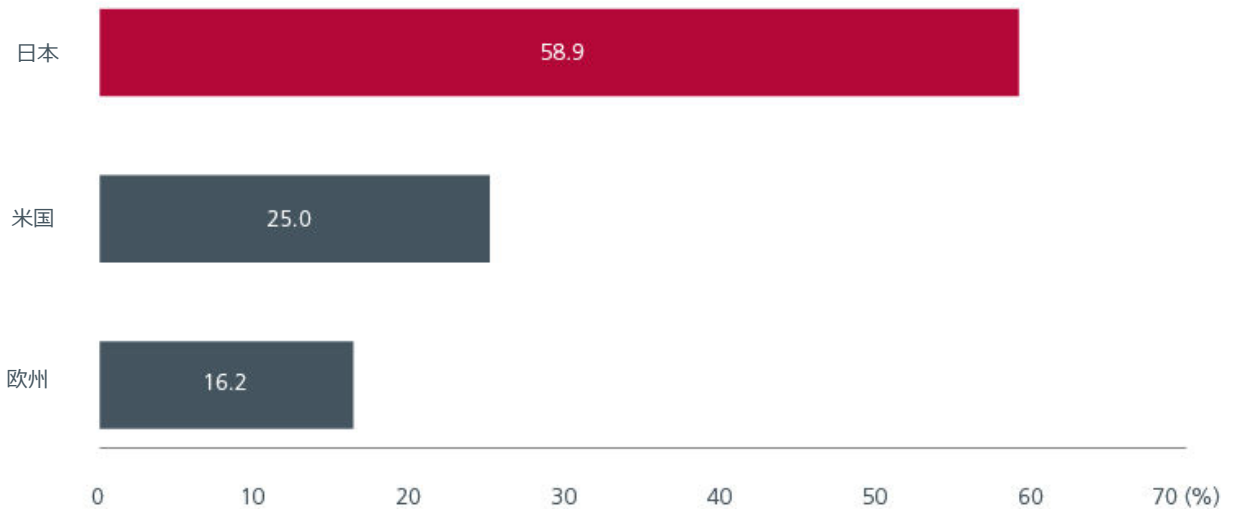
まず、日本企業は他国と比べて非常に高い資本水準を誇ります。TOPIX構成銘柄のうち、非金融企業の約半数がネットキャッシュを保有しており、これは米国（約25%）や欧州（約16%）を大きく上回る水準です（次頁、図表4参照）。このような財務保守主義は、市場の不確実性に対する緩衝材となると同時に、企業改革の進展により、余剰資本の活用が求められる局面に入っています。

## invested in insights.

その結果、株主還元の動きが加速しており、2024年には自社株買いがほぼ倍増しました。配当の増加も継続的なテーマとなっています。これは大型株だけでなく、割安に放置されてきた中小型株にも広がっており、企業価値の再評価（リレーティング）を促す要因となっています。

さらに、設備投資やM&Aへの資金投入も過去最高水準に達しており、今後もこの勢いが続くと考えられています。企業の成長戦略と資本活用が連動することで、日本株市場全体のダイナミズムが高まっています。

図表4：日本、米国、欧州のネットキャッシュ比率



出所：各種データ（2025年3月5日時点）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。

日本：TOPIX、米国：MSCI米国、欧州：MSCIヨーロッパ

注：ネットキャッシュ比率は、正味キャッシュがプラスの企業数を、指数構成企業数で割ったもの。

日本の株式市場は、よく知られた大型輸出企業だけでなく、国内消費やサービス関連など、多様で奥深いセクター構成になっています。これらの分野には、国際的な投資家による調査や保有が十分に進んでいない企業が数多く存在しており、特に中小型株は、未発掘のアルファの宝庫と言えます。

これらの企業は、強固なファンダメンタルズを持ちながらも、その本質的価値に対して大幅に割安な株価水準で取引されているケースが多く、再評価（リレーティング）の余地が大きいのが特徴です。その一因として、アナリストによるカバレッジが極めて少ないことが挙げられます。ある推計では、40%以上の企業がアナリストによるカバレッジを受けていないとされており、ファンダメンタルズ重視の銘柄選定を行う投資家にとって、極めて魅力的な投資対象となっています。

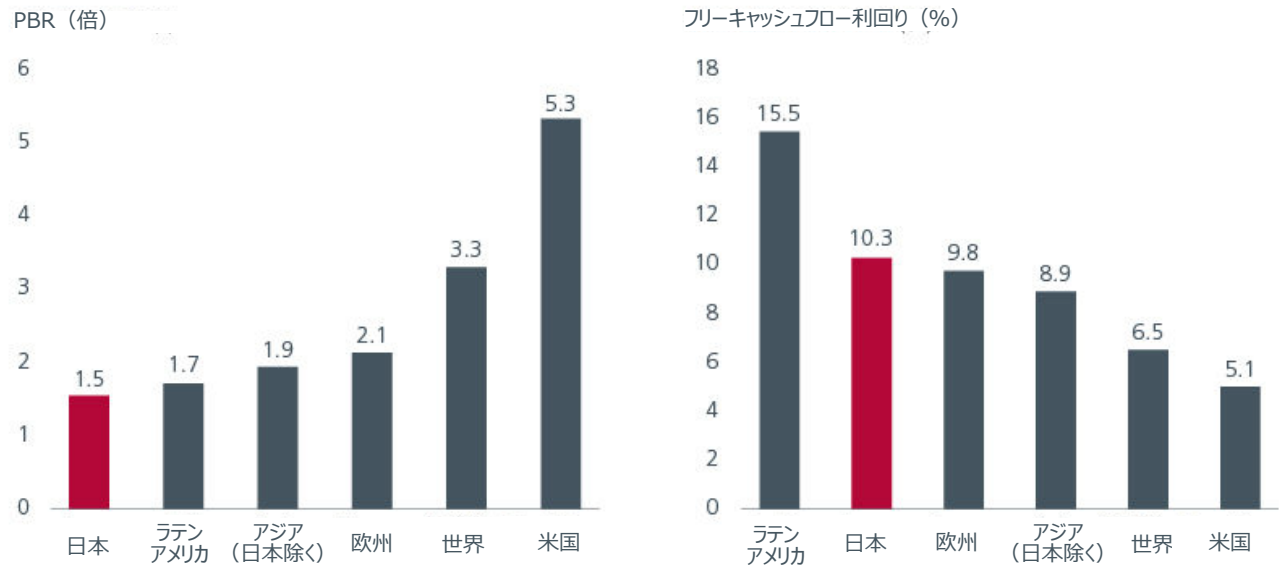
日本株は、予想PER（株価収益率）やPBR（株価純資産倍率）といった主要なバリュエーション指標において、グローバル市場と比較して依然として大きな割安感があります（次頁、図表5参照）。これは、ROE（自己資本利益率）やフリーキャッシュフロー利回りが改善しているにもかかわらず、過去のデフレ経験

に根差した懐疑的な見方が市場に残っていることを反映しています。このようなバリュエーションギャップは、バリュエーション投資家にとっての「安全域（Margin of Safety）」を提供すると同時に、再評価（リレーティング）の余地を示しています。もちろん、関税リスクや為替の変動、グローバル市場のセンチメントの変化など、短期的な逆風が生じる可能性はあります。しかし、こうした市場の歪みこそが、優れたアクティブ運用者にとって魅力的な投資機会となり得るのです。

日本市場は、企業の財務健全性、改革の進展、割安なバリュエーション、そして未発掘のアルファ機会という、他国にはない独自の魅力を兼ね備えています。大型株のディフェンシブ銘柄から、まだ市場に十分認知されていない中小型株、国内消費関連からグローバル輸出企業まで、幅広いセクターにわたって投資機会が広がっています。

構造的な改革が着実に進む中で、これらの企業は再評価（リレーティング）に向けた強力な触媒を手にしており、投資家にとっては今こそ、日本株の本質的価値を見直す好機と言えるでしょう。

図表5：主要地域別PBR(株価純資産倍率)およびフリーキャッシュフロー利回り



出所：MSCI、Refinitiv Datastreamのデータ（2025年6月30日時点）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。  
 日本：MSCI日本、欧州：MSCIヨーロッパ、アジア（日本除く）：MSCIアジア太平洋（日本除く）、ラテンアメリカ：MSCI新興国ラテンアメリカ、  
 世界：MSCI オールカントリーワールド、米国：MSCI米国

### バリュー投資の優位性—分散効果と非効率の攻略

日本市場は、国内消費の回復、企業改革の進展、健全な財務体質といったアルファ要因を背景に、グローバルなポートフォリオに対して有意な分散効果を提供します。特に、広範で多様な市場構造を持つ日本では、パッシブ運用に依存することで、大型輸出企業への過度な偏りが生じやすく、国内セクターや中小型株に広がる投資機会を見落とすリスクがあります。

当社の運用プロセスは、完全なボトムアップアプローチに基づき、投資家心理に根差した非効率—たとえば過去の傾向が未来も続くという直線的な予測や、下落局面における過度に悲観的な見方—を体系的に捉えることを目的としています。これらの非効率を捉えるには、規律ある再現性の高いアプローチが不可欠です。

まず、2,000社以上の企業群をスクリーニングし、統一されたバリュエーション基準を用いて、株価と企業の本来価値が大きく乖離している銘柄を特定します。こうした銘柄は、情報の非対称性や市場の過小評価によって、アルファ創出の源泉となり得ます。私たちは、最もミスマッチされた投資機会に焦点を当て、最大のリターンが期待できる銘柄を厳選しています。

短期的な業績ではなく、持続可能な収益ドライバーに着目し、統一されたバリュエーション基準を用いて、長期的な価値を見極めることを重視しています。このようなファンダメンタルズ重視の姿勢は、短期的な市場センチメントに左右されがちな日本市場において、私たちの差別化要因となっています。

私たちの強みは、プロセスだけでなくカルチャーにもあります。日本市場における長年の経験と、表面的な情報を鵜呑みにせず本質を探究しようとする姿勢と議論を重視する協働的な対話環境が、あらゆる市場局面において規律ある投資判断を支えています。この基盤こそが、長期的なパフォーマンスを安定的に提供するための鍵であり、バリュー投資がアルファ創出に最も効果的な視点であるという確信に基づいています。

## invested in insights.

**もはや「周縁的な投資先」ではない  
—日本市場の再定義**

日本は今、経済・企業・資本市場の構造を根本から変える、一世代に一度の変革期を迎えています。その結果として、市場全体でROEや利益率の改善が進み、投資家にとって長期的なインパクトをもたらす環境が整いつつあります。

こうした構造的な変化にもかかわらず、グローバル投資家による日本への資産配分は依然として控えめです。多くの改革がすでに具体化しているにも関わらず、過去の印象とのギャップが残っており、この認識のズレこそが、バリュー志向の投資戦略にとって肥沃な土壌となっています。

改革の深化とともに、企業経営陣は資本規律への意識を高めており、割安な日本株は再評価（リレーティング）に向けた好位置にあります。インデックスの表面的な動きだけでは捉えきれない、真の投資機会が広がっているのです。

日本が持続的成長とガバナンス改善の新たなフェーズに移行する中で、もはや日本市場は「戦術的」あるいは「周縁的」な投資先ではなく、差別化された長期リターンを求める投資家にとって、ポートフォリオの中核を担うべき存在です。

規律あるアプローチ、企業との対話、そしてボトムアップの洞察を持つバリュー投資家こそが、日本市場の再覚醒を捉える最適なポジションにあると言えるでしょう。

- ・ T O P I X（東証株価指数）の指数値及びT O P I X（東証株価指数）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 総研の関連会社の知的財産です。
- ・ 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。

**<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／債券や業種・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、当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。