

invested in insights.

eastspring  
investmentsA Prudential plc (UK) company 

# 日本株への私たちの 永続的アプローチ

日本株式運用チーム

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

- 日本の株式市場で進行中の構造改革は、引き続き日本株市場への再評価を推進することでしょう。
- 日本の中小型株は、バリュエーション面で投資家にとって魅力的な水準にあります。
- 他の先進国市場と比較すると、世界の投資家は依然として日本株への投資割合が低い水準にあります。

## 1. 日本株市場はバリュー投資家にとって、依然として魅力的な投資機会となっているのでしょうか？

これまで私たちは日本における3つの構造的な追い風、すなわち、①デフレからインフレへの移行、②企業統治（コーポレートガバナンス）改革による企業の収益性向上、③設備投資環境の改善、に着目してきましたが、この追い風は引き続き存在し、さらに今後数年にわたって持続するものである、と私たちは考えています。

本年2024年は、引き続き日本企業から収益性の向上とバランスシートの合理化に向けた取り組みに関する発表が続く、と私たちは予想しています。自社株買いはもちろん重要ですが、今後数年間でバリュエーション指標に大きな影響を与えるのは、ビジネスの“真の再編”です。実際、日本市場において真のモメンタム（勢い）が生まれつつあることを示唆する事例が見受けられます。コストプッシュ型インフレの鈍化と、2024年春季労使交渉（春闘）の好結果により、実質賃金も2024年後半にはプラスに転じる可能性があります。さらに来年の春闘では、3年連続で高い賃上げが実現する可能性があります。

実際、発表された最新データによれば、インフレ調整後の実質賃金は6月に2年以上ぶりにプラス転換し、名目賃金は約30年ぶりの高い伸びを記録しました。

日本株の現在のバリュエーションは、さまざまな指標を長期間で見ると中位の水準にあり、これは他の先進国市場と比較して、決して割高ではなく魅力的なものであることを示唆しています。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、企業収益も改善しており、この傾向は今後も続くと思われます。また、日本企業の1株当たり利益の伸びは、2012年以降、米国や欧州連合（EU）よりも堅調です。さらに、上述したように構造的な追い風が吹いているので、日本株がこれまでのような低迷した水準を超えて高値で取引されない、というのは考えにくいと言えます。

一部のデータによると、外国人投資家は依然として日本株への投資配分を低く抑えている一方で、インフレ率の上昇と、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）といった2つのテーマを背景にして、今年は国内投資家の日本株への回帰が促される可能性があります。日本株には、マクロレベルとミクロレベルの両方でポジティブな材料があり、現在進行中の構造変化により、日本は世界的にも際立った株式市場となっています。デフレからの脱却に向かうにつれ、日本株は引き続き再評価されることでしょう。

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

240903 (01)

## invested in insights.

### 2. 多くの大型バリューストックが既に値上がりしていることを踏まえると、日本株の投資機会は縮小しているのでしょうか？

確かに、これまでの日本株の上昇は主に大型株がけん引してきました。日本の小型株はこうした動きに追随できていません。バリュエーション水準がそれほど高くない中小型株には、私たちの投資対象となり得る領域がまだ広く残っており、これは長期的なバリュエーション重視の銘柄選びの対象として魅力的な投資機会となっています。現在、それらの銘柄の多くは時価総額が簿価を下回る状態にあります。

インフレ局面においては、通常、中小型株が大型株よりも有利となります。これは、中小型株は国内経済とのつながりが強い傾向があるからです。このような環境下で、バリュエーションを重視する投資家である私たちは、逆張りの投資行動を取り、株価パフォーマンスが低迷している中小型株に傾斜しながら、グローバル型企業と国内型企業への投資ポジションを維持してきました。

国内型企業では、経営陣が値上げとコスト管理に注力している運輸業や建設業といったセクターの銘柄を私たちは追加投資しています。グローバル型企業では、現在のバリュエーション水準では魅力的ではない商社銘柄は保有していませんが、依然として厳しい収益環境と低い市場期待の中で事業を展開している化学品の銘柄を引き続き選好しています。

注目すべき点の1つは、直近の8月の日本株の急落局面において、既にバリュエーションが割高になっていた大型の輸出関連セクターは株価へのマイナス影響も大きかったということです。さまざまなタイプの株式のパフォーマンスの広がり(例：一極集中の修正)は、今後の市場パフォーマンスを支え続けるはずですが。

### 3. 東京証券取引所による日本企業への改革要請は、企業に変化をもたらしているのでしょうか？

東京証券取引所による上場企業への企業統治(コーポレートガバナンス)改革の要請は、すでに複数の大手企業に自己資本利益率(ROE)の改善に向けた行動を促しています。日本企業は、財務レバレッジの低いバランスシートを最適化することを目指し、過去最高水準の自社株買いを続けています。自動車、金融、建設といったセクターのバリューチェーンにおいては、これまで伝統的に緊密に結びついていた持ち合い株主の関係に大きな変化がみられ、株式の持ち合いが解消されつつあります。これにより、取締役会の少数株主に対する受託者責任・説明責任がさらに強化され、日本におけるアクティビスト(物言う株主)の活動がさらに活発化することでしょう。

また、コングロメイト(複合企業)において、非中核事業からの撤退や強みのある分野への資本の再配分など、事業ポートフォリオ改革に関して経営陣によるスピード感のある取り組みがみられます。これらの取り組みは中長期的に日本株市場を支えるもの、と私たちは期待しています。日本株市場に長年にわたって関わってきた投資家として、私たちは現在の企業行動の変化は重要かつ持続可能であると感じています。

### 4. ドル円の為替相場は私たちの投資先の日本企業にどのような影響を与えますか？

日本政府は2024年上半期に行き過ぎた円安を是正するために何度か為替介入に踏み切りましたが、日米間の金利差が大きかったため、その効果は限定的なものとなっていました。日本銀行による7月の追加利上げ決定と、米連邦準備制度理事会(FRB)が早ければ9月にも利下げする、との見通しが高まっていることにより、その差は縮小傾向にあります。こうした動きは円の安定または若干の円高につながる可能性があります。この環境は、日本株市場の主役が為替変動に敏感な大型株から、国内型企業の株や中小型株といった幅広い銘柄群に変わる、つまり市場の主役交代が起きる可能性もあります。

日本銀行の政策変更にもかかわらず、私たちのボトムアップ投資における市場の見方は変わっていません。私たちのアプローチ(例：企業の持続可能な収益に焦点を当てる)では、投資先企業の評価においては日本銀行の金融政策正常化の可能性も考慮に入れているからです。

### 5. あなたの投資スタイルが永続的かつ高い再現性を持つ理由は何ですか？

私たちの純粋なボトムアップ型の投資プロセスは、株式の大きなミスプライス(株価が割安で適正価格から乖離した状態)につながる市場の行動バイアスを活用することに重点を置いています。市場には外挿バイアス\*やリスク回避バイアスなどの投資家の行動バイアスは、常に存在しているのです。ただし、それらを効果的に活用するには、明確に定義された投資プロセスを規律正しく適用する必要があります。

\*予測の際に“過度に”これまでのトレンドに依存すること。

まず、2,000社を超える幅広い投資対象に対して、一貫した基準によるバリュエーション・スクリーニングを行います。私たちは、影響度の高いバリュエーションの外れ値、つまり実際の価格と適正価格の間に大きな差がある株式のみを投資対象のターゲットにしています。私たちの徹底した調査努力は、最大の潜在的リターンを提供する著しいミスプライス銘柄(株価が割安で適正価格から乖離した状態にある銘柄)に焦点を当て魅力的な投資機会を見出しています。

## invested in insights.

私たちの差別化要因は、一貫したバリュエーション・フレームワークを使用して企業の持続可能な収益の長期的な要因を調査する詳細な分析と運用チーム内での精緻な議論にあります。このアプローチは、企業の評価に関して独自の洞察と明確な理解をもたらします。持続可能な収益に焦点を当てることで、私たちは短期的な決算データに執着する市場の多くの他のプレイヤーとの差別化に取り組んでいます。

私たちの運用チームの挑戦と議論を大切にする組織カルチャー、日本株市場への投資におけるこれまでの長年の経験、そしてさまざまな市場サイクルや市場イベントを通して培った投資プロセスの規律ある実践は、長期にわたる良好なパフォーマンスを実現するための重要な要素となります。

### <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。