invested in insights

eastspring investments
A Prudential plc (UK) company

日本株上昇の「次」を見据えて
-企業改革と利益成長が支える投資機会を探る





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

- **日本への投資を支えるファンダメンタルズは、着実に改善しています。企業の収益性向上や資本配分の改善に加え、デフレからの脱却が進むことで、持続的な利益成長に向けたより強固な基盤が形成されつつあります。**
- **企業改革には、依然としてさらなる価値創出の余地があります。企業が潤沢な現預金を保有するなか、株主による働きかけも活発化しており、グロース投資や事業再編、株主還元の拡充につながる余地があると考えられます。**
- **今後の局面では、相場上昇を追いかけるのではなく、アクティブな銘柄選択が一段と重要になると考えられます。銘柄間のバリュエーション格差が大きいことは、市場で十分に評価されていない銘柄への利益成長の可能性を見出す機会につながる一方、成長期待に対して割高な価格で投資することを避けるため、バリュエーションを重視した投資姿勢が重要となります。**

日本への投資を取り巻く環境は、これまで以上に慎重な見極めが求められる局面に入りつつあります。デフレ圧力の緩和や企業改革、世界のテクノロジー・サプライチェーンにおける日本の戦略的な役割といった市場のけん引役は、すでに多くの投資家に広く認識されています。2025年4月以降、日本株市場が力強く上昇してきたなか、日本への投資の魅力が今後も持続するのか、投資家の関心が高まっています。

日本株のバリュエーションについては、企業のファンダメンタルズ改善に加え、インフレ率が上昇するなどマクロ経済環境が変化していることも踏まえて評価する必要があります。市場全体では力強い利益成長が期待されているものの、株価が企業の潜在的な利益成長力を十分に織り込んでいない銘柄も引き続き見受けられます。一方、企業が依然として高水準の現預金を保有していることに加え、規制・制度面での取り組みや株主による働きかけの活発化を背景に、企業改革にはさらなる進展の余地があると考えられます。もっとも、今後の局面では、バリュエーションを重視しながら、市場のコンセンサスにとらわれないアクティブな投資姿勢が一段と重要になると考えられます。

より強固な企業のファンダメンタルズとあわせてバリュエーションを捉える

日本株市場は、数年前のように市場全体が幅広く割安な状況ではなくなっています。MSCI日本指数の12ヵ月先予想PER（株価収益率）は約15.6倍（2026年9月末時点）と、過去平均の約15倍をやや上回る水準にあります（次頁、図表1参照）。

英国プ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　一般社団法人資産運用業協会

invested in insights

もっとも、現在のバリュエーションについては、大きく改善した企業ファンダメンタルズとあわせて捉える必要があります。企業の収益性や資本効率が改善し、コーポレート・ガバナンスの水準も向上するなか、企業は資本配分や株主還元をこれまで以上に重視するようになっています。また、日本経済がデフレからの脱却に向かっていることも、企業を取り巻く事業環境を変化させています。名目成長率のプラス基調や賃金上昇、企業の価格決定力の高まりは、デフレ期と比べて構造的に高い収益性を支える要因になると考えられます。

重要なのは、市場全体のPERだけでは、銘柄間に存在する大きなバリュエーション格差を捉えきれない点です。一部のAI・テクノロジー関連企業は、力強い利益成長や投資家の高い関心を背景に高いバリュエーションで評価されている一方、市場で相対的に選好されていない分野には、個別銘柄ベースで魅力的な投資機会が引き続き存在すると考えられます。こうしたバリュエーションのばらつきは、投資規律を重視したバリュエーション評価と、ボトムアップによる銘柄選択の重要性を一段と高めています。

一方、コンセンサス予想では、利益成長は今後も続くと見込まれていますが、その見通しは市場の各分野で大きく異なっています。ブルームバーグのコンセンサス予想によると、2027年度のMSCI日本指数のEPS（一株当たり利益）成長率は11.9%と見込まれているのに対し、MSCI日本グロース指数では25.7%、MSCI日本バリュー指数では3.7%となっています（2026年10月19日時点）。

こうした差異の背景には、グロース指数とバリュー指数を構成する業種の違いがあると考えられます。MSCI日本グロース指数では、AIや半導体、データセンターへの投資拡大に対する高い期待から恩恵を受けるテクノロジー関連企業や資本財関連企業の比率が高くなっています。これに対し、MSCI日本バリュー指数では、金融、自動車、商社の比率が相対的に高くなっています。

バリュー指数の利益成長率予想が低い背景には、コモディティ価格がピークを迎える、あるいは上昇ペースが鈍化するなか、商社の純利益の伸びが減速するとの見方があります。一方、銀行や自動車の利益については、MSCI日本指数と概ね同程度の伸びが見込まれています。

AI関連企業はより高い利益成長が見込まれている一方、投資家はすでにその成長性に対して相応のプレミアムを支払っている状況にあります。MSCIのデータからも、こうしたバリュエーション格差が確認できます。2026年9月30日時点で、MSCI日本グロース指数の予想

図表1. 12ヵ月先予想PER（倍）



出所：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。 2026年8月31日時点。対象はMSCI日本指数、MSCI米国指数、MSCI欧州指数。各資産クラス／セクターの過去のパフォーマンスを示す代替指標として指数を使用することには限界があり、将来のパフォーマンスを示唆するものと解釈すべきではありません。また、いかなる予測や見通しも、必ずしも将来または想定されるパフォーマンスを示すものではありません。

invested in insights

PERは18.4倍となっているのに対し、MSCI日本バリュー指数は13.6倍となっています。

したがって、投資において重要となるのは、単にどの分野の利益が最も高い成長を遂げるかではなく、すでに株価に織り込まれている成長期待と比較して、市場が将来の利益成長を過小評価している可能性がどこにあるのかを見極めることだと考えられます。当社では、AI関連以外の企業についても、価格設定の規律改善、自動化や生産性向上に向けた投資、事業再編、資本配分の改善といった構造的要因や個別企業固有の要因が、利益成長を下支えするとみています。

企業改革には、なお一段の進展余地

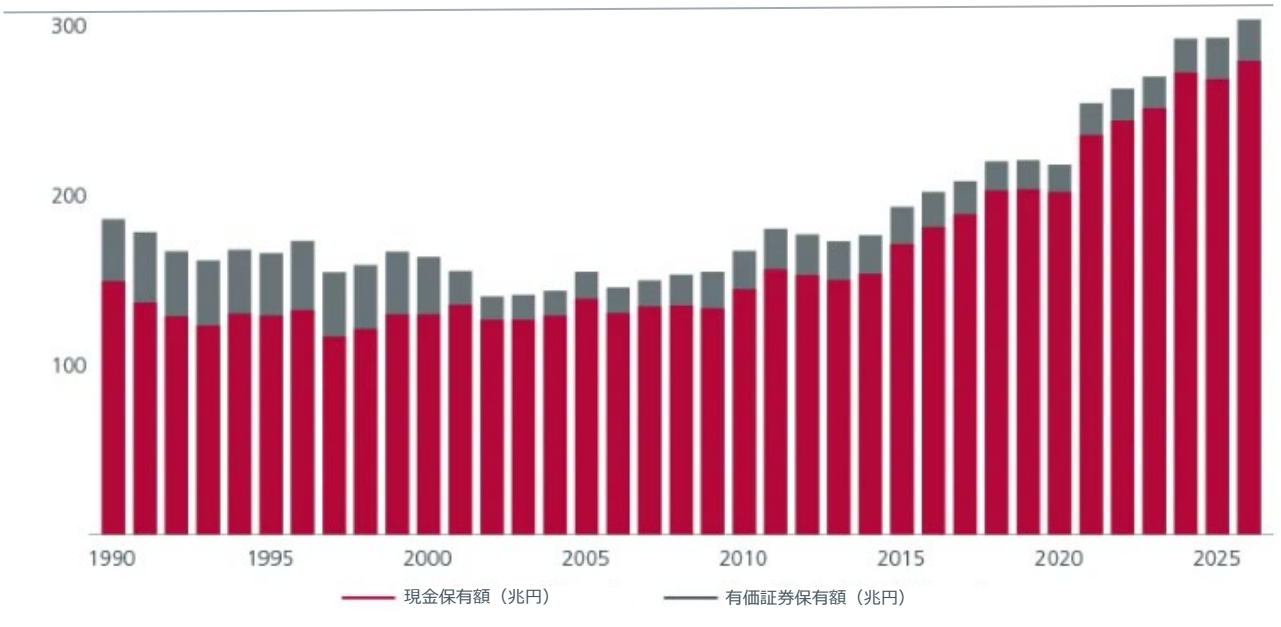
企業改革は、日本株市場に複数年にわたる変革をもたらし、株主価値の大幅な向上につながってきました。企業改革というテーマはすでに広く認識されていますが、当社では、その価値創出の可能性はまだ十分に引き出されていないと考えています。2025年には配当や自社株買いが過去最高水準に達したものの、日本企業は引き続き多額の現預金を保有しています（図表2参照）。報告によると、TOPIX構成企業の57.7%が実質無借金のネットキャッシュ企業となっており、MSCIアジア（除く日本）の45.7%、MSCI米国の24.3%、MSCI欧州の16.8%と比べても高い水準にあります（2026年10月時点）。

こうした財務基盤の強さは、企業に幅広い選択肢をもたらしています。経営陣が投下資本に対するリターンをこれまで以上に重視するようになるなか、保有する現預金を成長投資や事業再編、買収、増配、自社株買いなどに活用する余地は大きいと考えられます。

株主による企業への働きかけも、日本で一段と定着しつつあります。2024年には、日本で51件のアクティビストによるキャンペーンが実施され、英国とその他欧州を合わせた件数を上回りました（出所：『2025年日本株主総会シーズン・レビュー』– Georgeson（Computershareグループ））。2025年には56件に達し（出所：『日本における次なるアクティビズムの波に備えるには』– FGS Global）、米国に次ぐ水準となっています。こうした動きは2026年も続いており、6月8日時点で、アクティビストは55社に対して150件の株主提案を行っています。

重要な点として、株主提案の内容は、余剰資金の還元や取締役の交代を求めるものにとどまらず、M&Aやレバレッジド・バイアウト（LBO）、事業ポートフォリオの抜本的な再構築など、企業の中核的な経営戦略に関わる課題へと広がっています（出所：日本における株主アクティビズムの台頭と日本の上場企業への示唆 – 日本総合研究所、2026年5月19日）。魅力的なバリュエーション、企業が保有する潤沢な現預金、そして強まる株主からの働きかけが相まって、今後も企業改革の進展を後押しし、日本株のさらなる価値創出につながることが期待されます。

図表2. 日本企業は引き続き潤沢な現預金を保有



出所：CLSA証券、ロイター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。2026年のデータは3月末時点。

※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。

invested in insights

日銀の金融政策正常化が市場の上昇基調を崩す可能性は低い

日本銀行（日銀）は2026年6月に利上げを実施し、9月にも追加利上げを行ったことで、政策金利は31年ぶりの高水準となる1.25%に達しました。日本経済が長年にわたるデフレから脱却しつつあり、実質賃金にも上昇の兆しが見られるなか、日銀は今後も緩やかなペースで金融政策の正常化を進めていくとみられています。一方、円高が進む可能性については、日本企業の収益の持続性、ひいては今後の日本株市場のリターンに対する懸念につながっています。

実際には、円相場が大きく変動する局面では、日本株市場は「円安によって恩恵を受ける市場」であるという投資家の先入観が意識される傾向があります。例えば、2024年8月の円キャリートレードの巻き戻しや、2025年4月、トランプ米大統領が『解放の日』と称して大規模な相互関税を発表した際にもこうした見方が強まりました。しかし、市場リターンと円相場の動きとの相関関係は、必ずしも明確かつ一貫して確認されているわけではありません。このことは、日本株市場のリターンには、企業のファンダメンタルズをはじめとするその他の要因が、より大きな影響を与えてきた可能性を示唆しています。

円高をもたらす要因や円高そのものが、必ずしも日本にとってマイナスに作用するとは限りません。エネルギー価格が高止まりするなか、円高は輸入インフレの抑制につながる可能性があります。また、金利上昇は銀行をはじめとする金利感応度の高いセクターに恩恵をもたらす可能性があるほか、実質賃金の伸びが加速すれば、個人消費や内需関連企業を下支えすると考えられます。

日本の実質賃金は2026年8月まで8ヵ月連続で上昇しましたが、家計支出や消費者心理の改善は、これまでのところ緩やかなものにとどまっています。過去数年間は、名目賃金が上昇する一方で、食料品やエネルギー、輸入品の価格上昇が家計の購買力を低下させてきました。そのため、実質所得の持続的な増加が消費者心理の改善や選択的支出の拡大につながるまでには、一定の時間を要する可能性があります。

個人消費の改善を後押しする可能性のある要因として、以下が挙げられます。

- **実質賃金の持続的な上昇：**実質所得の増加が続けば、家計の購買力や消費者心理の改善を後押しすると考えられます。
- **食料品に対する消費税率引き下げ案：**高市政権は、国会での承認を条件として、対象となる食料品の消費税率を2027年4月から2年間、8%から1%へ引き下げることを提案しています。実現すれば、家計の可処分所得をより直接的に下支えする可能性があります。
- **輸入インフレの鈍化：**円高やエネルギー価格の低下は家計への負担を和らげ、賃金上昇が実質的な購買力の向上につながりやすくなると考えられます。

図表3．TOPIXと米ドル／円の相関係数（100日）



出所：ゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチ、シュローダー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。2026年5月12日時点。各資産クラス／セクターの過去のパフォーマンスを示す代替指標として指数を使用することには限界があり、将来または想定されるパフォーマンスを示すものと解釈すべきではありません。

※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。

invested in insights

今後の日本株投資

日本の株式市場は、その厚みと多様性を背景に、幅広い業種や投資テーマにおいて、引き続き投資機会を提供しています。一方、これまで市場をけん引してきた投資テーマが株価に織り込まれつつあるなか、今後のリターンを左右するのは、市場予想を上回る成長が期待できる企業や、市場のコンセンサスとして定着する前の新たなカタリストを見極めることだと考えられます。今後の日本株投資では、規律あるバリュー投資のアプローチを通じて、市場で十分に評価されていない企業を発掘するアクティブな銘柄選択が、より重要になるとみています。

現在の市場環境を踏まえると、当社では小売・サービス関連の一部企業、資本財関連企業、銀行などに興味深い投資機会があると考えています。また、AI関連投資の恩恵を受ける企業のなかにも、今後3～5年間にわたる持続的な利益成長力を踏まえれば、現在のバリュエーションから相応の上昇余地が期待できると判断する銘柄が見受けられます。

もっとも、AI関連分野だけでなく日本株市場全体に対する投資家の期待が大きく高まっていることから、投資対象を慎重に選別する姿勢と、バリュエーションに対する規律は、これまで以上に重要になっています。

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。

＜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。