

「アベノミクス」時代の日本株式を解説する



小澤大二
インベスコ・アセット・
マネジメント株式会社
取締役運用本部長 兼
チーフ・インベストメン
ト・オフィサー

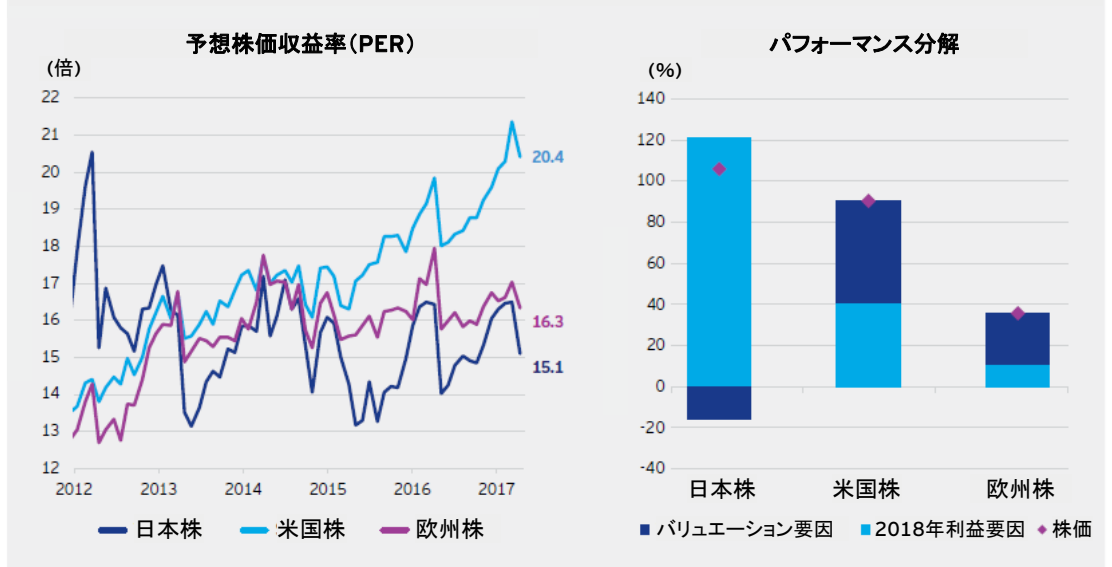
要旨

- 日本株は他の先進国株式よりも割安な水準
- 日本企業および日本経済の復活を信じていない投資家が依然として多いことを示唆
- 足元の堅調かつ継続的な回復を鑑みるに、構造問題に対する懸念は行き過ぎ

安倍晋三首相が就任し、「アベノミクス」と呼ばれる一連の経済政策を打ち出した2012年12月以降、日本株は現地通貨ベースで世界でも有数のパフォーマンスを上げています。しかし、現在の日本株と海外市場とのバリュエーション格差は、日本企業および日本経済の復活の持続性に投資家が疑念を払拭できていないことを示唆しています。そのような「日本への過剰な懸念」について、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社で取締役運用本部長兼チーフ・インベストメント・オフィサー(CIO)を務める小澤大二が説明します。

TOPIX(東証株価指数)は2018年1月初めに26年ぶりの高値を付けました。マクロ経済面では、デフレ時代に停滞していた日本の名目GDPがついにプラス成長に転じ、1997年の過去最高水準を上回りました。こうした改善にもかかわらず、現在の日本の株式市場は、アベノミクス以前の水準と比べても、他の主要先進国の株式市場との比較でも、割安な水準にとどまっています。他の先進国市場が主としてバリュエーションの上昇を背景に高いリターンを記録する中で、日本はそうした強気な市場センチメントの恩恵を受けられずにいます(図表1)。

図表1: 日本の株式市場は海外主要市場よりも過小評価されている



出所: Factset, IBES, ゴールドマン・サックス。日本株: TOPIX, 米国株: S&P500指数, 欧州株: ダウ・ジョーンズSTOXX600指数。予想PERは1期(暦年)先の予想一株当たり利益(EPS)に基づくPER。直近数値は2018年2月28日時点のコンセンサスEPSを基に算出。パフォーマンス分解におけるパフォーマンス計測期間は2012年12月30日~2018年2月28日。

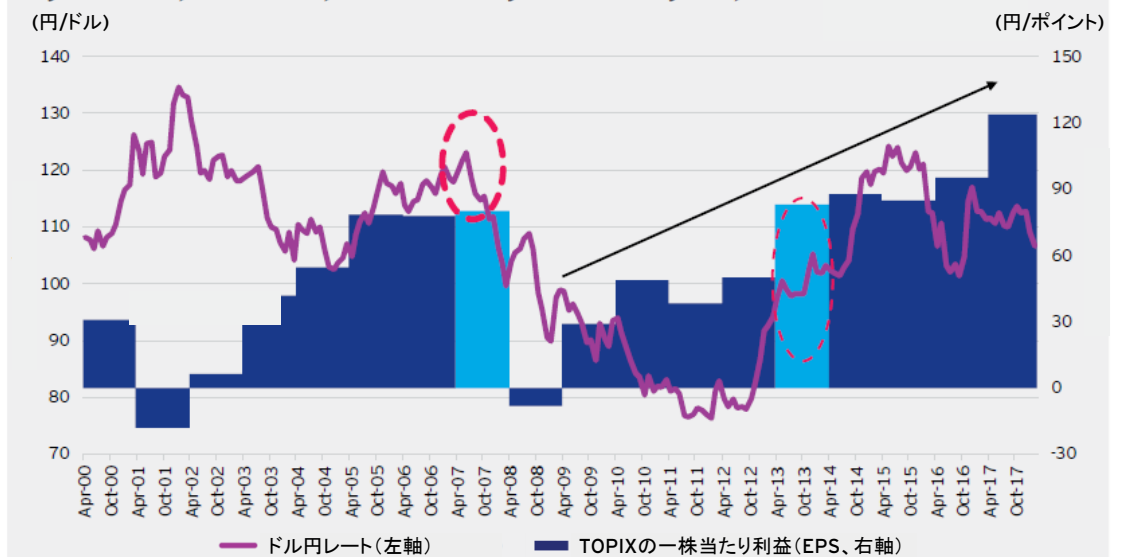
日本株の割安さが続いている背景としては、①円高リスク、②高齢化、③高水準の政府債務、④資本の非効率性や株主軽視のコーポレート・ガバナンスといった日本企業や日本経済に関する構造的な課題が、投資家(特に海外の投資家)に依然として懸念されていることが一因と考えられます。本稿では、アベノミクス以降これらの構造問題がどのような改善をみせているのか、解説したいと思います。

日本企業は円高への耐性を高めている

2008~2009年の世界金融危機時の日本企業の収益は、世界的な需要の大幅な収縮と、「有事の円買い」による急激な円高進行という二重の圧力により悪化しました。世界金融危機は海外で発生し、深化したにもかかわらず、世界の主要株式市場の中では日本が最も大幅な下落を余儀なくされました。

しかし、2009年以降、円高が続く中でも、日本の企業収益は回復基調に転じます(図表2)。2013年には、為替レートが1ドル=100円と2007年(同113円)よりも10%以上円高水準にあったにもかかわらず、世界金融危機前の2007年のピークを超えました。

図表2: 長引く円高にもかかわらず、日本の企業収益は拡大



出所: Bloomberg, 野村證券。TOPIXのEPSは野村證券予想。

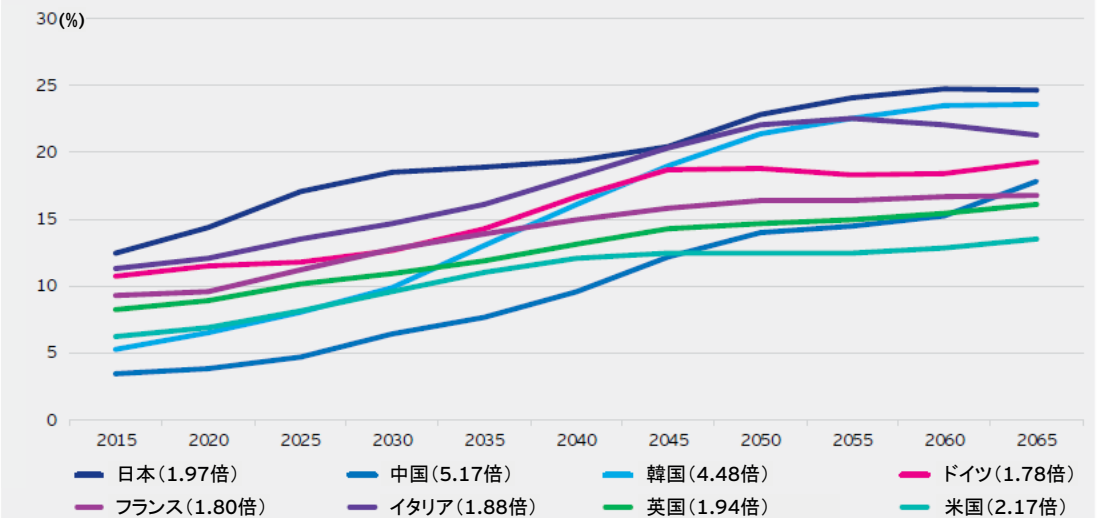
足元の世界同時景気回復、そしてさらに重要なこととして、日本企業の改善に向けた戦略的取り組みにより、企業収益は広範かつ着実な成長トレンドを続けています。日本企業は、生き残りのためのコスト削減や事業ポートフォリオのリストラを達成し、以前よりも強靱な財務・コスト体質になっています。加えて、自動化や電気自動車、高齢化社会といった産業やマクロの構造変化に積極的に適応している企業もあります。日本企業の健全な企業ファンダメンタルズと株価バリュエーション面の魅力を併せ考えると、ドル円レートが1ドル=100円を下回るような危機的な水準が長期化しない限り、円高によって日本の株式市場の上昇トレンドが終息するようには見込まれません。

人口の高齢化は、日本のみならず、多くの主要国が避けられない世界共通の課題

日本は世界でも最も高齢化が進んだ国です。75歳以上の高齢者は既に全人口の10%を超えており、その割合は引き続き増えるだろうと予想されています。

確かに日本は今後数十年は高齢化のトップランナーで居続けるでしょう。一方で、中国や韓国などの北アジア諸国が日本よりも高齢者人口の増加率が高い国として浮上する見込みです。また、フランス、英国、米国といった比較的出生率の高い先進国でも、高齢人口の急増は避けられない長期的なトレンドです(図表3)。人口の高齢化は日本特有の問題ではなく、世界の主要国の多くが直面しなければならない共通の課題なのです。

図表3: 高齢化は世界共通の課題
75歳以上の高齢者が全人口に占める比率



凡例の国名の後の()内は、2015~65年の75歳以上の高齢者が全人口に占める比率の変化。
出所: 国際連合経済社会局、「世界人口予測(2017年改訂版)」、2018年3月15日現在。

なお、興味深いことに、日本では労働年齢人口はすでに減少していますが、労働力と雇用者数は増加しています。最近の企業活動や景気の回復により、女性労働者が労働市場に復帰し、高齢者は退職を先延ばししています。こうした傾向は、今後数年間、高齢化が経済に与える悪影響を和らげると考えられます。

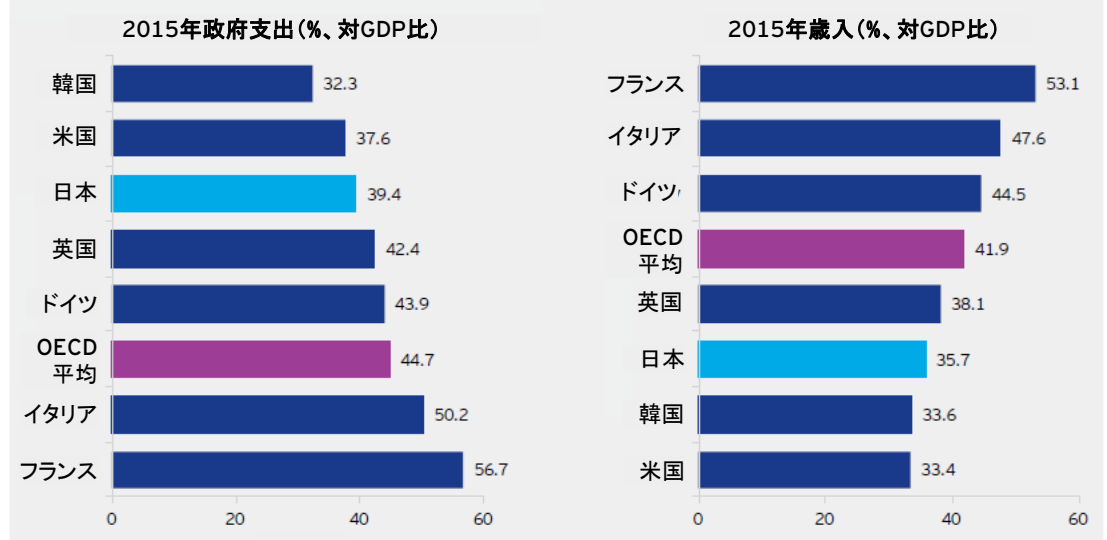
また、長期投資の観点からは、高齢化問題への積極的な取り組みはイノベーションを促し、企業に新たな成長機会を提供していると言えます。例えば、ヤマハ発動機、日立製作所、豊田通商は、「ラストワンマイル自動走行」プロジェクトにおいて無人短距離輸送サービスを政府と共同開発しています。この画期的なシステムは、クラウドベースのサーバーを利用した自己学習による道路画像認識技術を採用し、特に過疎化が進む地方で、運転者不足の問題を解消し、低コストで高齢者の移動の自由を支援するものです。2018年に複数の都市で一連の実証実験が始まっており、2020年の商業化を目指しています。

民間部門の大幅な貯蓄超過により世界一の債権国の地位を維持

日本の一般政府債務残高のGDP比は2015年には約240%と、主要国で最も高い水準です。日本の財政規律の欠如や高齢化社会における社会保障費の増加がしばしば懸念材料として取り上げられますが、実際には日本は最も高齢化が進んでいるにもかかわらず、GDPに占める政府支出の比率はOECD(経済協力開発機構)の中でもかなり低い部類に入ります。つまり、日本の

債務問題は、政府支出の膨張ではなく、長期化したデフレ環境の中で、企業収益と個人所得という二つの主要税源が減少し、歳入が圧迫されたことによるものなのです(図表4)。

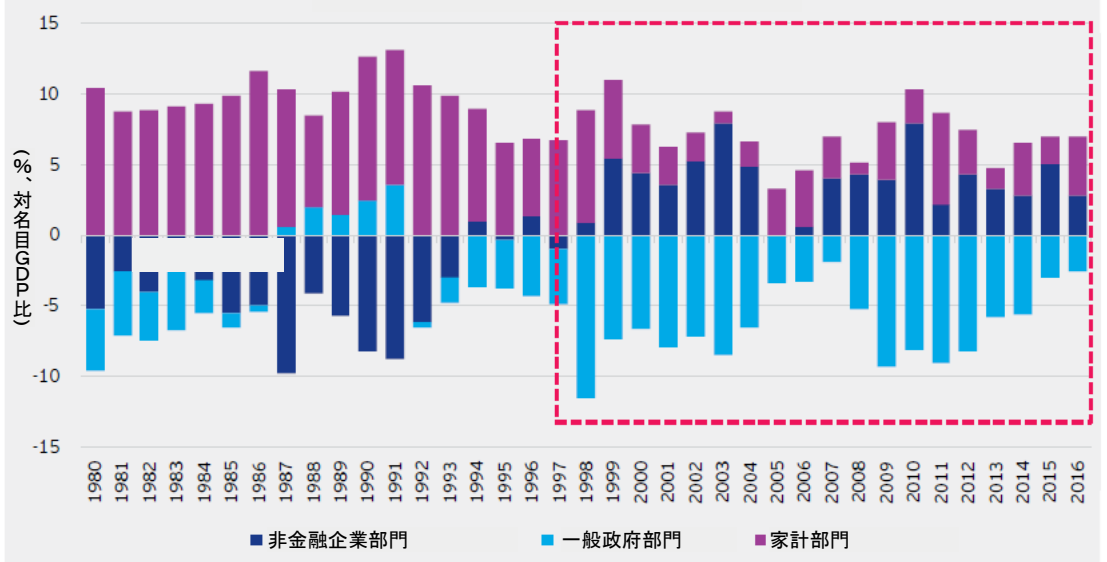
図表4: 日本の政府債務の拡大は過剰な支出ではなく、歳入の不足によるもの



出所: OECD、2015年データ。2018年3月27日現在。

こういった状況を踏まえると、物価・賃金デフレの終息の兆候や、名目GDPのプラス成長への回帰は、日本経済が前向きな転換点を迎えていることを示していると言えます。また、負債の多い政府部門とは対照的に、民間(家計と企業)部門は大幅な貯蓄超過になっていることから、日本経済全体としては世界最大の債権者の座を保持しています(図表5)。

図表5: 日本の民間部門は大幅な貯蓄余剰となっている
日本の経済主体別資金過不足状況



出所: 日本銀行(資金循環勘定)、内閣府(国民経済計算)、岡三証券、データ期間: 1980~2016年度。

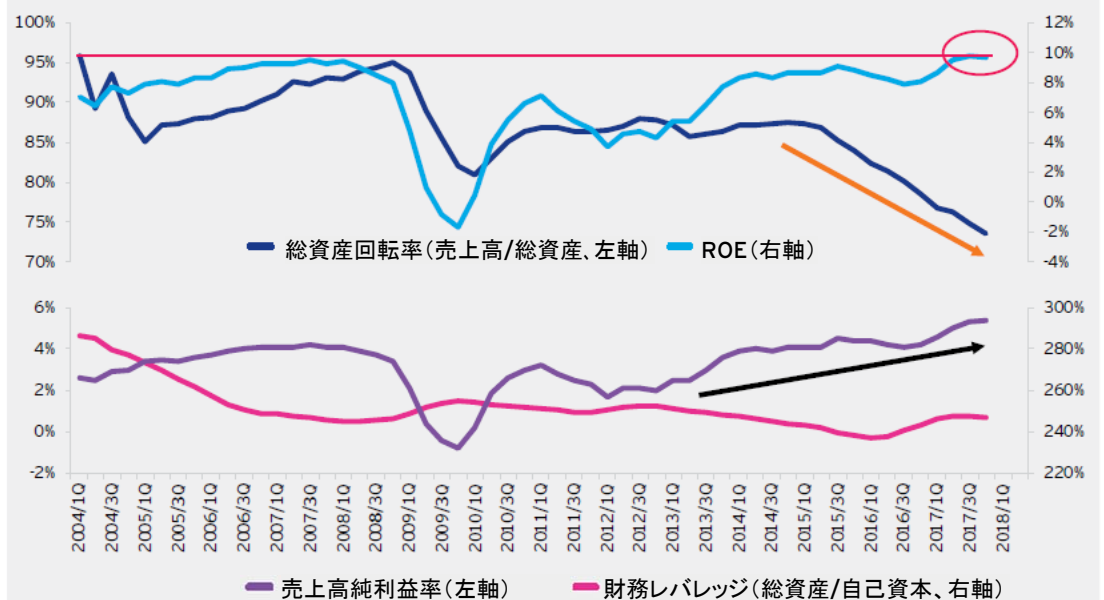
したがって、問題は日本の企業部門と家計部門がいつ、どこで、どのように貯蓄から投資・消費に舵を切り、経済の好循環が始まるかです。そしてそれは遠くない未来に解決される可能性が高いとみています。デフレの終息は、貯蓄が善でなくなることを意味し、投資や消費に支出するインセンティブが増す可能性があることが指摘できます。加えて、コーポレートガバナンス改革も重要な役割を果たすと考えられます。バランスシートに積み上げられた現金を有効利用し、資本の効率性を改善するとともに、1970年代以降の最低水準である現在の労働分配率を引き上げることが次の重要なステップとなります。これにより、日本の資産不均衡を解決する好循環が生み出され、最終的には政府債務削減の道筋がつかると期待されます。

コーポレートガバナンス改革も継続して進展

コーポレートガバナンス改革は、アベノミクスの政策課題の中でも最も成功を収めたものの一つです。2013年以降、ステュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードが導入され、さらなる改善を目指して、2017年と2018年にそれぞれ改訂されています。日本におけるステュワードシップ・コードは、持続的な企業価値向上を達成することを目的とし、経営陣と建設的な対話を促進することに重点を置く形で機関投資家の責任を定めています。一方、コーポレートガバナンス・コードは、持続的な成長を達成し、中長期にわたる企業価値向上を目的に掲げ、上場企業の基本原則を取りまとめています。

これらの政策的取り組みは、徐々にですが着実に結果をもたらしています。例えば、運用会社および年金基金をはじめとするアセットオーナーは、株式の議決権行使において、ROE(自己資本利益率)基準等のより厳格なルールを設定するようになってきています。経営陣との対話も質・量ともに改善されてきています。企業統治の改善としては、2人以上の独立した社外取締役を擁する東証一部上場企業が、2010年の13%から2017年には88%に大幅に増加していることが挙げられます。株式投資の観点から最大の功績と考えているのは日本企業のROE改善です。これは欧州企業の標準レベルである10%を超えてきています(図表6)。

図表6: TOPIX構成企業のROEとその構成要素の時系列推移



出所: 日経QUICK(Astra Manager)、大和証券、データ期間: 2004年1-3月期~2017年10-12月期。

とはいえ、日本のコーポレート・ガバナンスは引き続き改善の途上にあります。デュポン分析によると、日本のROEの過去5年間の改善はマージンの拡大(売上高純利益率の上昇)によるものであり、一方で、財務レバレッジはおおむね縮小し、総資産回転率は低下しています。長期的なROEの向上を達成するためには、投資家と企業経営者の双方がコーポレート・ガバナンス改革の更なる進展と資産効率性の改善に取り組むことが不可欠です。

まとめ

厳しい投資環境が続いた過去20年の間に、多くの投資家が日本株式市場から去って行きました。しかしながら、その一方で、日本は、20年の長きにわたるデフレや株主を軽視したコーポレートガバナンス、資本の非効率性といった構造的課題に真摯かつ着実に取り組んできました。

他方で、日本は人口の高齢化など、グローバルに共通の構造的問題の解決に向け、先陣を切っています。その結果、イノベーションが創出され、当該分野で主導権を握る企業が今後数多く出てくると期待されます。

構造的課題に対する積極的な取り組みが進捗し、かつ円高を含む逆風への適応がなされていることを踏まえると、現在の日本株式市場は割安に放置されており、長期的観点から投資の好機と捉えています。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社が作成したものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を当社が保証するものではありません。また、抄訳では、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容となっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります。また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。作成者の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第306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