

# 日本株バリュー投資：投資環境と見通しについて

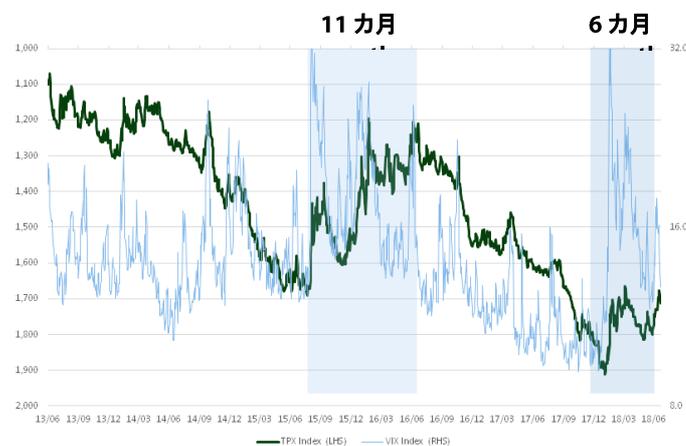
## 投資環境

2017年の世界の株式市場は、年間を通じて大きな波乱もなく株価は上昇しました。ボラティリティも安定し、リスク・リワードを勘案すれば市場参加者にとって稀にみる幸運な一年であったと言えます。企業業績については2012年度を起点とした6期連続での増益達成の後の踊り場を迎えていますが、2020年代以降を睨んだ世界規模でのイノベーションや、様々な材や次世代型サービスへの需要の拡大により日本企業への投資環境は新たな段階に入ったと考えています。

当戦略の投資哲学としても掲げていますが、我々は、日本の株式市場は成熟した経済基盤の上に成り立つ、「循環性」が高く、「再現性」という果実を得やすい市場であり、徹底したコントラリアン（逆張り）としてのバリュー投資こそが顧客利益最大化のための最良のアプローチであると考えています。

日本の株式市場における金利上昇に伴う2月以降の株価調整は、後述するリスクファクターの一端が顕在化したものでしたが（図表1参照）、株式市場を支える良好なファンダメンタルズに今のところ変化の兆しは見られません。2018年2Qの株式市場では、投資家のリスク回避姿勢が加速する中、貿易摩擦問題や新興国市場混乱などのリスクが複合的に顕在化しました。ベンチマークである東証株価指数は+1%程度とほぼイーブンで終わったものの、その中身は非常に歪んだ動きとなりました。

図表1: VIX 指数 vs. TOPIX (東証株価指数)

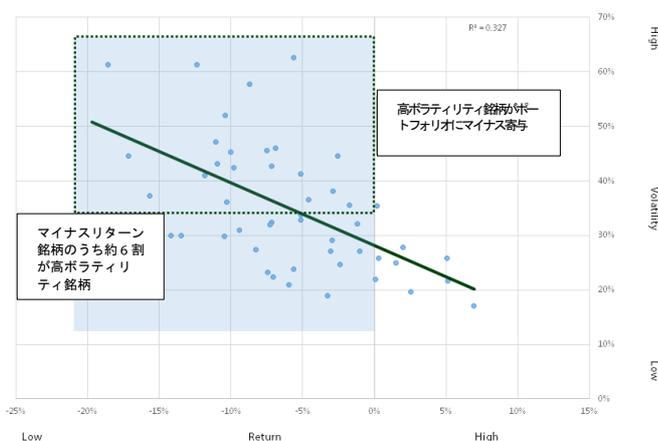


出所: Bloomberg、日興アセットマネジメント (2018年7月現在)

注: 左軸は反転して表示

堅調に推移したのはITやヘルスケア関連セクターなどで世界的な傾向ですが、日本市場ではそうした動きがよりオーバーシュートしたものとなりました。とりわけ、日本の代表的なヘルスケア関連株式が当該期間に3割近く上昇したのに対し、同じく代表的な資本財メーカーが2割近く下落するなど、セクター間の偏りは1999年のITバブルにも匹敵するものでした。我々の分析でも、ボラティリティとリターンとの関係が極めて強い逆相関となるなど、低リスクの投資対象への資金シフトが加速しました（図表2参照）。しかしながら、我々は経験則からこうした市場の歪みは遠からず修正されると見ています。

図表2: ボラティリティ vs. リターン



出所: Bloomberg、日興アセットマネジメント (分析期間: 2018年2月22日 - 6月28日)

## 中長期の見通し

多くの日本企業にとっての現在の立ち位置は、2020年代以降の様々な技術進化と需要拡大に向けた先行投資期にあり、業績面でも長期増益達成後の踊り場にあるため、目先の大きなリビジョンの変化は期待しづらいと思います。しかしながら、米中間を始めとした貿易問題への過度な悲観による株価の大幅な調整、魅力的なバリュエーション、後戻りすることのない株主還元レベルの上昇など、株価のターンアラウンドを引き起こすカタリストは多く存在しています。私達は、5年後に時価総額を高めうる企業の絶好の投資機会として現在のマーケットを捉えており、有望企業への継続投資を行うとともに、ポートフォリオのリスク・リターンプロファイルの向上に努めています。

当チームでは7月上旬に、貿易摩擦問題の影響が懸念される中国の深圳・北京両市において一週間のリサーチを行い、市場の懸念と実態に大きな乖離があることを確認しました。産業の高度化・高付加価値化へのシフトにより6%台半ばの成長率を目指す目標の下、経済運営の安定性は以前より増しています。部分的にディレバレッジの影響も見られるものの、5G・EV・IOT・ヘルスケアなどイノベーション実現に向けた投資意欲は旺盛で、個人消費も電子決済のデファクトスタンダード化に支えられて多様化し盛り上がりを見せています。情報統制はあるものの、対米関係についても冷静に対処され、議論や批判、不買運動などの事象は現状見られません。緊張の続く対米関係へのアンカーとして隣国との関係を重視する姿勢は強く、特に対日関係では、外相会談や李克強氏の来日を実現したのを皮切りに、今秋の安倍首相訪中や来年の習近平氏訪日も予定されるなど、対日関係は今後1~2年安定期入りする可能性が高いです。中国の変化のスピードは非常に早く定点観測の必要はありますが、市場と実態との間にあるこうした「情報の非対称性」を着実にポートフォリオに反映させ、ターンアラウンド時の超過収益獲得を目指していきます。

## 企業業績・戦略の方向性

企業業績は2012年度を起点とした6期連続での増益達成の後の踊り場を迎えています。成長領域への先行投資の増加に加え、原材料コストの上昇など各企業にとってはコスト要因をより保守的に見積もる必要があり、これまでよりも業績達成に向けたハードルは高くなっています。但し株価は春先以降大きく調整し、そうしたコストファクターの織込みが急速に進みました。世界景気の腰折れ懸念やシステムリスクまでもが企業価値に過度に織込まれているものも多く、バリュエーションや株主還元の方角性を勘案すれば、絶好の投資機会が到来しています。2020年代以降を睨んだ世界規模でのイノベーションや、様々な材や次世代型サービスへの需要の拡大は、当チームでも長期視点でポートフォリオに反映させるべき最優先のテーマと位置付け、常に理想を先取りし過ぎる株式市場の傾向とは一定の距離を置きながら、リアリストとしての目線と経営者へのインタビューにより投資対象を選択していきます。

## リスクファクター

現在生じる最も大きなリスクは、言うまでもなく保護貿易主義が及ぼす影響であり、その動向を注視しています。特に1)中国の成長率目標に及ぼす影響 2)米国において中間選挙後も世論の声を背景に強硬姿勢を転じ得ない「振上げた拳を下ろせない」ことによる世界経済への影響等を注意深くモニターしていきます。

2018年以降についても上昇基調は継続するものの、昨年との対比ではややストレスの多い市況展開になると見えています。その理由は、これまで株価の上昇要因として寄与したいくつかのファクターは、本年以降にはボラティリティの拡大要因へと転じるリスクを内包すると考えるからです。例えば上昇する資源価格は、当初はインフレ期待の醸成を通じて株式市場に恩恵をもたらしましたが、時間の経過とともに企業業績や個人消費の圧迫要因に転じるリスクも併せて評価すべき局面に入ってきています。マーケットに対する基本観は強気ですが、敢えてそれらのリスクファクターを以下に示しておきたいと思えます。

## 金利

世界的な景気回復傾向や、非伝統的金融政策の転換などの事実と比べれば、一般的な長期金利の動きは相対的に落ちており、当面は大きなリスクを意識する必要は乏しいものの、一部の地域においては金利上昇への綿密なモニターが必要と考えます。米国市場では歴史的に株式と長期金利が逆相関で動く傾向がありますが、2009年をボトムとした米国株式の上昇は既に8年超に及び、今後の金利の動きにはよりセンシティブに反応するであろうことから、その動向を注視していきます。

## コモディティプライス

世界的なEV化の潮流により、基幹部品であるモーターや電池に使用される銅、ニッケル、コバルト、リチウムなどへの需要が急増しています。特にコバルトはアフリカ中南部に総産出量の半分以上を依存していること、リチウムは純度・安全性を確保するための精製方法が限定されることからとりわけ高い希少性を持っています。また環境負荷低減のニーズから天然ガスへの需要が高まっています。一方で環境制約や国策による鉱山採掘の規制、2015-16年にかけて大幅に減少した石油関連投資の将来へ及ぼす影響など、供給サイドの制約要因も多く、これらの事象はコモディティプライスの構造的な価格押し上げの要因になると見えています。

## インフレーション

インフレは、今後最も注意を払わねばならないリスクの一つであり、中国など新興国の一部にインフレの萌芽がみられることから、その動向には十分に留意していきます。一方、構造デフレの出口にある日本では適度な水準のインフレが待望されていますが、その期待をサポートする変数が増加しています。足下では漁獲量の減少や天候不順の影響などから、葉物・生鮮品を中心に価格が高騰し、ガソリン価格も上昇基調にあります。非正規雇用者の賃金が昨年来その水準を切り上げているのに加え、今春には正規雇用者の賃上げも多くの企業で実施されました。供給と需要の両面からインフレ期待は高まりを見せており、金利動向や不動産価値評価などにもいずれ影響が及ぶと見えています。

## Important Information

当資料は、日興アセットマネジメント（弊社）が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のチャート、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、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。なお、資料中の見解には、弊社のものでなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。