

日本株式の割安感は解消に向かうか

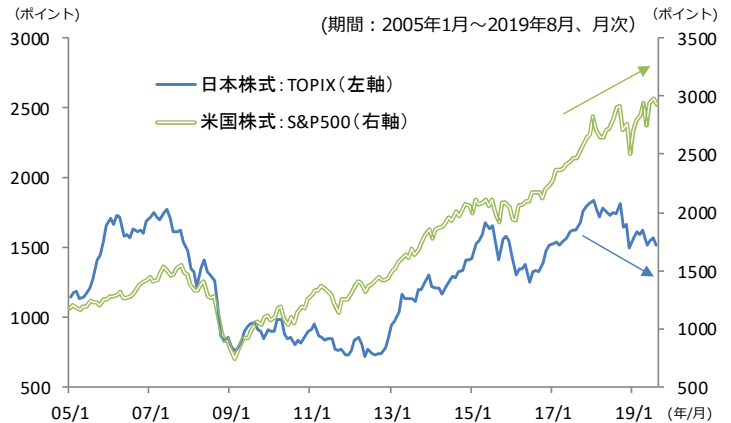
近年、日本株式の米国株式に対する割安感が鮮明になってきました。両国の自己資本利益率（ROE）の格差がその主な理由だと考えています。今後、コーポレートガバナンスの改善、アクティビスト投資家の拡大などを通して日本企業のROEが上向けば、日本株式の割安感は徐々に解消に向かうと考えています。

鮮明になった日本株式の割安感

米国の景気サイクルが終盤戦に突入し、景気後退の足音が近づくなか、日米株式市場は上値の重い展開を続けています。2005年以降の日米株式市場の動きを一つのグラフで示すと、短期的に株価が上下に乖離することはあっても長期的にはほぼ同じ方向に向かっていったことがわかります。しかし、近年は日本株式のアンダーパフォームが鮮明になってきました（図表1）。

ここでは、日本株式と米国株式の魅力をもとに①株式時価総額の名目GDPやマネタリーベースとの比較、②伝統的なバリュエーション指標から相対比較してみました。

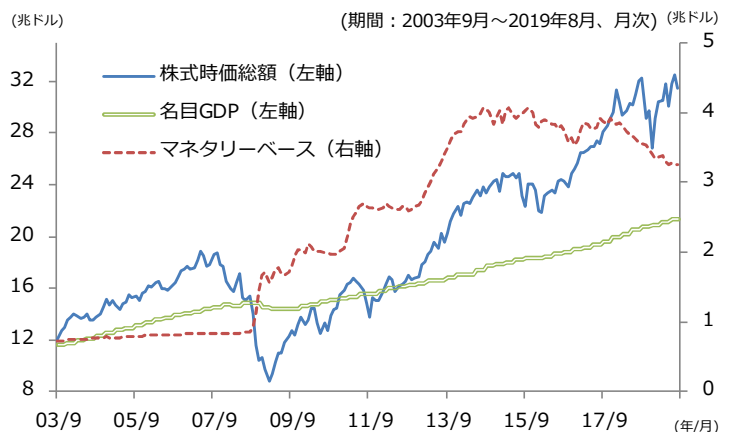
図表1 日米株式市場の推移



名目GDP・マネタリーベースとの比較

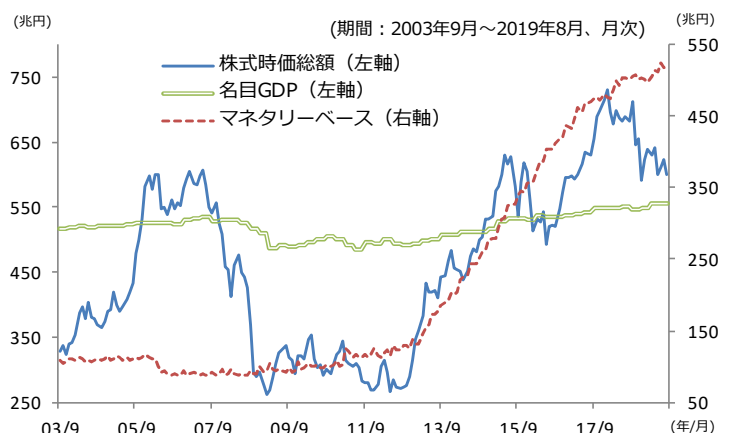
かねてより株式市場の時価総額とその国の名目GDPには深い関連があると考えられてきました。足元で米国の株式時価総額の名目GDPからの乖離幅は日本の乖離幅よりも大きく、米国株式が日本株式よりも割高と判断されます（図表2,3）。しかし、株式発行などの直接金融が企業の資金調達の主役を担う米国では株式時価総額が名目GDPを上回る傾向が強く、一方、伝統的に銀行融資が企業金融を主導してきた日本では逆の傾向が見られました。このような歴史的な違いを考慮したZスコア(*)で比較しても、米国の1.46に対して日本は0.84で、米国株式の割高感が際立ちます。

図表2 米国：株式時価総額と名目GDP・マネタリーベース



リーマン危機後に日米の中央銀行が非伝統的な金融緩和を始めると株式時価総額とマネタリーベース（中銀が経済に直接供給するお金）の関連が強まってきました。米国のマネタリーベースは2018年以降、縮小傾向を辿ってきましたが、株式時価総額はその間も増加を続けました（図表2）。一方、日本では日銀の量的緩和を背景にマネタリーベースは拡大していますが、株式時価総額はむしろ減少しています（図表3）。

図表3 日本：株式時価総額と名目GDP・マネタリーベース



（図表1-3の出所） Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

(*) Zスコアは過去の平均や標準偏差を用いて、現在の水準の割高さや割安さを示す指標です。

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社で作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

今後のマネタリーベースの動きは米国では中央銀行による保有債券の売却がストップすることから9月以降はフラットになりますが、日本では日銀の国債買入れが継続することから拡大が続くと考えられます。この観点からは、米国株式は金融市場に供給される流動性との比較において過大評価され、日本は逆に過小評価されていると考えることができます。

伝統的なバリュエーション

伝統的なバリュエーション指標である株価収益率（PER）や株価純資産倍率（PBR）でも日本株式は米国株式よりも割安です。さらに、ここ数年は両国間の格差が拡大していることがわかります（図表4,5）。しかし、近年両国間のバリュエーション格差が拡大していることには理由があります。両国の株式市場に上場している企業の自己資本利益率（ROE：株主の投資額に対してどれだけの利益を生み出しているかを示す指標）の格差が拡大していることです（図表6）。

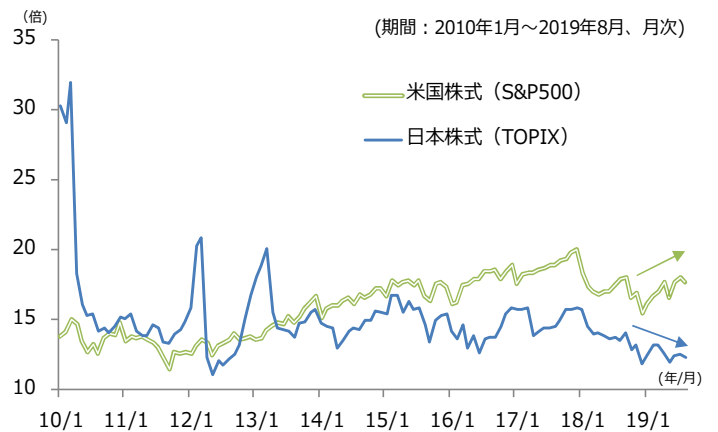
ROEを高める様々な取り組み

伝統的なバリュエーションや名目GDPやマネタリーベースとの比較における日本株式の割安感を解消するためには、日本企業のROEを引き上げることが急務だと考えられます。

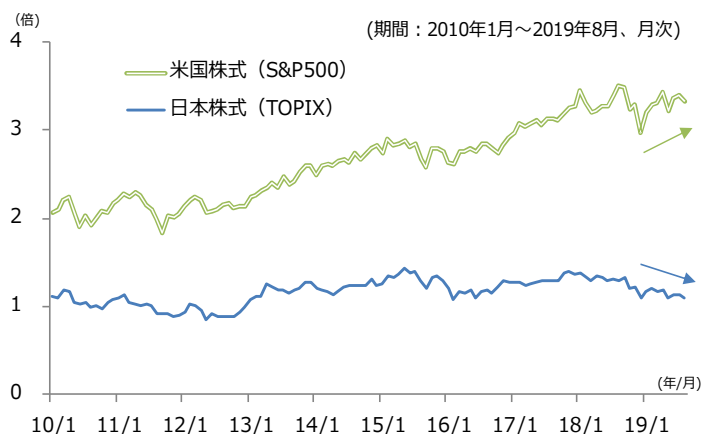
わが国では安倍政権発足以来、米国と比べればやや遅まきながらも、ROEの引上げを目標の1つにコーポレートガバナンス（企業統治）を向上させる動きが活発化してきました。企業との対話を通じて企業の持続的成長を促すことを投資家に求める「スチュワードシップ・コード」、企業統治の改善を通して中長期的に企業価値を向上させることを企業に求める「コーポレートガバナンス・コード」が発表されました。

これらのコードはそれぞれ2014年、2015年に策定され、2017年、2018年には改訂版が発表されました。この間、投資家との対話を通して企業価値や株主価値を成長させようとする企業の動きが加速してきました。具体的には、経営計画にROE目標を掲げる企業の割合や株主総会で機関投資家を含む株主から提案を受けた

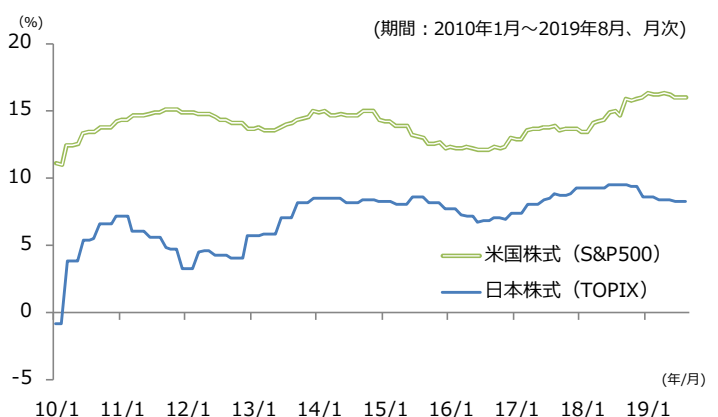
図表4 株価収益率（PER）



図表5 株価純資産倍率（PBR）



図表6 自己資本利益率（ROE）



(図表4-6の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

企業数は増加の一途を辿っています（図表7,8）。その他、独立した立場から経営の効率化や企業価値の向上を求める社外取締役の数、指名・報酬委員会を設置する企業数も増えています。

また、国内でアクティビストと呼ばれる投資家の動きが活発になってきました。彼らは様々な要求を経営陣に突きつけ、事業の効率化、選択と集中、バランスシートの有効活用などを通してROEを高め、株価を引き上げることが目的としています（図表9）。

一方、株主第一の姿勢が極端なレベルに行き着いた米国では逆にこの姿勢を改めようとする動きが始まっています。大企業の経営者で構成される「Business Round Table」（ビジネス円卓会議）は「これまでの『株主第一』の原則から離れ、従業員、顧客、納品業者、企業が属するコミュニティ、株主など全てのステークホルダーの価値を高める経営を行う」ことを公式に宣言しました。

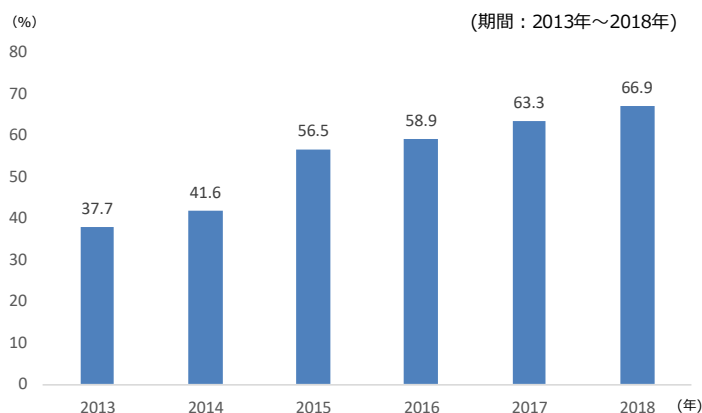
長い目で見れば、日本ではこれらの動きによって企業経営者は株主価値を重視する姿勢を強め、ROEが緩やかに上昇すると思われれます。逆に、株主重視の姿勢が行き過ぎた米国ではその揺り戻しがやってくる可能性があります。

期待される日本株式優位な相場展開

これらの変化が一朝一夕に株価に反映されるとは考えていません。しかし、長期的には景気循環的な要因を除けば日本企業のROEが相対的に上昇し、米国企業のROEが相対的に上がりにくくなると考えています。その過程で、日本株式の米国株式に対する割安感は徐々に解消に向かうと予想しています。1-3年程度の長期の視点では割安感が解消される過程で日本株式が米国株式に対して優位な相場展開が続くことが期待されます。

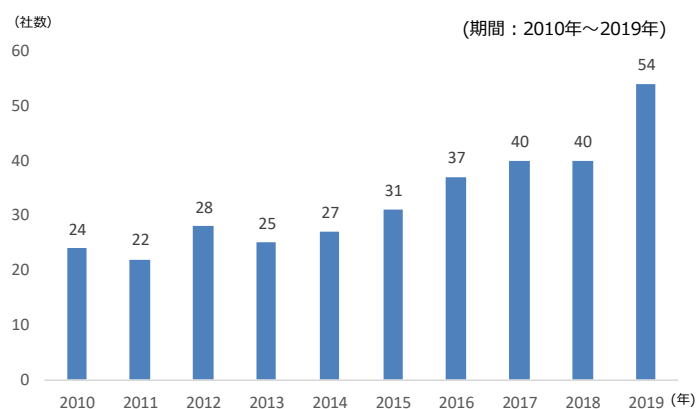
以上（作成：投資情報部）

図表7 経営計画に「ROE」目標を掲げる企業の割合



（出所）生命保険協会、経産省のデータより岡三アセットマネジメント作成

図表8 6月の株主総会で株主提案を受けた企業数



（出所）IR Japan、経産省のデータより岡三アセットマネジメント作成

図表9 典型的なアクティビストの提案

項目	目的
過剰な現金を自社株買い、配当に振り向け	バランスシートの効率化、ROEの向上、株価引上げ
政策保有株、持合い株、本業と無関係な不動産、低リターンの非中核事業の売却	高リターンが期待できる本業に資本を集中投下、事業の選択と集中
買収防衛策（ポイズンピル）の廃止、低評価の経営陣の交代	経営陣の甘えを排除、事業の効率化、株価の引上げ
資本コスト・ROEの重要性、社外取締役の役割を認識	資本効率の向上、社外の客観的な意見を重視

（出所）各種報道より岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項（2019年8月末時点）

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）
※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。
- その他費用・手数料
監査費用：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）
※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。
（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社
事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）