

Topics

- ▶ 日本株の上昇は海外投資家の買いが主導してきたが、第1次岸田政権発足以降の日本株の累計買い越し額はプラスに転じたとみられる。買いがさらに進むか、見極めどころに。
- ▶ 本稿ではファンダメンタル要因を横に置き、予想PERやPBRで過去の水準から上昇余地を計算。また、TOPIXの中で約5割を占めるPBR1倍割れ企業の全てが1倍となる極端なケースでは大きな上昇余地。
- ▶ 東証が向上を要請した資本収益性は短期間で上昇するものではなく、投資家は企業の経営対応を冷静に見極めるべきと考えられる。

シニアストラテジスト 浅岡 均

日本株が大幅に上昇

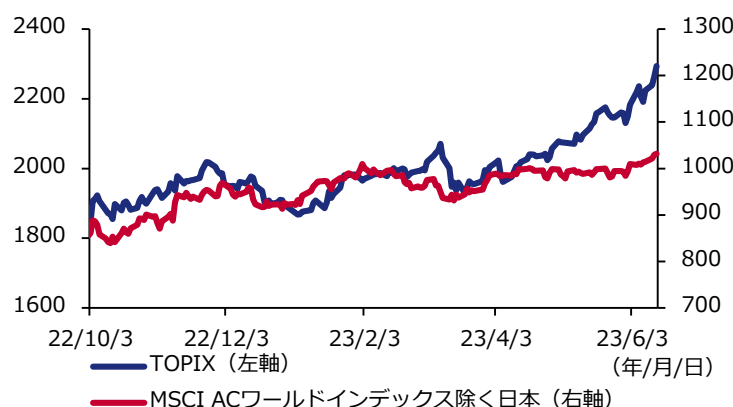
日本株は今年4月以降、上昇基調で推移しており、TOPIXの今年3月末比騰落率は6月14日時点で14.5%に達しています。一方、先進国・新興国を含む世界株の指数であるMSCI ACワールドインデックス（除く日本）も上昇しましたが、騰落率は4.7%となっています（図表1）。①東京証券取引所（東証）が上場企業に資本コストや株価を意識した経営を実現するよう要請したこと（筆者執筆2023年4月14日発行「ストラテジストコラム：東証のPBR1倍割れなどへの対応要請について」ご参照）、②米著名投資家が日本株への投資を表明したこと、③日本経済が長期のデフレ局面を脱却したとの見方、などが要因とみられています。

日本株が短期的な景気や業績動向にかかわらず買われた局面は、これまでに何度かありました。2000年以降では、①2003年の国内大手銀行への公的資金注入をきっかけとした上昇局面、②2005年に当時の小泉首相の「郵政解散」をきっかけとした上昇局面、③2012年末から2013年にかけてのアベノミクス始動に伴う上昇局面などが挙げられます。いずれも大胆な政策や構造改革への期待が株価上昇の背景にあったと考えられます。岸田政権については、子育て支援など新機軸を打ち出してはいます。ただし、過去の上昇局面に匹敵するほど経済政策が大きな転換点を迎えたのかどうか、国内を中心に懐疑的な見方は根強いとみられます。

海外投資家の買いが主導

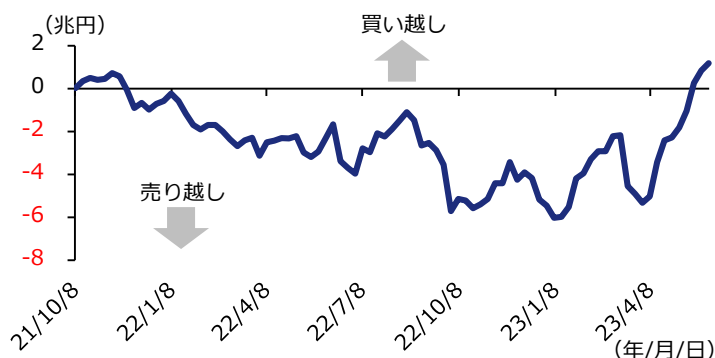
最近の日本株の上昇は、海外投資家の買いが主導しているとみられています。第1次岸田政権が成立した2021年10月以降の海外投資家による日本株売買動向を図表2に示しています。海外投資家による累計の日本株（現物・先物合計）買い越し額は、今年5月中旬ごろまでマイナス圏（累計で売り越し）で推移していました。4月初めから5月中旬ごろまでの日本株の上昇は、海外投資家による売り越しからの買い戻しが進んだことによるとみられます。足元、累計で買い越しに転じた状況を踏まえると、海外投資家が日本株を選好する動きがさらに続くかどうかは、見極めどころと考えられます。

図表1 日本と世界の株価指数の推移



期間：2022年10月3日～2023年6月14日（日次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 海外投資家の日本株売買動向（岸田政権下）



（注）2021年10月4日-8日の週からの累計日本株（現物・先物合計）買い越し額、二市場合計、日経225マイクロ先物を除く
期間：2021年10月4日-8日の週から2023年5月29日-6月2日の週（週次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

PERやPBRからみた上昇余地は？

ここではマクロ経済や企業業績の見通しなど、本来重要なファンダメンタルの要因はいったん横に置き、株価の適正水準をみる上で用いられる予想PER（株価収益率）やPBR（株価純資産倍率）でTOPIXの上昇余地を考えてみます。

TOPIXの予想PERは、6月14日時点で15.9倍に達しています（ブルームバーグ集計）。過去約10年間（2013年以降）では、コロナ禍の局面を除くと既に比較的高水準とみられます。コロナ禍前の予想PERの上限めどをみると、およそ18倍近辺とみられます（図表3）。今後株価の上昇だけで18倍に予想PERが拡大する場合、6月14日終値比で約13%の株価上昇余地があると計算されます。

TOPIXの実績PBR（ブルームバーグ集計）については、6月14日時点で1.38倍となっています。過去約10年間の平均は1.28倍で既に+1標準偏差（ σ ）分、上ぶれた位置にあります（図表4）。+2 σ の水準は1.48倍で、過去約10年間ではこの水準が上限になっているようです。この水準を上限とし、株価の上昇だけでPBRが上昇する場合、6月14日終値比で約7%の株価上昇余地があると算出されます。

PBR1倍割れ企業が全て1倍になった場合の株価は？

なお、TOPIX全体のPBRの分布をみると、6月14日時点でPBR1倍割れ企業の比率は、銘柄数（社数）ベースで全体の約5割に及んでいます（図表5）。ここもとでは東証の要請を受け、PBR1倍割れの状況に対して経営上の対応が進むと投資家からの期待が強まっています。仮にPBR1倍割れ企業のPBRが全て1倍となる場合（既にPBRが1倍以上の企業については不変と仮定）、どの程度株価が上昇するかを計算すると、6月14日終値比で約13%の上昇と算出されます。

ROEは短期間で上昇するものではなく、企業による対応の実効性の評価には時間を要する見込み

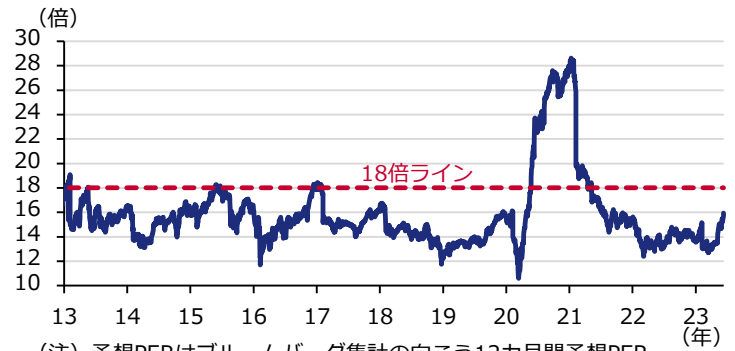
ここまで機械的に上昇余地を考えてきましたが、やはり今後重要とみられるのは資本収益性向上を目指すための経営上の対応と考えられます。自社株買いや増配などの株主還元策によってPBRを引き上げると表明する企業もありますが、本来は中期的にROE（自己資本利益率）などの資本収益性を引き上げることが最も重要です。TOPIXのROEは長年にわたりほぼ横ばい圏で推移し、足元でも大きく上昇する兆しはみられません（図表6）。ROEの向上が企業の評価につながり、株価が上昇し、PBRも上昇することが、望ましい姿と考えられます。

投資家は短期的な株価動向だけでなく、冷静に企業の資本収益性向上を目指す経営改革の動きを見極めていくべきと考えられます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 TOPIXの予想PER



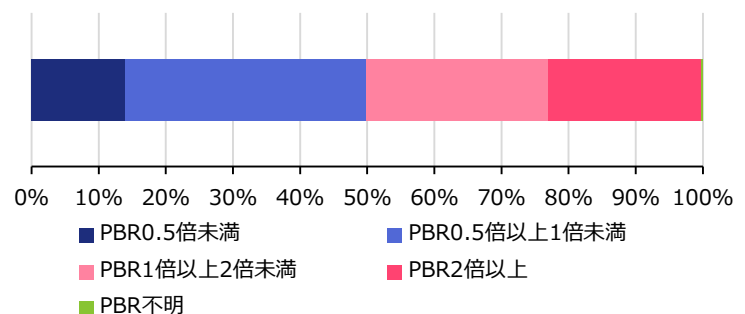
(注) 予想PERはブルームバーグ集計の向こう12カ月間予想PER
期間：2013年1月4日～2023年6月14日（日次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 TOPIXのPBR



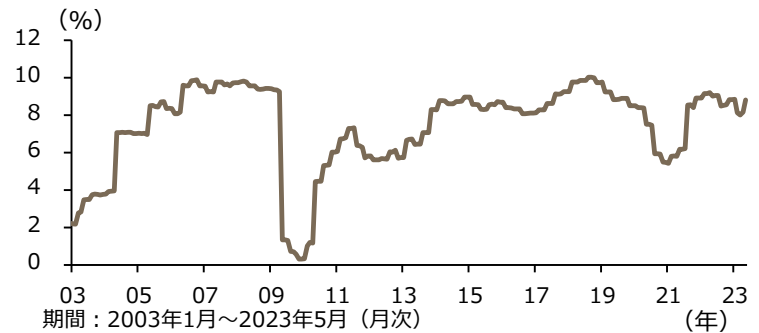
(注) PBRはブルームバーグ集計の実績PBR。平均と標準偏差（ σ ）は以下の期間における平均と σ
期間：2013年1月4日～2023年6月14日（日次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 TOPIXのPBRの分布（銘柄数ベース）



(注) PBR水準に関する各カテゴリーに該当する銘柄の数（社数）で全銘柄に対するシェアを計算
期間：2023年6月14日時点
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表6 TOPIXのROE



期間：2003年1月～2023年5月（月次）
出所：FactSetのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

【ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。】

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さま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）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。

2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。

3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

【当資料で使用している指数について】

● 東証株価指数の指数値および東証株価指数にかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有しています。

● MSCI ACワールドインデックス（除く日本）に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は 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。