



スパークス・新・国際優良日本株ファンド (愛称：厳選投資)

2024年11月の運用コメント

株式市場の状況

2024年11月、日本株式市場の代表指数であるTOPIX（配当込み）は前月末比0.51%の下落、日経平均株価は同2.23%の下落となりました。

月前半は一進一退の展開となりました。5日に実施された米大統領選挙で共和党のトランプ前大統領が優勢と伝わったことから日経平均株価は大幅に上昇し、7日には40,000円に迫る場面もありました。しかしその後、トランプ次期米大統領が政権人事で対中強硬派の人物を起用する方針が報じられ、次期政権が掲げる関税強化策への警戒感が強まったことで半導体関連株に売り圧力がかかり、株式市場は下落に転じました。一方、14日には米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が「利下げを急ぐ必要はない」旨の発言をしたことで円安が進行し輸出関連株が買われ、半導体関連株の反発もあって株式市場の連日の下落が一服しました。

月後半は狭いレンジで推移し、米国の金融政策の先行き不透明感や米国半導体株の動向に一喜一憂する動きが続きました。また、トランプ次期米大統領が中国、メキシコ、カナダに対する関税措置を発表したことを受け、相場は軟調な動きが続き、前月末比で下落して当月の取引を終えました。

ファンドの運用状況

当月、当ファンドのパフォーマンスは、前月末比3.20%の上昇となり、参考指数であるTOPIX（配当込み）の同0.51%の下落を3.71%上回りました。

当ファンドのパフォーマンスにプラスに寄与した銘柄は、セブン&アイ・ホールディングス、ソニーグループ、SOMPOホールディングスなどでした。一方、マイナスに影響した銘柄は、三菱商事、日立製作所、ルネサスエレクトロニクスなどでした。

2024年も残すところあと1か月となりました。当月は相場の振り返りと、来年以降の見通しについてお話ししたいと思います。

日本株相場の転換点は今年8月

2024年の日本株相場の転換点は8月だったと考えています。それまではコーポレート・ガバナンス改革の進展を材料に海外勢主導による日本株買いが進み、日経平均株価は史上最高値を更新していました。しかし、8月の運用コメントでご説明したとおり、円キャリートレードの巻き戻しに伴う8月5日の日本株暴落が冷や水を浴びせる形となりました。日本株の激しい値動きを嫌気して外国人投資家の勢いもややトーンダウンしたようです。先進国である日本は成熟しているものの経済基盤の非常に厚い国です。にもかかわらず、今回のような日本株相場の乱高下は発展途上国のそれを上回り、翻弄された一部の投資家は損失を被ったのかもしれない。

9月に入ると中国において大規模な景気対策が発表され、弱気一辺倒だった中国本土の株式市場が急速に盛り返しました。これを受けて、グローバルでそれまで好調だったインド株や日本株の利益確定を行い、中国株へ資金をまわすという動きも見られました。また中国をはじめとする世界景気の減速により日本企業の業績にも陰りが見え、素材、自動車、半導体などの景気敏感株の下落も目立ち始めました。

さらに9月から10月にかけての国内政局変化も相場の熱量が下がった要因でしょう。自民党総裁選で勝利した石破茂氏が金融所得税の引き上げをほのめかしたり、金融政策に対するタカ派的な発言をしたことで相場は一時的に動揺しました。その後の衆議院選挙では自民・公明両党が過半数割れとなりました。これによって当面は政党間の意見調整に時間が費やされ、本来優先されるべき構造改革の推進や、資産運用立国の取り組み、次期米大統領との外交関係構築などが後ろ倒しとなる懸念が台頭しました。また各党による景気対策の公約が財政赤字の更なる悪化につながり、基礎収支改善見通しの延期を想起させたことも悪いイメージにつながりました。

しかし企業のファンダメンタルズに起因したものではない株式相場の極端な下落局面では、株価が本源的価値から下方に大きく乖離するミスプライシング現象が起こります。従って、長期投資家にとっては急落銘柄の買い時になります。実際、当ファンドでは今回の相場変動をチャンスと捉えて急落銘柄の買い付けを積極化させたこともあり、2024年初から急落前の7月末までのTOPIX（配当込み）に対する超過リターンは9.20%が当月末現在では16.03%に拡大させることができました。

当ファンドの政治リスクに対する考え方

当投資戦略のお客様には、国内の個人・金融機関・年金基金だけでなく、海外では欧州、北米、中東、南米、アジアと幅広い投資家が含まれます。このため昨今は、日本の政局に関して頻繁に質問を受けています。

当ファンドの回答としてまず一義的には、ファンド設定来、国内外政治イベントなどに本源的価値が左右されず、長期投資に耐えうる企業へ投資するよう心がけているため、投資方針に変更はないとしています。これは日本経済が長年、デフレ・内需低迷に苦しみ、政治面でも2000年代後半のような混迷時期が続いたため、必然的に「外部環境に左右されず個別の競争力で成長していける企業」を発掘することが身についた結果です。

しかし日本の大型株に投資する以上、マクロ環境に対して何らかの見解を持って運用にあたることは大切です。とりわけ日本株市場は海外投資家の参加比率が非常に高いので、必ずしも日本の内情に精通していない彼らに対して、丁寧かつシンプルな説明が求められます。

昨今の政局に関しては、与党・野党とも経済成長を公約として掲げているという意味で、概ね利害が一致しているというのが当ファンドの見方です。すなわち、どの政党が政権を握っても日本経済の進む方向、ひいては日本株投資の魅力は変わらないというのがメッセージです。

今の日本経済にとって避けたいのは、経済成長を犠牲にして財政再建を優先するようなシナリオです。もちろん、公的債務や財政赤字問題を軽視すべきではありません。しかしデフレを脱却した現在、日本はインフレを通じて消費者心理を好転させないことには財政改善もままならないのが現状です。

今回の選挙戦で各党は家計支援のための様々な公約をうちだしました。消費税引き下げや補助金のばらまきなどは財政収支が悪化し、国債増発による長期金利上昇などにつながるリスクがあるので要注意です。しかし、現在の日本は数々の構造問題を抱えたまま長い年月が経ってしまった状況にあります。成長を通じて最終的に財政再建に取り組むのが日本経済に残されている最も現実的な路線であると当ファンドは考えます。

海外投資家にとって日本政府と中央銀行の動向は目が離せません。残念ながら2008年頃のサブプライムローン危機時には、海外の中央銀行が迅速な量的緩和を通じて景気下支えに徹するなか、当時の日銀はスピード感に欠けていました。結果的に円の相対価値を高止まりさせ円高不況となったことは、中央銀行の施策としては決してビジネスフレンドリー（事業支援的）、ひいては急速に縮小する経済に対して有効であったとは言えません。また政治面では2006年以降5年間で首相が6人も交代するという時期でもありました。翻って今の日本には、2012年来のアベノミクスを引き継いで構造改革の必要性を理解した政府と、ビジネスフレンドリーかつ持続的インフレを肯定的にとらえている日銀という強力な「タッグ」があり、2000年代とは大きく違う点です。

また、日本はようやくデフレを抜け出した感がありますが、諸外国では敬遠されるインフレが日本では「デフレからの脱却」としてポジティブに捉えられています。海外ではインフレを抑えるための利上げが経済へのマイナス材料と見なされますが、日本では金利の「正常化」として捉えられ、2023年11月の運用コメントで触れたとおり、長年低収益環境に喘いできた金融業などにポジティブだと考えます。これらは日本株独自の市場押し上げ要因といえます。

トランプ新政権の影響について

当月の米大統領選挙の結果を受けて、来年1月にトランプ政権が発足します。米国経済への依存度が高い日本企業への影響はどのようなものが考えられるでしょうか？これも国内外投資家からよく受ける質問です。

結論からいうと、当ファンドへの影響はプラスマイナス要因が混在しますが、トータルでみれば中立もしくはプラスの恩恵を受けるのではないかと分析しています。

まずトランプ政権は法人税の引き下げを目指しています。当ファンドの組入銘柄には米国で事業展開している企業も多いため素直にポジティブです。具体的には、セブン&アイ・ホールディングス、オリックス、日立製作所、リクルートホールディングス、ソニーグループ、信越化学工業、東京海上ホールディングスなどが挙げられます。これらはいずれも当ファンドの上位保有銘柄です。

次に関税の引き上げです。当ファンドへの影響としては以下のような点を考慮する必要があります。

1.差別化された製品であれば関税による価格上昇があっても需要は減らない

例えば2000年代から当ファンドで保有しているキーエンスは製造業向けにファクトリーオートメーションセンサを通じて圧倒的な付加価値を提供しています。省力化・省人化による合理化効果・生産性改善がはるかに売価を上回るため、関税による価格上昇は大きな問題にならないと考えます。

2.米国での現地生産体制が充実している企業も影響小さい

例えば信越化学工業の塩ビ事業はルイジアナ州、テキサス州を中心に原料調達から生産までの一貫生産体制を築いており懸念は小さいと思われます。

3.日本企業が展開する非製造業は関税の対象にはならない

米国で事業を行っている日本企業は必ずしも製造業だけではありません。リクルートホールディングス傘下のIndeed社（米国）が展開するオンライン求人プラットフォームサービスや東京海上ホールディングスの保険事業のような金融サービスもありますが、これらは関税の対象外です。

一方、トランプ政権が掲げる財政拡張的な経済政策は更なる財政赤字の拡大につながり、将来の長期金利上昇リスクとなるでしょう。金利上昇は実態経済における需要減少と金利負担増、株式バリュエーションの切り下がりという経路を辿って悪影響を及ぼします。これをAI（人工知能）革命による生産性向上や、新しい産業の誕生などによって相殺できるのか、そして新たに任命された閣僚メンバー（財務長官や新たに設置される政府効率化省など）の手腕が中長期的に問われることになるでしょう。

その他の分野についても新政権の出方によっては未知数な部分があります。例えば中長期的な脱炭素政策、半導体産業政策、防衛政策などはいまだ不透明です。当ファンドの保有銘柄についてもプラスとマイナス影響が混在すると考えられます。

2025年以降の見通し

今後の日本株市場の原動力について考えてみます。

株価は「一株当たり純利益（EPS）」と「株価収益率（PER）」の掛け算で計算されるとおり、株価ドライバーで重要なのは、まずは企業利益の持続的成長です。なかでも株主にとって重要なのはインフレ要因を含む名目利益の成長です。短期的には足元の世界景気の減速が重しとなるかもしれませんが、超長期的には経済とともに企業利益も拡大していくというのは株式投資家なら誰もが置く大前提です。当ファンドでも同様の見方をしています。

企業利益の名目成長率は、売上数量増や付加価値増からもたらされる「実質成長分」と、「インフレ上乘せ分（インフレ対応に伴う値上げ分）」に分解できます。デフレ下にあった日本企業はこれまで後者のインフレによる押し上げ要因が不足していました。しかし景気が腰折れすることなく、年率2%程度のインフレが常態化すれば、企業はインフレによる値上げ分を加味した長期的な利益成長を今後は享受できます。平均的な企業が名目ベースで一桁台半ば～後半程度成長率を続けられると仮定すれば、それだけでも銀行の預金利回りを上回る株式投資リターンは期待できそうです。

市場参加者が注目しやすい利益成長に比べて、配当や自社株買いがもたらす株式リターンは過小評価されがちです。しかし、持続的な株主還元も今後の日本株上昇ドライバーとして大変重要です。㈱アイ・エヌ情報センターの調べによると、2023年度の日本企業の配当金総額は約20兆円でした。これに対し2023年4月～2024年3月までの日本株式市場の平均時価総額は約871兆円でした。すなわち、配当利回りは約2.3%だったことになります。足元の企業業績は底堅く推移しているうえ、昨今は資本コストを意識した経営が定着してきています。これらを背景に継続的な増配が行われれば、日本株相場が上昇しても現在の配当利回りは維持できそうです。

自社株買いについても同じことが言えます。2023年度の上場企業による自社株買い実施金額は9.4兆円、時価総額に対し1.1%程度でした。買い入れた株すべてが消却されたわけではありませんが、消却を実施している企業の数が近年着実に増加しているのはポジティブです。また、2024年3月末の上場企業の手元資金は114兆円、自己資本比率も42.4%といずれも過去最高を更新しています。日本にはまだまだ余剰資金と余剰資本を抱える企業が多く、豊富な増配・自社株買い余力を持つ先が少なくありません。株主還元は株式リターンの源泉として注目すべきです。

日本株のPER切り上がりも期待できるかもしれません。コーポレート・ガバナンス改革を通じて資本収益性が向上していますが、日本株全体のPERは今年8月の相場急落直前で17倍程度、現在は15倍程度です。これはアベノミクス下で企業の資本収益性改善への取り組みが始まる前の、2011年末とほぼ同じ水準です。日本企業のクオリティは大きく改善している一方、市場の評価であるPERがそれをまだ反映していません。仮に現在のPER15倍が20倍へ5年かけて切り上がるとすれば、年率5.9%の株価押し上げ要因、18倍なら年率3.7%の押し上げ要因となります。

なおPER15倍という水準はグローバルでみれば突出して割安な水準とはいえないかも知れません。しかし、日本の実質金利のマイナス状況が当面続くことを考えれば、諸外国に比べて魅力的な株式投資環境といえます。さらに地政学的リスクが低いことから世界的に日本株が選好されやすいこと、余剰資金が豊富なためネットキャッシュでみたPERに割安感のある企業が多く、今年8月の相場急落時のように自社株買いも機動的に発動できること、などを鑑みれば日本株が割安で魅力があるという議論はそれなりに説得力があるはずです。

以上をまとめると、今後日本株投資から期待されるリターンの源泉として、

- 本業利益（売上数量増、付加価値増などを通じて）の年率3～5%程度の実質成長

- 持続的なインフレによって同2%程度が上乘せ
- 株主還元強化で同3%程度（配当利回りで2%*、自社株買いで1%）が上乘せ
- PERの切り上がりによって同4~6%程度が上乘せ

が想定され、合計すれば理論上は10%超の年率リターンが期待できると結論づけられます。

*株主への配当は当期純利益から支払われますが、当期純利益の伸び率はビジネスの本源的価値（将来ビジネスから生み出されるキャッシュフローの総合計を現在価値に割り戻したものの）の伸び率として捉えられます。

いうまでもなく、これほどの楽観的なシナリオを描けるようになったのは、日本のコーポレート・ガバナンス改革の進展です。当ファンドが海外投資家へ伝えているメッセージは、「円キャリートレードの一環としてリスクオン、リスクオフに応じて売買をするのではなく、あくまで資本収益性を重視した経営への取り組みこそが、日本株投資の要諦である」としています。どの政党が政権を握ったとしてもコーポレート・ガバナンス改革は止まらないでしょう。

加えて株式需給面で見れば、日本の家計金融資産2,200兆円のうち未だ半分が銀行預金に留まっているのを忘れてはなりません。これまで米国株式などに向かっていた家計による株式投資の一部が日本株に振り向けられるシナリオが考えられます。日本株式市場全体の時価総額がおおよそ1,000兆円であることを考えれば、銀行預金からの資金シフトは大きなインパクトになるはずで

振り返ると2000年代、2010年代の日本株市場はほんの一握りの成長企業・超優良企業が奮闘した時代でした。デフレ下にも拘わらず株価が何倍にもなったファーストリテイリング、キーエンスなどは象徴的です。一方、当時は市場の半分程度を占めていたPBR1倍割れ企業は蚊帳の外でした。しかし今後はこのような市場全体の「下半分」に位置する企業群が大きな塊として相場を押し上げる構図が想定されます。

最後に

当ファンドでは2022年に銘柄の大幅入れ替えを行って以降は、ポートフォリオに大きな変更は行っておりません。

現在の組入銘柄群は当ファンドの投資哲学である「魅力的なビジネスと卓越した経営陣を併せ持つ企業を安く買う」の条件を高い水準で満たしていると考えます。従ってこれらの企業の参入障壁が維持され、株価バリュエーションが妥当であれば、2025年も保有を続ける方針です。

一方、外部環境が大きく変化し、組入銘柄のビジネス参入障壁にほころびが見られる場合、株価に極端な過熱感がみられる場合、あるいは新たな投資機会が発掘された際には、躊躇せずに銘柄入れ替えを行うかもしれません。

来月は2024年暦年の組入銘柄のパフォーマンス振り返りを行う予定です。

今後の運用方針

当ファンドでは設定来、「魅力的なビジネスと卓越した経営陣を併せ持つ企業を安く買う」を投資戦略としており、今後グローバルで飛躍が見込まれる日本企業を厳選しポートフォリオを構築いたします。引き続き、以下の投資基準に合致すると考えられる企業を少なくとも3~5年程度の時間軸で評価し、長期的な観点で投資を行ってまいります。

- ビジネスモデルがシンプルで理解しやすい
- 本質的に安全なビジネス
- 有利子負債が少ない強固なバランスシート
- 高い参入障壁に守られたビジネス
- 持続可能な高ROE（株主資本利益率）とそれに見合う利益成長
- 景気動向に左右されず潤沢なキャッシュフローを生み出している
- 資本コストを理解し、最適資本配分ができる卓越した経営陣