



スパークス・新・国際優良日本株ファンド (愛称：厳選投資)

2025年6月の運用コメント

株式市場の状況

2025年6月、日本株式市場の代表的な指数であるTOPIX（配当込み）が前月末比1.96%上昇、日経平均株価も同6.64%の上昇となりました。

全体としては、米国の関税政策や地政学的リスクの動向に市場が影響を受ける場面も見られたものの、外部環境の改善や米国金融緩和への期待を背景に、リスク選好姿勢が強まった月となりました。

月前半から月半ばにかけての日本株式市場は、米国の関税政策や景気減速への懸念から軟調に推移しましたが、堅調な米雇用統計や米半導体関連株の上昇を受け、市場は持ち直しました。しかし、イスラエルがイランを攻撃したとの報道によって中東情勢への懸念が高まり、一時的にリスク回避の動きが市場を押し下げました。一方で、日銀が政策金利据え置きと国債買い入れ減額ペースの緩和を示し、米連邦公開市場委員会（FOMC）でも政策金利が据え置かれたことが投資家心理を支えし、外部要因に振られながらも市場はもみ合いを続けつつ、徐々にレンジを切り上げる展開となりました。

月後半にかけては、中東情勢の激化や米国によるイラン核施設への空爆報道により、一時的にリスク回避ムードが広がりましたが、その後は地政学的な懸念が早期に沈静化したことと米国株式市場の反発を受けて、日本株式市場も上昇基調に転じました。さらに、トランプ米大統領の停戦に関する発言や米連邦準備制度理事会（FRB）高官による利下げ示唆が投資家心理を押し上げ、リスクオンムードが広がりました。値が半導体関連株が相場をけん引し、配当権利落ちに伴う再投資の需要も追い風となり、日経平均株価は年初来高値を更新しました。株式市場全体も前月末比で大幅に上昇して当月を終えました。

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3.12%の上昇となり、参考指数であるTOPIX（配当込み）の同1.96%の上昇を1.16%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、ソフトバンクグループ、セブン&アイ・ホールディングス、オリックスなどでした。一方、マイナスに影響した銘柄は、MS&ADインシュアランスグループホールディングス、ソニーグループ、三菱UFJフィナンシャル・グループなどでした。

当ファンドでは日本の住宅メーカー3社（積水ハウス、住友林業、大和ハウス工業）へ投資しています。それは、各社が米国新築戸建市場に進出し、成長ドライバにできる可能性があると考えているからです。

米国の戸建住宅市場は巨大かつプレーヤ数が非常に多く、上位企業でも市場シェアは10%強に留まります。現地企業がひしめいており、ひと昔前まで日本勢は全くプレゼンスがありませんでした。しかし近年の積極買収・投資の結果、2024年販売棟数ベースで積水ハウス（米国会社4社合計）は全米5位、住友林業（同5社合計）がトップ10入りしています。また、大和ハウス工業（同3社合計）も上位20位以内です。海外ハウスメーカーとして米国に参入しているのは日本勢のみといっても過言ではなく、彼らの攻めの動きは際立っています。

各社とも相業の国内事業は成熟していますが、毎年少しずつ進む大手企業の市場シェア上昇を背景に底堅い利益を生み続ける見込みです。一方、成長が期待されるのは海外です。各社連結消去前営業利益に占める海外比率は住友林業が約76%（2024年12月期末実績）、積水ハウスが約30%（2026年1月期計画）、大和ハウス工業が約10%（2025年3月期末実績）となっています。

人口減少によって市場規模の縮小が懸念される日本に比べ、米国戸建市場は成長産業です。市場規模を示す世帯数は約130百万戸と大きく、かつ年間約1.2百万戸ずつ増える状況が長年続いています。このトレンドを牽引しているのは、言うまでもなく人口の自然増と移民流入です。加えて核家族化や高齢者の長寿化による世帯数増も寄与しています。近年ではコロナ禍で躊躇していた若者世代がマイホーム購入に踏み切るケースも数字を押し上げています。

市場拡大傾向にも拘わらず米国では新築物件の供給が足りていません。2000年頃までの米国住宅市場は需要と供給がほぼ見合っていましたが、その後サブプライムローンの登場や投機的な買いによって、住宅バブルが発生しました。住宅価格が高騰し、それにあわせて新築戸建着工は2002～2006年にかけて年1.4～1.7百万戸まで増加しました。これは毎年の平均世帯数増加ペースである1.2百万戸を大幅に上回る水準です。このため住宅ストック（住宅の総量）も増えすぎてしまいました。そして2008年頃に住宅バブルが崩壊し、住宅業界は在庫積み上がりと戸建価格の大幅下落に見舞われたのです。

この危機を境に、世帯数は増え続けているにも関わらず新築戸建は著しい供給不足に転じます。2008～2020年の新築戸建着工は年平均70万戸へと大きく落ち込みました。結果、バブル崩壊後の戸建市場は需給バランスの回復を通り越して、今日では累計で3.7百万戸相当の新築戸建が不足している状況にあります。背景としては、金融危機で痛手を被ったホームビルダーが慎重スタンスを継続し供給を絞っていることに加え、土地ゾーニング規制が厳しくなっていること、建設労働者の不足、建築コストの上昇などが挙げられます。

需給ギャップを解消するために少なくとも年間1.2百万戸程度の新築戸建供給が必要と言われています（米国人の約7割は戸建志向）。これは世帯数の自然増と、1950～1970年代に建てられて老朽化した戸建物件が年平均20万戸程度取り壊されることを考慮したものです。したがって、新築戸建市場の展望は明るいと言えます。

また、業界淘汰も進んでいます。1990年代の米国戸建市場には非常に多くのプレーヤがいました。しかし2008年サブプライムローン危機で多くの業者が倒産し、合従連衡の動きがみられます。2002年には全米で2.6万あった事業所数は2017年には1.7万と3割減になっています。M&Aで大きくなったプレーヤは原材料調達面、資本調達力、土地の仕入れ力、建築許可獲得などの行政手続き面において競争優位性があります。市場占有度もじわじわと上がっており、1990年代初めの米国ホームビルダー上位10社による市場シェア合計は1割以下でしたが、2023年では42%（上位20社で69%）まで寡占化が進んでいます。事実、上場している米ホームビルダー各社は高利益率、高ROE（株主資本利益率）を誇っています。米国の戸建市場は徐々に魅力的な市場になってきているのです。

投資仮説

当ファンドが考える投資仮説は「日系メーカーが長期にわたって米国市場でプレゼンスを高める」です。これが正しいと証明されるには以下の2点が確認される必要があると考えます。

1 日系メーカーによるもの作り競争優位性にフォーカスした戦略がシェア獲得に果たして有効なのか？

一点目は、日系各社が米国戸建市場について、生産面での非効率さを指摘しているのは興味深い点です。つまり、建築工程が長く、施工品質も悪いこと、設計が画一的過ぎること、人手がかかりすぎていること、などです。住宅性能面については、間取りの自由が利かない、防災面での機能が弱いといった声が聞かれます。

当ファンドでは、日系メーカーが優れた生産効率と住宅品質で差別化しシェアを奪っていきけるのか、という疑問を解くために投資先企業だけでなく、米国ホームビルダーへの取材や、現地業界関係者へのヒヤリングなどを継続して行っています。

具体的に日系メーカーが取り組める分野は以下の点に集約されそうです。

生産面での効率化

- 日系メーカーはプレハブ工法、プレカット工法などといった戸建住宅建築の工業化技術に長けており、工期短縮とコスト削減が得意と言われています。一方、米国では戸建大工の人材不足や建築コスト上昇が課題となっています。また、全工程に占める施工現場での作業比率も高く、人手依存度も高いので品質にばらつきがでてしまうという問題もあります。よって、建築作業の合理化、物流の効率化、共同購買を推進する取り組みがコスト競争力強化となり、シェア拡大につながる可能性があります。
- 具体的には、住友林業は「FITP事業」を通じて、構造用パネル製造からフレーミング工事までを一貫して効率化する仕組みを拡大させています。現地生産拠点を増やし、輸送コストを抑えつつ迅速な供給体制を構築中です。同社の米国製造拠点数は2024年の9工場から2027年には15工場以上に拡張される見通しです。
- 大和ハウス工業はサプライヤからの共同購買を通じてコスト削減や、工業化推進による工期短縮に取り組んでいます。同社の米国主要子会社Stanley Martin Holdings社（2024年時点で全米22位の規模）は2017年に大和ハウス工業の傘下入りしてから売上が3倍以上に増え、4年前に比べて工期を約3割短縮させています。
- 積水ハウスは2024年買収したD.C. Holdings社（米国）を中心に既存の現地ホームビルダー子会社3社との重複市場における材料費・施工費を見直し、シナジー効果の取り組みを開始しています。

高品質・高性能な住宅の提供

- 高品質の日本製戸建住宅を武器にプレゼンスを拡大しようとする動きもあります。米国では人口と世帯数が右肩上がりなので、戸建住宅を「作れば売れる」市場という認識があり、日本に比べて製品性を工夫しなくても容易に売ることが可能と言われています。このため現地ホームビルダーの経営では値上がり益の見込める土地をいかに仕込むかが主眼とされています（米国ではビルダーが土地を仕入れ、上物を建ててから販売する建売型ビジネスが主流）。これに対し、人口減少に見舞われてきた日系メーカーはもの作りの工夫・差別化された高品質住宅なくしては売れない市場で切磋琢磨してきました。そのため、住宅の品質やデザイン、機能面での差別化に熱心と言われています。
- 日系メーカーは、気密性・断熱性などに優れた住宅建築のノウハウを持っています。小型の戸建住宅では収納面など機能性に優れた物件を作るノウハウもあります。また、耐久性、耐火性がある日本製戸建はハリケーンや竜巻、山火事などの自然災害が多い地域で需要が見込めることに加え、日本の住宅技術は省エネ性能の面でも強みを持っています。
- 日本式の木造軸組工法（在来工法）が普及するポテンシャルがあるかもしれません。米国の戸建は古くから2 x 4工法（ツーバイフォー、枠組壁工法）が主流です。壁材4枚と天井、床材2枚をくっつける同工法は建築部材を標準化しやすく、日本でも戦後の高度成長期の大量生産にメリットがありました。一方、標準化の結果、画一的な戸建住宅が多くなりました。また同工法は、壁材で躯体を支えるため、大きな窓枠が設置しづらかったり、間取りの自由度が限られたりしてしまうといった欠点があります。これに対し、日本の在来工法は柱と梁で躯体を支える工法です。このためレイアウトの工夫がしやすく、窓など大きな開口部を確保しやすいメリットがあります。
- 工程上、2 x 4工法では天井・屋根材が後回しとなるため、施工期間中に雨天などに晒されやすくなってしまいます。一方、在来工法では天井・屋根材が先に据え付けられるため、工期中の天候リスクが軽減されます。
- 例えば積水ハウスの「SHAWOOD」ブランドは日本で培った独自工法を高級住宅市場に投入し、耐久性や快適性を求める富裕層をターゲットにしようとしています。さらに、エネルギー効率の高い住宅としても同ブランドを打ち出し、光熱費削減をアピールすることで消費者に訴求するといった販売戦略もとしています。

アフターサービスと長期保証の強化

- 米国市場では中古住宅取引が主流ですが、新築住宅の信頼性やアフターサービスが弱い現地ホームビルダーが多く存在します。日系メーカーのきめ細かな顧客対応は差別化要因となり得ます。
- 日本で培ったアフターケアや長期保証制度を導入し、購入後の安心感を提供することでブランドイメージを高められるかもしれません。リフォームやメンテナンスまで含めたトータルサービスの提供などが考えられます。

2 米国消費者の住宅購入に対する価値観が今後どう変わっていくか。彼らは日本製の高品質住宅を好むのか？

二点目は、消費者側に期待される変化です。

過去に日本の製造業が米国市場に挑んで躍進した事例に1970～1980年代にかけての自動車業界が挙げられます。当時、オイルショックや排ガス規制の影響で、燃費の良い小型車が求められるようになりました。日本車が注目され、ビッグスリー（General Motors, Ford, Chrysler）からシェアを奪い始めました。また米国消費者は自動車を単なる移動手段としてではなく、居住性や走行性なども重視するようになり、日本車の品質優位性が高評価を受けるようになりました。

日系ハウスメーカーはまだ米国におけるブランドイメージが定着していませんが、自動車産業の歴史のように、日本製戸建の品質に米国消費者の目が向けば面白い展開になる可能性があります。ただ、「米国消費者の見方が変わる」という視点がまだ仮説の域を出ないのは、以下のように米国と日本で住宅市場の特徴が大きく異なるためです。

まず日本では「マイホームは一生に一回の買い物」と捉える人が大半です。それは先祖代々から受け継いだ土地に対する愛着といった価値観なども影響していると考えられます。そのせいか日本では注文住宅の比率が建売中心の米国に比べて高く、結果として各物件の個性が強いのが特徴です。

一方、米国ではマイホームを「ライフステージに応じて買い替えるもの」という考え方が主流です。子供の誕生時、転職に伴う引っ越し、子供が成人するタイミングなどです。国土が広いことと生涯転職回数も日本人に比べて多いため、米国人のライフスタイル変化は住環境の変化を伴うものが多くなります。結果、住居の買い替えの頻度は日本に比べて

高くなる傾向があります。

両国の違いは、中古住宅市場の発展度合にも影響しています。米国では日本に比べて巨大な中古物件市場が発達しており（全米戸建市場の8割は中古市場）、マイホーム購入者も将来の売却可能性を考慮し、資産価値の維持・向上に努めます。中古市場の存在もあるためか、戸建住宅のデザインも売買が成立しやすいような画一的なものが多くなります。

*日本で中古物件市場が発展しなかった理由としては、新築好きな日本人の国民性、中古市場にすぐわない個別性の強い注文住宅が多いこと、マイホームは生涯住み続ける前提であることが多いため中古市場での物件価値引き上げを念頭にいった価値保全・向上に取り組む意識が海外よりも低いといった様々な因果関係が絡み合っていると考えられます。

このような住宅文化を背景に、米国人消費者による新築戸建へのこだわりや、品質、仕様面などのこだわりは日本人に比べて相対的に低いと言われています。別の言い方をすると、マイホームに対するブランド意識はあまり強くないということです。住宅の買い替えには新天地への引っ越しを伴うので、購買の判断基準は立地優先になりがちなのです。また2 x 4工法が広く普及したことにより消費者にとってホームビルダー毎の大きな違いは感じられないのかもしれませんが。ブランド意識が希薄ということは、日本製戸建も十分に認知されていないことを意味します。

一方で、米国人も戸建に対する価値観が少しずつ変わってきているという意見もあります。晩婚化にともない初回住宅取得時の年齢が30歳代以上に上昇してきており、物件の質をより重視するようになってきています。また現在60～70歳代のベビーブーマー達も長年の株式資産効果によって、家計が裕福な所帯が多く、高品質住宅を求める傾向にあるようです。

さらには山火事、ハリケーン、竜巻などの心配から、防災性に優れた日本製戸建が人気を集める可能性もあります。英国の経済紙The Financial Timesによると、2014年時点で新築戸建住宅の49%は「深刻」または「極端」な気候災害リスクがある地域に建てられました（マイホーム購入者に人気があるながらも山火事が頻発するカリフォルニア州、ハリケーンが多いフロリダ州など）。その割合は年々増加し、2023年には57%に達しています。これはすなわち、今後防災性能に優れた戸建が選好される可能性を意味しており、日本勢にとっては有利なトレンドと言えるかもしれません。

マージンオブセーフティ

日系メーカーが米国において順調にシェアを獲得できるかは未知数ですが、当ファンドでは投資を開始しました。

これはバリュエーションが低く（各社当期予想ベースでPER（株価収益率）8～10倍、PBR（株価純資産倍率）1倍程度、過去5年平均ROE11～16%、配当利回り3～5%）、株式市場の注目度も低いからです。こういう時だからこそ割安な株価で投資が可能であり、また仮に当ファンドの仮説が間違っていたとしても、株価の大幅な下落リスクを抑えてくれるマージンオブセーフティ（安全余裕率）があると考えます。

現状の株価バリュエーションは、米国住宅業界に短期的な不透明感があるため、各社ともPERは市場平均を大きく下回っています。新築物件の供給が低位に留まるなか、昨今の戸建需要が停滞しているのは、住宅ローン金利と建築コストが上昇したことが要因となっています。しかし米国全体として戸建住宅の総量（住宅ストック）が構造的に足りていない点はありません。したがって、サブプライムローン危機当時と比べて大きな住宅価格の下落は起きないだろうというのが当ファンドの見方です。もしくは住宅価格の調整が起これば潜在需要が顕在化すると考えられます。住宅ローン金利の低下や実質賃金の伸びによってHousing Affordability Index（HAI、住宅取得能力指数*）がいつ上向くかを注視したいと思います。

もちろん短期的に業績が下振れれば、PERが安いとは言えなくなるリスクもあります。しかし、長期で見れば米国市場が成長する確度が高いのではないのでしょうか。

いずれ起きるであろう循環的な住宅市況の回復だけでも日系メーカーは恩恵を受けるはずです。

さらに今の日系メーカーには業績の下支えをしてくれる安定した国内収益基盤があります（ただし長期的には成熟市場であるためバリュエーションのディスカウント要因になる可能性あり）。配当利回りが総じて高いことも株価の下値リスクを抑える効果があるでしょう。

これらが今回の新規投資に関するマージンオブセーフティであると考えます。

*HAIは、典型的な家庭が平均的な価格の住宅を購入するための住宅ローンを組むのに十分な収入を得ているかどうかを測定する指標です。例えば、HAIの値が100の場合、中央値の収入を持つ家庭が中央値の価格の住宅を購入するための住宅ローンを組むのにちょうど十分な収入を持っていることを意味します。100を超える値は、中央値の収入を持つ家庭が住宅ローンを組むのに十分以上の収入を持っていることを示します。現在は100近辺で推移しています。

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