



日本株へのグローバル 投資動向の展開

資本フローの定量分析と投資家心理の定性調査

2019年12月

目次

目次	2
はじめに	3
主な調査結果	4
パート 1: お膳立て – アベノミクスがグローバル投資を誘引	5
海外投資が日経平均に与える影響	5
グローバル機関投資家の市場参入	7
世界的な関心が高まっている日本株	9
パート 2: 現在の状況 – 日本株の売り越し	11
2019 年の短期的売買動向	11
投資家が感じている主な懸念材料	14
グローバル投資家の関心が高いポイント	15
パート 3: 今後の方針 – グローバルなアクティブ投資家の日本株への関心の回復	17
エクイティ・ストーリーの位置付け	17
適切なターゲット投資家層を設定	18

免責事項

本レポートに含まれる情報は機密情報です。IHS Markit Ltd. またはその関連会社(以下「IHS Markit」)の事前の書面による許可なしに、いかなるメディアまたは手段においても、一部または全部を許可なく使用、開示、複製、または配布することは固く禁じられています。本レポートに含まれる IHS Markit のロゴおよび商号はすべて IHS Markit が所有するものであり、ライセンスの対象となります。本レポート(その他のメディアを含む)の意見、声明、推定、および予測は、執筆時点での個々の著者に基づくものであり、必ずしも IHS Markit の意見を反映しているわけではありません。IHS Markit と著者のいずれも、内容、意見、声明、推定、または予測(総称して「情報」)が変更または不正確になった場合でも、本レポートを更新する義務を負いません。IHS Markit は、本レポートの情報の正確性、完全性、または適時性について、明示または黙示を問わず、いかなる保証も行いません。また、いかなる不正確性や不作為についても、いかなる受取人に対しても一切責任を負いません。前述の規定を制限することなく、IHS Markit は、提供された情報、または提供された情報に基づいているかどうかにかかわらず、受取人または第三者によって決定された一連の行動の結果またはこれらに関連して受取人が被った損失または損害に関して、契約、不法行為(過失を含む)、保証、法令、またはその他を問わず、受取人に対して一切の責任を負いません。IHS Markit に外部ウェブサイトへのリンクが含まれている場合でも、そのウェブサイトやサイトの所有者(またはその製品/サービスを支持するものではありません。IHS Markit は、外部のウェブサイトの内容および制作物のいずれについても責任を負いません。Copyright © 2020, IHS MarkitTM. すべての著作権およびすべての知的財産権は、IHS Markit に帰属します。

はじめに

IHS Markit は 2019 年の第 3 四半期と第 4 四半期に、日本の株式市場に対する投資動向と、過去、現在、将来の市場パフォーマンスへの影響要因を理解するために、詳細な調査を実施しました。

この調査は、資本フロー分析と、大手投資家からの直接的なフィードバックという 2 つの側面から成り立っています。この調査には、日本市場へのグローバル投資の過去の背景、現在の状況と心理、および企業がグローバル投資家を最大限に惹きつけ、それぞれの企業への投資を促進するための実用的な洞察に関する見解が明確に示されています。

IHS Markit の分析チームは、日本の株式市場に対する長期・短期の資金フローと機関投資家の動向を調査しました。この分析では、企業規模やセクター、株主還元政策に対する動向や特徴を抽出するために、過去 10 年間の日本市場に対するアクティブ投資の動向を、運用機関レベル及びファンドレベルで分析しました。さらにこの調査では、グローバル投資家の主要な拠点と、特定のファンドにも注目しました。

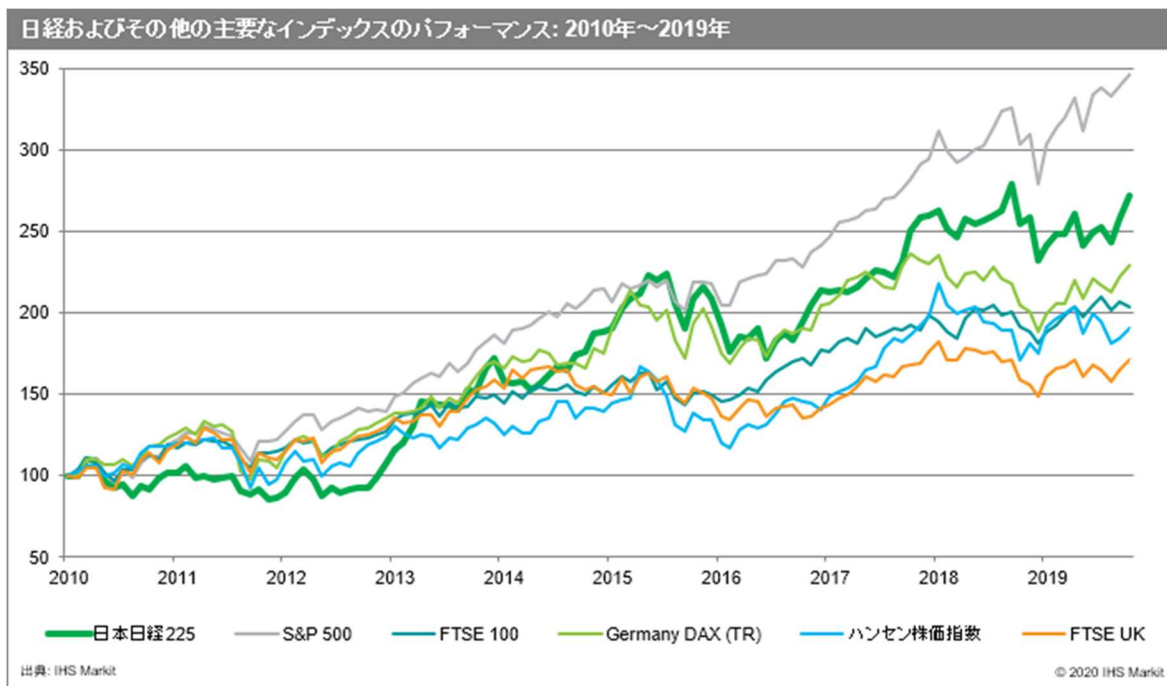
IHS Markit の認識調査チームは、北米、EMEA(欧州中東アフリカ)、および APAC(アジア太平洋)の機関投資家に対して電話による聞き取り調査を 30 回にわたって実施しました。これらの投資家の株式投資残高は総額 3,520 億ドル、日本株への投資額は 750 億ドルに上ります。調査では主に、日本に投資する際に認識している好機やリスク、日本企業がグローバル機関投資家のファンド・マネージャーを惹きつける最善の方法に関して、実用的なフィードバックを得ました。匿名を条件に、率直なフィードバックが得ることが出来ました。

主な調査結果

- アベノミクスの導入により、グローバルなアクティブ投資資金が積極的に流入し、日経平均株価は数年間好調な成績となりました。
- 2010 年から 2018 年にかけて、約 4,000 億ドルのアクティブ型グローバル資金が日本の株式市場に参入しました。特に北米、英国、ヨーロッパの投資家が日本市場に大きな関心を示しました。
- しかし近年、4 四半期連続で純資金流出が発生しています。
- 聞き取り調査によると、投資家は主にマクロ経済環境、為替リスク、およびコーポレートガバナンスに関心があることが明らかになっています。
- この資金流出入の中で、大型株が日経平均をアウトパフォームし、海外投資家を惹きつけている傾向が見いだされました。
- セクター別に見ると、海外の投資家は**消費財、資本財、テクノロジー、ヘルスケア**に最も高い関心を示しています。
- 海外の日本株投資全体の 67%を大型株が占めています。
- 高配当利回りは必ずしも海外投資家を惹きつけていません。しかし自社株買いが多い企業は、海外投資家が関心を高めています。
- 日本株が相対的に割安であることと個別銘柄選択の可能性が、大手投資家の日本株投資の主な動機です。
- また、株主還元政策の改善とコーポレートガバナンスの重視も、前向きな投資家心理につながっています。
- 今後のグローバル資金の誘引は、日本企業の投資家コミュニケーション、コーポレートガバナンスの取り組み、および資本配分の改善にかかっています。
- IHS Markit は、データを駆使した投資家認識調査を重視し、日本株の購買意欲と購買力を示している世界の投資家拠点をターゲットにすること、エクイティ・ストーリーのメッセージ性を向上させるために投資判断のポイントを理解することを推奨します。

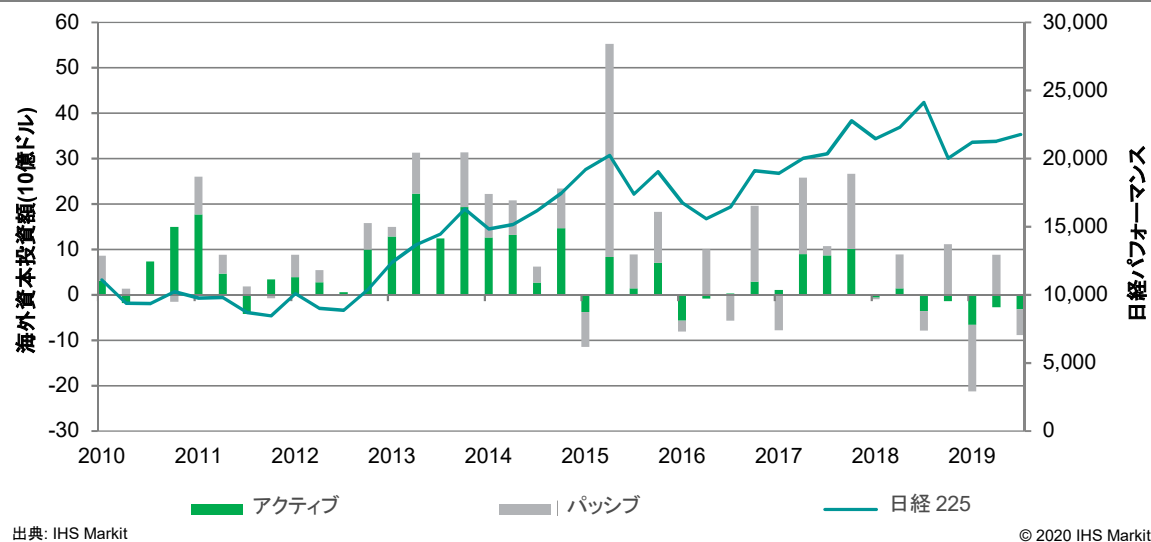
パート 1: お膳立て – アベノミクスがグローバル投資を誘引

海外投資が日経平均に与える影響



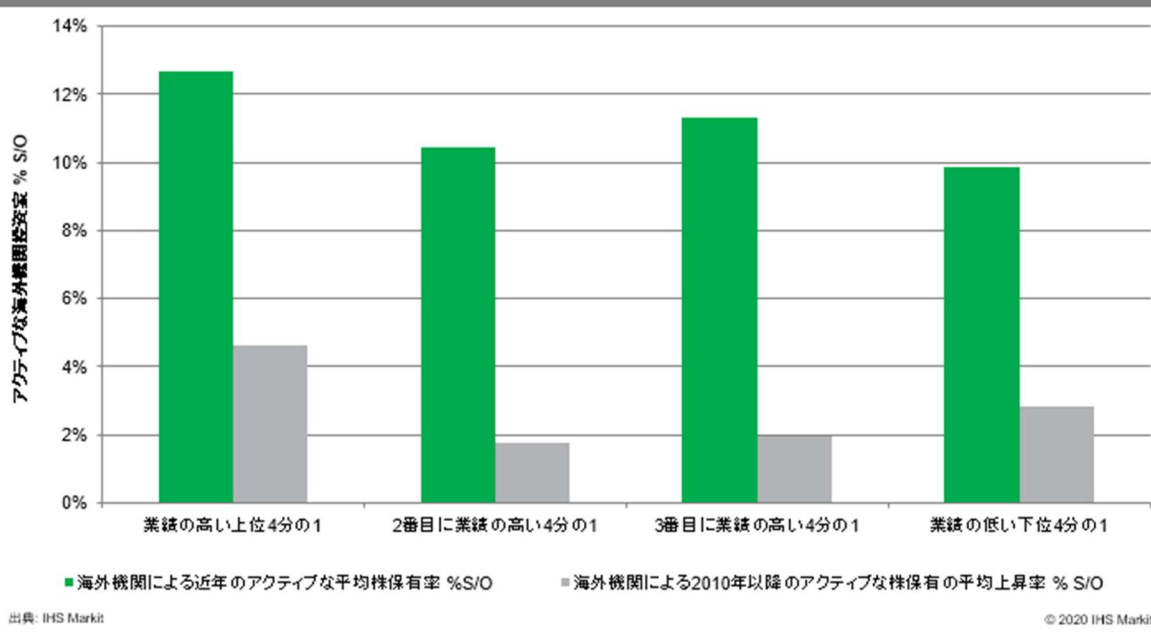
過去 10 年の日本の株式市場のパフォーマンスを見ると、日経平均は当初、海外の主要株式インデックスと比較して低調でしたが、安倍首相の就任と「アベノミクス」の導入によってこれが変化しました。この政策から、日本の株式市場は急激に上昇し、2015 年にかけて順調に推移しました。2012 年後半から 2019 年末にかけて、日経平均は S&P500 種指数を除くすべての主要なインデックスを上回りました。

海外資本によるインデックスパフォーマンスへの影響: 2010年～2019年



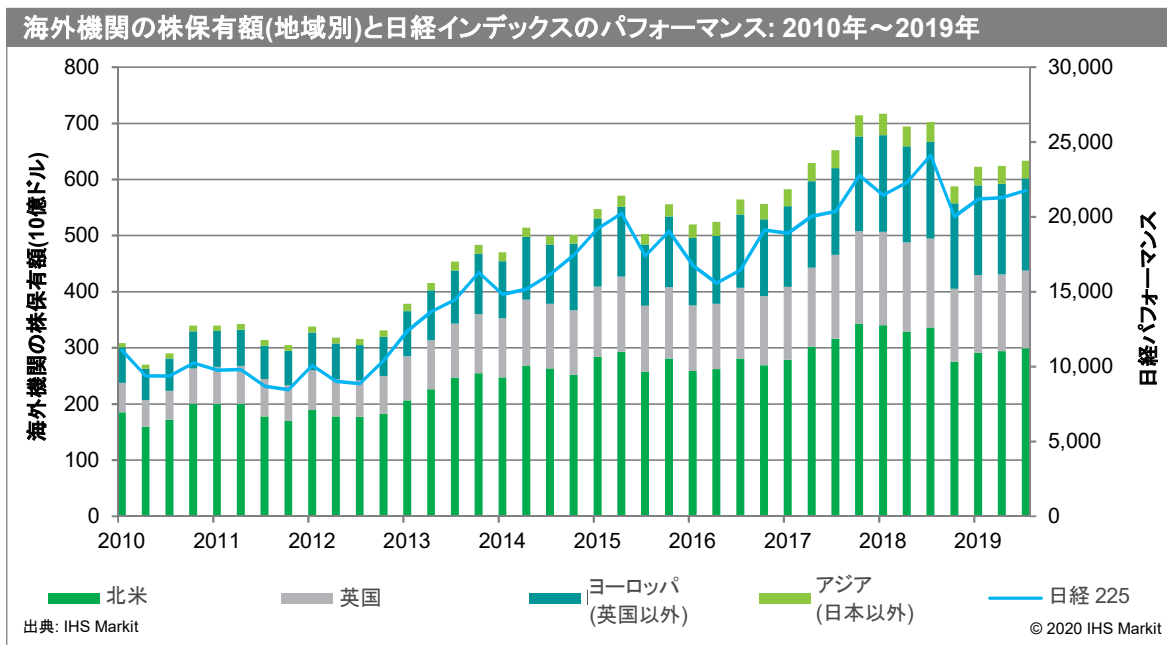
アベノミクスを契機とする日経平均の上昇は、海外機関投資家による日本市場への資金流入に支えられました。アベノミクスの導入以来、日経平均は四半期ベースで見て 74%で純資本流入の恩恵を受けており、その結果、日本の株式市場に差し引き 4,000 億ドルの資金が流入しました。

海外機関によるアクティブな投資と株価パフォーマンス



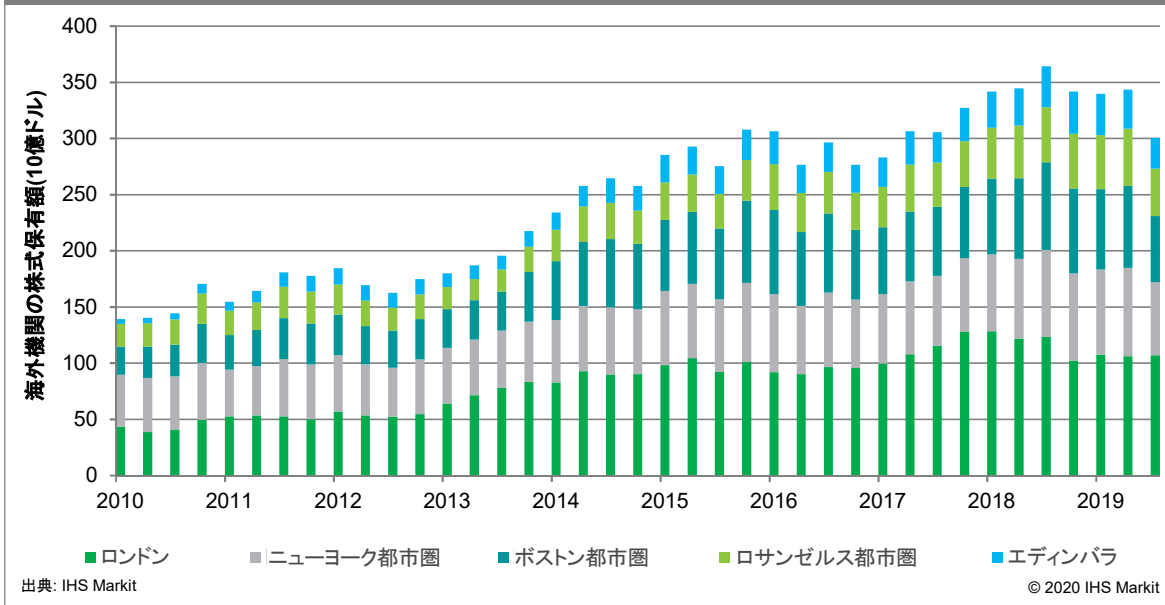
個別銘柄で見ると、日経平均をアウトパフォームした大型株と、海外資金流入との明確な関係が観察されます。過去 10 年間で見ると、パフォーマンス上位 4 分の 1 の企業は海外のアクティブ投資家の平均保有比率が最も高く、発行済み株式数の約 13%となっています。また、このグループは、10 年間で海外のアクティブ投資家の保有比率が最も上昇しています。

グローバル機関投資家の市場参入



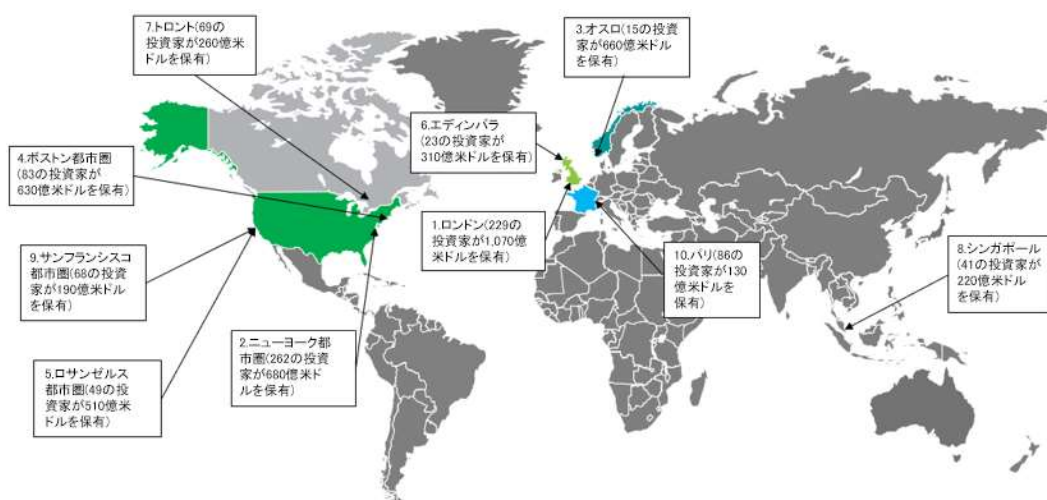
上記のグラフから分かるように、日本の株式市場には海外のアクティブ投資家が大きな影響を及ぼしています。2010 年以降の 8 年間で、海外のアクティブ投資家の日本株投資は 2 倍以上に、絶対額では 3,000 億ドルから 7,000 億ドルに増加しました。日本株投資は北米、英国、およびヨーロッパ大陸の投資家が中心で、日本を除くアジア投資家の投資額はあまり大きくありません。

日本株を保有する世界の五大都市圏: 2010年～2019年

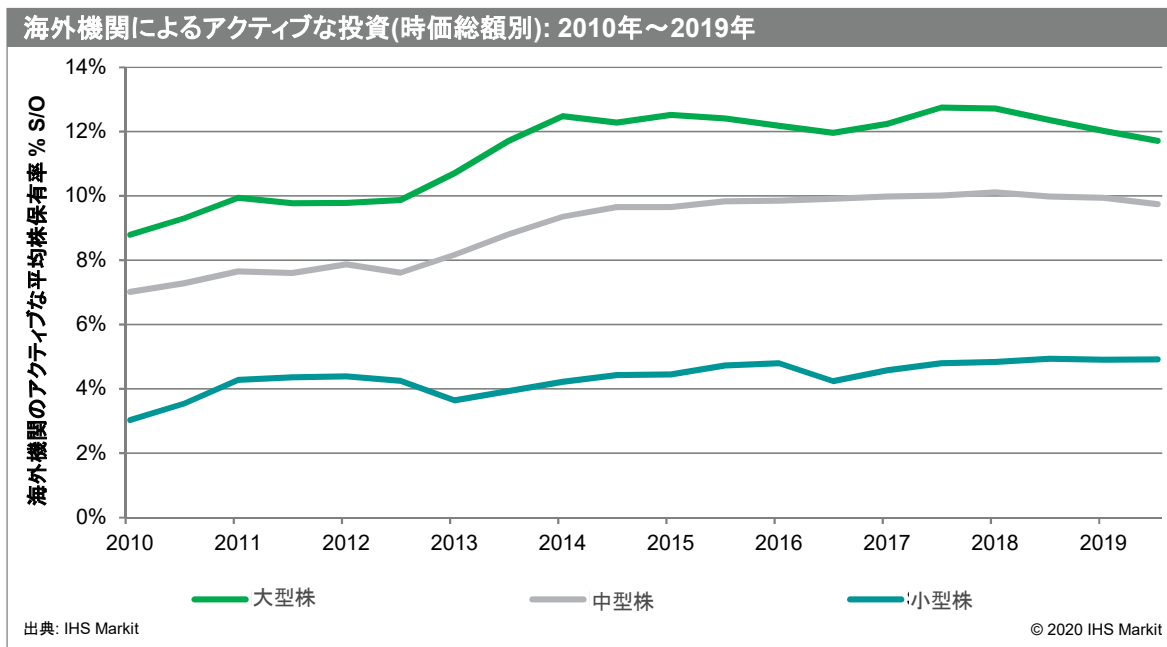


細かく見ると、ロンドンに拠点を置く投資家が日本株への主要な投資家であり、海外アクティブ投資の 18% がロンドン拠点の投資家によるものです。次いでニューヨークが主要な中心地であり、海外投資家の日本株所有率の 22% 近くが、ニューヨークかボストンを拠点とする投資家で占められています。主要な投資家は、**Fidelity Management & Research Company、TIAA-CREF、First Eagle Investment Management、MFS Investment Management** などです。

これらの地域以外では、過去 5 年間でロサンゼルス(キャピタルグループ)、トロント(CPP)、エディンバラ(ペイリーギフォード)、シンガポール(エフィシモ、GIC)、およびパリで日本株の所有比率が増加していることが、IHS Markit アドバイザリーチームによって確認されました。このような都市は、通常とは異なる方法で投資家を探す企業にとってますます重要になっています。

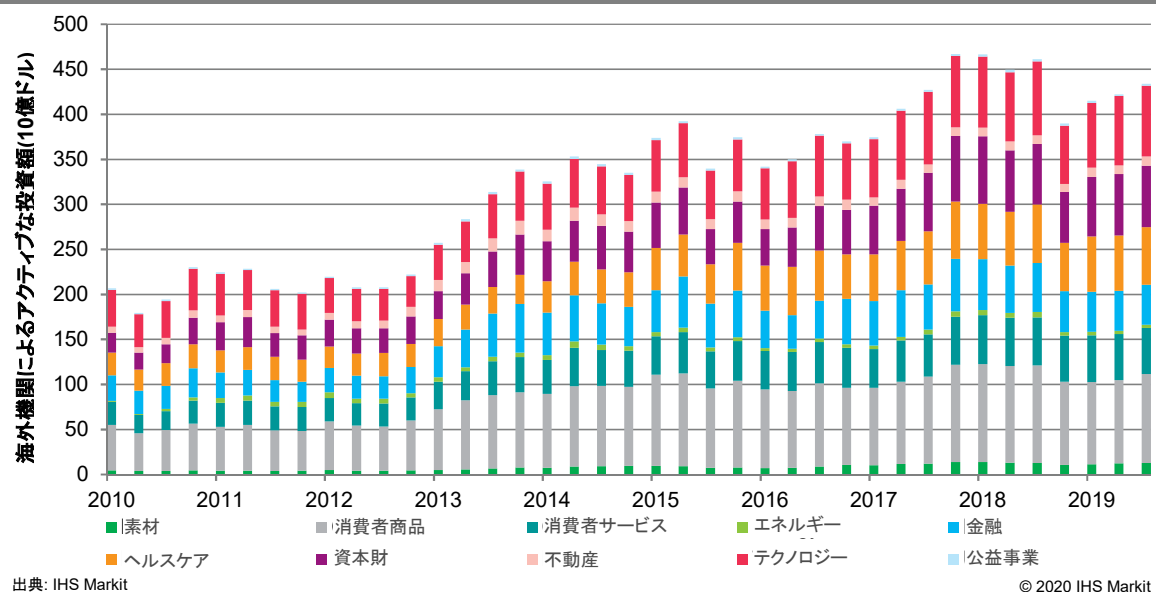


世界的な関心が高まっている日本株



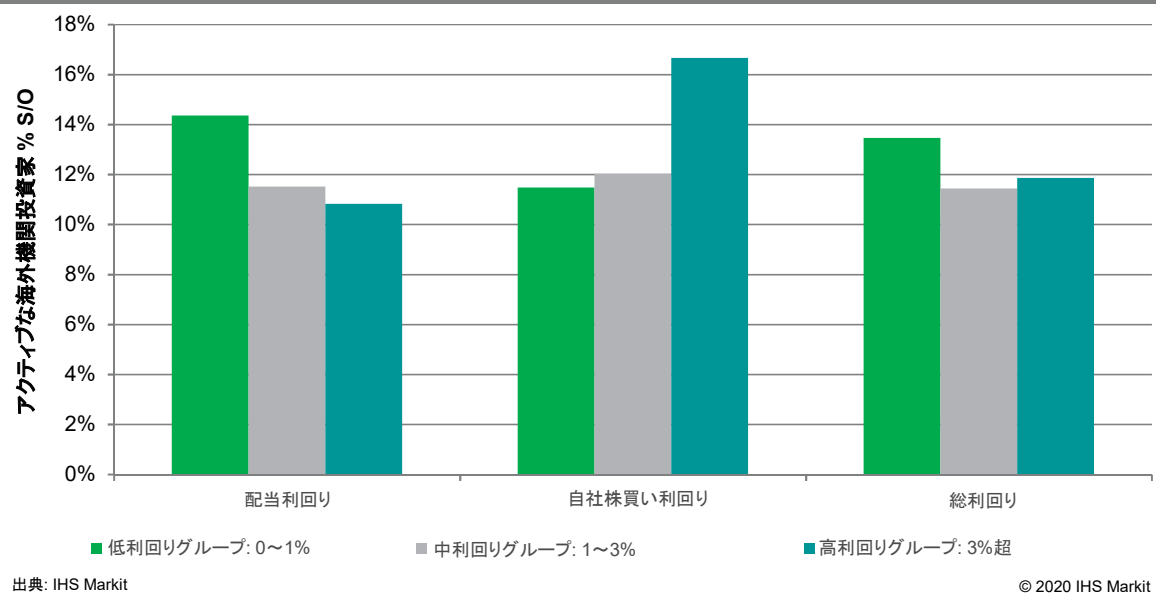
海外のアクティブ投資家は、リサーチが十分な大型株に最も積極的であるため、海外投資家の関心と時価総額の間には相関関係があります。具体的には、日本株の海外保有分の67%が大型株で占められています。過去の動きを見ると、大型株はアベノミクスの開始時から最も急激に海外資金が流入する一方、中型株と小型株への関心は非常に緩やかなものでした。しかし興味深いことに、投資家からの直接の聞き取り調査によると、一部の投資家はカバレッジ・注目度が低い小型株の中から、ミス・プライシングの機会を探っている傾向があります。

海外機関によるアクティブな投資(セクター別): 2010年～2019年



セクター別に見ると、海外の投資家は消費財、資本財、テクノロジー、ヘルスケアに最も関心を持っています。このようなセクターは日本経済全体と密接な関係があり、日経平均の大型株企業の3分の2を占めています。

海外機関によるアクティブな投資(株主利益率戦略別)



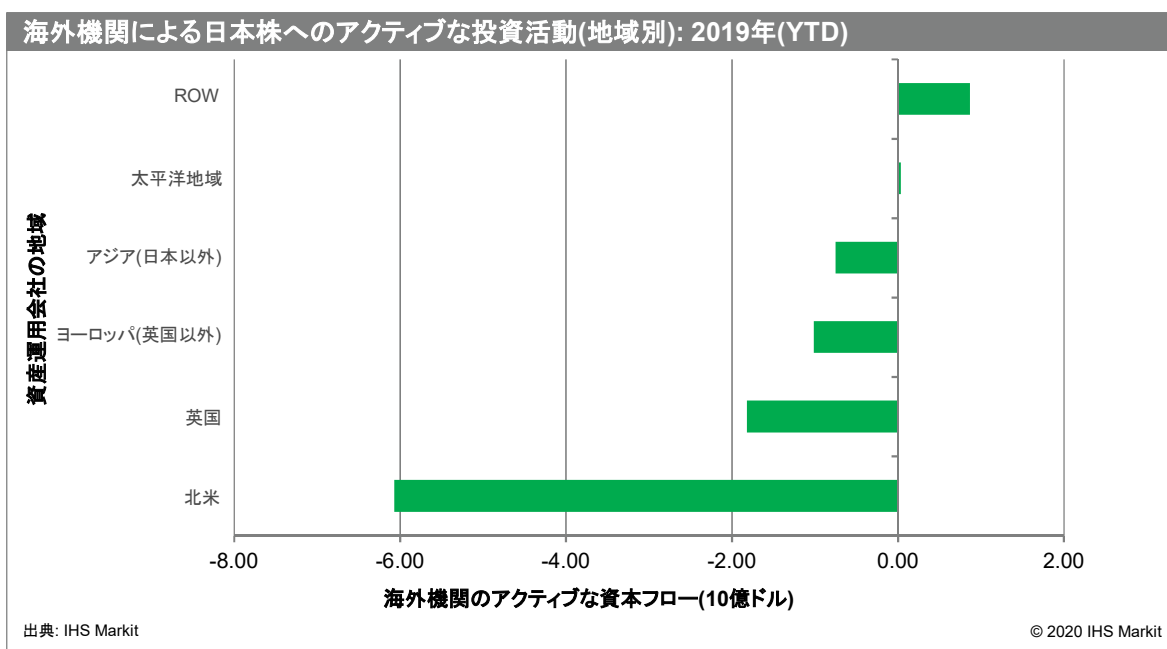
最後に、IHS Markit 分析チームは株主還元政策を分析して、特定の政策がグローバル投資家を惹きつける、または遠ざける要因を分析しました。高配当利回りは必ずしも海外投資家を惹きつけていません。しかし自社株買いが多い企業には、海外投資家が高い関心を示しています。総還元ベースでは、直接的な相関関係は見出されませんでした。ただし、配当利回りが高い企業の多くが金融機関であることには留意が

必要です。直近の資金フローから明らかなように、金融株は注目されていないからです。投資家からの直接の聞き取り調査によると、日本企業の高い現金保有比率を考慮した場合、海外の機関投資家にとって株主還元率は最も重視するポイントになっています。

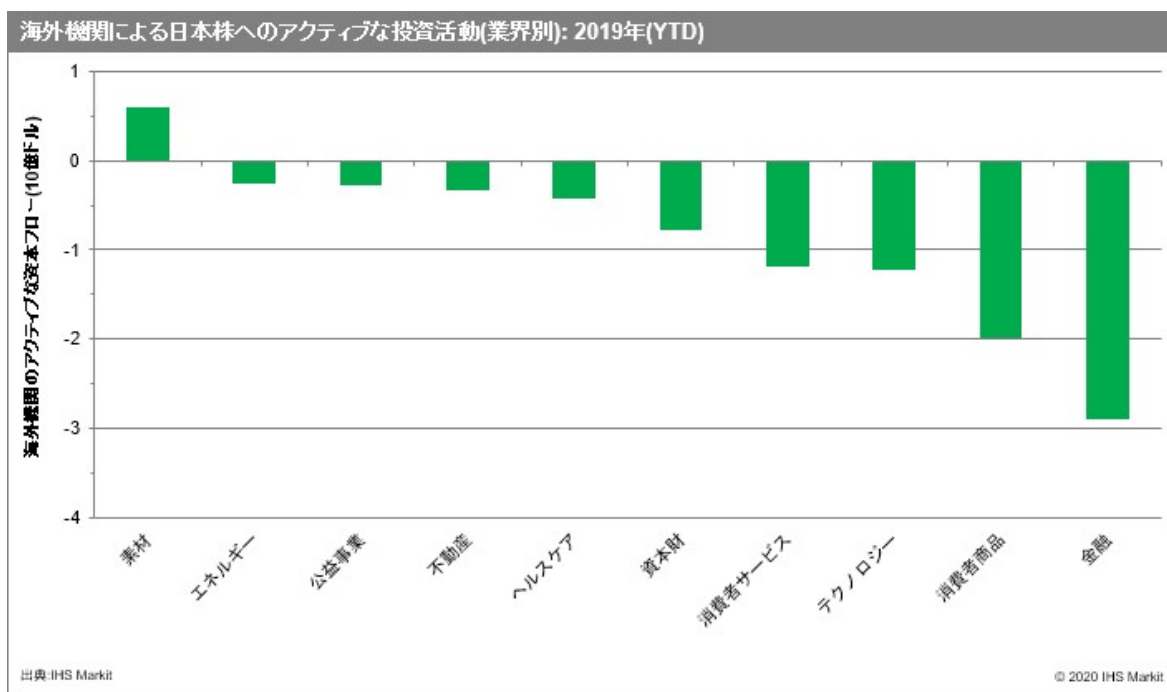
パート 2: 現在の状況 – 日本株の売り越し

2019 年の短期的売買動向

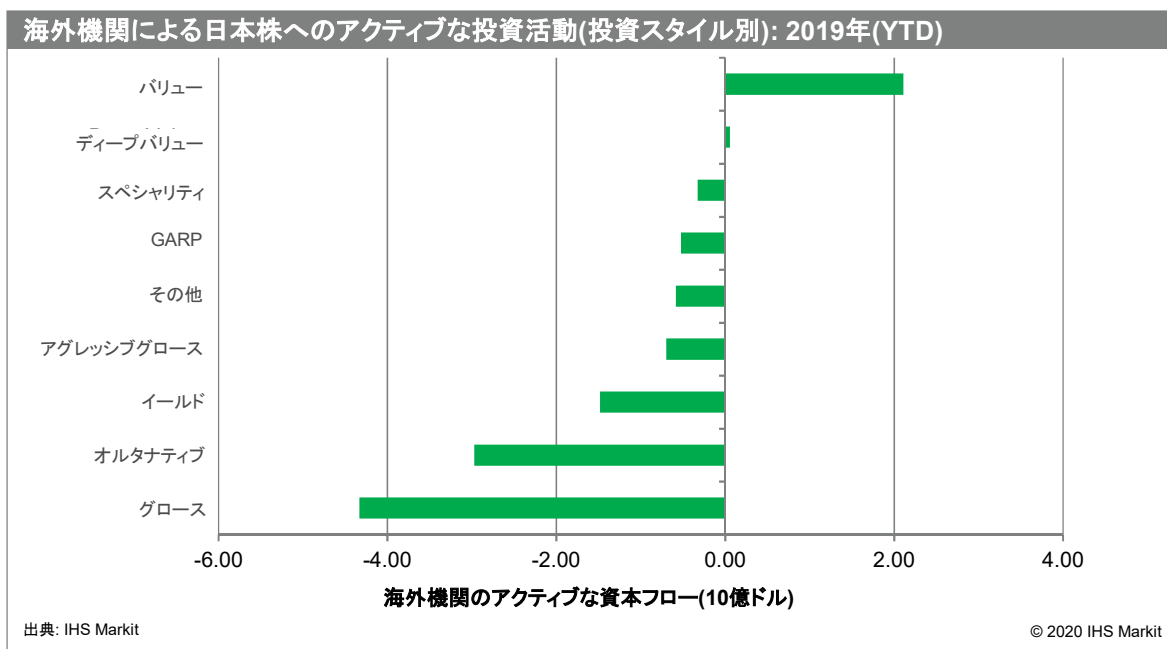
2019 年 9 月 30 日までの売買動向を見ると、海外の投資家は 2019 年に日本の株式市場から 87 億ドルを売り越しました。しかし少数ながら、市場に参入しようとする投資家もいます。このセクションでは、2019 年の動向と、資金流入動向を運用機関ごとに見ていきます。



2019 年、海外の大部分の地域は日本株を売り越しました。これは北米から始まり、英国、ヨーロッパと続きました。ROW(その他の地域)グループは買い越した唯一の地域でした。Templeton Global Advisors(拠点はパハマ、ナッソー)がその中心で、この年、同社は日本株に多額(9 億 1,820 万ドル以上)の投資を行いました。



セクター別に見ると、素材セクターが唯一第3四半期に買い越しとなりました。売り越しが大きいセクターは金融、消費財、テクノロジー、消費者サービスです。



スタイルごとに資本フローを分析することで、IRの目標になる投資家層が分かります。バリュー志向の投資家は2019年に21億ドル以上買い越しました。一方、グロースとオルタナティブ(ヘッジファンド)の投資家が売りを牽引し、イールドバイアスの投資家がそれに続きました。

アクティブ型海外投資信託会社(買い手)ランキング: 2018年12月31日～2019年9月30日

ファンド名	機関名	スタイル	価値(100万ドル)	価値評価差額(100万ドル)
Dodge & Cox Funds - International Stock Fund	Dodge & Cox	ディープバリュー	5,627.99	881.30
American Funds EuroPacific Growth Fund	Capital World Investors (米)	グロース	22,252.91	830.14
American Funds Capital World Growth and Income Fund	Capital Research Global Investors (米)	イールド	4,048.58	698.89
American Funds - American Balanced Fund	Capital World Investors (米)	バリュー	933.51	505.43
American Funds Capital Income Builder Fund	Capital Research Global Investors (米)	イールド	1,664.43	438.29
American Funds SMALLCAP World Fund	Capital World Investors (米)	グロース	2,233.49	433.18
Bridge Builder International Equity Fund	WCM Investment Management	グロース	1,835.14	379.55
Templeton Growth Fund, Inc.	Templeton Global Advisors, LTD	バリュー	1,073.25	358.95
American Funds Growth Fund of America Fund	Capital World Investors (米)	GARP	1,692.45	332.15
American Funds New Perspective Fund	Capital World Investors (米)	バリュー	4,870.67	279.69

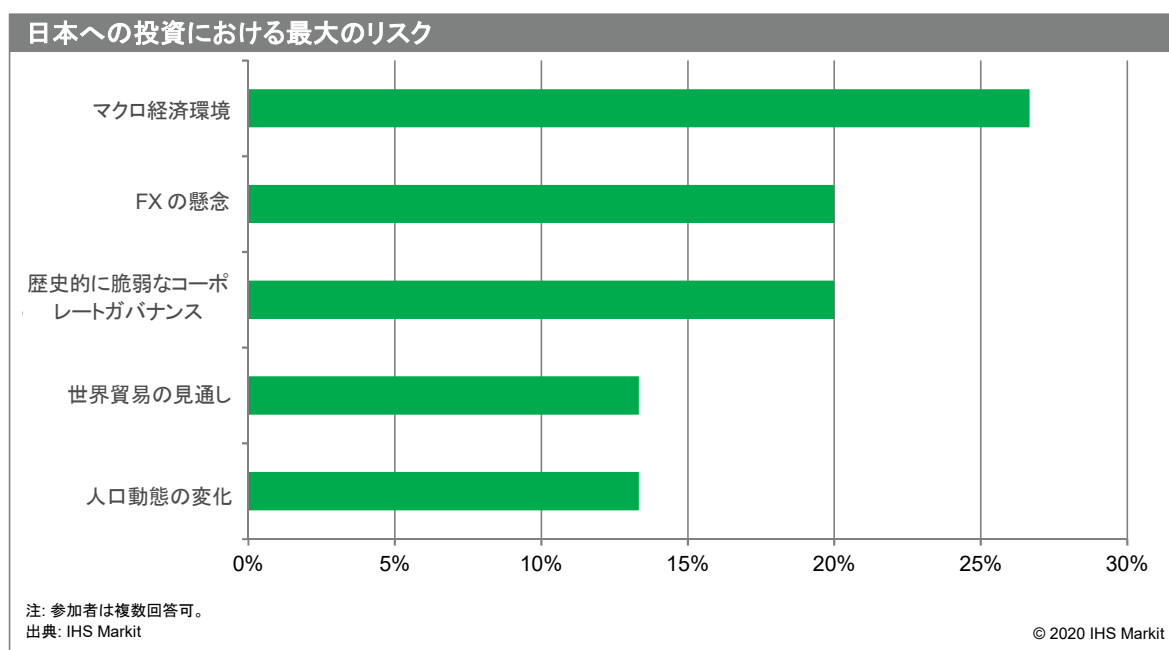
運用機関レベルの分析では、バリュー志向の運用機関による純資金流入を示す明確な傾向が示されました。しかし興味深いことに、ファンドレベルに分析すると、スタイル別の動きに微妙な違いがあります。日本株を買い越した主要なファンドに注目すると、**Dodge & Cox**と**Capital Group**(Capital World Investors、Capital Research Global Investors)のファンドが、日本の株式市場への資金流入で際立っています。上記の表に示されているように、これらの運用機関のスタイルは、ディープバリューからイールド、グロースまでさまざまです。

アクティブ型海外投資信託会社(売り手)ランキング: 2018年12月31日～2019年9月30日

ファンド名	機関名	スタイル	価値(100万ドル)	価値評価差額(100万ドル)
BlackRock Global Allocation Fund	BlackRock Advisors, LLC	バリュー	1,508.15	-1,051.18
Matthews Japan Fund	Matthews International Capital Management	ディープバリュー	2,288.13	-985.10
Pictet TR - Diversified Alpha	Pictet Asset Management S.A.	アグレッシブグロース	37.32	-871.75
Matthews Asia Dividend Fund	Matthews International Capital Management	イールド	1,308.15	-623.99
Oakmark International Fund	Harris Associates, L.P.	バリュー	1,383.18	-563.25
Vanguard Health Care Fund	Wellington Management Company, LLP	スペシャリティ	3,661.89	-546.37
UniGlobal Vorsorge	Union Investment Privatfonds GmbH	バリュー	496.71	-383.22
JPMorgan International Advantage Fund	J.P. Morgan Asset Management (米), LTD	バリュー	622.47	-376.05
Harbor International Fund	Marathon Asset Management, LLP	バリュー	1,608.72	-375.80
Goldman Sachs Funds - Global CORE Equity Portfolio	Goldman Sachs Asset Management, L.P. (米)	ディープバリュー	284.13	-375.08

同様に、日本株を売り越した主要なファンドは、多様なグローバル機関投資家から構成されており、日本株から積極的に撤退しています。特に、*BlackRock Global Allocation fund* は、10億ドルを超える日本株を売却しました。また、地域特化型の **Matthews Fund** ファミリーは日本株への投資分を差し引き 15億ドル減少させました。

投資家が感じている主な懸念材料



日本株への投資に対する懸念材料に関する聞き取り調査の回答を見ると、最も一般的なリスクとして、マクロ経済環境が挙げられました。投資家は、世界的な経済成長の鈍化、為替相場の変化、世界的な貿易摩擦の継続に慎重になっています。回答者は、日本経済の低成長を強く認識しており、世界経済の減速、特に中国経済の減速の日本経済への悪影響を懸念しています。

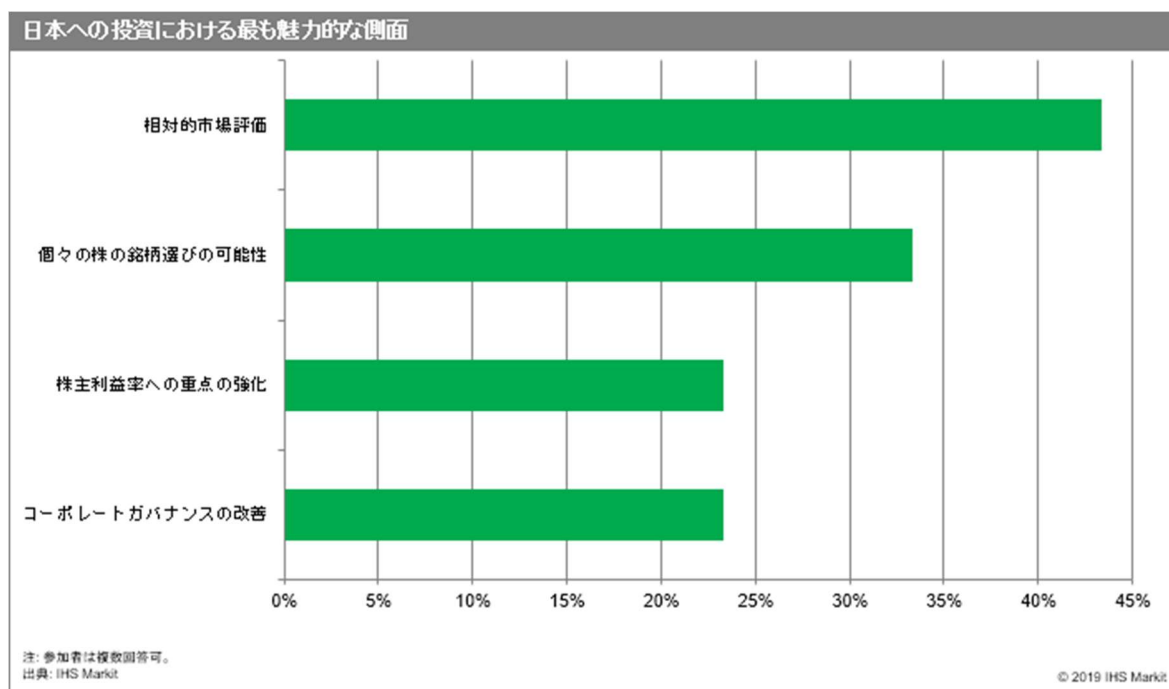
日本にとって輸出産業が重要であるため、多くの回答者が円相場の変動を懸念しています。円相場の変動が輸出競争力と輸入価格に影響を与えるからです。円の価値は、それぞれの国内通貨で保有額を評価する海外投資家にとって特に重要です。

また、グローバルな貿易体制の変動を懸念している回答者も少なくありません。米国やヨーロッパ、中国、韓国、日本を含む世界最大の経済圏の間で緊張が高まっており、重商主義政策への大きな回帰の可能性と、それが国際貿易に及ぼすマイナスの影響は、日本の資産に対する市場の見方の重しになります。

回答者は、日本企業のコーポレートガバナンスに対して、改善しているとはいえ依然として慎重です。日本の経営陣が株主の長期的な利益とうまく協調することについて、まだ懸念しているのです。過去の企業不祥事の経験をまだ忘れていない人も多く、プリンシパル＝エージェント問題のリスクが今もお心に響いています。

日本における人口動態の変化も、投資へのリスクになっています。人口減少と高齢化は、日本の財政にとって大きな課題です。GDP 成長率の低迷、デシインフレ、政府債務の拡大が重なり、さらなる増税や支出削減などの困難な選択をせまられる状況が今後も続きます。公的債務の国内所有率が高いことはある程度の緩和につながりますが、政策決定が財政の現実を反映しなくなった場合、将来の日本の債務危機の可能性を完全に排除することはできません。

グローバル投資家の関心が高いポイント



このような懸念にもかかわらず、投資家は依然として日本市場に関心を寄せており、多くの回答者が魅力のポイントを回答しました。

投資家の回答は、日経平均のパフォーマンスと海外資金流入の相関関係に見られる傾向の一部と整合的です。概して投資家は、市場全体のバリュエーションから、日本に高い関心を寄せています。海外市場、特に欧米市場と比較して、多くの日本株は大幅なディスカウントで取引されていると見なされています。2016 年以降、日経平均は S&P 500 に対して予想 PER ベースで割安に推移し、2019 年にはディスカウント率は平均約 10%でした。

多くの回答者は、日本市場は他の先進国市場に比べてリサーチが不十分であるため、株価がミス・プライシングされている可能性が高いとコメントしています。ある投資家は、一部の日本企業には、外国上場企業との間のバリュエーション差により、裁定取引の機会を提供しているように見えるとさえ述べています。リサーチ・カバレッジを比較すると、S&P 500 種指数では一企業当たり平均 24.8 人のアナリストがカバーしているのに対し、日本の大型株をカバーするアナリストは平均 13.2 人にとどまっています。

海外市場と比較した日本の株式市場の歴史的な低パフォーマンス(2010 年以降の S&P 500 のトータルリターンは 346.5%、日経平均は 271%)を考えると、回答者は、個別銘柄の上昇余地が高まっていると考えています。多くの回答者は、たとえば市場ポジショニングの強さや知的財産の質などの点で優れたファンダメンタルズを持つ個別企業を見ているとコメントしました。これらの企業は、低いリサーチ・カバレッジと、先進国市場としては低い過去のパフォーマンスの結果として、過小評価されています。

日本の株式市場の流動性もしばしば議論の対象です。売買高の多い有名大型株銘柄も含めて、市場は急速に縮小しています。たとえば、大型株の 3 か月平均日次売買代金は 8,580 万ドル、中型株の場合は 1,820 万ドル、小型株では 140 万ドルです。多くの回答者が、カバレッジが不十分で十分に理解されていないため、大きなリターンを生み出す可能性が高くなっている小型株に注目しています。

アベノミクスを直接引用するわけではありませんが、投資家は株主還元とコーポレートガバナンスの重要性を認識し、高く評価しています。政府の改革により株主還元とコーポレートガバナンスが改善し、大企業がこれに注力するようになったことが、投資家心理の改善につながりました。

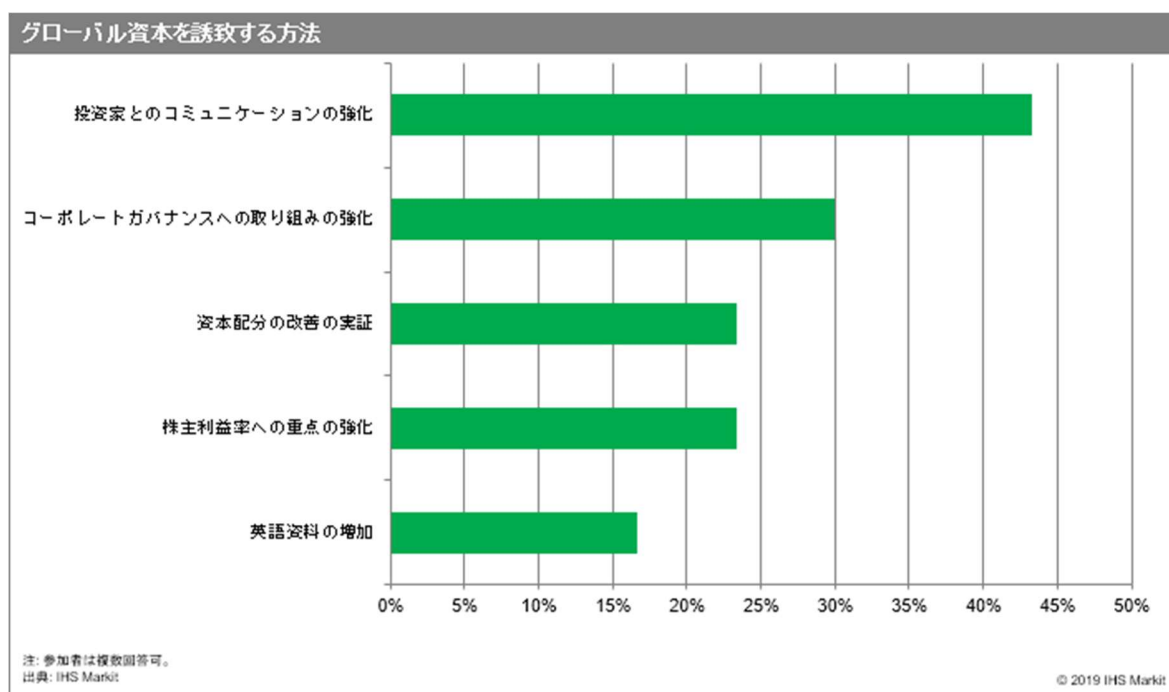
多くの日本企業は、過剰な現金を蓄積し、株主に明確なシナジー効果をもたらさない企業買収を行い、業績不振の事業を売却しないことで、バランスシートの価値を長期的に最大化できていない、と考えられています。ただし、株主還元重視の動きから、これは変化し始めているとも考えられています。

市場参加者は、コーポレートガバナンス改革の進展に注目しています。日本企業は、非効率的なバランスシートの運用や不適切な資本配分、株式持ち合いというこれまでの問題点を改善し始めた、と広く認識されています。回答者は、経営陣と株主の長期的利益をより一致させる努力が行われている、と高く評価しています。

パート 3: 今後の方針 – グローバルなアクティブ投資家の日本株への関心の回復

日本企業が日本株投資に対する世界の関心を惹きつけるために、以下の事項を推奨します。この提案は聞き取り調査から直接得られたものであり、IHS Markit が IR 戦略についてグローバル企業と連携する中で培った専門知識と経験が活用されています。推奨提案では、エクイティ・ストーリーの位置付けと、適切なターゲット投資家層設定の重要性について記載しています。

エクイティ・ストーリーの位置付け



聞き取り調査の回答者は、日本企業が投資家とのコミュニケーションとエンゲージメントを強化することで、グローバル資金をさらに惹きつけることができると考えています。積極的に働きかけ、最終的に株主からのフィードバックに基づいて行動する質の高い IR 機能を持つことの重要性も強調されています。推奨されるコミュニケーションのベストプラクティスとして、開示情報の価値を投資家が十分に理解し、市場参加者が個々のビジネスの違いを理解できるようにすることが挙げられます。

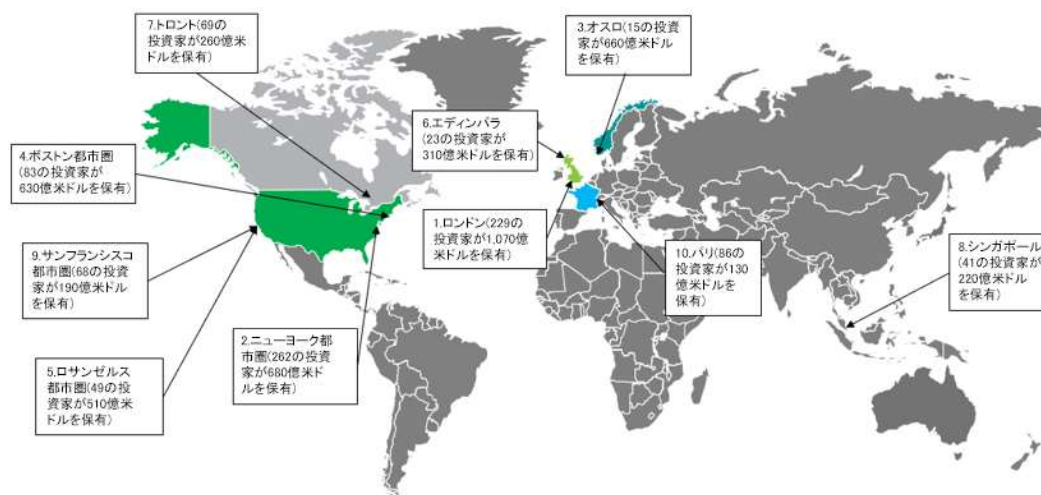
国際的な投資家は、改善された強力なコーポレートガバナンス体制を示す企業に関心を抱く傾向があります。日本のコーポレートガバナンス・コードに定められた原則に従うこと、特に政策保有株の解消と取締役会の多様化に重点を置くことで、経営陣が主に株主利益を重視した経営をしていると示し、世界の投資家を惹きつけることができます。

日本企業は付加価値のあるプロジェクトにのみに資本を配分することが奨励され、もしそのようなプロジェクトが無いのならば、過剰な現金はバランスシートに残すのではなく、株主に還元すべきです。欧米企業と比較して、日本の経営陣は一般的に資本コストをあまり意識していないと認識されています。日本の金利は数年前からマイナスですが、海外では必ずしもそうではありません。グローバル投資家は、投資判断を行う際に日本企業と世界の同業他社を比較し、カバーするすべての企業に正の資本コストを適用します。

投資家コミュニティは、日本の企業に株主リターンをより重視するよう迫っています。繰り返しになりますが、欧米企業が比較対象であり、特に米国企業が行っている株主への利益還元に関する重点的な取り組みは、日本企業が目指すべき基準と見なされています。企業は提供するリターンを最低限満たすだけでなく、最大化することに注力する必要があります。

世界の多くの投資家が、英語で情報にアクセスできることを重視しています。投資家向けプレゼンテーションやプレスリリース、財務報告書などの翻訳資料を提供することは、日本企業が惹きつけたい世界中の投資家に大きな利益をもたらします。

適切なターゲット投資家層を設定する



IHS Markit の投資家ターゲットチームは、投資家エンゲージメント年間計画を作成する際に、次の主要な目標の設定を推奨しています。(1) データを駆使してエクイティ・ストーリーに適合するグローバル投資家を戦略的に識別、(2) IR 担当者や重役の十分な時間の確保、(3) 効率的な(高い ROI を達成する)ミーティングを実現するための準備、(4) 偏りのないデータと助言機関を利用してチームを強化し、自社の利益のためにあらゆるセルサイド主催イベントを最適化。さらに、IR チームは投資家エンゲージメント計画を長期的な観点から検討することにより、毎年、適切に計画、実行を行い、また結果を評価して次年度に向けて良い準備を整えることが出来ます。

トップクラスの IR プログラムでは、利用可能なすべてのデータを活用して、潜在的な株主とのエンゲージメントに割く時間を効率的に配分します。ごく基本的には、単純な機会費用の方程式になります(時間当たり保有量[潜在的保有を含む] vs IR 担当者や重役の時間費用)。しかし、この式から明白に欠落している重要なポイントは、アクティブな投資判断に関する問題です。投資家がエクイティ・ストーリーに納得しているのならば、なぜ、未だ株主ではないのか。日本の IR チームにとって、投資家センチメントを総合的に把握し、自社理解の促進・潜在的投資の掘り起こしのための IR 活動(アクセス、メッセージ、透明性、イベント)を実施する上で、直接の、又は第三者による投資家認識調査を通じてそのフィードバックを収集することは不可欠です。

聞き取り調査の回答からも分かるように、日本の IR チームは、世界のマクロ経済状況や日本全体のトレンドからエクイティ・ストーリーを切り離す上で逆風に直面しており、またグローバルなリサーチやマーケティングの不足を補う必要があります。IHS Markit は、日本の IR チームが成功するために、マクロ経済状況やセクターの課題に関わりなく、説得力のある価値創造の源泉として、エクイティ・ストーリーの効果的な差別化

を提案します。同時に、ターゲティングの観点から、IR チームはグローバルな機関投資家の任務の変化や関心レベルをリアルタイムに理解した上で、鍵となる拠点へのマーケティング活動を計画し、IR イベントに招待するグローバル投資家を選抜しなければなりません。最後になりますが、ヨーロッパの MiFID II や日本の外国為替法などの規制の変更により、コーポレート・アクセスや投資に関する従来のルールが国内外で変化し、IR チームが克服すべきハードルは高くなっています。このような環境下では、IR の重要性はかつてないほど高まっており、経営戦略に組み込まれ、適切なリソースを割り当てられた IR チームは、他社よりも明らかに競争上の優位性が高くなります。