



関西を訪れて - 始末・才覚・算用



舟木 麻弥
ポートフォリオ・マネジャー



クリス・ライ
ポートフォリオ・マネジャー



シグオ・チェン
ポートフォリオ・マネジャー

2024年8月

日経平均株価が史上最高値を更新し興奮に包まれた時期に行った前回の訪日取材から3カ月経ちました。今回再び訪れた日本では、経済・市場双方に見られつつある大きな変化を、改めて振り返る良い機会となりました。

非常に興味深いことですが、前回3月に訪日した際は、株式市場の好調さにもかかわらず、現地のムードはやや冷やかな印象を受けました。ところが、今回東京では全体的に楽観的な雰囲気が漂っていたように見受けられます。今年の春闘では過去33年間で最大の賃上げが見られました。これにより今後数か月で実質賃金の上昇と、それに伴い値上げの文化が浸透していくと見られます。¹

特に賃上げの恩恵をいち早く受けている若い世代や大企業社員の間では、実際に消費動向に変化が現れつつあります。前回のレポートでも指摘しましたが、ラグジュアリー関連の消費は旺盛で、三越伊勢丹のような高級百貨店は力強い売り上げを記録、同社の株価も2月末から一時60%以上の上昇が見られました。²

驚くべきことですが、円安が個人消費を減退させるとの広く聞かれた懸念は、日本がこの値上げという「ニュー・ノーマル」を受け入れつつあることから、解消に向かっているのかもしれない。

株式市場と円相場の相関はやや弱まったように見受けられますが、それでも円安は企業収益の増加、インバウンド、海外からの直接投資の増加など、恩恵は多いと考えています。

¹ Reuters, [Japan union group announces biggest wage hike in 33 years, presaging shift at central bank](#). 2024年3月15日

² Bloomberg, 2024年6月11日



伝統を重んじる関西のビジネスも時代と共に変化

企業サイドに関しても、当社では全般的にポジティブな方向で見えます。3月の決算は力強いものでしたが、示されたガイダンスや中期的な計画は、前のめり気味になっていた一部海外投資家からは保守的に移ったようで、短期的な相場の下押し要因となりました。

ただ、多くの企業は為替の前提を1ドル=140円程度に設定しており、為替面・業績面双方でまだアップサイドは残されていると見ています。また、ガバナンス改革は日本企業にとって引き続き中心的な課題となっており、経営陣が価値創造にフォーカスしていく中で、中長期的なさらなる収益性の向上に繋がるものと期待しています。

西へ

この点を確かめるべく、今回は関西地域にも訪れました。関西、特に大阪は、古くからあきんど文化が根付いており、地場の企業もこうしたバックグラウンドから伝統的な価値観を大切にしています。

しかしこうした地域においても、古くから伝わる商売の3つの極意「始末（リソースの最大活用）」「才覚（新しいアイデアの創造）」「算用（収益性の重視）」を活用して、新しい環境に適応しようとしている企業が見られます。

任天堂のような企業はその一例です。イノベーションを通じてROIの向上や知的財産（IP）の活用を図っています。

同社のNintendo Switchは販売開始から7年を迎え、24年度の販売台数は1,570万台となるなど、グローバルに素晴らしい販売実績を上げています。³

しかし同社はその地位に甘んじることなく、今年中にアナウンスされると見られる待望のSwitch後継機については様々な新機能やイノベーションに関する観測が飛び交っています。

ユニバーサル・スタジオ・ジャパンにある「スーパー・ニンテンドー・ワールド」は、同社のブランドやIPの人気を反映して（最近の入場料やライドパスの値上げにもめげず）多くの来場者で賑わっていました。

このアトラクションの拡張計画はすでに進行中で、今年後半には「ドンキーコング・カンントリー」のオープンが予定されています。

また、渋谷や京都にある任天堂の直営オフィシャルストアも同様に観光客を引きつけており、海外では入手にくい公式グッズも販売されています。同社は「世界観」の醸成に力を入れており、結果として商品の売り上げが伸びるだけでなく、ゼルダやマリオ、ピクミンといった自社IPのライフサイクル拡大にも繋がると見えています。

ランニング・シューズで世界的に有名なアシックスも、神戸発の関西企業としてこのテーマの素晴らしい一例です。

最近まで、日本では「良いものを作れば売れる」という考えのもと、製品開発に注力することが主流となっていました。一方でこの点がグローバルで競争する際に足かせになっている側面もありました。

“ガバナンス改革は日本企業にとって引き続き中心的な課題であり、経営陣が価値創造にフォーカスしていく中で、中長期的なさらなる収益性の向上に繋がると期待”



消費者の変化に企業は柔軟に適応

³ 任天堂株式会社の2024年3月期決算説明資料より。2024年5月7日

アシックス社では、マーケティングのROIを高め、販売単価の押し上げを進めてきました。また、ブランドパーセプション（認知）を一新し、製品の見直しや影響力のあるパートナーシップの確立などを通じて、「ダッドシューズ」のトレンドを背景にファッション界のメインストリームとしての地位を固めてきました。⁴

同社は、より狭い消費者層をターゲットとした狭く深くのスタイルから、より幅広い消費者層に商品の魅力をアピールするスタイルに柔軟に移行するといった、素晴らしい適応力を見せています。

このようなマインドセットの変化は、デジタル化の進展とともに市場全体でより広範に見られ始めています。例えば、アプリの活用一つとっても、よりパーソナライズされたデータの収集や体系的な分析が可能になり、日本企業は自社の強みをより有効に活用して、マーケティングコストを効率的に使用することが出来るようになっていきます。

時代は変わる

ユニバーサル・スタジオ・ジャパンで見られたように、観光エリアやアトラクションは高い入場者数を記録しており、インバウンド旅行者も円安を背景にオープン以降強い回復を見せています。（図表 1）

一方で、誰もが外国人観光客の増加を歓迎しているわけではなく、渋滞や混雑激化、タクシー不足など地域住民の負担となっているケースもあります。

ただ、日本のサービス業界において興味深い機会も見られます。日本は「おもてなし」に代表される質の高いサービスで高い評価を得ています。外国人観光客（特にビジネス）は過剰な丁寧さを要求しないことが多いのですが、実際としてこうした側面がサービス部門の労働力不足に拍車をかけており、レストランやホテルなどにおける遅延に繋がる可能性があります。

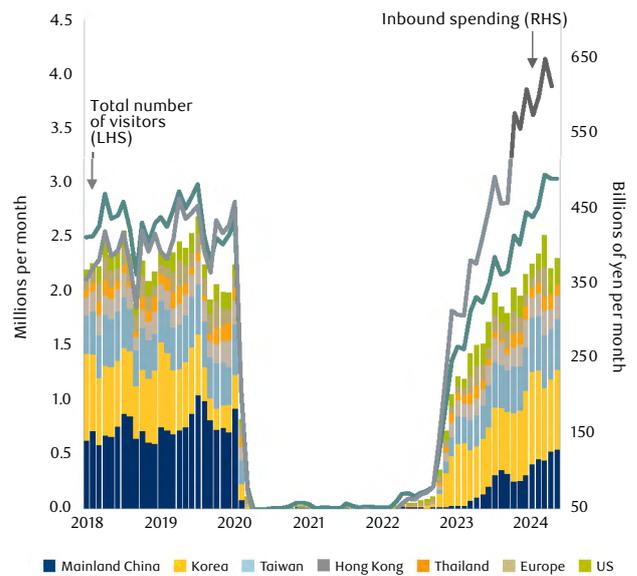
“経営のKPIが大きく変化し、売上高や利益率からROEやROICにシフトしつつある”

関西から東京に新幹線で戻る際、オンラインでチケットを購入しQRコードが発行されているにもかかわらず、紙の切符を受け取るために列に並ぶ必要がありました。

非常に評判高い日本の鉄道サービスであっても、まだ効率化から恩恵を受ける余地が残されており、デジタル化がその重要な役割を担っています。

株式市場の面では、中国経済が不透明なためか、日本株に興味を持ち始めたばかりの外国人投資家が増え、そうした投資家を指す「ツーリスト投資家」という言葉が流行っています。

図表 1：インバウンド旅行者数はコロナ前の水準に



出所：日本政府観光局, Goldman Sachs. 2024年5月時点
注釈：Europeの旅行者数は2024年3月時点

こうした環境に企業は適応しているように見受けられ、すでに市場全体のコーポレートガバナンス改革への取り組みによって、外国人投資家への姿勢は強化されていましたが、さらにきめ細かくなっています。

実際に外国人投資家とのコミュニケーションの改善が見られており、今回の面談でもいくつかのプレゼンテーションやグループ・ディスカッションが通訳を介さずに英語で行われました。

そして最も重要なことは、経営のKPIが大きく変化し、売上高や利益率から、ROEやROICにシフトしつつあることです。

バランスシートのレベルでも変化が起きており、企業は現金重視のモデルから脱却し、設備投資を増やして生産性（人手不足を考えると特に重要）や研究開発といった分野の改善を目標とするようになっていきます。



効率化を進めるテック企業に訪問

⁴ Forbes, [Comfort-first footwear market surges: how ugly shoes became a fashion statement](#), 2024年4月6日

⁵ The Japan Times, [Japan likes tourists, just not this many](#), 2024年6月8日

今回の出張でいくつかのテック企業と面談しましたが、生産性向上のための自動化の取り組みが目を引きました。ある企業は生産ラインにロボットを導入することを計画しており、日中の生産を増やすべく、夜間に自動化したプロセスを進めることを検討していました。

研究開発の優先順位を引き上げようとしているヘルスケア企業との面談でも勇気付けられました。日本の老舗の製薬企業は強力なパイプラインを有し、この分野で目覚ましい進展を遂げています。我々がAPAC地域でモニターしている他のバイオテクノロジー企業などと比べると、日本の製薬企業がイノベーションとIPの双方で高い優位性を持っている事は明らかです。

また同時に、情報開示と投資家アクセスという両面で、投資家重視の姿勢に変わりつつあることを心強く感じています。東証の改革努力は市場のあらゆる分野に及んでおり、投資コミュニティに前向きな変化をもたらしていることは間違いなさそうです。

NISA

企業マインドの変化と共に、日本の個人投資家の間でもNISA（少額投資非課税制度）の導入が着実に進んでいます。（図表2）

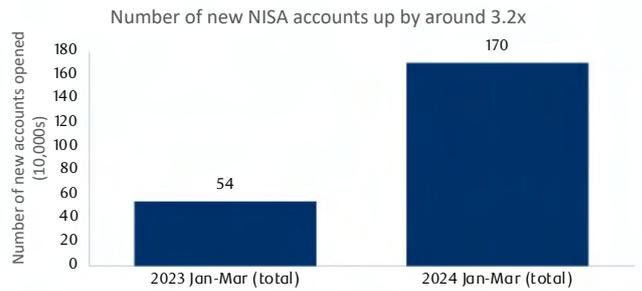
日本の家計は歴史的に貯蓄を現金で保有してきましたが、この新制度は株式投資に資金を配分する強力なインセンティブを提供しています。以前は株式投資をギャンブルのように受け止めていた個人も考え方を变えており、リスク・アパタイトが変わりつつあるように感じます。

政府も日本を資産運用・ウェルスマネジメントにフレンドリーな国であると位置づけようとしており、それを裏付けるように我々が参加した業界のあるカンファレンスに岸田首相が登壇されていました。



馴染み深い方たち - 岸田首相や本田氏が株式投資を盛り上げる

図表 2：1-3月期のNISAの口座開設数は前年比で3倍超に



出所：日本証券業協会, Morgan Stanley Research.

他にも馴染み深い方が参加されていました。私たちがかつてシンガポールでお会いした、元スターサッカー選手・現エンジェル投資家の本田圭佑氏です。本田氏は、成長のためにリスクを取る必要があるという概念を若い世代に教育すること、そして国内のスタートアップに投資をする新しいファンドを通じて、日本発のイノベーションをグローバルに促進することを目指しています。彼のビジョンについて話し合った際に、「日本にはトヨタやソニーはあるがFANGがない。だから新しいテクノロジーに投資する必要があります。」と述べられていたことが印象的でした。

また、NISAはその普及が進むにつれて、日本株市場の力強いインフローとなるポテンシャルを秘めています。現時点で購入額の半分程度が国内株であり、これは年間7-8兆円の日銀のETF買い入れに匹敵するインパクトがあります。⁶

前進

日銀がマイナス金利政策を解除したことで、ドルベースの投資家は円の下落によるドルベースでのリターン低下を懸念することなく日本株に投資ができる道が開かれつつあります。日銀は7月に追加利上げに踏み切りましたが、一時162円程度とおおよそ38年ぶりの安値にあった円相場は足元で反発しています。もっともすぐに120円以下に戻るとは考えていませんが、過度な円安懸念は一服した可能性があります。投資家にとって望ましい環境が提供されるということに加え、高品質なものをリーズナブルに提供するという日本の評判を高めることにも繋がると考えています。

そして企業においては、カスタマーサービスなどの「高品質」の定義が徐々にグローバル・スタンダードに適合される中で効率化が進むといったポジティブな変化が見られています。また同時に、引き続きガバナンス改革を重視し、進化したKPIにより成果を計測するという好ましい変化が継続していることも確認されています。

また市場サイドでは、パッシブ・マネーや「ツリスト投資家」が主導していた市場から、より幅広い投資家が日本の巨大な可能性に目覚めストックピッキングを重視する市場に変わりつつあります。私たちのようなアクティブ投資家にとってもより面白い市場になってきていると言えるでしょう。

⁶ Morgan Stanley Research, BOJ, JSDA. NISA経由の国内株購入金額 (2024年1-4月累積購入額の年率換算)

⁷ Bloomberg, 2024年7月4日

著者

舟木 麻弥

ポートフォリオ・マネジャー

RBCグローバル・アセット・マネジメントにおけるアジア株式チームのポートフォリオ・マネジャー。日本株戦略のリード・マネジャーでもあり、チームの「資本財・サービス」セクターのスペシャリストでもあります。2015年の入社以前は、グローバルな投資銀行の投資銀行部門でアナリストを務めていました。2011年から運用業界のキャリアを開始しました。

クリス・ライ

ポートフォリオ・マネジャー

RBCグローバル・アセット・マネジメントにおけるアジア株式チームのポートフォリオ・マネジャー。金融・不動産セクターを担当。2015年入社前は多国籍投資銀行においてセルサイドの株式アナリストを務めアジア全般の金融セクターをカバーしていました。また大手金融サービス会社において世界の様々な地域で多くのセールスおよびリスク管理を担当していました。2012年から運用業界のキャリアを開始しました。

シグオ・チェン

ポートフォリオ・マネジャー

RBCグローバル・アセット・マネジメントにおけるアジア株式チームのポートフォリオ・マネジャー。中国株戦略のリード・マネジャーでもあり、チームの「ヘルスケア」セクターのスペシャリストでもあります。2017年入社以前はグローバル投資銀行で香港・中国消費関連株や投資戦略に関するセルサイド・アナリストを務めました。2012年からの運用業界のキャリアを開始しました。

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できるとされる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではありません。またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management（UK） Limited、およびRBC Global Asset Management（Asia） Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

® /™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断し情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

