

万人のための年金運用入門（2）－国内株式（下）

今回は、国内株式の株価変動要因を、①企業業績、②米国株式市場動向、③需給の観点から検討しました。今回は、日米株価がともに低迷する中で、最近の日本の株価が割安かどうかについて、検討したいと思います。

株価の割安・割高を判断する基準には様々な指標がありますが、まず、日本の株価について、代表的な指標である PER、PBR を用いて、米国と比較してみたいと思います。

米国では、株式の投資尺度として、長く配当利回り（＝配当／株価）が用いられてきました。配当収入が投資の主目的であり、社債に比べてリスクが高い分、高い利回りが要求され、実際にそうした状況が続いてきました。しかし、1950 年代後半にこれが逆転し、配当利回りでは株価を説明できなくなり（利回り革命）、代わって PER（Price Earnings Ratio：株価収益率）が登場しました。PER は配当を生む源泉である利益に着目した指標であることから、現代に至るまで広く用いられる指標となっています。

PER は、株価を 1 株当たり利益（＝税引後利益／発行済株式数）で割ったもので、株価が企業活動によって得た利益の何倍であるかを示すものです。ある企業の株価を P 、配当を D 、利益を E とすると、配当利回り $k = D/P$ を展開して $P = D/k$ となり、この両辺を E で割ると、 $P/E (= PER) = D/E \times 1/k (= 配当性向/k)$ となります。仮に配当性向を 50%、配当利回りを 5% とすると、適正な PER は 10 倍と計算されます。この前提は企業によってまちまちであり、結局、理論的な PER の値を算出することは困難です。実際には、同業種の他の銘柄などと比較して、PER が大きければ（小さければ）割高（割安）と評価されます。また、PBR（Price Book-value Ratio：株価純資産倍率）は、株価を 1 株当たり純資産（純資産＝総資産－負債＝株主資本）で割ったもので、PER と同様に、大きければ（小さければ）割高（割安）と判断されます。

図表 1 は、PER、PBR を米国並みとした場合の日経平均株価を試算した結果です。PBR で見た日本の株価は、1991 年に割高であったのが、1996、2001 年には割安となっており、一方、PER で見た場合は一貫して割高となっています。しかしながら、株価が下落する一方で企業収益が上向いていることから、日本の PER が低下して、日米の格差は縮小傾向にあります。従来に比べ、PER で見た割高感は随分薄れてきたといえます。

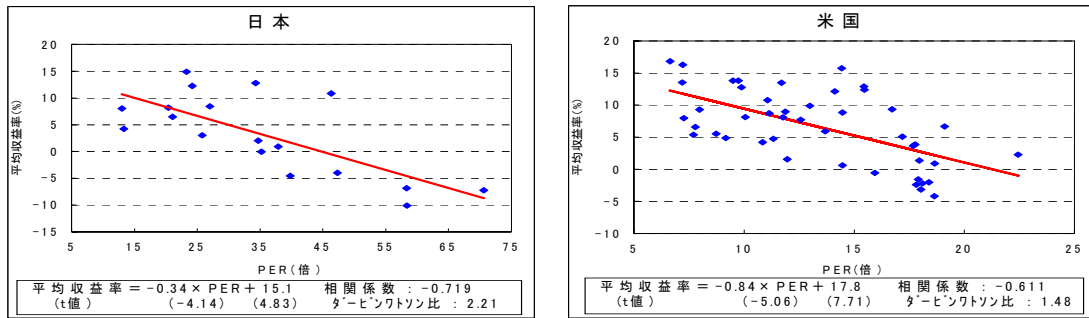
図表 1 PER、PBR で見た日本株の評価

	1991年3月	1996年3月	2001年3月
日経平均株価 (a)	26,292	21,407	13,000
NYダウ	2,914	5,587	9,879
PBR 日本	2.8	2.3	2.0
米国	2.1	3.2	3.5
米国PBR水準での日経平均株価 (b)	19,719	29,783	22,749
(a)／(b)	1.3	0.7	0.6
PER 日本	45.9	144.1	36.4
米国	18.9	18.2	20.8
米国PER水準での日経平均株価 (c)	10,828	2,704	7,435
(a)／(c)	2.4	7.9	1.6

注)
日経平均株価、NYダウは各月末終値。
日本の PBR は前期基準、PER は予想利益ベース。
米国の PBR は MSCI データ、PER は予想利益ベース。

図表 2 は、各年 12 月末の PER とその後 10 年間の平均収益率との関係をプロットしたものです。これを見ると、PER が高い（割高）時期ほど将来の収益率が低く、低い（割安）時期ほど高くなっています。過去の市場においては、PER が株価の割高・割安を評価する指標として有効であったといえるでしょう。

図表 2 PER 基準で投資した場合の将来の平均収益率



注) 東証 1 部ベース。分析期間は 1973 年～2001 年。
 平均収益率は、TOPIX のリターン+配当利回り

注) S&P500 ベース。分析期間は 1943 年～2001 年。
 平均収益率は、S&P500 のリターン+配当利回り

このように、伝統的な PER、PBR という指標でみた日本の株価は、どれぐらい割安・割高かを判断できませんが、従来に比べると割高感が薄れているとは推測できます。では今後、株価は上昇していくと考えられるのでしょうか。

図表 3 は、バブル崩壊後の日本の土地・株式資産価値の下落を、過去の米国の例と比較したものです。米国 I は 1929 年の世界恐慌後、米国 II は 2000 年央から直近の株価下落局面です。資産価値下落のインパクトは、日本では名目 GDP の 2.34 倍にもおよび、米国 I (0.99 倍)、米国 II (0.49 倍) と比較して、非常に大きなものとなっています。

世界恐慌後の米国では、1929 年ピーク時の水準に回復するのに、名目 GDP で 11 年間、株価・金利では 25 年程度を要しました。ストック調整というこれまで経験したことのない現局面で、日本の景気回復が今後順調に進み、株価が上昇すると考えるのはやや楽観的かもしれません。割高感が薄れたとはいえ、年金資産運用においては、引き続き株価下落局面も想定した政策アセットミックスの策定、ストレステストの実施など、リスク管理の必要性がますます高まるものと思われまます。

図表 3 資産価値下落のインパクト

	日本			米国 I			米国 II		
	1990年 12月末	1999年 12月末	変動率(%)	1929年 (年平均)	1933年 (年平均)	変動率(%)	2000年 8月末	2001年 3月末	変動率(%)
土地資産額*1	2,254	1,457	-35.4	114	81	-28.5	17,182	—	—
GDP比(倍)	5.1	2.8	—	1.1	1.5	—	1.7	—	—
株式時価総額*2	591	353	-40.3	90	20	-78.0	18,907	14,053	-25.7
名目GDP*3	442	513	16.0	103	56	-46.1	9,963	—	—
資産価値下落のインパクト*4	-2.34			-0.99			-0.49		

*1) 日本は国民経済計算年報より、一般政府を除く額。単位：兆円。米国 I はアメリカ歴史統計、米国 II は Flow of Funds Accounts より、単位はいずれも 10 億ドル。
 *2) 日本は東証 1 部合計、1989 年 12 月末と 2000 年 12 月末の値、単位：兆円。米国 I は NY 証券取引所、米国 II は NY 証券取引所+ナスダック市場合計、単位はいずれも 10 億ドル。
 *3) 単位：日本は兆円、米国 I・米国 II は 10 億ドル。