



コラム

「柏原延行」の Market View

#81 少し立ち止まって、割安・割高を考える（その1）

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで、チーフ・グローバル・ストラテジストを務めます柏原延行です。

これまで、株価が急騰する局面において、「割安・割高についての見方」を予想PERという頻繁に利用されるバリュエーション指標を利用してご説明してきました。

予想PERが株価の割安・割高の判断に有益であることは、疑いのないことであると考えます。

一方で、予想PERは、（通常）次期の予想利益と株価から算出されるバリュエーション指標であり（「 $\text{予想PER} = \text{株価} / 1 \text{株当たり予想利益}$ 」と定義されます）、2017年11月6日付本コラム「[株価は既に割高なのか？（その3）](#)」でご説明したように、どう考えても、株価の割高、割安が、「次期の予想利益と株価」のみによって判断されると考えることは不自然です。

そこで、今回のコラムでは、予想PER以外のバリュエーション指標について、考えてみたいと思います。

企業の利益水準が高い中、企業が「お金を貯め込んで、使わないこと」が政治的に問題とされている風潮があり、このため、設備投資を促進させる政策や賃金を上昇させる政策が色々と議論されていると考えます（例：設備投資減税など）。

それでは、企業がお金を貯め込んでいることは企業価値（＝株価）にどのような影響を与えるのでしょうか？

仮に、「お金を貯め込んで潤沢な資産（例：預金）を持つ企業A」と「資産が少ない企業B」があったとしましょう（厳密には1株当たりの純資産です）。

株価が同じであった場合、皆さんはどちらの企業に投資したいと考えますか？

通常の場合、企業Aに対する投資が有利です。なぜなら、株主は配当などの形で利益の分配を受ける権利を保有するとともに、（会社法の定める要件を満たせば）会社を解散してその残余価値の配分を受ける権利も有するからです。

このように株価は、会社の保有する資産とも連動するはずですが。

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

この観点から、株価の割高・割安を判断しようとしたバリュエーション指標が株価純資産倍率（PBR: Price Book-value Ratio）です。株価純資産倍率は、「株価/1株あたり純資産額」と定義され、簡単にいうと、株価が1株当たりの純資産の何倍であることを示したものです。

倍率が1未満であれば、株価は企業の解散価値を下回るほど割安です。多くの企業が継続的に利益を確保できる通常の経済環境であれば、株価純資産倍率が1を下回ることはない（orまれ）と考えるべきです。逆に、何倍以上であれば割高であるかは、予想PERの場合と同様に明確な答えを得ることができない問題であると考えます。

そこで、予想PERと同じように、PBRにおいても、他の市場（or銘柄）との比較で、割高・割安は判断する必要があると考えます。

それでは、我が国、米国、欧州の代表的な株価指標を分析してみましょう（図表1）。

図表1：PBRと予想PERの比較

	日経平均株価	東証株価指数 (TOPIX)	NYダウ工業株 30種平均	ナスダック 総合指数	ドイツDAX 指数
PBR	1.9	1.4	3.7	3.6	1.9
予想PER	19.1	15.6	18.7	24.2	14.7

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。
※2017年11月16日基準

日経平均株価とNYダウ工業株30種平均のバリュエーションを比較すると、予想PERは19倍前後とほぼ同じである一方、日経平均株価の株価純資産倍率（PBR）は、NYダウ工業株30種平均と比較して、半分程度に留まっています（日経平均株価が割安）。

このように、PBRでみた場合、（米国株と比較して）日本株が割安であることが分かります。

次回以降の本コラムでは、PBRについて、資産効率の観点も交えて、もう少し掘り下げて考えたいと思います。

（2017年11月17日 9:00執筆）

【当資料で使用している指数についての留意事項】

日経平均株価に関する著作権並びに「日経」および日経平均株価の表示に対する知的財産権その他一切の権利は、すべて日本経済新聞社に帰属します。東証株価指数（TOPIX）は、株式会社東京証券取引所（株東京証券取引所）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利・ノウハウは、(株)東京証券取引所が有しています。NYダウ工業株30種平均はS&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLCが所有しており、アセットマネジメントOne株式会社に対して使用許諾が与えられています。ナスダック総合指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はNasdaq Stock Market, Inc.に帰属します。

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.78%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。