



## コラム

## 「柏原延行」の Market View

## #85 少し立ち止まって、割安・割高を考える（その2）

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。

本コラムは、2017年11月20日付「[少し立ち止まって、割安・割高を考える（その1）](#)」の続きです。

（その1）では、企業がお金を貯め込んでいることは企業価値（＝株価）に影響を与えることをご説明した上、予想PER以外のバリュエーション指標として、株価純資産倍率（PBR: Price Book-value Ratio）をご紹介しました。PBR1倍割れは割安であると思われることをご説明した上、何倍からが割高であるかについて、水準自体から判断することは困難と考えるため、まずは他の市場（or銘柄）との比較で割高、割安を考えてみました。

結論として、日経平均株価とNYダウ工業株30種平均（以下、NYダウ）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、PBRでみると日経平均株価は、NYダウと比較して、半分程度に留まっている（日経平均株価が割安）との状況をお伝えしました。

今回のコラムでは、（海外市場との比較ではなく）日経平均株価のPBRを過去と比較することで、現在の株価の割高・割安を評価してみたいと考えます（時系列分析と呼ばれます。これに対して、現時点での他の市場（or銘柄）との比較はクロスセクション分析と呼ばれます）。

図表1：日経平均株価のPBRの推移



※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。

(予想PERで分析した場合と同様に) 株式市場にフレンドリーとされる安倍首相が政権を奪還をした後の2012年12月21日から足元までの日経平均株価のPBRの推移をみてみましょう(図表1)。足元の約1.9という水準は、この期間の最も割高水準とほぼ並んでいることが分かります。

すなわち、PBRの観点からみた場合、NYダウとの比較では日経平均株価は割安と判断できる一方、過去との比較では日経平均株価は割高な可能性を考慮せざるを得ないように思われます。

それでは、なぜ、日経平均株価のPBRは、過去との比較では上記期間の最も割高な水準と、ほぼ並んでいるにもかかわらず、NYダウと比較して低位(割安を示す)にあるのでしょうか?

ここで、株主資本利益率(ROE: Return on Equity)との概念が重要になってきます。

実は、原則として、「 $\text{予想PER} \times \text{予想ROE} = \text{PBR}$ 」との関係がなりたちます。

なぜなら、左辺は、「株価/1株当たりの予想利益(=予想PER)」に「1株当たりの予想利益/1株当たりの株主資本(=予想ROE)」を掛けると、1株当たりの予想利益が消え、「株価/1株当たりの株主資本」となります。そして、原則として貸借対照表の大きさから、負債を引いたものは、「株主資本であり、かつ純資産」となるため、最終的に左辺は「株価/1株当たりの純資産(=PBR)」となり、右辺と一致するからです。

具体例でご説明すると、(その1)の図表1のPBRと予想PERデータから計算した予想ROEは、日経平均株価で9.9%( $=1.9/19.1$ )、NYダウで19.8%( $=3.7/18.7$ )となります(=PBR/予想PER)。

図表2: PBRと予想PERの比較

	日経平均株価	NYダウ工業株 30種平均
PBR	1.9	3.7
予想PER	19.1	18.7

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  
※(その1)の図表1から上記2個の株価指数を抜粋したもの  
※2017年11月16日基準

現状の予想PERが約19倍とほぼ同じで、日経平均株価のPBRがNYダウのPBRのほぼ半分である状況は、予想ROEが低いこと、すなわち日本の企業の資産効率が(米国比)低いこと、すなわち、(米国企業との比較では)日本企業は保有する資産を今以上に有効活用する必要があることが示されていると考えます。

(2017年12月1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。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。

※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。