

ストラテジストコラム

STRATEGIST COLUMN

日本株は割高なのか

チーフストラテジスト 浅岡 均

日本株のバリュエーションが大幅に拡大

日本株は昨年4月の米相互関税による大幅下落をボトムとして、急ピッチで上昇しました。直近では衆院選の自民党圧勝を受けて、一段と上昇しました。高市政権による経済政策への期待の強まりが背景とされています。

TOPIXのバリュエーションについて、予想PER(株価収益率)でみると、コロナ禍を除いた過去の変動レンジを大幅に上回る水準に達しました(図表1)。割高ではないかとの懸念が一部で浮上しています。

一方で、米国の代表的な株価指数であるS&P500の予想PERは、近年20倍を上回る水準が定着しつつあり、過去の変動レンジを大幅に上回って推移しています。大型ハイテク銘柄の高PERが代表的な株式指数のPERを押し上げているため、大型ハイテク銘柄の利益の高成長から高PERは正当化できる面もあります。日本でも米国などと同様に、PERの大幅上昇は正当化されるのでしょうか。

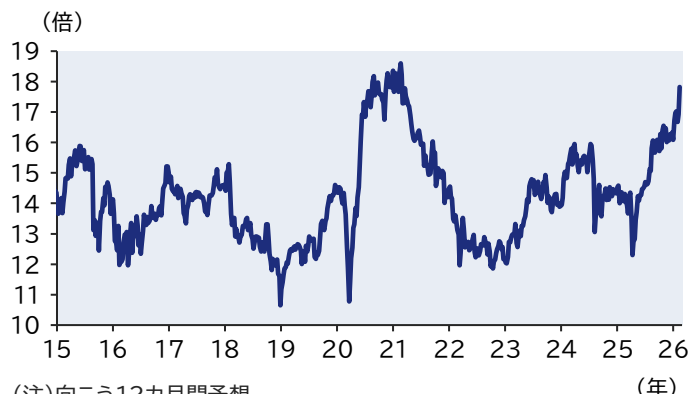
昨年以降、ROEの上昇が目立つ

PERとROE(自己資本利益率)の積である、PBRも大幅に上昇しました(本稿では図表含め、全て向こう12カ月間予想ベース)。東証は2023年春、上場企業に対して資本効率の改善を要請しました。具体的には、企業にPBR1倍割れへの対応を求めました。市場からの評価に左右されるPBR(とPER)を引き上げるため、企業は様々な手段でROE向上を目指しています。日本株の指数であるMSCIジャパンについて、ROEの推移をみると、上昇が続き、当面のめどとされてきた10%水準を上回りました(図表2)。

MSCIジャパンの業種別指数(11業種)で確認すると、金融株におけるROE上昇がコロナ禍以降、顕著となっています(図表3)。インフレ定着を背景とした長期金利上昇、それに伴う利ざや拡大に加え、政策保有株の売却や自社株買いなどによる資本効率改善が要因とみられます。マクロ経済要因と企業努力の双方がROE上昇に寄与しているとみられます。

(次ページに続く)

図表1:日本株(MSCIジャパン)の予想PER



図表2:日本株の予想ROEと予想PBR



図表3:金融株の予想ROEと予想PBR



ストラテジストコラム

幅広い業種でROEに上昇傾向

また、情報技術株のROEをみると、数年単位の循環がみられるものの、中長期的には上昇トレンドにあります。また、短期的にも直近では上昇ペースが加速しています(図表4)。

今年に入り米国株式市場では、AI(人工知能)に代替されるとの懸念から、ソフトウェア銘柄などが売られました。この点について日本の場合、時価総額が大きいソフトウェア銘柄は多くないこともあって、株式市場全体への影響は米国対比で限定的になっています。一方で、半導体製造装置などハードウェア銘柄は、AI関連設備投資の拡大の恩恵から長期的な利益成長期待が強まりやすい状況になっているとみられます。

MSCI日本の業種別指数でROEの長期平均からのかい離度合いをみると、幅広い業種で上り傾向にあります(図表5)。金融や情報技術に加え、不動産、ヘルスケアなどで、上方へのかい離度合いがかなり大きくなっています。インフレ定着や資本効率の改善を背景に、中長期的にROEが上昇トレンドに入っている可能性がうかがえます。

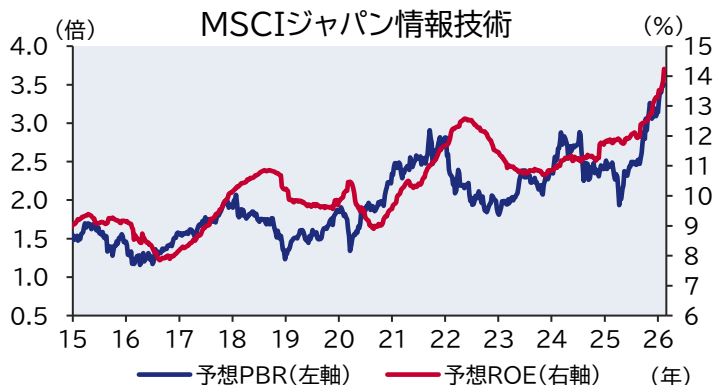
国際比較でみてPBRは割高を示唆せず

このように日本株はROE上昇に伴ってPBRが上昇した形となっていますが、直近データでPBRとROEの関係について国際比較をしたものが図表6です。日本は傾向線近辺に位置しています。この観点からは、PBRでみた日本株の割高感は大きくないとみられます。

なお、米国だけでなく、他の国・地域に比べても日本のROEは依然として相対的に低水準にあります。金融や情報技術以外の業種でも資本効率の改善余地は依然大きいと考えられます。より幅広い業種でROEの上昇傾向が定着すれば、日本株のPBRはさらに上昇すると期待されます。

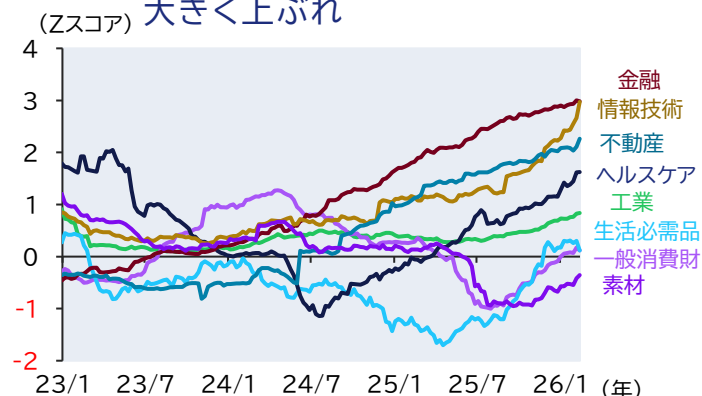
マクロ的には日本におけるインフレ定着が、ROE上昇の大きな要因になっていると考えられます。今後は政策支援などを背景に、資本効率改善に向けた企業努力だけでなく、日本経済全体の生産性が上昇するかどうかにも注視されます。(了)

図表4: 情報技術株の予想ROEと予想PBR



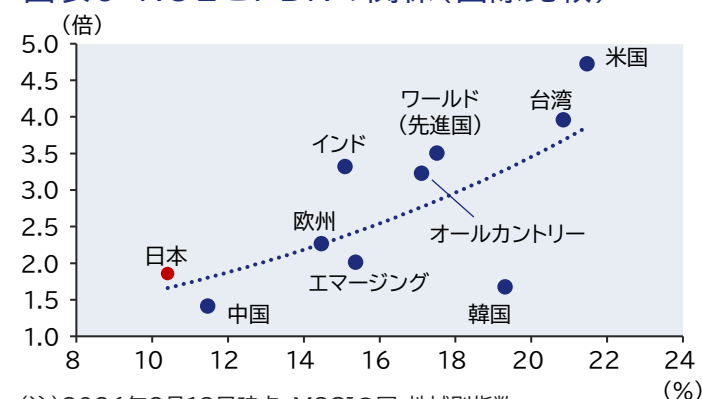
(注) 向こう12カ月間予想
期間: 2015年1月2日~2026年2月13日(週次)
出所: LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5: 複数の業種でROEが長期平均から大きく上り



(注) Zスコアは、各時点のROE(向こう12カ月間予想)が長期平均(2015年~直近)から、標準偏差の何倍離れているかを示す。Zスコアが+2の場合、2標準偏差(+2σ)分、長期平均から離れていることを意味する。
MSCI日本の業種別指数(11業種)のうち、エネルギー、公益、通信を除く8業種を表示
期間: 2023年1月6日~2026年2月13日(週次)
出所: LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表6: ROEとPBRの関係(国際比較)



(注) 2026年2月13日時点、MSCIの国・地域別指数
横軸: 予想ROE、縦軸: 予想PBR、ともに向こう12カ月間予想
点線は指数近似
出所: LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

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3.85%(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2.463%(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。

・MSCIジャパン、MSCIワールド、MSCIオールカントリー、MSCIエマージング、MSCI米国、MSCI欧州、MSCI中国、MSCIインド、MSCI韓国、MSCI台湾に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

・S&P 500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングスLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません