



# 日本の株価上昇のリア リティ・チェック

クリス・ハリス

投資ソリューション・ストラテジスト

BNY メロン・インベストメント

ストラテジー&ソリューションズ・グループ

Finding a “fair value”  
for any equity market  
is difficult.

## エグゼクティブ・サマリー

日本の経済や金融市場に対する楽観的見方が高まっているのは、実体経済の動きを示すデータよりも、政治的、構造的、社会的、心理的な要因が改善しているとの認識に基づくものです。「アベノミクス」という用語が金融業界に入り込む前は、日本経済は多くの強みを持っているものの、政治の弱さ、貧弱なコーポレート・ガバナンスを含む様々な構造問題、消費支出及び投資の低迷やデフレに象徴される社会心理学的な問題が重しになっていると広く考えられていました。経済や市場に対する投資家の熱気が再び高まっていることは、こうした問題がようやく克服され、日本経済の潜在力が解放される可能性があるとの見方を反映しています。

いかなる株式市場においても「適正価格」を見つけ出すのは難しいものです。投資家の楽観的な見方を後押ししている質的及び人的要因を日本市場の量的バリュエーションに置き換えることは、それ以上に困難な作業です。文化的なトレンドに基づき一定時点の株価を予測しようとする投資家は、滑稽と言えるほど投機的な行動をとるリスクを冒しているようです。しかしながら、弊社はそれでも、数学的プロセスに従わないまでも大まかに見て、安倍首相による改革の効果が異例ともいえる今年の大規模な市場の変動に完全に織り込まれたのかどうかを判断することが必要です。そのために、弊社は最近の株価パフォーマンスを以下の項目と比較することによって、市場の相対的なバリュエーションを評価—実際のデータによる理解ではなく—しようと試みています。

- a) 歴史：現在の株価上昇は以前の上昇局面と比較してどのように見えるか？
- b) 他の地域：日本の株価は世界の他の市場と比較してどのような水準にあるか？
- c) ファンダメンタルな見通し：現在の株価上昇は1株利益（EPS）見通しの変化によって正当化できるか？

弊社は、こうした手法が現在の日本の株式市場の位置づけに関する理解を深め、当レポートの読者の皆様の投資判断に役立つことと期待しています。

## アベノミクス

「アベノミクス」という言葉は、日本経済の活性化を目指した一連の金融、財政、構造的政策的政策のことを指しています。金融緩和政策は、投資家の資産を増やし、企業や消費者が信用にアクセスしやすくするため、資産価格を引き上げることを目指しています。同時に、景気刺激を目指した政府支出の拡大が需要を創出すると思われます。長期的には、供給サイドの構造改革によって経済の効率性が高まり、潜在的な成長率が押し上げられることになるでしょう。

---

The data argue neither for, nor against stronger equity markets.

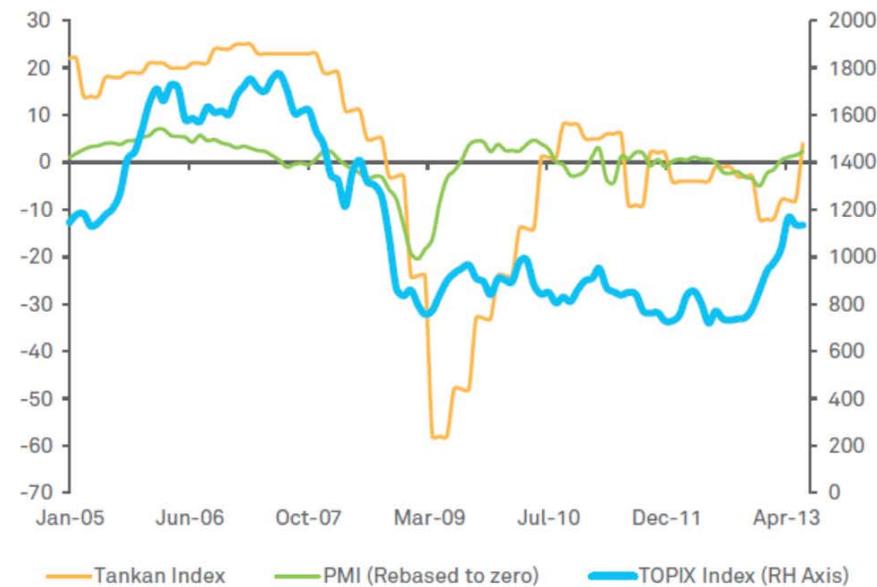
しかし、日本について楽観的な見方が広がっているのは、経済政策だけが理由ではありません。大規模な改革をやり遂げる意志や、そのための政治的基盤を持った指導者が登場し、実際にそれを遂行していることが強気の見方を支えています。安倍首相は改革を通じ、公的部門や民間企業の心理を変化させ、欠けていた国民の自信を回復させるとともに、長年に渡る景気低迷の原因であると多くの人々から批判されてきた「決められない政治」に終止符を打ちました。

アベノミクスが成功する可能性がある理由の一つは、他の先進国の成長が低迷している原因として多くの人々が指摘している民間セクターの「過剰債務」が日本には見られないことです。日銀によると、日本では民間セクターの債務が1997年以降、400兆円まで減少しました。一方、世界銀行のデータによると、邦銀はバランスシート全体に対する不良債権の比率を、2001年の8.4%から2011年には2.4%に引き下げました。このように民間セクターの債務が減少する一方で、公的セクターの債務は拡大しています。しかしながら、現在の公的セクターの債務水準は、政府による将来の資金調達や民間セクターの信頼感を損なうほどのものではなさそうです。日本では民間セクターの貯蓄率が比較的高いため、家計や企業はその気になれば、支出や消費を増やす余地があります。こうした環境においては、安倍首相が推進しているケインズ主義的な金融・財政政策は最も大きな効果を発揮する可能性が高いとみられます。

## 市場の水準と経済実体を示すデータの検証

日本に対する熱気が高まっているにもかかわらず、最近の経済や株式市場のパフォーマンスは、歴史的な基準に照らせば特に顕著なわけではありません。TOPIXは依然として2000年や2006年の水準を大幅に下回っています。購買担当者景気指数（PMI）や日銀短観（日本企業を対象に長年行われているビジネスの見通しに関する調査）など今後の業況感を探る指標も上向いていますが、金融危機前の水準は依然として回復していません。経済指標は現在の株価上昇が妥当であるとも、妥当でないとも示唆してはおりません。日本の株式市場を支えているのは経済的カルチャーや人々の心理面の大転換が進行していることで、経済指標がすぐに改善に向かうと期待されているわけではありません。こうした理由で株価が上昇しているとすれば、最近の株高はかなり控えめと言えそうです。株価には、バリュエーションに関する市場参加者の大きく異なる見方が反映されている可能性があります。一方はアベノミクスに期待する強気派で、もう一方はそれを懐疑的に見ている弱気派です。しかしながら、実体経済を示すデータそのものは、高い株価バリュエーションを支える要因とはなっていません。

Figure 1: Long-term time series of Japanese economic data and market performance



Source: Bloomberg; Data runs from January 2005 to September 2013

Historical comparison will always be an imperfect, if useful, method.

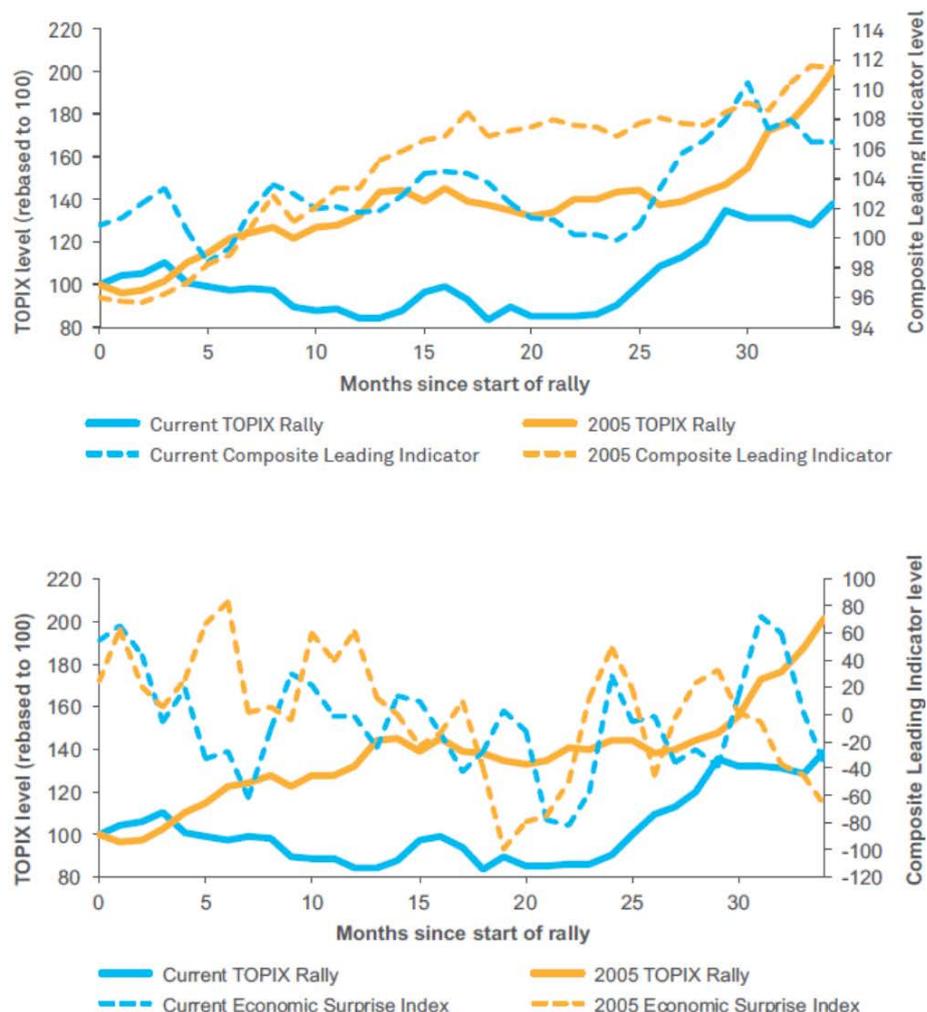
### 過去の歴史と対比した現在の株価上昇

現在の株価上昇局面における市場のバリュエーションを評価するもう一つの方法は、現在のイベントを最近の歴史と比較することです。市場環境が絶えず変化しているため、過去との比較は有益な手法ではあっても、完璧ではありません。1991年にバブルが崩壊して以来、日本では2度の大きな株価上昇局面がありました。その一つは2001年にピークを打ち、もう一つは2003年から2005年末まで続きました。2005年の上昇局面では世界経済よりも国内経済の改善が株価を押し上げる一因となったため、現在と比較する上でより参考になります。

次ページのグラフは、2003-05年の上げ相場と現在の上昇局面について、全般的な経済指標を比較したものです。どちらの期間とも、基準日を同じ日に調整しています。上のグラフは、双方の期間について、株価推移とOECDの景気先行指数（将来の景気を予測する総合的な指標）の変動を示しています。下のグラフは、やはり双方の株価上昇局面について、株価推移とシティグループ・エコノミック・サプライズ指数（発表された経済指標がアナリスト予想を上回ったか下回ったかを示す指標）の変動を示しています。

Figure 2: TOPIX performance vs economic indicators, current and 2005 rallies

Equity markets might be expected not to respond to good economic data if underlying concerns remain.



Source: Bloomberg, OECD, Citigroup; Current rally starts from October 2010, 2005 rally from January 2003

この比較は、TOPIX のバリュエーションが現在の水準よりも高くなり得ることを示しています。どちらの期間とも、株価上昇はコンポジット景気先行指標の上昇を伴いました。しかしながら、2005 年の株価パフォーマンスと比較すれば、現在の TOPIX は景気先行指標の改善よりも出遅れています。同様に、2005 年の株価上昇局面では株式市場のパフォーマンスと経済サプライズ指数のポジティブな動きとの間に相関関係がありました。しかし、現在はそうした相関関係は見られず、株価は良好なデータの発表に反応していないことを示しています。

根本的な懸念が残っている場合、株式市場は良好な経済指標に反応しないと考えられるかもしれません。しかし、現在はリスクの大半が上方にある（リスクが少ない）とみられるため、市場の反応が乏しいことは理にかないません。2005 年の株価上昇局面と比較すれば、現在の株価バリュエーションにはまだかなりの上昇余地が残っていることが分かります。

## 他の市場と比べた現在の株価上昇

最近のパフォーマンスや株価収益率（P/E）などの株価指標を他の先進国株式市場と比較して、現在の市場を評価することもできます。下のグラフが示すように、TOPIX は金融危機前以降、先進国の株式市場のベンチマークとされる MSCI ワールド指数をアンダーパフォームしてきました。

Figure 3: TOPIX performance vs MSCI World, rebased to 100



The TOPIX has underperformed an index of developed economies' equity markets, since before the financial crisis.

Source: Bloomberg; Data runs from January 1, 1998 to September 30, 2013

日本の株式市場のバリュエーション指標を他の市場と比較すれば、別の視点から評価することができます。一般的に言って、P/E や株価純資産（P/B）倍率を比較しても、市場間のパフォーマンス格差を完全に説明することはできません。それぞれの市場に固有の要因があるため、市場ごとのバリュエーション格差は長期に渡って続く可能性があります。歴史的に見れば、日本の P/E は他の先進国市場に比べ著しく高い状態が続いており、日本企業特有の会計基準やバリュエーションの問題により、P/E はしばしば不適切な指標とみなされてきました。それにもかかわらず、現在は日本と米国の P/E がかなり接近している（図表 4 参照）ばかりか、景気循環を調整した P/E はほとんど同じ水準にあります。市場ごとのバリュエーションが異なる主な株価指標は P/B 倍率あるいは株価売上高（P/S）倍率で、日本企業の P/B 倍率は著しく低い水準にあります。P/B 倍率の正確さや、それが株価指標として有効かどうかに関する議論の余地はありますが、日本の株価指標が他の先進国市場と異なっていることは、日本株にはまだ発掘されていない価値が潜んでいることを示しています。その価値はアベノミクスによって解き放たれる可能性があります。

Figure 4: Valuation metrics of Japanese and world markets

As of 9/30/2013	Estimated Price/Earnings	Dividend Yield	Price to Book Ratio	Price to Sales Ratio
SPX	15.12	2.1	2.47	1.53
TOPIX	14.52	1.69	1.22	0.65
MSCI World	14.8	2.61	2.05	1.24

Source: ISSG

Even if Japan averages two percent growth, the estimated TOPIX index level is higher than current valuations.

#### ファンダメンタルな見通しと比較した現在の株価上昇

ファンダメンタルなバリュエーション評価モデルであるゴードン・グロース・モデル (GGM) は、TOPIX が日本の変化に正しく反応しているかどうかを判断するために弊社が用いている最後のツールです。GGM は株式市場の適正価格を算出するため、「市場価格 = 次の配当 / (必要なリターン - 成長率)」という数式を用いています。しかし、これらの変数について信頼できる値を推測するのが難しいことから、このモデルが実際に使われることはほとんどありません。弊社は最初からこれらの変数を予測する代わりに、経済や市場の見通し改善がもたらす変数の変化を推測するため常識的な方法を取り入れています。そうして TOPIX の新たな適正価値を推測し、それを現在のバリュエーションと比較しています。

また、2012 年末 (アベノミクスの発表や株価上昇が始まる前) 時点のアナリストによる業績見通しと、2013 年 9 月時点の見通しを比較しています。これらを用いることにより、次の配当に関する変数が用いられることとなります。さらに、2012 年末時点のバリュエーションから必要な株主資本利益率を算出し、それが 2 度の期間とも変化しないものと想定します。そのため、変更する変数は成長率だけとなります。

成長率については、企業の配当の持続可能な伸び率は、長期的に持続可能な GDP 成長率と等しくなると想定しています。配当の伸びを予測する基準として GDP 成長率を用いているため、2012 年末時点の配当の伸び率は 1% (過去 15 年の大まかな日本の成長率) と想定しています。そのうえで、伸び率は先進国の長期的な成長率と広く考えられている 3% に高めると考えています。その結果は、下の図表 5 に示しています。

Figure 5: Japanese market fundamentals

	12/31/2012	9/30/2013
TOPIX index level	860	1194
GGM 'fair value' for index level		1535
Earnings per share	64.5	84.5
Required rate of return	8.5%	8.5%
Growth rate	1.0%	3.0%

Source: ISSG

日本経済が長期的に 3%の成長を回復できると考えれば、GGM モデルは TOPIX の適正水準が 1535 であり、現在の 1194 を上回ることを示しています。これは単純な分析であり、市場は長期に渡り「適正価値」から乖離することを認識していますが、日本の成長率が平均 2%にとどまったとしても想定される TOPIX は 1299 で、現在のバリュエーションを上回っています。こうしたデータは、TOPIX がさらに上昇する余地があるとの見方を裏付けています。

## 結論

アベノミクスの効果を含めた日本経済の状態を正確に反映する株価水準を定めることは極めて困難です。弊社はむしろ、2013 年の株価上昇が現在進んでいる日本の社会及び政策の変化を過大に評価したものなのか、それともまだ過小評価されているのかを考察しようと思いました。

3 通りの方法で比較した結果、弊社はこれまでの株価上昇は政策の変更に照らして不十分に見えるという結論に達しました。入手可能なあらゆる情報を考慮すれば、日本の株式市場には今年これまでの上げ相場と同様に、さらなる株価上昇の余地があると確信しています。

もっとも、こうした明確なミスバリュエーションが短期的に是正されると考えているわけではありません。改革プロセスは多くの課題に直面しており、経済の変化に対する楽観の度合いも投資家によって大きく異なります。弊社は日本の株式市場について前向きな見方をしていますが、日本株に資産配分する際の性格、規模、タイミングのコントロールや、市場における株価の歪みを利用して収益の獲得を目指すアクティブ運用の活用のどちらの面でも、投資には慎重さが必要だと考えています。

---

The reform process faces many challenges and investors disagree widely over how optimistic to be about economic change.

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社  
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号  
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会  
一般社団法人 日本投資顧問業協会