

日米株価を P E R で考える

I. 株価、P E R と金利

株価を左右する重要な要素は企業の予想利益と長期金利である。

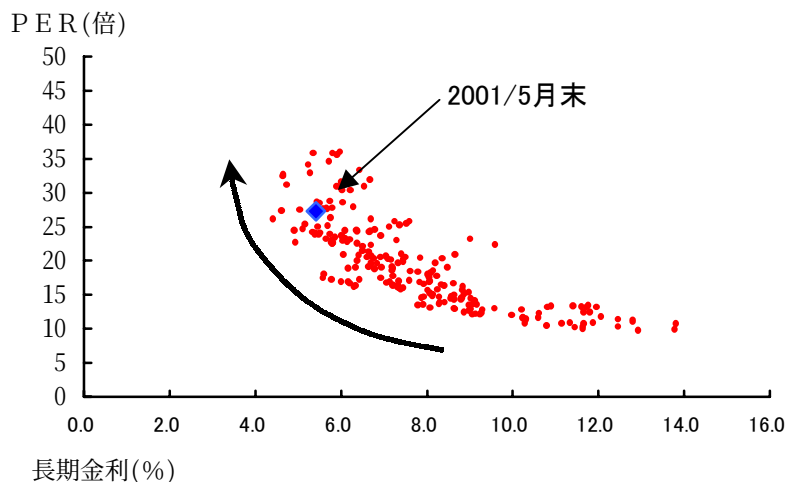
いま、株価が 800 円で一株当たり予想利益が 40 円なら株価は利益の 20 倍ということになるが、この指標(株価を企業の税引き後一株当たり利益で割ったもの)を PER(株価収益率)といい、株価の割高割安を考える際の重要な指標となっている。

図表 1 は、米国の 1983 年 1 月からの月次のデータで長期金利(10 年国債利回り)と S&P500 種の PER の関係をプロットしたものである。図表 1 の矢印で示したように、金利(X 軸)に対する PER はかなりな幅があるが、金利が下がると PER は急速に上昇する傾向があることがみて取れる。金利が下がると、一般的に借金が多い企業は利益上昇が期待され、投資家は債券よりも株式投資の方に妙味が増すことから、二重に株式の魅力が増すという理由による。

図の菱形でポイントした点は 2001 年 5 月末時点の両者の状況であり、10 年国債利回りは 5.41%、S&P500 種の PER は 27.3 倍となっている。過去の同程度の金利水準でみて、PER は高すぎるとは言えないが、低いともいえないことが分かる。つまり、企業利益水準が一定だとすれば、株価は割高とも割安とも言い難い。

FRB は、株価を安定させたくて、今年に入って 5 回も短期金利を下げてきたのであるが、長期金利は下がっていない。更にいえば過去 20 年ほどではこれ以上長期金利が低い状況というのはほとんどなかったわけであり、この先短期金利を下げて長期金利が下がるかどうかは分からない。つまり株価を下支えする金融政策も難しいかもしれない。

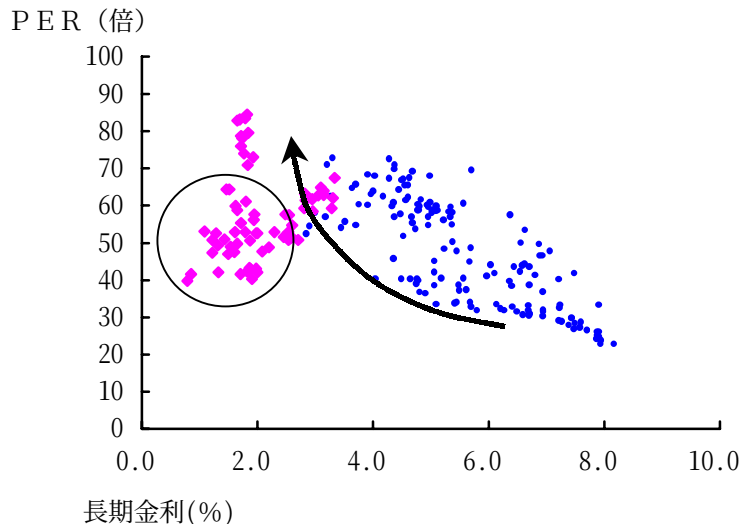
図表 1: S & P500 種の PER と長期金利の関係(アメリカ)



II. 事情が異なる日本のマーケット

図表2は日本の TOPIX と 10 年国債の関係であるがこちらは米国と事情が異なる。

図表2:PERと長期金利の関係(日本)



図では 95 年 9 月以降の点を菱形としたが、それらの菱形は 99 年 6 月から 2000 年 4 月のインターネット・バブルといわれる頃の 70 倍～80 倍台を別にして、丸で囲んだ部分が示すように、「金利が下がると PER が上がる」という法則が崩れている。しかも、99 年以降、企業収益は改善し続けており、腰折れがささやかれている今期の予想もまだ利益予想は横ばいというのがコンセンサスという中でこの現象が起きている。

本来ならば、1%などという超々低金利になれば株式市場は手が付けられないほどのバブルとなって、PER は 100 倍を超えてもおかしくないのであるが、図が示すように、PER は上がるどころか、反対に下がってしまって、2001 年 5 月末現在の TOPIX の PER は 47.3 倍、長期金利は 1.22%となっている。

なぜか。理由は次の三種類が考えられる。

III. 原因はデフレ？ グローバル化？ 低成長？

1. デフレ仮説

まず考えられる理由は、デフレ状況の日本では、投資家が実感する金利がずっと高いレベルとなっているという仮説である。

実は、プロットの形を分けた 95 年 9 月という月は、デフレ・スパイラルを心配した日銀が公定歩合を 1%から 0.5%に下げて、超々低金利政策に踏み切った月である。

現在、消費者物価は前年同月比でマイナス 0.6%とマイナス幅はさほど大きくないが、日銀などの研究によれば、その数値は 1%ほど上方バイアスがあるとの主張がなされている。また、GDP デフレーターは、ここ 2 年ほどマイナス 2%程度となっている。さらに、土地や株価なども加えて「実感」される物価下落はもっと大きいと

考えられる。

つまり、デフレ状況では、貨幣をもっているだけでその値打ちが上がるということになるのだが、通常ではノミナル(名目)値であるはずの金利はゼロ以下には下がり、その結果として、投資家が金利と PER を考えるときにマイナスであるべき部分を織り込んでいるのではないかという仮説である。

この仮説が正しいとすれば、原因はまぎれもなく「デフレ」である。デフレ退治がなされない限り、PER の上昇はなく株価の上昇もないと考えられる。

2. グローバル化仮説

もう一つの仮説は、日本市場がグローバル化の波を受けて、世界の市場にサヤ寄せされてきたとするものである。

図表3:世界主要株価指数PER

北/南アメリカ地域	PER	予想PER	配当利回り
NYダウ工業株30種	22.49	21.38	1.67
S&P 500種	28.01	22.98	1.29
ナスダック総合指数	neg	94.04	0.32
トロント 300種	26.68	17.28	1.50
メキシコ ボルサ指数	15.27	11.50	1.71
欧州/アフリカ地域			
BBG ヨーロッパ500指数	21.62	20.50	2.33
FT 100指数	35.87	18.70	2.81
CAC 40指数	20.39	22.61	1.70
DAX 指数	59.23	23.27	2.77
IBEX 35指数	15.20	18.31	1.61
ミラノ MIB指数	19.63	28.73	2.60
BEL 20指数	34.32	40.58	1.02
アムステルダム AEX指数	12.06	18.30	2.57
スイス SMI指数	19.08	18.58	1.52
アジア/太平洋			
日経225種平均	77.52	47.59	0.70
香港ハンセン指数	17.88	17.19	2.41
ASX 全普通株指数	20.68	19.09	3.09
シンガポール ST指数	13.33	15.25	3.32

2001.6.19ブルンバーク社より

図表3は、ブルンバーク社による、最近の世界主要株価指数の予想 PER である。見てわかるように、大半の市場の予想 PER は 20 倍前後であり、ナスダック総合指数と BEL20 指数、それに日経平均指数の予想 PER だけが高い。

全てがグローバル化している世の中で、一部の市場だけ PER が高いままであるということは理屈がとおらないという説であり、いまの PER 低下は世界への「幅寄せ」が起こっているという考え方である。

しかし、PER の水準を比べるときには、前述のように金利を考慮する必要があり、超々低金利の日本では PER の高騰があってもおかしくないと考えられる。

3. 高成長終焉仮説

株式を考える場合に、もうひとつの重要な要素が利益の成長率である。

将来の配当の予想流列から株価を計算する DDM(配当割引モデル)の中で、有名

なゴードン・モデルがある。

$$\text{株価} = \text{配当} / (\text{割引率} - \text{利益の成長率})$$

というもので、利益の成長率が高ければ配当(利益と考えてよい)に比べて、株価が相当に高くなるという考え方を理解するのに便利な式である。

この式でわかるように、成長率が高いと思われていた日本の株は、高PERでもおかしくないということになっていた。いわゆるグロース株である。

ところが、「失われた10年」を経過したいま、日本の潜在成長力は2%とも1%台であるともいわれている。高齢化、少子化が進み人口が減ると予想されるとき、このことを否定することは難しい。

前述のグローバル化現象と相俟って、成長力が落ちる日本株式のPERが高くてもよいとの理屈は立ちにくくなってきたことも事実であろう。

V. おわりに

市場のPERが金利に大きく影響を受けること、しかも低金利になれば通常PERが上昇するということは投資家の常識であり、日本市場において図表2のように左下に大きくコブができていることはまことに気味が悪い。日本市場が米国なみのPERになっているとしても、超々低金利を考えればPERが47倍というのはやはり、どうしても低すぎるのである。

日本経済がいわゆる「流動性のワナ」に落ち込んでいるということがよくいわれるが、同じような意味で、株式市場も「病氣」を患っていることが推測される。少し論理は飛ぶが、小泉内閣が今まに行おうとしている「聖域なき改革」はこの病氣を治そうということであろう。

前述の図表が、もう一度美しい左上がりのカーブを描く日が早く戻ってくることを願うばかりである。

(投資企画部経済情報室 岩井千尋)