

トリノ五輪も終わり、職場の話題も「荒川」、「上村」といったところから、最悪期にさしかかりつつある花粉症に移ってきた。今回の五輪は事前の期待が高すぎたせいかやや盛り上がりには欠けた感があったが、「四年に一度の世界一」を目指す各国選手の動きは、気持ちの良いものだった。ゴール後に倒れこむ距離スキーの選手などを見ていると、より高い水準を求める気持ちの強さと努力を感じず。他人を感心してばかりいずに自分でも実践しろ、と言われそうだが、一度出来上がった性格は簡単に直りそうにない……。

オリンピックが不調だと景気は良いという関係もあるそうだが、それはさておき、努力と言う点では、バブル崩壊以後の日本企業のそれには素晴らしいものがあった。継続的なリストラ、成長分野の絞り込みといった行動を続けることで、その収益はバブル時の水準を越えるまでに回復してきた。にもかかわらず株価はTOPIXで見てピークの6割弱の水準にとどまっている。すなわち、株式への評価（バリュエーション）が低下している。

バリュエーションにも各種あるが、株価純資産倍率（PBR）について考えてみる。PBRは企業一株当たり純資産（＝自己資本・株主資本）と株価の比率だが、企業の元手に対して経営陣がどの程度の付加価値を付けられると市場が評価しているかを示している。これを要因分解してみると、次のようになる。

PBR（株価純資産倍率） ＝株価/株主資本 ＝株価/収益 × 収益/株主資本 ＝PER（株価収益率）×ROE（株主資本利益率）
--------------------------------------------------------------------------

すなわち、PER（＝収益の何倍まで買えるか）に代表される株式への「期待」が拡大すればPBRは上昇するし、ROEで示される企業収益力の向上もPBRの上昇要因となる。各要因の推移を次ページに示したが、90年以後のPBRの低迷は二つの時期に分けられる。

一つ目は、90年から98年ごろまで。この時期は、バブル崩壊以後の景気低迷で企業収益力が低下したことがPBR低下の主因であり、わかりやすい。一見すると違和感が残るのが99年以後の動きで、収益力は回復して

いるもののPERが低下し、PBRが横這いにとどまっている。結果として収益力の拡大の割には株価が上昇しない、という状況である。

株式への期待の低下には様々な要因が考えられるが、一つには景気に対する人々の期待水準が低くなったことが挙げられる。3%以上が平均であった高成長時代から1%程度がせいぜいの低成長に移行したこと、物価面ではデフレが続いたこと、将来を考えても人口減・高齢化社会の到来が現実のものとなったこと、などが背景にある。

また、資本市場の国際化が進み、海外に比べてかけ離れて高かった日本のPERが国際平均水準に収斂する動きが見られたことも一因だし、需給的には持ち合い解消や代行返上に伴う売り圧力が大きかったこともPER低下に影響した。

足下の状態を見ると、経済成長率は2004年から上向きであり、PERの国際水準への収斂も終了。また持ち合い解消も終息しており、PERを低下させてきた要因は減少してきた。実際に、昨年後半からPER、PBRとも緩やかに上昇し始めているが、これが更に改善するには、どのようなことが必要だろうか？

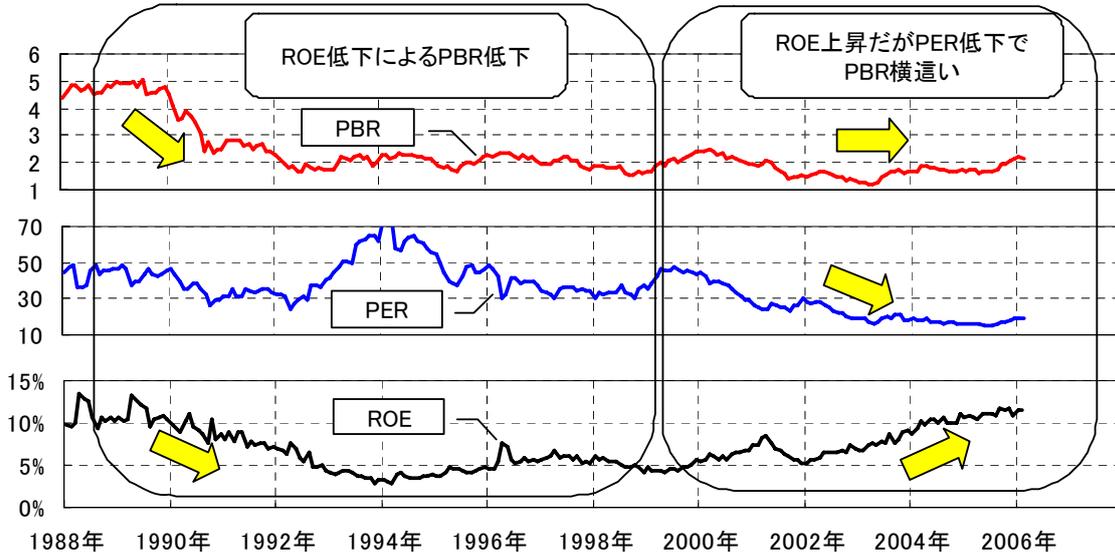
需給面で言えば、新たな投資家層の出現。候補がないわけではなく、いわゆる団塊ジュニア世代が株式投資を積極化することにより、家計のリスク資産比率が上昇するようになれば、株式市場のサポート要因になり得る。

景気・業績面の期待度向上という点では、次代の「成長起爆剤」の明確化がポイント。60年代日本の生活水準高度化、90年代後半以後のIT革命といった、経済成長を牽引する技術・セクターが明確になれば、企業もそれを期待した前向きの投資を行い、財務レバレッジを拡大することでROEが更に向上する可能性が出てくるし、PBRも拡大しやすい。

とはいえ、何が次の起爆剤になるかはまだわからない、というのが正直なところ。ハイブリッド車などの省エネルギー・環境配慮技術や、高齢化関連サービス、エマージング諸国の需要などが候補としては考えられるが、まだ決め手に欠ける感はぬぐえない。願わくば、2008年夏の北京五輪までには、次の希望の星が明確な輝きを放っていて欲しいと期待している。（2006年3月13日 記）

＜図表：国内株式のバリュエーション＞

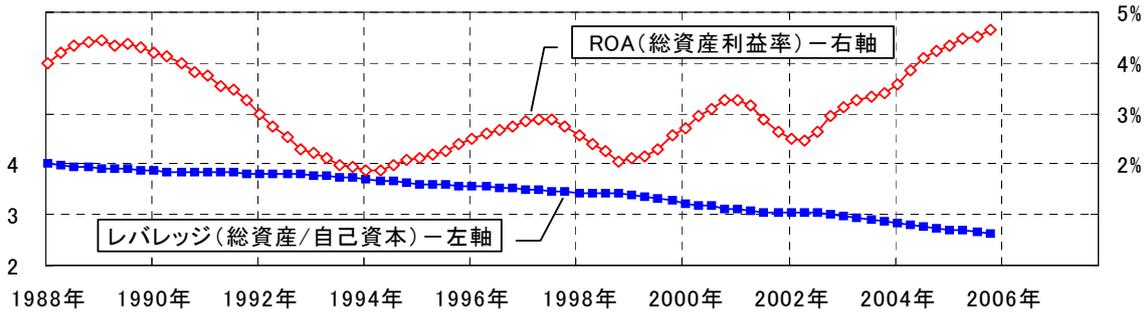
○PBR の推移：  $PBR(株価純資産倍率) = PER(株価収益率) \times ROE(株主資本利益率)$ 、MSCI 指数ベース



○ROE の要因：  $ROE(株主資本利益率) = ROA(総資産利益率) \times \text{財務レバレッジ}(総資産/株主資本)$   
(法人企業統計における大企業の数値より)

【財務レバレッジ】

【ROA】

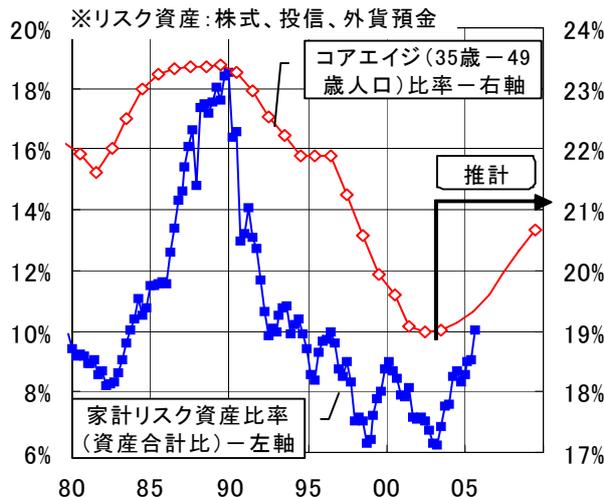


○人口動態とリスク資産比率

○PBR と銀行貸出

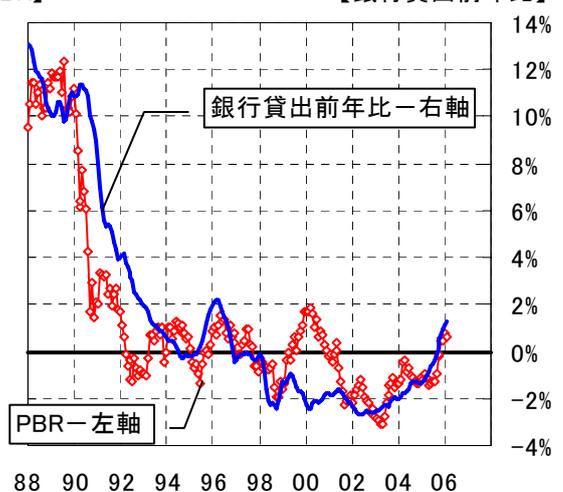
【リスク資産比率】

【コアエイジ比率】



【PBR】

【銀行貸出前年比】



※人口比率の推計は、国立社会保障・人口問題研究所の推計に基づく

出所：Datastream、日経 NEEDS、財務省HP、日銀HP、国立社会保障・人口問題研究所 HP より三菱UFJ信託銀行作成

◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。  
 ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についても当社は保証するものではありません。  
 ◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。  
 ◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。  
 ◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）