

日程に恵まれた今年のゴールデンウィークは好調な景気を反映して旅行・小売業界に恩恵をもたらしたが、これは我が国に限ったことではなかったようである。毎年、日本以上に大型連休（労働節の一週間）となる隣国中国でも今年は各地で人出が最高となったほか、財布の紐も緩んでいたとのこと。原油価格高騰など不安材料を抱えながらも堅調さを保つ世界景気の現状を反映していると捉えれば至極納得できる。とはいえ、中国ではあまりの混雑振りに連休見直し論が出る辺り、人口 13 億超を有する大国だけに、事態は殊のほか深刻だったのであろう。

ところで、例年 5 月は連休で商いが細くともあり、相場の変わり目となる印象が強いが、今年も例に漏れず連休明けから波乱の展開である。昨年度の投資環境を振り返ると、国内投資家にとっては良好な投資環境となった。日本株の大幅上昇に加え、円安で外貨資産が堅調、さらには外国株も現地通貨ベースで好調であった。ところが、今年度は 4 月 G7 で中国の為替政策への風当たりが一段と強まった頃から為替市場に暗雲が垂れ込め始め、その後は急速に円高が進展している。高値を維持していた日本株も、さすがに耐え切れずに軟調に転じることになった形である。悲観的にみれば、ドル不安を含め、ブラックマンデーの悪夢を彷彿させる動きにみえなくもないが、ここは冷静に対処すべきと肝に命じるとともに、以下で改めて日本株への投資価値を考えてみた。

単純な配当還元モデルでは分子に配当、分母に金利が来るが、これまでの日本株は日銀が量的緩和（あるいはゼロ金利）政策を維持する中で、金利の観念をほとんど無視することが出来た。言い換えれば、分母がゼロ（現実には長期金利の低位安定）の中で株価の適正値を見出しにくい（仮に金利ゼロだと発散）状況に置かれてきた。このため、グローバル化の進展もあり、外国株の企業価値との相対水準が重要であった。この点、株価水準を測る物差しとして一般的な予想 P/E（株価／一株当り予想利益）が 20 倍を上回るに至り、さすがに日本株を買い続けるのも厳しくなったといえる。

90 年代以降の構造改革過程で日本株の変動は、ROE（株主資本利益率）との相関を強めた（図 1）。ただ、企業リストラが一巡し、労働力の不足感も台頭し始める中、ROE の改善余地は徐々に乏しくなっている。原油価格高騰や急速な円高についても、企業のマージン（利益率）を圧迫することが考えられ、ROE 改善には阻害要因となろう。

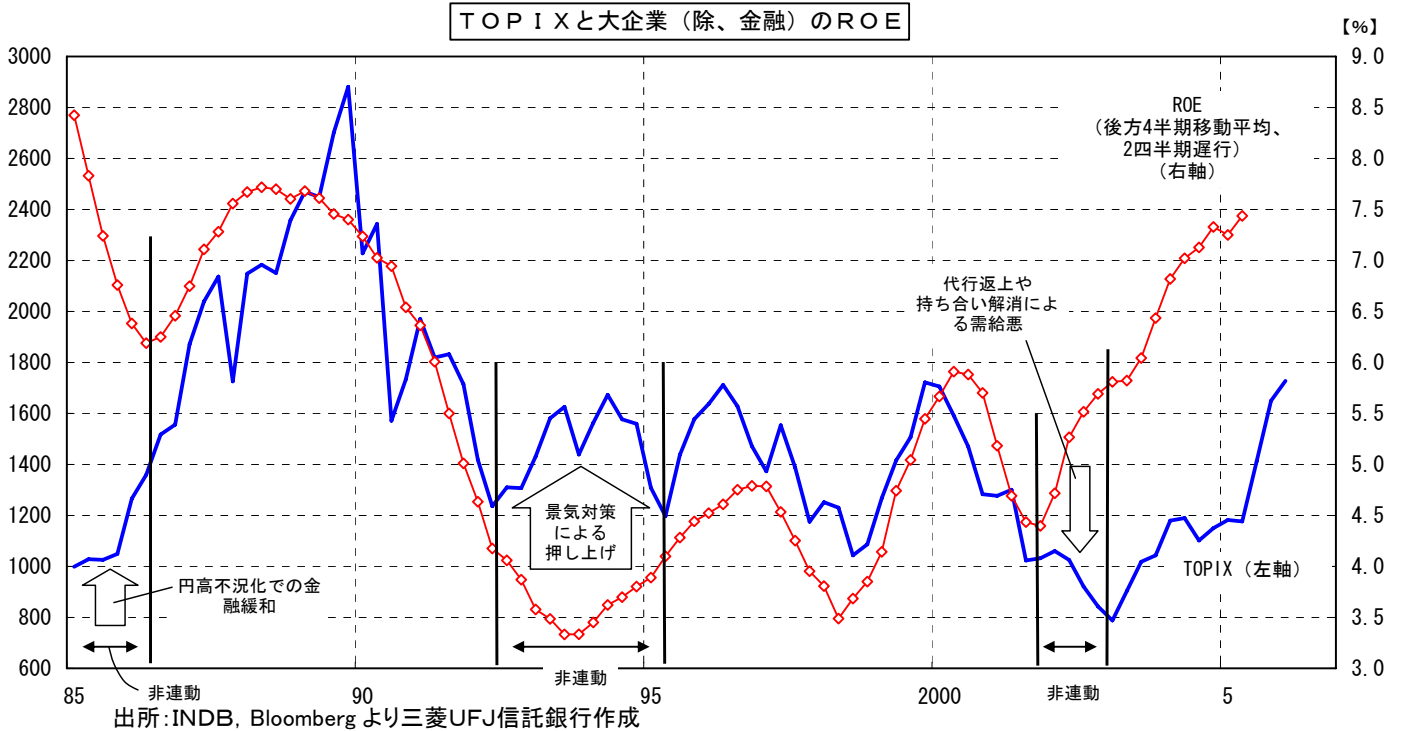
それでは今後の日本株はどのような動きをみせるのか。図 2 は平成バブル以降の日本株の企業価値を、横軸に大企業の税引後利益と対比した TOPIX 時価総額（実績 P/E に相当）、縦軸に同じく株主資本（純資産）と対比した TOPIX 時価総額（実績 P/B に相当）をとり、時系列での推移をみたものである。80 年代後半のバブル形成過程では、図中で原点からの傾きに相当する ROE が安定的に推移する中、超低金利政策の長期化（金融引締めへの転換の遅れ）がバブル形成を加速させることとなった。つまり、当時は正常であった金利機能が株価変動の鍵を握っていたといえる（図中の金利機能正常時ライン上での変動）。その後、バブル崩壊後は、金利機能が量的緩和（ゼロ金利）政策の採用で損なわれる中、90 年代には ROE 低下とともに企業価値が大幅に低下し、逆に 2003 年以降は ROE の回復とともに企業価値が上昇に転じたといえる。こうした中、足下の ROE 水準は 80 年代後半の金利機能正常時ライン近くに上昇してきた。

現在の世界的な投資環境のフレームワーク（枠組み）を考えると、これまでのディスインフレ、豊富な金融市場の流動性といった状況から徐々にインフレ（懸念）、流動性の縮小といった局面へと向かいつつあることは否定しがたい。その中で米国の利上げは終盤戦に差し掛かり、大陸欧州では利上げ継続が必至の情勢となっている。そして、金融政策面で最終ランナーになった感のある日本でもようやくゼロ金利解除が視野に入る段階となり、今後金利機能は短期市場を含め正常化に向かうことが想定される。こうした位置付けの中、今後の国内株式市場をみる上では、80 年代後半同様に金利との関係をより慎重に見極める必要があるであろう。

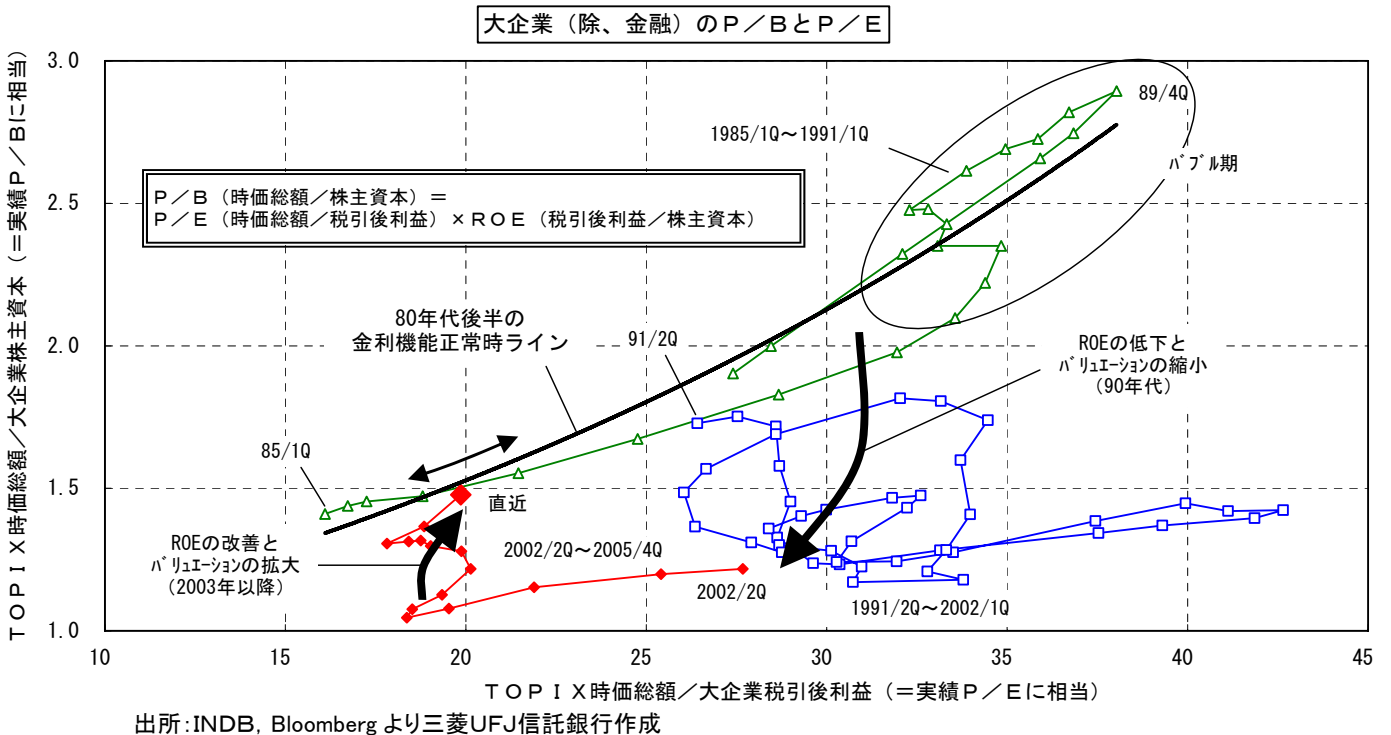
（2006 年 5 月 14 日 記）

<図表：日本企業の収益性と株式市場の動向>

○図1：ROEとTOPIXとの関係



○図2：株式市場のバリュエーション推移



◇ 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ありますが、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。
 ◇ 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）