

リーマン危機後の株価指数を分解する

リーマン危機以降の日本、米国、ドイツの株価指数を「一株当たり利益(EPS)」と「株価収益率(PER)」に分解しました。米国とドイツでは両者がバランスよく拡大してきましたが、日本ではEPSが急激に成長した一方、PERは一貫して低迷していたことがわかります。今後、日本株式が上昇するためには、企業が収益性や自己資本利益率(ROE)の向上に努め、PERを引き上げることが望まれます。

株価の分解

株価は、一般的に「一株当たり利益(EPS)」と「株価収益率(PER)」に分解することができます。EPSはその企業が一定期間に生み出した企業利益の総計を発行済株数で割った数字で、PERは市場参加者がその企業利益の何倍まで株式を保有したいかを示す、いわば企業・市場への信頼感・評価を表す数値です。株価収益率は、その企業の収益性、収益の安定性・成長性、ビジネスモデルへの信頼感、経営者の評価など、様々な要因によって導かれ、「バリュエーション」とも言われます。

$$\text{株価} = \text{一株当たり利益(EPS)} \times \text{株価収益率(PER)}$$

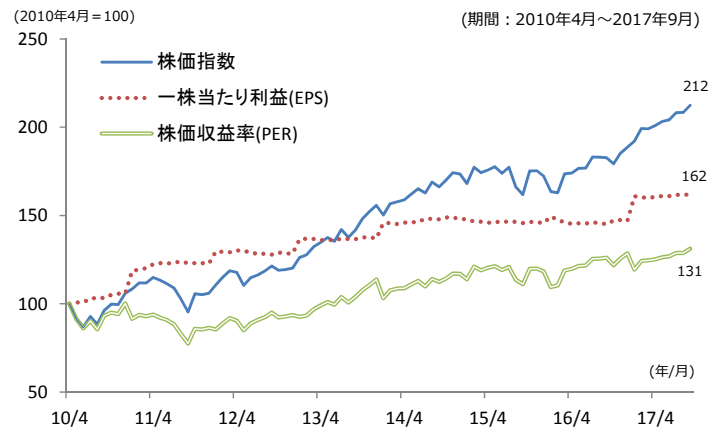
三極比較

08年9月のリーマン危機後、世界の株式市場は概ね09年3月に大底を付けました。ここでは、その前後に株価や企業利益が乱高下した影響を除外するため、10年4月以降の米国、ドイツ、日本の株価の分解を行いました。

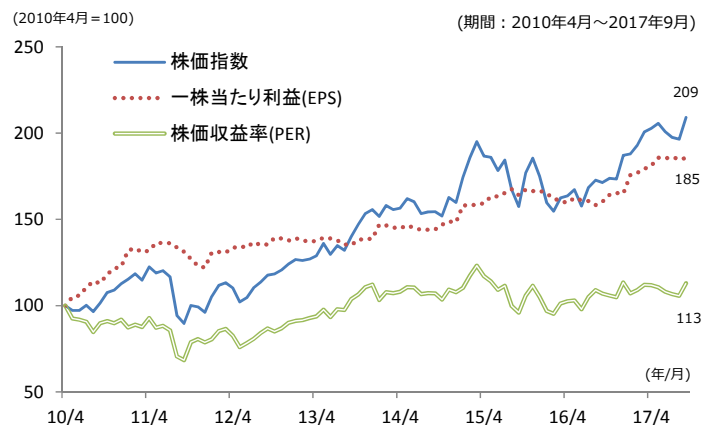
米国では、10年4月から本年9月までに株価は2倍以上に上昇しました。その間、EPSは62%拡大し、PERも31%上昇し、企業利益とバリュエーションのバランスのとれた相場上昇が実現しました(図表1)。ドイツでも株価は2倍強に上昇し、EPSは85%、PERも13%上昇しました。米国ほどバランスはよくありませんが、両者の上昇が株価を押し上げました(図表2)。

一方、日本ではこの間、株価は70%上昇し、EPSは2倍以上に伸びましたが、PERは19%低下しました。バリュエーションはむしろ株価を押し下げる方向に作用したことを示しています(図表3)。

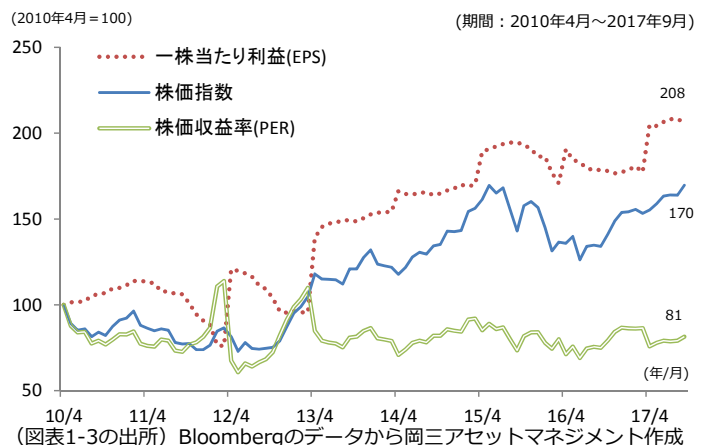
図表1 株価の分解：米国 (S&P500)



図表2 株価の分解：ドイツ (DAX)



図表3 株価の分解：日本 (TOPIX)



(図表1-3の出所) Bloombergのデータから岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

日本株式の特殊性

09年以降の名目GDPの伸びを比較すると、日本は米独を大幅に下回っています（図表4）。それにもかかわらず、日本のEPSの伸びが米独を凌駕し、2倍以上に拡大した背景には、12年までの円高局面で円高抵抗力を高めた輸出企業が、アベノミクス以降の円安を背景に収益を大幅に拡大させたことなどがあったと考えています。

一方この間、PERが低迷した背景には、外国人投資家がデフレ脱却を目指したアベノミクスの持続性に懐疑的だったことや、日本銀行と公的年金がETF（株価指数に連動する上場投資信託）を大量に購入したことによって、株式市場本来のダイナミズムが失われ、一部の投資家に敬遠されたことがあったと思われます。

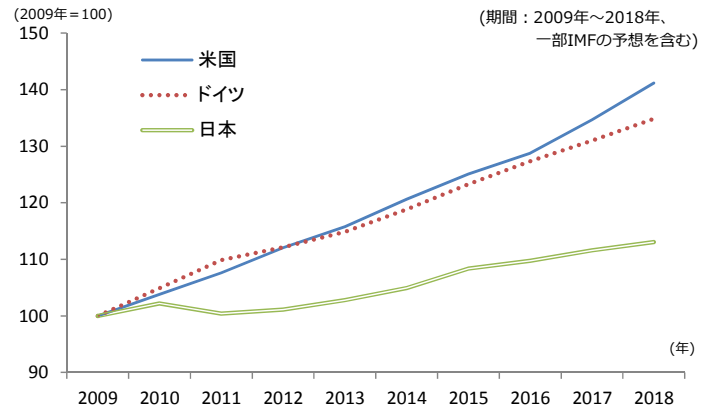
日本株式の上昇に向けて

ここ数年、企業経営者は事業の効率化や株主利益に着目し、自己資本利益率（ROE）の引上げを目指してきましたが、依然として、日本企業のROEは米独の水準を下回ったままです（図表5）。

今後、日本の株式市場が上昇するために、企業は事業の選択・集中、IoT・ロボット・AIなどを使った生産性の向上、余剰資金の有効活用などを通して、ROEを引き上げる必要があると思われます。ガバナンスの向上に加えて、少数株主の利益にも気配りする経営が求められます。PERと並んで投資家が重視するもう一つのバリュエーション指標である株価純資産倍率（PBR）とROEの間には、正の相関があると言われています（図表6）。企業のROEが上昇すれば、PBRの上昇を通して、株価がさらに上昇することが期待されます。

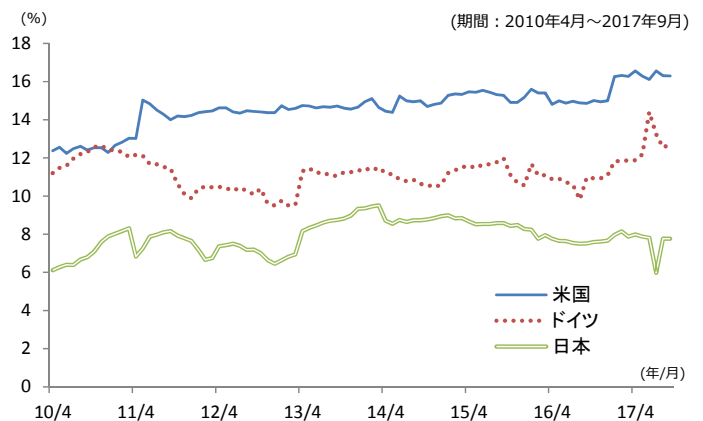
投資家としては、NISAや401k（iDeCoなど）の優遇税制を活用しながら国内企業への投資を拡大することによって、日本株式への信頼感やバリュエーションを一層高めることが可能になると考えます。

図表4 名目GDPの推移

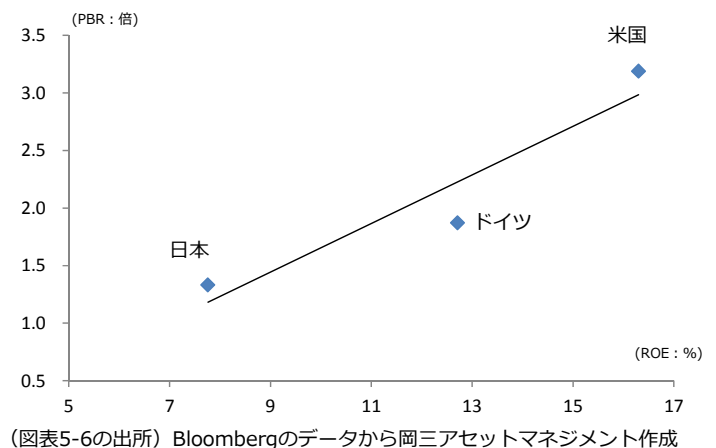


(出所) 国際通貨基金 (IMF) のデータから岡三アセットマネジメント作成

図表5 ROEの推移



図表6 ROEとPBR（17年9月末）



以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が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。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様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）の実質的な負担
 ；純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）
 ※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。
- その他費用・手数料**
監査費用：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）
 ※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。
 ※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社
 事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）