

日本株式と米国株式、どちらが魅力的？

日本株式と米国株式の相対的な魅力度を、株式時価総額と名目GDP、マネタリーベースとの関係、伝統的なバリュエーション指標を用いて比較しました。名目GDPとの関係に著しい優劣は認められませんが、マネタリーベースとの対比、バリュエーション指標からは日本株式に軍配が上がりました。また、この比較・分析を行う過程で、我が国の政府、企業が継続的に取り組むべき課題が浮び上がってきました。

日米株式市場はユーフォリア！

NYダウは、金融危機後の底値から3.3倍近くまで上昇し、23000ドル台に乗せました。日経平均株価も、ほぼ2.8倍に上昇し、21年振りに21000円を回復しました(図表1)。相場格言では「相場は絶望の中に生まれ、懐疑の中で育ち、楽観の中で成熟し、ユーフォリア(幸福感)の中で消えていく」と言われますが、ここまで上昇してきた日米株式市場に、これから投資を始めるとしたら、また、投資を続けるとしたら、どちらが魅力的でしょうか？

以下では、株式時価総額を名目GDPや中央銀行のマネタリーベースと比較したり、2つのバリュエーション指標を用いて、日本株式と米国株式のどちらが魅力的かを探りました。

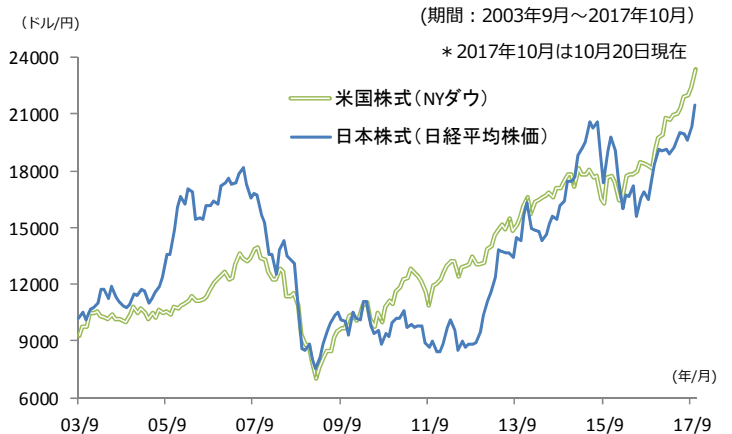
名目GDPとの位置関係

企業価値は「名目」で測られるため、株式市場の時価総額はその国の名目GDPと深い関連があると考えられています。足元で、米国の株式時価総額の名目GDPからの乖離幅は日本の乖離幅よりも大きく(図表2,3)、一見、米国株式が日本株式よりも割高と判断されます。しかし、株式発行などの直接金融が企業の資金調達の主役を占めてきた米国では株式時価総額(青線)が名目GDP(緑線)を上回る傾向が強く、逆に、伝統的に銀行融資が企業金融を主導してきた日本では、青線が緑線を下回る傾向があります。このような歴史的な違いを考慮したZスコア(*)で比較すると、日米ともに1.75程度で、割高さに違いは認められません。

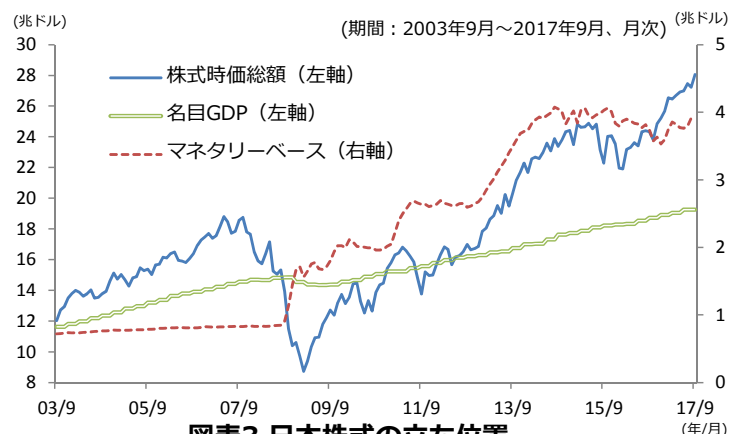
また、米国の名目GDPは金融危機後の底から直近まで年率3.88%で成長してきましたが、日本の成長率は同1.88%に過ぎませんでした。この成長率格差が将来

(*) Zスコアは過去の平均や標準偏差を考慮して、現在の水準の割高さや割安さを示す指標です。

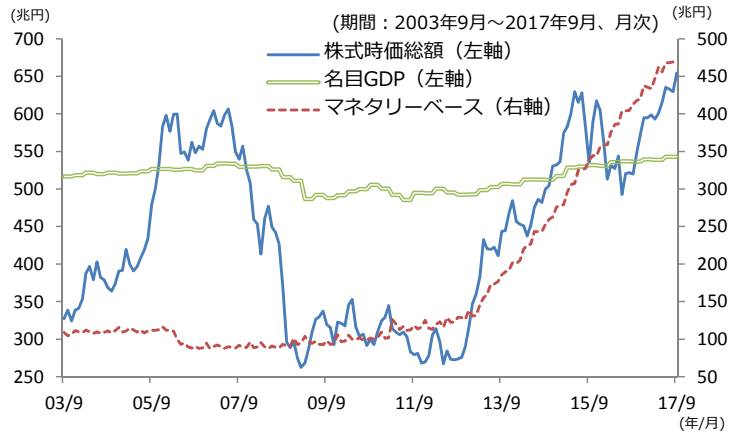
図表1 日米株式市場の推移



図表2 米国株式の立ち位置



図表3 日本株式の立ち位置



(図表1-3の出所) Bloombergのデータより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。

にわたって継続すれば、日本株式の上昇余地は相対的に狭まってしまふと思われまふ。安倍政権は「日本再興戦略2016」で、2020年までに名目GDPを600兆円に拡大する目標を掲げました。日本株式がさらに上値を目指すために、政権（第4次安倍内閣）は外国人投資家が重視する労働市場改革の推進や生産性の引上げなど、アベノミクスを再加速させるとともに、インフレ率を引き上げることを通して、名目GDPを拡大させる必要があると思われまふ。

マネタリーベースとの位置関係

前頁の図表1で日米株式市場が上昇に転じたタイミングは、図表2,3でマネタリーベース（赤線）の拡大が始まった時期とほぼ一致しています。

マネタリーベースは、「中央銀行が世の中に直接的に供給するお金」で、流通現金と（市中銀行が中央銀行に預ける）中銀当座預金の合計額です。一方、図表4,5で示したM2（マネーストック）は「金融部門から経済全体に供給された通貨の総量」と定義することができます。

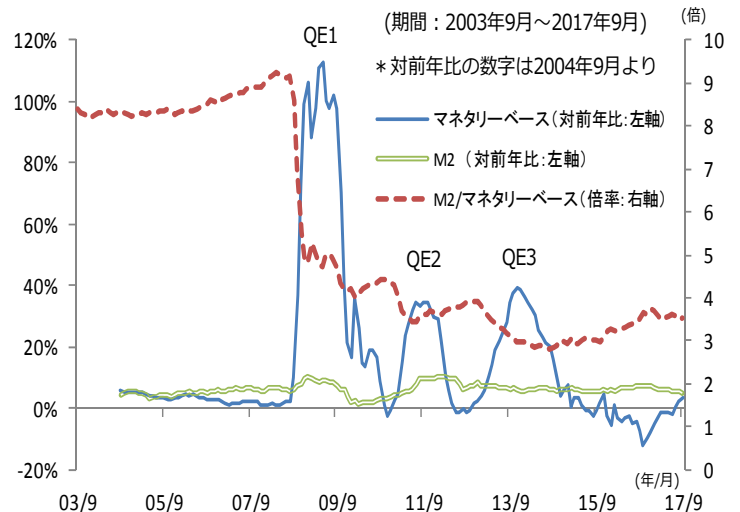
米国では、連邦準備制度理事会（FRB）が金融危機後に量的緩和（QE1、QE2、QE3）によって中銀当座預金を中心にマネタリーベースを大幅に拡大させましたが、その間、M2はそれほど増えていません。中央銀行から金融部門に供給された流動性が实体经济に流れず、株式市場を中心とする金融市場に滞留したと考えることができそうです（図表4）。日本でも同様に、2012年以降、日銀がQEを通してマネタリーベースを拡大させましたが、M2はほとんど伸びていません

（図表5）。日銀から供給された流動性が、資金需要の乏しい实体经济には回らず、金融市場に流れ込んでいたことが窺われます。

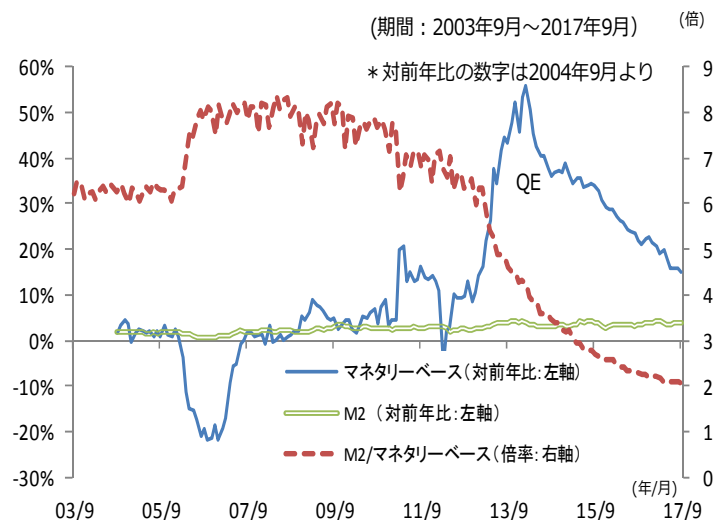
本題からはややそれますが、これまで日銀がいくら国債などを買ってQEを進めても、消費者物価指数（CPI）が目標とする2%に近づいてこなかった最大の要因は、「M2/マネタリーベース」で示される信用乗数（図表5の赤線）が著しく低下し、経済活動が停滞し、国内需要が盛り上らなかつたことだと思われまふ。

米国ではFRBが今月初めから、金融政策の正常化（マネタリーベースの縮小）を始めた一方、日銀は当面QEを継続することが予想されています。その結果として今後、米国ではマネタリーベースが縮小し、株価は上がりにくくなり、日本ではマネタリーベースの拡大が続き、株価が上昇しやすい環境が継続すると考えられます。

図表4 米国のマネタリーベースとM2



図表5 日本のマネタリーベースとM2



（図表4-5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。

伝統的なバリュエーション

株価収益率(PER)、株価純資産倍率(PBR)など、伝統的なバリュエーション指標からも、日本株式が米国株式よりも魅力的であることが窺われます(図表6,7)。

しかし、歴史的にこれらのバリュエーションと企業の収益率にはある程度の相関性がありました。特に、株主から預かった資金をいかに効率的に利益に結びつけているかを示す自己資本利益率(ROE)とPBRには深い関係があると考えられています。いくら日本株式のPBRが米国株式より低くても、日本企業のROEが米国企業を下回り続ければ、この格差はいつまでも解消されず、日本株式の上昇余地は限られると思われれます。

日本企業はこれまでも、事業の集中と選択、成長が期待できる海外でのM&A、コーポレートガバナンス・コードの導入などによって、収益性を高めるとともに、株主利益を重視する経営を積極的に進めてきました。しかし、いまだに米国企業のROEとの間に大きな格差が残っています(図表8)。今後、日本株式がさらに上昇するためには、企業はこれらの経営努力を加速し、ROEをさらに引上げる必要があると思われれます。

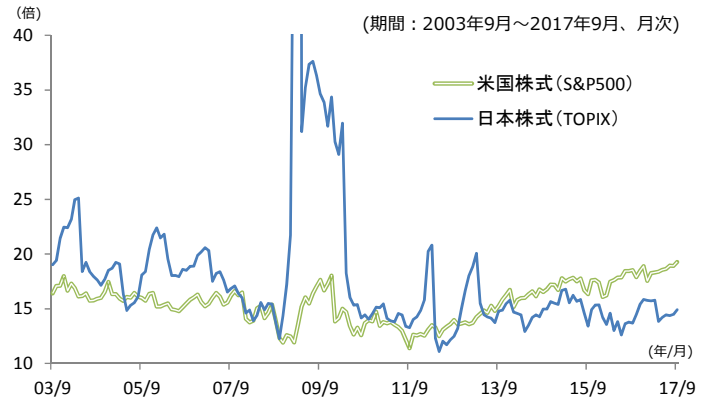
相対的に日本株式が魅力的

以上の比較・分析から、日本株式と米国株式の相対的な魅力度について、次のように判断することができそうです。

- 名目GDPとの対比では引分け
- マネタリーベースとの位置関係では日本株式に軍配
- 伝統的なバリュエーションでも日本株式に軍配

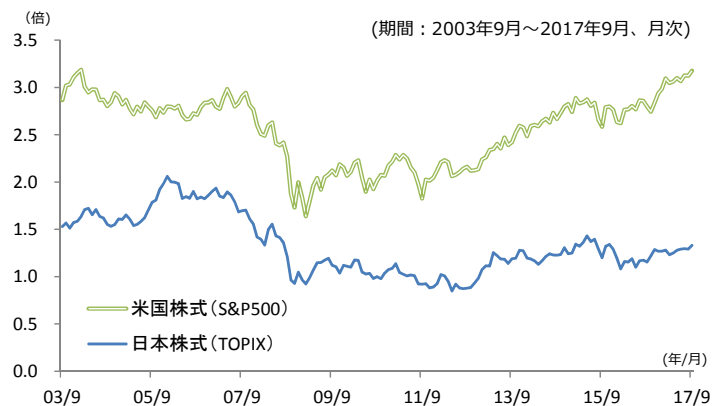
しかし同時に、日本株式がさらに上昇するためには、政府は名目GDPを拡大させるための政策を、企業はROEを高めるための取組みをさらに積極化する必要があります。

図表6 株価収益率 (PER) の推移

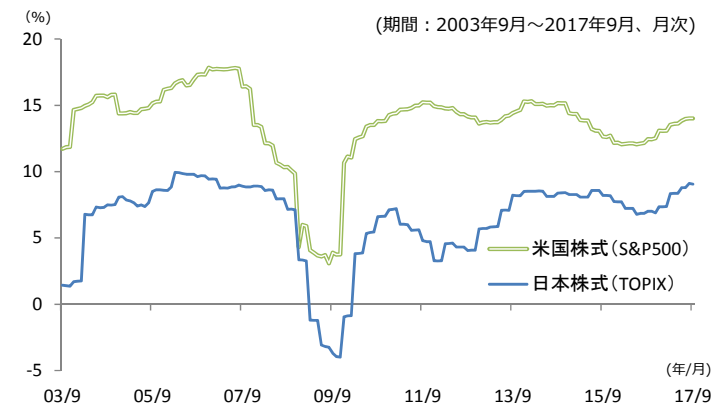


(注) 日本株式のPER：金融危機直後の09年2月は61.6倍、同3月は212.8倍

図表7 株価純資産倍率 (PBR) の推移



図表8 自己資本利益率 (ROE) の推移



(図表6-8の出所) Bloombergのデータから岡三アセットマネジメント作成

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。

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）