

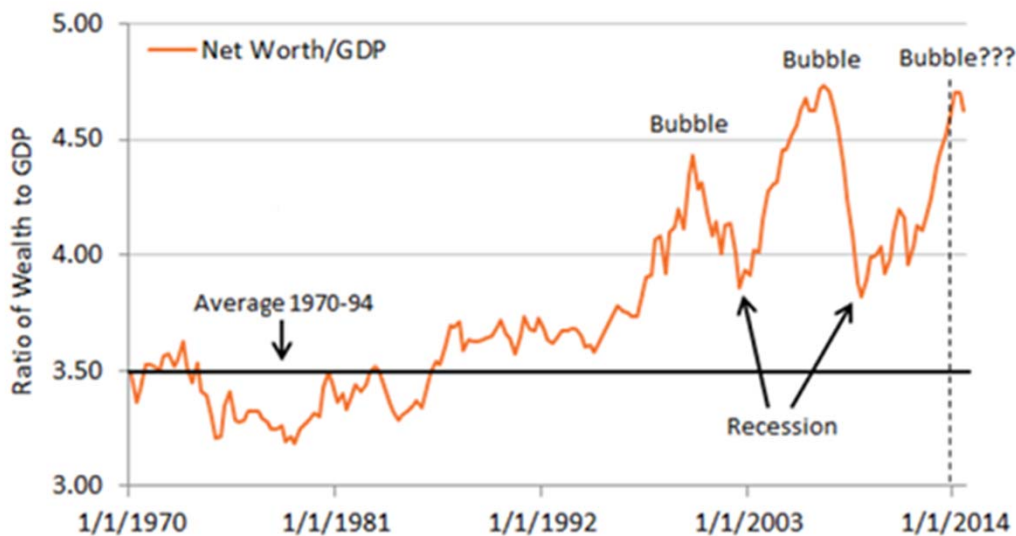
第31回

『 アメリカの資産価格はバブルか否か? 』

アメリカの資産価格が既にバブルの領域に入っているのか否かが論じられるようになってきた。もしバブルの領域に入っているとすればFRBによる利上げが始まればそれは過激な市場反応を生む恐れがある。

この点に関して、おなじみのNFIB(全米中小企業連盟)のチーフエコノミスト・ウィリアム・ダンケルバーグ氏から大変興味あるグラフとその解説が送られてきた。このグラフは1970年から今日までの(家計保有資産価格)対(GDP)の比率推移を示すもの。

Net Worth/GDP Ratio May Be Signaling Asset Bubble Now



出所 : Haver Analytics

ここでいう家計保有の資産価格とは実物資産と金融資産の合計額で、FRB統計によれば家計が保有する資産から家計の負債(モーゲージやクレジットやリース)14兆ドル(約1680兆円)を差し引いたネット80兆ドル(約9600兆円)が家計部門の保有する純資産(networth)だとされる。

グラフに見る通り1970年から1994年までの25年間の比率は3.5だった。それはアメリカの家計にはGDP(一年間の稼ぎ)1ドルに対して3.5ドル相当の実物資産があるということを意味する。

ところがこの比率はグラフが示す通り1995年以後のドットコム(IT)ブームに続く20世紀末Y2K対策投資に煽られて実に4.4倍まで上昇する。そしてY2K対策の過剰投資が不要だったことが判明した結果起きたITバブル崩壊で2002年末にかけてこの比率は3.7倍まで一旦下落して過去のトレンド近くに戻った。

しかしその後のFRBによる金融緩和とサブプライムローン全盛期には再び上昇し2007年央までに4.7倍に達する。しかしその直後のサブプライムローン破綻にはじまる世界的金融危機はリーマンショックを生み、近年最大規模かつ最悪の世界的リセッションを招いたことは記憶に生々しい。この結果この比率は再び3.7倍まで下がったが、その後の相次ぐQEオペの効果で再び上昇に転じ現状4.7倍まで戻っている。誠に不気味と言わざるを得ない。

この比率を正常化させる手立てはあるだろうか?それは二者択一であるとダンケルバーグ氏は言う。一つはGDPが急増することだがそれは無理だとすると残るは資産価格急落シナリオしかない。同氏の予見は厳しい。そのようなシナリオは「起こるか?」ではなく「いつ、如何に」起こるかだという。

アメリカの家計資産は主として自家保有住宅と株式債券などの有価証券である。住宅価格はサブプライムローン破綻後の回復途上にあり、バブルの域には達していないとみられる。従って資産価格急落のリスクは有価証券にある。

日本の資産価格はバブルでないか？

では翻って日本の資産価格はバブルではないのかを見ておくことが大事だ。アベノミックス第一の矢が放たれて以来、土地も株価も上昇気流に乗ったようだが、それらの価格水準がバブルの域に達したか否かの判定は、上に見たアメリカの場合ほど明確な家計資産の比較データが得られないので難しい。

手掛かりとなるのはまず土地価格だ。最近の6大都市部での商業用優良土地価格はかなりの勢いで上昇中とは聞くが、一般住居用土地の値上がりは少なくとも全国規模では聞かれない。家屋の価格は我が国の現状では減価償却分を超えて値上がりしているとはとても思えない。

そこで日本のバブル探しは株価に向かわざるを得ない。一昨年5月のこの欄で「アベノミックスの節度」と題してこの問題に触れた。株価の節度について取り上げた尺度はPBR（株価純資産倍率）とPER（株価収益倍率）の二つだった。PBRの目標値を1.8、PERのそれを35までそれぞれ大目にみても日経平均株価の適正水準は17,000円台までだろうと見た（当時の株価は13,600円台）。

ところが2015年3月中旬に日経平均はすでに19,000円を超えている。節度を超えてしまったのだろうか？答えは「ノー」だ。PBRは一株当たりの純資産の何倍まで株価が上がっているかを示し、PERは一株当たりの税引き後純益の何倍まで株価が上がっているかを示すものだから、純資産と純益がそれぞれ増えておけば倍率を下げる方向に働く（ $PBR = \text{株価} \div \text{純資産}$ 、 $PER = \text{株価} \div \text{純益}$ ）。

2年前と比較すれば下記の通り（日経平均）

	2013年5月	2015年3月
PBR	1.4	1.49
PER	28	17.2

つまり日経平均株価でみる限りは、企業価値評価（PBR）はほとんど変化なく、収益力（PER）から見るとまだ株価の上げ余地があるという含意だ。日本の株価はまだバブル域に達していないことを示唆しているとみてよさそうだ。

Author

本田 敬吉(Keikichi Honda)

1959年東京大学法学部卒業後、東京銀行入行、常任参与チーフエコミスト。サン・マイクロシステムズ株式会社など数社で会長を務めた後、日本経団連OECD諮問委員長を引きうける。現在、財団法人国際通貨研究所理事として、為替市場の分析を行う。

お客様は、このWEBサイトに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。このWEBサイトに表示されている事項は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。