

7日続落、力を失った「低PBR＝割安＝買い」

2012年11月13日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部
副主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

16:12 現在

<主要株価指数>

	終値	前日比
日経平均株価	8661.05 円	▲15.39 円
TOPIX	722.56 pt	▲0.02 pt
NYダウ	12,815.08 ドル	▲0.31 ドル
DAX(独)	7,168.76 ドル	▲5.26 ドル
FT100(英)	5,767.27 pt	▲2.41 pt
CAC(仏)	3,411.65 pt	▲11.92 pt
上海総合※	2,047.86 pt	▲31.411 pt

<外国為替>※

ドル円	79.30 円	▲0.19 円
ユーロ円	100.62 円	▲0.41 円
ドルユーロ	1.2689 ドル	-0.002 ドル

<長期金利>

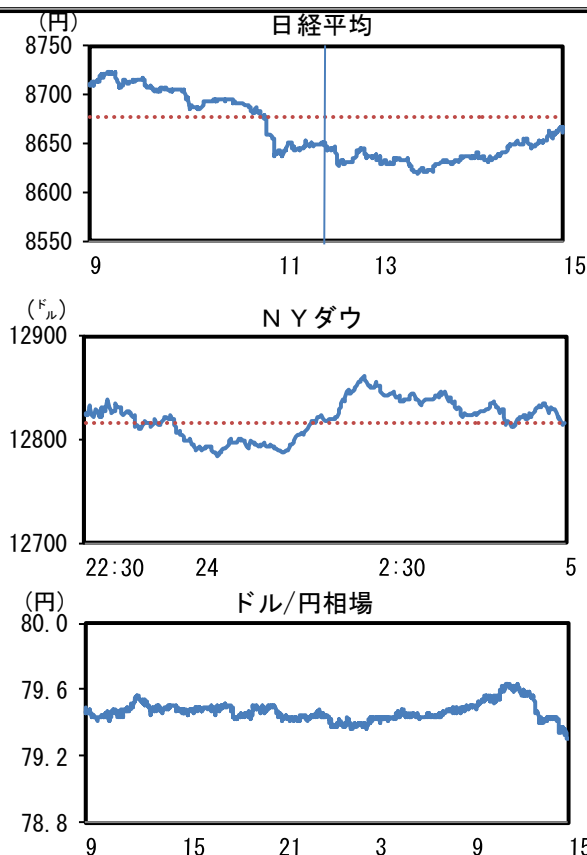
日本※	0.730 %	0.000 %
アメリカ	1.606 %	0.000 %
イギリス	1.718 %	▲0.017 %
ドイツ	1.344 %	▲0.004 %
フランス	2.103 %	▲0.026 %
イタリア	5.026 %	0.052 %
スペイン	5.889 %	0.065 %
オーストラリア	3.074 %	▲0.031 %

<商品>

NY原油	85.57 ドル	▲0.50 ドル
NY金	1730.90 ドル	0.00 ドル

※は右上記載時刻における直近値。図中の点線は前日終値。

(出所) Bloomberg



【海外株式市場】

12日の米国株式市場、NYダウ平均株価はほぼ変わらず。前日比▲0.31ドルの12815.16ドルで取引を終了。主要な経済指標の公表も無く、ベテランズ・デーの振り替え休日とあって市場参加者が限られる中、様子見姿勢が強く、方向感に欠ける展開となった。また、システム障害により一部銘柄の売買が停止されたことも投資家の慎重姿勢を強めた推察される。

欧州関連では、ギリシャ議会で財政緊縮案を含む2013年度予算案が可決。同国のユーロ圏離脱観測の低下と支援再開に向けた前進がみられたことから一時は買いが先行したものの、「財政の崖」に対する不透明感が根強く、積極的に買い進まれる展開にはならなかった。

【外国為替相場・債券市場】

12日の外国為替市場では、ドル、ユーロ、円はいずれも方向感に欠ける展開となった。ギリシャ議会で財政緊縮案を含む2013年度予算案が可決されたものの、今後2年で150億ユーロの追加支援が必要になるとのトロイカの試算が示されると、ギリシャが再び資金不足に陥るとの懸念が台頭し、ユーロを買う動きには繋がらなかった。欧州債市場では、スペイン国債の利回りが上昇、10年債利回りは5.89%と約1ヶ月ぶりの高水準。同国の地方政府と中央政府の政治的な対立等が嫌気された。他方、ドル円レートはほぼ横ばい圏内での推移。しかし、その後の日本時間で、米長期金利の低下に沿う格好で円高が進行した。

【国内株式市場】

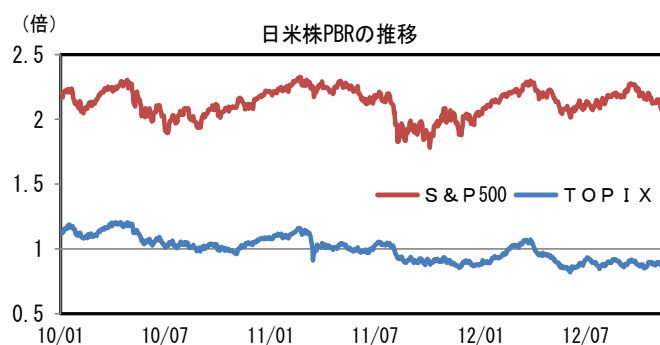
13日の東京株式市場、日経平均株価は7日続落。前日比▲15.39円の8661.05円で取引を終了。7日間での下落幅は約390円となった。前日の米国株式市場は方向感に欠ける展開となったものの、日本時間早朝に進んだ対ドルでの円安が好感され、寄り付き後は小高く推移していた。しかし、その後は、対ドル・ユーロ共に円高が進行したことから景気敏感株中心に売りが優勢となった。一方で、石油・石炭製品などの資源関連株は堅調。前日までの6日続落（約375円下落）により、前日終値ベースでTOPIXのPBR（株価純資産倍率）が0.89倍まで低下し、割安感が意識される中ではあったが押し目買いも限定的。

【注目点】

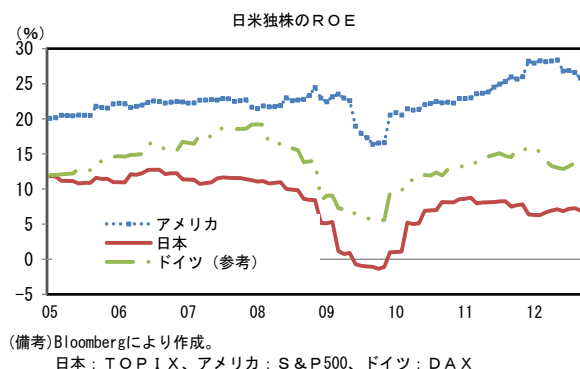
前述のとおりTOPIXのPBRが前日終値ベースで0.89倍まで低下したことから、日本株の割安感を指摘する声が目立ってきた。しかし、PBR1倍割れは、ここ数年で常態化した感もあり、割安感を示す尺度として、徐々にその求心力が低下したように感じられる。一般的に、PBR1倍割れとは、株価が企業の解散価値（一株あたり純資産＝BPS）を下回っている状態を示すことから、株価の割安感を示すとされているが、以下に示す残余利益モデルによれば、PBR1倍割れの状態は、ROEが投資家の期待収益率を下回っている状態を意味する。よって、低PBRは、単に株価の割安感（アンダーバリュー）を意味するものではないという見方ができる。2011・12年度のように業績の下方修正が相次ぐ局面では、低PBR・低ROEの銘柄（日本株全体）に投資しても、その後の企業業績低下（下方修正）によって、株価のパフォーマンスは冴えないものとなった。このパターンが定着したことから「低PBR＝割安＝買い」という投資戦略が通用しなくなり、PBR1倍割れが常態化したと考えられる。

$$\text{理論株価} = \text{期首純資産} + \sum \text{期首純資産} (\text{ROE} - \text{期待収益率}) / (1 + \text{期待収益率})^t$$

$$\text{PBR} = 1 + (\text{ROE} - \text{期待収益率}) / (\text{期待収益率})$$



(備考)Bloombergにより作成。



(備考)Bloombergにより作成。
日本：TOPIX、アメリカ：S&P500、ドイツ：DAX

【NYダウ・日経平均株価予想レンジ（5営業日以内）】

NYダウ 12650～13000^{ドル} 日経平均株価 8500～8900円