

Market Flash

発表日: 2019年10月15日(火)

日銀がポジティブサプライズを起こすとしたら

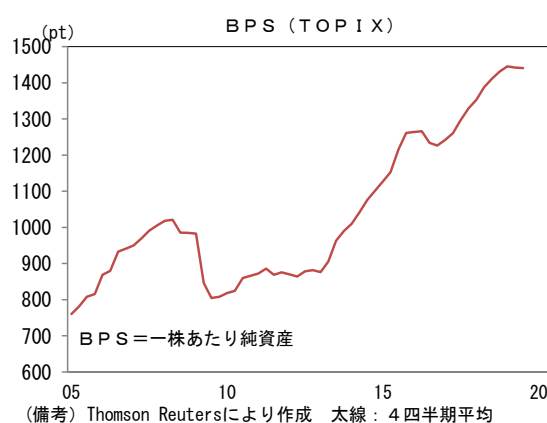
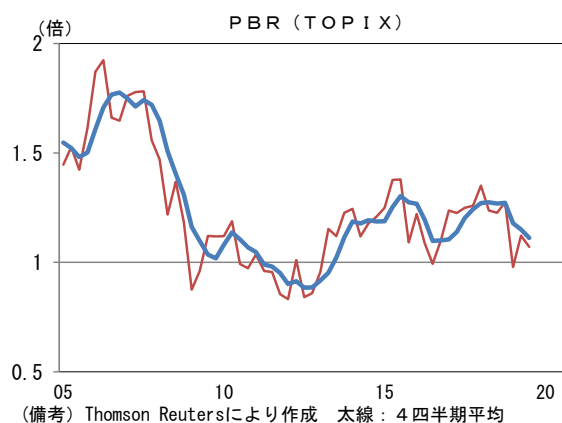
～PBR1倍割れを回避せよ～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4523)

- ・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き12ヶ月は23000近傍で推移しよう。
- ・USD/JPYは米利下げ観測が支配的となる下、先行き12ヶ月は105程度で推移しよう。
- ・日銀は現在のYCCを2020年末まで維持するだろう。
- ・FEDは予防的利下げを実施後、更なる利下げを実施するだろう。

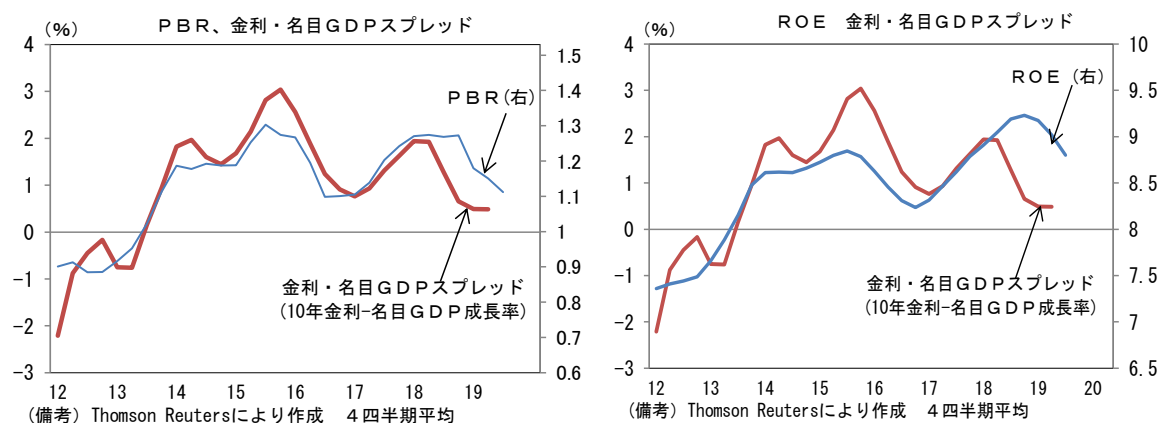
< # PBR 1倍割れ # ROE 8% # 財政出動 # 金融緩和の限界 >

・理論的にPBR 1倍割れは「(株主)資本コスト > (予想)ROE¹⁾」の状態が発生するとされている。資本コストとは、投資家の要求リターンを意味するから、企業収益が投資家の要求リターンに届かない可能性が疑われると、株価は純資産価値(解散価値)を下回ってしまう。こうして考えると、現在TOPIXのPBRが1倍近傍へと低下しているのは、平均8%(或いは5%~10%)程度と推計されている本邦上場企業の資本コストに対して、現在の予想ROEが8%台半ばで伸び悩んでいることと整合的である。したがって現在の状況はマクロ的(≒全上場企業)にみればセオリー通りということになる。(※ちなみにBPSは増加傾向にある。したがってPBR 1倍割れは必ずしも株価下落を意味しない)



¹⁾なお(予想)ROEと(株主)資本コストの差はエクイティ・スプレッドと呼ばれる。0を下回るとPBRが1倍を割れる傾向にある。

- ・ところでTOPIXのPBRと、名目GDP成長率から長期金利を引いた数値（日本の長期金利はゼロ近傍であるから、本稿では単に名目GDP成長率とする）には一定の関係があり、2012年以降でみれば、両者はPBR1倍が名目GDP成長率のゼロ成長に概ね対応するというシンプルな関係が成立している。これはマクロ的にみて、調達コストを上回る成長機会が存在しない状況で、投資家の期待が萎む（要求リターンに届かない）ことを意味すると同時に、名目GDP成長率がマイナスになる状況でROE8%超およびPBR1倍超の達成が如何に困難であるかを物語っている。



- ・ここで政策的に株価を下支えしようとした場合、現在の日銀のようにETF購入を通じて株式市場へ直接介入するのも有効だが、より本質的な策は財政出動による名目GDP押し上げと考えられる。総需要が増えない中で企業がROE上昇を試みた場合、各々の企業がコスト削減に踏み切り、総需要が減少し、全体としてROEが上がらない「合成の誤謬」が生じる恐れがあるためだ。
- ・ドラギ総裁は9月ECB理事会後の記者会見で財政政策の重要性に言及したうえで、景気刺激策の軸足を金融緩和から財政出動に移すべきという趣旨の見解を仄めかした。他方、黒田総裁は「財政政策は政府の担当」として距離を置いている。しかしながら、残された手段が少ない日銀が取り得るほぼ唯一の選択肢は財政政策の重要性を強調することで、市場参加者の期待を上向かせることだろう。10月会合で示される「点検」の結果として、景気刺激策が必要との結論に至った場合、マイナス金利深掘りではなく、財政政策の有効性を示す方が金融市場にポジティブと考えられる。

【株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は米国株高に追随して高寄り後、もみ合い。日経平均は22100円を回復している（前引け）。米中貿易交渉の部分合意を一旦は好感する動きとなっている。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株はもみ合い。休日要因（コロンバスデー）に加え、米中貿易交渉の追加協議の行方を見極めたいとの思惑から方向感に乏しい展開に。WTI原油は53.59ドル（▲1.11ドル）。
- ・前日のG10通貨は米国、日本が共に休日だったこともあり方向感に乏しい展開。USD/JPYは108前半で一進一退。EUR/USDは1.10前半で膠着。
- ・前日の米債市場は休場。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.457%、▲1.5bp）、フランス、イタリア、スペインが何れも金利低下。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。