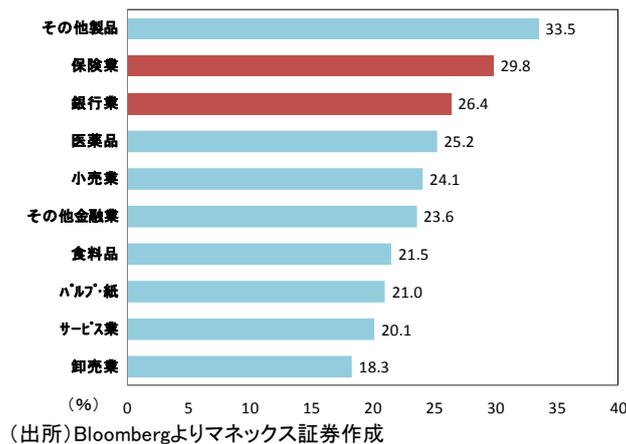


## 明明白白なこと - 銀行株と保険株が強い理由

銀行株、保険株をはじめとする金融セクターのパフォーマンスが良好である。東証 33 業種の年初来上昇率ランキング(グラフ 1)を見ると、トップは「その他製品」。これは「その他製品」指数に 37%の構成ウェイトを占める任天堂が、この間ほぼ倍になる急騰を演じたせいだから例外として、2 位が「保険」、3 位「銀行」である。日経平均が 15 年ぶりに 2 万円の台回復となった牽引役が銀行株であり、保険株である。

グラフ 1 : 東証33業種の上昇率ランキング(年初来)



日経平均こそ 15 年ぶり高値だが、TOPIX はまだリーマンショック前の高値にも届いていない。その一因が銀行株の出遅れである。東証業種別株価指数の銀行株はリーマン前の 2006 年につけた高値に対して半値以下の水準である。銀行株の上昇は、単なる出遅れ株物色の一環だという見方もある。

もう少し気の利いたコメントは、鮮明となったバリュエーション(割安)株物色の流れに乗ったからだというもの。銀行は PER の面でも PBR の面でも典型的なバリュエーション株である(表 1)。

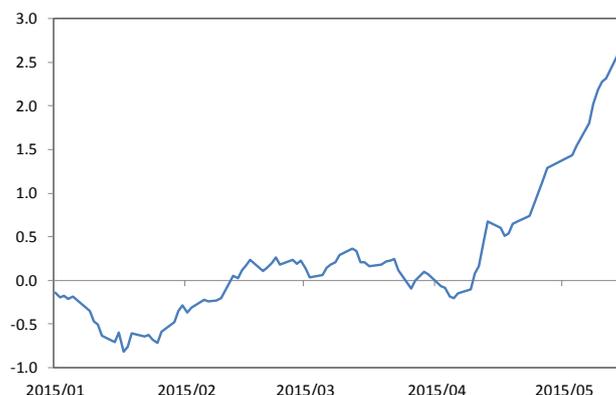
表1: メガバンク3行のバリュエーション

	三菱UFJ(8306)	三井住友FG(8316)	みずほFG(8411)
予想PER(倍)	13.4	9.7	9.7
PBR(倍)	0.8	0.8	0.8

(出所) 5月21日時点のQUICKデータよりマネックス証券作成

QUICK アストラマネージャーのファクター・リターン分析機能を使って、PER のファクター・リターン(簡単にいうと低 PER 効果がどれだけのリターンを挙げているかを測る指標)を見ると、グラフ 2 の通り。4 月半ばから足元までほぼ一本調子にバリュー・ファクターが効いている。

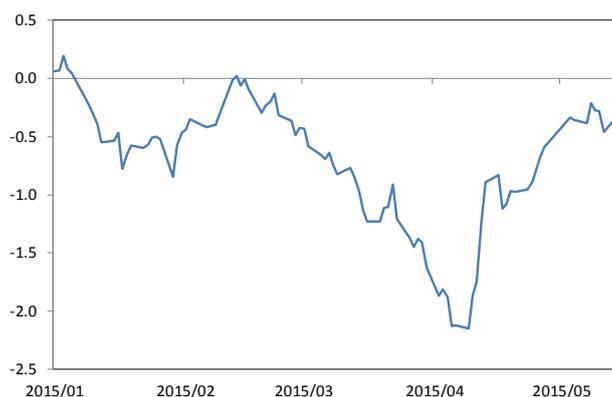
グラフ 2: PERのファクター・リターン(全業種、累積)



(出所) Quickアストラマネージャーよりマネックス証券作成

このバリュー効果は、それまで効かなかった反動であり、一種の「リバーサル」とも言える。これは PER でなく PBR のファクター・リターン(グラフ3)を見ると明らかである。「それまで効かなかった」というよりは「逆効き」していた、すなわち PBR で「割安」な株ほど売られてリターンが悪かったのである。反対に高 ROE 株のようなクオリティ(優良)株やグロース(成長)株が買われていた。4 月以降はその反動が出たという面があるだろう。

グラフ 3: PBRのファクター・リターン(全業種、累積)



(出所) Quickアストラマネージャーよりマネックス証券作成

但し、そんな解説よりも、銀行・保険の上昇にはもっと核心をついた理由がある。その理由とは - 「馬鹿のひとり覚え」と怒られそうだが - 金利の上昇である。これは僕が繰り返し述べていることだが、他の誰も言わない。少なくともメディアで同様の話を見るのは皆無である。だから、ひょっとしてすごい

勘違いをしてるのではなかろうか？と不安になったりもするのだけど、グラフ4を見ると明明白白であり、ああ、やっぱり僕は間違っていないのだ、と思えてくる。論より証拠、百聞は一見にしかずだ。

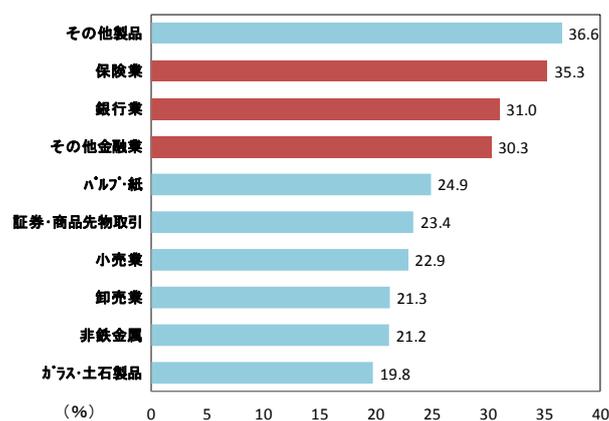
グラフ4: 銀行セクター相対パフォーマンスと長期金利の推移



(出所) マネックス証券作成

グラフ1に似ているが、グラフ5は10年債利回りが一時0.2%を割り込んで最低水準を記録した1月20日を起点とした東証33業種の上昇率ランキングである。1位の「その他製品」と2位の保険との差はほとんどない。そして2~4位に金融株が並んでいる。ほぼ倍になった任天堂を含む「その他製品」を例外として除けば、この間の上昇率ランキングは金融株が上位を独占である。この間とはすなわち、金利が底を打ってからこの間、という意味である。

グラフ5: 東証33業種の上昇率ランキング(2015年1月20日~)



(出所) Bloombergよりマネックス証券作成

何べんも同じことを言うけれど、金利というのは金融業にとっての商品そのもの。銀行は金利を売って食っている。その銀行の「商品」の値段が、すぐには上がらないかもしれないが、少なくとももう下がらない。そう思えるようになってきた。これでは銀行株は上がるしかないではないか。

15年3月期決算で三菱UFJFGが国内金融機関として初めて利益1兆円を達成した。ゼロ金利下で利

ザヤが縮小する中、1兆円の利益を稼いでいる。この先、じりじりとでも金利が上がり始めたら、いったいどれだけの利益が出るのだろうか。

一方、ライバルの三井住友FGの決算は10%減益と明暗が分かれた。但し、銀行本体の収益力は三菱UFJに決して引けを取らない。銀行単体の純利益は、三井住友銀行が6%増の6430億円と、主要取引先のシャープの経営悪化で与信関係費用が膨らんだ三菱東京UFJ銀行(12%減の5717億円)を上回っている。グループの連結決算で差がついているだけである。

内閣府が発表した2015年1～3月期の国内総生産(GDP)速報値は、実質で前期比0.6%増、年率換算では2.4%増と市場の予想から大きく上振れした。景気ウオッチャー調査が示す街角の景況感も5カ月連続で改善し、消費者心理の好転が続く。日経新聞によれば日銀も景気見通しを上方修正するという(注:本稿執筆時点で金融政策決定会合の結果はまだ伝わっていない)。追加緩和の観測も後退し、一層、金利は低下しにくくなるだろう。

話は変わるが、この相場を「官製相場」と揶揄する声がある。例えば、民主党の某議員は、政府の意向を受けた年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)などが日本株を買い支えていると指摘し「舞台裏は危うい官製相場だ。足場は脆弱なのではないか」と指摘している。こうした見方に同調するひとは少なくない。

僕もこのアベノミクス相場の本質は「官製相場」だと思う。しかし、僕は、公的資金が株を買い支えているから「官製相場」だ、などというつもりは毛頭ない。市場とはオープンなもの。法に触れない限り、誰が、どんな思惑で売買してもよい。無論、公的資金だからといって市場から排除されるのはおかしい。第一、海外の公的マネー、ソブリン・ウエルス・ファンドが日本株をシコタマ買い漁っているのではないか。

僕が「官製相場」だというのは、もっと大きな構図を指す。そもそもこの相場の根底にある舞台装置が、政府主導で用意されたものだからだ。投資家はその政府がお膳立てした舞台のうえで、あるものは確信犯的に、またあるものは何も気づかず純粹にはしゃいで、ダンスを踊っている、あるいは踊らされているだけである。

出発点は1年前の成長戦略にあった。自著『勝てるROE投資術』でも真っ先に取り上げたのが、昨年6月に発表された「日本再興戦略2014」である。「日本再興戦略2014」は冒頭で、日本企業の「稼ぐ力」、

すなわち中長期的な収益性・生産性を高めることを掲げた。そのためには、コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革する必要があると指摘した。そして、グローバル水準の ROE の達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要であると述べた。特に、「数年ぶりの好決算を実現した企業については、内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&A などに積極的に活用していくことが期待される」と具体的に成長投資促進にまで踏み込んだ。現在、起きていることはまさにこの「日本再興戦略 2014」に謳われたこと、そのものである。

表面的には好ましいムーブメントが起きているように見える。しかし、僕はこれこそがリスクだと感じている。つまり、政治が用意したシナリオ通りにことが運んでいる点だ。あまりにシナリオ通り過ぎる。絵に描いた通りなのだ。これでは国主導の企業改革ではないか。民間企業、そしてその集合体である株式市場の改革の機運というものは、投資家や企業の側から萌芽してくるべきものであろう。国主導、政治主導の企業改革は政権が変われば頓挫してしまう可能性がある。

政府が民間企業の賃金引上げに口先介入してもおかしいと批判されないような国である。企業が稼ぐ利益率も投資家と企業の対話も、そして企業統治のありかたもすべて国に、政府に、ガイドラインや指針を決めてもらってそれに従う。それでは国営企業のようなではないか。それが真の資本主義と言えるのだろうか。「官製春闘」で賃上げを促し、公的年金の買いで「官製相場」を演出する。その根底が「官製企業改革」であるとすれば、この株式相場の上昇はまるで「張子の虎」のように映る。

虎の張り子細工が簡単に破けてしまわないためには、きっかけはたとえ国主導であったとしても、これからは企業と投資家、民主導の改革を継続していくことだ。そして本当に欧米並みの ROE 水準とコーポレートガバナンスが定着することができるならば、日本企業と株式市場はグローバル市場において真のタイガーと評されるであろう。

まあ、そうは言っても、このコーポレートガバナンスというのが曲者である。その話はまた別の機会に譲ろう。

話をもとに戻すと、とにかくこの「アベノミクス相場」は壮大な「官製相場」だということだ。そしてその最たるものが、今秋に予定される日本郵政・ゆうちょ銀行・かんぽ生命の上場である。日本郵政の発表によると、金融 2 社(ゆうちょ銀行・かんぽ生命)の新規上場時における売却収入については政府から自

己株式を取得する資金に充てることとし、日本郵政の資本効率の向上や政府保有株式の売却による復興財源確保への貢献に役立てることを想定しているという。

政府にしても日本郵政にしても、ゆうちょ銀行・かんぽ生命を 1 円でも高く売り出したいはずであろう。何よりも、現時点で郵政株は国有企業であり、すなわち国民の財産である。貴重な国民の財産を安売りしてよいはずがない。

新規公開株の価格は、事前のプレ・マーケティングで機関投資家の需要などをある程度把握しつつ、類似企業の株価やバリュエーションを参考として決められる。

ここでもう一度、表 1 を見てほしい。銀行株は PBR がいまだに 1 倍割れ、すなわち解散価格を下回っている。天下の利益 1 兆円銀行、三菱 UFJ をはじめメガバンクにしてそうである。これを参考にできるだろうか？ 国民の貴重な財産であるゆうちょ銀行の株を PBR1 倍割れで上場させるのか？

これが銀行株や保険株が強い理由である。すくなくとも秋までは堅調だろう。

まあ、類似企業としては、メガバンクではなく地銀を参考にするというほうが納得的かもしれない。スルガ銀行のように PBR が 2 倍を超えているケースや京都銀行のように PER が 25 倍近い銀行などもあるから、正直、どんなプライスがつくか、まったくわからない。

もう一度、繰り返そう。この相場の根底にある舞台装置は、政府主導で用意されたもの。投資家はその政府がお膳立てした舞台のうえで、ダンスを踊っている、あるいは踊らされているだけである。あるものは確信犯的に、またあるものは何も気づかずに。



#### 利益相反に関する開示事項

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

- ・当社は、本レポートの内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。
- ・記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。
- ・過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。
- ・提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。
- ・当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。
- ・投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。
- ・本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号  
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会