

## 日銀ショックと今後の相場展開

4月28日、日銀の「ゼロ回答」を受けて日経平均は前日比600円超も下落、会合結果が出る前の前引けからは約900円安と完全にショック安商状となった。ただ、当日のこの値動きだけに関して言えばちょっと過剰反応というか、日銀の追加緩和に賭けていた短期筋の投げ売りが主導したものだ。追加緩和期待の短期トレード、これも一種の「日銀プレー」だというのは、その物色の中身が短絡的過ぎたことでわかる。上昇時に買われたのは銀行株を筆頭とする金融と不動産。反対に追加緩和見送りで売られたのもこれらのセクター。不動産株はいいとして、おかしいのは銀行株が買われたことである。

日銀がマイナス金利を導入して以来、もっとも売られてきたのが銀行だった。貸出金利が下がって収益が圧迫されるからという単純明快な理由である。だったら追加緩和があれば、一段と金利体系全般に下押し圧力がかかって銀行はさらに苦しくなるはず。それなのに今回買われたのは一部で報道された「貸出支援基金」にマイナス金利を適用するという観測があったからだ。銀行は預金など調達側でマイナス金利にできないから貸出金利だけつぶれてしまうのが悪材料視されていたわけだが、この措置がとられれば日銀から金利をもらうという形でマイナス金利の調達もできるようになるということが好感された。

でもこれはちょっと考えれば、そんなにおいしい話はないということがわかる。最近では日銀の追加緩和観測でTIBORも下がってきており、仮に追加緩和があれば市場金利が一段と下がる。そうすれば市場連動型の貸出金利で得られる金利収入がさらに減少することになって、いくら日銀からマイナス金利をもらっても元も子もない(この点は[大槻奈那のレポート](#)もご参照)。むしろ、日銀から銀行への補助金だという批判が高まって、ずっと下げていない短プラの引き下げ圧力になるかもしれない。トータルで考えれば銀行の収益にとっては、プラス面よりマイナス面のほうが大きい。こうしたことを考慮しない銀行株物色は短絡的であり、それゆえ投機性が強いと言える。

日経平均は、先々週4営業日で1300円も上げた。過度な期待で上げた分が失望で剥落した。先週末の日経平均の終値1万6000円台半ばでPER15倍というのは現在のフェアバリュウに着地したとも言

えるだろう。そこまでの下げで止まるなら「いってこい」となっただけ。

その後、日本の祝日の間に海外で大幅に円高になったのも、かなり投機的な動きだと思うが、それを受けて海外の日経平均先物も売られた。今日の東京市場は1万6000円の攻防となりそうだが、ただ、こちらには米国経済指標の弱さや欧米株安の要因が含まれるから、必ずしも日銀失望だけでここまで売られたわけではない。

そもそも追加緩和があるとどうして株が買われるのか？理論的には金利低下はキャッシュフロー割引率の低下という経路で株価評価を引き上げるが、それはあくまでも理屈の話。株価は企業業績を反映して決まるとすれば、追加緩和⇒円安⇒業績改善⇒株高という流れだ。追加緩和⇒株高というダイレクトの関係ではなく、間に円安による好業績という要因が入る。

では今回、仮に追加緩和があったとしても円安になったかといえば疑問である。今回追加緩和があったとしたらどういう内容になっていただろうか。国債買取額の増額は限界に近いし、マイナス金利の拡大も今はまだ弊害の方が多い。おそらくETFの買い入れ額を増やすというのが中心になっていただろう。その場合、株式市場にはインパクトはあっても為替に働きかける効果は薄い。米国から「為替操作」をけん制される状況ではなおさら手段がETF中心になるだろう。まして為替レートの決定要因であるフローの構造は、貿易赤字が減少し経常黒字が膨らんでいる。こういう環境で円安にもっていったかどうか。

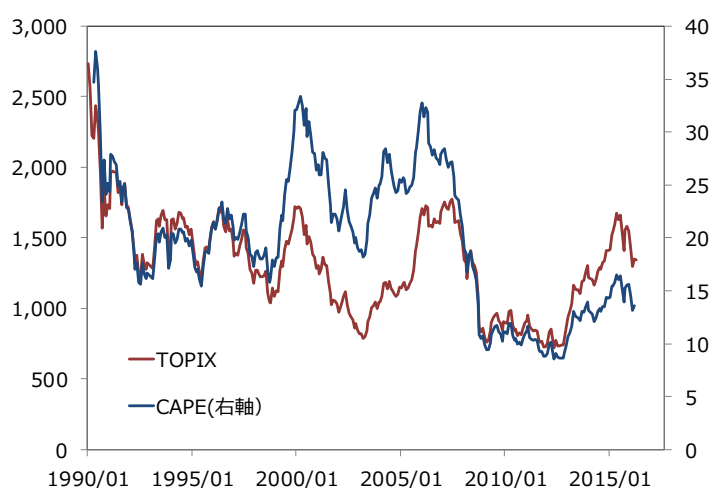
円安による業績改善期待を伴わず日銀のETF買だけで株価が上がったとしても、一時的な押し上げ効果しかなかったのではないか。

やはり基本は企業業績に尽きる。ただし、足元報道されている減益懸念というのは、もうすでに織り込んでいるだろう。業績が悪くなるから「売る」というのは、少なくともファーストステージは過ぎた。すでに「売られた」のであって、これから円高⇒減益というテーマでの売りが新規で出るとは思わない(その材料で売る投資家は相当遅れている)。問題は業績が伸びないなかで上値を買えるかという点。すなわちバリュエーションの上限に達してこれ以上の拡大は望めないという意見がある。

これまで何度も述べている通り、金利がマイナスになるまで低い世界ではバリュエーションは切り上がる。アメリカでさえPER17倍だ。それにバリュエーションというのは、いろいろあって、特に通常のPERと

というのは単年度の最終利益をもとにした尺度だから、振れやすいという欠点がある。イェール大学のロバート・シラー教授は 10 年の平均利益を用いて、景気循環による利益変動を均す CAPE というものを提唱している。特損特益の振れも排除するために経常利益を使った TOPIX の CAPE をグラフに示した。

TOPIXとCAPEの推移(1990年～)

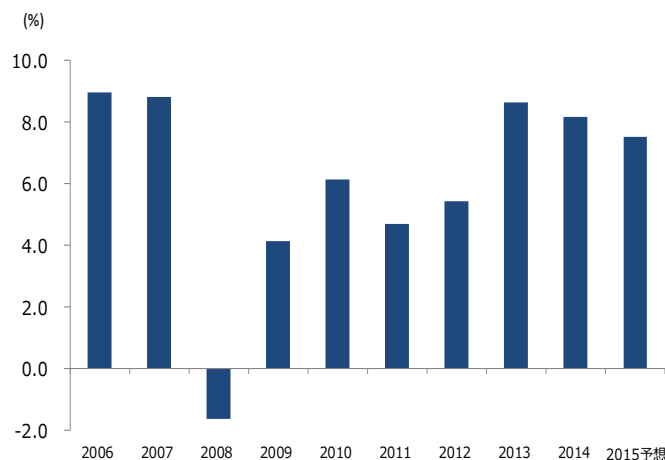


(出所) QUICKよりマネックス証券作成

80年代末のバブルのとき、ITバブル、そしてリーマンショック前などは明らかに異常に高いバリュエーションだが、現在は全然低い。まったく過熱感や割高感がない。景気循環調整の PE でみればバリュエーションはまだ拡大余地がある。

純資産対比のバリュエーション、PBRも低すぎる。ただ、PBRというのは自己資本に対するプレミアムを示すもので、言い換えるなら ROE の期待値をどれだけ織り込んでいるかという指標。昨今の日本株の低迷は、実は ROE が伸びていないことが根本的な理由だと僕は思う。2014 年の成長戦略で日本は欧米並みの ROE を目指すと謳った。では実際に ROE は高まったかというと逆に低下している。外国人が日本株を売ってきたのは、アベノミクスに対する失望と言われるが、それを数字で明確に表しているのがこの ROE の 2 期連続低下ではないか。

東証一部上場企業のROE推移



(出所)QUICKデータよりマネックス証券作成

ROE の目途としてよく引き合いに出される 8%が資本コストだとすれば、足元ではそれをクリアできていない。これでは企業価値を毀損する。PBR1 倍割れがあり得る理論的根拠である。

だから日本株が上昇するためには、まずこの ROE の低下に歯止めをかけることが大切だ。単に増益になるとか減益になるとかではなくて、自己資本に対する利益水準を意識した経営を行う姿勢をみせることだ。自己資本は赤字にでもならない限り増えていく。だから利益が伸びないなら、資本が増えすぎないようにする。端的に言えば、キャッシュを使うこと。おカネはおカネを生まない。マイナス金利ならなおさらだ。使い道がないなら、自社株買いや増配など株主還元姿勢を見せる。昨年度、5 兆円を超えて過去最高を更新した自社株買いは今年もさらに増えるだろう。そうした ROE 向上への姿勢が認められれば、単年度の利益の一桁程度の増減はあまり問題視されないと思う。

もういちど日銀の緩和策に戻ると、株式相場という観点からはこれからは過度な緩和期待というのは後退していくのではないかと。目先はサミット、参院選などを控えて財政政策への期待が高まる。そして何よりも自助努力、企業が ROE を意識して株主還元の手を緩めない姿勢を見せてもう一度外国人の長期マネーを呼び込む。そうして、日銀が ETF 購入枠の増額で後押しすれば、再度日経平均は 1 万 8000 円程度を夏前には回復できるだろう。



#### ご留意いただきたい事項

マネックス証券(以下当社)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。当社が有価証券の価格の上昇又は下落について断定的判断を提供することはありません。

本レポートに掲載される内容は、コメント執筆時における筆者の見解・予測であり、当社の意見や予測をあらわすものではありません。また、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。

当画面でご案内している内容は、当社でお取扱している商品・サービス等に関連する場合がありますが、投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、投資勧誘を目的として作成したものではありません。

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。

当社でお取引いただく際は、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。お取引いただく各商品等には価格の変動・金利の変動・為替の変動等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。信用取引、先物・オプション取引、外国為替証拠金取引をご利用いただく場合は、所定の保証金・証拠金をあらかじめいただく場合がございます。これらの取引には差し入れた保証金・証拠金(当初元本)を上回る損失が生じるおそれがあります。

なお、各商品毎の手数料等およびリスクなどの重要事項については、「[リスク・手数料などの重要事項に関する説明](#)」をよくお読みいただき、銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断で行ってください。

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