

# SMC金融・経済マーケットレポート

Reporter Your Financial Brain SMC 豊島 健治

## 地価と株価と金利

(地価と株価が示すもの)

不動産投資信託(REIT、通称レイト)が商業用不動産取得を加速している。理由はREITにお金がドンドン集まってくるからだ。これまでREITに資金を投じるのは、超低金利に飽き足らない個人投資家が主体だった。保有預貯金の一部をREITに移動させ、資産全体の利回りを高めるのがその目的である。しかし、最近個人だけでなく、資金を持て余している地方銀行等もREITへの投資を活発化させていると聞く。これも、約4%のREITの利回りが目的である。そこには、かつてのような不動産値上がり期待は微塵もなく、あるのは利回りを高めたいという健気な姿である。こうした動きは、不動産が金利商品(金利によって価格が変動する)に近づいていることを私達に告げている。

先日、日経新聞に「株価指標の国際比較」というデータが出ていた。興味深いデータだったので、そのまま転記してみる。

	英	日	米	独
PER	20.2	18.6	17.9	15.5
PBR	1.7	1.65	2.1	1.9
ROE	10.3	8.8	16.1	10.0
長期金利	5.22	1.675	4.77	4.39
イールド・スプレッド	0.27	3.695	0.82	2.06

(イールド・スプレッドはマイナス)

これを見ると、日本の株価も、かつての日本基準ではなく国際基準にかなり近づいてきているのを感じるが、上表で唯一際だって違っているのは長期金利とイールド・スプレッドである。

イールド・スプレッドという数値は、「長期金利 - 株式益回り」で算出する。日本の長期金利は1.675%だから、イールド・スプレッドが3.695%ということは、株式益回りが5.37%になっていることを示している。

株式益回りとは、PER(株価収益率)の逆数である。と云っても解りにくいだらうが、株式益回りが5.37%とは、平均1株当りの利益が平均株価の5.37%であることを表している。つまり、今の平均株価で株式を購入できるとすれば、株式投資は平均5%以上の利回りを享受できることを意味している。

平均利回りが5%以上!これは現在の金利水準からするとかなり魅力的である。銀行の1年物定期預金は限りなくゼロに近いし、10年物国債のリターンも上がってきたとはいえ未だ2%未満である。であれば、定期預金に預けたり国債を買ったりする行動は金利から見れば合理的ではないということになるし、株価は割安な水準に置かれているということになる。

昔は、といってもたった10年余り前の話だが、日本株式市場においてイールド・スプレッドはプラスが当たり前だった。マイナスになるなど考えられなかった。イールド・スプレッドが長期金利を下回っただけで株価は割安と云われた。それがマイナスに突入して何年にもなり、いつの間にかイールド・スプレッドは大幅マイナスであることが当たり前となった。

何がどう変わったのだろうか。

これは私の推測に過ぎないが、日本経済が成長から成熟へ、そしてバブル崩壊を経てインフレからデフレ基調に変化したことと重なっている。

成長経済では、株式が長期金利(国債)より割高に買われるのが当たり前だった。それが今や極端な割安状態となった。それは、経済が成熟化したことを示すと共に、デフレ下で長期金利が異様に低下したことを示している。それが現在のイールド・スプレッドの姿である。成長が見込めない株式市場では、株価は金利の動きに連動して動く傾向を強めるのだ。

とはいえ、日本の株式市場のイールド・スプレッドの水準は行き過ぎである。今後何年かかけて修正されゼロ付近に向かうものと思われる。

ゼロになるためには、PERが上昇する(結果として株価が上がる)か長期金利が上がるか、あるいは両方が同時に起こるかである。PERそのものは既に国際水準になっている。とすれば、長期金利が上昇してマイナスを解消すると見るのが妥当かもしれない(企業の利益水準が大幅に上がれば別であるが)。

不動産は金利商品に近づいている。企業の成長性が期待出来なければ、株式も金利商品に近づく。成熟経済では、期待というマインドよりも金利という事実の方が強くなる(と思う)。