



コラム

「柏原延行」の Market View

#78 株価は既に割高なのか？（その2）

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで、チーフ・グローバル・ストラテジストを務めます柏原延行です。

このコラムは、2017年10月23日付「[株価は既に割高なのか？（その1）](#)」の続きです。

今週に入っても、日経平均株価は続伸し、15営業日連続の上昇と、戦後に東京証券取引所が取引を再開して以来、最長の連騰記録となりました。安倍政権は株式市場にフレンドリーな政権という認識のもとで、衆議院選挙の与党勝利を株式市場は歓迎しているものと思われます（政治的な意見を表明するものではありません）。

加えて、米議会上院が税制改革の前提となる予算決議案を可決したとの報道などを受けて、米ドル高・円安となったことも、我が国株式のサポート要因となっています。経済・投資環境の分析において重要な減税案（税制改革）について、成案を得る可能性が従来より高まっていると思われます。

米国で減税が実施されると、米国での「景気加速＋株高＋金利上昇」に繋がり、一方で我が国において（10年国債金利をほぼ0%に誘導する）金融政策が継続されると、日米金利差の拡大により、「米ドル高・円安＋我が国の株式の上昇」となる可能性が高いと考えます。

我が国株式の一段の上昇によって、割高・割安を判断するバリュエーション指標の重要性は、ますます高まっています。前回のコラムでは、まず、海外の株式市場と比較した日本株の予想PERをお示しし、米国より割安、ドイツより割高な状況を踏まえ、突出して割高とはいえないとの判断をご説明させていただきました（なお、1株当たり予想利益の情報ソースによって、予想PERは大きくことなることに注意が必要なこともコメントしました）。

今回のコラムでは、（海外市場との比較ではなく）我が国株式の予想PERを過去と比較することで、現在の株価水準を分析してみたいと考えます。

「 $\text{予想PER} = \text{株価} / 1 \text{株当たり予想利益}$ 」と定義されるため、株価を主人公として考えると、「 $\text{株価} = \text{予想PER} * 1 \text{株当たり予想利益}$ 」となります。

したがって、株価の上昇のためには、①予想PERの上昇（バリュエーションの拡大）、②1株当たり予想利益の上昇が必要です。

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

株式市場にフレンドリーとされる安倍政権が民主党（当時）から政権を奪還した選挙は、2012年12月16日投開票の日程で行われた第46回総選挙です。

そこで、2012年12月21日からの日経平均株価の予想PERの推移をみてみましょう（図表1、情報ソース：ブルームバーグ）。

図表1からは、足元でバリュエーションの拡大が起きていることが分かります。

加えて、過去の予想PERの推移をみると、大きくその値は上下していることと、平均値は約18倍であり、直近の数値とほぼ一致することが分かります。

すなわち、過去と比較した場合、現在の予想PERは、過去の平均値であり、（割高でも、割安でもない）ほぼ妥当な水準であると考えています。



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。

※平均は2012年12月21日～2017年10月20日（週次データ）の平均値。

決算発表などのタイミングでなければ、（次の期の）予想利益が大きく変動することは通常まれですが、11月には中間決算の発表シーズンを迎え、一定以上の予想利益の上方修正が期待できると考えています。

ただし、我が国株式の一段の力強い上昇には、バリュエーションの拡大も必要であると、私は考えています。

バリュエーションの拡大が期待できるかを、次回コラムで考えたいと思います。

（2017年10月24日 9:00執筆）

【当資料で使用している指数についての留意事項】

日経平均株価に関する著作権並びに「日経」および日経平均株価の表示に対する知的財産権その他一切の権利は、すべて日本経済新聞社に帰属します。

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.78%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。