



コラム

「柏原延行」の Market View

#79 株価は既に割高なのか？（その3）

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24日付「[株価は既に割高なのか？（その2）](#)」の続きです。

日経平均株価は、約22,500円まで上昇し、堅調な動きとなっています。このような状況の中、（その1）、（その2）では、頻繁に利用される割高・割安を判断するバリュエーション指標のひとつである予想PERを利用し、日経平均株価が割高な状況となっているのかを検討しました。

具体的には、まず、予想PERの仕組みをご説明した上で、水準自体ではなく、他の市場や過去の推移と比較して、判断することが重要である旨をお伝えしました。そして、我が国株式は、海外市場との比較では突出して割高とはいえないこと、過去との比較では、2012年12月の安倍政権成立以降の平均値に近いことをご説明しました。

「 $\text{予想PER} = \text{株価} / 1 \text{株当たり予想利益}$ 」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。

昨年末を基準時点として、「① 1株当たり予想利益（ブルームバーグ予想）」と「② 日経平均株価」の上昇率をみると、4月に入り、対象の期が変わると予想利益が大きく増加し、その後は緩やかに上昇を続けていることが分かります（図表1）。加えて、日経平均株価と1株当たり予想利益の動きはリンクしておらず、株価は予想PERの変化により、変動していることも分かります。

図表1：1株当たり予想利益と日経平均株価の推移

2016年12月30日～2017年10月31日：日次



※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。

※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。

現在、中間決算の発表が始まっており、企業の予想利益は上方修正されることが期待されますが、加えて、今以上の日経平均株価の力強い上昇には、バリュエーションの拡大（予想PERの上昇）が必要であると私は考えております。

それでは、バリュエーションが拡大するためには、どのような条件が必要でしょうか？

予想PERで利用される「1株当たり予想利益」は、次期の予想利益データを利用することが多いと思われます（なお、利益の変化をスムーズにするため、今後1年間の日数に応じ次期、次々期の決算期予想利益を加重して算出する方法などもあります）。

しかし、どう考えても、「企業の価値、すなわち株価」が、次の期の予想利益のみによって決定されると考えることは不自然です。なぜなら、企業は継続的に事業を営んでおり、長期的な視点で、会社の価値は判断する必要があるからです。

例えば、次の期は、ある事業への種まき時期であるため、利益水準が低く抑えられるものの、その後は、事業が花開き（新商品の発売など）、継続的に高い利益が期待できる場合、（次期の予想利益のみから考える投資価値より）実際の企業の投資価値（＝株価）は高いと考えることが自然です。したがって、この場合、「次期の1株当たり予想利益」から算出される「予想PER」が他の銘柄（or市場）と比較して高いことが正当化されることとなります（ちなみに、アマゾンの予想PERは265倍と高い水準となっています、10/31時点、ブルームバーグの予想PER）。

すなわち、日経平均株価の予想PERが上昇するためには、次々期以降の利益成長への期待が必要です。

企業利益を予想する方法としては、商品毎の販売額予想や、利益率予想を積み上げて行うことが一般的と考えますが（ボトムアップベースと呼ばれます）、このような方法による利益の予想は、（業種により異なりますが）通常将来2期程度までしか精度良く推定できないと私は考えています。

したがって、結論として、（独自の成長ストーリーがある銘柄以外では）バリュエーションの拡大には、利益成長の裏打ちとなる経済環境に関する期待が一番重要であると私は考えています。

1990年代前半以降のバブル崩壊局面から、我が国では経済に関する閉塞感が強い時期が続いてきたと思われます。

2017年9月11日付コラム「[労働分配率の低下を考える（その1）](#)」や10月2日付け「[労働分配率の低下を考える（その3）](#)」でご紹介したとおり、「国内企業物価（最終財）の底打ち」や「企業がお金を使い始める可能性があること」が経済環境への期待を高める可能性を私は重視しています。

結論として、我が国株式は、中長期的視野に立った場合、バリュエーションの拡大による株価上昇も期待できると考えております。

（2017年11月2日 15:00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。