



## 市川レポート

## 日本株、再上昇か失速か？

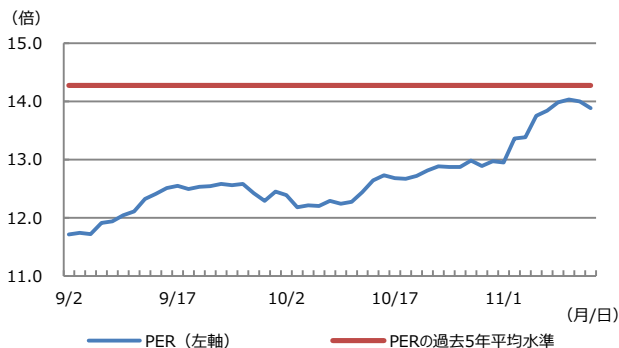
- 日経平均のPERは足元で過去5年平均の14.3倍に近づきつつあり、割安感の修正が進んでいる。
- EPSは企業による業績予想の下方修正などから大きく低下、ただ株価にはある程度織り込み済み。
- 米中協議の進展次第で日経平均は24,000円程度まで上昇へ、昨年末のような混乱はなかりう。

## 日経平均のPERは足元で過去5年平均の14.3倍に近づきつつあり、割安感の修正が進んでいる

日経平均株価は11月12日に終値ベースで23,500円台を回復した後、上昇一服となっています。これは、米中協議の先行きに、やや懸念が強まったことが主な要因と思われる。実際、先週末には関税撤廃を巡り、米中両国の意見の食い違いが表面化したほか、今週は中国が米農産物購入の数値目標を合意に盛り込むことに難色を示しているとの報道もみられました。

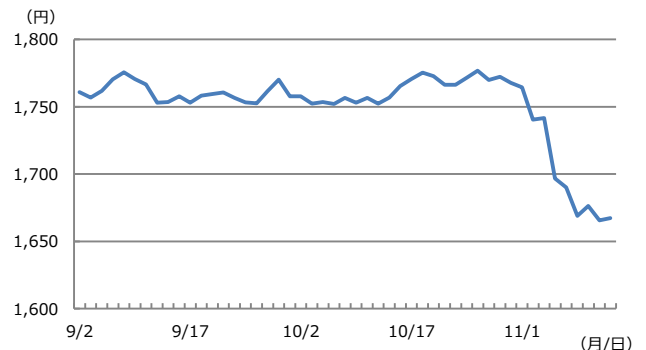
ここで、23,000円台を回復してきた日経平均株価について、割高、割安の度合いを確認してみます。具体的な尺度として、株価を1株あたり利益（EPS）で割った、株価収益率（PER）を用います。PERは、9月2日時点で11.7倍でしたが、11月14日には13.9倍まで上昇しています（図表1）。過去5年平均は、14.3倍ですので、割安感が修正され、平均的な価格水準に戻ってきたといえます。

【図表1：日経平均株価のPER】



(注) データは2019年9月2日から11月14日。PERは予想利益ベース。  
(出所) 日本経済新聞社、Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：日経平均株価のEPS】



(注) データは2019年9月2日から11月14日。EPSは予想利益ベース。  
(出所) 日本経済新聞社のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



## EPSは企業による業績予想の下方修正などから大きく低下、ただ株価にはある程度織り込み済み

一方、EPSに目を向けると、11月に入り大きく低下していることがわかります（図表2）。今回の中間決算では、製造業を中心に、通期の業績予想を下方修正する企業が目立ったため、EPSの低下はこれを反映した動きと推測されます。しかしながら、株式市場はある程度、下方修正を織り込んでいたため、EPSが低下するなかでも、日経平均株価が大きく下落することはありませんでした。

このように、PERの上昇とEPSの下落が鮮明になっているため、足元で日経平均株価の上昇が一服しても、それほど違和感がありません。ここから、安定的に株価が上昇するには、業績予想の改善、すなわち、EPSの上昇が必要となります。ただし、それには次回以降の企業決算などをみていく必要があるため、EPS主導の株高となるには、しばらく時間がかかると考えられます。

## 米中協議の進展次第で日経平均は24,000円程度まで上昇へ、昨年末のような混乱はなかり

以上を踏まえると、日経平均株価は、しばらく上値の重い動きも予想されます。ただ、日経平均株価のPERは、過去5年平均である14.3倍近くまで戻ってきたところですので、まだ多少の上振れ余地があると考えられます。例えば、EPSが直近水準のままで、日経平均が24,000円を回復したとしても、PERは14.4倍程度ですので、割高という水準ではありません。

年内の米中貿易協議で、第一段階の合意が成立し、12月15日に予定されている対中制裁関税の発動が見送られる流れとなれば、PER主導で日経平均が24,000円程度まで上昇する余地は残っているとみています。もちろん、合意に時間がかかれば、株安が進む恐れはありますが、米中貿易協議の長期化は、すでに株式市場に織り込み済みと思われ、昨年末のような混乱には至らないと考えています。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会