

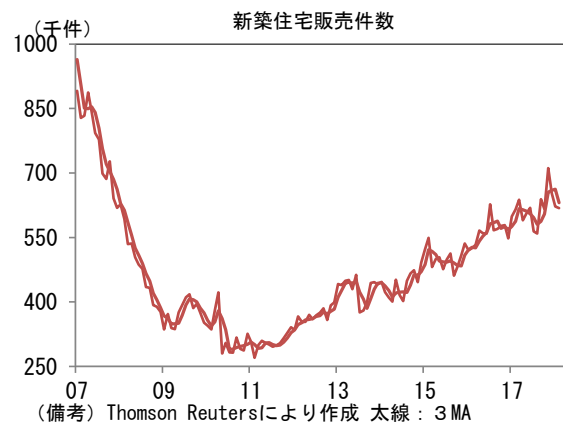
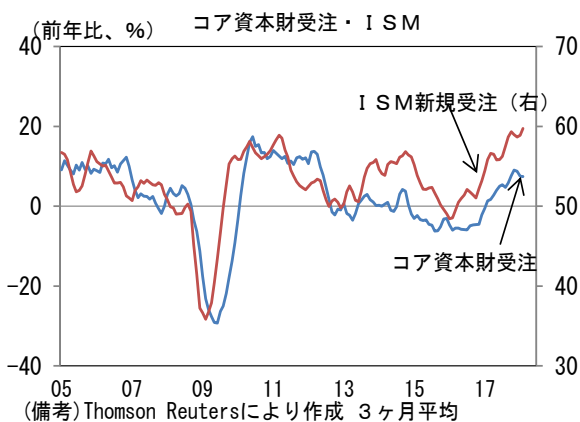
日経平均2万円の高度測定 “やや割安” ～現状は平均並み～

2018年3月26日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 2月米耐久財受注は前月比+3.1%と市場予想（+1.6%）を上回り、2ヶ月ぶりに増加。航空機が民間・国防ともに大きく伸びたことから輸送用機器が+7.1%と強く、全体の数値を押し上げた。もっとも、輸送用機器を除いたベースでも+1.2%と強く、コア資本財受注（除く非国防財・航空機）は+1.8%と大きく伸びた。同項目の3ヶ月前比年率は+3.5%、同3ヶ月平均は+0.6%と基調は下向きながらも、その減速ペースは緩やかになりつつある。ISM新規受注が異例の高水準を維持していること等に鑑みれば、コア資本財受注は先行きも（前年比では）増加基調を維持するものと判断される。
- ・ 2月米新築住宅販売件数は前月比▲0.6%と市場予想（+4.6%）に反して減少。過去分は上方修正されたものの、3ヶ月連続の減少で2017年10-12月期をピークに基調は下向きに転じている。もっとも、NAHB住宅市場指数の強さに鑑みれば、弱さが持続する可能性は低いと判断される。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・ 前日の米国株は大幅続落。米中貿易摩擦に対する懸念などから幅広い銘柄に売り波及。WTI原油は65.88ドル（+1.58ドル）で引け。
- ・ 前日のG10通貨はJPYが最強となった反面、USDの弱さが目立った。USD/JPYは日本時間午前105を割り込むとその後同水準で一進一退。EUR/USDは1.23半ばでの推移が続いた。
- ・ 前日の米10年金利は2.814%（▲1.1bp）で引け。マクロ面指標が強弱区々となるなか、株式市場の下落を横目に金利低下。欧州債市場（10年）はドイツ（0.527%、▲0.2bp）、フランス、イタリア、スペインが何れも金利低下。対独スプレッドはスペインがややタイトニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株安に追随して安寄り後、もみ合い（10：30）。
- ・日本株は、TOPIXが2018年1月23日の直近ピーク（1911pt）から3月23日（1664pt）までに12%程度下落。日経平均の23日終値は20617円と2万円割れが視野に入ってきた。
- ・TOPIXの予想P E Rは23日時点で13.2倍と約1年ぶりの低水準にあるが、これは過去5年平均に概ね等しく、現状は割高でもなく割安でもないという評価が妥当だろう。TOPIXの予想P E Rは2013年以降、14倍を中心に16倍を上限、12倍を下限に推移してきた。P E R16倍近傍まで上昇した後、急落に見舞われるというケースは2013年央、2015年央に次いで今回が3回目。
- ・ここで日本株の高度を測定しておく。過去の例に当てはめ下値メドを測ると、P E Rが13.5倍まで低下すると1700pt、13.0倍なら1640pt、12.5倍なら1580pt、12.0倍なら1520ptが目安となる。N T倍率12.5を用いて日経平均に換算すると13.5倍なら21250円、13.0倍なら20500円、12.5倍なら19750円、12.0倍なら19000円となる。足もとの好調なファンダメンタルズ等に鑑みると、さすがにP E R12倍、日経平均19000円には距離がある印象だが、上述の米中貿易摩擦等のリスク要因を踏まえると、P E R12.5倍の日経平均19750円は想定しておいた方が良好だろう。日経平均の2万円割れは“やや割安”、19000円は“割安”といったところか。
- ・このように日経平均2万円の攻防戦はP E R12.5倍から13.0倍の間で展開されることになる訳だが、足もとの増益基調（アナリスト予想ベース）が大きく崩れなければ、先行きは徐々に水準を切り上げる可能性が高い。アナリスト予想が実現すれば、1年後の株価はP E R12.5倍の時にTOPIX1755pt、日経平均21835円、13倍ならTOPIX1815pt、日経平均22700円に達することになる。目下、アナリスト予想はやや慎重化しているが、減益に転じるには相当な距離があり、増益基調そのものは崩れないと考えられる。従って、中長期的な強気見通しは維持して良いと判断される。

