

# Market Flash

発表日: 2018 年 11 月 6 日 (火)

## 割安なのに過熱寸前の日本株

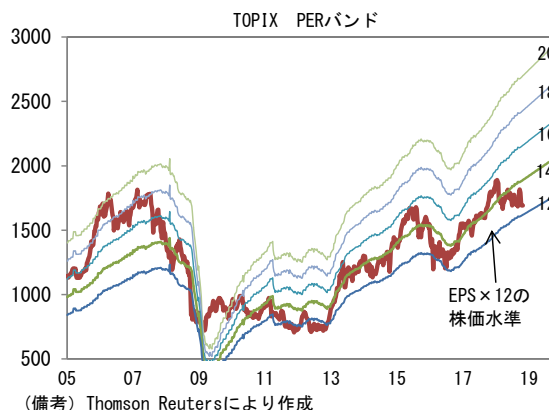
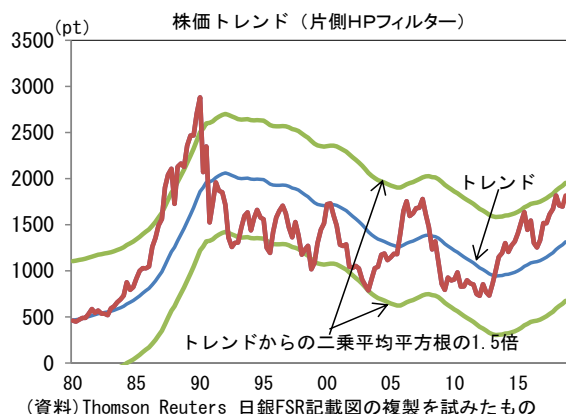
～目下の株価水準は長期トレンドを大幅に上回っている～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-452)

- ・日経平均は年率 10%程度の上昇カーブを描き、先行き 12 ヶ月で 25000 に到達しよう。
- ・USD/JPY は米利上げ打ち止めが視野に入中、先行き 12 ヶ月で 100 へと下落しよう。
- ・日銀は現在の YCC を 2020 年春頃まで維持するだろう。
- ・FED は 2019 年後半に利上げを小休止する可能性があるだろう。

### < #日本株 #PER #片側HPフィルター #トレンドから大幅に乖離 >

- ・10月の株価下落を受けてTOPIXの先行き12ヶ月予想PERは、2013年以降の下限である12倍近傍まで低下。足もとのPERは1桁%後半の増益トレンドに強く疑問を投げかけているかのようなバリュエーションである。日本経済は春先以降、自然災害の影響もあって足踏み状態にあるが、米国経済が順調に拡大するなど世界経済のマクロファンダメンタルズは堅調であり、こうした割安感に違和感を覚える投資家も多いだろう。
- ・他方、日銀が金融システムレポートに掲載しているヒートマップに目を向けると、こちらは過熱感を示す一手手前の領域に株価が位置している。日銀は片側HPフィルターで長期トレンドを抽出し、そこからの乖離の二乗平均平方根に1.5倍を乗じた領域を閾値として、その範囲外にあると「過熱」と判定している。この尺度では2015年央に過熱サインが点灯したほか、2018年前半も過熱領域に近い水準に達していた。日銀は直近の金融システムレポートで「株価は、好調な企業業績もあってバリュエーション面で目立った割高感は見られない」としながらも「トレンドを上回り、『赤』に近い『緑』で推移している」との見解を示している（赤は過熱、緑は正常）。（※下図は当方が再現を試みたもので日銀算出の数値と一致しているかは不明 E-Views使用  $\lambda=400,000$ ）
- ・PER低下を巡っては、一次産品価格の上昇によって本邦企業のマージンが圧迫される、未だマクロ指標に反映されていない米中貿易戦争の影響がいずれ表面化する、英国のBREXIT協議の難航・決裂とイタリア財政を巡る不安によって欧州経済が減速するなど様々な懸念が指摘されているが、単に現状の株価水準がトレンドの上方に位置していることが効いているのかもしれない。多くの投資主体が含み益を抱えており、益出しの対象になり易いという単純な理由が指摘できる。

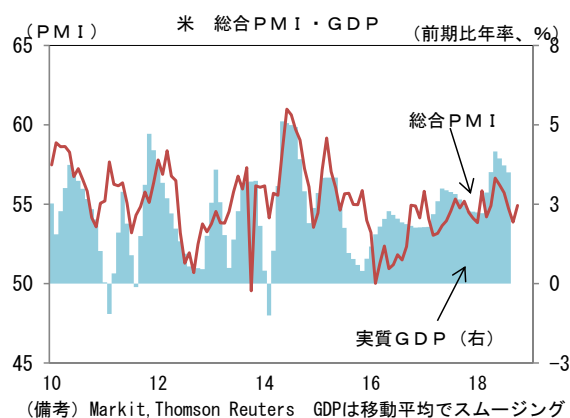
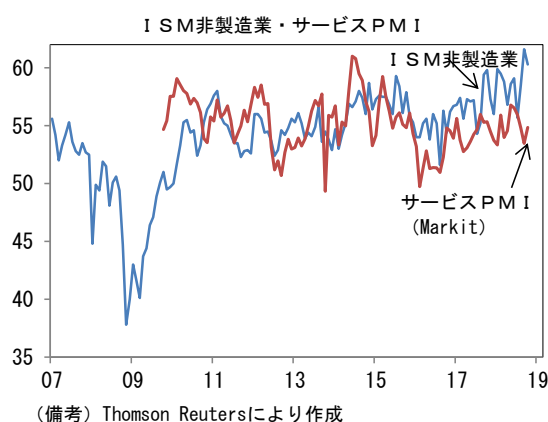


### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- 日本株は米国株高に追随して高寄り後、上げ幅拡大 (10:00)。米中間選挙に対する見方は①「下院: 民主、上院: 共和」の見方が支配的で、次に②「共和・共和」も相応に意識されている。②なら政策運営停滞の可能性が後退し株価にポジティブとなろう。他方、可能性は非常に低い③「民主・民主」なら株式市場にネガティブだろう。減税廃止と金融規制復活が意識される可能性がある。

### 【海外経済指標他】

- 10月ISM非製造業景況指数は60.3へと1.3pt低下したものの、市場予想 (59.0) は上回った。他方、同日発表されたサービス業PMIは54.8へと1.3pt改善。また総合PMIは54.9へと反発し、3Qの順調な滑り出しを示唆。減税による成長率押し上げ効果がピークアウトしても、潜在成長率を明確に上回る軌道が崩れるとは考えにくい。



### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- 前日の米国株は上昇。中間選挙を控えた様子見姿勢が強い中、10月の株価下落を取り戻す動きに。WTI原油は63.10ドル (▲0.04ドル)。
- 前日のG10通貨はGBP (+0.55%) がやや強含んだ以外に大きな動きはみられなかった。GBP上昇はBREXIT関連で一部前向きな報道があったことが背景。USD/JPYは新規の材料に乏しいなか113前半で一進一退。
- 前日の米10年金利は3.201% (▲0.1bp) で引け。長期・超長期ゾーンで金利低下となり30年金利は3.428% (▲2.6bp) で引け。欧州債市場 (10年) はドイツ (0.426%、▲0.2bp)、フランス、イタリア、スペインが概ね横ばい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。