

## 低すぎるP E Rに違和感

2013年11月27日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部  
藤代 宏一

TEL 03-5221-4523  
16:14 現在

<主要株価指数>		
	終値	前日比
日経平均株価	15449.63	▲65.61
T O P I X	1247.08	▲5.94
N Yダウ	16,072.80	0.26
D A X (独)	9,290.07	▲9.88
FTSE100 (英)	6,636.22	▲58.4
CAC40 (仏)	4,277.57	▲24.4
上海総合※	2,198.31	15.241

<外国為替>※		
ドル円	101.58 円	0.29 円
ユーロ円	137.98 円	0.52 円
ユーロドル	1.3583 ドル	0.001 ドル

<長期金利>※		
日本	0.606 %	▲0.013 %
米国	2.708 %	▲0.021 %
英国	2.732 %	▲0.038 %
ドイツ	1.687 %	▲0.035 %
フランス	2.159 %	▲0.026 %
イタリア	4.064 %	▲0.023 %
スペイン	4.159 %	0.002 %
オーストラリア	4.200 %	▲0.079 %

<商品>		
N Y原油	93.68 ドル	▲0.41 ドル
N Y金	1241.40 ドル	0.20 ドル

※は右上記載時刻における直近値。図中の点線は前日終値。  
(出所) Bloomberg

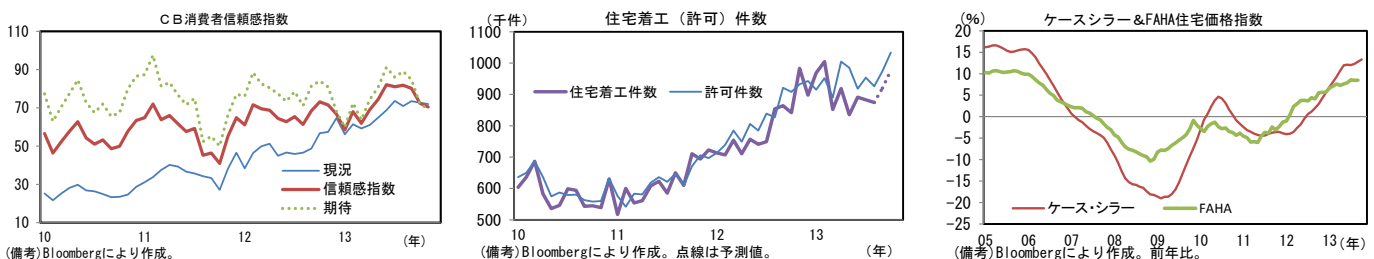
### 【海外株式市場・経済指標】 ～着工許可件数はサプライズ～

26日の米国株式市場、N Yダウ平均株価はほぼ変わらず。前日比+0.26ドルの16072.80ドルで取引を終了。米経済指標は好感されたものの、このところのラリーの反動も意識され上げを帳消しにした。

11月C B消費者信頼感指数は70.4と、政府機関閉鎖の影響を受けた前月(72.4)から更に悪化。現況(72.6→72.0)、期待(72.2→69.3)が共に低下、消費者マインドの悪化に歯止めがかかっていない。

9・10月住宅着工許可件数はそれぞれ97.4万件、103.4万件となり、市場予想(93.5万件、93.0万件)を大幅に上回った。過去1年間の許可件数から着工件数を簡易的に試算すると、11月には年前半並みの水準を回復することになる。

9月ケース・シラー住宅価格指数(20都市)は前年比+13.3%と前月(+12.8%)から加速。季節調整済前月比は+1.03%となった。指数レベルは2008年初まで回復。もっとも、同指標の公表値は3か月移動平均値で算出されるため、FAHA住宅価格指数が既に軟化していることを踏まえると、今後は上昇幅の縮小が示唆される。9月FAHA住宅価格指数の3ヶ月前比年率は5月の11.9%から9月時点で7.7%まで減速している。

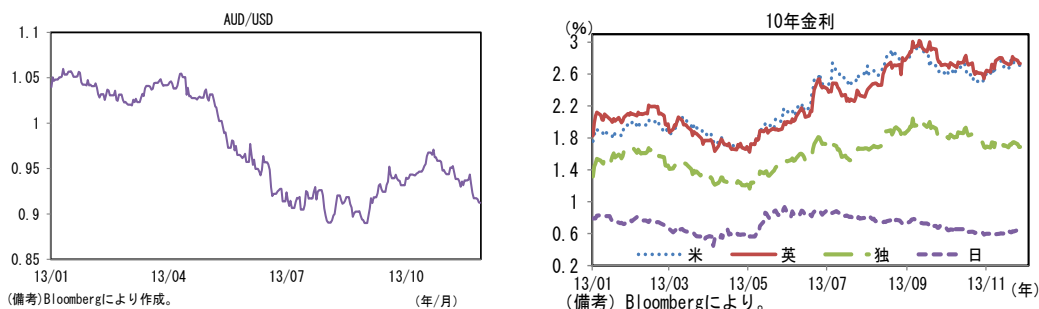


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 【外国為替相場・債券市場】 ～口先介入の効果発揮（RBA）～

26日の海外時間はCHF・EUR・JPY・GBPが強く、AUDが弱かった。USD/JPYは住宅着工許可件数の強い結果を受けて上昇したものの、CB消費者信頼感指数の悪化を受けて下落に転じた。EUR/USDも同様の展開で1.35台後半まで上昇。他方、引き続き弱さが目立ったのがAUD。AUD/USDは11/20につけた0.9434から僅か1週間足らずで10/26に一時0.91割れ。RBA総裁の口先介入が思惑どおりに効いている。

米10年金利は▲2.1bpの2.71%。無難な5年債入札を受けて5年金利を中心に低下（▲3.1bp、1.30%）。独10年金利は▲3.5bpの1.69%。クーレECB専務理事の発言（マイナス金利関連）なども意識され欧州債市場は全般的にラリー。カーニー総裁のハト派発言を受けた英10年金利の低下も目立った（▲3.8bp、2.73%）。



## 【国内株式市場・経済指標】 ～短期的な調整はいたしかたない～

27日の東京株式市場、日経平均株価は続落。前日比▲65.61円の15449.63円で取引を終了。欧米株高の頭打ちを受けて安く寄り付いたものの、下値での押し目買いに支えられ下落幅を縮小。

日本株は2日続落となったが、これは騰落レシオが110近傍で高止まりするなど短期的な過熱感が意識されたことが大きい。夏場の欧米株に対するアンダーパフォームを修正する動きは当面継続しよう。

## 【注目点】 ～低すぎるPERに違和感～

米株が連日のように史上最高値を更新するなかでその高PERが話題になる一方、日本株のそれは米住宅バブル期を大きく下回っており、良くも悪くも日本株の過熱感が高まらない状況が続いている。

飽くまで尺度の一つに過ぎないが、イールドスプレッド（株式益回り－10年金利）をみると13年春先から両者の乖離が鮮明になり、米国のそれが既に過去平均（2006年～直近＝約4.2%）と同程度まで縮小したにも拘らず、日本のそれは過去平均（約5.4%）よりも1%ほど高い6%台前半で高止まりしている。仮に日本株のイールドスプレッドが米国株と同様に過去平均まで縮小していた場合（金利一定、PER17倍）、TOPIXは1470pt、日経平均は18250円程度まで上昇していた計算になる。

現在の米国株や過去の日本株を引き合いに出せば、PERが18倍程度まで上昇しても大きな違和感はないのだが、現状はそれに遠く及んでいない。今次局面が「金融緩和＋業績拡大」という好条件下にあることを踏まえると、現状の低いPER（約14.5倍）に違和感を覚える。



## 【予想レンジ（5営業日以内）】

NYダウ平均株価 15900～16150ドル 日経平均株価 15200～15700円 ドル円 100.50～102.50円

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。