

EPS・PERの動きから国内株式の先行きを探る

2011年以降の国内株式市場では、EPS(1株当たり利益)、PER(株価収益率)、株価の動きに一定のパターンが認められました。ある外的ショックを受けると、PERが先ず反応し、その後にEPSの動きが続きました。このパターンに従えば、国内株式に対しては当面警戒的なスタンスで臨む必要があるようです。

株価の分解

株価は、理論的にEPS（1株当たり利益）とPER（株価収益率）に分解することができます。EPSは企業が一定期間に生み出した利益の総額を発行済株式数で割った数字です。PERは市場参加者がその企業の株価がEPSの何倍までなら株式を保有するかを示す、いわば企業への信頼感・評価を示す指標です。PERはその企業の収益性、収益の安定性・成長性、ビジネスモデルへの信頼感、経営者への評価など、様々な要因から導かれ、バリュエーションとも呼ばれています。

$$\text{株価} = \text{1株当たり利益(EPS)} \times \text{株価収益率(PER)}$$

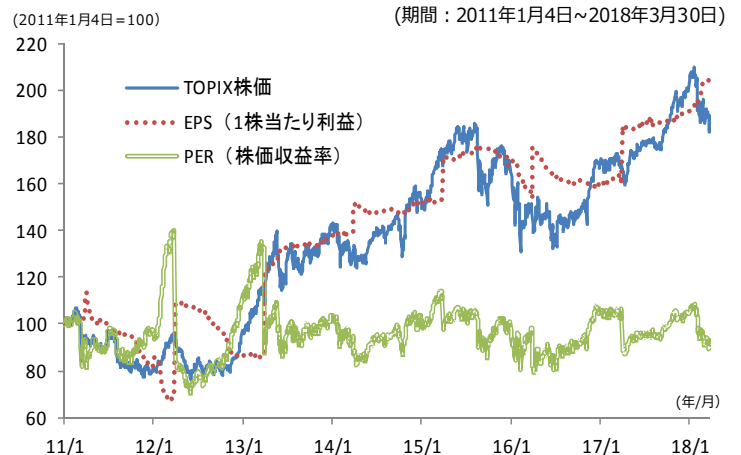
PERがEPSに先行

2011年以降の東証上場企業全体（TOPIX）の株価およびEPS、PERの水準を振り返ると、この間の株価上昇を牽引したのは、PERつまりバリュエーションの拡張ではなく、EPSの成長だったことがわかります（図表1）。

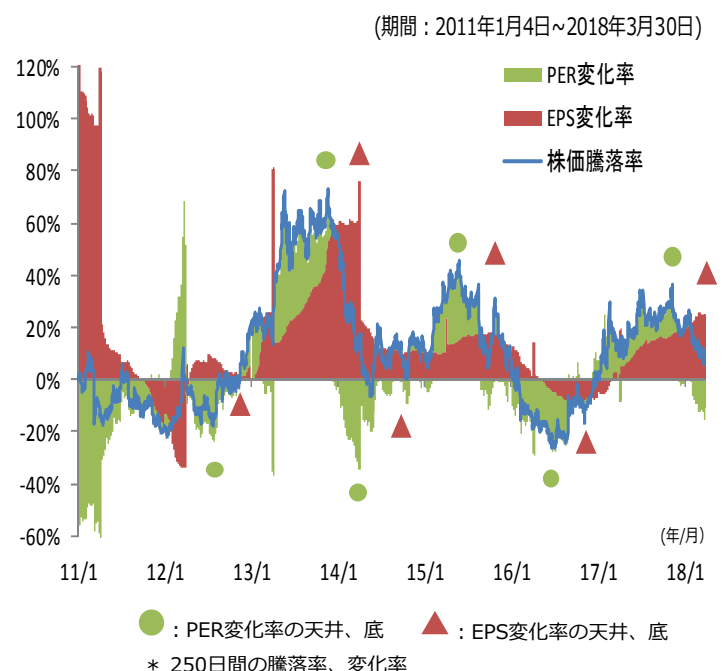
しかし、250日間の株価騰落率をEPS変化率とPER変化率に分解すると異なった姿が見えてきます（図表2）。図表2の赤の部分はEPSの変化率、緑の部分はPERの変化率で、赤に緑を加えた青の折線が株価の騰落率を示します。この間、青（株価の騰落率）は統計上、赤（EPSの変化率）の動きよりも緑（PERの変化率）の動きにより大きく依存してきました。また、青、赤、緑とも循環し、さらに緑の循環が赤の循環に先行していることも読み取れます。何らかの外的ショックを受けると、先ず市場参加者の思惑が変化してPERが上下し、その後に実際の企業収益であるEPSが続く動きをたどりました。この間、緑が天井(底)●をつけて平均5ヵ月経過すると赤が天井(底)▲をつけました。

次のページでは、日本株式のPER、EPSの変化に先立つ「外的ショック」とは何かを考えてみました。

図表1 株価（TOPIX）の分解



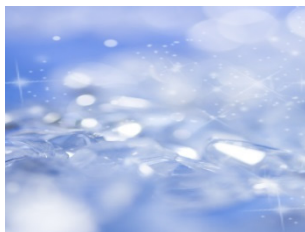
図表2 株価騰落率をPER、EPSの変化率(*)で分解



(図表1-2の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



外的ショックは為替レート

前頁の図表2にドル円レートを加えたのが図表3です。為替市場で円安(円高)が一定期間続くと、先ずPER(緑)が上昇(低下)し、その後を追いかけるようにEPS(赤)が上昇(低下)しました。日本株式の動きに影響を与える「外的ショック」の1つが為替レートだったと考えることができます。過去のパターンに従えば、今回は2017年11月にPERが天井をつけているので、EPSは本年4月前後に天井を打つと予想されます。足元で円高が進行していることも、この予想の裏付けとなっています。

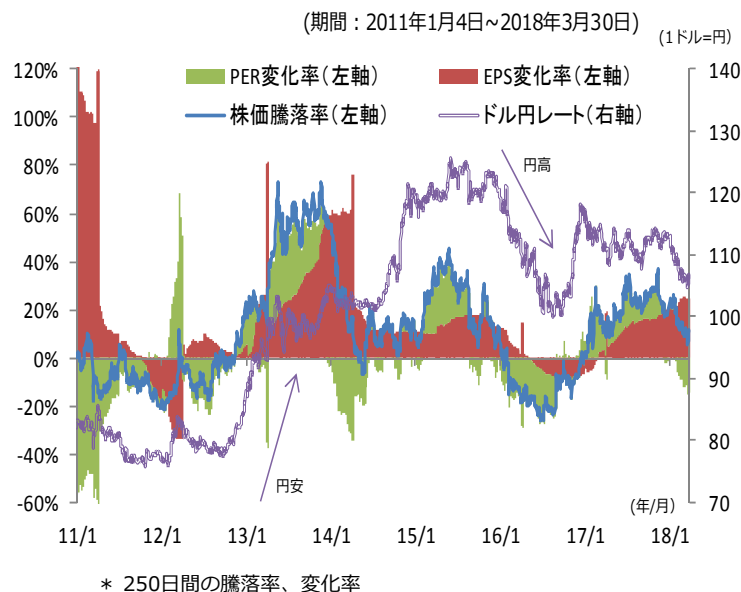
今後の見通し

近年、生産拠点を海外に移す外需企業が増加するとともに内需企業の存在感が高まってきたことから、上場企業の収益と為替レートの関係が薄れてきたという意見が聞かれます。しかし、実際の株価は依然としてドル円レートの影響を色濃く受けていることがわかります(図表4)。

足元の円高ドル安基調の根底に、11月の中間選挙を控えてトランプ政権がドル安を選好するとの見方や、日本銀行の来年以降の金融政策の「変化」に着目した円高観測があるなら、現在の円高基調が短命に終わるとは予想しにくいと考えています。日本株式は、足元の円高基調に加えて国内の政治不安、米中貿易摩擦、北朝鮮問題を背景にしばらく不安定な相場展開が継続すると考えています。既に低下し始めたPER(緑)に加えて、EPS(赤)も早晚下げ始めると考えられます。

しかし、5月の決算発表で警戒的な19年3月期の収益ガイダンスが発表されて悪材料が出尽くし、外国人の売りも一巡すると思われることから、その前後には、日本株式も米国株式を追う形で下値を切り上げる展開に戻っていく可能性もあります。仮に円高基調が反転すればPERやEPSの低下が止まることも期待されます。いずれにしても、為替レートから目が離せない相場展開がしばらく続くと考えています。

図表3 株価騰落率、PER・EPSの変化率(*)とドル円レート



図表4 TOPIXとドル円レート



以上 (作成：投資情報部)

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が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。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額×購入口数×上限3.78%(税抜3.5%)
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様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)の実質的な負担

純資産総額×実質上限年率1.991088%(税抜1.8436%)程度

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額×上限年率0.01296%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号: 岡三アセットマネジメント株式会社

事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業

登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)