

## 日経平均は伸び悩みのなかバリュエーションの魅力が高まる 横山 泰史

業種:日本株ストラテジー

### サマリー

・日経平均は年初から+6.6%の上昇。9月に年初来高値をつけたあと、今ひとつ勢いに乗れない展開が続く。

・日経平均のバリュエーションは14倍程度。来期の増益期待が円安、半導体不足の解消により高まれば見直されよう。

### 伸び悩む日経平均

昨日の日経平均は前日比+40円(+0.1%)の2万9255円で引け、年初からの上昇率は前年末比+1811円(+6.6%)となった。日経平均は9月14日に年初来高値となる3万795円をつけた後、今ひとつ勢いに乗り切れていない展開が続いている。その背景には今月31日に投開票が予定されている衆院選において、自民党が議席数を大きく減らすことに対する不安感や半導体不足による生産調整、原油高などがある。一方で、円安やデジタル社会の本格化に向けて世界中で設備投資が積極化するなどプラス材料もみられる。今月末から本格化する3月決算企業の上期決算では、コロナ禍における勝ち組、負け組の2極化した決算となるであろう。最近では、トヨタや米アップルといった業界のなかでも調達力が高い企業までもが半導体を中心とした部材の調達に苦戦していることが報道されている。トヨタの生産の回復は来年1-3月期となる可能性が高く、関連企業は影響を免れないといえようが、半導体不足はコロナの落ち着いたき、サプライチェーンの捩入れ、増産投資などによって改善に向かうことが予想され、来期以降の増益期待となる。

### バリュエーションの見直し期待

足元の日経平均のバリュエーションは、予想PERで14.2倍である。この水準は過去と比較してフェアバリューな水準であるといえ、今後、日経平均が上に行くのも下に行くのも今後の業績が重要といえよう。今後の注目は企業業績の見通しが上向くことによるバリュエーションの見直しだが、来期の業績が今期比で5%の増益となると、日経平均が3万3000円でPER15.3倍、10%で14.7倍となる。来期の10%の増益は内需の回復と円安、そして半導体不足の改善によって十分に達成可能な水準であるとみており、日経平均は3万円どころか3万3000円も視野に入り始めてきたといえよう。

### 東京市場マーケットデータ

2021/10/20 現在

日経平均	2万9255円
東証1部売買代金	2兆7099億円
時価総額	744兆9306億円
日経平均予想PER	14.2倍
日経平均PBR	1.3倍
日経平均配当利回り	1.8%

出所: Quick

### 日経平均パフォーマンス

年初来高値	3万795円	2021年9月14日
年初来安値	2万6945円	2021年8月20日

出所: ブルームバーグ

### 国内株式売買代金ランキング

2021/10/20 現在	株価前日比
1 ソフトバンクグループ	4.4%
2 日本郵船	▼3.7%
3 レーザーテック	▼0.3%
4 任天堂	▼3.9%
5 東京エレクトロン	0.0%
6 ソニーグループ	0.6%
7 三菱UFJ	1.3%
8 川崎汽船	▼4.2%
9 商船三井	▼2.3%
10 ファーストリテイリング	0.6%

出所: Quick、アイザワ証券作成

### 日経平均と予想PERの推移(倍、円)



## 日本株の状況

### 9月は堅調な相場展開

#### 先週の終値は2万9000円を回復

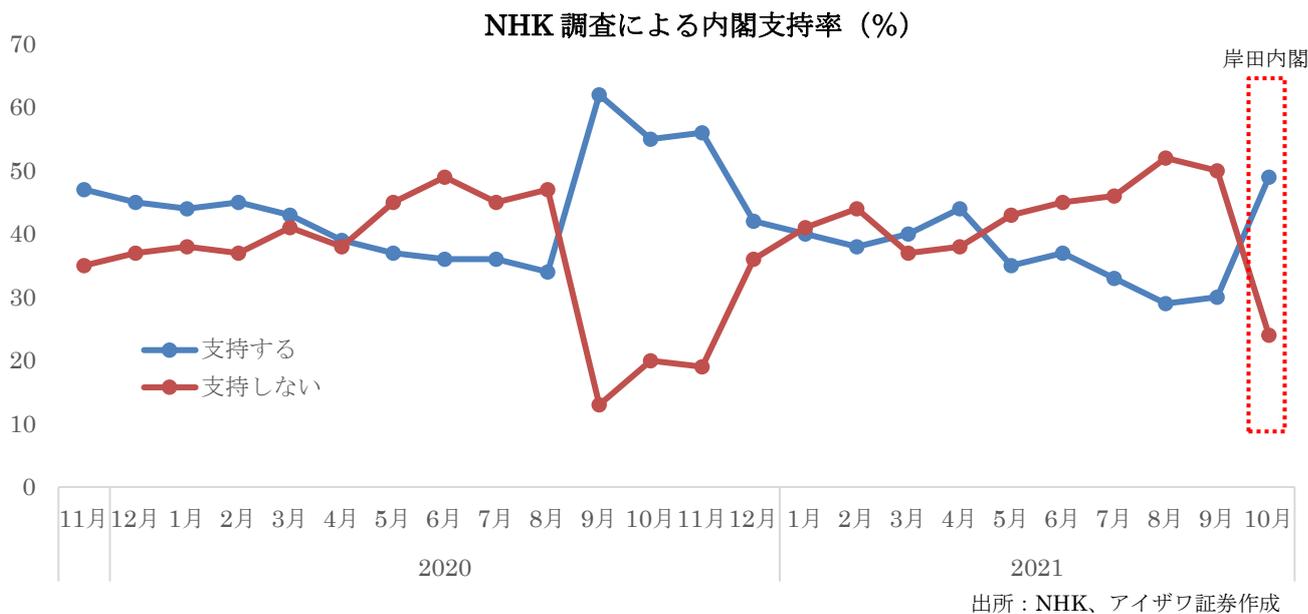
今年に入り、日経平均は8月に年初来安値、9月に年初来高値をつけるなど過去2ヵ月間で目まぐるしく乱高下した。10月に入って上旬には9月の上昇分を吐き出す局面もあったが中旬には持ち直している。ここに来て日経平均のバリュエーション、企業業績、円安ドル高といったものが見直され始めてきたといえよう。昨日の日経平均は前日比+40円(+0.1%)の2万9255円で引け、年初からの上昇率は1811円(+6.6%)となった。日経平均は9月14日に年初来高値となる3万795円をつけた後、今ひとつ勢いに乗り切れていない展開が続いているのが現状である。



### 予想PERは14倍台

足元の日経平均の予想PERは14倍程度と、過去と比較しても割高感はない水準であり、フェアバリュー程度で推移しているといえ、バリュエーション的には今期の企業業績の下振れリスク、来期の減益リスクを織り込み始めてきたといえ、今月末に投開票が予定されている衆院選の結果についてもリスク要因として織り込まれている水準といえよう。





## 安定政権が外国人買いにつながるが。。。

株価の上値の重しともいえる政治リスクだが、NHK の世論調査によると、岸田内閣の支持率は 49%と低支持率でのスタートとなっている。菅政権末期の 30%割れと比較では上回る水準ではあるが、国民の人気が高いとはいえ、今月 31 日に投開票が予定されている 4 年ぶりの衆院選では自民党は大幅に議席を減らし、単独で過半数割れとなる可能性も出ている。ただ、対立する野党に政権交代を迫る勢いが無いことを考えると、現在の自公連立政権に大きな変化ないと思われる。しかしながら、岸田政権が安定した長期政権を築くとの見通しは遠のく。日本株の上昇には外国人買いが大きな原動力となるといえようが、外国人投資家は、政権が長期で安定しないことには国内外で大胆な政策を推し進めることに支障が出ると考えることから、政治の不安定性を嫌う傾向にある。衆院選の結果次第では外国人買いに支障が出てきそうである。

## 政策期待の高まりに期待

一方で、過去の衆議院解散後の日経平均のパフォーマンスをみると、堅調である。前回の解散は 2017 年 9 月 28 日であったが、28 日の終値 2 万 363 円が投開票日翌日の 10 月 23 日の終値は 2 万 1696 円と +6.5%の上昇であった。選挙期間中は政策期待が高まることで株高につながる傾向になると思われる。

## バリュエーションが見直されるか？

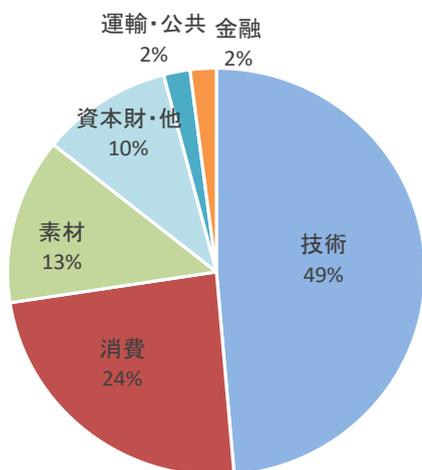
## EPSの成長に期待

### フェアバリュー程度であろう

衆院選の結果をやや不安視するものの、そのことが日経平均のバリュエーションをフェアバリュー程度に留めているとみている。今後、企業業績の見通しが上向き、安定政権の期待が高まるようならば、バリュエーションが見直されることによる上昇が期待できるといえよう。

来期に日経平均の予想EPSが5%の増益となると予想PERは3万円で14倍、3万3000円で15.3倍、10%の増益となると3万円で予想PERは13.3倍、3万3000円で14.7倍となる。つまり、バリュエーション的には、日経平均は3万円どころか3万3000円も視野に入り始めてきているといえる。

セクター別日経平均構成比



出所：Quick、アイザワ証券作成

足元では原油価格が一時およそ7年ぶりの高値をつけるなど上昇しており、エネルギー価格の高騰による企業業績へマイナス懸念が高まっている。そして、半導体不足が自動車、スマホなど最終製品へ生産調整の影響を与えている。しかしながら、今下期から来期にかけての企業業績は、①ワクチン普及によるコロナの落ち着いたき、②衆院選に向けた政策期待、③半導体不足の改善、④円安ドル高などにより、業績拡大のシナリオはまだ続くであろう。

日経平均の構成銘柄は上位からファーストリテイリング、東京エレクトロン、ソフトバンクグループ、ダイキンとなっているが、セクター別における構成比は、技術が49%と過半数、次に消費が24%の高い比率を占めており、この2セクターが全体の約3/4となっていて、日経平均に与える影響が大きい。技術は、電気機器、精密機械、自動車、通信、医薬品によって構成され、消費は小売、食品、水産、サービスによって構成される。技術は円安と半導体不足の回復によって、消費はコロナの落ち着いたきによる内需の回復、Gotoなど政策による挺入れによって今下期から来期に業績の改善が期待できるといえよう。

参考までに2014年からの日経平均の予想EPSの推移をみると、2014年初頭には1000円程度であったEPSは、足元では2000円を超えている。EPSの成長は2014年から足元までの約8年間で2倍程度となっている。この期間に日経平均は2014年1月6日終値の1万5908円が2万9255円となっており、こちらも約2倍に上昇している。日経平均の上昇は、企業利益の伸びを素直に織り込んだといえる。

日経平均予想EPSの推移（円）



出所：Quick、アイザワ証券作成

本資料のご利用にあたり、お客様にご確認いただきたい事項を、本資料の終わりに記載させていただきました。

## 来年は内需が回復

日経平均のEPSの今後の見通しだが、IMFによる世界経済見通しによると、2022年の世界経済の成長率は2021年と比較すると低下する見通しとはいえ4.9%の成長が予想されている。日経平均構成銘柄も基本的には世界経済の成長を牽引役として、グローバル企業の利益成長に期待しているが、来期は国内の内需関連企業の増益にも注目が高まるとみている。IMFによる日本の経済成長見通しを見ると、2021年が2.4%と前回から▼0.4ポイント引き下げられた。これは、想定以上に新型コロナの影響が長引いたことなどによる内需の落ち込みが織り込まれたことによるが、2022年の見通しは3.2%と前回予想から0.2ポイント引き上げられた。これはコロナの落ち着きによる内需の回復を織り込んでいるといえる。

	IMFによる世界経済成長率見通し (2021年10月)					前回比	
	2018	2019	2020	2021予	2022予	2021予	2021予
世界	3.0%	2.3%	▼3.1%	5.9%	4.9%	▼0.1pt	0.0pt
先進国	2.2%	1.6%	▼4.5%	5.2%	4.5%	▼0.4pt	0.1pt
新興国	4.3%	3.6%	▼2.1%	6.4%	5.1%	0.1pt	▼0.1pt
日本	0.6%	0.3%	▼4.6%	2.4%	3.2%	▼0.4pt	0.2pt
米国	3.0%	2.2%	▼3.4%	6.0%	5.2%	▼1.0pt	0.3pt
ユーロ圏	1.9%	1.3%	▼6.3%	5.0%	4.3%	0.4pt	0.0pt
中国	6.6%	6.1%	2.3%	8.0%	5.6%	▼0.1pt	▼0.1pt
ブラジル	1.8%	1.4%	▼4.1%	5.2%	1.5%	▼0.1pt	▼0.4pt
インド	6.1%	4.2%	▼7.3%	9.5%	8.5%	0.0pt	0.0pt
世界貿易↓	4.3%	1.1%	▼8.2%	9.7%	6.7%	0.0pt	▼0.3pt
石油価格	29.4%	▼10.2%	▼32.7%	59.1%	▼1.8%	2.5pt	0.8pt

出所：IMF、アイザワ証券作成

## 円安メリット

足元では、為替レートが円安方向に振れており、およそ3年11ヵ月ぶりとなる円安水準となっている。下図からみてとれるように、ドル円と米10年債利回りには連動して動く傾向がみられる。新型コロナの影響によって米10年債利回りは1%を切る水準にまで大きく落ち込んだが、足元では米国の景気回復とインフレ率の上昇期待に合わせて回復途上にあるといえる。今後の見通しでは、来月のFOMCの会合にてテーパリング(量的緩和の縮小)の開始が発表される可能性が高く、2023年にはFFレート(短期金利)の引き上げが予想される。このことを考えると米10年債利回りは2%を目指して上昇し、ドル円も更なる円安が定着する可能性が高いとみている。



出所：Quick、アイザワ証券作成

本資料のご利用にあたり、お客様にご確認いただきたい事項を、本資料の終わりに記載させていただきました。

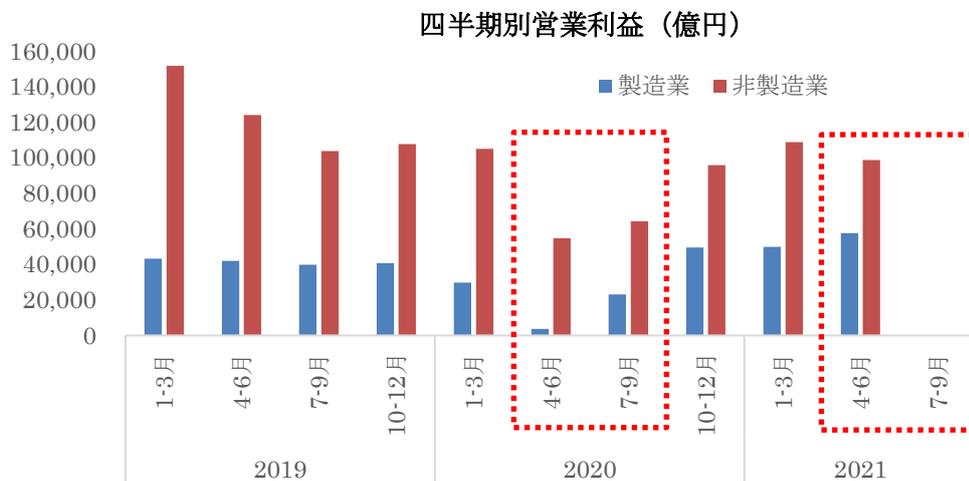


出所：Quick、アイザワ証券作成

## 今月下旬より上期決算が本格化

今月末から3月決算企業の上期決算発表(21年4-9月の6ヵ月)が本格化する。コロナ禍における今回の企業決算の特徴は、①比較となる前年同期の業績レベルが低かった、②好決算企業と悪い決算企業の2極化、である。財務省による四半期別法人企業統計によると、コロナ禍において20年4-6月の企業の営業利益は大きく落ち込んだ。製造業と非製造業を比較すると工場の稼働が停止した製造業の営業利益が大きく落ち込んだことがわかる。20年7-9月も引き続き厳しい状態が続いていたが、製造業では20年10-12月以降は回復が鮮明となり、コロナ以前の2019年を上回る水準である。企業業績は内需が厳しいなか、製造業を中心に堅調な外需が貢献していたことがわかる。上期の決算は前年同期の水準が低かった影響もあり、増益期待が高いといえよう。

今月末から本格化する3月決算企業の上期決算では、コロナ禍における勝ち組、負け組の2極化した決算となるであろう。最近、トヨタや米アップルといった業界のなかでも調達力が高い企業までもが半導体を中心とした部材の調達に苦戦していることが報道されている。トヨタの生産の回復は来年1-3月期となる可能性が高く、関連企業は影響を免れないといえようが、半導体不足はコロナの落ち着き、サプライチェーンの捩入れ、増産投資などによって改善に向かうことが予想され、来期以降の増益期待となろう。



出所：財務省 四半期別法人企業統計調査、アイザワ証券作成

本資料のご利用にあたり、お客様にご確認いただきたい事項を、本資料の終わりに記載させていただきました。

コロナ禍において企業決算が大きく 2 極化しているなか、銘柄選別の重要性が増している。今回は参考までに配当利回りに焦点をあてて銘柄スクリーニングを行った。米国と異なり日本では金利の上昇期待がなかなか高まらないなか、配当利回りの高い銘柄に注目できそうだ。

## JPX400 構成銘柄 配当利回り銘柄リスト

	銘柄名	市場	業種	株価(円)	予想PER(倍)	PBR(倍)	配当利回り(%)
9101	郵船	東証1部	海運業	8100	2.7	1.8	8.6
9104	商船三井	東証1部	海運業	6850	2.4	1.2	8.0
2914	J T	東証1部	食料品	2282	14.8	1.5	5.7
4502	武田	東証1部	医薬品	3195	20	1.0	5.6
1820	西松建	東証1部	建設業	3470	13.2	0.9	5.3
8316	三井住友	東証1部	銀行業	3872	8.8	0.4	5.2
9506	東北電	東証1部	電気・ガス業	777	16.8	0.5	5.1
9810	日鉄物産	東証1部	卸売業	5150	6.3	0.6	5.0
9504	中国電	東証1部	電気・ガス業	995	44.7	0.6	5.0
1720	東急建設	東証1部	建設業	821	17.9	0.9	4.9
8411	みずほ	東証1部	銀行業	1540	7.6	0.4	4.9
9508	九州電	東証1部	電気・ガス業	831	9.1	0.7	4.8
8308	りそなHD	東証1部	銀行業	438.1	7.3	0.4	4.8
8304	あおぞら	東証1部	銀行業	2697	10.4	0.6	4.7
5020	ENEOS	東証1部	石油石炭製品	464.7	10.6	0.6	4.7
9513	Jパワー	東証1部	電気・ガス業	1598	8.6	0.3	4.7
8892	日本エスコ	東証1部	不動産業	811	12.4	1.3	4.7
1808	長谷工	東証1部	建設業	1502	8	1.1	4.7
9503	関西電	東証1部	電気・ガス業	1072	13.6	0.6	4.7
7167	めぶきFG	東証1部	銀行業	240	6.9	0.3	4.6
8410	セブン銀行	東証1部	銀行業	243	14.4	1.2	4.5
8354	ふくおか	東証1部	銀行業	2108	8	0.4	4.5
8020	兼松	東証1部	卸売業	1350	7.5	0.8	4.4
8053	住友商	東証1部	卸売業	1623	6.9	0.8	4.3
8725	MS&AD	東証1部	保険業	3728	8.9	0.6	4.3
5334	特殊陶	東証1部	ガラス土石製品	1737	9.4	0.8	4.3
8630	SOMPOHD	東証1部	保険業	5000	13.9	0.8	4.2
2121	ミクシィ	東証1部	サービス業	2620	20	1.0	4.2
1861	熊谷組	東証1部	建設業	2896	7.2	0.8	4.1
8309	三住トラスト	東証1部	銀行業	3872	9.3	0.5	4.1
8306	三菱UFJ	東証1部	銀行業	655.3	9.8	0.5	4.1
1605	INPEX	東証1部	鉱業	971	8.3	0.5	4.1
4208	宇部興	東証1部	化学	2224	10.3	0.6	4.0
1821	三住建設	東証1部	建設業	498	7.7	0.8	4.0
5857	アサヒHD	東証1部	非鉄金属	2248	9.7	1.7	4.0
7259	アイシン	東証1部	輸送用機器	4245	7.6	0.7	4.0
9509	北海電	東証1部	電気・ガス業	518	5.7	0.5	3.9
3244	サムティ	東証1部	不動産業	2347	6.9	1.1	3.8
9502	中部電	東証1部	電気・ガス業	1305	13.1	0.5	3.8
3405	クラレ	東証1部	化学	1057	11	0.7	3.8
1719	安藤ハサマ	東証1部	建設業	794	9	1.0	3.8
5110	住友ゴム	東証1部	ゴム製品	1462	10.8	0.8	3.8
1812	鹿島	東証1部	建設業	1458	9	0.8	3.7
7202	いすゞ	東証1部	輸送用機器	1564	11	1.1	3.7
8795	T&DHD	東証1部	保険業	1518	55.3	0.6	3.7
4202	ダイセル	東証1部	化学	872	10.9	1.0	3.7

出所：Quick、証券など業績が振れやすい銘柄は削除、配当利回りは予想、株価は2021年10月20日終値、アイザワ証券

## 金融商品取引法に基づく表示事項

### ■本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等：アイザワ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 3283 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

当社が契約する特定第一種金融商品取引業務に係る指定紛争解決機関：

特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター（略称：FINMAC）

## 株式の主なリスク

株式は株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。お取引の際は、契約締結前交付書面をよくお読み下さい。

## お客様にご負担いただく手数料等について

国内株式は、取引口座に応じて以下の委託手数料（税込）をいただきます。

対面口座：約定代金に対し、最大 1.265%（最大 149,875 円、2,750 円に満たない場合は 2,750 円）

インターネット口座「ブルートレード」：インターネット発注 最大 1,650 円

コールセンター発注 約定代金が 55 万円以下の場合 1,650 円、

約定代金が 55 万円超 3,000 万円以下の場合 3,300 円

コンサルネット発注 約定代金に対し、最大 1.265%（最大 149,875 円、2,750 円に満たない場合は 2,750 円）

## アイザワ証券 免責事項

本資料は証券投資の参考となる情報の提供を目的としたものです。投資に関する最終決定は、お客様ご自身による判断でお決めください。本資料は企業取材等に基づき作成していますが、その正確性・完全性を全面的に保証するものではありません。結論は作成時点での執筆者による予測・判断の集約であり、その後の状況変化に応じて予告なく変更することがあります。執筆担当者または弊社と本レポートの対象企業との間には、重大な利益相反の関係はありません。このレポートの権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

LINE公式アカウント  
はじめました！

ベトナムを中心としたアジア情報  
をお届けします。

[友だち追加はこちらから！](#)



ID : @aizawa