

## market:update

金融経済の見通し

2024年1月15日

## 株式は依然として高い上昇ポテンシャルを有するとみられる

## 株価収益率(PER)の重要性

株価収益率(PER)は主に、株式のバリュエーションに関して現在と過去の比較、または他の株式との比較を可能にする評価尺度です。

加えて、PERは将来の株式リスク・プレミアム、すなわち国債と比較した場合の株式の追記期待収益率を推計するために使用することもできます。この場合、分子と分母を入れ替えて、株式の益利回り（一株当たり利益(EPS)/株価）を計算します。

益利回りを株式の今後10年間の名目パフォーマンスの推計値として使用し、10年国債利回りと比較されることがしばしばありますが、これは必ずしも適切ではありません。

益利回りは実質値であり、一定の前提の下で、通常10年以上の中期で期待される株式の実質パフォーマンスを示します。直感的には、10年国債利回りは投資開始時の予想インフレ率を織り込んでいると考えられますが、インフレ動向にかかわらず、この期待インフレ率は当該期間中に変化しないと考えられます。

対照的に、企業利益は実際のインフレ動向に強く影響を受けます。例えば、欧州経済は2022年に名目経済成長率で前年比約+11.6%となり、STOXX600でみた欧州の企業利益は同+約15.4%増加しました。物価連動国債は企業利益と同様、実際のインフレ動向の影響を受けるため、同一条件での比較のためには、益利回りを実質国債利回りと比較する必要があります。

益利回りは、過去の利益及び将来の期待利益のどちらに基づいて計算することも可能です。両者を10年間の株式の名目および実質パフォーマンスと比較することで、理論的な考察が実証的にも確認できることが示されます。

## 株式の益利回りは実質ベース年率値(%)

計算開始日	1969年12月31日	2003年6月30日	平均値	1969年12月31日	1969年12月31日
	益利回り 実績EPSベース	益利回り 12ヶ月先期待 EPSベース		名目パフォーマンス (年率)	実質パフォーマンス (年率)
米国	6.4	6.4	6.4	11.0	6.7
日本	4.2	6.8	5.5	8.2	5.4
ユーロ圏	7.3	7.8	7.5	10.3	6.1

出所: リフィニティブデータストリーム、メッツラー、2023年11月30日現在

益利回りは、株式の名目パフォーマンスより実質パフォーマンスをよく説明することが分かります。興味深いことに、期待利益に基づいた益利回りは2003年からしかかないにもかかわらず、両益利回りの平均値が最も実質パフォーマンスに近い結果となりました。

2023年11月末現在、両益利回りの平均値は、米国が約4.7%、日本が約6.6%、欧州が約7.7%となっています。

これに対し、10年物価連動債の実質利回りは米国が約1.7%、日本が約-0.6%、ドイツが約0.0%となっています（ブルームバーグのデータに基づく）。

従って、株式は中期的に高い期待リターンを提供し続けると考えられます。しかしその代償として、毎年のボラティリティの高さは許容する必要があるでしょう。



Edger Walli

メッツラー・アセット・マネジメント GmbH  
チーフ・エコノミスト  
エドガー・ヴァルク

# market:update

- 1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
- 5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります。当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 8.) 害について一切責任を負いません。
- 9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 10.) 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 11.) 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 12.) 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社  
〒100-0011  
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階  
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号  
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

W24-002