

◎注意事項をよくお読み下さい

りそな 経済フラッシュ

(日米欧 Market View : 日本株バリュエーション～日本株の妥当レンジを試算)

2024/5/31
りそなホールディングス 市場企画部
担当: 武居

○日経平均株価のコアレンジ : 37,000~40,000円

- 3月決算企業の本決算は、着地はコンセンサスを上回るなどまずまずであったが、来期の会社計画は保守的であった。[日米Market View : 3月決算企業の本決算と日本株への影響](#) で述べた通り、最終的に今期の着地はコンセンサス予想並みの水準となるが、マーケットがこれをおり込むのは次回決算以降、会社予想の上方修正傾向が鮮明となつてからであろう。
- 足元で国内長期金利が上昇していることも日本株の上値を抑えるだろう。TOPIXの前年比を要因分解すると、EPSやリスクプレミアム(TOPIXの益回りー国内10年金利)要因はプラス寄与なのに対し、国内金利要因はマイナス寄与である(図表1)。国内金利は日銀の金融政策正常化や米金利の高止まりを受けて上昇基調であるが、仮に今後横ばいとしても、前年対比での上昇が年末までは続き、上値を重くしよう。以上から、日本株は少なくとも次回決算まではレンジ相場入りする公算が大きい。日経平均株価は、38,200円程度を中心としたレンジ相場入りしたと考える。
- 以下、コンセンサスが充実しているTOPIXで日本株のバリュエーションを考え、最後に日経平均株価に変換する。TOPIXのPERは13~16倍程度で推移してきたが、今後は14.5~16.5倍程度で推移することを見込む。コロナ禍以降、日本企業の収益性が高まっている為である。妥当レンジを考える上では、残余利益モデルより導かれる

$$PBR = 1 + (ROE - \text{期待収益率}) / \text{期待収益率}$$

$$PBR = ROE \times PER$$

なる関係式が参考となる。導出は割愛するが、TOPIXの期待収益率は概ね6.3%程度と推計されており、ROEは9%程度と確認できることから、PBRは1.42倍、PERは15.5倍程度が妥当値と算出できる。PERのヒストリカル推移から、妥当値からの乖離水準を見積もると、概ね14.5倍~16.5倍で推移するとみられるという、前述の結果が得られる。

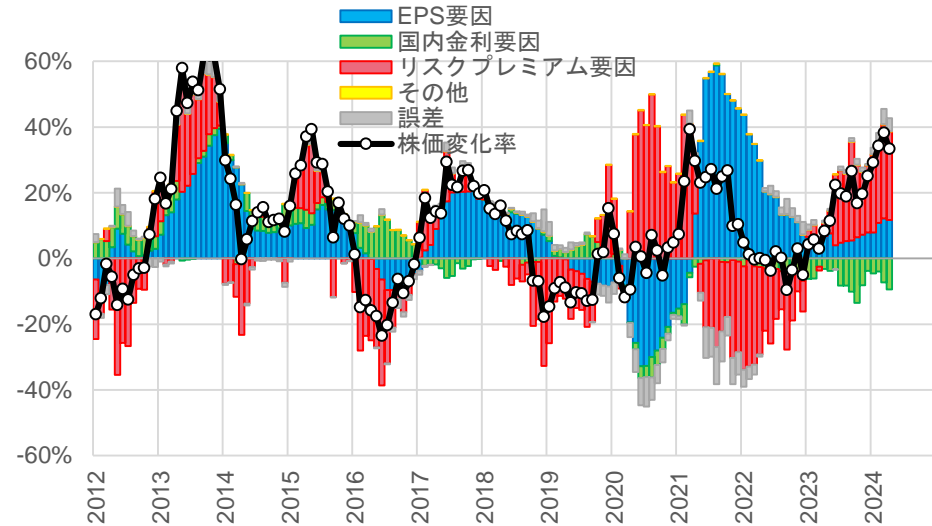
- 以上をまとめて、日経平均株価のコアレンジへと変換すると

日経平均株価のコアレンジ : 37,000円~39,500円
(下限 : 35,700円、上限 : 40,700円)

と考えられる(図表2)。

注 : PER : 株価収益率、PBR : 株価純資産倍率、EPS : 1株当たり純利益、ROE : 自己資本利益率

図表1 : TOPIXの前年比要因分解



図表2 : 日経平均株価のバリュエーション・マトリクス

		予想PER					
		14.5倍	15.0倍	15.5倍	16.0倍	16.5倍	
予想EPS (TOPIX)	10.0%	191	38,705	40,040	41,374	42,709	44,044
	7.5%	186	37,826	39,130	40,434	41,738	43,043
	5.0%	182	36,946	38,220	39,494	40,768	42,042
	2.5%	178	36,066	37,310	38,553	39,797	41,041
	現状	176	35,729	36,961	38,193	39,425	40,657
	-2.5%	169	34,307	35,490	36,673	37,856	39,039
	-5.0%	165	33,427	34,580	35,733	36,885	38,038
	-7.5%	160	32,548	33,670	34,792	35,915	37,037
	-10.0%	156	31,668	32,760	33,852	34,944	36,036

出所 : Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい

りそな 経済フラッシュ

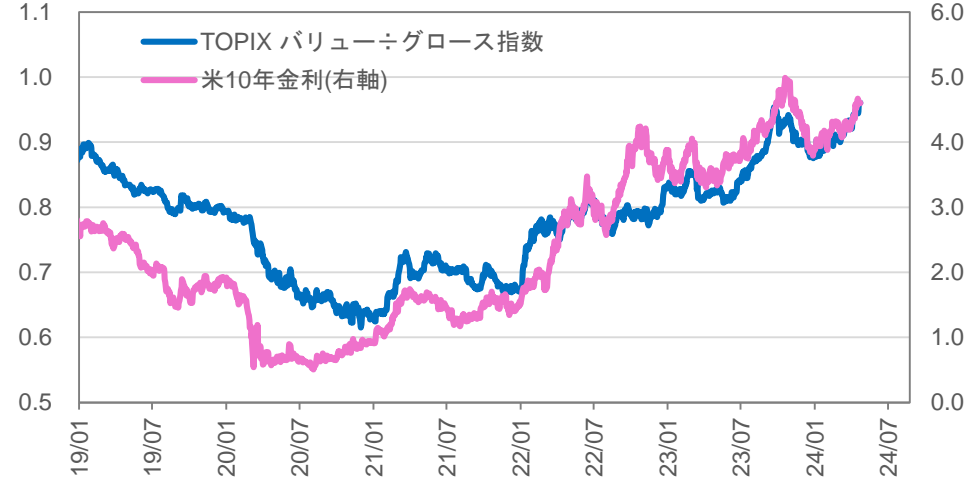
(日米欧 Market View : 日本株バリュエーション～日本株の妥当レンジを試算)

2024/5/31
りそなホールディングス 市場企画部
担当: 武居

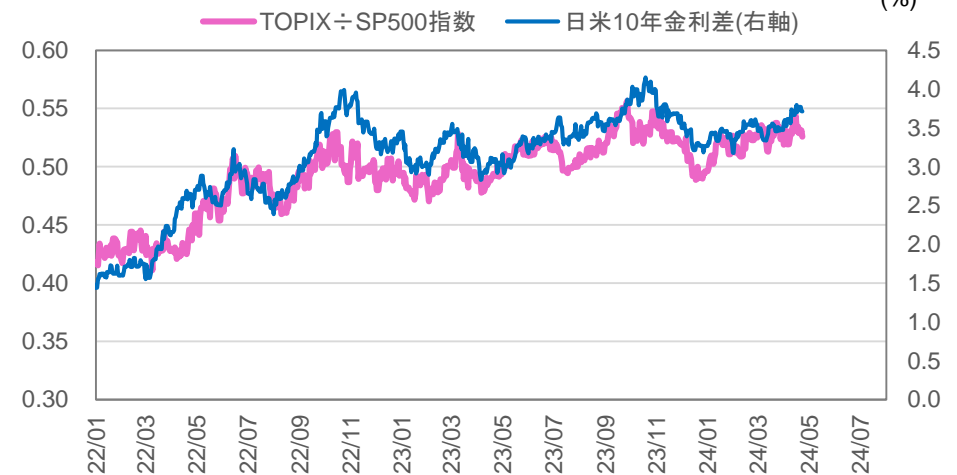
◎日本株の相対バリュエーション：米株に対する優位性が薄まった

- TOPIXの予想配当利回りは、2.26%と前月(2.37%)から低下(図表3)。日10年金利との利回り差は、1.20%ptと前月(1.46%pt)から低下した。リスクプレミアム(TOPIXの益回り-日10年金利)は、5.3%ptと前月(5.6%pt)から縮小した。前月末から今月にかけて、国内長期金利との見合いでは、TOPIXの割高感が高まった。
- TOPIX バリュエーション÷グロース指数は、米10年金利と概ね連動する(図表4)。例えば、米長期金利の低下は、米ハイテク株にとって良好な金融環境となるため、国内のハイテク株へも物色が向かいやすく、同指数は低下しやすい。前月から今月にかけて、FRBの利下げ見通しが後退する中で米長期金利は上昇し、同指数も上昇した。
- TOPIX÷SP500指数は、日米10年金利差と概ね連動する(図表5)。例えば、日米10年金利差の拡大は、日本が米国に対して相対的に緩和的な金融環境であることを意味するため、同指数は上昇しやすい。前月から今月にかけて、日米金利差は縮小し、同指数も低下した。
- 米インフレ率の高止まりは当面継続し、従って米長期金利も高止まりするとみられるが、国内金利も日銀の金融政策正常化期待等で上昇しており、日米金利差は縮小しにくかろう。バリュエーション÷グロースに対して優位となるが、日本株の米株対比での優位性は低下しよう。

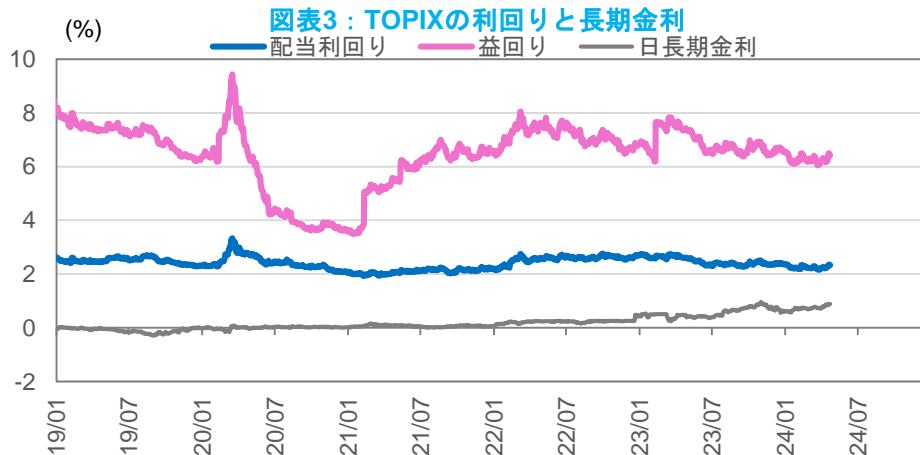
図表4：TOPIX バリュエーション÷グロース指数と米10年金利の推移 (%)



図表5：TOPIX÷SP500と日米10年金利差 (%)



出所：Bloomberg



◎注意事項
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい



りそな 経済フラッシュ

(日米欧 Market View : 日本株バリュエーション～日本株の妥当レンジを試算)

■バックナンバー

No	発行日	テーマ	タイトル
1	2024/4/2	米国経済, 米国株	日米 Market View : 3月ISM製造業景況感指数
2	2024/4/5	日本株	日米Market View : 日本株需給
3	2024/4/12	日本株	日米Market View : 日本株需給
4	2024/4/19	日本株	日米Market View : 日本株需給
5	2024/4/22	米国株	日米Market View : シリコンサイクルから見る米ハイテク株の展望
6	2024/4/23	日本株	日米Market View : 日本株バリュエーション
7	2024/4/26	日本株	日米Market View : 日本株需給
8	2024/5/2	米国経済	日米Market View : 5月FOMC
9	2024/5/7	米国経済, 米国株	日米Market View : 米国のAIブームはITバブルと同じ末路を辿るのか？
10	2024/5/13	日本株	日米Market View : 日本株需給
11	2024/5/13	日本経済	日米Market View : オルタナティブデータの活用～日経CPINow
12	2024/5/16	日本株	日米Market View : 3月決算企業の本決算と日本株への影響
13	2024/5/17	日本株	日米Market View : 日本株需給
14	2024/5/20	日本株	日米Market View : TOPIX採用企業の株主還元
15	2024/5/21	日本経済	日米Market View : オルタナティブデータの活用～HRog賃金Now
16	2024/5/23	米国株	日米Market View : エヌビディアの決算とマーケットへの影響
17	2024/5/24	日本株	日米Market View : 日本株需給
18	2024/5/30	日本株	日米 Market View : セクター動向
19	2024/5/30	欧州経済	日米欧 Market View : ユーロ圏賃金動向

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。