

◎注意事項をよくお読み下さい

# りそな 経済フラッシュ

2024/7/1

りそなホールディングス 市場企画部  
ストラテジスト: 武居 大輝



(日米欧 Market View : 7月日米株バリュエーション～日本 : 中立、米国 : 強気)

## ○日経平均株価の想定レンジ : 38,000~40,000円

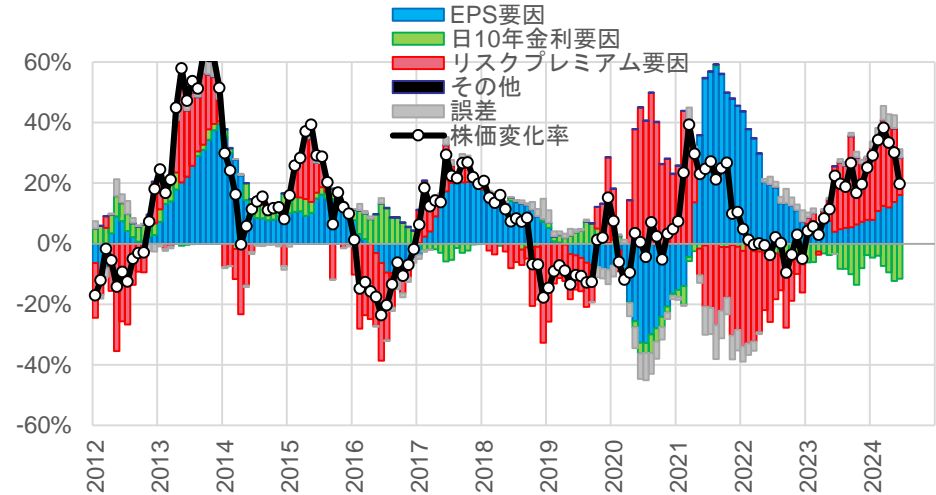
- TOPIXの前年比は、日10年金利、EPS、リスクプレミアム(TOPIXの益回りー日10年金利)で説明できる。図表1をみると、国内長期金利及び、リスクプレミアムが上昇していることが日本株の上値が重い原因であるとみられる。日10年金利は日銀の金融政策正常化期待から上昇しているようだ。また弱気な会社計画が海外投資家を中心に利益確定売りを促し、リスクプレミアムが上昇しているようだ。
- 日10年金利やリスクプレミアムが上昇してきた背景を考えると、これらの低下は見込みにくく、日本株が再び上昇傾向へ回帰するとすればEPS主導となろうが、それは次回決算以降、会社予想の上方修正傾向が鮮明となってからであろう。裏を返せば、次回決算まではレンジ相場入りする公算が大きい。結論を先述すると、今後1ヵ月程度のレンジは下記のように考えている(図表2)。

**日経平均株価の想定レンジ : 38,000円~40,000円**  
(下限 : 36,900円、上限 : 40,700円)

- 足元の日経平均株価の水準は上記レンジの範囲内にあり、概ね妥当な水準とみられる。
- 想定レンジについて、コンセンサスが充実しているTOPIXでバリュエーションを試算し、最後に日経平均株価に変換して考えた。一般に、株主資本対比での収益率を示すROEと、株式が純資産の何倍の水準で買われているかを示すPBRには一定の対応関係があるため(参考参照)、過去の両者の関係から、ROEを決めれば、PBRを通じてその際の妥当なPER水準が求まり、理論株価が求まる(PBR=ROE×PER)。
- TOPIXの足元のROEは8.7%であり、その際の妥当なPER水準は15倍程度と推計されることから、日経平均株価の理論値は約38,800円と算出される。
- 想定レンジは、このようにして求めた理論株価を基準に、定性情報を考慮しつつPERが±1σ変動することを許容する水準として設定した。また、下限及び上限は定性情報を考慮しつつPERが±2σ変動することを許容する水準として設定した。株価の日次変動を正規分布で近似することを認めれば、想定レンジ内に収まる確率は約68%、下限及び上限内に収まる確率は約95%である。

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(TOPIX)							
		-3σ	-2σ	-1σ	現状	+1σ	+2σ	+3σ	
NT倍率 : 14.2倍									
足元のレンジ		13.9倍	14.4倍	14.8倍	15.2倍	15.5倍	15.9倍	16.3倍	
予想 EPS (TOPIX)	10.0%	199	39,184	40,593	41,639	42,685	43,731	44,778	45,824
	7.5%	194	38,294	39,670	40,693	41,715	42,737	43,760	44,782
	5.0%	190	37,403	38,747	39,746	40,745	41,744	42,742	43,741
	2.5%	185	36,513	37,825	38,800	39,775	40,750	41,725	42,700
	現状	181	35,622	36,902	<b>37,854</b>	<b>38,805</b>	<b>39,756</b>	40,707	41,658
	-2.5%	176	34,731	35,980	36,907	37,835	38,762	39,689	40,617
	-5.0%	172	33,841	35,057	35,961	36,864	37,768	38,672	39,575
	-7.5%	167	32,950	34,135	35,014	35,894	36,774	37,654	38,534
-10.0%	163	32,060	33,212	34,068	34,924	35,780	36,636	37,492	

注 : 予想は12ヵ月先ブレンド。破線部は筆者が妥当と考える水準(ROE : 9%、要求収益率 : 6.3%)

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 : 7月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：強気)

2024/7/1

りそなホールディングス 市場企画部  
ストラテジスト: 武居 大輝



## ○SP500の想定レンジ：5,450～5,700pt

- SP500の前年比は、米10年金利、EPS、リスクプレミアム(SP500の益回りー米10年金利)で説明できる。図表3をみると、米10年金利の上昇が一服していることが米株上昇のドライバーであるとみられる(リスクプレミアムは横ばいでEPSの改善は軽微)。米10年金利は、各種インフレ指標で鈍化の兆しが見えたことから上昇が一服したようだ。
- 今後は、FRBの年内利下げ回数は2回か1回になるかで市場でも意見が分かれているが、年初に6回を見込んでいたところから修正を余儀なくされた時と比べれば、金利変化は相対的に軽微であると考えられる。一方で、筆者はハイテク株を中心に先行きの業績を強気にみており、EPSの改善基調が続き、それに伴いリスクプレミアムも低下、米国株はヒストリカルには割高感を抱えながら上昇を続けると考えている。結論を先述すると、今後1ヵ月程度のレンジは下記の様に考えている(図表2)。

**SP500の想定レンジ：5,450pt～5,700pt**  
(下限：5,200円、上限：5,800円)

- 足元のSP500の水準は上記レンジの下値近辺にあり、今後1ヵ月程度ではやや上昇することが見込まれる。
- SP500の足元のROEは20.9%であるが、21.5%程度まで改善すると考えた。その際の妥当なPER水準は21.5倍程度と推計されることから、SP500の理論値は約5,570円と算出される。

※理論値の推計方法、想定レンジの考え方については1頁をご参照下さい

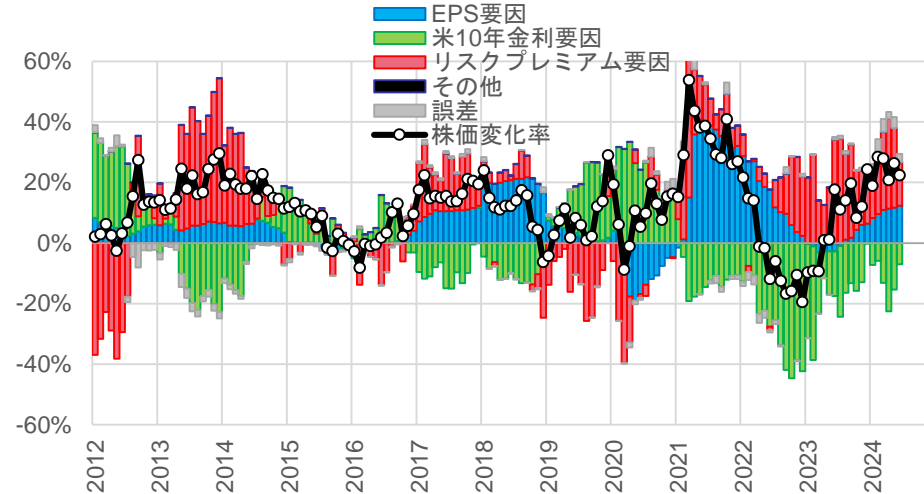
### ■参考レポート

[日米Market View: エヌビディアの決算とマーケットへの影響](#)

[日米欧 Market View: SP500は楽観シナリオの下で6,200ptへ](#)

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3：SP500の前年比要因分解



図表4：SP500のバリュエーション・マトリクス

		予想PER(SP500)							
		-3σ	-2σ	-1σ	現状	+1σ	+2σ	+3σ	
足元のレンジ		19.5倍	20.0倍	20.4倍	20.9倍	21.4倍	21.8倍	22.3倍	
予想EPS (SP500)	10.0%	287	5,586	5,729	5,861	5,993	6,125	6,256	6,388
	7.5%	280	5,459	5,599	5,728	5,856	5,985	6,114	6,243
	5.0%	274	5,332	5,468	5,594	5,720	5,846	5,972	6,098
	2.5%	267	5,205	5,338	5,461	5,584	5,707	5,830	5,953
	現状	261	5,078	5,208	<b>5,328</b>	<b>5,448</b>	<b>5,568</b>	<b>5,688</b>	5,808
	-2.5%	254	4,951	5,078	5,195	5,312	5,429	5,545	5,662
	-5.0%	248	4,824	4,948	5,062	5,175	5,289	5,403	5,517
	-7.5%	241	4,697	4,817	4,928	5,039	5,150	5,261	5,372
-10.0%	235	4,570	4,687	4,795	4,903	5,011	5,119	5,227	

注：予想は12ヵ月先ブレンド。破線部は筆者が妥当と考える水準(ROE：21.5%、要求収益率：4.7%)

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 : 7月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：強気)

2024/7/1

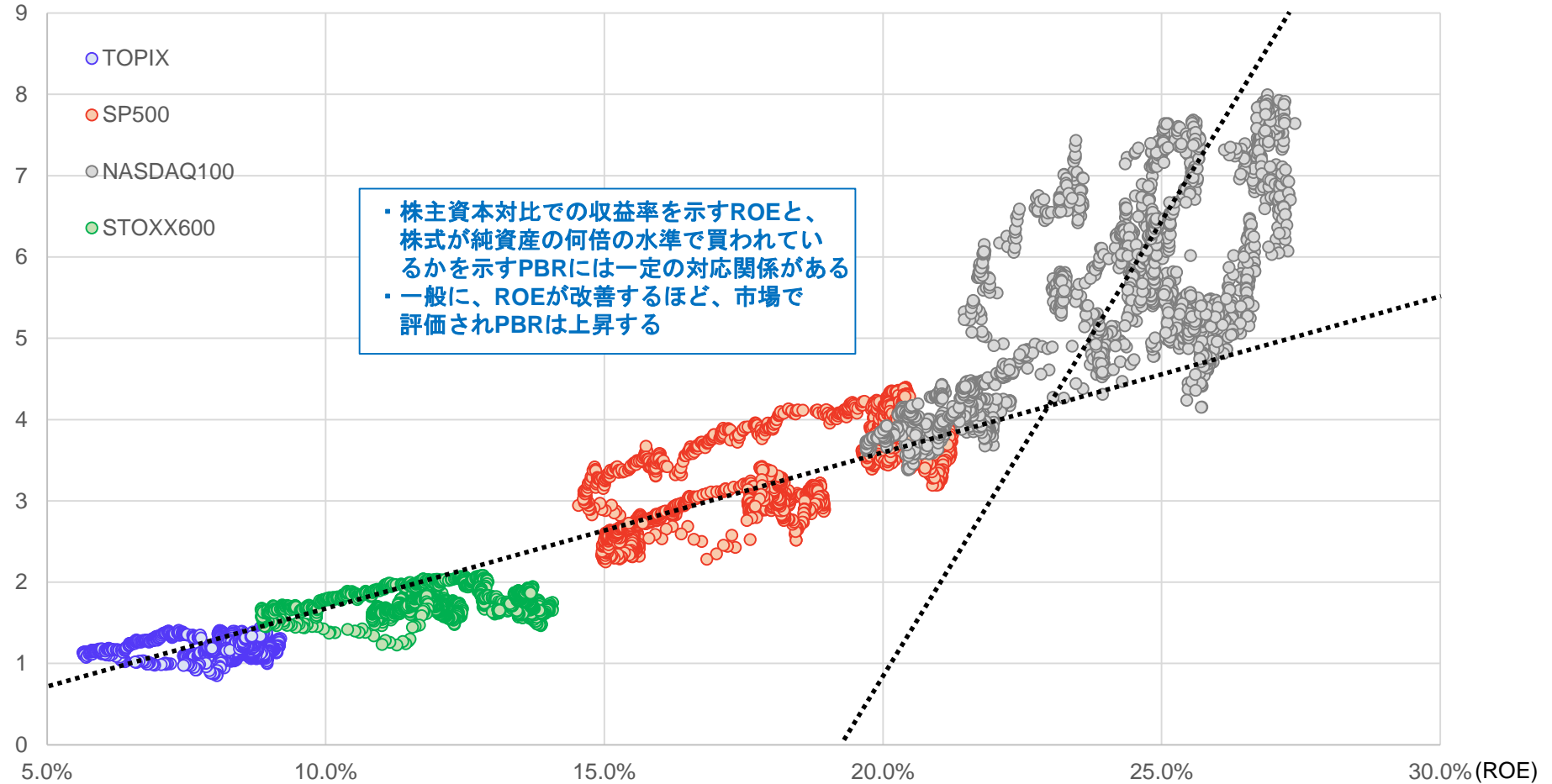
りそなホールディングス 市場企画部  
ストラテジスト: 武居 大暉



○参考：ROEとPBRの関係性：ROEが高まるとPBRが上昇

(PBR, 倍)

図表5：主要指数のPBR-ROEマトリクス



◎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 : 7月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：強気)

## ■バックナンバー(直近発行レポート30本)

No	発行日	テーマ	タイトル
5	2024/4/22	米国株	<a href="#">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</a>
6	2024/4/23	日本株	<a href="#">日米Market View : 日本株バリュエーション</a>
7	2024/4/26	日本株	<a href="#">日米Market View : 日本株需給</a>
8	2024/5/2	米国経済	<a href="#">日米Market View : 5月FOMC</a>
9	2024/5/7	米国経済, 米国株	<a href="#">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？</a>
10	2024/5/13	日本株	<a href="#">日米Market View : 日本株需給</a>
11	2024/5/13	日本経済	<a href="#">日米Market View : オルタナティブデータの活用～日経CPINow</a>
12	2024/5/16	日本株	<a href="#">日米Market View : 3月決算企業の本決算と日本株への影響</a>
13	2024/5/17	日本株	<a href="#">日米Market View : 日本株需給</a>
14	2024/5/20	日本株	<a href="#">日米Market View : TOPIX採用企業の株主還元</a>
15	2024/5/21	日本経済	<a href="#">日米Market View : オルタナティブデータの活用～HRog賃金Now</a>
16	2024/5/23	米国株	<a href="#">日米Market View : エヌビディアの決算とマーケットへの影響</a>
17	2024/5/24	日本株	<a href="#">日米Market View : 日本株需給</a>
18	2024/5/30	日本株	<a href="#">日米Market View : セクター動向</a>
19	2024/5/30	欧州経済	<a href="#">日米欧 Market View : ユーロ圏賃金動向</a>
20	2024/5/31	日本株	<a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給</a>
21	2024/5/31	日本株	<a href="#">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</a>
22	2024/6/4	欧州経済	<a href="#">日米欧 Market View : ユーロ圏物価動向</a>
23	2024/6/7	欧州経済	<a href="#">日米欧 Market View : ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>
24	2024/6/10	米国経済	<a href="#">日米欧 Market View : 5月雇用統計</a>
25	2024/6/10	米国経済, 米国株	<a href="#">日米欧 Market View : 半導体市場 Monthly (2024年6月)</a>
26	2024/6/13	米国経済	<a href="#">日米欧 Market View : 5月CPI</a>
27	2024/6/13	米国経済	<a href="#">日米欧 Market View : 6月FOMC</a>
28	2024/6/14	日本株	<a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給</a>
29	2024/6/19	米国経済	<a href="#">日米欧 Market View : 5月小売売上高</a>
30	2024/6/20	コモディティ	<a href="#">日米欧 Market View : 銅価格</a>
31	2024/6/21	日本株	<a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給 (6月10日～6月14日)</a>
32	2024/6/25	日本経済	<a href="#">日米欧 Market View : 5月賃金オルタナティブデータ～HRog賃金Now</a>
33	2024/6/25	米国株	<a href="#">日米欧 Market View : SP500は楽観シナリオの下で6,200ptへ</a>
34	2024/6/27	日本経済	<a href="#">日米欧 Market View : 5月物価オルタナティブデータ～日経CPINow</a>

◎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。