

◎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 : 8月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：強気)

2024/8/2

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



○日米株の相場状況：対中規制強化懸念からリスクプレミアム上昇

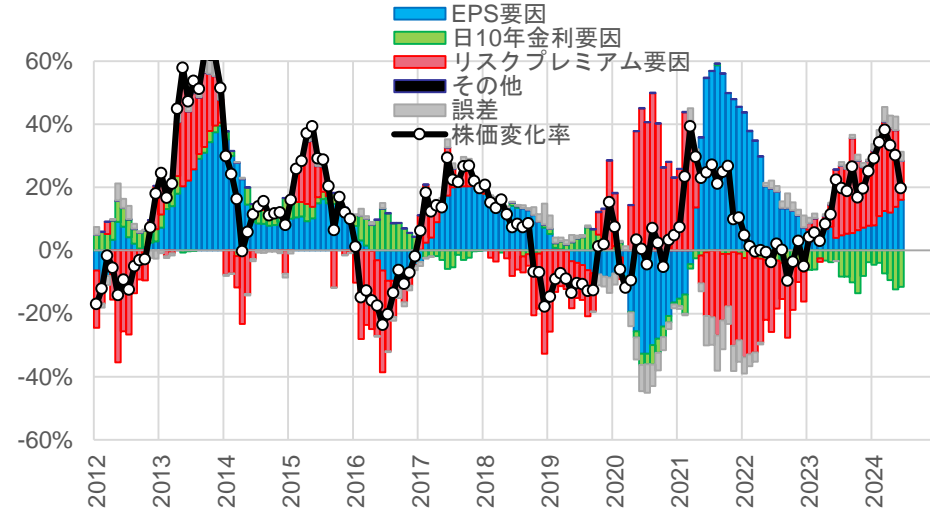
(日本)

- 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たこと(前年比に対してはマイナス寄与)が日本株の上値が重い原因であると推察できる。EPSは緩やかに成長しているが、上記マイナス影響の方が大きかった。
- 日10年金利は日銀の7月利上げ期待の高まりから上昇したようだ。また、円高進行や米中関係悪化懸念等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たようだ。EPSはグローバルに底堅い景気を背景に改善基調のようだ。
- 日銀の金融政策スタンスを鑑みると、日10年金利の低下は見込みにくい。対中半導体輸出規制については、日本の主要企業は適用除外と伝わっている。ここもと大きく売り込まれていたが、一定の買い戻しの動きが見込まれる。もっとも、日本株の本格的な上昇は、早ければ8月の決算シーズン以降、メインシナリオとしては11月の中間決算シーズン以降であろう。会社予想の上方修正傾向が鮮明となるにつれ、EPS、リスクプレミアム主導で上昇しよう。

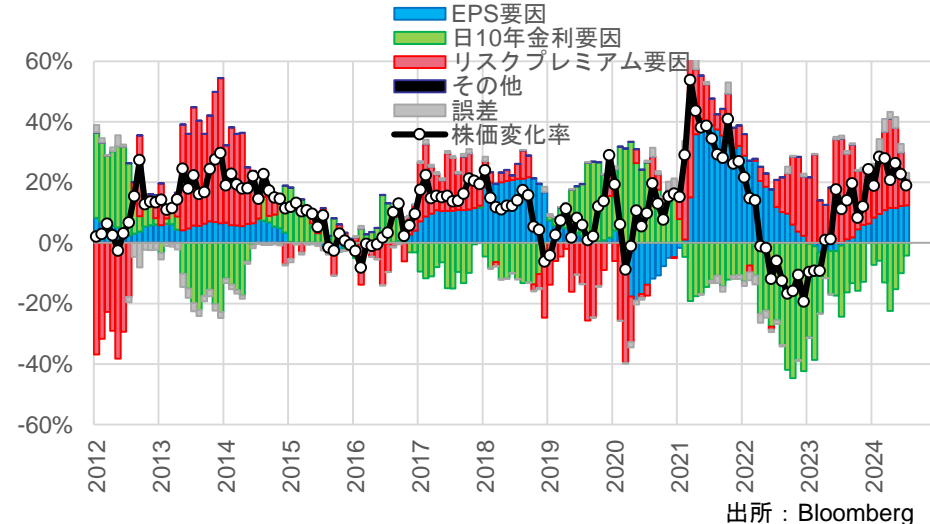
(米国)

- 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2をみると、リスクプレミアムが上昇していること(前年比に対してはマイナス寄与)が米国株の上値が重い原因であると推察できる。EPSは緩やかに成長している他、米10年金利の上昇が一服していることは、米株上昇に寄与しているが、上記マイナス影響の方が大きかった。
- 半導体セクターに対し、バイデン政権が対中規制強化検討と伝わったことが、これまで大きく上昇してきたハイテク株の利益確定売りを促し、リスクプレミアムが上昇したようだ。一方で、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。EPSはグローバル製造業の景況感回復等から改善基調のようだ。
- 市場は年内2回以上の利下げを見込んでおり、金利の低下余地は乏しい。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の改善基調が続く、それに伴いリスクプレミアムも低下、米国株は歴史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。

図表1：TOPIXの前年比要因分解



図表2：SP500の前年比要因分解



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 : 8月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：強気)

2024/8/2
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

○日経平均株価の中心レンジ：36,000～39,000円

- 日銀の金融政策スタンスを鑑みると、日10年金利の低下は見込みにくいですが、対中半導体輸出規制については、日本の主要企業は適用除外と伝わっている。ハイテク株は大きく売り込まれていたが、一定の買い戻しの動きが見込まれる。現時点では、下落前の水準まで戻っていないが、良好な決算が示されれば、以前の水準程度への回帰は十分に見込める。それだけで日経平均株価は1,000円程度押し上げられよう。もっとも、日本株の本格的な上昇は、早ければ8月の決算シーズン以降、メインシナリオとしては11月の中間決算シーズン以降であろう。会社予想の上方修正傾向が鮮明となるにつれ、EPS、リスクプレミアム主導で上昇しよう。
- 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3)。

日経平均株価の中心レンジ：36,000円～39,000円
(下限：34,000円、上限：41,000円)

- 予想にあたっては、株価=EPS×PERの関係式より、コンセンサス予想の充実しているTOPIXのEPSとPERの水準を予想し、最後にNT倍率をかけて日経平均株価の水準を予想した。TOPIXの足元のEPSは184.4pt程度であり、月次成長率は1~2%程度であるから、1ヵ月後のEPSは186.2pt程度と予想される。
- 次に、PERの予想にあたっては、PBR=ROE×PERの関係式を利用した。TOPIXの予想ROEは、足元で8.9%であり、その際の妥当なPBRが1.36倍程度、PERに直すと、15.3倍程度と算出される(図表4)。
- 最後に、NT倍率として直近値の14倍を採用すると、1ヵ月後の日経平均株価の理論値は39,900円と算出される。現在の水準は、理論株価よりも極めて割安な水準にあるが、円高進行や米景気後退リスクの強まり等、センチメントの悪化が深刻なため、レンジの上限として意識される水準となろう。
- なお、中心レンジ及び、上限・下限は、上述のようなファンダメンタルズの他に、定性情報を加味して決定した。

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：日経平均株価のバリュエーション・マトリクス

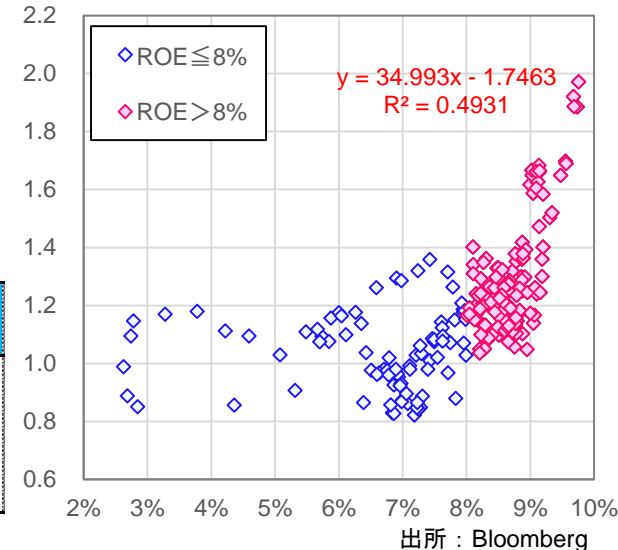
NT倍率：14.1倍

| | | 予想PER(TOPIX) | | | | | | | |
|------------------------------|-------|--------------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | | 12.5倍 | 13.0倍 | 13.5倍 | 現状 13.9倍 | 14.5倍 | 15.0倍 | 15.5倍 | |
| 予想 EPS (TOPIX) | 10.0% | 204.0 | 36,000 | 37,500 | 38,900 | 40,000 | 41,800 | 43,200 | 44,700 |
| | 5.0% | 194.7 | 34,400 | 35,800 | 37,100 | 38,100 | 39,900 | 41,300 | 42,600 |
| | 3.0% | 191.0 | 33,700 | 35,100 | 36,400 | 37,400 | 39,100 | 40,500 | 41,800 |
| | 1.0% | 187.3 | 33,100 | 34,400 | 35,700 | 36,700 | 38,400 | 39,700 | 41,000 |
| | 現状 | 185.4 | 32,700 | 34,100 | 35,400 | 36,300 | 38,000 | 39,300 | 40,600 |
| | -1.0% | 183.6 | 32,400 | 33,700 | 35,000 | 36,000 | 37,600 | 38,900 | 40,200 |
| | -3.0% | 179.9 | 31,800 | 33,000 | 34,300 | 35,200 | 36,800 | 38,100 | 39,400 |
| | -5.0% | 176.2 | 31,100 | 32,400 | 33,600 | 34,500 | 36,100 | 37,300 | 38,600 |
| 10.0% | 204.0 | 36,000 | 37,500 | 38,900 | 40,000 | 41,800 | 43,200 | 44,700 | |

今後1ヵ月程度の想定レンジ

出所：Bloomberg 注：数値は12ヵ月先予想

(倍) 図表4：ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性



| | 12ヵ月先 予想EPS | 前月比 |
|-----------|----------------|------|
| 2024/4/30 | 175.8 | 1.5% |
| 2024/5/31 | 178.9 | 1.8% |
| 2024/6/28 | 183.3 | 2.4% |

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
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。

◎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 : 8月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：強気)

2024/8/2
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の中心レンジ：5,300～5,600円

- ▶ 市場は年内2回以上の利下げを見込んでおり、一段の低下余地は乏しい。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、米国株は歴史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。
- ▶ 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5)。

SP500の中心レンジ：5,300pt～5,600pt
(下限：5,300pt、上限：5,850pt)

- ▶ 予想にあたっては、株価=EPS×PERの関係式より、SP500の水準を予想した。SP500の足元のEPSは263.1pt程度であり、月次成長率は1~2%程度であるから、1ヵ月後のEPSは265.8pt程度と予想される。
- ▶ 次に、PERの予想にあたっては、PBR=ROE×PERの関係式を利用した。SP500の予想ROEは、足元で20.6%程度であるが、ハイテク株を中心に良好な決算が示され、20.8%程度まで改善するとみている。その際の妥当なPBRが4.6倍程度、PERに直すと、21.3倍程度と算出される(図表6)。なお、算出にあたっては、リスクオンムードが優勢な局面(2021/07～2021/12、2023～)をサンプル期間として設定した。
- ▶ 以上から、1ヵ月後のSP500の理論値は5,650pt程度と算出される。足元のSP500は、この理論値よりも割安な水準であり、上昇が見込まれる。ただし、米景気後退リスクの高まり等、センチメントの悪化が深刻なため、レンジの上限として意識される水準となる。
- ▶ けん引役はハイテク株になると見ている。今後、米国でも決算発表が本格化するが、既に決算を発表した銘柄の内容を見ると、ハイテク株を中心に非常に良好である。例えば、米半導体大手のAMDはAI向け半導体の収益が拡大し、純利益は前年同期比で9.8倍に増えた。前述の通り、懸案であった対半導体輸出規制の問題も、最悪の事態は避けられる見通しであり、良好な決算が示されれば、AMDの様に大きく上昇することが期待できる。

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5：日経平均株価のバリュエーション・マトリクス

| | | 予想PER(SP500) | | | | | | | |
|------------------|--------|--------------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 19.5倍 | 20.0倍 | 20.5倍 | 現状 20.7倍 | 21.0倍 | 22.0倍 | 22.5倍 | |
| 予想EPS (SP500) | 10.0% | 289.8 | 5,652 | 5,797 | 5,942 | 5,991 | 6,086 | 6,376 | 6,521 |
| | 5.0% | 276.7 | 5,395 | 5,533 | 5,671 | 5,719 | 5,810 | 6,086 | 6,225 |
| | 3.0% | 271.4 | 5,292 | 5,428 | 5,563 | 5,610 | 5,699 | 5,971 | 6,106 |
| | 1.0% | 266.1 | 5,189 | 5,322 | 5,455 | 5,501 | 5,588 | 5,855 | 5,988 |
| | 現状 | 263.5 | 5,138 | 5,270 | 5,401 | 5,447 | 5,533 | 5,797 | 5,928 |
| | -1.0% | 260.8 | 5,087 | 5,217 | 5,347 | 5,392 | 5,478 | 5,739 | 5,869 |
| | -3.0% | 255.6 | 4,984 | 5,112 | 5,239 | 5,283 | 5,367 | 5,623 | 5,751 |
| | -5.0% | 250.3 | 4,881 | 5,006 | 5,131 | 5,174 | 5,256 | 5,507 | 5,632 |
| | -10.0% | 237.1 | 4,624 | 4,743 | 4,861 | 4,902 | 4,980 | 5,217 | 5,336 |

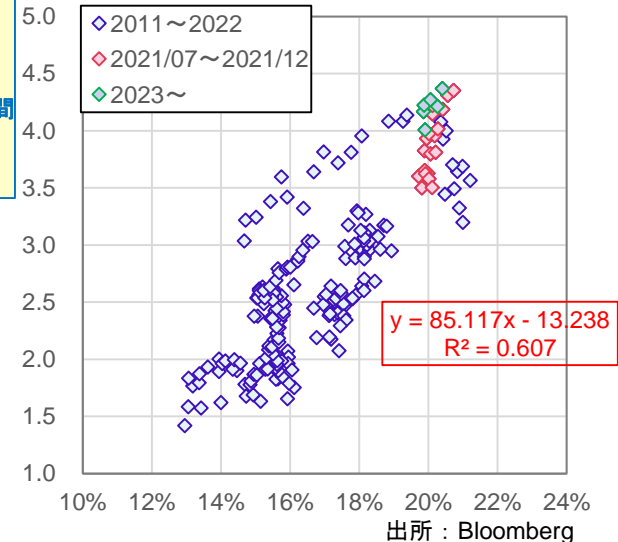
今後1ヵ月程度の
想定レンジ

出所：Bloomberg 注：数値は12ヵ月先予想

- ・リスクオンムード優勢時はROEに対するPBRの感応度が上昇
- ・コロナ禍後の大規模緩和期間と、AIブーム期間をサンプル期間として設定した

| | 12ヵ月先 予想EPS | 前月比 |
|-----------|----------------|------|
| 2024/5/31 | 257.3 | 1.2% |
| 2024/6/28 | 260.5 | 1.2% |
| 2024/7/31 | 263.0 | 1.0% |

図表6：ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性



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



リそなグループ

りそな 経済フラッシュ

(日米欧 Market View : 8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 |
|----|-----------|-----------|---|
| 20 | 2024/5/31 | 日本株 | 日米欧 Market View : 日本株需給 |
| 21 | 2024/5/31 | 日本株 | 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 |
| 22 | 2024/6/4 | 欧州経済 | 日米欧 Market View : ユーロ圏物価動向 |
| 23 | 2024/6/7 | 欧州経済 | 日米欧 Market View : ECB<欧州中央銀行>理事会 |
| 24 | 2024/6/10 | 米国経済 | 日米欧 Market View : 5月雇用統計 |
| 25 | 2024/6/10 | 半導体, 米国株 | 日米欧 Market View : 半導体市場 Monthly (2024年6月) |
| 26 | 2024/6/13 | 米国経済 | 日米欧 Market View : 5月CPI |
| 27 | 2024/6/13 | 米国経済 | 日米欧 Market View : 6月FOMC |
| 28 | 2024/6/14 | 日本株 | 日米欧 Market View : 日本株需給 |
| 29 | 2024/6/19 | 米国経済 | 日米欧 Market View : 5月小売売上高 |
| 30 | 2024/6/20 | コモディティ | 日米欧 Market View : 銅価格 |
| 31 | 2024/6/21 | 日本株 | 日米欧 Market View : 日本株需給 (6月10日～6月14日) |
| 32 | 2024/6/25 | 日本経済 | 日米欧 Market View : 5月賃金オルタナティブデータ～HRog賃金Now |
| 33 | 2024/6/25 | 米国株 | 日米欧 Market View : SP500は楽観シナリオの下で6,200ptへ |
| 34 | 2024/6/27 | 日本経済 | 日米欧 Market View : 5月物価オルタナティブデータ～日経CPINow |
| 35 | 2024/6/27 | 日本株, 米国株 | 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 |
| 36 | 2024/6/27 | 日本株 | 日米欧 Market View : 日本株6月セクター動向と7月見通し |
| 37 | 2024/7/5 | 日本株 | 日米欧 Market View : 日本株需給(6月24日～6月28日) |
| 38 | 2024/7/8 | 日本株 | 日米欧 Market View : 6月雇用統計 |
| 39 | 2024/7/12 | 日本株 | 日米欧 Market View : 日本株需給(7月1日～7月5日) |
| 40 | 2024/7/16 | 米国経済, 米金利 | 日米欧 Market View : 6月CPI |
| 41 | 2024/7/16 | 半導体, 日本株 | 日米欧Market View : 半導体市場 Monthly (2024年7月) |
| 42 | 2024/7/19 | 欧州経済 | 日米欧Market View : ECB<欧州中央銀行>理事会 |
| 43 | 2024/7/22 | 日本株 | 日米欧 Market View : 日本株需給(7月8日～7月12日) |
| 44 | 2024/7/26 | 日本経済 | 日米欧 Market View : 6月賃金オルタナティブデータ～HRog賃金Now |
| 45 | 2024/7/26 | 日本経済 | 日米欧 Market View : 6月物価オルタナティブデータ～日経CPINow |
| 46 | 2024/7/26 | 日本株 | 日米欧 Market View : 日本株需給(7月16日～7月19日) |
| 47 | 2024/8/1 | 日本株 | 日米欧 Market View : 日本株7月セクター動向と8月見通し |
| 48 | 2024/8/1 | 欧州経済 | 日米欧 Market View : ユーロ圏GDP統計 |
| 49 | 2024/8/1 | 米国経済 | 日米欧 Market View : 7月FOMC |

◎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。