

◎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 : 9月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立)

2024/9/3

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：米景気後退懸念からリスクプレミアム上昇

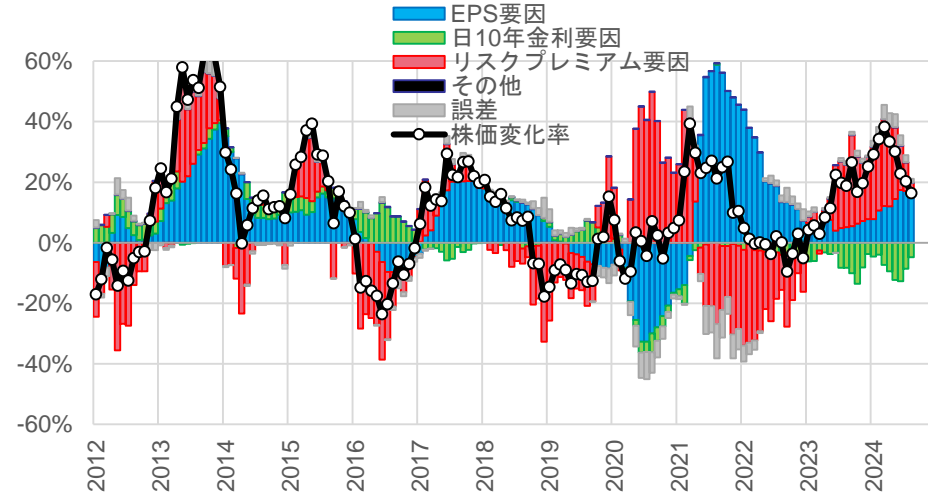
(日本)

- 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、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。日10年金利は低下し、EPSは横ばいであったが、上記マイナス影響の方が大きかった。
- 日10年金利は、FRBが9月にも利下げを開始するとの見方から米金利が低下したことを受け低下したようだ。EPSは円高進行で為替差益を見込み難くなり、成長が鈍化しつつあるようだ。また、円高進行や米景気後退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。
- 日銀の金融政策スタンスを鑑みると、日10年金利の更なる低下は見込み難い。ドル円の円安進行も限定的とみられ、EPSの上昇も一服する公算が大きい。もっとも、収益性対比で日本株は割安なため、米国株等が最高値圏にある中で割高感が意識されてくるにつれて、リスクプレミアムについては、上昇が期待できる。ただし、日本株の本格的な上昇は、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。

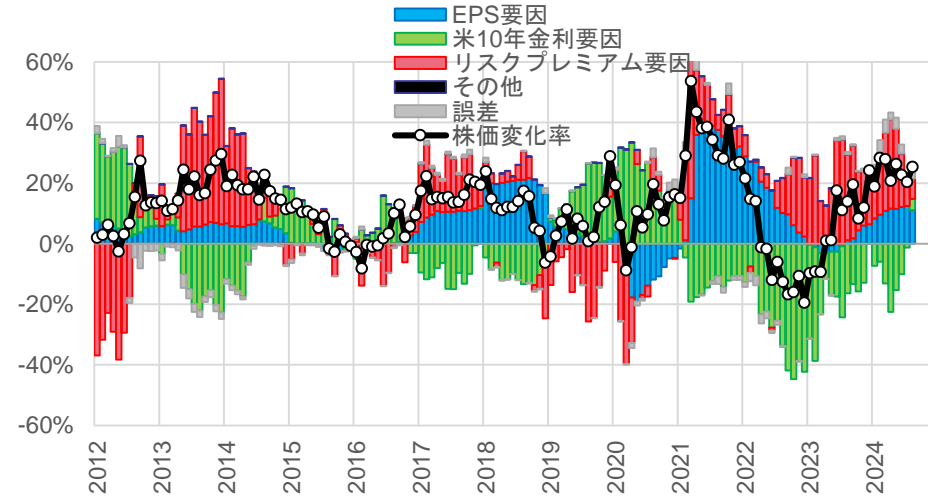
(米国)

- 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、リスクプレミアムは上昇も(前年比に対してはマイナス寄与)、米10年金利が大きく低下したことが米国株の上昇要因であると推察できる。なお、EPSは横ばいであった。
- 雇用統計の想定以上悪化がリスクプレミアムの上昇に寄与した一方で、FRBの9月利下げ期待の高まりが米10年金利を押し下げたようだ。EPSは、決算は実績堅調な企業が多かったものの、先行きガイダンスが弱気な企業が多かったため、横ばいであったようだ。
- FRBの金融政策スタンスの転換から、金利は今後株価の上昇要因となるだろう。リスクプレミアムは、米景気の底堅さが再認識されるにつれて改善していきだろう。EPSについて、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、次回決算では堅調な内容が示され、EPSの改善を促すとみている。米国株は中期的に上昇していくとみる。

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 : 9月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立)

2024/9/3

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



○日経平均株価の中心レンジ：37,000～41,000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難しく、EPSの改善材料にも乏しいが、日本株は収益性対比で極めて割安な水準にある。米景気の底堅さが再認識されれば、米国株等が最高値圏にある中では、グローバルに見た割安感が意識され、買い戻しの動きが期待できるとみている。特に、半導体製造装置等は決算が堅調な中、リスクオフの動きから大きく売り込まれてきたため、反発が期待できよう。もっとも、日本株の本格的な上昇は、11月の中間決算シーズン以降と考えている。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：37,000円～41,000円
(下限：36,000円、上限：42,000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186.4pt程度であり、今後一ヵ月程度では、為替水準等を考慮すると横ばい圏で推移すると仮定した。

➤ 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14.2倍を採用すると、1ヵ月後の日経平均株価の理論値は41,000円と算出される。現在の水準は、理論株価よりも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

■日経平均株価 バリュエーション

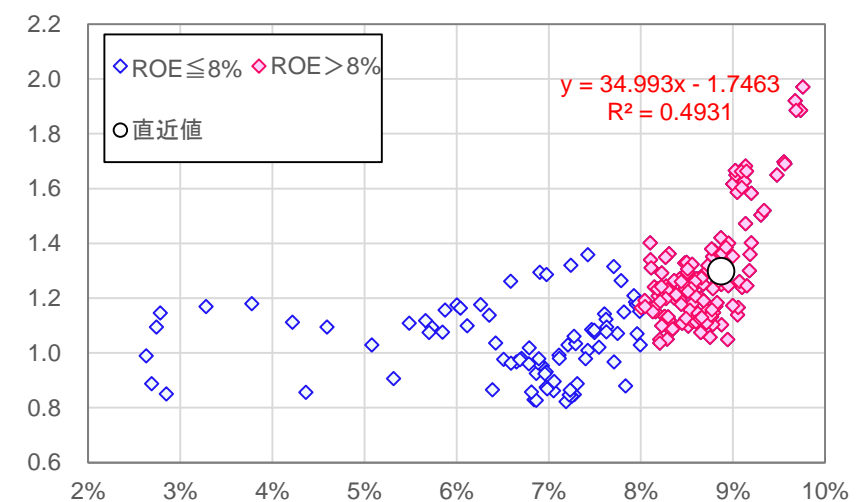
NT倍率：14.2倍

			PBR1倍		予想PER(TOPIX)				
			11.0倍	13.5倍	14.0倍	現状	15.0倍	15.5倍	16.0倍
						14.6倍			
予想EPS (TOPIX)	10.0%	205.0	32,300	39,600	41,100	42,900	44,000	45,500	47,000
	5.0%	195.7	30,800	37,800	39,200	41,000	42,000	43,400	44,800
	3.0%	192.0	30,200	37,100	38,500	40,200	41,200	42,600	44,000
	1.0%	188.3	29,600	36,400	37,700	39,400	40,400	41,800	43,100
	現状	186.4	29,300	36,000	37,300	39,000	40,000	41,300	42,700
	-1.0%	184.5	29,100	35,700	37,000	38,600	39,600	40,900	42,300
	-3.0%	180.8	28,500	34,900	36,200	37,800	38,800	40,100	41,400
	-5.0%	177.1	27,900	34,200	35,500	37,100	38,000	39,300	40,500
-10.0%	167.8	26,400	32,400	33,600	35,100	36,000	37,200	38,400	

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

図表4：ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性



出所：Bloomberg

◎注意事項

本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 : 9月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立)

2024/9/3

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：5,300～5,600pt

- 9月にもFRBが利下げに転じる見通しであり、金利は今後株価の上昇要因となろう。EPSは改善材料に乏しいが、米景気の底堅さが再認識されれば、リスクプレミアムには改善余地がある。米国株は中期的に上昇していくと見ているが、短期的には、主要指数が最高値圏にあるため、利益確定売りの動きも発生し、横ばい圏で推移する可能性が高いとみている。
- 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：5,400pt～5,700pt
(下限：5,200pt、上限：5,900pt)

- 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268.5pt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20.7%程度であり、その際の妥当なPBRが4.4倍程度、PERに直すと、21.2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5,700pt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や最高値圏にあることが意識され、利益確定売りを誘発する可能性があるため、レンジの上限として意識される水準となる。

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

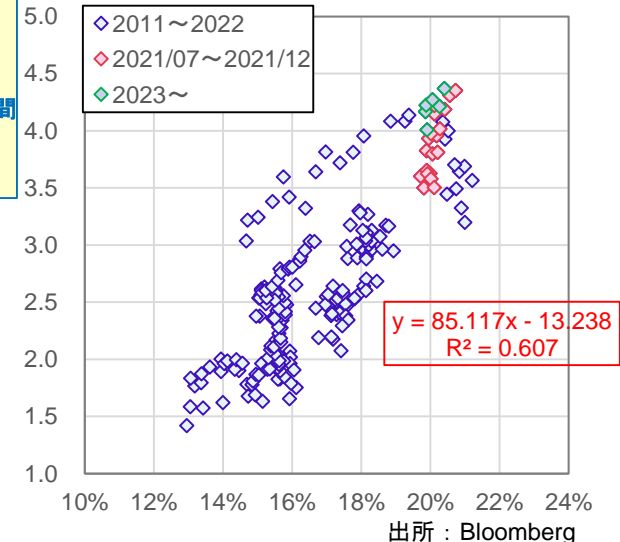
		予想PER(SP500)							
		19.5倍	20.0倍	20.5倍	現状 20.7倍	21.0倍	22.0倍	22.5倍	
予想 EPS (SP 500)	10.0%	289.8	5,652	5,797	5,942	5,991	6,086	6,376	6,521
	5.0%	276.7	5,395	5,533	5,671	5,719	5,810	6,086	6,225
	3.0%	271.4	5,292	5,428	5,563	5,610	5,699	5,971	6,106
	1.0%	266.1	5,189	5,322	5,455	5,501	5,588	5,855	5,988
	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

図表6：ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性



◎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 : 9月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立)

■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
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
50	2024/8/2	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(7月22日～7月26日)
51	2024/8/2	米国経済	日米欧 Market View : 7月ISM製造業景況感指数
52	2024/8/2	日本株, 米国株	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
53	2024/8/5	米国経済	日米欧 Market View : 7月雇用統計
54	2024/8/5	欧州経済	日米欧 Market View : 7月ユーロ圏物価動向
55	2024/8/9	半導体, 日本株	日米欧 Market View : 半導体市場 Monthly (2024年8月)
56	2024/8/9	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(7月29日～8月2日)
57	2024/8/15	米国経済	日米欧 Market View : 7月CPI
58	2024/8/15	豪州経済	日米欧 Market View : 8月豪州概況
59	2024/8/20	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(8月5日～8月9日)
60	2024/8/23	日本株	日米欧 Market View : 3月決算企業の1Q決算
61	2024/8/23	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(8月13日～8月16日)
62	2024/8/23	コモディティ	日米欧 Market View : 8月WTI原油先物価格
63	2024/8/29	欧州経済	日米欧 Market View : 2024年第2四半期ユーロ圏賃金動向
64	2024/8/29	日本経済	日米欧 Market View : 7月物価オルタナティブデータ～日経CPINow
65	2024/8/29	日本経済	日米欧 Market View : 7月賃金オルタナティブデータ～HRog賃金Now
66	2024/8/29	日本株, 米国株	日米欧 Market View : エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 2Q
67	2024/8/30	日本株	日米欧 Market View : こもとの為替変動が日本株に与える影響
68	2024/8/30	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(8月19日～8月23日)

◎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。