

# りそな 経済フラッシュ

(日米欧 Market View : シン・ブラックマンデーを巡る論点整理)

◎注意事項をよくお読み下さい



## ○シン・ブラックマンデーを巡る論点整理：一時的なショックに過ぎない。底堅い米経済を背景に日米株は年末にかけて上昇しよう

### ① 導入

- シン・ブラックマンデー(2024年8月)：2024年8月2日の米雇用統計が想定以上に悪化したことを受け、米景気後退懸念が台頭し、リスクオフムードが高まり、株価はグローバルに調整することとなった。その後も、景気後退懸念を巡る思惑から、株式市場はボラタイルな展開が続いており、9月初旬にも、8月初旬の相場を繰り返す様に株価は大きく調整した。足元では、FRBが9月FOMCにおいて50bpsの利下げを決定したこともあり、米国中心に株価は最高値圏に位置しているが、今後もこの強気な相場が続くのか、やはり景気後退懸念が台頭し暴落することとなるのか、米国経済を中心に過去の大暴落を振り返ることで論点を整理し、日米株の先行きを展望した。

### ② 過去の主な大暴落とその背景

- ブラックマンデー(1987年10月)：景気自体は堅調に推移していたが、経常赤字と財政赤字の同時に起こる「双子の赤字」が深刻化した。財政拡張とドル安から米金利が上昇して株価に対する割高感が高まり調整の動きが大きくなった。
- ITバブル崩壊(2000年3月～)：当時のITに対する期待の高さから実態の企業業績を度外視した投資が膨らんだ。金融引き締めで企業業績が悪化したことによって、期待との落差の大きさから急速に巻き戻しの動きが加速した。
- リーマン・ショック(2007年9月～)：米国住宅バブルの崩壊が引き金となり、世界的な金融システム不安に発展して深刻な景気後退を伴った。
- コロナ・ショック(2020年3月～)：新型コロナウイルス感染症のパンデミックにより経済活動が一時的に著しく制限されることを受けて投資家心理が急速に悪化した。

### ③ シン・ブラックマンデー(2024/08/05～)は一時的なショックに留まろう

- 労働市場に着目すると、過去ショックが長期化した局面では恒久的失業の増加が失業率上昇の大きな要因となっており、実体経済が大幅に悪化していたことが示唆される。現在のところは失業率上昇幅と恒久的失業の増加のいずれも限定的であり、引き続き労働市場は堅調に推移しているとみられることからはっきりとした景気後退の兆候はみられない。
- 企業業績の面では、実態の企業業績が予想EPSに先んじて下落し、期待と実態との間に乖離が生じることが長期的なショックにつながっているとみられる。現在の企業業績は日米ともに最高益を更新するほどの堅調な推移をみせており、これまでの株価上昇は企業業績に裏打ちされたものであるといえ、過去のショック時とは状況が大きく異なる。

### ④ 底堅い米経済を背景に、年末にかけて日米株は上昇しよう

- シン・ブラックマンデーで台頭した米景気後退懸念が杞憂に過ぎない場合、それは結局のところ、相場の過熱感を背景とした一時的なスピード調整に過ぎないと言えよう。今後、FRBが利下げに転じ、米経済はソフトランディングする中で、ゴールドロックス相場入りし、特に米国株については株価の変動を規定する3つの要因＝①EPS、②金利、③リスク・プレミアムの全てが株価上昇に寄与することとなろう。日本株については、円高が大きく急伸したことや日銀の金融政策を加味すると、①EPS及び②金利によるアップサイドは見込み難いが、米国株が最高値を更新する中で、グローバルに見た割安感が高まり、③リスクプレミアムが株価の上昇をけん引しよう。
- 年末にかけて、SP500は5,800pt～6,000pt、日経平均株価は40,000円～42,000円程度まで上昇するとみている。

◎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



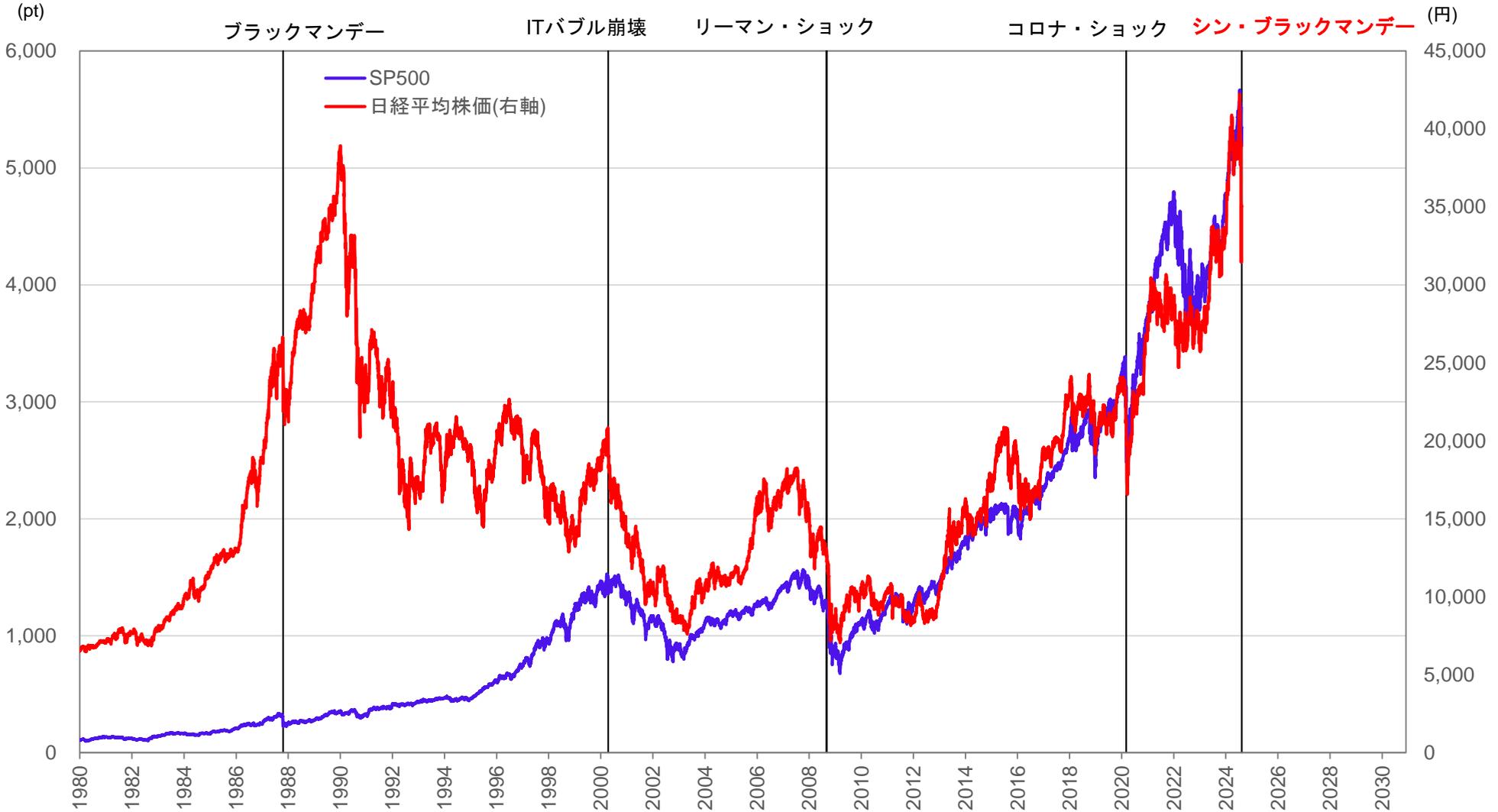
# りそな 経済フラッシュ

(日米欧 Market View : シン・ブラックマンデーを巡る論点整理)

2024/9/24

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、渋谷 和樹

図表1：日経平均株価の長期推移



(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さま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 : シン・ブラックマンデーを巡る論点整理)

2024/9/24

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、渋谷 和樹



図表2：過去のショックと経済指標のまとめ

|                 |          | ブラックマンデー<br>1987年10月        | ITバブル<br>2000年3月             | リーマン・ショック<br>2007年9月        | コロナ・ショック<br>2020年3月           | シン・ブラックマンデー<br>2024年8月       |
|-----------------|----------|-----------------------------|------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|------------------------------|
| 暴落のきっかけ         |          | 米国において経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」が深刻化 | ITに対する過度な期待から企業業績を度外視した投資が拡大 | 米国住宅バブル崩壊によるサブプライムローンの不良債権化 | 新型コロナウイルス感染症のパンデミックによる経済活動の停滞 | 米雇用統計の公表を受け、労働市場の悪化から景気懸念が台頭 |
| 失業率(%)          | 暴落の直前(A) | 6.0                         | 3.8                          | 4.4                         | 3.5                           | 4.3                          |
|                 | 景気の底(B)  | 6.0                         | 6.3                          | 10.0                        | 14.8                          | 4.2                          |
|                 | (B)-(A)  | 0.0                         | 2.5                          | 5.6                         | 11.3                          | -0.1                         |
| PCEコアインフレ率(%)   | 暴落の直前(A) | 3.4                         | 1.9                          | 2.4                         | 1.7                           | 2.6                          |
|                 | 景気の底(B)  | 3.5                         | 1.2                          | 0.6                         | 0.9                           | 2.6                          |
|                 | (B)-(A)  | -0.1                        | 0.7                          | 1.8                         | 0.8                           | 0.0                          |
| FF金利(%)         | 暴落の直前(A) | 7.25                        | 6.5                          | 5.25                        | 1.75                          | 5.5                          |
|                 | 景気の底(B)  | 6.5                         | 1.0                          | 0.25                        | 0.25                          | 5.5                          |
|                 | (B)-(A)  | 0.75                        | 5.5                          | 5.0                         | 1.5                           | 0.0                          |
| GDP成長率(前年比, %)  | 暴落の直前(A) | 3.4                         | 5.2                          | 2.4                         | 3.2                           | -                            |
|                 | 景気の底(B)  | 3.3                         | 0.2                          | -4.0                        | -7.5                          | -                            |
|                 | (B)-(A)  | 0.1                         | 5.0                          | 6.4                         | 10.7                          | -                            |
| ISM製造業景況感指数(pt) | 暴落の直前(A) | 59.3                        | 58.1                         | 54.0                        | 51.4                          | 46.8                         |
|                 | 景気の底(B)  | 58.8                        | 40.8                         | 34.5                        | 41.8                          | 47.2                         |
|                 | (B)-(A)  | 0.5                         | 17.3                         | 19.5                        | 9.6                           | -0.4                         |
| SP500(暴落直後)     | ROE      | -                           | -                            | 16.8                        | 17.3                          | 20.7                         |
|                 | PER      | -                           | -                            | 11.8                        | 14.0                          | 19.7                         |
|                 | PBR      | -                           | -                            | 1.97                        | 2.43                          | 4.07                         |
| TOPIX(暴落直後)     | ROE(%)   | -                           | -                            | 8.5                         | 8.0                           | 9.0                          |
|                 | PER      | -                           | -                            | 12.9                        | 10.8                          | 11.9                         |
|                 | PBR      | -                           | -                            | 1.11                        | 0.87                          | 1.07                         |

(注：株価指数のバリュエーション指標が取得できなかった機関の数値は表示していない)

(注：シン・ブラックマンデーにおける景気の底の数値は、直近の数値で代用している)

(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 : シン・ブラックマンデーを巡る論点整理)

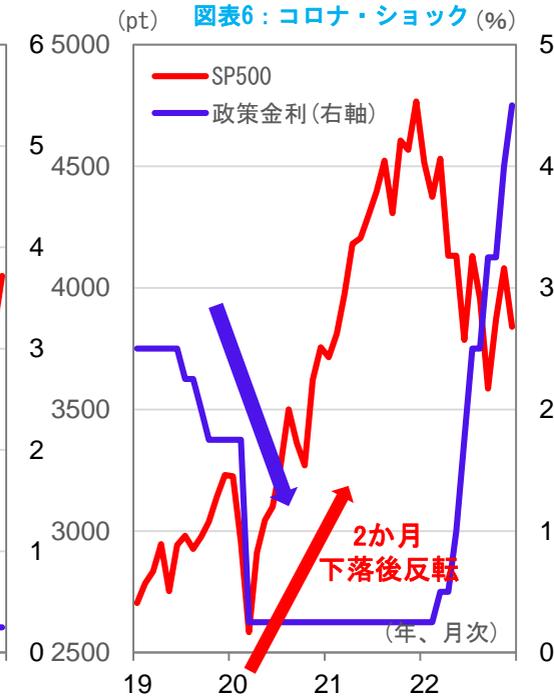
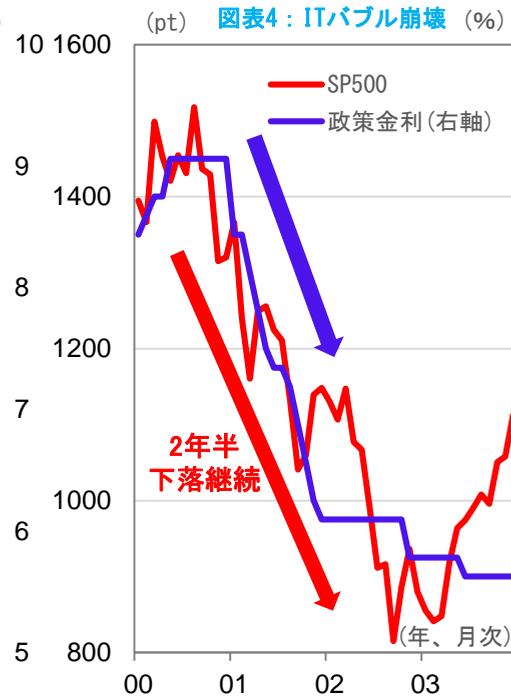
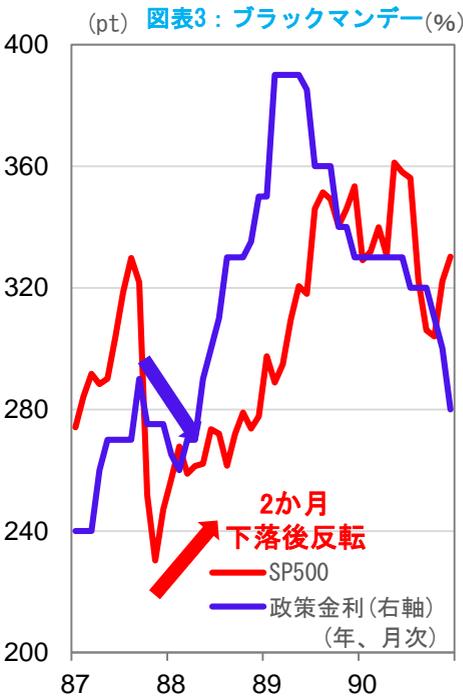
2024/9/24

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、渋谷 和樹



## ○過去の主な大暴落とその背景：金融システム不安や企業業績と株価の過度な乖離を背景とした深刻な景気後退の有無が重要

- 利下げによって実体経済の悪化に歯止めがかからなければ、1年以上株価下落傾向が継続
  - 金融システム不安や企業業績と株価の過度な乖離を背景とした深刻な景気後退の有無
- ブラックマンデー：双子の赤字問題深刻化によるセンチメント悪化が大きく、景気自体は堅調に推移していた(図表3)
- ITバブル崩壊：企業収益への過度な期待から、利上げにより業績悪化した際の落差が大きくなり暴落を招いた(図表4)
- リーマン・ショック：住宅バブルの崩壊が引き金となり、世界的な金融システム不安が誘発された(図表5)
- コロナ・ショック：新型コロナウイルス感染症のパンデミックにより実体経済の活動が一時的に大きく制限された(図表6)



(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 : シン・ブラックマンデーを巡る論点整理)

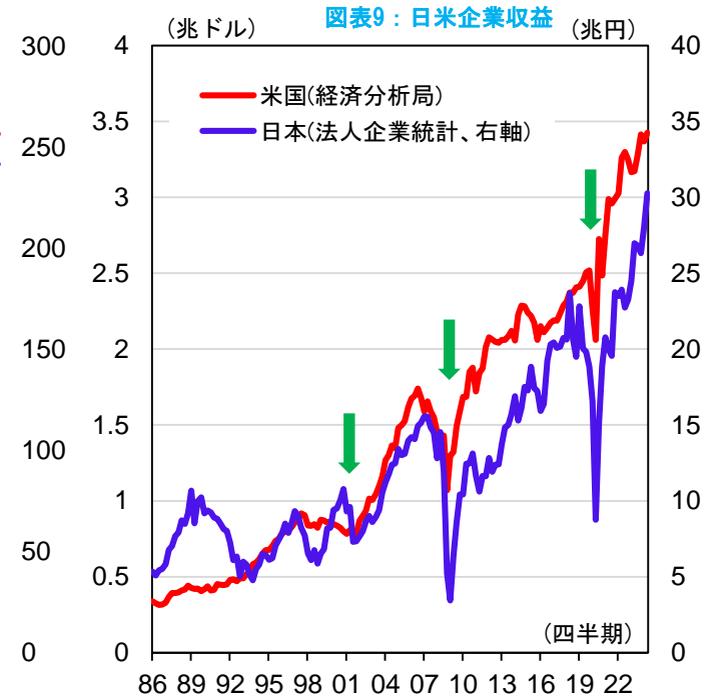
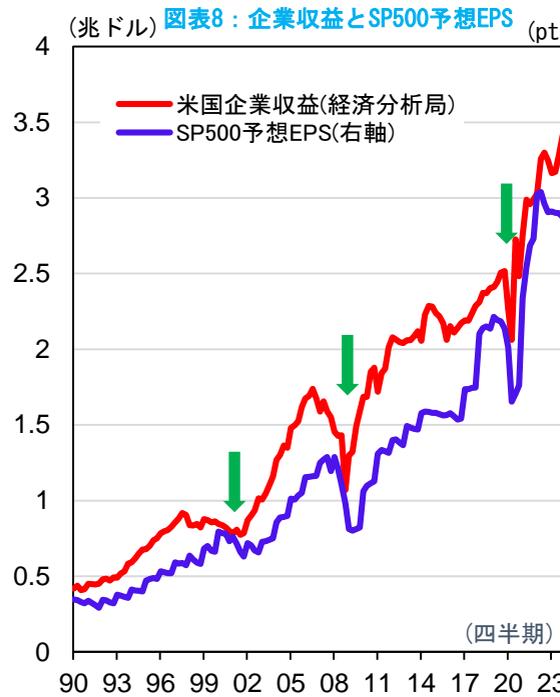
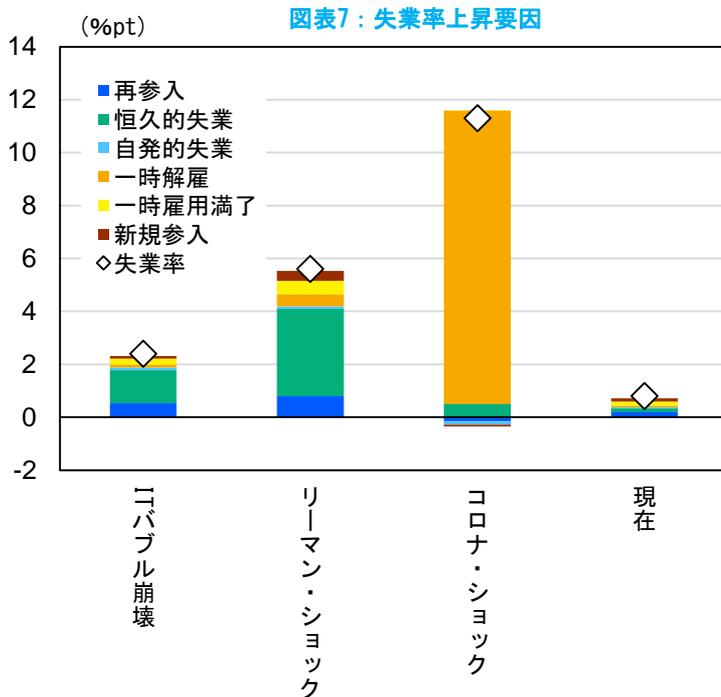
2024/9/24

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、渋谷 和樹



## ○シン・ブラックマンデー(2024/08/05~)は一時的なショックに留まろう

- **景気後退を伴うショック時は恒久的失業が失業率上昇要因の大半を占める**  
過去の景気後退を伴うショック時は恒久的失業が増加し、実体経済の大幅な悪化を示唆していた(図表7)  
現在のところ恒久的失業は増加しておらず、労働市場はなお堅調に推移しているとみられ、景気後退は示唆されていない
- **現在は日米ともに好調な企業収益の推移が継続**  
ITバブル崩壊やリーマン・ショック時は、予想EPSの下落に先立ち企業収益の下落が始まり期待と実態に乖離が発生(図表8~9)  
足元は日米ともに企業収益が堅調に推移しており、株価上昇は企業収益に裏打ちされたものであるといえる



(注：失業率上昇要因は、ショック時の失業率が最も高いタイミングからショック直前の失業率が最も低いタイミングを引いたもの。 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 : シン・ブラックマンデーを巡る論点整理)

2024/9/24

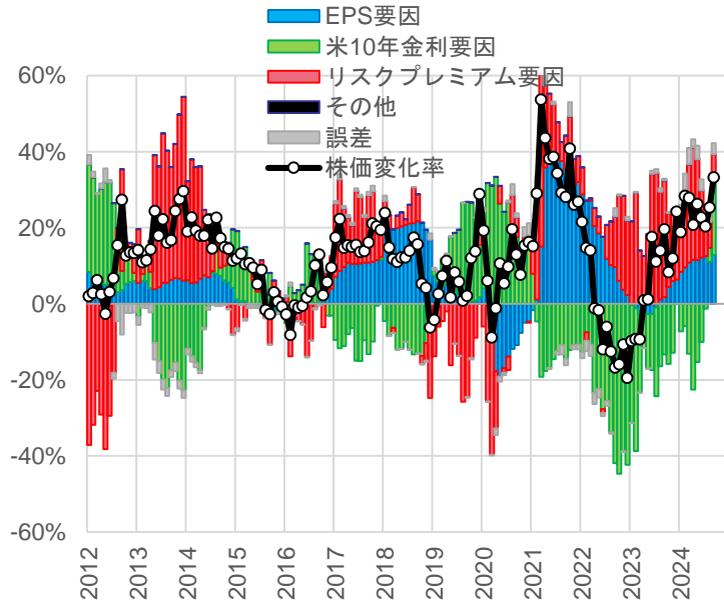
りそなホールディングス 市場企画部  
ストラテジスト: 武居 大暉、渋谷 和樹



## ◎年末にかけての展望①(米国株)底堅い米経済を背景に米国株は年末にかけて上昇しよう

- SP500の前年比は、EPS、米10年金利、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10をみると、9月は、緩やかにEPSが上昇する中、FOMCを経て米金利及びリスクプレミアムが低下し、3要素全てが株高に寄与する格好となった。
- 年末にかけての水準を展望すると、11月の大統領選挙までは、トランプ氏、ハリス氏の主張が大きく異なることもあり(徹底分析:米大統領選のマーケットへの影響参照)、積極的なポジションを取り難いものの、結果が出れば(ねじれ議会となり両候補の掲げる極端な政策の実現可能性は低いとの思惑も重なり)、イベント通過を好感してリスクプレミアムが低下するほか、EPSの上昇傾向及び金利の低下傾向が持続する中、再び最高値を更新、SP500は5,800pt~6,000ptが視野に入ってくるとみる(図表11)。

図表10 : SP500の前年比要因分解



図表11 : SP500の年末値想定

|          | 年末値(A)                 | 現在値(B)  | (A)-(B)<br>(EPS、SP500は<br>(A)/(B)) | 備考  |
|----------|------------------------|---------|------------------------------------|---|
| EPS      | 272                    | 266.5   | 2.06%                              | 年初来、EPS成長率はMoMで1%程度だが、保守的に0.5%成長とした                                       |
| 米10年金利   | 3.50%                  | 3.71%   | -0.21%                             | FRBは年内に後2回利下げするとみる  |
| リスクプレミアム | +0.65%pt ~<br>+1.00%pt | 1.05%pt | -0.35%pt ~<br>-0.05%pt             | リスクオンであった2月~5月の平均は0.5%pt、リスクオフであった8月は0.8%pt                               |
| SP500    | 5,800pt~<br>6,000pt    | 5,713   | +1.5% ~<br>+5.0%                   | リスクプレミアム次第で多少の振れ幅があるものの、基本的には、EPSの改善と金利低下を背景とする高バリュエーションが許容され、最高値を更新するとみる |

(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 : シン・ブラックマンデーを巡る論点整理)

2024/9/24

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、渋谷 和樹

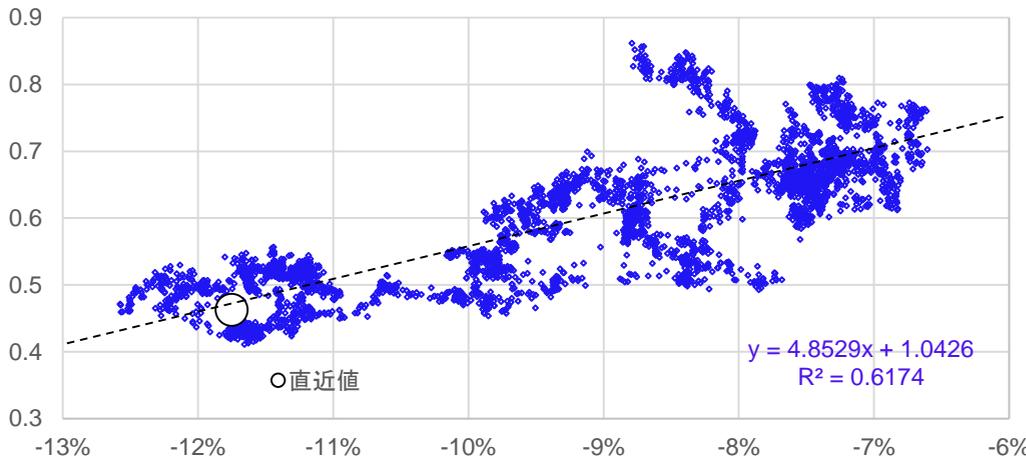


## ◎年末にかけての展望②(日本株) : 年末にかけて米国株が上昇する中でグローバルな割安感から上昇しよう

- 日本株の足元の状況を確認すると、円高進行で為替差益を見込み難く、また予想EPSの改善傾向が鈍化しつつある。EPSが横ばいとしても、PERが7月等のリスクオンムード時まで戻れば日経平均株価は4万円台を回復するポテンシャルがあるものの、中期的に企業業績が拡大していく見通しが持てない中では、積極的に日本株を買う理由に欠ける。
- 従って、日本株は、米国株が上昇し、それに伴ってグローバルにみた割安感が高まった際に買われるような展開を想定する。図表12は、TOPIXとSP500のROE差を横軸に取り、縦軸にTOPIX/SP500(日米相対株価)を取ったものである。収益性の差(横軸)が、日米相対株価の水準に表れていると解釈できる。日米のROE差は11.8%程度であるから、図表12によると、日本株の収益性の低さを考慮しても、日米相対株価が0.47程度を下回るのであれば、日本株はグローバルに見て割安と判断できる。このような考え方の下、SP500の水準別に、日経平均株価を米国株対比での割安感を尺度としての買う際の妥当株価を示した(図表13)。仮に日本株の成長が見込めなくとも、この水準を下回ればグローバルバリュエーション上は割安という判断になる。
- 図表13によると、SP500が6,000ptで日経平均株価は40,300円程度が妥当な水準となる。なお、[ここもとの為替変動が日本株に与える影響](#)で述べた通り、海外勢が日本株を買う際にはヘッジの円売りが発生するとみられ、その過程で円安が進行し、バリュエーション水準も切りあがる可能性がある。上値の目途は、同レポートで指摘した通り、42,000円程度であろう。以上から、日経平均株価の年末値は40,000円～42,000円と想定する。

SP500/TOPIX

図表12 : 日米相対バリュエーション



日米ROE差(SP500 - TOPIX)

図表13 : SP500の水準別の日本株の水準

| SP500  | 5,300  | 5,400  | 5,500  | 5,600  | 5,700  | 5,800  | 5,900  | 6,000  | 6,100  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| TOPIX  | 2,508  | 2,555  | 2,603  | 2,650  | 2,697  | 2,745  | 2,792  | 2,839  | 2,887  |
| 日経平均株価 | 35,613 | 36,285 | 36,957 | 37,629 | 38,301 | 38,973 | 39,645 | 40,317 | 40,989 |

- 年末にかけての日本株の想定レンジ
- SP500が6,000ptで日経平均株価は40,000円
- ただし、海外勢の買越し圧力が増加するにつれて円安が進行し、42,000円程度までは上昇する可能性

(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



# りそな 経済フラッシュ

(日米欧 Market View : シン・ブラックマンデーを巡る論点整理)

## ■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  |
|----|-----------|----------|---|
| 52 | 2024/8/2  | 日本株, 米国株 | <a href="#">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</a>   |
| 53 | 2024/8/5  | 米国経済     | <a href="#">日米欧 Market View : 7月雇用統計</a>                      |
| 54 | 2024/8/5  | 欧州経済     | <a href="#">日米欧 Market View : 7月ユーロ圏物価動向</a>                  |
| 55 | 2024/8/9  | 半導体, 日本株 | <a href="#">日米欧 Market View : 半導体市場 Monthly (2024年8月)</a>     |
| 56 | 2024/8/9  | 日本株      | <a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給(7月29日～8月2日)</a>           |
| 57 | 2024/8/15 | 米国経済     | <a href="#">日米欧 Market View : 7月CPI</a>                       |
| 58 | 2024/8/15 | 豪州経済     | <a href="#">日米欧 Market View : 8月豪州概況</a>                      |
| 59 | 2024/8/20 | 日本株      | <a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給(8月5日～8月9日)</a>            |
| 60 | 2024/8/23 | 日本株      | <a href="#">日米欧 Market View : 3月決算企業の1Q決算</a>                 |
| 61 | 2024/8/23 | 日本株      | <a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給(8月13日～8月16日)</a>          |
| 62 | 2024/8/23 | コモディティ   | <a href="#">日米欧 Market View : 8月WTI原油先物価格</a>                 |
| 63 | 2024/8/29 | 欧州経済     | <a href="#">日米欧 Market View : 2024年第2四半期ユーロ圏賃金動向</a>          |
| 64 | 2024/8/29 | 日本経済     | <a href="#">日米欧 Market View : 7月物価オルタナティブデータ～日経CPINow</a>     |
| 65 | 2024/8/29 | 日本経済     | <a href="#">日米欧 Market View : 7月賃金オルタナティブデータ～HRog賃金Now</a>    |
| 66 | 2024/8/29 | 日本株, 米国株 | <a href="#">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</a> |
| 67 | 2024/8/30 | 日本株      | <a href="#">日米欧 Market View : ここもとの為替変動が日本株に与える影響</a>         |
| 68 | 2024/8/30 | 日本株      | <a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給(8月19日～8月23日)</a>          |
| 69 | 2024/9/3  | 日本株      | <a href="#">日米欧 Market View : 日本株8月セクター動向と9月見通し</a>           |
| 70 | 2024/9/3  | 日本株, 米国株 | <a href="#">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</a>   |
| 71 | 2024/9/3  | 欧州経済     | <a href="#">日米欧 Market View : 8月ユーロ圏物価動向</a>                  |
| 72 | 2024/9/4  | 米国政治     | <a href="#">徹底分析：米大統領選のマーケットへの影響</a>                          |
| 73 | 2024/9/4  | 米国経済     | <a href="#">日米欧 Market View : 8月ISM製造業景況感指数</a>               |
| 74 | 2024/9/6  | 日本株      | <a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給(8月26日～8月30日)</a>          |
| 75 | 2024/9/9  | 米国経済     | <a href="#">日米欧 Market View : 8月雇用統計</a>                      |
| 76 | 2024/9/12 | 米国経済     | <a href="#">日米欧 Market View : 8月CPI</a>                       |
| 77 | 2024/9/12 | 半導体, 日本株 | <a href="#">日米欧 Market View : 半導体市場 Monthly (2024年9月)</a>     |
| 78 | 2024/9/13 | 欧州経済     | <a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>                          |
| 79 | 2024/9/13 | 日本株      | <a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給(9月2日～9月6日)</a>            |
| 80 | 2024/9/19 | 米国経済     | <a href="#">日米欧 Market View : 9月FOMC</a>                      |
| 81 | 2024/9/20 | 豪州概況     | <a href="#">日米欧 Market View : 9月豪州概況</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。