

◎注意事項をよくお読み下さい

りそな 経済フラッシュ

りそなグループ (日米欧 Market View : 10月日米株バリュエーション～日本：弱気、米国：中立)

2024/10/2
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：FRBの利下げ決定で金利は株価上昇要因へ

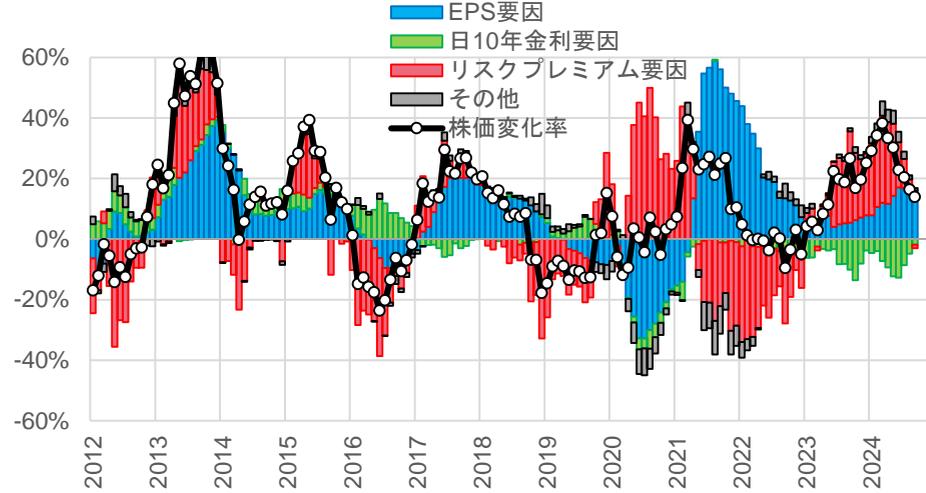
(日本)

- 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、8月末から9月末にかけて、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)で前年比が低下したことが分かる。なお、日10年金利は低下し、EPSは小幅改善であったが、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50bpsの大幅利下げを決定したこともあり、日銀関係者が利上げに前向きな姿勢を示す中、横ばい圏で推移した。EPSは円高進行による悪材料織り込みが一服し、以前より成長率が鈍化しつつあるが小幅に改善したようだ。また、円高進行や政治不透明感等がリスクプレミアム上昇に寄与したようだ。
- 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。

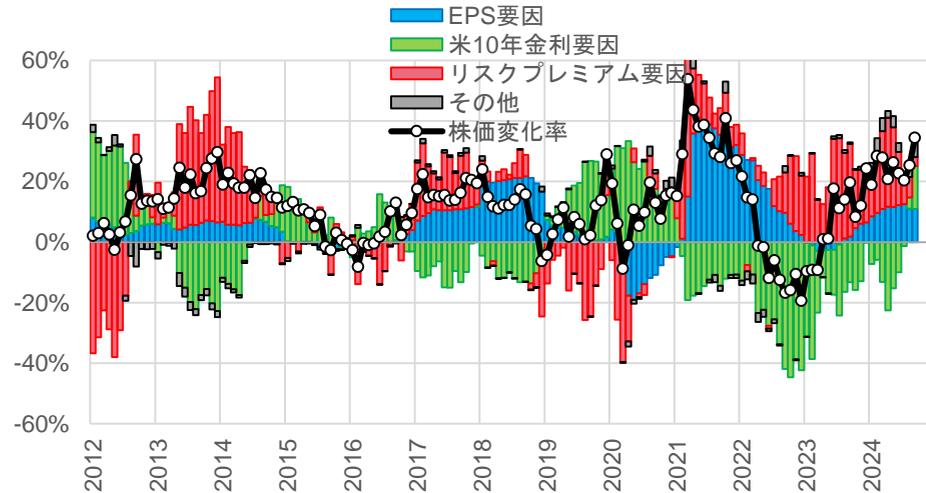
(米国)

- 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、8月末から9月末にかけて、3要素が揃って前年比上昇に寄与していたことが分かる。特に米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。
- 8月以降、マーケットは米景気後退をリスク視し始めたが、FRBが9月の50bpsの大幅利下げを決定したこともあり、ソフトランディング期待を高め、それが金利及びリスクプレミアムの低下に寄与したようだ。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、小幅改善に留まったようだ。
- 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

2024/10/2

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



りそなグループ

(日米欧 Market View : 10月日米株バリュエーション～日本 : 弱気、米国 : 中立)

○日経平均株価の中心レンジ : 35,500~39,500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。もっとも、後述の様にセンチメントの悪化が無視できないため、米国株が上昇し、それに応じ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。詳細は次頁に譲るが、米国株対比でのバリュエーションを鑑みると、今後一ヵ月程度の妥当株価は38,700円程度とみられる。
- ファンダメンタルズに基づく理論値推計に基づく、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 : 35,500円~39,500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187.2pt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、これまでの様に月次で1~2%成長することは見込み難く、+0.5%成長と仮定した。この場合、1ヵ月後のEPSは188.1pt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1.37倍程度、PERに直すと、15.4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14.4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、円高進行や石破新総裁の緊縮財政的な政策への警戒感等、センチメントの悪化が無視できないため、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

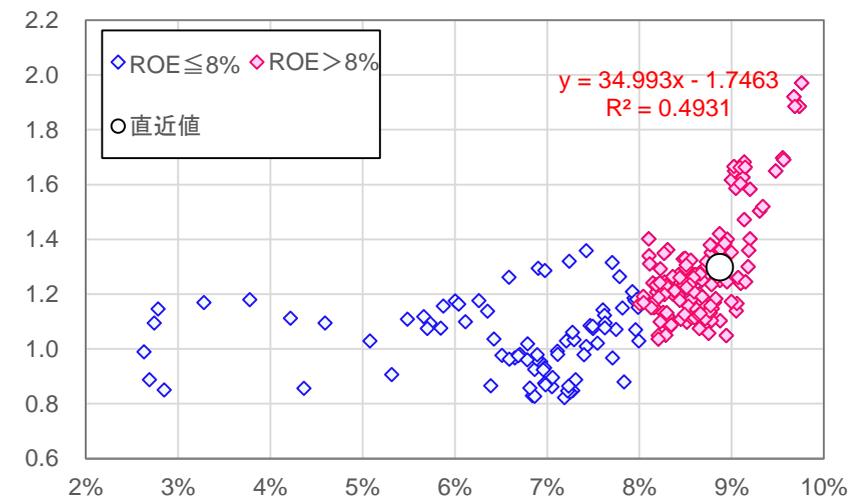
NT倍率 : 14.4倍

		PBR1倍		予想PER(TOPIX)					
		11.0倍	13.0倍	13.5倍	現状	14.5倍	15.0倍	15.5倍	
					14.4倍				
予想EPS (TOPIX)	10.0%	206.0	32,500	38,400	39,900	42,500	42,900	44,400	45,800
	5.0%	196.6	31,000	36,700	38,100	40,600	40,900	42,300	43,700
	3.0%	192.9	30,500	36,000	37,400	39,800	40,100	41,500	42,900
	1.0%	189.1	29,900	35,300	36,700	39,100	39,400	40,700	42,100
	現状	187.2	29,600	34,900	36,300	38,700	39,000	40,300	41,700
	-1.0%	185.4	29,300	34,600	35,900	38,300	38,600	39,900	41,200
	-3.0%	181.6	28,700	33,900	35,200	37,500	37,800	39,100	40,400
	-5.0%	177.9	28,100	33,200	34,500	36,700	37,000	38,300	39,600
-10.0%	168.5	26,600	31,500	32,700	34,800	35,100	36,300	37,500	

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

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

2024/10/2

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



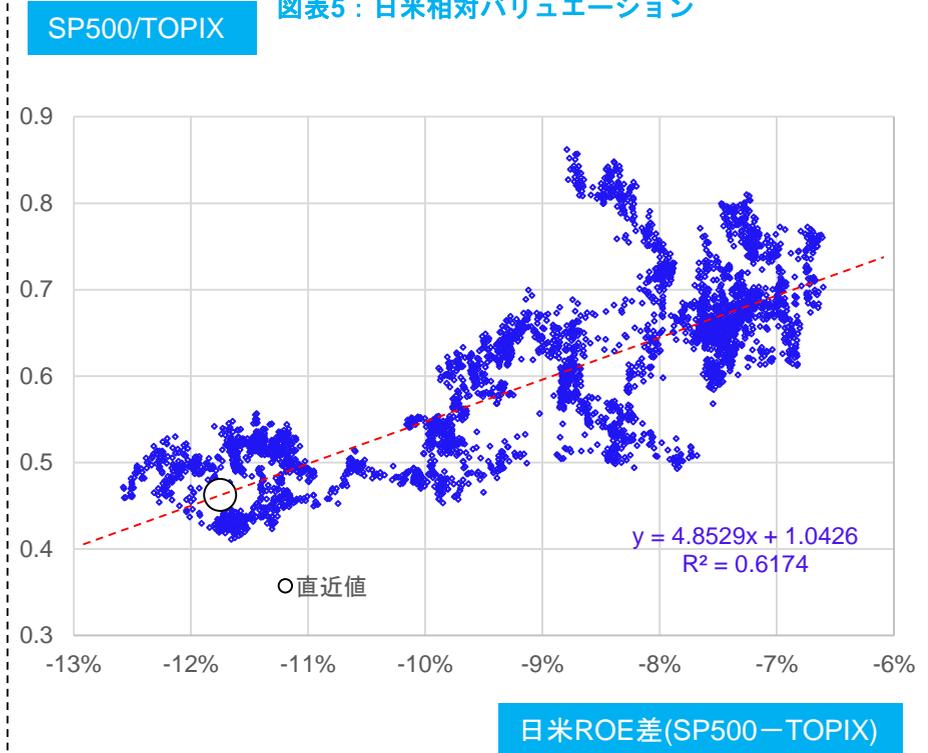
りそなグループ

(日米欧 Market View : 10月日米株バリュエーション～日本 : 弱気、米国 : 中立)

◎日本株の米国株対比でのバリュエーション : 日経平均株価の妥当株価は38,700円

- ▶ 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、政治不透明感等もあり、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、それに応じてグローバルにみた割安感が高まった際に行われるような展開を想定する。
- ▶ 図表5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5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6)。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6によると、SP500が5,700ptで日経平均株価は38,300円、SP500が5,800ptで日経平均株価は39,000円程度が妥当な水準となる。足元のSP500は、5,750pt程度で推移しており、今後一ヵ月程度では横ばい圏で推移する可能性が高いことを鑑みると、日経平均株価の今後一ヵ月程度の妥当値は38,700円程度と推計される。

図表5 : 日米相対バリュエーション



図表6 : 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

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

りそなグループ (日米欧 Market View : 10月日米株バリュエーション～日本 : 弱気、米国 : 中立)

2024/10/2
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

○SP500の中心レンジ : 5,500~6,000pt

- リスクプレミアムはひと頃と比べると落ち着きを取り戻しつつあるが、7月頃のリスクオンムード時よりは依然として高い。FRBが9月に50bpsの大幅利下げを行い、金融緩和に転じたこともあり、ソフトランディング期待が高まる中では、金利とともに一段の低下余地がある。EPSについて、AI関連を中心にハイテク株の収益性に懸念が生じていたが、メモリー大手の米マイクロンがAI関連機器の旺盛な需要から、2024年分のみならず2025年分の製品についても完売したと発表する等したことから、懸念は杞憂に終わる可能性が高く、中期的に改善余地があるとみる。以上から、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ことに加え、11月には大統領選を控えていることもあり、横ばい圏で推移する可能性が高いとみている。
- ファンダメンタルズに基づく理論値推計に基づく、今後1ヵ月程度のレンジは下記の様に考えている(図表7)。

SP500の中心レンジ : 5,500pt~6,000pt
(下限 : 5,300pt、上限 : 6,200pt)

- 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267.0pt程度であり、月次成長率は1~2%程度であるから、1ヵ月後の予想EPSは269.7pt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、21.3倍程度と算出される(図表8)。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5,750pt程度と算出される。足元のSP500は、この理論値程度の水準であり、大きなアップサイド材料も少ないことや、繰り返しになるが、11月に米大統領選を控えていることから様子見姿勢が強まり、横ばい圏での推移が見込まれる。

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7 : 日経平均株価のバリュエーション・マトリクス

■SP500バリュエーション

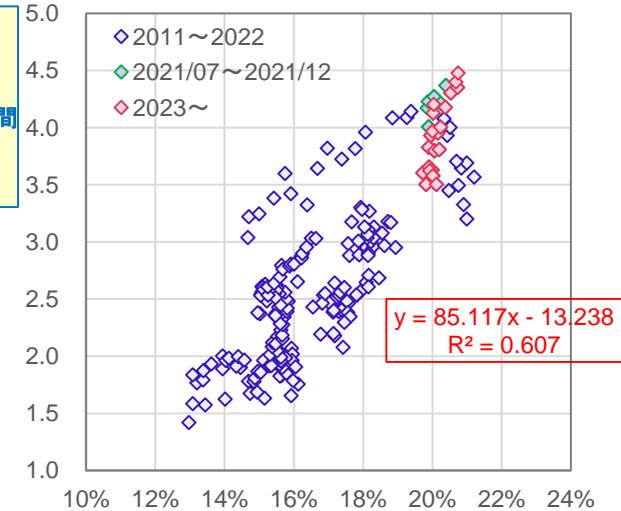
		予想PER(SP500)							
		20.0倍	20.5倍	21.0倍	現状 21.6倍	22.0倍	22.5倍	23.0倍	
予想 EPS (SP500)	10.0%	293.6	5,873	6,020	6,167	6,339	6,460	6,607	6,754
	5.0%	280.3	5,606	5,746	5,886	6,051	6,167	6,307	6,447
	3.0%	275.0	5,499	5,637	5,774	5,935	6,049	6,187	6,324
	1.0%	269.6	5,392	5,527	5,662	5,820	5,932	6,066	6,201
	現状	267.0	5,339	5,472	5,606	5,762	5,873	6,006	6,140
	-1.0%	264.3	5,286	5,418	5,550	5,705	5,814	5,946	6,078
	-3.0%	258.9	5,179	5,308	5,438	5,590	5,697	5,826	5,956
	-5.0%	253.6	5,072	5,199	5,326	5,474	5,579	5,706	5,833
-10.0%	240.3	4,805	4,925	5,045	5,186	5,286	5,406	5,526	

今後一ヵ月程度の
想定レンジ

出所 : Bloomberg 注 : 数値は12ヵ月先予想

図表8 : ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性

・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



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

りそなグループ (日米欧 Market View : 10月日米株バリュエーション～日本 : 弱気、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
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)
69	2024/9/3	日本株	日米欧 Market View : 日本株8月セクター動向と9月見通し
70	2024/9/3	日本株, 米国株	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
71	2024/9/3	欧州経済	日米欧 Market View : 8月ユーロ圏物価動向
72	2024/9/4	米国政治	徹底分析 : 米大統領選のマーケットへの影響
73	2024/9/4	米国経済	日米欧 Market View : 8月ISM製造業景況感指数
74	2024/9/6	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(8月26日~8月30日)
75	2024/9/9	米国経済	日米欧 Market View : 8月雇用統計
76	2024/9/12	米国経済	日米欧 Market View : 8月CPI
77	2024/9/12	半導体, 日本株	日米欧 Market View : 半導体市場 Monthly (2024年9月)
78	2024/9/13	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
79	2024/9/13	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(9月2日~9月6日)
80	2024/9/19	米国経済	日米欧 Market View : 9月FOMC
81	2024/9/20	豪州概況	日米欧 Market View : 9月豪州概況
82	2024/9/24	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(9月9日~9月13日)
83	2024/9/24	日本株, 米国株	日米欧 Market View : シン・ブラックマンデーを巡る論点整理
84	2024/9/27	日本株, 米国株	日米欧 Market View : 8月物価オルタナティブデータ~日経CPINow
85	2024/9/27	日本株, 米国株	日米欧 Market View : 8月賃金オルタナティブデータ~HRog賃金Now

◎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。