

◎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 : 11月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：強気)

2024/11/5

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：利下げ開始でリスクプレミアムが低下

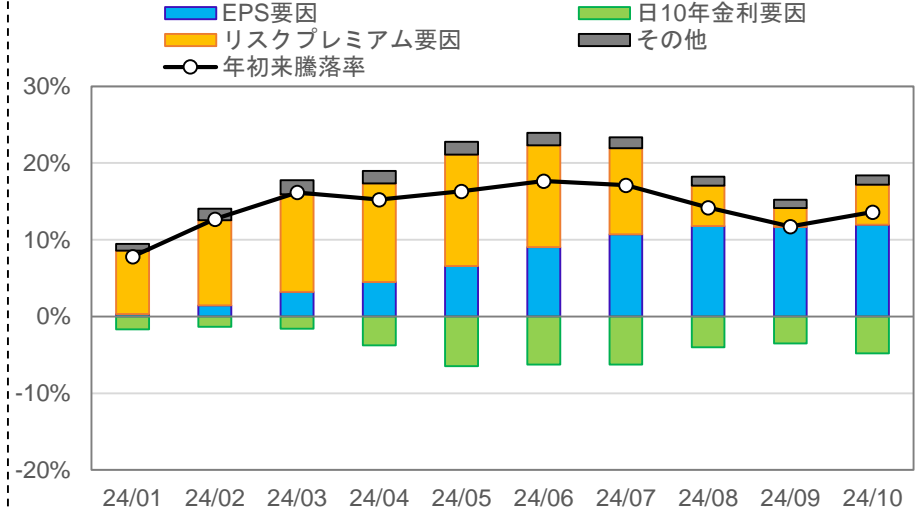
(日本)

- TOPIXの変動は、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、9月末から10月末にかけてのTOPIXは、リスクプレミアムが低下したこと(株価に対してはプラス寄与)で上昇したことが分かる。なお、日10年金利は上昇し、EPSは小幅悪化であったが、上記プラス影響の方が大きかった。
- 日10年金利は、米金利がトランプ氏勝利を織り込む中で短期期待インフレ率主導で上昇したことを受け、上昇した。EPSは決算シーズン前ということもあり、大きな動きはなかった。リスクプレミアムについては、FRBが利下げに転じたことや、米国で底堅い経済指標が示されたことから悲観的な向きは後退し、低下したようだ。
- 日銀の金融政策スタンスを鑑みると、日10年金利の低下は見込み難い。日本では11月は3月決算企業の間決算シーズンである。最も会社計画修正の多い時期であり、例年通り保守的に示された会社計画の上方修正が発表される中でEPSも上昇するとみている。リスクプレミアムについても、大統領選通過でこれまで滞留していた資金が一気に株式市場に振り向けられる中で低下することが期待される。

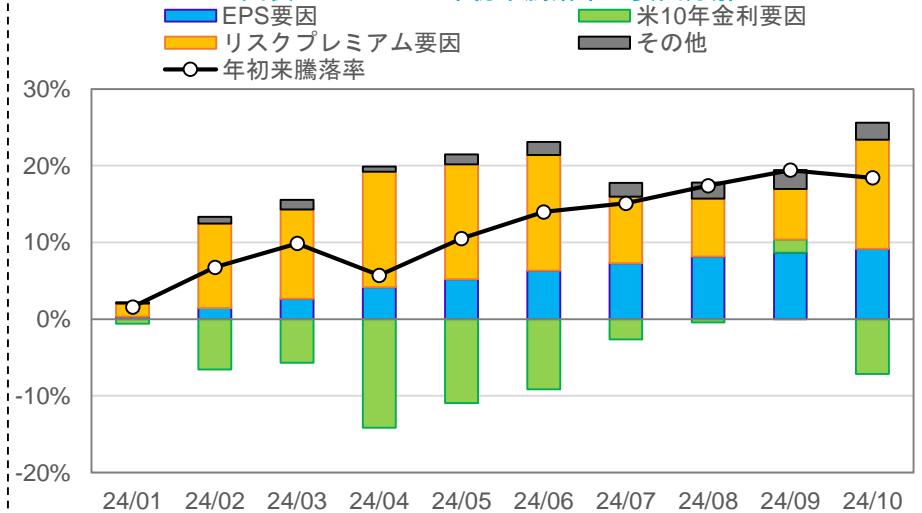
(米国)

- SP500の変動は、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、9月末から10月末にかけて、金利上昇はマイナス寄与であったが、リスクプレミアムが低下し、株価は上昇したことが分かる。なお、EPSについては、決算シーズン前ということもあり横ばいであった。
- 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。
- 10月はトランプ氏の勝利を織り込み金利は上昇したものの、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ろう。リスクプレミアムは、大統領選通過でこれまで滞留していた資金が一気に株式市場に振り向けられる中で低下することが期待される。EPSについては、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の年初来騰落率の要因分解



図表2：SP500の年初来騰落率の要因分解



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

2024/11/5

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 : 11月日米株バリュエーション～日本 : 中立、米国 : 強気)

○日経平均株価の中心レンジ : 37,300円～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い。日本では11月は3月決算企業の中間決算シーズンである。最も会社計画修正の多い時期であり、例年通り保守的に示された会社計画の上方修正が発表される中でEPSも上昇するとみている。リスクプレミアムについても、大統領選通過でこれまで滞留していた資金が一気に株式市場に振り向けられる中で低下することが期待される。11月の日本株は上昇を想定している。
- 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ように考えている(図表3)。

日経平均株価の中心レンジ : 37,300円～41,000円
(下限 : 36,000円、上限 : 42,500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185.2pt程度であり、今後一ヵ月程度では、中間決算での会社計画上方修正を受け、1~2%成長するとみている。この場合、1ヵ月後のEPSは187.0pt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9.0%であり、その際の妥当なPBRが1.40倍程度、PERに直すと、15.6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41,700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。米大統領選通過後にリスクオンムードが高まる局面では、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

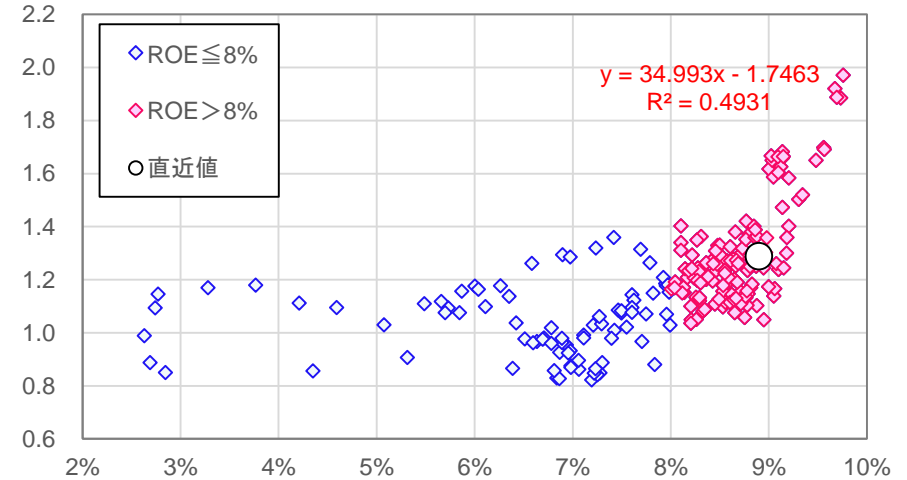
		PBR1倍		予想PER(TOPIX)					
				11.0倍	13.5倍	14.0倍	現状 14.3倍	15.0倍	15.5倍
予想EPS (TOPIX)	10.0%	203.7	32,200	39,600	41,000	41,900	44,000	45,400	46,900
	5.0%	194.4	30,800	37,800	39,200	40,000	42,000	43,400	44,800
	3.0%	190.7	30,200	37,100	38,400	39,200	41,200	42,500	43,900
	1.0%	187.0	29,600	36,300	37,700	38,400	40,400	41,700	43,100
	現状	185.2	29,300	36,000	37,300	38,100	40,000	41,300	42,600
	-1.0%	183.3	29,000	35,600	36,900	37,700	39,600	40,900	42,200
	-3.0%	179.6	28,400	34,900	36,200	36,900	38,800	40,100	41,400
	-5.0%	175.9	27,800	34,200	35,400	36,200	38,000	39,200	40,500
	-10.0%	166.6	26,400	32,400	33,600	34,200	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

(倍)

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

2024/11/5

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 : 11月日米株バリュエーション～日本 : 中立、米国 : 強気)

○SP500の中心レンジ : 5,600pt~6,000pt

- リスクプレミアムはひと頃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ように考えている(図表5)。

SP500の中心レンジ : 5,600pt~6,000pt
(下限 : 5,450pt、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268.4pt程度であり、月次成長率は1~2%程度であるから、1ヵ月後の予想EPSは271.1pt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。SP500の予想ROEは、足元で20.8%程度であり、その際の妥当なPBRが4.5倍程度、PERに直すと、21.4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5,770pt程度と算出される。ただし、米大統領選でトリプルレッドが実現した場合は更なるアップサイドが期待できる。トランプ氏の掲げる法人減税策は、EPSを5%程度押し上げると試算される。この場合は、6,000ptが視野に入ってくる(EPS改善を見越して、PER22.5倍程度まで許容される可能性がある)。

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5 : SP500のバリュエーション・マトリクス

■SP500バリュエーション

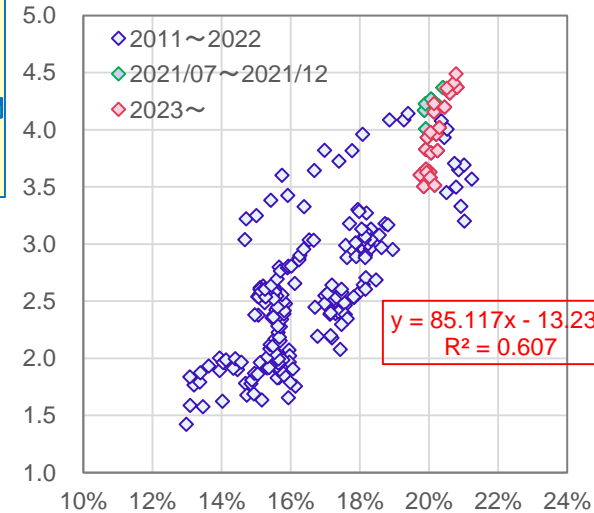
		予想PER(SP500)							
		20.0倍	20.5倍	21.0倍	現状 21.3倍	22.0倍	22.5倍	23.0倍	
予想EPS (SP500)	10.0%	295.3	5,905	6,053	6,200	6,276	6,496	6,643	6,791
	5.0%	281.8	5,637	5,778	5,919	5,991	6,200	6,341	6,482
	3.0%	276.5	5,529	5,668	5,806	5,877	6,082	6,221	6,359
	1.0%	271.1	5,422	5,558	5,693	5,763	5,964	6,100	6,235
	現状	268.4	5,368	5,503	5,637	5,705	5,905	6,039	6,174
	-1.0%	265.7	5,315	5,448	5,580	5,648	5,846	5,979	6,112
	-3.0%	260.4	5,207	5,338	5,468	5,534	5,728	5,858	5,988
-5.0%	255.0	5,100	5,227	5,355	5,420	5,610	5,737	5,865	
-10.0%	241.6	4,832	4,952	5,073	5,135	5,315	5,435	5,556	

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

・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

(倍) 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

りそな 経済フラッシュ

りそなグループ (日米欧 Market View : 11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
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	豪州経済	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	日本経済	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	日本経済	日米欧 Market View : 8月賃金オルタナティブデータ~HRog賃金Now
86	2024/9/30	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(9月17日~9月20日)
87	2024/10/2	米国経済	日米欧 Market View : 9月ISM製造業景況感指数
88	2024/10/2	日本株, 米国株	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
89	2024/10/2	日本株	日米欧 Market View : 日本株 9月セクター動向と10月見通し
90	2024/10/2	日本株, 日本政治	日米欧 Market View : 自民党総裁選ショックを巡る論点整理
91	2024/10/3	欧州経済	日米欧 Market View : 9月ユーロ圏物価動向
92	2024/10/4	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給 (9月24日~9月27日)
93	2024/10/7	米国経済	日米欧 Market View : 9月雇用統計
94	2024/10/11	半導体, 日本株, 米国株	日米欧 Market View : 半導体市場 Monthly (2024年10月)
95	2024/10/11	米国経済	日米欧 Market View : 9月CPI
96	2024/10/11	コモディティ	日米欧 Market View : 9月WTI原油先物価格
97	2024/10/11	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(9月30日~10月4日)
98	2024/10/18	豪州経済	日米欧 Market View : 10月豪州概況
99	2024/10/18	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
100	2024/10/23	欧州経済	日米欧 Market View : 10月ユーロ概況
101	2024/10/30	日本経済	日米欧 Market View : 9月物価オルタナティブデータ~日経CPINow
102	2024/10/30	日本経済	日米欧 Market View : 9月賃金オルタナティブデータ~HRog賃金Now
103	2024/11/1	欧州経済	日米欧 Market View : ユーロ圏GDP統計
104	2024/11/1	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給 (10月21日~10月25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。