

2024年12月3日  
日本株、米国株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

## 日米欧 Market View: 12月日米株バリュエーション

日本:中立、米国:中立

## 要約

- 日経平均株価の中心レンジ: 37,000円~40,000円
- SP500の中心レンジ: 5,800pt~6,150pt

## 足元のバリュエーション

(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-日10年金利)で説明できる。図表1をみると、10月末から11月末にかけてのTOPIXは、リスクプレミアムが低下(株価に対してはプラス寄与)も、日10年金利が上昇し、トータルでは小幅に下落したことが分かる。なお、EPSは横ばいであった。

日10年金利は、日銀の植田総裁追加利上げの時期について「データがオントラックに推移しているという意味では近づいているといえる」と述べたこと等を受け、利上げ織り込みが進展し上昇した。EPSは中間決算シーズンにおいて、多くの企業で想定通りの決算内容であったこともあり、大きな動きはなかった。リスクプレミアムについては、米大統領選通過からリスクオンムードが高まるも、トランプ次期大統領の関税政策や対中規制等への懸念台頭で、僅かな改善に留まった。

(米国)

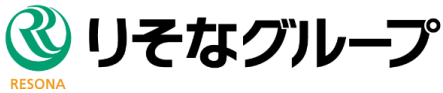
SP500の変動は、米10年金利、EPS、リスクプレミアム(SP500の益回り-米10年金利)で説明できる。図表2をみると、10月末から11月末にかけて、金利は低下しマイナス寄与が縮小した他、リスクプレミアムが低下し、株価は上昇したことが分かる。

米金利は、11月中旬頃までトランプ次期大統領の政策不確実性等から上昇していたが、要人人事等が発表されていくに連れて不確実性が後退し、前月対比では小幅低下となった。リスクプレミアムは、大統領選通過やトランプ次期大統領の減税政策期待で低下した。EPSは、引き続き強いAI需要等が決算発表で確認され、小幅に上方修正された。

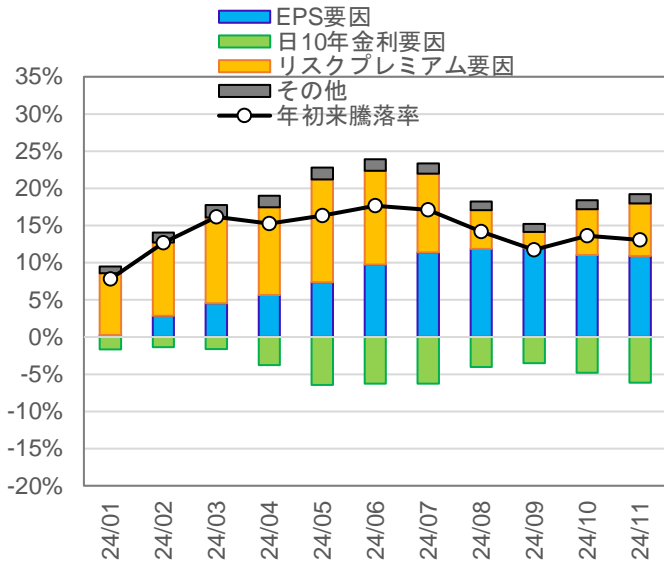
## ◎注意事項

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。

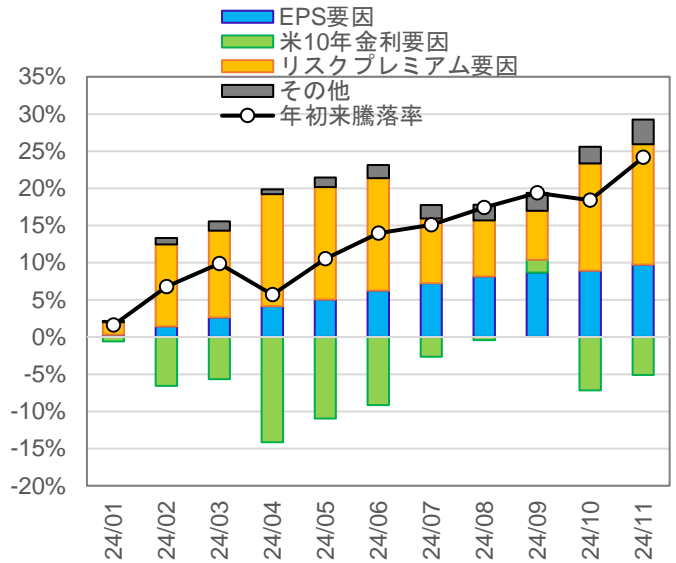


図表1：TOPIXの年初来騰落率



出所：Bloomberg

図表2：SP500の年初来騰落率



出所：Bloomberg

### 日経平均株価の中心レンジ:37,000円~40,000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く、むしろ上昇の可能性がある。また、12月末にかけては、大統領選通過を好感したトレードや決算発表が一服したこともあり、リスクプレミアムやEPSも変動に乏しいとみている。従って、12月の日本株は横ばいを想定している。ファンダメンタルズに基づく理論値推計から、今後1ヵ月程度のレンジは下記の様に考えている(図表3)。

### 日経平均株価の中心レンジ:37,000円~40,000円 (下限:35,500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185.2pt程度であり、今後一ヵ月程度では、大きな材料も少ないため、横ばい圏で推移するとみている。

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)。

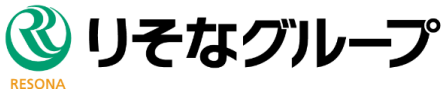
最後に、NT倍率として直近値の14.4倍を採用すると、1ヵ月後の日経平均株価の理論値は40,000円と算出される。現在の水準は、理論株価よりも割安な水準にあるが、トランプ次期大統領の政策不確実性等もあり、レンジの上限として意識される水準となろう。なお、中心レンジ及び、上限・下限は、上述のようなファンダメンタルズの他に、定性情報を加味して決定した。

**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**

◎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。



図表3：日経平均株価バリュエーション

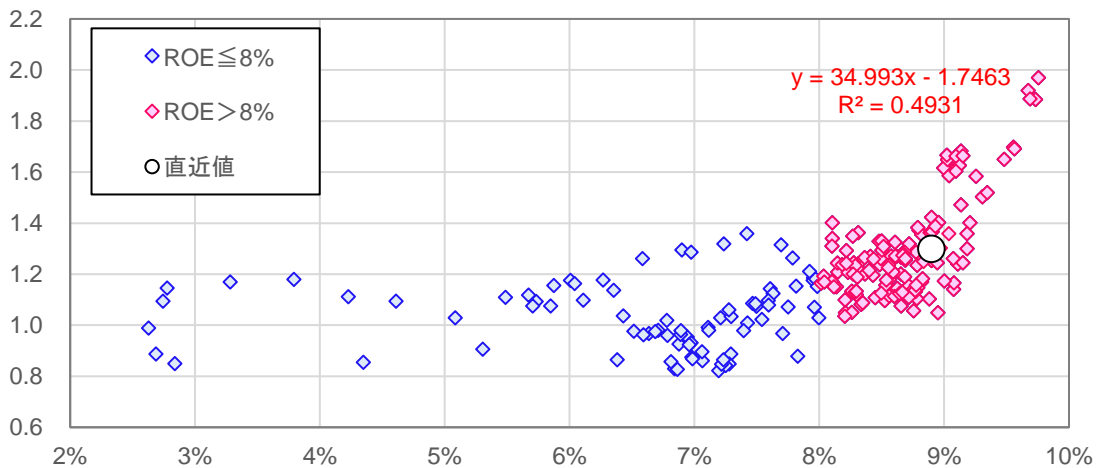
NT倍率：14.4倍

		PBR1倍		予想PER(TOPIX)					
		11.0倍	13.5倍	14.0倍	現状 14.9倍	15.5倍	16.0倍	16.5倍	
予想 EPS ( TOPIX )	10.0%	203.7	31,900	39,200	40,600	43,100	45,000	46,400	47,900
	5.0%	194.4	30,500	37,400	38,800	41,200	42,900	44,300	45,700
	3.0%	190.7	29,900	36,700	38,000	40,400	42,100	43,500	44,800
	1.0%	187.0	29,300	36,000	37,300	39,600	41,300	42,600	44,000
	現状	185.2	29,000	35,600	36,900	39,200	40,900	42,200	43,500
	-1.0%	183.3	28,700	35,300	36,600	38,800	40,500	41,800	43,100
	-3.0%	179.6	28,100	34,500	35,800	38,000	39,700	40,900	42,200
	-5.0%	175.9	27,600	33,800	35,100	37,200	38,800	40,100	41,400
	-10.0%	166.7	26,100	32,100	33,200	35,300	36,800	38,000	39,200

今後1ヵ月程度の  
想定レンジ

出所：Bloomberg

図表4：ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性



出所：Bloomberg

### SP500 の中心レンジ:5,800pt~6,150pt

米大統領選を経て、トランプ次期大統領の減税政策等のポジティブな材料の織り込みが一服したとみている。また決算発表も一服したことから、リスクプレミアムやEPSは横ばい圏で推移するとみている。ただし、米金利については、FRBが12月に利下げを実施すれば低下する公算が大きく、トータルで株価は小幅に上昇する可能性が高い。ファンダメンタルズに基づく理論値推計から、今後1ヵ月程度のレンジは下記の様に考えている(図表5)。

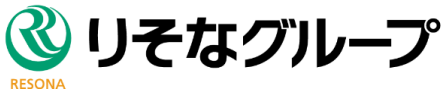
#### SP500 の中心レンジ:5,800pt~6,150pt (下限:5,650pt、上限:6,300pt)

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、月次成長率は約1~2%であるから、1ヵ月後の予想EPSは273.0pt程度と予想される。

◎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。



次に、PERについては、まずトランプ次期大統領の減税政策による利益押し上げ効果を考える必要がある。具体的には、法人税が現行の21%から15%程度まで引き下がった場合、①EPSが5%上昇、②ROEが1%pt程度改善すると試算される。この内、②の部分がPERの拡張に寄与する。ただし、議会の通過タイミング、減税率等に不確実性があるため、影響は半分程度を上限と考えている。以上を踏まえ、PBR=ROE×PERの関係式を用いると、妥当なPBRが4.7倍程度、PERでは、22.4倍程度と試算される(図表6)。なお、試算にあたっては、リスクオンムード優勢局面(2021/07~2021/12、2023~)をサンプル期間として設定した。

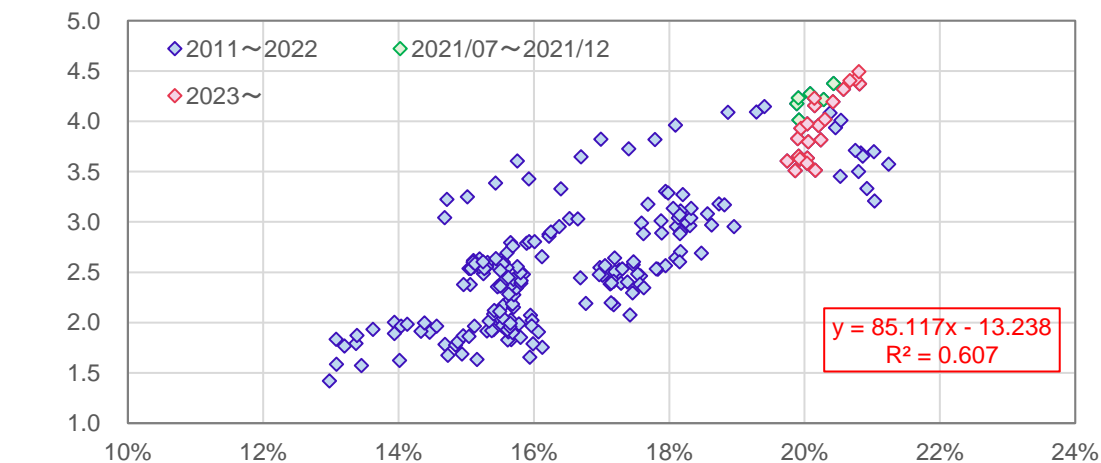
以上から、1ヵ月後のSP500の理論値は6,150pt程度と算出される。現在の水準よりも割安な水準であるが、上述の通り、これはトランプ次期大統領の減税政策を、不確実性を考慮して最大限織り込んだ際の目安である点には留意されたい。また、実際には利益の裏付けがない中、期待先行で株価が上昇しているため、ネガティブニュースに対する株価の感応度は平時以上に高まっているであろうことにも注意されたい。

図表5:SP500 バリュエーション

		予想PER(SP500)									
		21.0倍	21.5倍	22.0倍	現状 22.4倍	23.0倍	23.5倍	24.0倍			
予想 EPS ( SP500 )	10.0%	297.4	6,245	6,394	6,542	6,652	6,840	6,988	7,137		
	5.0%	283.9	5,961	6,103	6,245	6,350	6,529	6,671	6,813		
	3.0%	278.4	5,847	5,987	6,126	6,229	6,404	6,544	6,683		
	1.0%	273.0	5,734	5,870	6,007	6,108	6,280	6,417	6,553	今後一ヵ月程度の 想定レンジ	
	現状	270.3	5,677	5,812	5,947	6,047	6,218	6,353	6,488		
	-1.0%	267.6	5,620	5,754	5,888	5,987	6,156	6,289	6,423		
		-3.0%	262.2	5,507	5,638	5,769	5,866	6,031	6,162	6,294	
		-5.0%	256.8	5,393	5,522	5,650	5,745	5,907	6,035	6,164	
		-10.0%	243.3	5,109	5,231	5,353	5,442	5,596	5,718	5,839	

出所: Bloomberg

図表6: ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性



出所: QUICK

◎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。

## ■バックナンバー(直近発行レポート 50 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
76	2024/9/12	米国経済	<a href="#">8 月 CPI</a>
77	2024/9/12	半導体, 日本株	<a href="#">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="#">日本株需給(9月2日~9月6日)</a>
80	2024/9/19	米国経済	<a href="#">9 月 FOMC</a>
81	2024/9/20	豪州経済	<a href="#">9 月豪州概況</a>
82	2024/9/24	日本株	<a href="#">日本株需給(9月9日~9月13日)</a>
83	2024/9/24	日本株, 米国株	<a href="#">シン・ブラックマンデーを巡る論点整理</a>
84	2024/9/27	日本経済	<a href="#">8 月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow</a>
85	2024/9/27	日本経済	<a href="#">8 月賃金オルタナティブデータ~HRog 賃金 Now</a>
86	2024/9/30	日本株	<a href="#">日本株需給(9月17日~9月20日)</a>
87	2024/10/2	米国経済	<a href="#">9 月 ISM 製造業景況感指数</a>
88	2024/10/2	日本株, 米国株	<a href="#">10 月日米株バリュエーション~日本: 弱気、米国: 中立</a>
89	2024/10/2	日本株	<a href="#">日本株 9 月セクター動向と 10 月見通し</a>
90	2024/10/2	日本株, 日本政治	<a href="#">自民党総裁選ショックを巡る論点整理</a>
91	2024/10/3	欧州経済	<a href="#">9 月ユーロ圏物価動向</a>
92	2024/10/4	日本株	<a href="#">日本株需給 (9 月 24 日~9 月 27 日)</a>
93	2024/10/7	米国経済	<a href="#">9 月雇用統計</a>
94	2024/10/11	半導体, 日本株, 米国株	<a href="#">半導体市場 Monthly (2024 年 10 月)</a>
95	2024/10/11	米国経済	<a href="#">9 月 CPI</a>
96	2024/10/11	コモディティ	<a href="#">9 月 WTI 原油先物価格</a>
97	2024/10/11	日本株	<a href="#">日本株需給(9月30日~10月4日)</a>
98	2024/10/18	豪州経済	<a href="#">10 月豪州概況</a>
99	2024/10/18	欧州経済	<a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>
100	2024/10/23	欧州経済	<a href="#">10 月ユーロ概況</a>
101	2024/10/30	日本経済	<a href="#">9 月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow</a>
102	2024/10/30	日本経済	<a href="#">9 月賃金オルタナティブデータ~HRog 賃金 Now</a>
103	2024/11/1	欧州経済	<a href="#">ユーロ圏 GDP 統計</a>
104	2024/11/1	日本株	<a href="#">日本株需給 (10 月 21 日~10 月 25 日)</a>
105	2024/11/5	日本株	<a href="#">日本株 10 月セクター動向と 11 月見通し</a>
106	2024/11/5	米国経済	<a href="#">10 月 ISM 製造業景況感指数</a>
107	2024/11/5	米国経済	<a href="#">10 月雇用統計</a>
108	2024/11/5	日本株, 米国株	<a href="#">11 月日米株バリュエーション~日本: 中立、米国: 強気</a>
109	2024/11/5	欧州経済	<a href="#">10 月ユーロ圏物価動向</a>
110	2024/11/8	米国経済	<a href="#">11 月 FOMC</a>
111	2024/11/8	米国政治, 米国株	<a href="#">2024 年米大統領選挙結果のマーケットへの影響</a>
112	2024/11/11	日本株	<a href="#">日本株需給(10月28日~11月1日)</a>
113	2024/11/11	半導体, 日本株, 米国株	<a href="#">半導体市場 Monthly (2024 年 11 月)</a>
114	2024/11/14	米国経済	<a href="#">10 月 CPI</a>
115	2024/11/14	コモディティ	<a href="#">10 月 WTI 原油先物価格</a>
116	2024/11/14	豪州経済	<a href="#">11 月豪州概況</a>
117	2024/11/15	日本株	<a href="#">日本株需給(11月5日~11月8日)</a>
118	2024/11/22	欧州経済	<a href="#">2024 年第 3 四半期ユーロ圏賃金動向</a>
119	2024/11/22	米国株, 日本株	<a href="#">エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q</a>
120	2024/11/22	日本株	<a href="#">日本株需給(11月11日~11月15日)</a>
121	2024/11/29	日本経済	<a href="#">10 月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow</a>
122	2024/11/29	日本経済	<a href="#">10 月賃金オルタナティブデータ~HRog 賃金 Now</a>
123	2024/11/29	日本株	<a href="#">日本株需給(11月18日~11月22日)</a>
124	2024/12/2	欧州経済	<a href="#">11 月ユーロ圏物価動向</a>
125	2024/12/2	日本株	<a href="#">日本株 11 月セクター動向と 12 月見通し</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。