

2025年2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:2 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~41,500 円
- SP500 の中心レンジ:5,800pt~6,200pt

### 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 の益回りー日 10 年金利)で説明できる。図表 1 をみると、12 月末から 1 月末にかけての TOPIX は、EPS の改善とリスクプレミアムが低下 (株価に対してはプラス寄与)が株高に寄与したものの、日 10 年金利が上昇し株価を下押ししたため、トータルでは横ばいとなった。

日 10 年金利は、1 月の日銀金融政策決定会合での利上げが実施されたこと、氷見野副総裁の「(1 月の)利上げ後も『実質金利のある世界』には距離がある」との発言等を受け、上昇した。EPS は、日米で決算シーズンに入り、コンセンサスを上回る好決算が相次いだこと等を受けて改善した。リスクプレミアムについては、トランプ大統領が「できれば対中関税を賦課したくない」と発言する等、当初の想定ほど関税政策が厳しいものとはならないとの見方が広がり改善した。

(米国)

SP500 の変動は、米 10 年金利、EPS、リスクプレミアム(SP500 の益回りー米 10 年金利)で説明できる。図表 2 をみると、12 月末から 1 月末かけて、リスクプレミアムが小幅に上昇し株価を下押ししたが、EPS が改善し、金利が低下したため、株価は上昇したことが分かる。

リスクプレミアムの上昇は、12 月の大幅改善の調整とみられる。米金利は、トランプ大統領が「できれば対中関税を賦課したくない」と発言する等、当初の想定ほど関税政策が厳しいものとはならないとの見方が広がり低下した。EPS は、決算シーズンに入り、幅広いセクターでコンセンサスを上回る好決算が相次いだことを受けて改善した。

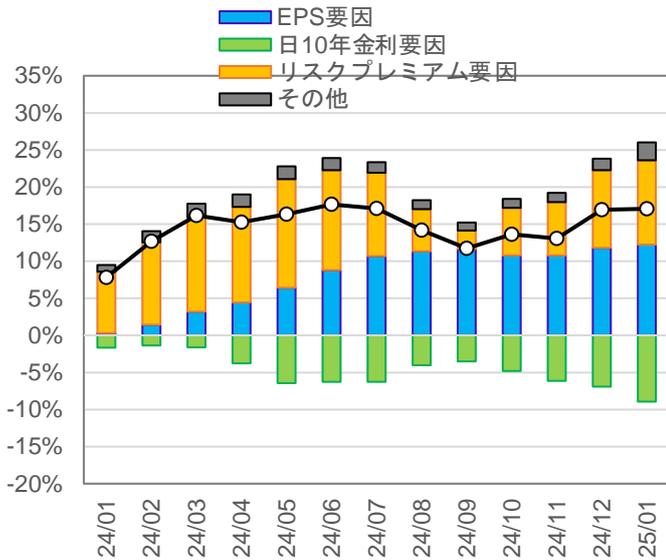
#### ◎注意事項

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。

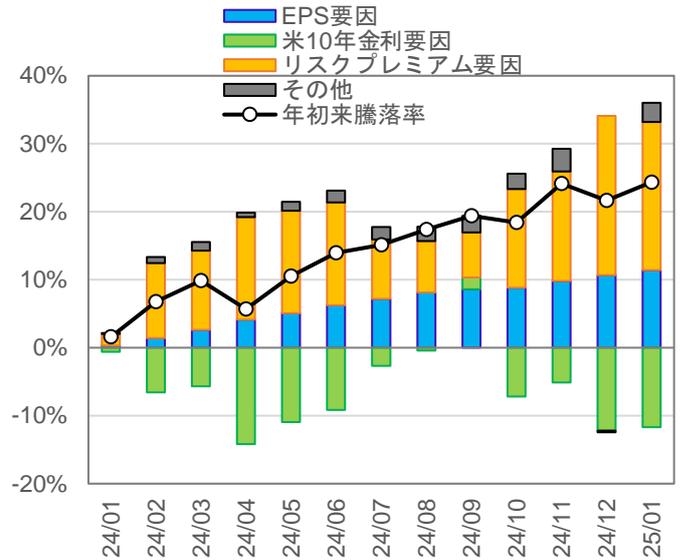


図表1：TOPIXの累積騰落率(23/12～)



出所：Bloomberg

図表2：SP500の累積騰落率(23/12～)



出所：Bloomberg

### 日経平均株価の中心レンジ:37,000円～41,500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いが、参院選等の政治イベントを考慮すると次回の利上げは7月頃との見方がコンセンサスとなっており、短期的には横ばい圏で推移する公算が大きい。2月末にかけてのEPSとリスクプレミアムについて、基本的には決算次第と考えており、また決算はトータルではコンセンサスを上回る堅調なものになるとみているが、中国 DeepSeek やトランプ大統領の関税政策を巡る不確実性には留意する必要がある。EPSは緩やかに改善しようが、不確実性が強まった場合はリスクプレミアム経由で株価が下落する可能性がある。

従って、2月の日本株はファンダメンタルズに基づくと上昇する公算が大きいですが、リスクプレミアムを巡る不確実性から幅をもってみる必要がある。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～41,500円 (下限:36,000円、上限:43,000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187.4pt程度であり、今後一ヵ月程度では、決算を経て+1.0%程度改善するとみる。

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14.2倍を採用すると、1ヵ月後の日経平均株価の理論値は42,000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、上述の様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

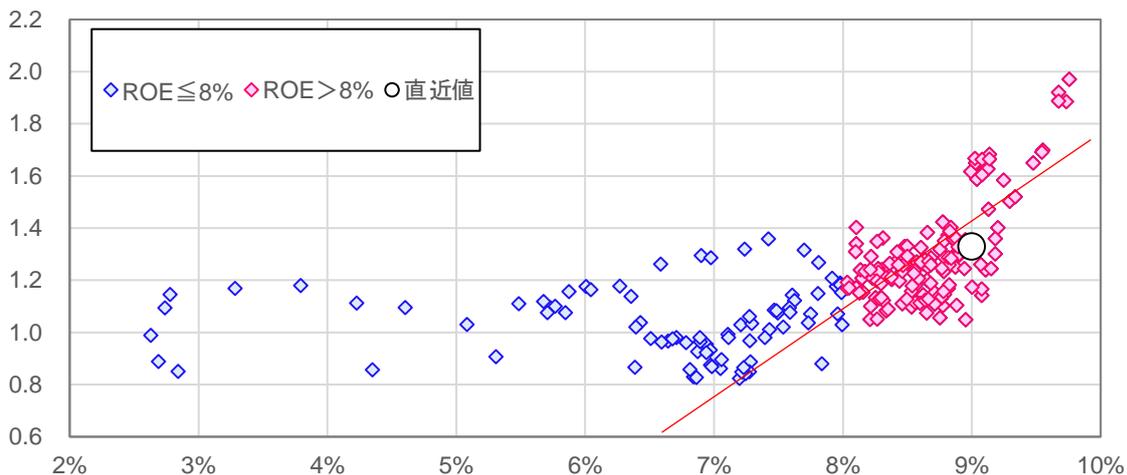
NT倍率：14.2倍

	予想EPS (TOPIX)	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%	206.1	32,100	39,400	40,900	42,500	43,800	45,200	46,700	
	5.0%	196.7	30,600	37,600	39,000	40,600	41,800	43,200	44,600	
	3.0%	193.0	30,100	36,900	38,300	39,800	41,000	42,400	43,700	
	1.0%	189.2	29,500	36,200	37,500	39,000	40,200	41,500	42,900	今後1ヵ月程度の 想定レンジ
	現状	187.4	29,200	35,800	37,100	38,600	39,800	41,100	42,400	
	-1.0%	185.5	28,900	35,500	36,800	38,300	39,400	40,700	42,000	
	-3.0%	181.7	28,300	34,700	36,000	37,500	38,600	39,900	41,200	
	-5.0%	178.0	27,700	34,000	35,300	36,700	37,800	39,100	40,300	
	-10.0%	168.6	26,300	32,200	33,400	34,800	35,800	37,000	38,200	

出所: Bloomberg

(倍)

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~6,200pt

中国 DeepSeek やトランプ大統領の関税政策を巡る不確実性がリスクだが、米企業の決算は情報技術セクターを中心に日本以上に堅調な決算が相次いでいる。リスクプレミアムは幅をもって見る必要があるものの、EPS は月次で 1%程度改善する公算が大きい。一方で、米金利については、カナダ、メキシコ、中国に対して実際に関税が発動されたため、一時的に上昇する公算が大きい。ファンダメンタルズに基づく理論値推計から、今後 1 ヶ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:5,800pt~6,200pt (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 274.7pt 程度であり、月次成長率は約 1~2%であるから、1 ヶ月後の予想 EPS は 277.4pt 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6,180pt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。

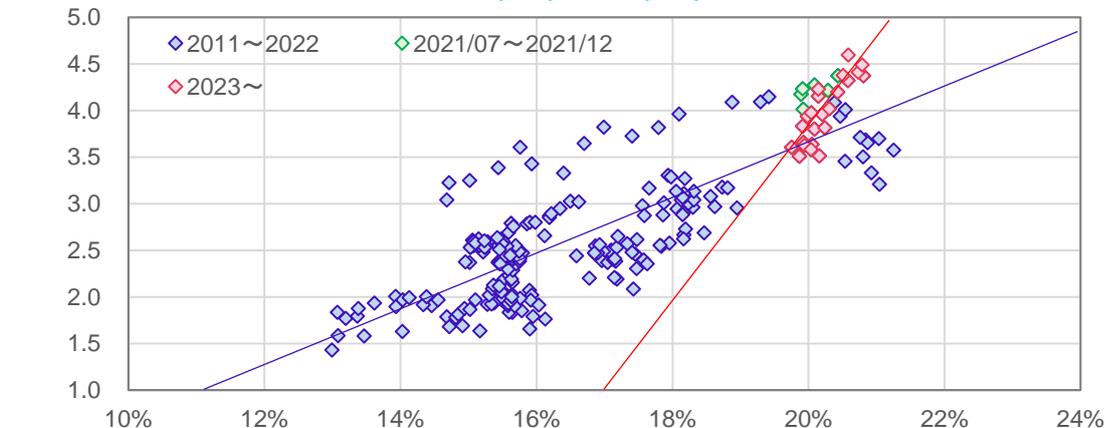
図表5:SP500 バリュエーション

		予想PER(SP500)							
		20.5倍	21.0倍	21.5倍	現状 22.0倍	22.5倍	23.0倍	23.5倍	
予想 EPS ( SP 500 )	10.0%	302.2	6,194	6,345	6,496	6,645	6,798	6,950	7,101
	5.0%	288.4	5,913	6,057	6,201	6,343	6,489	6,634	6,778
	3.0%	282.9	5,800	5,941	6,083	6,222	6,366	6,507	6,649
	1.0%	277.4	5,687	5,826	5,965	6,101	6,242	6,381	6,520
	現状	274.7	5,631	5,768	5,906	6,041	6,180	6,318	6,455
	-1.0%	271.9	5,575	5,711	5,847	5,980	6,119	6,255	6,391
	-3.0%	266.4	5,462	5,595	5,729	5,859	5,995	6,128	6,261
	-5.0%	260.9	5,349	5,480	5,610	5,739	5,871	6,002	6,132
	-10.0%	247.2	5,068	5,192	5,315	5,436	5,562	5,686	5,810

今後一ヵ月程度の  
想定レンジ

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
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>
126	2024/12/3	米国経済	<a href="#">11月ISM製造業景況感指数</a>
127	2024/12/3	日本株, 米国株	<a href="#">12月日米株バリュエーション～日本: 中立、米国: 中立</a>
128	2024/12/6	日本株	<a href="#">日本株需給(11月25日～11月29日)</a>
129	2024/12/9	米国経済	<a href="#">11月雇用統計</a>
130	2024/12/11	米国経済, 米国株	<a href="#">2025年のマーケット見通し～米国編</a>
131	2024/12/13	欧州経済	<a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>
132	2024/12/13	日本株	<a href="#">日本株需給(12月2日～12月6日)</a>
133	2024/12/13	半導体, 日本株, 米国株	<a href="#">半導体市場 Monthly(2024年12月)</a>
134	2024/12/19	米国経済	<a href="#">12月FOMC</a>
135	2024/12/19	コモディティ	<a href="#">11月WTI原油先物価格</a>
136	2024/12/20	日本株	<a href="#">日本株受給(12月9日～12月13日)</a>
137	2024/12/20	日本経済, 日本株	<a href="#">2025年のマーケット見通し～日本編</a>
138	2024/12/20	豪州経済	<a href="#">12月豪州概況</a>
139	2024/12/27	日本株	<a href="#">日本株需給(12月16日～12月20日)</a>
140	2024/12/27	日本株	<a href="#">日本株 12月セクター動向と1月見通し</a>
141	2025/1/6	米国経済	<a href="#">12月ISM製造業景況感指数</a>
142	2025/1/10	日本株	<a href="#">日本株需給(12月23日～12月27日)</a>
143	2025/1/14	米国経済	<a href="#">12月米雇用統計</a>
144	2025/1/15	半導体, 日本株, 米国株	<a href="#">半導体市場 Monthly(2025年1月)</a>
145	2025/1/20	日本株	<a href="#">日本株需給(1月6日～1月10日)</a>
146	2025/1/20	コモディティ	<a href="#">12月WTI原油先物価格</a>
147	2025/1/22	豪州経済	<a href="#">1月豪州概況</a>
148	2025/1/24	日本株	<a href="#">日本株需給(1月14日～1月17日)</a>
149	2025/1/27	日本株	<a href="#">日本株とESG投資～GPIF採用指数の視点から</a>
150	2025/1/30	米国経済	<a href="#">1月FOMC</a>
151	2025/1/31	欧州経済	<a href="#">24年第4四半期ユーロ圏GDP統計</a>
152	2025/1/31	日本株	<a href="#">日本株需給(1/20～1/24)</a>
153	2025/1/31	欧州経済	<a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</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。