

2025年6月24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: ROE 分解からみえる米ハイテク株の優位性

コスト増大時の資本効率性の悪化耐性は、日本より米国、そしてハイテク株程高い

要約

- 米関税政策や中東情勢緊迫化等によって、コスト増が見込まれる場合の ROE 悪化耐性は、高収益企業ほど高い
- 日米欧主要指数の ROE を分解すると、日本の主要指数である TOPIX はその水準が米欧の主要指数よりも低く、しかもその低い ROE さえも相対的に高い財務レバレッジに支えられており、売上高利益率は最低である。コスト増に対する資本効率性の悪化耐性はグローバルに見て低い
- 逆に財務レバレッジが低く、高い売上高利益率によって、高い ROE を達成しているのが、米国企業であり、とりわけ、ナスダック 100 やマグニフィセント 7 の様なハイテク株でその傾向が顕著である

導入: ROE のデュポン分解

ROE(自己資本利益率)は、当期純利益÷自己資本で求められる、企業の収益性を測る最も基本的な指標の一つである。ファイナンス理論上は、この ROE が株主資本コストを上回ることと、PBR が解散価値と言われる 1 倍の水準を超えることが同義であることから、東証の PBR 改善要請等もあって注目されている指標である。

ROE について分析する際は、デュポン分解と呼ばれる分解公式を使用するのが一般的である。具体的には、ROE を以下の様に分解する。

$$\text{ROE} = \text{売上高利益率 (当期純利益/売上高)} \times \text{総資産回転率 (売上高/総資産)} \times \text{財務レバレッジ (総資産/自己資本)}$$

本稿では、このデュポン分解を用いて、日米の主要指数を比較し、米関税政策や中東情勢緊迫化による原油高等によるコスト高が見込まれる中において、有望な銘柄群としてハイテク株が候補に挙がることを述べたい。

ROE のデュポン分解とコスト増耐性

ROE の水準も重要であるが、如何にしてその水準が達成されているのかも重要である。図表 1 は ROE のデュポン分解と簡単な数値例である。一番上の行は、標準的な日本企業の ROE をデュポン分解したものである。日本企業の ROE は概ね 9% であり、上から 2 行目は、ROE は 9% だが、標準的な日本企業の 2 倍の売上高利益率で財務レバレッジが半分の場合を示している。上から 3 行目は、ROE は 9% だが、標準的な日本企業の 2 倍の総資産回転率で財務レバレッジが半分の場合を示している。いずれも ROE 9% だがその内訳が異なる。

更に、上記設定の下で、コストが 5% 上昇し、他の条件は不変とした場合の ROE を示したのが上から 4~6 行目である。いずれも平時の ROE は 9% であったが、コスト増時の ROE は、売上高収益率の高かった 5 行目のみ、減少幅が相対的に小さくなった。つまり、コスト増大時の資本効率性悪化への耐性は、高収益企業ほど高いことが分かる。

◎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。

図表:ROE のデュポン分解と数値例

		ROE	=	売上高利益率 (当期純利益/売上高)	×	総資産回転率 (売上高/総資産)	×	財務レバレッジ (総資産/自己資本)
平時	標準的な日本企業	9.0%	=	10.0%	×	0.3	×	3.0
	標準的な日本企業と同じROEだが、 売上高利益率大、低レバレッジ	9.0%	=	20.0%	×	0.3	×	1.5
	標準的な日本企業と同じROEだが、 総資産回転率大、低レバレッジ	9.0%	=	10.0%	×	0.6	×	1.5
コスト上昇時 (コスト+5%)	標準的な日本企業	5.0%	=	5.5%	×	0.3	×	3.0
	標準的な日本企業と同じROEだが、 売上高利益率大、低レバレッジ	7.2%	=	16.0%	×	0.3	×	1.5
	標準的な日本企業と同じROEだが、 総資産回転率大、低レバレッジ	5.0%	=	5.5%	×	0.6	×	1.5

出所:りそなホールディングス

これは次の様に整理できる。いま、コスト以外の要素は不変としているから、コスト増によって変動するのは、売上高からコストを引いて得られる当期純利益のみとなる。従って、コストが 5%増加した時にどれだけ ROE が変化するかという問題は、コストが 5%増加した時に、当期純利益がどれだけ減少するか、という問題と同義である。ここで、売上高利益率が 10%であるとは、売上高が 100 の時に当期純利益が 10(コストは 90)、売上高利益率が 20%であるとは売上高が 100 の時に当期純利益が 20(コストは 80)ということだから、コストが一定の割合(本例では 5%)増加する際は、前者ではコストが 90⇒94.5、後者ではコストが 80⇒84 とコストの増加幅は、低収益企業である前者の方が大きいことが分かる。このため、売上高利益率の悪化幅が大きくなり、ROE の悪化幅も大きくなるのである。

日米欧主要指数の ROE 比較

以上の議論を踏まえて、日米欧主要指数の ROE を比較すると、図表 2 の様になる。日本の主要指数である TOPIX はその水準が米欧の主要指数よりも低く、しかもその低い ROE さえも相対的に高い財務レバレッジに支えられており、売上高利益率は最低である。コスト増に対する資本効率性の悪化耐性はグローバルに見て低いと言えよう。

逆に財務レバレッジが低く、高い売上高利益率によって、高い ROE を達成しているのが、米国企業であり、とりわけ、ナスダック 100 やマグニフィセント 7 の様なハイテク株でその傾向が顕著である。

図表 2:ROE のデュポン分解と数値例

	TOPIX	SP500	STOXX600	ナスダック100	マグニフィセント7	MSCI 新興国
売上高利益率	6.67%	13.78%	10.52%	19.72%	24.40%	11.67%
総資産回転率	0.22	0.29	0.13	0.45	0.78	0.18
財務レバレッジ	6.04	5.09	9.72	2.93	1.55	6.26
ROE	8.88%	20.67%	13.64%	26.06%	29.46%	13.40%

出所: Bloomberg

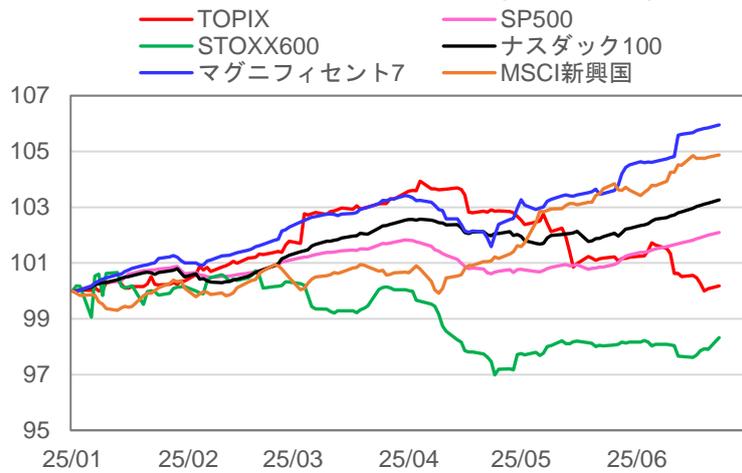
加えて、図表 3~4 に示した様に、足元は、TOPIX の EPS は年初以降低下傾向の一方、米主要指数は増加傾向で、しかもハイテク株程その傾向が顕著である。また、それを反映して、売上高利益率は TOPIX では足元で小幅に悪化傾向の一方で、ナスダック 100 やマグニフィセント 7 では改善傾向にある。

◎注意事項

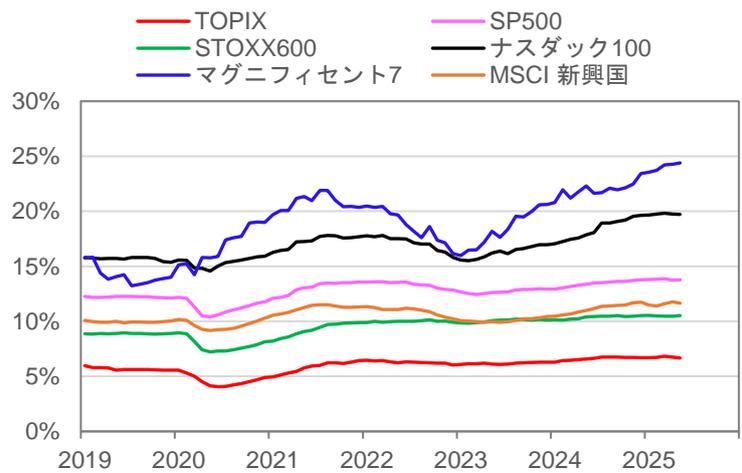
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

これまでの議論は、売上高が不変の下でコストが増加すると、売上高利益率が相対的に大きく悪化するため、日本企業のグローバルに見た投資妙味が薄れるというものであった。しかし、日本企業はコスト増の悪影響がやや出始めているものの、米ハイテク株は、製品の独自性やブランド力によって、コストを一定程度価格転嫁し、利益率の悪化を回避しているため、日本企業について相対的に ROE 悪化幅が大きいのではなく、日本企業のみ ROE が悪化し、一層グローバルに見た投資妙味が薄れてしまう可能性が高いということである。日本株については、今後、優良個別株の選別が一層重要となろう。詳細は号を改めて議論したい。

図表3：主要指数のEPS年初来推移 (24年末=100)


出所：Bloomberg

図表4：主要指数の売上高利益率


出所：Bloomberg

過去の押し目買い局面の振り返り

もっとも、仮に米関税政策や中東情勢緊迫化によって市場が動揺した場合は、リスクプレミアムが上昇し、上述の分析に反して、ハイテク株の下落率が顕著となろう。これは、株主資本コスト＝リスクフリーレート＋ $\beta \times$ リスクプレミアムで計算されるためである(CAPM 理論)。ハイテク株は概して、 β ＝ボラティリティが高いため、リスクプレミアムが上昇すると、それが高いベータによって増幅され、株主資本コストが急上昇しやすい。しかし、中期的にはファンダメンタルズに沿った水準に株価が収束するという前提の下では、こうした局面こそ押し目買いの好機となるであろう。

市場が動揺した局面を、インベスターズ・インテリジェンス社のブルベア指数が-40を下回った局面と定義する。過去は、日本のバブル崩壊やリーマンショック、直近では厳しい関税政策を巡って2月～4月に断続的に-40を下回った。図表は、そうした局面でエントリーした際のその後のリターンを主要指数で検証したものである。

◎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。

図表 5:ブルベア指数が-40を下回った際の、その後の主要指数騰落率

■SP500

日付	1W	4W	52W	105W	157W
1990/8/16	-5.0%	-5.0%	18.3%	39.6%	109.3%
1990/9/20	-1.7%	-2.1%	23.4%	50.3%	126.1%
1990/10/4	-3.7%	0.7%	26.1%	49.4%	136.8%
1990/10/18	-2.5%	0.8%	20.4%	48.2%	142.3%
1990/11/15	-0.6%	4.6%	22.0%	47.4%	138.6%
2009/3/5	10.7%	25.3%	74.8%	100.5%	204.5%
2022/4/28	-0.2%	-0.6%	3.6%	45.2%	44.4%
2022/6/23	-2.2%	5.6%	17.1%	52.6%	52.6%
2022/9/22	-2.9%	5.6%	11.5%	61.6%	61.6%
2022/9/29	1.5%	5.2%	21.6%	66.4%	66.4%
2025/2/27	-3.1%	-14.8%	0.2%	0.2%	0.2%
2025/3/13	0.5%	-6.3%	5.8%	5.8%	5.8%
2025/4/3	5.7%	11.5%	17.6%	17.6%	17.6%
平均値	-0.3%	2.4%	20.2%	45.0%	85.1%

■ナスダック100

日付	1W	4W	52W	105W	157W
1990/8/16	-6.0%	-6.9%	45.6%	92.0%	278.3%
1990/9/20	-3.4%	-4.9%	54.4%	113.4%	312.4%
1990/10/4	-6.5%	2.2%	65.7%	121.5%	348.2%
1990/10/18	-0.2%	5.5%	64.0%	121.2%	377.6%
1990/11/15	-0.4%	9.6%	59.9%	111.0%	351.6%
2009/3/5	9.8%	25.9%	87.3%	153.5%	308.7%
2022/4/28	-1.3%	-2.4%	13.2%	69.3%	68.2%
2022/6/23	-4.3%	7.0%	30.1%	78.6%	78.6%
2022/9/22	-3.0%	2.1%	25.4%	91.2%	91.2%
2022/9/29	0.6%	-1.0%	37.6%	97.1%	97.1%
2025/2/27	-3.3%	-16.7%	3.6%	3.6%	3.6%
2025/3/13	0.3%	-7.3%	9.8%	9.8%	9.8%
2025/4/3	7.4%	15.3%	24.3%	24.3%	24.3%
平均値	-0.8%	2.2%	40.1%	83.6%	180.7%

■TOPIX

日付	1W	4W	52W	105W	157W
1990/8/16	-9.2%	-13.0%	-12.1%	-19.8%	-20.2%
1990/9/20	-11.2%	5.2%	6.2%	-7.9%	-12.0%
1990/10/4	-1.0%	1.6%	9.9%	-6.8%	-6.9%
1990/10/18	2.5%	-4.9%	-2.8%	-21.6%	-14.0%
1990/11/15	0.4%	2.6%	-4.2%	-16.9%	-14.7%
2009/3/5	0.4%	17.3%	37.2%	13.0%	120.2%
2022/4/28	0.9%	1.8%	14.9%	45.8%	45.9%
2022/6/23	-1.2%	3.9%	22.7%	48.5%	48.5%
2022/9/22	-4.2%	-0.9%	17.7%	44.6%	44.6%
2022/9/29	3.9%	4.3%	26.5%	50.9%	50.9%
2025/2/27	1.0%	-7.5%	3.3%	3.3%	3.3%
2025/3/13	3.3%	-5.8%	2.0%	2.0%	2.0%
2025/4/3	-0.6%	10.1%	11.7%	11.7%	11.7%
平均値	-1.2%	1.1%	10.2%	11.3%	20.0%

■STOXX600

日付	1W	4W	52W	105W	157W
1990/8/16	-5.0%	-10.2%	7.0%	22.0%	58.1%
1990/9/20	-3.1%	2.1%	15.1%	44.6%	78.0%
1990/10/4	-0.1%	-3.5%	14.2%	38.3%	79.2%
1990/10/18	-0.8%	-0.8%	9.4%	37.9%	83.0%
1990/11/15	2.7%	1.4%	8.3%	54.7%	92.7%
2009/3/5	5.7%	17.9%	69.1%	58.9%	153.1%
2022/4/28	-4.5%	-2.3%	2.6%	22.9%	19.1%
2022/6/23	-1.4%	6.1%	14.0%	29.9%	29.9%
2022/9/22	-0.7%	5.2%	10.0%	37.4%	37.4%
2022/9/29	1.0%	7.5%	14.5%	38.3%	38.3%
2025/2/27	-0.7%	-10.9%	-3.7%	-3.7%	-3.7%
2025/3/13	0.6%	-7.4%	-1.8%	-1.8%	-1.8%
2025/4/3	-1.9%	8.4%	8.1%	8.1%	8.1%
平均値	-0.6%	1.0%	12.8%	29.8%	51.7%

出所: Bloomberg

TOPIX は、バブル崩壊に伴う株価調整機関が長期間に渡ったため、やや例外であるが、その他主要指数は概ね同様の傾向を示しており、ブルベア指数が-40を下回った局面でエントリーすれば、約1か月後の4W後には、平均値ではプラスのリターンとなり、約1年後の52週後には、いずれのケースでもリターンがプラスとなった。しかも、リターンの平均値は、4W後ではハイテク株指数であるナスダックが最も大きい。上記仮説と一定程度整合的であろう。

◎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
175	2025/3/14	日本株	日本株需給(3月3日~3月7日)
176	2025/3/19	米国株	2025年の米国株見通し(2025年3月号)
177	2025/3/21	米国経済	3月FOMC
178	2025/3/24	日本株	日本株需給(3月10日~3月14日)
179	2025/3/28	日本株	日本株需給(3月17日~3月21日)
180	2025/4/1	日本株	日本株3月セクター動向と4月見通し
181	2025/4/4	日本株	日本株需給(3月24日~3月28日)
182	2025/4/4	米国経済, 日本株, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し
183	2025/4/10	米国経済, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し2
184	2025/4/11	日本株	日本株需給(3月31日~4月4日)
185	2025/4/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年4月)
186	2025/4/11	米国経済	3月米CPI
187	2025/4/15	米国経済, 日本株, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し3
188	2025/4/15	コモディティ	25年3月WTI原油先物価格
189	2025/4/17	豪州経済	25年4月豪州概況
190	2025/4/18	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
191	2025/4/18	日本株	日本株需給(4月7日~4月11日)
192	2025/4/22	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年4月)-特別号
193	2025/4/25	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(4月14日~4月18日)
194	2025/5/1	日本株	日本株4月セクター動向と5月見通し
195	2025/5/1	欧州経済	25年第1四半期ユーロ圏GDP統計
196	2025/5/7	欧州経済	25年4月ユーロ圏物価動向
197	2025/5/7	日本株	日本株需給(4月21日~4月25日)
198	2025/5/7	米国経済, 米国株	4月ISM製造業景況感指数
199	2025/5/7	米国経済	4月雇用統計
200	2025/5/8	米国経済	5月FOMC
201	2025/5/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年5月)
202	2025/5/13	日本株	日本株需給(4月28日~5月2日)
203	2025/5/13	米国経済, 日本株, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し4
204	2025/5/14	米国経済	4月米CPI
205	2025/5/16	日本株	日本株需給(5月7日~5月9日)
206	2025/5/20	豪州経済	25年5月豪州概況
207	2025/5/23	日本株	日本株需給(5月12日~5月16日)
208	2025/5/26	欧州経済	25年第1四半期ユーロ圏賃金動向
209	2025/5/28	コモディティ	25年4・5月WTI原油先物価格
210	2025/5/29	米国株, 日本株	エヌビディアの決算とマーケットへの影響 FY2026 1Q
211	2025/5/30	日本株	日本株需給(5月19日~5月23日)
212	2025/6/3	日本株	日本株5月セクター動向と6月見通し
213	2025/6/3	米国経済	5月ISM製造業景況感指数
214	2025/6/4	欧州経済	25年5月ユーロ圏物価動向
215	2025/6/5	米国株	米国株5月レビューと6月見通し
216	2025/6/6	日本株	日本株需給(5月26日~5月30日)
217	2025/6/6	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
218	2025/6/10	米国経済	5月雇用統計
219	2025/6/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年6月)
220	2025/6/13	日本株	日本株需給(6月2日~6月6日)
221	2025/6/13	米国経済	5月米CPI
222	2025/6/19	米国経済	6月FOMC
223	2025/6/19	豪州経済	25年6月豪州概況
224	2025/6/20	日本株	日本株需給(6月9日~6月13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。