

2025 年 7 月 25 日
日本株

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: 日米関税交渉と日本株バリュエーション

上値を追う展開は見込み難い。日経平均株価の上値目途は楽観的に見て 42,000 円程度

要約

- 日本と米国は、関税措置を巡る交渉で合意に至った。これを受け、日本株は、主に次の 3 つの理由から、大きく上昇したとみている。一つは、日米の合意にはいましばらく時間がかかるとの見方があった中、早期に合意に至ったことである。二つ目は、関税率が 25%から 15%まで引き下げられたことである。3 つ目は、日米関税交渉が進展したことで、石破首相の続投理由が薄れ、退陣観測が強まったことである
- 一つ目の理由から、TOPIX の妥当 PER は 15 倍程度、二つ目と三つ目の理由から EPS 改善効果は 5.3%程度と推計され、日経平均株価の上値目途は楽観的に見て 42,000 円程度と推計される

導入: 日米貿易協議進展を受け日本株は上昇。今後の上昇余地は？

7 月 23 日の朝方、に、日本と米国は、関税措置を巡る交渉で合意に至った。日本がアメリカに対して 5,500 億ドルの投資をする一方で、アメリカは 8 月 1 日より発動するとしていた日本への 25%の関税率を 15%まで引き下げることとなった。また、自動車への関税率についても、既存の関税率と合わせて 15%となった。

日本株は、主に次の 3 つの理由から、大きく上昇したとみている。一つは、日米の合意にはいましばらく時間がかかるとの見方があった中、早期に合意に至ったことである。二つ目は、関税率が 25%から 15%まで引き下げられたことである。3 つ目は、日米関税交渉が進展したことで、石破首相の続投理由が薄れ、退陣観測が強まったことである。

本稿では、これら 3 つの理由に焦点を当て、日本株のバリュエーションを再考したい。なお、結論を先述すれば、日経平均株価の上値目途は 42,000 円程度であり、足元の水準からもう一段高値を追う展開は見込み難いとみている。

バリュエーション再考: 一層の上昇には EPS の想定以上の改善が必要

足元の日本株は、後述する様に、あらゆる材料の”良いと取り”状態にあり、上値余地は限定的と考えている。

まず、上述の理由の一つ目である、日米関税交渉の早期妥結はポジティブサプライズであり、投資家のリスクセンチメントを改善させ、リスクプレミアムを低下させた。ただし、TOPIX のリスクプレミアムは足元で 4.8%pt と、リーマンショックを除くと、過去最低水準にある。足元のリスクプレミアム低下は、後述の EPS 改善効果を先回りして織り込んだ面があるとみており、最終的に EPS の改善に合わせて、貿易協議進展前の 5.0%~5.1%pt 程度まで上昇するとみている。

図表1：TOPIXのリスクプレミアム



出所：Bloomberg

理由の二つ目である関税率の低下と三つ目の石破首相退陣観測の強まりは、いずれも EPS 改善効果をもたらすので、まとめて論じる(図表 2)。図表 3 は、TOPIX の年度別予想 EPS の推移である。このうち、関税措置導入の影響を反映しているとみられる FY2025 の予想 EPS は、4 月 1 日から直近までに約 7.6%低下していた。簡易的ではあるが、関税率と EPS の低下率に線形性があると仮定すると、関税率が 15%まで低下すると、EPS の低下率は約 4.8%まで緩和され、差し引きで約 2.8%の EPS 改善効果となる。

更に、石破首相の退陣は、次期総裁候補として有力視されている高市早苗氏が首相となった場合を織り込んでい
 る可能性が高い。高市氏は、足元の経済環境を鑑みると、日銀の利上げに否定的との見解を述べており、高市首相
 誕生の場合は、日銀の利上げ期待がやや剥落し、ドル円は円安に振れるとみている。そこで、日米ターミナル金利差、
 期待インフレ率差、投機筋ポジション変化差を変数とするモデルにおいて、日本のターミナル金利を足元の織り込み
 である 1%から 0.75%まで減らした際の、ドル円を推計すると、約 150 円まで円安ドル高が進行するとの試算が得ら
 れた。これは EPS を 2.5%程度押し上げる。

以上から、材料の”良いとこ取り”をすれば、EPS は 5.3%程度押し上げられると推計される。

図表 2：日米関税交渉進展の EPS 改善効果

■2025年のEPS

2025/4/1	直近	下落率	15%に緩和された場合	差し引き
187.5	173.3	-7.6%	-4.8%	2.8%

■ドル円とEPS

直近	予想値	変化差	EPS押し上げ効果	トータル
147.0	150.1	3.1円	2.5%	5.3%

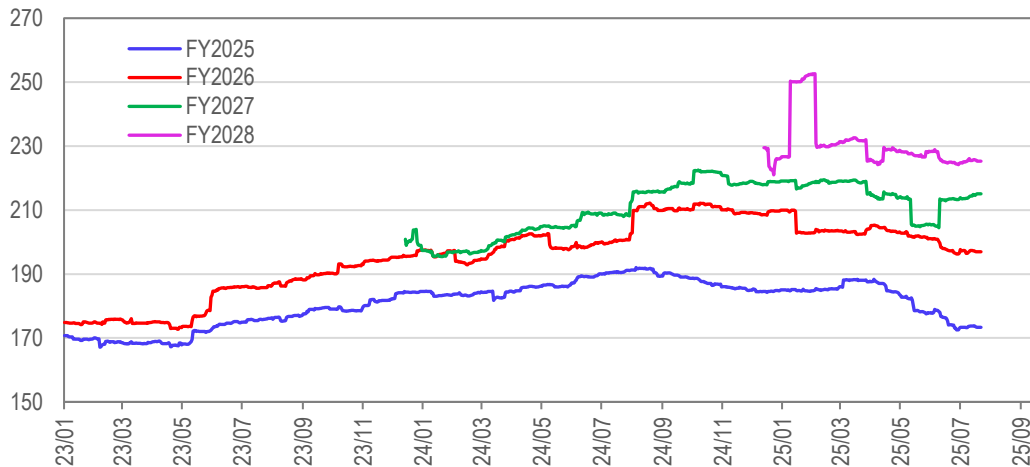
出所：Bloomberg

◎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。

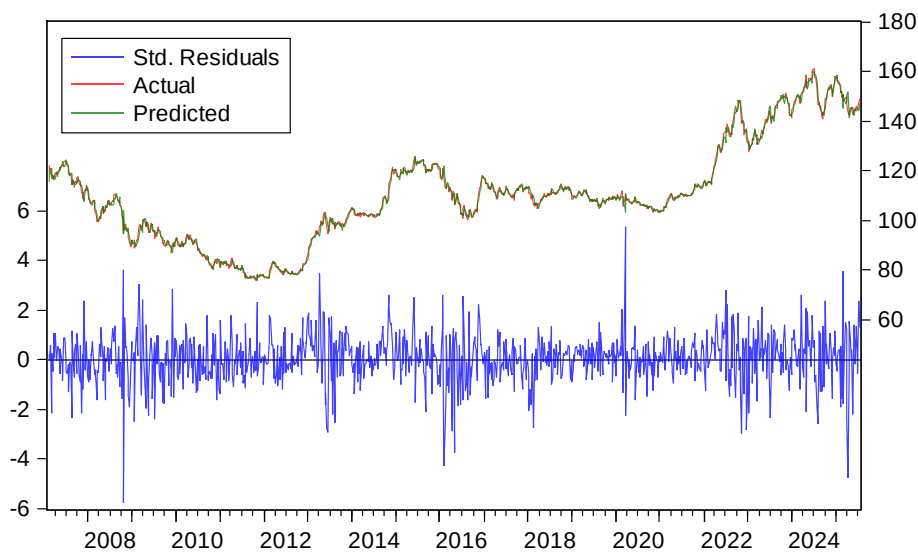
図表3：TOPIX 予想EPSの推移



出所: Bloomberg

図表 4:ドル円の妥当値推計

USDJPY Estimate



変数名	金利への 影響	足元の水準	2025 4-6月期	2025 7-9月期	2025 10-12月期	2026 1-3月期	2026 4-6月期	2026 7-9月期	2026 10-12月期
日米ターミナル金利差	+	2.15%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
日米インフレ率差	-	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
IMMポジション前週差(対数化)	-	-9.44	0	0	0	0	0	0	0
定数項	NA	138.8	138.8	138.8	138.8	138.8	138.8	138.8	138.8
ドル円の推計値	メイン	148.5	150.1	150.1	150.1	150.1	150.1	150.1	150.1
	上限		152.6	152.6	152.6	152.6	152.6	152.6	152.6
	下限		138.8	138.8	138.8	138.8	138.8	138.8	138.8

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。

まとめ：日経平均株価の上値目途は 42,000 円程度

これまでの議論をまとめよう。まず、一つ目の理由から TOPIX のリスクプレミアムは、足元の水準よりもやや上昇し、5.0%pt~5.1%pt となる見込みである。更に、弊社佐藤エコノミストは、日本の 10 年金利が年末にかけて 1.7%程度まで上昇すると推計している。これらを踏まえると、TOPIX の PER は、楽観的に見て 15 倍程度が妥当と推計される。

図表 5: TOPIX PER の妥当値推計

		リスク・プレミアム							
		4.5%pt	4.6%pt	4.7%pt	現状 4.8%pt	4.9%pt	5.0%pt	5.1%pt	5.2%pt
円 10 年 金利	1.70%	16.1	15.9	15.6	15.4	15.1	14.9	14.7	14.5
	1.65%	16.2	16.0	15.7	15.5	15.3	15.0	14.8	14.6
	1.60%	16.4	16.1	15.9	15.6	15.4	15.1	14.9	14.7
	1.55%	16.5	16.2	16.0	15.7	15.5	15.3	15.0	14.8
	現状 1.60%	16.4	16.1	15.9	15.6	15.4	15.1	14.9	14.7
	1.45%	16.8	16.5	16.2	16.0	15.7	15.5	15.3	15.0
	1.40%	16.9	16.7	16.4	16.1	15.9	15.6	15.4	15.1
	1.35%	17.1	16.8	16.5	16.2	16.0	15.7	15.5	15.3
	1.30%	17.2	16.9	16.7	16.4	16.1	15.9	15.6	15.4

出所: Bloomberg

また、二つ目と三つ目の理由から、TOPIX の EPS はポジティブな材料を最大限織り込んで 5.3%程度押し上げられると推計された。TOPIX の推計値に足元の NT 倍率 14.1 倍を掛け、日経平均株価を求めると、図表 6 の様になる。PER を 15 倍とし、EPS が足元から 5%改善した際の日経平均株価は 41,500 円となる。推計にあたっての誤差等を加味すると、43,000 円程度までの上振れ余地は存在するが、一旦の目途としては 42,000 円が意識されるであろう。以上から、日本株の足元の上昇は、好材料を一通り織り込んだ水準であり、上値を追う展開とはなり難いとみている。更なる上昇には、EPS の想定以上の改善が必要であり、来る 4-6 月期決算の各社ガイダンスに注目したい。

図表 6: 日経平均株価のバリュエーションテーブル

		NT倍率 : 14.1倍		予想PER(TOPIX)						
		PBR1倍								
		11.4倍		15.0倍	15.5倍	現状 15.9倍	16.0倍	16.5倍	17.0倍	
予想 EPS (TOPIX)	15.0%	215.2	34,400	45,400	46,900	48,200	48,500	50,000	51,500	
	10.0%	205.8	32,900	43,500	44,900	46,100	46,400	47,800	49,300	
	5.0%	196.5	31,400	41,500	42,900	44,000	44,200	45,600	47,000	
	3.0%	192.7	30,800	40,700	42,100	43,100	43,400	44,800	46,100	
	1.0%	189.0	30,200	39,900	41,200	42,300	42,600	43,900	45,200	
	現状	187.1	29,900	39,500	40,800	41,900	42,100	43,500	44,800	
	-1.0%	185.2	29,600	39,100	40,400	41,500	41,700	43,000	44,300	
	-3.0%	181.5	29,000	38,300	39,600	40,600	40,900	42,200	43,400	
	-5.0%	177.8	28,400	37,500	38,800	39,800	40,000	41,300	42,500	
	-10.0%	168.4	26,900	35,600	36,700	37,700	37,900	39,100	40,300	

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
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)
225	2025/6/24	米国株, 日本株	ROE 分解からみえる米ハイテク株の優位性
226	2025/6/26	コモディティ	25 年 5・6 月 WTI 原油先物価格
227	2025/6/27	日本株	日本株需給(6 月 16 日～6 月 20 日)
228	2025/7/1	日本株	日本株 6 月セクター動向と 7 月見通し
229	2025/7/2	米国経済, 米国株	6 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
230	2025/7/2	欧州経済	25 年 6 月ユーロ圏物価動向
231	2025/7/4	米国経済	6 月雇用統計
232	2025/7/4	日本株	日本株需給(6 月 23 日～6 月 27 日)
233	2025/7/11	日本株	日本株需給(6 月 30 日～7 月 4 日)
234	2025/7/16	米国経済	6 月米 CPI
235	2025/7/17	豪州経済	25 年 7 月豪州概況
236	2025/7/18	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2025 年 7 月)
237	2025/7/18	日本株	日本株需給(7 月 7 日～7 月 11 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。