

2025 年 10 月 6 日
 日本株、ドル円

 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、渋谷 和樹

日米欧 Market View: 高市氏勝利とマーケットへの影響

日経平均株価の短期的な上値目途は 49,000 円、ドル円の上値目途は 160 円

10 月 4 日、自民党総裁選が行われ、高市氏が勝利した。海外賭けサイト polymarket では、小泉氏の勝利を 80%以上織り込んでいたため、高市氏の勝利は株式市場にとってポジティブサプライズであろう。また、高市氏の掲げる財政拡張的政策や日銀の利上げに否定的なスタンスはドル円の円安進行を誘発しよう。本稿では、高市氏勝利が日本のマーケットに与える影響を考察した。なお、日本経済や金利に対する影響については、弊社佐藤エコノミストのレポートを参照されたい。

日本株：上昇を見込むがアベノミクス相場の再来は見込み難い

日本株については、政策に近い安倍元首相のアベノミクス相場(2013 年～2015 年 5 月までの上昇相場)を参考に、当時の需給及びファンダメンタルズを確認し、当時との比較から今後を展望する。まず、海外投資家は日本の構造改革を期待し、現先合計で 2013 年 1 月から 2015 年 5 月にかけて 20 兆円程度日本株を買い越した(図表 1)。この間に TOPIX は 94.7%上昇した。ファンダメンタルズからこの上昇を考察すると、EPS は 55%成長しているため、残りの約 40%が海外投資家の買い越しによるバリュエーションの拡張によるものである(図表 2)。

もっとも、筆者は日本株の上昇を見込むものの、当時ほどの上昇相場となる可能性は低いとみている。主な理由は 2 つあり、①足元のバリュエーションはヒストリカルハイに迫るレベルで高いこと、②当時と異なり ROE の劇的な改善は見込み難いことの 2 点である(図表 3)。当時を振り返ると、2012 年末の TOPIX の 12 ヶ月先予想 PER は 13.8 倍かつ、同予想 ROE は、2012 年末から 2015 年 5 月末にかけて、約 7%から約 8%まで大きく改善した。しかも、後者についてはリーマンショックからの回復期であったことも考慮する必要がある。すなわち、今回は外需関連企業の劇的な業績改善は見込み難い。

政策によって恩恵を受けるのは主に内需関連銘柄であり、防衛銘柄等を含めても、TOPIX に占めるウェイトは 35%程度とみている。従って、高市氏の政策がアベノミクスと同等の効果であった場合に、TOPIX の ROE 改善効果は 0.35%pt 程度とみられる。この場合、ROE は 9.7%まで改善するため、 $PBR = ROE \times PER$ より妥当 PER は 16.5 倍程度と推計され(図表 4)、直近の NT 倍率 14.6 倍を乗じると、短期的な日経平均株価の上値目途は 49,000 円程度と試算される(図表 5)。

ドル円：来年にかけて 150 円前後を中心に推移か

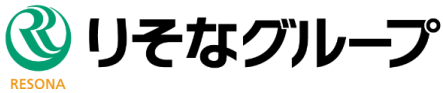
市場の織り込む政策金利のターミナルレートを意味する日米 2 年先 1 か月金利差(図表 6)と、市場の織り込む長期的な期待インフレ率を意味する日米ブレイクイーブン・インフレ率差(図表 7)からドル円を推計するモデルでは、自民党総裁選前の理論値は 147 円前後であった。今回の自民党総裁選で勝利した高市氏は、緩和的な金融政策の継続を志向し、日銀の利上げをけん制するとみられる。また、「責任ある財政拡張」を掲げるなど、政権運営において拡張的な財政政策を重視するとの見方が強まっている。こうした点を踏まえると、市場の織り込む日本の政策金利ターミナルレートは低下し、長期的な期待インフレ率は上昇する可能性が高い。このため、円売りが優勢となり、短期的には 150 円付近まで円安が進行しやすい。

もっとも、現段階では長期的に一方の円安が続く展開は想定していない。確かに、総裁選後には高市氏の政策に比較的親和

◎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。

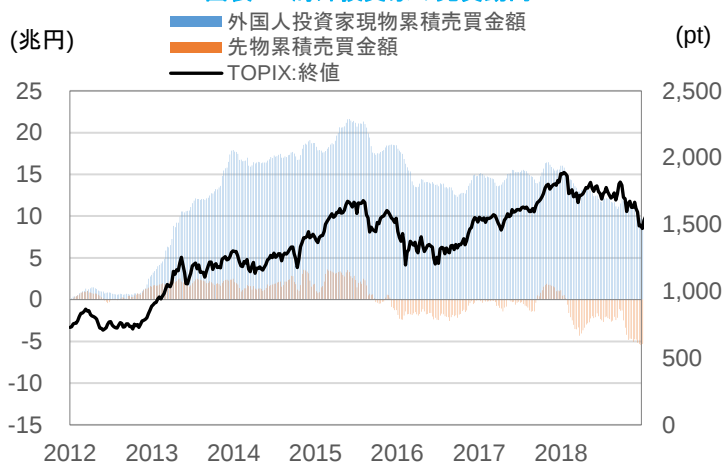
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



性があるとされる国民民主党などとの連立が模索され、ガソリン暫定税率廃止・消費税減税・年収の壁引上げといった財政拡張的な政策がクローズアップされる可能性がある。これらは円安圧力となり得るが、一方で、高市氏は昨年 の前回総裁選時ほどの極端な金融緩和路線は志向していないとみられること、自民党内融和や政権安定運営を重視し、実績ある閣僚の起用などある程度現実的な政策対応をとる可能性が高い。このため、現在のところ筆者は一段の円安進行は想定しておらず、来年にかけては 150 円付近を中心としたレンジでの推移を見込む(図表 8)。

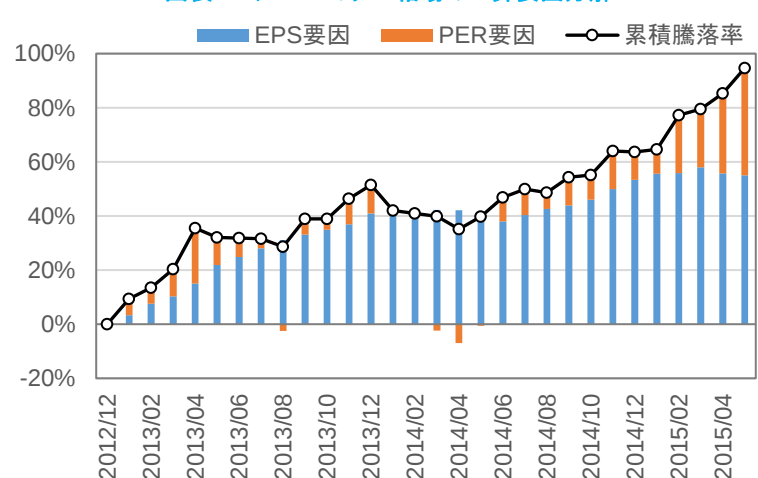
ただし、日銀の利上げに対するけん制が強まる場合や、政府債務残高の増加に歯止めがかからない規模の大幅な減税・歳出拡大など、市場の想定を上回る極端な金融緩和・積極財政路線が現実味を帯びる場合には、構造的な円安が一段と進行することが見込まれる。その場合、ドル円の上値目途として 160 円程度までの円安進行を想定している。

図表1：海外投資家の売買動向



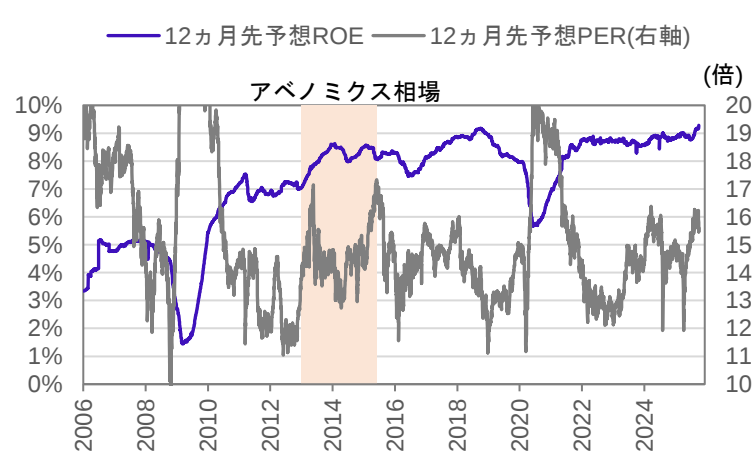
出所：Bloomberg

図表2：アベノミクス相場の上昇要因分解



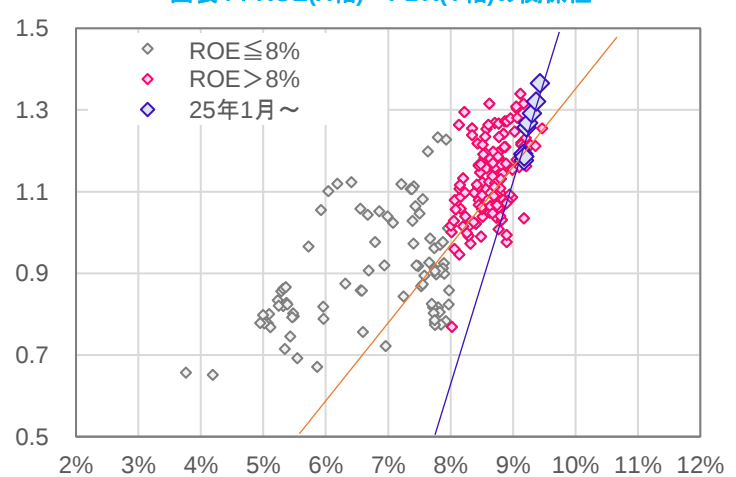
出所：Bloomberg

図表3：TOPIXとPER



出所：Bloomberg

図表4：ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性



◎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。

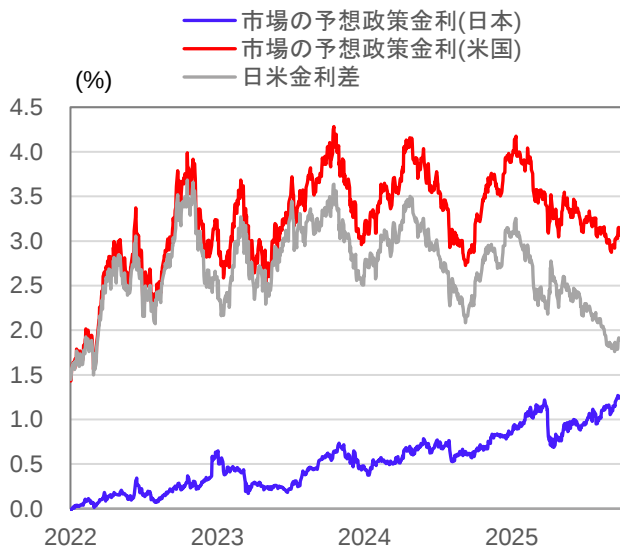
図表5：日経平均株価バリュエーション

NT倍率：14.6倍

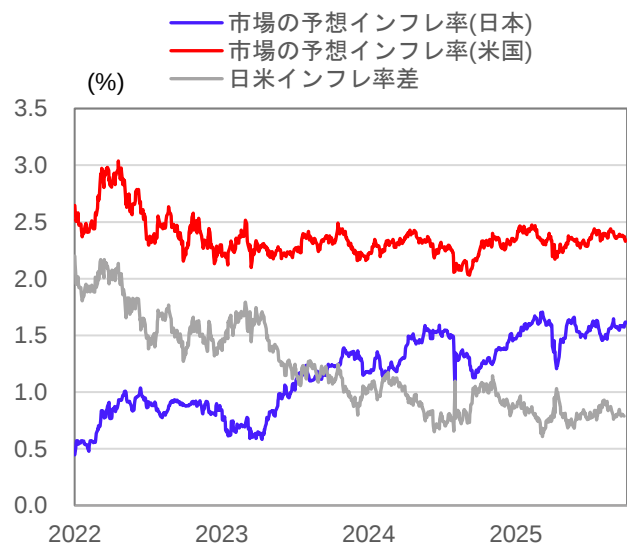
			PBR1倍	予想PER(TOPIX)						
			10.7倍	14.0倍	14.5倍	15.0倍	現状	16.0倍	16.5倍	17.0倍
							15.6倍			
予想EPS (TOPIX)	15.0%	230.6	36,200	47,200	48,900	50,600	52,600	54,000	55,700	57,300
	10.0%	220.6	34,600	45,200	46,800	48,400	50,300	51,600	53,200	54,900
	5.0%	210.6	33,000	43,100	44,700	46,200	48,100	49,300	50,800	52,400
	3.0%	206.6	32,400	42,300	43,800	45,300	47,100	48,300	49,800	51,400
	1.0%	202.5	31,800	41,500	43,000	44,400	46,200	47,400	48,900	50,400
	現状	200.5	31,500	41,100	42,500	44,000	45,800	46,900	48,400	49,900
	-1.0%	198.5	31,100	40,700	42,100	43,600	45,300	46,500	47,900	49,400
	-3.0%	194.5	30,500	39,800	41,300	42,700	44,400	45,500	46,900	48,400
	-5.0%	190.5	29,900	39,000	40,400	41,800	43,500	44,600	46,000	47,400
	-10.0%	180.5	28,300	37,000	38,300	39,600	41,200	42,200	43,600	44,900

出所：Bloomberg

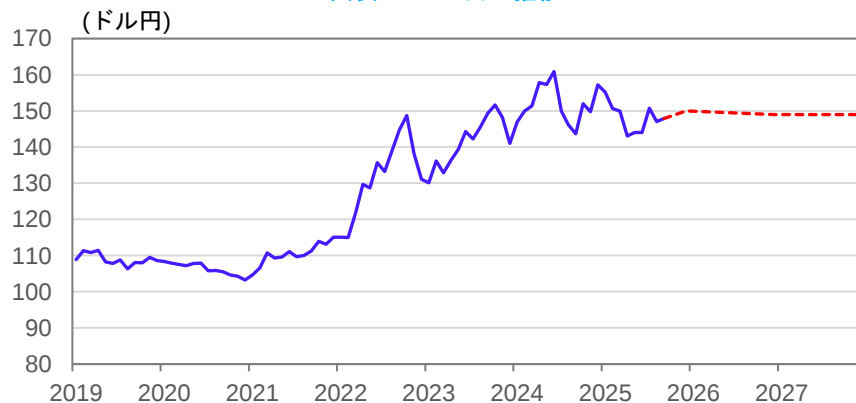
図表6：日米の金利



図表7：日米のインフレ率



図表8：ドル円の推移



◎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
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)
238	2025/7/25	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
239	2025/7/25	日本株	日米関税交渉と日本株バリュエーション
240	2025/7/28	日本株	日本株需給(7 月 14 日～7 月 18 日)
241	2025/7/30	コモディティ	25 年 6・7 月 WTI 原油先物価格
242	2025/7/31	欧州経済	25 年第 2 四半期ユーロ圏 GDP 統計
243	2025/7/31	米国経済	7 月 FOMC
244	2025/8/1	欧州経済	日本株の 7 月セクター動向と 8 月見通し
245	2025/8/1	日本株	日本株需給(7 月 22 日～7 月 25 日)
246	2025/8/4	欧州経済	25 年 7 月ユーロ圏物価動向
247	2025/8/4	米国経済, 米国株	7 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
248	2025/8/4	米国経済	7 月雇用統計
249	2025/8/8	日本株	日本株需給(7 月 28 日～8 月 1 日)
250	2025/8/13	米国経済	7 月米 CPI
251	2025/8/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 8 月)
252	2025/8/14	豪州経済	25 年 8 月豪州概況
253	2025/8/18	日本株	日本株需給(8 月 4 日～8 月 8 日)
254	2025/8/22	日本株	日本株需給(8 月 12 日～8 月 15 日)
255	2025/8/25	欧州経済	25 年第二四半期ユーロ圏賃金動向
256	2025/8/28	コモディティ	25 年 7・8 月 WTI 原油先物価格
257	2025/8/28	半導体, 日本株, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 2Q
258	2025/8/28	日本株	日本株需給(8 月 18 日～8 月 22 日)
259	2025/8/28	日本株	4-6 月期決算と年末までの見通し
260	2025/9/3	日本株	25 年 8 月ユーロ圏物価動向
261	2025/9/3	米国株, 米国経済	8 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
262	2025/9/5	日本株	日本株需給(8 月 25 日～8 月 29 日)
263	2025/9/8	米国経済	8 月雇用統計
264	2025/9/10	日本株	自民党総裁選と日本株見通し
265	2025/9/12	日本株	日本株需給(9 月 1 日～9 月 5 日)
266	2025/9/12	米国経済	8 月米 CPI
267	2025/9/12	半導体, 日本株, 米国株	9 月半導体市場及びハイテク株動向
268	2025/9/12	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
269	2025/9/18	米国経済, 米金利, 米国株	9 月 FOMC とマーケットへの影響
270	2025/9/18	豪州経済	25 年 9 月豪州概況
271	2025/9/19	日本株	ここもとの日本株上昇相場についての考察～日経平均 4 万 5000 円は妥当か
272	2025/9/22	日本株	日本株需給(9 月 8 日～9 月 12 日)
273	2025/9/29	日本株	日本株需給(9 月 16 日～9 月 19 日)
274	2025/9/30	コモディティ	25 年 8・9 月 WTI 原油先物価格
275	2025/10/1	日本株	日本株 9 月レビューと 10 月見通し
276	2025/10/2	欧州経済	25 年 9 月ユーロ圏物価動向
277	2025/10/2	米国株, 米国経済	9 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
278	2025/10/3	日本株	日本株需給(9 月 22 日～9 月 26 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。