

2025 年 10 月 14 日  
りそなホールディングス 市場企画部  
佐藤 芳郎  
武居 大暉  
渋谷 和樹

## 臨時国会首班指名：自民党と公明党の連立解消で状況は流動的に

### 要約

- 自民党総裁選を経て、高市早苗氏が内閣総理大臣に就任する見通しが高まっていたが、自民党と公明党が連立を解消したことで、首班指名の状況が一気に流動的になった。仮に、衆議院第一党から内閣総理大臣が選出されなければ、1990 年代前半から半ばごろの細川・羽田・村山政権以来となる。いずれにしても、10 月 27 日にはトランプ米大統領が来日することから、遅くとも来週には新首相の内閣が発足する必要があるが、有体にいえば誰が内閣総理大臣となるのかが分からなくなってきた。
- 野党統一候補が首相となる場合、政治不安定化や財政拡張が意識され、ドル円は 160 円程度までの円安を想定する。
- 日経平均株価は、高市氏が首相に指名される場合は高市トレードの復活で高値では 49,000 円が再び見えてくる一方、高市氏が指名されない時は場合によっては 4 万円割れもあり得ると見ており、ボラティリティが高くなる状況に注意が必要となる。

### 自民党と公明党の連立解消で首班指名選挙の状況が一気に流動的に

10 月 4 日に投開票が行われた自民党の臨時総裁選挙で高市早苗氏が勝利し、自民党として初の女性の党総裁の就任となり、また女性として初の内閣総理大臣に就任する見通しが高まっていた。しかし、10 日に高市自民党総裁と連立を組む公明党の斉藤代表が会談した結果、公明党が「政治とカネ」について自民党内での人事を問題視したことで、自民党と公明党の連立が解消されることとなった。

昨年の総選挙の結果として、自民党と公明党の連立は衆議院で過半数を割っていたものの、野党が候補者を一本化する動きが見えなかったことから、高市氏が内閣総理大臣に就任する可能性が高いと見られていた。しかし、自民党と公明党の連立が解消されたことと、ここにきて野党が候補者を一本化（国民民主党の玉木代表が中心）する動きが出てきたことから、首班指名の動向が一気に流動化した（図表 1）。

これまで、明日（15 日）から臨時国会が開催される見通しとなっていたものの、連立の解消を受けて来週 20 日以降の開催に延期されている。しかし、27 日にはトランプ米大統領が来日予定となっていることから、そこまでは新内閣が発足している必要がある。候補者の一本化を目指す野党でも、各党で政策の隔たりがあることから、必ずしも一枚岩とはなっていない。

仮に、衆議院第一党から内閣総理大臣が指名されなければ、1990 年代前半から半ば頃にかけて発足したいわゆる非自民・非共産連立政権（細川護熙氏、羽田孜氏、村山富市氏）以来となる。いずれにしても、政策協調を軸にして、政府がどの様に落ち着いて運営されるのかが見えてこなければ、「決められない政治」が長期化してしまうリスクも出てきそうだ。政策の隔たりによって親和性のある党とない党の組み合わせもあるが、現状では多数派工作に向けて様々な組み合わせがあり得ることから、有体に行って誰が内閣総理大臣になるのかが分からなくなってきた。

#### ◎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とにかかわらず、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：衆議院の過半数 233 議席の確保に向けて多数派工作が複雑に**

衆議院の会派別所属議員数

| 政党      | 議員数 | 割合 (%) |
|---------|-----|--------|
| 自由民主党   | 196 | 42.2   |
| 立憲民主党   | 148 | 31.8   |
| 日本維新の会  | 35  | 7.5    |
| 国民民主党   | 27  | 5.8    |
| 公明党     | 24  | 5.2    |
| れいわ新選組  | 9   | 1.9    |
| 日本共産党   | 8   | 1.7    |
| 有志の会    | 7   | 1.5    |
| 参政党     | 3   | 0.6    |
| 減税保守こども | 2   | 0.4    |
| 無所属     | 6   | 1.3    |
| 衆議院計    | 465 | 100.0  |

備考：2025 年 10 月 8 日時点

出所：衆議院、りそなホールディングス

**政局次第でドル円は 160 円も視野に入る**

自民党総裁選後のレポートにおいて、高市氏が首相に就任する場合、昨年の前回総裁選時ほど極端な金融緩和路線を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登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とを指摘した。その結果、メインシナリオでは来年にかけて 150 円付近を中心としたレンジでの推移を見込むとした（図表 2）。一方、高市氏が首相とならない場合は、足元の政治情勢からは、国民民主党の玉木氏や日本維新の会の藤田氏が首相に就任する可能性がある。この場合、立憲民主党も加えた三党による連立政権となる公算が大きい。経済政策面では、三党ともに消費税減税などをはじめとする大規模な財政出動を伴う政策で一致しており、より一層の財政拡張路線への転換が意識されよう。一方、安全保障やエネルギー政策など経済政策以外の分野では三党間で意見の相違が大きく、政治の停滞を招く懸念から日本売りが意識される可能性がある。極端な財政拡張観測と政治不安定化により円安が進行し、上値目途としては昨年 6 月につけた 160 円前後が想定される。なお、この 160 円という水準には、当社の為替推計モデルも一定の裏付けを与えている。モデルは、市場が織り込む将来の政策金利と市場の期待インフレ率の 2 つを変数とし、これらで説明しきれない要因を時間とともに変化する定数項として捉える状態空間モデルを用いている。足元のデータを基にすると、メインシナリオでは 150 円前後が妥当値となるが、モデルの定数項が過去の信頼区間上限まで上昇する場合、推計値は 160 円程度となる。すなわち、金利・インフレ格差が現状のまま維持され、さらに政治的不透明感や財政拡張観測などを通じて円売り圧力が高まる場合、統計的にも 160 円は説明可能な範囲内にあるといえる。

**図表 2：ドル円為替レートの見通し**

|       | 2025   |        |        |          | 2026    |         |         |          |
|-------|--------|--------|--------|----------|---------|---------|---------|----------|
|       | 1-3 月期 | 4-6 月期 | 7-9 月期 | 10-12 月期 | 1-3 月期  | 4-6 月期  | 7-9 月期  | 10-12 月期 |
| ドル円   | 152.5  | 144.5  | 147.3  | 149.2    | 150.1   | 149.6   | 149.2   | 149.2    |
| 想定レンジ | —      | —      | —      | 138～160  | 138～160 | 138～160 | 138～160 | 138～160  |

出所：りそなホールディングス

## ◎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。

### 日本株： 高市総理誕生で日経平均株価は 49,000 円へ

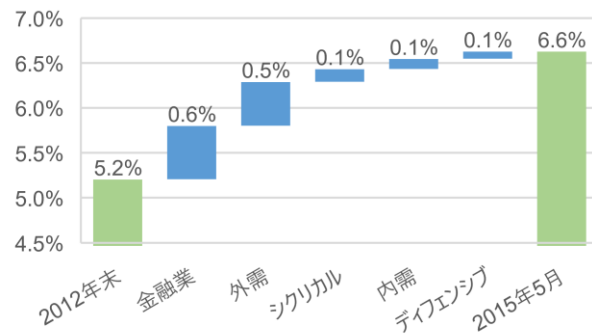
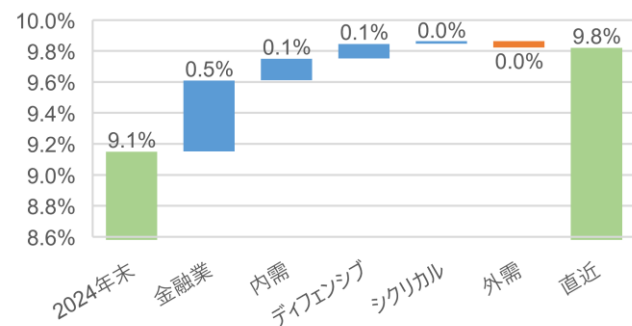
まず、TOPIX の ROE がどのように推移してきたかを振り返る（図表 3、4）。TOPIX の ROE は、リーマンショックのあった 2008 年に 2% 台まで低下したが、同時期を底として、アベノミクス相場等もあって改善基調が続き、2010 年代後半以降は 8%～9% の間で推移するようになった。また、2020 年～2021 年はコロナ禍で一時的に落ち込んだが、2022 年以降は回復し、安定的に推移してきた。ところが、2025 年に入り、TOPIX の ROE は、再び改善基調に転じた様にも見える。ROE が改善することは、従来よりも高いバリュエーションが許容されることに繋がるため、TOPIX が 2025 年に入り最高値を更新し続けている理由の一つであることは確かだろう。それでは、この ROE の改善は、どれくらいの期間、どの程度、継続するだろうか。本章ではこの点を検討し、最後に ROE 水準から期待されるバリュエーションによって、TOPIX 及び日経平均株価のフェアバリュエーションを提示する。

**図表 3：TOPIX の ROE 推移とデュボン分解**

|            | ROE  | ROA   |             |            | 財務<br>レバレッジ |
|------------|------|-------|-------------|------------|-------------|
|            |      |       | 売上高<br>純利益率 | 総資産<br>回転率 |             |
| 2006/12/29 | 4.8% | 1.6%  | 4.5%        | 0.35       | 3.1         |
| 2007/12/28 | 5.1% | 1.5%  | 4.5%        | 0.32       | 3.5         |
| 2008/12/30 | 2.7% | 1.2%  | 2.5%        | 0.47       | 2.3         |
| 2009/12/30 | 5.4% | -0.5% | 2.6%        | -0.21      | -9.9        |
| 2010/12/30 | 7.2% | 1.0%  | 3.5%        | 0.27       | 7.6         |
| 2011/12/30 | 6.8% | 0.7%  | 3.3%        | 0.21       | 9.8         |
| 2012/12/28 | 7.0% | 0.6%  | 3.4%        | 0.17       | 12.2        |
| 2013/12/30 | 8.6% | 1.2%  | 4.4%        | 0.27       | 7.2         |
| 2014/12/30 | 8.5% | 1.3%  | 4.8%        | 0.27       | 6.6         |
| 2015/12/30 | 8.3% | 1.3%  | 5.2%        | 0.25       | 6.4         |
| 2016/12/30 | 8.1% | 1.1%  | 5.2%        | 0.21       | 7.5         |
| 2017/12/29 | 8.9% | 1.4%  | 5.9%        | 0.23       | 6.5         |
| 2018/12/28 | 8.9% | 1.5%  | 5.9%        | 0.26       | 5.8         |
| 2019/12/30 | 8.0% | 1.3%  | 5.6%        | 0.23       | 6.2         |
| 2020/12/30 | 6.9% | 0.6%  | 4.9%        | 0.13       | 10.9        |
| 2021/12/30 | 8.7% | 1.4%  | 6.4%        | 0.21       | 6.5         |
| 2022/12/30 | 8.7% | 1.3%  | 6.1%        | 0.22       | 6.7         |
| 2023/12/29 | 8.6% | 1.3%  | 6.3%        | 0.21       | 6.6         |
| 2024/12/30 | 8.8% | 1.5%  | 6.7%        | 0.22       | 6.0         |
| 2025/10/9  | 9.3% | 1.4%  | 7.1%        | 0.20       | 6.4         |

出所：Bloomberg

注：図表は Bloomberg 社提供の TOPIX の指数ベースの数値。右側は Bloomberg 社提供の東証 33 業種別指数ベースの数値に、TOPIX 構成企業の業種別ウェイトで加重平均した数値であるため、両者は必ずしも一致しない

**図表 4：TOPIX の売上高利益変化率の業種別寄与度**
**図表：TOPIXの売上高利益率変化の業種別寄与度**

**図表：TOPIXの売上高利益率変化の業種別寄与度**


出所：Bloomberg、りそなホールディングス

今後の改善可能性を探る上では、過去の改善時にどのような要因で改善したのかを確認することが有益であろう。図表 5 は、2006 年末以降の TOPIX の ROE のデュボン分解である。総資産回転率や財務レバレッジは比較的安定しており、アベノミクス期、足元、いずれも売上高利益率の改善が ROE の改善に繋がっている様子が窺える。これを業種別の貢献度で測ったのが図表 X～X である。アベノミクス期は、金融業と外需の売上高利益率改善が全体を牽引した。

#### ◎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。

足元では、金融業の利益率改善効果が突出しており、他業種の改善は、内需がやや突出しているが概ね小幅なものに留まっている。

アベノミクス期は大規模な金融緩和とグローバル経済の回復が重なった時期であった。金融業の中でも利益率の改善が顕著であったのは銀行業で、金利低下に伴う利ザヤの縮小はネガティブであったが、融資先企業の業況改善で与信関係費用の戻り益が発生したことや株高で持ち合い株式の現存処理額が縮小したことで、トータルでは利益率が大きく改善した。この他、株式市場の活況等から証券・商品先物取引業、グローバル景気の回復や円安進行から電気機器や輸送用機器の利益率の改善が目立った。

足元の改善は、日銀の金融政策正常化と AI ブームによるところが大きいとみられる。金融業の中でも利益率の改善が顕著であったのは銀行業で、アベノミクス期とは逆に、金利上昇に伴う利ザヤの拡大等がポジティブであった。また、業種全体では強弱材料入り乱れたために相殺されてしまっているが、後者の影響は、内需の情報・通信業、外需の電気機器等は利益率改善といった形で表れている。

図表 5 : ROE 変化率要因分解-業種別

■ アベノミクス期(2012年末⇒2015年5月)

|            | ROE    | 売上高利益率 | 総資産回転率 | 財務レバレッジ |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| TOPIX      | 0.8%   | 1.4%   | 0.16   | 0.2     |
| 外需         |        |        |        |         |
| 電気機器       | 0.30%  | 0.19%  | 0.180  | 0.681   |
| 輸送用機器      | 0.26%  | 0.22%  | -0.003 | -0.044  |
| 機械         | 0.06%  | 0.07%  | 0.002  | -0.025  |
| 精密機器       | -0.03% | 0.01%  | 0.002  | -0.019  |
| シクリカル      |        |        |        |         |
| 化学         | 0.07%  | 0.07%  | 0.009  | -0.047  |
| 卸売業        | -0.20% | 0.02%  | -0.037 | 0.005   |
| 鉄鋼         | 0.06%  | 0.04%  | 0.025  | 0.080   |
| 非鉄金属       | 0.01%  | 0.01%  | 0.004  | -0.024  |
| ガラス・土石製品   | 0.01%  | 0.01%  | 0.003  | -0.032  |
| 繊維製品       | 0.00%  | 0.00%  | 0.000  | -0.006  |
| 石油・石炭製品    | -0.02% | 0.00%  | -0.033 | -0.314  |
| ゴム製品       | 0.01%  | 0.02%  | 0.000  | -0.006  |
| 海運業        | 0.02%  | 0.01%  | 0.017  | 0.013   |
| パルプ・紙      | 0.00%  | 0.00%  | 0.000  | -0.001  |
| 鉱業         | -0.02% | -0.03% | -0.001 | 0.003   |
| 内需         |        |        |        |         |
| 小売業        | -0.02% | -0.01% | -0.009 | 0.024   |
| 情報・通信業     | -0.01% | -0.02% | 0.000  | 0.006   |
| 陸運業        | 0.02%  | 0.05%  | 0.001  | -0.028  |
| 建設業        | 0.03%  | 0.02%  | 0.010  | -0.071  |
| その他製品      | 0.02%  | 0.02%  | 0.007  | -0.036  |
| サービス業      | 0.01%  | 0.03%  | -0.004 | 0.004   |
| 金属製品       | 0.01%  | 0.01%  | 0.006  | 0.226   |
| 空運業        | -0.01% | 0.00%  | 0.003  | -0.026  |
| 倉庫・運輸関連業   | 0.00%  | 0.00%  | 0.000  | 0.000   |
| 不動産業       | 0.02%  | 0.03%  | 0.002  | -0.035  |
| 金融業        |        |        |        |         |
| 銀行業        | -0.04% | 0.40%  | 0.000  | -0.564  |
| 保険業        | 0.03%  | 0.05%  | 0.007  | 0.729   |
| 証券・商品先物取引業 | 0.07%  | 0.15%  | 0.000  | -0.531  |
| その他金融業     | 0.02%  | -0.01% | 0.000  | 0.051   |
| ディフェンシブ    |        |        |        |         |
| 医薬品        | -0.07% | -0.04% | 0.003  | -0.020  |
| 食料品        | -0.01% | 0.01%  | 0.006  | -0.024  |
| 水産・農林業     | 0.00%  | 0.00%  | 0.000  | -0.006  |
| 電気・ガス業     | 0.23%  | 0.11%  | -0.045 | 0.192   |

■ 2024年末⇒直近

|            | ROE    | 売上高利益率 | 総資産回転率 | 財務レバレッジ |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| TOPIX      | 0.5%   | 0.7%   | -0.04  | 0.6     |
| 外需         |        |        |        |         |
| 電気機器       | 0.03%  | 0.06%  | -0.002 | -0.001  |
| 輸送用機器      | -0.12% | -0.09% | -0.002 | 0.010   |
| 機械         | -0.08% | 0.00%  | -0.002 | -0.010  |
| 精密機器       | -0.01% | -0.01% | 0.001  | -0.004  |
| シクリカル      |        |        |        |         |
| 化学         | -0.01% | 0.00%  | 0.003  | -0.016  |
| 卸売業        | 0.04%  | 0.02%  | -0.006 | 0.014   |
| 鉄鋼         | 0.00%  | 0.00%  | -0.005 | 0.023   |
| 非鉄金属       | 0.02%  | 0.01%  | -0.002 | 0.007   |
| ガラス・土石製品   | 0.00%  | 0.00%  | 0.000  | -0.002  |
| 繊維製品       | 0.00%  | 0.00%  | 0.002  | -0.016  |
| 石油・石炭製品    | 0.00%  | 0.00%  | -0.003 | 0.016   |
| ゴム製品       | 0.00%  | 0.00%  | -0.002 | 0.005   |
| 海運業        | -0.02% | -0.02% | 0.001  | -0.002  |
| パルプ・紙      | 0.00%  | 0.00%  | 0.000  | 0.002   |
| 鉱業         | 0.00%  | 0.01%  | 0.000  | -0.001  |
| 内需         |        |        |        |         |
| 小売業        | 0.01%  | 0.00%  | -0.003 | 0.010   |
| 情報・通信業     | 0.14%  | 0.09%  | -0.008 | 0.061   |
| 陸運業        | 0.00%  | 0.00%  | 0.000  | -0.001  |
| 建設業        | 0.02%  | 0.01%  | 0.002  | -0.004  |
| その他製品      | 0.03%  | 0.01%  | -0.003 | 0.008   |
| サービス業      | 0.07%  | 0.01%  | 0.000  | 0.087   |
| 金属製品       | 0.00%  | 0.00%  | 0.001  | -0.005  |
| 空運業        | 0.00%  | 0.00%  | 0.000  | 0.000   |
| 倉庫・運輸関連業   | 0.00%  | 0.00%  | 0.000  | 0.000   |
| 不動産業       | 0.02%  | 0.02%  | 0.000  | -0.001  |
| 金融業        |        |        |        |         |
| 銀行業        | 0.14%  | 0.32%  | 0.000  | 0.206   |
| 保険業        | 0.05%  | 0.03%  | -0.001 | 0.033   |
| 証券・商品先物取引業 | 0.06%  | 0.11%  | 0.000  | 0.073   |
| その他金融業     | 0.00%  | -0.01% | 0.000  | 0.009   |
| ディフェンシブ    |        |        |        |         |
| 医薬品        | 0.09%  | 0.09%  | 0.000  | 0.006   |
| 食料品        | 0.01%  | 0.00%  | -0.006 | 0.026   |
| 水産・農林業     | 0.00%  | 0.00%  | 0.000  | 0.000   |
| 電気・ガス業     | 0.01%  | 0.01%  | -0.003 | 0.043   |

出所：Bloomberg

注：いずれの数値も比較時点との差分

## ◎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。

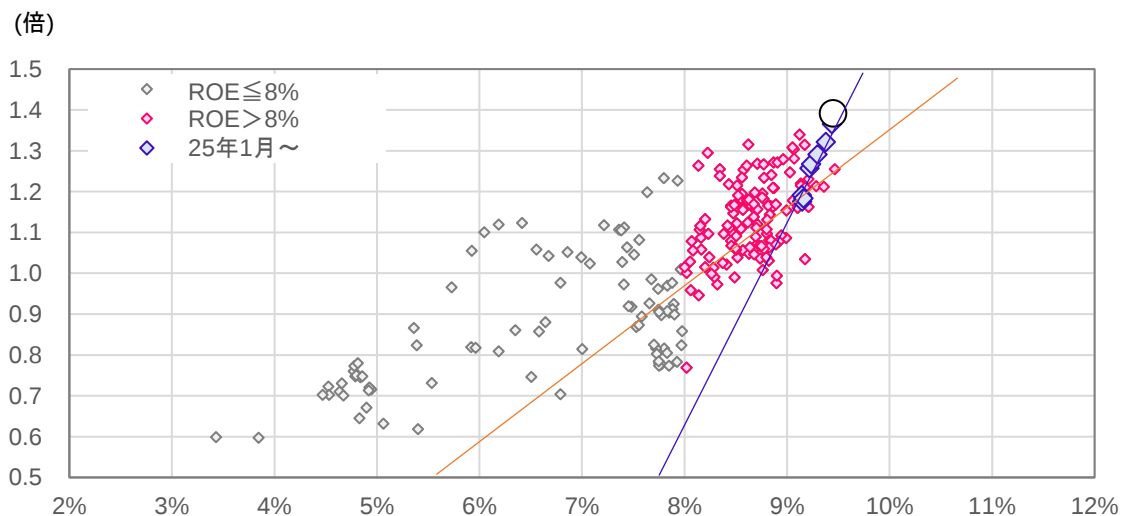
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

以下、高市総理が誕生した場合の影響を考察するが、シクリカルはグローバル景気に左右され、ディフェンシブは景気に左右されない業種であるため、影響は横ばいと仮定する。金融業については、銀行業や保険業への影響に左右されるとみる。日銀の利上げ機運が遠く可能性があるものの、長短金利差の拡大に伴う利ザヤの改善はポジティブであるため、利益率は改善する可能性が高い。両業種で合わせて 0.10%pt～0.20%pt 程度、TOPIX の売上高利益率を改善させる効果があろう。内需について、財政支出に伴う業績改善効果が見込まれるものの、TOPIX に対するウェイトが小さい企業が多いため、アベノミクス期と同様に 0.10%pt 程度の押し上げ効果と考える。外需について、アベノミクス期の様な大幅な円安進行による為替差益は見込み難いと考え。しかし、高市氏の掲げる半導体サプライチェーンの強靱化は、これまでの AI ブームを一層後押しすることとなろう。定量的に効果を算出するのは難しいが、関連企業のアナリストコンセンサスの上限程度が達成されると仮定すると、0.20%pt～0.40%pt 程度の売上高利益率改善効果が見込まれる。以上をまとめると、高市総理誕生に伴う、売上高利益率改善経路の ROE 改善効果は、0.40%pt～0.80%pt 程度とみられる。従って、TOPIX の ROE は 9.8%程度まで改善するとみられる。

### PER の妥当値と日経平均株価：日経平均株価の妥当値は 46,500 円～49,500 円

こうした ROE 改善効果に伴うバリュエーション(≒PER)は、 $PBR = ROE \times PER$  という関係式を通じて、PBR と ROE の関係より推計できる(図表 6)。足元は、リスクオン相場であることもあり、ROE の改善に対する PBR の感応度が大きくなっている様子が窺える(青線の傾きがオレンジ線より大きい)。今の水準は妥当とは言えないだろう。もっとも、ROE と PBR の関係は、ROE の水準が大きくなるほど、非線形の関係で結ばれるため、オレンジ線へ回帰するとの想定もし難い。しかし、曲線を描こうにも日本株ではデータ数が少ないために将来の推計に耐えうる曲線を描けない。そこで本稿では、そもそも線形式で妥当値を求めることは望ましくないが、今後は青線とオレンジ線の間で曲線が描かれると仮定し、妥当 PBR を二つの直線から算出される値の平均値とした。上述のプロセスに従って計算すると、TOPIX の妥当な 12 か月先予想 PER は 15.5 倍～16.5 倍と推計され、日経平均株価に直すと 46,500 円～49,500 円程度が妥当値と推計された(図表 7)。

図表 6：ROE (x 軸) × PBR (Y 軸) の関係性



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 7：日経平均バリュエーション

| NT倍率：15倍         |        | PBR1倍 | 予想PER(TOPIX) |        |        |        |             |        |        |        |        |
|------------------|--------|-------|--------------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
|                  |        | 10.8倍 | 14.0倍        | 14.5倍  | 15.0倍  | 15.5倍  | 現状<br>16.0倍 | 16.5倍  | 17.0倍  | 17.5倍  |        |
| 予想EPS<br>(TOPIX) | 15.0%  | 229.6 | 37,200       | 48,300 | 50,100 | 51,800 | 53,500      | 55,300 | 57,000 | 58,700 | 60,400 |
|                  | 10.0%  | 219.6 | 35,600       | 46,200 | 47,900 | 49,500 | 51,200      | 52,900 | 54,500 | 56,200 | 57,800 |
|                  | 5.0%   | 209.7 | 34,000       | 44,100 | 45,700 | 47,300 | 48,900      | 50,500 | 52,000 | 53,600 | 55,200 |
|                  | 3.0%   | 205.7 | 33,300       | 43,300 | 44,800 | 46,400 | 47,900      | 49,500 | 51,000 | 52,600 | 54,100 |
|                  | 1.0%   | 201.7 | 32,700       | 42,500 | 44,000 | 45,500 | 47,000      | 48,600 | 50,000 | 51,600 | 53,100 |
|                  | 現状     | 199.7 | 32,400       | 42,000 | 43,500 | 45,000 | 46,500      | 48,100 | 49,500 | 51,100 | 52,600 |
|                  | -1.0%  | 197.7 | 32,000       | 41,600 | 43,100 | 44,600 | 46,100      | 47,600 | 49,100 | 50,500 | 52,000 |
|                  | -3.0%  | 193.7 | 31,400       | 40,800 | 42,200 | 43,700 | 45,200      | 46,600 | 48,100 | 49,500 | 51,000 |
|                  | -5.0%  | 189.7 | 30,700       | 39,900 | 41,400 | 42,800 | 44,200      | 45,700 | 47,100 | 48,500 | 49,900 |
|                  | -10.0% | 179.7 | 29,100       | 37,800 | 39,200 | 40,500 | 41,900      | 43,300 | 44,600 | 45,900 | 47,300 |

出所：Bloomberg

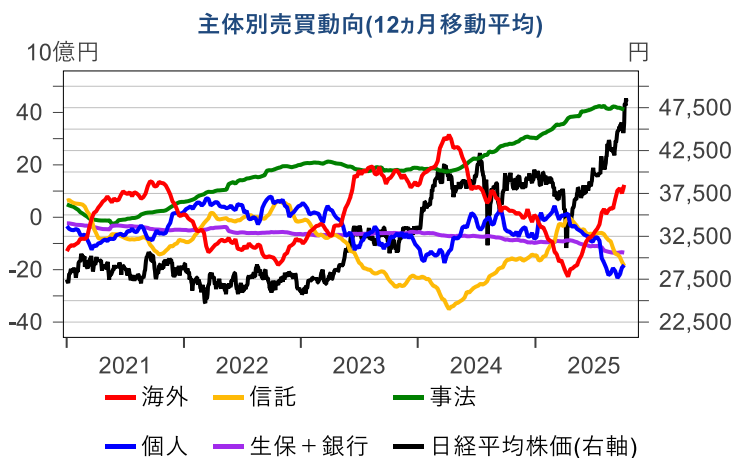
注：赤枠はメイン予想。青枠は悲観シナリオで、エントリーの目安上

### 首班指名で高市氏が敗れるケース

ただし、自民党と公明党の連立解消に伴い、足元で高市総理誕生可能性がやや後退している。実際に高市総理が誕生しなかった場合は、これまで織り込まれた期待の剥落によって、株価は大きく調整するリスクがある。政局不安から、日銀は利上げを見送る可能性が高く、各種政策は与野党の連携が取れず、実現が困難となるため、上記の ROE 改善効果は見込み難い。従って、TOPIX の妥当 PER レンジは、従来の 14.5 倍～15.5 倍程度まで低下する。

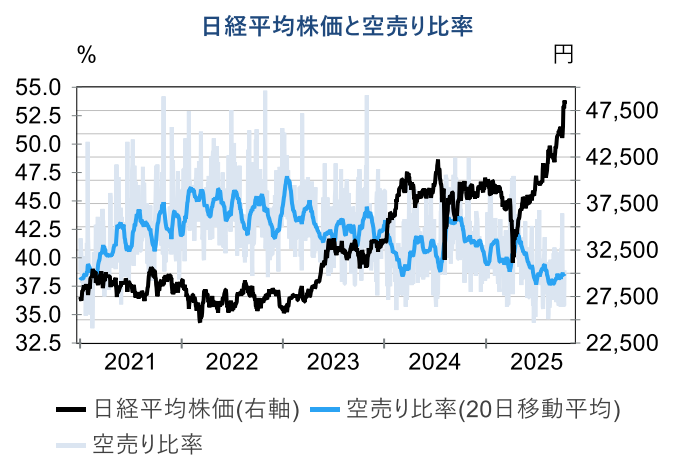
また、足元の投資家のセンチメントを確認すると（図表 8-13）、信用倍率は 4.6 倍と前週比上昇、空売り比率（20 日 MA）は 38.6%と前週比横ばいであり、最高値圏で推移する日本株を警戒する動きには陰りが見えない。加えて、現物及び先物の海外投資家動向を HP フィルターを用いてトレンド分析すると、足元のモメンタム(Cycle)の前週比は、現物は上昇に転じ、先物は下落に転じた。期待剥落に伴って、短期筋が撤退⇒信用売り・空売りが加速⇒株価大幅調整というリスクに留意したい。このシナリオが実現する場合、日経平均株価は 39,000 円～43,500 円程度が下値目途となろう。

図表 8：株式主体別売買動向（12 か月移動平均）



出所：Quick、りそなホールディングス

図表 9：日経平均と空売り比率



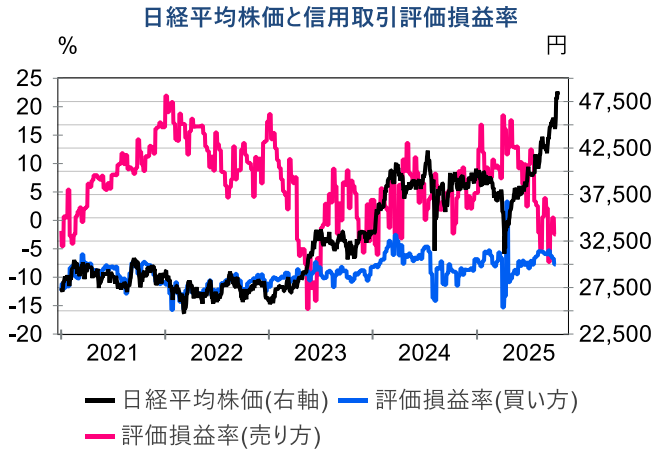
出所：Quick、りそなホールディングス

#### ◎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。

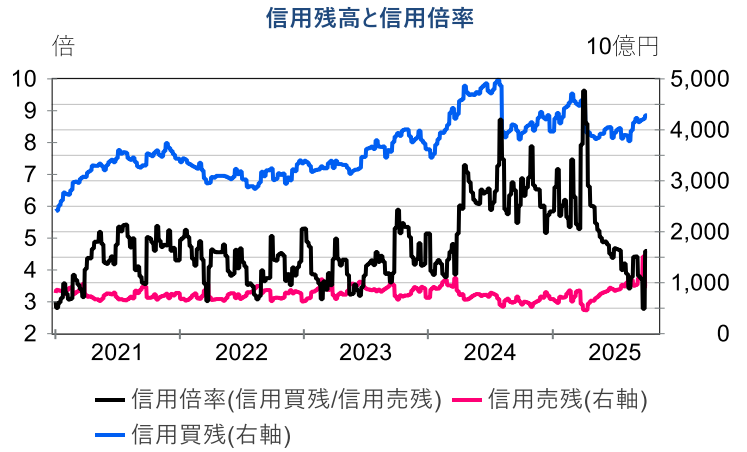
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表 10：日経平均と信用取引評価損益率



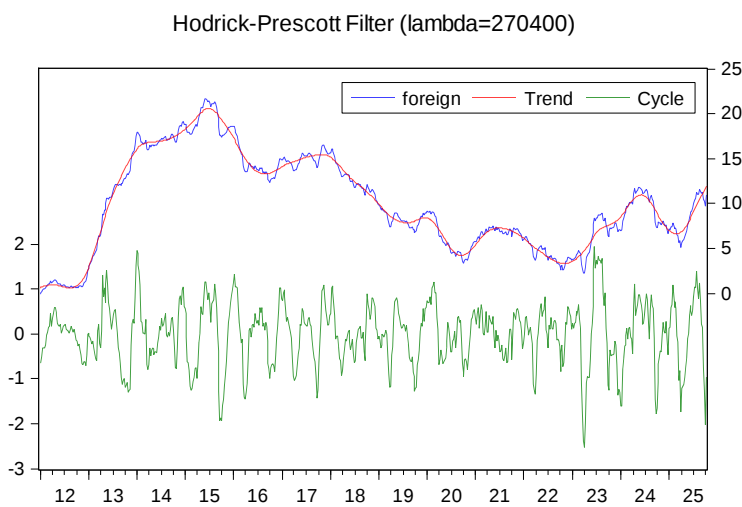
出所：Quick、りそなホールディングス

図表 11：信用残高と信用倍率



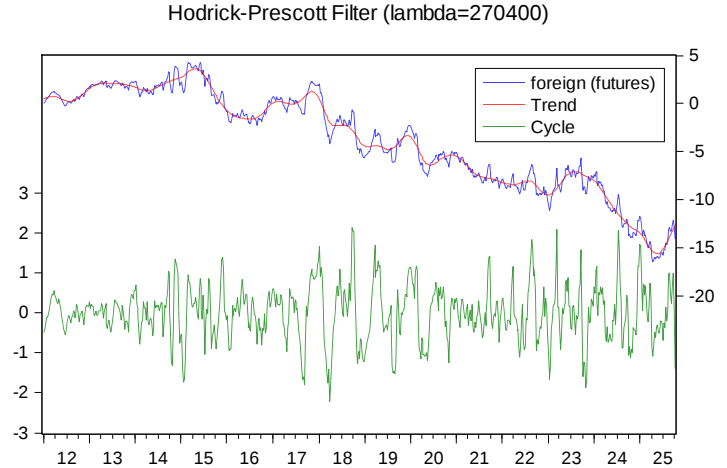
出所：Quick、りそなホールディングス

図表 12：海外投資家の累積売買トレンド



出所：Quick、りそなホールディングス

図表 13：海外投資家の累積売買トレンド（日経先物）



出所：Quick、りそなホールディングス

## ◎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。