

2025年12月15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、渋谷 和樹

日米欧 Market View : 2026年の日本株ストラテジー

～日経平均株価は、26年末に55,000円、26年度末には6万円がフェアバリューとなろう

要約

- 2026年の日本株式市場の焦点は、①米国のK字型経済への移行、②AIブームの持続、③日本経済のインフレ定着の3点
- 足元の業績改善モメンタム及び底堅い半導体需要を鑑みると、予想EPSには上方修正余地が大きい。TOPIXの26年末の12カ月先予想EPSは235ptと予想
- 日本企業は、日銀の利上げやグローバル景気の回復に伴い、売上高利益率経由でROEが改善しよう。TOPIXのROEは26年度中に10%台へ到達し、PERレンジは14倍～18倍に上方シフトしよう
- NT倍率を15倍～15.5倍とすると、日経平均株価のターゲットレンジは、26年末に50,000円～58,000円(目標株価は55,000円)、26年度末に55,000円～65,000円(目標株価は60,000円)
- 注目業種は、日米の政策恩恵を受けやすい、①半導体(製造装置・材料)、AI・データセンター(通信・電力)、防衛(ミサイル・電子戦・艦船)、重要素材(高純度材料・レアアース)等。バリュエーションの観点からは、内需(建設業、情報・通信業等)、金融業(銀行業)、外需(電気機器、精密機器、機械)等

図表1：中長期経済・マーケット見通し

	2025		2026			2027
	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
FF金利	3.75%	3.50%	3.50%	3.50%	3.25%	3.00%
想定レンジ	3.50% - 4.00%	3.25% - 3.75%	3.25% - 3.75%	3.25% - 3.75%	3.00% - 3.50%	3.00% - 3.50%
米10年金利	4.10%	4.00%	4.05%	4.05%	4.00%	4.00%
想定レンジ	3.50% - 4.40%	3.50% - 4.40%	3.50% - 4.40%	3.50% - 4.40%	3.50% - 4.40%	3.50% - 4.40%
SP500	6,800pt	6,900pt	7,300pt	7,500pt	7,800pt	8,200pt
想定レンジ	6,500pt - 7,200pt	6,500pt - 7,300pt	6,500pt - 7,700pt	6,500pt - 8,000pt	6,500pt - 8,500pt	7,500pt - 8,800pt
日銀 超過準備付利金利	0.75%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%	1.00%
想定レンジ	0.50% - 1.00%	0.50% - 0.75%	0.50% - 0.75%	0.75% - 1.00%	0.75% - 1.00%	0.75% - 1.00%
日10年金利	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.80%	1.80%
想定レンジ	1.50% - 2.00%	1.50% - 2.00%	1.50% - 2.00%	1.50% - 2.00%	1.50% - 2.00%	1.50% - 2.00%
ドル円	150円	150円	150円	150円	150円	150円
想定レンジ	140円 - 160円					
日経平均株価	50,000円	52,500円	52,500円	53,500円	55,000円	60,000円
想定レンジ	47,000円 - 55,000円	47,000円 - 55,000円	47,000円 - 55,000円	50,000円 - 60,000円	50,000円 - 60,000円	55,000円 - 65,000円

出所：りそなホールディングス

注：予想について、日銀超過準備付利金利は佐藤エコノミスト、ドル円は渋谷

◎注意事項

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

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。

第一章 マクロ経済環境の整理：2026年は3つの焦点がある

2026年の日本株式市場の焦点は、①米国のK字型経済への移行、②AIブームの持続、③日本経済のインフレ定着の3点であると考えている。本章ではマクロ経済環境の整理も兼ねて以下で整理したい。

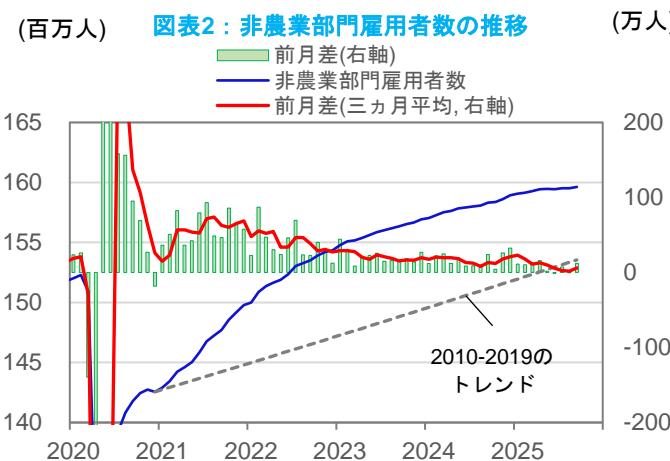
■米国 K字型経済への移行

2025年を含む直近数年間の米国経済は、センチメント指標等のソフトデータは景気後退を示唆しながらも、実績を示すハードデータは底堅く推移する展開が持続していた。概してソフトデータは景気先行指標として機能してきたため、ソフトデータの悪化は景気後退懸念や株安を誘発したが、その後は底堅いハードデータが確認される度に株価は反発してきた。足元でも、依然として米経済の先行きを懸念する声もあり、2026年もボラタイルな相場となることが見込まれるが、調整には押し目買いのスタンスで臨みたい。

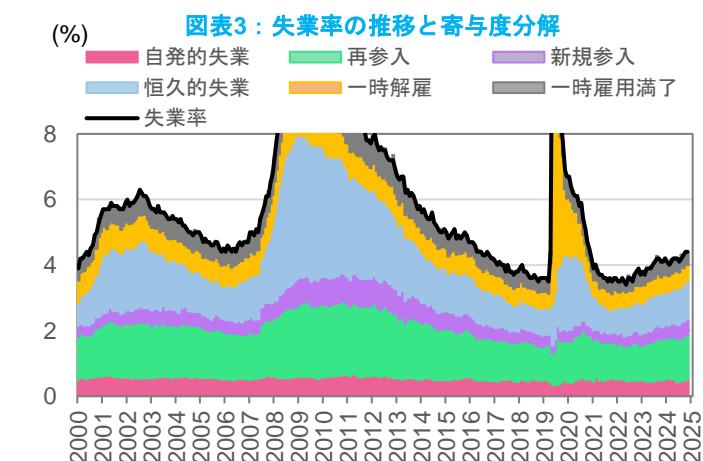
さて、一見弱そうに見える米経済の実態は、「K字型経済への移行」という文脈で捉えると、整合する点も多いと考えている。本節では、FRBのデュアルマンデートに即して、労働市場と物価について考察する。

米労働市場では、非農業部門雇用者数の増加ペースが鈍化しており、失業率も緩やかに上昇傾向である(図表2~3)。しかしながら、こうした表面上の労働市場の軟化は必ずしも米経済の軟化を意味しない。

図表4~5は、失業率について、近年の失業率とリーマンショック発生時の上昇要因をピックアップしたものである。リーマンショックの時は、企業の倒産やリストラに起因する恒久的失業を理由に失業率が上昇していたが、近年は再参入や新規参入等の参入要因が過半を占めており、新たに職を得ることが難しい状況にあることを示唆している。一方で、米国の労働生産性は、従来のトレンドを上方に乖離し、大幅な改善を見ている(図表6)。また、アトランタ連銀が公表している所得水準別の賃金変化率を見ると、上位25%の賃金は、下位25%の賃金と比べると、前年比の低下が緩やかなことも分かる(図表7)。



出所:Bloomberg

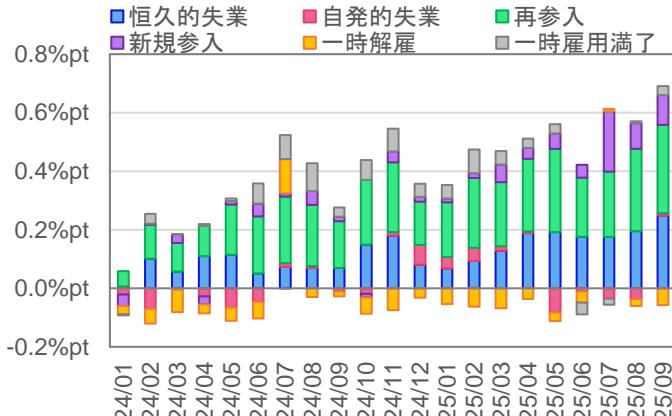


出所:Bloomberg

◎注意事項

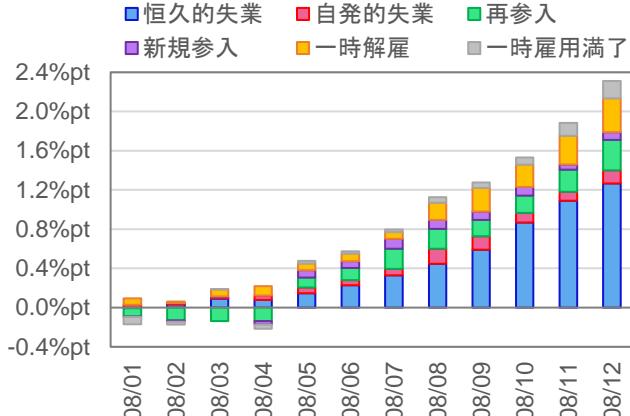
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧説するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

**図表4：失業率上昇要因分解
(23年末対比での上昇要因)**



出所:Bloomberg

**図表5：失業率上昇要因分解
(07年末対比での上昇要因)**

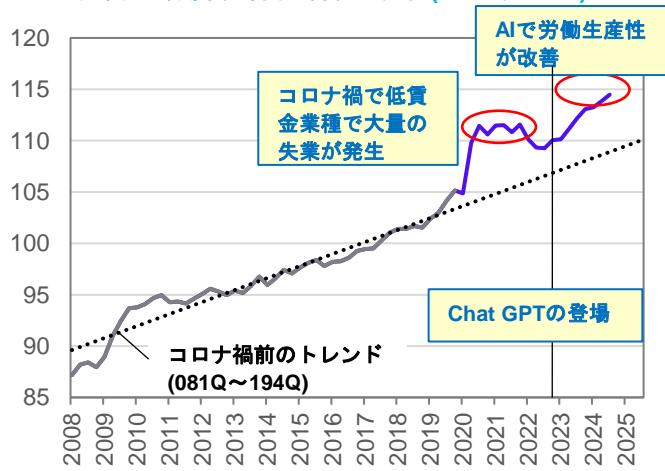


出所:Bloomberg

労働生産の改善タイミングを勘案すると、こうした事象の背景には、AIの登場があると考えている。AIが生産性の低い作業を代替できる様になった結果、そうした人材の需要が薄れないとすれば、新規で労働市場に参入してくる様な人材が職探しにあえいでいることとも整合的である。また、所得水準上位25%に代表されるようなAIを活用して生産性を高めることができる高スキル人材への需要は強いために、前年比の低下スピードが緩やかな可能性が高い。

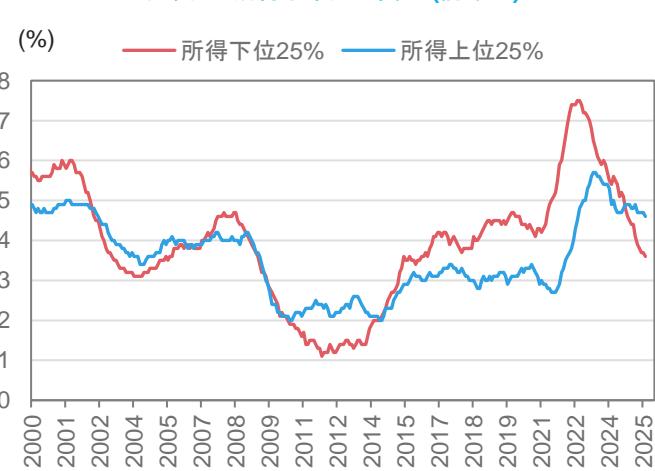
そして、ベバリッジ曲線(欠員率と失業率の関係)にも若干の変化が見受けられる(図表8)。緑色のドットが2009年7月～2020年2月にかけての関係であるが、2020年5月以降の関係(青色のドット)は、依然と比べて若干の上方シフトが認められる。これは、失業率が高くても、欠員が充足しない様子、すなわち雇用のミスマッチを示唆している可能性がある。以上から、労働市場の軟化は米経済軟化の根拠として不十分であると考えている。

図表6：非農業部門の労働生産性(2017年=100)



出所:Bloomberg

図表7：所得水準別の賃金(前年比)

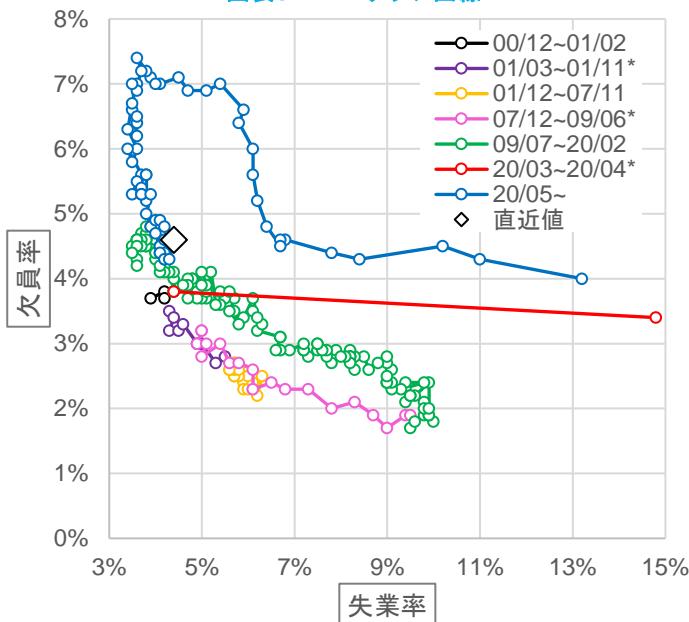


出所:Bloomberg

◎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ともかかわらず、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説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。

図表8：ペバリッジ曲線



注: *は景気後退期間
出所:BLS、Bloomberg

図表9 失業率と欠員率

	失業率	欠員率
2010	9.6%	2.2%
2011	8.9%	2.6%
2012	8.1%	2.8%
2013	7.4%	2.9%
2014	6.2%	3.3%
2015	5.3%	3.8%
2016	4.9%	3.9%
2017	4.4%	4.0%
2018	3.9%	4.6%
2019	3.7%	4.5%
2020	8.1%	4.3%
2021	5.4%	6.4%
2022	3.6%	6.8%
2023	3.6%	5.6%
2024	4.0%	4.8%
2025	4.2%	4.5%

出所:BLS、Bloomberg

失業率が高いと欠員率は低い

同程度の失業率でも、欠員率が従来程下がらない様に

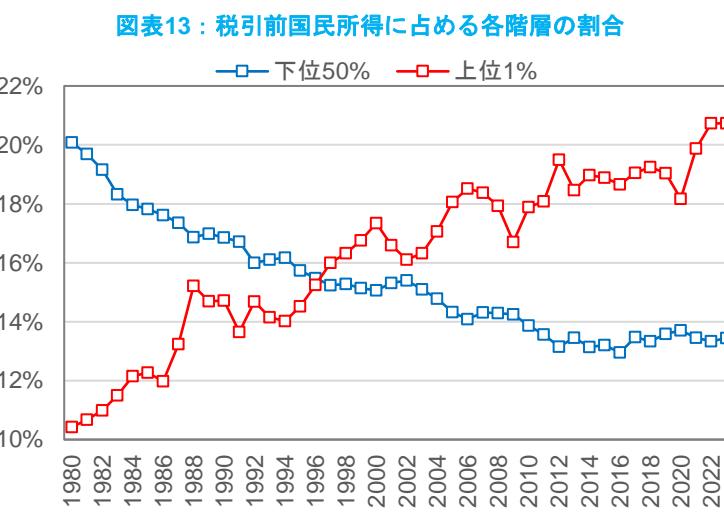
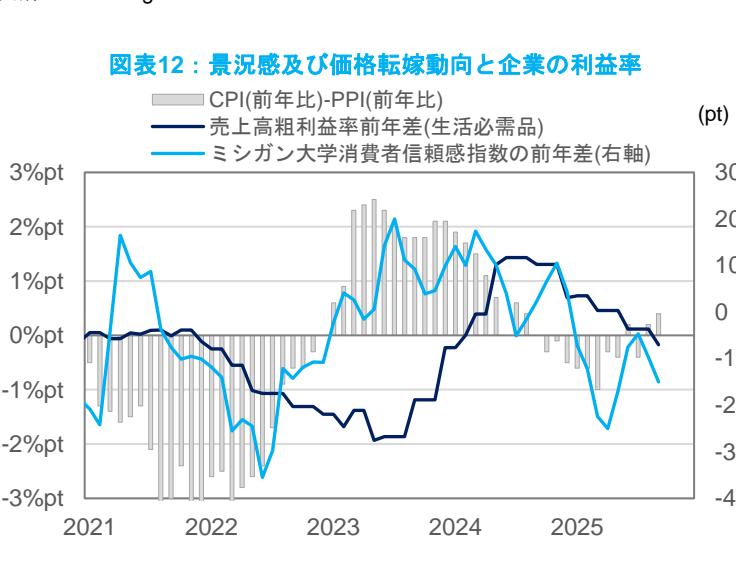
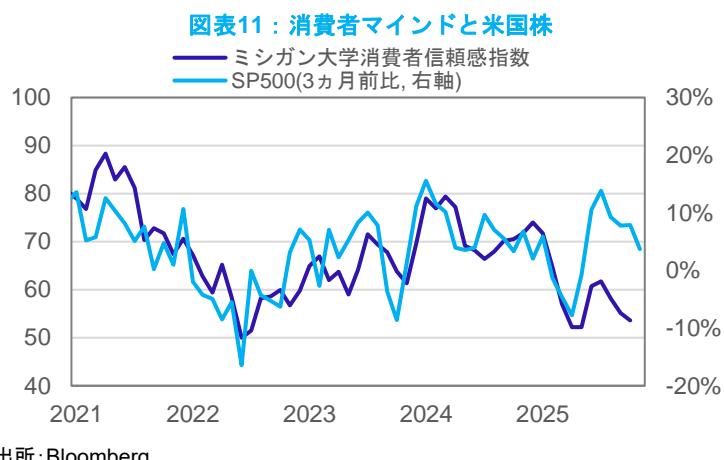
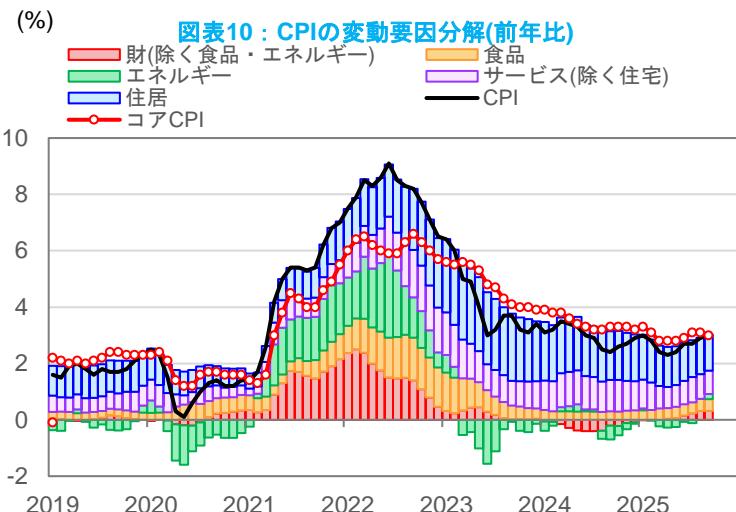
物価については、トランプ大統領が各国に対して厳しい関税措置を打ち出したのにも関わらず、財項目が大きくは上昇していない点(図表 10)やその一方で消費は底堅い点等に K 字型経済の特徴が見受けられる。ポイントは、所得格差と資産効果である。

前節でも見た様に、労働市場では高スキル人材への需要は高く、また富裕層ほど金融資産を保有しているため、近年の株高を受け、消費が活発となり、米経済を支えていた可能性が高い。実際、図表 10 で示した様に、ミシガン大学消費者信頼感指数と SP500 の 3 カ月前比には一定の相関関係が見受けられる。一方で、図表 11 からは、CPI と PPI の前年比の差分(プラスであれば企業が消費者に価格転嫁しているとみられる)は、概ね消費者マインドと連動しており、消費者マインドの低迷から企業は価格転嫁ができず、売上高粗利益率が悪化している様子が窺える。

米 CPI のウェイトは、米国の家計へのアンケート調査によって決定される。一方で、米国の国民所得の内 20%を上位 1%が占めている(図表 13)。即ち、財インフレの伸びが抑制されている背景には、貧困層を中心とするマインドの低迷やそれに伴い、企業が関税等のコスト増を十分に価格転嫁できないことがあると推察される。また、その一方で、富裕層が富の多くを占める現状では、消費は底堅く推移することが、何ら矛盾しない。

◎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。



■AI ブームの持続

近年、とりわけ Chat GPT が登場して以降(2023 年以降)の日米株価は、AI 関連企業が指数の上昇をけん引してきた。実際、米国では ISM 製造業景況感指数と SP500 の予想 EPS(前年比)との連動性が弱まった代わりに、世界半導体出荷額(前年比)との連動性が強まっている(図表 14)。ハイテク企業とそれ以外の企業で業績格差が広がっていることを示唆している。あるいは、日本株では、電気機器や情報・通信業を中心に AI 関連企業が大きく上昇したために、NT 倍率が大きく上昇したことからも、企業間格差の広がりが窺える(図表 15)。

◎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。

図表14：ISM製造業景況感指数と
SP500、世界半導体出荷額の前年比



出所:Bloomberg

図表 15：NT 倍率の推移

— NT倍率 - - - 平均±2標準偏差



出所:マクロボンド

こうしたAIブームには懐疑的な声も多く、循環取引や過剰投資懸念が指摘されており、ハイテク企業の株価はボラタイルな値動きをしている。しかし、過去の技術革新が生じた際にブームが持続した期間を考えるとAIブームはまだ持続する公算が大きい。また、バブルを指摘する意見は生成AI領域に終始している印象だが、フィジカルAIを中心として、AIの応用可能性は多岐に渡り、新たな需要も創出されているため(後述)、現時点でバブルと判断することは時期尚早であると考えている。

図表16は、19世紀以降の主要インフラ産業について、どの様な末路を辿ったか整理したものである。各産業に共通するのは、①技術革新による需要創出、②投資ラッシュ、③供給過剰局面、④淘汰と寡占化、⑤長期安定期への移行というサイクルである。ただし、このサイクルが現れる速度や振り戻しの大きさは、産業が依拠する基盤の性質(物理インフラか、ソフトウェア中心か、規制産業か等)によって大きく異なる。

鉄道や鉄鋼などの物理インフラは、資本集約度が高く、供給調整に時間がかかるため、投資過剰が顕在化するまでの期間が長い。一方、通信機器やインターネット企業は、技術陳腐化が早く、期待が先行しやすいため、投資拡大期から調整局面までのサイクルが短期化する。この点は、2000年の通信バブル崩壊やWeb1.0バブルで顕著である。

これに対し、AI関連産業は、従来型のIT投資と同列には扱えない。AI市場は、LLM、ロボティクス、自動運転、産業AI、動画生成AIなど複数の需要源が存在し、計算需要の拡大メカニズムも、従来のソフトウェア産業より非連続性が大きい。GPU・データセンター投資がハイパースケーラーに集中するという構造自体はクラウド産業に似るが、需要の多極化によって単一用途の飽和が即座に全体の縮小につながる構造ではない点が特徴的である。

AIについては、現時点では依然として投資拡大期に位置し、産業構造が定常状態に収束するまでの時間軸は読みづらい。特にロボティクスや自動運転などの領域は、実装フェーズが2020年代後半まで続くと見られるため、現行のGPU投資拡大を単純にクラウド投資サイクルと同一視することには無理がある。

◎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説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。



以上の比較により、AI産業に対する「バブル論」の一部は、需要源をLLMのみに限定し、その多層構造を適切に評価できていないことが確認できる。一方で、ハードウェア投資が短期的に過熱している可能性は否定できず、今後は「過剰投資の顕在化」と「新規需要の開拓」のどちらが上回るかが、企業収益および産業全体の成長速度を規定すると考えられる。加えて、生成領域に限っても、バブルであるか否かを短期的に判定することは難しく、2026年の相場見通しを語る上での重要性は低いと考えている。

図表 16：過去の技術革新と主要企業

期間	産業カテゴリ	注目の契機	代表企業	株価推移
1840-1870	鉄道	大陸横断鉄道完成(1869年) 蒸気機関の進化と投資ラッシュ	UnionPacific、CentralPacific	初期投資ブームで急騰→過剰供給とバニックで大暴落(1873年恐慌)→統合後、長期安定成長(インフラ化)
1950-1990	鉄鋼(高炉技術進化)	戦後復興・ベビーブーム需要 連続鋳造法普及(1960s) グローバル輸出拡大	USSteel、NipponSteel、 POSCO、Baosteel	戦後高度成長期に急騰(USSteel株価数倍)→1970sオイルショックで調整→1980s再上昇も競争激化で周期的下振れ(戦略的保護政策で安定、2025年USSteel買収合意で国家安全保障強調)
1980-2000	半導体(汎用→PC→モバイル)	ムーアの法則の加速 PC普及(1980s)	Intel、TSMC、NVIDIA、AMD	複数サイクルで急成長(1990s急騰)→ドットコム調整で一時暴落(2000年)→モバイル需要で再上昇、勝者(NVIDIA等)が長期支配(2025年AIエッジ需要でNVDA+150%)
1990-2002	通信インフラ(光ファイバー・ネットワーク)	インターネット普及 ISP拡大 光ファイバー投資ブーム	Cisco、Nortel、Lucent	1990s後半に急騰(Cisco株価数百倍)→バブル崩壊で大暴落(2000-2002年)、多く破綻→生存者(Cisco)は安定回復
1995-2005	インターネット(Web1.0)	eコマース・検索エンジンの出現 ブラウザ戦争(Netscape上場1995年)	Amazon、Google、eBay、 Yahoo	期待先行で高騰(1990s後半)→ドットコムバブル崩壊で淘汰(2000年)→勝者(Amazon、Google)は爆発的成長継続、時価総額世界トップへ
2005-2015	モバイル/アプリエコノミー	iPhone発売(2007年) アプリストアの普及 4Gネットワーク展開	Apple、Google、Qualcomm	初期急騰(Apple株価10倍超)→競争激化で調整→プラットフォーム勝者(Apple、Google)が長期支配、関連ハード(Qualcomm)も安定成長
2010-2024	クラウドコンピューティング(IaaS/PaaS)	AWS商用成功(2006年、黒字化2015年頃) 企業DX加速	Amazon、Microsoft、Google	巨額投資期の継やか上昇→スケールメリットで急加速(2010s後半)→安定高収益化、親会社株(MSFT、AMZN)が長期急騰(2025年AI需要で継続)
2020-	AI(生成AI/LLMブーム)	GPT-3公開(2020年) ChatGPT爆発的普及(2022年) Transformer/マルチモーダル進化	OpenAI、NVIDIA、Meta、Google	PoC投資ラッシュからGPU/クラウド需要で急騰(NVIDIA株価数倍、2023-2025)→マネタイズ不透明のボラ高も、AgenticAIシフトで継続上昇→勝者総取りの可能性高(BigTech支配)
2023-	AI(ロボティクス/自動運転:物理AI)	TeslaOptimusデモ(2023年) Waymo商用無人運転拡大 FSD進展 NVIDIARobotBrain(2025年)	Tesla、Alphabet、 BostonDynamics、NVIDIA	期待先行で変動大(Tesla株価ボラ高、2025年+80%)→実証失敗リスクで調整も、市場規模\$5.23B(2025年)・CAGR32%で加速→成功シナリオで爆発成長インフラ化、2030年\$50B超?)
2024-	AI (マルチモーダル/エージェント/ワールドモデル)	Sora動画生成(2024年) Copilot企業実装 RAG/エージェントツール普及 ワールドモデル商用化(2025年:NVIDIA Cosmos等)	Microsoft、Google、OpenAI、 Adobe、Meta、NVIDIA	生成ツール需要でハード/クラウド株再上昇→企業定常化で安定(MSFT等)→過剰投資リスクで調整も、AgenticAI/Embodied統合で\$500B超市場化の可能性(模擬環境トレーニングで物理AI強化)

出所：各種報道より、りそなホールディングス作成

それよりも、関連企業の投資計画やWSTSの見通しが示すように、今後も少なくとも短期的には底堅い推移が見込まれる中では、持たざるリスクの方が大きいと考えている。WSTSは半期に一度予測の改定を行っているが、2026年度についてはAI半導体が含まれるLogicやMemoryを中心に大きく上方修正が進んだ(図表17)。AI半導体の需要は専門家の想定さえも大きく上振れているようだ。2026年もAIバブル懸念は燻り続けるだろうが、ハイテク企業が堅調な業績を示し続ける限り、ハイテク企業の株価は再び上昇し、そうした際にはFOMO(Fear Of Missing Out、取り残される恐怖)も相まって、下落前の水準以上に上昇することとなる。

◎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。



図表 17：WSTSによる世界半導体出荷額見通し

単位:10億ドル

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	⇒予想 2025	2026
合計	393,288	333,354	361,226	463,001	474,401	428,442	539,505	677,852	874,291
Analog	58,785	53,939	55,658	74,105	88,983	81,225	79,588	85,552	91,988
Micro	67,233	66,440	69,678	80,221	79,073	76,340	78,633	84,839	96,620
Logic	109,303	106,535	118,408	154,837	176,578	178,589	215,768	295,892	390,863
Memory	157,967	106,440	117,482	153,838	129,767	92,288	165,516	211,568	294,821
前年比									
合計	-15.2%	8.4%	28.2%	2.5%	-9.7%	25.9%	25.6%	29.0%	
Analog	-8.2%	3.2%	33.1%	20.1%	-8.7%	-2.0%	7.5%	7.5%	
Micro	-1.2%	4.9%	15.1%	-1.4%	-3.5%	3.0%	7.9%	13.9%	
Logic	-2.5%	11.1%	30.8%	14.0%	1.1%	20.8%	37.1%	32.1%	
Memory	-32.6%	10.4%	30.9%	-15.6%	-28.9%	79.3%	27.8%	39.4%	
前回予想からの修正率									
合計							10.8%	31.0%	
Analog							4.8%	7.5%	
Micro							9.0%	20.5%	
Logic							10.7%	36.3%	
Memory							14.5%	37.2%	

出所 : WSTS

■日本経済のインフレ定着

日本のインフレ率は、コロナ禍以降プラス基調に転じている(図表 18)。当初こそ、資材価格の高騰や円安が主要因であったが、足元では輸入物価等が落ち着く中でも安定的に2%を超えて推移している。また、日銀も金融政策の正常化に動き、2年先1ヶ月金利は足元で1.37%と一部では今後2年間で日銀が政策金利を1.25%～1.50%程度まで利上げすることを織り込んでおり、長期金利や期待インフレ率も上昇傾向である(図表 19)。

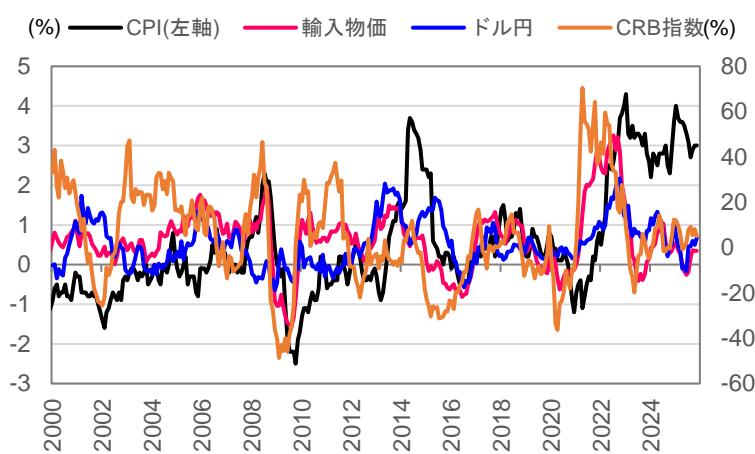
◎注意事項

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説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。

こうした市場の織り込みは、実体経済の動向に支えられていよう。図表 20 に示した様に実質賃金の前年比は、足元で 10 カ月連続のマイナスとなったが、2026 年春闘での連合の賃上げ目標は全体で 5%以上とされており(図表 21)、2026 年度中のプラス転換が見込まれる。また、企業の販売価格 DI は業種を問わず、2020 年以降高水準を維持している。特に近年の高止まりについては、仕入れ価格の上昇ではなく、賃金と物価の好循環を示唆するものであろう(図表 22)。

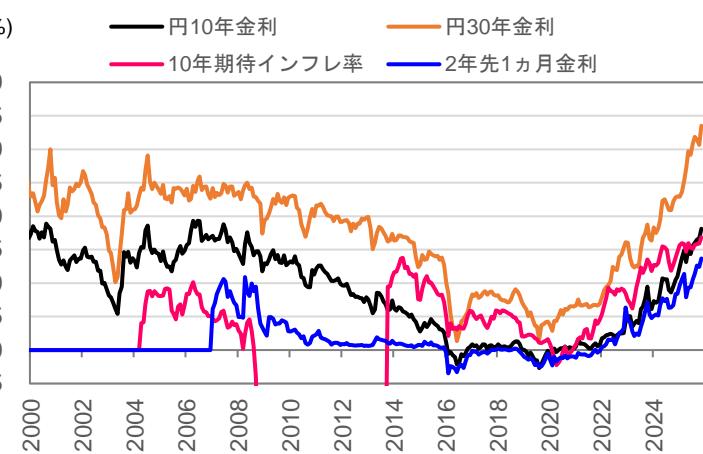
日本企業は、数十年に渡るデフレや低成長の時代を経て、徹底したコストカットに努めてきた結果、限界利益率が改善傾向であり、日本経済のインフレ定着によって、日本企業の業績が大きく改善することが期待される(図表 23)。

図表18：CPIの変動要因分解(前年比)



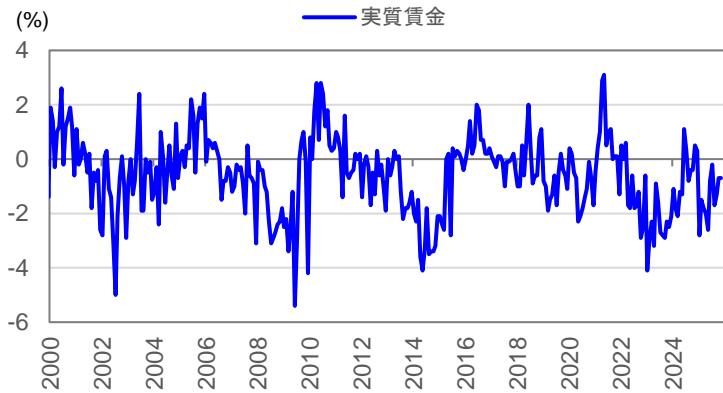
出所:Bloomberg

図表19：日本の金利動向



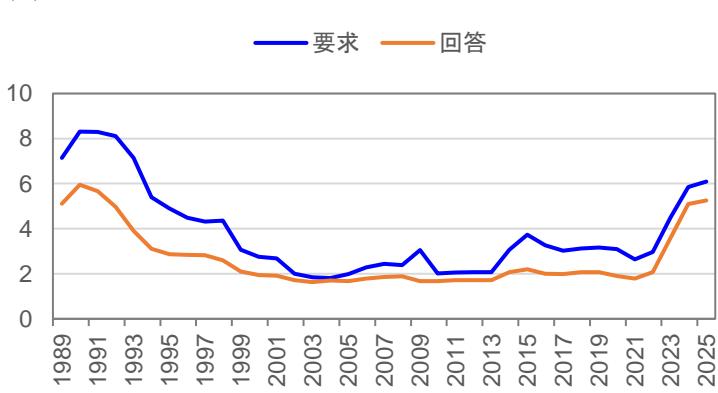
出所:Bloomberg

図表20：実質賃金の動向(前年比)



出所:Bloomberg

図表21：賃上げ状況の推移



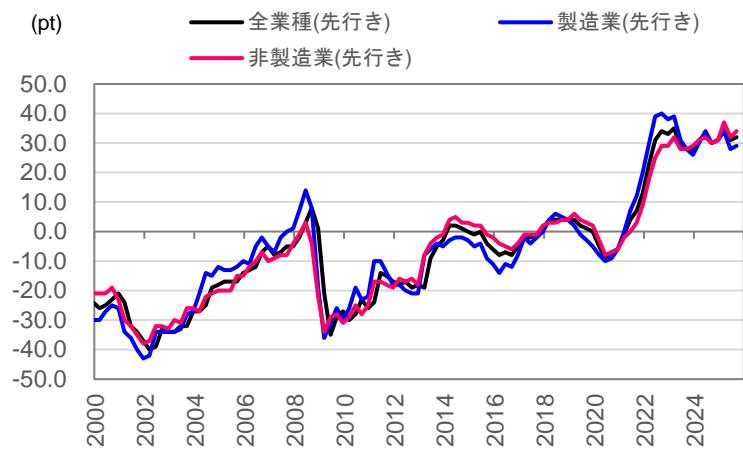
出所:連合

◎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説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。

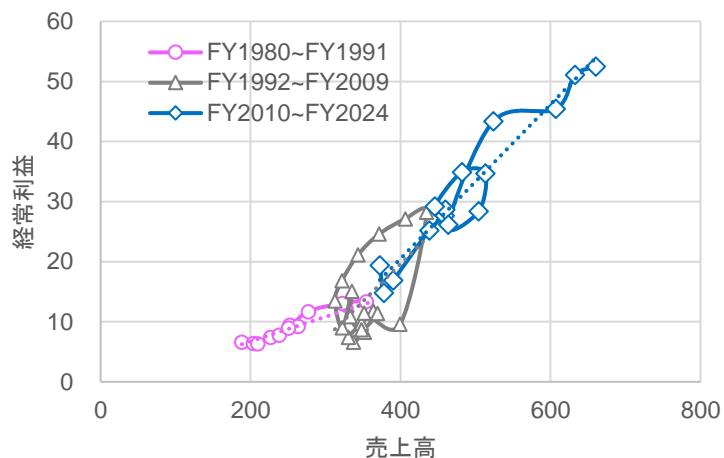


図表22：日本企業の販売価格DI



出所:Bloomberg

図表23：TOPIX採用企業の限界利益(単位：兆円)



注1:ユニバースはTOPIX採用企業

注2:1980年度以降継続してデータが取得できる企業のデータを集計

出所:QUICK

第二章 ファンダメンタルズ分析：TOPIXのEPSは上方修正余地が大きい

本章では、日本株のファンダメンタルズ分析として、ボトムアップアプローチ(経常利益の動向についての考察)とトップダウンアプローチの両面からTOPIXのEPSを推計する。

結論を先述すると、ボトムアップアプローチからは、足元の会社計画及びコンセンサス予想は、今年度の日本企業の業績改善モメンタムが強いことを踏まえると、いずれも保守的であり、12カ月先予想EPS及び2026年末予想EPSは上方修正余地が大きい(前年比+14%修正予想)ことが示唆される。また、それを受け、2027年12月末のTOPIXの予想EPSは、足元で228pt程度と見込まれているが、筆者予想ベースの2026年末予想EPSから7%成長、足元から3%程度上方修正され、235pt程度まで改善するとみている。

トップダウンアプローチからは、来年度にかけてAIブームが持続することでSP500のEPSが底堅く推移すること、ドル円は150円を上回る水準が定着すること等から、2026年末の12カ月先予想EPSは237.0ptと推計された。

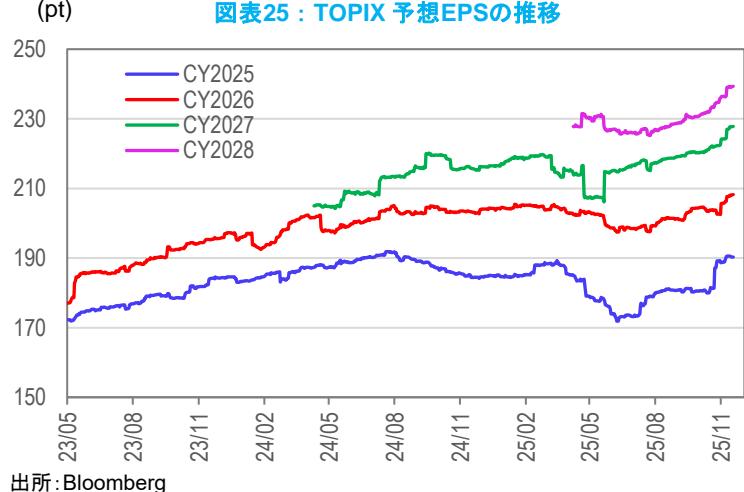
両アプローチから同程度の推計値が得られたことから、TOPIXの12カ月先予想EPSは2026年末には前年比10%前後の成長が見込まれる。

図表24：TOPIXの中長期予想EPS

	TOPIX予想EPS	前月比
2025年12月	190.3	5.0%
2026年12月	208.2	2.3%
2027年12月	227.8	2.7%
2028年12月	239.5	2.7%
12カ月先予想(直近)	207.1	—
12カ月先予想(25年12月末)	210.0	—
12カ月先予想(26年12月末)	235.0	—

出所:Bloomberg

図表25：TOPIX予想EPS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ともにかかるらず、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説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。



■ボトムアップアプローチ

7-9ヶ月期決算を経て、TOPIX500 採用企業(26 年度会社予想が 2 件以上存在する企業)では、会社計画が直前の計画と比べて+3.2%上方修正された(図表 26)。また、全体のコンセンサス予想(26 年度コンセンサス予想が 2 件以上存在する企業)は、同+3.2%と直前の予想対比でやや上方修正された。なお、製造業では同-0.1%、非製造業では同+5.7%と非製造業で上方修正が優勢であった。

会社計画について、業種別では、非鉄金属、ゴム製品、電気・ガス業、空運業、その他製品等で上方修正が多く、パルプ・紙、海運業、石油・石炭製品、繊維製品、化学等で下方修正が優勢であった。

非鉄金属ではデータセンター向け需要の伸長、ゴム製品では関税影響の払拭、電気・ガス業では猛暑による電力需要の増加や送配電事業の好調、空運業では旅行需要の拡大、その他製品では新型ゲーム機の好調な売れ行き等が上方修正理由として挙げられた。

パルプ・紙ではパルプ市況の回復鈍化、海運業ではコンテナ船の運賃下落、石油・石炭製品では原油安や円安、繊維製品では夏セールが低調だったことや海外事業の低迷、化学ではEV市況の低迷等が下方修正の理由として挙げられた。

図表 26 : TOPIX500 採用企業の経常利益予想修正率

主要なFTSE100銘柄企業の経営指標予想調査							
	①コンセンサス 修正率 (FY25)	②会社計画 修正率 (FY25)	③コンセンサス/ 会社計画 (FY25)	④FY25予想増 減益率 (QUICK コンセンサス)	⑤FY25予想 増減益率 (会社計画)	⑥FY25予想 増減益率 (期初計画)	
TOPIX	3.2%	3.2%	4.3%	-0.7%	-5.3%	-5.7%	
製造業	-0.1%	2.3%	6.6%	-4.3%	-8.1%	-4.3%	
非製造業	5.7%	4.0%	2.1%	3.3%	-2.4%	-7.0%	
外需	電気機器 輸送用機器 機械 精密機器	1.8% -1.3% 0.1% -3.9%	6.4% 1.2% 2.8% 4.9%	4.1% 13.0% 5.1% 1.5%	8.5% -22.8% 3.8% 4.9%	3.7% -31.6% -8.9% -48.8% -3.5%	
シクリカル	化学 卸売業 鉄鋼 非鉄金属 ガラス・土石製品 繊維製品 石油・石炭製品 ゴム製品 海運業 パルプ・紙 鉱業	-0.4% -0.2% -10.1% 6.9% 0.4% -7.3% 0.5% -0.9% -4.7% -13.5% 2.6%	-2.9% 1.2% 2.8% 4.9% -0.5% 8.0% -1.6% 23.2% 20.1% 5.5% 8.0% 56.5% 46.0% 13.4% 3.4% -16.6% 20.8% 9.0% -1.1%	4.1% 1.4% 1.6% -13.2% 23.2% 21.1% -18.9% -24.4% -25.6% 1.8% 1.6% -1.3%	0.4% 1.4% -1.8% -1.6% -7.4% -2.4% 0.1% -24.4% -25.6% NA NA NA NA NA NA	-1.8% 1.6% -1.3% -7.4% 0.1% 54.8% 15.0% NA NA NA NA NA	
内需	小売業 情報・通信業 陸運業 建設業 その他製品 サービス業 金属製品 空運業 倉庫・運輸関連業 不動産業	-0.1% 23.9% 0.8% 3.8% 2.3% 0.3% -2.4% -0.1% 0.2% 1.0%	-0.8% 1.1% 5.1% 9.2% 10.3% -2.7% 0.0% 10.9% 0.4% 2.7%	1.8% 2.7% 3.7% 1.1% 11.5% 2.8% 5.3% 0.5% 3.5% 1.1%	4.6% 7.4% -3.2% 11.6% 20.7% 10.7% 1.9% -2.5% 11.0% 6.1%	5.1% 5.5% -6.1% 9.7% 7.7% 8.8% -1.1% -3.0% 9.5% 4.0%	4.7% 5.0% -11.7% -5.3% -2.0% 11.9% -1.1% -12.5% 8.4% 1.5%
金融業	銀行業 保険業 証券・商品先物取引業 その他金融業	3.5% 3.2% 9.3% -0.5%	9.6% 2.9% NA 0.3%	0.2% 2.0% NA -1.4%	21.5% -0.7% NA 23.2%	20.6% -4.3% NA 22.3%	9.9% -6.9% NA -61.5%
ディフェンシブ	医薬品 食料品 水産・農林業 電気・ガス業	0.4% -0.9% 0.9% 4.1%	0.9% -2.4% 0.0% 11.2%	2.6% 6.4% 5.7% 5.4%	38.5% 4.7% 7.2% -7.4%	32.9% 0.6% 0.6% -12.4%	31.6% 4.0% 0.6% -21.2%

出所: QUICK

注1:コンセンサス修正率は、TOPIX500採用企業のうち、比較可能な26年度コンセンサス予想が2件以上存在する企業が集計対象

注2: 会社計画修正率は、TOPIX500 採用企業のうち、比較可能な 26 年度会社予想が 2 件以上存在する企業が集計対象

注3:コンセンサス/会社計画は、TOPIX500 採用企業のうち、26 年度コンセンサス予想及び会社予想が存在する企業が集計対象

注4：注1～注3に示すように、各列の集計対象企業は必ずしも一致しない

◎注意事項

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

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があります。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。



7-9ヶ月期決算は堅調な実績を受け、会社予想、コンセンサス予想共に上方修正が優勢で、コンセンサス予想の方がやや強気な状況であるが、いずれにせよ、やや保守的な見通しになっている可能性が高い。

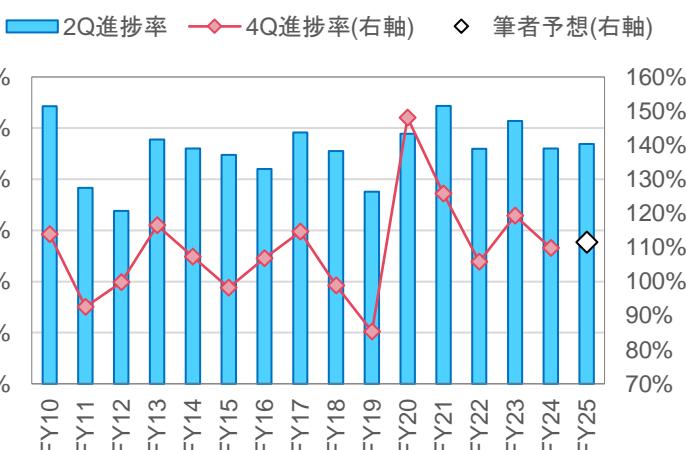
まず、期初予想対比での進捗率を確認すると(図表 27)、56%と 50%を上回っている。2Q 進捗率と 4Q 進捗率を比較すると(図表 28)、2Q 時点で 56%の進捗率であれば 4Q の進捗率は 110%程度となる見通しとなる。

加えて、今四半期の特徴として、1Q から 2Q にかけて進捗率が大きく進展した点が挙げられる。これは 2010 年度や 2020 年度等がそうであった様に景気後退懸念から保守的な見通しが示されたものの、それらが杞憂に終わり、期初予想を大幅に上回る実績を達成した年度に共通してみられる特徴である(図表 12)。今年度についても、4 月にトランプ大統領が厳しい関税率を発表したため、各社は保守的な予想を示したもの、その後に交渉が進展し、4 月の懸念は杞憂に終わる公算が高まっている。

ベストシナリオでは、期初予想対比 120%の増益達成の可能性もあり得るとみる。期初予想対比 120%で着地する場合、経常利益ベースでは前年比 14%増となることが見込まれる。

AI ブームの持続や日本経済のインフレ定着を鑑みると、電気機器、精密機器、情報・通信業、小売業、建設業、不動産業等を中心に上方修正余地が大きいだろう(関連する統計データとの相関及び定性判断による、図表 29~31)。

図表27：2Q進捗率と4Q進捗率(期初予想対比)



図表 28 : TOPIX500 採用企業の進捗率推移

	1Q進捗率	2Q進捗率	3Q進捗率	4Q進捗率
FY10	30%	64%	96%	114%
FY11	27%	48%	70%	93%
FY12	22%	44%	70%	100%
FY13	27%	58%	88%	116%
FY14	27%	56%	85%	107%
FY15	28%	55%	80%	98%
FY16	25%	52%	82%	107%
FY17	29%	59%	93%	115%
FY18	29%	56%	78%	99%
FY19	19%	48%	75%	85%
FY20	24%	59%	111%	148%
FY21	33%	64%	99%	126%
FY22	30%	56%	83%	106%
FY23	32%	61%	94%	119%
FY24	30%	57%	91%	110%
FY25	27%	56%		

出所 : QUICK

注 : ユニバースは TOPIX500 採用企業

出所 : QUICK

注 : ユニバースは TOPIX500 採用企業

◎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もかかわらず、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。



図表 29：業種別株価の EPS(前年比)と世界半導体出荷額(前年比)の相関係数

ランク	業種	相関係数
1	その他製品	0.650
2	繊維製品	0.642
3	化学	0.611
4	ガラス・土石製品	0.611
5	非鉄金属	0.589
6	電気機器	0.554
7	証券・商品先物取引業	0.512
8	パルプ・紙	0.493
9	TOPIX	0.477
10	サービス業	0.453
11	小売業	0.445
12	輸送用機器	0.405
13	海運業	0.392
14	情報・通信業	0.381
15	金属製品	0.342
16	保険業	0.326
17	倉庫・運輸関連業	0.322
18	機械	0.316
19	空運業	0.306
20	水産・農林業	0.226
21	ゴム製品	0.213
22	建設業	0.195
23	鉱業	0.153
24	その他金融業	0.142
25	卸売業	0.135
26	銀行業	0.117
27	鉄鋼	0.056
28	不動産業	0.040
29	石油・石炭製品	-0.138
30	陸運業	-0.150
31	食料品	-0.187
32	精密機器	-0.208
33	医薬品	-0.264
34	電気・ガス業	-0.572

注：直近5年間の月次データを用いて計算

出所：Bloomberg

図表 30：業種別株価の EPS(前年比)と実質賃金(前年比)の相関係数

ランク	業種	相関係数
1	非鉄金属	0.652
2	輸送用機器	0.591
3	情報・通信業	0.566
4	その他製品	0.550
5	電気機器	0.547
6	ガラス・土石製品	0.496
7	小売業	0.483
8	TOPIX	0.469
9	繊維製品	0.464
10	化学	0.440
11	金属製品	0.438
12	海運業	0.387
13	機械	0.339
14	ゴム製品	0.306
15	パルプ・紙	0.300
16	証券・商品先物取引業	0.276
17	倉庫・運輸関連業	0.256
18	鉱業	0.190
19	サービス業	0.162
20	卸売業	0.147
21	空運業	0.132
22	鉄鋼	0.036
23	保険業	0.022
24	精密機器	-0.002
25	水産・農林業	-0.014
26	医薬品	-0.129
27	銀行業	-0.139
28	その他金融業	-0.185
29	不動産業	-0.217
30	石油・石炭製品	-0.246
31	食料品	-0.266
32	陸運業	-0.299
33	建設業	-0.321
34	電気・ガス業	-0.378

注：直近5年間の月次データを用いて計算

出所：Bloomberg

図表 31：業種別株価の EPS(前年比)と消費者物価指数(前年比)の相関係数

ランク	業種	相関係数
1	建設業	0.664
2	食料品	0.349
3	その他金融業	0.318
4	銀行業	0.303
5	電気・ガス業	0.286
6	石油・石炭製品	0.282
7	保険業	0.278
8	陸運業	0.264
9	不動産業	0.224
10	水産・農林業	0.200
11	医薬品	0.143
12	サービス業	0.040
13	鉄鋼	0.080
14	空運業	0.086
15	精密機器	0.118
16	証券・商品先物取引業	0.133
17	倉庫・運輸関連業	0.165
18	鉱業	0.244
19	卸売業	0.267
20	パルプ・紙	0.450
21	化学	0.489
22	機械	0.515
23	繊維製品	0.539
24	ゴム製品	0.544
25	TOPIX	0.566
26	その他製品	0.570
27	海運業	0.591
28	金属製品	0.599
29	電気機器	0.633
30	ガラス・土石製品	0.636
31	情報・通信業	0.656
32	小売業	0.663
33	非鉄金属	0.723
34	輸送用機器	0.747

注：直近5年間の月次データを用いて計算

出所：Bloomberg

■トップダウンアプローチ

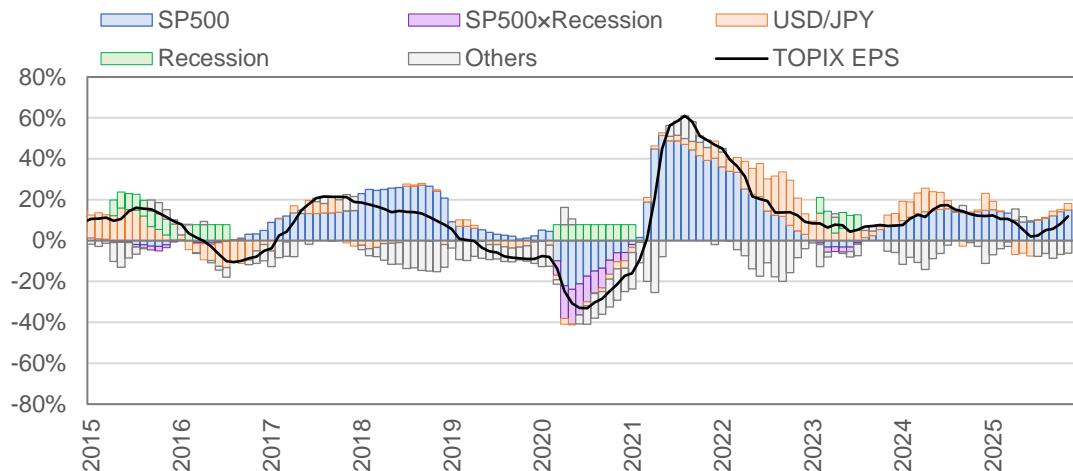
筆者は TOPIX の EPS を推計するために、SP500 の EPS とドル円を変数とするモデルを用いている(図表32、景気後退ダミー及び交差項を加えている点に留意)。なお、内需を代理する変数を加えても統計的有意性が確認できなかったことを付言しておく。指標に占めるウェイトが小さいため、TOPIX の EPS に対する説明力は高くなかったものと推察している。

同モデルの決定係数は、約 0.789 であり、一定の説明力を有する。SP500 の EPS 推計について詳細は割愛するが、WSTS の半導体市場の成長見通しに加え、個人消費の弊社予想成長率を考慮して決定した。2026 年末時点において、SP500 の 12 カ月先予想 EPS は約 15%程度成長する見通しである。ドル円については、2026 年末時点で 150 円と予想している。これらを用いて TOPIX の 2026 年末時点の 12 カ月先予想 EPS を推計すると、11%程度成長するとの推計が得られた。

◎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もあります。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。

図表32：TOPIX EPSの前年比要因分解



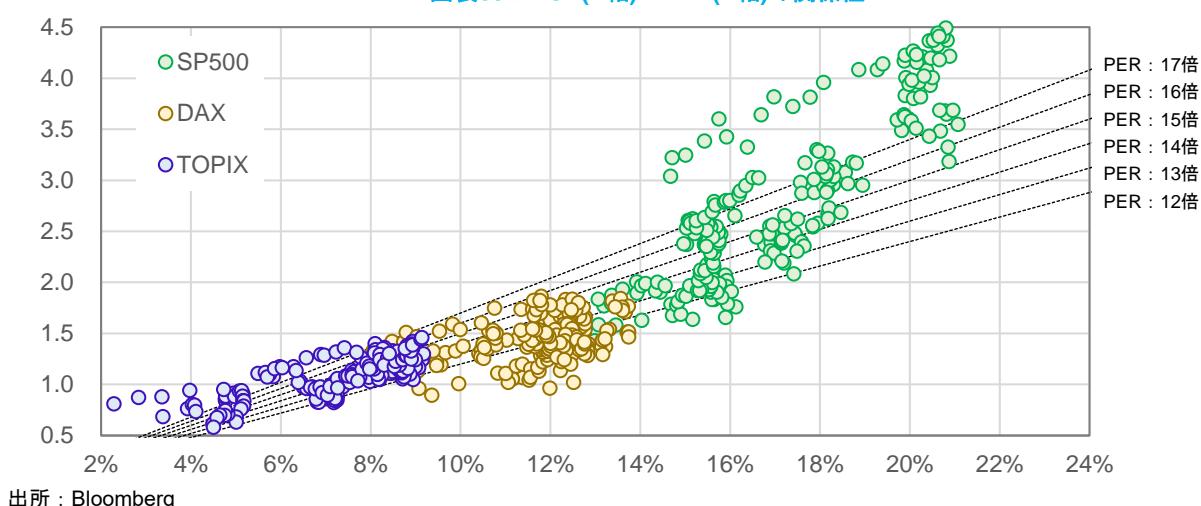
出所：Bloomberg

第三章 バリュエーション：TOPIX の ROE は 2026 年度中に 10%越えを展望

本章では妥当な PER 水準を PBR-ROE モデルより推察する。すなわち、 $PBR=PER \times ROE$ という関係性を用いて、TOPIX の ROE を推計することを通じて、妥当な PER 水準を検討する。TOPIX の ROE は、これまで 8%～9%台で推移してきたが、2026 年度中に 10%を超えるとみる。また、図表 33 が示すように、ROE が改善していくれば、欧米指数の様に高い PER が許容されるだろう。

(倍)

図表33：ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性



出所：Bloomberg

ROE = 売上高純利益率 × 財務レバレッジ × 総資産回転率と分解できるが、ROE 改善の原動力は売上高利益率にあるとみている。図表 34～37 に示した様に、過去、ROE の改善は売上高利益率の改善によってもたらされてきた。また、図表 38 は 24 年末以降の TOPIX の売上高利益率改善を業種別の寄与度でみたものである。日銀の利上げの恩恵を受けた金融業で改善が顕著で、米関税影響の影響を受けやすかったシクリカルや外需では改善が停滞している。そして前者について、日銀が政策金利を 1%まで上げることにより更に 0.5%pt 程度の改善が見込まれる。

◎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。

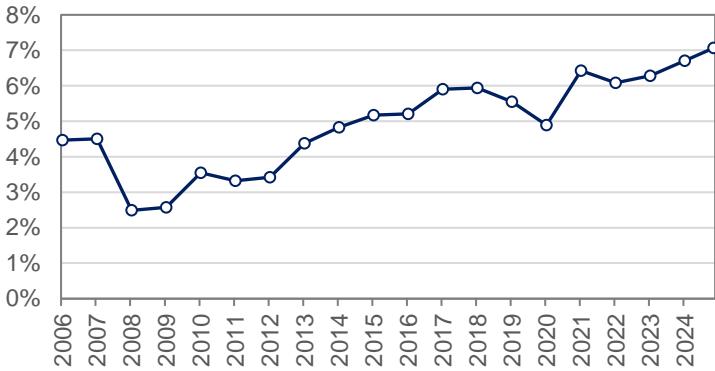


図表34：TOPIXのROE



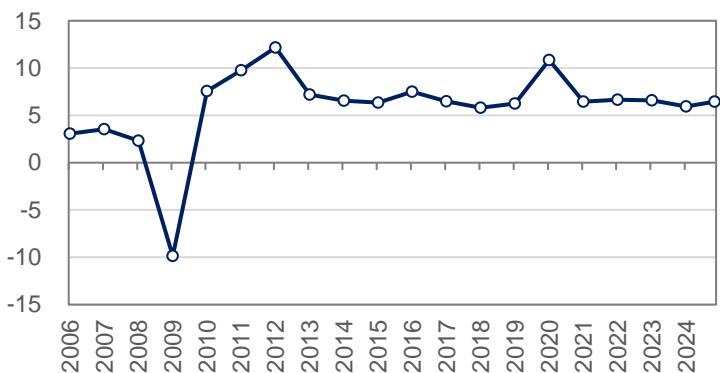
出所：Bloomberg

図表35：TOPIXの売上高純利益率



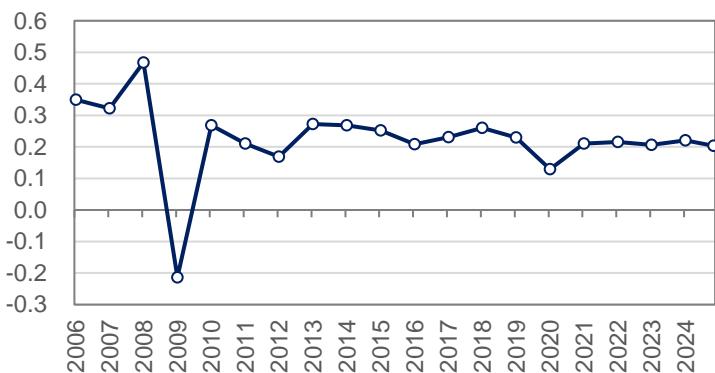
出所：Bloomberg

図表36：TOPIXの財務レバレッジ



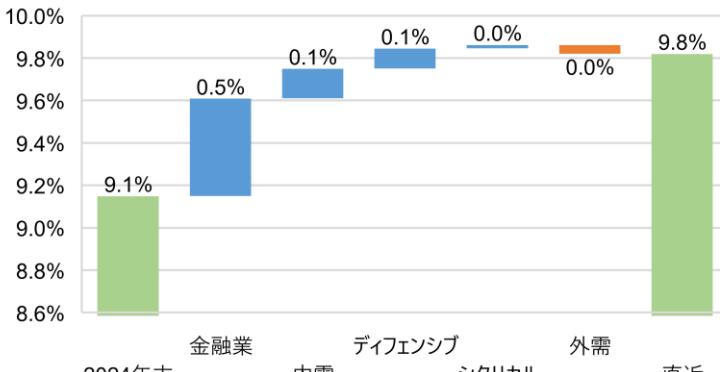
出所：Bloomberg

図表37：TOPIXの総資産回転率



出所：Bloomberg

図表38：TOPIXの売上高利益率変化の業種別寄与度



出所：Bloomberg

後者についても、グローバル景気回復に伴う外需企業の業況回復や米関税政策に伴うコストの価格転嫁進展により 0.5%pt 程度の改善が見込まれる。実際、TOPIX500 採用企業の売上高経常利益率の推移を考察すると、25 年 7-9 月期は前年対比で 1.6%pt(除く SBG)改善している(図表 39)。25 年 4-6 月期は同一 1.3%pt であったため、今後は 7-9 月期と同程度の改善が続くとすると、年度合計では前年対比 1%pt 程度の利益率改善が見込まれる。この内、金融業による部分が 0.5%pt 程度と推察されるため、差分の 0.5%pt 程度が、グローバル景気回復に伴う外需企業の業況回復や米関税政策に伴うコストの価格転嫁進展により 0.5%pt 程度の改善が見込まれる。

◎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ともあります。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。



バル景気回復等に伴う外需やシクリカルの寄与度と推察できる。以上から、TOPIX の ROE は 26 年度中に 10%に達しよう。

TOPIX の ROE が 10%台に達した際には、PER は従来のレンジであった 12 倍～16 倍から 14 倍～18 倍に上方シフトしよう(図表 40)。仮に 26 年度中に 18 倍まで拡張する場合、日経平均株価が 6 万円に到達する可能性もある。以上の議論からも分かるように、今後の日本株については、利益成長だけでなく、資本効率性の改善に伴うバリュエーション拡張も見込まれるため、底堅く推移する公算が大きく、しかも短期的には割高に見える水準で推移する公算が大きい。

図表 39 : TOPIX500 採用企業の売上高経常利益率

	2023/06	2023/09	2023/12	2024/03	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	前年差 (2023/09- 2024/09)	
TOPIX	10.2%	9.0%	9.8%	7.3%	10.9%	9.7%	10.5%	6.9%	9.8%	12.1%	2.4%pt	
除くSBG	10.4%	9.4%	9.2%	7.5%	10.8%	9.1%	10.7%	6.8%	9.6%	10.7%	1.6%pt	
製造業	9.4%	9.1%	8.7%	7.7%	10.1%	7.0%	9.9%	6.4%	7.7%	9.1%	2.1%pt	
非製造業	11.1%	8.8%	11.0%	6.8%	11.7%	12.6%	11.2%	7.5%	12.1%	15.3%	2.7%pt	
除くSBG	11.5%	9.8%	9.8%	7.2%	11.6%	11.5%	11.6%	7.2%	11.5%	12.4%	1.0%pt	
外需	8.1%	8.7%	10.0%	8.6%	9.2%	9.0%	10.5%	9.3%	9.2%	12.3%	3.4%pt	
電気機器											0.7%pt	
輸送用機器	11.3%	10.5%	9.6%	9.3%	10.9%	5.5%	12.8%	5.3%	6.7%	6.2%	2.0%pt	
機械	11.0%	7.9%	9.6%	10.4%	11.1%	9.0%	10.4%	8.9%	9.9%	11.0%	0.5%pt	
精密機器	12.3%	10.8%	14.0%	12.7%	13.4%	13.5%	15.1%	12.5%	13.3%	14.0%	2.3%pt	
シクリカル	8.7%	9.0%	8.0%	5.1%	11.1%	8.0%	10.7%	8.0%	9.6%	10.3%	-0.2%pt	
化学											-0.7%pt	
卸売業	7.5%	6.2%	6.7%	6.0%	7.6%	6.4%	7.1%	5.5%	6.8%	6.2%	2.3%pt	
鉄鋼	9.5%	7.9%	7.9%	6.0%	8.3%	5.0%	8.0%	0.6%	-2.3%	4.4%	-1.3%pt	
非鉄金属	3.3%	4.6%	6.6%	5.5%	6.3%	6.1%	5.7%	5.8%	5.9%	8.3%	4.9%pt	
ガラス・土石製品	8.4%	8.9%	8.3%	5.9%	2.1%	7.6%	10.9%	7.0%	8.4%	11.3%	7.1%pt	
繊維製品	4.3%	2.0%	4.2%	-3.4%	6.1%	-0.9%	4.9%	-2.5%	5.7%	-2.2%	-1.0%pt	
石油・石炭製品	2.8%	6.9%	3.3%	2.0%	5.3%	-1.1%	4.5%	-1.7%	0.6%	3.9%	-16.7%pt	
ゴム製品	10.1%	10.6%	9.1%	11.9%	13.5%	3.9%	6.7%	6.9%	8.2%	11.1%	-0.1%pt	
海運業	19.5%	13.5%	7.6%	12.6%	22.8%	29.9%	27.7%	9.0%	10.5%	13.1%	NA	
パulp・紙	6.7%	5.3%	4.7%	3.8%	5.5%	3.2%	5.2%	1.3%	1.0%	3.1%	NA	
鉱業	NA											
内需	5.8%	6.1%	6.7%	5.9%	6.6%	5.9%	8.0%	5.9%	6.5%	6.3%	0.4%pt	
小売業											16.6%pt	
情報・通信業	13.7%	6.4%	22.8%	7.5%	16.4%	23.3%	11.7%	11.9%	18.8%	39.9%	NA	
陸運業	11.5%	11.8%	13.9%	5.9%	13.5%	11.4%	14.6%	9.0%	13.3%	12.5%	1.1%pt	
建設業	5.4%	5.7%	4.8%	6.7%	6.4%	5.7%	7.6%	8.2%	7.0%	8.2%	2.5%pt	
その他製品	19.8%	13.8%	12.8%	13.7%	14.9%	9.6%	16.9%	9.4%	11.8%	13.6%	4.0%pt	
サービス業	7.1%	6.9%	6.8%	4.7%	8.7%	8.2%	9.3%	5.6%	7.9%	10.8%	2.6%pt	
金属製品	5.2%	5.5%	6.2%	5.3%	5.7%	4.8%	7.7%	5.4%	4.6%	5.2%	0.3%pt	
空運業	8.9%	14.4%	11.8%	1.7%	6.2%	12.3%	11.9%	4.0%	7.5%	10.5%	-1.8%pt	
倉庫・運輸関連業	18.0%	15.1%	16.6%	11.2%	15.1%	14.1%	10.9%	12.2%	16.9%	13.7%	-0.4%pt	
不動産業	14.1%	11.9%	11.7%	11.5%	14.6%	10.2%	13.8%	12.0%	15.1%	10.2%	0.0%pt	
金融業	銀行業	19.5%	15.9%	17.4%	8.5%	20.0%	23.2%	20.1%	8.0%	20.9%	26.5%	3.3%pt
保険業		5.7%	3.9%	9.6%	5.5%	9.7%	15.8%	9.2%	5.5%	12.0%	11.8%	-4.0%pt
証券・商品先物取引業		8.6%	7.9%	8.9%	10.2%	10.3%	12.2%	16.3%	13.6%	15.4%	15.6%	3.4%pt
その他金融業	13.6%	13.3%	15.6%	15.3%	15.2%	15.8%	15.5%	11.4%	17.6%	18.1%	2.3%pt	
ディフェンシブ	医薬品	16.6%	9.4%	9.9%	0.3%	18.3%	15.8%	10.7%	9.4%	19.8%	19.1%	NA
食料品	10.6%	11.9%	7.5%	9.0%	11.3%	10.0%	-1.5%	7.6%	8.7%	12.1%	2.1%pt	
水産・農林業	4.6%	3.7%	4.0%	1.1%	4.5%	2.7%	4.7%	1.8%	4.0%	4.0%	1.3%pt	
電気・ガス業	19.2%	13.9%	6.9%	4.0%	11.7%	8.0%	7.7%	4.2%	12.2%	11.3%	3.3%pt	

出所 : QUICK

注 1 : 上位 25% を赤字、下位 25% を青字で示した

注 2 : SBG はソフトバンクグループの略

◎注意事項

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

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もかかわらず、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。

図表40：TOPIXとPER



出所:Bloomberg

図表41：TOPIXのROEと妥当なPBR/PER水準及び日経平均株価

ROE	妥当PBR	妥当PER	■日経平均株価 バリュエーション										
			NT倍率：14.9倍		PBR1倍	予想PER(TOPIX)							
			10.0%	227.9	10.5倍	14.5倍	15.0倍	15.5倍	16.0倍	現状	16.5倍	17.0倍	17.5倍
8.0%	1.03	12.9	7.0%	221.7	34,900	48,000	49,600	51,300	52,900	54,000	54,600	56,200	57,900
8.2%	1.10	13.4	5.0%	217.5	34,200	47,100	48,700	50,300	51,900	53,000	53,600	55,200	56,800
8.4%	1.17	13.9	3.0%	213.4	33,600	46,200	47,800	49,300	50,900	52,000	52,500	54,100	55,700
8.6%	1.24	14.4	1.0%	209.2	32,900	45,300	46,800	48,400	50,000	51,000	51,500	53,100	54,600
8.8%	1.31	14.9	現状	207.2	32,600	44,800	46,400	47,900	49,500	50,500	51,000	52,500	54,100
9.0%	1.38	15.3	-1.0%	205.1	32,300	44,400	45,900	47,400	49,000	49,900	50,500	52,000	53,600
9.2%	1.44	15.7	-3.0%	200.9	31,600	43,500	45,000	46,500	48,000	48,900	49,500	51,000	52,500
9.4%	1.51	16.1	-5.0%	196.8	31,000	42,600	44,000	45,500	47,000	47,900	48,500	49,900	51,400
9.6%	1.58	16.5	-7.0%	192.7	30,300	41,700	43,100	44,600	46,000	46,900	47,400	48,900	50,300
9.8%	1.65	16.8											
10.0%	1.72	17.2											
10.2%	1.79	17.5											
10.4%	1.86	17.8											
10.6%	1.92	18.2											
10.8%	1.99	18.5											
11.0%	2.06	18.7											

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。

第四章 日本株見通し：日本株のROEは2026年度中に10%越えを展望

2025年末の日経平均株価のターゲットレンジは、47,000円～55,000(目標株価は50,000円)、2026年末の日経平均株価のターゲットレンジは、50,000～58,500(目標株価は55,000円)と予想する(図表42)。先述した様に企業利益には一段の上方修正余地があり、コンセンサス予想は緩やかな改善を続けると想定している。また、PER水準については、ROE改善と共に拡張していくことを見込んでいる。なお、予想にあたっては、TOPIXを予想した後に、妥当なNT倍率を15～15.5倍として日経平均株価に換算している。

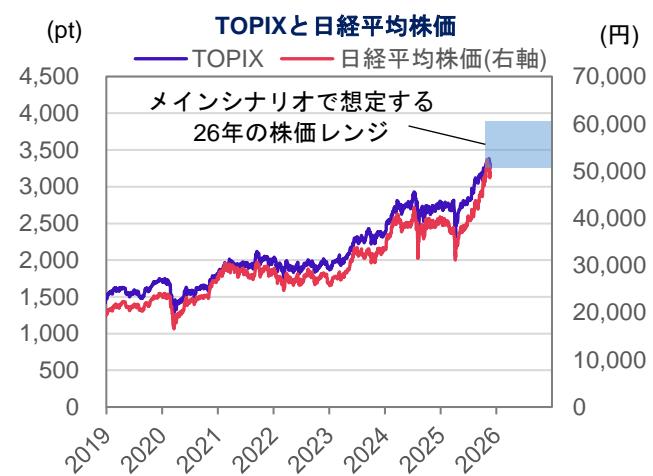
牽引役としては、①AIブームの持続、②日銀の利上げ、③日本経済のインフレ定着等から恩恵を受けやすい電気機器、精密機器、情報・通信業、非鉄金属、その他製品、建設業、銀行業等を想定している。

図表42：TOPIX及び日経平均株価の中長期株価見通し

		25年末	26年末
メイン	TOPIX	3,328	3,561
	想定レンジ	3,120～3,536	3,338～3,784
日経平均株価		49,920	53,414
	想定レンジ	46,800～54,808	50,076～58,645

		25年末	26年末
楽観	TOPIX	3,536	3,784
	想定レンジ	3,328～3,744	3,561～4,006
日経平均株価		53,040	56,753
	想定レンジ	51,584～61,776	55,195～66,100

		25年末	26年末
悲観	TOPIX	2,912	3,116
	想定レンジ	2,704～3,120	2,893～3,338
日経平均株価		42,224	45,180
	想定レンジ	37,856～46,800	40,506～50,076



出所:Bloomberg、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。



第五章 物色：年末にかけて割高感が和らぐ。日経平均株価は50,000円が妥当値

■定性判断に基づく有望業種

本節では、主に日米の政策から恩恵を受ける業種について整理した(図表43)。米中のデカップリングやサプライチェーンの再構築、経済安全保障上の懸念等、老朽化インフラの更新、エネルギー需要の高まり等が背景にあろう。特に両者の政策恩恵を受けるテーマとして、①半導体(製造装置・材料)、AI・データセンター(通信・電力)、防衛(ミサイル・電子戦・艦船)、重要素材(高純度材料・レアアース)等が挙げられる。

図表43：日米政策恩恵業種

日本政策領域	恩恵業種	該当する日本17分野
半導体国産化 (TSMC熊本・Rapidus支援)	半導体製造、装置、材料	半導体・先端デジタル、先端素材
国内AI基盤育成 (生成AI・GPUクラスタ)	GPU、クラウド、AI Sler	AI、5G/B5G
量子技術開発	量子デバイス、量子暗号	量子技術
B5G/光通信(IOWN)	通信装置、光部品	5G・Beyond5G / 光通信
宇宙(H3、偵察衛星)	ロケット、衛星、部品	宇宙産業
サイバーフィル	SOC、脅威検知	サイバーセキュリティ
海洋・海底ケーブル保全	海洋調査、造船	海洋・海底資源
創薬力強化・医療DX	創薬、医療AI	バイオ・創薬、医療DX
水素・アンモニア推進	水素プラント、輸送	水素・アンモニア
電力網再構築・原子力	重電、送電、原発	電力システム改革、GX
再エネ・蓄電池	バッテリー、素材	GX(蓄電池・再エネ)
国土強靭化	建設、セメント、重機	国土強靭化・防災
防衛装備・ミサイル	防衛産業	防衛
物流DX (自動運転・倉庫自動化)	自動運転、ロボ、倉庫	物流DX
農業DX	農機、アグリテック	農業DX・食料安保
先端素材	パワエレ・材料	先端素材

米国政策	恩恵業種
OBBA (対米投資で税優遇)	自動車・電池・対米製造
スタートゲート (超巨大AI計算基盤)	半導体設備、AIサーバ、部材
対中関税 (日本製の相対優位)	工作機械、半導体部材、ロボ
CHIPS Act	半導体工場・装置・材料
IRA(脱炭素)	水素・再エネ・蓄電池
NDA(国防権限法)	防衛・宇宙

注:赤字は日米両国の政策恩恵を受けるとみられる業種

出所:各種報道、りそなホールディングス

■バリュエーションに基づく有望業種

今後の物色を株価上昇余地とバリュエーションの観点から整理する(図表44)。EPSと株価の前年比を比べると、多くの業種でEPSの前年比が株価の前年比を上回る。従って、今年度のEPS改善だけでは株価の上昇を説明できない。そこで、来年度以降のEPS成長率を加味して、株価上昇余地を試算した(上段の最右列)。こうした観点から、内需、金融業、一部外需(ハイテク株)に注目している。内需や金融業は底堅いEPS改善基調が続く中、ハイテク企業を中心に外需株が大きく買われる相場の中で、相対的に出遅れている銘柄が多い。一部外需(ハイテク株)については、短期的には利益確定売り優勢となる場面もあるようだが、依然として

◎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。

AI ブームに鈍化の兆しが見えないため、中長期での投資妙味があると考えている。短期で調整した場合にエントリーを検討したい。

また、ROE-DOE が大きい業種にも注目している(下段最右列)。ROE は純利益÷株主資本、DOE は配当÷株主資本で計算される為、両者の差が大きい程、利益の一部分しか配当していないこととなり、配当余力が大きいとみなせる。具体的には、外需、内需、金融業で、配当余力の大きい業種が散見される。業績が急激に改善した為、株主還元が追い付いていない企業が多いとみられ、注目している。

図表 44 : 東証 33 業種別のファンダメンタルズ&バリュエーション

■ファンダメンタルズ		株価変化率		EPS成長率		EPS変化率-株価変化率		24カ月先予想EPS/12カ月先予想EPS	24カ月先の成長を加味した上昇余地
		前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比		
TOPIX		1.4%	24.4%	2.8%	11.2%	1.4%	-13.2%	9.2%	-4.0%
外需	電気機器	-2.7%	33.9%	0.1%	7.5%	2.7%	-26.4%	14.2%	-12.2%
	輸送用機器	0.5%	20.9%	5.3%	-14.2%	4.8%	-35.1%	13.2%	-21.9%
	機械	-4.1%	33.1%	0.5%	3.1%	4.6%	-29.9%	11.8%	-18.2%
	精密機器	-1.2%	6.0%	1.1%	1.7%	2.4%	-4.3%	11.5%	7.2%
シクリカル	化学	1.7%	4.7%	-2.3%	2.4%	-4.0%	-2.3%	12.0%	9.7%
	鉄鋼	4.6%	35.7%	0.5%	4.7%	-4.1%	-31.0%	4.7%	-26.3%
	非鉄金属	-2.9%	101.9%	11.3%	43.8%	14.2%	-58.1%	13.7%	-44.4%
	ガラス・土石製品	8.5%	26.1%	2.4%	8.7%	-6.1%	-17.4%	13.1%	-4.3%
	繊維製品	6.9%	12.2%	1.3%	-1.1%	-5.6%	-13.3%	14.9%	1.6%
	石油・石炭製品	7.1%	22.4%	5.1%	-2.8%	-2.0%	-25.2%	16.6%	-8.6%
	ゴム製品	8.5%	42.2%	3.2%	10.0%	-5.3%	-32.2%	11.1%	-21.1%
	海運業	-5.1%	-3.1%	-4.9%	-26.1%	0.2%	-22.9%	-5.0%	-27.9%
	パルプ・紙	7.8%	23.7%	0.1%	-4.7%	-7.7%	-28.5%	12.5%	-16.0%
	鉱業	16.3%	63.1%	1.3%	9.0%	-15.0%	-54.1%	2.3%	-51.8%
内需	小売業	6.0%	21.4%	0.8%	3.3%	-5.1%	-18.1%	7.0%	-11.1%
	情報・通信業	-11.4%	26.9%	2.7%	14.7%	14.1%	-12.2%	1.9%	-10.3%
	陸運業	4.6%	19.1%	-0.2%	10.4%	-4.8%	-8.7%	3.4%	-5.3%
	建設業	11.8%	48.2%	3.0%	19.8%	-8.8%	-28.4%	11.7%	-16.7%
	その他製品	1.7%	36.9%	2.9%	24.2%	1.2%	-12.8%	18.1%	5.4%
	サービス業	2.6%	-7.1%	39.0%	49.3%	36.4%	56.3%	6.3%	62.6%
	金属製品	-1.7%	13.8%	-0.4%	7.6%	1.3%	-6.3%	26.4%	20.2%
	空運業	3.3%	7.0%	1.4%	21.9%	-1.9%	14.8%	-1.9%	12.9%
	倉庫・運輸関連業	4.6%	37.4%	-0.9%	9.1%	-5.5%	-28.4%	-1.8%	-30.2%
	不動産業	11.9%	40.8%	0.7%	11.4%	-11.2%	-29.3%	7.1%	-22.2%
金融業	銀行業	7.4%	33.1%	4.2%	-37.0%	-3.2%	3.8%	11.5%	15.4%
	保険業	2.3%	5.6%	1.1%	10.3%	-1.1%	4.7%	2.0%	6.7%
	証券・商品先物取引業	4.1%	29.9%	3.7%	108.4%	-0.4%	78.5%	-20.8%	57.7%
	その他金融業	8.0%	16.0%	0.3%	10.9%	-7.8%	-5.1%	7.4%	2.3%
ディフェンシブ	医薬品	10.5%	3.6%	-0.3%	23.9%	-10.9%	20.3%	1.2%	21.5%
	食料品	4.3%	11.6%	2.4%	6.6%	-1.9%	-5.0%	6.2%	1.2%
	水産・農林業	10.3%	25.4%	4.1%	0.1%	-6.2%	-25.3%	4.4%	-20.8%
	電気・ガス業	11.7%	35.7%	-6.8%	-5.7%	-18.5%	-41.4%	7.2%	-34.1%
■バリュエーション		PER	PBR	ROE	DOE	配当利回り	益回り	配当性向	ROE - DOE
		16.5	1.55	9.4%	3.7%	2.4%	6.1%	39.2%	5.7%pt
外需	電気機器	24.1	2.55	10.6%	3.6%	1.4%	4.2%	34.1%	7.0%pt
	輸送用機器	13.4	0.87	6.5%	3.1%	3.6%	7.5%	48.2%	3.4%pt
	機械	21.1	2.07	9.8%	3.8%	1.9%	4.7%	39.1%	6.0%pt
	精密機器	25.6	3.16	12.3%	5.0%	1.6%	3.9%	40.5%	7.3%pt
シクリカル	化学	15.6	1.34	8.6%	3.6%	2.7%	6.4%	41.3%	5.1%pt
	鉄鋼	14.8	1.58	10.7%	4.4%	2.8%	6.8%	41.3%	6.3%pt
	非鉄金属	10.6	0.60	5.7%	2.4%	3.9%	9.5%	41.5%	3.3%pt
	ガラス・土石製品	14.2	1.09	7.7%	2.9%	2.7%	7.0%	37.8%	4.8%pt
	繊維製品	17.6	1.01	5.7%	2.4%	2.4%	5.7%	42.4%	3.3%pt
	石油・石炭製品	12.1	0.85	7.0%	2.8%	3.3%	8.3%	39.8%	4.2%pt
	ゴム製品	12.1	1.15	9.5%	4.3%	3.8%	8.3%	45.6%	5.2%pt
	海運業	10.1	0.64	6.3%	3.1%	4.9%	9.9%	49.1%	3.2%pt
	パルプ・紙	11.8	0.54	4.6%	1.9%	3.5%	8.5%	41.9%	2.7%pt
	鉱業	11.3	0.75	6.6%	2.5%	3.3%	8.8%	37.8%	4.1%pt
内需	小売業	26.8	2.54	9.5%	3.6%	1.4%	3.7%	38.2%	5.8%pt
	情報・通信業	21.0	2.45	11.6%	4.7%	1.9%	4.8%	40.2%	7.0%pt
	陸運業	13.4	1.09	8.1%	2.3%	2.1%	7.5%	28.4%	5.8%pt
	建設業	14.6	1.52	10.4%	4.4%	2.9%	6.8%	42.1%	6.0%pt
	その他製品	27.2	3.07	11.3%	5.2%	1.7%	3.7%	45.8%	6.1%pt
	サービス業	16.5	2.27	13.8%	3.4%	1.5%	6.1%	24.5%	10.4%pt
	金属製品	17.5	1.07	6.1%	3.4%	3.2%	5.7%	56.0%	2.7%pt
	空運業	9.4	1.07	11.4%	3.2%	3.0%	10.7%	27.9%	8.2%pt
	倉庫・運輸関連業	17.8	1.31	7.3%	3.9%	3.0%	5.6%	53.3%	3.4%pt
	不動産業	15.4	1.48	9.6%	3.4%	2.3%	6.5%	35.6%	6.2%pt
金融業	銀行業	12.2	1.11	9.0%	3.5%	3.2%	8.2%	38.5%	5.6%pt
	保険業	10.7	1.39	13.0%	5.6%	4.0%	9.4%	43.1%	7.4%pt
	証券・商品先物取引業	8.3	1.02	12.3%	4.1%	4.0%	12.1%	33.3%	8.2%pt
	その他金融業	12.5	0.99	8.0%	3.5%	3.5%	8.0%	44.0%	4.5%pt
ディフェンシブ	医薬品	14.9	1.79	12.1%	5.0%	2.8%	6.7%	41.5%	7.0%pt
	食料品	18.2	1.74	9.5%	4.9%	2.8%	5.5%	51.4%	4.6%pt
	水産・農林業	13.1	1.19	9.1%	3.0%	2.5%	7.6%	33.1%	6.1%pt
	電気・ガス業	10.3	0.76	7.4%	1.8%	2.3%	9.7%	23.8%	5.6%pt

出所:Bloomberg

注:上位 25%を赤字、下位 25%を青字にした

◎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ともあります。また、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。



第六章 リスク要因：AI ブーム終焉が最大のリスク

2026 年のリスク要因を図表 45 で整理した。今後、リスクという意味でもっとも意識しなければならないのは、資産価格(=米国株)の暴落を伴うイベントであると考えている。この意味で、危惧すべきは AI ブームの腰折れは、株価調整⇒富裕層の資産効果剥落⇒米消費の落ち込み⇒米経済のリセッション入りという悲観シナリオへの突入可能性があるため、特に留意したい。

トランプ大統領に融和的な FRB 議長が就任し、中立金利を大幅に下回る水準まで利下げが行われる場合は、ハイテク企業を中心に力強く上昇し、PER は想定するレンジの上限近辺まで上昇する可能性がある。

日銀の利上げペース鈍化については、特にグローバル景気は堅調な中、日本の大企業と中小企業で格差が広がり日本全体としては景気が軟調なために、日銀が利上げを躊躇う場合、日本株高を誘発する可能性があり、更には円安の進行が見込まれる。海外投資家の日本株買いと為替の関係を整理すると、①ドル売り円買いで資金調達し日本株を購入(円高)⇒②為替影響を相殺するために同額の円売りを行う(円安)⇒③日本株高となった場合は、上昇分を追加ヘッジ(円安)となる。つまり②までであれば為替にニュートラルであるが、③まで到達すると、ネットで円売り超過となり円安が加速する。

日中対立の激化について、深刻な影響を受ける企業は、時価総額を鑑みると指数への影響は限定的だが、投資家マインドの悪化を通じて株式市場が調整するリスクに注意を払いたい。もっとも、対中リスクの相対的に低い企業も市況悪化で下落した場合は押し目買いの好機であろう。

日本の政情不安台頭は、高市総理の経済成長を重視する姿勢を好感して日本株を買い越している海外投資家が売り越し基調に転じるリスクがあり、留意したい。PER は想定するレンジの下限近辺まで低下する可能性がある。

図表 45：東証 33 業種別のファンダメンタルズ&バリュエーション

リスク	米国株	日本株	米金利	円金利	ドル円
AIブームの腰折れ	↓	↓	↓	↓	↓
トランプ大統領に融和的なFRB議長の誕生と大幅な利下げ	↑	↑	↗	↗	↑
日銀の利上げペース鈍化	↗	↑	↗	↓	↑
日中対立の激化	↗	↓	↗	↗	↓
日本の政情不安台頭	↗	↓	↗	↓	↗

出所：りそなホールディングス

◎注意事項

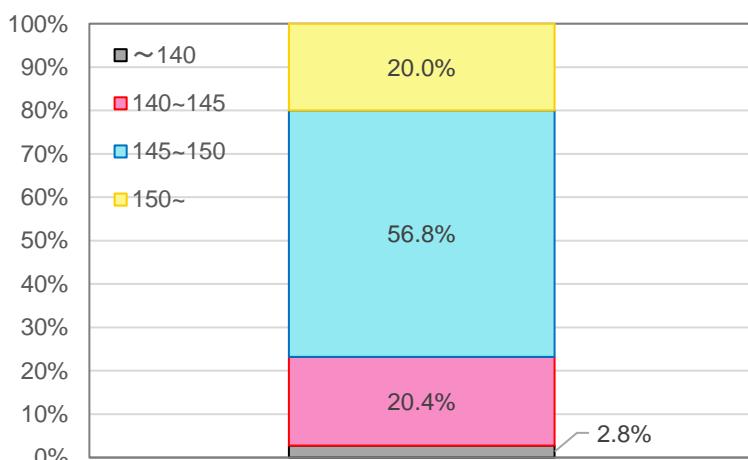
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

第七章 補足：2026年の為替前提は150円

本章では企業の為替前提について整理する。TOPIX採用企業のドル円全体は、7割以上が140円～150円を想定しており、平均値は145.46円であった(図表46)。また、TOPIX採用企業は、ドル円が1円円安進行すると0.8%程度経常利益が上振れる(図表47)。弊社では、ドル円見通しについて日米の2年先1ヵ月金利差と10年期待インフレ率差をもとに推計している。これらから推計される理論値は約147円と現在150円を小幅に下回る水準だが、米国の景気不安の払しょくに伴い市場の織り込む米FRBの利下げパスがタカ派的な水準に修正されること、現状1.25%程度となっている市場の日銀利上げ織り込みが次第に1%程度に下方修正されることの2点を通じて日米金利差が拡大し、来年にかけて理論値は150円程度まで緩やかに円安が進行する公算が大きい。従って日本企業の経常利益が3%～4%程度上振れる公算である。ただし、短期的には高市政権による財政拡張的な政策に対する市場の期待感が高く、理論値よりもやや高い水準である150円台前半を中心に推移する可能性が高いと考えており、為替差益については上振れる可能性もある。

(社数)

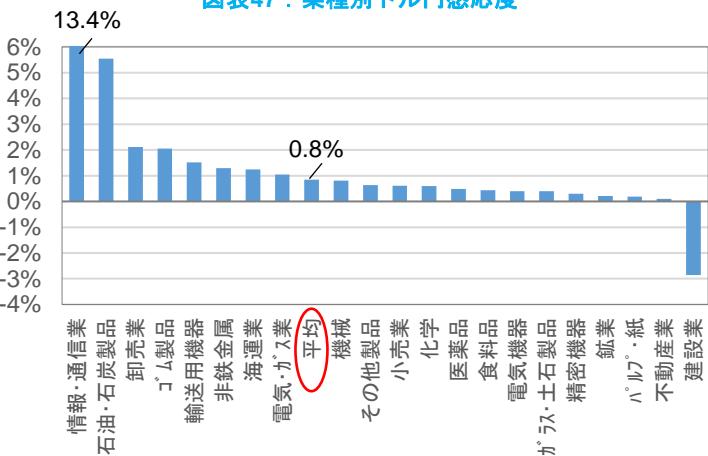
図表46：日本企業の為替前提



出所：QUICK

注：ユニバースはTOPIX採用企業

図表47：業種別ドル円感応度



出所：QUICK

注1：ドル円が1円円安になった時の増益率を試算

注2：開示のない業種は掲載していない

注3：ユニバースはTOPIX採用企業

◎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。



■バックナンバー(直近発行レポート 30 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
257	2025/8/28	半導体, 日本株, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 2Q 日本株需給(8月 18 日～8月 22 日)
258	2025/8/28	日本株	4-6 月期決算と年末までの見通し
259	2025/8/28	日本株	25 年 8 月ユーロ圏物価動向
260	2025/9/3	日本株	8 月 ISM 製造業景況指数と米国株見通し
261	2025/9/3	米国株, 米国経済	日本株需給(8月 25 日～8月 29 日)
262	2025/9/5	日本株	8 月雇用統計
263	2025/9/8	米国経済	自民党総裁選と日本株見通し
264	2025/9/10	日本株	日本株需給(9月 1 日～9月 5 日)
265	2025/9/12	日本株	8 月米 CPI
266	2025/9/12	米国経済	9 月半導体市場及びハイテク株動向
267	2025/9/12	半導体, 日本株, 米国株	ECB<欧州中央銀行>理事会
268	2025/9/12	欧州経済	9 月 FOMC とマーケットへの影響
269	2025/9/18	米経済, 米金利, 米国株	25 年 9 月豪州概況
270	2025/9/18	豪州経済	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
271	2025/9/19	日本株	日本株需給(9月 8 日～9月 12 日)
272	2025/9/22	日本株	日本株需給(9月 16 日～9月 19 日)
273	2025/9/29	日本株	25 年 8・9 月 WTI 原油先物価格
274	2025/9/30	コモディティ	日本株 9 月レビューと 10 月見通し
275	2025/10/1	日本株	25 年 9 月ユーロ圏物価動向
276	2025/10/2	欧州経済	9 月 ISM 製造業景況指数と米国株見通し
277	2025/10/2	米国株, 米国経済	日本株需給(9月 22 日～9月 26 日)
278	2025/10/3	日本株	高市氏勝利とマーケットへの影響
279	2025/10/6	日本株, ドル円	10 月半導体市場及びハイテク株動向
280	2025/10/10	半導体, 日本株, 米国株	日本株需給(9月 29 日～10月 3 日)
281	2025/10/10	日本株	25 年 10 月豪州概況
282	2025/10/16	豪州経済	日本株需給(10月 6 日～10月 10 日)
283	2025/10/20	日本株	日本株需給(10月 14 日～10月 17 日)
284	2025/10/24	日本株	10 月 FOMC とマーケット環境の整理
285	2025/10/30	米国経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
286	2025/10/31	欧州経済	日本株需給(10月 20 日～10月 24 日)
287	2025/10/31	日本株	25 年第 3 四半期ユーロ圏 GDP 統計
288	2025/10/31	欧州経済	25 年 10 月ユーロ圏物価動向
289	2025/11/4	欧州経済	日本株 10 月レビューと 11 月見通し
290	2025/11/4	日本株	11 月 ISM 製造業景況指数と米国株見通し
291	2025/11/5	米国株, 米国経済	日本株需給(10月 27 日～10月 31 日)
292	2025/11/11	日本株	日本株需給(11月 4 日～11月 7 日)
293	2025/11/14	日本株	11 月半導体市場及びハイテク株動向
294	2025/11/14	半導体, 日本株, 米国株	11 月豪州概況
295	2025/11/14	豪州経済	エヌビディアの決算 FY2026 3Q
296	2025/11/20	半導体, 日本株, 米国株	9 月米雇用統計
297	2025/11/21	米国経済	日本株需給(11月 10 日～11月 14 日)
298	2025/11/21	日本株	25 年第 3 四半期ユーロ圏賃金動向
299	2025/11/25	欧州経済	米国消費関連指標とマーケット見通し
300	2025/11/26	米国経済	25 年 10・11 月 WTI 原油先物価格
301	2025/11/28	コモディティ	7-9 月期決算集計と日本株ストラテジー
302	2025/11/28	日本株	日本株需給(11月 17 日～11月 21 日)
303	2025/12/1	日本株	日本株 11 月レビューと 12 月見通し
304	2025/12/1	日本株	25 年 11 月ユーロ圏物価動向
305	2025/12/3	欧州経済	日本株需給(11月 25 日～11月 28 日)と Weekly データ集
306	2025/12/5	日本株	

◎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。