

2025年12月19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：円金利の上昇が日本株に与える影響

## 要約

- 日銀の利上げを織り込み、円10年金利は心理的節目の2%近辺まで上昇
- 金利上昇が株価に与えるネガティブ影響を懸念する声もあるが、利上げの背景を考慮すると、そうした懸念は杞憂か
- ROE改善によるサステナブル成長率改善効果が1%pt、エクイティ・リスクプレミアム低減効果が0.5%pt、合わせて1.5%pt程度の円10年金利上昇耐性がTOPIXには備わっているとみられる

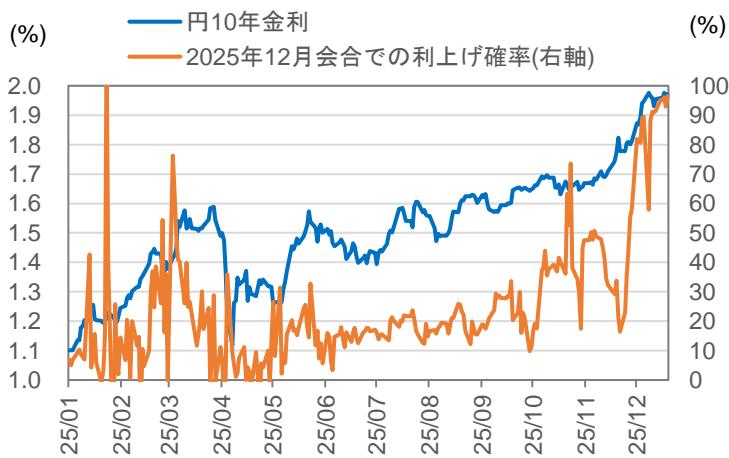
## 第一章 概要：円金利の上昇は日本株にネガティブなのか

2026年12月19日、日本銀行は政策金利を0.5%から0.75%まで引き上げた。市場では、11月下旬以降、本会合での利上げを徐々に織り込み、株式のバリュエーション判断に用いられる円10年金利も緩やかに上昇してきていた。本会合での利上げを受け、心理的節目の2%を超える可能性も高まってきた。

日銀の利上げは、緩やかな物価上昇を支える賃上げが2026年以降も継続する公算が大きいことや、企業業績の底堅さを背景としたものであるが、一方で、円10年金利が心理的節目の2%に近付くに連れて、円金利上昇が株式市場にネガティブな影響を与えるのではないか、といった声も増えてきた印象がある。確かに、図表2に示すように、CAPM理論に基づいてTOPIXの変動要因を分解すると、円金利の上昇は株価にとってネガティブな効果がある。しかし、直近2年間では、金利が上昇する中でも、TOPIXは上昇を続けており、金利が上昇する背景次第では、必ずしも株価の調整に繋がるわけではないことも分かる。

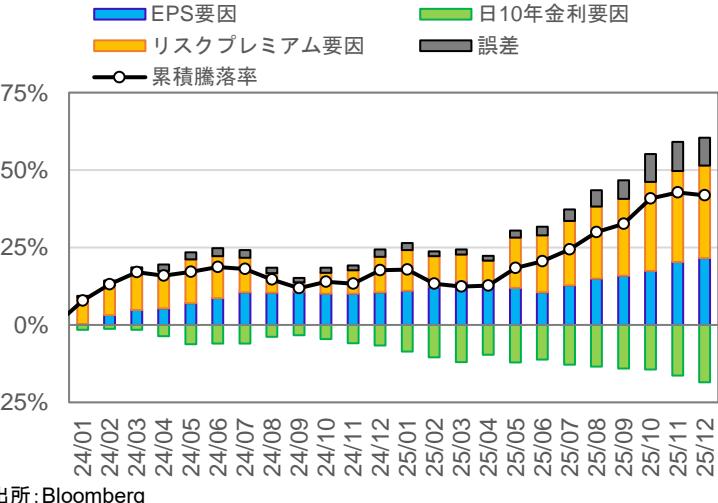
そこで、本稿では、円金利の上昇が日本株に与える影響について検証し、今後の金利上昇局面における考え方についての考え方を整理した。

図表1：円10年金利の推移



出所:Bloomberg

図表2：TOPIXの23年末以降の変動要因分解



## ◎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。

## 第二章 配当割引モデルによる株価と金利の関係性：重要なのは利上げの背景

理論株価を計算する際手法の一つに配当割引モデルがある。これは、株式の価値を将来受け取る配当金の現在価値の合計として評価するもので、数式で表現すると以下のとおりである：

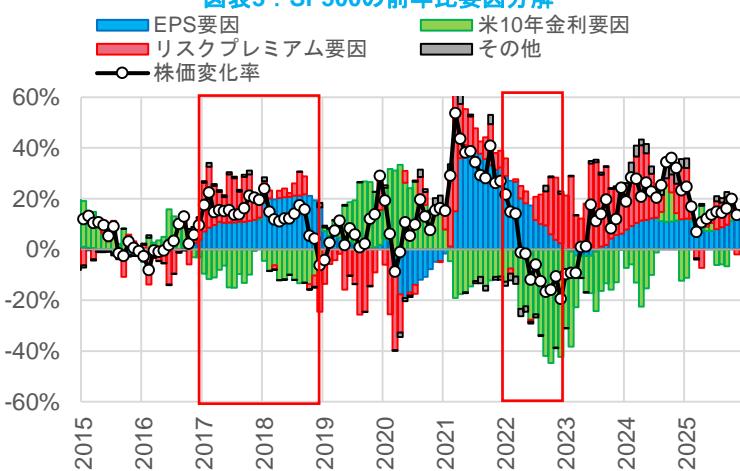
$$P = \frac{D}{1+r} + \frac{D(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{D(1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots = \frac{D}{r-g}$$

ただし、P は理論株価、D は配当(=EPS × 配当性向)、r は株主資本コスト(=円 10 年金利+エクイティ・リスクプレミアム)、g はサステナブル成長率(=ROE × (1-配当性向))である。

従って、金利が上昇したとしても、当該局面において、①D の上方修正が見込まれるか否か、②g(配当性向一定の仮定の下では ROE)の上方修正が見込まれるか否かとの差し引きによって、最終的に株価が上昇していくのか、調整局面を迎えるのかが決定される。

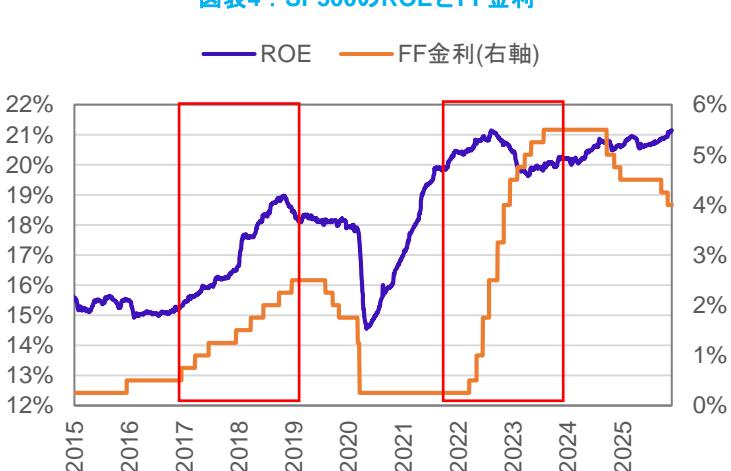
これは換言すれば、中央銀行による利上げが、経済の底堅さを背景に実施されるのか、インフレ抑制のために行われるのか、といった観点に依存するということもできよう。図表 3 は、SP500 の前年比を CAPM に基づいて要因分解したものである。注目すべきは、2017 年～2019 年の利上げ局面では株価が上昇しており、2022 年～2023 年の利上げ局面では株価が下落している点である。前者の局面での利上げは、リーマンショック後の景気回復局面で行われたものであるために、EPS(配当の原資)は、ROE の改善と共に成長していた。一方で、後者の局面での利上げは、コロナ禍後のインフレ抑制のために行われたものであるために、ROE がやや悪化し EPS の改善は止まっていた。こうした違いが、株価の変動を対照的なものとしたとみられる。

図表3：SP500の前年比要因分解



注：赤枠はFRBの利上げ局面  
出所：Bloomberg

図表4：SP500のROEとFF金利



注：赤枠はFRBの利上げ局面  
出所：Bloomberg

### ◎注意事項

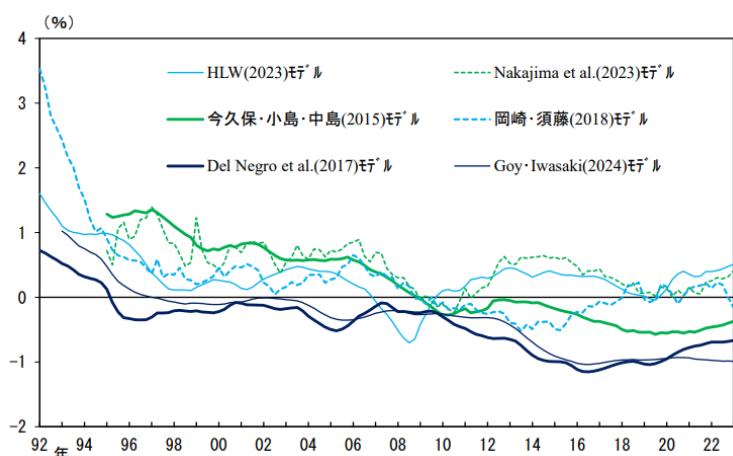
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることがあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

### 第三章 日本銀行の利上げ背景：経済の底堅さが背景であり株価は調整しない

前述までの議論を整理すると、日本株へのインプレッションとしては、日銀の利上げが経済の底堅さを背景として実施されるものなのか、インフレ抑制のために行われるものであるかが重要である。

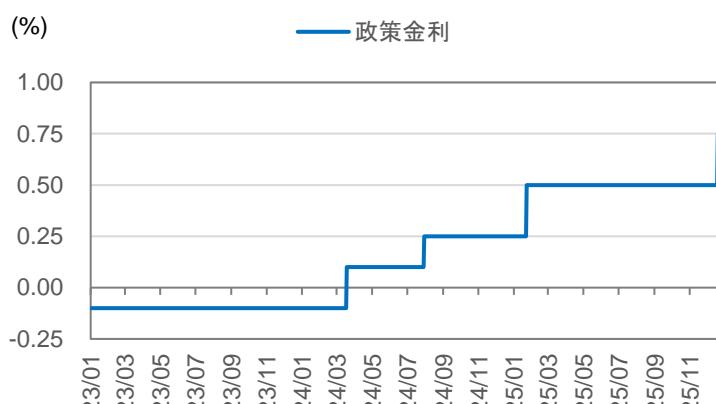
さて、図表5に示した様に、日本の自然利子率は、概ね-1%～1%の間に位置すると推計されている。従つて、足元の0.75%という政策金利水準は、CPIベースで3%近いインフレ率であることを加味すると(図表7)、推計された自然利子率の下限を下回っており、これは、今次の利上げが前者に該当するものであることを示唆している。また、当初こそ、CPIの上昇は資材価格の高騰や円安が主要因であったが、足元では輸入物価等が落ち着く中でも安定的に前年比が2%を超えて推移している。自然利子率を実質ベースで下回る状況は、中期的に継続する公算が大きい。

図表5: 日本の自然利子率



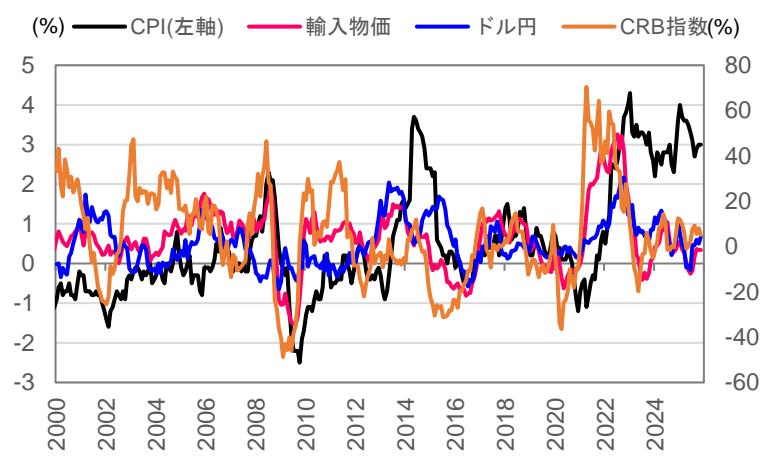
出所:日銀

図表6: 日本の政策金利の推移



出所:Bloomberg

図表7: CPIの変動要因分解(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。

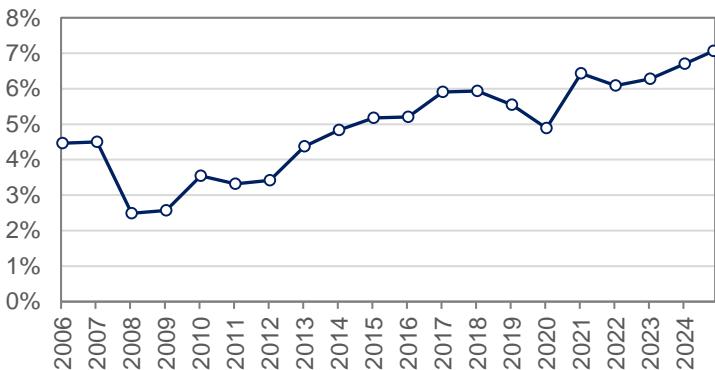
これを裏付けるために、企業のファンダメンタルズについても確認する。ROE=売上高純利益率×財務レバレッジ×総資産回転率と分解できる。そして、日本株のROE改善の原動力は売上高利益率にあるとみている。図表8～11に示した様に、過去、ROEの改善は売上高利益率の改善によってもたらされてきた。また、図表12は24年末以降のTOPIXの売上高利益率改善を業種別の寄与度でみたものである。日銀の利上げの恩恵を受けた金融業で改善が顕著で、米関税影響の影響を受けやすかったシクリカルや外需では改善が停滞している。

図表8：TOPIXのROE



出所：Bloomberg

図表9：TOPIXの売上高純利益率



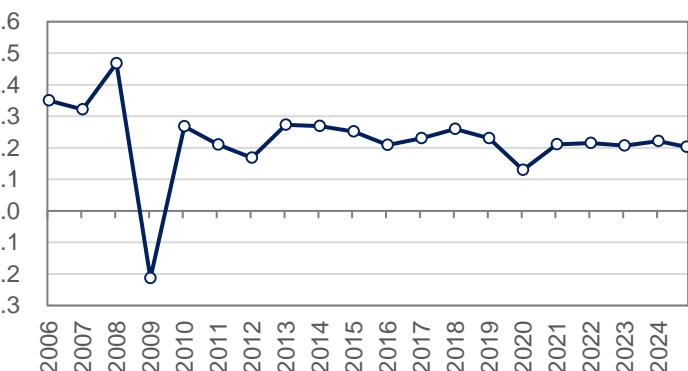
出所：Bloomberg

図表10：TOPIXの財務レバレッジ



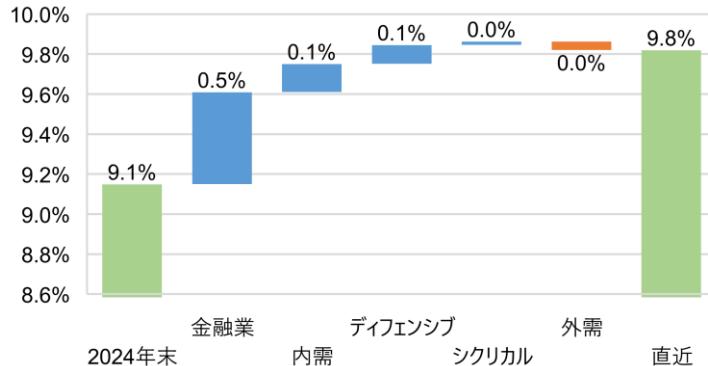
出所：Bloomberg

図表11：TOPIXの総資産回転率



出所：Bloomberg

図表12：TOPIXの売上高利益率変化の業種別寄与度



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。



弊社佐藤エコノミストは、日銀の政策金利のターミナルレートについて、「今のところ 1%と予想しているが、利上げ後も「実質金利がきわめて低い水準」と日銀が判断していることを踏まえると、予想よりも利上げ回数が増えるリスクが出てきた」と分析している。従って、今後、金融業のみでも、少なくとも売上高経常利益率が0.5%pt程度改善することが見込まれる。

その他の業種においても、高市総理の経済成長を重視する政策、AIブームの持続、FRBの緩和的金融政策による米景気回復等により、内需、シクリカル、外需等でも合わせて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13)。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、内需、シクリカル、外需業種によってもたらされると推察できる。

なお、金利の上昇は金融業以外にとってコスト増加要因の場合が多いものの、図表9に示した様に、金利や物価が上昇する中でもTOPIXの売上高経常利益率は改善していた。つまり、コストの増加分については、概ね価格転嫁ができる可能性が高く、金利上昇による業績への悪影響が限定的な可能性が高いことも付言しておく。

図表13: 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	前年対比 (2025/09- 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	11.3%	10.5%	9.6%	9.3%	10.9%	5.5%	12.8%	5.3%	6.7%	6.2%	0.7%pt
輸送用機器	11.0%	7.9%	9.6%	10.4%	11.1%	9.0%	10.4%	8.9%	9.9%	11.0%	2.0%pt
機械	12.3%	10.8%	14.0%	12.7%	13.4%	13.5%	15.1%	12.5%	13.3%	14.0%	0.5%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%	2.3%pt
化学	7.5%	6.2%	6.7%	6.0%	7.6%	6.4%	7.1%	5.5%	6.8%	6.2%	-0.2%pt
卸売業	9.5%	7.9%	7.9%	6.0%	8.3%	5.0%	8.0%	0.6%	-2.3%	4.4%	-0.7%pt
鉄鋼	3.3%	4.6%	6.6%	5.5%	6.3%	6.1%	5.7%	5.8%	5.9%	8.3%	2.3%pt
非鉄金属	8.4%	8.9%	8.3%	5.9%	2.1%	7.6%	10.9%	7.0%	8.4%	11.3%	3.7%pt
ガラス・土石製品	4.3%	2.0%	4.2%	-3.4%	6.1%	-0.9%	4.9%	-2.5%	5.7%	-2.2%	-1.3%pt
繊維製品	2.8%	6.9%	3.3%	2.0%	5.3%	-1.1%	4.5%	-1.7%	0.6%	3.9%	4.9%pt
石油・石炭製品	10.1%	10.6%	9.1%	11.9%	13.5%	3.9%	6.7%	6.9%	8.2%	11.1%	7.1%pt
ゴム製品	19.5%	13.5%	7.6%	12.6%	22.8%	29.9%	27.7%	9.0%	10.5%	13.1%	-16.7%pt
海運業	6.7%	5.3%	4.7%	3.8%	5.5%	3.2%	5.2%	1.3%	1.0%	3.1%	-0.1%pt
パulp・紙	NA										
鉱業	5.8%	6.1%	6.7%	5.9%	6.6%	5.9%	8.0%	5.9%	6.5%	6.3%	0.4%pt
内需	13.7%	6.4%	22.8%	7.5%	16.4%	23.3%	11.7%	11.9%	18.8%	39.9%	16.6%pt
小売業	11.5%	11.8%	13.9%	5.9%	13.5%	11.4%	14.6%	9.0%	13.3%	12.5%	1.1%pt
情報・通信業	5.4%	5.7%	4.8%	6.7%	6.4%	5.7%	7.6%	8.2%	7.0%	8.2%	2.5%pt
陸運業	19.8%	13.8%	12.8%	13.7%	14.9%	9.6%	16.9%	9.4%	11.8%	13.6%	4.0%pt
建設業	7.1%	6.9%	6.8%	4.7%	8.7%	8.2%	9.3%	5.6%	7.9%	10.8%	2.6%pt
その他製品	5.2%	5.5%	6.2%	5.3%	5.7%	4.8%	7.7%	5.4%	4.6%	5.2%	0.3%pt
サービス業	8.9%	14.4%	11.8%	1.7%	6.2%	12.3%	11.9%	4.0%	7.5%	10.5%	-1.8%pt
金属製品	18.0%	15.1%	16.6%	11.2%	15.1%	14.1%	10.9%	12.2%	16.9%	13.7%	-0.4%pt
空運業	14.1%	11.9%	11.7%	11.5%	14.6%	10.2%	13.8%	12.0%	15.1%	10.2%	0.0%pt
倉庫・運輸関連業	19.5%	15.9%	17.4%	8.5%	20.0%	23.2%	20.1%	8.0%	20.9%	26.5%	3.3%pt
不動産業	5.7%	3.9%	9.6%	5.5%	9.7%	15.8%	9.2%	5.5%	12.0%	11.8%	3.4%pt
金融業	8.6%	7.9%	8.9%	10.2%	10.3%	12.2%	16.3%	13.6%	15.4%	15.6%	2.3%pt
銀行業	13.6%	13.3%	15.6%	15.3%	15.2%	15.8%	15.5%	11.4%	17.6%	18.1%	3.3%pt
保険業	16.6%	9.4%	9.9%	0.3%	18.3%	15.8%	10.7%	9.4%	19.8%	19.1%	2.1%pt
証券・商品先物取引業	10.6%	11.9%	7.5%	9.0%	11.3%	10.0%	-1.5%	7.6%	8.7%	12.1%	1.3%pt
その他金融業	4.6%	3.7%	4.0%	1.1%	4.5%	2.7%	4.7%	1.8%	4.0%	4.0%	3.3%pt
ディフェンシブ	19.2%	13.9%	6.9%	4.0%	11.7%	8.0%	7.7%	4.2%	12.2%	11.3%	3.3%pt
医薬品	NA										
食料品	NA										
水産・農林業	NA										
電気・ガス業	NA										

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

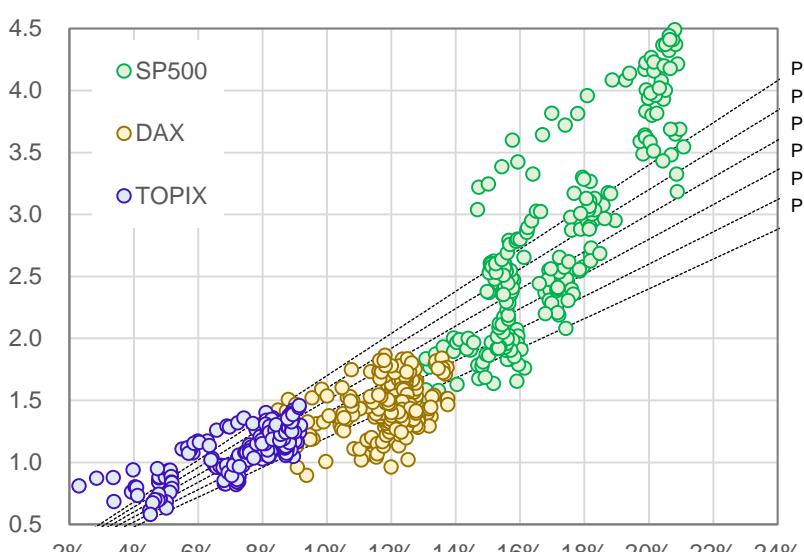
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧説するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

以上から、TOPIX の ROE は 26 年度中に 10%を超える公算が大きい。そして、ROE が 1%pt 程度改善するならば、日本株はリスクフリーレートである円 10 年金利が 3%程度まで上昇しなければ、調整する可能性が高いことを意味する。

加えて、ROE の改善は、エクイティ・リスクプレミアムを低減させる。PBR-ROE モデルより推察する。図表 14 を見ると、ROE が高い程、高い PBR 水準が許容される。これは、 $PBR = PER \times ROE$  という関係性であることを考慮すると、ROE の改善がエクイティ・リスクプレミアムの低減させることで PER の改善を促し、その結果高い PBR が許容されると解釈できる。ROE が 10%台に達すると、PER から逆算するエクイティ・リスクプレミアムは現在よりも 0.5%pt 程度低くなると推計される(図表 15)。

まとめると、ROE 改善によるサステナブル成長率改善効果が 1%pt、エクイティ・リスクプレミアム低減効果が 0.5%pt、合わせて 1.5%pt 程度の円 10 年金利上昇耐性が TOPIX には備わっているとみられる。円金利の上昇は、株価にネガティブな効果があるものの、利上げが実施される経済環境を考慮すると、日本株が調整局面へ向かう可能性は低いだろう。

(倍)  
**図表14：ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性**



出所 : Bloomberg

**図表 15 : TOPIX の ROE と妥当 PER**

ROE	妥当PBR	妥当PER
8.0%	1.03	12.9
8.2%	1.10	13.4
8.4%	1.17	13.9
8.6%	1.24	14.4
8.8%	1.31	14.9
9.0%	1.38	15.3
9.2%	1.44	15.7
9.4%	1.51	16.1
9.6%	1.58	16.5
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。



## ■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
263	2025/9/8	米国経済	<a href="#">8月雇用統計</a>
264	2025/9/10	日本株	<a href="#">自民党総裁選と日本株見通し</a>
265	2025/9/12	日本株	<a href="#">日本株需給(9月1日～9月5日)</a>
266	2025/9/12	米国経済	<a href="#">8月米 CPI</a>
267	2025/9/12	半導体、日本株、米国株	<a href="#">9月半導体市場及びハイテク株動向</a>
268	2025/9/12	欧州経済	<a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>
269	2025/9/18	米経済、米金利、米国株	<a href="#">9月 FOMC とマーケットへの影響</a>
270	2025/9/18	豪州経済	<a href="#">25年9月豪州概況</a>
271	2025/9/19	日本株	<a href="#">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</a>
272	2025/9/22	日本株	<a href="#">日本株需給(9月8日～9月12日)</a>
273	2025/9/29	日本株	<a href="#">日本株需給(9月16日～9月19日)</a>
274	2025/9/30	コモディティ	<a href="#">25年8・9月WTI原油先物価格</a>
275	2025/10/1	日本株	<a href="#">日本株9月レビューと10月見通し</a>
276	2025/10/2	欧州経済	<a href="#">25年9月ユーロ圏物価動向</a>
277	2025/10/2	米国株、米国経済	<a href="#">9月ISM製造業景況感指数と米国株見通し</a>
278	2025/10/3	日本株	<a href="#">日本株需給(9月22日～9月26日)</a>
279	2025/10/6	日本株、ドル円	<a href="#">高市氏勝利とマーケットへの影響</a>
280	2025/10/10	半導体、日本株、米国株	<a href="#">10月半導体市場及びハイテク株動向</a>
281	2025/10/10	日本株	<a href="#">日本株需給(9月29日～10月3日)</a>
282	2025/10/16	豪州経済	<a href="#">25年10月豪州概況</a>
283	2025/10/20	日本株	<a href="#">日本株需給(10月6日～10月10日)</a>
284	2025/10/24	日本株	<a href="#">日本株需給(10月14日～10月17日)</a>
285	2025/10/30	米国経済	<a href="#">10月FOMCとマーケット環境の整理</a>
286	2025/10/31	欧州経済	<a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>
287	2025/10/31	日本株	<a href="#">日本株需給(10月20日～10月24日)</a>
288	2025/10/31	欧州経済	<a href="#">25年第3四半期ユーロ圏GDP統計</a>
289	2025/11/4	欧州経済	<a href="#">25年10月ユーロ圏物価動向</a>
290	2025/11/4	日本株	<a href="#">日本株10月レビューと11月見通し</a>
291	2025/11/5	米国株、米国経済	<a href="#">11月ISM製造業景況感指数と米国株見通し</a>
292	2025/11/11	日本株	<a href="#">日本株需給(10月27日～10月31日)</a>
293	2025/11/14	日本株	<a href="#">日本株需給(11月4日～11月7日)</a>
294	2025/11/14	半導体、日本株、米国株	<a href="#">11月半導体市場及びハイテク株動向</a>
295	2025/11/14	豪州経済	<a href="#">11月豪州概況</a>
296	2025/11/20	半導体、日本株、米国株	<a href="#">エヌビディアの決算FY20263Q</a>
297	2025/11/21	米国経済	<a href="#">9月米雇用統計</a>
298	2025/11/21	日本株	<a href="#">日本株需給(11月10日～11月14日)</a>
299	2025/11/25	欧州経済	<a href="#">25年第3四半期ユーロ圏賃金動向</a>
300	2025/11/26	米国経済	<a href="#">米国消費関連指標とマーケット見通し</a>
301	2025/11/28	コモディティ	<a href="#">25年10・11月WTI原油先物価格</a>
302	2025/11/28	日本株	<a href="#">7-9月期決算集計と日本株ストラテジー～日経平均株価は25年度に6万円に達する可能性もある</a>
303	2025/12/1	日本株	<a href="#">日本株需給(11月17日～11月21日)</a>
304	2025/12/1	日本株	<a href="#">日本株11月レビューと12月見通し</a>
305	2025/12/3	欧州経済	<a href="#">25年11月ユーロ圏物価動向</a>
306	2025/12/5	日本株	<a href="#">日本株需給(11月25日～11月28日)とWeeklyデータ集</a>
307	2025/12/11	コモディティ	<a href="#">25年12月豪州概況</a>
308	2025/12/12	日本株	<a href="#">12月FOMCとマーケット環境の整理</a>
309	2025/12/12	日本株	<a href="#">日本株需給(12月1日～12月5日)とWeeklyデータ集</a>
310	2025/12/15	日本株	<a href="#">12月半導体市場及びハイテク株動向</a>
311	2025/12/15	欧州経済	<a href="#">2026年の日本株ストラテジー</a>
312	2025/12/17	日本株	<a href="#">11月米雇用統計</a>

## ◎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。