りそなグループ
RESONA

りそな経済フラッシュ

2026 年 11 月 2 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：日本株 2026 年 10 月レビューと 11 月見通し

TOPIX は 2 ヵ月連続で下落。物色は外需、シクリカル、内需に注目

要約

- TOPIX の前月比は▲3.5%と 2 ヵ月連続で下落した。業種別の月次騰落率をみると、シクリカルや内需、ディフェンシブはまちまちであった一方、外需や金融業は下落が目立った
- TOPIX のリビジョン指数は、10 月末から 11 月末にかけて低下。11 月は横ばい圏での推移を見込む。今後一ヵ月程度の日経平均株価の想定レンジは 64,000 円～70,000 円
- 物色：外需、シクリカル、内需は株価上昇余地が大きいとみる。テーマとしては、ハイテク、資源関連に注目

10 月のレビュー：TOPIX は 2 ヵ月連続で下落

TOPIX の前月比は▲3.5%と 2 ヵ月連続で下落した。業種別の月次騰落率をみると、シクリカルや内需、ディフェンシブはまちまちであった一方、外需や金融業は下落が目立った(図表 1)。

シクリカルは、原油価格の高止まりを背景に鉱業が、タンカー運賃高騰を背景に海運業が上昇した。 一方、AI・半導体関連株の世界的な調整の流れを受け、非鉄金属やガラス・土石製品では AI・データセンター関連や半導体素材関連の企業を中心に大きく下落した。

内需は、人材大手の米国 HR テクノロジー事業の好調さが評価されサービス業が上昇した。また、堅調な決算を受けて小売業が、ゲーム大手による 11 月上旬の大型タイトル発売への期待を背景にその他製品が上昇した。一方、AI 関連銘柄の世界的な調整を受けて、半導体素材大手や米生成 AI 企業大手に多額の投資を行う通信大手は売りが先行し、金属製品や情報・通信業は大きく下落した。

ディフェンシブは、製薬大手による新薬発売や良好な決算が医薬品の上昇につながった。一方、電気・ガス業では、燃料輸入コストの上昇が株価の重しとなった。

外需は、AI 投資の収益性への懸念から半導体関連に売りが広がり、電気機器が大きく下落した。また、防衛関連銘柄への売りや建機大手の業績見通しが市場予想を下回ったことなどを受け、機械も売りが優勢となった。

金融業は、長期金利上昇の一服を受け、銀行や生保に比べて収益の金利感応度が低いとされる損保株に注目が集まり、保険業が上昇した。 一方、銀行業は、日銀利上げペース加速への思惑や長期金利上昇が一服するなか、積みあがっていた買い持ち高を解消する売りが先行した。また、証券・商品先物取引業は、証券大手の決算が嫌気されたほか、AI 投資懸念を背景に日米株価が軟調に推移したことも重しとなり下落した。

ファクター動向について確認すると(図表 4)、10 月はボラティリティやモメンタムの下落幅が特に大きくなった一方、運転資本や自己株式取得、バリューなどは相対的に底堅く推移した。AI 投資懸念を受けた世界的なハイテク株の調整や長期金利上昇一服を受けて、これまで日本株の上昇をけん引してきた AI・半導体関連株や銀行株から、出遅れ感のある一部の内需株へ物色が広がったことを反映しているとみられる。

◎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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ
RESONA

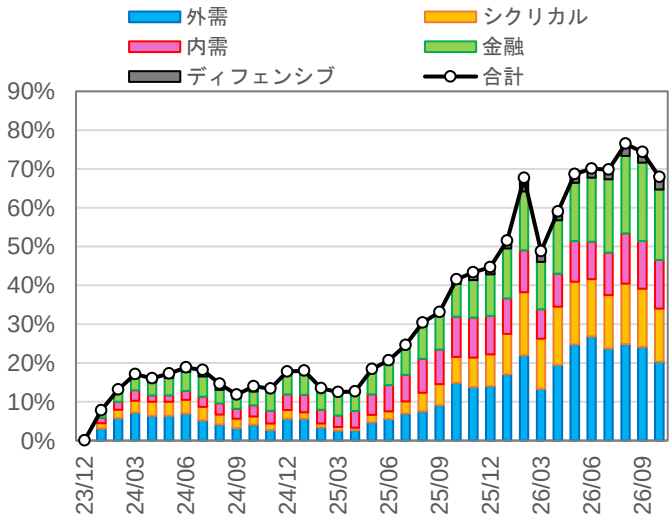
図表１：業種別月次騰落率

		25/11	25/12	26/01	26/02	26/03	26/04	26/05	26/06	26/07	26/08	26/09	26/10
TOPIX		1.4%	0.9%	4.6%	10.4%	-11.2%	6.6%	6.2%	0.9%	0.2%	3.8%	-1.1%	-3.5%
外需	電気機器	-2.7%	0.1%	5.3%	7.9%	-15.6%	20.5%	18.0%	7.4%	-9.4%	2.2%	0.6%	-9.2%
	輸送用機器	0.5%	3.9%	3.1%	8.4%	-16.9%	-2.2%	3.6%	-7.6%	10.1%	3.1%	-6.6%	2.9%
	機械	-4.1%	-1.3%	14.7%	16.0%	-17.5%	12.7%	-3.8%	2.3%	-3.8%	-0.4%	-0.5%	-10.7%
	精密機器	-1.2%	-1.6%	2.7%	8.4%	-6.3%	6.1%	2.1%	-1.5%	-3.0%	4.6%	-5.3%	3.7%
シクリカル	化学	1.7%	0.7%	4.2%	15.2%	-10.3%	6.8%	10.4%	-1.8%	-5.6%	3.4%	-1.9%	-0.3%
	卸売業	4.6%	4.3%	8.4%	17.6%	-6.0%	-1.0%	-0.7%	-9.6%	8.8%	2.9%	-0.1%	0.9%
	鉄鋼	3.4%	2.5%	3.7%	3.3%	-12.5%	-1.3%	1.2%	-2.9%	13.0%	1.6%	-2.0%	-1.5%
	非鉄金属	-2.9%	4.3%	17.6%	47.7%	-16.9%	31.7%	0.9%	1.2%	-23.5%	16.8%	-4.8%	-21.6%
	ｶﾞﾗｽ･土石製品	8.5%	0.2%	9.2%	20.1%	-15.8%	16.7%	16.2%	4.8%	-16.1%	-3.0%	-0.6%	-7.8%
	繊維製品	6.9%	-0.9%	7.4%	14.3%	-14.8%	5.0%	1.3%	-2.9%	1.6%	8.2%	-3.2%	-3.5%
	石油･石炭製品	7.1%	5.8%	14.8%	13.4%	-3.8%	-7.9%	-0.6%	-8.8%	10.0%	3.0%	4.9%	0.8%
	ｺﾞﾑ製品	8.5%	-2.1%	-0.5%	12.2%	-17.5%	1.5%	6.0%	-0.7%	13.6%	1.9%	-5.4%	0.8%
	海運業	-5.1%	4.2%	1.7%	12.3%	8.3%	-4.6%	-5.7%	-3.4%	15.1%	17.2%	1.4%	6.0%
	ﾊﾟﾙﾌﾟ・紙	7.8%	4.0%	5.3%	10.9%	-13.0%	-2.1%	1.8%	0.1%	8.7%	2.9%	-4.6%	-1.4%
	鉱業	16.3%	-4.0%	12.9%	12.3%	18.0%	-11.3%	-13.6%	-9.3%	11.5%	9.8%	-7.6%	8.4%
内需	小売業	6.0%	-2.2%	-2.5%	9.0%	-8.2%	-1.6%	3.5%	1.9%	2.4%	-1.1%	-4.5%	5.8%
	情報･通信業	-11.4%	-0.3%	-4.0%	-2.9%	-4.5%	10.0%	13.5%	-9.5%	1.9%	5.3%	4.7%	-7.4%
	陸運業	4.6%	0.2%	-0.9%	5.5%	-6.9%	-4.3%	-0.3%	0.0%	7.6%	-0.3%	-4.0%	3.7%
	建設業	11.8%	1.3%	4.2%	17.9%	-15.8%	2.8%	-6.0%	1.2%	-4.7%	-0.7%	-2.2%	-3.8%
	その他製品	1.7%	-13.3%	-2.8%	1.3%	-7.8%	-4.5%	-1.1%	-2.2%	8.9%	11.0%	-7.1%	4.3%
	ｻｰﾋﾞｽ業	2.6%	3.8%	-4.3%	-4.1%	-6.2%	2.2%	18.3%	5.7%	10.4%	20.2%	-5.7%	10.0%
	金属製品	-1.7%	2.6%	0.3%	9.7%	-12.6%	10.2%	18.1%	3.0%	-7.3%	2.6%	-2.5%	-9.0%
	空運業	3.3%	0.5%	0.8%	12.0%	-19.0%	-5.9%	13.4%	1.4%	4.2%	-0.3%	0.2%	1.0%
	倉庫･運輸関連業	4.6%	0.1%	5.2%	7.6%	-3.7%	-1.9%	-0.9%	0.7%	5.0%	-2.2%	-2.4%	0.5%
	不動産業	11.9%	0.7%	2.6%	20.8%	-16.1%	1.9%	-9.6%	0.5%	0.4%	-1.6%	-4.3%	3.5%
金融業	銀行業	7.4%	4.6%	13.2%	8.5%	-13.6%	9.0%	6.0%	6.7%	7.7%	5.8%	1.4%	-9.7%
	保険業	2.3%	6.7%	1.1%	14.2%	-0.4%	-1.4%	3.2%	3.6%	12.1%	-3.2%	1.3%	4.2%
	証券･商品先物取引業	4.1%	6.3%	7.2%	3.3%	-14.8%	4.5%	-0.3%	4.1%	10.4%	6.8%	-4.2%	-6.3%
	その他金融業	8.0%	3.7%	2.0%	15.9%	-14.3%	8.8%	8.1%	0.5%	5.7%	-0.8%	-3.3%	-3.8%
ディフェンシブ	医薬品	10.5%	-0.2%	1.9%	13.4%	-6.2%	-5.9%	-0.5%	-2.9%	1.3%	5.8%	-3.0%	7.3%
	食料品	4.3%	-3.5%	1.6%	11.9%	-5.2%	0.4%	1.7%	4.3%	2.7%	2.6%	-3.4%	3.6%
	水産･農林業	10.3%	-2.3%	6.1%	13.6%	-9.1%	-7.6%	2.2%	-0.2%	0.8%	1.6%	-6.9%	-1.5%
	電気･ｶﾞｽ業	11.7%	-4.7%	1.3%	14.5%	-4.9%	-6.2%	-2.7%	-1.7%	2.8%	7.2%	-1.2%	-2.2%

■平均値												
外需	-1.9%	0.3%	6.4%	10.2%	-14.1%	9.3%	5.0%	0.1%	-1.5%	2.4%	-2.9%	-3.3%
シクリカル	5.2%	1.7%	7.7%	16.3%	-7.7%	3.0%	1.6%	-3.0%	3.4%	5.9%	-2.2%	-1.8%
内需	3.3%	-0.6%	-0.1%	7.7%	-10.1%	0.9%	4.9%	0.3%	2.9%	3.3%	-2.8%	0.9%
金融業	5.4%	5.3%	5.9%	10.5%	-10.8%	5.2%	4.3%	3.7%	9.0%	2.2%	-1.2%	-3.9%
ディフェンシブ	9.2%	-2.7%	2.7%	13.3%	-6.3%	-4.8%	0.2%	-0.1%	1.9%	4.3%	-3.6%	1.8%

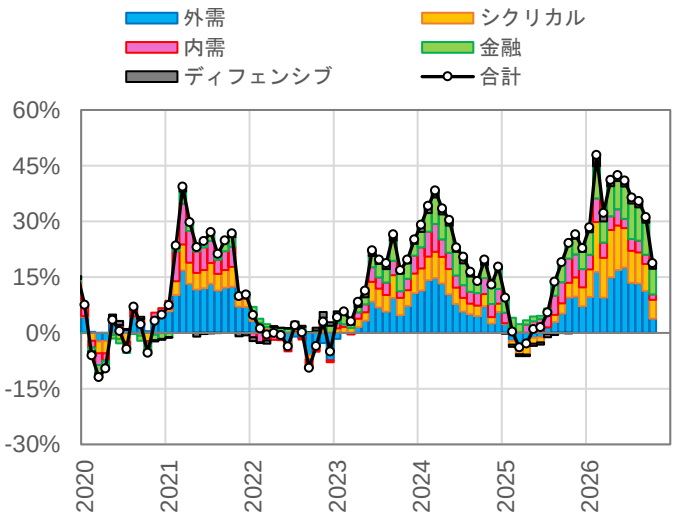
出所：QUICK
注：上位 25%を赤字、下位 25%を青字にした

図表2：TOPIX業種別の累積寄与度(23/12～)



出所：QUICK

図表3：業種別のTOPIX前年比寄与度



出所：QUICK

◎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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ
RESONA

図表 4：ファクターパフォーマンスのまとめ

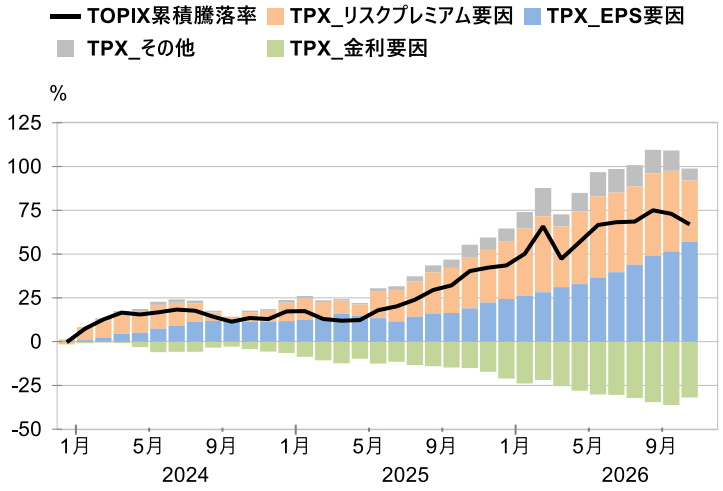
スタイル	ファクター	前週比	前月比	前年比	年初来
グロース	1年フォワードEPS成長率(FY)%	-1.4%	-5.8%	20.5%	15.3%
	1年フォワード売上成長率(FY)%	-0.8%	-3.7%	22.3%	17.4%
	売上成長率差(直近12ヵ月-5年)	-0.9%	-6.2%	12.4%	7.6%
サイズ	時価総額	0.0%	-2.6%	23.1%	18.0%
サプライズ	売上高サプライズ(直近)	-0.7%	-5.2%	24.2%	17.3%
テクニカル	14日RSI	-0.5%	-7.2%	21.1%	15.5%
	株価 vs 52週安値	0.5%	-10.1%	31.1%	24.5%
	株価 vs 52週高値	0.0%	-3.3%	21.6%	13.4%
バリュー	EBITDA/EV	-0.7%	-3.1%	26.3%	17.6%
	フリーキャッシュフロー/企業価値	-1.3%	-2.7%	25.5%	16.8%
	純資産/株価	-0.6%	-3.3%	37.9%	25.6%
	予想EPS(FY1)/株価	-0.7%	-2.3%	27.5%	17.0%
	予想EPS(FY2)/株価	-0.8%	-2.7%	28.9%	19.0%
ボラティリティ	2年ベータ	-0.2%	-11.7%	33.8%	28.4%
	90日ベータ	0.4%	-12.4%	37.9%	30.2%
モメンタム	モメンタム	0.4%	-9.9%	30.9%	24.3%
レバレッジ	純債務/EBITDA(直近12ヵ月)	-0.4%	-3.3%	24.6%	15.4%
	純債務/純資産	-0.5%	-2.9%	21.6%	13.7%
運転資本	棚卸資産回転率(直近12ヵ月)	-1.8%	-0.3%	11.8%	6.1%
	当座比率	-1.4%	-2.3%	12.2%	8.5%
自己株式取得	1年自己株式取得	-0.6%	-2.0%	27.6%	18.8%
収益性	ROE(直近12ヵ月)	-2.0%	-2.6%	16.2%	13.2%
	ROIC(直近12ヵ月)	-2.1%	-2.2%	15.2%	11.9%
	純利益率(%)	-0.1%	-4.8%	27.6%	22.1%
修正	1ヵ月売上高修正率(FY1)	-0.8%	-4.0%	15.7%	10.6%
	1ヵ月売上高修正率(FY2)	-0.4%	-4.8%	18.9%	13.1%
	1ヵ月目標株価変化率	0.1%	-1.9%	26.0%	20.1%
配当	配当性向	-1.6%	-3.7%	21.6%	13.8%
	配当利回り(予想)	-1.8%	-3.0%	31.9%	18.9%

出所：Bloomberg
注：上位 25%を赤字、下位 25%を青字にした

11 月見通し：米中間選挙通過で需給が好転し、ファンダメンタルズへの回帰が始まろう

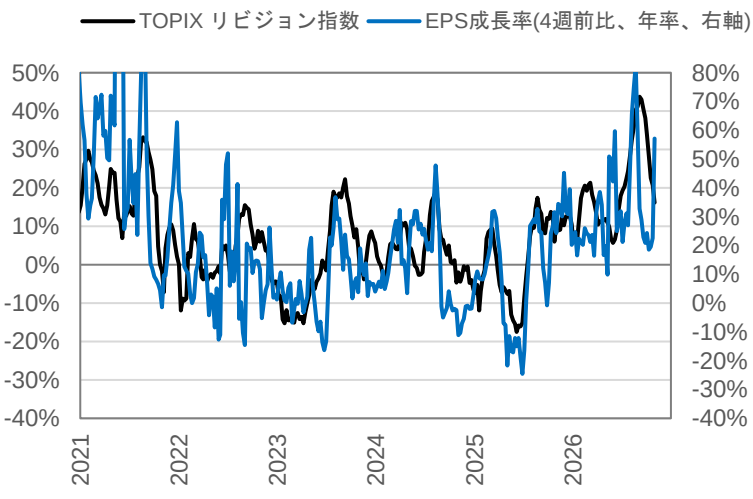
まず、TOPIX の変動要因を確認すると、9 月末から 10 月末にかけて、12 ヵ月先 EPS は成長し、長期金利も低下したが、リスクプレミアムが増加した結果、前月比-3.5%の下落となった(図表 5)。中東情勢が引き続き不安定なことに加え、ネオクラウド事業者の信用不安問題が発生し、ハイパースケーラーの決算では資金繰りの悪化が確認され、それを増幅する形となった。投資家は楽観姿勢を維持し、積極的に信用買いを行っているが、米中間選挙を前に市場全体の売買代金が減少する中では、却って需給の悪さを増幅させ、上値を抑えた。

図表 5：TOPIX の騰落率要因分解(23 年末～)



出所：Bloomberg

図表5：TOPIXのリビジョンとEPS成長率



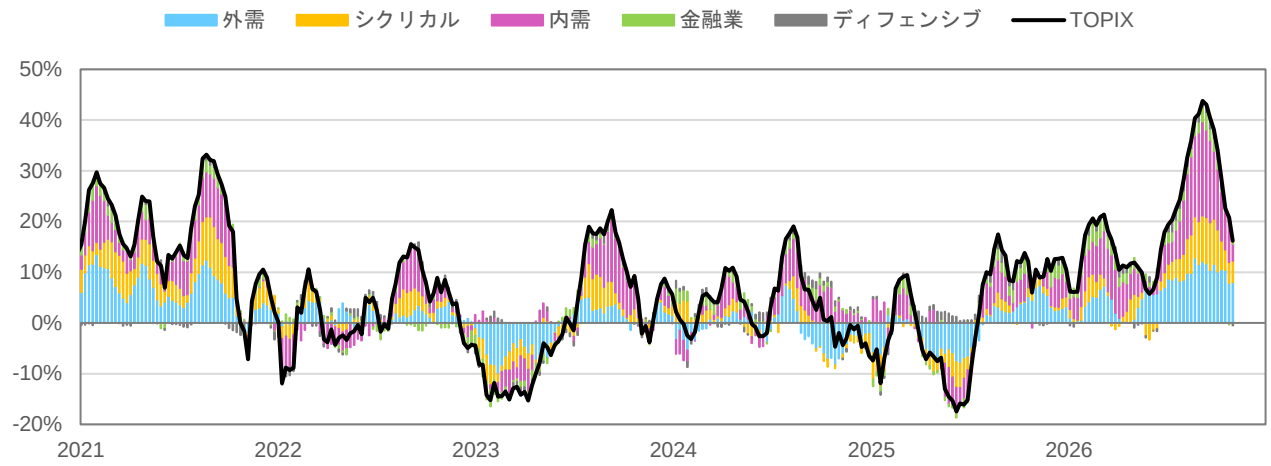
出所：Bloomberg

◎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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ
RESONA

先行きを展望するために、アナリストのリビジョン動向を確認すると、10 月末の TOPIX のリビジョンは 16.2%と、前月末(34.0%)から減速した(図表 7)。10 月末時点の TOPIX のリビジョンに対する業種別寄与度は、外需:+8.0%pt、シクリカル:+4.3%pt、内需:+3.4%pt、金融業:+1.1%pt、ディフェンシブ:-0.5%pt であった。

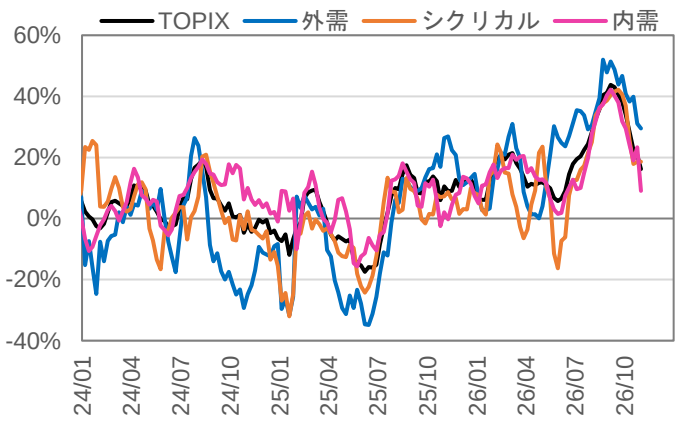
図表7：TOPIXリビジョンの業種別要因分解



注:リビジョン指数は 4 週移動平均値
出所:QUICK

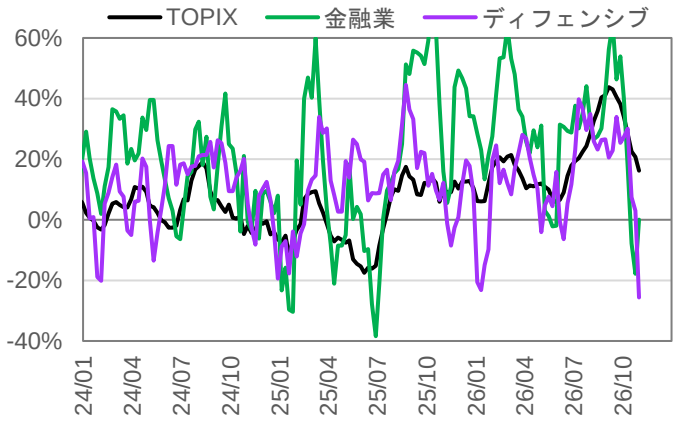
業種別リビジョンは、幅広い業種で大幅に減速した(図表 8～9)。**外需**は、先んじて決算発表のあった自動車部品メーカーを中心に、輸送用機器で下方修正が目立ったが、半導体製造装置を含む電気機器やフィジカル AI 分野での飛躍が期待される機械のリビジョンは底堅かった。**シクリカル**は、決算発表を前に業績予想の修正が手控えられ、前月からの反動もあって悪化した。**内需**も大半が決算発表を前に業績予想の修正が抑制されていることに加え、悪天候で小売の決算が低調であることが重荷となった。**金融業**も同様の傾向が窺えた他、銀行業については日銀の利上げ織り込みの一服によってもリビジョンが一服したとみられる。**ディフェンシブ**は、電気・ガス業大手で原発の再稼働時期が見通せなくなっていること、燃料コストの上昇等を受け、大きくリビジョンが悪化した。

図表8：外需・内需・シクリカルのリビジョン



出所:QUICK

図表9：金融業・ディフェンシブのリビジョン



出所:QUICK

◎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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ
RESONA

TOPIX のリビジョンは、11 月末にかけて横ばい圏で推移すると見込む。今後本格化する決算発表は底堅いとみられるが、前四半期決算が近年まれに見る好決算であったために、業績予想の修正が断続的に続いていた点を考慮した。上述の経緯から、リビジョン指数の水準は低下傾向だがヒストリカルには依然として高水準であるため、低下傾向が一服するだけでも、業績の底堅さを反映している。

11 月末にかけて、日本株は緩やかな上昇基調で推移する公算が大きいが、大幅な上昇は見込み難い。ファンダメンタルズは底堅いものの、需給の悪化を懸念している。米中間選挙通過で市場の売買代金が増加し、信用買いの影響が支配的でなくなれば、ファンダメンタルズへ速やかに回帰するとみられるが、トランプ大統領の言動の不確実性への警戒感から、株式市場への資金の還流は緩やかにしか進まないと考える。11 月末の日経平均株価の予想レンジは、64,000 円～70,000 円。

リスク要因としては、①中東情勢の激化、②グローバルな金利上昇の継続、③ハイテク株に対する利益確定売り等が挙げられる。①は、②のリスクに繋がる恐れがある。②について、グローバルな金利上昇が続けば、バリュエーションを押し下げる他、債券の損出しのために株が売られる展開が続き上値を抑制しよう。また、米国を中心に高金利環境が数年間続いているが、高金利政策の持続は、企業の設備投資意欲を削ぎ、却って供給制約を強め、インフレを加速させる可能性もある。③について、必ずしもファンダメンタルズを反映するものではないが、年初来では依然として大きく上昇しているため、益出しの対象となりやすく、指数の下落に繋がる可能性がある。

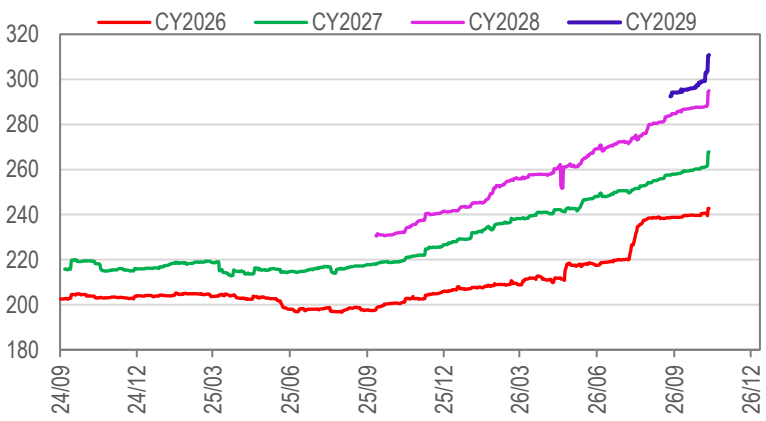
図表 10：TOPIX の中長期予想 EPS

	TOPIX 予想EPS	前月比
2026年12月	242.7	1.3%
2027年12月	267.7	3.2%
2028年12月	294.6	2.7%
12ヵ月先予想 (直近)	263.5	―
12ヵ月先予想 (26年12月末)	270.0	―

出所：Bloomberg

(pt)

図表11：TOPIX 予想EPSの推移



出所：Bloomberg

図表 12：TOPIX の中長期予想 EPS

NT倍率：16倍

			予想PER(TOPIX)						
			13.5倍	14.0倍	14.5倍	現状 15.0倍	15.5倍	16.0倍	16.5倍
予想EPS（TOPIX）	10.0%	290.1	62,700	65,100	67,400	69,500	72,000	74,400	76,700
	7.0%	282.2	61,000	63,300	65,600	67,600	70,100	72,300	74,600
	5.0%	277.0	59,900	62,100	64,300	66,400	68,800	71,000	73,200
	3.0%	271.7	58,700	60,900	63,100	65,100	67,500	69,600	71,800
	1.0%	266.4	57,600	59,700	61,900	63,800	66,100	68,300	70,400
	現状	263.8	57,000	59,200	61,300	63,200	65,500	67,600	69,700
	-1.0%	261.1	56,500	58,600	60,700	62,600	64,800	66,900	69,000
	-3.0%	255.9	55,300	57,400	59,400	61,300	63,500	65,600	67,600

出所：Bloomberg

◎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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

物色①:外需、シクリカル、内需等に上昇余地があるとみる

今後の物色を、バリュエーションの観点から整理した(図表 13)。結論を先述すると、外需、シクリカル、内需等で投資妙味のある業種が多いとみられる。①AI ブームの持続、②日米製造業の循環的回復、③高市総理の重視する成長分野に該当する企業が多いこと等が背景にあろう。また、シクリカルや内需については、中東情勢への懸念から過度に悲観的な見方が台頭していることも割安感がある一因とみられる。

株主還元余地の観点からは、ROE-DOE に注目している。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すことができる。足元では業種間での特徴は見出しにくいものの、AI ブームで業績が急激に回復した小業種(電気機器、精密機器、非鉄金属等)で株主還元が追い付いていないものが散見されるため、注目したい。

図表 13：東証 33 業種別のファンダメンタルズ&バリュエーション

		投資判断	株価	PER	ROE	DOE	配当利回り	ROE ー DOE
TOPIX		ー	3,941.8	14.94	10.9%	4.0%	2.5%	6.9%pt
外需	電気機器	OW	7,735.8	16.16	16.2%	4.4%	1.7%	11.8%pt
	輸送用機器	UW	4,832.0	10.93	7.1%	2.7%	3.5%	4.4%pt
	機械	OW	4,281.4	16.65	11.3%	4.0%	2.1%	7.3%pt
	精密機器	OW	13,864.6	21.72	13.7%	5.2%	1.7%	8.5%pt
シクリカル	化学	Neutral	3,066.4	16.50	8.9%	3.6%	2.4%	5.3%pt
	卸売業	OW	6,045.4	14.23	11.5%	4.2%	2.6%	7.3%pt
	鉄鋼	UW	798.9	9.54	6.0%	2.2%	3.8%	3.9%pt
	非鉄金属	OW	4,409.5	12.45	15.9%	4.9%	2.5%	10.9%pt
	ｶﾞﾗｽ･土石製品	Neutral	2,106.6	13.40	9.2%	3.3%	2.7%	5.9%pt
	繊維製品	Neutral	951.2	13.72	7.0%	2.9%	3.0%	4.1%pt
	石油･石炭製品	Neutral	3,075.5	9.26	10.8%	3.0%	3.0%	7.8%pt
	ｺﾞﾑ製品	Neutral	6,086.1	11.05	10.0%	4.4%	4.0%	5.6%pt
	海運業	Neutral	2,772.3	12.33	7.5%	2.9%	3.2%	4.6%pt
	ﾊﾟﾙﾌﾟ･紙	Neutral	665.4	13.87	4.0%	2.0%	3.5%	2.1%pt
	鉱業	Neutral	1,184.0	10.25	8.3%	2.6%	3.1%	5.7%pt
内需	小売業	UW	2,389.8	24.77	10.0%	4.1%	1.7%	5.9%pt
	情報･通信業	OW	7,830.8	20.24	10.6%	4.5%	2.1%	6.1%pt
	陸運業	UW	2,347.5	12.54	8.0%	2.4%	2.3%	5.7%pt
	建設業	OW	2,457.9	10.98	11.2%	4.6%	3.7%	6.6%pt
	その他製品	Neutral	6,487.8	20.45	11.9%	4.7%	1.9%	7.2%pt
	ｻｰﾋﾞｽ業	Neutral	4,819.9	26.45	11.4%	3.2%	1.1%	8.2%pt
	金属製品	Neutral	1,790.0	17.54	6.5%	3.5%	3.1%	3.0%pt
	空運業	UW	248.8	11.33	8.2%	2.7%	2.9%	5.5%pt
	倉庫･運輸関連業	Neutral	4,529.5	17.35	7.4%	4.0%	3.1%	3.5%pt
	不動産業	Neutral	2,496.8	12.79	10.1%	3.5%	2.8%	6.5%pt
金融業	銀行業	Neutral	694.6	12.54	11.9%	4.5%	3.0%	7.5%pt
	保険業	Neutral	4,256.8	13.46	10.3%	4.7%	3.4%	5.6%pt
	証券･商品先物取引業	Neutral	911.4	9.73	10.8%	8.2%	7.8%	2.6%pt
	その他金融業	Neutral	1,473.1	12.94	9.8%	4.7%	3.7%	5.1%pt
ディフェンシブ	医薬品	Neutral	4,278.7	15.45	11.4%	5.1%	2.9%	6.2%pt
	食料品	Neutral	3,004.7	18.98	9.5%	5.0%	2.8%	4.5%pt
	水産･農林業	UW	695.4	11.93	8.3%	3.0%	3.0%	5.3%pt
	電気･ｶﾞｽ業	UW	719.1	8.51	7.8%	1.7%	2.6%	6.1%pt

出所:Bloomberg
注 1:上位 25%を赤字、下位 25%を青字にした
注 2:OW、Neutral、UW は上記定量情報と定性情報を加味して決定した

◎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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ RESONA

物色②:外需、シクリカル等に上昇余地があるとみる

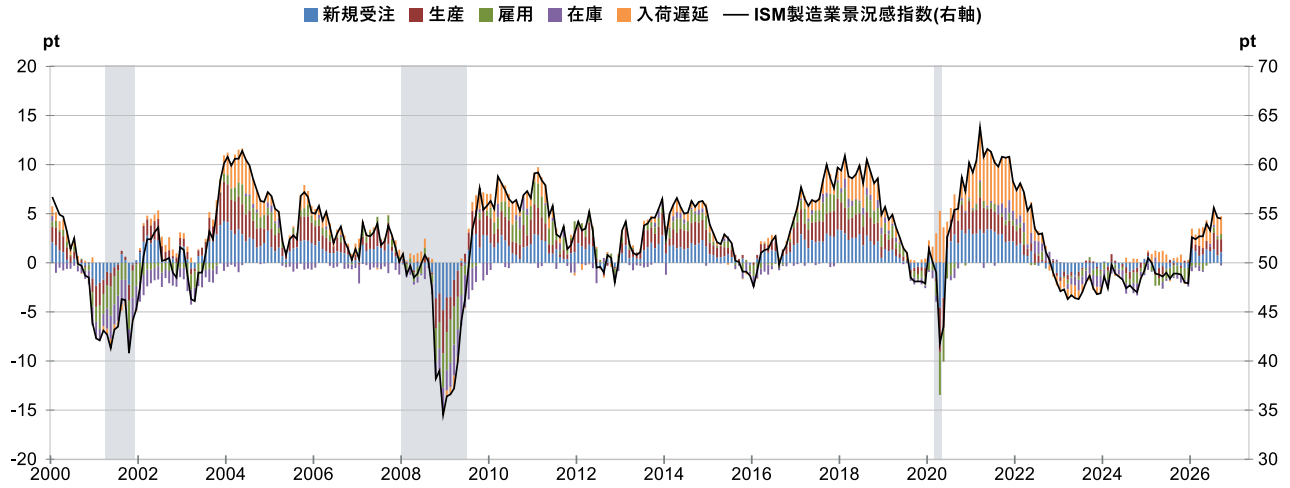
今後の物色を、グローバルな製造業の循環的回復に着目して整理する。回復局面の判定には米 ISM 製造業景況感指数を採用した。図表 14 は、2010 年以降の改善局面における東証 33 業種別リターンを集計したものである。主要な製造業が含まれる外需、製造業へ部材を提供しているシクリカルのパフォーマンスが良好な傾向にある。

図表 14：東証 33 業種別のファンダメンタルズ&バリュエーション

		2010/02～2010/04	2011/08～2012/04	2012/11～2013/12	2014/01～2014/04	2016/01～2017/09	2018/12～2019/02	2020/04～2021/03	2023/06～2024/03	2025/12～2026/10	平均
TOPIX		9.6%	0.3%	69.3%	-7.5%	4.7%	-6.2%	40.8%	26.1%	18.8%	17.0%
外需	電気機器	13.5%	-4.7%	73.1%	-0.7%	20.6%	-5.3%	71.2%	20.7%	26.6%	24.0%
	輸送用機器	9.0%	4.7%	95.5%	-8.9%	-13.6%	-2.5%	37.9%	59.3%	-0.1%	22.9%
	機械	14.8%	-4.7%	85.3%	-7.7%	19.0%	-8.4%	58.3%	26.4%	3.4%	22.5%
	精密機器	9.3%	-3.7%	58.5%	-3.5%	8.3%	0.1%	31.9%	13.6%	10.8%	18.6%
シクリカル	化学	12.8%	-3.7%	57.8%	-3.8%	26.1%	-6.7%	33.5%	17.8%	21.4%	17.7%
	卸売業	15.8%	1.4%	39.8%	-1.9%	17.8%	-4.1%	40.3%	39.2%	26.9%	21.7%
	鉄鋼	17.6%	-12.4%	93.4%	-16.5%	9.2%	-6.9%	56.4%	44.3%	4.3%	27.3%
	非鉄金属	14.2%	-11.8%	67.4%	-11.7%	21.0%	-5.8%	69.8%	21.4%	38.6%	25.8%
	ｶﾞﾗｽ･土石製品	14.6%	-15.2%	79.3%	-4.1%	8.8%	-5.8%	53.6%	25.4%	18.4%	21.0%
	繊維製品	14.0%	-1.4%	46.4%	-3.5%	3.2%	-7.0%	25.4%	1.1%	11.3%	11.1%
	石油･石炭製品	15.7%	-11.2%	37.2%	-9.4%	17.3%	-12.8%	28.1%	54.3%	32.5%	17.4%
	ｺﾞﾑ製品	10.3%	5.8%	94.6%	-6.7%	13.6%	-8.5%	33.8%	21.2%	7.6%	20.1%
	海運業	23.4%	-12.4%	119.3%	-13.3%	-4.3%	-7.6%	108.5%	72.2%	63.0%	34.6%
	ﾊﾟﾙﾌﾟ・紙	5.9%	1.8%	76.1%	-8.2%	15.2%	-4.6%	18.6%	16.5%	11.9%	11.9%
	鉱業	8.8%	-6.9%	12.5%	-1.6%	-10.8%	-14.3%	33.4%	43.0%	26.2%	13.9%
内需	小売業	12.4%	11.0%	52.1%	-8.0%	-1.3%	-11.3%	40.2%	18.9%	2.6%	12.1%
	情報･通信業	2.8%	-3.0%	88.0%	-8.3%	14.5%	-4.5%	55.2%	16.8%	5.6%	15.8%
	陸運業	5.9%	9.8%	44.3%	-4.2%	-7.9%	-1.5%	10.3%	7.3%	0.0%	5.9%
	建設業	10.4%	7.0%	61.2%	-7.2%	16.8%	-5.2%	21.0%	23.6%	-6.9%	11.8%
	その他製品	16.5%	1.2%	52.7%	-6.7%	46.8%	-8.1%	43.2%	26.3%	-13.2%	16.0%
	ｻｰﾋﾞｽ業	8.5%	5.7%	64.0%	-7.6%	10.6%	-6.8%	67.3%	16.3%	58.5%	19.8%
	金属製品	19.3%	-4.7%	66.9%	-8.0%	9.6%	-6.6%	58.1%	25.7%	11.8%	19.0%
	空運業	2.8%	-6.5%	31.1%	3.1%	1.4%	-1.0%	17.8%	3.3%	4.7%	5.6%
	倉庫･運輸関連業	12.6%	2.7%	60.0%	-4.9%	2.3%	-6.0%	32.8%	18.9%	9.4%	12.0%
	不動産業	9.3%	6.0%	98.5%	-18.7%	-13.9%	-1.3%	33.7%	29.5%	-2.6%	19.4%
金融業	銀行業	4.7%	3.9%	73.1%	-12.8%	-14.6%	-9.9%	31.5%	49.2%	41.1%	18.3%
	保険業	11.1%	-4.2%	73.6%	-12.9%	-6.0%	-8.9%	25.2%	46.1%	48.3%	19.6%
	証券･商品先物取引業	5.2%	-0.4%	189.5%	-17.1%	-10.3%	-13.9%	53.2%	67.3%	15.8%	28.3%
	その他金融業	15.6%	5.7%	102.3%	-19.0%	-2.5%	-9.1%	36.0%	38.8%	23.2%	16.0%
ディフェンシブ	医薬品	0.4%	3.3%	37.1%	-2.5%	-7.7%	-9.9%	13.8%	3.4%	11.1%	6.1%
	食料品	1.6%	11.6%	43.6%	-3.2%	4.3%	-6.3%	6.5%	10.6%	18.0%	8.6%
	水産･農林業	4.2%	1.6%	34.9%	0.0%	10.8%	-6.5%	15.5%	20.5%	-4.4%	5.3%
	電気･ｶﾞｽ業	4.8%	1.1%	66.2%	-10.3%	-12.0%	-2.8%	-2.0%	23.2%	3.6%	6.1%
ISM製造業景況感指数		2.6pt	2.6pt	8.5pt	4.1pt	12.4pt	-0.5pt	22.0pt	3.5pt	7.7pt	8.7pt

出所：Bloomberg

図表 15:ISM 製造業景況感指数



出所：Bloomberg

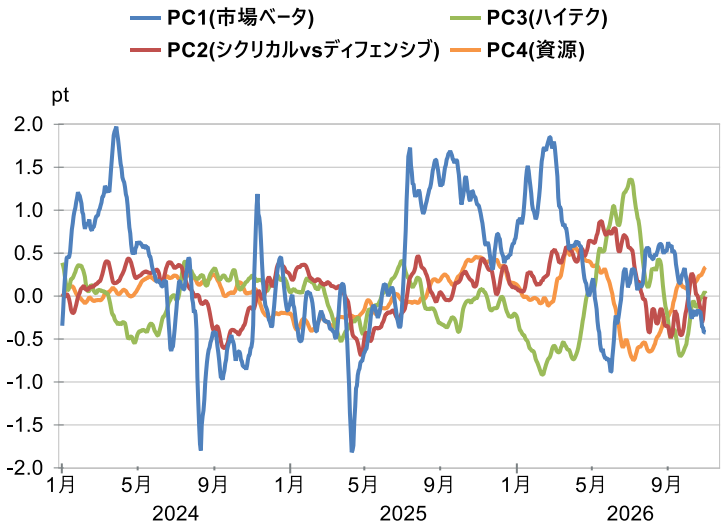
◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

物色③:シクリカル、資源、ハイテク株に上昇余地があるとみる

主成分分析から推察される相場のテーマを基に投資妙味のある業種を絞り込む。図表 16～17 は日本株式市場を対象に、東証 33 業種別指数のリターンを使った。筆者の所感では、PC1～PC4 はある程度相場全体に影響するテーマである一方、PC5～PC8 はやや個別色の強いテーマであるとの印象を受けた(いずれも 36 ヵ月ローリング値であることに留意)。

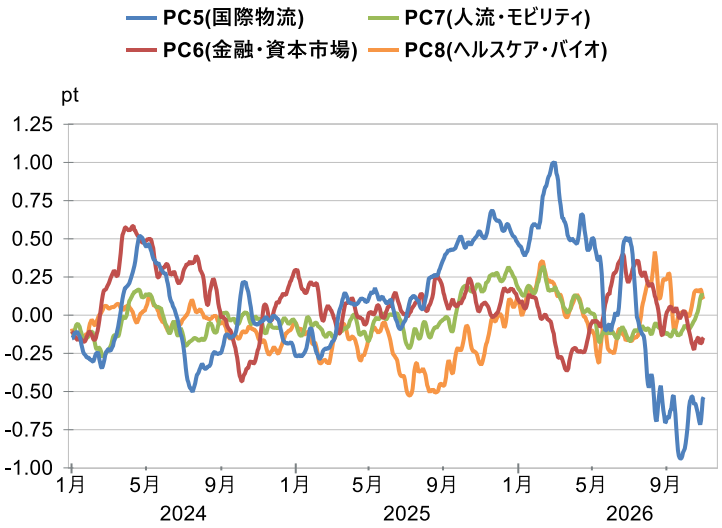
まず、特筆すべきは PC3 で、ハイテクが著しく上昇し、過去に類を見ない水準まで上昇したが、7 月に調整した後反発し、足元はほぼニュートラルな状態である。一方で、PC1 をみると、市場ベータは低下し 0 を下回っているため、日本株全体として割安感が見受けられる。PC2 より、シクリカルとディフェンシブでは、選好の偏りはみられず、足元は方向感を欠く展開となっていることとも整合する。また、PC4 より、堅調な企業業績に伴う高い需要を踏まえ、資源については評価の見直しが持続しているようである。

図表 16：日本株のテーマ①



注 1：業種別リターンに主成分分析を実行。変数名(解釈)は筆者
注 2：3 ヵ月ローリング値
出所：QUICK

図表 17：日本株のテーマ②



注 1：業種別リターンに主成分分析を実行。変数名(解釈)は筆者
注 2：3 ヵ月ローリング値
出所：QUICK

以上を踏まえると、まずハイテク企業には押し目買いが推奨される。3 ヵ月ローリング値でさえ中立水準であることを踏まえると、直近の大幅下落から足元の株価水準は割安圏にあるとみる。決算からは AI ブームの持続や高い成長が見込めることが強く示唆されたため、テクニカル(≒需給の歪み)な売りは押し目買いの好機である。また、グローバル景気が循環的回復局面を迎える中では、シクリカル、資源関連株(卸売業、石油・石炭製品、鉱業、電気・ガス業等)にも投資妙味があろう。資源価格はややボラタイルだが、経済成長を背景に中長期では上昇基調となろう。

金融・資本市場関連株(銀行業、証券・商品先物取引業等)については、足元はアンダーパフォーム状態だが、日銀の利上げ織り込みは一服しつつあることから、アンダーパフォーム傾向が持続するとみている。

◎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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ
RESONA

■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
379	2026/6/15	半導体，米国株	2026 年 6 月半導体市場及びハイテク株動向
380	2026/6/18	米国経済	2026 年 6 月 FOMC とマーケット環境の整理
381	2026/6/19	日本株	日本株需給(6 月 8 日～6 月 12 日)と Weekly データ集
382	2026/6/26	日本株	日本株需給(6 月 15 日～19 日)と Weekly データ集
383	2026/7/1	日本株	日本株 2026 年 6 月レビューと 7 月見通し
384	2026/7/2	欧州経済	26 年 6 月ユーロ圏物価動向
385	2026/7/3	日本株	日本株需給(6 月 22 日～6 月 26 日)と Weekly データ集
386	2026/7/10	日本株	日本株需給(6 月 29 日～7 月 3 日)と Weekly データ集
387	2026/7/10	世界経済，世界株	マクロチャートブック 2026 年 7 月号
388	2026/7/17	日本株	日本株需給(7 月 6 日～7 月 10 日)と Weekly データ集
389	2026/7/17	半導体，米国株	2026 年 7 月半導体市場及びハイテク株動向
390	2026/7/24	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
391	2026/7/27	日本株	日本株需給(7 月 13 日～7 月 17 日)と Weekly データ集
392	2026/7/30	米国経済	2026 年 7 月 FOMC とマーケット環境の整理
393	2026/7/31	欧州経済	26 年第 2 四半期ユーロ圏 GDP 統計
394	2026/7/31	日本株	日本株需給(7 月 21 日～7 月 24 日)と Weekly データ集
395	2026/7/31	米国経済，日本経済，日本株，ドル円	米中間選挙とマーケットへの影響
396	2026/8/3	日本株	日本株 2026 年 7 月レビューと 8 月見通し
397	2026/8/3	欧州経済	26 年 7 月ユーロ圏物価動向
398	2026/8/3	ドル円	日米協調介入の実施
399	2026/8/7	日本株	日本株需給(7 月 27 日～7 月 31 日)と Weekly データ集
400	2026/8/14	世界経済，世界株	マクロチャートブック 2026 年 8 月号
401	2026/8/17	日本株	日本株需給(8 月 3 日～8 月 7 日)と Weekly データ集
402	2026/8/17	半導体，米国株	2026 年 8 月半導体市場及びハイテク株動向
403	2026/8/21	日本株	日本株需給(8 月 10 日～8 月 14 日)と Weekly データ集
404	2026/8/21	米国株，日本株	TACO 指数でみる今後のマーケット展望
405	2026/8/24	欧州経済	26 年第 2 四半期ユーロ圏賃金動向
406	2026/8/27	半導体，米国株	エヌビディアの決算 FY2027 2Q First Impression
407	2026/8/31	日本株	日本株需給(8 月 17 日～8 月 21 日)と Weekly データ集
408	2026/9/1	日本株	4-6 月期決算集計と日本株ストラテジー
409	2026/9/1	日本株	日本株 2026 年 8 月レビューと 9 月見通し
410	2026/9/2	欧州経済	26 年 8 月ユーロ圏物価動向
411	2026/9/4	日本株	日本株需給(8 月 24 日～8 月 28 日)と Weekly データ集
412	2026/9/11	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
413	2026/9/11	日本株	日本株需給(8 月 31 日～9 月 4 日)と Weekly データ集
414	2026/9/14	世界経済，世界株	マクロチャートブック 2026 年 9 月号
415	2026/9/17	米国経済	2026 年 9 月 FOMC とマーケット環境の整理
416	2026/9/18	日本株	日本株需給(9 月 7 日～9 月 11 日)と Weekly データ集
417	2026/9/18	半導体，米国株	2026 年 9 月半導体市場及びハイテク株動向
418	2026/9/28	日本株	世界的な金利上昇局面での株価展望
419	2026/9/30	日本株	日本株需給(9 月 14 日～9 月 18 日)と Weekly データ集
420	2026/10/1	日本株	日本株 2026 年 9 月レビューと 10 月見通し
421	2026/10/2	日本株	日本株需給(9 月 24 日～9 月 25 日)と Weekly データ集
422	2026/10/5	欧州経済	26 年 9 月ユーロ圏物価動向
423	2026/10/9	世界経済，世界株	グローバル経済・マーケット見通し 2026 年 10 月号
424	2026/10/9	日本株	日本株需給(9 月 28 日～10 月 2 日)と Weekly データ集
425	2026/10/19	日本株	2026 年 10 月半導体市場及びハイテク株動向
426	2026/10/19	欧州経済	日本株需給(10 月 5 日～10 月 9 日)と Weekly データ集
427	2026/10/23	米国経済，日本経済，日本株，ドル円	米中間選挙とマーケットへの影響
428	2026/10/23	日本株	日本株需給(10 月 13 日～10 月 16 日)と Weekly データ集

◎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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。