

PERレンジ上限のTOPIXは割高か マーケットサイクルを踏まえると正当化が可能

2025年10月17日

株価上昇を受けてTOPIXのバリュエーションがレンジ上限に

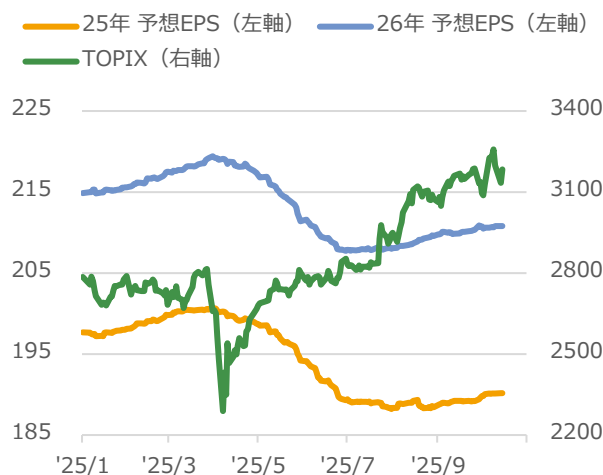
PER拡大がけん引する形で、日本株の上昇が続いています。4月上旬の急落後の回復局面では、TOPIXの予想EPSが下方修正される中で株価が回復してきました。7月に入ると予想EPSは底打ちしたものの、その回復は鈍いままで、今期EPSは前期比横ばい予想（会社計画は減益予想）でしたが、株価はお構いなしに上昇しました。9月以降は国内政治への期待に加え、AI関連のポジティブなニュースもあり、株価は一段高となっており、TOPIXの予想PERはレンジの上限を突破しつつあります。政治動向に振り回される状況が続いていますが、一步引いて、足元のバリュエーション水準について考えたいと思います。

精彩を欠く足元の企業業績にもかかわらず、株価が上昇して高値を更新している現状は、妥当性を欠いていると考えるべきでしょうか。そして、レンジ上限にあるバリュエーションは、今後のアップサイドが限定的、もしくはダウンサイドリスクが高いことを示唆するシグナルと捉えるべきなのでしょうか。

高いバリュエーション水準は、何らかのショックが起きた場合には脆弱であり、ダウンサイドが大きくなるリスクがあると言えますが、過度に警戒する必要はないと考えます。PERについては、フォワードルッキングである株式市場の性質と、そのマーケットサイクルを考える必要があるからです。市場環境によって株価は、足元の企業業績との相関が高まることもあれば、その先を見に行くこともあります。

4-6月に予想EPSが切り下がり、7月以降も回復が鈍い中で、TOPIXは上昇を続けてきた

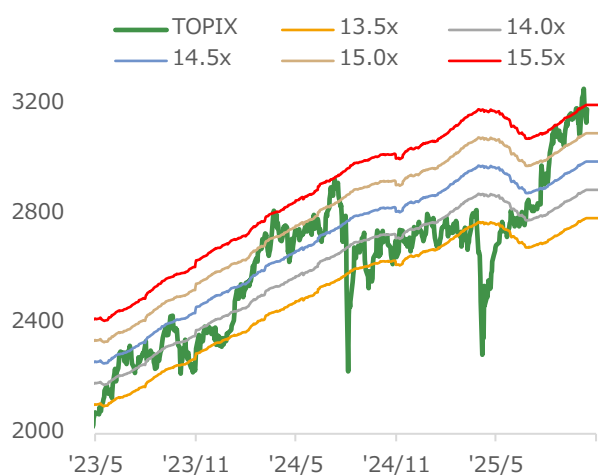
(円)



※直近値は10月15日

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

TOPIXは予想PERレンジの上限を突破しつつある



※12カ月先PERのバリュエーションバンド、直近値は10月15日

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

転換局面では、業績見通しの下方修正が続く中で株価が回復する

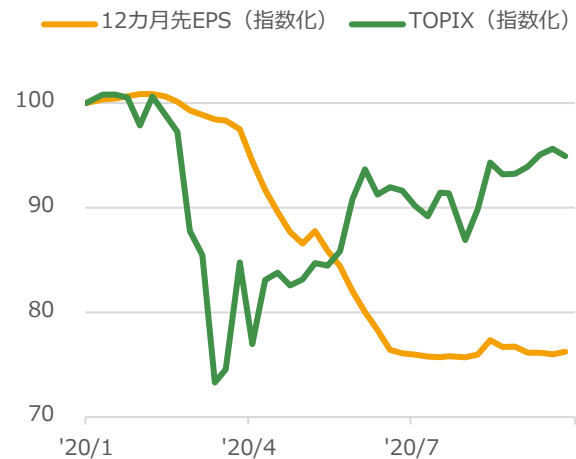
今年の4-6月のように、足元の企業業績が精彩を欠く中で株価回復が見られるのは、実は珍しくありません。業績悪化を伴う株価下落局面から、株価が反発して持続的な上昇相場に転換する際には、業績見通しが下方修正される中、バリュエーション主導で株価が回復するのは、むしろ典型的と言えます。株式市場はフォワードルッキングであるため、目先の業績が悪くても、その後の業績回復への確信度が強まれば、回復後の業績を織り込みに行くからです。そのため、通常使われることの多い12カ月先PERで見ると、レンジから外れた水準となることもありますが、それは必ずしも割高であることにはなりません。

例えば2020年は、COVID-19の影響でTOPIXは2月上旬から3月中旬にかけて急落しましたが、その後、12カ月先EPS予想が切り下がり続ける中で反発し、上昇を続けました。2009年のリーマンショックからの回復局面も同様でした。

2012年秋以降のアベノミクス相場では、予想EPSが緩やかに上方修正されていた点がこれまでの2例と異なりますが、株式市場は「三本の矢」による経済・業績の改善を急速に織り込みにいき、予想PERはレンジを大きく上回る水準まで上昇しました。

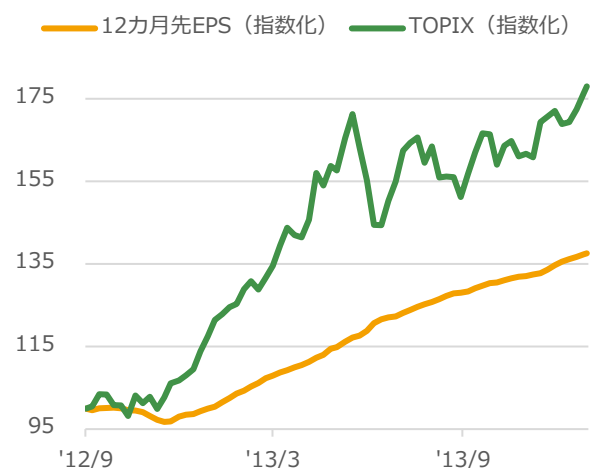
いずれの例でも、株価上昇を予想PERの拡大が主導し、レンジを超える水準まで上昇した後、PERは正常化してレンジ内に戻っていきました。正常化の過程ではPERは縮小したものの、予想EPSの増加が支えとなり、株価は上昇基調を維持していました。足元のTOPIX12カ月先PERは15倍台半ばですが、26年度EPSを使って計算すると、PERは14倍台にとどまります。回復局面における典型的なマーケットサイクルに沿っているだけだとすれば、バリュエーション水準を過度に懸念する必要はないと言えるでしょう。

2020年のケースでは、予想EPSが下方修正される中でTOPIXは反発した



※2020年1月を100としてTOPIXおよびTOPIX予想EPSを指数化
(出所) ファクトセットより大和アセット作成

2012-13年のケースでは、TOPIXは予想EPSの改善を先取りしてPER主導で上昇



※2012年9月を100としてTOPIXおよびTOPIX予想EPSを指数化
(出所) ファクトセットより大和アセット作成

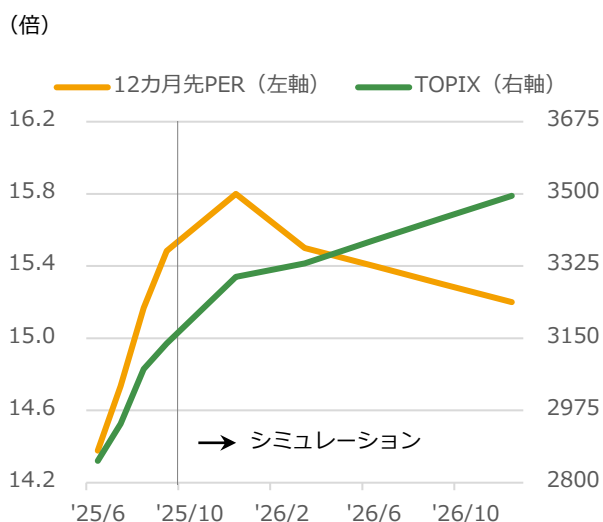
予想PERとTOPIXの株価推移をシミュレーションしてみる

予想PERが縮小する中でも株価上昇は可能なのか、疑問に思う向きもあるでしょう。コンセンサスが想定するEPS成長が実現するとの前提に立ち、PERが穏やかにレンジに回帰するパスを想定した場合、TOPIXがどのように推移するのかをシミュレーションしてみました。

景気や政治、地政学などの不確実性が高まらない場合、国内での改革期待などを踏まえると、TOPIXのPERは15.0-15.5倍のレンジが妥当と考えます。中間決算が良好な内容となり、来期業績予想の確信度が強まるのが条件となりますが、12カ月先ベースのPERは年末に向けて若干切り上がったのち、26年3月末にレンジ上限の15.5倍、26年末に15.2倍まで緩やかに切り下がると想定すると、TOPIXはそれぞれ3,300/3,500となり、株価は緩やかに上がっていくと見込まれます。マクロや業績の不透明感が高まれば、予想PERが15倍を維持するのは難しく、また業績予想が下振れれば、EPSの下方修正により株価の下落がもたらされるため、この分析は株価の上昇を保証するものではありませんが、現状で比較的リーズナブルと考えられるシナリオに基づく、PERが正常化しても株価の健全な上昇が期待できることが分かります。

足元の予想PERの拡大については、より前向きな見方もあります。国内インフレとガバナンス改革などの構造変化を背景に、投資家の日本株への評価が変わり、TOPIXのPERレンジが切り上がっているというものです。これはどちらかといえばアップサイドのリスクシナリオという位置づけですが、国内政治にポジティブな変化が見られる中、引き続きガバナンス改革が進展し、この数年停滞していたTOPIXのROEが向上するなどによって、日本の変化に懐疑的な海外投資家の見方が変わり、加えて家計の金融資産が預金から株式市場へとシフトし続けるのであれば、あり得ないシナリオではありません。2026年末に、改革期待が高かったアベノミクス前半の2015年につけたピークである16.3倍（2013年前半を除外）にPERが達すると想定すると、TOPIXは3,800近くまで上昇する可能性があります。このシナリオは、現時点ではやや楽観的過ぎるよう思われ、まずは様々な変化の証左を見極める必要がありますが、ライトテール・リスクとして、頭に置いておいてもよいかもしれません。

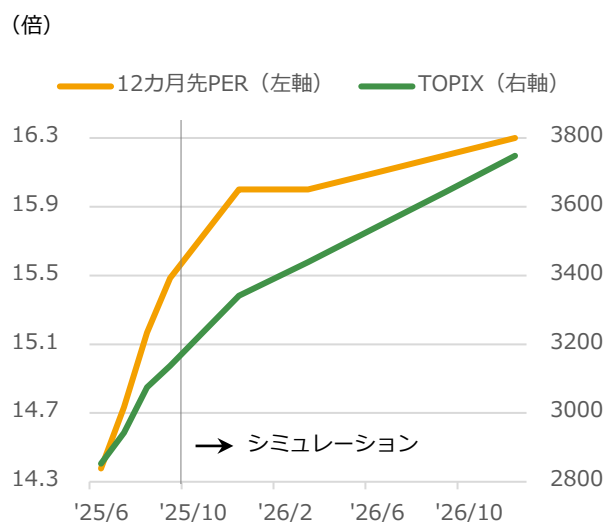
予想PERの正常化を見込んだTOPIXのシミュレーション



※2026年12月までのシミュレーション

(出所) ファクトセット、大和アセット

予想PERレンジの上方シフトを想定したTOPIXのシミュレーション



※2026年12月までのシミュレーション

(出所) ファクトセット、大和アセット