

【特別レポート】 トランプショックと株価水準

北山広京

概要

2025年4月2日のトランプ相互関税の発表後、マーケットは大幅な下落となった。NYダウは42,236ドルから38,315ドル、日経平均は35,725円から33,780円となり、2日間で大幅な下落となった。さらに、日経平均先物は日本時間4月5日早朝時点で32,238円まで下げている。これを考慮すると発表以降、日米ともに株価指数は9%超の下落である。

この下落は高関税による企業収益の悪化を見込んだ結果であるが、現時点でどの程度まで株価に織り込まれたのだろうか。まだ十分に株価に反映されていないようであれば、週明けには、いったんはポジションの解消を検討すべきであろう。逆に、株価が行き過ぎて下落したのであれば、買いのチャンスと捉えることができる。

現在のファンダメンタル値

ここでは、ファンダメンタル的な視点から、国内市場について予想益回りと収益還元モデルを用いて、現時点の株価水準の妥当性を検討してみよう。まず、現時点のプライム市場におけるファンダメンタルは以下のようになっている。なお、3月31日と4月4日は終値から計算された値、4月7日予想は4月5日の夜間の日経先物の動きから、週明けには4.4%程度市場が下落すると仮定して算出した値である。

	3月31日	4月4日	4月7日予想
予想 PER	14.9 倍	13.8 倍	13.2 倍
予想益回り (1/PER)	6.72%	7.22%	7.55%
PBR	1.33 倍	1.24 倍	1.18 倍
予想配当利回り	2.43%	2.60%	2.72%
予想 ROE	8.94%	8.95%	8.95%

予想益回り水準の推移

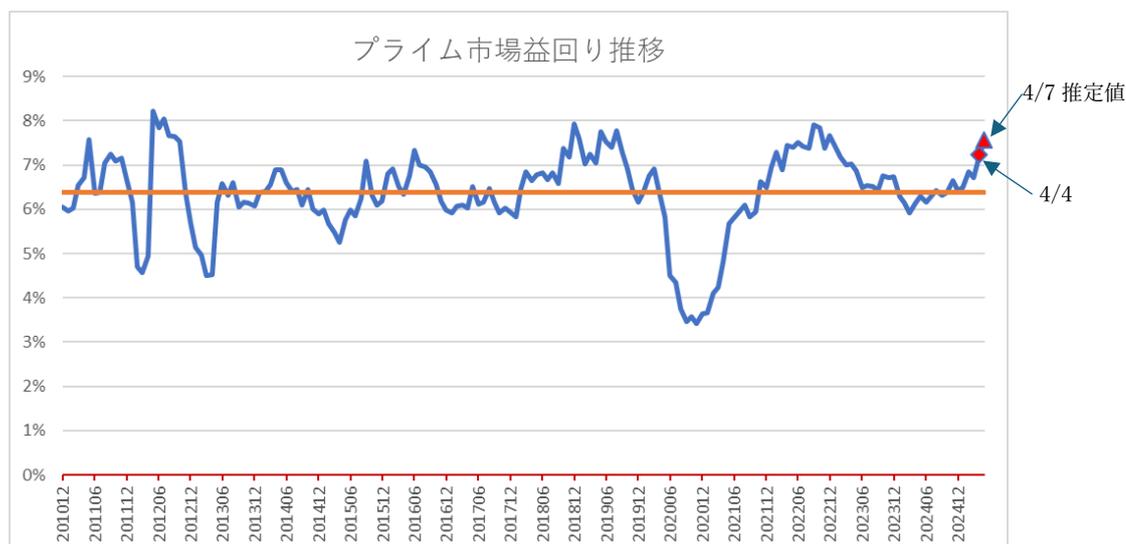
予想益回りは PER の逆数であり、株価に対して企業がどのくらいの利益を上げているかを示す指標である。たとえば、1,000 円の株価の企業が一株当たり 100 円の利益を上げている場合は 10%となる。(PER では 10 倍)

益利回りや PER は、どの水準が妥当であるかの理論的な背景はないが、投資家がどの程度のリターンを株式に対して求めているかの大きかな目安となる。個別銘柄の場合は、銘柄ごとに大きくことなり、また、同じ銘柄でも時期が異なれば、異なる水準となる。一方、

市場平均の益回りは、市場混乱時を除くと比較的安定した値で推移している。

このため、現時点の市場平均益回りが過去水準から乖離している場合は、市場全体として割安、または、割高の状態になっていると判断することができる。

下図は、リーマンショックの影響による異常値が収まった2010年12月以降のプライム市場予想益回りの推移である。



ばらばら、6%～8%の範囲で推移しており、この期間の平均は、6.38%(PER=15.7倍)程度となっている。市場参加者は平均すると、この程度の予想益回りを妥当な水準と判断して株式の売買をしていると言える。図の右端の◆は、4月4日、▲は4月7日予想の値である。4月7日の予想値は7.55%であり、上限の8%にかなり近い値となっている。

このため、もし市場平均としての利益見通しに変化しないのであれば、現時点の株価は、かなり割安な水準であるとも言えるが、市場参加者はトランプ関税の影響による企業収益の悪化を想定し、高い益回り水準(株価の下落)を妥当と判断しているのだろう。

益回りと株価水準

そこで、4月7日の予想日経平均である32,237円の株お価値水準で、平均的な益回り水準となる6.4%となる企業収益を逆算してみたい。

益回りの変化率と企業利益の変化率は等しくなるので、 $6.38\%/7.55\%=84.5\%$ であり、企業収益が $(100\%-84.5\%)=15.5\%$ 程度低くなれば、平均的な益回り水準となる。つまり、15.5%程度の減益であれば、現時点での株価水準は妥当であると言える。

もし、トランプ関税の影響で、それ以上の減益率になるとすれば、まだ、下げ余地があるとも言えるだろう。

ただし、これは企業業績の減益率が非常に長期間(10年以上)にわたって同程度の率で発生し続けるとした場合の推定値である。

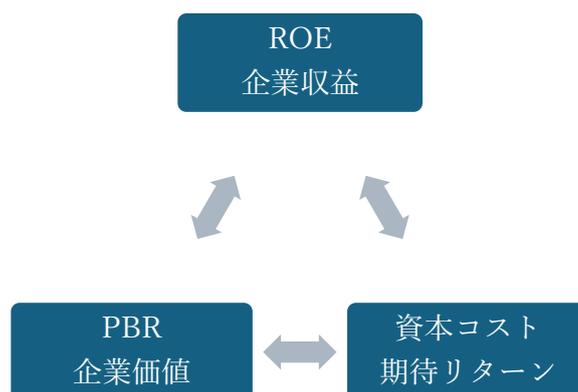
現実にはそのような事態は想定しづらいので、数年以内に企業の利益水準が回復すると仮定した場合を考えてみよう。

収益還元モデルによる試算

収益還元モデルとは、想定される将来の収益の総計として資産の価格を推定するモデルである。M&A などにおける企業価値推定等、金融業界では資産価値推定モデルとして広く用いられている。本題から外れるためモデルの詳細¹は紹介しないが、これを使って、現在の市場の株価水準を試算してみよう。

収益還元モデルの構造

収益還元モデルは、ROE(企業収益)と PBR(企業価値)と資本コスト²(期待リターン)の3つのパラメータの関連式となっており、どれか2つが決まれば、残りの一つを推定することができる。例えば、M&Aなどで企業価値を推定する場合、将来の企業収益としての ROE、買収で想定している期待リターンを入力値とし、企業価値である PBR を算出する。



推定の方法

1. 現時点の市場の ROE、PBR から市場の資本コスト(期待リターン)を推定する。
2. 1で求めた市場の資本コストと現時点の PBR を用いて、いくつかの回復シナリオでの市場が想定している収益(ROE)を求めてみよう。

資本コスト推定

トランプ関税発表前の3月31日の市場の予想 ROE と PBR を用いて資本コストを推定してみよう。結果は 8.15% となった。市場参加者は、株式市場に投資することによって平均的には年率 8.15% 程度のリターンを期待していると解釈することができる。逆に言えば、そのような水準で株式の価格付けをしているとも言える。

シナリオ別想定利益(ROE)

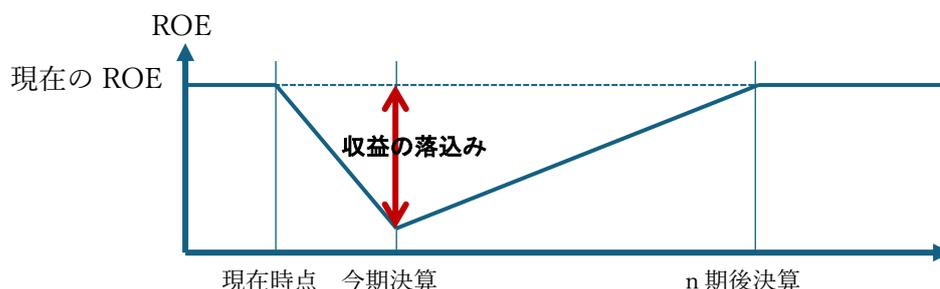
次に、市場の資本コストを 8.15%、PBR を 4月7日の推定値である 1.18 倍として、いくつかのシナリオに基づいて、企業収益の推定値を求めてみよう。

1. 今年度に大きく落ち込み、その後、1年間で元の水準(ROE=8.95%)に戻る。
2. 今年度に大きく落ち込み、その後、4年間で元の水準(ROE=8.95%)に戻る。
3. 今年度に大きく落ち込み、その後、6年間で元の水準(ROE=8.95%)に戻る。

¹ 今後、会員向けに理論株価モデル等の形で紹介する予定。

² 割引率ともみなせる。

ROE 推移のシナリオイメージ



シナリオ別の今期決算の ROE 値

シナリオ	今期決算 ROE
シナリオ 1 : 1 年間で回復	-4.5%
シナリオ 2 : 3 年間で回復	3.2%
シナリオ 3 : 6 年間で回復	4.8%

この結果は、非常に興味深いものとなった。もし、現在の株価を正当化するならば、今期の企業収益の落込みはすでに組み込まれており、過剰に下落しているとも言えるのではないかと。もし、シナリオ 1 のように、来季には企業収益が元の水準に戻るとすれば、今期の ROE は -4.5% まで落ち込まなければ、現在の株価水準は正当化されない。シナリオ 2 のトランプ退陣の 4 年後には企業収益が戻るとしても今期 ROE が 3.2% まで落ち込むレベルまで株価は織り込んでいる。シナリオ 3 のかなり保守的な想定でも ROE 4.8% である。収益還元モデルによる推定からでは、株価は過剰に下落している可能性が高いと言えるのではないだろうか。

まとめ

トランプ関税による株価急落で、株価が織り込んでいる企業収益悪化の水準を益回り、収益還元モデルを用いて推定した。単純な益回りでは、まだ下落余地があるように見えるが、これは現実的でない。

収益還元モデルによると、株価は過剰に下落した状況であると推定された。今後の状況によっては、まだ市場の波乱はあり得るだろうが、少なくとも現時点においては、ポジションを大きく減らすべきであるとの判断には至っていないであろう。