

研究員 の眼

米国株式は高 PER でも高収益？

～日米株式の資本コスト比較～

金融研究部 主任研究員 前山 裕亮

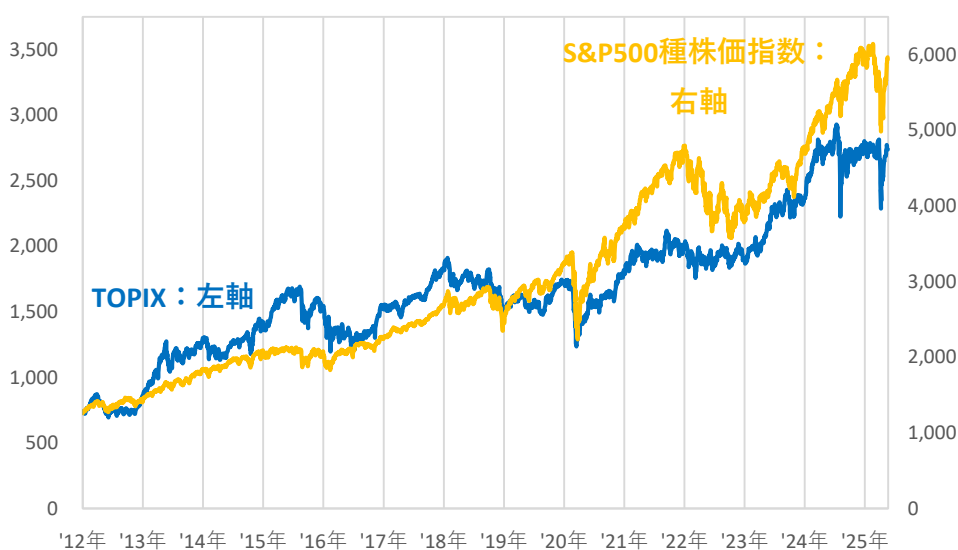
(03)3512-1785 ymaeyama@nli-research.co.jp

高PER状態が続く米国株式

アベノミクス相場が始まった 2013 年以降は日本株式も大きく上昇してきたが、それ以上に米国株式は好調であった。TOPIXとS&P500 種株価指数の推移を見ると、2012 年から 2017 年くらいまでは TOPIXの上昇が大きかったが、それ以降はS&P500 種株価指数の上昇が顕著で目を見張るものがあった【図表 1】。

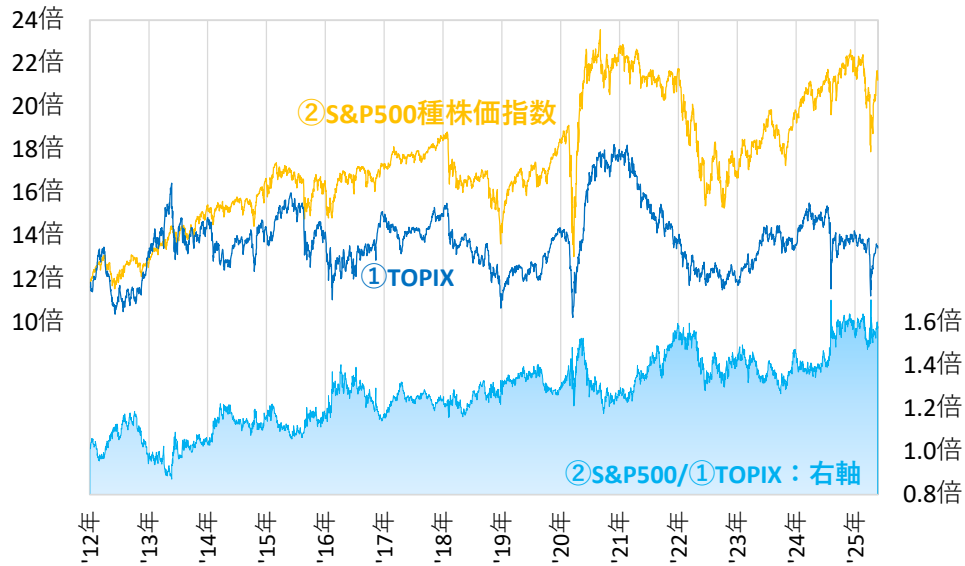
その一方で米国株式については株価上昇が急だったこともあり、割高感やプチ・バブルが警戒されてきた。TOPIXとS&P500 種株価指数の予想PERを見ると、S&P500 種株価指数の予想PERは上昇基調が続き、2012 年、2013 年頃にTOPIXと同水準だったのが、足元では 1.5 倍となっている【図表 2】。水準自体も、高金利下にもかかわらず 20 倍超えの高水準である。

【図表1】 TOPIX と S&P500 種株価指数の推移



(資料) Datastream より作成。

【図表2】 TOPIX と S&P500 種株価指数の予想 PER の推移



(資料) Datastream より作成。ともに 12 カ月予想 EPS を用いている。

それでも高収益を期待？

ただ、米国株式の高PERは業績の成長が期待された結果ともいえる。そこで、足元のTOPIX500 と S&P500 種株価指数の構成銘柄を対象に残余利益モデル：

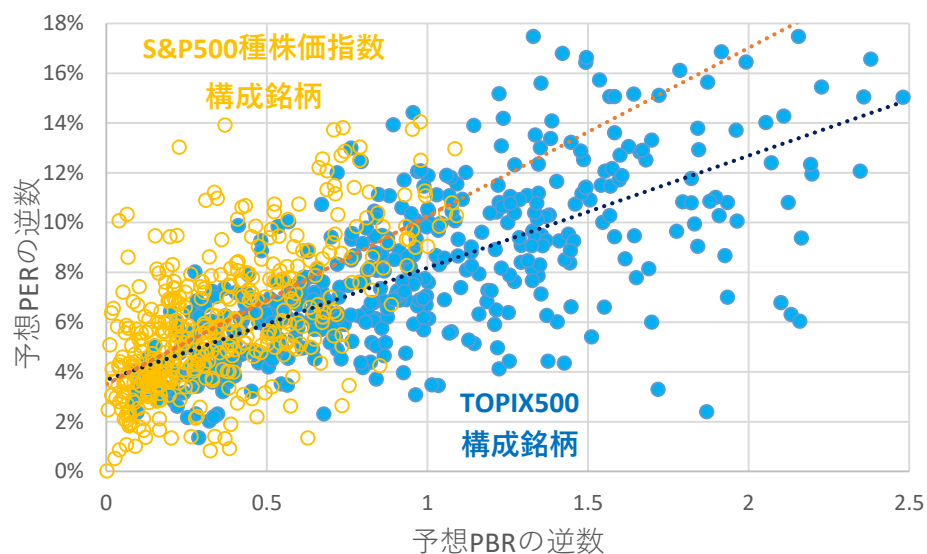
$$P(\text{株価}) = BPS + \frac{EPS - r \cdot BPS}{r - g}, \quad (\text{式 1})$$

BPS : 一株あたり自己資本、 r : 資本コスト、
 EPS : 一株あたり予想純利益、 g : 残余利益の成長率、

を変形したPERの逆数とPBRの逆数の関係式(式2)から、資本コストと成長率を同時推計した：

$$\frac{EPS}{P} = (r - g) + g \cdot \frac{BPS}{P}. \quad (\text{式 2})$$

【図表3】 2025 年4月末時点での分布

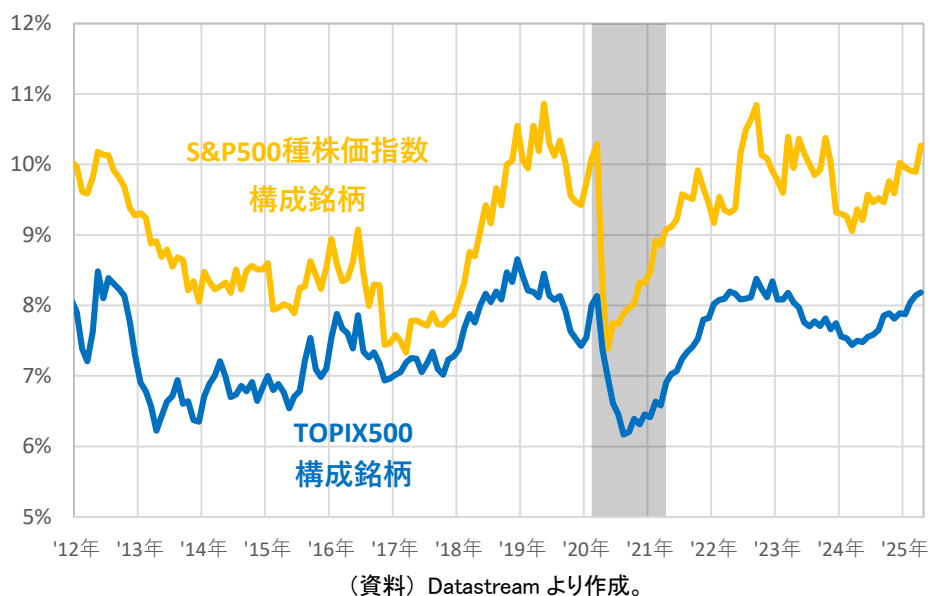


(資料) Datastream より作成。ともに 12 カ月先予想 BPS、EPS を用い、
 赤字予想銘柄と異常値処理で除外した銘柄は非表示。

実際には、それぞれの足元の構成銘柄を対象に予想PERの逆数を被説明変数、予想PBRの逆数を説明変数としてクロスセクションの回帰分析を各月末に行った。なお、各月末時点で赤字銘柄は除外し、さらに異常値処理として予想PERの逆数と予想PBRの逆数が「平均値 $\pm$ 3・標準偏差」から外れる銘柄も除外した。足元の2025年4月末時点のそれぞれの分布が【図表3】である。

株価に織り込まれている資本コスト【図表4】と成長率【図表5】の推移を見ると、S&P500種株価指数の構成銘柄の方が、いずれもTOPIX500よりも高くなっていた。このことから、米国株式は日本株式よりも高PERであるものの、やはり高成長で高収益が期待された株価形成になっていることが分かる。

【図表4】推計した資本コストの推移



【図表5】推計した成長率の推移



特に 2018 年以降、高水準

S&P500 種株価指数の構成銘柄では、新型コロナウイルスの影響が大きかった期間（ハイライト部分）を除くと、2018 年以降に資本コスト、成長率双方が特に上昇し、高水準で推移している。米国では、トランプ一次政権下の 2017 年 12 月に法人税が最高 35%だったのが一律に 21%に引き下げられた。さらに、コロナショック後にはこの減税も追い風となり、米ハイテク企業の業績急拡大や成長期待が高まった。このような背景から、米国株式市場ではそれまでと比べて高い収益性と成長性が期待されるようになったと考えられるだろう。

本資料記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と完全性を保証するものではありません。
また、本資料は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。