

## 9月以降の日本株市場と円/ドルの変調

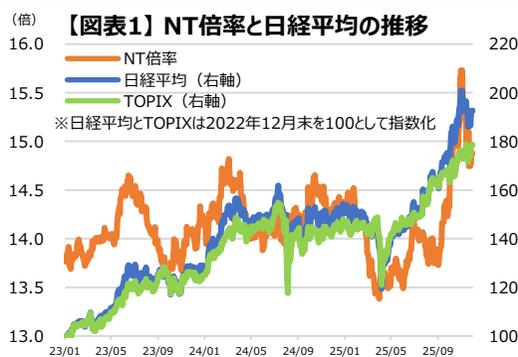
- ✓ 2025年9月以降、世界的なAI・半導体関連株の急激な価格変動により、日経平均値がさ株の株価が大きく変動したことで、日経平均とTOPIXで価格変動に大きな差が見られましたが、足元ではこうした極端な動きが是正されつつあります。
- ✓ 今後の日本株については、堅調な企業業績、高市政権の積極財政、自社株買いの需給環境等が下支えとなり、緩やかな上昇を想定します。
- ✓ 円/ドルは、高市政権の積極財政と日銀の利上げ先送り観測、FRB高官のタカ派的発言等により、11月半ばまで円安ドル高が進行しました。今後は、日本の補正予算の成立により過度な財政悪化懸念が後退することや、10月から11月半ばまで続いた政府閉鎖の影響等を受けた経済活動の鈍化により、今後発表される米国の経済指標は弱めの結果が想定されること等から、円高ドル安方向へ推移すると見込んでいます。

### ■日経平均とTOPIXの指数特性・構成銘柄の違い

2025年9月から10月にかけて、日経平均株価（以下「日経平均」）の上昇率がTOPIXを大きく上回り、日経平均をTOPIXで除して算出するNT倍率は、過去最高水準まで拡大しましたが、11月には急速に縮小しました【図表1】。これには、両指数の特性・構成銘柄と、市場の動きが関係しています。

日経平均は、東証プライム市場の代表的な225銘柄の株価の単純平均をベースに算出されています。一方のTOPIXは、東証プライム市場の原則全銘柄（10月末時点1,680銘柄）で構成され、構成銘柄の毎日の時価総額を基準日（1968年1月4日）の時価総額で除して算出されます。

これら構成銘柄数等の違いにより、基本的に1銘柄の指数に占める割合は日経平均の方が大きくなり、価格変動も大きくなり易いという特性があります。



【図表2】 指数構成比率上位5社（10月末時点）

日経平均		TOPIX	
銘柄名	構成比率	銘柄名	構成比率
A社（半導体製造装置）	11.9%	F社（自動車）	3.5%
B社（通信）	10.4%	G社（銀行）	3.3%
C社（アパレル）	8.7%	H社（電機）	3.2%
D社（半導体製造装置）	6.6%	I社（総合電機）	2.4%
E社（電子部品）	2.6%	J社（ゲーム）	1.9%
上記5社計	40.2%	上記5社計	14.3%

（出所） 日経プロフィール、Bloombergより住友生命作成

### ■日経平均の価格変動が大きくなった背景

米国では、8月下旬の米AI向け半導体大手NVIDIAの決算発表をはじめ、非常に強い半導体需要が確認されるとともに、大型のデータセンター投資が発表され、AI・半導体関連株の急激な上昇が見られました。

日本では新政権による成長戦略や財政政策への期待の高まり、上半期の企業決算が堅調だったことに加え、上記米国の動きが日本株市場にも波及し、日経平均の値がさ株である図表2のA社、B社、D社が大きく上昇し、指数を押し上げました。

11月に入ると、AI・半導体関連株の収益性や株価の割高感が意識され、同関連株主導で日経平均が大きく下落し、NT倍率は9月下旬の水準まで低下してきており、極端な動きが是正されつつあるとも言えます。



【図表4】 日経平均と値がさAI・半導体関連株の推移



## ■高市政権の政策方向性

高市政権は責任ある積極財政と強い経済を掲げ、補正予算等による大規模経済対策を閣議決定しました。また、11月4日に「日本成長戦略本部」を設置し、来年6月にAI・半導体等17分野を重点投資対象とした成長戦略をまとめる方針を示しました。

内閣府は補正後予算における国債発行額は前年度を下回る見込みとしていますが、足元では財政悪化懸念から超長期債を中心に金利が急上昇しており、来年度予算に向けて野放

凶的な財政拡張にならないか注目が集まります。

【図表5】経済対策の概要

対策の内容	財政支出額
生活安全保障・物価高対策（ガソリン税暫定税率廃止、お米券等）	約11.7兆円
危機管理投資・成長投資（先端分野への設備投資支援等）	約7.2兆円
防衛力と外交力の強化	約1.7兆円
その他（予備費の積み増し等）	約0.7兆円
合計	約21.3兆円

（出所）各種報道より住友生命作成

## ■日米株式市場の見通し

### <日本株見通し>

PERは過去レンジの上限付近にあり、バリュエーションの割高さが意識される中で、高値警戒感や日銀の利上げに対する思惑等が株価の重石となると考えています。

一方、高市政権の拡張的な財政政策や旺盛な自社株買い等の需給環境が下支えとなり、TOPIXは緩やかに上昇する展開を見込んでいます。

【図表6】TOPIXの予想EPSと予想PER推移



（出所）Bloombergより住友生命作成

### <米国株見通し>

目先は高値警戒感が熾り、ボラティリティの高まりが投資家心理に影響を与えることに加え、関税の企業業績に対する影響への警戒感等が株価の重石になると考えています。

一方、堅調な企業業績や2026年以降の財政拡張期待がサポート材料となり、株価は緩やかに上昇する展開を見込んでいます。

【図表7】S&P500の予想EPSと予想PER推移



（出所）Bloombergより住友生命作成

- ◆ 本資料はご契約者さまにて情報提供することを目的に作成しているものであり、保険の募集を目的としているものではありません。商品のご検討にあたっては、当社作成のパンフレット等をご覧ください。
- ◆ 本資料に記載のインデックスに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、当該インデックスの公表元またはその許諾者に帰属します。なお、当該インデックスの公表元またはその許諾者は、当該インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、当該インデックスを用いて行われる当社の事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。
- ◆ 本資料に掲載の見通し等は現時点のものであり、将来を保証するものではありません。また、今後予告なく見直すことがあります。

## ■円安の進行

4月以降円安傾向が続いていますが、6月下旬頃からドルインデックスとの大きな乖離が見られ、同期間は円の要因（日本要因）で円安が進行したことがわかります【図表8】。

日本では7月の参院選前に与党の苦戦が伝えられ、財政拡大懸念から超長期金利が上昇しました。10月以降は、高市政権の積極財政と日銀の利上げ先送り観測から、超長期金利上昇と円安が再度同時に進みました【図表9】。

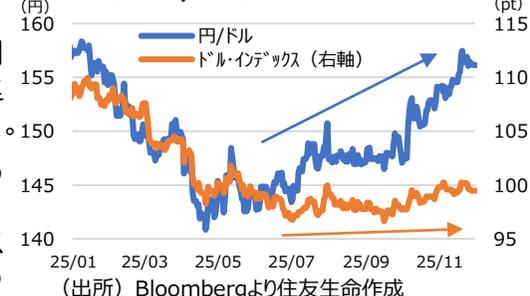
加えて、日本当局の口先介入のトーンが為替介入直前のものと比べると強いものではないことから、市場は当局のスタンスを瀕踏みしているように見えます。

## ■円/ドルの見通し

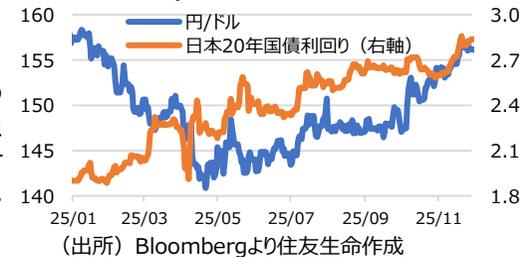
足元では高市政権の大規模な財政政策や円安けん制姿勢の弱さ、日銀の利上げ先送り観測、タカ派的なFRB高官の発言等から円安ドル高が進行しています。

補正予算の内容が確定し、過度な財政悪化懸念が後退する一方、米国の政府機関閉鎖等により、発表が遅れた10～12月期の米国経済指標が弱めになる可能性があることから、過度な円安ドル高は一服し、当面は円/ドルは円高ドル安方向で推移すると見込んでいます。

【図表8】円/ドルとドルインデックス



【図表9】円/ドルと日本20年債利回り



（出所）Bloombergより住友生命作成

2026年に入ると、米国は景気持直しの動きを見せる一方、日本では日銀の利上げ、春闘での賃上げ方針が明らかになる中で、円/ドルは円高ドル安方向で推移すると想定します。

【図表10】円/ドルと米日10年実質金利差推移



（出所）Bloombergより住友生命作成

あなたの未来を強くする

住友生命

〔住友生命保険相互会社〕

東京本社 〒104-8430 東京都中央区八重洲2-2-1

電話 (03)6664-8650 (年金事業室)

〈ホームページ〉 <https://www.sumitomolife.co.jp>