

想定比円安、業績下方修正リスク制御

短観では過去最高乖離、日本株の下抜け抑止

2022/10/12 (水)

9月の日銀短観では大企業製造業の想定ドル/円レートが、1ドル=122.60円となった。翌期の足元10月以降は実勢が140円台と+20円以上で推移しており、比較可能な1997年以降では過去最高のドル高(円安)乖離となっている。日本企業の収益は世界景気悪化や各種コスト高騰などが重石となるが、大幅な為替差益というバッファは先行き業績下方修正のリスクを制御する。日経平均株価は4月以降、複合打撃に見舞われながらも3月安値は割り込んでおらず、引き続き円安は下抜け抑止と下値固めの支援材料となる。

逆風下で日本株は底割れ回避、想定比円安も一因

「(岸田政権は「貯蓄から投資」を喧伝しながら、企業収益の向上や株高につながる成長戦略や人口減対策といった本丸対策が抜け落ちているが…)それでも年末にかけて取りまとめる資産所得倍增プランで国民に投資を促す以上、次回の国政選挙にかけて景気の悪化や株安が深刻化していれば、国民の政権不満に見舞われるという緊張感や責任意識は有している」――。

ある内閣官房の経済担当者は経済無策の批判に対し、このような反論を行っている。

倍增プランについては9月26日、鈴木俊一財務・金融相が全国証券大会で挨拶し、改めて「NISA(少額投資非課税制度)の抜本的拡充を含めた総合対策を年末に策定する」と表明した。そのうえで「家計が金融資産を拡大していくためには、預金として保有されている資産が投資にも向かい、持続的な経済成長の恩恵が家計にも及ぶ好循環をつくる必要がある」と強調している。

しかし今年の年末以降の場合、政府の投資促進策に呼応して株式投資に動いても、来年には世界景気の一段の悪化や米FRBなど各国中銀による利上げ継続、もしくは金融緩和転換の遅れといった株安リスクが消えていない。岸田政権には国民に投資を呼び掛ける以上、「緊張感や責任意識」ととどまらない具体的な経済対策や株安阻止策が求められてくる。

最新9月の日銀短観でも、大企業製造業の業況判断が3四半期連続で悪化するなど、企業収益には先行き不透明感が示された。一方で数少ない好材料となったのが、実勢の為替ドル/円レートを大きく下回るドル安・円高方向での想定レート維持だ。大企業製造業の想定は122.60円となり、現状の実勢140円超えは+20円以上の大幅な為替差益が享受されている。

今年度の上期時点では「トヨタ自動車は1円の円

安で営業利益を400億円以上押し上げる」といった試算もなされてきた。日経平均株価は今年4月以降、複合打撃に見舞われてきたが、それでも今年の安値である3月の2万4681円は下抜けていない。4月以降は「短観想定比での実勢ドル高・円安」が維持されており、それが企業業績の下方修正リスク制御と日本株の下抜け阻止の一因となっている。

今後についても最新の9月短観では、想定比での大幅な実勢ドル高・円安が確認されたばかりだ。年末にかけて日経平均は、直近の安値である3月の2万4681円や6月の2万5520円、9月の2万5805円などの方向を下値メドとした下げ渋りと下値固め、来年にかけての下限切り上がり(中長期スパンでの買い場)が注目される。

業績下方修正のリスク低減を示す形で、9月短観では業況判断が+8に対し、3カ月先予測は先行き不透明感の高まりでも+9という+1の上振れとなっていた。6月短観での+1に続く2期連続での「予測上振れ」となっている。現状比での予測上振れは日本株の現状比・先行き底上げにつながり、過去、高確率で日経平均株価は1四半期前や2四半期前の安値からの上抜け維持が連動支援されてきた(直近安値の下抜け阻止と下限切り上げ)。

9月の想定比円安、経常利益「年度末」上方修正

同時に過去実績として年度下期入り直前の9月短観で「想定レート比での実勢ドル高・円安」が示された場合、経常利益の年度計画・前年度比は年度初めの3月時から、最終的な年度末実績が上方修正されるパターンが繰り返されてきた(現在でいえば来年3月)。その場合、年度末3月末の日経平均株価は、前年度末の水準を上回っている。

今回でいえば来年3月末の株価水準で参考になる今年3月末(前年度末)の日経平均は、2万7821円となっている。現状から来年3月末にかけては、2万7821円を上回る「前年度末比プラス」での着地点が支援されやすい。

例えば2014年度の場合、9月短観で想定が100.73円、9月末の実勢が109.42円となり、+8.7円の想定比ドル高となっていた。同年度末の2015年3月は短観での経常利益・年度末実績が+13.0%の上方修正を記録(年度初め比)。日経平均は前年度末比+29.5%の大幅上昇という連動相関性が示されている。

もちろん、現在は円安による各種コスト高騰が問題になっている。輸入企業や内需系企業への打撃のみならず、輸出企業にとってもマイナス影響は無視できない。

それでも今年 4-6 月期の企業決算では「主要 34 社で円安による増益効果は 2400 億円を超えた」（日本経済新聞）といった実績があるなど、円安による収益のプラス影響は厳然と残る。輸出支援効果のほか、海外現地法人や海外での買収企業による売上・配当などの為替差益増、海外に保有する資産や海外向け投融資の為替差益増などが、連結ベースでの収益押し上げとなる。

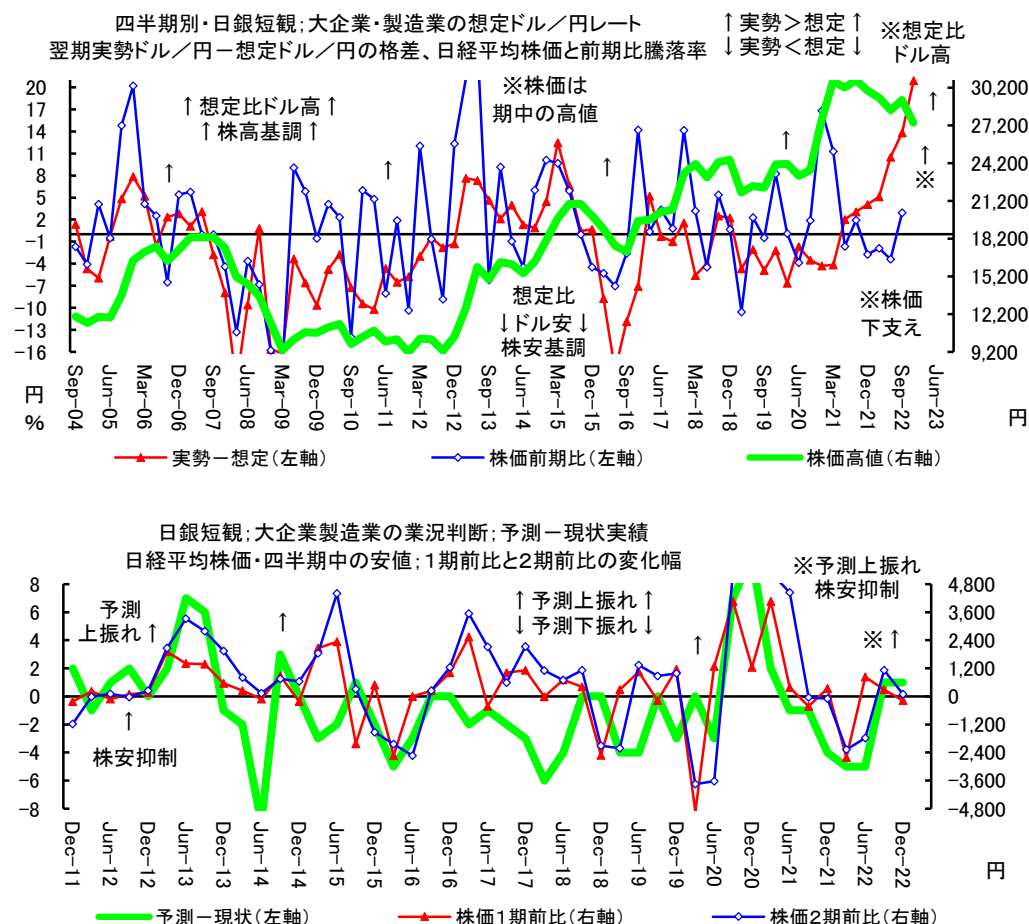
為替差益でいえば、9 月短観での想定が 122.60 円に対し、実勢は足元の翌期 10-12 月は期中ドル安値が 143.53 円前後となっている（10 月 6 日時点）。現状の「翌期実勢-前期想定」乖離幅は、+20.9 円前後の大幅なドル高（円安）乖離となってきた。比較可能な 1997 年以降では、最高の乖離幅となっている。

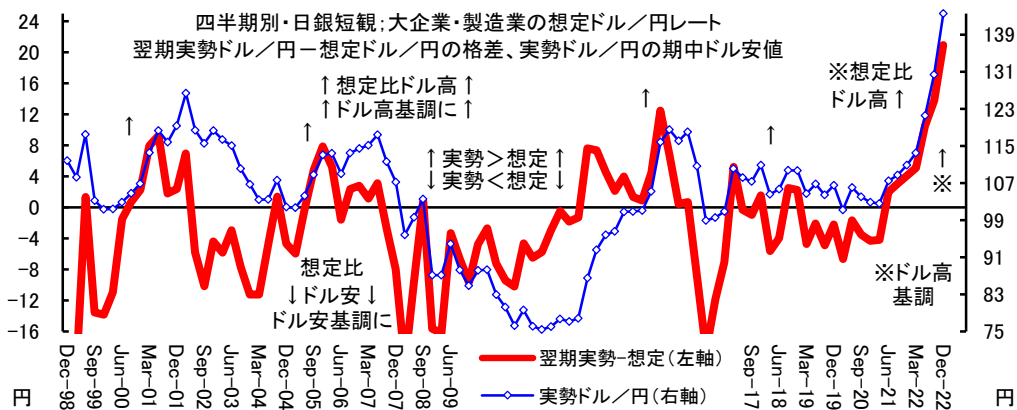
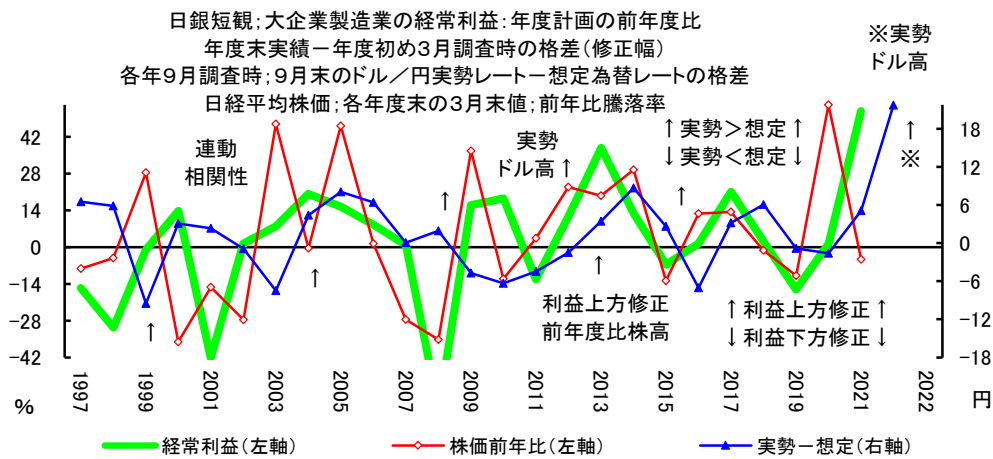
このまま 12 月や来年 3 月の短観にかけて実勢の大幅ドル上振れが続くと、2015 年 1-3 月の +12.5 円幅や同年 4-6 月の +6.7 円幅以来という大幅な為替差益状態となる。2015 年度は円安が収益改善期待などで株高を促し、株高がリスク選好の円安に寄与する好連鎖が持続。月間高値ベースで、ドル/円は 4

月の 120 円台から 8 月の 125 円超えまで +4 円以上のドル高が進展した。日経平均株価も 4 月の 2 万 0252 円から 8 月には 2 万 0946 円と、+694 円幅の株高実績が見られている。

2015 年以外でも想定比での大幅なドル高局面は、日本でドル高・円安と株高のトレンドが高確率で形成されてきた。具体的には 2005-2007 年（ドル/円は 124 円までのドル高）、2001-2002 年（135 円まで）、1998 年（147 円まで）といった例がある。今回も少なくとも 12 月や来年 3 月にかけて、円安と株高の支援効果が注目されやすい。

想定レート比でのドル高推移は日本の為替市場で、ドルの売り手である国内輸出企業の余裕とドル売り手控え、ドルの買い手である輸入企業の採算悪化懸念とドル押し目買い前のめり、ドル安・円高不安の後退やリスク選好による国内投資家からの外国証券投資（外株や外債など）の後押し——などにつながる。ドル高・円安モメンタムを増幅させる連動効果を有している。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。