

日経平均、逆風下で7カ月連続の下抜け回避

1年後は株高実績、来年はコスト増緩和等が下支え

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/10/31 (月)

日経平均株価は複合逆風が続く中でも、10月は7カ月連続で直近安値(3月)の下抜け回避となってきた。過去は下値固めが示され、1年後の株高と現状が買い場となる傾向が見られている。先行き不透明感は根強いが、来年の企業収益はコスト負担増や採算悪化の緩和などが期待される。すでに原油などの資源相場や企業物価は急上昇に天井ピーク兆候があり、企業収益や日本株の「最悪期通過」につながりやすい。世界的なインフレの高止まりは懸念されるが、世界の債券指数比で日本株は長期的な優位基調へと移行しつつある。

7カ月連続で安値更新回避、下値固めの進捗示唆

「世界のエネルギー価格は2022年の約60%上昇のあと、2023年は11%下落するとみられる」、「2023年の原油価格(北海ブレント先物)は平均で1バレル=92ドルと、前年比8%下落すると予想」、「金属価格は2023年に、主に世界経済の減速と中国経済の低迷をめぐる懸念から15%下落する見通し」、「農作物価格については、来年5%の下落が予測される」

世界銀行は26日、最新の商品相場見通しでこのような予測を行っている。来年も「多くのリスクがつきまとうほか、過去5年平均に比べると依然として高い」(同)と慎重姿勢は崩していない。それでもウクライナ戦争による高騰ショックの一服や世界景気の減速、米国など各国中銀の引き締め強化などもあり、来年の商品相場は今年2022年比での下落が想定されるという。

連動する形で日本企業の収益に関しては、来年に向けて「前年比」での各種負担コスト増や採算悪化の緩和が期待されやすい。引き続き世界経済の悪化やウクライナ戦争の長期化、円安動向の不透明さなどが重石となるが、今年最悪状況に比べれば収益環境の改善が見込まれる。同時に来年の複合的な収益打撃リスクについては、段階的に織り込みも進展してきた。

実際に日経平均株価は今年度の4月以降、複合的な逆風に見舞われながら、悪材料の消化吸収が示唆されている。月間安値は10月も下げ幅が抑制され、7カ月連続で直近安値(3月の2万4681円)の下抜けは回避される公算となってきた。過去実績として「7カ月連続での安値更新回避」は悪材料の織り込みと相場の耐性増強、下値固めが示され、その段階から1年後には株価が上昇するという買い場パターンが目立っている。

7カ月連続の下抜け回避は前回、2020年10月に観

測された。月間安値は同月の2万2948円から、1年後の2021年10月には2万7294円と+4345円幅の切り上がりとなっている。その前の2019年7月では、1年後に+717円幅へと上昇。当時はその前段階として、5カ月後に+2051円幅の上昇モメンタムが形成されている。

前回の米FRBによる利上げ局面では、2017年1月に観測された。当時は米引き締めの逆風下でも、1年後には+2145円幅の切り上がりが見られている。こうした「7カ月連続での安値更新回避」は2003年以降の約20年間で、11回のケースがあった。そのうち8回という7割以上の確率で、月間安値は1年後に切り上がっている。

反対に1年後に月間安値が下回ったのは、2015年8月、2009年10月、2007年1月と、11回の中で3回に過ぎない。しかもこのうち2009年10月以降は、1年後が前年比-450円とほぼ横這いにとどまっていた。それ以外の2015年8月以降はチャイナ・ショック、2007年1月以降はサブプライム危機やリーマン・ショックの前段階という特殊な市場混乱の影響を受けたものだ。

企業物価は天井兆候、企業収益と株価の底入れに

こうした過去実績に沿えば来年にかけて予期せぬ金融経済ショックが起きない限り、1年後の来年10月には今年10月の月間安値2万5621円を上回る下値の切り上がり意識されやすい(現状からのマイナス損失の抑制)。

来年の企業収益で期待される「各種負担コスト増や採算悪化の緩和」に関しては、すでに原油などの資源相場や国内企業物価は急上昇に天井ピークの兆候が見られている。WTI原油先物は今年の3-6月、国際商品市況であるCRB指数は今年の6月で天井高値をつけ、その後は反落や上げ渋りとなってきた。

連動する形で日本企業の仕入コストや素原材料コストに関係する日銀の企業物価指数は、上げ渋りとなっている。最新9月は前年比+9.7%となり、4月の+9.8%を直近最高として天井ピークの通過が示唆され始めた。

過去実績として企業物価の上昇から天井ピーク通過は、日本企業の収益や日経平均株価の底入れと符号している。例えば企業物価の前回上昇局面は、2014年6月の前年比+4.6%で天井ピークをつけた。日経平均は2カ月前となる同年4月の1万3885円で当時の安値を形成。その後は14カ月後となる2015年6月の2万0900円超えまで、+7000円幅以上の株高が観測されている。

当時の内閣府の全産業・営業利益は企業物価がピークをつけた 2014 年 6 月に対し、1 カ月前となる同年 5 月の前年比+3.0%で連動の悪化底入れとなっていた。その後は企業物価の下落転換に連動した採算の改善などもあり、翌年には前年比+30%超えの利益増加へと移行している。

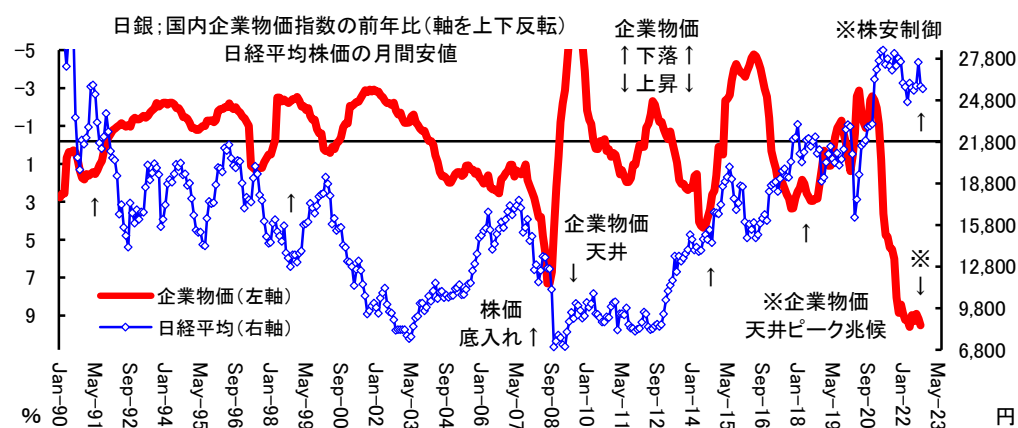
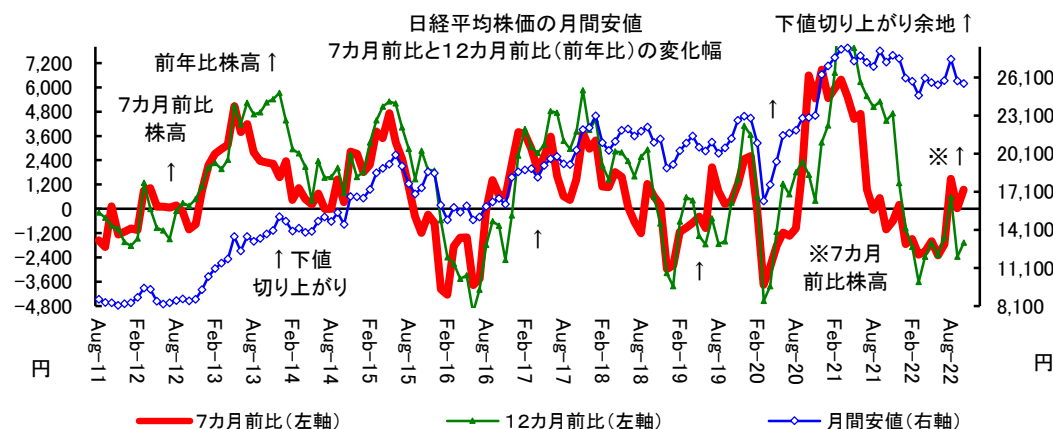
もちろん、来年にかけては世界的に物価や商品相場の高騰が鈍化しても、下落幅限定と高止まりのリスクは残されている。世界的に反グローバル化やウクライナ戦争の長期化、先進国での高齢化と労働力の減少（人手不足）、中国など新興国での賃金上昇、新興国での賃金上昇+新冷戦による安価な人件費を求めた工場移転の歯止め、脱炭素による化石燃料の生産・設備投資抑制、各種コスト高騰やコロナ余波による生産・輸送制約——などが、物価の高止まり定着要因として注視される。

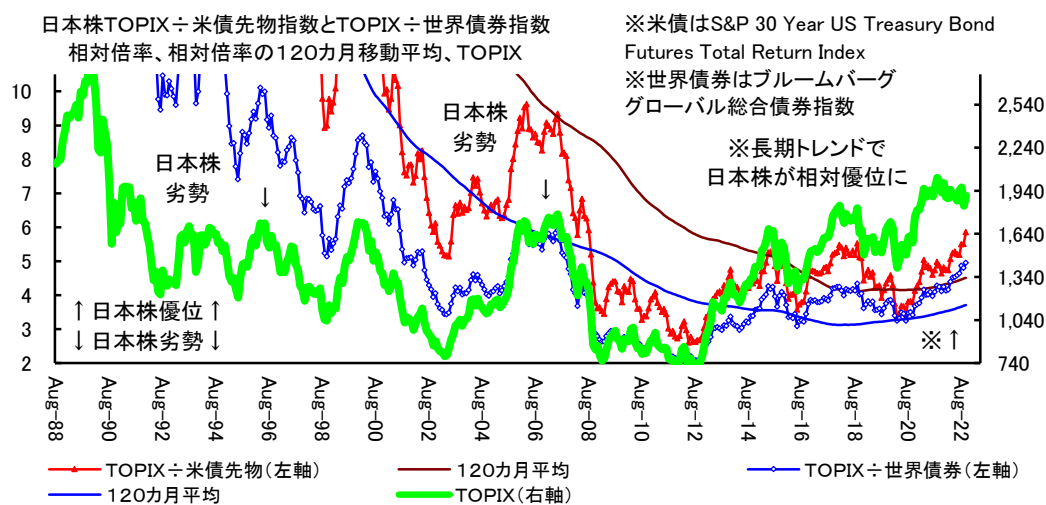
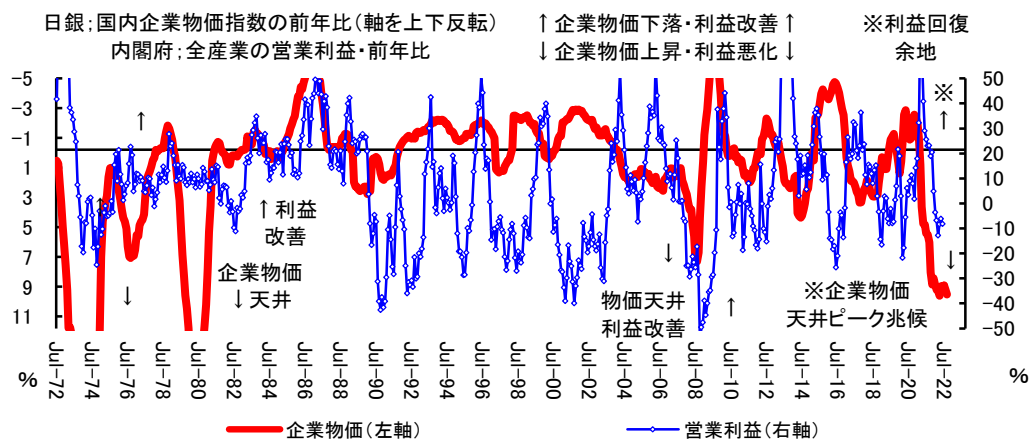
こうした構造的、歴史的、世界的な物価構造の変化は、東西冷戦終了後の 1990 年代以降、長期に及んできた世界的な低インフレや低金利のトレンド変化

を示唆するものだ。日本は 1990 年代以降、複合デフレとデフレ影響してきた円高の圧力、結果としてのデフレと円高の負の連鎖、株価の伸び悩みが長期化してきた。その構図が足元では変化している。

結果、金融市場では 1990 年代から長期化してきた世界的な債券価格上昇（金利は低下）と、日本株の相対劣勢が一服となってきた。現在は「日本株 TOPIX ÷ 世界債券指数」や「TOPIX ÷ 米国債先物指数」などの相対倍率で、TOPIX 優位へと転換している。こうした相対倍率は足元で 120 カ月（10 年）移動平均といった長期トレンドラインが、日本株優位の上向き方向へと転換してきた。

世界的な高インフレ時代の中で、現在の日本株には他国比での物価抑制や金利の低位維持、中銀の金融緩和持続、為替円安といった相対的なプラス材料が付与されている。来年にかけて世界的なインフレ高騰が緩和されても、根強いインフレ懸念が世界的な債券市場から日本株への部分的な資金シフトを促す潜在余地が残されている。





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。