

日本株市場では海外投資家が参考にするドル建て（ドルベース）の日経平均株価で、重要な下限ラインの維持が焦点になってきた。5-6月にかけての急上昇後は頭打ちや調整下落となってきたが、8月17日前後からは一旦の下げ渋りとなっている。日銀短観・経常利益見通しなどとの見合いでの株高過熱は調整が進捗してきたほか、業績にプラス面もあるドル高・円安の進展比で、株価はやや下振れ乖離が広がってきた。

日本で企業倒産増加、ゾンビ企業淘汰なども

「国内では中小企業を中心に企業倒産が増加しているが、関連する失業者の増加や家計不安、取引金融機関の打撃といったマイナス影響が懸念される反面、ゾンビ企業の淘汰や供給改革、企業の新陳代謝などを通じて、日本経済の成長戦略にはプラスとなる側面もある」――。

ある信用調査会社の幹部はこのような指摘を行う。

東京商工リサーチによると、今年1-6月の国内・企業倒産件数（負債額1千万円以上）は前年比+32.1%増の4042件と、2018年以来5年ぶりの高水準となった。コロナ対策による実質無利子・無担保融資（ゼロゼロ融資）の返済本格化や時短協力金といった公的支援の打ち切りのほか、原材料・光熱費・人件費などのコスト高騰が逆風になっている。

政府・日銀は各種物価高への対応策として、企業に賃上げを促している。しかし、最近の倒産増加は、「より賃金の高い企業への人材流出や、賃金不満による退職の増加、新規採用の難航」といった問題のほか、「業績を伴わない人件費上昇による経営打撃」（同）なども影響しているという。賃上げが改めて国内で格差を拡大させているほか、いずれ「全国平均ベース」で賃金上昇が限界点へと接近していく可能性は無視できない。

日本株はこうした好悪両材料が混在しているが、海外投資家が参考にするドル建て日経平均株価は、5-6月にかけての急上昇と伸び悩み、調整下落を経て、足元は一旦の下げ止まり攻防に直面してきた。

ドル建て日経平均は8月14日に214ドル前後まで下落し、5月以来の安値に回帰している。そこからは下げ渋りとなり、24日の終値は221前後となっていた。月足テクニカルでは24日時点の数値で、過去に重要下値抵抗ラインとして機能してきた月足・一目均衡表の先行スパン・雲下限219、転換線217、60カ月移動平均線217、10カ月線213といった節目ラインでの下げ止まりが焦点になっている。

日本企業の利益見通しでいえば、6月の日銀短

観・年度計画ベースで大企業製造業の経常利益は、先行きの年度下期が前年比+7.9%となっていた。一方でドル建て日経平均は月間安値ベースで、6月が前年比+17.6%、7月が+19.6%の大幅高となり、株高に過熱感が見られている。しかし、8月は24日時点で、前年比+7.0%に上げ幅を縮小。年度下期の利益見通しである前年比+7.9%に近い水準まで、前年比の株高は調整下落が進捗してきた。

しかも過去実績として6月短観時点における下期「増益」見通しは、最終的な翌年3月の年度末時に上方修正されるパターンが目立っている。日本企業は4-6月の年度初め段階で、控えめな見積もりを行うことなどが影響している。

最近の6月短観では、2017年度に年度下期の経常利益見通しが前年比+3.0%のプラスとなっていた。最終的な実績は、+33.1%へと上方修正されている。2014年度も6月短観時の+6.9%に対し、最終実績は+23.7%に上方修正されていた。

海外に複合リスクも国内景気は「循環」底入れ

日銀の資金循環によると、こうした増益局面では年度下期の期末（翌年3月）にかけて、海外勢の株式・投信資産が連動増加となっている。海外勢による日本株買いの拡大や、日本株の株価上昇による時価ベースでの資産残高増加が同時支援されてきた。

現在の場合、日本株の先行きについては、中国景気の悪化や米国での長期金利急上昇を受けた景気急冷却、米国など各国でのインフレ高止まりと金利高止まりといった複合リスクが覆っている。こうした海外発の下振れ懸念に対し、日本株の下落余地の狭まりや中長期スパンでの下限切り上がりを支援するのが、日本経済の循環面での底入れ機運である。

景気循環を示す内閣府の景気動向指数によると、先行性のある「CI先行指数」は6月が前年比-3.0%となった。前月の-3.2%や直近最低である昨年12月の-5.8%からは、マイナス幅が縮小。2021年4月の+30.1%を直近最高とした長期悪化トレンドが底入れを固めつつある。

トレンドを示す前年比の12カ月移動平均も、6月からは方向角度が上向き化へと転換してきた。2021年10月以来20カ月ぶりのトレンド好転であり、過去実績に沿えば循環的な景気回復の軌道入りと、日経平均の下落圧力に対しての底堅さ、調整下落を挟みながらの上昇トレンド形成が後押しされやすい。

足元のドル建て日経平均は、為替相場でのドル高・円安との進展見合いで、やや株価の下振れ乖離が広がっている。先行き下振れ乖離には修正の余地

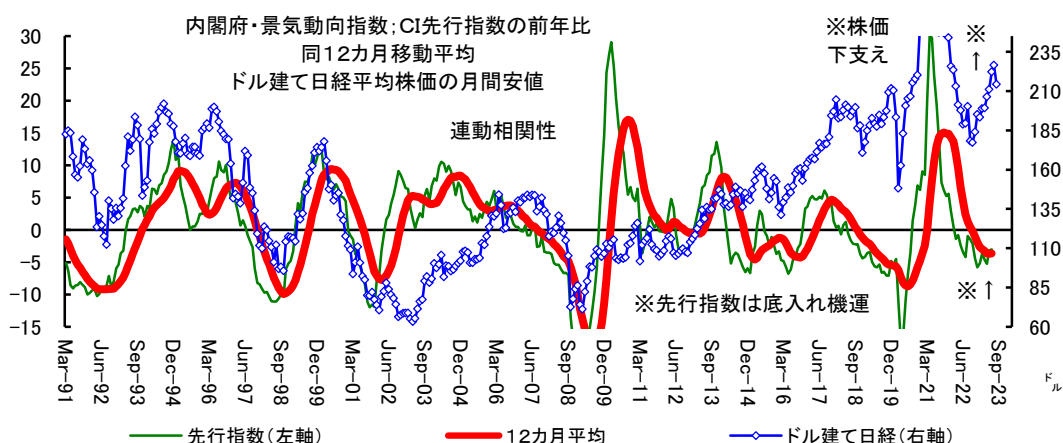
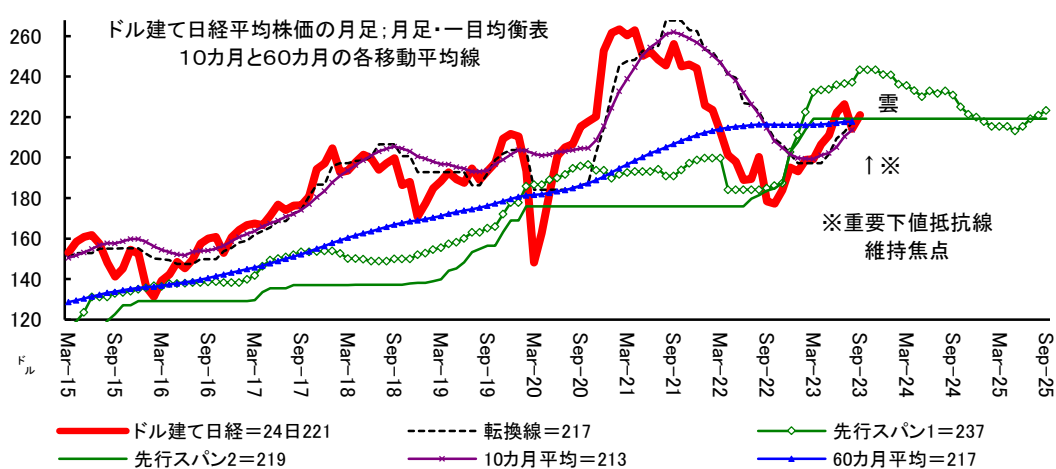
があり、ドル建て株価の押し上げへとつながりやすい。

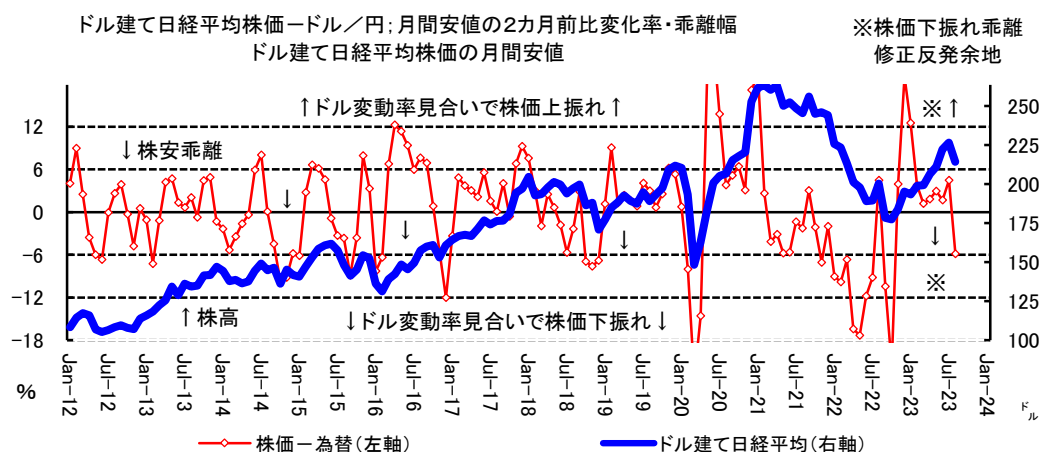
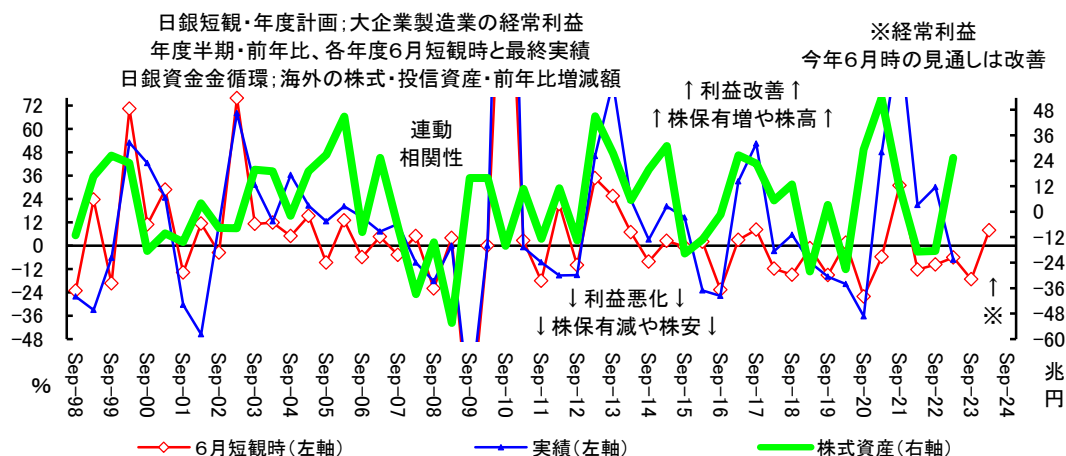
ドル建て日経平均は6月から反落となっているが、6月以降はドル高・円安の進展がドル換算での株価を押し下げている。さらには円安による物価再上昇の懸念なども、円安・株高につながってきた。ドル高・円安による企業収益などへのプラス面が帳消しとなっているが、その度合いには行き過ぎ感も見られつつある。

月間安値ベースでドル建て日経平均は、8月24日時点で2カ月前比（6月比）-3.6%の株安となっている。かたやドル/円は月間ドル安値比較で、2カ月前比+2.2%のドル高が進展してきた。結果、「ドル建て日経平均＝ドル/円」の2カ月前比・変化率格差は、-5.8%の株価下振れとなっている。

過去に市場変動率の限られた平時の局面では、現在のように「ドル高・円安によるドル換算での日経平均押し下げ」が優位となり「ドル高・円安による収益と株価のプラス効果」が帳消しにされる局面では、双方の乖離幅の下限ゾーンが-5%から-8%となっている。具体的には2021年5月に-5.8%、2018年11月に-7.6%、2016年1月に-8.3%、2015年9月に-8.9%といった下振れ乖離の拡大場面が見られている。足元の-5.8%は、株価下振れの下限ゾーン入りが意識され始めた。

こうした下振れ局面では、時間差を経て円安によるマイナス効果の行き過ぎが修正され、円安メリットの再評価と株価挽回につながっている。ドル建て日経平均はドル高・円安見合いでの下振れ乖離が修正され、反発となるケースが観測されてきた。





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。