

### 円安・資源高修正、コスト高緩和で株価底上げ

円建て原油 15 カ月ぶり下落率、利益や配当も遅行支援

2024/9/9 (月)

国内では円安と資源高が修正となっており、コスト高の緩和等を通じて日本株を底上げさせる。WTI原油先物の円換算は前年比で-20%以上のマイナスと、15 カ月ぶりの大幅下落となってきた（円安・輸入物価上昇の是正）。過去には時間差ケースを含め、日経平均株価の月間高値は3 カ月前比で+10%から+20%前後の上昇となる相関パターンが観測されている。国際商品指数の円換算も前年比-20%近い大幅下落となってきたが、1 年前後の時間差を経て日本企業の営業利益や株式配当は押し上げの遅行影響が見られてきた。

#### 円建て原油は前年比 20%超の反落、株支援の実績

「円安が修正されたプラス面の影響としては、輸入物価を通じた物価の上振れリスクがその分小さくなり、ひいては家計消費の先行きにもプラスに働かう」、「企業にとっては円安に伴うコスト上昇圧力が、足元の円高でいくらか和らぐ側面がある」――。

日銀の氷見野良三副総裁は8月末の講演で、このような見解を示している。

円安修正と円高は大企業を中心に海外売上や輸出収益の円換算利益を目減りさせるなど、企業収益と日本株にはマイナスとなる部分もある。それでも氷見野氏は「国内の上場企業などが過去最高益を更新し続けている理由は、決して円安の進行だけではない」と指摘。さらに現状段階での実勢為替水準は、「まだ企業が事業計画の前提としている想定為替レートから、大きく（円高に）外れているわけではないことに留意すべき」としている。

その中でWTI原油先物の円換算は、月間高値ベースでの前年同月比が9月5日に-23.7%の下落となってきた。6月は円安・資源高などにより、この円建て原油は+26.9%の大幅上昇となったが、足元では昨年6月以来、15 カ月ぶりの大幅なマイナスに反落となっている。

こうした円安・物価高の是正は、企業のコスト高緩和や内需の下支え効果などを通じ、日本の企業収益や株価にはプラスとなりやすい。9月以降の日本株は米景気の悪化不安や一段の円高・ドル安リスク、米国発のAI・ハイテク株バブルの調整懸念といった悪材料に見舞われているが、先行き時間差を含めて、日本株の底上げ効果が注視されそうだ。

昨年は前半に円安・資源高が一服となり、円建て原油は前年比で3月の-26.4%から、6月の-37.2%にかけて反落の局面があった。当時の日経平均株価はその他の好材料も重なり、上昇基調へと移行。月間高値の3カ月前比騰落率は、+13%から+18%前

後の上昇実績が見られている。

その前ではコロナ・ショックから市場が落ち着いたあとの局面で、2020年7月から2021年1月にかけて円建て原油は前年比で-22%から-33%前後の反落となっていた。同期間に日経平均の3カ月前比は、+13%から+22%の上昇が連動観測されている。

2008年のリーマン・ショック以降にも、円建て原油は大幅反落となっていた。その局面における日経平均は混乱一服となった翌2009年の5-8月にかけて、3カ月前比で+13%から+15%前後の上昇となっている。

こうした過去実績のように、円建て原油の前年比が足元の-20%以上といった大幅安となる局面では、日経平均が3カ月前比+10%から+20%前後の上昇実績が見られてきた。今回の場合、日本株は9月末にかけて期末の配当取りや、自民党総裁選の消化と新総裁（新総理）誕生のご祝儀相場といったプラス材料もあり、先行きタイムラグを含めた「コスト高緩和の株価支援効果」表出が注視される。

#### 円建て商品指数が大幅反落、増益や配当増に寄与

ちなみに日経平均の月間高値は、今年8月が3万8781円となっていた。このまま適度な「円安・コスト高の修正」が維持できると、3カ月後となる11月以降に向けて、控えめの+5%で4万0720円方向、+10%で4万2659円方向、+15%で4万4598円方向を試す可能性が必ずしも無視できない。

その他、円安・物価高の是正については、企業収益や株価へのプラス材料として、日銀による利上げのペース加速や利上げ幅拡大への警戒感を後退させることがある。日銀の内田真一副総裁は8月上旬、7月の追加利上げに関して、「円安による一段の物価上振れリスクを考慮したことも一因」と説明していた。一方で今後については円安修正と円高を受けて、「物価の上振れリスクは軽減された」、「円安修正は、今後の政策運営に影響する」と一旦の様子見を示唆している。

現在は円換算で、国際商品相場全体も反落となってきた。世界の商品市場全体の動きを表す商品指数「S&P・GSCI商品指数」については、円換算の月末値ベース・前年比が9月5日時点で-18.1%のマイナスとなってきた（米S&P・ダウジョーンズ・インデックスが算出・公表）。円安・資源高の一服もあり、5月の+22.1%から反落に転換。昨年6月以来の大幅下落となっている。

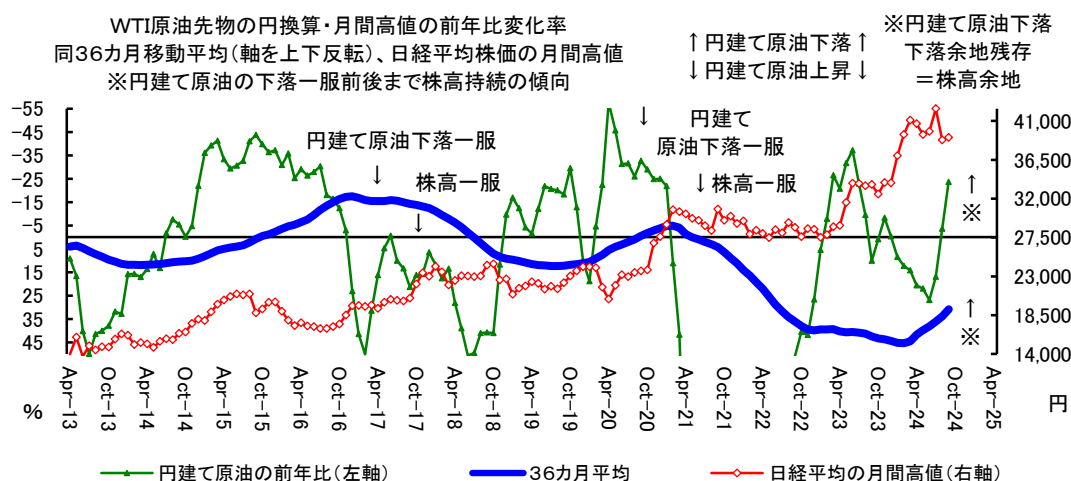
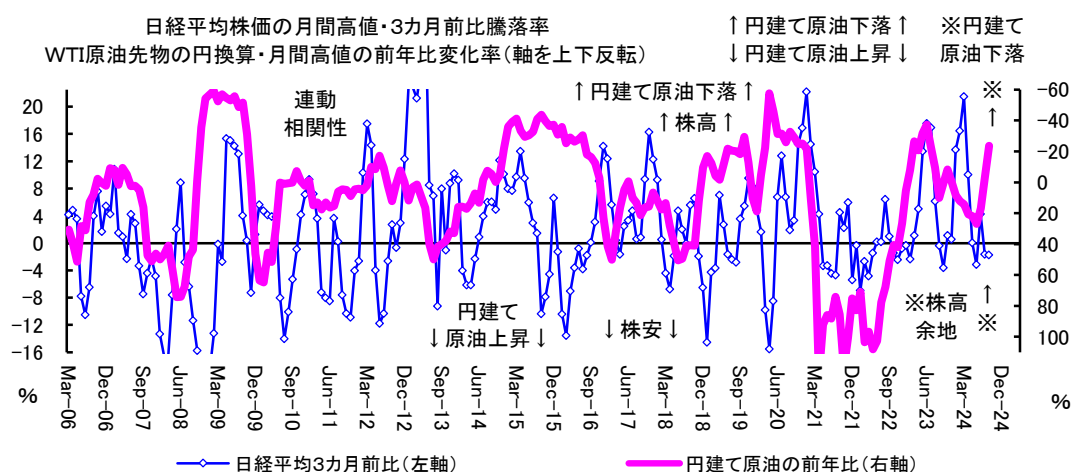
過去実績として円建て商品指数が前年比で-20%近い下落となる場合、1年前後の時間差を経て日本

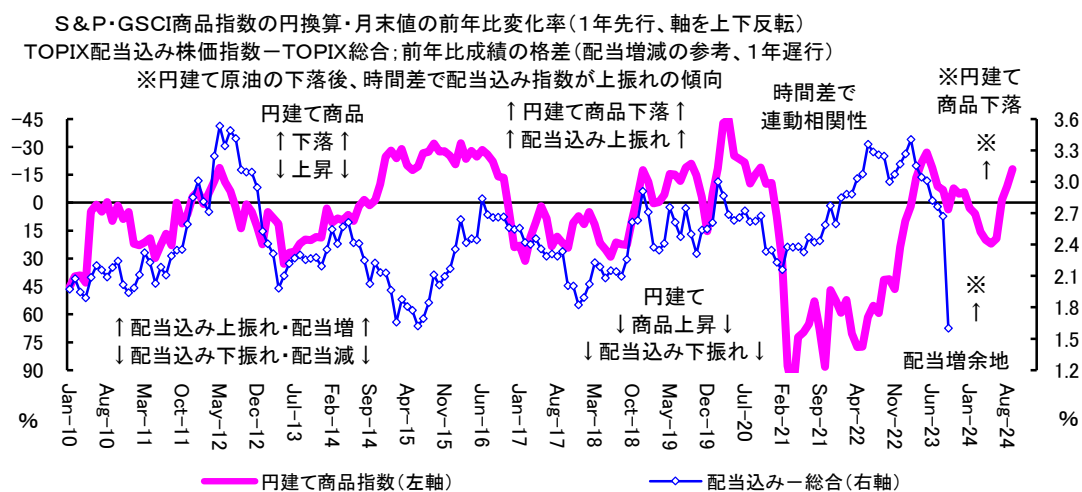
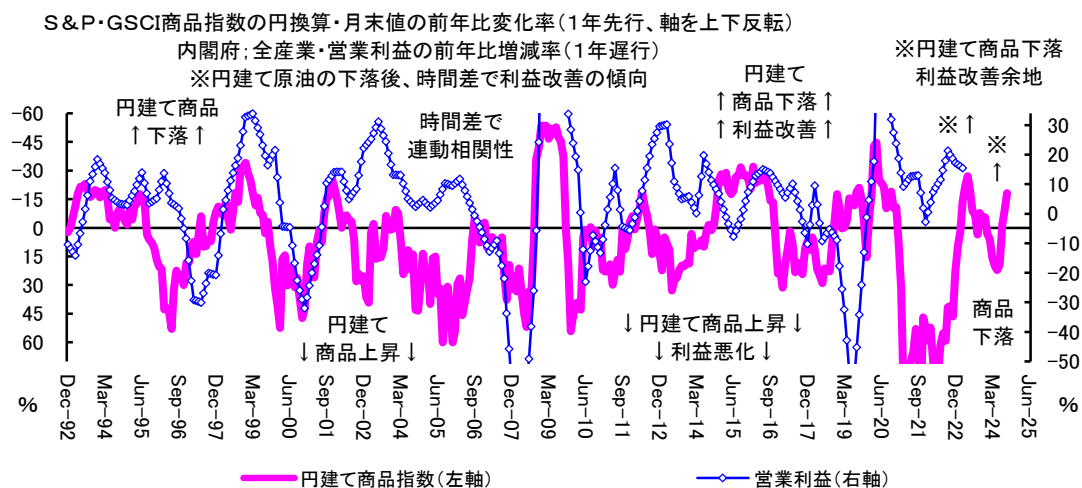
企業の営業利益や株式配当は押し上げの運行実績が見られてきた。単純に企業の採算性や収益率を改善させることや、コスト負担の支出軽減と財務面での余裕付与により、配当に振り向ける資金が増加されるといった効果がある。

最近では円建て商品指数が円安・資源高による高騰を受けて、2022 年にかけて前年比+50%から+70%超えの大幅上昇となっていた。そこから反落となり、2023 年 3 月には-13.4%の下落となるなど、一定のマイナス期間が持続となっている。そうしたプラス効果もあり、内閣府・景気動向指数における全産業・営業利益の前年比は、「1 年後」となる今年 3 月に+15.5%の運行増益となっている。

株式配当の増減度合いの参考となる「TOPIX 配当込み株価指数-TOPIX 総合指数」の前年比騰落率格差については、今年 3 月に+3.2%という配当込み指数の上振れが見られていた。同じ 3 月時では 2023 年 3 月の+2.9%や、2023 年 3 月の+2.4%から配当の上積みが見込まれている。

こうした過去実績もあり、足元の円建て商品指数の前年比マイナス反落に関しては、1 年後にかけての営業利益や株式配当の増加、連動する形での TOPIX といった日本株について、「現状水準比での 1 年後の株高余地（プラス・リターン）」が支援されやすい。





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。