

日本株、円高や減益織り込みの株安進捗

過去減益時「前年末比 2 割調整」進展、円高対応も強化余地

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/5/21 (水)

日本株は円高などによる今年度の減益見通しに対し、下振れリスクを織り込む株安は進捗となってきた。日経平均株価は暦年ベースでの今年安値が昨年末比で約-23%の大幅安となってきたが、世界的な金融経済危機の限られた減益年である 2016 年や 2011 年、2009 年、1997 年などと同程度の「2 割調整」は進展している。現在は前年末比での円高打撃を消化する株安も進んできたが、過去は円高加速の初期打撃の大きさのあと、株安影響は漸減されていくほか、企業による想定レートの円高修正といった円高対応の強化が見られてきた。

日経平均は前年末比-23%安、過去減益年に接近

「現在の日本企業は、事業構造（ポートフォリオ）改革などで稼ぐ力が強化されている」、「稼ぐ力を表す指標として、法人季報（法人企業統計季報）における 2024 年 4-12 月累計の一人当たり営業利益をみると、前年比+10%と増加を続けている」、「特に大企業は、一人当たり営業利益がバブル期（1990 年同期累計）の約 2 倍に増加し、設備投資もコロナ禍前（2018 年同期累計）から約 2 割の増加となってきた」――。

日銀の中村豊明審議員（元・日立副社長）は今月 5 月 16 日、米関税などの影響に警戒を強めつつも、現状の日本企業の基礎体力をこのように評価している。

足元では関税や円高等の打撃により、上場企業による今年度（2026 年 3 月期）の純利益は前年比で減益の見通しが示されている。それでも過去比での「稼ぐ力」の改善もあり、逆風材料への迅速な適応力や抵抗力が注目される。連動で日本株市場は悪材料を早めに織り込む株安期間の短期化や、当座の悪材料を織り込んだあとの回復力の強まりが焦点になる。

今年の日経平均株価は 4 月からの新年度の減益リスク織り込みもあり、5 月 20 日時点での年初来最安値が昨年末値比で-22.8%の大幅下落となってきた。コロナ・ショック時の 2020 年は-30.9%、リーマン・ショック時の 2008 年は-54.3%といった例があり、先行き関税問題や米日等でくすぶる国債不安、内外の政治リスクなどもあって、一段の下振れ波乱は無視できない。

それでも世界的な金融経済危機の限られた過去の前年比・減益年（年度）でいえば、暦年ベースにおける日経平均の前年末値比・年間安値が、2016 年に-21.9%、2011 年に-20.5%（東日本大震災の年）、2009 年に-20.7%（リーマン・ショックの翌年）、1997 年に-25.2%（アジア通貨危機や山一・拓銀破

綻）などの各下落となっていた。その点で現状の-22.8%という下落率は、過去の減益年と同様の「2 割調整」がすでに進捗となっている。

今後の日経平均については 12 月末にかけて、年初来安値である 4 月の安値 3 万 0792 円方向がボトムとなる形での下値の切り上がりや、来年にかけての前年同月比・株高基調の復活が注目されやすい。

しかも現在は過去の株価下振れ局面に比べると、世界的に金融環境や金融システムは安定化を保った状態だ。MSCI 世界株指数での商業銀行株指数（ドルベース）は、足元 4-6 月が 5 月 19 日時点で前年同期末比+28.4%の 2 桁プラスを維持している。過去の減益年である 2016 年 4-6 月期末時の-24.2%や、2009 年 4-6 月期末時の-37.2%などに比べると健全であり、現状からの日経平均の下振れリスクを低減させる。

さらに現在は 2022-2024 年にかけての急激な円安と資源高が是正されてきた。輸入物価などの押し下げ効果により、日本の内需や企業の収益、採算性には下支え要因となる。最新 5 月 19 日時点で WTI 原油先物の円換算は、前年同月比-40.6%の大幅下落となってきた（月間安値÷前年同月の月間高値）。

前年末比ドル安進展、ペース鈍化から株安一服

2021 年 7-9 月の+46.0%が最高ピークとなる形で、大幅マイナスに転換している。過去は 1 年前後のタイムラグを含めて、日本企業の収益や日経平均にプラスの効果が連動観測されてきた。

現在の日本企業の収益には、ドル安・円高のリスクが下方修正の要因として残存となっている。直近 3 月の日銀短観では、新年度 2025 年度の大企業・製造業による想定ドル/円レートが 147.30 円とされていた。それに対して 4 月以降に実勢のドル/円は 139 円方向にドル安・円高が進むなど、「想定レート比でのドル安・円高」という収益悪化環境が続いている。

現状比で一段のドル安・円高が進むようなら、企業収益の一段の下方修正と日経平均の再下落につながる不透明性がある。

一方で過去の為替変動と企業収益、日経平均の関係でいえば、今年 2-4 月のようなドル急落・円急騰の「初期打撃」で減益と株安のショック度合いが大きく、その後は影響度合いが漸減していくパターンが観測されてきた。株安の進行に伴って円高のマイナス影響が株価に織り込まれていくほか、企業サイドが「想定レートの円高修正」などで円高対応を強化させることなどがある。

ドル/円の月間ドル安値について前年末値比での

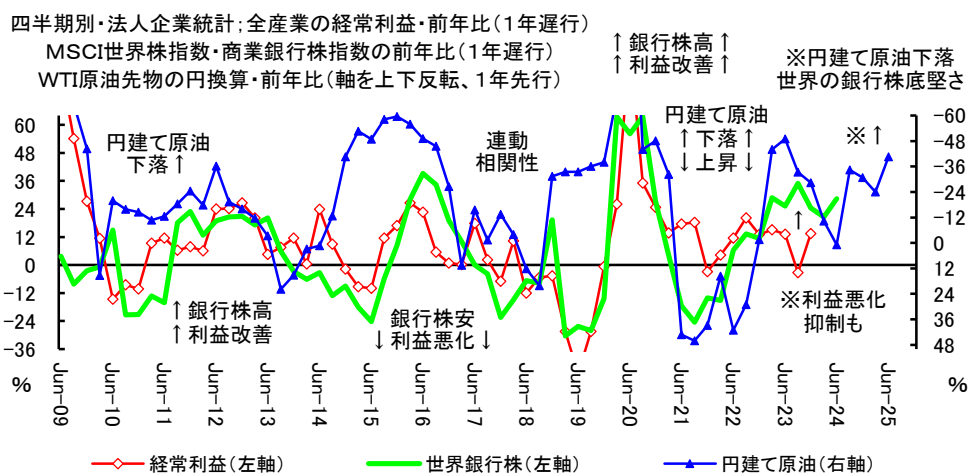
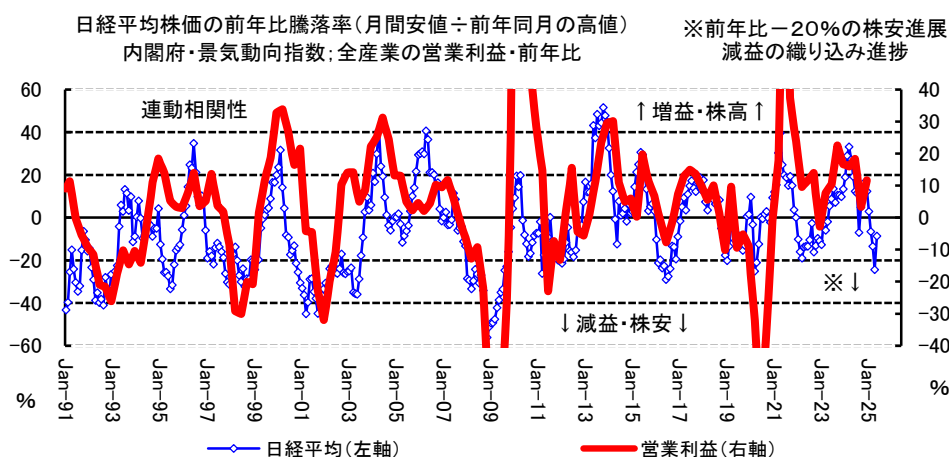
変化幅を見てみると、今年は1月が-3.7円幅、2月が-8.8円幅、3月が-10.8円幅、4月が-17.5円幅となり、ドル下落幅の急拡大（円の上昇幅急拡大）に連動して株安の度合いが強まってきた。一方で5月は19日時点で-15.0円幅であり、ドル安のモメンタムが鈍化してきた。連動で日経平均は5月以降、下げ止まりや反発が見られている。4月の前年末比-17.5円幅に至るドル安加速の局面で、当座の為替変動の株価影響は織り込みが進捗となっている。

過去にも2016年のドル安・円高局面で、1月の前年末比-4.2円幅から、6月にかけて前年末比-21.3円幅へとドルの下落幅が急拡大となっていた。連動で日経平均は、急落モメンタムが加速されてい

る。

しかし、その後にドルの下落幅は、7月が-20.2円幅、8月が-20.7円幅、8月が-20.7円幅と勢い鈍化から下げ渋りに移行。結果、日経平均は6月の-21.3円幅までのドル急落過程で悪材料は織り込み一巡となり、7月以降は底入れ反発に移行していた。

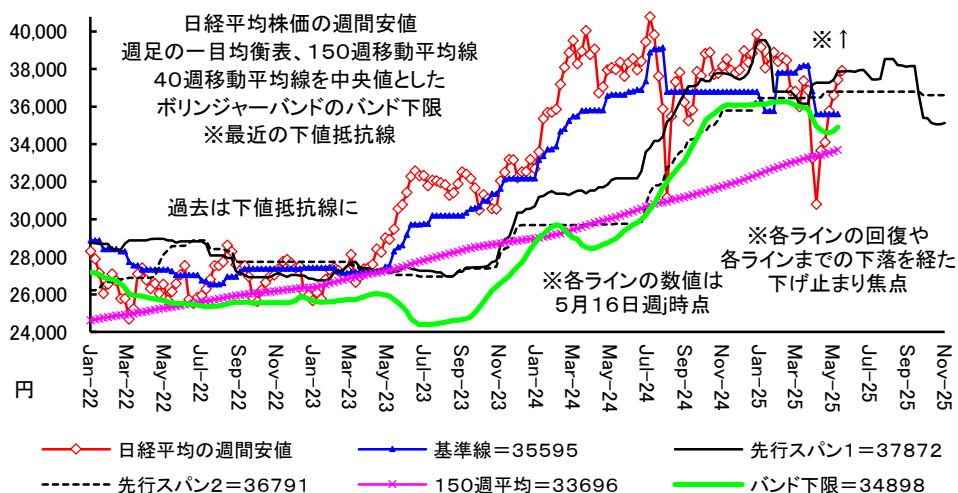
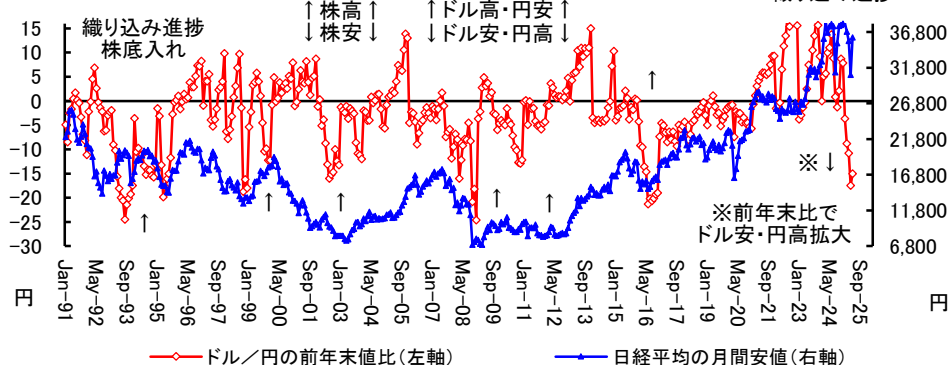
今回も2-4月にかけてのドル急落・円急騰での株安打撃の消化と、株価水準への織り込み進捗が焦点となる。先行きドル安の勢い鈍化に即したドル安・円高に対する抵抗力の高まりや円高影響の織り込み進捗、日経平均の底入れ反発の軌道固めが注目されそう。



ドル／円の月間ドル安値・前年末値比の変化幅、日経平均株価の月間安値

※前年末比ドル安時はドル下落幅拡大に連れて株安進展と織り込み進捗

※株安打撃の織り込み進捗



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。