



## 市川レポート

## 先週の日経平均株価の下落について

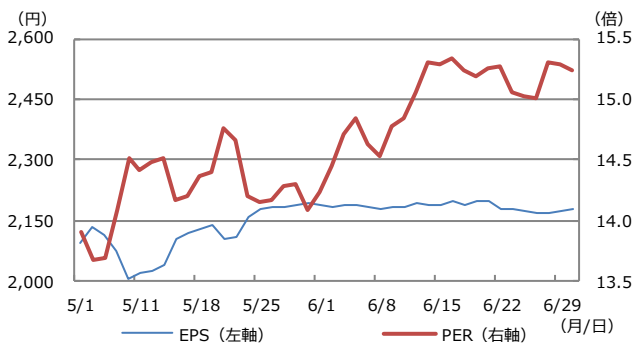
- 7月相場入りの日経平均は足元上昇に一服感、5月と6月の大幅高を主導したのはPERの上昇。
- 過熱感が高まるなか、海外投資家の先物売りや裁定買い取引の解消などで株価はいったん調整。
- 調整は健全な動き、もう一段下げても上昇トレンドの範囲内、より長期的には企業業績が重要に。

## 7月相場入りの日経平均は足元上昇に一服感、5月と6月の大幅高を主導したのはPERの上昇

日経平均株価は先週、名実ともに7月相場入りとなりましたが、週間ベースの下げ幅が終値ベースで800円を超え、軟調なスタートとなりました。5月以降、急速に上げ幅を拡大してきた日経平均は、6月中旬辺りから上昇ペースに一服感がみられるようになりました。そこで今回のレポートでは、足元での株価上昇一服の背景と、今後の相場展開について考えます。

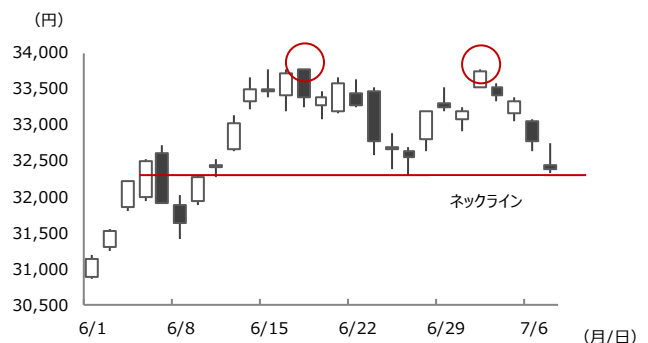
日経平均は5月、6月とも月間で2,000円以上上昇しており、上昇幅が2カ月連続で2,000円以上となるのは、日経平均の算出以来、初めてのことで。なお、日経平均の1株あたり利益（EPS）と株価収益率（PER）について、5月以降の動きをみると、図表1の通りとなります。EPSとPERを掛け合わせると現状の株価水準が得られますが、5月以降の株高は、主にPER上昇によるものであることが分かります。

【図表1：日経平均株価のEPSとPER】



(注) データは2023年5月1日から6月30日。EPSとPERは日経平均株価の今期予想利益ベース。  
(出所) 日本経済新聞社のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：日経平均株価のダブルトップ】



(注) データは2023年6月1日から7月7日。ダブルトップは6月19日高値の33,772円89銭と7月3日高値の33,762円81銭、ネックラインは6月27日安値の32,306円99銭（いずれも取引時間中）。テクニカル分析上、日足がネックラインを割り込むと、下値目途はネックラインから約1,400円（ダブルトップとネックラインの値幅）下げた30,800円台が示唆される。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 過熱感が高まるなか、海外投資家の先物売りや裁定買い取引の解消などで株価はいったん調整

一般に、EPS主導の株高は「業績」を反映した株高、PER主導の株高は「期待」を反映した株高とされるため、足元の株高は期待先行の面が大きいように思われます。これについては、東京証券取引所が3月31日、上場企業に対し、資本コストや株価を意識した経営などを要請したことをきっかけに、市場で日本企業の資本効率改善への期待が広がったことも影響していると推測されます。

そのため、相場の過熱感は相当程度、高まっていたと考えられ、実際、海外投資家は5月第5週、6月第2週、第4週と、早々に先物を売り越す動きがみられました。なお、先物に売りが膨らんだことで、裁定業者（主に証券会社）は、これまでの株高局面で構築した「裁定買い取引（先物を売って同時に現物を買う取引）」の解消（先物を買戻して同時に現物を売る）を進めており、これも1つの現物の下げ要因となった模様です。

## 調整は健全な動き、もう一段下げても上昇トレンドの範囲内、より長期的には企業業績が重要に

また、7月上旬は、決算を迎える上場投資信託（ETF）からの分配金捻出のための売りが見込まれていたため、これも一定程度、株価を押し下げる方向に作用したと思われませんが、季節要因のため、需給悪化は一過性のものと考えます。ただ、日経平均は短期的にダブルトップを形成しており（図表2）、ネックラインの32,300円水準を大きく割り込むと、テクニカル分析上、30,800円台までの調整が示唆されることとなります。

仮にそこまで調整が進んでも、2012年頃から続く日経平均の長期上昇トレンド内の動きとなります。日経平均は5月、6月と、歴史的な急騰をみせたため、その後の反動が多少大きくても、それは持続的な株高のための健全な調整と判断されます。より長期の観点では、やはり企業業績が重要で、企業自身が資本効率改善や稼働力の向上を実現させ、市場の期待に応えられるかがポイントになりますが、その可能性は高まりつつあるように思われます。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会