

日本株:日経平均は一時 7 万円台回復、上昇の持続性は？

日経平均株価は 10 月 6 日、約 3 カ月ぶりに 7 万円台を回復。過去 1 カ月は AI・半導体関連の持ち直しを背景に、主要国の株価指数の中で最も高いパフォーマンスとなった。3 カ月前との比較では資源や内需、銀行など幅広い業種が上昇しており、相場の裾野は広がっている。業績の上方修正によりバリュエーション面の割高感緩和、需給面でも海外投資家が買い越しに転じやすい時期を迎える。日銀短観では大企業製造業の景況感が改善し、売上・収益計画も製造業中心に上方修正された。金利上昇や原油高などを考慮しても企業収益には上方修正余地があり、日経平均は年末にかけて底堅く推移する見込み。

日経平均は約 3 カ月ぶりに 7 万円台を回復

日経平均株価は 10 月 6 日に 7 万 683 円で取引を終え、7 月 2 日に 7 万円を割り込んで以来、約 3 カ月ぶりに 7 万円台を回復した（右図）。週末にかけては海外の主要 AI 関連企業の業績下振れに関する観測記事などを材料に戻り売り圧力が強まったが、本稿では 7 万円台回復の背景を整理したうえで、今後の相場を展望する。

年初来の日経平均の推移をみると、年初の 5 万円台前半から上昇基調をたどり、6 月には一時 7 万 2 千円台をつけたものの、その後は 6 万円台前半から後半でのみ合いが続いていた。7～9 月は、AI プームの一服に伴う踊り場局面であったと考えられる。AI への巨額投資の採算性・持続性を疑問視する見方などから AI・半導体関連株が調整したことに加え、イラン情勢の混迷による原油高も、企業のコスト増や景気下押しへの懸念を通じて株価の重荷となった。

9 月 2 日以降の約 1 カ月間について主要国の株価指数の騰落率をみると、日経平均は約 10% 上昇し、最も高い上昇率を記録した（右図）。AI・半導体関連の持ち直しを背景に、台湾加権指数や韓国 KOSPI、米ナスダック総合指数なども堅調に推移したが、日経平均はそれらを上回るパフォーマンスとなった。

一方この間、欧州株や米ダウ平均などは下落した。グローバルな金利上昇や中東情勢への警戒感が売り材料となったとみられる。本来は AI・半導体関連

銘柄のような成長性の高い銘柄は金利上昇の影響を受けやすいが、この期間については、主要銘柄の好決算や設備投資計画の引き上げなどを受けた買戻し圧力が、金利上昇による下押し圧力を上回ったといえる。

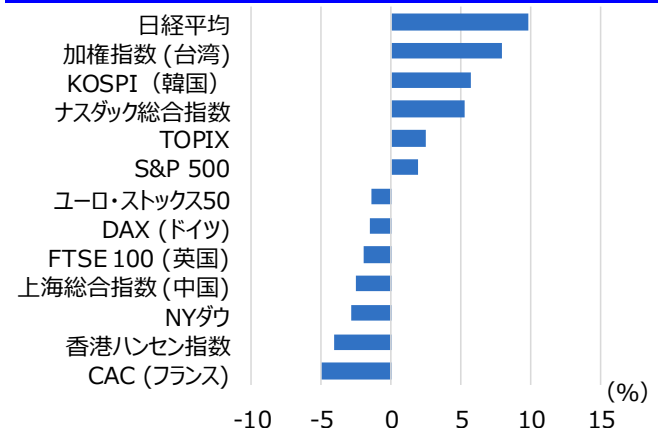
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

日経平均の推移



(出所) Bloomberg

各国主要株価指数の年初来騰落率(9/2→10/6)



(出所) Bloomberg

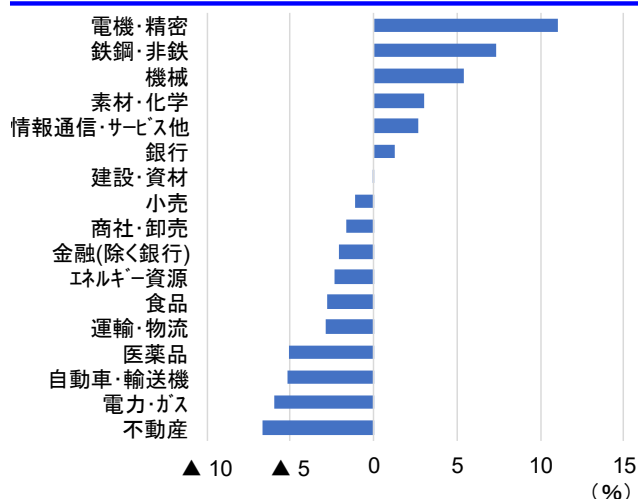
足元はAI関連の持ち直しが相場をけん引も、3カ月前比では資源や内需・銀行など幅広い銘柄が上昇

実際に同期間（9/2以降）のTOPIX業種別株価指数の騰落率をみると、電機・精密や鉄鋼・非鉄、機械などAI関連を含む業種が上昇率上位となっており、AI・半導体関連の持ち直しが相場をけん引したことがわかる（下左図）。その他では、金利上昇に伴う利ざや改善期待から銀行株なども上昇した。逆に、不動産や電力・ガス、自動車・輸送機などは下落した。これらには、有利子負債比率が高い、または有利子負債額が大きい企業が多く含まれており、金利上昇による負担増への懸念が重荷となった可能性がある。

他方、日経平均が7万円を割り込む直前の3カ月前（7/1）と比較すると、電機・精密や鉄鋼・非鉄などAI関連を含む業種は、9月以降の反発にもかかわらず、7～9月の下落分を戻しきっていない。

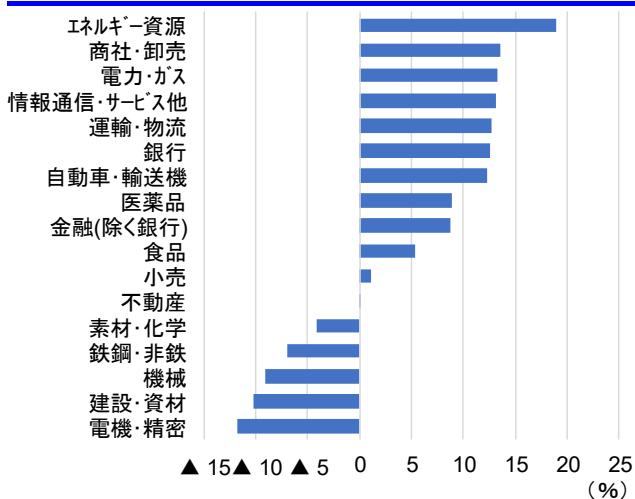
その一方で、エネルギー資源や商社・卸売、電力・ガス、運輸・物流、銀行など、資源や内需関連を含む幅広い業種が上昇している（下右図）。エネルギー資源は原油高、商社は資源価格の上昇や株主還元の強化、銀行は金利上昇がそれぞれ追い風となった。今回の日経平均の7万円台回復は、AI関連だけでなく幅広い銘柄の上昇に支えられたものといえよう。AI関連への一極集中ではなく、相場の裾野が広がっていることは、株価上昇の持続性という観点からも評価できる。

TOPIX業種別株価指数の騰落率(9/2→10/6)



(出所) Bloomberg

TOPIX業種別株価指数の騰落率(7/1→10/6)



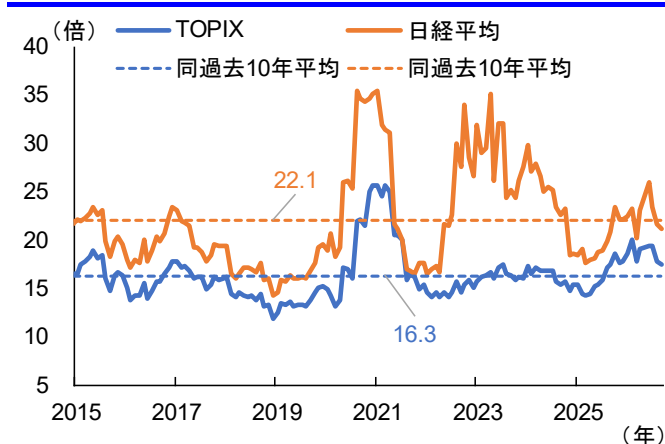
(出所) Bloomberg

業績の上方修正もあり、バリュエーション面でも割高感は緩和

バリュエーション面では、業績の上方修正もあって割高感が緩和している。予想PERをみると、日経平均は過去10年平均（22.1倍）を下回る水準まで低下した。TOPIXも過去10年平均（16.3倍）をやや上回るものの、割高感は緩和している（右図）。

日経平均の予想PERは、AI関連株が急騰した局面で一時20倍台後半まで上昇したが、その後の株価調整と業績予想の上方修正によって低下した。現状の7万円台の株価水準は、業績の裏付けを伴ったものであり、過熱感は限定的といえる。

日経平均とTOPIXの予想PER



(出所) Bloomberg

海外投資家は10～12月には買い越し傾向

需給面では、海外投資家の買いが今後の日本株相場を支える可能性がある。過去20年間の海外投資家の日本株売買動向を四半期別にみると、7～9月期は売り越し、10～12月期は買い越しとなる傾向がみられる（右図）。

単月では4月と10月の買い越し傾向が強く、10月は株価の上昇が期待できる月といえる。こうした季節的な需給傾向も、年末にかけた株価見通しを考えるうえでの一つの参考材料となる。

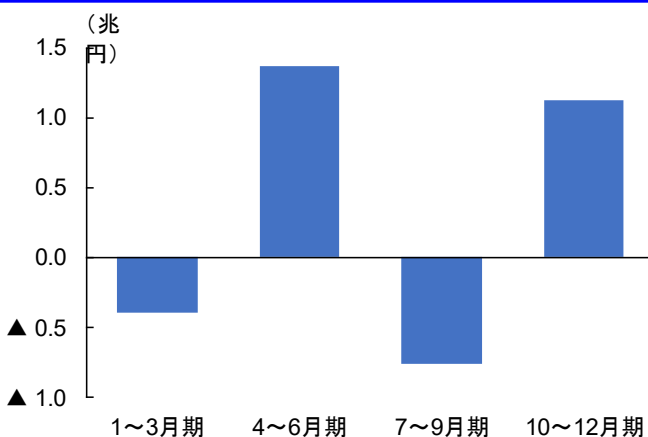
AI関連需要の拡大で大企業製造業の景況感は改善、売上・収益計画も製造業中心に上方修正

ファンダメンタルズ面では、企業の景況感や収益計画が改善している。9月調査の日銀短観によると、企業景況感を示す代表的な指標である業況判断DIは、大企業製造業で+24と前回6月調査から2ポイント、3月調査と比較すると7ポイントの上昇となった（右図）。原油価格の上昇を受けて石油・石炭製品などが改善していることに加え、データセンターや半導体受注の増加、半導体製造装置や半導体関連の原材料・素材輸出の拡大など、AI・半導体関連需要の拡大が景況感の改善につながっているようだ。一方、大企業非製造業は+35と前回調査から2ポイント低下した。ただし、水準としては引き続き高く、非製造業の景況感は良好な状態を維持している。

2026年度の売上・収益計画（大企業・全産業）は、売上高が前年度比+5.7%、経常利益が+4.3%と、6月調査の増収・減益計画から増収・増益計画に転じた（右図）。売上高・経常利益とも上方修正され、特に製造業の経常利益は前回調査比+21.7%の大幅な上方修正となり、前年度比+13.6%と2桁増益の計画となった。特に、上期の製造業の経常利益は前年同期比+31.1%と大幅な増益となっており、AI・半導体関連需要の拡大が収益を大きく押し上げている。一方、下期の製造業は▲3.1%の減益計画と

なっており、慎重な見通しとなっている。金利上昇や原油高、為替動向など先行きの不透明感が強いことが背景とみられるが、例年、特に業績改善傾向が続く局面では、年度前半に示される収益計画は保守的に策定され、その後、実績の積み上がりに伴って上方修正される傾向がある。

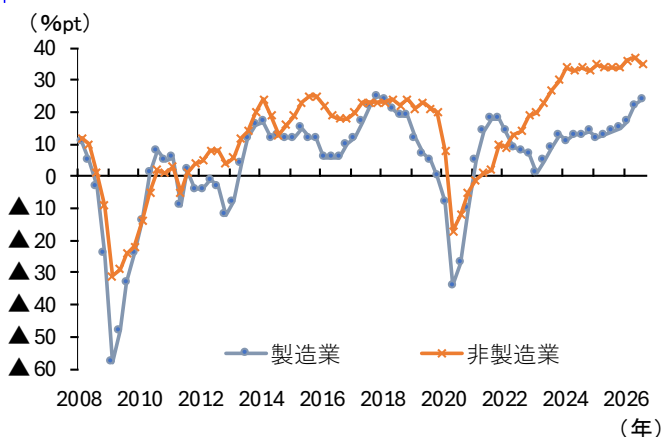
海外投資家の日本株売買動向（四半期、過去20年平均）



（出所）日本取引所グループ

（注）二市場合計（東証、名証）

日銀短観：業況判断DIの推移（大企業）



（出所）日本銀行

日銀短観：売上・収益計画（大企業）

業種	2024年度	2025年度	2026年度 計画	上期	下期	2026年度 修正率	上期	下期
売上高								
全産業	3.5	2.1	5.7	7.2	4.3	1.9	2.7	1.1
製造業	3.0	2.4	7.6	10.4	5.0	3.4	5.2	1.7
非製造業	3.9	1.9	4.3	4.8	3.9	0.8	0.9	0.7
経常利益								
全産業	4.2	5.1	4.3	11.0	-2.9	11.6	20.8	1.9
製造業	6.0	3.2	13.6	31.1	-3.1	21.7	40.9	3.5
非製造業	2.4	7.0	-4.7	-6.2	-2.8	1.8	3.3	0.1

（出所）日本銀行

金利上昇等を考慮しても企業収益はさらに上方修正か

今後の企業収益を展望するうえでは、日銀の追加利上げに伴う金利上昇や不透明な中東情勢による資源高、為替動向が懸念材料となる。そこで、法人企業統計を基礎として、金利、原油価格、為替の変動が経常利益に与える影響を試算した（右図）。日銀は2027年度にかけて政策金利を2.0%まで引き上げ、中東情勢の沈静化に伴い原油価格が軟化、日米金利差縮小等により為替が緩やかに円高方向へ推移するという当社のメインシナリオを前提とした。

試算によると、金利上昇は2026年度に▲3.0%ポイント、2027年度に▲2.3%ポイント経常利益を押し下げる。原油高は2026年度に▲1.1%ポイントの下押し要因となるが、原油価格の軟化を想定する2027年度には+1.4%ポイントの押し上げ要因に転じる。為替の影響は、金利や原油価格の影響に比べて相対的に小さいとの結果となった。各変動要因を加味しても、2026年度の経常利益は2桁増益となり、増益基調が維持されとの試算結果となった。インフレ下での価格転嫁の進展が定着しつつあることに加え、グローバルなAI特需が強い収益押し上げ要因として機能するためである。したがって、下期の減益計画など慎重さが残る企業の収益計画には上方修正余地があり、株価の上昇を支える見込みである。

株価は底堅い推移を見込むが、AI関連の調整、金利上昇、中東情勢には引き続き留意が必要

企業収益の拡大を背景に、日本株は年末に向けて底堅く推移する可能性が高いとみている。企業業績の上方修正が続けば、日経平均は年末にかけて7万円台での推移が増え、年度末に向けて最高値を再び試す展開も視野に入る。

ただし、リスク要因にも留意が必要である。第一に、AI関連投資の持続性である。日経平均はAI・半導体関連銘柄の影響を受けやすく、7～9月のようにAI関連投資への懸念が強まれば、株価が大きく調整する可能性は残っている。第二に、金利上昇である。日銀の利上げペース加速やターミナルレート見通しの上振れ、消費税減税を巡る財源議論などを背景とした財政懸念の強まりなどによって、一段の金利上昇となれば、企業の利払い負担の増加に加え、株式のバリュエーション面でも逆風となる。第三に、中東情勢である。情勢が一段と悪化し原油価格が高騰すれば、企業のコスト増を通じて収益の下押し要因となる。

金利・原油価格・為替動向を考慮した利益予測

	2026年度	2027年度	2028年度
〈法人企業統計の経常利益〉			
ベース予測（前年比％）	15.4	6.8	8.5
金利上昇の影響（％）	▲ 3.0	▲ 2.3	▲ 1.5
原油高の影響（％）	▲ 1.1	1.4	▲ 0.8
為替変動の影響（％）	0.1	▲ 0.4	0.2
修正予測（前年比％）	12.4	8.4	7.7
〈前提条件：年度平均予測〉			
10年国債利回り（％）	2.9	3.3	3.4
WTI原油先物価格（ドル/バレル）	75.4	60.1	67.3
ドル円（円/ドル）	152.5	147.5	150.7

（出所）財務省、内閣府、CEIC、Bloomberg

（注）ベース予測は金利や原油価格の上昇、為替変動などの影響を考慮する前の伊藤忠総研予測。金利上昇の影響は有利子負債利率の長期金利に対する感応度などをもとに試算。原油・為替変動の影響については内閣府マクロモデルの乗数を利用して算出。