

四半期まとめと見通し

経済の舞台裏

2025年7月

藤代宏一

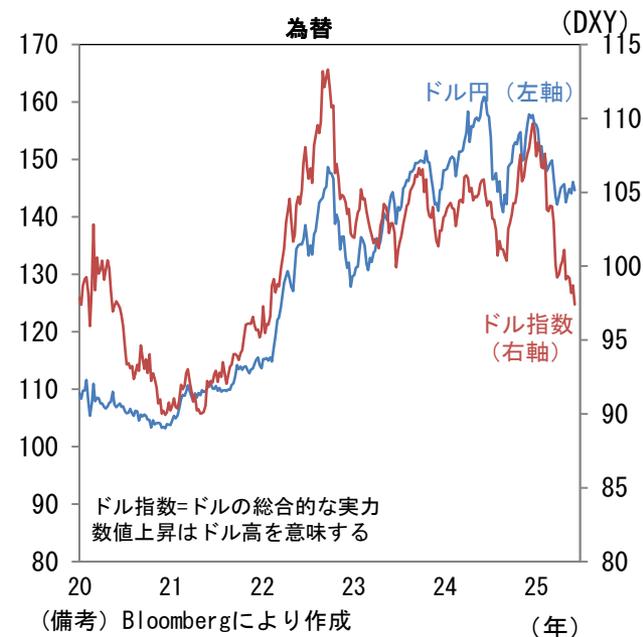
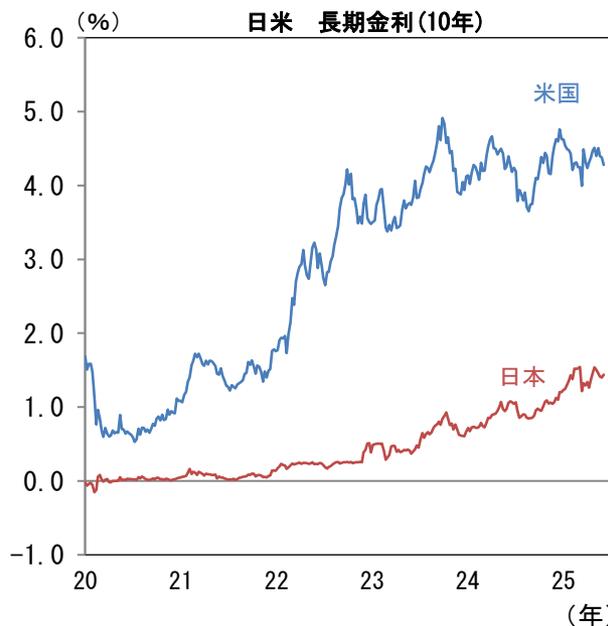


株式会社 第一生命経済研究所



Dai-ichi Life Group

<主要指標の推移>



株式

2023年は先進国のインフレが峠を越したことで、金融引き締めへの警戒感が和らぎ、世界的に上昇。2024年は欧米中銀が金融緩和方向へ政策転換する中、AI関連が相場をけん引。日経平均株価は7月に史上最高値を更新。2025年はトランプ関税の公表を受けて4月に乱高下した後、通商交渉の進展に対する期待から下落を埋める展開に。日本では国防、インフラ関連銘柄が注目されている。

長期金利 ドル円

日本の長期金利(10年)は、政策金利の段階的引き上げが意識される下、財政支出の拡大(国債増発)観測もあり、1%台後半まで水準を切り上げる場面があった。米長期金利は関税由来のインフレ懸念と景気減速懸念が入り交じり、方向感を欠く動きとなった。ドル円相場は日銀の利上げ観測とFRBの利下げ観測が揺れ動く中、140円台で安定しつつある。

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、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

日経平均株価は先行き12ヶ月42,000円程度で推移するだろう。

USD/JPYは先行き12ヶ月150円程度で推移するだろう。

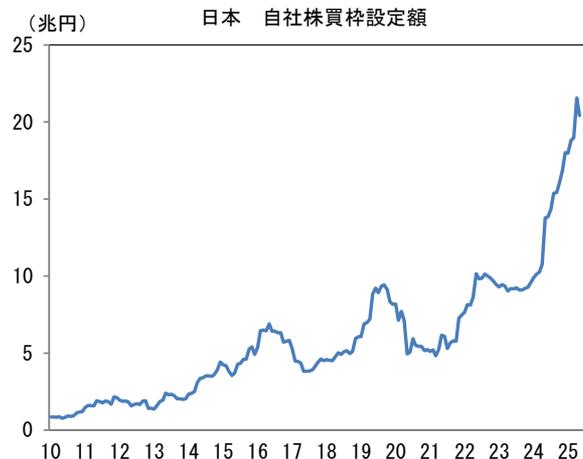
日銀は利上げを続け、2026年前半に政策金利は1.0%に到達しよう。

FEDはFF金利を25年末までに4.0%まで引き下げ、その後は様子見に転じるだろう。

<先行きの注目点>

日本株	2025年は内需に注目。日銀短観(6月調査)では、活況を呈するインバウンド需要、旺盛な建設／不動産開発需要、DX関連需要が支えとなり、大企業・非製造業の業況判断DIは1991年と同等の強さが維持された。また3年連続の賃上げを受け、個人消費は底堅さをみせており、名目値はインフレ影響によって勢いよく拡大している。株式とその裏付けとなる企業収益は、名目値で評価されるため、名目消費の増加は株高を正当化する。
外国株	米国経済は、トランプ関税の部分的発動にもかかわらず、底堅さを維持している。7月上旬時点において大半の経済指標は、非連続的な変化が生じていない。すなわち個人消費が増加基調を維持する下で、インフレは減速基調にあり、労働市場が急速に悪化しているわけでもない。もっとも、今後、企業が関税を価格転嫁していく可能性は高い。FRBはインフレ加速と景気減速の板挟みとなり、利下げに踏み切れなくなる可能性がある。その場合、米国株は軟調な推移が予想される。
金利・為替	日銀は2025年1月に政策金利を0.5%に引き上げた後、トランプ関税の帰趨を見極めるために、政策金利を据え置いている。もっとも、長期金利の上昇もあって、国債買い入れの減額については2026年4月以降、減速する方針に修正した。先行きは、人手不足を根源とする賃金インフレが持続的な物価上昇に繋がるとの判断から、利上げ継続を予想する。ドル円相場は、日米金利差の縮小が見込みにくい中、再び円安方向に傾く余地があるとみている。FRBの金融政策については、7月上旬時点、FF金利先物から逆算した2026年末までの利下げ回数は約5回となっているが、堅調な景気動向が底堅く、それほど利下げが進まない可能性はある。

<視点①> 鋭角に増える自社株買い



(備考) INDBより作成 直近12ヶ月累積値

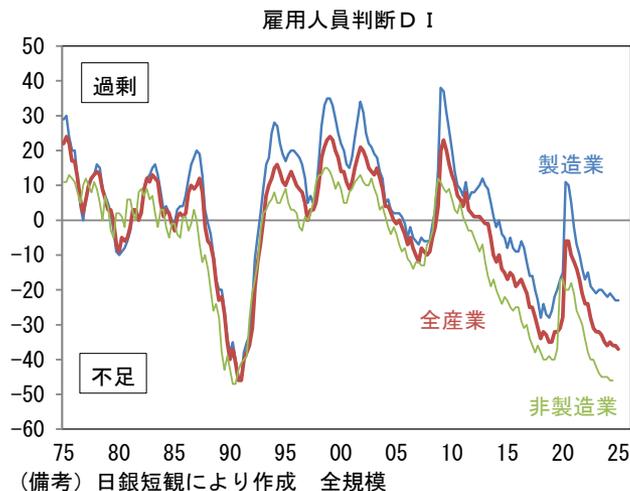


(備考) 東証により作成

- ✓ 日本企業の自社株買いが空前の規模に膨れ上がっている。自社株買い設定枠は1—3月期に3.1兆円となった後、4—6月期は9.3兆円となり、年初来では12.4兆円となっている。2023年は年間で9.6兆円、24年は18.0兆円であったことを踏まえると、最近の増加ペースは驚異的。
- ✓ 自社株買い増加の基本的背景は、好調な企業業績。それに加えて、トランプ関税が企業に自社株買いを促した側面もありそうだ。著しい先行き不透明感に直面し、業績見通しを公表できない、或いは(極めて)慎重な見通しを示す、この2択を迫られた企業の中には、株価急落を防ぐ意味合いもあり、株主還元を強化した例も多かったと推察される。
- ✓ 自社株買いは直近12ヶ月の累積が20兆円を超えている。この規模は、かつて市場を歪めると批判されてきた日銀のETF購入額である6兆円を遥かに凌駕する。需給面で大きな存在になっており、日本株を力強く支えていることに疑いの余地はない。事実、自社株買い動向を反映する、事業法人の買い越し額は急増している。
- ✓ ただし、中長期的な企業価値向上(≒株価上昇)を考えた場合、自社株買いの増加を手放しに喜ぶのは考えもの。自社株買いの増加は、裏を返せば、設備投資や研究開発といった前向きな現金の資金用途に乏しいという側面がある。人手不足が多くの企業にとって課題となる中、設備投資に資金を振り分けるべき、との指摘もある。

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、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

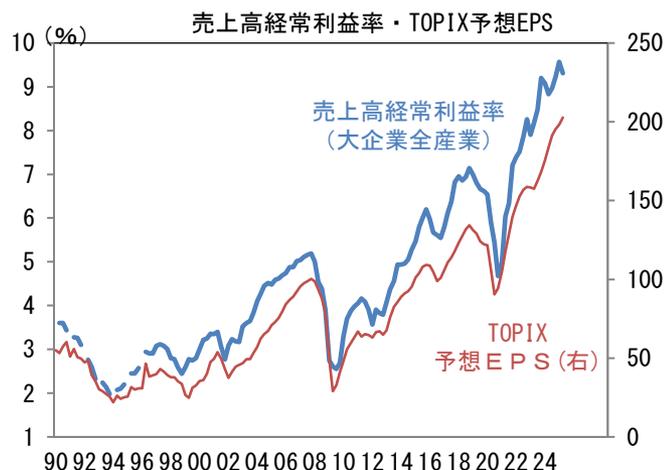
<視点②> 構造的な人手不足と賃上げ



- ✓ 日銀短観で示される「雇用人員判断DI」は、賃金の先行きを予想する上で重視すべき指標。日銀の金融政策を読む上でも有益な示唆を与えてくれる。
- ✓ 雇用人員判断DIの水準はバブル期に匹敵する不足超の領域にあり、人手不足感が極めて強い現状を浮き彫りにしている。特に建設、対個人サービス、宿泊・飲食といった労働集約的な業種を多く含む非製造業の人手不足は深刻。
- ✓ バブル期との違いは景気の強さ。当時は猫の手も借りたい好景気だったのに対して、現在はGDP成長率が0%台という状況。人手不足の背景にあるのは、人口減少であり、これは不可逆的なものであるから、賃金上昇圧力も構造的な色彩を帯びていると言える。長期的にみれば、資本（機械、ソフトウェア）で代替可能な作業はあっても、全てが解決可能な訳ではない。
- ✓ 日銀は、トランプ関税により製造業の企業収益が圧迫されることで、賃金上昇率が低下し、基調的な物価上昇率が足踏みするとの慎重な見通しを5月に示した。しかしながら、人手不足由来の賃金上昇圧力は主として非製造業で発生しており、関税の直接的影響は限定的と考えられる。消費者物価が高止まりする中、マクロ的な賃金上昇率がさほど低下しなければ、日銀は利上げを継続すると見込まれる。

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、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

<視点③> 良好な企業景況感



(備考) LSEG、日銀より作成 予想EPSは12ヶ月先

- ✓ 日銀短観(6月調査)によると業況判断DIは、大企業製造業が+13と前回調査対比1pt上昇。トランプ関税による不透明感から、悪化を見込んでいた市場予想に反して改善した。通商交渉の帰趨は判明していないものの、相互関税が10%台に落ち着くのであれば、自動車以外の業種において大きな影響はないとの判断が広がっている可能性を示唆した。また防衛費やインフラ投資の拡大機運が高まっていることも景況感改善に繋がった可能性が指摘できる。この間、原油価格が安定していたことも景況感改善に寄与したとみられる。
- ✓ 大企業・非製造業は+34と前回調査対比1pt低下したものの、1991年以来の高水準を維持した。宿泊・飲食、建設といった労働集約的な業種において人手不足は特に深刻だが、それでも業況が悪化する事態には至っていない。また、全般的に値上げによって収益が確保できている面もあるだろう。
- ✓ TOPIX構成銘柄と属性の近い大企業全産業の業況判断DIは+23と、4調査連続で横ばいとなり高水準を維持した。この間、TOPIXの予想EPS(一株あたり利益)と密接に連動する売上高経常利益率の年度計画は+9.31%と前回調査から小幅に低下したものの、均してみれば上昇基調にある。円安の追い風を割り引く必要はあるが、日本企業の収益力は一段と高まっていると判断される。トランプ関税は逆風となるものの、株価の裏付けとなる企業収益は堅調に推移している。

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、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。