

四半期版

経済の舞台裏

2026年1月
藤代宏一



株式会社 第一生命経済研究所



Dai-ichi Life Group

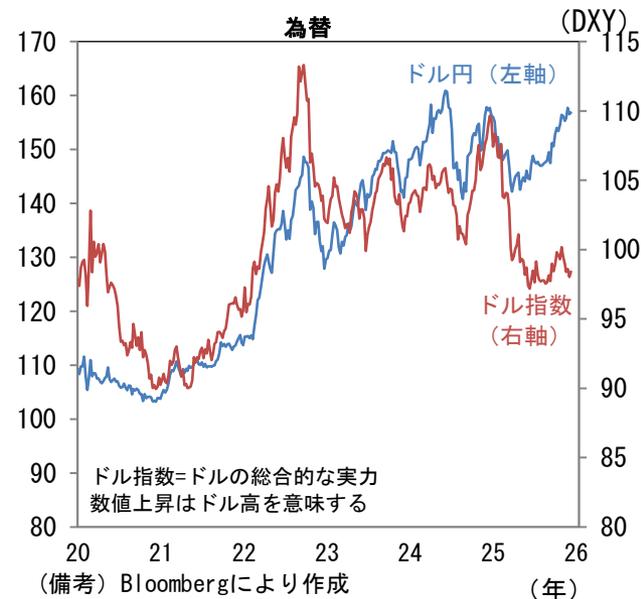
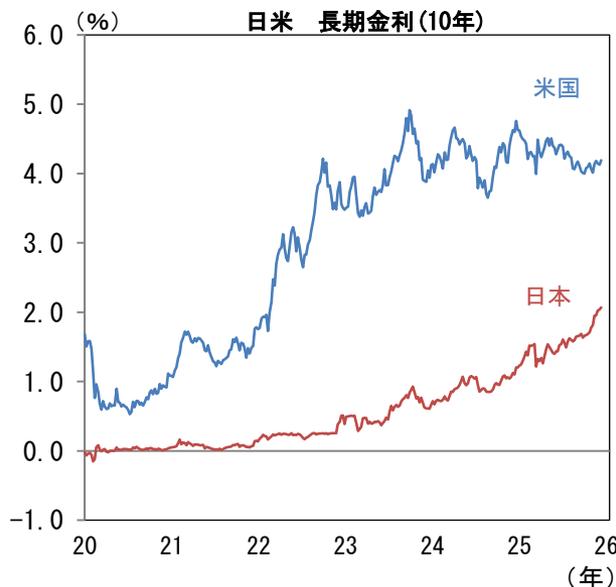
日経平均株価は先行き12ヶ月54,000円程度で推移するだろう

USD/JPYは先行き12ヶ月160円程度で推移するだろう

日銀は利上げを続け、政策金利は26年7月に1.0%、27年前半までに1.25%となろう

FEDはFF金利を26年3月と6月に引き下げ3.25%とした後、様子見に転じるだろう

<主要指標の推移>



株式

2023年は米国を中心に世界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。2025年はトランプ関税を受けて4月に乱高下した後、AI関連銘柄を中心に株価は上昇。年末時点で日経平均株価は5万円を維持した。

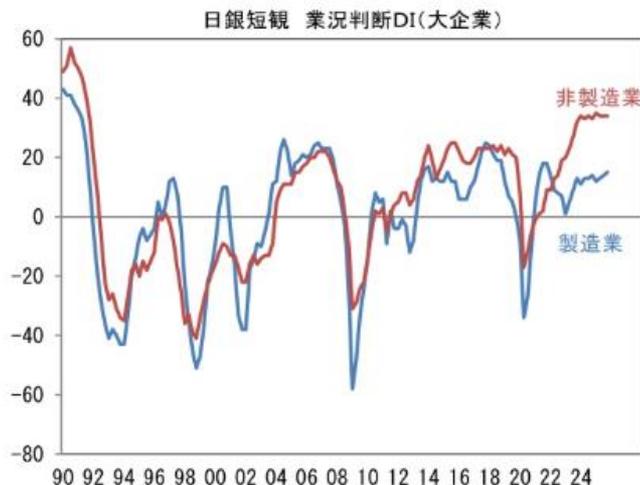
長期金利 ドル円

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、予想物価上昇率の高まりと、財政支出拡大(国債増発)観測が絡み合ったことで2%を突破。米長期金利は関税由来のインフレ懸念が杞憂に終わりつつあることから、4%台前半で推移している。ドル円相場は日銀の利上げ観測が残存するものの、FRBの利下げ観測が後退していることから、150円台後半で推移している。

<先行きの注目点>

日本株	<p>引き続きAIが喚起する需要に注目。AI向け半導体、データセンターの建設需要は飛躍的な増加を続けており、それに伴い半導体を手掛ける企業の物色が続くと思込まれる。そこにスマホ・PC向けの需要回復が重なれば、株価は一段の上昇が期待される。その他では政策的に重要な国防、インフラ関連も引き続き相場押し上げに寄与する見込み。そして内需も堅調。日銀短観(25年12月調査)では、旺盛な建設／不動産開発需要、DX関連需要を背景に、大企業・非製造業の業況判断DIは1991年と同等の強さを維持した。個人消費は実質でみると力強さに欠けるものの、値上げが奏功し、BtoC関連も企業景況感良好。株価は製造業・非製造業ともに堅調な推移が期待される。</p>
外国株	<p>米国経済は、トランプ関税によって財価格に上昇の兆候がみられているものの、25年春に懸念されたような高インフレは回避されている。この間、労働市場は労働需要の減衰と、移民政策の厳格化による供給減から縮小均衡が成立しつつあり、失業率は小幅な悪化に留まっている。もっとも、富裕層の高額消費によって米経済の約7割を占める個人消費は堅調に推移しており、そうした下で企業収益は拡大が期待される。もっとも、FRBによる利下げは連続的なものにならない可能性があり、資産価格に吹く追い風が弱まることも想定される。</p>
金利・為替	<p>日銀は2025年1月と12月に利上げを実施し、政策金利は0.75%となった。先行きは、円安警戒感が残存する下、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、利上げ継続が予想され、政策金利は2026年末時点で1%に到達する可能性が高いと判断している。ドル円相場は、日銀の利上げと米国の利下げ観測後退が綱引きし、150円台後半から160円台前半で推移すると見込む。</p>

<視点①> 日銀短観は株価上昇を正当化する結果



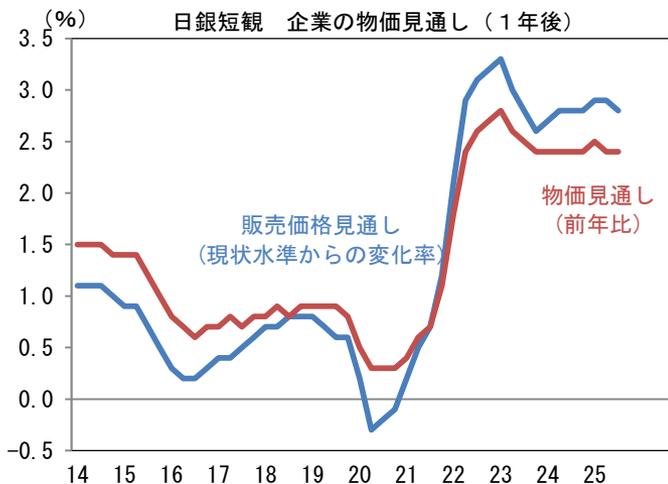
(備考) 日銀短観により作成



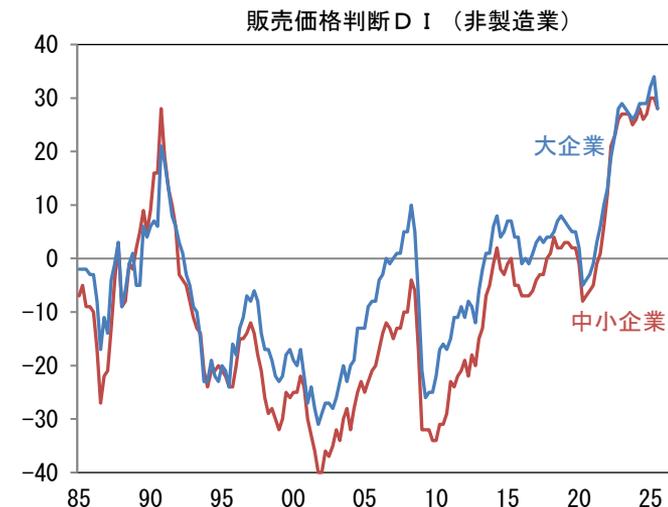
(備考) LSEG、日銀より作成 予想EPSは12ヶ月先

- ✓ 日銀短観(12月調査)によると業況判断DIは、大企業製造業が+15と前回調査対比1pt上昇。米国の対日相互関税が15%に落ち着き、自動車関税も27.5%から15%へ引き下げられたことで不透明感が後退したとみられる。この間、米国のAI関連投資が勢いを増したことで、日本企業の手掛けるAI関連製品の需要が誘発されたほか、政策的な重要性が増している防衛費やインフラ関連業種でも景況感の改善が確認できた。それに加えて原油価格が安定していたことも寄与したとみられる。為替は円安水準にあるものの、国際商品市況は落ち着いており、輸入物価の上昇および交易条件の悪化は回避されている。
- ✓ 大企業非製造業は+34と前回調査対比横ばいで、1991年以来の高水準を維持した。インバウンド需要に頭打ち感がみられる一方、旺盛なDX関連投資、高止まりする建設需要が背景にあるとみられる。また高市政権に対する期待もあつてか消費者心理の好転が観察される下、個人消費が持ち直し傾向にあることも景況感改善に寄与した。小売り、対個人サービスなどで良好な企業景況感が確認でき、これら企業群の株価は上昇傾向にある。
- ✓ TOPIX構成銘柄と属性の近い大企業全産業の業況判断DIは+24と、前回調査対比横ばいであった。またTOPIXの予想EPSと密接に連動する売上高経常利益率の年度計画は+9.48%と改善傾向を維持。価格決定力の回復によって企業の収益力は一段と高まっていると判断され、これはアナリストの業績予想が上向いていることと整合的である。円安によって嵩上げされてはいるものの、株価には企業収益の拡大という一定の裏付けがある。

<視点②> 企業の価格決定力回復



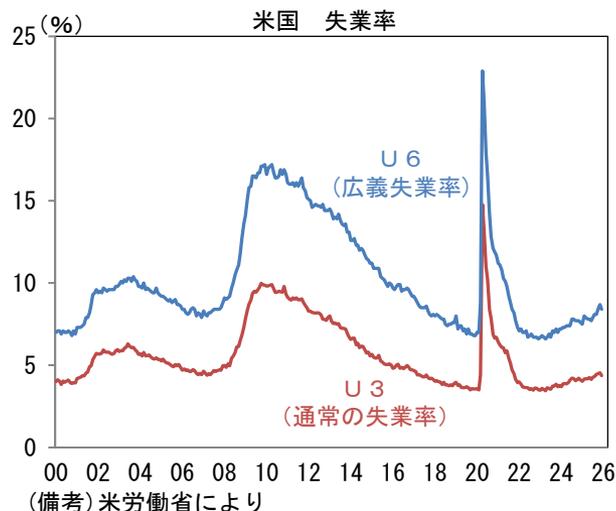
(備考) 日銀短観により作成 全規模全産業



(備考) 日銀短観により作成

- ✓ 日銀短観では業況判断DIが最も注目される。一方、日銀短観は包括的な指標であるから、それ以外にも設備投資動向や雇用・インフレ動向を読む上で、有益な示唆を与えてくれる。
- ✓ 筆者が特に注目するのは「企業の物価見通し」。筆者は企業の価格決定力を推し量る上で、1年先の全般的な物価上昇率と自社製品・サービスの販売価格との差を重視している。
- ✓ 現在のインフレが始まる2022年以前、企業は物価上昇率以下に販売価格を抑えることで価格競争力を維持する傾向にあったと言える。大半の期間において「物価見通し>販売価格見通し」となっていた。それに対して過去数年は「販売価格見通し>物価見通し」の傾向が明確化しており、このことは、価格競争の優先順位が低下していることを物語っている。
- ✓ また販売価格判断DIも高止まりしている。内生的なインフレ圧力を計測するために非製造業に着目すると、DIは歴史的な高水準にある。「価格転嫁ができていない」とよく言われる中小企業のDIは、大企業との格差縮小を伴って高止まりしている。一般的に価格交渉力が弱いとされる中小企業は、大企業対比で人手不足が深刻なため、背に腹は代えられないとして賃上げに踏み切り、そうして増加した労働コストを価格に転嫁しているものと推察される。
- ✓ ここから判断すると、現在のインフレが勢いを保つ可能性が高いと思われる。人件費の増加など様々なコスト上昇に直面した企業は、それを埋めてなお余りある値上げによって収益率を向上させるよう努めていると推察される。政府の支援策によってエネルギー関連の価格は低下が見込まれ、表面的なインフレは2026年に低下すると考えられるが、中長期的なインフレ傾向は崩れないと判断される。

<視点③> 富裕層が覆い隠す米国経済の弱さ



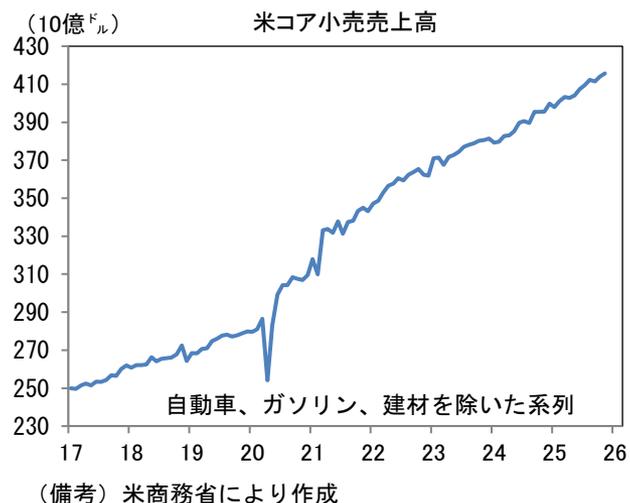
✓ 米国では雇用者数の増加基調が崩れている。そこで雇用者数をネイティブと移民(外国生まれ)の労働者に分解してみると、移民労働者の減少をネイティブが補う構図となっている。トランプ政権が移民政策の厳格化に踏み切った影響がここに表面化している。

✓ こうした労働市場の変動は、FRBの政策判断にどういった影響を与えるのだろうか。労働市場における「需給」を重視するのであれば、金融政策を変更(利下げ)する必要に乏しいと考えられる。実際、失業率は僅かな上昇に留まっている。他方、雇用者の「量」に注目するならば、景気浮揚のための利下げが正当性を増す。

✓ ここで、そもそも「なぜ雇用統計がそれほど重要なのか」という素朴な疑問を考えてみると、それは米国経済の約7割を占める個人消費の行方を読む上で、消費者の所得環境が重要であるからに他ならない。極めて単純に考えると「雇用増→消費増→景気拡大」となるからだ。

✓ 足もとで個人消費の基調が下方屈折する気配は乏しい。12月の自動車販売台数は堅調であったし、11月の小売売上高もしっかりとした拡大基調にあった。雇用が増えなくても景気拡大が続いていることになる。

✓ 堅調な消費の背景にあるのは、資産価格の上昇を後ろ盾とする富裕層の高額消費。労働市場に弱さがみられても、景気が堅調に推移するならば、利下げの必要性は低下する。いわゆるK字型経済においては、「雇用者数」や「失業率」といった雇用統計で示される代表的な尺度から読み取れる情報量は低下しているかもしれない。



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、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。