

四半期版

経済の舞台裏

株式会社 第一ライフ資産運用経済研究所

2026年4月 藤代宏一

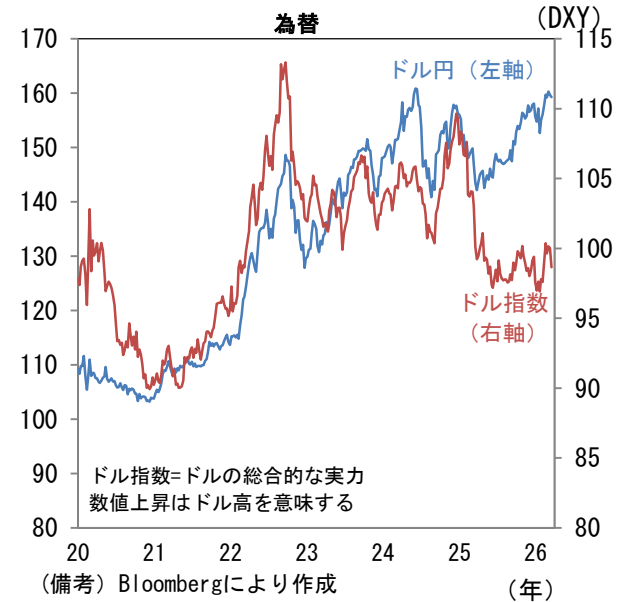
日経平均株価は先行き12ヶ月57,000円程度で推移するだろう

USD/JPYは先行き12ヶ月155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7月までに1.5%超となろう

FEDはFF金利を26年9月に引き下げ3.5%まで引き下げた後、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。年後半は高市政権に対する期待感から一段高となりました。2026年入り後はAI主導で上値を伸ばした後、イラン情勢の悪化に伴う原油高を受けて一時下落も、4月入り後に落ち着きを取り戻しつつあります。

長期金利 ドル円

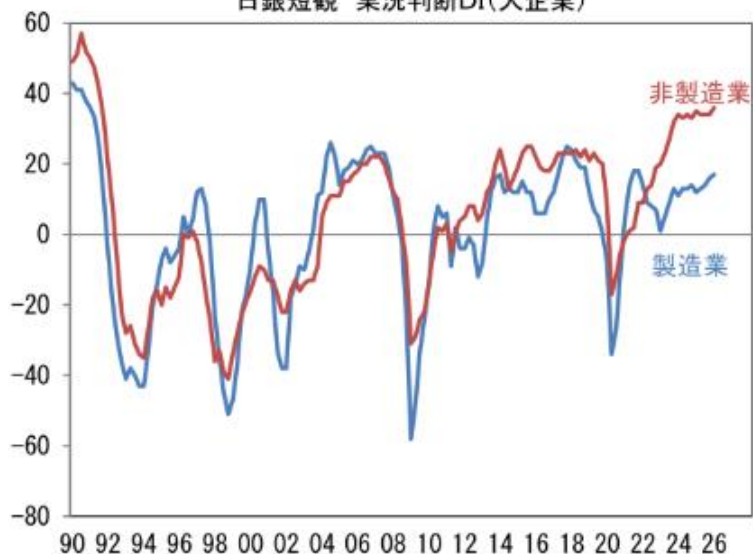
日本の長期金利(10年)は、政策金利の段階的引き上げが意識される下、予想物価上昇率の高まりと、財政支出拡大(国債増発)観測が絡み合ったことで2%を突破しました。米長期金利は関税由来のインフレ懸念と景気減速懸念が交錯する中、4%台前半で推移しています。ドル円相場は日銀の利上げ観測が維持される一方、FRBの利下げ観測が後退し150円台後半で推移しています。

<先行きの注目点>

日本株	<p>3月入り後、原油高を受けて日経平均株価は一時5万円割れが視野に入る水準まで下落しました。下落がきつかったのは、原油高に対する脆弱性もさることながら、その直前までの上昇が激しかったことがあります。PERでみたバリュエーションは過去数年の平均から大幅に乖離しており、割安感に乏しい状態にありました。先行きは日銀の利上げペースに注目です。日銀が原油高に対する警戒感から引き締め姿勢を強めるようだと、資産価格の下落圧力が高まる可能性があります。</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ます。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ます。FRBは2025年後半に3回の利下げを講じましたが、それ以降は様子見に転じています。26年3月以降は原油高が進んでいますが、それが一服すれば、利下げが可能となり、株式の追い風になると期待されます。</p>
金利・為替	<p>日銀は2025年1月と12月に利上げを実施し、政策金利を0.75%としました。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年夏までに1%に到達する可能性が高いと判断しています。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円台後半で推移すると見込んでいます。もっとも、160円を超える場面では為替介入が実施される可能性があります。</p>

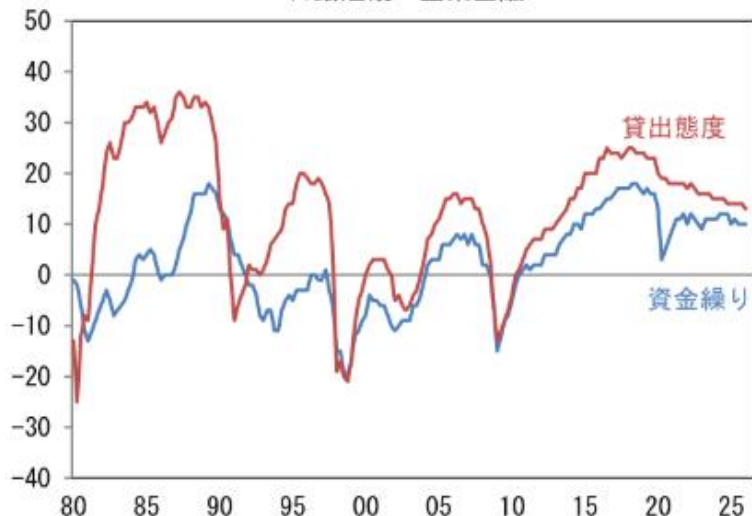
<視点①> 日銀短観は株高を正当化・利上げ

日銀短観 業況判断DI(大企業)



(備考) 日銀短観により作成

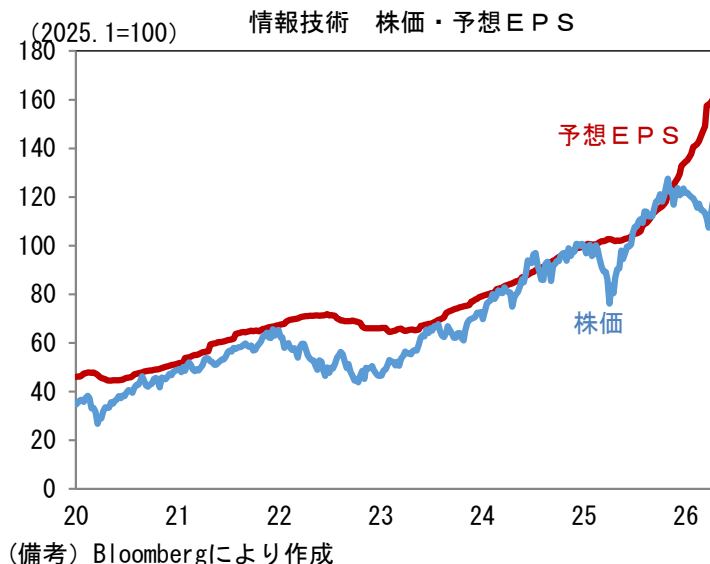
日銀短観 企業金融



(備考) 日銀短観より作成 全規模全産業

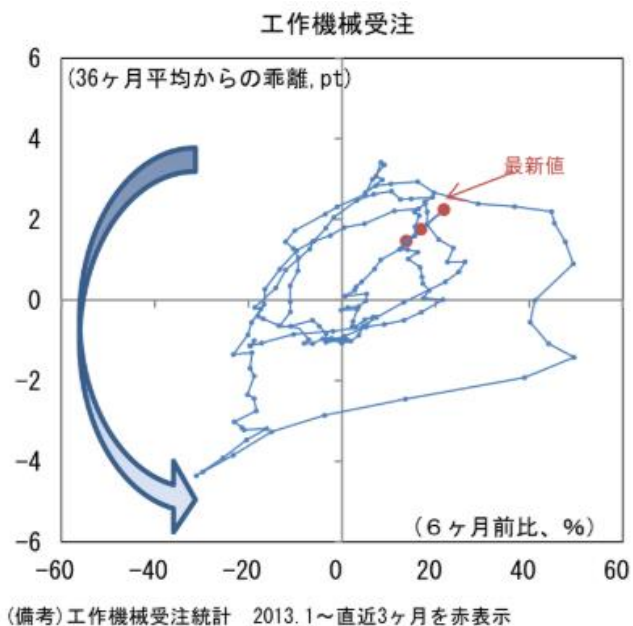
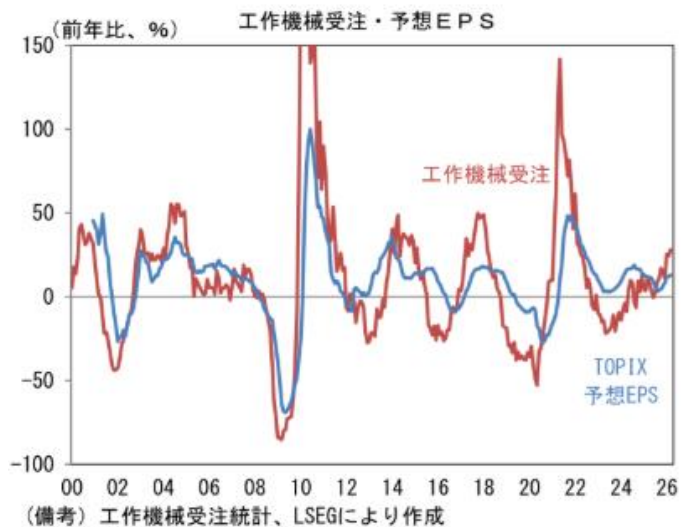
- ✓ 日銀短観(3月調査)によると業況判断DIは、大企業製造業が+17と前回調査対比1pt上昇しました。大企業非製造業は+36と前回調査対比横ばいで、1991年以来の高水準を維持しました。イラン情勢の悪化に伴う原油高は、調査回答時点でさほど影響を与えていなかったとみられる点には注意が必要ですが、少なくともそれ以前まで日本企業の収益状況が良化していることを示す数値でした。これ自体は株価上昇を正当化する結果であると判断されます。
- ✓ 今回、筆者が注目したのは企業金融に関連する項目です。というのも、植田総裁が次回以降の利上げの判断に際して、銀行の貸出態度などを注視すると発言していたからです。まず、借入金利水準判断DI(全規模・全産業、以下同じ)は既往の利上げを受けて+63へと上昇しました。企業は確実に金利を体感しています。そうしたもとで貸出態度判断DIは+13へと1pt低下しました。企業が感じる銀行の融資基準はやや厳格化しているようです。
- ✓ そうしたもとで資金繰り判断DIは横ばいでした。この指標を見る限り、既往の利上げによる累積的な金融引き締め効果は限定的と言え、現時点で利上げに待ったをかけるデータではないと思います。もっとも、貸出態度判断DIが1桁台に突入するなど、金融引き締めの効果が可視化されてくると、利上げの重要な判断材料になってくる可能性があります。
- ✓ これまで日銀短観は、景気の強さを読む業況判断DI、人手不足の深程度合いを読む雇用人員判断DI、そして企業の物価見通しなどが金融政策を読む重要な項目でした。今後は企業金融の注目度が高まりそうです。

<視点②> 静かに収まった？AIバブル



- ✓ AIバブルの定義は様々ですが、株式市場においてはAI関連銘柄のPERが高まっていることを以って、「割高である」「もはやバブルである」などと評されます。S&P500のPERは、2025年後半に23倍程度まで上昇し、これは異常値であった2020～21年と同等の水準でした。コロナ期のPERが異常であったのは、「当期・来期はコロナ影響で全く期待できないが、その先は正常化するだろう」という極めて例外的な状況だったからです。2026年3月末時点でS&P500のPERは19倍台まで低下しています。FRBの利下げ観測が後退したことが背景にあると考えられます。
- ✓ AIバブル、その泡は大幅な株安を伴うことなく、かなり小さくなったとみることができます。というのも、AI関連銘柄が多く内包される「情報技術」セクターのPERが急低下したからです。PERが低下したのは、一株当たり利益(EPS)が伸びるなかで、株価が横ばいに留まったからです。情報技術セクターにはメガテック企業や半導体の設計・開発・製造装置メーカーの他、ソフトウェア開発企業も含まれます。
- ✓ もっとも、PERでみた割高感が解消されたのは「SaaSの死」という別の要因も効いていることから、手放しに喜べるものではありません。昨年来、AIによってソフトウェア開発が容易になることで、そうした企業群の業績期待値が萎んでいます。数年前までSaaSで名を馳せ、積極的な資金調達を展開してきた企業の株価はPER低下を伴って大幅に下落しています。
- ✓ とまれ、株式市場全体ではPERでみた割高感が和らいでいることは事実です。今後、何らかのショックが株式市場を襲った場合、株価の下落度合いは従来対比で和らぐと判断されます。

<視点③> 工作機械受注が教えてくれる日本株・世界経済 ▶ 第一ライフ資産運用経済研究所 Daiichi Life Group



- ✓ 筆者が世界景気と日本株の先行きを読むために、工作機械受注統計（日本工作機械工業会）を定点観測しています。受注額は回復の兆候を強めており、前年比の数値は、離陸を果たし、2026年入り後、高度を上げる段階に移行したようにみえます。
- ✓ 2026年3月の受注額（原数値）は1935億円であった。前年比では+28.1%と伸び率は加速感を強め、3ヶ月連続で20%超の伸びを達成しました。内訳は「国内向け」が前年比+2.5%とわずかな増加に留まっていますが、「外需」は前年比+40.4%と明確な上昇基調にあります。世界的に半導体関連の設備投資が盛り上がり、それに付随して工作機械の需要が高まっている模様です。
- ✓ 日本の工作機械受注は、そのサイクルがアナリストの業績予想（TOPIX 予想EPS）と連動性を有します。製造業の業績変動が重要であることがわかります。TOPIXの予想EPSは円安と企業の資本効率改善に向けた取り組みが奏功していることも相まって拡大基調を維持しています。
- ✓ 工作機械受注サイクルの位置取りを確認するために、縦軸に受注額の水準（36ヶ月平均値からの乖離）、横軸に方向感（6ヶ月前比）をとった循環図をみると、2025年央までは中心点付近で小さな渦を描いてきましたが、過去数か月は右上領域に向けてはっきりと歩み出しています。過去の経験則に従うなら今後も右上方向に進路をとると予想され、回復傾向がはっきりしてくると期待されます。「フィジカルAI」に対する関心が高まるなか、株式市場では工作機械を含め、日本の製造業が見直される可能性があります。

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、第一ライフ資産運用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、第一生命保険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。