

今月の金融マーケット

業績？金利？需給？日本株を取り巻く環境

経済調査部 髙峰 義清

好調な企業業績による株価押し上げ効果を金利が抑制

2006年度の日本企業を取り巻く環境は、①外需の持ち直しと、拡大が見込まれる内需による売上数量の拡大、②デフレ脱却に伴う売上単価の持ち直し、③高止まりが続くものの上昇率鈍化が見込まれる原材料価格——などの追い風がある。大手証券会社がまとめた06年度の企業業績見通しによれば、前年度を8%近く上回って過去最高益を更新すると予想されている。当研究所を含め、大半のシンクタンクは06年度も日本経済は好調さを保つと見込んでいる。

一方、日銀が市場予想より早い段階で量的緩和政策を解除したことにより、ゼロ金利解除も前倒しされるとの見方がある。米欧でも利上げが繰り返されており、金利は世界的に上昇傾向を強めている。

金利の上昇は株価の抑制要因となる。株価の理論値を算出する方法は複数あるが、その中でも代表的な配当割引モデルによれば、株価は株を持ち続けたときにもらえる配当を、現在の価値に直したものの合計であるとの考えに基づき、理論株価＝配当÷割引率（金利＋リスクプレミアム）÷利益（一株あたり）÷金利としている。すなわち、金利が上昇すると株には下落圧力がかかる。

実際には、金利の上昇局面は景気が良好な局面でもあり、企業業績も相応に拡大するため、金利上昇＝株価下落、とは限らない。05年度末から06年度明けにかけて（06/3/20→06/4/3）、日経平均株価は4%程度上昇したが、これは市場参加者の目が06年度の企業業績に移り、業績が良好なものになるとの期待が金利上昇という株価抑制要因に勝ったと解釈できよう。日銀が早いタイミングでゼロ金利を解除したとしても、インフレ加速などの兆候がない中では、景気にブレーキがかかるほどの金利上昇は見込み難い。こうした見方は、今後も金利上昇下での株価上昇を演出する可能性がある。

一見良好に見える需給に不安感あり

株価も“モノの値段”であるため、本質的には需給で決まる。最近では、厚生年金の代行返上に伴う需給悪化による株安が記憶に新しい。一方、05年は個人投資家の参入が株式市場に活況をもたらしたことが目立った。売りと買いのネットで見ると、個人投資家は売り越しとなっているものの、同じ家計のマネーが源泉と言える投信は、05年通年で7,000億円強の買い越しとなった。銀行や郵便局での窓販開始も、投信の買いに繋がっている。

しかし、日本の株式市場で最も大きなインパクトを持つのは引き続き外国人投資家だ。05年は9兆7,600億円強の莫大な買い越しとなり、株価の押し上げに大きく寄与した。このことは、外国人投資家が売り主体に回った場合に、これを支えるような有望な投資主体がないとも言い換えられる。外国人投資家の投資動向は、マザーマーケット（母国市場）の影響などを強く受ける。そこで問題となるのが、米国や欧州ではすでに利上げが進んでおり、景気に対する抑制のインパクトも日本に比べれば相応に強いと見なされることだ。日本の金利がいくら低くても、株式市場の主要プレーヤーの本拠地が厳しい環境に見舞われれば、その動きはたちまち日本に伝播する。そういった不安定な需給環境の上に成り立っていることを忘れてはいけない。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）