

テーマ：変調きたした日本の株価

発表日：2006年5月17日（水）

～利上げ渦中で割高感修正の展開。1万5千円程度まで下落の可能性も～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

日経平均株価は、GW明け後の5月8日に17,291.67円で引けた後、5月16日の16,158.42円まで6営業日連続安を記録、この間▲1,133.25円（▲6.6%）も下落した。日経平均株価の6営業日連続安は05年10月12日～19日以来となる。5月17日には反発したものの、一時は前日比▲124.76円となる16,033.66円と1万6千円近傍まで下落、日中の値動きは荒い。ここへきての株安の背景には、①円高の急伸、②これまで急騰してきた商品やエマージングマーケットの株価の急落——が挙げられる。

円高

ドル/円相場は、GW明け後から円高が急伸し、5月12日以降は何度か1ドル=110円を割り込んでいる。日銀短観（3月調査）によれば、大企業製造業の想定レートは1ドル=110.60円となっている。実際の為替レートがこの水準を割り込んだことにより、企業の収益計画が下方修正され、設備投資計画などにもネガティブなインパクトを与えることなどが懸念され始めた。

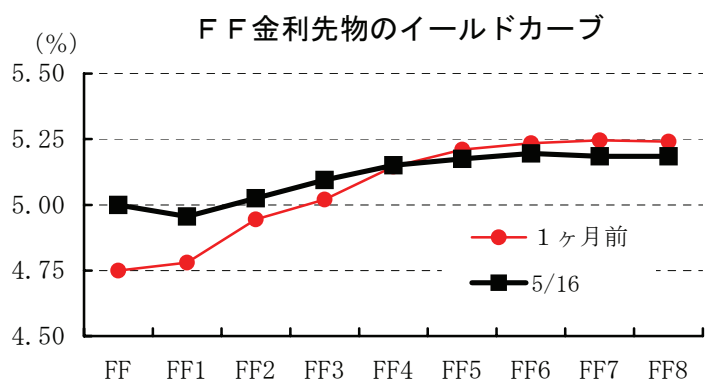
当社試算によれば、10%の円高は全産業ベースでの営業余剰を▲0.8%押し下げる（ご参考：プレスリリース「今回の円安が企業収益に及ぼす影響」05/7/21～永濱）。現行の為替水準は未だ企業の想定レート近傍にあるため、もともと慎重といわれた企業の収益見通しに、大幅な下方修正の必要が出てきたわけではない。

しかし、

- （1）米景気減速となれば、米国の対外赤字が再び為替市場の材料となるが、足元でそうした兆候が見られ始めている、
- （2）日米の金融政策の“ズレ”により、日米実質短期金利差が縮小に向かう公算が高まっていること、などから、今後も円高が進展するとの見方が増えつつある。

（1）の対外赤字の問題に関しては、ドルの潜在的な下落リスクとしてよく挙げられるものではあるが、実際にマーケットで意識されるのは、米経済に対する減速懸念が強まるような局面に限られるのが実情だ。足元でこうした問題が材料視されているのは、先のG7で、人民元だけでなくアジア通貨全体がより柔軟な変動（≒対ドルでの上昇）を求められたことに加え、足元で弱めの米経済指標の発表が続いたことによると考えられる。上述したように、米経済が過度に下ぶれていく可能性は小さいと考えられることから、こうしたいわゆる構造的な問題による円高ドル安は長くは続かない公算が大きい。

（2）の日米金利差の問題に関しては、FRBのこれまでの連続利上げが打ち止めになる一方、日銀のゼロ金利解除時期に対する見方が前倒しされていることに加え、その後もしばらくは利上げ基調が続くとの見方から発生している。FRBの利上げ打ち止め観測が高まっている背景には、①FF金利水準が景気に対して中立的とされる水準に達したと判断され、さらなる利上げは景気にブレーキをかけられること、②最近のバーナンキ議長の議会証言などから、連続利上げ局面の終焉が近いことが示唆されたこと、③最近発表されている米経済指標で、予想以上に減速しているものが目立っていること——などが挙げられる。



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経済調査部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。

FF金利先物市場では、6月FOMCでの利上げの可能性を完全に捨て去ってはいないものの（5/16時点でのFF金利先物（7月限）は5.10%）、織り込み方は徐々に小さくなっている。ただし、その主因は③に挙げたように、住宅関連統計などを中心に、ここへきて米経済の先行き減速を示唆する経済指標がやや目立っていることがある。利上げが長期金利などに波及、金利の上昇を受けて住宅需要の減速感が徐々に強まっていることが、住宅価格の上昇を背景としたリファイナンスなどによる個人消費の拡大にブレーキをかけるのでは——という懸念は、日を追う毎に強まっている。ただし、生産活動は日欧景気の回復などによる輸出の拡大もあって好調さを保っている。このように米経済は加速している部分とやや陰りが見られる部分が混在しており、米経済が潜在成長率を大幅に下回るほど減速する、つまり景気テコ入れのために利下げが必要になるとの期待が市場に強まっているわけではない。6月利上げ回避の可能性は高まっているものの、利上げ打ち止め期待（＝次の金融政策変更は利下げになるとの期待）が完全に払拭するには、まだ時間がかかると考えられる。

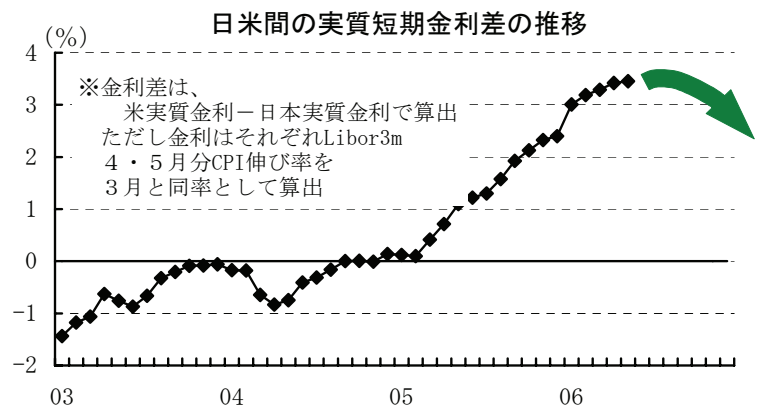
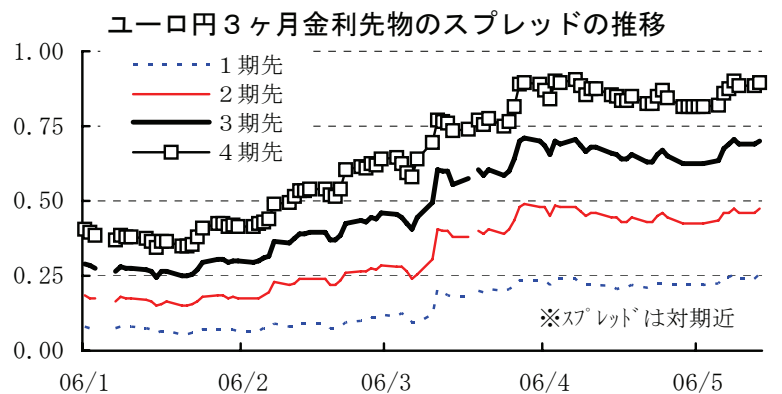
一方、16日の参院財政金融委員会で福井日銀総裁は、6月などの早期ゼロ金利解除観測を牽制する一方で、最近の株安や円高の動きについては「市場が新しい均衡点を求めて動くこと自体、次の政策判断を考える途上で何ら邪魔になることではない」と述べている。要するに、6月ゼロ金利解除説は行き過ぎとしても、7～9月期中の解除の可能性は十分にあるほか、市場の動きに翻弄されずに粛々と景気に見合う水準へ金利を引き上げていく旨を言明した。

以上の日米の金融政策を勘案すれば、しばらくは米国にも追加利上げの可能性があることから円高が一気に進むとは考えにくいものの、

- ① 米国経済が安定的に潜在成長程度を維持するのであれば追加利上げは必要なく、日本が利上げする分だけ金利差は縮小傾向が続く【円高ドル安要因】、
- ② 米国経済が強含むのであれば追加利上げが必要となるが、直ちに景気抑制的な水準にまで金利が上昇することになるので、日米金利差は拡大せず、やがては縮小に向かう【当面横ばいも潜在的な円高ドル安要因】、
- ③ 住宅市場などの減速がより強まるなどして米経済が弱含むのであれば利下げ期待が強まる一方で、日本はある程度の利上げを続ける可能性があるほか、利下げ余地も少ないことから、金利差は縮小する【円高ドル安要因】

などと、いずれも為替相場は円高ドル安傾向が続く公算が大きい。ただし、同じ円高ドル安でも、想定されるファンダメンタルズ

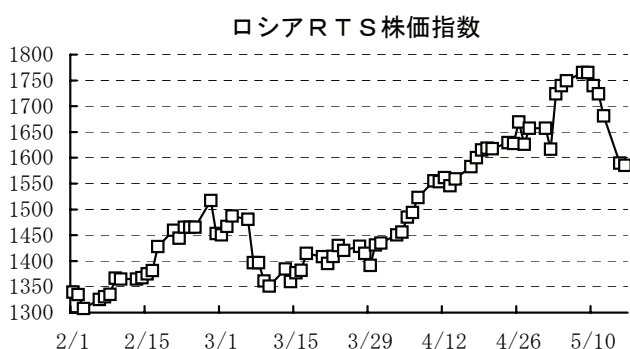
の状況を勘案すれば、①のケースでは株式市場にとってはあまりネガティブな状況とは言えない。景気が良好さを保つことから、企業収益も安定した伸びが見込まれる上、安定した円高はむしろ外国人投資家の為替差益を狙った投資を誘導することにもなるからだ。一方、②については、一旦は景気安心感と円高に歯止めがかかることから、一時的には株高要因になると考えられるものの、やがては景気減速懸念＋円高ということで、強い株安要因になる。また、③についても、株式市場にはネガティブな要素として働こう。現状では、①のケースが他のケースよりも若干ながら可能性が高いと予想される。



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経済調査部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。

他市場安

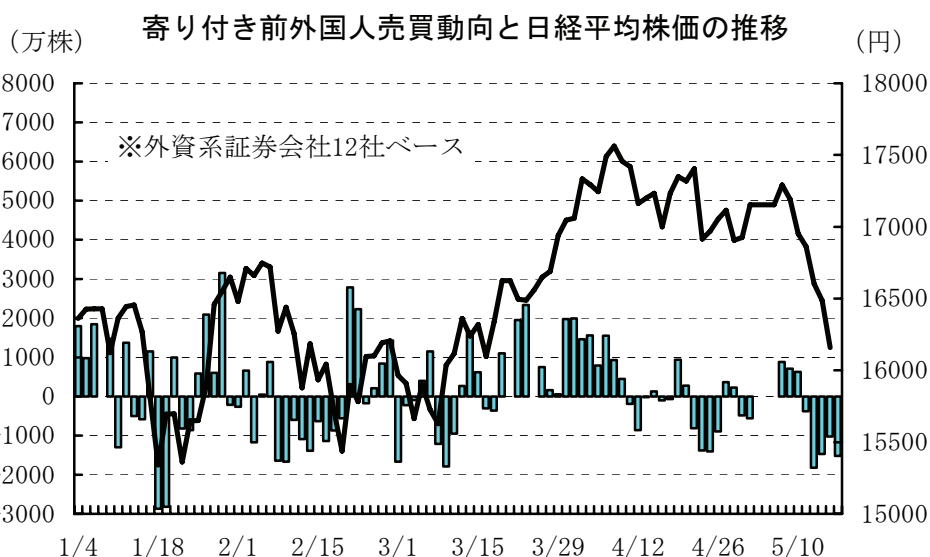
ある意味で円高以上に気になるのが、他市場の動向だ。ここ数日、これまで急騰していた商品市況やエマージングの株式市場が急落している。15日の国際商品市況では、銀が前日比▲7.4%、亜鉛が同▲6.7%、ニッケルが同▲5.3%など、穀物を除き軒並み急落した。また、資源国の株式市場ではドバイ金融市場指数が同▲6.7%、ロシアRTS指数が同▲5.4%などとなっている。ロシアは6営業日前につけた高値から▲10.2%もの下げを演じた。



これまで「世界同時利上げで06年は混迷の年に①～⑤（06/3/16～4/6） 鳶峰」で述べてきたように、過剰流動性相場の中で急騰していた国際商品市況と一部資源国の株価に、変調の兆しが強まっている。こうしたエマージング市場などでの資産価格の下落は当該市場にとどまらず、損失を被った投資家（投機家）は、他市場での益出しに迫られる。エマージング株式市場で損失を被る場合、主要国の株式市場が益出しの対象となろうが、日本の株式市場も例外ではない。2004年度以降、外国人投資家は日本株の買い越しを膨らませており、含み益は大きい。

実際、前回商品市況やエマージング株式市場が一時的に急落した本年3月初旬には、日本株市場では外国人投資家の売り越しが膨らみ、日経平均株価は6営業日で▲600円近く値下がりした。また、その前の2月中旬には中南米の株価が連続的に値下がりしたが、日経平均株価は16営業日で▲1,300円程度の値下がり記録した。足元でも、直近4営業日連続で外国人投資家は1,000万株以上の売り越しとなっており（寄り付き前外資系証券会社発注ベース）、他市場安の動向が影響しているリスクがある。

こうした商品市況などの軟調な推移がいつまで続くかは不明だが、ここ数日予想を下回ることが目立つ米国経済指標から、米国経済の減速を予兆したものであるとすれば、一方的な米経済の減速は見込み難いと判断されるため、商品市況やエマージング株価の軟調な動きは軽微なものにとどまる可能性が高い。実際、16日のマーケットでは亜鉛など急反発している。しかし、世界的な過剰流動性吸収の影響であるとするれば、米国が利上げを停止したとしても、日欧に利上げ余地は大きいため、一旦は下げ止まることあるとしても、趨勢的には長期、且つ下落幅が大きいものになると見込まれる。



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経済調査部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。

足元の株価下落の総括

以上見てきたように、GW明け後から目立ち始めた日本株の軟調な展開は、円高と商品市況やエマージング株価の急落が背景にあると考えられる。このなかで、円高については米景気の動向やFRBの次の一手によって多少タイミングやテンポは変わってくるものの、日米間の金利差の方向性がはっきりしてきたこともあり、持続的なものとなる可能性が大きい。また、他市場安については、過剰流動性の縮減持続を背景に、今後より本格化してくる可能性が大きい。いずれにせよ、趨勢的には日本株は一旦売りに押され、外国人投資家による継続的な売りによる急落リスクを抱えながら、下落余地を探る公算がある。

このように、為替を含めたグローバルマーケットの変化の中で、日本株が下落してきた根本には、日本株のバリュエーションが割高に見えるようになったことが挙げられよう。東証一部ベースのPERは、5月16日時点で22.12倍と、直近ピーク時の24.63倍（4月7日）に比べれば低下している。06年度業績見通し（07年3月期決算）の上方修正が、予想PERに低下圧力をかけたと考えられる。しかし、ここへきて急上昇した円高や、急浮上した日米金融政策のズレなどは、業績予想の下方修正要因となる。この結果、これまでは“日本経済（企業）の先行きに対する期待の高さ”から許容されてきたPER水準が割高に見えてきたことは否めない。

だとすれば、日本を含めた世界経済について、今後ある程度の減速が予想されているとはいえ、大幅な下ぶれまでは懸念されていない状況が続くのであれば、PERの割高感が薄らいでくれば、株価も自立反発する余地が生じよう。景気が本格回復軌道に乗り始めた05年度以降のPERの平均値を見ると20倍程度となっているが、これを足元の予想EPSに当てはめれば、TOPIXで1,520ポイント、足元のNT倍率を掛け合わせると日経平均では1万5千円程度となる。

繰り返しになるが、足元で米経済指標には予想よりも弱いものがあるものの、総じて見れば良好な状態にある。したがって、今後も円高基調は続く公算が大きい。さらに、過剰流動性の縮減によるグローバルマーケット激変リスクもあり、その場合は日本の株式市場もリスク許容度の低下した投資家の売りに押されることとなろう。このように、日本株の軟調な展開は今後も続く可能性があり、商品市況やエマージング市場でのバブル的な上昇の調整が起こるような場合には、日経平均株価で1万5千円程度まで下落する可能性がある。