

テーマ：利上げ後の株・金利・為替

発表日：2007年2月21日（水）

～変調は連続利上げが視野に入ってから～

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

日銀は本日開催された金融政策決定会合で+25bpの利上げを実施、無担コール翌日物金利の誘導目標水準を0.50%とすることを決定した。これに伴い、各種マーケットでの反応は、一旦は限定的なものにとどまっている。そこで、株価、長期金利、為替相場について、それぞれ短期的な相場展開と、秋口以降と想定されるより本格的な利上げ局面下へ向けての展開について、考えてみた。

株価：金利水準の低さもあり、年前半は業績重視の展開可能で1,900ポイント程度までの上昇も

理論的には、金利の上昇は株価にとってマイナス要因となる。ここで、10年債利回りと東証一部上場企業ベースの益回り（PERの逆数）とのイールドレシオに基づいて、10年債利回りとTOPIX適正水準について求めた。



イールドレシオは、債券と株とどちらが割高であるかを示すことが可能であるが、過去を振り返るとその指針となるほど安定した推移を示してはいない。ここでは[10年債利回り]÷[株益回り]で求めており、結果が1倍になれば両者の利回りは等しく、1倍を上回れば株の益回りが低い（≒株が債券に比べて割高）、逆に下回れば株の益回りが高い（≒株が債券に比べて割安）ということを示す。米国株（SP500ベース）のイールドレシオは1倍を挟んで概ね0.8～1.4倍程度の範囲に収まるなど、安定的な推移が続いている。しかし、TOPIXでは、90年代前半までは3倍前後、02年以降は0.5倍以下、その間の90年代後半から00年代前半はほぼ一貫して低下傾向となっており、安定的な推移を示しているとはとても言えない。

この背景には、バブル崩壊以降、株の保有環境が大きく変わったことが挙げられよう。大きな要因として、外国人保有比率の高まりが挙げられ、PER水準が欧米並みに低下する圧力が生じたことが考えられる。また、以前は、企業間（主に事業法人と金融法人）で株の持ち合いが保たれていた。このことは、発行済み株式数に比べて、実際に市場で売買されている株式数の比率が低いことを意味する。しかし、バブル崩壊以降はこうした構造が崩れ、以前に比べてより多くの株式が市場に流通することとなった。これにより、日本株のPER水準が大幅に低下することとなった。PERは株価を一株あたり利益で除して算出されるが、かつては実際に市場で売買される株数が（相対的に）少なかったために、PERも高い水準を維持していたと考えられる。益回りはPERの逆数であるため、PERが低下すれば益回りは上昇する。90年代後半以降のイールドレシオの低下は、金利水準が低下したことのほかに、PER水準が低下して益回りが上昇したことによってもたらされた側面もある。言わば、株式市場の構造的な変化によって、水準が変わってきたと考えられる。

こうした前提に立つと、しばらくの間はイールドレシオは現行のレンジで推移するものと考えて差し支えな

いだろう¹。そこで、2003年4月につけたバブル崩壊後最安値（TOPIXで770.46ポイント、日経平均株価では7,603.76円）以降の上昇局面（文中、及び表中では「今株価上昇局面」と表記）におけるイールドレシオを参考に、長期金利水準によって、適正株価水準がどのように変わるのかをマトリックスにした。なお、前提として、07年度の東証一部ベースEPSを79.0円、08年度の同増益率を+10%とした²。

結果を見ると、今株価上昇局面におけるイールドレシオの平均値は0.32倍であるが、これを基にすると10年債利回りが1.50%まで低下し、且つ市場が07年度業績を織り込まないと、株価は現行水準よりも下落することになる。一方、足元のイールドレシオはおよそ0.39倍であるが、これを基にすれば、10年債利回りが上昇しなければ株価は1,810ポイント程度までの上昇余地があるものの、金利水準が上昇すると、07年度業績を織り込む展開とならなければ、株価の適正水準は足元よりも低下してしまう。なお、今株価上昇局面におけるイールドレシオの最高値は0.45倍であるが、これを基にすると10年債利回りが2.0%まで上昇したとしても、07年度の業績を織り込むと1,957ポイントが適正水準となる。年央にかけて、市場の景気回復、業績改善期待が高まる一方で、日銀の追加利上げは秋口以降にずれ込むとすれば、1,900ポイント台までの上昇が期待されるところだ。

実際、金利とイールドレシオとの関係は、“金利が上昇するとイールドレシオは低下する”という単純な図式ではない。実際、過去の推移を見ても、一定の相関は見られない。金利が上昇したとしても、小幅にとどまれば景気や業績への影響は無視しうる、あるいは金利水準が低いのでマイナスの影響は小さいなど、景気や業績に対する期待の方が圧倒的に強ければ、イールドレシオは上昇する可能性が高い（無論、前ページ脚注1で述べたように、構造的な変化があれば、やはりイールドレシオの上昇に繋がる可能性もある）。足元の動向に当てはめれば、“次の利上げまでにはかなりの時間的猶予がある”との思惑から市場金利に大きな上昇圧力はかからず、“金利水準が低いことから景気全般には大きな影響を与えない”との楽観的な見方も手伝って、イールドレシオは比較的高い水準を保つ公算が大きい。すなわち、株価は当面は上昇基調を保つと見込まれる。

ただし、最終的には利上げ局面では株価は調整を余儀無くされる公算が大きい。1970年以降の過去4回の利上げ局面における株価動向を見ると、第二次オイルショックに絡んだ80年前後の利上げ局面を除き、株価は比

イールドレシオの観点から見た金利水準毎の株価理論値

	イールドレシオ	10年債利回り	P E R	T O P I X理論値		イールドレシオの前提条件
				06年度業績	07年度業績	
①	0.21	1.70	12.35	974	1074	今株価上昇局面での最低値
②	0.32	1.50	21.33	1683	1851	今株価上昇局面での平均値
		1.60	20.00	1578	1735	
		1.70	18.82	1485	1637	
		1.80	17.78	1402	1546	
③	0.39	1.90	16.84	1328	1465	直近水準
		1.70	22.94	1810	1995	
		1.80	21.67	1709	1885	
		1.90	20.53	1619	1785	
④	0.45	2.00	19.50	1538	1696	今株価上昇局面での最高値
		1.70	26.47	2088	2302	
		1.80	25.00	1972	2175	
		1.90	23.68	1868	2060	
		2.00	22.50	1775	1957	
		2.10	21.43	1690	1864	
		2.20	20.45	1613	1779	

(注) 06年度の予想EPSは07/2/19時点、07年度は前年度比+10%増益を前提。色つき部分は、07/2/19株価水準を上回るもの。今株価上昇局面とは、2003/4/14につけたバブル崩壊後最安値以降の上昇局面。

¹ もっとも、三角合併の解禁など、企業が買収防衛のために自社の株式価値を高めようとする昨今の行動、たとえば自社株買いや同業種内を含めた新たな持ち合い構造の復活などにより、発行済み株式数に比して市場に出回る株の割合（浮動株比率）に低下圧力がかかる可能性がある。

² アナリスト予想平均などはもう少し低いと思われるが、ここでは以下の点に着目し、07年度の増益率は06年度並みかそれ以上と判断、+10%増益の前提とした。①企業の売上高と相関性が高い名目GDP成長率について、コンセンサスは06年度よりも高く設定されている、②人件費の伸びは多少の加速が想定されるものの、労働分配率が上昇するまでには至らない、③原材料コストについても、原油など資源価格は高止まりが想定されるにしても、06年度ほどの伸びは想定し難いこと——などである。

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。

較的深刻な調整を余儀なくされている³。利上げ開始から半年以内に株価はピークを打ち、結局利上げ開始前の株価水準を大幅に下回るのが、典型的なパターンだ。今回に当てはめると、足元では金利水準が相当程度低く、次の利上げまで半年程度の間が空くと見られていることから、利上げ開始⁴から1年以上、株価は上昇基調を保つ公算がある。しかし、家計部門を含めた景気の回復明確化、消費者物価のプラス基調継続という環境が整えば、日銀は断続的な利上げ（四半期に一度程度を想定）を実施する可能性が高まる。政策金利水準も、徐々に景気に対して中立的な水準に近づくため、過去に比べて金利水準が低かったり、上昇幅が小さいとしても、やがて株価には下落圧力が相当程度強まってくるものと予想される。例えば、イールドレシオ水準が0.45倍とここ数年では高めの水準を保つ場合でも、10年債利回りが2.20%にまで達すれば（後述するが、日銀が無担コール翌日物金利の誘導目標水準を1.00%まで引き上げる前後の妥当な水準）、TOPIXの適正水準は1,779ポイントと、ほぼ足元の水準となってしまう。当社では、08年度前半には1.50%まで利上げされると予想しているが、この場合は08年度の業績見通しも減益を想定するなどより慎重なものとなるため、株価にはさらに下落圧力がかかるリスクが高い。したがって、金融政策から想定される今後の株価のストーリーとしては、【この秋までが良いところ】と考えるのが無難ではないか。

過去の利上げ局面とTOPIXの推移

利上げ期間	利上げ幅	直前株価	期間内最高値	上昇率	期間内最安値	下落率	
1973. 4. 2～1975. 4. 15 (1973. 12. 22)	24ヶ月	4. 25→9. 00	395. 35	—	251. 96 (1974. 10. 9)	▲36. 3	
1979. 4. 17～1980. 8. 19 (1980. 3. 19)	16ヶ月	3. 50→9. 00	446. 30	477. 81 (1980. 8. 19)	+7. 1	435. 13 (1979. 7. 13)	▲2. 5
1989. 6. 1～1991. 6. 30 (1990. 8. 30)	36ヶ月	2. 50→6. 00	2537. 14	2884. 80 (1989. 12. 18)	+13. 7	1523. 43 (1990. 10. 1)	▲40. 0
2000. 8. 11～2001. 2. 27 (2000. 8. 11)	6ヶ月	0. 00→0. 25	1480. 93	1543. 63 (2000. 8. 28)	+4. 2	1230. 10 (2001. 1. 11)	▲16. 9

(注) 利上げ期間のカッコ内は最終利上げ日。上昇率、下落率は、直前株価対比。株価はいずれも終値ベース。
1973年からの利上げ局面で期間内最高値が記されていないのは、期間内に直前株価水準を上回れなかったため。

債券：当面はレンジ内も、夏頃からは一旦スティーブ化か

10年債利回りを中心に考えると、無担コール翌日物金利とのスプレッドは、平時（バブル時や景気失速時、金融不安などイベントリスク時を除く）であれば、およそ150bpが下限と言える。このことから、無担コール翌日物金利の誘導目標水準が0.5%である時の“適正な”10年債利回りは2.0%程度と言える。

しかし、実際には今回の利上げで10年債利回りがそこまで上昇していくには相応の時間がかかると見られる。その理由の一つには、日銀が本格的な利上げ局面に移行する環境が整うには、まだ相当程度の時間がかかると市場で認識されていることが挙げられる。足元では、日本の景気は緩やかながらも減速している状況にあり、個人消費加速の兆候も見られないなど、景気が本格回復したとは言い難い。物価上昇率も、日銀が政策運営上の指針としている生鮮食品を除く消費者物価上昇率は暫くゼロ以下に落ち込むとの見方が多い。日銀の次の利上げは、「早くても8月」と



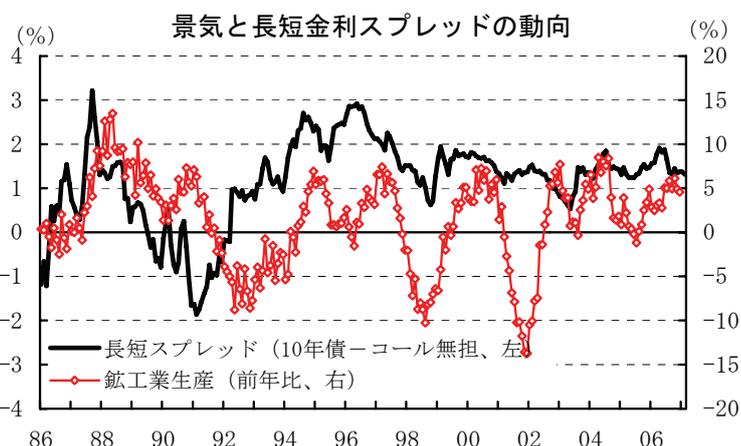
³ 79/4/17～80/8/19 までの利上げ局面では、一旦株価は下落したものの、その後は堅調に推移、利上げ開始前の株価水準を上回っている。ただし、利上げ前からピーク時までの上昇率は+7.1%にとどまっており、ほぼ「横ばい」というのが妥当な表現か。

⁴ 06年7月のゼロ金利解除が妥当だが、引き締め方向への転換という意味では、同年3月の量的緩和解除を実質的な利上げ開始と捉えて差し支えない。

見られている。年半ばには景気は回復基調に転じるというのが目下のコンセンサスだが、その後インフレ懸念が高まるとの見方は皆無である。こうした状況下で、市場参加者が想定する期間内に金利水準が一変するとの見方は台頭しようもない。このことが、金利先高感の喪失に繋がっている側面が考えられる。

もう一つの要因が、世界的なイールドカーブフラット化の流れである。直近の日本経済見通しと同様、あるいはそれ以上に、世界経済に対する見方は楽観的なものとなっている。少なくとも07年中は米国や欧州経済について、今以上に成長ペースは高まるとの見方がコンセンサスだ。にもかかわらず、欧米の長期金利の上昇は限定的で、特に米国では政策金利であるFF金利が最も高い金利（30年国債まで）という逆イールド状態が続いている。マネーのグローバル化の中で、主要国の実質長期金利水準が収斂傾向にあることも相俟って、デフレ脱却、経済の正常化が期待される日本の長期金利が海外金利の影響を受けやすくなっている側面もあろう。

以上のことなどを勘案すれば、今回の利上げによって直ちに長期金利が上昇歩調を早めるとは考えにくい。10年債利回りと無担コール翌日物金利とのスプレッド（以後、長短スプレッド）は、概ね景気の前向き性と同一の動きを見せる。そこで、代表的な景気一致指標である鉱工業生産の前年対比伸び率について今後の動きを想定すれば、1～2月の製造工業予測指数が減少を示しているように、当面は鈍化基調が続く公算が大きい。したがって、長短スプレッドにも縮小圧力がかかる状況が暫く続くということになる。一方で、エコノ



ミストやマーケットのコンセンサスは、足元の減速は軽微なものにとどまり、年央には回復感が明確化するというものだ。このため、スプレッドの縮小は限定的なものにとどまると判断される。

具体的に述べれば、利上げ前の10年債利回り（1.7%前後）に、利上げ分（+25bp）をそのまま上乗せすると、1.95%程度ということになるが、ここまで一気に上昇するとは考えにくい。当面は1.8%乗せがメドとなる。その後は、景気減速懸念の後退とともにスプレッドはジリジリと拡大していくと見込まれ、生産など一致指標の回復が確認されれば、2.0%乗せも視野に入ってくる。さらに、消費者物価（除生鮮）がプラス圏内で上昇基調が見えてくれば、次の利上げ観測が高まってくると見られるが、この段階で10年債利回りは2.0%を明確に上回ってくるものと見込まれる。

このように、長短スプレッドは一旦は縮小するものの、年度開け以降は緩やかに拡大し始め、日銀が本格的に利上げを実施することが可能な環境が整うと予想される秋口頃からは、一旦スプレッドも拡大傾向を明確化し、イールドカーブのベアスティープ化が見込まれる。ただし、こうしたスティープ化の動きは短期的なものにとどまり、政策金利水準が中立とされる水準（筆者はテーラールールなどから1.5%前後と想定）が近づくとつれ、再びフラット化へと転じよう。

為替：レンジを超える展開は想定しにくい

ドル／円相場は、1ドル＝120円を挟んで、大きく見れば上下3円程度のレンジ相場が続いている。ここ数ヶ月は、日銀の利上げ観測の浮き沈みに翻弄される形で、上下にブレながらも、ジリジリと円安方向へと動いていた。これは、日銀の“焦り”とは裏腹に利上げの環境が整わず、利上げ見送りを繰り返したことによる失望と、この間に米国経済の回復感が明確化したことによる。

今回の利上げにより、過度の円安懸念は相当程度払拭されたと考えられるものの、円高の進展も見込み難い状況にある。すなわち、やや無理な利上げを行ったこともあり、次回利上げには内外からその正当性を評価される盤石な環境が整う必要があると見られているためだ。要するに、FRBが現状の金利水準のまま様子見姿勢を続けるとするならば、日米間の短期金利差はほとんど変わらないと見込まれる。このため、金利差に素直

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。

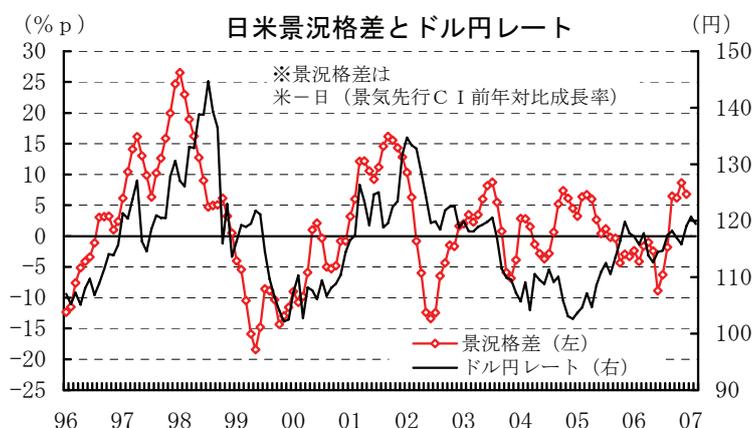
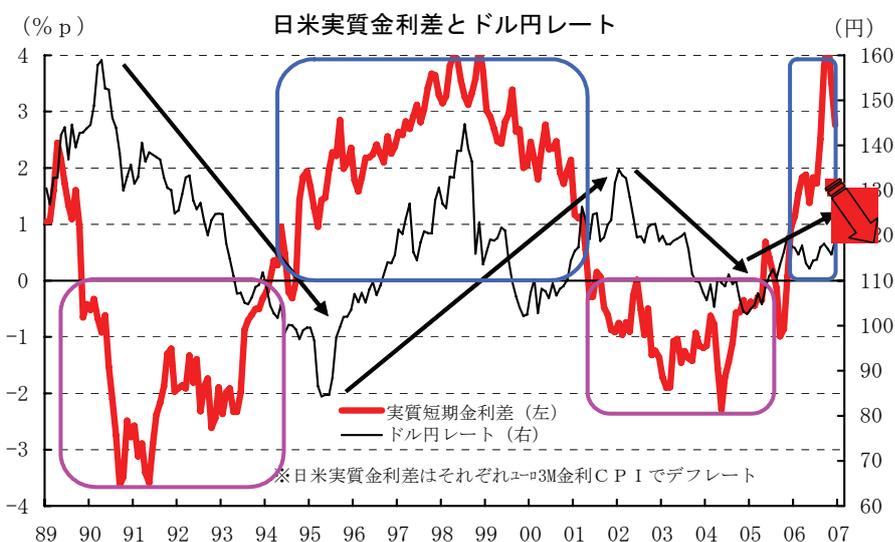
に反応する“教科書的な”為替相場が続くとすれば、為替水準はほとんど変化しないということになる。ただし、為替相場の変動要因の一つとして挙げられる景況感格差についてみれば、米国経済の方が一足早く回復感を鮮明にすると予想されることから、円安圧力が僅かながらも増すことになる。以上のことを勘案すれば、若干円高に振れた後、レンジ内ながらもやや春から夏場にかけてやや円安気味の水準での推移が続くと予想される。

予想が難しくなるのは、日銀の断続的な利上げが想定される秋口以降の展開だ。日本経済が日銀の追加利上げ条件が整うほど回復している前提では、米国経済も相当程度強さを取り戻しているとするのが自然である。労働需給や設備稼働率の水準などから判断すれば、潜在成長率を上回るペースまで米成長率が回復すれば（潜在成長率は2.8%程度と想定）、相応にインフレ圧力も高まっている——と市場やFRB関係者は判断しよう。すなわち、年後半は日銀の利上げが想定される一方で、米国でも利

上げ懸念が台頭する公算が極めて大きいと考えられる。そうなると、日米短期金利差は結局ほとんど変わらないことになり、コンセンサスとなっている年後半の円高も限定的、あるいはほとんど見られない可能性がある。

なお、FF金利水準はすでにほぼ景気に対して中立的な水準に達しており、実際に利上げが実施されると景気に対してブレーキをかける水準に入ってくる。金融政策が実体経済に影響を及ぼすまでは2～4四半期程度のタイムラグが存在するため、実際には複数回の利上げが実施される公算も十分にある。この場合、市場には米景気失速懸念が台頭することになり、一気に円高が進展する可能性が出てくる。このような展開になるのは、早くても今年10～12月期頃と想定されるが、“金利差”から“景況差”へと為替市場の注目が変わってくる時期には要注意だろう。

なお、G7でも注目されたユーロ／円相場については、ECBが3月に利上げを実施する可能性が極めて高いこと、ECBの考える景気に対する中立的な政策金利水準が4.00%と、更なる追加利上げの可能性も十分にあることなどを勘案すれば、暫くはユーロ高圧力がかかると見込まれる。



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。