

テーマ：2007年後半の日本株見通し

発表日：2007年7月9日（月）

～景気改善が上昇牽引も、秋以降は早まる利上げテンポを背景に調整へ～

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

## もたつく株価

このところ、株価のもたつきが目立っている。日経平均株価は、上海連鎖株安の直前となる2月26日のザラ場高値である18,300.39円にを目前にして足踏みが続いている（最も近づいたのが6月20日の18,297.00円）。上海株安後の株価の戻りを見ると、海外の株価指数が軒並み上海株安前の水準を上回っているのに対し、日本株が同水準を上回れないことから、“日本株の出遅れ”がよく指摘されている。また、だからこそ相対的に上昇余地が大きいとの期待も強く、このところの“もたつき”に意外感を指摘する向きも多い。

投資主体別売買動向を見ると、外国人投資家が買い越す一方で、個人が売り越すという上昇相場での“お決まりのパターン”が続いている。ただし、外国人投資家の買い越し額と個人の売り越し額の規模はここ4週間ほど縮小傾向にある。過去の同様の局面では、株価は横ばい、ないしはじり安傾向をたどることが多い。

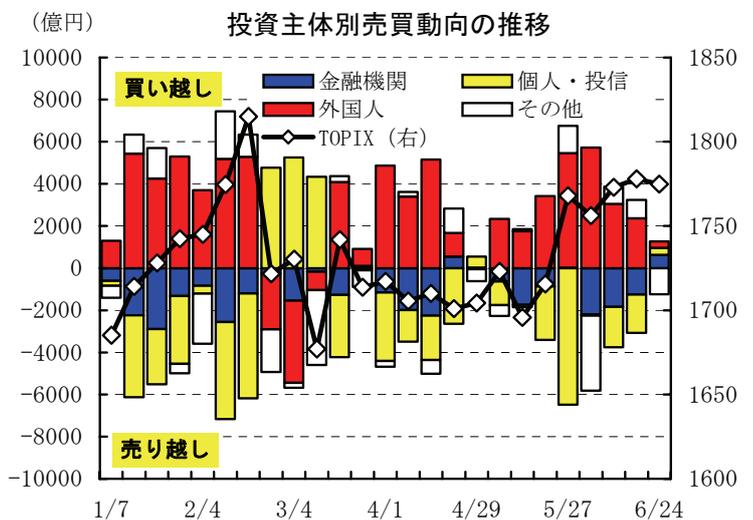
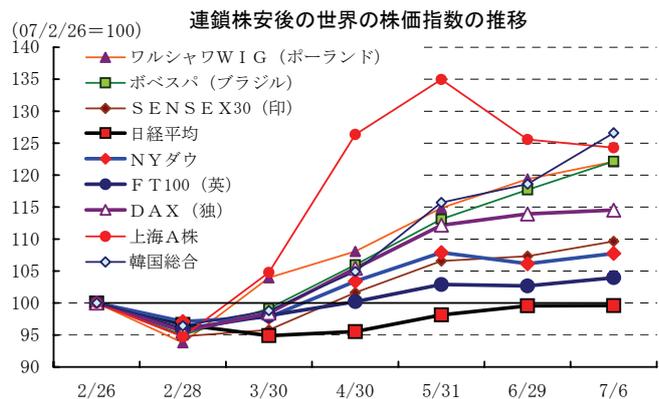
ここへきて買い越しや売り越し規模が徐々に縮小している背景の一つとして、参議院選挙に対する不透明感が強まっていることが挙げられよう。相次ぐ問題に、与党への逆風は極めて強く、内閣支持率の急落を示す世論調査結果が明らかとなっている。

一般に、政治が不安定になることを株式市場は嫌う。よほどの悪政でない限り、政権支持率が下がることも市場にネガティブに働く。月末に差し迫った参院選については、与党の大敗を市場は織り込みつつある——との見方もある。いわゆる“政局になる”ほどの与党敗北を見込む向きがある一方で、野党の支持率が急上昇しているわけではなく意外に与党が踏ん張るとの見方もあるなど、不透明感は強い。要するに、フタを開けてみるまでわからないということになるが、結果が不透明ということが投資家の積極的な買いを抑制していると言える。

選挙の動向を市場が先取り、あるいは織り込むにはまだ早いと考えられ、当面は政治が不安定になるとの懸念や不透明感から、株式市場は一方向には傾きにくい状況が続こう。

## 景気は“強いフォロー”へ

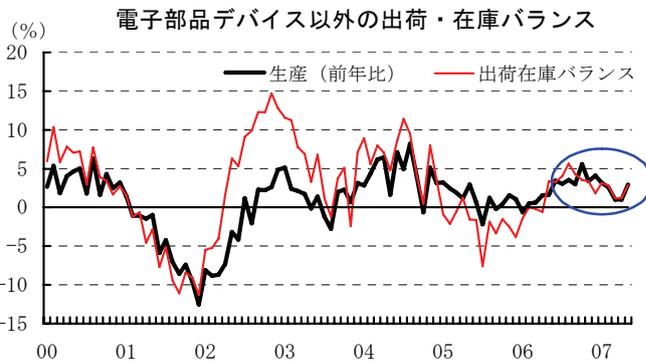
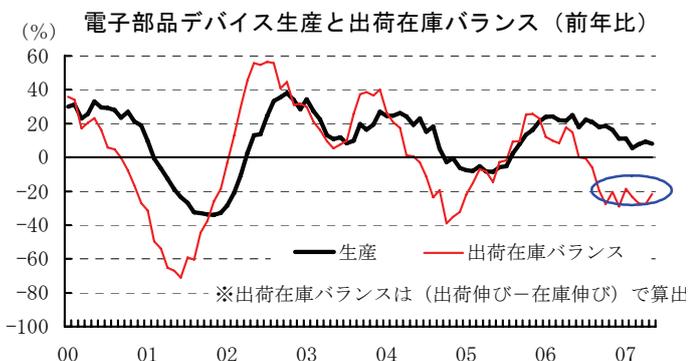
足元の日本経済の方向性については、さまざまな見方がある。コンセンサスは『年度後半より回復感が増



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。

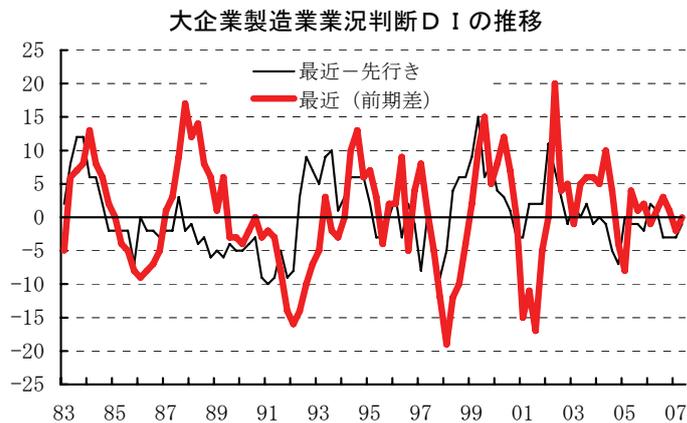
す』とうものだが、強気派から弱気派までそれなりにバラつきはある。

経済指標を見ると、機械受注や鉱工業生産など、比較的株式市場へのインパクトが大きい指標に冴えないものが多い。特に、鉱工業生産は3月、4月、5月と3ヶ月連続して前月対比マイナスを記録、それも経済産業省発表の予測値では前月対比プラスが見込まれていたにもかかわらず——である。前月発表された当該月分の予測値と実績値との乖離は“実現率”として発表され、マイナスが続くようだと生産を取り巻く環境悪化のシグナルと捉えられることが多い<sup>1</sup>。ただし、生産に対して先行性の高いとされる予測修正率とあわせ、実際の生産の動きとの乖離が目立っている。むしろ、出荷・在庫バランスで確認されるように、生産活動を取り巻く環境は、ヘッドラインなどで示される数字ほど悪いわけではなさそうだ。



鉱工業生産などとは逆に、比較的良好的な内容となっているのが日銀短観だ。ヘッドラインとなる大企業製造業、および大企業非製造業の業況判断DI（最近）（以下「足元判断DI」）は、ともに前回（3月調査）対比横ばいで高い水準を保った。3月から5月にかけて生産活動が減速したことは裏腹に、企業の景況感はほとんど悪化していない。ヘッドラインと同様に注目された設備投資や雇用に関わる指標も、特に需給の緩和懸念を想起させるものではなかった。さらに注目されるのが、大企業製造業の先行きに対する見方の微妙な変化である。3月調査時の業況判断DI（先行き）（以下「先行き判断DI」）は20ポイントと、足元判断DIの23ポイントを▲3ポイント下回っていた。これに対し、直近の6月調査時の先行き判断DIは22ポイントとなり、前回対比横ばいだった足元判断DIとの乖離は▲1ポイントに縮小した。このことは、大企業製造業の先行きに対する慎重度合いが薄らいできたことを示す。実際、足元判断DIと先行き判断DIとの格差の変化は、足元判断DIの変化に先行する傾向が強い。過去のパターンに当てはめれば、9月調査の日銀短観では、足元判断DIは6月実績を上回る可能性があるということだ。

このように、足元の活動状況が停滞しているにもかかわらず大企業製造業の景況感が改善している背景には、米国を中心とした海外経済に再加速の機運が高まっていることが挙げられる。OECD加盟国の景気先行的な指数を合成したOECD景気先行指数（6ヶ月



これに対し、直近の6月調査時の先行き判断DIは22ポイントとなり、前回対比横ばいだった足元判断DIとの乖離は▲1ポイントに縮小した。このことは、大企業製造業の先行きに対する慎重度合いが薄らいできたことを示す。



<sup>1</sup> 3ヶ月連続して前月の予測値と負号が逆になる形で下ぶれる結果となったが、3月の実現率はゼロ。

前比)の動向は、日本の輸出の先行指標ともなる。また、戦後ほぼ一貫して外需に牽引されて拡大してきた点、昨今ではさらに外需依存度が高まっている点などを勘案すれば、同先行指数は日本の景気の代名詞とも言える鉱工業生産に対しても先行するはずである。そこで、両者を比較すると、同先行指数が日本の生産に対して半年程度の先行性をもって極めて高く相関していることがわかる。なお、同先行指数は06年12月にボトムを打ち、その後順調に加速している。このことから、日本の生産の伸びはまさに足元でボトムアウトしつつあると考えられる。

以上のことから、日本経済はすでにボトムアウト、年後半は浮揚感が高まっていく公算が大きい。こうした動きが経済指標で確認されるのは早くとも今月下旬となるが、ここ数ヶ月、冴えない指標に頭を抑えられている株式市場の流れは反転、景気面からは強いフォローの風が吹いてくると期待される。

### 金融政策という逆風は予想以上に強い可能性

景気が良くなれば金利も上昇する。金利の上昇は、理論的には株価を押し下げる働きを持つ。足元では“利上げ局面”にあるため、尚更と言える。とはいえ、次の日銀の利上げ時期は、8月になるだろうというのがコンセンサスとなっており、各種マーケットもほぼこれを織り込んでいるものと想定される。したがって、次回利上げ自体は株価の新たなリスク要因にはならないと考えられる。

問題はそれ以降の展開だ。市場では、物価(生鮮食料品を除く消費者物価:以下同)が足元でマイナスにあること、その後も当面はゼロを僅かに上回る程度の上昇率にとどまると見ていることなどを背景に、利上げはこれまで同様に半年に一度程度のペースになると予想している(すなわち、次の次の利上げは年度末か来年度始)。しかし、すでに需給ギャップが需要超過状態にあると判断されるなか、①物価がプラスに転じ、生産活動などが加速感を伴って回復していくような状況と、②物価がマイナス圏に再突入する公算が大きく、生産活動も減速懸念が生じている状況とで利上げのテンポが同じ——との考えは無理があろう。日銀が利上げを続ける背景には“足元の金利水準は過度に景気刺激的”との判断が根幹にあるため、物価上昇率が“物価安定の理解”の範囲に入れば、中立金利水準への修正となる利上げを阻害する要因はなくなったと解釈するだろう。加えて、BISの年次報告書などに見られるように、ここへきて円安に伴う影響などの観点から、日銀の積極的な利上げを支持する論調も出始めた(詳細は、Market Watching「変貌するグローバルマーケット②」07/6/29御参照)。

次回利上げがコンセンサスどおり8月に実施されるとした場合、次の次の利上げはその半年後よりも早いタイミングで行われる可能性がある。たとえば、次の次の利上げが12月に行われるとすれば、前回利上げ(8月)から4ヵ月後ということになる。これは、04年から06年にかけてのFRBの利上げ(3ヶ月に2回)、05年から足元にかけてのECB(3ヶ月に1回)よりも緩やかなテンポだ。当時のFRB、ECBが、ともに自らの利上げを“緩やか”と表現していることから、この程度のテンポでの利上げは中央銀行から見れば“緩やか”な範疇に入ることを理解すべきだろう。

日銀が追加利上げを模索するとすれば、物価上昇率がプラスに転じたことを見極めてから、というのが最も説得力を持ちやすい。ただし、利上げがある程度事前に市場に織り込まれることを日銀が好むとするならば、次回利上げ(0.50→0.75%)以降はその次の利上げのタイミングについて、何らかの考え方を講演などを通じて伝えようとするだろう。その骨子は、【景気が再加速し始め、暫くは好調さを保つと見込まれるなかで、需要超過状態が更に進む公算が大きい。こうした状況下で、物価下落の懸念も小さくなれば、中立水準へのアプローチは早まる】といったものになるだろう。

消費者物価は、10月、ないし11月分まで前年対比プラス圏内に入るとというのがコンセンサスとなっている。仮に、10月分でプラスに転じるとすれば、その統計が発表される11月末以降、できるだけ早いタイミングでの利上げ(すなわち12月)が行われる可能性は十分にある。この場合、次回利上げが予想されていたよりも早いタイミングで起こるリスクを、市場は10月頃からは意識せざるを得なくなる。これに伴い、市場金利の上昇、円安期待の後退と円高期待の浮揚などが考えられる。無論、株式市場への波及も回避できない。

債券市場では、景気の回復感が強まるにつれ金利水準も上昇すると見込まれる。さらに、日銀が利上げ加速

の姿勢を浸透させようとするれば、一旦金利先高感が急浮上し、債券需給も大幅に悪化するリスクがある。無論、政策金利が中立水準に近づくにつれ、長短金利のスプレッドは縮小、イールドカーブはフラット化することになるが、①景気に加速感があり、②政策金利がなお景気刺激的な水準にあること——を勘案すれば、金利が低下しながらフラット化するブルフラットではなく、金利が上昇しながらフラット化するベアフラットのパターンになると考えられる。先の仮定のように、年内に2回の利上げが実施される場合、年末の無短コール翌日物金利の誘導目標水準は1.00%となる。足元で10年債利回りと同誘導目標水準とのスプレッドは140bp程度となっているが、このスプレッドが維持されれば年末の10年債利回りは2.4%程度に達する。日銀が利上げを今のペースよりも加速していくような場合には、この程度までの長期金利の上昇は視野に入れておくべきだろう。

当然、為替相場への影響は”円高”となる。日本が利上げを行ったとしても日本の絶対金利水準が世界最低レベルにとどまることに加え、日本だけが年後半に利上げを実施するとは考えにくく、相対的な金利差の縮小も限定的なものにとどまろう（詳細は、Market Watching「変貌するグローバルマーケット②」07/6/29 御参照）。しかし、日本の利上げが予想外に加速することは、マーケットには相応のサプライズとなる。加えて、家計を中心とした高金利を狙った海外への資金流出による円安圧力も、日本の金利水準が上がるにつれ、少しずつではあろうが減衰していくことになる<sup>2</sup>。さらに、円安期待の喪失がキャリートレードの巻き戻しなどを絡めて、為替レートの急激な変動に繋がるリスクにも要注意だ。先の日銀短観でも明らかなように、大企業製造業の想定為替レートが114円台であることを勘案すれば、企業収益がダメージを追うほどの円高には相当の糊代があるが、円高になる分だけ収益には押し下げ要因となるため、株価の頭を抑える（場合によっては下落につながる）要因となる。

### 想定外の“横やり”リスクを孕む原油

このところ、WT I（期近物：以下）の騰勢が強まっている。6月28日には06年9月以来となる70ドル台を一時的につけたあと、7月には71ドル台での推移となった（価格はいずれも1バレルあたり：以下同）。

ここへきて原油価格が再び上昇基調を強めだした背景には、米国のガソリン需給が逼迫していることが挙げられる（Market Watching「夏場に向けて再騰見込まれる原油価格」07/2/8 御参照）。市場は相当程度のガソリン需給逼迫をわかっていたはずだが、実際に需要期入りしたことで<sup>3</sup>改めて材料視されている側面と、老朽化などを背景に製油所の稼働率が期待されたほど上昇してこないことなどが、足元での一段高につながっている。市中のガソリン販売価格は05年のハリケーン被害に見舞われた時期の水準を超えているようだが、消費面などに目立った影響がないことから、これまでのところ原油価格の上昇が景気減速につながるの論調は目立っていない。実際に、雇用・所得環境が堅調ななか、消費者も徐々に高価格のガソリンに慣らされている側面がある。

しかし、製油所の事故などがあれば、昨夏につけた過去最高値（78.40ドル）に手が届く範囲にまで水準は



<sup>2</sup> 一般には、外貨預金、外債投資などの海外高金利による高利回りを狙った個人の多くは、相対的な日本の預金金利などの低さを嫌気していることが投資動機になっていると考えられ、大半は為替ヘッジなどの手段を講じていない公算が大きい。このため、為替相場の変動リスクがリスクプレミアムとなり、投資動機も【海外金利>日本金利+為替変動リスクプレミアム】が成立することを前提としている。このとき、為替変動リスクプレミアムは投資家個々によって違うと考えられるが、日本金利が上昇する過程では、リスクプレミアムを大きく考える投資家ほど早く日本への資金還流を行うと考えられる。

<sup>3</sup> 一般に、米国のガソリン需要期としてサマーホリデーが該当する。サマーホリデーは、米独立記念日（7月4日）からイギリスのレイト・サマーホリデー（8月の最終月曜日）まで。

押し上げられてきた。さらに、今年はラニーニャ現象<sup>4</sup>が発生しているが、過去データからは同現象が起こる年にはハリケーンの発生数が増える傾向が確認されている。超大型ハリケーンカトリーナが、製油所が集中する米中西部を中心に甚大な被害を及ぼしたことは記憶に新しいところである。仮に、そのような事態が生じることとなれば、WTIは80ドル台に乗せる可能性も否定できない。さすがにこのような水準になれば、需要減退につながる恐れが高いとして、景気悪化懸念から世界的に株価は調整を余儀なくされるリスクがある。

### 当面株価は上昇も、秋深まるころからは要注意

以上の背景を元に、年後半の日本株を見通すと、暫くはもたつきながらもファンダメンタルズに沿った上昇が見込まれるものの、金利上昇が目立ち始める秋深まるころからは頭打ち、ないしは調整に転じる公算が大きいと見られる。

当面は、参院選に焦点が当たろう。選挙結果とその後の展開は流動的で、各投資家は積極的に売ることも買うこともできにくい状況が続く、株価も方向感なくもみ合う可能性が高い。投票日は7月29日となるが、その前後には6月分の主要月次経済指標も相次いで発表される。選挙という不透明要因解消と、改善傾向を示す経済指標とが合致すれば、8月からの株式市場は好調な展開になる公算が大きい。8月に利上げが行われたとしても“織り込み済み”と片付けられ、材料出尽くしとして上昇に弾みをつける形となろう。

その後は、ハリケーン被害による原油価格急騰などといった事態がなければ——という話になるが、景気が徐々に加速感を強めて行くのに従う形で、株価は順調に上昇基調を辿ると予想される。波乱含みの展開が予想されるのは、日銀の次の利上げ（0.75→1.00%への利上げ）時期が市場で話題になる頃だろう。

価格水準について考えると、景気が再加速して行く中で、企業の自社株買いや持ち合いなどの動きも加味すれば、07年度の予想EPS増益率は二桁となる公算が大きい。この点を勘案し、PERが20～22倍程度で推移するとすれば、株価の理論値はTOPIXで1,700ポイント台半ばから2,000ポイント程度、日経平均に引き直せば18,000～20,500円となる。すなわち一部で予想されるように、日経平均2万円というのも有り得る話となる。当然、ファンダメンタルズの一段の改善と、利上げが極めて緩やかなテンポでしか行われないうことを期待している時期には、株価は理論値上限を目指す展開となろう。10月頃には、日経平均株価で19,000～19,500円を付けにいくと予想される。

### 2007年末のTOPIX計算値

しかし、その後は金利上昇が足枷となり、株価の上昇は止まると予想される。仮に、10年債利回りが2.2%まで上昇するとすれば、イールドレシオ<sup>5</sup>が今株価上昇局面での最高値をつけたとしても、日経平均の理論値は18,500円程度になる。無論、景気や業績に対

		予想EPS					
		+15%	+12.5%	+10%	+5%	0%	▲5%
予想 PER	23倍	2,090	2,044	1,999	1,908	1,817	1,726
	22倍	1,999	1,955	1,912	1,825	1,738	1,651
	21倍	1,908	1,866	1,825	1,742	1,659	1,576
	20倍	1,817	1,778	1,738	1,659	1,580	1,501
	19倍	1,726	1,689	1,651	1,576	1,501	1,426
	18倍	1,635	1,600	1,564	1,493	1,422	1,351

<sup>4</sup> 南米ペルー沖の海面水温が平年より0.5度以上高い状態が続くことで、世界的な異常気象の原因になるとされる。北米では、夏場に東海岸で高温少雨に、西海岸は低温になる傾向がある。特に、穀倉地帯が旱魃になる傾向もあり、小麦やコーン、大豆などのほか綿花などの作付け、生育に影響が出る可能性がある。また、大西洋でのハリケーン発生が増える傾向が確認されている。このほかの地域への影響（6～8月）としては、日本では猛暑・空梅雨、東南アジアでは低温・多雨、オセアニア（豪州など）では高温・乾燥、南米西部（アルゼンチンなど）では乾燥、南米中東部では低温——などとされている。

<sup>5</sup> 10年債利回りを株価の益回り（PERの逆数）で除して算出。1を超えると10年債利回りのほうが株の益回りよりも高く、長期債のリターンのほうが有利ということになり株の割高を示す。逆に、1を下回ると株が長期債に比して割安（＝債券が割高）ということを示す。日本では、経験則的に水準が1を上回っているか下回っているかが問題となるわけではなく、趨勢としてどの程度の水準にあるのか、上昇しているのか低下しているのかが指針となりやすい。主に、金利がひとつの方向性を示すときに、株価の妥当水準を図るのに有用。パブル崩壊以降、日本では基本的に1を下回る展開が続いている。本文中の今株価上昇局面での最高値はTOPIXベースで0.45、足元（6月末）の水準は0.37。

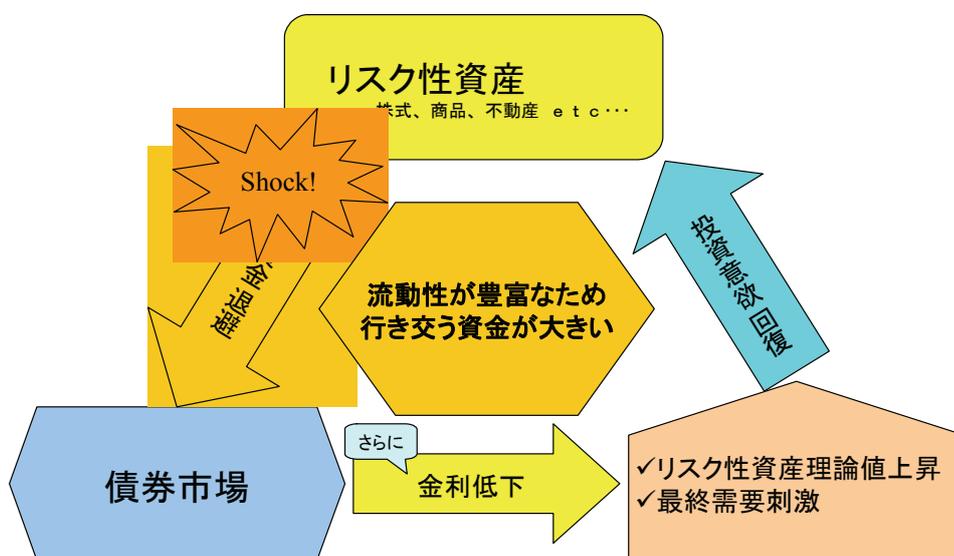
する期待感が強ければ、イーロドリシオが上昇、すなわちP E R水準が上昇することにより、株価の理論値が上昇することはあり得る。しかし、前述したように、日銀の利上げ加速懸念は円キャリートレードの収縮など円高を伴い、グローバルマネーの巻き戻しを演出するリスクがあることを勘案すれば、あまり楽観視はできない。市場が日銀の利上げ加速を意識し始める秋深い頃から年末にかけては、株価は高値から▲5～▲10%程度下落に見舞われるリスクがある。また、円キャリートレードの巻き戻しに伴う世界的な株安などといった事態になることも否定はできないが、その場合には▲10%以上の下落となるリスクもあり要注意だ。

### <補足>2008年の展開

世界的な過剰流動性の状況にある中で、先行きを占うのは平時に比べてさらに難しい。筆者も十分な検証ができていない中ではあるが、敢えて考えを述べたい。

これまで筆者が述べたように年末にかけて次の次の利上げを織り込むような展開となり、それをきっかけとして世界同時株安の様相を呈するようなことがあったとしても、一時的なものにとどまると考えられる。それは、世界的な過剰流動性の吸収は未だ十分とは言えないため、リスク性資産から資金が流出したとしても、膨大な資金が安全性資産に流れることになるためだ。すなわち、世界同時株安のような局面では、市場金利が大幅に低下する可能性が大きい。

雇用・所得環境が好調なうえ、生産加速局面で設備稼働率も一段の高まりを見せているなか、金利の低下は需要を喚起しやすい。ファンダメンタルズが良好な中で金利が低下すれば、リスク性資産の理論値は容易に押し上げられる。これにより、06年5～6月の世界同時株安、07年2～3月の上海連鎖株安後と同様に、粘り腰のマーケットを三たび確認する公算が大きい。



しかし、こうした“黄金の連鎖”

はいつまでも続かない。景気が長引くにつれ世界の需給ギャップはさらにタイト化し、インフレ圧力は一段と高まることになる。世界の中央銀行はさらに引き締め色を強め、過剰流動性は着実に吸収されることになる。すなわち、リスク性資産を押し上げたり、金利を低下させる力は弱まっていく。最終的には、北京五輪に絡むさまざまな特需が剥落すると、世界には過剰投資が残ることになる。この段階になると、世界的な景気の減速懸念から、リスク性資産から資金が流出し、金利を低下させることになる。しかし、特需が剥落し、供給超過状態にある中では、金利が低下したとしても容易に需要を喚起しない。このため、資金は再びリスクマネーに戻る根拠を失うことになる。

以上のように、膨大な過剰流動性が跋扈する中で、マーケットが簡単に“壊れる”ことはないと思われるが、最終的には需給のバランスがものをいうため、需給バランスの屈折点となる可能性が高い北京五輪前後には、マーケットの流れは根本的に変わると考えている。

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。