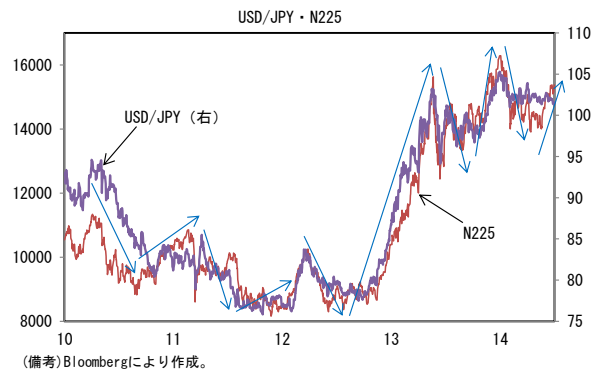
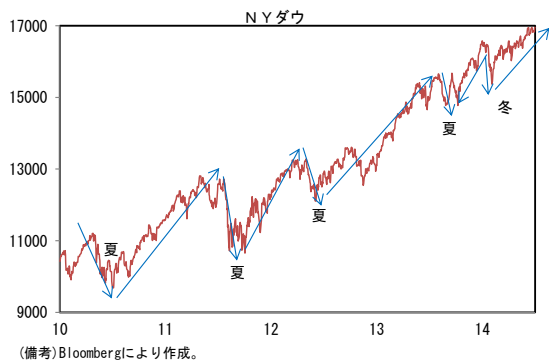
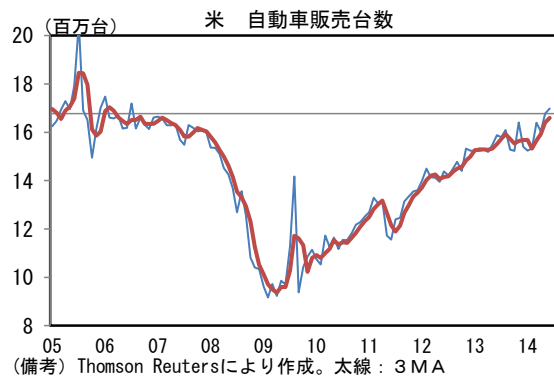
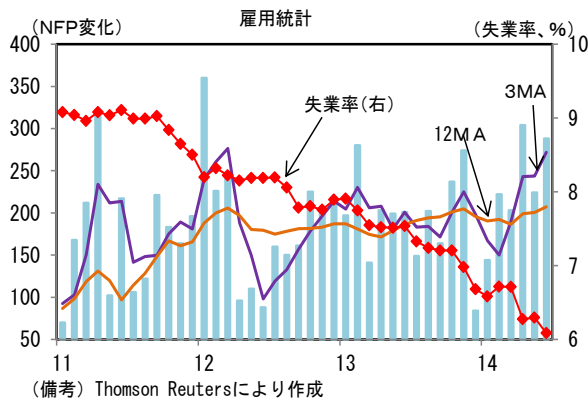


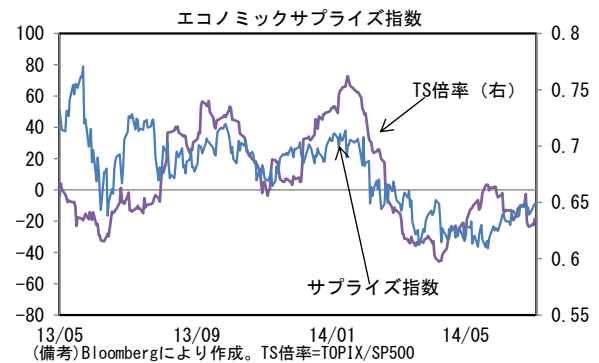
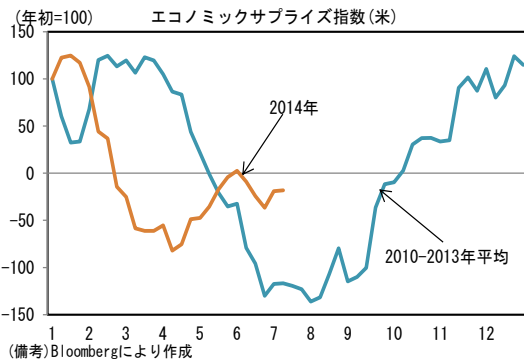
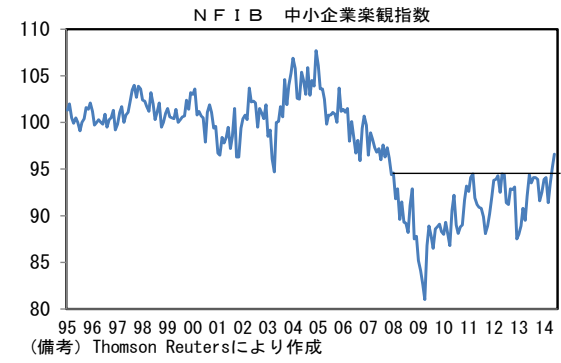
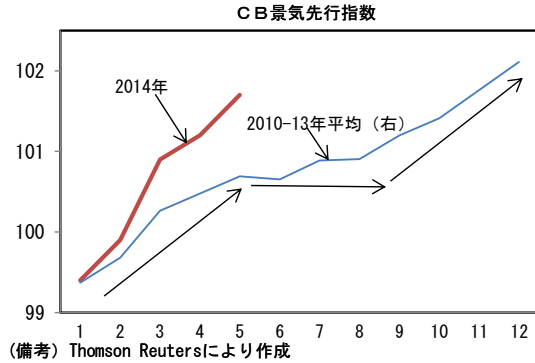
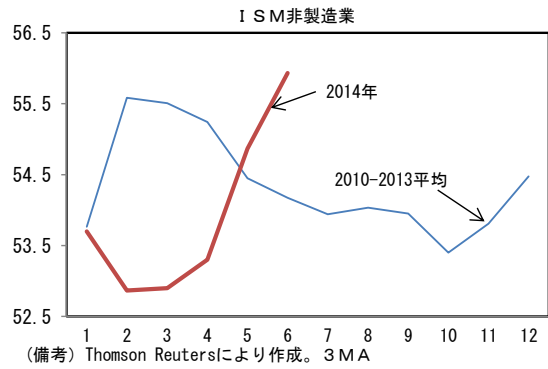
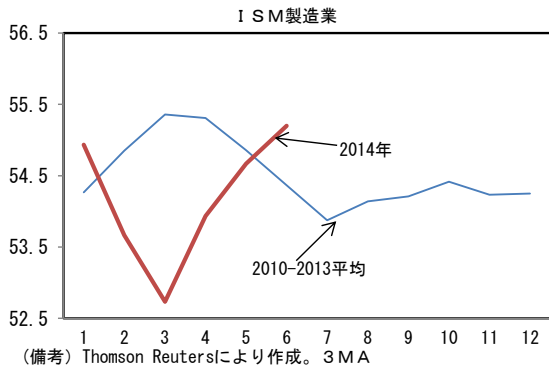
目下のところ、米株が史上最高値更新、独DAXが10000を回復したほか、日本株も日経平均が15500円レベルまで持ち直し、TOPIXも年初来高値を射程距離に入れるなど、サマーラリーが進行中。2010年以降、先進国株は年前半にピークを付けた後、年央に軟化、その後年末に向けて回復するというパターンが定着していたが、今年は過去4年とは異なり堅調な展開が続いている。結論を先取りすると、今年はこのままサマーラリーが続く可能性が高いとみる。カタリストは米経済加速に伴うリスクマネー拡大。米景気の先行指標的な性格を持つUSD/JPYは上昇、日本株は消費増税に対する懸念後退が後押ししよう。



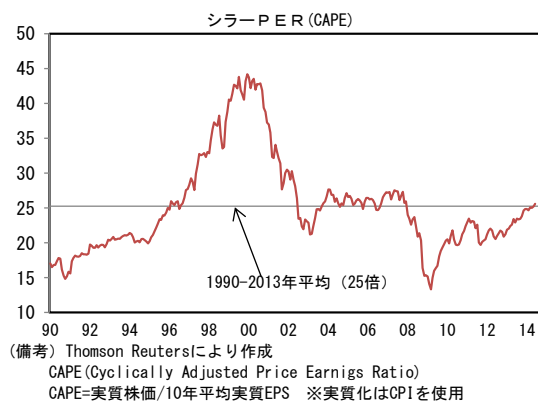
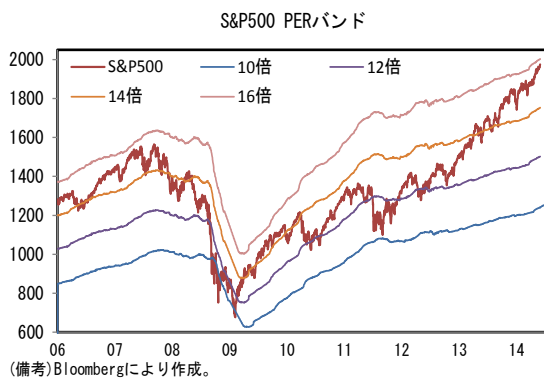
もう夏だというのに米指標が改善を続けている。今年は寒波によって過去数年と異なる季節パターンが形成されたことが一因だが、本質的には米経済の自律成長局面入りを反映したものだと考えられる。ファンダメンタルズの足腰が強くなったため、特殊要因（天候・地政学リスク等）が無い状態では自然と経済指標が上向くのだろう。6月雇用統計や自動車販売台数のポジティブサプライズはセンセーショナルだったが、その他にもISM指数が製・非製ともに1Qをボトムに改善、CB景気先行指数もモメンタムを強めている。また、NFIB中小企業楽観指数が明確にレンジブレイクしたことも注目される。エコノミックサプライズ指数こそ明確な上向きトレンドに入っていないが、それでも底打ちはしており、これまでの夏場とは違いネガティブサプライズが頻発している状態ではない。ダウンサイドリスクが小さく、株式をロングする投資家にとって心地良い状態と言える。日本株については米エコノミックサプライズ指数の上昇局面で米国株をアウトパフォームする傾向があるためオーバーウェイトが正当化されよう。



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。



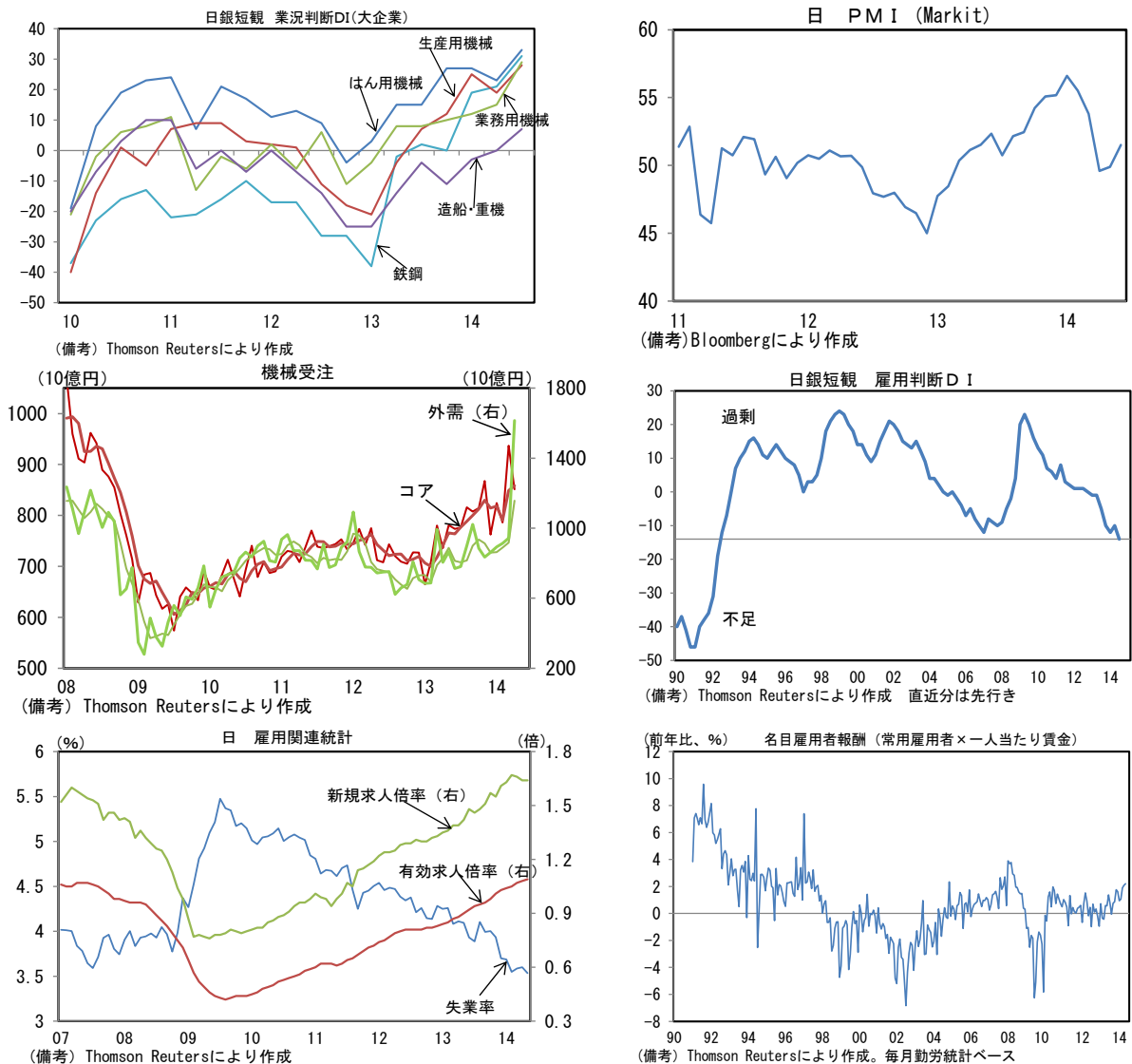
一方、米国株が最高値を更新するなか “割高・割安” 議論も目立つようになってきた。PERが長期平均を突破し、住宅バブル期並みの水準まで上昇しているからそれも当然。しかし、昨年3月にバーナンキ議長（当時）が指摘したように、実質ベースで株価を議論した場合はやや姿が異なる。CAPEでみれば、足もとの株価水準は割高ではなく、寧ろ割安（もしくはフェアバリュー）との評価も可能。FEDビュー（バブルは崩壊してみないとわからない）に近い見方をすれば、明らかなバブル領域に突入したとの確認は得られない。イエレン議長の見解そのものだ。これには多くの投資家も同様の感覚を抱いているとみられ、よほどの悪材料が無い限り一気にリスクオフに傾斜する可能性は低いと判断される。最近のVIX指数の低下はその現われと言えるだろう。日本株とUSD/JPYの上昇にポジティブだ。



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。

翻って日本。ハードデータは5月分までしか入手できていないが、多くのサーベイ指標は先行きに楽観的を提供している。日銀短観（6月調査）では大企業製造業の業況判断D Iが+12と前回から5pt軟化した一方、先行きは+15と改善が見込まれていた。増税の影響をダイレクトに受ける自動車（3月+36→6月+13→先行き+14）や木材・木製品（+74→+18→+4）のD I悪化は当然としても、消費増税の直接的な影響が比較的小さいと思われる幾つかの業種で業況判断D Iが上向いたことは特筆すべきだろう。輸出や設備投資関連の企業が多く含まれる鉄鋼（+19→+21→+31）、業務用機械（+12→+15→+17）、造船・重機等（▲3→0→+7）は「最近」と「先行き」が共に改善したほか、はん用機械（+27→+23→+29）、生産機械（+25→+19→+28）も「先行き」が強く反発した。造船・重機等を除くと水準も高い。こうした業況の改善は、機械受注（コア民需・外需）の増加が既に反映していたのかもしれない。また、6月製造業PMI (Markit)は50を回復、発表元のMarkitによれば新規受注が50を回復したとのことであり、先行きの増産シナリオをサポートしている。

他方、小売（+24→+1→+10）や卸売（+16→+11→+14）の判断D Iの弱さは内需の先行きに疑問を投げかける。しかしながら、国内景気の先行きに自信を持たせるのは雇用判断D Iだ。雇用判断D I（全産業）の先行きは▲14となり、90年代前半並みの水準に到達している（新卒採用で“拘束”が横行した時代）。企業が景気の先行きに慎重なら雇用の不足感を懸念することはないだろう。失業率が3.5%まで低下し完全雇用が実現されようとしているのをよそに、有効求人倍率と新規求人倍率が異例の高水準で推移していることがこれを裏付けている。たとえ一人当たり名目賃金が増加しなかったとしても、マクロ（雇用者数×1人当たり賃金）の賃金が増加することで内需は下支えされよう。



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。