



日米株高続こう、 重要な債券・為替市場の安定

経済アナリスト **海津 政信**



海津 政信氏

2025年の株式市場は、FRB（米連邦準備制度理事会）による予防的利下げを背景に米国株が強く、日本株も米国株高の恩恵に加え、企業収益の堅調と自社株買い増加に伴う予想PER（株価収益率）の切上がり（1年後利益に基づく予想PERはアベノミクス時の上限16倍台から昨年17倍台にアップ）に支えられ、TOPIX（東証株価指数）は22.4%上昇、日経平均株価は指数に影響を与えるAI（人工知能）関連が大きく買われ26.2%上昇して50,000円台に乗せた。26年も、FRBによる利下げは、雇用の鈍化とトランプ政権に近い新議長の誕生見込みなどからあと

2回は予想され、米国経済、利益予想の好転を伴い米国株の上昇を支援しよう。日本経済も経済対策効果とトランプ関税の影響緩和による輸出、投資の回復で持ち直し、企業収益も非製造業に加え、製造業も増益に転じよう。つれて、日本株の上昇も続く見通しだ。

問題は債券市場、為替市場が安定を維持できるかどうかだろう。自民党新総裁に高市氏が決まる前日の25年10月3日を起点に、解散表明を行った26年1月14日までのTOPIX、日経平均株価、10年国債利回り、円ドルレートを見てみると、TOPIXは3,129から3,644で16.5%上昇、日経平均株価は45,769円から54,341円で18.7%上昇、10年国債利回りは1.66%から2.18%で0.52%上昇、円ドルレートは147.4円から158.5円まで11.1円の円安となっている。すなわち、株式市場は高市首相の財政拡張策は景気、企業収益にプラスとして株高で反応する一方、債券市場はインフレ期に入らないうち、デフレ期の処方箋であるアベノミクスの延長となる財政拡張策にやり過ぎないしノーとの判断を見せている。為替市場も同様にノー

との判断で、わずか3か月半で11.1円もの円安である。

おそらく、米国市場であれば、長期金利が50ベースも上昇すれば、予想PERが下がり、株価にマイナスに作用するとみられるが、日本の場合は株式の益利回りが25年12月末時点で5.86%あるのに対し、10年国債利回りが2.06%とその差が大きく開き連動していない。おそらく10年国債利回りが2.5%になってもさほど連動しないと思うが、2つの経路を通して株価に下押し圧力を加える可能性は考えておいた方が良好だろう。1つは地域金融機関のバランスシート問題である。地域金融機関は地方に貸付ニーズが乏しく、国債や地方債を多く保有している。このため、10年国債利回りが2.5%ないしそれ以上に上昇すると、含み損が大きくなり、自己資本の悪化が懸念され始めるかもしれない。2つは中小企業の借入コストの上昇が軽視できなくなることだろう。上場企業の自己資本は潤沢で、借入コストの上昇は軽視しうるが、中堅、中小企業はそう簡単ではない。利払い費の上昇が利益を抑え、賃上げ原資が乏しくなる懸念もある。為替も1ドル=150円台では、輸出大企業の収益にはプラスだろうが、物価には輸入インフレを通じマイナス、実質賃金、消費にもマイナスだ。日本銀行が昨年12月に政策金利の引き上げを決めたのも、これ以上の円安を避けるためであろう。

このように考えると、財政拡張策は25年度補正予算、26年度当初予算までで、さらなる財政拡張策は債券・為替市場の反乱を招く恐れから限界があると考えるのが妥当だろう。実際、総選挙に向け与野党から食料品への消費税の減税が打ち出された後の債券市場の反応は厳しいものであった。

選挙後、政権が債券・為替市場と折り合いをつけ、日経平均株価が55,000-58,000円程度まで上昇すると予想する場合、どのようなセクターに注目するか。まず第1は、電機・精密セクターであろう。AI関連のデータセンター向けの電力機器の需要が当面強く、かつ半導体や半導体製造装置の成長が見込まれる。また、デジタル化に関連するソフトウェアサービスが強い。26年度の利益は上方修正を伴い20%程度の増益が期待される。第2は、トランプ関税の影響が緩和し設備投資が活発になるとみられる機械セクターも2桁増益が見込まれ注目される。もちろん防衛関連需要の増加もプラスに効こう。第3は、日銀の利上げで利ザヤ改善が見込まれる銀行セクターだろう。特に、メガバンクは自社株買いに積極的でROEが10%を越えてくる見通しなのが強みだ。第4は、商社・不動産セクターだろう。米国経済の回復を見込む中では銅や原料炭などの資源市況の上昇が見込まれ、商社の利益増が期待される。また、景気の持ち直しでオフィスの空室率の低下、賃料収入の増加が見込まれる大手不動産も見逃せない。 ▮