

「日本株の“内憂外患”」

受託運用部:澤井 亮

12月が近づき、そろそろ年末商戦が気になってきた。米国では今年最大の関心時であった中間選挙が大きな波乱もなく終了し、一足早く11月23日の感謝祭休日からクリスマス商戦が始まるが、住宅市場での調整など多少の懸念を抱えているとはいえ、好景気が続いてきただけに底堅さは維持されるのであろう。一方、日本でも今冬ボーナスは小幅増加が想定されており、底割れリスクは少ない。とはいえ、今年の年末商戦の柱が何かと問われると途端に答えに窮する。例えば、パソコン市場ではマイクロソフトの次期OSの発売が年明けに延期され、売れ行きにも影響が及びそうである。また、個人的には、番号ポータビリティ制度のスタートで熱い商戦が続く携帯電話や価格低下の著しい薄型テレビに大いに惹かれるが、いずれも買い替えに急を要する代物ではない。そして、こうした消費先送りの動きが世間の主流であるかどうかは不明であるが、天候不順の影響もあり一旦落ち込んだ個人消費が盛り返す時期が後ズレする可能性はあろう。

ところで、こうした内需拡大先送りの兆候を織り込むかのかの如く、秋口以降の日本株のパフォーマンスが冴えない。世界の主要マーケットを見渡してみても、夏場以降は資産クラス毎あるいは地域毎にパフォーマンスにバラツキが目立ってきていた。例えば、全体に冴えない動きとなっている商品市場では、足下で金や銀が堅調な反面、エネルギー関連や銅が軟調である。株式市場においても、欧米株が軒並み年初来高値を更新する一方、日本を除くアジア株はまちまちであり、その中で日本株の出遅れが際立っている。もちろん、昨年来の世界的な金融引締め効果がよく顕在化してきたといえなくもないが、市場の流動性自体は引き続き潤沢にあるとみられる。実際、近年の潤沢な流動性の恩恵を受けてきたエマージング市場の株、債券の動きをみると、今年は4月までの上昇、5月の大幅な調整とその後の持ち直しを経て9月まで動意がみられなかったが、10月中旬以降はともに上昇ペースを速めており、流動性相場が再開した格好である。

一方、その間の日本市場をみたのが図1である。日本については、4月は世界的に流

動性相場の様相が残るなか、量的緩和解除後の金利上昇懸念もあり株価がピークアウトすることとなった（いわゆる逆金融相場）。その後は、米利上げ打ち止めが焦点となった7月下旬から8月中旬の時期を除き、金利と株価は概ね順相関の動きを示しており、基本的に業績相場下にあると見受けられる。つまり、足下の世界的な流動性相場の中で日本株への資金流入がみられないのは、中間決算でも明らかになってきたが、相場形成の根幹である業績の先行き拡大への期待の弱さを反映したものと考えられる。そして、こうした環境下で日銀が追加利上げを急げば、世界が流動性相場を続けるなか、日本株の出遅れ状態が長期化する可能性も高まろう。

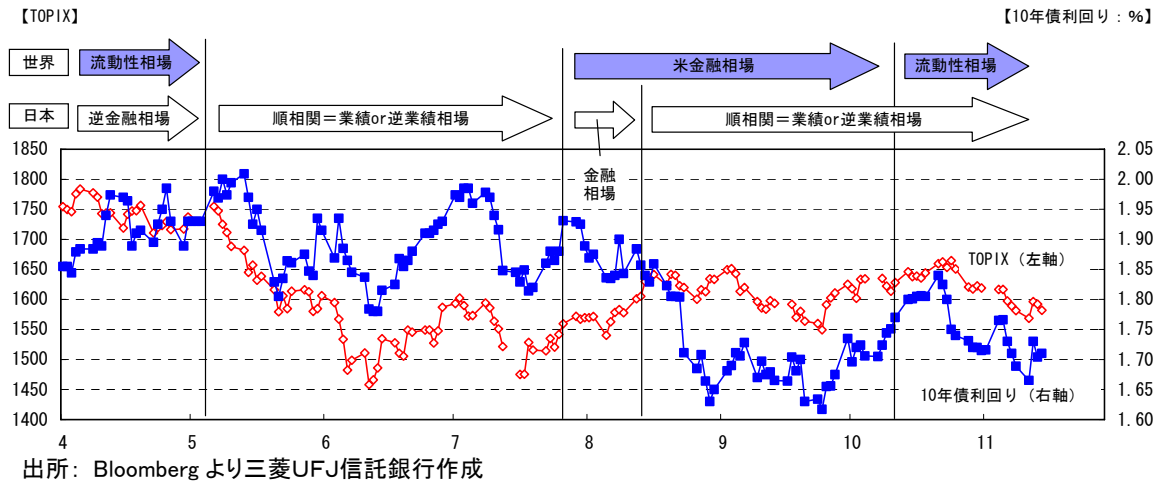
それでは今後日本株が再び上昇トレンドに復帰する条件として、どのような業種が相場を先導する必要があるのか。図2は現在と同様に景気拡大が長期に及んだ平成バブル期におけるTOPIX33業種のパフォーマンスを主な外需、内需、素材関連業種の動きでみたもの。図のとおり、88年頃から素材型業種の上昇が顕著となったが、その後は円相場が90年春にかけて大幅な円安に振れるなか、当初外需型業種が短期間先行して上昇した後、株価ピークに向け内需型業種が主導することとなった。同様に、図3は2000年以降のTOPIXの推移と内需、外需関連業種の相対株価の動きをみたもの。図に示したとおり、2003年半ばまでは米国経済の不安定さが株価低迷の一因になったとみられるが、その後は米国経済が安定成長に移行するなかでTOPIXが内需業種との連動性を高めてきたことが分かる。

足下の日本株については、“外患”である米国経済の先行き懸念からまるで2003年半ば以前に逆戻りしたかの如く、低迷している。ただ、米国経済は年明け後徐々に持ち直しの動きを強めると考えており、外需主力株は今後も上昇の起爆剤と成り得る。その上で“内憂”である内需拡大先送りの動きや金融政策運営への不信感が払拭されれば、内需関連株の持続的な上昇が実現し、来春には日本株も再度の上昇トレンドへ復帰可能とみている。

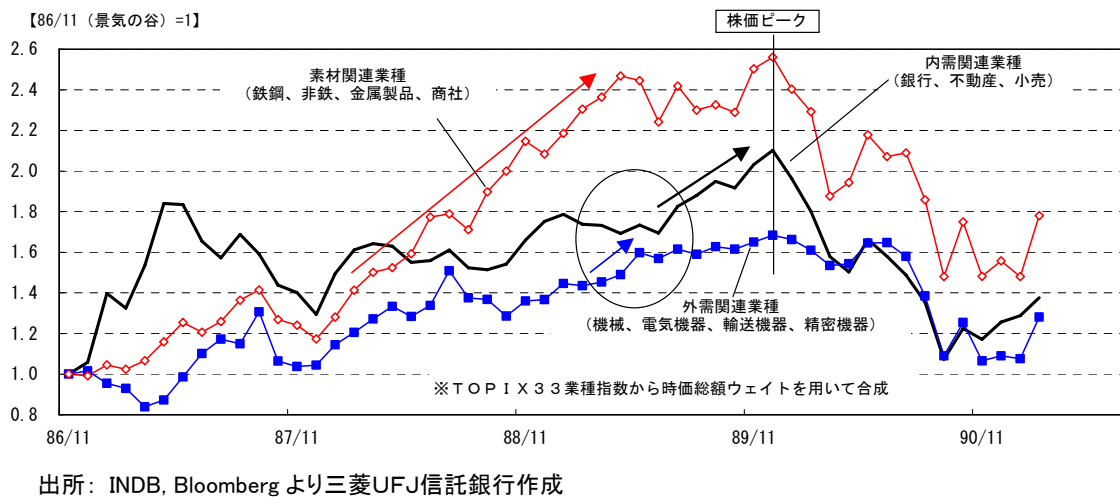
(2006年11月20日 記)

<図表：日本株の内憂外患>

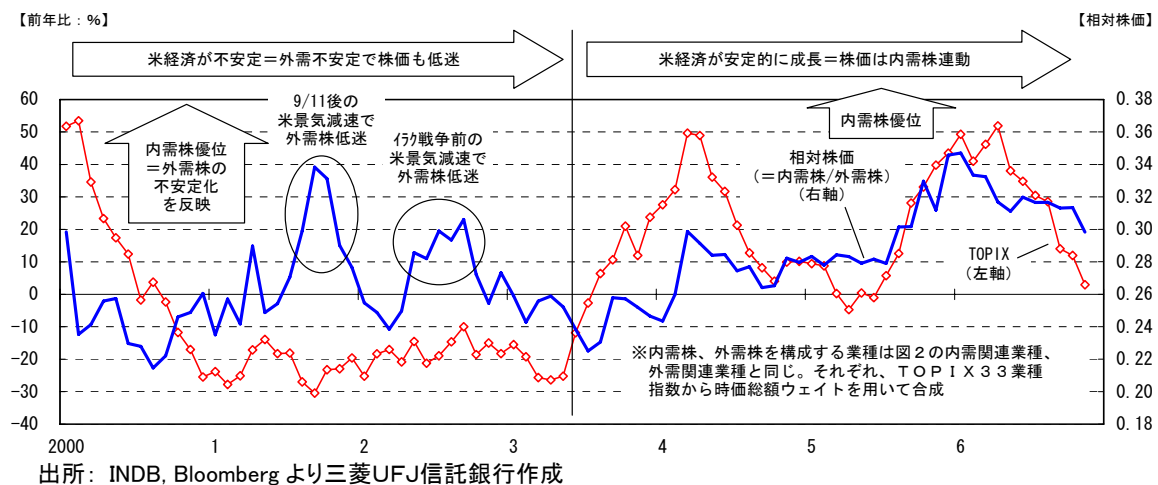
○図1：日本の株、債券相場の推移



○図2：平成景気の拡大局面における日本株業種別パフォーマンス



○図3：2000年以降のTOPIXと内需業種の対外需業種相対株価



◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
 ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
 ◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
 ◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
 ◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）