Market Flash

2021 年 2 月 9 日(火)

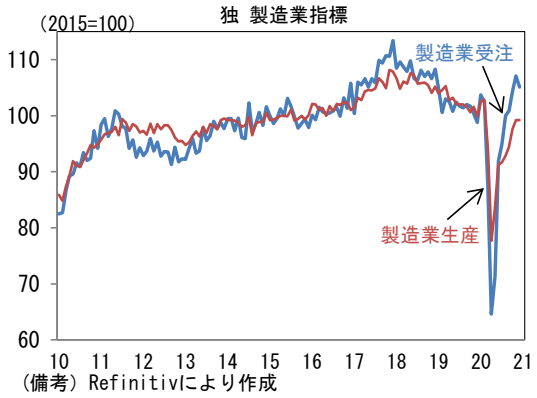
肌感覚の景気と乖離する株価について
景気ウォッチャー調査視点から

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査
主任エコノミスト 藤代 宏一(TEL:050-5474-6123)

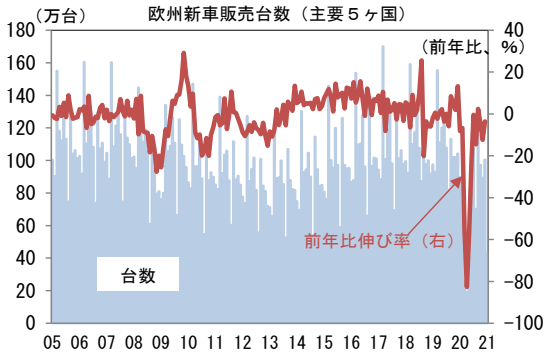
・日経平均は先行き 12 ヶ月 28,000 程度で推移するだろう。
・USD/JPY は先行き 12 ヶ月 105 程度で推移するだろう。
・日銀は、現在の YCC を長期にわたって維持するだろう。
・FED は、2021 年は現在のペースで資産購入を継続するだろう。

＜＃景気ウォッチャー調査＃株価＃街角景気＞

・前日の米国株は上昇。ＮＹダウは(+0.8%)、S&P500は(+0.7%)、NASDAQは(+0.9%)で引け。新規の材料に乏しいなか、追加経済対策の早期導入に対する期待もあり続伸。ＶＩＸは21,2へと小幅上昇。社債市場はＩＧ債（投資適格）、ＨＹ債（投機的格付）が共に堅調。経済指標は12月独鉱工業生産が前月比±0.0%と８ヶ月ぶりに増産が途切れたものの、11月分は上方修正されており均してみると増加傾向を維持。製造業生産は前月比＋0.9%、３ヶ月平均でも＋2.0%と堅調持続。水準はパンデミック発生前の水準を回復しつつある。欧州主要国における自動車販売台数は前年比プラス圏が視野に入る水準まで回復しており、こうした下で自動車生産が増加基調にある。



(備考) Refinitivにより作成



(備考) Refinitivにより作成　独、仏、伊、西、英

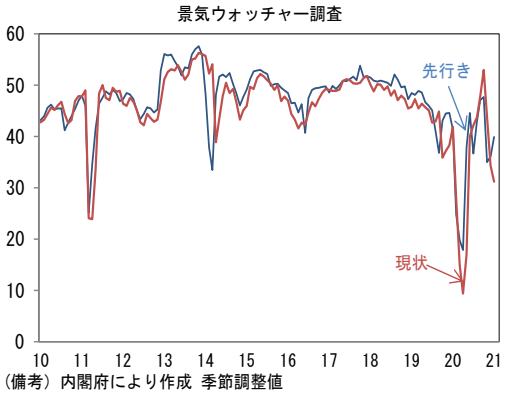
・米金利カーブはツイスト・フラット化。２年は0.111%(+1.0bp)、10年は1.171%(+0.7bp)、30年は1.953%(▲1.8bp)で引け。10年の1.2%、30年の2.0%を目前にして、長期・超長期ゾーンは絶対水準バイヤーによるまとまった需要があったとみられる。予想インフレ率は2.206%(+0.7bp)へと上昇した。為替（G10通貨）はUSDが弱く、EURは概ね横ばい、JPYはやや強含んだ。USD/JPYは105前半へと小幅ながら水準を切り下げ、EUR/USDは1.20半ばへと上昇。コモディティはＷＴＩ原油が58.0ﾄﾞﾙ(+1.1ﾄﾞﾙ)へと上昇し、銅も8037.0ﾄﾞﾙ(+124.5ﾄﾞﾙ)へと上昇。金も1831.9ﾄﾞﾙ(+21.0ﾄﾞﾙ)へと

上昇した。安全資産「金」と景気の強さを反映する「銅」の相対価格（銅/金）は上昇。ビットコインは反発。電気自動車大手が15億ドルを投資したと明かし、買いを誘発した。

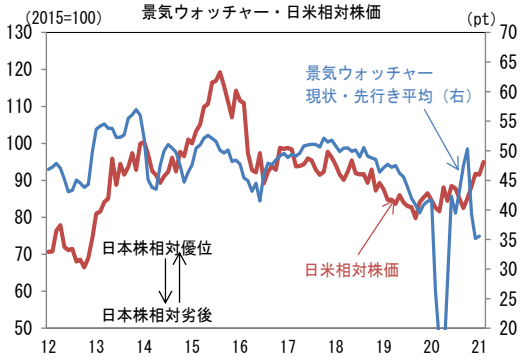
・昨日発表の**１月景気ウォッチャー調査**は街角景気の肌寒さを浮き彫りにする結果であった。現状判断ＤＩは31.2へと沈み、先行き判断は前月比で改善したとはいえ39.9と低水準に留まった。人々が肌で感じる景気が冷え込んだ理由は、首都圏を含む緊急事態宣言を受け、飲食店の時短要請など経済活動が制限されたことに尽きる。

・そうした街角景気の弱さを尻目に株価は上昇を続け、バブル崩壊後の高値を連日更新している。景気ウォッチャー調査との比較でいえば「景気が悪いのに株価は高い」という歪な構図が鮮明となっており、目下の株高を実体の裏付けがないバブルと見做す向きも増えている。

・景気ウォッチャー調査は「景気ウォッチャー投資法」という手法があるくらい株価と連動性を有することが知られている。また筆者は景気ウォッチャー調査が日米相対株価と連動性を有することに着目し、国内景気が株価パフォーマンスに与える影響を考察するうえで、この指標を重視していた。これらに鑑みると、最近の株高は景気の実態を反映していないようにみえる。



（備考）内閣府により作成 季節調整値

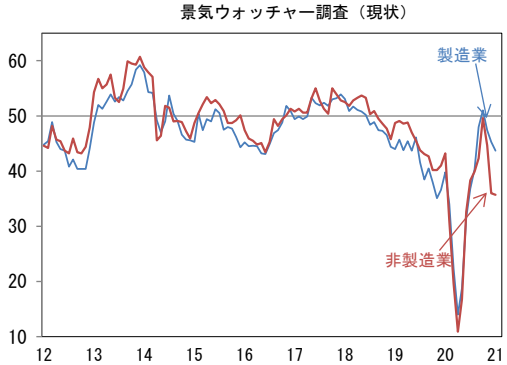


（備考）Refinitivにより作成　日米相対株価＝N225/NYDOW30

・ただし、コロナ不況に限って言えば、景気ウォッチャー調査と株価が乖離することはある意味当然と考えられる。まず、コロナによる景気下押し圧力が対面型サービス業、特に飲食店に集中していることが大きい（特に２回目の緊急事態宣言）。可視的に景気を判断した場合、閑散とした飲食店や街の様子は肌で感じる景気を悪化させるが、そこで発生した打撃は飲食店経営者である個人事業主や中小企業が被っている（休業補償等を考慮しない場合）。したがって、上場企業で構成される株価指数との直接的関係は希薄である。また対面型サービス業で失われた需要が財消費に向かったことも重要なポイントだろう。いわゆる「巣ごもり消費」に該当するものとして家電、ＩＴデバイス（ＰＣ、スマホ等）、家具等があるが、それらの生産・販売を手掛ける企業の業況は改善傾向にあり、実際、景気ウォッチャー調査の「製造業」の水準はコロナ禍前を明確に上回っている。こうした製造業の強さの背景には、５Ｇ関連需要の本格化と相まって、コロナ禍の需要を取り込んだことがある（その他要因として米国・中国の自動車販売回復も大きい）。

・日経平均株価構成銘柄のうち約６割は製造業であるから、そうした意味において株価上昇は相応の実体を伴っていると言える。また株価指数にはＤＸを担う企業のほか、オンラインストアを展開する企業などコロナ禍が業績の追い風になる企業が多く含まれている。株価指数と街角景気の

関係が希薄になっているのはこうした要因が大きいと思われる。



（備考）Refinitivにより作成 企業動向関連

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調査研究本部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、第一生命保険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。