

# Market Flash

2021年2月10日(水)

## 株式市場の「点検」

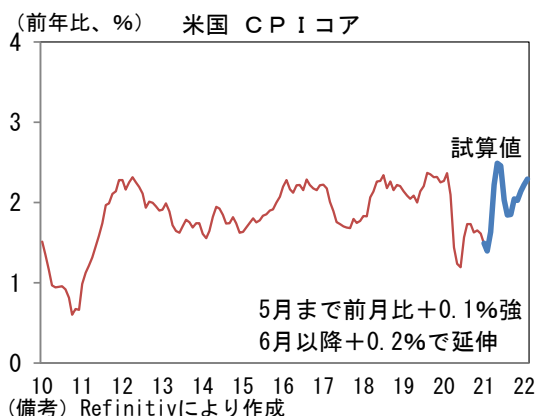
### じゃぶじゃぶ度合いと実体経済の視点から

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)

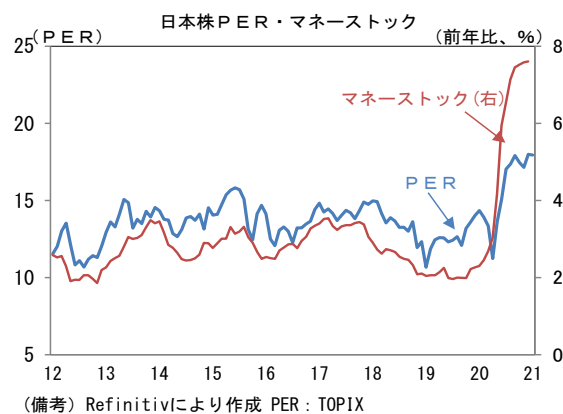
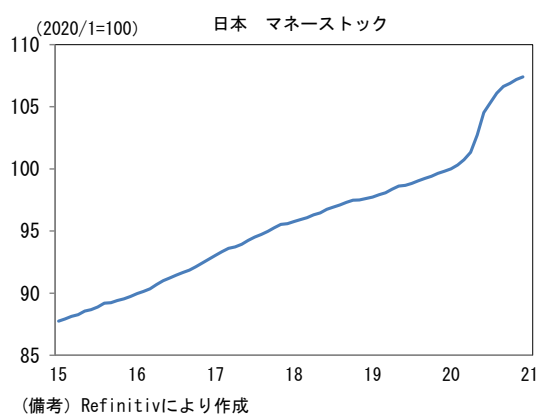
- ・日経平均は先行き12ヶ月28,000程度で推移するだろう。
- ・USD/JPYは先行き12ヶ月105程度で推移するだろう。
- ・日銀は、現在のYCCを長期にわたって維持するだろう。
- ・FEDは、2021年は現在のペースで資産購入を継続するだろう。

#### < #株価 #じゃぶじゃぶ #製造業回復 >

・前日の米国株はまちまち。NYダウは(▲0.0%)、S&P500は(▲0.1%)、NASDAQは(+0.1%)で引け。新規の材料に乏しいなか、追加の景気対策に対する期待が支えとなり利益確定売りを吸収。VIXは21.6へと上昇。社債市場はIG債(投資適格)、HY債(投機的格付)が共に軟調。重要な経済指標の公表はなかった。要人発言はカプラン・ダラス連銀総裁が「一時的にインフレが上昇しても驚くに値しない。問題はそれがどの程度長く続くかだ」と発言。これはパウエル議長も指摘していたとおり春先以降の物価統計がベースエフェクトによって押し上げられることを見越しての発言。下図のとおりコアCPIを過去数ヶ月のトレンドである前月比+0.1%強、6月以降は前月比+0.2%で延伸すると、前年比伸び率は3~5月にかけて2%を明確に上回り、その後しばらく2%超で推移する。こうしたテクニカル要因で押し上げられたインフレ指標がFEDのテーパリング観測に繋がることを懸念しているのだろう。一方で「失業の面で大きな改善が見込まれておりインフレの強まりをもたらす循環的な要素が生じても意外ではない」とも発言。フィリップスカーブを念頭に置き、失業率低下と共にインフレ率が上昇する展開も視野に入れているとみられる。1月米CPIは10日に発表される。



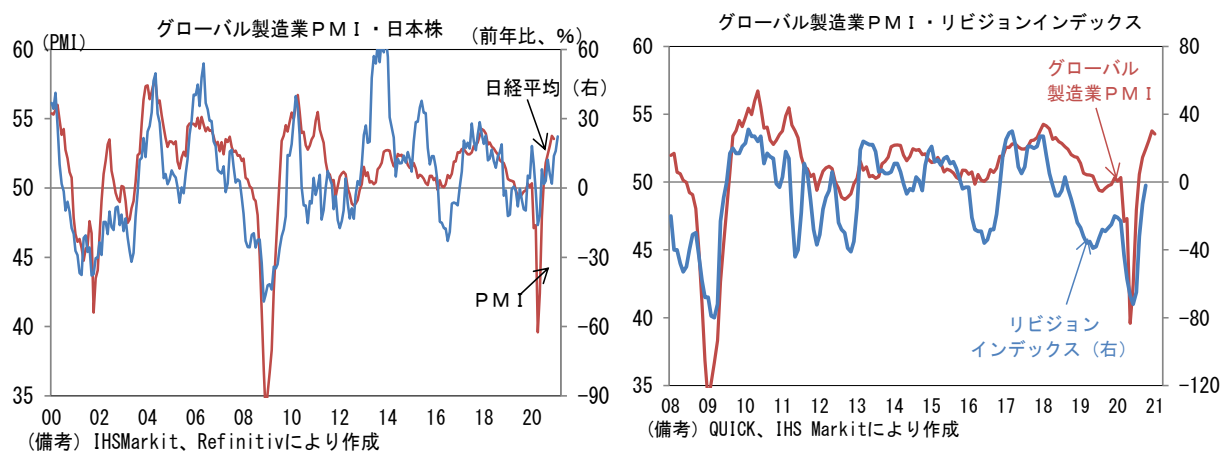
- 米金利カーブはツイスト・フラット化傾向。2年は0.115%(+0.4bp)、10年は1.157%(▲1.4bp)、30年は1.948%(▲0.5bp)で引け。予想インフレ率は2.207%(+0.1bp)へと小幅上昇。為替(G10通貨)はUSDが全面安。USD/JPYは104半ばへと低下、EUR/USDは1.21を回復。コモディティはWTI原油が58.4ドル(+0.4ドル)へと上昇し、銅は8147.0ドル(+110.0ドル)へと上昇。金は1835.3ドル(+3.4ドル)へと上昇した。安全資産「金」と景気の強さを反映する「銅」の相対価格(銅/金)は上昇。ビットコインは続伸。
- 日経平均の3万円到達が視野に入るなか、株価水準の妥当性を2つの指標から「点検」してみたい。一つは“じゃぶじゃぶ”を測る代理変数としてマネーストック。もう一つは“実体経済”を測る代理変数としてグローバル製造業PMI。結論を先取りすると、どちらも現在の株価水準を一定程度正当化している。
- 2020年のマネーストック急増はPER上昇に繋がったように見える。経済活動が停滞するなか、行き場を失ったおカネが株式市場に流入した可能性が濃厚。もっとも、今後のマネーストックは経済活動の正常化に伴って伸び率縮小が予想される。政府部門から民間部門へのフロー、具体的には給付金や休業補償等が減るほか、資金繰り目的で急増した貸出が一部返済に向かうことで、民間非金融部門に存在するおカネは増えにくくなる(なお、消費者の貯蓄動機が薄れて預金が消費に回ったとしてもマネーストックは減らない)。水準でみればパンデミック発生前を大幅に上回る状態が続くものの、じゃぶじゃぶ度合いの変化は緩やかになる。また名目GDPとの比であるマーシャルのkも低下が予想される。
- 筆者はマネーストック伸び率の縮小と共にPERが低下(≒EPSが上昇)していく蓋然性が高いと判断しているが、一方でコロナ禍前との比較でマネーストックは大幅に増加したままであるから、ある種の構造変化によって、PERが従来のレンジより高水準で推移する可能性もあるとみている。



- グローバル製造業PMIも日本株上昇を正当化している。この指標から判断すると現在の株価水準は過去との比較で違和感はなく、相応の実体を伴っていると言っても間違いではない。5G需要が喚起した上向きのシリコンサイクル、米国・中国における自動車販売の回復によって本邦製造業の業績は持ち直しており、単に株価がそれを反映したに過ぎないとみることできる(日経

平均採用銘柄の約6割は製造業)。この尺度でみた場合、アベノミクス初期局面の2013 - 14年の方がバブル的にみえる。

- もっとも、PMIは前月比での景況感を問う指標であるからそれが高原のような形状になることはなく、実際、長期的にみるとグローバル製造業PMIの天井は55程度になることが多い。だとすれば1月の53.5という水準はピークまでの距離が近いことになる。もちろん過去数ヶ月のPMI上昇は昨年前半に急低下した反動が含まれているため、過去のサイクルと単純比較はできないが、それでも前月比の景況感が2021年を通じて改善傾向を強めていくとは考えにくい。コロナ禍で対面型サービスの支出が制限されるなか、その代替需要として耐久消費財が選好され、一部に需要先食いの消費もあったことも踏まえる必要がある。PMIがアナリスト予想のトレンドに一致することに鑑みると、株価グローバル製造業PMIが55に到達する頃には業績改善の織り込みが一服するのではないかと考えられる。



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。