

# Market Flash

2021年2月17日(水)

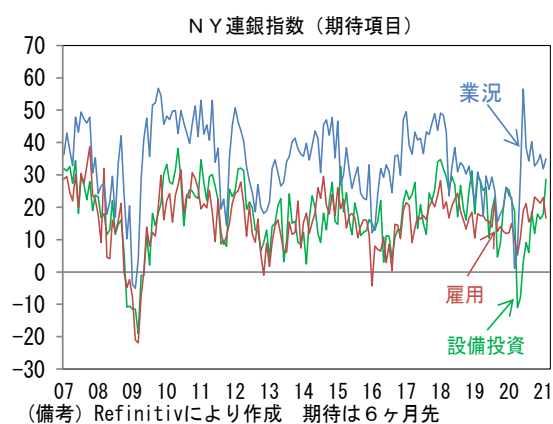
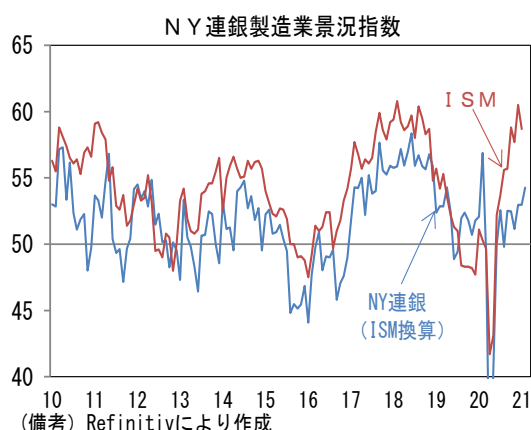
## 進撃の日経平均 株価に違和感を覚える背景

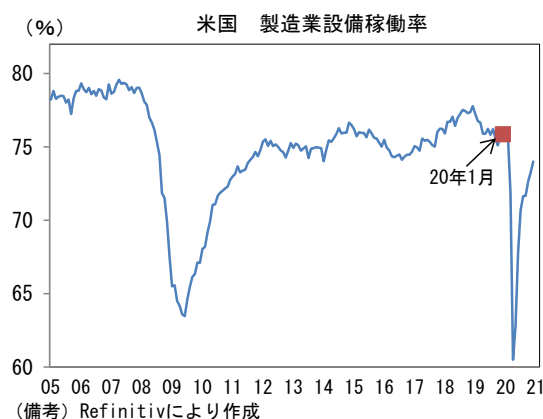
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査  
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL:050-5474-6123)

- ・日経平均は先行き12ヶ月 **30,000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。

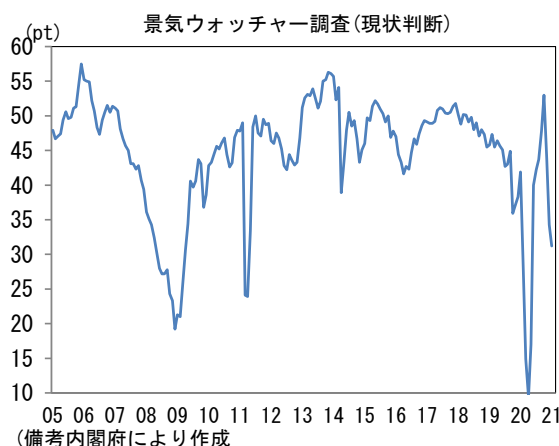
< #日本経済は想定以上の戻り #肌感覚の景気は悪い #株価上昇 >

・前日の米国株はまちまち。NYダウは(+0.2%)、S&P500は(▲0.1%)、NASDAQは(▲0.3%)で引け。米長期金利の上昇が打撃となりハイテク株が軟調。VIXは21.5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。経済指標は **2月NY連銀製造業景況指数**が+12.1へと上昇し、ISM換算では54.3へと1.3pt上昇した。内訳は出荷(+7.3→+4.0)が小幅低下も、新規受注(+6.6→+10.8)と雇用(+11.2→+12.1)は上昇。その他ではサプライヤー納期(+5.5→+9.1)と在庫(▲0.7→+6.5)が指数押し上げに寄与。週平均労働時間(+6.3→+9.0)は増加し、受注残(▲5.5→+2.6)はプラス圏に回帰。6ヶ月先の期待項目は業況(+31.9→+34.9)の改善期待が強くなる一方、雇用(+23.0→+16.6)はやや慎重化。設備投資(+17.9→+28.6)はパンデミック発生以降で最高点到達した。製造業の設備稼働率がパンデミック前の水準に回帰しつつあるなか、企業の設備等意欲が回復していることを示唆した。



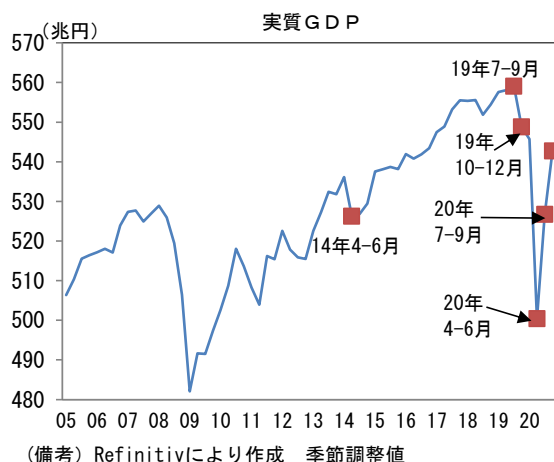


- 米金利カーブは大きくベア・スティープ化。2年は0.119%(+1.0bp)、10年は1.314%(+10.6bp)、30年は2.092%(+8.3bp)で引け。10年は節目の1.3%を1日で突破。予想インフレ率は2.246%(+1.9bp)へと上昇した。為替(G10通貨)はUSDが全面高。USD/JPYは106近傍へと上昇し、EUR/USDは1.21前半へと下落。コモディティはWT I原油が60.1ドル(+0.6ドル)へと上昇し、銅も8405.5ドル(+12.0ドル)へと上昇。金は1797.2ドル(▲24.4ドル)へと下落した。安全資産「金」と景気の強さを反映する「銅」の相対価格(銅/金)は上昇。ビットコインは上昇。
- 日経平均3万円回復**については「景気が悪いのに株価が高い」という評価が多い。もともと「景気」の定義は人それぞれであるから、現実のデータがどうであろうと「景気が悪い」と思えばそれまでであり、そこに正解・不正解はない。
- 筆者を含め人々は景気を可視的な情報で判断する傾向がある。そのため、人手の少ない街の様子や閑散とした飲食店を目にすると、景気が悪いという印象を抱く。そうした空気が数値に表れているのは景気ウォッチャー調査。現状判断D Iは12月に急落した後、1月は一段と低下した。人々が抱く景況感はこれに近いと思われる。こうしたデータをみる限り現在の株価上昇は違和感を禁じ得ない。



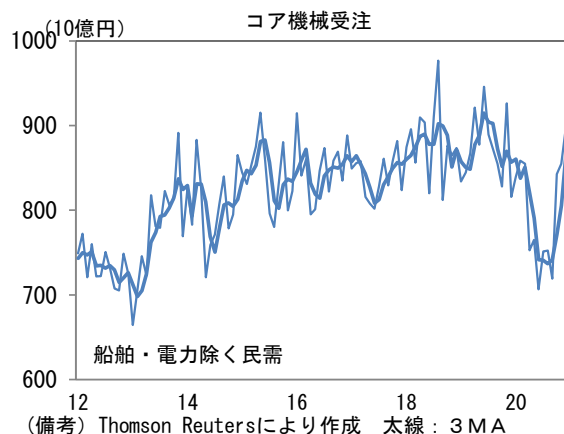
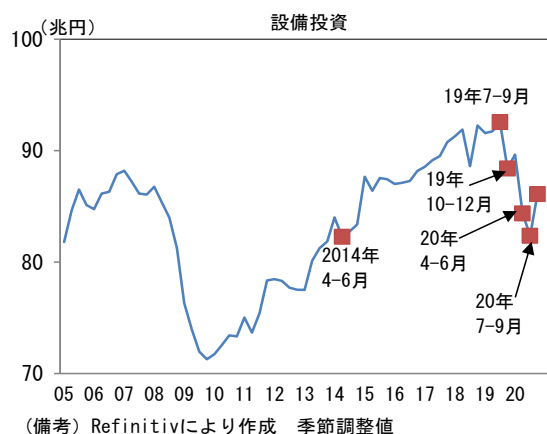
- 一方でハードデータが示す景気の姿は異なる。15日に発表された実質GDP(10-12月期)は日本経済の力強い回復を示した。2020年4-6月期の落ち込み分の9割以上を埋め、水準は2019年10-12月期との比較で▲1.2%、消費税率引き上げ前にあたる2019年7-9月期との比較で▲2.9%まで回復した。つい半年前の段階では実質GDPが直近のピークである19年7~9月期の水準を回復す

るのは2024年頃との見方が多かったのだが、そうした見方は修正を迫られているだろう。当社日本経済予測チームの最新予想（2/16時点）によると、2019年10-12月期の水準を取り戻すのは2022年4-6月期、2019年7-9月期を回復するのは2022年10-12月期となっている。

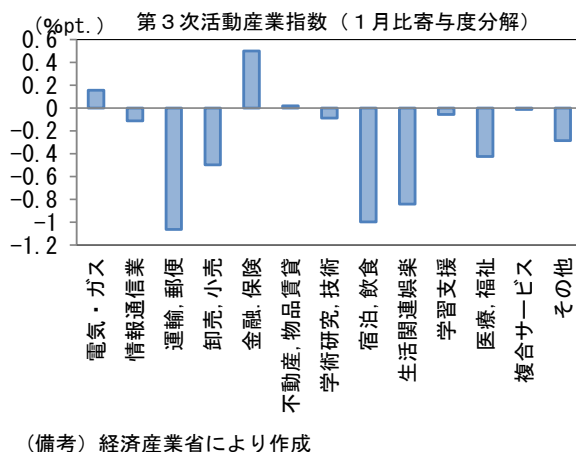
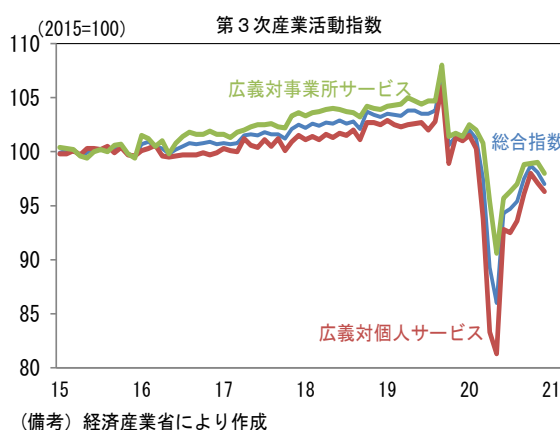
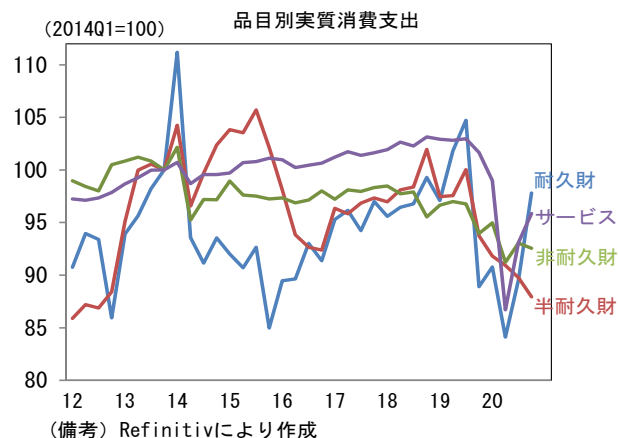
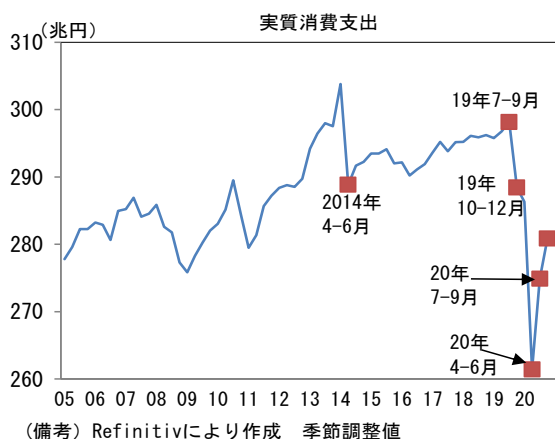


- 力強いリバウンドに貢献したのは製造業である。実質輸出はコロナ禍前の水準を回復し、鉱工業生産も（1月の生産計画を踏まえると）前年比プラス圏が目前に迫っている。世界的なIT関連財需要の高まりに加え、主要市場である米国と中国における自動車販売台数の回復が大きく貢献した形。そうした下で企業は設備投資再開に踏み切っており、GDPベースの設備投資はパンデミック発生以降で初めて持ち直した。企業が将来の需要回復を見据えて前向きな循環が始まりつつあることは心強い。本日発表の1月貿易統計では輸出の増加基調が確認でき、12月機械受注統計ではコア民需（除船電）が前月比+5.2%と3ヶ月連続で増加し、水準は2019年平均を上回った。ここで再認識したいのは、日経平均株価採用銘柄のうち6割強が製造業であること。こうした製造業の底堅さは、街角景気との直接的な関係が希薄なため、人々の景気認識と株価（≒上場製造業の業績改善期待を受けた上昇）が異なる重要なポイントである。





- やや意外感があるかもしれないがサービス消費も持ち直している。10-12月期の個人消費は耐久財が前期比+9.2%、半耐久財が▲2.0%、非耐久財が▲0.5%、サービスが+3.0%であった。サービス消費の水準は19年10-12月期の水準をなお下回るものの、Gotoキャンペーンによる支えのほか、旅行・飲食以外の支出が増加したことで、少なくとも10-12月期までは回復経路を歩んでいた。関連指標である12月の第3次産業活動指数（16日発表）をみると、対面型サービス業以外の業種が底堅いことがわかる。サービスセクターの落ち込みは運輸・郵便（左記のうち主な下押し業種：鉄道、空運）、宿泊・飲食、生活関連娯楽（音楽・芸術等興行、遊園地・テーマパーク）で大半を説明できる。これも重要なポイントだろう。というのも、日経平均採用銘柄に鉄道は8社と多く含まれているが、空運は1社、**飲食・宿泊は0社**であるから、コロナとの直接的な関係は希薄である。打撃が集中している業種が日経平均に採用銘柄に少ないことは見落としがちな論点だろう。



- ・以上みてきたとおり日本経済は、景気の肌感覚こそ悪化しているものの、実体としては回復基調にあり、日経平均採用銘柄の6割強を占める製造業の業績はそれに沿って改善している。また街角景気と株価が乖離する理由として日経平均採用銘柄にコロナの打撃が集中している業種に属する銘柄が少ないことも重要なポイント。最後に先行きの株価については当レポートで言及していない点として、①FEDの大胆な金融緩和が続くこと、②欧米におけるワクチン接種の進展といった期待がある。こうした景気回復と政策支援に対する期待が併存する下で株価は堅調に推移すると判断し日経平均の先行き12ヶ月見通しを30,000円に引き上げる。リスクは米金利の急上昇。

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。

