

Global Market Outlook

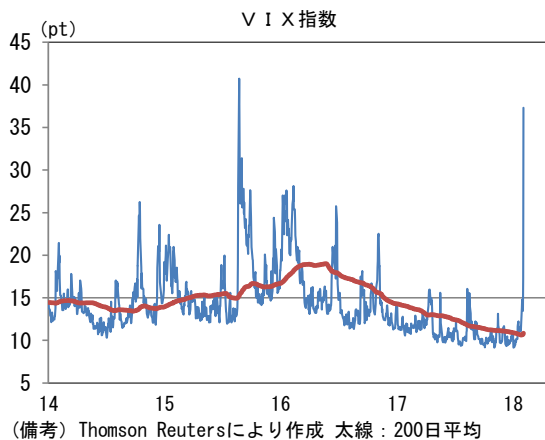
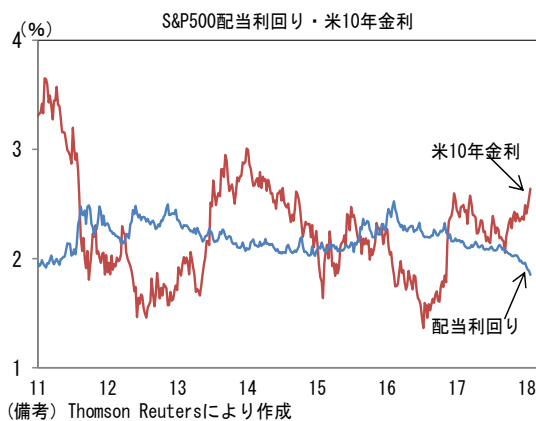
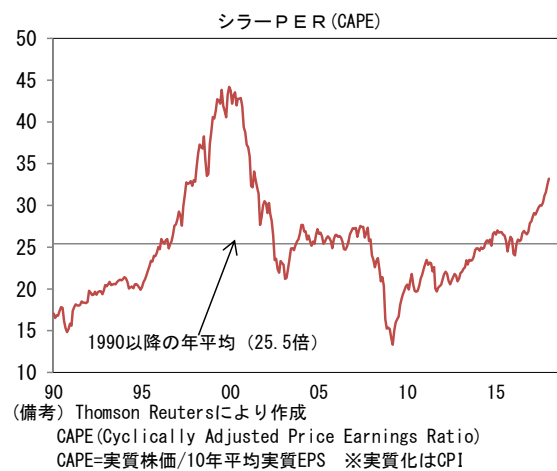
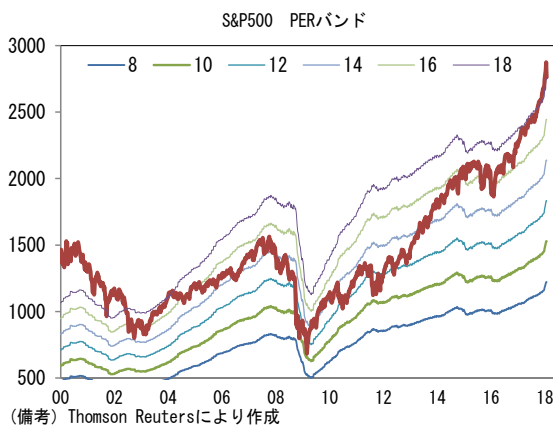
- ・ 混乱収束の目安は1ヶ月
- ・ 日経平均下値めど21000円
- ・ 円独歩高の背景にEUR
- ・ USD/JPYは105-107へ

2018年2月6日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

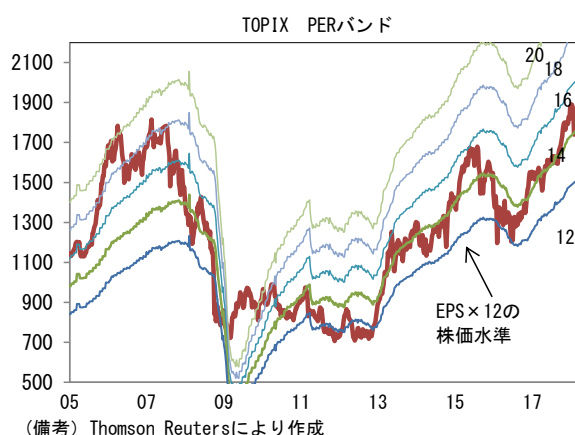
5日の米国株はNYダウが1175ドル下落（▲4.6%）して過去最大の下げ幅を記録。終値は24345ドルと2017年12月8日以来の安値となった。予想PERが18倍を超え、シラーPERも長期平均を大幅に超過するなど割高感が意識される下、長期金利上昇によって「配当利回り（2.2%）<10年金利（2.7-2.8%）」が顕著になり株式の魅力が低下。こうした下でこの日も売りが優勢となり、ほぼ全ての銘柄が急落。

目下の混乱が収束する一つの目安としては、VIX指数が参考になる。VIX指数は5日に37.32までスパイクしたが、過去の経験則から判断すると半月から1ヶ月程度で200日平均値或いは15程度まで水準を切り下げる可能性が高いと言える。今回の混乱が、世界経済が絶好調と呼ぶに相応しい状況で発生したことを踏まえると、例外的に長期化することは考えにくい（同時に短期間で収束する明確な根拠もない）。



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。

日本株の下値としては、TOPIXのP E R 14 倍に相当する 1750pt が一つの目安となるが、これは本稿執筆中の日本時間午前 9 : 30 (1740pt 前後で推移) で既に下回っていることから、P E R 13.5 倍相当の 1710pt、同 13 倍相当の 1650pt が次なる目安となる。そこにN T 倍率 12.5 を乗じて日経平均に換算すると、P E R 13.5 倍で下げ止まるなら 21400 円、同 13 倍なら 20600 円となる。間をとって 21000 円を一つの下値めどとしたい。上述のとおり米国株が落ち着くまでに半月から 1 ヶ月程度の時間を要するとの前提に立てば、この程度の下落を覚悟しておいた方が良いでしょう。



他方、2日の米国株急落の引き金となった米 10 年金利は 2.706% (▲13.6bp) へと急低下。過去 2 営業日の上昇を全て打ち消した。市場が織り込む 3 月 F O M C における利上げ確率が 83.5% と引き続き高水準にあるため、カーブ上では相対的に 2 年金利が低下しにくい一方、長期ゾーンには安全資産としての需要が膨らみ易い。年初から 10 年金利が上昇するなかで長短金利差がほとんど拡大しないのが、如何にも景気後退が近いことを物語っているようで不気味だが、株価急落のきっかけとなった長期金利が逸早く低下したことは朗報だろう。パウエル議長を筆頭に F E D 高官が金利上昇を誘発するような発言を自重すれば、1 ヶ月を超えて混乱が長引く可能性が低下するとみられる。

為替市場では JPY 以外の通貨に対して USD が全面高となり、米金利低下・USD 高の展開となった。JPY に買いが集中した理由として考えられるのは、EUR が調達通貨としての魅力を失いつつあることが挙げられる。E C B の資産購入停止および利上げが意識される下、CHF を除く欧州通貨はリスク選好が強まってもショートポジションの構築が進みにくくなっている。それゆえ、リスク回避姿勢が強まる局面においても逃避通貨としての需要が膨らみにくいのだろう。2015-17 年は E C B の積極的な金融緩和 (マイナス金利 & 量的緩和) の結果として EUR が JPY と同様の性格を帯びたことから、調達通貨の需要が EUR と JPY に分散した。それゆえ、JPY が独歩安 (高) になる場面が少なかったが、足もとでは JPY が持つ調達通貨の性格が際立ち始めていることから、このようにリスクオフ時に独歩高となり易いのだろう。リスク選好下で調達通貨になるということは、リスク回避時に逃避通貨になることを意味する。今そうした性格が最も強いのは、金融緩和の出口が最も遠い JPY である。従って USD/JPY は株式市場の混乱が収束するまで下方リスクが高い。USD/JPY105-107 程度までの下落を想定しておくべきだろう。