

持ちこたえた株価先行指標 ～PMIは高水準維持～

2018年2月21日（水）

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

【海外経済指標他】

- ・欧米で主要な経済指標の公表はなかった。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は7日ぶりに反落。マクロ面で材料に乏しいなか、6日続伸の後とあって利益確定売りが優勢に。小売大手の決算が失望を誘った側面もあった。WTI原油は61.90^F（+0.22^F）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDが独歩高。特段の材料がない下で米長期金利が緩やかに上昇すると、USDが広範な通貨に対して上昇。USD/JPYはほぼ一貫して上昇し、107前半へと水準を切り上げ、EUR/USDは1.23前半へと水準を切り下げた。
- ・前日の米10年金利は2.890%（+1.5bp）で引け。欧州債市場（10年）はドイツ（0.735%、+0.0bp）が横ばい、フランス、イタリア、スペインが小幅ながら金利上昇。対独スプレッドは概ね横ばい。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株はUSD/JPY上昇を好感し、米国株下落の流れを断ち切り反発スタート（10：00）。

< # PMI 高水準維持 # 株価下落は今のところ影響せず # 企業収益の上方修正は続く >

- ・2月の日本の製造業PMIは54.0へと1月の54.8から低下。1月が春節の季節変動によって押し上げられた反動もあってか、約4年ぶりの高水準からは低下したものの、節目の50は大幅に上回っており堅調な生産活動が示唆された。2月5日以降の金融市場の混乱が懸念されるが、「生産高予測」は59.5と1.2ptの低下に留まっており、先行き不透明感が生じている様子は感じられない。内訳は生産（54.7→53.7）、新規受注（56.8→54.3）が高水準から低下した反面、雇用（53.7→54.2）が改善し、入荷遅延（54.5→55.4※筆者が符合調整）も押し上げに寄与。一方、購買品在庫（51.6→51.3）は小幅に低下。ヘッドライン構成項目外では新規輸出受注（57.4→54.0）の大幅な低下が気掛かりだが、春節が絡んでいることから額面通りに受け止める必要はないだろう。企業の価格決定力を計測するうえで有用な産出価格（51.5→51.3）は僅かに低下したものの、均してみれば緩やかな上昇傾向にある。
- ・この指標は日本経済をリアルタイムで把握するのに優れており、企業収益（アナリスト予想）との連動性も強く、それゆえ株価の説明力も高い。PMIとリビジョン・インデックスとの密接な連動性に鑑みると、アナリスト予想の上方修正はしばらく続きそうで、今後も予想EPSは拡大が見込まれる。目下のPMI水準は年率20～30%の株価上昇を正当化しており、株価リターンがマイナスに転じるには相当な距離があることを示唆している。
- ・もっとも、PMIは“前月との比較”を企業に調査する指標であることから、それが無限に上昇することはない。過去の経験則から判断すると55近傍まで上昇した後は、しばらく低下傾向が続く可能性が高く、したがって、株価が年率20%超のペースで上昇していく姿は想定しにくい。向こう3ヶ月程度のスパンでPMIが2017年平均の53.0へと低下した場合、TOPIXは1800pt、日経平均は22000円（NT倍率12.5）が一

つの目安となる。

