

# Market Flash

発表日: 2020年2月26日(水)

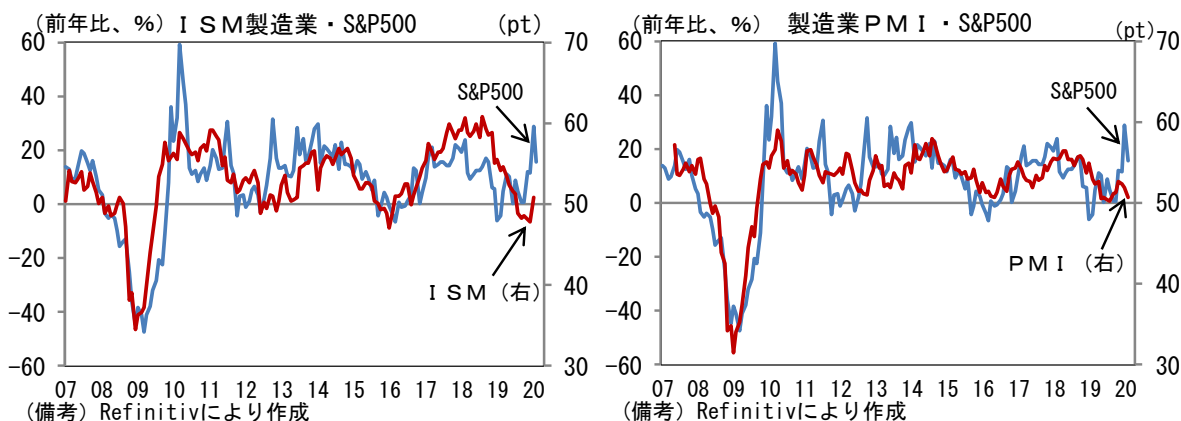
- ・S&P500 身の丈にあった株価に
- ・JPY(円)安全資産の性格を確認

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: 03-5221-4523)

- ・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き12ヶ月は24000近傍で推移しよう。
- ・USD/JPYは日米金融政策が様子見となる下、先行き12ヶ月は105程度で推移しよう。
- ・日銀は現在のYCCを長期にわたって維持するだろう。
- ・FEDは予防的利下げに続き、更なる利下げを検討するだろう。

## < #米国株 #USD/JPY #安全資産 >

- ・25日の海外市場は引き続き強いリスクオフ。欧州で新型肺炎の感染が拡大しているほか、米疾病対策センターが米国内における感染拡大に警戒感を示したことで、景気の下振れリスクが意識された。サプライチェーンの乱れに伴う米国企業の業績下振れ懸念も台頭。S&P500は▲3.0%の下落。VIXは21.92とへと節目の20超え。金は反落(1650.00ドル、▲26.60ドル)も、WTIは50ドル割れ(49.90ドル、▲1.53ドル)。
- ・株価急落の要因は、新型肺炎に関する懸念もさることながら、それ以前の割高感がベースにあるだろう。当レポートで複数回指摘してきたとおり、過去数カ月の米国株は製造業サーベイとの比較で過熱感が際立っており、いつ調整が起きても不思議ではない状況にあった。ISM製造業、製造業PMIとS&P500を同じグラフに描けば一目瞭然。ファンダメンタルズでは説明が難しい水準に上昇していた。その反動と考えるのが自然に思える。
- ・かなり機械的な計算ではあるが、現在の製造業サーベイ(ISMとPMIの平均値を用い2005年以降のデータで回帰)に整合的なS&P500の株価水準を試算したところ2850pt程度となり、更に10%程度の下落余地が示唆された。2018年12月のようなパニック的な売りが膨らんだ場合の下値目途として意識しておきたい。



- ・24-25日のリスクオフで注目すべきはJPYの動向。2018年春以降、USD/JPYの変動が極めて限定的となるなか、最近では安全資産としての性格が失われたとの見方もある。直近では、グローバルリスクオフ発生前の2月20日にUSD/JPYが112を超えたことで、いよいよリスクオフのJPY売りが始まったとの声も聞かれた（その時点の日本の新型肺炎感染者数が中国に次いで多かった）。しかしながら、この2日間の動きをみる限り、やはりJPYは安全資産としての性格を有している。
- ・もっとも、①2000年代半ばに比べて内外金利差が大幅に縮小しているうえ、②JPYの特異性が薄れたことで、かつてと比べJPYの変動は小さくなっている。①については、当時はJPYがほぼ唯一の低金利通貨であったことから、JPYを調達通貨とするキャリートレード全盛の時代であった。先進国通貨とのペアで年率5%程度の内外金利差が存在したため、JPYは金利（見通し）の変動に敏感に反応した。しかしながら、今や先進国通貨で最も金利の高いUSDのポジションを積み増したところで、せいぜい年率1%台半ば程度の金利差しか得られない。金利差狙いの取引が縮小したことで、金利の変動に対する反応が鈍化したと考えられる。
- ・②は2014年のユーロ圏マイナス金利導入が関係している。これは、日本と似た構図のファンダメンタルズ、すなわち「経常黒字・マイナス金利・デフインフレ」という調達通貨の条件を兼ね備える通貨が誕生したことを意味する。これによってJPYの特異性が薄れ、その結果として逃避需要が高まる場面でJPYに買いが集中する度合いが薄れた、と理解することができる。

#### 【株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は米株安に追従して安く寄り付いたものの、2%未満の下落に踏み留まっている（10:00）。日経平均は22300を割れた。

#### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は大幅続落。新型肺炎に対する懸念が台頭。WTI原油は49.90<sup>F</sup>（▲1.53<sup>F</sup>）。
- ・前日のG10通貨はJPYとEURが買われる反面、USDはやや売り優勢。リスクオフの流れが強まると調達通貨の買戻しが優勢。USD/JPYは110近傍まで水準を切り下げ、EUR/USDは1.08後半へと上昇。
- ・前日の米10年金利は1.342%（▲2.8bp）で引け。米国株下落を横目に連日の金利低下。30年金利は1.821%（▲1.4bp）。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.514%、▲3.1bp）、フランスが金利低下。イタリア、スペインが金利上昇。

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。