

Market Flash

2020年11月5日(木)

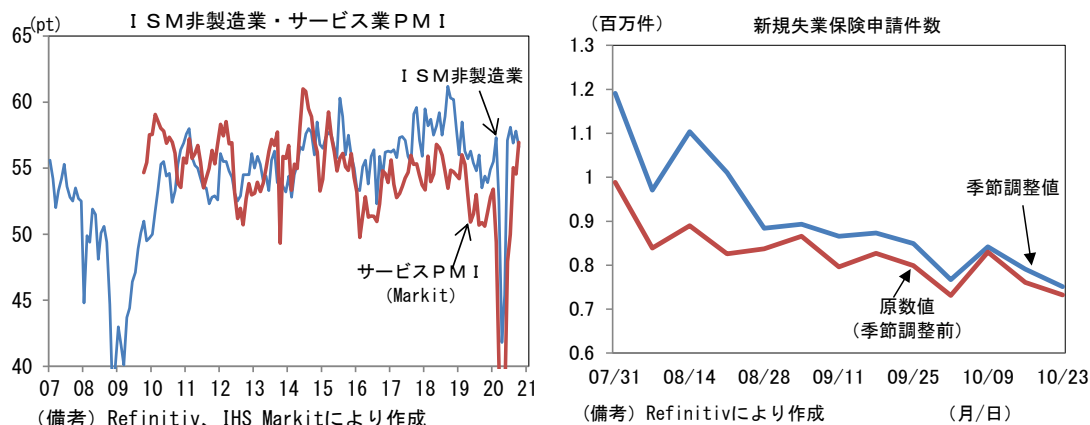
日本株 高水準維持を想定 ポイントは在庫の軽さ

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)

- ・日経平均は先行き12ヶ月 24,000 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はゼロ金利下で資産購入を継続するだろう。

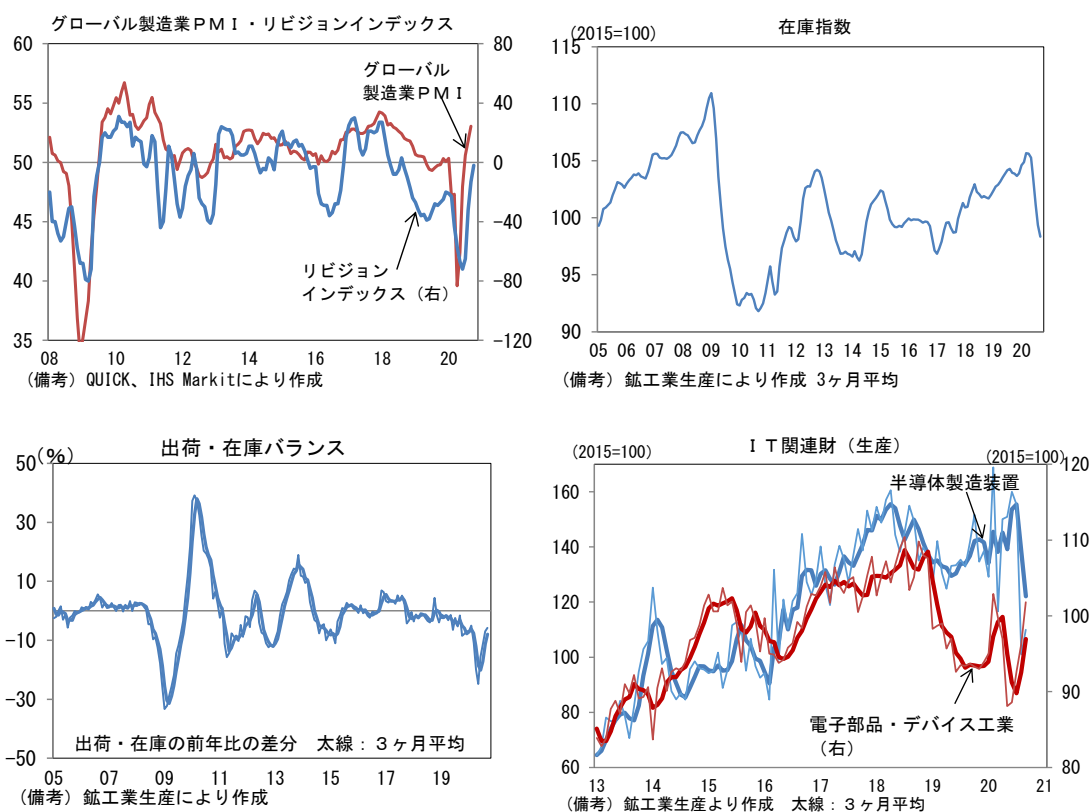
< # I S M非製造業 # 大統領選 # 本邦企業収益 # 株価見通し >

・前日の米国株は上昇。NYダウは+1.3%、S&P500は+2.2%、NASDAQは+3.9%で引け。大統領選通過に伴う不透明感後退、長期金利低下、議会のねじれ残存による増税、規制強化懸念の後退など複合的要因から幅広い銘柄に買いが入った。現時点で選挙結果は判明していない。またトランプ大統領が訴訟する可能性も含めて今後の情勢は流動的である。ただし、報道等を基に金融市場は「バイデン大統領・上院共和党・下院民主党」の組み合わせを織り込んでいると思われる。4日の株価上昇要因を整理するのは難解だが、強いて言うなら共和党が上院多数を維持したとみられることで、バイデン氏（および民主党）の掲げる増税、規制強化が実施されにくいとの見方が生じた可能性が指摘できる。ただし、大規模経済対策の実施が難しくなったにもかかわらず株価が上昇したことの説明はつかず、やや期待先行の感は否めない。VIXは29.6へと急低下。社債市場はIG債（投資適格）、HY債（投機的格付）が共に堅調。経済指標は10月ISM非製造業景況指数が56.6へと9月から1.2pt低下。事業活動（63.0→61.2）、新規受注（61.5→58.8）が高水準から小幅に低下したほか、雇用（51.8→50.1）も50近傍へと水準を切り下げた。その反面、入荷遅延（54.9→56.2）はヘッドラインの押し上げに寄与。コロナ感染状況の悪化によって対面サービス業の苦戦は続くものの、大きく見れば経済活動は持ち直しており、ヘッドラインは2019年平均の55.5を依然上回っている。類似指標の10月サービス業PMIは56.9へと速報値から0.9pt上方修正され、9月から2.3pt改善。雇用（55.1→53.4）、受注残（53.8→51.0）が50超を維持したほか、新規受注（55.0→55.6）が伸び、将来見通し（56.5→70.5）は約2年半ぶりの高水準に到達。経済活動再開の進捗を強く示唆する結果であった。その他では10月ADP雇用統計が前月比+36.5万人へと減速（9月は+75.3万人）。10月のBLS雇用統計の市場予想である+60.0万人を下回った。もっとも関連指標の新規失業保険申請件数はこのところ減少基調を強めており強弱区々である。

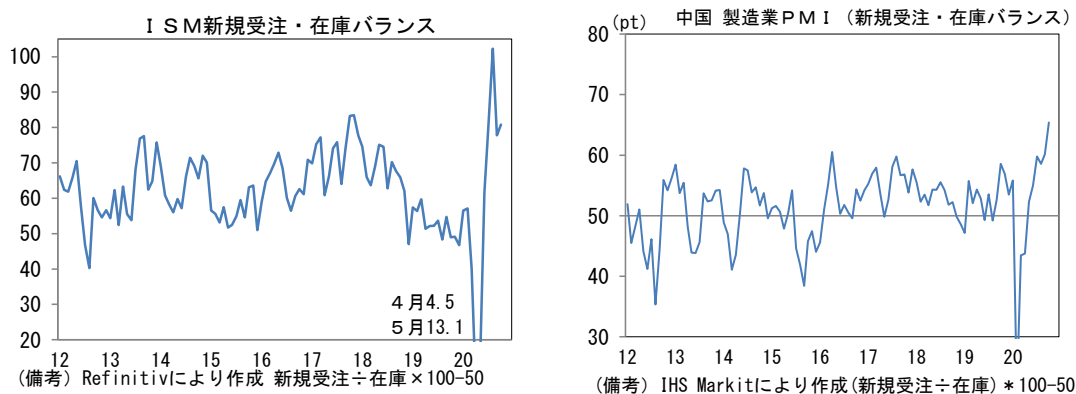


- ・米金利カーブはブル・フラット化。2年は0.145%（▲2.2bp）、10年は0.763%（▲13.6bp）、30年は1.541%（▲13.9bp）で引け。予想インフレ率（10年BEI）は1.647%（▲8.9bp）へと低下。共和党が上院過半数を維持するとの判断から、バイデン民主党の掲げる大規模経済対策の発動が難しくなったとの見方が生じた模様。為替（G10通貨）はUSDがほぼ全面安。USD/JPYは日本時間11時頃にトランプ氏優勢が伝わり105を回復した後、夕刻以降にバイデン氏の優勢を伝える報道が増えると104半ばへと小幅に下落。EUR/USDは1.16前半へと低下した後、1.17前半へと上昇。コモディティはWTI原油が39.2ドル（+1.5ドル）へと上昇し、銅も6837.5ドル（+21.5ドル）へと上昇。金は1896.2ドル（▲14.2ドル）へと低下した。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。
- ・本稿執筆時点（5日日本時間午前9時）で米大統領選の結果は判明していない。
- ・本日のFOMCは金融政策の現状維持が見込まれる。9月FOMCでアベレージ・インフレーターゲットに整合的なフォワードガイダンスを導入し、長期にわたるゼロ金利維持の方針を示していることもあり追加的な調整をする理由に乏しい。また大統領選の結果が判明しない以上、拡張的財政政策に起因する金利上昇圧力をどう封じ込めるか議論する必要性もない。長期国債買入のデュレーション長期化は見送られる公算が高い（既に大規模経済対策発動の可能性は低下しているが・・・）。
- ・日経平均の12ヶ月見通しを24000円へと引き上げる（従来22000円）。むろん、今後のコロナ感染状況や米国政治の帰趨次第であるが、現時点で日本、米国、中国経済は回復経路を逸脱しておらず、正常化に近づいている。そうした下で本邦企業収益の回復が見込めると判断した。既にプラス圏近傍へと浮上しているリビジョンインデックスはグローバル製造業PMIが50超を維持する下で水準を切り上げることが期待される。
- ・企業収益のリバウンドを見込む理由の一つは、在庫調整が過去の景気後退局面に比べて早いペースで進捗していること。通常景気後退局面では需要減少に対して生産調整が追い付かず、在庫水準は急上昇する傾向にあるが、今回は即座に急ブレーキをかけたことで不良在庫の発生を抑制できた模様である。日本の鉱工業生産統計をみるとリーマンショック時のような在庫増加は観察されておらず、過去数ヶ月は低下傾向にある。出荷と在庫の前年比差分をとったバランスはコロナ禍前の水準を回復しており、需要回復が生産増加に結び付き易い状況にあると言える。世界的

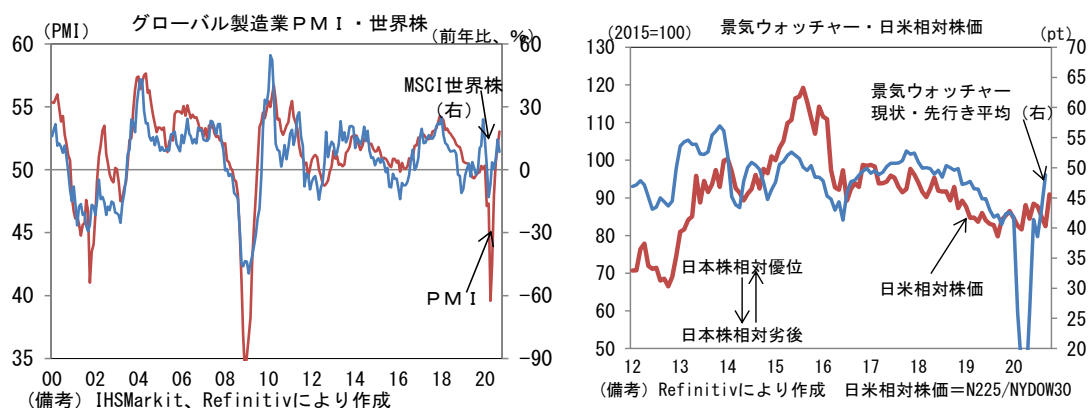
に自動車販売が回復していることに加え、株式市場と関連の深い I T 関連財は 5 G 関連需要が見込まれる。こうした下で製造業を中心に企業収益は好転が期待される。



- ・こうした在庫の軽さは日本に限らない。米国の I S M 製造業や中国の製造業 PMI では新規受注・在庫バランスが著しい上昇基調にあり、将来見通し (指数) も高水準にある。米国ではフィラデルフィア連銀とニューヨーク連銀製造業景況指数の将来見通し項目が異例の高水準に到達し、企業の楽観姿勢も示されている。グローバル製造業 PMI は50超を維持し、世界的に株価が上昇基調を維持すると期待される。



- ・その点、日本では日銀短観など企業景況感調査は冴えないが、9月の景気ウォッチャー調査が大幅に改善するなど前向きな動きもみられている。この指標が改善基調にある局面で日本株が米国株をアウトパフォームする傾向があることを踏まえると、仮に米国株が急落しても日経平均は耐性を示すことが期待される。2018-19年にかけては消費増税に対する懸念などから景気ウォッチャー調査が下向きのカーブを描き、日本株はそれに沿って相対劣後してきたが、過去数ヵ月は双方とも上向き基調にある。欧州におけるコロナ感染状況、米国の政策不透明感、日本国内の消費停滞といったダウンサイドリスクは多く、またコロナ禍前との比較で株価は割高気味であるが、やや長い目でみれば株式市場は底堅さを保つだろう。



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。

