

Market Flash

2021年1月6日(水)

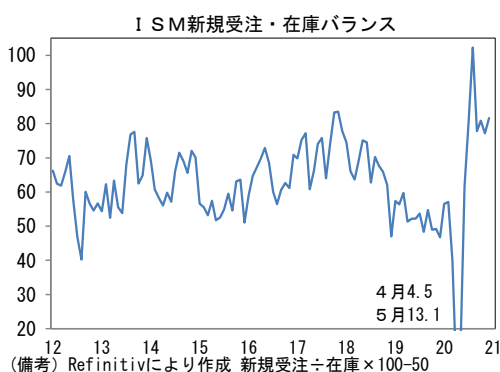
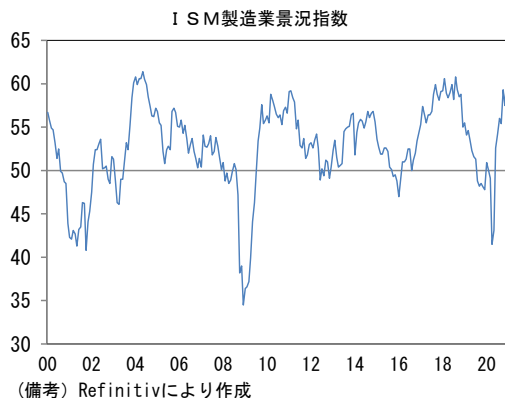
細かすぎて伝わらない 2021 年のポイント

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 26,000 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。

< #2021 年のリスク #細かすぎて伝わらない #季節調整 #前年の裏 #需要先食い >

- ・前日の米国株は上昇。NYダウは+0.6%、S&P500は+0.7%、NASDAQは+1.0%で引け。ジョージア州の決算投票を控え様子見姿勢が強まるなか、ISM製造業の予想比上振れが好感された。VIXは25.3へと低下。社債市場はIG債（投資適格）、HY債（投機的格付）が共に概ね横ばい。経済指標は12月ISM製造業景況指数が60.7へと予想外に改善。新規受注（65.1→67.9）、生産（60.8→64.8）、雇用（48.4→51.5）が揃って改善したほか、サプライヤー納期（61.7→67.6）と在庫（51.2→51.6）も押し上げに寄与。サプライヤー納期を除いてヘッドラインを再作成しても59.0と強く、コロナ感染状況の悪化にもかかわらず、生産活動が加速していることを示唆。新規受注・在庫バランスも異例の高水準を維持した。



- ・米金利カーブはベア・スティープ化。2年は0.121%(+0.8bp)、10年は0.955%(+4.2bp)、30年は1.708%(+5.3bp)で引け。予想インフレ率(10年BEI)は2.029%(+2.0bp)へと上昇し節目の2%を明確に突破。為替(G10通貨)はUSDが全面安。USD/JPYは102後半へと水準を切り下げ、EUR/USDは1.23近傍へと上昇。コモディティはWTI原油が49.8ドル(+2.2ドル)へと上昇、銅は8002.0ドル(+141.5ドル)へと大幅上昇。金は1953.7ドル(+7.1ドル)へと上昇。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。前日に一時20%程度下落したビットコイン

ンは反発し下落の大半を取り戻した。

- ・年末年始は仰天予想、5大リスクなどが話題になる。対して当レポートでは地味でありながらも重要な点に注目する。
- ・季節調整の難しさ。2020年はコロナ禍によって例年観察される季節パターンが大きく崩れた。これは2021年以降の統計を攪乱する。まず季節パターンとは何か。典型例として「百貨店売り上げは通常時において〇月が多く〇月が少ない」、「年度末に失業が多く発生する」、「夏休み期間やゴールデンウィークに製造業の工場が停止する」、「中華圏の春節に生産活動が減少する」といったものがある。こうした季節的な変動要因を除去し、前月比での比較を可能にするための数値が季節調整値である。
- ・2020年は世界的に3月～5月にかけて経済活動が大幅に縮小した後、コロナ感染状況の緩和を受け、夏から秋は強くリバウンドした。言うまでもなく、コロナ禍で生じた経済活動の落ち込みとリバウンドは、通常季節パターンとの関係が希薄である。ここで生じる問題は季節調整値作成にあたって、こうした動きが新たな季節要因と認識されてしまうこと。そうなると今後の季節調整値は3～5月が実勢より強め、夏場から秋は実勢より弱めにでる。既に一部の統計では異常値処理を施すことで、ある程度影響を緩和しているが、こうしたテクニカル要因が人々の景気認識に悪影響を与える可能性はある。
- ・原数値の前年比伸び率も攪乱される。いわゆるベースエフェクト、“前年の裏“である。たとえば、鉱工業生産が2020年12月の原数値と同レベルで推移した場合、3～5月は前年比伸び率が急拡大し、その後は縮小傾向を辿る。むろん、ベースエフェクトによって誇張された伸び率の変動は本質的ではない。ただし、金融市場で材料視される可能性はあり、場合によっては政策当局者の景気認識にも影響を与える可能性がある。企業業績にも同じことが言えるので株価に与える影響も注意したい。
- ・需要先食い。2020年は移動や対面を伴うサービス業の活動が制限されたため、本来それらに使われるはずだったおカネの一部が財消費にシフトした。また政府からの給付金も財消費に回った。日本では家電量販店、ホームセンター、家具店の売上が好調に推移し、消費意欲が旺盛な米国や中国では住宅、自動車の売上也好調であった。実際、12月の米名目個人消費は1月との比較でサービス消費が▲5.8%と不振も、非耐久財は+3.1%、耐久財は+12.1%と明暗が鮮明であった。ここで注意が必要なのは、財消費（特に耐久財）は需要先食いの可能性があること。リーマンショック後の日本における家電がそうであったように何らかの要因で消費のトレンドが上振れた場合、その後は反動が待っている。2020年にサービス消費の代替で前倒し購入された財消費は、今後反動に見舞われる可能性があり、その場合、現在すこぶる好調な製造業の業況が悪化する可能性がある。

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。

