

# Market Flash

2021年2月1日(月)

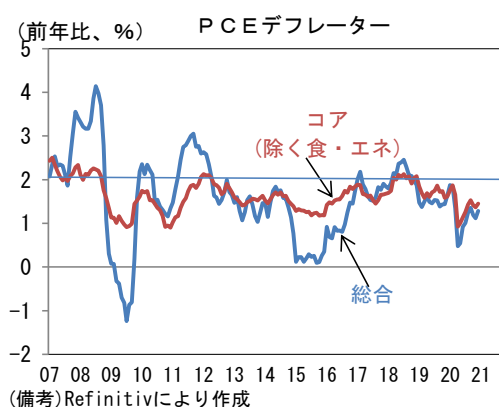
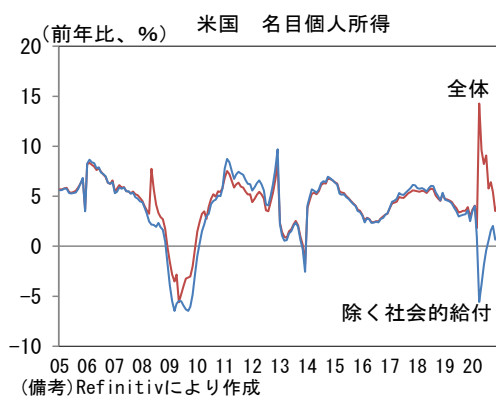
## 高PERから軟着陸する条件 ～失業率の急低下にも要注意～

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)

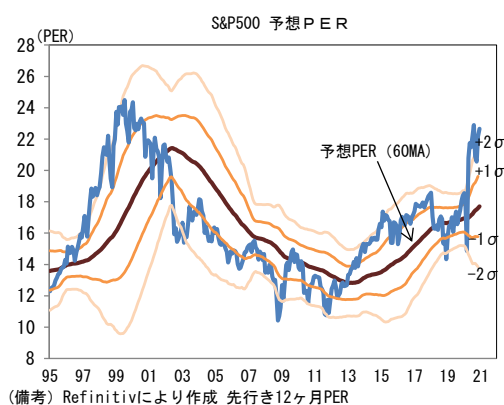
- ・日経平均は先行き12ヶ月28,000程度で推移するだろう。
- ・USD/JPYは先行き12ヶ月105程度で推移するだろう。
- ・日銀は、現在のYCCを長期にわたって維持するだろう。
- ・FEDは、2021年は現在のペースで資産購入を継続するだろう。

### <#イールドスプレッド#長期金利#PER>

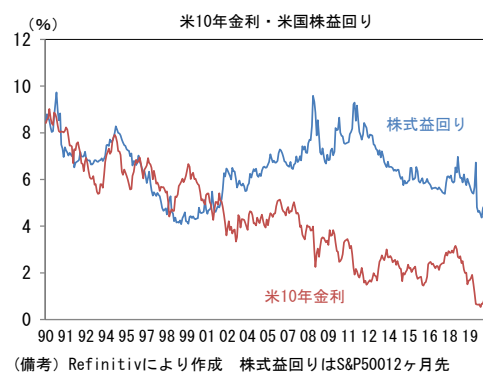
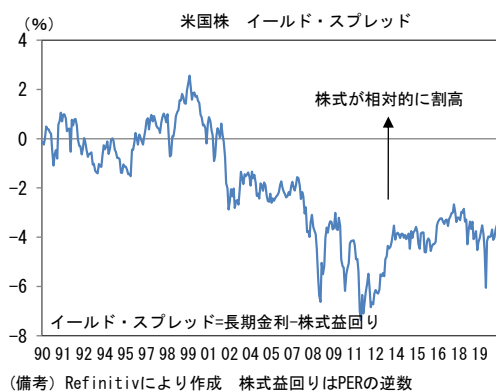
・前日の米国株は下落。NYダウは▲2.0%、S&P500は▲1.9%、NASDAQは▲2.0%で引け。個別株の乱高下が続くなか、予想比堅調な決算を横目に利益確定売りが優勢。VIXは33.1へと上昇。社債市場はIG債（投資適格）、HY債（投機的格付）が共に軟調。経済指標は12月米名目個人消費支出が前月比▲0.2%と2ヶ月連続減少。サービス消費は前月比+0.1%と小幅増加も、耐久財消費が▲1.0%と弱かった。他方、名目個人個人所得は前月比+0.6%と3ヶ月ぶりに増加。レジャー・ホスピタリティ（宿泊・飲食業）以外の業種における雇用環境改善を受けて賃金が前月比+0.5%となったほか、失業保険給付の増加を背景に社会的給付が+2.3%となった。マクロの家計所得は前年比+4.1%とパンデミック発生前のレンジ上限近辺で推移している。PCEコアデフレーターは前月比+0.3%と予想外に高い伸びを示し、前年比では+1.5%へと加速した。その他では12月中古住宅販売成約指数は前月比▲0.3%と3ヶ月連続減少も、前年比では+22.8%と好調持続。



- 米金利カーブはツイスト・スティープ化。2年は0.109% (▲0.8bp)、10年は1.066% (+2.1bp)、30年は1.829% (+2.5bp) で引け。予想インフレ率は2.102% (▲0.7bp) へと低下。為替 (G10通貨) はUSDの強さが中位程度。JPYが弱く、EURは小幅に上昇。USD/JPYは104後半へと水準を切り上げ、EUR/USDは1.21前半で一進一退。コモディティはWT I原油が52.2<sup>ドル</sup> (▲0.1<sup>ドル</sup>) と概ね横ばい、銅は7856.0<sup>ドル</sup> (▲17.0<sup>ドル</sup>) へと小幅下落、金は1847.3<sup>ドル</sup> (+9.4<sup>ドル</sup>) へと上昇した。安全資産「金」と景気の強さを反映する「銅」の相対価格 (銅/金) は低下。ビットコインは反発基調。
- 一般的に「良い金利上昇」といえば、株高と併存するものを指す。そうなる条件としては、金利上昇により国債が相対的に割安となるも、それ以上に業績 (配当) 拡大期待が膨らむことが必要となる。或いは「株式の理論価値を下落させない」ことを条件にすることもできる。長期金利、すなわちリスクフリーレートの上昇は、割引率 (分母) に上昇圧力をかけるため、業績 (分子) が一定なら理論価値を下落させる。ただし、業績拡大期待がそれを凌駕すれば、株価は上昇することになる。こうした状態での金利上昇は大きな問題にならない。
- 2021年に市場関係者が最も警戒しているのはFEDのテーパリング観測であろう。ワクチン接種の進展等によって期待どおり経済が正常化に向かう際、FEDのテーパリング観測によって長期金利に上昇圧力がかかり、株式に逆風となる展開だ。一般的に高PERの株式は金利上昇に脆弱なため、投資家は金利上昇要因に敏感になる。
- 米国株のPERはITバブル期より僅かに低いとはいえ、長期平均 (60ヶ月) からの乖離は2標準偏差を超えており、PERをみる限り現在の米国株はかなり割高な状態にある。もっとも、イールドスプレッド (長期金利から株式益回りを引いたもの) でみれば、現在の米国株は過去数年のレンジ内であり、ITバブル期とは比較にならないほど割高感が薄れる。「PERでみると割高、イールドスプレッドでみるとそれほどでもない」といった構図にあるのは、長期金利の低下によるところが大きい。



- こうした高PERから軟着陸するには、長期金利の低位安定、或いは極めて緩やかな上昇が絶対的条件になる。2013年5月のテーパー・タントラムなど長期金利の急上昇が起きた場合、それは「良い金利上昇」にならない可能性が極めて高い。そうした点において「失業率の急低下」などFRBの政策変更を俄かに意識させ得る材料に注意したい。



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。

