

グローバル・マーケット・レター

金融市場部

エコノミック・データ

日付	経済指標	内容	予想比／前回比	
2/15 (月)	日：GDP 成長率(10-12 月期) ユーロ：鉱工業生産(12 月)	前期比年率 12.7% 前月比▲1.6%	↑ ↓	↓ ↓
2/16 (火)	独：ZEW 景況感調査(2 月) 米：NY 連銀製造業景気指数(2 月)	71.2 12.1	↑ ↑	↑ ↑
2/17 (水)	日：コア機械受注(12 月) 米：小売売上高(1 月)	前月比 5.2% 前月比 5.3%	↑ ↑	↑ ↑
2/18 (木)	ユーロ：消費者信頼感(2 月) 米：新規失業保険申請件数(週次)	▲14.8 86.1 万件	↑ ↑	↑ ↑
2/19 (金)	日：消費者物価指数(1 月) 米：総合購買担当者指数 (2 月)	前年比▲0.6% 58.8	↑	↑ ↑

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

1月の小売売上高は追加経済対策に伴う600ドルの現金給付の効果もあり前月比5.3%と大幅改善。また1月の輸出・輸入物価は共に大幅上昇となるなど、消費回復に伴い物価上昇圧力も強まりつつある。一方で新規失業保険申請件数は4週間ぶりの高水準となり、好調な企業業績や消費活動にもかかわらず雇用関連はなかなか改善しない。今後は緩和方向の金融政策とバイデン政権のコロナ後を睨んだ経済政策とのバランスが景気を左右する展開になろう。

・欧州

ユーロ圏12月の鉱工業生産は域内のロックダウンの影響もあり3ヶ月ぶりのマイナス成長。しかし、足元で進むコロナワクチン接種とピークを打った感染者数推移を反映し、独2月のZEW景況感調査やユーロ圏2月の消費者信頼感などは改善、市場心理は回復基調。企業サイドにおいてもユーロ圏2月の購買担当者指数が改善するなど景気の先行きに自信を深めつつあり、欧州景気の回復が期待される。

・日本

10-12月期のGDP成長率は年率12.7%と前期の22.7%から減速したものの依然として高水準で、GDPはコロナ禍のボトムから9割回復した。GoToキャンペーンの効果で個人消費が貢献した形だが、足元1-3月期は緊急事態宣言の再発令もあり再びマイナス成長が予想される。企業収益は製造業中心にコロナ後に向けた需要回復の波をとらえ上方修正が相次ぐ一方、1月の消費者物価指数は相変わらずの前年比マイナスにとどまり、市場がインフレ警戒を強める欧米などとは物価動向に関し一線を画す。

世界株式

	直近値(2/19)	先週比%	年初来%	
			現地通貨ベース	円貨ベース
(北・南米)				
ダウ工業株	31,494.32	0.1 %	2.9 %	5.0 %
S&P500種	3,906.71	- 0.7 %	4.0 %	6.2 %
ボベスパ	118,430.50	- 0.8 %	- 0.5 %	- 2.7 %
(欧州)				
1-0・ストックス50	3,713.46	0.5 %	4.5 %	5.8 %
FT	6,624.02	0.5 %	2.5 %	7.5 %
DAX	13,993.23	- 0.4 %	2.0 %	2.8 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	30,017.92	1.7 %	9.4 %	9.4 %
上海総合	3,696.17	1.1 %	6.4 %	9.8 %
ASX200	6,793.79	- 0.2 %	3.1 %	7.7 %
SENSEX	50,889.76	- 1.3 %	6.6 %	9.4 %

出所 (Bloomberg)

・欧州

コロナ感染の再拡大や伊政局の混乱などの影響もあり欧州株は日米株に比べ上昇が遅れ気味だったが、ワクチン実用化やドラギ前ECB総裁が伊で幅広い支持のもと新政権をスタートするなど状況は好転しつつある。中国を中心とした世界経済の回復を背景に製造業はすでに堅調だが、ここに来てユーロ圏2月の消費者信頼感指数は改善、消費関連にも回復の動きが見られることから欧州株には見直し買いが期待される。

世界債券

債券利回り(2/19)	2年債	5年債	10年債	先週比 (10年債)
米国	0.111	0.577	1.341	0.128
英国	- 0.011	0.199	0.698	0.181
フランス	- 0.613	- 0.519	- 0.057	0.141
ドイツ	- 0.681	- 0.608	- 0.305	0.123
イタリア	- 0.339	0.041	0.624	0.146
スペイン	- 0.465	- 0.220	0.355	0.197
日本	- 0.105	- 0.074	0.109	0.041
オーストラリア	0.130	0.672	1.437	0.213

(%)

出所 (Bloomberg)

・米国

1月の輸入物価は前月比1.4%と9年ぶりの上昇、輸出物価も同2.5%と統計開始以来最大の上昇となった。足元の物価上昇に加え、バイデン政権による財政支出拡大路線は先行きのインフレ懸念へと結びついており、BEI(先行き期待インフレ率)は10年間で年率2.2%の上昇を織り込み、10年金利は約1年ぶりに1.3%に乗せた。一方でFOMC議事要旨では、雇用・インフレの現状は目標からほど遠い状態にあり当面現在の金融政策を継続するとしており、結果としてイールドカーブのスティープニングが続こう。



為替

(ドル・円 週足チャート)



(ユーロ・円 週足チャート)



(豪ドル・円 週足チャート)



(ブラジルリアル・円 週足チャート)



出所 (Bloomberg)

・豪州

1月の雇用統計では雇用者数は前月比2.9万人増と12月の5万人増からやや減速したものの、失業率は6.4%と12月から0.2%の改善となり、雇用の回復は継続している。1月の小売売上高も前月比0.6%とロックダウンの影響で予想は下回ったものの、12月の▲4.1%からプラス転換、コロナワクチン実用化で欧米同様に消費活動は回復している。世界的な景気回復期待とそれに伴う資源高から豪州株は堅調、先行きの物価上昇予想から長期金利も上昇しており、豪ドルは上昇基調が続こう。

今週の予定

- 2月22日(月) 独：IFO企業景況感指数(2月)、米：景気先行指標(1月)
- 2月23日(火) 英：失業率(12月)、米：リッチモンド連銀製造業指数(2月)
- 2月24日(水) 独：GDP成長率改定値(10-12月期)、米：新築住宅販売件数(1月)
- 2月25日(木) ユーロ：経済信頼感(2月)、米：GDP成長率改定値(10-12月期)
- 2月26日(金) 日：鉱工業生産(1月)、米：個人消費支出(1月)

今週のトピック—コロナ禍の株高はバブルか

現状のコロナ禍の下、経済活動の状況は正常化には程遠いにもかかわらず世界中で株価が上昇しており、一部にはバブルを警戒する声がある。ここで今の株高はバブルなのかを考えてみよう。

まずビスマルク（独の鉄血宰相）による「賢者は歴史に学ぶ」との言葉に従い、過去のパンデミックに類する局面での株価の動きを見ると、表1のようになる。

表1. 過去のパンデミック 出所(IMF,Bloomberg)

パンデミック	発生年	株価動向
スペイン風邪	1918年	NYダウがその後10年で約4倍
香港風邪	1968年	ハンセン指数がその後6年間で約30倍
SARS	2003年	上海総合指数がその後3年間で約3倍
新型インフルエンザ	2009年	リーマンショックと重なったため観測困難

表1を見ると過去のパンデミック後の株価は3~10年程度で大きく上昇しており、その理由としてはパンデミックが人々の予想より早く収束したのに対し、財政出動などによる景気浮揚効果はその後数年にわたり継続したことが挙げられる。恐らく足元の株高も過去のパンデミック後と同様の思惑により形成されていると考えられる。これまでにコロナ対策として世界で14兆ドルと世界の総GDP(93兆ドル)に対して約15%に達する大規模な景気対策の実施が既に決まっている。株価はGDPの動きに連動するとすれば、今後新型コロナが収束に向かい正常な経済状態に戻る段階では、世界の株価がコロナ禍前の1.15倍になる計算になる。国別の景気対策を見てみると、米国はバイデン政権が検討中の1.9兆ドルを加えると総額6兆ドルとGDPの30%と最大、続いて日本の2兆ドル(GDPの40%)、ドイツの1.5兆ドル(同40%)、中国0.9兆ドル(同7%)の順となる。ここでこれらの景気対策の効果を反映した各国の株価水準を推定（具体的には、GDPと株式時価総額の弾性値を1として、これらの対GDP比に各国の潜在成長率を加えコロナ禍前の2019年9月の株価インデックスに乗じることで算出）したのが表2。

表2. 各国の景気対策と株価 出所(IMF,Bloomberg)

	① 2019年9月	② 潜在成長率	③ 景気対策	④ ①×(②+③)	⑤ 2021年2月	⑥ ⑤÷④
日経225	21,756	1%	40%	30,676	30,200	0.98
S&P500	2,977	2%	30%	3,929	3,932	1.00
独DAX	12,428	1%	40%	17,523	14,064	0.80
上海総合	2,905	6%	7%	3,283	3,635	1.11

これを見ると日米の株価は景気対策を考慮すると妥当なレベルまで上昇しているものの、バブルと言えるほどではないようだ。ドイツの株価は景気対策を織込んだ数値に対し0.8倍の水準に留まっており、今後EUによる景気対策が加わることを考慮すると割安とも言える。一方、中国は景気対策がGDP比少額であったにもかかわらず、生産活動をいち早く再開し世界需要の取り込みに成功したことで株価も上昇し1.11倍とやや割高な水準。今後各国の経済活動が正常化した場合には需要喪失により株価調整が起こる可能性はあろう。

今回、景気対策の規模から各国の妥当と考えられる株価水準を推定してみたところバブルとは言えないように見えるが、バブルは弾けてみないと判らないとも言われており警戒感は持ち続けたい。

担当 清水



【免責事項】

本書は、あおぞら証券株式会社（以下「当社」という。）が、当社及び株式会社あおぞら銀行（以下「あおぞら銀行」という。）のお客さまへ投資の参考となる情報提供を目的に作成したものであり、金融商品に係る取引を勧誘するものではありません。

本書は、当社が、公表されたデータ等又は信頼できると判断した情報に基づいて作成しており、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、当社は、あおぞら銀行その他当社の関係会社（以下「あおぞら銀行等」という。）と独立した立場で本書を作成しており、あおぞら銀行等からお客さまへ提供される他の情報・資料等と分析・見通し・予測・見解等が相違する場合があります。また、本書に記載された見解等の内容のすべては作成時点のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。

投資に際しては、取引の内容及びリスク等を十分にご理解の上、お客さまご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

本書の一部又は全部を無断で複製、送信又は配布等行わないようお願いいたします。

当社及び当社の関係会社は、本書に記載された金融商品についてポジションを保有している場合があります。今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社及び当社の関係会社は、本書に記載された会社に対し、引受等の投資銀行業務、その他のサービスを提供し、かかる同サービスの勧誘を行うことがあります。

【金融商品取引法に係る重要事項】

手数料等について

当社との取引にあたっては、各金融商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。外貨建ての金融商品等の場合、円貨と外貨、又は異なる通貨間で交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向に応じて当社が決定した為替レートによるものといたします。

リスク等について

当社が取扱う各金融商品には、株式相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の変動等や、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品、カバードワラント等（以下「裏付け資産」といいます。）の価格や評価額の変動に伴い、金融商品等の価格が変動することにより損失が生ずるおそれがあります。また、発行者又は保証会社等の業務や財産の状況に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者又は保証会社等の業務や財産の状況の変化が生じた場合、金融商品等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

上記の手数料等およびリスク等は、金融商品ごとに異なりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目論見書、又はお客さま向け資料等をよくお読みください。なお、詳細については、当社担当営業員までお問い合わせください。

商号等：あおぞら証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1764号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会