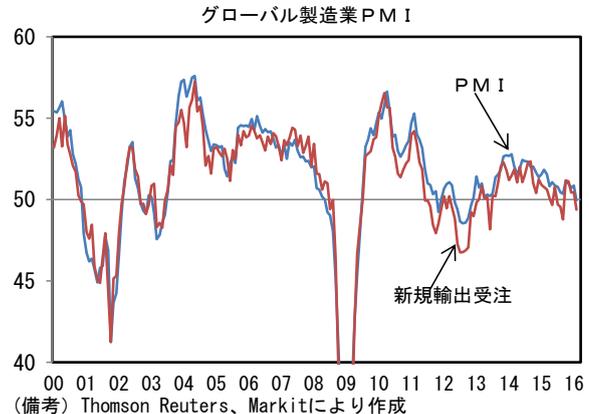
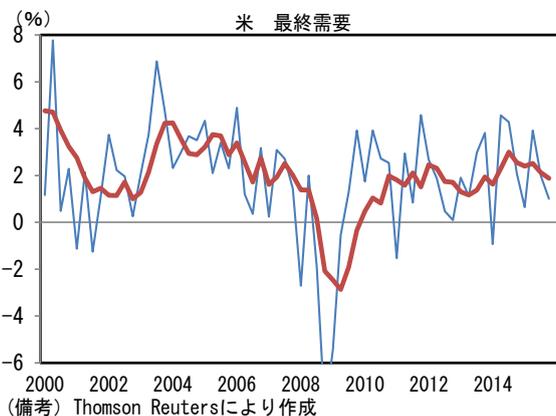


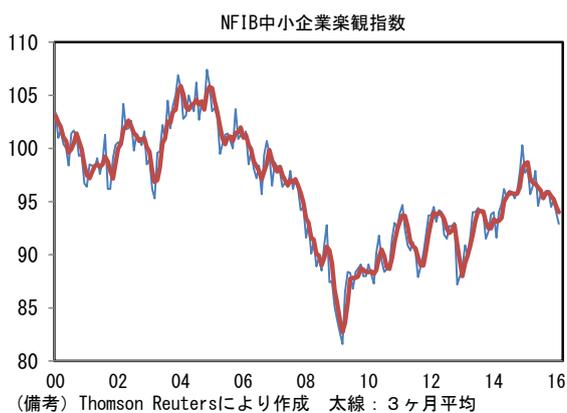
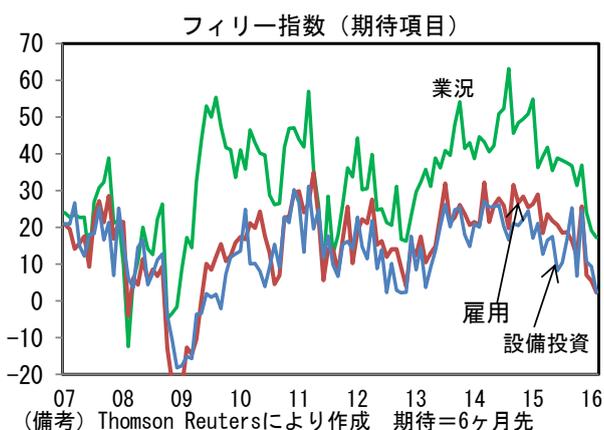
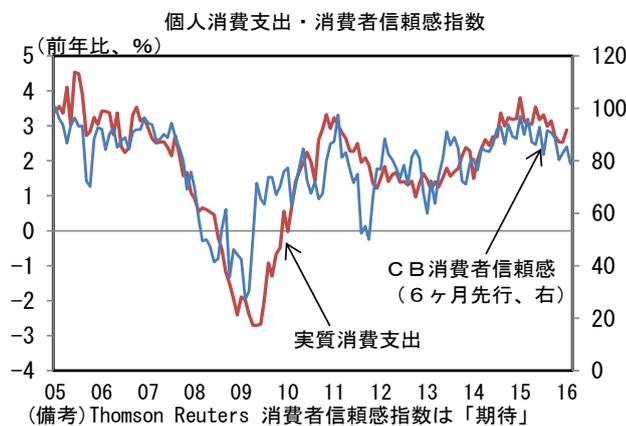
2013年から2015年央までは米経済が3%近い成長軌道を辿るなか、債務問題に一定の区切りをつけた欧州経済がプラス成長に回帰、日本経済も消費増税前までは潜在成長率を上回る成長を達成するなど、先進国経済の足取りは順調だった。その間、新興国不安が熾り金融市場が混乱する場面に遭遇しても、それは好調な先進国経済によってすぐに封じ込められた。しかしながら、2015年後半以降は先進国経済の成長が鈍化するなか、中国をはじめとする新興国経済の不安が台頭、ドル高の負の影響も目立ち始めた。こうした傾向は長期化する可能性が高い。

金融市場を覆う暗雲は中国経済の減速懸念、原油安、クレジット市場の悪化、金融緩和の限界など様々だが、本質的には米経済、世界経済の回復力が弱まっていることが大きい。米経済の最終需要（実質GDP成長率から在庫寄与度を控除した数値）は2014年後半から鈍化傾向にあり、直近4四半期平均では年率+1.9%まで鈍化している。また、速報性に優れたグローバル製造業PMIで世界経済の成長軌道を確認するとヘッドラインは2月に50.0まで落ち込み、2012年11月以来となる分岐点割れが目前に迫っている。先行性のある新規輸出受注が一足先に50を割り込んでいることに鑑みると、向こう数ヶ月のダウンサイドリスクは大きい。



そうしたなかで警戒すべきはFEDの利上げ観測が再び高まることだ。投資家の楽観をサポートする世界経済の回復シナリオが崩れかけているなかで、利上げ観測が高まるとドル高（特に対資源・新興国）・原油安トレンドが復活し、米企業収益の圧迫とクレジット市場の悪化が惹起される。要するに2月のようなグローバルリスクオフが再来する可能性が高まるということだ。再度リスクオフに見舞われた際、投資家および企業経営者が中長期的な景況感を弱気に変更してしまうことが危惧される。既に2月のグローバルリスクを経験した後、金融市場の不安が一部で自己実現しているのが警戒体制を強化すべきだろう。具体的には、実質個人消費支出との連動性が認められるCB消費者信頼感指数の「先行き」が悪化基調を強めているほか、住宅市場の先行指標であるNAHB住宅市場指数が昨年10月のピークから7ptも低下。その他では、設備投資の先行指標として注目されているフィラデルフィア連銀景況感指数の「期待」項目が総崩れとなり、NFIB中小企業楽観指数も悪化基調が鮮明。これだけマインドが悪化すれば、ハードデータに波及すると考え

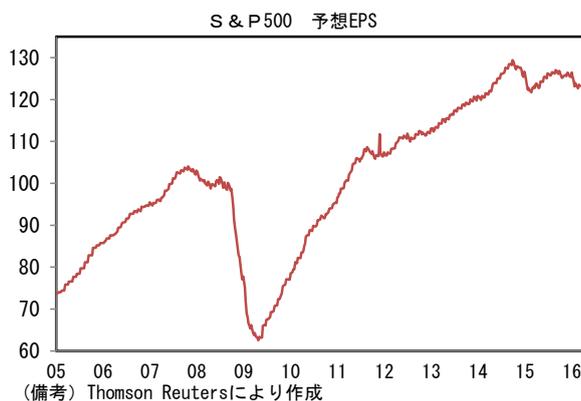
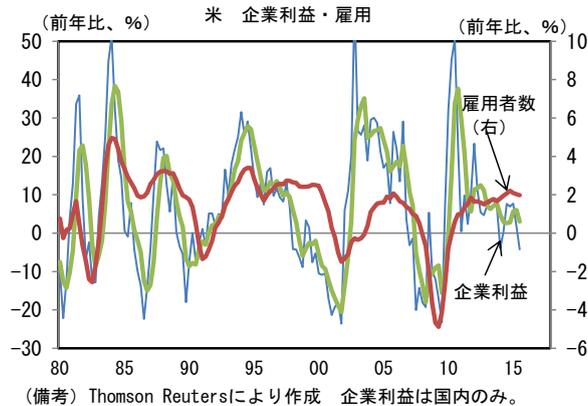
るのが自然だろう。「金融市場の混乱→マインド悪化→実体経済減速」という負のスパイラルが繰り返された場合、次のそれはかなり厳しいものになる筈だ。F E Dがハト派的なスタンスを維持し、金融市場の混乱を再発させないことが重要だ。



ブラジル、南ア、最近のメキシコのような通貨防衛的な利上げを除くと、米国は世界で唯一の金融引き締め国であり、それはUSDの上昇という形で評価されている。USDの名目実効為替レートは13年ぶりの高水準付近にあり、米経済の一人勝ちを象徴している。だが一方で、ここへきてさすがにドル高の負の影響も表面化してきた。ドル高が響き企業収益（SNAベース）は前年比で減益となり、アナリストの予想EPS（S&P500ベース）も下向きのカーブを描き始めている。このままドル高が進むようだと企業収益は一段と圧迫される公算が高い。反対にF E Dが利上げバイアスを弱めることでドル安に傾いた場合は米企業の収益が潤うことが期待される。企業収益が改善すれば、株価が上昇基調を取り戻すのはもちろん、雇用に対する不安も和らぐ。実際、企業収益と雇用の変動には一定の連動性があるが、最近の企業収益鈍

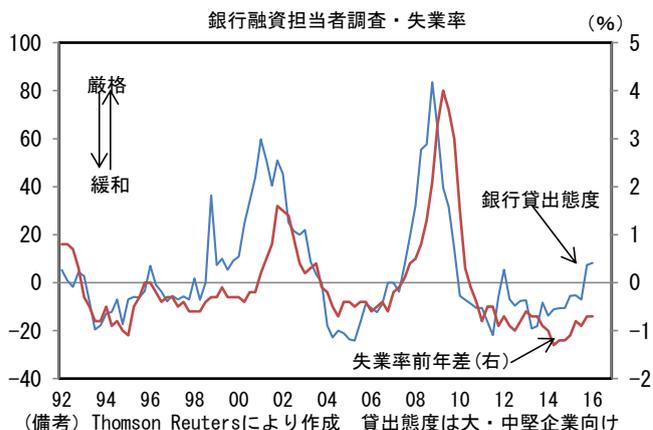
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

化は向こう数四半期の雇用増加ペースが減速することを示唆している。米雇用情勢の重要性を踏まえれば、ドル安による企業収益サポートが急務と言える。



以上を踏まえると、FEDの利上げ観測が高まるようだとリスクオフが想起され、株式は世界的に下落、為替は先進国マイナス金利通貨が上昇する一方、新興国通貨が下落、原油はじめコモディティも売りが再開し、HY債の下落が意識される。反対にFEDが米景気や新興国経済に慎重な姿勢を強め、利上げを休止（或いは将来のそれを強く示唆）した場合、投資家のリスク選好度が強まり、株価は世界的に底堅さを保ち、新興国通貨は持ち直し、先進国マイナス金利通貨はショートポジションが膨らむと予想される。

ただし、NYダウや日経平均が最高値を更新し、USD/JPYが125を超え、EUR/USDがパリティに達するような展開は見込みにくい。市場参加者が米景気拡大サイクルが終盤に差し掛かっていることを意識しているとみられるためだ。米景気は7年も拡大が続いており、失業率は4%台に突入、ほぼ完全雇用が達成されている。そうしたなかで、銀行貸出態度が厳格化方向に傾斜していることは軽視できない。銀行の貸出態度には一定のサイクルがあるが、過去の転換点は失業率が上昇に転じる1～2年程度前に訪れている。このことは資金の出し手（投資家、金融機関）が経済の伸びシロが少ないことに着目して、守りの姿勢に転じたことを意味しているだろう。



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。