

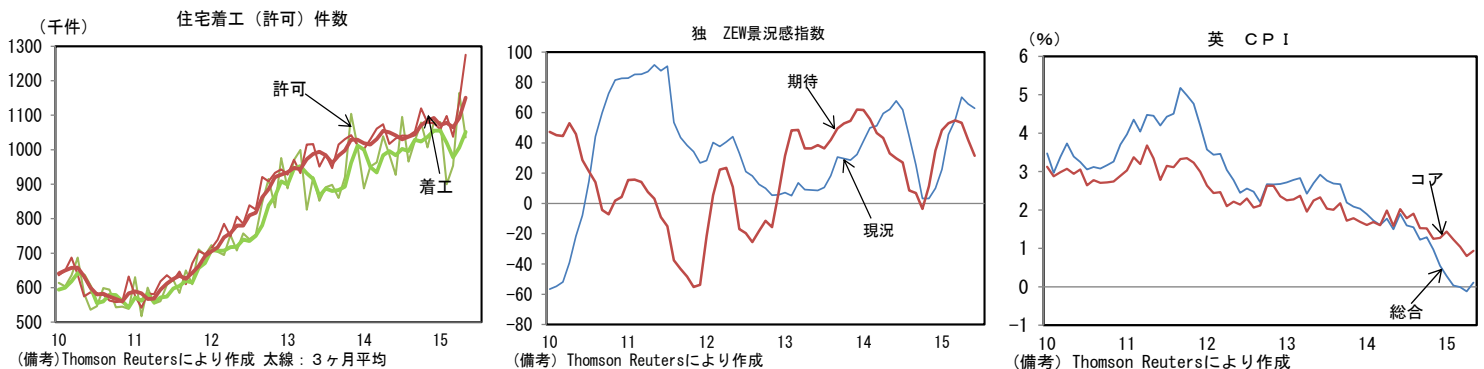
米金利は質が命

2015年6月17日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】～許可件数：モメンタム強まる～

- ・5月米住宅着工件数は前月比▲11.1%、103.6万件と市場予想(▲4.0%、109.0万件)を下回った。4月に+22.1%も急増した反動に見舞われた格好だが、均してみれば基調は明らかに上向いており悲観は不要。3ヶ月平均でみると戸建て(+4.1%)、集合住宅(+5.2%)がともに増加基調にある。同時に発表された許可件数は前月比+11.8%と市場予想(▲4.0%、110万件)を大幅に上回り、2007年8月以来の水準を回復。このところ許可件数と着工件数の乖離がやや拡大している点は気掛かりだが、それでも旺盛な住宅購入意欲が反映されていることに疑いはない。6月NAHB住宅市場指数の著しい改善とも整合的で信頼が置ける。
- ・6月ZEW景況調査は現況指数が62.9と高水準を維持した一方、より重要な期待が31.5と5月(41.9)から急落して市場予想(37.3)を下回った。後者は長期平均(24.9)を上回っているとはいえ、ギリシャ問題等を受けて楽観的な姿勢が後退している。ただし、当調査は回答者が企業ではなく市場関係者であるため、調査期間中(6/1～15)のブズ債の下落、欧州株下落によってマインド悪化が誇張されている可能性は考慮すべきだろう。
- ・5月英CPIは前月比+0.2%、前年比+0.1%と市場予想に一致してプラス圏を回復。食料・エネルギーの下落幅縮小が寄与。コア物価は前年比+0.9%と4月(+0.8%)から加速。前年の裏の関係で輸送サービスのマイナス寄与が解消されたほか、通信、医療が加速。反対に住居、娯楽は軟調が継続した。

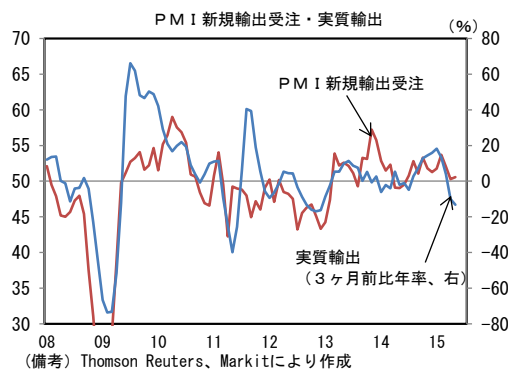
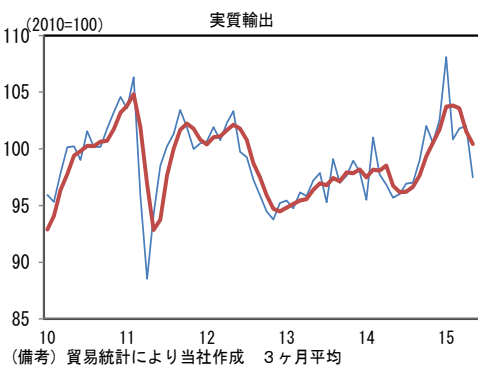


【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- ・前日の米国株は反発。前2営業日の下落から自律反発。FOMCがハト派的な内容になると思惑もあったとみられる。欧州株も米株現物に追随して反発。
- ・前日のG10通貨はUSDがやや強めの動きとなった一方、EURが弱かった。EUR/USDは1.12半ばまで下落。他方、USD/JPYは黒田総裁が円安牽制発言を修正したことで一時123後半まで上伸したものの、結局は前日比変わらず。
- ・米10年金利は▲2.3bpの2.309%。OMT合憲判断（欧州裁判所）を受けたブズ債ラリーに追随。独10年金利は0.798%（▲2.7bp）で引け。ZEW指数（期待）の軟化も金利低下を促した。

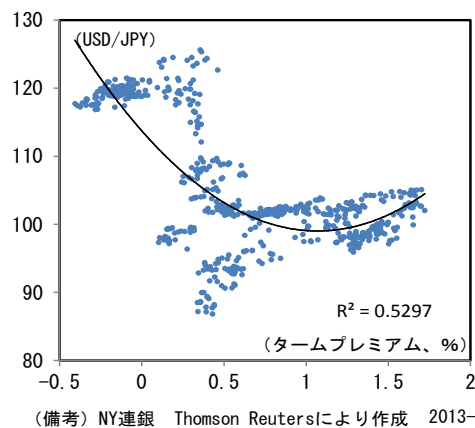
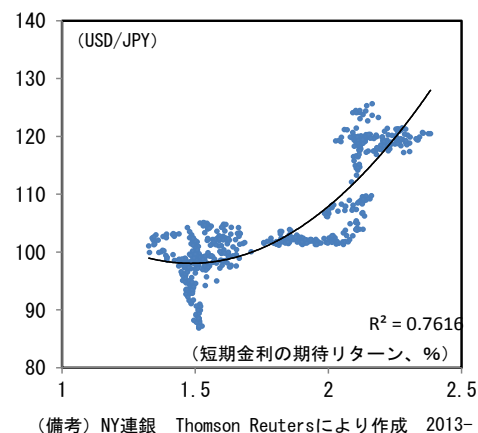
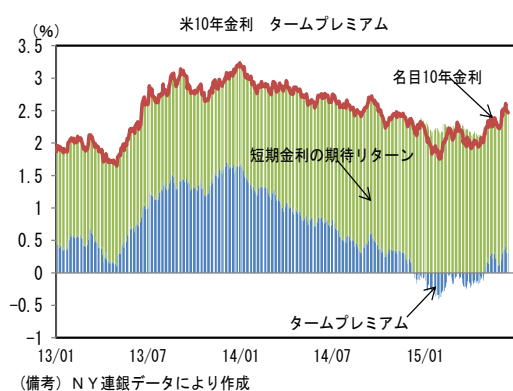
【国内株式市場・経済指標他】～貿易統計：実質輸出が弱い～

- ・日本株は欧米株上昇を受けて高寄り後、マイナス圏に沈んだ。
- ・5月貿易統計によると輸出金額は前年比+2.4%、輸入金額は▲8.7%となり、それぞれ市場予想を下回った。貿易収支（原数値）は2160億円の赤字。季節調整値では輸出が前月比▲2.7%、輸入が▲3.5%、貿易収支は1825億円の赤字。昨秋以降、輸出金額が横ばい圏内に留まるなかで輸入金額の減少が継続、貿易収支は改善傾向を維持しているが、先行きは円安・原油反発により輸入の下押し効果が漸減する見込み。輸出が増加しなければ、収支は再び悪化することになる。
- ・為替変動や物価変動を除いたベースの実質輸出（当社作成、季節調整値）は前月比▲4.4%と大幅に落ち込んだ。3ヶ月平均でも明らかに下方屈折しており基調が反転、PMI輸出受注の軟化傾向を裏付けている。水準は昨年後半からの増加を帳消しにした。米国向け自動車輸出が頭打ちとなっているほか、資源価格下落を受けた設備投資抑制により一般機械の輸出が落ち込み、牽引役が不在の状態。先行きは世界経済が底堅さを増していくなかで増加基調に復すると期待されるが、その伸びは緩慢なものとなろう。



【注目点】

- ・一般的にUSD/JPYは米金利上昇局面で上昇する傾向にあるが、同時にUSD/JPYは繊細な心の持ち主でもあるため、米金利上昇がリスクオフを引き起こすと下落し易いという特性を持つ。FEDの利上げを控えて米金利上昇がメインシナリオになりつつあるなか、注目されるのはその質だ。米10年金利を短期金利の期待リターンとタームプレミアムに分解したうえで、それぞれをUSD/JPYと回帰すると対照的な仕上がりとなる。短期金利の期待リターンがUSD/JPYと順相関でかつ高い説明力を持つのに対して、タームプレミアムは説明力が幾分低下するものの、逆相関の関係を持つ。このことはタームプレプレミアム主導（≒金融政策の不透明感、米債投資に対する恐怖感）で米金利が上昇した場合、USD/JPYは上昇せず寧ろ下落するという関係を示している。2013年5月のように市場参加者が覚悟していた以上にFEDが急激にタカ派傾斜することになれば、その時はUSD/JPY下落を警戒すべきということだ。



<主要株価指数>

	終値	前日比
日経平均※	20190.78	-67.16
N Y ダウ	17,904.48	113.31
D A X (独)	11,044.01	59.04
FTSE100 (英)	6,710.10	-0.42
CAC40 (仏)	4,839.86	24.50

<外国為替>※

USD/JPY	123.43	0.07
EUR/USD	1.1254	0.00

<長期金利>※

日本	0.487 %	-0.015 %
米国	2.309 %	-0.047 %
英国	1.988 %	-0.035 %
ドイツ	0.798 %	-0.027 %
フランス	1.254 %	-0.023 %
イタリア	2.331 %	-0.026 %
スペイン	2.354 %	-0.056 %

<商品>

N Y 原油	59.97 ^{ドル}	0.45 ^{ドル}
N Y 金	1180.50 ^{ドル}	-4.80 ^{ドル}

※は右上記載時刻における直近値。図中の点線は前日終値。

(出所) Bloomberg

