

更に警戒体制を強化

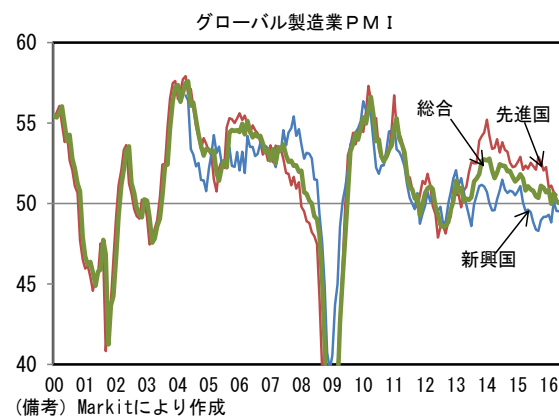
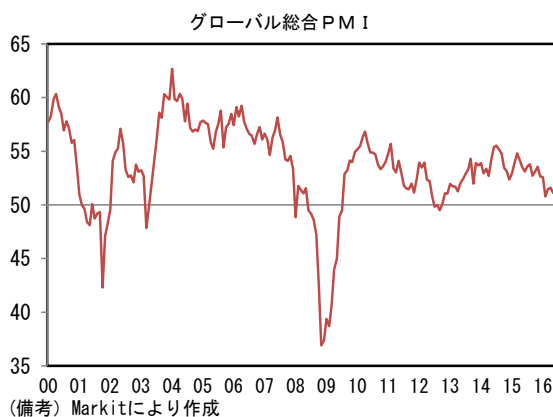
2016年6月17日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

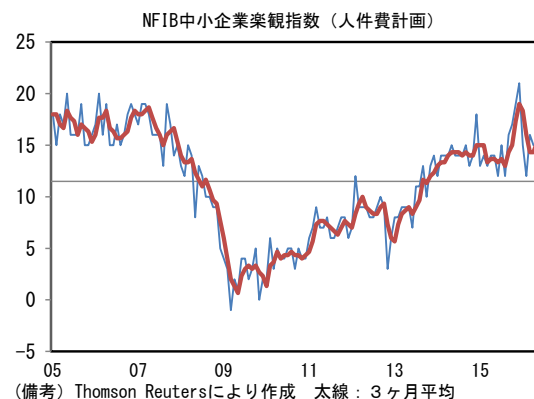
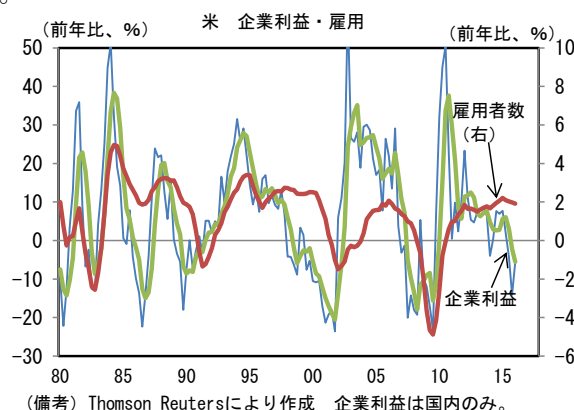
藤代 宏一

TEL 03-5221-4523

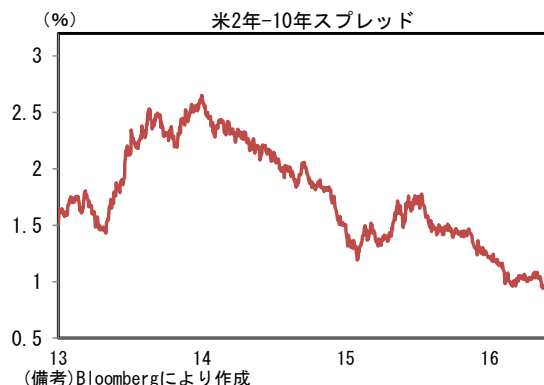
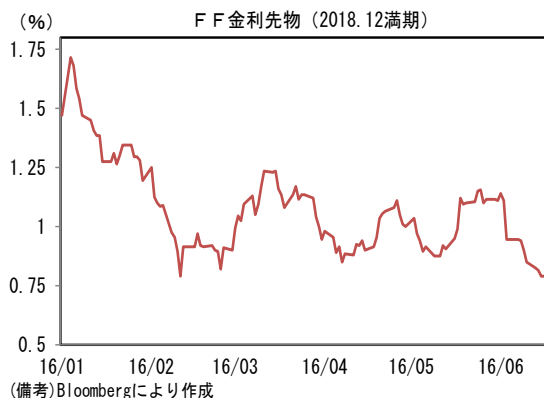
日経平均株価が16000円を割れ、USD/JPYが一時103円台に突入したことを受けて、先行き12ヵ月の予想を以下のとおり変更する。新たな予想は日経平均が15000円(従来18000円)、USD/JPYが100(従来118)。本稿ではUSD/JPYについて言及する(日本株は別途配信)。変更の理由は、米国経済の力強さが失われ、FEDの利上げパスに大きな変更が生じたため。2016年2月の段階では、FEDの複数回かつ断続的な利上げシナリオの復活もあり得ると予想していたが、残念ながら米国経済ないし世界経済は、それに耐えられるほど強くなさそう。実際、FEDの初回利上げ以降、世界的に景況感は冷え込んでいる。グローバル総合PMIは51.1に落ち込み、よりシクリカルな景気変動を反映する製造業PMIは50.0へと水準を切り下げている。



2015年12月に実施されたFEDの約10年ぶりの利上げは表面上の25bpという数値を遥かに上回る引き締め効果をもたらした。FEDの(たった25bpの!)利上げは金利の付かないコモディティの相対劣後を際立たせ、それはクレジット市場への打撃や新興国の資金流出圧力という別の形で金融市場の混乱を誘発。米企業収益はそうした逆風下で前年比減益となり、最近では雇用にも悪影響が波及しつつある。5月雇用統計NFPの3.8万人というショッキングな数字のほかにも、企業の採用意欲が衰えていることを示唆する指標が散見される(新規失業保険申請件数の反転上昇、NFIB調査、JOLTS求人件数、NY・フィリー連銀サーベイの雇用見通しetc)。企業は高い雇用コストと低い労働生産性を嫌気して労働投入量の拡大に前向きでなくなりつつあるのだろう。これら一連の雇用指標を見る限り少なくとも現状では、労働市場の回復ペース再加速に自信が持てない。

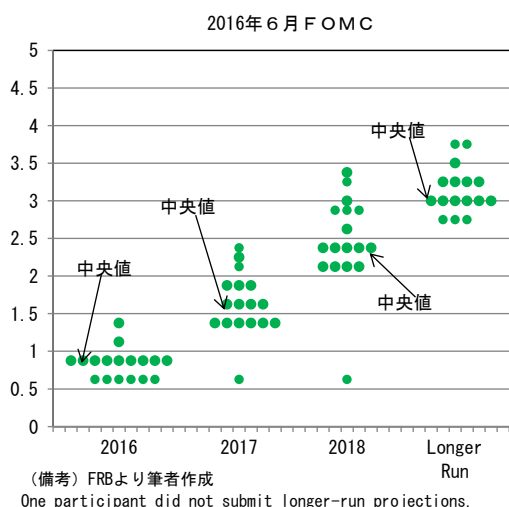
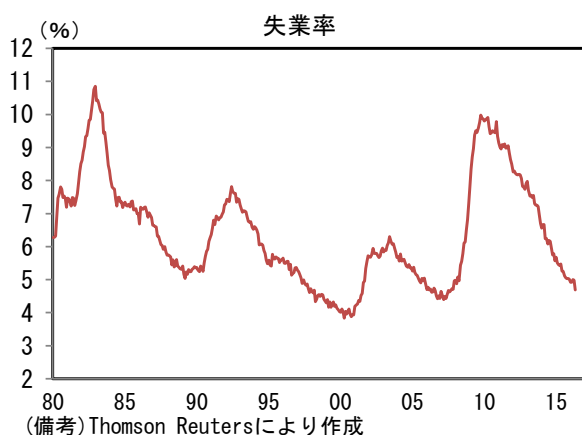


こうした弱気なデータを背景に、市場参加者が予想する利上げペースは大幅に下方シフト。今や2018年12月満期のFFレート先物は1%を割り込み、2年10年スプレッドは今次サイクルの最低を更新。2年10年スプレッド縮小は、既に緩和サイクルへの転換を織り込んでいると表現しても違和感のない動きになってきた（この間ブル・フラット）。

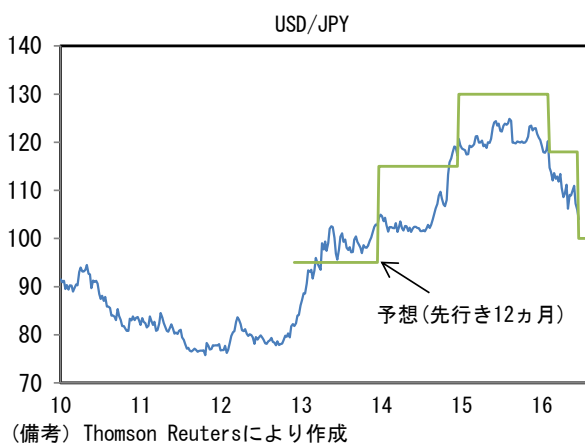


先行きに自信がないのは投資家だけではない。6月FOMCのドットチャートでは、17年末の中央値が1.625%へと0.25%下方シフトし、18年末に至っては2.375%へと0.625%も下方シフト、longer runも3.0%へと2回連続で引き下げられた。現時点のドット中央値から予測される利上げパスは18年末までの約2年半で僅か8回（16年2回、17年3回、18年3回）ということになる。これは従来の10-11回に比べて控え目である。

ところで、今から2年半も先の18年末の政策金利見通しが下方修正されたことは、何を意味しているのだろうか？景気に中立的とされる金利が3.0%（ここではlonger runの金利、ターミナルレート）で変わらないことを前提にした場合、そこに到達するには2019年以降も景気が拡大が続き、更に2・3回の利上げが実施されるということになる。失業率が4.7%まで低下するなど経済の伸びしろが小さい現状において、景気回復があと3年半も続くことに違和感を覚えるのは筆者だけではないだろう。過去の失業率サイクルを見ると歴史的に4%が下限なので、早ければ向こう1年くらいでボトムに達する可能性があると考えるのが自然だろう。つまり、FFレートがターミナルレートの3%に到達する前に景気後退を向かえる可能性が高い。このことは、市場の関心が、思いのほか早い段階で“利上げ打ち止め”に移行するシナリオを喚起する。筆者は、今後もドット・チャートのブル・フラット化が続き、遅くとも2017年末には逆イールドに近い形状になるとの基本感を抱き始めた。



以上、米国経済ないし世界経済の弱さを主因にUSD/JPYの見通しを変更した。もちろん、日銀の行動も重要なファクターであるが、黒田バズーカといえども、ドル安の風を跳ね返すのが困難であることは1月29日に証明されているので、下落トレンドに転じたUSD/JPYの方向感を覆すような威力は期待できない。筆者は、日銀がF E Dの利上げに追随する格好で追加緩和を執行すると予想。残り少ない弾を最も効果的なタイミングで使うとみているが、その効果は持続性（たとえば6ヶ月）を欠くだろう。



※なお、この予想は23日に予定されている英国のEU離脱を問う国民投票で「残留」が決定されることを前提としている。投票結果次第で変更の可能性はある。