

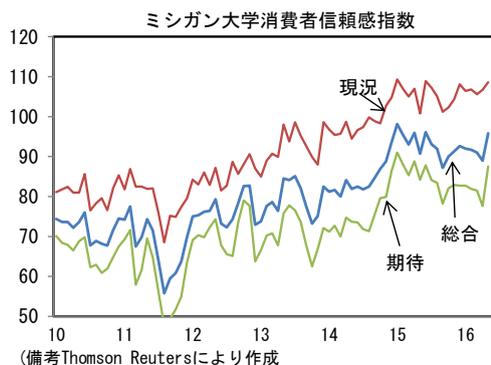
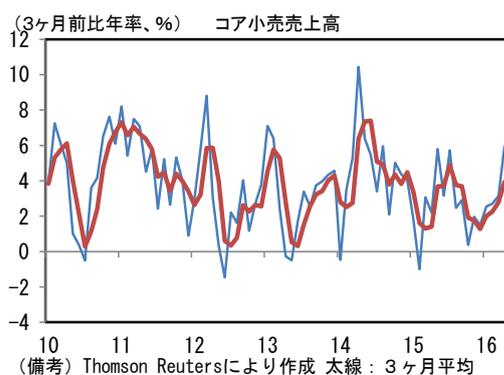
前回の減益局面にあって今回にないもの

2016年5月16日(月)

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】

- ・4月米小売売上高は前月比+1.3%と市場予想(+0.8%)を大きく上回り、2ヶ月ぶりに反発。ガソリン(+2.2%)、自動車(+3.2%)が強く伸びて全体を押し上げたが、それらを除いたベースでも+0.6%と強めの伸びを示した。最重要項目のコア小売売上高は+0.9%と市場予想(+0.4%)を上回って着地。3ヶ月前比年率では+3.9%に加速、モメンタムは上向きに転じつつある。4月は家具・装身具(+0.8%)、衣料品(+1.0%)、スポーツ・レジャー(+0.2%)、百貨店(+0.3%)、外食(+0.3%)といった選択的支出項目が好調で内容も良い。1Qの低空飛行からの反動に過ぎないとの見方はあるものの、ダウンサイドリスクは後退した。
- ・5月ミシガン大学消費者信頼感指数は95.5と市場予想(89.5)を大きく上回り、4月の89.0から改善。現況(106.7→108.6)が僅かに改善した一方、より重要な期待(77.6→87.5)が著しく改善。予想インフレ率は1年先が+2.5%へと0.3%減速した一方、5-10年先が+2.6%へと0.1%pt上昇。1年先の予想インフレ率低下が消費者マインド改善の一因になった可能性が指摘できる。

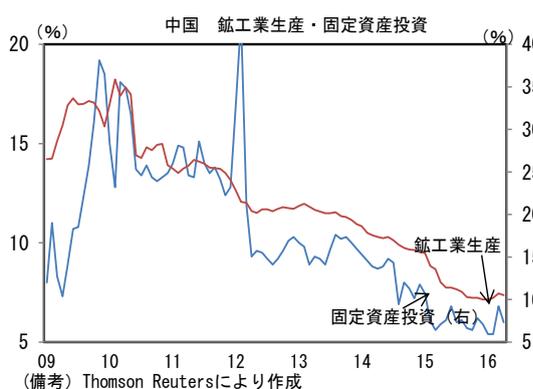


【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

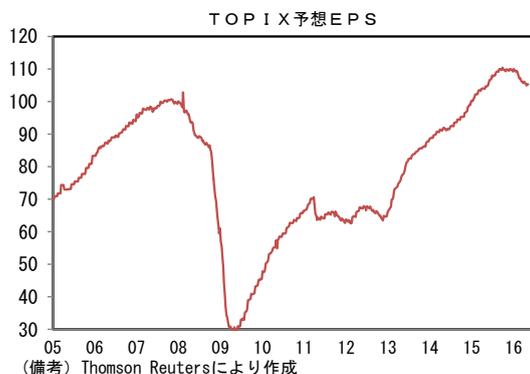
- ・前日の米国株は反落。米小売大手の決算が嫌気されたほか、原油価格の反落が相場の重石に。他方、欧州株は上昇。WTI原油は46.21ドル(▲0.49ドル)で引け。USDがEURやGBPに対して上昇したことでUSD建て原油価格の割安感が後退。
- ・前日のG10通貨はJPYが最強でそれにUSDが続き、反対に原油価格下落を背景に資源国通貨(NOK、AUD、CAD、NZD)が総じて軟調。USD/JPYは強めの米小売統計を受けて一時109後半に上昇したものの、米国株が下落するなかでJPY買いが優勢となり、結局は108半ばに押し戻された。
- ・前日の米10年金利は1.700%(▲5.2bp)で引け。欧州債ラリーに追随した後、米国時間入り後は米株下落、原油価格下落を横目に金利低下。欧州債は総じて堅調。ドイツ10年金利が0.124%(▲3.0bp)で引けたほか、イタリア(1.473%、▲3.3bp)、スペイン(1.600%、▲2.4bp)、ポルトガル(3.155%、▲7.9bp)も金利低下。3ヶ国加重平均の対独スプレッドはタイトニング。

【国内株式市場・アジア・オセアニア経済指標等・注目点】

- ・日本株は、米株安、USD/JPY下落を受けて小幅安で寄り付いた。
- ・14日発表の4月の中国経済指標は、鉱工業生産が前年比6.0%へと0.8%pt減速を示したほか、固定資産投資（年初来）も+10.5%と0.2%pt減速。小売統計も+10.1%へと0.4%pt減速しており、総じて下向きの結果となった。もっとも、これらは3月に急伸した反動によるものであり、1Qから改善基調を覆すものではない。4月総合PMIが50.8と1-3月平均の50.3より高水準にあることから、そうした見方がサポートされている。



- ・2016年入り後の円高を主背景にアナリストの業績予想は下方修正が進んでいる。先行き12ヵ月の予想EPSは下向きのカーブを描くようになり、“減益局面入り”の様相を呈してきた。ここで前回の減益局面入りにあたる2007年後半から2008年にかけての状況を比較することで今後のヒントを探りたい。前回と今回に共通するのは共に円高であるが、最も大きく異なるのは原油をはじめとするコモディティの動向。当時は、新興国の躍進がコモディティ全般の強気シナリオをサポートするなか、FEDの利下げ観測を背景に過剰流動性がコモディティ市場に流入。円高・資源高のダブルパンチが日本企業の業績を圧迫した。反対に今次局面では原油安が日本企業の採算改善に寄与している。次に指摘しておきたいのは、為替と輸出数量の関係。2000年代前半から後半にかけて日本企業は円安を背景に輸出数量を伸ばしてきたため、円高の逆風が直撃した。しかしながら、ここ数年は円安で輸出数量が伸びたことの裏返しで、円高でも輸出数量は持ち堪えると期待される。円高によって価格競争力を失われとしても、輸出の主力製品は既に価格競争と距離を置いているため、輸出数量は海外需要見合いでしか減少しないだろう。この点も当時と大きく異なる。
- ・一方で前回にあって今回にないものとしては、インバウンド需要が挙げられる。目下、年間2000万人を上回る訪日外客数、3兆円（国際収支統計ベース）を越す旅行収入は為替によって大きく変動し得るため注意が必要だろう。過去3年半程度の株高局面においてインバウンド銘柄がしばしば主役級の上昇を演じる場面があったので、その反動には警戒したい。



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。