

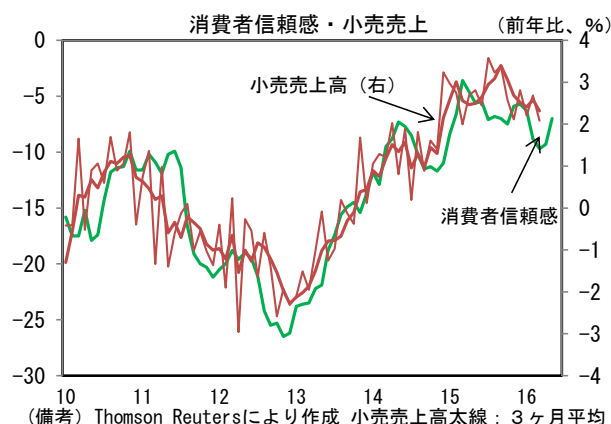
円安を期待するなら利上げを期待してはいけない

2016年5月24日(火)

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】

- ・5月ユーロ圏製造業PMIは51.5と4月から0.2pt減速。国別ではドイツ(51.8→52.4)、フランス(48.0→48.3)が揃って改善した反面、その他ユーロ圏(速報段階では国別データ未公表、恐らくイタリアとスペイン)が軟化。ユーロ圏サービス業PMIは53.1と4月から変わらず。こちらもドイツ(54.5→55.2)、フランス(50.6→51.8)がともに改善した反面、その他ユーロ圏が軟化。その結果、ユーロ圏総合PMIは52.9と4月から0.1pt軟化。発表元は実質GDP成長率の前期比+0.3%に整合するとしている。
- ・5月ユーロ圏消費者信頼感指数は▲7.0と2ヶ月連続で改善。原油価格反発が実質可処分所得の減少に繋がったものの、最重要ファクターの雇用環境が持続的改善を遂げており、マインド改善に寄与している。個人消費は過去数カ月のモメンタム鈍化の一部を取り戻すと期待される。



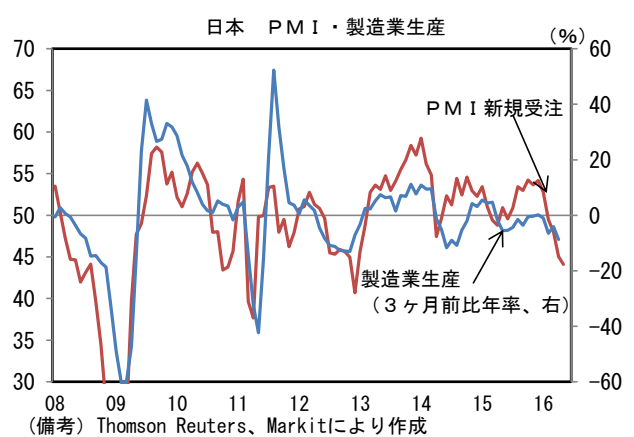
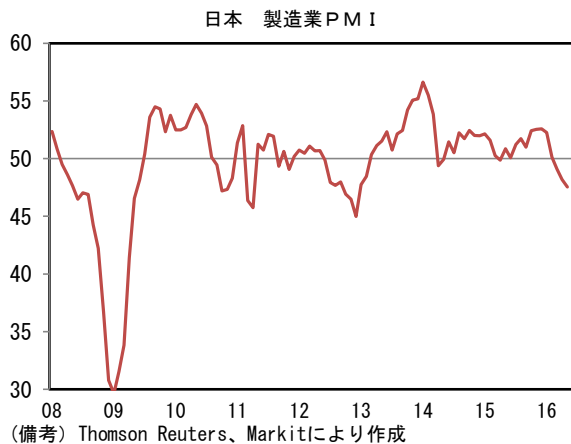
【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- ・前日の米国株は下落。決算発表も大半が終了し、動意に乏しいなか売り買い交錯。WTI原油は48.08ドル(▲0.33ドル)で引け。イランが原油輸出拡大を模索との報道に加え、山火事で操業を停止していたカナダの一部企業が操業を再開したため、需給懸念が台頭。
- ・前日のG10通貨はJPYの強さが目立った一方、その他通貨は一日を通してみれば小動き。USD/JPYは日本時間から米国時間早朝まではほぼ一貫して下落。ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁が2回・3回の利上げを示唆する発言を受けて一時USDが全般的に買われる場面もあったが、長続きしなかった。
- ・前日の米10年金利は1.835%(▲0.3bp)で引け。原油価格の変動を横目に上下する展開となったが、結局は小幅に金利低下。欧州債市場はコア軟調、周縁国横ばい。ドイツ10年金利が0.176%(+1.1bp)で引けたほか、イタリア(1.479%、+0.7bp)、スペイン(1.575%、+0.9bp)が小幅に金利上昇、反対にポルトガル(3.080%、▲2.9bp)は金利低下。3ヶ国加重平均の対独スプレッドは僅かにタイトニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株はUSD/JPY下落が嫌気されるなか、欧米株安に追随して安寄り後、もみ合い。
- ・昨日発表の5月日経製造業PMIはネガティブ・サプライズ。ヘッドラインは47.6と3ヶ月連続で50を下回り、2012年12月以来の低水準を記録。この指標はマーケット・インパクトこそ小さいが、日本経済の速

報性・先行性に優れているため軽視できない。内訳は、生産（47.8→46.9）、新規受注（45.0→44.1）が失望的な低水準に落ち込んだほか、雇用（51.7→51.1）、中間財投入量を示す購買数量（49.2→47.7）が低下。上昇に寄与したのはサプライヤー納期（49.8→50.7※当社にて符号調整）のみで、これは熊本の震災が一部影響した可能性がある。その他では新規輸出受注（45.3→44.4）が失望的な水準に切り下がった。4・5月の鉱工業生産はネガティブ・サプライズに注意。



- ・5月18日発表の4月FOMC議事録とそれを裏書きするようなFED高官の発言（ダドリー、ウィリアムズ、ロックハート等）を受けて6月・7月の追加利上げ確率が俄かに上昇。一般的な理論で考えるとドル高・円安要因である。しかしながら、この間のUSD/JPY上昇は限定的で、寧ろ、目下の水準は議事録公表前よりも円高に推移している。これは筆者が当レポートで既に指摘してきたとおり「利上げ→円安」というパスを前提に為替を予想することの危うさを浮き彫りにしているだろう。議事録公表後のマーケットを整理すると、米国株が頭打ち、原油価格が下落基調、USDが資源・新興国通貨に対して上昇基調にある。要するにリスクオンの流れが中断したため、USD/JPYが下落したという整理だ。
- ・利上げ観測の上昇がUSD/JPY上昇に繋がらないのは、一義的に米経済（或いは世界経済）が利上げに耐えられるほど強くないからだ。確かに25bp程度の利上げが米経済を直接的に冷やす効果はごく限定的と考えられ、利上げをきっかけに設備投資、住宅投資が減速する可能性は低い。ただ、利上げ観測が高まると、金利の付かないコモディティが打撃を蒙るほか、新興国通貨安とそれに伴う（新興国が借り入れている）ドル建て債務の増加懸念が惹起され、それが最終的に米経済減速に繋がるとの不安が生じる。実際、2月は新興国の信用収縮が米国のクレジット市場に伝播してきた。このように市場参加者は利上げと同時に将来のリスクオフを織り込んでしまうため、利上げ観測の上昇が（調達通貨に対して）却ってドル安要因に作用してしまっているのだろう。FEDの利上げ観測上昇に株式、原油などリスク性資産が持ち堪えられるような状況にならなければ、USD/JPY上昇は見込まれない。「利上げ→円安」というパスはしばらく封印しておくべきだろう。