

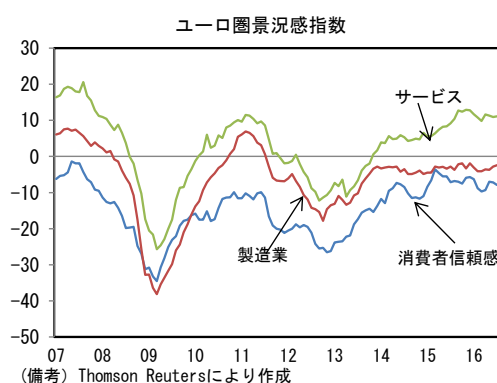
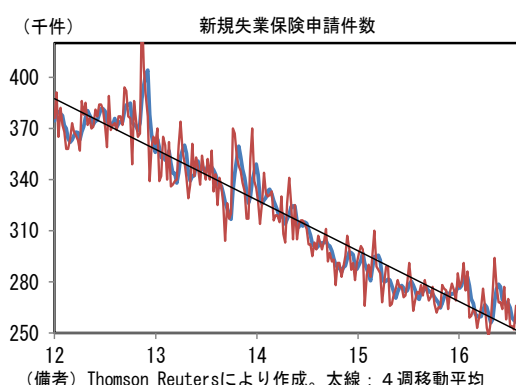
## 「嫌われる勇気」 実践はなかなか難しい（午後版）

2016年7月29日（金）

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】

- ・新規失業保険申請件数は26.6万件と前週から1.4万件増加。もともと、4週移動平均は25.7万件へと0.1万件減少し、今次サイクルの最低に比肩。約43年ぶり低水準を維持している。
- ・7月ユーロ圏景況感指数は104.6と6月から0.2pt改善。製造業（▲2.8→▲2.4）、サービス業（+10.9→+11.1）、小売業（+0.8→+1.8）、建設業（▲18.2→▲16.3）が揃って改善。消費者信頼感は▲7.9と速報値に一致して6月から0.7pt悪化。他のサーベイ指標と同様、BREXITの影響は限定的となっている。



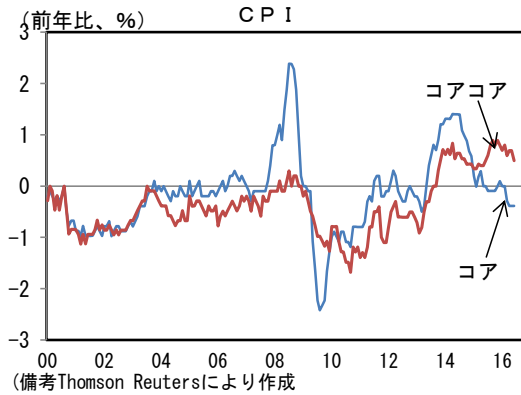
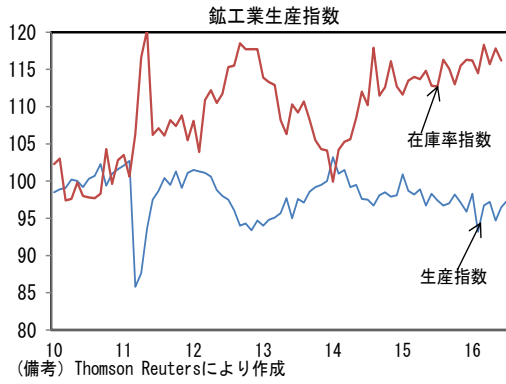
### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- ・前日の米国株は横ばい。企業決算の幾つかが利益確定売りを誘発、NYダウが小幅に下落した一方、S&P500は小幅高で引け。WTI原油は41.14ドル（▲0.78ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はGBPの下落が目立った一方、CHF、EUR、JPYなどマイナス金利調達通貨が強かった。USD/JPYは日銀の追加緩和を巡る思惑から幅広いレンジで推移。米国時間午後には105半ばまで上値を伸ばした後、オセアニア時間では104半ばまで下落。
- ・前日の米10年金利は1.504%（+0.7bp）で引け。新規の材料に乏しく小幅なレンジで推移。欧州債市場は総じて堅調。英国（0.713%、▲2.5bp）、ドイツ（▲0.090%、▲1.1bp）が小幅に金利低下となり、イタリア（1.189%、▲1.3bp）、スペイン（1.088%、▲1.4bp）、ポルトガル（2.965%、▲3.1bp）もそれに追随。3ヶ国加重平均の対独スプレッドは概ね横ばい。

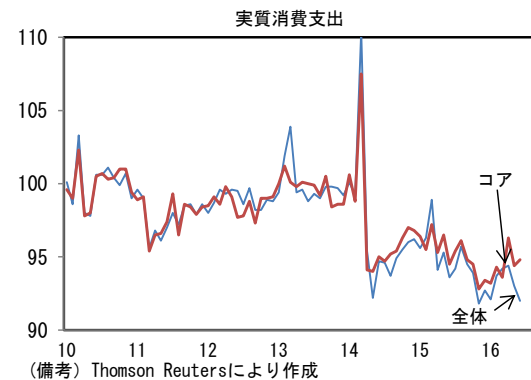
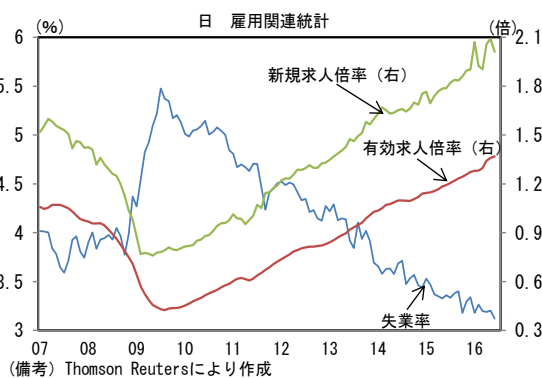
### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は日銀会合の結果を控えて売り買い交錯。小幅安で推移している（9:30）。
- ・6月鉱工業生産は前月比+1.9%と市場予想（+0.5%）を大幅に上回った。出荷（+1.2%）が増加する一方、在庫率（▲1.4%）は低下しており、バランスも良い。生産予測指数は7月が+2.4%、8月が+2.3%と2ヶ月連続の増産計画が示され、このデータを基に経産省が試算した7月の鉱工業生産は前月比+0.9%となった。これが実現した場合、7月の水準は4-6月期平均を年率+5.2%上回る。
- ・6月コアCPIは前年比▲0.5%と市場予想（▲0.4%）を下回った。エネルギー物価の下押し圧力が和らぐ反面、円高による輸入物価下落が波及、最近ではコアコア物価の上昇率鈍化も響いており、コアCPIは

2013年3月以来の下落幅を記録。コアコア物価は前年比+0.4%と5月から0.2%pt鈍化。教養娯楽用耐久財、宿泊料が下押しに寄与。



- 6月失業率は3.1%と5月から0.1%pt低下。就業者数が47.0万人増加した一方、失業者数が4.0万人減少。労働参加率も上昇しており内容は良い。求人関連指標は有効求人倍率が1.37倍（5月1.36倍）、新規求人倍率が2.01倍（5月2.08倍）。後者はやや大きめの低下だが、この指標は過去半年程度ボラタイルな動きとなっており、均してみれば堅調な推移となっている。労働市場の異変を示すものではないだろう。
- 6月家計調査によると実質消費支出は前月比▲1.1%と2ヶ月連続の減少（前年比では▲2.2%）。もっとも、コア消費（除く住居、自動車、贈与等）は前月比+0.4%と反発し、直近6ヶ月の平均である94.2を上回った。販売側の統計である6月小売売上高（商業動態統計）も前月比+0.2%と3ヶ月ぶりに増加した。除く燃料小売業（ガソリンスタンド）ベースでは前月比±0.0%と横ばいも、前年比の下落幅は縮小（▲1.1%→▲0.5%）しており回復基調にある。家計調査、小売売上高ともに消費の底打ちを確認させる。



- 本日の金融政策決定会合で日銀は「ETF購入額の6兆円への増額」を決定。他方、政策金利は▲0.1%で据え置き、長期国債の買入額も年間80兆円で据え置いた。筆者は事前の予想で追加緩和なしをメインシナリオとしたうえで、追加緩和があるとすればETFの増額のみであったとしていたが、それに近い結果となった（たとえば、[6/30](#)、[7/6](#)、[7/27付け](#)当レポート）。日銀は、名目金利が十分に（そして恐らく日銀の想定以上に）下がっている状況に鑑みて、金利の下押しを通じた金融政策に区切りをつけ、拡大余地の残されている株式市場への挺入れに主軸を移した模様。ETFの増額であれば、政府の経済対策に呼応するというメッセージを発信することができ、日銀の“ヤル気”をアピールできるという利点がある。今回の日銀の決定は緩和手段の限界を感じさせつつも、できる限りのことはやるという姿勢を強調することにその目的があったように感じられる。筆者は、日銀が市場に嫌われることを見越したうえで「ゼロ回答」を出してくることを覚悟していたが、今回の結果は「ゼロ回答」の決定を下した際の金融市場の失望に、日銀が強い警戒感を抱いていたことを浮き彫りにしたと言えるだろう。

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。

- ・注目の物価見通しは16年度が+0.1%へと下方修正されたものの、17年度は+1.7%で据え置かれ、物価目標の達成時期は「2017年度中」との予想が維持された。2017年度中の目標達成を後ろ倒しすることは2018年3月の総裁任期までに物価目標が達成できないことを認めるのと同義であるため、その後ろ倒しを躊躇ったのだろう。もっとも、次回の展望レポートが公表される11月1日の会合では、物価目標達成時期が後ろ倒しされる可能性が高まる。再び、追加緩和観測が燻りそうだ。