

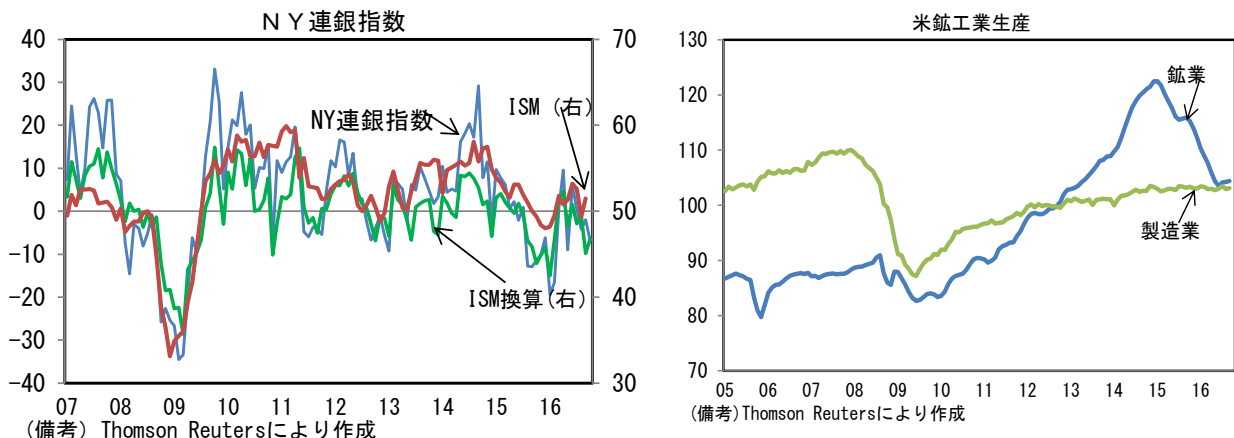
緩やかでとてもとても長い利上げなら再び円安の可能性

2016年10月18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】

- ・10月NY連銀製造業景況指数は▲6.8と8月の▲2.0から悪化して3ヶ月連続で分岐点割れ。ISM換算では46.7と9月から1.6pt改善したものの、低水準であることに変わりはない。内訳は出荷(▲9.4→▲0.6)、新規受注(▲7.5→▲5.6)、雇用(▲14.3→▲4.7)が揃って改善するなど、仔細にみればさほど弱くはないが、主要項目の多くがマイナス圏にあり製造業の苦境を映し出している。
- ・9月米鉱工業生産は前月比+0.1%と市場予想(+0.2%)を下回った。公益(▲1.0%)が弱く、鉱業(+0.4%)も伸びを欠き、製造業(+0.2%)も小幅な増産に留まった。もっとも、製造業を業種別にみると自動車(+0.1%)を中心に緩やかな増産傾向が続いており、3か月前比年率では+0.9%と最悪期を脱している。先行指標のPMIやISMをみる限り、増産モメンタムが強める姿は描きにくいとはいえ、それでも目下のペースは維持できるだろう。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

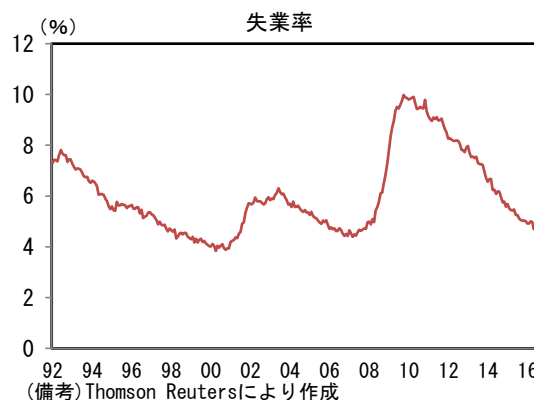
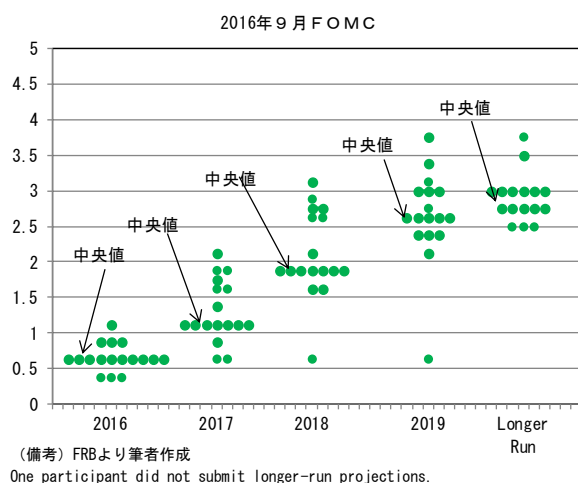
- ・前日の米国株は反落。決算シーズンを目前に控えるなか、持ち高調整の売りが優勢。原油価格下落も重荷になった。WTI原油は49.94ドル(▲0.41ドル)で引け。イランが増産を検討しているとの報道を手掛かりに売り優勢となった。
- ・前日のG10通貨はUSDの弱さが目立った。欧州時間入り後から米金利が低下傾向を辿ると、NY連銀指数の弱さを手掛かりにUSD売りが進んだ。USD/JPYは一時104半ばへと上申したが、結局は104を割れて引け。
- ・前日の米10年金利は1.766%(▲3.2bp)で引け。NY連銀指数の悪化、原油価格下落を材料に金利低下。欧州債市場(10年)はコア横ばい、周縁国まちまち。欧州株の弱さを横目にドイツ(0.055%、▲0.3bp)が小幅に金利低下となった一方、イタリア(1.400%、+2.0bp)は金利上昇。反対にスペイン(1.113%、▲1.2bp)、ポルトガル(3.252%、▲4.8bp)は金利低下。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】

- ・日本株は米株下落、USD/JPY下落を受けて小幅安で寄り付いた後、もみ合い（10:00）。

< #利上げ計画 #設備稼働率 #USD/JPY >

- ・筆者はこれまでドットチャートが示す利上げ計画について、経済の伸びシロの観点から疑問視してきた。今や5%近傍まで失業率が低下するなど、経済の伸びシロが減っている状況に鑑みると、ここから利上げ局面（≒景気拡大期）が3年も続くと考えるのは非現実的であるとの見方に基づく。歴史的に失業率の下限は4%程度なので、失業率の低下を見られるのは2年程度がせいぜいだろう。ここ数ヶ月でみれば、労働参加率が下げ止まるなど、失業率の低下ペースが遅くなる要素があるとはいえ、それでも2015年12月の初回利上げから4年近く利上げサイクルが続くとの計画には疑問符が付く。



- ・他方、やや広範な意味で経済のスラックに着目した場合、設備稼働率の低さは経済の伸びシロが依然として大きいことを示す。歴史的には、鉱工業全体の設備稼働率が80%を超えていると“フル操業”と見做され、そこに近づくことが利上げの際の一つの判断基準となっていたが、目下の稼働率は75.4%とこの閾値を大きく下回っており、この視点では利上げを必要とされていない。もちろん、この一因はシェール関連の苦境を映じた特殊要因に近いものだが、製造業に限定してみても過去の利上げ局面に比べて低水準であり、製造業部門にスラックが残存していることを浮き彫りにしている。このことは財物価の上昇率、製造業セクターの賃金上昇率の鈍さを通じて、FEDにハト派姿勢を迫る。要するに「スラック＝経済の伸びシロ」と考えれば、息の長い景気拡大が続くシナリオが考えられるという結論に至る。
- ・現時点で筆者はUSD/JPY先行き12ヶ月のメインシナリオを100±5としている。しかしながら、幸か不幸か製造業のスラック解消に時間を要することによって、米経済が息の長い回復を続けた場合、USD/JPYはFEDの利上げサイクル長期化を織り込み始め、再び上昇トレンドに回帰する可能性があるだろう。

