

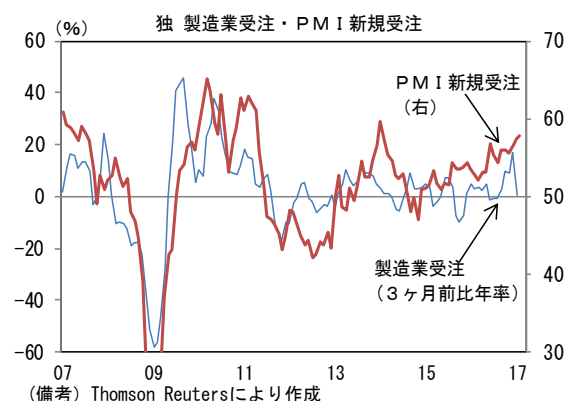
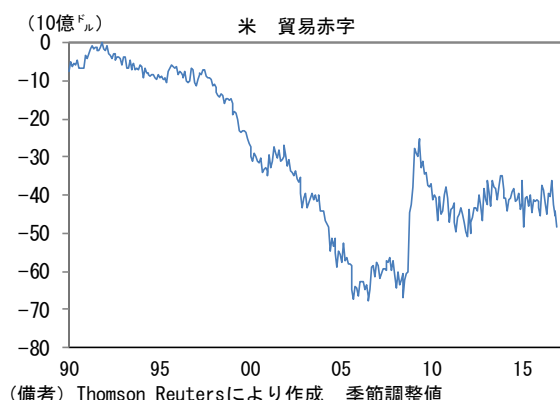
利上げでも進まない円安・株高 何かが足りない

2017年3月8日（水）

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】

- ・1月米貿易統計によると貿易赤字は485億ドルと2012年3月以来の高水準に到達。輸出金額が前月比+0.6%と微増に留まる一方、輸入金額が+2.3%と大幅に伸長。輸出は自動車（+10.8%）が大幅に増加した半面、資本財（除く自動車）が▲4.2%と弱かった。実質ベースでは輸出が+0.4%、輸入が+2.0%であった。
- ・1月ドイツの製造業受注は前月比▲7.4%と市場予想（▲2.5%）を大幅に下回った。12月の高い伸び（+5.2%）の反動とはいえ、3ヶ月平均でも明確に下方屈折しており、やや気掛かりなデータである。もっとも、速報性に優れた製造業PMIに目を向けると、1-2月に著しい改善を記録し、なかでも新規受注は14年1月以来の高水準に到達していた。このことを踏まえれば、製造業受注の弱さは何らかのノイズによって誇張されている可能性があるだろう。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

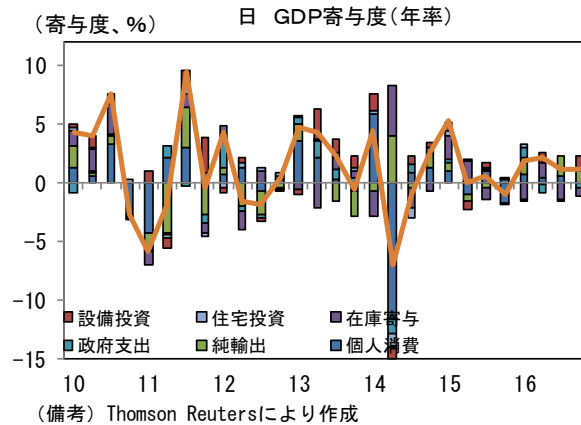
- ・前日の米国株は続落。新規の材料に乏しい中、トランプ大統領が薬価改定に積極的なツイートをしたことをきっかけに医薬品株が下落、相場全体の重荷となった。WTI原油は53.14ドル（+0.06ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDが多くの通貨に対して買われたが、その上昇幅は限定的。新規の材料に乏しく動意に欠けるなか、USD/JPYは114近傍で一進一退、EUR/USDは1.05半ばでの推移となった。他方、RBAのハト派バイアスが薄れたことを受けてAUDは買われた。新興国通貨は軟調。JPMエマージング通貨インデックスは小幅ながら2日続落。
- ・前日の米10年金利は2.518%（+1.8bp）で引け。3月FOMCにおける追加利上げが意識されるなか、低調な3年債入札をきっかけに金利上昇。8～9日にかけて実施される10年債、30年債への警戒感が台頭した。欧州債市場（10年）はドイツ（0.319%、▲2.3bp）、フランス（0.963%、▲0.2bp）が金利低下となった反面、イタリア（2.192%、+0.2bp）、スペイン（1.738%、+1.0bp）が金利上昇。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米国株下落に追随して小安く寄り付いた後、USD/JPYを横目に一進一退（11：30）。
- ・昨日開催のRBA理事会では政策金利の据え置きが決定された（1.5%）。声明文では幾つかの項目で景気

認識が上方修正され、ハト派バイアスが弱まった印象。4QのGDP成長率が強めの着地となったほか、最近の世界経済回復を受けてRBAの警戒姿勢が和らいでいる様子が窺えた。

- 日本の実質GDP成長率（2次速報値）は前期比年率+1.2%へと速報値から0.2%pt上方修正された。法人企業統計を反映し、民間設備投資が+8.4%へと速報値から4.6%pt上方修正されたことが主因。その他では在庫寄与度（▲0.5%→▲0.8%）が下押し要因となったが、景気循環の観点からはポジティブな内容である。



< #日本株 #マクロファンダメンタルズVS USD/JPY >

- 目下のところ、日米欧の製造業PMIが2014年の水準を上抜けるなど、製造業の景況感改善が著しい。日本のそれは先行指標であるPMI新規受注が伸びを高めているほか、新規受注・在庫バランスが改善を続けるなど、先行きの生産活動にポジティブなシグナルが認められている。トランプ政権への不透明感、欧州の政治リスクなどはリスクオフ要因として煽りそうだが、景気循環的な視点からはリスク性資産への追い風が吹き続けると予想される。実際、日本株はPMIと比較的強い連動性を持つ。
- 他方、USD/JPYの上値の重さは引き続き日本株の重荷となりそう。2014年以降、日本株とUSD/JPYに乖離が生じることが何度かあったとはいえ、基本的な連動性に変化はないため、USD/JPYが110-115レンジで推移する限り、日本株が2015年の高値を更新することは難しい。そこで筆者はこのところのUSD/JPYが米2年10年スプレッドと連動性を強めていることに注目。FEDの利上げ観測が盛り上がっても、USD/JPYが上昇しない理由を上手く説明しているようにみえるためだ。2年10年スプレッドの拡大が鈍いことは、市場参加者が中長期の米景気回復およびインフレ率上昇に自信を持っていないことを物語っているように思え、こうした状況下ではUSD買いの勢いも限られると理解できる。当面はこうした状況が続くそうだが、3月10日発表の雇用統計で平均時給が強さを取り戻せば、2年10年スプレッドの拡大を伴ったUSD/JPY上昇が観測される可能性はあるだろう。雇用統計は引き続き平均時給に注目したい。

