

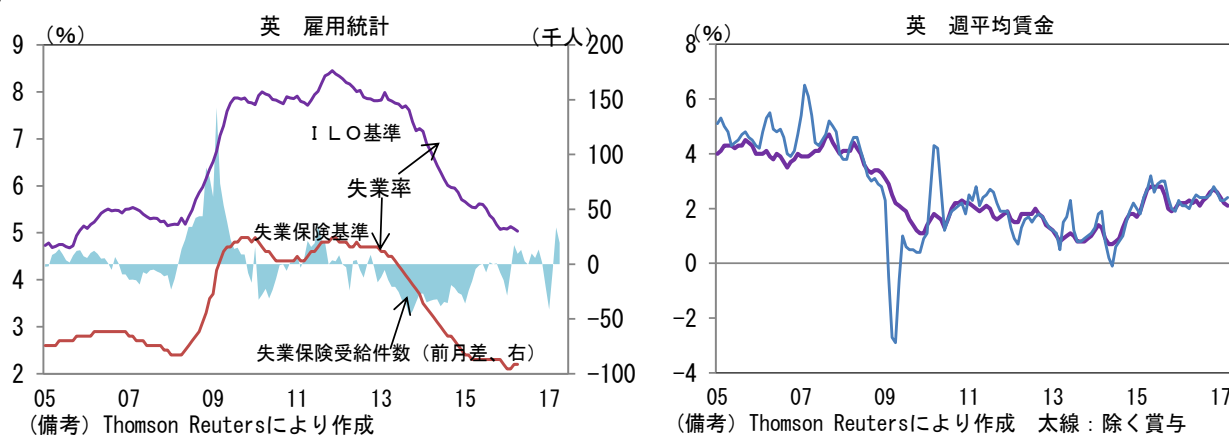
## 恐ろしいほど低かった恐怖指数 ～政権崩壊も恐れがリスクオフの根源は別～

2017年5月18日（木）

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】

- ・3月英失業率（ILO基準、3ヶ月平均）は4.6%へと2月から0.1%pt低下。雇用者数（3ヶ月前比）は+12.1万人と加速基調にあり、内訳は正規雇用者が+19.7万人、非常勤が▲6.1万人と雇用ミックスも改善。基調的な強さが認められている。失業者数は▲5.3万人。週平均賃金は前年比+2.4%、除く賞与ベースで+2.1%と減速基調。カーニー総裁も指摘するとおり、インフレ率が高まる中で名目賃金が伸び悩み、実質賃金は減少基調にある。労働市場は一段と引き締まっているものの、BOEに引き締めを促す環境ではない。



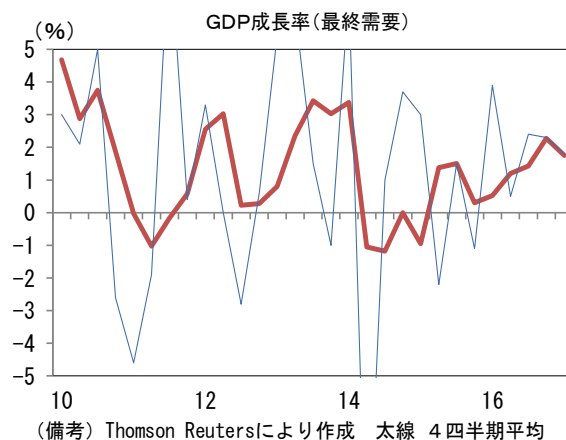
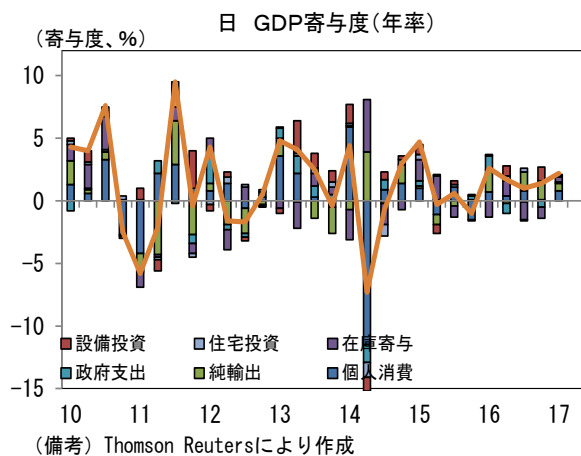
### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株市場は急落。米政治が混迷し、景気刺激策の発動が遅れるとの見方が台頭。一部ではトランプ大統領の弾劾といったテールリスクも意識された模様。WT I 原油は49.07<sup>d</sup> (+0.41<sup>d</sup>) で引け。
- ・前日のG10 通貨はUSDが全面安。米金利急低下に足並みを揃え主要通貨全般に対してUSD売りが加速。USD/JPYは113半ばから110後半へと2%超下落。EUR/USDは1.11半ばへと水準を切り上げた。
- ・前日の米10年金利は2.224% (▲10.1bp) で引け。リスクオフ下でFEDの利上げ後ろ倒しも意識され、ブルフラット。欧州債市場（10年）はドイツ（0.378%、▲5.7bp）、フランス（0.835%、▲5.6bp）、イタリア（2.155%、▲8.2bp）が金利低下。

### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株安に追随して大幅安で寄り付いた後、もみ合い（10:00）。
- ・日本の実質GDP（1-3月期）は前期比年率+2.2%と市場予想（+1.7%）を上回った。項目別にみると個人消費（前期比年率+1.4%、同寄与度+0.8%）、純輸出（寄与度+0.6%）の寄与が大きく、設備投資（前期比年率+0.9%、寄与度+0.1%）、住宅投資（前期比年率+3.0%、同寄与度+0.1%）も堅調。5四半期連続で潜在成長率（0%台後半）を上回る成長を達成した。もっとも、全体の成長率から在庫投資（+0.4%）を除いた最終需要が+1.8%へと減速し、成長モメンタムのピークアウトを示唆している点は

留意しておきたい。生産は4-6月期も増産が期待されるが、ここへ来て米中の製造業サーベイが軟化するなど、外需に悪化の兆候が散見されており、日本の成長を阻害する可能性が懸念される。



### < #政治リスク #恐ろしいほど恐怖指数が低かった恐怖指数 >

- ・17日の米国市場では米政治の混迷が嫌気された。一部投資家は税制改革の遅れのみならずトランプ政権の崩壊すら意識したとみられ、そうした下でNYダウは急落。リスクオフ下でUSD/JPYは113後半から110後半へと2%超下落した。現時点で今回の騒動が政権崩壊に発展する可能性は低いとみられるが、それでも金融市場はテールリスクを織り込むような動きをみせた。
- ・もともと冷静に考えると、5月入り後は景気先行指標であるISM製造業指数、米製造業PMI (Markit)、NY連銀指数が反転低下したほか、米国のエコノミックサプライズ指数が一気にマイナス圏に突入するなど“予想外”に景気モメンタムが減速するなかで、米国株が最高値圏を維持し、恐怖指数(VIX)が一桁台に低下するという歪な現象が観察されていたことを振り返る必要があるだろう。4月の中国経済指標が総じて軟化したことに対しても、金融市場の反応が極めて限定的であったことを踏まえると、市場の楽観が行き過ぎだったと読み替えるのが正しいように思える。筆者はここ数日、グローバル経済の景気モメンタムが夏場に向けて鈍化する可能性を指摘していたが、17日のリスクオフはそうしたマクロ経済の変調が金融市場に織り込まれたという点において、ある種の正常化とみることもできる。たしかに米政権の波乱は気掛かりだが、政権崩壊というテールリスクを意識するのはやや行き過ぎの印象で、またそれをリスクオフの主因として捉えるのは違和感がある。

