

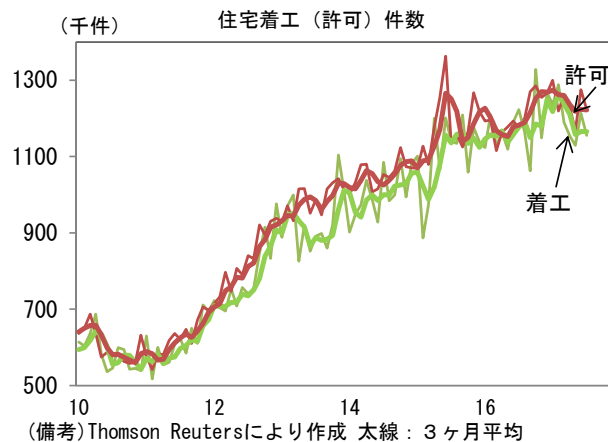
インフレ鈍化でも利上げ再開の可能性

2017年8月17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】

- ・ 7月FOMC議事録の詳細は後述。
- ・ 7月米住宅着工件数は前月比▲4.8%、115.5万件と市場予想（122.0万件）を下回った。戸建て、集合住宅の双方とも3月に急減した後、均してみると横ばい圏に留まっている。他方、7月の住宅着工許可件数は前月比▲4.1%とまとまった幅で減少したが、こちらはピーク水準を僅かに下回る水準にあり、比較的堅調に推移している。着工件数の頭打ち傾向は懸念材料だが、最新のNAHB住宅市場指数がブーム領域に回帰したことを踏まえると、目先的には回復が見込まれる。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

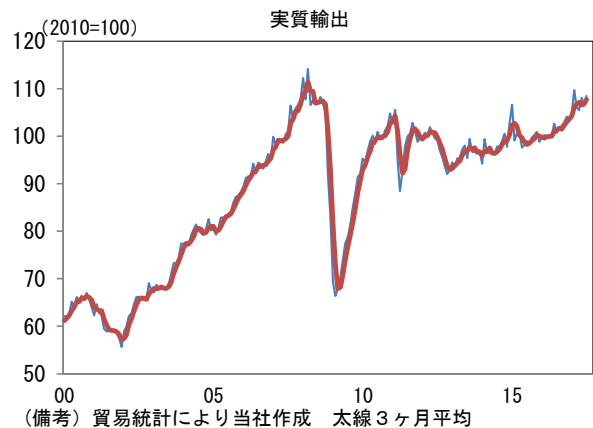
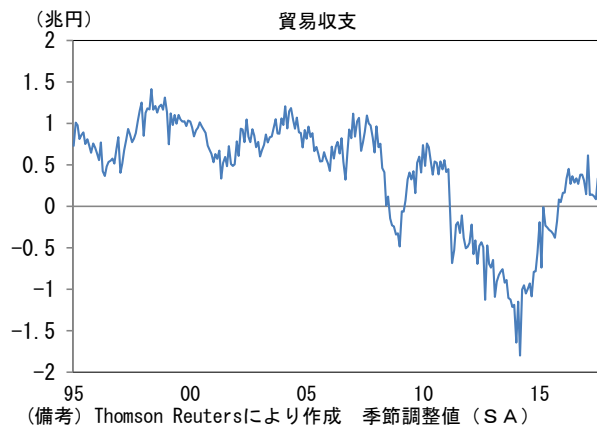
- ・ 前日の米国株は小幅上昇。朝方は新規の材料に乏しいなかで買い優勢となっていたが、午後にかけて利益確定売りが優勢に。FOMC議事録の結果は株式市場にニュートラル。WTI原油は46.78ドル（▲0.77ドル）で引け。
- ・ 前日のG10通貨はUSDの弱さが目立った。米国時間入り後から米金利が低下基調を辿るなか、FOMC議事録を受けて米金利が低下すると、USD売りが膨らんだ。USD/JPYは110後半から109後半へと水準を切り下げ、EUR/USDは1.17後半へと水準を切り上げた。
- ・ 前日の米10年金利は2.222%（▲5.1bp）で引け。住宅指標の予想比下振れなどから、米国時間入り後に金利は低下基調となった後、FOMC議事録を受けて一段と金利低下。欧州債市場（10年）はドイツ（0.445%、+1.2bp）、フランスが小幅に金利上昇となった一方、イタリア、スペインが金利低下。対独スプレッドはイタリア、スペインで低下。ジャクソンホールシンポジウムでドラギ総裁がテーパリングに関するメッセージを発しないとの観測報道が材料視された。

【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、新規の材料に乏しいなか、USD/JPY下落を伴って小幅に下落（10：30）。
- ・ 7月貿易統計によると輸出金額は前年比+13.4%、輸入金額は+16.3%、貿易収支は4188億円の黒字とな

った。前年比ではエネルギー関連品目の輸入が増加する一方、輸送用機器、一般機械、電気機器の輸出が増加。季節調整値では輸出金額が前月比+2.8%、輸入金額が▲1.2%、貿易収支は3374億円の黒字。貿易収支は均してみれば減少基調にある。

- ・物価・為替変動を除いた実質輸出は前月比+1.7%と増加。4-6月期に増勢が一服した後、7-9月期に順調な滑り出しを遂げた格好となる。最新の製造業PMIでは新規輸出受注が落ち込むなど、やや不気味な兆候も散見されるが、海外経済の底堅さを踏まえれば、先行きは堅調な展開が見込まれる。なお、当社算出の実質輸出の水準は2008年のピーク時まで僅か3%強のところに迫っている。



< #12月FOMC #インフレ反発が条件 #株高なら利上げ? >

- ・7月FOMC議事録が発したメッセージは以下のとおり。
- ・まず従来からあるメッセージの骨格としては「物価の弱含みは一時的」、「インフレ率が中期的に緩やかなペースで当局目標の2%に上昇する」と多くの参加者が指摘するなかで、一部の参加者が「インフレ率がFRBの目標に近づいていることを指標で確認できるまで利上げをしない方がよい」というもの。
- ・一方、今回の新たなメッセージとしては「多くの参加者」が「インフレ率が現在の予想よりも長い間2%を下回り続ける可能性がある」とし、数名の参加者は「インフレ見通しが下落方向に動くリスクがある」との記載があったこと。インフレ率鈍化が“一時的”であるとの見方に疑問を呈する参加者が増加したこと（が記載されたこと）は、12月の利上げ再開のハードルが高まったことを意味する。これは言うまでもなく、過去5ヶ月程度のインフレ指標が不可解なほど鈍化したことに対する懸念である。
- ・その他、追加的なメッセージとしては、数名の参加者が、低金利政策の長期化が株価の一段の上昇を通じて「更なる（≡過度な）金融環境の緩和」（括弧内は筆者の意識）を誘発するとして資産市場の過熱を警戒したほか、2名の参加者が商業用不動産の過熱を注視する構えをみせた。
- ・これらを整理すると、現時点でFEDメンバーにとっての最も重要な事項は、やはりインフレ率の軌道であろう。景気が順調に拡大するなかでも、目下のようにPCEデフレータが下向きのカーブを描きつつ2%を下回っているようであれば、利上げは正当化されにくい。他方、このところの株価バリュエーションに鑑みると、緩和的な金融政策の長期化が資産バブルや過度なリスクテイクを促す可能性を無視できないのも事実であり、仮にそうした傾向が顕著になった場合はインフレ率が下向きでも引き締めの方向に舵を切る可能性があるだろう。仮に12月時点でインフレ率の反転上昇が確認できなかったとしても、株価が高値圏を維持するようであれば、追加利上げ断行の可能性があると想定しておきたい。