

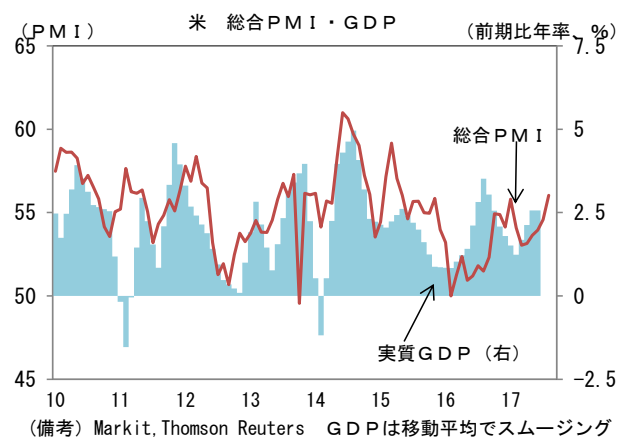
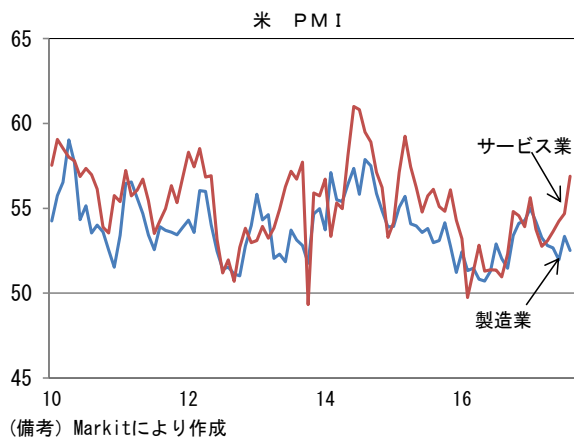
「金融の安定」 BISビューを一部肯定か ～ジャクソンホール タイトルが気になる～

2017年8月24日（木）

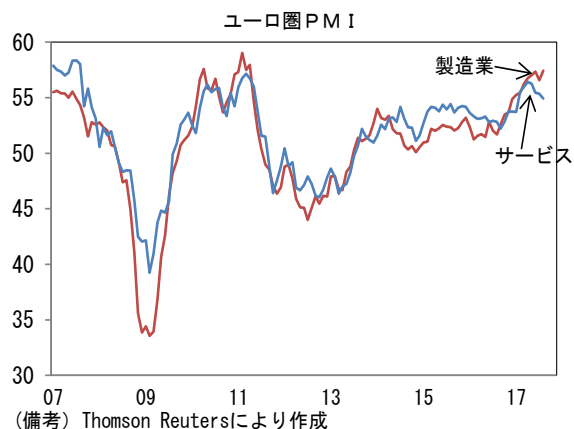
第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 8月米製造業PMIは52.5へと7月から0.8pt低下。市場予想（53.5）を下回った。構成5項目の内訳は、生産（54.1→52.2）、新規受注（53.9→53.1）が軟化した一方、雇用（52.8→52.9）は僅かに改善。その他では購買品在庫（51.7→50.2）が下押しに寄与、サプライヤー納期（52.8→52.9）が押し上げに寄与。構成項目外では新規輸出受注（49.8→49.7）の50割れが続いた一方、受注残（50.6→51.1）が上昇。足もとで増産モメンタムが一服したことを示唆しているが、受注・在庫バランスは改善しており、先行きはポジティブ。同時に発表されたサービス業PMIは56.9へと7月から2.2pt改善、総合PMIは56.0に到達した。製造業のモメンタムがやや鈍化するのをよそにサービス業の景況感は顕著に改善しており、今回の結果は実質GDP成長率の年率2%台後半に整合する。



- ・ 7月米新築住宅販売件数は前月比▲9.4%、57.1万件となった。もっとも、過去分は上方修正されており、均してみれば底堅い推移となっている。在庫不足がボトルネックだが、最新のNAHB住宅市場指数がブーム領域にあることを踏まえると、住宅市場の環境は悪くないと判断される。
- ・ 8月ユーロ圏総合PMIは55.8と、7月から0.1pt改善。サービス業PMIが54.9へと0.5pt軟化した反面、製造業PMIが57.4へと0.8pt上昇。発表元のMarkitによれば今回の結果は実質GDP成長率の前期比＋0.6%に整合すると言う。ユーロ圏の成長率は前期比年率2%台半ばの成長軌道を維持しているとみられる。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は反落。政治的な対立が債務上限問題に発展するとの懸念等からリスクオフ。トランプ大統領はメキシコ国境との壁建設について「もし政府機関を閉鎖しなければならない事態となっても建設する」として強硬姿勢。WT I 原油は48.41^{ドル}（+0.58^{ドル}）で引け。
- ・前日のG10通貨はJPYと欧州通貨の強さが目立った一方、USDの強さは中位程度。米国の政策不透明感などから日本時間午後よりJPYやEURに対してUSD売り開始。USD/JPYは109を割れ、EUR/USDは1.18を突破。MXNは1.5%の下落に見舞われた。
- ・前日の米10年金利は2.166%（▲4.7bp）で引け。上記要因によってリスクオフの米債買い。なお、この段階ではテクニカルデフォルトを懸念する動きは観察されていない。欧州債市場（10年）はドイツ（0.377%、▲2.3bp）、フランスが金利低下となった一方、イタリアが金利上昇、スペインが横ばい。対独スプレッドはフランスが概ね横ばい、イタリア、スペインがワイドニング。

【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、米株安・USD/JPY下落にも拘らず、底堅く推移（11：00）。

< # B I S ビュー # F E D ビュー # 「金融の安定」とは？ >

- ・本日から26日までの日程でジャクソンホール・シンポジウムが開催される。今年のテーマは「ダイナミックな世界経済の促進」。注目のイエレン議長、ドラギ総裁の講演は25日に予定されている。かつてこの場でバーナンキ議長が重要な政策変更のメッセージを発し、ドラギ総裁も2014年に資産購入の可能性を示唆した経緯があるが、結論を先取りすると、今年は両中銀トップとも目先の金融政策については言及しない見込み。
- ・ドラギECB総裁については、関係者の発言として「金融政策に関する新たなメッセージは打ち出さないと15日付けでロイターが報じている。「秋」に討議するとしていた資産購入の縮小に関して何らかのメッセージが発せられるとの期待が一部にあったものの、このところのユーロ高傾向に歯止めをかけたいとの意図もあつとみられ、ECBが事前にそうした観測を打ち消した格好となる。昨日発表のPMIが示唆しているとおりのユーロ圏経済は好調そのもので、出口の第一歩を踏み出す環境は整っているが、今回のシンポジウムで明示的なシグナルが出る可能性は低い。
- ・イエレン議長も目先の金融政策について言及することはないだろう。9月のバランスシート縮小開始の決定が既成事実化していることもあり、敢えてこの場で発言する必要性に乏しい。仮に明確な示唆があつとしても、市場の反応は限定的とみられる。
- ・今回の講演の題目は「金融の安定（*Financial Stability*）」。金融規制・監督に関する話が中心になるとみられるが、金融政策が資産価格に与える影響について何らかの言及がある可能性は想定しておきたい。従来FEDは、資産バブルを未然に防止することを重視するBISビューに距離を置き、「雇用最大化と物価安定」の達成を目的とする金融政策の結果、資産価格が大幅な上昇を示したとしても、それを金融引き締めによって阻止する必要はないとの考えを示している（FEDビュー）。しかしながら、このタイトルから察するに、緩和的な金融政策が資産バブルを誘発するとの認識が示される可能性はあるだろう。折りしも、直近発表された7月FOMC議事録では株価バリュエーションや商業用不動産（ローン）市場の過熱感に関する記載が盛り込まれていたばかりなので、BISビューを一部肯定する発言があっても不思議ではない。
- ・現在進行中の金融政策の正常化を巡っては、不可解なほど鈍いインフレ率が利上げの阻害要因となっている。FEDとしては利上げを正当化する材料が欲しいのが実情だろう。さすがに資産価格の過熱を明示的に牽制することはないだろうが、金融政策の正常化を進める上で、それが根拠の一つになる可能性はある

だろう。イエレン議長が「金融の安定」を保つうえで、資産価格を重視する構えをみせれば、インフレ率が停滞するなかで、F E Dが12月に利上げを再開する可能性が高まる。リスク性資産に打撃がおよぶ可能性に留意しておきたい。