

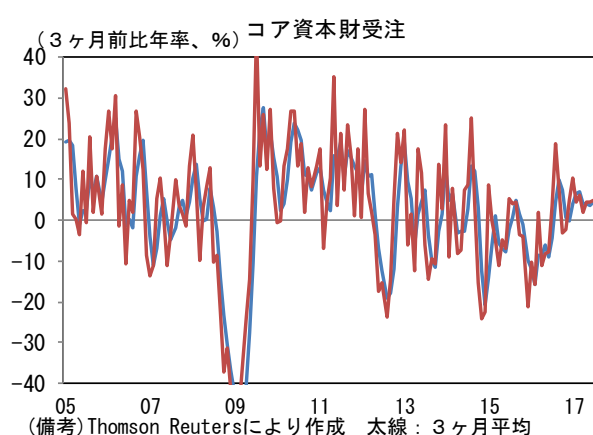
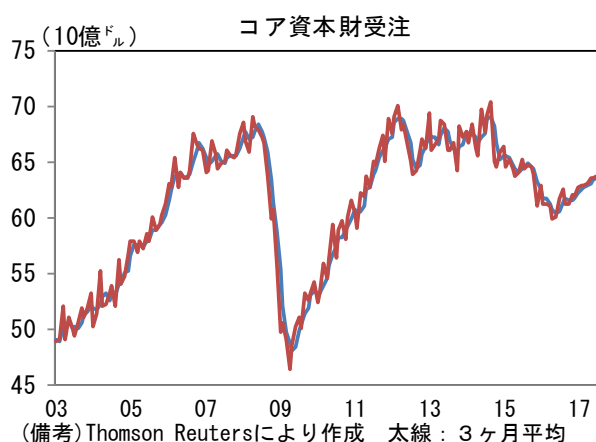
気味が悪くても ～FEDは物価優先 今週はインフレ指標注視～

2017年8月28日（月）

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月米耐久財受注は前月比▲6.8%と市場予想に概ね一致して2ヶ月ぶりに減少。もともと、民間航空機（▲71.0%）の大幅な減少が主因で、輸送用機器を除いたベースでは+0.5%と3ヶ月連続の増加。基調は悪くない。最重要項目のコア資本財受注は7月に+0.4%と伸び、3ヶ月平均でも+0.4%と基調的な底堅さが窺える。3ヶ月前比年率では+5.0%、同3ヶ月平均では+4.6%と2017年入り後はプラスが定着している。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・ 前日の米国株は反発。イエレン議長の講演で目先の金融政策について言及がなかったほか、ドラギ総裁の講演も新味に乏しい内容だったことから米金利低下・USD安の展開。株式市場には追い風となった。またコーンNEC委員長が「来週からトランプ大統領の日程は税制改革を中心に展開する」と発言したことも材料視された。WT I原油は47.87ドル（+0.44ドル）で引け。
- ・ 前日のG10通貨はUSDの弱さが目立った反面、EURの強さが目立った。イエレン議長の講演は目先の金融政策についての言及がなくUSD売り材料に。USD/JPYは109前半に水準を切り下げ、EUR/USDは1.19半ばまで水準を切り上げた。
- ・ 前日の米10年金利2.166%（▲2.8bp）引け。上述のとおりイエレン議長が目先の引き締め計画に言及しなかったことで米債市場はショートカバーの動き。欧州債市場（10年）はドイツ（0.380%、+0.4bp）、フランス、イタリア、スペインが金利上昇。対独スプレッドはイタリアがタイトニング、スペインが小幅ながらワイドニング。

【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、25日との比較でUSD/JPYが下落しているものの、売りが膨らむ様子はなく、前日終値付近でもみ

合い（10：30）。

<#金融政策に言及なし #インフレ指標注視>

- ・上述のとおり今年のジャクソンホール・シンポジウムではイエレン議長、ドラギ総裁ともに目先の金融政策についての言及を避けた（黒田総裁は参加も講演はなし）。FEDについては、9月のバランスシート縮小開始の決定が既成事実化するなか、市場参加者の視線は12月FOMCの利上げ再開に向かっていたが、それについて言及するにはインフレ指標の蓄積を待つ必要があったということだろう。具体的な話をするには、31日（木）発表のPCEデフレーター、1日（金）発表の雇用統計で平均時給を確認してからの方が合理的だろう。ECBについては、来週7日の理事会まで時間的距離がさほどなく、「秋」に検討と、予め宣言していたことを踏まえれば、今回の場で言及を避けるのは自然な選択だろう。
- ・今週の注目点は、①7月の日本の鉱工業生産、②7月米PCEデフレーター、③8月米雇用統計。①についてはマーケットインパクトこそ限定的だが、日本経済（企業収益）を読む上では最も重要な月次指標の一つであり、マクロファンダメンタルズを把握するために不可欠な存在である。7月は前月比▲0.3%と小幅減産が見込まれているが、これは6月に+2.2%と高く伸びた反動であり、予想に届けば今四半期の増産の可能性が一段と高まる。既発表の製造業PMIは7-8月の堅調な生産を示唆していたが、ハードデータで生産実績を確認したい。
- ・マーケットインパクトの観点から注目すべきは、やはり米インフレ指標だろう。FEDが重視するPCEデフレーターは過去数ヶ月に著しく減速し、もはやその動きは“一時的”ではなく“基調的”になりつつある。そうしたなか、当社は7月のPCEデフレーターが前年比+1.3%へと更なる減速を示すと予想。コアデフレーターは+1.5%と横ばいを見込むが、どちらの尺度でみても2%まで距離があることに変わりはない。市場予想を下振れることがあれば、12月FOMCの利上げ見送りを織り込む動きが加速しよう。同様の観点から雇用統計の平均時給も注目されよう。市場は前年比+2.6%への加速を見込むが、この指標は2017年入り後に予想比下振れが頻発している。今回も下方向へのリスクに注意が必要だろう。
- ・PCEデフレーターと平均時給が市場予想に届かなかった場合、9月FOMCではドット・チャートは下方シフト、声明文では“ディスインフレ警戒”が一段と強まろう。一部のFED高官は複数回の利上げにもかかわらず、金融市場が極めて緩和的な環境にあることに“気味の悪さ”を感じているようだが、それでもFED中枢は物価目標達成を優先する構えを崩さないだろう。