

米金利上昇に耐えられるか？ ～米CPI発表前の予習～

2018年4月11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】

- ・欧米で主要な経済指標の公表はなかった。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は続伸。米中貿易摩擦に対する懸念が緩和したことから買い優勢。習主席が銀行部門の市場開放、自動車の輸入関税引き下げなどに言及し、これをトランプ大統領がTwitterで称賛したことが背景。WTI原油は65.51ドル（+2.09ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はJPYが最弱となり、USDやCHFの弱さも目立った。USD/JPYは107前半へと上伸。他方、EUR/USDはノボトニー・オーストリア中銀総裁が中銀預金金利の引き上げに言及したことなどから、1.23後半へと水準を切り上げた。
- ・前日の米10年金利は2.801%（+2.2bp）で引け。CPIの公表を翌日に控えるなか、株式市場の上昇を横目に金利上昇。欧州債市場（10年）はドイツ（0.516%、+1.1bp）、フランス、イタリア、スペインが金利上昇。対独スプレッドは概ね横ばい。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米国株上昇には追随せず、前日終値付近でもみ合い（10:00）。コア機械受注が予想外に増加するなど支援材料はあったが特段材料視されていない。

< #米CPI #USD/JPY #米金利上昇に耐えられるか >

- ・本日は3月の米CPIが公表される。この指標は、本来、FEDが最重要視するPCEデフレータの前哨戦的な位置づけであったが、2017年に度重なる下方サプライズを経験して以降、今や主役級の扱いとなっている。この2月に発表された1月CPIがコンセンサスを上回り、米金利急上昇を誘発したのは記憶に新しい。
- ・3月CPIの市場予想は前月比+0.0%、前年比+2.4%（2月+2.2%）。注目のコア物価は前月比+0.2%、前年比では+2.1%へと2月から0.2%pt伸びを高めることが予想されている。前年比上昇率は17年に携帯電話料金が大幅に値下がりしたことの“裏”によって強さが誇張されているが、仮に予想通りとなれば、17年3月以来で初めて2%の節目を超えることになる。PCEデフレータとの比較で家賃のウェイトが高いこと等からCPIの伸び率が高めにでているとはいえ、インフレ基調が上向いていること自体は事実であり、このことはFEDの利上げを促す論拠となる。FEDは失業率がNAIRUを下回っているにもかかわらず、インフレ率が高まらないことを「謎」と表現してきたが、その謎は解消されつつある。
- ・本邦投資家としてはUSD/JPYの動きが気になるところだが、3月のCPIが予想どおり上昇し、インフレ率の加速が確認できたという前提を置くと、USD/JPY予想は以下の順序で組み立てるのが適切と考えられる。まず、現実のインフレ率上昇加速を受けて①米長期金利が上昇するか否か、それに②米国株が耐えられる

か否か、この2つが重要だろう。

- 米長期金利が上昇して日米金利差が拡大し、なおかつ株式市場が好調で投資家のリスク志向が維持されれば、JPYのショートポジションは膨らみ易く、USD/JPYは上昇する可能性が高い。反対に米長期金利上昇が米国株下落を誘発すれば、投資家のリスク志向が削がれ、JPYのショートポジションは巻き戻され易く、USD/JPYは下落する可能性が高い。また、長期金利（特に2年ゾーン以降）が上昇しない或いは低下するケースも想定されるが、この時は米国株の動きがより重要となることから、最近の米中貿易摩擦の帰趨、グローバル景気のパフォーマンスなど総合的な見極めが必要となる。
- このように最近のUSD/JPYは日米金利差だけでの説明は難しくなっている。これは米景気の拡大サイクルが終盤に差し掛かりつつあることから、USDの中長期的な強気見通しが共有されにくいことが背景にあるとみられる。筆者はこうした観点からUSD/JPYの先行き12ヶ月見通しを100へと引き下げた。詳細は[4月4日付レポート](#)を参照されたい。

