

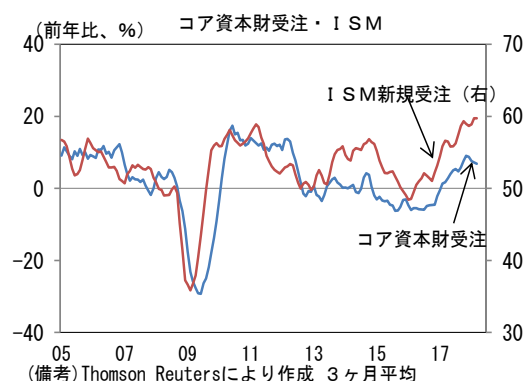
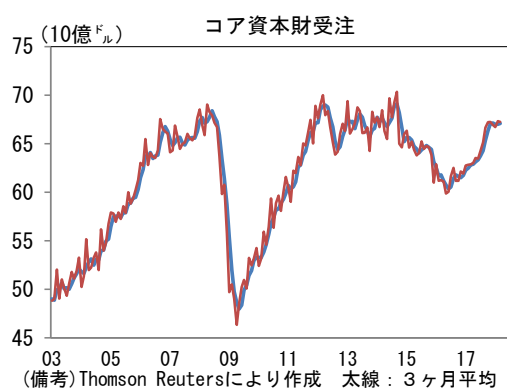
- ・生産・物価ともに「弱い」 雇用は「異常な強さ」
- ・ECB理事会は無風（ガイダンス修正はデータ待ち）
- ・「悲鳴」が鳴り響く（カーブ・フラット化）

2018年4月27日（金）

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】

- ・ECB理事会では金融政策の現状維持が決定され、フォワードガイダンスの変更もなかった。総裁会見ではユーロ圏経済について「全般的に成長は堅調で、裾野が広い状態が続く」として、最近の企業サーベイの軟化は年末年始あたりにみられた著しい改善に対する反動であるとの見方が繰り返された。資産購入に関するフォワード・ガイダンスについては、次回理事会の6月もしくは7月に何らかの方針が示される公算が大きいとして、それまでに入手できる指標を吟味する構えを示した。ユーロ高が一服する下、企業サーベイの軟化傾向が一服すれば、年内の資産購入終了の可能性が高まる。
- ・3月米耐久財受注は前月比+2.6%と予想を上振れた反面、輸送用機器を除くと▲0.0%と弱く、そこから国防財等を除いたコア耐久財受注は▲0.1%と予想外に減少した。コア耐久財は過去分が下方修正されたことから、3ヶ月前比年率では▲0.2%と減少トレンドに転じ、前年比伸び率も縮小傾向にある。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は続伸。米長期金利の低下が株式市場をサポートする下、SNS大手の好決算を受けてNASDAQ中心に上昇。WTI原油は68.19ドル（+0.14ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はJPYが独歩高となるなか、SEKが大きく売られたほか、EURの弱さも目立った。SEKの弱さはリクスバンクが予想どおり政策金利を▲0.5%で据え置いた一方、利上げ時期を「年末に向けて」として2月に示した「年後半」から後ろ倒したことに反応したもの。USD/JPYは米長期金利の低下を横目に直近の反動もあって小幅に下落。EUR/USDは会見中に急落、1.22割れを試した。
- ・前日の米10年金利は2.981%（▲4.5bp）で引け。米国固有の材料がないなか、欧州債金利の低下に追随。カーブは2年2.482%（▲0.6%）、5年2.620%（▲2.4%）、30年が3.164%（▲4.3bp）と10年ゾーンの低下幅が最も大きく、フラット化傾向が継続（解釈については[26日付けレポート](#)参照下さい）。欧州債市場（10年）はドイツ（0.593%、▲4.1bp）、フランス、イタリア、スペインが何れも金利低下。対独スプレッドは概ね横ばい。ECB理事会の決定およびドラギ総裁の会見が直接影響したか定かではないが、日

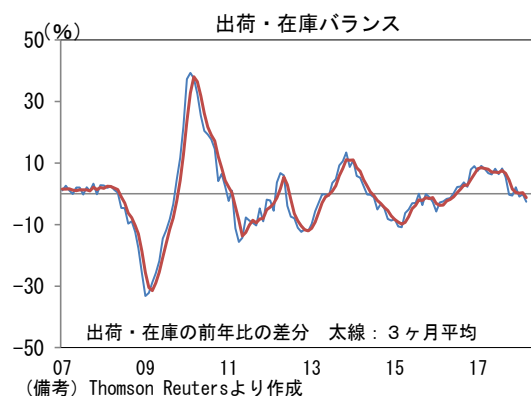
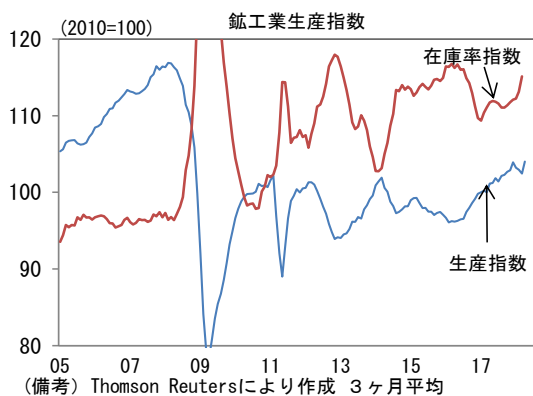
本時間23時頃に株高・金利低下・EUR売りの反応がみられた。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

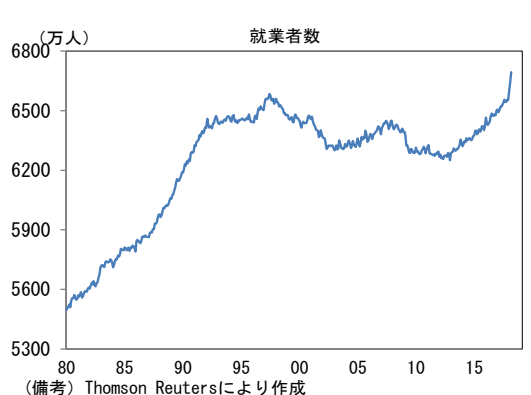
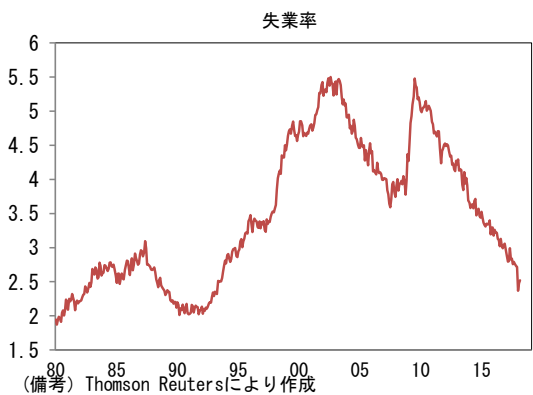
・日本株はUSD/JPYが安定的に推移する下、米国株高に追随（前引け）。

< # 鉱工業生産 # 失業率 # 東京都区部CPI >

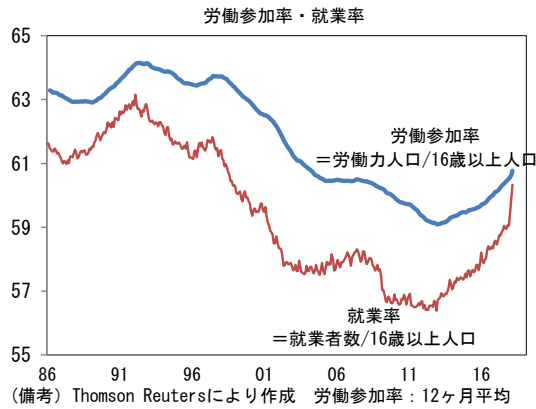
- ・3月鉱工業生産は前月比+1.2%と市場予想（+0.5%）を上回った。2ヶ月連続の増産も1月の大幅減産は取り戻せず、四半期ベースでは年率▲5.5%の減産（8四半期ぶり）。なお、この指標は（年間補正後も）季節調整の難しさ等からボラタイルな動きに悩まされており、奇数月に弱く、偶数月に強い傾向が鮮明。したがって四半期では1-3月期と7-9月期は弱め、4-6月期と10-12月期は強めに易く、四半期ベースで基調判断をすることが難しくなっている。ただし、そうしたノイズを除去しても過去数ヶ月は弱めの印象が拭えない。3月は出荷減（前月比▲0.2%）、在庫減（▲0.2%）、在庫率上昇（+3.5%）とバランスは悪く、前年比でみた出荷・在庫バランスは▲2.6%、同3ヶ月平均でも▲1.2%。後者は2016年6月以降で初めてのマイナス。経産省は在庫循環が「在庫積み上がり局面」に入ったと判断した。
- ・先行きを占ううえで有用な生産予測指数は4月が+3.1%、5月が▲1.6%であった。これを基に経産省が独自に試算した4月の生産予想値は+1.4%。これが実現すれば4月の水準は1-3月期のそれを年率+3.1%上回ることから、基調としては緩やかな増加傾向を辿るとみられる。ただし、4月製造業PMIでは新規輸出受注が50を割れるなど不気味なシグナルも散見されている。出荷・在庫バランスの悪さ等も踏まえると、リスクは下方に傾斜している。



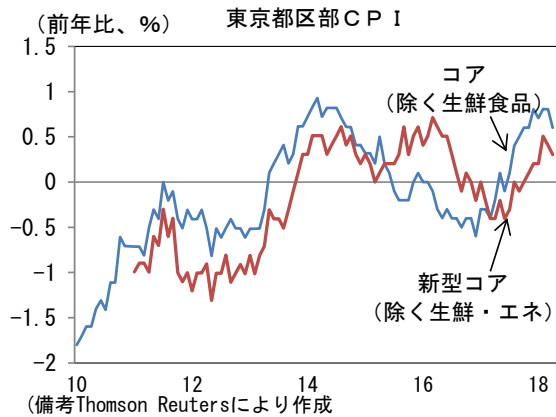
- ・3月失業率は2.5%と2月から不変。失業者数が+4万人と2ヶ月連続で増加すると同時に、就業者数が+48万人と驚愕のペースで増加。就業者数の増加ペースは1月以降、米雇用統計のNFP+120万人程度に相当する強さが続いている（労働力人口の規模で調整）。非労働力人口は▲55万人と5ヶ月連続で減少し、労働参加率と就業率は上昇傾向が顕著。類似指標の毎月勤労統計で、このような“バラ色”の強さが示されていないことから判断すると、労働力調査の強さは統計の不完全さによって歪められている可能性があるものの、それでも足もとで労働市場が一段と改善している事実は揺るがない。人手不足に直面する下で企業は新規採用を積極化しているとみられる。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



- ・ 4月の東京都区部C P Iはネガティブサプライズ。総合C P Iは市場予想の+0.8%に対して+0.5%と大幅に予想を下振れ、3月から0.5%ptの減速。生鮮野菜、エネルギーが下押しに効いたことはともかく、コア部分が弱く失望的。コア物価(除く生鮮食品)は+0.6%、新型コア(除く生鮮食品・エネルギー)は+0.3%とそれぞれ0.2%pt低下。携帯電話機、教養娯楽用耐久財が下方向に効いた形だが、価格改定の集中する4月に広範な品目で上昇が観察されなかったことは、企業の慎重姿勢がなお強いことを浮き彫りにしている。需給ギャップ解消に伴いインフレ圧力が強まるとの見方に変わりはないが、目的的に全国C P Iが加速していく姿は描きにくくなった。日銀の出口戦略着手はますます困難になったと判断される。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。