

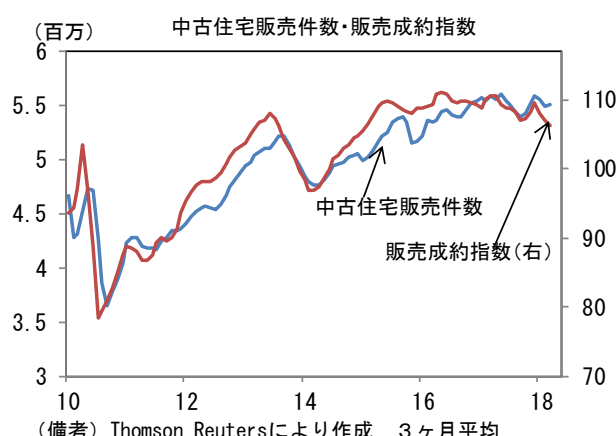
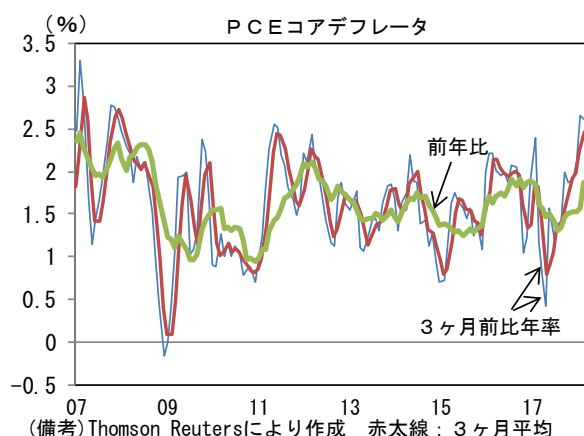
オーバーキルが心配 ～しかも米国株は金利上昇に脆弱～

2018年5月1日（火）

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】

- ・3月米コアPCEデフレータは前月比+0.15%、前年比+1.88%と市場予想（前月比+0.2%、前年比+1.9%）に一致。3ヶ月前比年率では+2.61%、同3ヶ月平均では+2.47%へとモメンタムは加速。総合デフレータの前年比は+2.0%と、2017年2月以来で初めて2%に乗せるなどインフレの基調はしっかり。こうした状況に鑑みれば、6月FOMCにおける追加利上げが確実視される。
- ・3月中古住宅販売成約指数は前月比+0.4%と2ヶ月連続上昇。3月平均ではなお下向きも、下げ止まりの兆候。この指標が実際の中古住宅販売に1-2ヶ月の先行性を有することに鑑みれば、中古住宅販売件数は当面、高水準高止まりが続く見込み。



【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続落。米長期金利は低下したものの、テック株の弱さが目立つなかで、全体としても軟調な推移。WTI原油は68.57ドル（+0.47ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨は米長期金利が低下するなかでUSDが最も買われた。中銀の出口戦略が遅れるとの見方からEURとSEKが27日の流れを引き継ぎ下落。USD/JPYは日本が休日とあって小動きとなり、109前半で一進一退。
- ・前日の米10年金利は2.953%（▲0.4bp）で引け。PCEデフレータはFEDの追加利上げを促す結果も、月末需要が強くロングエンドで金利低下。カーブは27日にフラット化した後、30日も小幅ながらフラット化が進行。欧州債市場（10年）はドイツ（0.559%、▲1.2bp）が小幅に金利上昇、フランスが概ね横ばい、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3連休中の材料を消化するなか、方向感に乏しい展開（10:00）。

< #逆イールド #タームプレミアム #米金利上昇に脆弱 #オーバーキル >

- ・2月以降、金融市場のメインテーマである米長期金利の上昇とイールドカーブのフラット化について、筆者はそれが金融市場の「悲鳴」であると繰り返し主張してきた。景気拡大の後半、利上げサイクルの中で観察されるイールドカーブの急速なフラット化は、FEDの引き締め効果発現を反映していると考えられ、逆イールドへの突入はそれが過剰であったことを意味する。実際、過去の景気後退局面において、逆イールドがその1-2年前に観察されてきた事実を鑑みると、こうした説明は理に適っているだろう。
- ・FEDの引き締め（観測）が過剰である可能性は10年金利の内部でも観察されている。NY連銀のデータを用いて10年金利を「短期金利の予想リターン」と「タームプレミアム」に分解すると、目下の金利上昇が専らFEDの利上げ（観測）によってもたらされていることがわかる。景気・インフレ見通しの影響を強く受けるタームプレミアムがFEDの債券買い入れ（再投資）によって抑制されているという特殊事情はあるにせよ、目下の長期金利上昇の大部分が短期金利の予想リターン上昇によって説明可能で、かつイールドカーブの急速なフラット化を伴っているという現状を鑑みると、やはり景気のオーバーキルを懸念せざるを得ない。
- ・そうした下で米国株のイールドスプレッド（益回り-10年金利）は長期平均を明確に下回る水準へと低下し（債券投資との比較で）米国株の割高感が際立っている点には注意が必要だろう。2月の株価下落が实体经济に強く伝播することはなかったものの、株価が金利上昇に脆弱になっているのは明らかで、今後も米長期金利上昇が世界的な金融市場の混乱を誘発し、それが实体经济へ悪影響を与えることが懸念される。5月FOMCは無風通過を想定するが、6月FOMCの利上げ計画が上方修正される場合には一段の警戒が必要だろう。

