

原油が反転しても緩和継続なら実質金利が低下して・・・

2015年1月8日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部  
藤代 宏一  
TEL 03-5221-4523

<主要株価指数>		
	終値	前日比
日経平均※	17167.76	282.43
N Y ダウ	17,584.52	212.88
D A X (独)	9,518.18	48.52
FTSE100 (英)	6,419.83	53.32
CAC40(仏)	4,112.73	29.23

<外国為替>※		
USD/JPY	119.75	0.49
EUR/USD	1.1821	-0.00

<長期金利>※		
日本	0.304 %	0.003 %
米国	1.968 %	0.028 %
英国	1.615 %	0.052 %
ドイツ	0.484 %	0.038 %
フランス	0.786 %	0.055 %
イタリア	1.904 %	0.040 %
スペイン	1.688 %	0.044 %

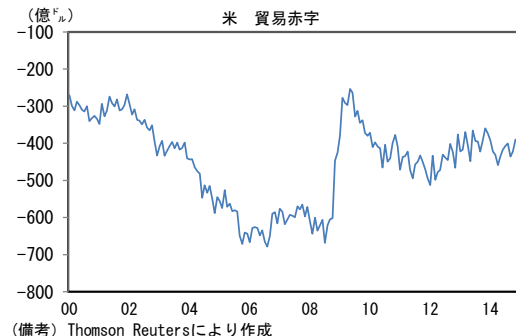
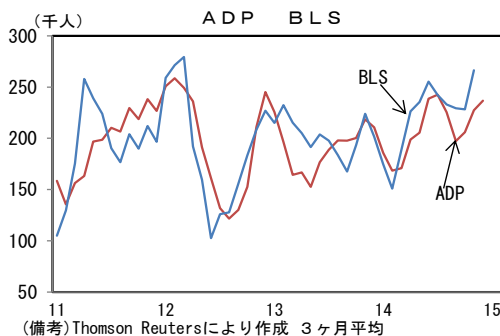
  

<商品>		
N Y 原油	48.65 <sup>ドル</sup>	0.72 <sup>ドル</sup>
N Y 金	1210.70 <sup>ドル</sup>	-8.70 <sup>ドル</sup>

※は右上記載時刻における直近値。図中の点線は前日終値。  
(出所) Bloomberg

## 【海外株式市場・経済指標他】 ～雇用統計：リスクは上下に均衡～

- ・米国株式市場は反発。過去数日の下落の反動が意識される中、ADP雇用統計、ECBの追加緩和期待が追い風となった。
- ・12月ADP雇用統計によると民間NFPは24.1万人増と市場予想(22.5万人)を上回ったうえ、前月分も上方修正(20.8万人→22.7万人)された。3ヶ月平均は23.7万人に加速、基調は上向きだ。BLS雇用統計とは若干の乖離があるものの、元来ADPの方がBLSよりも低めの数値が出る傾向があったことを踏まえると、この程度の乖離にさほど目を向けるべきではない。直近3年間の平均はADPの方がBLSよりも0.4万人程度下回っていた。12月雇用統計の市場予想は現時点で24.0万人だが、直前に発表された先行指標を精査する限り、リスクは上下に均衡していると判断される。
- ・11月米貿易収支は390.01億ドルの赤字となり、市場予想(420億ドル)を下回った。石油(▲6.0%)を中心に輸入が前月比▲2.2%と5ヶ月ぶりに減少、赤字幅縮小に寄与。石油以外も▲0.9%減少したが、これには西海岸のストライキの影響もあったとみられる。実質ベースの収支は▲478.44億ドルに改善(10月：500.82億ドル)。今回の結果は10-12月期GDPの上方修正要因となろう。



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。

## 【外国為替相場・債券市場】～ユーロ圏CPI：遂にマイナス圏突入～

- ・前日のG10通貨はJPYとEURの弱さが目立った。6日のグローバルリスクが一服、米指標も好調だったため断続的なJPY売りが観測されUSD/JPYは119半ばまで上昇。EUR/USDはユーロ圏CPIの予想比下振れも加わって一時1.18割れを試した。8日日本時間でUSD/JPYは119後半を回復（12:00）。経済指標は豪11月住宅建設許可件数が前月比+7.5%と予想（▲3.0%）に反して増加。
- ・米10年金利は+2.8bpの1.968%。一時2%を回復する場面もあったが、FOMC議事録に、警戒していたほどタカ派的な文言が含まれていなかったこともあり、上昇幅縮小。欧州債市場は総じて軟調。経済指標は注目の12月ユーロ圏CPIが前年比▲0.2%と前月から0.5%ptも下落し2009年10月以来のマイナスを記録（市場予想▲0.1%）。エネルギー物価（▲2.6%→▲6.3%）の下落幅拡大と食料・アルコール・タバコ物価（+0.5%→▲0.0%）のマイナス転化が主因。一方、コア物価は加速（+0.7→+0.8%）。コア財物価（▲0.07%→▲0.04%）が下落幅縮小、コアサービス物価（+1.15%→+1.24%）の上昇が加速した。その他経済指標は11月ユーロ圏失業率が11.5%と前月から不変。

## 【国内株式市場・経済指標他】～機械受注に注目～

- ・日本株は欧米株高を受けて高寄り後、前場は上値追い。
- ・来週は11月機械受注統計に注目。コンセンサスは前月比+4.8%と反発を見込んでいる。振れが大きい統計とはいえ前月に▲6.4%も下落していたことから、今月も予想を下振れるようだと失望を誘う可能性がある。

## 【注目点】～原油が反転しても緩和継続なら実質金利が低下して・・・～

- ・「低インフレが長期化すること自体が期待インフレ率の低下を通じてデフレのリスクになる」と指摘するドラギ総裁は、最近の原油価格下落による（期待）インフレ率低下に対処するため、1月のECB理事会で国債QE開始を宣言する見込みだ。実際、ECBが重視する5年先5年期待インフレ率は6日に1.6%を割り込んでおり、ECBの物価目標（2%）から下方乖離している。ドラギ総裁はこれまでユーロ圏の期待インフレ率は「固くアンカーされている」と自信を示してきたが、既に「ECBの責務を果たせない可能性が高まっている」として判断を修正済だ。国債QEは既成事実化したと言える。
- ・もっとも昨年秋以降の期待インフレ率低下の大部分が原油価格下落で説明できるのも事実。結果的にECBは原油価格下落を理由に追加緩和に踏み切る格好になる訳だが、今後、何らかの理由で原油価格が反転上昇した場合も直ちに金融緩和が縮小に向かう訳ではないだろう。であれば、（期待）インフレ率に上昇圧力がかかる中、国債買い入れによって名目金利は低位安定すると見込まれるため、実質金利には低下圧力がかかる。実質金利低下はその国の通貨安を促すほか、設備投資の活発化等を通じて実体経済を刺激するため、株価上昇要因となる。EUR下落（EUR/USD：1.15）と欧州株上昇を見込む筆者にとって朗報だ。
- ・上述の「原油価格下落→ECBの追加緩和→実質金利低下→EUR安・欧州株高」の構図は日銀と日本経済の関係に共通する。日銀も、原油価格下落によって「デフレマインドの転換が遅延するリスクがある」として追加緩和に踏み切ったからだ。今後、原油価格と（期待）インフレ率が反転、実質金利に低下圧力がかかればUSD/JPYは130超を試そう。そして実質金利低下と通貨安は日経平均2万円という筆者予想をサポートする。

