

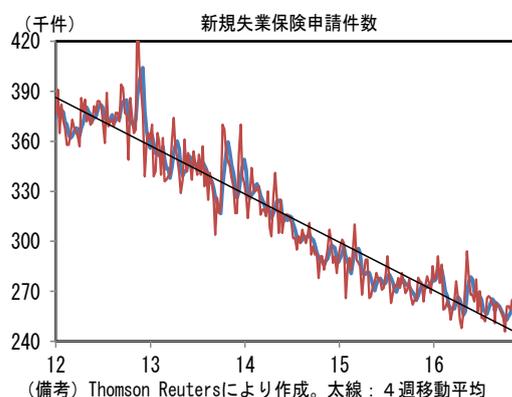
## 真価発揮イールドカーブコントロール

2016年11月11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】

- 米新規失業保険申請件数は25.4万件と前週から1.1万件減少。4週移動平均では26.0万件と概ね横ばいとなった。この指標は直近4週程度、増加傾向にあったが、一先ず増加は一服している。



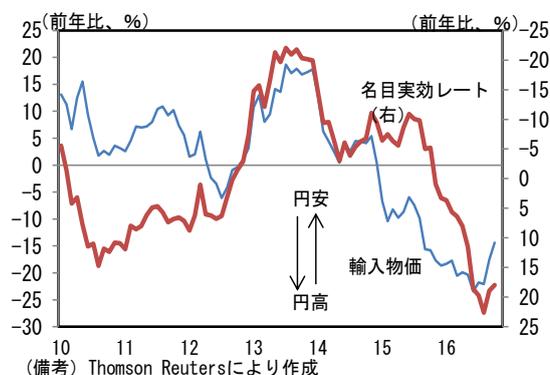
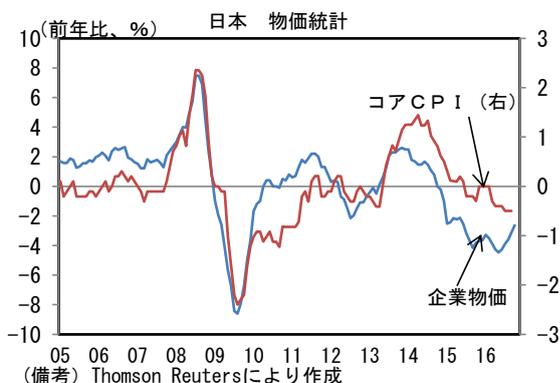
### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- 前日の米国株は続伸。大型減税・規制緩和・インフラ投資に対する期待から買いが継続。金融株は上値追い。一方、長期金利上昇が打撃となり高配当銘柄が売られたほか、輸入関税の導入を巡る不安感が意識され中国・メキシコに製造業拠点を持つ一部銘柄が軟調。WTI原油は44.66ドル(▲0.61ドル)で引け。USD高・米金利上昇が嫌気された。
- 前日のG10通貨はJPYが最弱で反対にGBP、USDの強さが目立った。投資家がリスク選好に傾斜する下、USD/JPYは106をあっさり突破した後、米国時間早朝には107に迫った。EUR/USDも一本調子下落となり、1.09を割れた。資源・新興国通貨も総じて軟調でBRL、ZARはそれぞれ5%近い下落となった(ボベスパ指数は3.3%下落)。
- 前日の米10年金利は2.150%(+9.3bp)で引け。大型減税による景気浮揚シナリオが意識され、連日の金利上昇。欧州債市場(10年)は総じて軟調。米金利上昇に追随し、ドイツ(0.274%、+7.1bp)、イタリア(1.897%、+14.4bp)、スペイン(1.390%、+11.3bp)、ポルトガル(3.397%、+11.5bp)が軒並み金利上昇。周縁3ヶ国加重平均の対独スプレッドはワイドニング。

### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

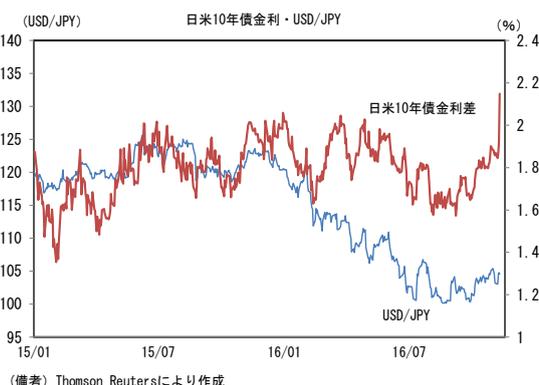
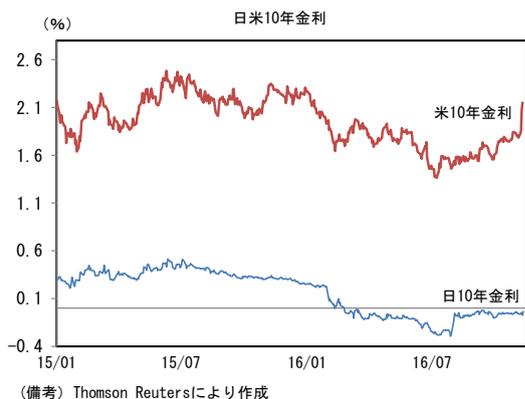
- 日本株は米株高に追随、USD/JPY上昇、米金利上昇を好感し、金融株主導でラリー。(11:00)。
- 10月企業物価指数は前月比▲0.1%、前年比▲2.7%となった。前月比伸び率は9月(±0.0%)に続いて概ね横ばい。前年比変化率はベースエフェクトによって下落幅が縮小傾向にある(9月▲3.2%)。輸入物価は前年比▲14.4%と、6月の▲23.4%をボトムに下落幅縮小。エネルギー価格が安定したことに加え、前年比でみた円高が一巡しつつあることが背景。なお、このまま資源価格が横ばいで推移した場合、物価全

体への下押し効果は2017年1-3月期に剥落する。前年比でみた企業物価は上向き公算が高く、CPIもそうした動きに追随しよう。



### < #USD/JPY #YCC真価発揮のとき #2017年利上げのパス >

- ・イールドカーブコントロールが真価発揮。選挙結果判明後に米金利がベア・スティーブするのをよそに円金利はコントロール下において10年金利が0%近傍で固定されているため、日米金利差が拡大しやすい。日米金利差とUSD/JPYに強固な線形関係があるわけではないが、選挙前から10日までに米10年金利は30bp上昇し、この間USD/JPYは107近傍へと急伸した。ちなみに2013年以降の日米10年債金利差とUSD/JPYを基に単回帰分析で算出したUSD/JPY推計値は111円である。このまま米金利が上昇傾向を維持するならば、USD/JPYのフロアが100から105へと切り上がる展開を想定しておきたい。



- ・上述したとおり米長期金利は「減税による需給悪化&景気浮揚」という共通認識の下で上昇している一方、FFレート引き上げの予想は見方が分かれている。12月FOMCこそ金利先物が織り込む利上げ確率（ブルームバーグ算出、10日時点）が80.0%と選挙前とさほど変わらず、エコノミストの予想も大きな変化はないが、一方で2017年の予想はかなり難しくなった。このままUSD高・米長期金利上昇が継続すれば、そのこと自体が引き締め効果を生み出しFFレート引き上げの必要性がなくなるとの見方ができる一方、減税・インフラ投資拡大によって実体経済が加速すればインフレ率上昇によって利上げペースが加速するとの見方もできる。なお、PCEコアデフレーターは前年比+1.7%と既に政策目標の2%に近い水準まで伸びを高めている。また、ハト派色の強いイエレン議長の再任に否定的な見解を示していることも見方を難しくさせている（WSJによると10日までにトランプ氏顧問が「イエレン議長の辞任を要求していない」と述べたと報道）。このように政策当局の動向が大きな鍵を握っていることから、それ次第で市場参加者がこれまで描いてきたシナリオが修正される可能性がある。FEDの利上げパスを巡っては判断が難しい状況が続きそうだ。

