

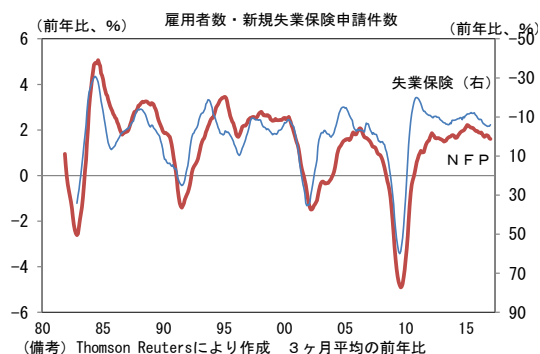
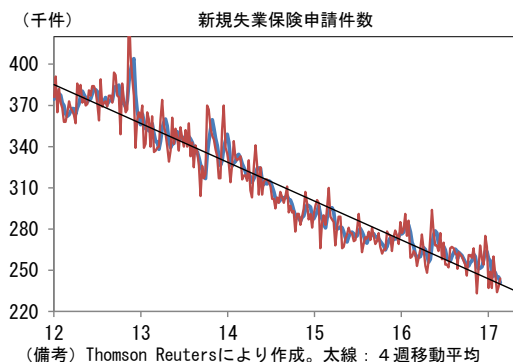
## 温度差広がり 自由度下がる

2017年2月24日（金）

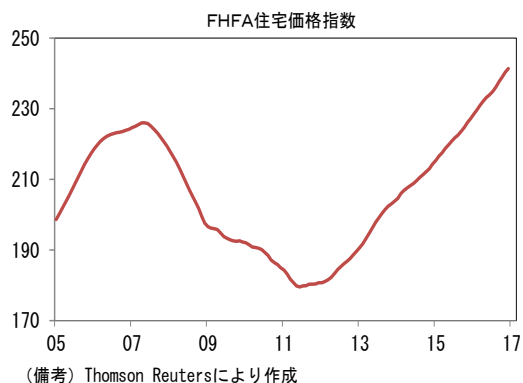
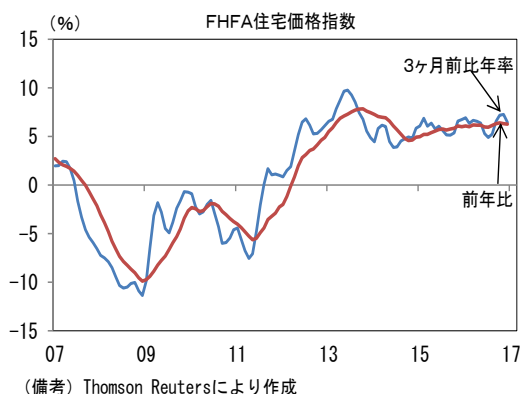
第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 藤代 宏一  
TEL 03-5221-4523

### 【海外経済指標他】

- 新規失業保険申請件数は24.4万件と前週から0.6万件増加したものの、引き続き歴史的な低水準に留まった。4週移動平均は24.1万件へと一段と減少し、1973年以来の低水準を記録。前年比でみた減少ペースは、雇用統計NFPの20万人増に整合するレベルまで戻している。労働市場の量的回復はここへ来て再加速している。



- FHFA住宅価格指数は前月比+0.4%と、概ね市場予想(+0.5%)どおりのペースで上昇。前年比では+6.2%と緩やかな加速基調にある。



### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- 前日の米国株は小幅ながら続伸。NYダウは10日連続で最高値更新。新規の材料に乏しいなか、好調な企業業績を後ろ盾に買い優勢。ここもとのUSD安も好感されている。WT I原油は54.45 (+0.86ドル)で引け。
- 前日のG10通貨はGBPが最強でそれにJPYが続いた。USD/JPYは米国時間早朝の米金利低下に足並みを揃えて下落、113を割れた。EUR/USDは1.06に水準を切り上げた。こうしたなか新興国通貨の堅調さは続き、JPM エマージング通貨インデックスは4日続伸。大統領選後の下落の大部分を取り戻している。
- 前日の米10年金利は2.372% (▲4.1bp)で引け。ムニューシン財務長官の発言を受けて、法人税減税を柱とする大型減税の実現が後ろ倒しされるとの見方が生じたことが背景。欧州債市場(10年)は総じてみれば

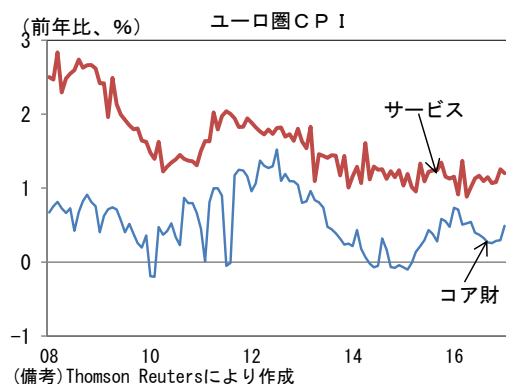
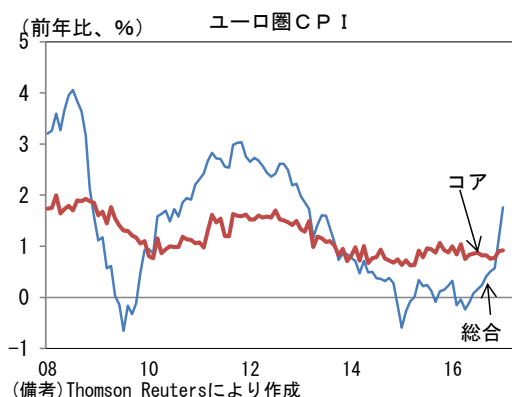
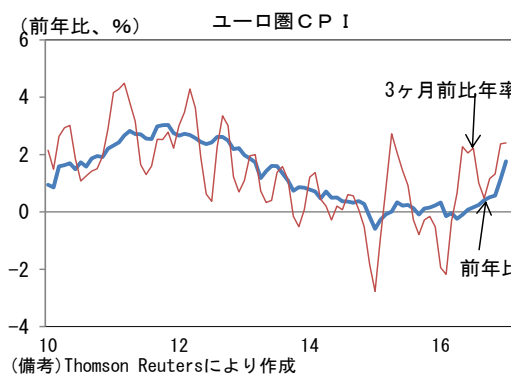
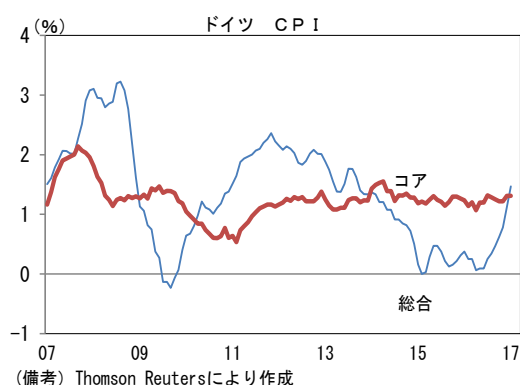
ば堅調。ドイツ (0.233%、▲4.6bp)、フランス (0.985%、▲3.1bp)、スペイン (1.686%、▲0.7bp) が金利低下となった反面、イタリア (2.225%、+3.1bp) が小幅に金利上昇。

### 【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下落が重荷となり、米株上昇に追随できず、安く寄り付いた (10:00)。

### < # ECB # ドイツと周縁国 # 温度差 >

- ・ドイツのメルケル首相は20日、ECBの金融政策について「ドイツよりもポルトガルやスロベニア、スロバキアなどに合わせて策定されている。もしドイツマルクが存続していれば、現在のユーロ相場と異なった水準にあったのは間違いない」との見方を示し、「ECBの独立した金融政策に関わる問題で、独首相が影響を及ぼすことはできない」とした。現状のドイツ経済にとって、ECBの強力な金融緩和が馴染まなくなりつつあるとの認識だろう。また、行き過ぎた金融緩和が過剰投資、すなわちバブルを招くとの含意があったのかもしれない。
- ・ここでドイツのCPIに目を向けると、総合インフレ率が2%近傍まで伸びを高めている (3ヶ月前比年率は+2.4%)。直近の数値はエネルギー価格反発、ベースエフェクト、その他幾つかの特殊要因等によって誇張されているとはいえ、さすがにこうした状況下での「マイナス金利+量的緩和」は正当化されにくい。ユーロ圏全体でみても、最近のコア物価が僅かながら加速基調にあり、このことは失業率が低下するなかで賃金上昇圧力が芽生えつつあることを示唆しているだろう。実際、労働集約的なサービス物価は緩やかながら加速に向かっている。



- ・今後、年後半にかけてドイツを中心にユーロ圏のコア物価が上昇していくようだと、ECBの金融政策はその自由度が一層低下することが見込まれる。ECBの資産購入 (月あたり600億ユーロを17年12月) を巡っては市場関係者の多くが、段階的縮小を伴った延長をメインシナリオにしているとみられるが、ドイツの反対次第では、思いのほか早期に量的緩和が打ち切られるとの見方が生じても不思議ではない。資産購入終了までの残り時間が半年を切る頃には、そうした懸念が表面化しそうだ。
- ・そうなれば、G4中銀 (FED、ECB、BOJ、BOE) の緩和度合いは一段と縮小することになる。

ここ数年、FEDの引き締めによる過剰流動性縮小（観測）を、日銀とECBが補ってきた経緯を踏まえると、ECBの緩和縮小（停止）がリスク性資産に打撃を与える可能性は否定できない。FEDのQE3発動前後にあたる2012年から13年頃にかけて、FEDのバランスシート規模で米国株上昇を説明するチャートが流行したことを踏まえると、中銀のバランスシート規模を重視する向きが多く存在するのは事実。FEDのバランスシート縮小に向けた議論が具体化するなか、ECBの量的緩和縮小にも注意を払いたい（本稿では触れなかったが日銀、BOEも例外ではない）。

