

グローバル・マーケット・レター

金融市場部

エコノミック・データ

日付	経済指標	内容	予想比／前回比	
1/5 (月)	米：ISM 製造業景気指数(12 月) 中：総合購買担当者景気指数(12 月)	47.9 51.3	↓ ↑	↓ ↑
1/6 (火)	独：消費者物価指数(12 月) 仏：消費者物価指数(12 月)	前年比 2.0% 前年比 0.8%	↓ ↓	↓ ↓
1/7 (水)	米：ADP 雇用者数(12 月) 米：ISM 非製造業景気指数(12 月)	前月比 4.1 万人 54.4	↓ ↑	↑ ↑
1/8 (木)	日：現金給与総額(11 月) 米：貿易収支(10 月)	前年比 0.5% \$ ▲294 億	↓ ↑	↓ ↑
1/9 (金)	ユーロ：小売売上高(11 月) 米：非農業部門雇用者数(12 月)	前月比 0.2% 前月比 5 万人	↑ ↓	↓ ↓

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

12 月の ISM 景気指数は、製造業は 1 年 2 か月ぶり低水準となった一方、サービス業は約 1 年ぶり高水準となるなど明暗を分けた。雇用関連では、12 月のチャレンジャー人員削減数は約 1 年半ぶり低水準となったものの、ADP 雇用者数は予想を下回った。11 月求人件数も 1 年 2 か月ぶり低水準、週次の新規失業保険申請件数、失業保険継続受給者数ともに悪化した。注目の 12 月雇用統計では、失業率が小幅改善した一方、非農業部門雇用者数は下振れ、米労働市場は総じて悪化傾向をたどる。パウエル FRB 議長の議会証言をめぐり刑事訴追の可能性が高まり、FRB の独立性維持に対する警戒感も高まる。

・欧州

ユーロ圏 11 月の小売売上高は前月比で 10 月から 0.1%低下した一方、消費者信頼感速報値から上方修正された。域内最大経済圏である独の 11 月小売売上高は前月比▲0.6%とマイナスに転じたが、製造業新規受注は同 5.6%と 11 月からプラス幅を拡大するなど経済指標は強弱が交錯する。労働市場は堅調で、独の 12 月失業率が 6.3%と横ばい、ユーロ圏の 11 月失業率は 10 月から 0.1%低い 6.3%と、過去最低水準が続く。物価面では、ユーロ圏 12 月の消費者物価指数が前年比で再び中銀目標通りの 2%に低下するなど安定する。欧州経済は総じて、低失業率と物価安定下で、緩やかな景気回復局面にある。

・日本

11 月の家計支出は前年比 2.9%と 2 か月ぶりのプラス。一方で、現金給与総額は同 0.5%と先月の 2.5%から大幅減速、その影響で実質賃金も同▲2.8%とマイナス幅を拡大した。12 月の消費者態度指数も 37.2 と 5 か月ぶりに低下。もっとも、現金給与の減速は一時金の変動による影響が大きく、共通事業所・所定内給与は同 2%と 10 月からの減速は 0.1%にとどまる。今後は、ガソリン税廃止や各種補助金の効果により CPI の低下が予想されることから、実質賃金は来月以降にプラス転換の可能性もある。高市首相の高支持率を抛り所に、衆院早期解散総選挙の思惑が急浮上する。

世界株式

	直近値(1/9)	先週比%	昨年初来%	
			現地通貨ベース	円貨ベース
(北・南米)				
ダウ工業株	48,382.39	- 0.7 %	13.5 %	12.3 %
S&P500種	6,858.47	- 1.0 %	15.9 %	14.7 %
ボベスパ	160,538.69	- 0.2 %	34.0 %	48.8 %
(欧州)				
ユーロ・ストックス50	5,850.38	1.8 %	16.6 %	31.7 %
FT	9,951.14	0.8 %	19.6 %	29.8 %
DAX	24,539.34	0.8 %	20.8 %	36.4 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	50,339.48	- 0.8 %	27.1 %	27.1 %
上海総合	3,968.84	0.1 %	23.6 %	28.6 %
ASX200	8,727.75	- 0.4 %	4.8 %	12.1 %
SENSEX	85,762.01	0.8 %	10.5 %	4.5 %

出所 (Bloomberg)

・欧州

欧州は、特定資源の輸出規制や関税措置を繰り返す米中と比較すると、貿易相手として安定感を持つ。サプライチェーンの再構築相手として世界的に選好され易く、米国からの資金逃避先としても魅力的だ。日本も似たような立ち位置だが、現在中国からの経済的圧力に直面しており、投資安心感は欧州が上回る。貿易を中心に持続的経済成長が見込まれることに加え、低失業率と物価の安定が続いており、金融緩和局面の終了とともに通貨高の可能性もあることから、当面の欧州株は堅調な展開が続くとみられる。

世界債券

(%)

債券利回り(1/9)	2年債	5年債	10年債	先週比 (10年債)
米国	3.475	3.744	4.193	0.063
英国	3.735	3.961	4.537	0.030
フランス	2.335	2.889	3.611	0.049
ドイツ	2.139	2.476	2.900	0.038
イタリア	2.240	2.890	3.613	0.060
スペイン	2.293	2.677	3.339	0.050
日本	1.178	1.548	2.066	0.025
オーストラリア	4.143	4.416	4.841	0.092

出所 (Bloomberg)

・日本

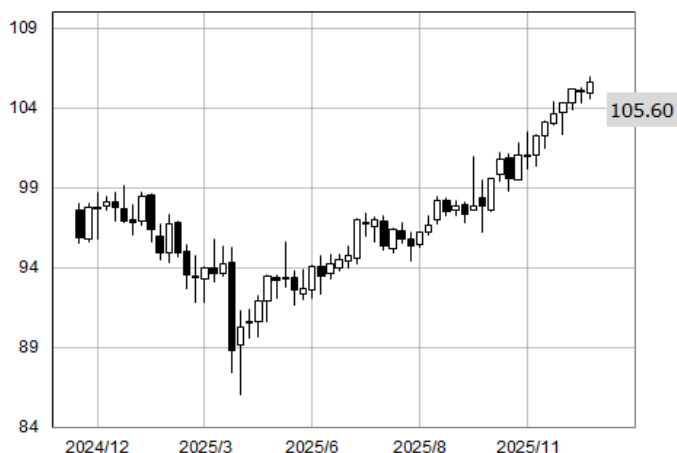
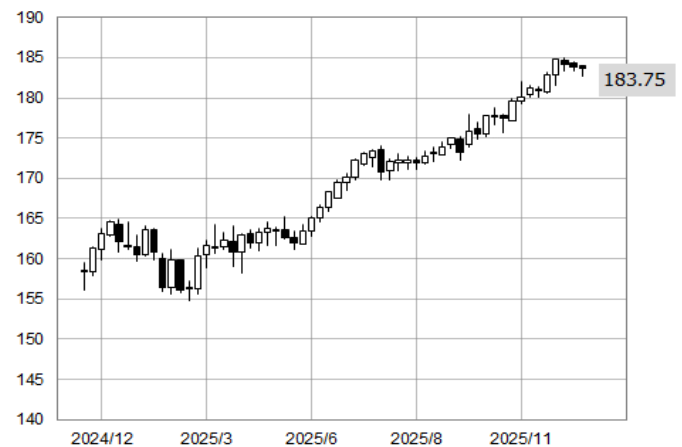
高市首相による積極的財政方針を背景に、昨年来円長期金利の上昇が止まらない。政府も警戒を強めており、前倒し債の発行減額などを駆使して、カレンダーベースの市中国債発行額を 25 年度当初予算比で 3.8 兆円、同補正予算後との比較だと 10.2 兆円減額した。発行年限も超長期を減額し 2～5 年債を増額するなど、特に需給悪化が顕著な超長期ゾーンへの配慮を示す。今後、補助金政策により CPI が一時的に減速し、長期国債の買戻しも期待できるものの、財源のない財政拡張は最終的に国債増発に繋がることを市場は見抜いている。正攻法として財政健全化に向けた明確なコミットメントが示されない限り、国債需給の本格的改善は見込めず、イールドカーブの平坦化には時間がかかりそうだ。

為替

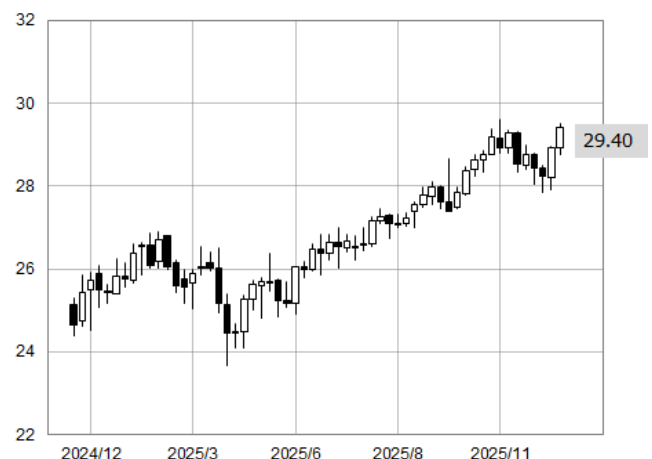
(ドル・円 週足チャート)



出所 (Bloomberg)
(ユーロ・円 週足チャート)



(豪ドル・円 週足チャート)



(ブラジルレアル・円 週足チャート)

・豪州

11月のCPIは前年同月比3.4%と予想を下回り、10月の3.8%から鈍化。前年比伸び率が前月を下回るのは5か月ぶり。電力価格のベース効果や旅行需要の軟化が影響したが、基調的なインフレを示す刈込平均は高めの伸びが継続する。実体経済では11月の住宅建設許可件数が、前月比15.2%と先月の▲6.1%から大きくプラス転換。昨年の利下げを背景に住宅市場は好転している。豪州では、家計債務がGDP比113.7%と高く、住宅価格の上昇は資産効果により支出拡大とインフレにつながり易い。このような状況下、中銀が早期利上げに転じる可能性も指摘されており、通貨豪ドルは対円で底堅い展開が期待される。

今週の予定

- 1月12日(月) 独：経常収支(11月)
- 1月13日(火) 日：景気ウォッチャー調査(12月)、米：消費者物価指数(12月)
- 1月14日(水) 米：生産者物価指数(11月)、小売売上高(11月)
- 1月15日(木) 日：国内企業物価(12月)、ユーロ：鉱工業生産(11月)
- 1月16日(金) 米：鉱工業生産(11月)、新築住宅販売件数(12月)

今週のトピック--- 中立金利って何？

昨年 12 月の日銀会合において、政策金利は 0.75% に引上げられた。利上げは予想通りだったが、中立金利(1~2.5%)の下限に近づくことで利上げ打止め感が出ることを避けるため、日銀は中立金利の見直しをするのではとの観測があったが見送られた。ここで中立金利とは何かをおさらいしてみる。

中立金利とは、景気や物価に対して中立的な名目金利の水準であり、自然利子率+物価上昇率で計算される。日銀の推計値は現在 1~2.5% だが、長期の物価上昇率目標が 2% であることから、自然利子率の推計値は▲1~0.5% となる。推計手法としては、2024 年の日銀 WP (ワーキングペーパー)「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」によれば、大きく 4 つの類型があり、各類型でも様々な手法が研究されている。類型別に考え方と代表的なモデルを表 1 に示した。

表 1. 自然利子率の計測をめぐる近年の動向

出所 (日本銀行)

類型	考え方	代表的モデル
時系列モデル	金利の長期トレンドを時系列データから推計	鎌田、岩崎、Del Negro et al.
期間構造モデル	金利の期間構造から予想パスを抽出し推計	DKW、Goy&岩崎、KWW
準構造モデル	IS 曲線などの構造方程式を仮定し中立値推計	HLW、今久保・小島・中島、中島
構造モデル	経済行動にミクロ的要素を加え均衡点を推計	岡崎・須藤、BJM

表 1 を見ると、時系列モデルとして①Del Negro et al. ②Goy&岩崎、準構造モデルとして③HLW ④小久保・小島・中島 ⑤Nakajima et al.、構造モデルとして⑥岡崎・須藤を用いて自然利子率を推計している。過去 30 年の推計結果を図 1 に示したが、植田総裁も認めるように比較的幅を持って推移する。日銀 WP では 23 年時点のレンジが▲1~0.5% で、植田総裁はこの推計値を用いていると思われる。つまり足元のデータを用いて各モデルで再計算するとレンジは変わる可能性が高い。日銀は最新の計算結果を持つはずだが、何らかの理由で今回公表を見送ったようだ。さて、筆者はデリバティブトレーダー時代に、主として日銀 WP の類型による期間構造モデルを用いていた。ここでそのモデルで直近の自然利子率を推計してみる。手法は国債カーブの期間構造から各年限の BEI (ブレイクイーブンインデックス) を引いて求める。図 2 は 26 年 1 月と 22 年 12 月 (図 1 作成時点) の筆者による自然利子率カーブ推計結果である。期間構造モデルの利点は、年限毎に推計できることで、植田総裁が会見で言及した 1~3 年の動きもチェックできる。1~3 年ゾーンの平均値は 22 年カーブの▲1.37% に対し、足元で▲0.57% まで上昇したが、これと似たような現象が日銀各モデルでも発生していると予想され、変化が大きく、幅も広がったため発表を控えたとの邪推もできる。

担当 清水

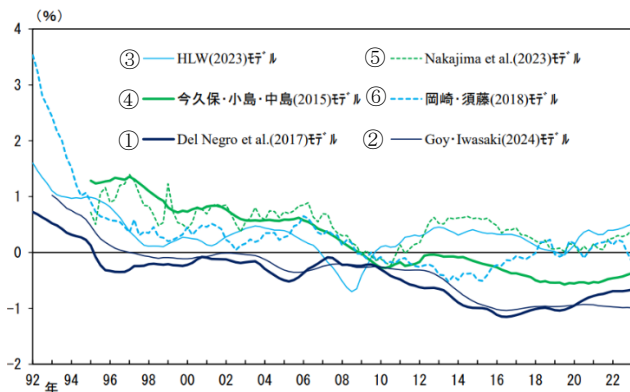


図 1. 日銀各モデル推計値の推移 出所 (日本銀行)

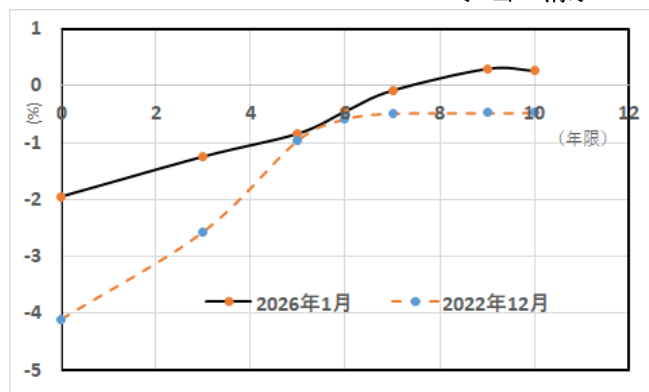


図 2. 自然利子率カーブ推計値 作成 (あおぞら証券)

本資料は、あおぞら証券株式会社 (以下「当社」という) が情報の提供のみを目的として作成したものです。当社が提供する情報は十分信頼に足るものと信じておりますが、それを保証するものではありません。記載された見解等の内容は全て作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。この資料及びここに掲載された情報等の権利は当社に帰属します。従って、当社の書面による同意なくして、その全部若しくは一部を複製し、又その他の方法で配布することはご遠慮ください。

【免責事項】

本書は、あおぞら証券株式会社（以下「当社」という。）が、当社及び株式会社あおぞら銀行（以下「あおぞら銀行」という。）のお客さまへ投資の参考となる情報提供を目的に作成したものであり、金融商品に係る取引を勧誘するものではありません。

本書は、当社が、公表されたデータ等又は信頼できると判断した情報に基づいて作成しており、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、当社は、あおぞら銀行その他当社の関係会社（以下「あおぞら銀行等」という。）と独立した立場で本書を作成しており、あおぞら銀行等からお客さまへ提供される他の情報・資料等と分析・見通し・予測・見解等が相違する場合があります。また、本書に記載された見解等の内容のすべては作成時点のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。

投資に際しては、取引の内容及びリスク等を十分にご理解の上、お客さまご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

本書の一部又は全部を無断で複製、送信又は配布等行わないようお願いいたします。

当社及び当社の関係会社は、本書に記載された金融商品についてポジションを保有している場合があります、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社及び当社の関係会社は、本書に記載された会社に対し、引受等の投資銀行業務、その他のサービスを提供し、かかる同サービスの勧誘を行うことがあります。

【金融商品取引法に係る重要事項】

手数料等について

当社との取引にあたっては、各金融商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。外貨建ての金融商品等の場合、円貨と外貨、又は異なる通貨間で交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向に応じて当社が決定した為替レートによるものといたします。

リスク等について

当社が取扱う各金融商品には、株式相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の変動等や、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品、カバードワラント等（以下「裏付け資産」といいます。）

の価格や評価額の変動に伴い、金融商品等の価格が変動することにより損失が生ずるおそれがあります。また、発行者又は保証会社等の業務や財産の状況に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者又は保証会社等の業務や財産の状況の変化が生じた場合、金融商品等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

上記の手数料等およびリスク等は、金融商品ごとに異なりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目論見書、又はお客さま向け資料等をよくお読みください。なお、詳細については、当社担当営業員までお問い合わせください。

商号等：あおぞら証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1764号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会