



SHINSEI BANK

Market Monthly Report

2015年12月1日
新生銀行 金融市場調査部
MRMRD-20150033

12月金融市場月報：為替市場と日本経済見通し

- 為替市場: 欧州 ECB 追加緩和検討の背景 — 欧州出張報告
- 日本経済: 強い設備投資とフィリップス曲線のステイプ化

12月の為替見通し

11月の振り返り

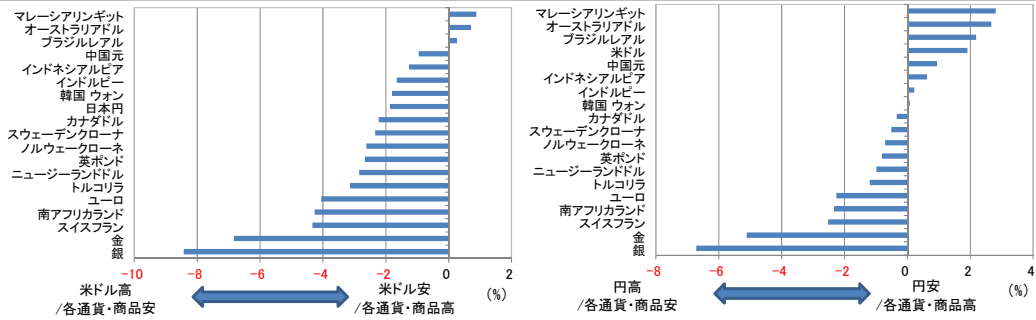
最強通貨米ドル以下、アジア通貨→円・中国元→欧州周辺通貨→最弱通貨ユーロの順の騰落となった11月。

11月の通貨市場の特徴は、日中欧米通貨以外の周辺国通貨が、彼らの主な調達通貨である対ドルでは引き続き下落した一方、域内の主要な貿易相手国通貨に対しては上昇し、新興国にストレスがかかったことだろう。

新興国通貨も加えて1ヶ月を振り返ると、雇用市場の堅調さを示した月初の雇用統計で、12月利上げ見通しに弾みのついた米ドルは、雇用が予想以上に強かった豪ドルや、懸案だった国営会社の資本調達目処が立ち好感されたマレーシアリングgitといった一部の通貨を除いては、引き続き上昇した。特にドルインデックスは、主要構成要素のユーロが大幅安になったため、年初来高値 100.39 を試す勢いだ。そのユーロは ECB 総裁の強い追加緩和示唆が改めて欧州の金利水準全体を押し下げ、月初の 1.1015 ドルから 1.1053 ドルを上ヒゲに大陰線となり、1.0565 ドルで終了した。近い将来の金融政策の方向性が中立的である円は、米利上げを織り込む動きや日本国内の根強いドル需要で 122 円以下が底堅くなる一方、ユーロ円の売りやパリの痛ましいテロ事件、トルコのロシア空軍機爆撃といった地政学的な緊張の高まりから一方的な円安もやりにくく、対ドルで 123 円半ば以上は重くなっていった。

また特筆すべきは、米ドル高が際立つ中、ユーロはユーロ圏経済域にある通貨に対しても弱かったこと、また円や中国元は、ユーロ圏経済域全体の通貨圏に対して買われたものの、その他のアジア経済圏の通貨に対しては安かった。新興国にとって 主な調達通貨であるドルに対しては自国通貨が弱含み、主な各域内の輸出先に対して通貨高傾向になることは、そうした国々の粗利を圧迫する。既に、不良債権比率が上昇基調にある新興国にあって、こうした状況の長期化は相当のストレスとなる可能性があり、今後も注意しておきたい動きとなった。

図表 1 各通貨・商品の変化率
(左図 対米ドル、右図 対円、% 2015年 11月2日～30日)

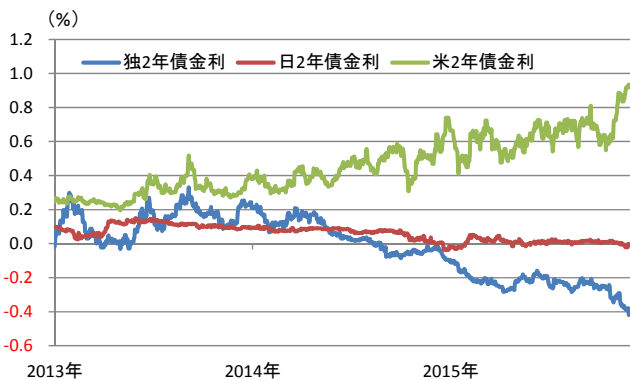


(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

金利差は、欧米で非対称性が一層高まる。
一方、ドル円への解釈は難しい結果に。

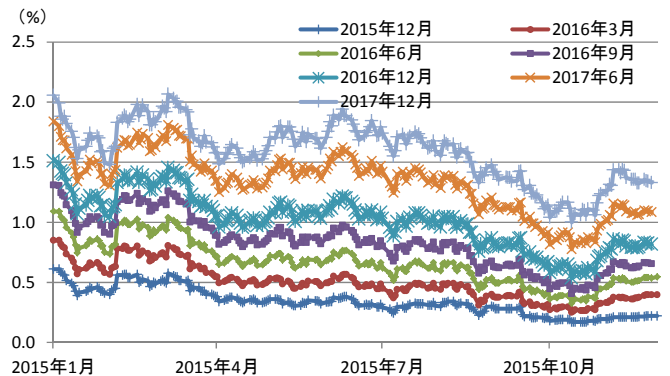
日米独の金利動向を確認すると、ドイツ（及び欧州全体）の金利がほぼ全タームで再び低下。米国も政策金利上昇を見込む 2 年あたりまでは金利が上昇したが、10 年債といった長期は伸び悩み。また、FF 金利先物は 11 月を通じて 2016 年末までに 3 回（12 月を含む）程度の利上げを織り込んだあたりで収束。ドル円に対するインパクトの解釈は難しい結果となった。

図表 2 日米独 2 年債利回り
(2013 年 1 月～2015 年 11 月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 3 FF 金利先物
(2015 年 1 月～2015 年 11 月)

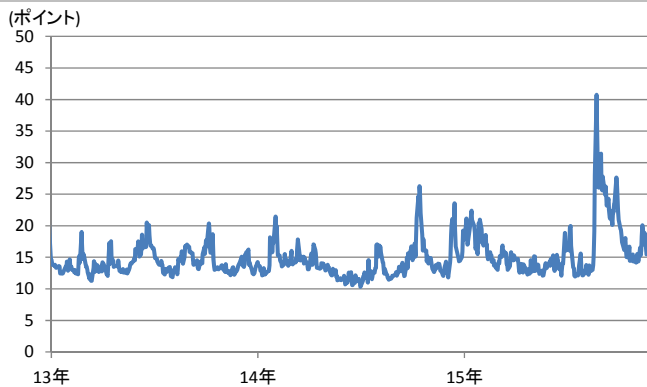


(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

リスクセンチメントは、地政学リスクの高まりを受け、やや高止まり。円売り抑制要因。

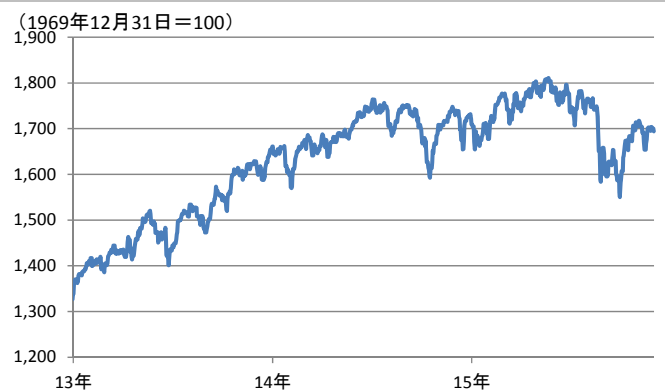
一方、リスクセンチメントはパリのテロを発端にした大国を巻き込んだ中東での緊張の高まりを反映し、やや高止まりで推移している。終わってみれば、株式市場全体もあまりモメンタムの見られない状況だった。米国が利上げカウントダウンとなる中、地政学リスクの高まりも加わり、筆者が出張先でヒヤリングした欧州の投資家も日欧の株には総論強気であるものの、来年に向かっては一旦状況を見極めたい様子だった。通貨的に整理すれば、この観点からも円を積極的に売るのは厳しい。

図表 4 VIX 指数
(2013年1月～2015年11月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 5 MSCI ワールドインデックス
(2013年1月～2015年11月)



※MSCI ワールドインデックスは世界の主要国(先進国)の株式を対象とした株価指数

(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

12月の注目イベントは、3つ。ECB、OPECそして、FOMC

3日のECB理事会後、ユーロの取引レンジがもう一段ユーロ安へシフトする可能性もあり、要注意だろう。

今月はまず、3日のECB理事会が注目だ。ユーロ円で130円が底となるか、円高方向に下抜け、2013年以降続いていた130円台での推移から一段下がるのか。また、ユーロ対米ドルは、テクニカルには確かにパリティ(1.0000)が見えてきており、2016年に向かって通貨の位置関係を見極めるうえで重要だ。筆者が間近で傍聴したドラギ総裁の20日の基調講演主旨に鑑みれば、通貨のレベル誘導が主な目的ではないものの、逐次投入的な政策は採られず、思い切ったものになる必要がある(後述)。従って、結局は元のレンジに回帰するというよりも、円高方向、ドル高方向に一段とユーロの取引レンジがシフトする可能性に留意しておいた方がよいのではないかと考えている。

4日のOPEC総会后、原油価格が、安定的に推移するか確認したい。

WTI40ドルの節目で幾度か跳ね返されている原油市場。資源国の代表格であるサウジアラビアの株式市場も、4日のOPECに向けてサウジアラビアの石油相が市場安定に向けイニシアティブを取っているとの報や、U.A.Eの石油関連の次官が、来年の原油価格見通しに関して楽観的な見通しを示した事などから、一旦買い戻しが入ったが、本格的な反発には至っていない。また、市場では生産調整が出来なければ、サウジアラビアが30年来続けてきたドルペッグ制度を放棄し、ロシア同様、通貨安による原油価格下落ヘッジを行うのではないかとその思惑もでてきている。その場合は、他国にも同様の思惑が広がり、原油価格には下落圧力がかかるのではないかと。確度は判らないが留意しておきたい。

米国利上げ後は、新興国市場は、買いか？の見定め。

最後に、4日の今年最後の雇用統計で、非農業部門雇用者数が市場予想20万人程度を維持すれば、FOMCの結果は利上げなのだろう。その後のテーマは、「新興国市場をどう買うか？」なのではなかろうか。機関投資家の多くは、米利上げに向け、特に新興国市場は、既にニュートラルにしていると思われる。2016年の見通しも、「世界的に総じて緩和的な金融政策が維持されること、先進国では日欧中が特に緩和的であろう」というのが半ばコンセンサスだ。このため、日欧の株式市場には強気の見通しが標準的だったが、その他の資産クラスはまだ手控え気味だ。選別的とはいえ、米利上げという行事が済めば、新興国は改めて買いの対象として検討されるのではないか。その折、地政学リスクもさほど高くないアジアは魅力的かもしれない。特にマレーシアリングgitや豪ドルが、11月を通してドルよりもアウトパフォーマンスしたのは、偶然でもないように思われる。

新興国危機管理モニター

全体の物価（CPI）は下落傾向強まったが、外貨準備額の低下とそれに伴い、全体的に若干の支払い能力の低下（G列）が見られる。

新興国危機管理モニター：前月比では、通貨安は、ややドル高。10年債利回りは、全体的に上昇した。

図表6 危機管理モニター(前年・前期との比較変化)

			国内経済			対外関係			政策		金融市場			
			実質GDP (季節調、前期 比、%) (注)	CPI (前年比、%)	財政収支/GDP (%)	外貨準備	対外債務	外貨準備高/短 期対外債務 (倍)	外貨準備 /輸入 (月)	経常収支/GDP (%)	政策金利 の変更	為替レート (1米ドル)	10年債利回り (bp)	
			見方	成長率の差	上昇率の差	GDP比の差	変化率	変化率	比率の差	比率の差	GDP比の差	変化幅	変化率	差
			時点1	2014年Q4	2014/12	2014年	2014/12	2014/12	2015/10	2014/12	2014年	2014/12/31	2014/12/31	2014/12/31
	時点2	2015年Q2	2015/11	2015予測	2015/10	2015/3	2015/10	2015/9	2015予測	2015/1/30	2015/11/30	2015/11/30		
1	中国	人民元	CNY	0.1	-0.2	-0.8	-8.6%	-4.9%	-2.6	2.6	0.9	-1.25	3.1%	-47.0
2	マレーシア	リングgit	MYR	-1.9	-0.2	0.2	-19.4%	-3.8%	-0.3	-0.1	-2.1	0.00	21.8%	5.2
3	インドネシア	ルピア	IDR	0.7	-2.1	-0.1	-10.3%	0.8%	-0.1	0.9	0.7	-0.25	11.8%	81.5
4	タイ	タイバーツ	THB	-0.9	-1.4	-0.1	1.1%	-1.9%	0.2	0.7	2.9	-0.50	8.8%	-0.2
5	ベトナム	ドン	VND	0.0	-1.5	-1.1	-10.4%	3.8%	-0.6	-0.3	-4.2	0.00	5.2%	0.0
6	ロシア	ルーブル	RUB	-1.3	4.2	-2.5	-5.9%	-14.0%	0.9	18.2	1.8	-6.00	9.4%	-407.2
7	トルコ	リラ	TRY	0.3	-0.6	0.1	-5.0%	-6.5%	-0.0	1.7	1.3	-0.75	24.8%	214.0
8	ブラジル	レアル	BRL	-1.9	3.5	0.9	-0.4%	-8.6%	0.0	6.1	0.4	2.50	45.5%	350.1
9	メキシコ	ペソ	MXN	-0.1	-1.6	0.5	-9.7%	0.0%	0.1	-0.5	-0.5	0.00	12.4%	37.8
	危機	減少	上昇	悪化	減少	上昇	低下	低下	悪化	利上げ	通貨安	上昇		
	平常	上昇	低下	改善	上昇	低下	上昇	上昇	改善	利下げ	通貨高	低下		

(注) マレーシア、インドネシアの実質GDPについては季節調整前の数字を使用

(注2) 公的短期対外債務：マレーシアは2015年Q2対Q1、ベトナムは2013年末対2012年末のデータを使用

(注3) 財政収支/GDPは、マレーシア、ベトナム、トルコはIMFによる推計値

(注4) 経常収支/GDPは、中国、ベトナム、トルコ、経常収支/GDPはIMFによる推計値

(出所) Bloomberg, CEIC, BIS(国際決済銀行)、JETRO, IMF, マレーシア中央銀行、インドネシア中央銀行、タイ中央銀行、新生銀行 金融市場調査部

(出所) Bloomberg, CEIC, BIS(国際決済銀行)、JETRO, IMF, マレーシア中央銀行、インドネシア中央銀行、タイ中央銀行、新生銀行 金融市場調査部

図表 7 危機管理モニター(前月との比較変化)

			対外関係		金融市場				
			外貨準備		為替レート (1米ドル)		10年債利回り (bp)		
			見方	変化率		変化率		差	
			時点1	2014/12	2014/12	2014/12/31	2014/12/31	2014/12/31	2014/12/31
			時点2	2015/9	2015/10	2015/10/30	2015/11/30	2015/10/30	2015/11/30
1	中国	人民元	CNY	-7.4%	-8.6%	1.8%	3.1%	-57.0	-47.0
2	マレーシア	リンギット	MYR	-20.0%	-19.4%	23.0%	21.8%	-2.1	5.2
3	インドネシア	ルピア	IDR	-9.3%	-10.3%	10.5%	11.8%	108.6	81.5
4	タイ	タイバーツ	THB	-0.7%	1.1%	8.2%	8.8%	-7.7	-0.2
5	ベトナム	ドン	VND	-3.7%	-10.4%	4.4%	5.2%	0.0	0.0
6	ロシア	ルーブル	RUB	-4.9%	-5.9%	5.3%	9.4%	-374.5	-407.2
7	トルコ	リラ	TRY	-5.5%	-5.0%	24.8%	24.8%	175.0	214.0
8	ブラジル	レアル	BRL	-0.4%	-0.4%	45.1%	45.5%	352.6	350.1
9	メキシコ	ペソ	MXN	-7.0%	-9.7%	11.9%	12.4%	16.0	37.8
			危機	減少	減少	通貨安	通貨安	上昇	上昇
			平常	上昇	上昇	通貨高	通貨高	低下	低下

(注)中国、ベトナムの外貨準備のデータは8月末と9月末の比較。
(出所)Bloomberg、新生銀行金融市場調査部

(出所) Bloomberg、CEIC、BIS(国際決済銀行)、JETRO、IMF、マレーシア中央銀行、インドネシア中央銀行、タイ中央銀行、新生銀行 金融市場調査部

欧州出張報告：なぜ今、追加緩和なのか？

指標を確認しても、ユーロ圏の経済指標は、個人消費や生産関連ともに、回復基調を維持している。中でも鉱工業生産関連は、日米中では勢いに翳りがある中で、健闘中だ。加えて、世界的に貿易取引が低調な中、ユーロ圏の輸出の伸びも主要国比強めに推移している。物価動向もコアコアベースで見れば、年率1%程度に回復してきている。

また、2011年以降の南欧を中心としたソブリン危機に端を発した各国調達コストの実力格差拡大や、欧州各銀行のデレバレッジの過程で起こる域内SMEへの貸出態度の厳格化は、ECBの金融緩和政策の波及効果を阻害する原因であり、域内成長の制約要因であると意識されてきた。このことは、ユーロ圏特有の金融政策の課題であったと言えるが、銀行の貸出態度改善が続いており、更に11月に公表されたEU委員会による中小企業白書によれば、域内中小企業の活動は、雇用も含め回復が確認された。

11月20日のフランクフルトでのドラギ総裁の基調講演でも、この点を2014年1Q以来の緩和の成果として強調していた。

20日の講演以降に市場が大きく反応しているのは、ドラギ総裁の物価に対する押し意欲が強かったことがサプライズだったからだろう。

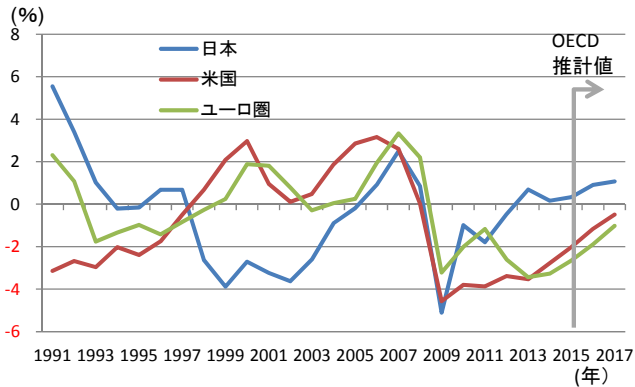
ドラギ総裁の問題意識は、中銀の物価目標から程遠い足元で、達成時期が不透明な現状を放置しておく、いつしかそれが常態化し、外部環境も不安定な中、なんらかのショックが加わり、そのままデフレ心理として粘着性を持つことであるように見受けた。また、日米欧の中で最も物価上昇に遠い位置にあるとの認識も示し、これを放置しないとの強いメッセージを出した。これは、昨年10月末に日銀がサプライズの追加緩和を投入した基本的な姿勢と通じるのではないかと。(日銀がサプラ

ドラギ総裁は、11月20日の講演で、ユーロ圏経済は、与信環境も含め、回復基調との認識を示した。

ECBの問題意識は、昨年10月末のサプライズ追加緩和時の日銀が抱いていた問題認識に通ずるとの印象。

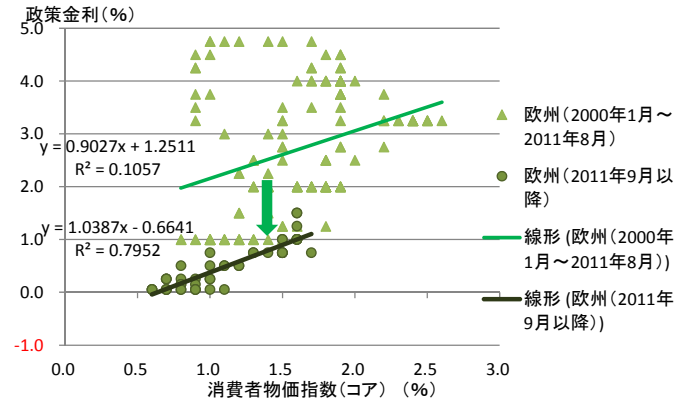
イズ行動をとるのは、日本は既に強粘着のデフレからマインドセットの転換を図る必要があるため、必然的に ECB とはその点政策の手法は異なる) であればこそ、市場は中銀の物価目標達成への本気度を読み取り、大きく反応しているのではないかと考えている。

図表 8 各国の GDPGAP
(実績値 1991 年～2014 年)



(出所) OECD、新生銀行 金融市場調査部

図表 9 ユーロ圏金利と物価の関係
(2000 年 1 月～2015 年 10 月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

緩和規模は、その主旨が短期決戦であるだけに、かなり思い切ったものになる可能性。ECB の狙い通りとなれば、ユーロの一段安を見込む必要あり。

そうなる緩和の規模はかなり思い切ったものにする必要があると考えている。それを受け、既に市場では預金ファシリティー金利の 15 ポイントの引き下げと月額資産購入額を 100 億ユーロ程度の増額、買取期間の半年程度の延長がコンセンサスの模様だ。個人的には、短期決戦であるとするならば金利の引き下げ幅を更に大きくする必要はないかと思っており注目している。期間の延長については、同日のヴァイトマン独連邦銀行総裁が超緩和的な政策の長期化に対する弊害の健在化懸念を表明していた。読みかえれば、超緩和策は短期決戦で徹底して行い、副作用が蔓延する前に目標に到達すべし、とも読める。他方、時間軸が長いほうが市場にとっては安心だ。この部分の市場期待とのすり合わせをどうするのかにも注目している。

ECB の狙い通りとなれば、ユーロの一段安を見込む必要があり、対米ドル、対円での取引レンジの下方シフトの可能性を意識したいと思う。

(政井、宮地、本間)

日本経済:強い設備投資とフィリップス曲線のステイプ化

1. 短期の経済分析:7-9 月期の法人企業統計

要旨:法人企業統計は強い結果となり、ようやく高い企業収益や強い短観での設備投資計画に数字が追いついてきた。強い法人企業統計を受けて、12月8日発表のGDP・2次速報はプラスに転換(前期比+0.4%、年率1.6%)となろう。堅調な設備投資により好循環に入る可能性が強まったとみている。

新しい点 本日(12月1日)に財務省が7-9月期の法人企業統計を発表し、12月8日に公表されるGDP2次速報の基礎資料となる設備投資(金融業・保険業を除く業種、ソフトウェアを除くベース、季節調整済み)は前期比で+5.4%となり、1-3月期の+6.0%以来のプラスとなった(4-6月期は▲2.7%、**図表10**)。

事前の市場予想を大幅に上回った。設備投資の伸び(原数値、前年比ベース)は、

ソフトウェアを含むベースで事前予想+2.2%、結果11.2%(前回+5.6%)

ソフトウェアを除くベースで事前予想+1.7%、結果11.2%(前回+6.6%)

短観の設備投資計画(**図表11**)の割に設備投資は起こっていないとの指摘が多かったものの、ようやく設備投資に力強さが見えてきたと言えよう。

分析 12月8日に発表される7-9月期のGDP(2次速報)への影響を考えてみたい。

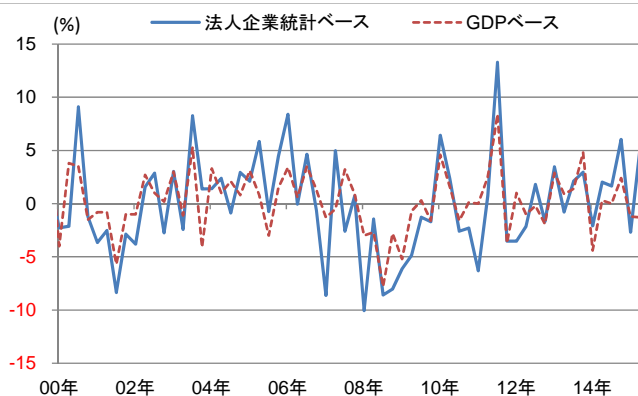
(1) 7-9月期のGDPにおける実質民間企業設備(季節調整済、前期比)は、1次速報段階では▲1.3%であったが、同2次速報では+3.0%まで上方修正され、

(2) 実質民間企業設備の実質GDPへの寄与度は1次速報の▲0.2%から+0.4%に改善すると見込んでいる。

(3) 7-9月期の実質GDPの伸びは1次速報で▲0.2%であったから、設備投資の上方修正により2次速報では前期比+0.4%、年率で+1.6%に上方修正となろう。

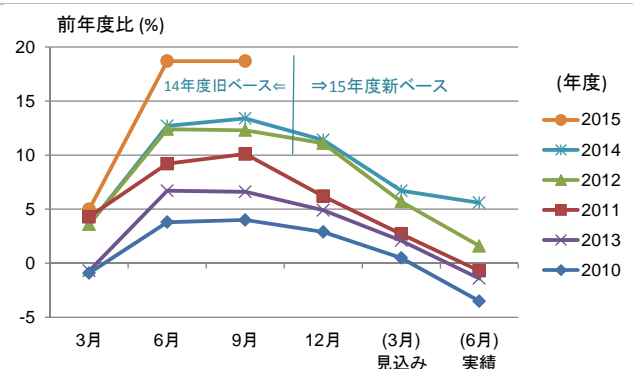
仮に在庫の減少によりGDPのプラス幅が縮小したとしても、最終需要の内これまで遅れていた設備投資に力強さが見えてきたことは、景気に対して非常にポジティブな材料であろう。4-6月期、7-9月期の2四半期連続のマイナス成長、簡便法でのリセッションが無かったことになる可能性が大きい。

図表10 民間企業設備投資の推移(季調済・前期比)



(出所) 財務省、新生銀行 金融市場調査部

図表11 短観の設備投資計画(大企業製造業)



(出所) 日本銀行、新生銀行 金融市場調査部

今後の見通し 政府は GDP の 1 次速報▲0.2%（季調済・前期比）と内閣改造を経て今年度の補正予算編成（規模 3.5 兆円程度）する見込みとなっている。物価上昇で実質所得の低下している家計を対象とした政策は妥当な方向性であるとみている。問題は金額が十分であるかであるが、GDP の 2 次速報が上方修正されれば、今年度の補正予算の規模拡大という方向性はないであろう。

まだ 7-9 月期 GDP1 次速報段階での内閣府の GDP ギャップでは 8 兆円程度であるが、失業率と稼働率から直接推計する日銀版の GDP ギャップではほぼ需給ギャップが解消している。この間と取ると 4 兆円程度であり、政府の補正予算の規模にほぼ一致することになる。現在の日本経済は金融緩和による円安・株高を起点とした企業収益・雇用の改善を受けて、企業が値上げをしても家計がそれを受け入れる余地が大きくなりつつあるとみている。現状では失業率の低下⇒物価の上昇⇒賃金の上昇という流れのうち、賃金の上昇は物価上昇ほどには改善していない。アベノミクス前よりも改善しつつあるのは事実であり、現在の環境が継続すれば、好循環に入っていける可能性は十分にあるであろう。

2. 中長期の経済分析:フィリップス曲線のスティープ化

要旨:2016 年に向けた日本経済の最大の焦点は、来年度の賃上げ動向がどうなるかであるとみている。財政金融政策の効果により、所定内賃金が 1997 年以来の壁となってきた 0.5%を突破し、賃金の上昇が所得拡大、消費の拡大に結び付けば、遅れていた設備投資や生産も力強さを増していこう。

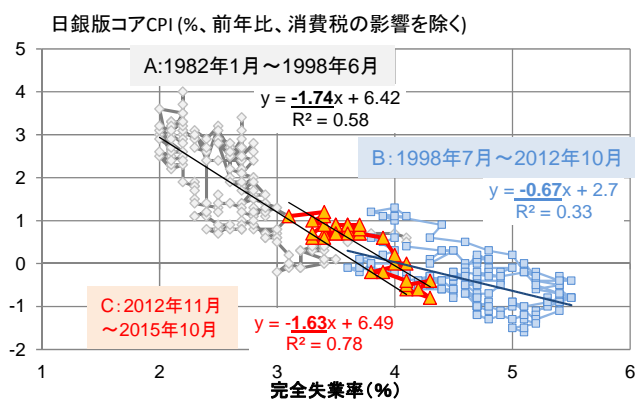
論点 昨今の日本経済ではフィリップス曲線が水平となった—失業率の低下や需給ギャップのタイト化に対して、物価や賃金が上昇しにくいという—ことが指摘されていたが、アベノミクス開始以降、このフィリップス曲線はスティープ化しつつある。

期間別にみたフィリップス曲線の傾き（図表 12） 1982年1月～1998年6月の失業率と生鮮食品とエネルギーを除くCPI（日銀版コアCPI）との傾きは **1.74** となっていた。1998年に日本経済がデフレに突入して以降、失業率と物価の関係は非常に弱まった。1998年7月～2012年10月までの期間をとった場合の同傾きは **0.67** にまで低下し、元の **1.74** の4割弱にまでとなった。2012年11月のアベノミクス開始から2015年10月までの期間でみると、**1.63** と元の期間の傾き（=1.74）近くにまで反応度が回復している¹。

暗黙に仮定されていた賃金と物価の関係 元々のフィリップス曲線は失業率と賃金の実証的に示したものであった。歴史的には賃金と物価と概ね同じ動きを示したことから、賃金を物価に置き換えても問題ないとされていた。そこで縦軸に物価を取った物価版のフィリップス曲線も同じ概念のものとして扱われてきた。しかし、日本では長引くデフレと賃金の低迷によりこの関係が不安定化、つまり物価が上がっても賃金が上がりにくい状況となっている可能性がある。

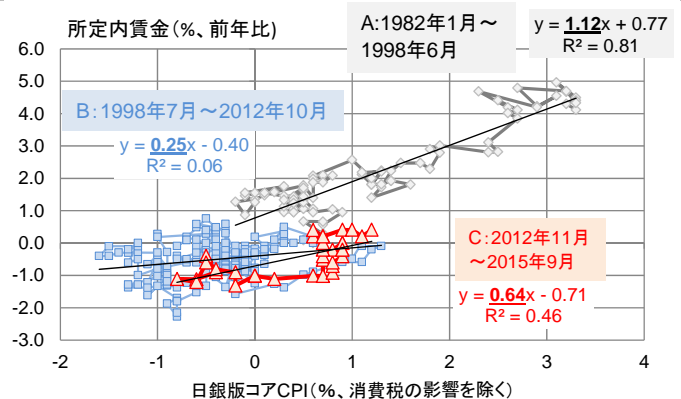
物価と賃金との関係 そこで、より直接的に物価（上記と同様に日銀版コアCPI）と賃金（ここでは所定内賃金の前年比）の動きをみると（図 13）、上記と同様に1982年1月から1998年6月には両者の関係は **1.12** であったものが、デフレに陥っていた1998年7月から2012年10月までの期間では **0.25** と4分の1以下にまでフラット化が進んだ。最近ではこの傾きがスティーブ化しているものの、未だに **0.64** に過ぎない。2012年11月のアベノミクス開始以降、2015年9月までの約3年間に **0.25** から **0.64** にまで0.40程度スティーブ化している。元の関係に戻るまでには、あと3年、多少モメンタムがついたとして後2年程度の時間が必要となろう。

図表 12 スティーブ化した物価版フィリップス曲線



(出所) 総務省、厚生労働省、新生銀行 金融市場調査部

図表 13 物価と賃金の関係

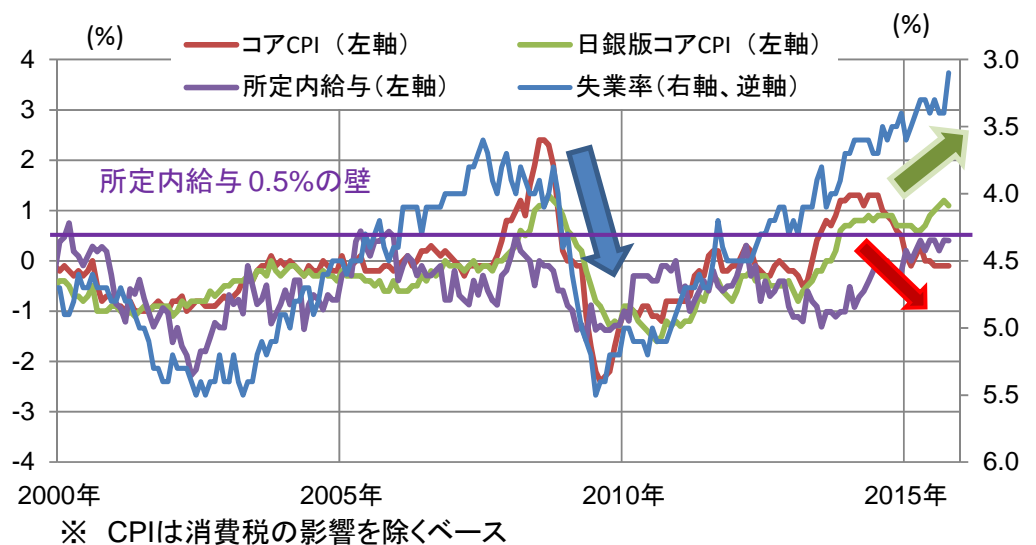


(出所) 総務省、厚生労働省、新生銀行 金融市場調査部

¹ なお、2015年9月までの期間でみると、この傾きは1.70であった。フラット化したのは完全失業率が9月の3.4%から10月の3.1%まで大幅に低下した一方、日銀版コアCPIは9月・10月共に1.2%となった為である。これはどのように考えるべきであろうか。かつて失業率と物価がともに高かった時代（＝スタグフレーションの状態）には失業率と物価の合計は悲惨指数（ミザリー・インデックス）と呼ばれ、重視されていた。単月の動きを過度に解釈すべきではないが、失業率が低下しても物価が上昇していないのは、ミザリー・インデックスは大幅に低下していると言え、非常に好ましい状態にあると言えよう。

背景分析 なお、物価版フィリップス曲線のステイプ化の背景には、円安や消費増税の影響で企業が価格を引き上げる行動をとりやすくなったことが指摘できよう。日本経済がデフレに突入して以降も、日銀版コア CPI が上昇していた期間はある。2007～2008年に原油価格が上昇した際は、コア CPI の上昇とともに日銀版コア CPI も上昇したものの、エネルギー価格の下落とともに両 CPI は下落した（図 14）。今回はエネルギー価格が下落する中で日銀版コア CPI は上昇率を保っており、2007～2008年とは異なる動きとなっている。

図表 14 物価・賃金・失業率の推移



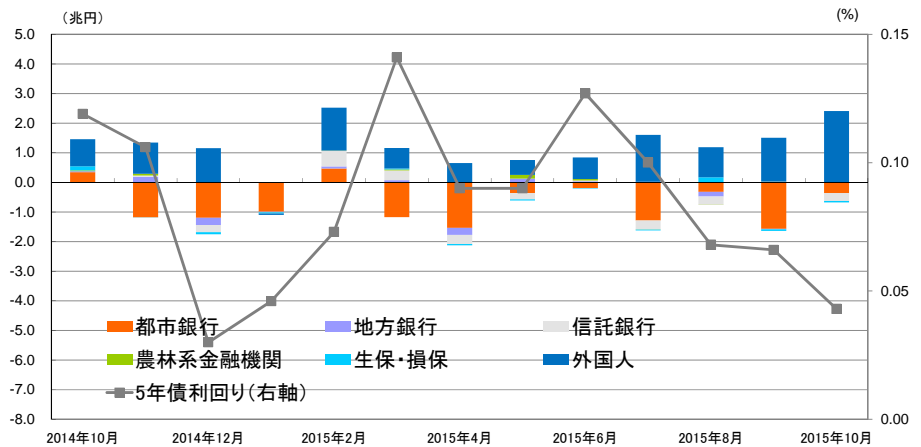
(出所) 総務省、厚生労働省、新生銀行 金融市場調査部

今後の見通し 上記で見たように現状では失業率の低下、物価の上昇の割に賃金の上昇が遅れている状態にあり、所定内賃金は1997年以降、0.5%の壁を明確に突破できないでいる。現状では企業が合成の誤謬の状態（全体としての賃上げが望ましくても、個の企業としてみると賃金を上げないのが最適）に陥っている公算が大きい。現在の日本経済は、こうした疑心暗鬼に覆われたまま、低成長・低インフレに留まるのか、賃上げの実施が消費や設備投資の拡大に結び付くのかの分水嶺に位置しているとみている。しかしながら、2016年に向けて企業収益の改善、労働市場のタイト化が継続すれば、この壁を突破して賃金版のフィリップス曲線がステイプ化していこう。現在議論されている来年の春闘での定期昇給2%+ベースアップ3%、最低賃金1,000円までの引き上げはこうしたデフレの罟を打ち破るのに非常に有効な手段となりうるとみている。これに上記でみた所定内賃金の「0.5%の壁」をブレイクしていけば、今後の増税のショックは緩和される可能性が高まろう。

(伊藤 篤)

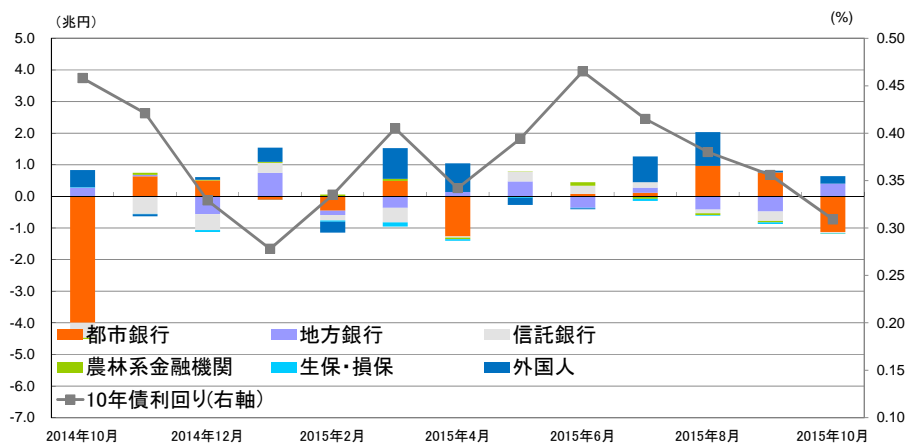
<参考> 国債投資家別売買動向

図表 15 中期債 (2014年10月～2015年10月)



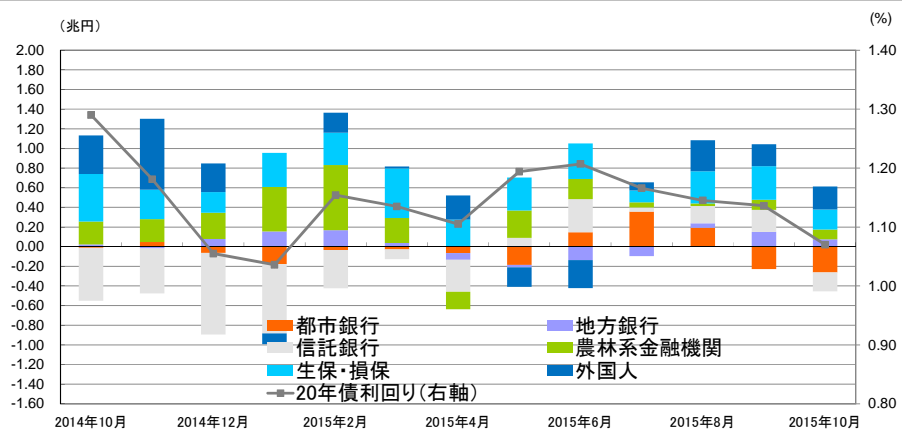
(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 16 長期債 (2014年10月～2015年10月)



(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 17 超長期債 (2014年10月～2015年10月)



(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

＜マーケットデータ＞

主要金利指標	2015年10月末	2015年11月末	変化幅(%)
無担保コール(翌日物、加重平均、%)	0.074	0.077	0.00
債券先物(中心限月、円)	148.560	148.530	-0.03
日本国債(2年物、%)	0.007	-0.005	-0.01
日本国債(5年物、%)	0.043	0.041	-0.00
日本国債(10年物、%)	0.309	0.307	-0.00
日本国債(20年物、%)	1.070	1.067	-0.00
日本国債(30年物、%)	1.349	1.383	0.03
円/円スワップ(2年、%)	0.108	0.104	-0.00
円/円スワップ(5年、%)	0.185	0.168	-0.02
円/円スワップ(10年、%)	0.488	0.458	-0.03
円/円スワップ(20年、%)	1.098	1.068	-0.03
円/円スワップ(30年、%)	1.323	1.290	-0.03
円LIBOR(6ヶ月物、%)	0.122	0.119	-0.00
全銀協TIBOR(6ヶ月物、%)	0.257	0.257	0.00
米国FFレート(%)	0.060	0.130	0.07
米国債(2年物、%)	0.724	0.944	0.22
米国債(3年物、%)	1.023	1.242	0.22
米国債(5年物、%)	1.519	1.676	0.16
米国債(7年物、%)	1.885	2.012	0.13
米国債(10年物、%)	2.142	2.238	0.10
米国債(30年物、%)	2.922	3.010	0.09
米ドルスワップ(2年、%)	0.847	1.010	0.16
米ドルスワップ(3年、%)	1.102	1.260	0.16
米ドルスワップ(5年、%)	1.497	1.607	0.11
米ドルスワップ(7年、%)	1.785	1.852	0.07
米ドルスワップ(10年、%)	2.061	2.104	0.04
米ドルスワップ(30年、%)	2.533	2.560	0.03
米ドルLIBOR(6ヶ月、%)	0.552	0.654	0.10

<2015年12月 主な行事日程>

日付	国	イベント	日付	国	イベント
12月2日	欧州	CPI	12月15日	米国	CPI
12月3日	米国	ISM非製造業景況指数	12月16日	米国	鉱工業生産
		製造業受注			住宅着工・許可件数
欧州	ECB会合	FOMC(17日まで)			
12月4日	米国	貿易統計	12月17日	日本	日銀金融政策決定会合(18日まで)
		雇用統計			貿易収支
		OPEC総会			20年債入札
12月7日	日本	景気動向指数		独	IFO景況感指数
12月8日	日本	経常収支	12月18日	日本	黒田日銀総裁、定例記者会見
		景気ウォッチャー指数	12月21日	日本	公社債投資家別売買
		GDP	12月22日	日本	2年債入札
		30年債入札		米国	中古住宅販売件数
	中国	貿易統計			GDP
欧州	GDP	12月23日	米国	新築住宅販売件数	
12月9日	日本	機械受注			耐久財受注
	中国	CPI・PPI	12月24日	日本	日銀金融政策決定会合議事要旨
12月11日	米国	小売売上高	12月25日	日本	CPI
12月14日	日本	日銀短観	12月28日	日本	鉱工業生産
12月15日	日本	5年債入札	12月29日	米国	S&Pケースシラー住宅価格指数
	独	ZEW景況感指数			消費者信頼感指数

- この資料の無断での複製、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会