



SHINSEI BANK

# Market Monthly Report

2015年11月2日  
新生銀行 金融市場調査部  
MRMRD-20150023

## 11月金融市場月報：11月為替市場見通しと日本経済見通し

- 為替市場：資源国通貨のリスクセンチメント改善の有無に注目
- 日本経済：日銀版コアCPIの上昇で追加緩和見送り

### 11月の為替見通し

#### 10月の振り返り

4大経済圏の金融政策、欧州・中国対米国で対称性が強まり、日本は米国と並走した

10月の主要通貨市場は、金融政策の方向性が市場動向を決定したと言えよう。22日のECB理事会終了後の会見で、公式に追加緩和検討姿勢を示したユーロや量的緩和を拡充したスウェーデンクローネが、年内利上げシナリオに回帰した米ドルや、金融政策を現状維持とした対円で値を下げて終了した。

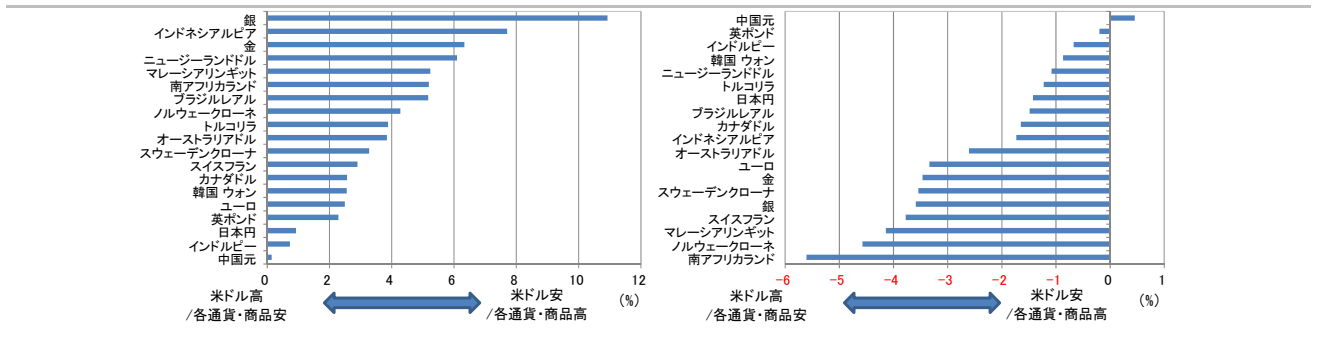
新興国通貨も加えて1ヶ月を振り返ると、月初めから中旬にかけては米利上げ時期後ろ倒し思惑が強まり、夏場以降下げ幅を大きくしていたブラジルリアルといった新興国通貨の買い戻しのきっかけとなった。

新興国経済、特に中国経済への悲観的な見方や、弱かった月初めの米雇用統計に始まった米国経済への弱気見通しが市場で広まった事、米小売売上高の市場予想を下回る結果やウォルマートの減益予想、加えて同日公表されたページブックでのドル高による一部地域の成長抑制の報告などを背景とし、14日に向かって買い戻しが進んだ。

月後半は、9月を通して一旦追加緩和から遠ざかるかに見えていたECBの態度が再び緩和へ振れたことが、ドル買い戻しのきっかけとなり、28日にはFOMCの声明文に12月の利上げの可能性が残され、米金利見通しが修正された。通貨動向も新興国通貨を含め、全体的にドル買い戻し基調が回復する中、10月を終了した。

10月の主要通貨市場は、金融政策の方向性が、市場動向を決定した

図表1 各通貨・商品の変化率  
(対米ドル 左図 10月1日～14日、右図 10月15日～30日)

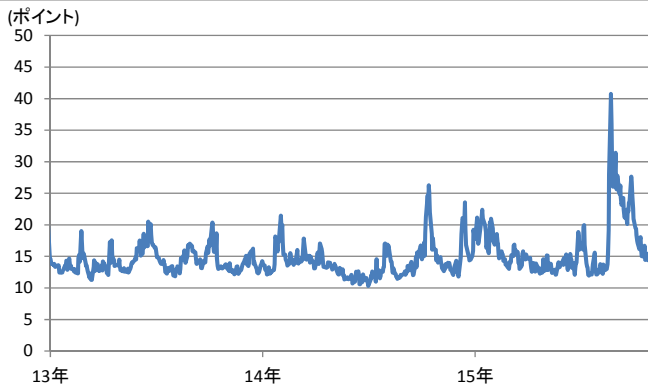


(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

リスクセンチメントは、概ね回復基調をたどり、円も弱含み

安全資産とされ、市場のリスクテイク心理が悪化したときに評価される代表格のスイスフラン・円は月末にかけて弱含み。投資家心理を投影するとされているVIX指数も20%台から月末にかけては8月の中国発の市場の動揺以前の水準に回帰してきている。株式市場を確認すると、米S&P500インデックスはほぼ一本調子で上昇、ブラジルや一部の中東アフリカ諸国を除いた他の国々の株式市場も上昇して終了した。投資家心理の改善が確認できる。円でいえば、日米金利差が大きな変化がない中、こうしたリスクセンチメントの方向性が円の趨勢に影響を与える傾向がやや強まっているようだ。

図表2 VIX指数  
(2013年1月～2015年10月)



図表3 MSCIワールドインデックス  
(2013年1月～2015年10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

(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

---

## 中国への不安感も緩和傾向、中国関連通貨も落ち着きを見せ始めた

---

10月も引き続き中国関連のニュースは市場で意識された。習主席の英国訪問といった外交でも話題は多かったが、総じて言えば市場の中国への過剰な不安感も緩和方向に向かったと言えるのではないかと。それは、市場との対話力や、夏場に不安視された当局のマネジメント力も含むといえよう。

19日の中国の第三四半期 GDP は+6.9%となり、特に第3次産業の伸びが今の中国経済を牽引し始めていることが再確認された。金融政策では、23日には追加利下げと預金準備率引き下げを実施。その他、金利の原則自由化といった制度改革も合わせて発表されている。29日には、5中全会で36年続いた人口抑制策を緩和する決定をした。実際の効果を確認するには時間のかかる施策もあるものの、ニュージーランドドルなど中国の台所を担う通貨は上昇している。

---

## 11月の注目ポイント：不安心理の改善傾向続き、円は比較的安めに推移しやすいだろう

---

11月は、16日の日本の第三四半期 GDP 後の19日に日銀の金融政策決定会合が予定され、結果によっては再び緩和思惑が出やすい日本以外では、欧米の中央銀行の会合は予定されていない。このため、市場全体で金融政策がポイントとはなりにくい。前半は、中国の5中全会での決定を吟味するだろうが、一旦はリスクセンチメントが改善する方向であろうと予想している。加えて、中国の政策運営に対する不信不安は、一旦ピークアウトした感がある。夏場から強まった米中中央銀行への不信が、かなり修復されてきたように思う。11月はこうした不安心理の改善が、おしなべてリスク資産価格の上昇を支えると見ている。このため、円は比較的安めに推移するのではないかと考えている。テクニカル的には90日移動平均線でもあり、8月以来打ち返されがちな121円70銭近辺を試す展開もあるのではないかと。その際、先月同様になんらかの牽制発言が出るのかどうか、市場も確認したいだろう。

---

## 再び年内米国の利上げが織り込まれる中、新興国、特に産油国の金融市場が安定するかに注目

---

センチメントが改善されていないのは、10月 IMF による世界経済見通しで最も大きく下方修正された、産油国群だ。このセクターの見通しが改善されれば、年末に向かって一層、リスクテイクの動きが広がりやすいだろう。そうなると、円は円安に引っ張られやすい。

12月4日に予定されている OPEC 総会に向かって、原油価格推移が底入れ、市場の見通しが強気になるかどうか注目している。

図表 4 石油産出国の実質GDP(%)

	2015年10月時点 (括弧内 2015年4月時点)
2010年実績	5.1
2011年実績	5.1
2012年実績	4.8
2013年実績	2.5
2014年実績	2.3
2015年予想	0.1 (0.7)
2016年予想	2.2 (2.3)

(出所) IMF、新生銀行 金融市場調査部

リスクシナリオは、減産見送りに伴う産油国の資産取り崩し懸念で、市場の不安心理復活

逆に、減産が見送られる見通しとなると、産油国の財政悪化懸念や、それに伴う資金の取り崩しが与える世界の金融市場への悪影響や、一段の先進国の設備投資減退懸念が台頭し、市場心理が再び悪化するだろう。

来月の OPEC 総会を控える中、11 月は月後半にかけて原油市場に改めて注目が集まるのではないかと考えている。

経常収支の黒字は膨らんできているが、円高調整圧力は、限定的

円をフロー面から確認してみると

確かに、経常収支の黒字は膨らんできているが、日銀の緩和姿勢維持期待が円安継続期待となって、機関投資家から個人に至るまでの日本人のポートフォリオシフトを促しており、投資が促されていると見ている。例えば、ドルと円の需給バランスを簡易的に見るベシススワップを確認すると、幾つかの理由から、国内でのドル需要は引き続き高い様子だ。こうした状況が円安傾向を支えていると見ている。

図表 5 ベシススワップ  
(5年物 2013年1月～2015年10月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 6 経常収支  
(2003年3月～2015年8月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

新興国危機管理モニター:前月比では、10月は通貨安と長期金利上昇傾向が一服した

新興国危機管理モニター

危機管理モニターの金融市場 J 欄の為替レートの変化率を見ると、昨年末比では未だ通貨安傾向ではあるが、9月末比では全体では改善が見られる。K 欄の10年債利回りにおいても利回り上昇が止まった。結果、昨年末比でのヒートマップが沈静化傾向となっている。

欧州や中国の金融政策が全体的に緩和度を強めるとの見通しが、新興国へのリスクセンチメントの更なる悪化を防いだと言えよう。ただ、通貨動向に関しては、冒頭で見てきたように10月中旬以降は対ドルで横ばい推移となっており、アク抜けと断言するには決め手に欠ける状況となっている。

なお、外貨準備高の傾向は8月のデータでは悪化しているが、速報性の高い足元の通貨動向からは一旦小康状態になっていることが伺える。

図表 7 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 (季節調整、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	2015/9	2014/12	2014年	2014/12/31	2014/12/31	2014/12/31			
時点2	2015年 Q2	2015/10	2015 予測	2015/9	2015/3	2015/9	2015/9	2015 予測	2015/10/30	2015/10/30	2015/10/30			
1	中国	人民元	CNY	0.2	0.1	-0.8	-3.9%	-4.9%	-2.5	3.8	1.2	-1.3	1.8%	-57.0
2	マレーシア	リンギット	MYR	-1.9	0.4	0.2	-20.0%	-3.8%	-0.3	0.3	-2.5	0.0	23.0%	-2.1
3	インドネシア	ルピア	IDR	0.8	-1.5	-0.1	-9.3%	0.8%	-0.0	1.0	-0.1	-0.3	10.5%	108.6
4	タイ	タイバーツ	THB	-0.7	-1.7	-0.1	-0.7%	-1.9%	0.1	0.6	0.6	-0.5	8.2%	-7.7
5	ベトナム	ドン	VND	0.0	-1.8	-1.1	8.1%	3.8%	0.0	0.2	-0.6	0.0	4.4%	0.0
6	ロシア	ルーブル	RUB	-1.3	4.3	-2.5	-4.9%	-14.0%	1.0	19.1	2.3	-6.0	5.3%	-374.5
7	トルコ	リラ	TRY	0.3	-0.2	0.1	-5.5%	-6.5%	-0.0	1.6	1.5	-0.8	24.8%	175.0
8	ブラジル	レアル	BRL	-1.9	3.1	0.9	-0.4%	-8.6%	0.1	6.1	0.2	2.5	45.1%	352.6
9	メキシコ	ペソ	MXN	-0.2	-1.6	0.5	-7.0%	0.0%	0.2	-0.4	-0.1	0.0	11.9%	16.0
			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、トルコは財務による推計値  
 (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 8 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	2015/8	2015/9	2015/9/30	2015/10/30	2015/9/30	2015/10/30			
1	中国	人民元	CNY	-3.9%	-3.9%	2.4%	1.8%	-38.0	-57.0
2	マレーシア	リンギット	MYR	-18.8%	-20.0%	25.7%	23.0%	0.4	-2.1
3	インドネシア	ルピア	IDR	-5.9%	-9.3%	18.3%	10.5%	180.5	108.6
4	タイ	タイバーツ	THB	-0.6%	-0.7%	10.5%	8.2%	4.4	-7.7
5	ベトナム	ドン	VND	8.1%	8.1%	5.1%	4.4%	0.0	0.0
6	ロシア	ルーブル	RUB	-6.0%	-4.9%	7.6%	5.3%	-255.5	-374.5
7	トルコ	リラ	TRY	-4.2%	-5.5%	29.6%	24.8%	301.0	175.0
8	ブラジル	レアル	BRL	1.5%	-0.4%	48.5%	45.1%	303.9	352.6
9	メキシコ	ペソ	MXN	-4.3%	-7.0%	14.7%	11.9%	21.5	16.0
			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最新データは6月末を使用。

(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

## 産油国の景気減速長期化見通しの金融市場への影響を整理する

IMF は10月に世界全体の成長見通しを下方修正した。中でも、産油国の見通しが大きく引き下げられたことが注目された。その理由は、昨年末からの急激で大幅な原油の輸出価格の下落による収入の激減と、その長期化見通しだ。市場では、既にこうした国々の運用する政府系ファンド(通称 SWF, Sovereign Wealth Fund)の資産売却の動きが噂されていたが、先月、世界最大の政府系ファンドを持つ産油国ノルウェーが、財政収支の穴埋めに初めて基金を取り崩すと発表し話題となった。

## IMFによれば、政府系ファンドの規模縮小は、世界の調達金利上昇要因に

こうした資金の流れの変化は金融市場にどのような影響を与えるのだろうか。10月26日付のIMFのブログによれば、世界の政府系ファンドは総額7.3兆ドルで、そのうちの約4.2兆ドルが石油ガス関連だという。今後、原油価格が低迷し続け、こうした産油国が現在の水準で予算を使い続ければ、UAE、クウェート、カタール以外の国々では、4年から7年でファンドを使い果たしてしまうようだ。バーレーンや、イエメンといった国は2年のうちに資金が底をつくという。IMFは、こうしたことは、世界規模での貯蓄が低下する現象を起こし、結果として、世界の調達金利は上昇すると指摘している。最も、各国の緊縮具合によっても変化してくることであるので、市場では事前に織りこみにくい、市場が弱気になった折には材料視されやすい状況が続きそうな為、留意しておきたい。

(政井、宮地)

図表 9 世界の主なソブリンウェルスファンド(2015年推計)

ファンド名	国	資産残高 (10億米ドル)
Government Pension Fund(NIBM)※	Norway	873
Abu Dhabi Investment Authority(ADIA)※	UAE	773
China Investment Corporation(CIC)	China	747
Kuwait Investment Authority(KIA)※	Kuwait	592
State Administration of Foreign Exchange(SAFE)	China	547
Hong Kong Monetary Authority(HKMA)	Hong Kong	400
Government Investment Corporation(GIC)	Singapore	344
Qatar Investment Authority(QIA)※	Qatar	256
National Social Security Fund	China	236

※=Hydrocarbon funds(石油収入等を原資とした政府系ファンド)

(出所) Sovereign Wealth Fund Institute、IMF、新生銀行 金融市場調査部

## 日本経済：日銀版コア CPI の上昇で追加緩和見送り

### 1. 景気後退予想の中での追加緩和見送り：「日銀版コア CPI」に注目

日本銀行は10月30日の金融政策決定会合で追加の金融緩和を見送った。事前の市場予想では、緩和ありとの見方となしとの見方が拮抗していた。後述の通り、7-9月期のGDPは4-6月期に続く二期連続のマイナス成長でテクニカルなりセッションとなる公算が大きい。それにも拘わらず日銀が追加の金融緩和を見送ったのはなぜであろうか。

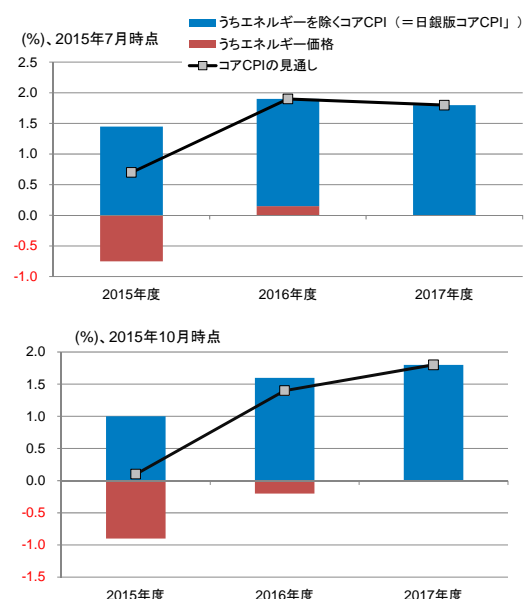
その答えの一つとして、コアCPIからエネルギー価格を除いた消費者物価(ここでは日銀版コアCPIと呼ぶ)が上昇していることがあげられよう(図表10、11)。日銀の2%物価目標は消費者物価のうち、生鮮食品を除いた「コアCPI」を基準にするとされており、先3年程度の見通しが「経済・物価情勢の展望」(略称展望レポート、以下同)の中で示されてきた。また、市場参加者の間ではECBのスタッフ・プロジェクションの様に、物価に大きな影響を与える為替と原油価格の前提を開示してほしいとの要望が多かった。原油価格の下落の影響が顕著となってきた2015年1月の展望レポートの中間見直し以降は、展望レポートの脚注において原油価格の「想定」とその想定がコアCPIに与える影響度が開示されるようになった。2015年1月当時は1ドル **55ドル**を出発点に **70ドル台前半**に緩やかに上昇するとの見通しで、コアCPIには2015年度で-0.7~-0.8%ポイント程度(図中ではわかりやすい様に平均をとって-0.75%と表記)、2016年度で+0.1~+0.2%程度(同様に+0.15%)とされていた。10月30日の展望レポートではこれらの想定が、最近の原油価格低迷の長期化を受けて5~10ドル引き下げられ、1ドル **50ドル**を出発点に **60ドル台前半**に緩やかに上昇するとの「想定」に変更された。2016年度のエネルギー価格の影響は従来の+0.1~+0.2%から、マイナス0.2%へと下方修正された。これらに合わせて2%の物価目標の達成見通しの時期も2016年度前半から2016年度後半に先送りとなった。

図表10 原油価格の下方修正で物価見通しは後退

	2015年度	2016年度	2017年度
<b>7月</b>			
原油価格(ドバイ)の想定	(55ドル)	(70ドル台前半)	
コアCPIの見通し	0.70	1.90	1.80
うちエネルギー価格	-0.75	0.15	0.00
うちエネルギーを除くコアCPI(=日銀版コアCPI)	1.45	1.75	1.80
<b>10月</b>			
原油価格(ドバイ)の想定	(50ドル)	(60ドル台前半)	
コアCPIの見通し	0.10	1.40	1.80
うちエネルギー価格	-0.90	-0.20	0.00
うちエネルギーを除くコアCPI(=日銀版コアCPI)	1.00	1.60	1.80
<b>差</b>			
原油価格	(マイナス5ドル程度)	(マイナス10ドル程度)	
コアCPIの見通し	-0.60	-0.50	0.00
うちエネルギー価格	-0.15	-0.35	0.00
うちエネルギーを除くコアCPI(=日銀版コアCPI)	-0.45	-0.15	0.00

(出所) 日本銀行、新生銀行 金融市場調査部

図表11 コアCPI見通しの寄与度分解



(出所) 日本銀行、新生銀行 金融市場調査部

## 2. 7-9 月期はマイナス成長の予想

10 月 30 日に公表された日本の家計調査や失業率に関する経済指標(9 月)を踏まえて、7-9 月期の実質 GDP(前期比年率)はマイナス 0%台半ば(=-0.5%前後)となるとみている。市場でもマイナス成長を予想する声は多く、10 月 31 日の日経新聞の報道ではマイナス 0.3%(10 社の平均)となっている。4-6 月期の同マイナス 1.2%に続くマイナス成長となる見込みであることから追加の金融緩和を予想する市場参加者も多かった模様だ。

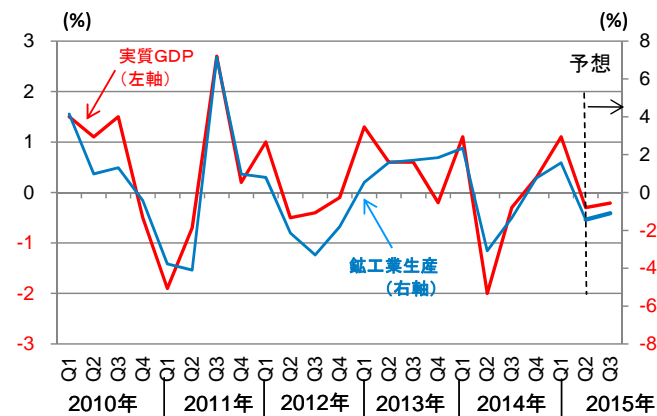
7-9 月期の鉱工業生産(季調済、前期比)は-1.3%となり、4-6 月期(-1.4)に続く 2 期連続のマイナスとなった。29 日の 9 月鉱工業生産の発表時には、「市場予想(-0.6%)を上回って好調であった(+1.0%)」との評価もあった。これは 7 月、8 月の生産がそれぞれ-0.8%、-1.2%と二期連続のマイナスとなり、9 月のプラスだけではその分を取り返せなかったためである。底割れの状況ではないものの、輸出や国内消費の低迷を背景に、生産の低迷は継続していると言えよう。

先月の本レポートでは、生産と GDP の関係から「11 月 16 日に公表される 7-9 月期の実質 GDP は 0%からマイナス 1%の範囲となろう。」としていた。この見方は現時点でも不変で、7-9 月期の生産-1.3%を元にするると、同期の GDP は-0.2%(年率-0.8%)となることを示唆している(図表 12)。

4-6 月期の実質 GDP の構成要素の内、民間最終消費(季調済・前期比)は-0.7%と大幅なマイナスとなった。しかし、家計調査や労働力調査を元にするると、7-9 月期の消費(同)は+0.4%とプラスに転換したとみられる。

この予想の背景には非製造業の雇用が堅調さ挙げられる。製造業・非製造業で分けると、製造業の雇用(前年比)は 4 月以降マイナスとなっており 9 月には-3.6%にまで悪化した。しかし、非製造業の雇用(同)は堅調さを維持しており、足元では 7 月+1.0%、8 月+1.2%、9 月+1.4%と増加ペースを早めている。輸出や生産の鈍化の割に雇用がタイトな状況が継続しているのは、このような非製造業の好調さが背景にある(図表 13)。

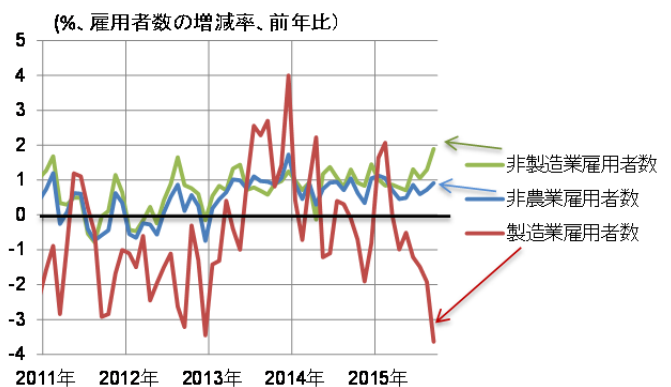
図表 12 7-9 月期の生産は-1.3%、同期の GDP は-0.2% (年率-0.8%)となることを示唆



※ 季調済、前期比ベース

(出所) 内閣府、経済産業省、新生銀行 金融市場調査部

図表 13 堅調な非製造業の雇用が雇用全体を牽引



※ 原数値ベース

(出所) 厚生労働省、新生銀行 金融市場調査部

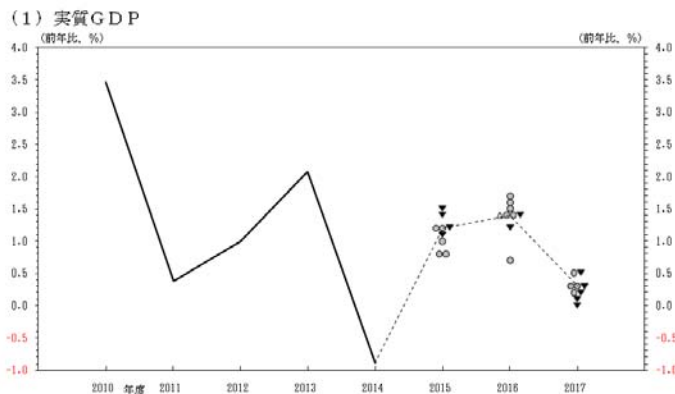


### 3. 日銀版「ドット・チャート」

今回の展望レポートでは経済・物価の見通しについて、中国をはじめとする新興国の減速を受けた輸出・生産の減少を受けて全般的に下方修正される結果となった。

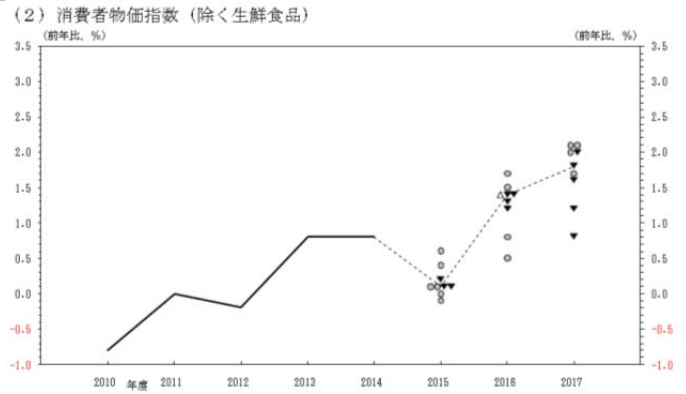
また、今回の展望レポートから新たに「経済・物価見通しとリスク評価」が開示されるようになった(図表 14、15)<sup>1</sup>。これまでは政策委員全体に関する分布が示されていたが、今回のチャートから個別の委員の予想値が明確となった。また先行きのリスクについて「概ね上下にバランスしている」が●、「上ブレリスクが大きい」が△、「下ブレリスクが大きい」が▼で示されるようになった。これらを見ると、上ブレリスクの指摘は 2016 年度の GDP、コア CPI の 1 名ずつのみで、残りはすべて「上下にバランス」か、「下ブレリスク」が意識されている。特に消費増税が予定されている 2017 年度については 9 名中 5 名が下ブレリスクを示す結果となった(図表 16、17)。

図表 14 実質 GDP の見通し



(出所) 日本銀行、新生銀行 金融市場調査部

図表 15 コア CPI の見通し



(出所) 日本銀行、新生銀行 金融市場調査部作成

図表 16 先行きのリスク評価(実質 GDP)

○ 実質 GDP

	2015 年度	2016 年度	2017 年度
見通し	1.2	1.4	0.3
△ 上ブレ	0	1	0
○ 上下にバランス	5	6	4
▼ 下ブレ	4	2	5
合計	9	9	9

(出所) 日本銀行より新生銀行 金融市場調査部が作成。

図表 17 先行きのリスク評価(コア CPI)

○ コア CPI

	2015 年度	2016 年度	2017 年度
見通し	0.1	1.4	1.8 ※
△ 上ブレ	0	1	0
○ 上下にバランス	6	4	4
▼ 下ブレ	3	4	5
合計	9	9	9

※ 2017年度は消費税率の引き上げを除くベース。

(出所) 日本銀行より新生銀行 金融市場調査部が作成。

<sup>1</sup> 日銀の公表資料では委員がどの数字を予想しているかは公表されていない。焦点となる 2017 年度の物価見通しについて、これまでの講演等を踏まえた当部独自の各委員の予想値は以下の通り。

2.1% (バランス) 岩田副総裁、原田委員	1.6% (下ブレ) 石田委員
2.0% (バランス) 黒田総裁、(下ブレ) 中曾副総裁	1.2% (下ブレ) 佐藤委員
1.8% (下ブレ) 布野委員	0.8% (下ブレ) 木内委員
1.7% (バランス) 白井委員	

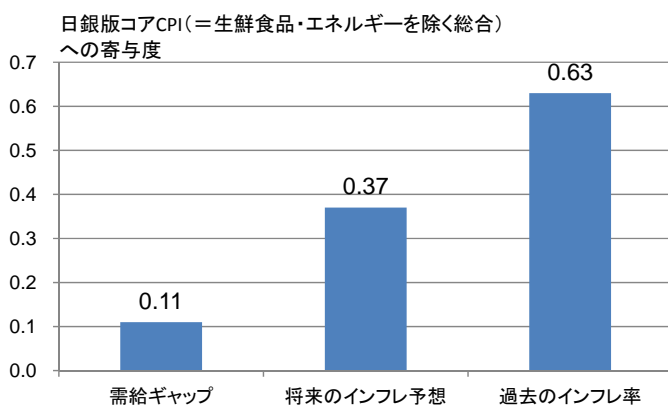
#### 4. 日銀は何を見て金融政策を決定しているのか？－政策反応関数

以上の様に、市場参加者の一定数が金融緩和を予想する中で日銀自身も先行きのリスクを大きく下方修正した。それにも関わらず、追加の金融緩和を見送ったことで「日銀は何をみて金融政策を決定しているのか？」という疑念を持たれる方々も多いのではないかと。これまで日銀は、将来の物価について「需給ギャップと予想物価上昇率で決定される」という説明をしてきた。この点について日銀から興味深い分析が示されている<sup>2</sup>。

需給ギャップを概念的に説明すると、実質 GDP が潜在成長率を上回るとタイト化(プラス幅の拡大、マイナス幅の縮小)となり、実質 GDP が潜在成長率を下回ると緩む(プラス幅の縮小、マイナス幅の拡大)とされる。具体的には、実質 GDP が潜在成長率とされる 0.5%を下回って需給ギャップが拡大する見通しである場合に、日銀の追加の金融緩和を予想することは無理のないことだと思われる。仮に 7-9 月期の実質 GDP が-0.3%となった場合、需給ギャップは潜在成長率の 0.5%から-0.3%を引いて 0.8%ポイントの拡大となる(=  $+0.5 - (-0.3\%) = 0.8\%$ )。

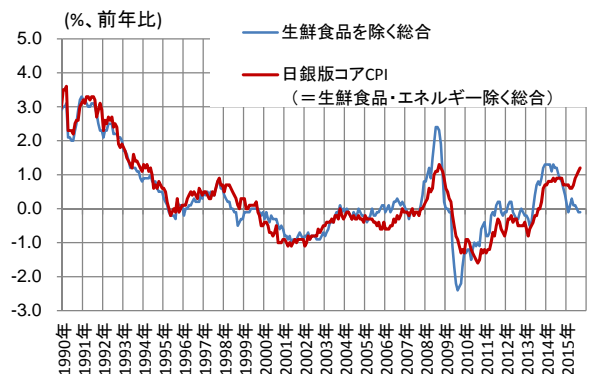
しかし、今回展望レポートで示された分析によると 1991 年 1-3 月期から 2015 年 4-6 月期のデータでは、上記の需給ギャップが物価に与える影響は 0.11 に過ぎず、将来のインフレ予想が 0.37、過去のインフレ率が 0.63 と、物価の影響が非常に大きくなっている(図表 18)。物価はそれほど大きくは変動しないため、仮に上記の過去の関係が将来も継続するとした場合、将来の物価が大きく下落するのは以下のケースとなる。①リーマンショックのようなかなり大きく持続的な GDP 成長率の低下の場合、②予想インフレ率の大幅な低下という場合。このため、仮に 2 四半期連続のマイナス成長でリセッションとなったとしても、それが持続的かつ大規模にならない限りは、日銀の重視する日銀版コア CPI はそれほど変動しないということになる。

図表 18 日銀版コア CPI は、需給ギャップよりも将来、過去のインフレ率に依存する



(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」、新生銀行 金融市場調査部

図表 19 コア CPI 下落でも上昇を続ける日銀版コア CPI(=生鮮食品・エネルギーを除く総合)



(出所) 総務省、新生銀行 金融市場調査部作成

<sup>2</sup> 展望レポート(全文)の BOX 図表 4 「フィリップス曲線の推計結果と最近の消費者物価の動向」。展望レポートは、金融政策決定会合の最終日の 15 時に「基本的見解」が示され、翌日に「全文」が公表される。「全文」の公表タイミングの「翌日」は営業日ベースではなく、カレンダーベースであるため、今回は 11 月 1 日(土)に公表された。

2008 年前後には原油価格が 150 ドル近くまで急騰したことを受けて、コア CPI も日銀版コア CPI も上昇していた(図表 19)。その後原油価格の下落に応じて(エネルギー価格を含む)コア CPI がプラス幅を縮小し始めると、(エネルギー価格を除いている)日銀版コア CPI も同様の動きに転じていた。今回はコア CPI はプラス幅を縮小しているものの、日銀版コア CPI は高止まりして逆に上昇に転じており、9 月には+1.2%となった。最近の日銀版コア CPI の上昇が、エネルギー価格の上昇だけでなくそれ以外の需給ギャップの引き締めや、物価上昇率の上昇を受けて企業が価格を引き上げる行動をとっていることを示唆している。これも日銀が 10 月に追加の金融緩和を見送った理由だろう。

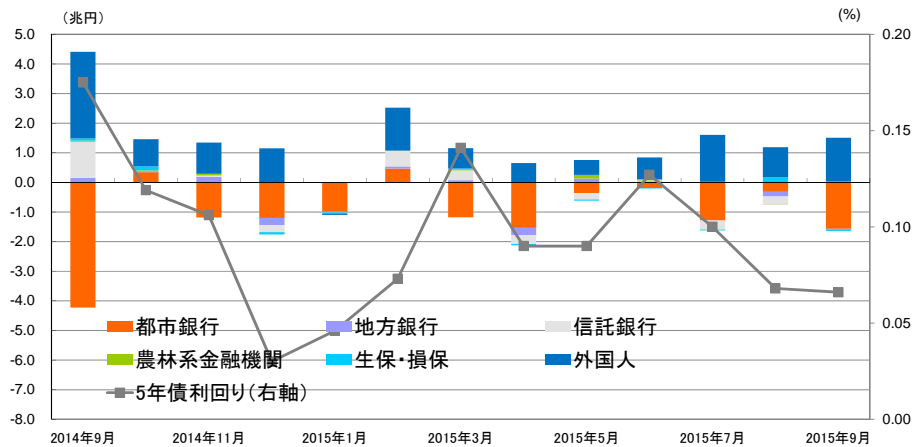
最近の弱い輸出や生産の動きが企業収益の減少→労働市場の緩み→賃金の下落という動きにつながれば、上記の様な値上げの動きも変化していこう。

今回の大幅な見通しの下ブレにも拘わらず金融緩和を見送ったことにより、日銀版 CPI が一定程度の推移となっている内は金融緩和期待が起ころづらくなるとみた方が良いのではないか。

(伊藤 篤)

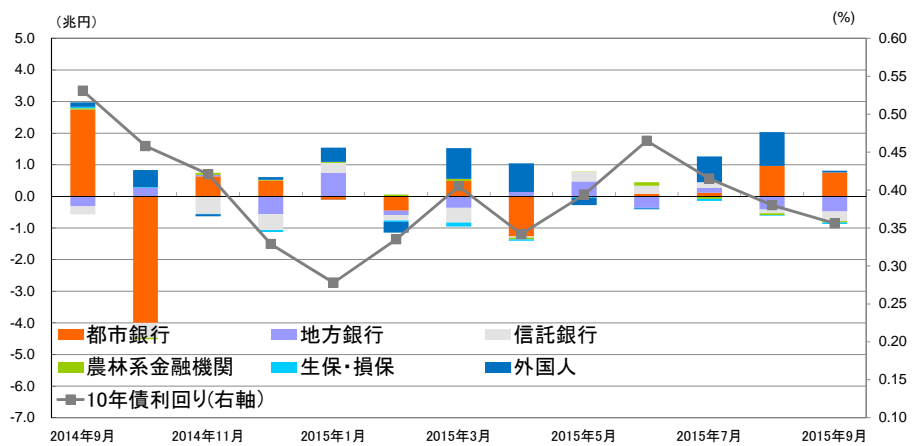
<参考> 国債投資家別売買動向

図表 20 中期債 (2014年9月～2015年9月)



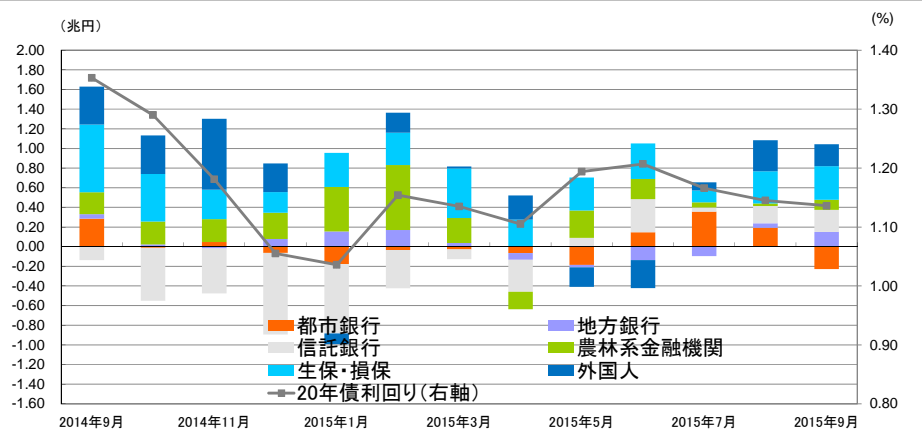
(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 21 長期債 (2014年9月～2015年9月)



(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 22 超長期債 (2014年9月～2015年9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9月末	2015年10月末	変化幅(%)
無担保コール(翌日物、加重平均、%)	0.010	0.074	0.06
債券先物(中心限月、円)	148.160	148.560	0.40
日本国債(2年物、%)	0.020	0.007	-0.01
日本国債(5年物、%)	0.066	0.043	-0.02
日本国債(10年物、%)	0.356	0.309	-0.05
日本国債(20年物、%)	1.136	1.070	-0.07
日本国債(30年物、%)	1.404	1.349	-0.05
円/円スワップ(2年、%)	0.110	0.108	-0.00
円/円スワップ(5年、%)	0.199	0.185	-0.01
円/円スワップ(10年、%)	0.510	0.488	-0.02
円/円スワップ(20年、%)	1.133	1.098	-0.04
円/円スワップ(30年、%)	1.358	1.323	-0.03
円LIBOR(6ヶ月物、%)	0.125	0.122	-0.00
全銀協TIBOR(6ヶ月物、%)	0.257	0.257	0.00
米国FFレート(%)	0.050	0.060	0.01
米国債(2年物、%)	0.629	0.724	0.10
米国債(3年物、%)	0.901	1.023	0.12
米国債(5年物、%)	1.357	1.519	0.16
米国債(7年物、%)	1.736	1.885	0.15
米国債(10年物、%)	2.037	2.142	0.11
米国債(30年物、%)	2.854	2.922	0.07
米ドルスワップ(2年、%)	0.748	0.847	0.10
米ドルスワップ(3年、%)	0.984	1.102	0.12
米ドルスワップ(5年、%)	1.385	1.497	0.11
米ドルスワップ(7年、%)	1.697	1.785	0.09
米ドルスワップ(10年、%)	2.003	2.061	0.06
米ドルスワップ(30年、%)	2.518	2.533	0.01
米ドルLIBOR(6ヶ月、%)	0.534	0.552	0.02

## &lt;2015年11月 主な行事日程&gt;

日付	国	イベント	日付	国	イベント
11月2日	米国	ISM製造業景況指数	11月17日	米国	鉱工業生産
11月3日	米国	製造業受注	11月18日	日本	日銀金融政策決定会合(19日まで)
11月4日	米国	貿易統計		米国	FOMC議事録
		ISM非製造業景況指数		住宅着工・許可件数	
11月5日	日本	10年債入札	11月19日	日本	貿易収支
		日銀金融政策決定会合議事要旨			黒田日銀総裁、定例記者会見
11月6日	日本	景気動向指数	11月20日	日本	公社債投資家別売買
	米国	雇用統計	11月23日	欧州	Markitユーロ圏製造業PMI
11月8日	中国	貿易統計		米国	中古住宅販売件数
11月10日	日本	経常収支	11月24日	独	IFO景況感指数
		景気ウォッチャー指数		米国	S&Pケースシラー住宅価格指数
	中国	CPI・PPI			GDP
11月12日	日本	機械受注	11月25日	日本	20年債入札
		30年債入札			米国
11月13日	欧州	GDP			新築住宅販売件数
	米国	小売売上高			
11月16日	日本	GDP	11月27日	日本	CPI
11月17日	日本	5年債入札			
	独	ZEW景況感指数	11月30日	日本	鉱工業生産
	米国	CPI			

- 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