



SHINSEI BANK

# Market Monthly Report

2016年1月8日  
新生銀行 金融市場調査部  
MRMRD-20160001

## 1 月金融市場月報： 2016年の為替市場と日本経済の注目点と見通し

### 1 月の為替市場見通し

**12月中旬以来、テーマを変えながら円買い機運が継続しているドル円為替市場  
正月中に起こった中東リスクの高まり、タイミング悪く市場予想を下回った中国製造業PMIをきっかけとして世界の株式市場下落を招き、ドル円は新年早々から「安全資産」の本領発揮となっている。**

特に、この2日ほどは「中国元売り」対「円買い」テーマとなっており、日中共に、当局の方向性を試す形で市場が対話力を問う相場付きになってきている。

加えて連日の大幅株安で、市場の米国の利上げスタンスに対する期待もぐらつきはじめ、ドル売りも加わってきた。買える通貨が少ない中、場合によっては円が一層選好される可能性もあり、2016年のドル円市場のレベル感を決定する上でも重要な局面になりつつある。

ドル円は、4日の120円47銭を高値に一方向の円高スタートとなっており、7日には117円33銭と昨年8月24日以来の円高水準を付けた。世界的な株価下落基調というリスク回避的な相場が続く中、日米欧中英というIMFのSDR構成バスケットの通貨中最強となっている。一方、本年10月から構成通貨入りする事が決まっている中国元はこれら通貨群中最も弱く、特にCNH(オフショア人民元)はドルに対して2010年以来の安値6.6000を超え、一部の資源国等をのぞいたその他通貨群に対しても弱含み、円とは対照的な状況になっている。

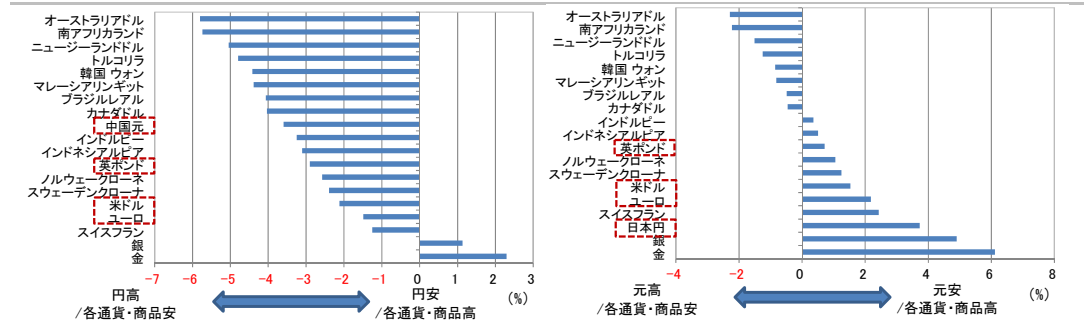
こうした通貨の中で円が最強となっている背景には、1.中東情勢から遠いという地政学プレミアム、2.現在の日本は、英国の国民投票リスクや欧州の難民流入問題といった政治リスクも足元抱えていない、3.中国リスクの裏側が日本という解釈(ユーロ対英ポンド間の相対評価と同様の考え方から、中国元売り対円買い)や、中国元のバスケット採用通貨に円が組み入れられていることから、中国元売りに伴って円が強くなっているとの説明もできるが、

2016 年 年間レンジを決定する上で、重要となってきた年始のドル円相場

根底には、日銀による追加緩和余地の市場期待低下が影響

根底には、技術的な事も含め日銀による追加緩和余地が限定的になっているのではない  
かとの市場認識が影響していると見ている。

**図表 1 各通貨・商品の変化率(左図 対円、右図 対中国元)**  
(2015年12月31日～2016年1月7日)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

**中国元相場が落ち着くには時間がかかる**

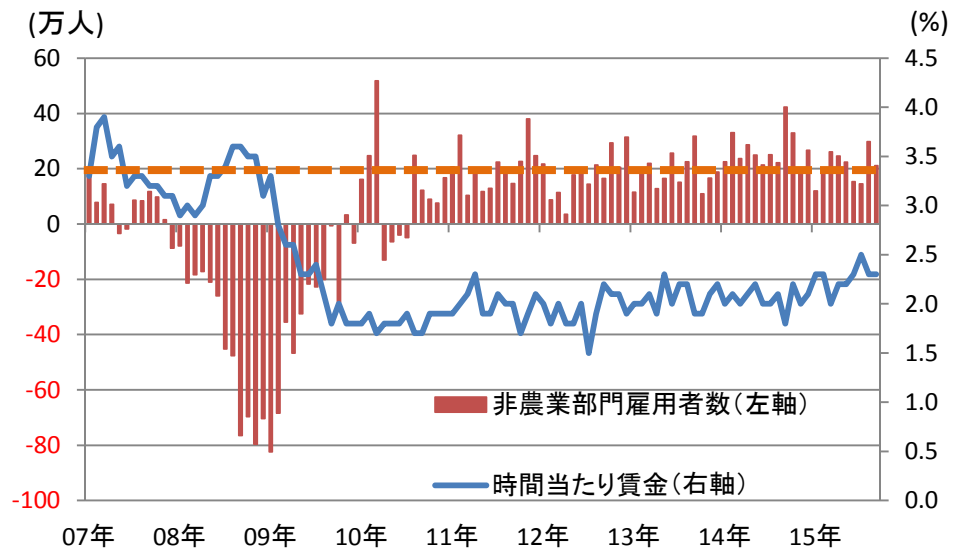
経済規模も非常に大きい、懐の深い中国経済に対して市場がこれだけ不安になるのは、国際化を進める中国金融当局と市場との対話を確立する過程にあるからだろう。信頼が構築されるまで、現在の中国オフショア元を中心とした市場と当局のやり取りは長く続くと考えられる。基調としては、日本同様、中国の金融政策も国内景気でこ入れの為に米国に比して緩和的な状況が続くと予想され、中国元安傾向が対ドルで続くだろう。足元ではこれといった強い理由もなく、元売り先として円買いが選好されている。日本はここを分断する事が重要で、自国通貨動向の安定につながる鍵となろう。

**年末からの弱気相場の反転きっかけとなる材料とは**

**8日の雇用統計で、米利上げ見通しに安心感が広がるかが鍵**

今回のリスク回避相場の震源地となっている中国の状況は直ぐには変わりそうもない。市場が一旦落ち着くには、まず、米国の状況に変化がないこと、消費を中心とした経済の強さを確認できる事が重要だ。まずは 8 日の雇用統計で非農業部門雇用者数が市場予想の 20 万人以上を維持できるかどうか、また、やや強めの 2.8% (年率) 市場予想を裏切らない程度の時間当たり賃金が維持されているかどうか。一旦冷静さを取り戻すきっかけが必要であるだけに注目だ。米ドル円も 117 円台で切り返せるかどうか、ポイントだ。

図表 2 米国の雇用関連指標  
(2007年4月～2015年11月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

ドル円相場の鍵を握る  
29日日銀の政策  
決定会合

13日には中国の12月貿易収支、19日に第4四半期のGDPが予定されている。センチメントが悪化している事、また、未だ当局との対話が成熟していない中国市場ではこうした指標をきっかけに株式市場や通貨市場が動揺し他市場へ伝播してしまう。中国の金融市場動向は、2月に迎える旧正月まで時間もあり、月内いっぱい波乱要因となりそうだ。

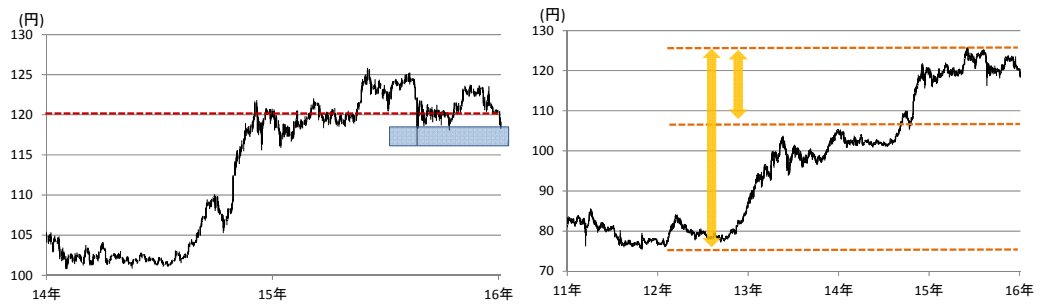
日本では、このところ改善傾向にある経常収支の11月分の発表が12日予定となっている。黒字額が膨らんでいると円買いのセンチメントを強める可能性があるだろう。こうした傾向が続けば、月末29日に予定されている今年初の日本銀行の政策決定会合が12月よりも増して注目されるだろう。新年早々、デフレ脱却の本気度が試される局面になるかもしれない。

テクニカルに安定するには、  
120円台回復が必要

テクニカルには、116円近辺以上での推移がかぎとなっており、この水準を下回ると、1年以上かけて作った天井から円高方向に抜けることになり、2012年からの上げ相場の本格的な調整相場が見えてくる。その場合は、3分の1戻しで、106円が視野に入ってくることになる。他方、再び相場が安定するには、120円台回復が必要だ。

図表3 米ドル円為替レート(日足)

(左図 2014年1月～2016年1月、右図 2011年1月～2016年1月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

## 2016年の見通し

相場安定の鍵は、明確な金融(通貨)政策

2016年の相場見通しは難しいというのがコンセンサスではないだろうか。逆に見れば、中国元のように明確に市場から挑戦を受けているような個別要因は別とすると、全体のトレンドは出にくい状況とも言える。ドル円は、足元の状況から110円程度まで円高方向へ修正されて、その後小動きとなるのか、120円程度を中心として小動きとなるのか、株価の水準にも日本の成長率にも影響を与えるため重要だ。外部環境から年間を通じて米国の利上げに対する思惑も揺れやすいことが予想され、日本の金融政策への期待感が円の安定した水準維持に引き続き大きな役割を果たすと考えられる。政策担当者の発言や金融政策決定会合は一段と注目されるだろう。

図表4 2016年の主なスケジュール

日付	国	2016年の主なイベント	日付	国	中央銀行会合等
1月4日	日本	通常国会開会	1月21日	欧州	ECB会合
2月上旬	日本	TPP協定参加国の署名が完了	1月28日	日本	日銀政策決定会合(29日まで)、FOMC会合(29日まで)
2月1日	米国	米大統領予備選挙開始	3月10日	欧州	ECB会合
2月18日	欧州	EU首脳会議	3月14日	日本	日銀政策決定会合(15日まで)
3月		OPEC総会	3月17日	米国	FOMC会合(18日まで)
3月上旬	中国	第12回全国人民代表大会第4回会議	4月21日	欧州	ECB会合
5月5日	英国	英スコットランド議会選挙	4月27日	日本	日銀政策決定会合(28日まで)、FOMC会合(28日まで)
5月26日		G7首脳会議	6月2日	欧州	ECB会合
6月		OPEC総会	6月15日	日本	日銀政策決定会合(16日まで)、FOMC会合(16日まで)
6月	日本	通常国会会期末	7月21日	米国	ECB会合
6月24日	欧州	EU首脳会議	7月27日	米国	FOMC会合(28日まで)
7月	米国	米共和党・民主党大会で各大統領候補が正式指名	7月28日	日本	日銀政策決定会合(29日まで)
7月25日	日本	参議院議員任期満了(2010年選出)	9月8日	欧州	ECB会合
8月5日	ブラジル	リオデジャネイロオリンピック(21日まで)	9月20日	日本	日銀政策決定会合(21日まで)
9月		G20首脳会議	9月21日	米国	FOMC会合(22日まで)
10月		APEC首脳会議、東アジア首脳会議・ASEAN首脳会議	10月20日	欧州	ECB会合
10月20日	欧州	EU首脳会議	10月31日	日本	日銀政策決定会合(11月1日まで)
11月	中国	中国共産党第18期中央委員会第6回全体会議	11月2日	米国	FOMC会合(3日まで)
11月8日	米国	米大統領選挙、投開票	12月8日	欧州	ECB会合
12月	中国	中国中央経済工作会議	12月14日	米国	FOMC会合(15日まで)
2016年夏～2017年下期	英国	EU離脱問う国民投票	12月19日	日本	日銀政策決定会合(20日まで)

(出所) 各種報道、各種資料より新生銀行金融市場調査部作成

投資の目線と言えば、年初からの状況が物語るように投資家のリスク選好を阻害しがちな状況は続きやすいだろう。今年は加えて、夏場以降英国のEU離脱を問う国民投票の確度も高くなっている。米国は大統領選を控えている。

世界の金融政策は、  
緩和的な状況維持。  
代替投資先ニーズ続く

米金利の正常化による  
ドル高維持がメイン  
シナリオだが、引き算  
も多く、取引レンジ  
は、狭い見通し

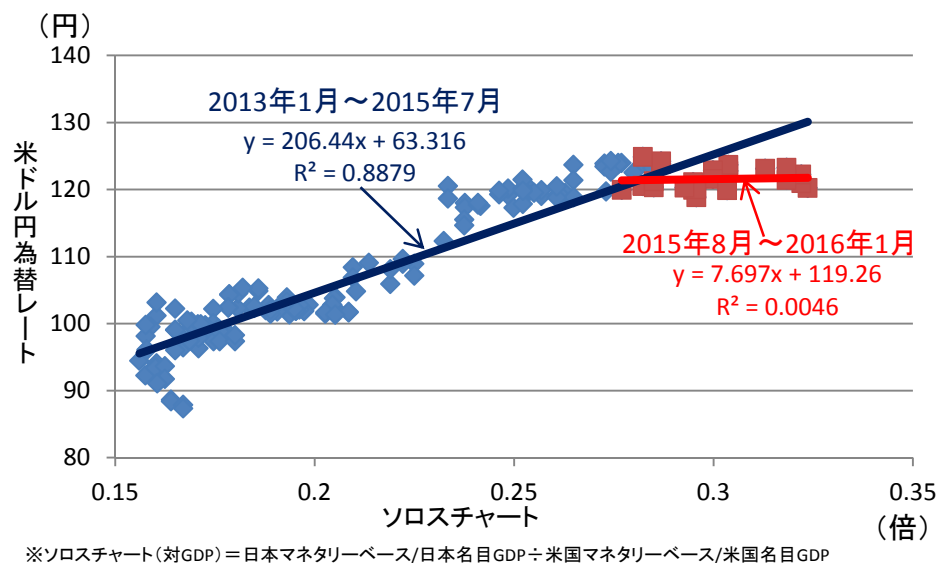
リスクは、通貨高受け  
入れ先としての円高  
調整機運の高まり

また、実体経済も過去に比べて低成長の見込みだ。世界銀行は早々に2016年の世界の成長率を下方修正した。資源価格低迷に伴い設備投資も振るわない見通しだ。こうした環境下、多くの国々の金融政策は緩和的になるだろう。安全資産が選好されやすいが、他方相変わらずユーロ圏や日本を中心に安全資産の名目金利は殆ど消滅した状況が今年も予想される。したがって、代替投資先へのニーズが強い状況に変わりはないだろう。事実、足元でも通貨は下落しているが、豪州やシンガポールといった高格付け国の国債価格は上昇している(金利は低下)。となると、昨年末から始まった米金利の正常化が市場の思惑通りに進むとすれば、米短期金利は上昇基調、ドル高が一層進むという展開をメインシナリオとするのが素直な見方だろう。

一方、中国市場の動揺が続くと考えられ、その分だけ米ドル円でドルの上値を限定するとみられ、取引レンジは狭い見通し。

昨年後半から徐々に健在化し始めている主要通貨安が、対円でも一段と進んできている。通貨高を引き受ける先がほとんどなくなっている。今後も続く可能性の高い中国元安や、夏場に向け英国の国民投票が現実化してくると、中東情勢をあわせ欧州通貨安傾向も強まりやすいだろう。こうした国々では、資源価格安等から低インフレ状況が維持されると見られ、通貨安を問題視するとも考えにくく、通貨安が放置されやすいだろう。こうした外部環境にあって、円が足元のように選好される事を放置すれば、円高調整機運が高まりやすくなる可能性があるが要注意だ。

図表 5 米ドル円とソロスチャート(対GDP)の相関関係  
(2013年1月～2016年1月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

実際、米国の量的緩和が始まって以来、ドル円と高相関を維持していた日米の量的緩和比率を示すいわゆるソロスチャートとドル円実勢レートだが、かい離が著しくなっている。特に昨夏以降全く相関が崩れており、中国の不安要素が日本の量的緩和による通貨安効果を削いでいる可能性があるのではないかと考えている。こうした傾向が通年続けば、円の安値を相当程度限定するだろう。

そもそも経験則的には、円高見通しが高まりやすい。今年こそ経験値を裏切る必要

変動相場制移行後、4年以上の継続した円安局面を経験した事がない。年足で確認してみると明らかなように、今回の円安局面は極めて異例だ。プラザ合意前の6年に及んで円の安値が切りあがっていった1970年後半の流れや、3年以上円安傾向が続いた1995年～1997年に匹敵する異例の円安が続いている。もっとも、去年は取引レンジが変動相場制移行後最も小さく、結果、ローソク足で言うところのカギ十字を付けており、足組でいうと今年の流れが今後数年の流れになるといわれる。仮に今年が陰線で引けると、結局は変動相場制移行後の経験と変わらず、今後円高局面が数年続くと市場期待が強まる事となるだろう。筆者は、こうした過去の経験則通りの動きと仕掛け的な円高が思わぬ水準への調整を促し、株価の低迷やデフレ心理の復活といった負のスパイラルに陥るリスクはゼロではないとみており、足元で早々に120円程度に水準復帰できる事が肝要だと考えている。

図表 6 米ドル円為替レート(年足)  
(1971年～2015年)



(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: 一部の国の国債利回りは通貨安進行でも、安定している。

#### 新興国危機管理モニター

物価(B列、CPI)はブラジルで前年比上昇が目立つが、その他では下落傾向は変わらず。2015年を通じて外貨準備額が緩やかに減少している国が多く、全体的に若干の支払い能力の低下(G列)が見られる。

通貨安傾向が強まっているが、ドルペッグ制を放棄しているため、米国との金利差拡大を受けた自然な売り。外貨流出を阻止し体力温存に繋がるとの考え方も出来るため、国債価格が安定している場合には過剰に悲観する必要はないだろう。

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 (季調済、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	2014/12	2014/12	2014年	2014/12/31	2014/12/31	2014/12/31	
時点2			2015年Q3	2015/12	2015年	2015/11	2015/3	2015/11	2015/9	2015年	2015/12/31	2016/1/6	2016/1/6	
1	中国	人民元	CNY	0.1	0.0	-0.8	-8.6%	-4.9%	-2.6	2.6	-0.8	-1.25	5.6%	-72.0
2	マレーシア	リンギット	MYR	-2.2	-0.1	0.2	-18.9%	-3.8%	-0.3	-0.1	0.1	0.00	25.8%	4.2
3	インドネシア	ルピア	IDR	0.7	-5.0	-0.2	-10.5%	0.8%	-0.1	0.9	-0.2	-0.25	12.6%	102.4
4	タイ	タイバーツ	THB	-0.9	-1.5	0.7	-0.4%	-1.9%	0.1	0.6	-0.3	-0.50	10.1%	-9.0
5	ベトナム	ドン	VND	0.0	-1.2	-1.5	-10.4%	3.8%	-0.6	-0.3	-0.8	0.00	5.0%	0.0
6	ロシア	ルーブル	RUB	-0.6	1.5	-4.5	-6.4%	-14.0%	0.9	17.9	-4.5	-6.00	22.9%	-407.6
7	トルコ	リラ	TRY	0.3	0.6	0.7	-5.8%	-6.5%	-0.0	1.6	0.2	-0.75	28.6%	318.0
8	ブラジル	レアル	BRL	-2.2	4.1	-1.4	-1.5%	-8.6%	-0.0	5.8	-1.4	2.50	51.6%	355.5
9	メキシコ	ペソ	MXN	-0.1	-1.9	0.6	-11.7%	0.0%	0.1	-0.6	0.6	0.00	18.9%	38.3
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

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		差 (10億米ドル)	変化率		変化率	差		差	
時点1			2014/12	2014/12	2015/10	2014/12/31	2014/12/31	2015/11	2014/12/31	2014/12/31	2015/11	
時点2			2015/10	2015/11	2015/11	2015/11/30	2015/12/31	2015/12	2015/11/30	2015/12/31	2015/12	
1	中国	人民元	CNY	-7.4%	-8.6%	-0.0	3.1%	4.6%	1.5%	-52.7	-79.0	-26.3
2	マレーシア	リンギット	MYR	-19.4%	-18.9%	0.5	21.8%	22.8%	0.8%	5.2	3.9	-1.3
3	インドネシア	ルピア	IDR	-10.3%	-10.5%	-0.2	11.8%	11.3%	-0.4%	81.5	94.9	13.4
4	タイ	タイバーツ	THB	1.1%	-0.4%	-2.2	8.8%	9.5%	0.6%	-0.2	-22.9	-22.7
5	ベトナム	ドン	VND	-3.7%	-10.4%	-2.3	5.2%	5.1%	-0.1%	0.0	0.0	0.0
6	ロシア	ルーブル	RUB	-5.9%	-6.4%	-1.8	9.4%	19.4%	9.2%	-407.2	-412.9	-5.7
7	トルコ	リラ	TRY	-5.0%	-5.8%	-0.9	24.8%	24.9%	0.1%	214.0	272.0	58.0
8	ブラジル	レアル	BRL	-0.4%	-1.5%	-3.9	45.5%	49.0%	2.4%	350.1	414.7	64.6
9	メキシコ	ペソ	MXN	-9.7%	-11.7%	-3.8	12.4%	16.6%	3.8%	37.8	43.3	5.5
危機			減少	減少	減少	通貨安	通貨安	通貨安	上昇	上昇	上昇	
平常			上昇	上昇	増加	通貨高	通貨高	通貨高	低下	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、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

(政井、宮地、本間)



## 日本経済：円高・中国減速リスクが日本経済に与える影響

### 要旨

1. **日本経済のシミュレーション(p.10～)** 年明けの原油安・中国の景気後退懸念・円高という流れを受けて、日本の経済・物価に対する影響のシミュレーションを行った。為替が125円から110円に悪化した場合、輸出の減少を主因としてGDPを0.8%押し下げることが示唆された。また、中国の実体経済を表す指標として同国GDPを1%引き下げた場合、日本から対世界への輸出を3%押し下げる結果となった。最も景気の悪化する1ドル110円、中国景気の大規模後退(シナリオ6)のケースでは、2016年度の実質GDPが標準シナリオよりも1.7%も押し下げられ、0%となることが示唆される。ただし、日本国内の労働市場の堅調さや、日米の金融政策の対応余地を考えると、現時点でそこまで悲観的になる必要はないとみている。

2. **原油価格の低迷は継続の見通し(p.13～)** シミュレーションの前提では原油価格は市場コンセンサスよりも低い30～40ドル台で推移するとみている。米国の原油輸出に加え、サウジアラビアとイランの緊張関係の高まりによりOPECの協調減産が難しくなり、結果として供給過剰となっている側面が大きいとみている。これに実体が不透明な中国の景気減速による需要後退が重なっているとみているためである。

3. **日米の金融政策は市場の見方よりも対応余地があろう(p.14～)** 12月の日米の金融政策決定会合では、事前の注目度が高かったFOMCに対する反応が限定的で、むしろ日銀の補完措置の決定というサプライズがあった。この措置は市場では大規模な金融緩和の限界と取られているようである。しかし、日銀の狙いは今後の金融緩和を機動的に実施できるように、むしろ追加の金融緩和を先取りしたものである可能性が高く、追加緩和に対する警戒を怠らないようにしたい。

4. **日本経済レビュー(p.20～)** 日本の7-9月期のGDP(2次速報)は市場予想を上回った。設備投資も上方修正はされたものの、市場予想には届かず。代わりに在庫の上方修正がGDPを押し上げた。しかし、在庫がはけていないことが明らかとなり、内容としては芳しくない結果となった。リセッション入りは回避したものの、内容としては脆弱なままである。その後公表された消費に関する統計では、家計調査と比較して強含んでいた商業販売統計でも軟調な動きがみられている。暖冬との指摘もあるが、それであれば冬物の衣服の支出分が他に回って消費が増えることも十分ありえるものの、そうしたことが起きていない。ということはやはり実質所得や将来の増税に対する懸念が強い状態にあると言えよう。



## 内容

1.	2017年度までの日本経済見通し .....	10
(1)	2017年度までの経済・物価見通し .....	10
(2)	前提条件 .....	11
(3)	需要項目ごとのポイント .....	12
(4)	シナリオ1がメイン .....	12
2.	原油市場の動向 .....	13
(1)	米国の原油輸出国化 .....	13
(2)	中東問題への影響 .....	13
3.	12月の日米の金融政策動向 .....	14
(1)	米国の金融政策 .....	14
(2)	日銀の補完措置（概要） .....	16
(3)	日銀の補完措置（Q&A） .....	17
①	今回の決定全般について .....	17
②	金融市場動向 .....	18
③	ETF .....	18
④	適格担保の拡大 .....	19
⑤	追加の金融緩和 .....	19
4.	最近の日本経済のレビュー .....	20
(1)	2015年7-9月期のGDP .....	20
(2)	11月の消費動向 .....	21
(3)	11月の生産動向 .....	22

# 1. 2017 年度までの日本経済見通し

## (1) 2017 年度までの経済・物価見通し

**波乱の幕開け** 年明けの金融市場は、①中東情勢の緊迫化、②中国の景気減速懸念といった要因から原油安・円高・人民元安・株安・債券高のリスク・オフでスタートした。7日の日中には原油（WTI）が32.10ドルの安値（昨年末の引けは37.04ドル）、ドル円も7日中に一時117.33円の円高ドル安（同120.22ドル）、人民元（CNY）は対米ドルで6.5929をつけた（同6.4937）。ここでは円高と中国经济減速が日本経済に与える影響を分析した（**図表9**）。

**図表9 円高・中国景気減速の日本経済への影響：中国の景気減速の下ブレによる影響が大きい**

		(1) 日銀	(2) ESP	(3) シナリオ1	(4) シナリオ2	(5) シナリオ3	(6) シナリオ4	(7) シナリオ5	(8) シナリオ6	(9) 3-1	(10) 5-2	(11) 6-2	
<b>前提条件</b>		2015年10月 展望レポート	ESPフォー キャスト調査	予想値	予想値	予想値	予想値	予想値	予想値	<b>15円の円高のインパクト</b>			
		① 原油価格低迷は継続するとみて、原油価格を日銀・市場コンセンサスよりも引き下げ											
1 原油 (年度平均)	2015年度	(50ドル)	49.8	46.9	46.9	46.9	46.9	46.9	46.9				
	2016年度	↓	51.3	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0				
	2017年度	(60ドル 台前半)	—	43.8	43.8	43.8	43.8	43.8	43.8				
2 ドル円 (年度平均)	2015年度		122.2	122.5	122.5	122.5	118.8	118.8	118.8				
	2016年度		122.2	125.0	125.0	125.0	110.0	110.0	110.0	▲ 15.0	▲ 15.0	▲ 15.0	
	2017年度		124.1	125.0	125.0	125.0	110.0	110.0	110.0	▲ 15.0	▲ 15.0	▲ 15.0	
		③ ドル円を15円円高に設定											
3 中国GDP	2015暦年		6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9				
	2016暦年		6.6	6.5	5.5	4.5	6.5	5.5	4.5	0.0	0.0	0.0	
	2017暦年		—	6.0	5.0	4.0	6.0	5.0	4.0	0.0	0.0	0.0	
		⑥ 中国の成長率を1%ずつ引き下げ (「中国のGDPの数字自体の予測」ではなく、实体经济の動きを反映との考え方)											
<b>GDP</b>													
4 GDP	2015年度	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	
	2016年度	1.4	1.5	1.7	1.2	0.7	0.9	0.5	0.0	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.7	
	2017年度	0.3	0.1	0.3	-0.2	-0.7	0.0	-0.4	-0.8	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	
		⑤ 15円の円高でGDPを0.8%程度押し下げ(2016年度)。											
5 輸出	2015年度	1.5	1.7	1.2	0.7	1.1	0.6	0.1	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.6		
	2016年度	4.5	5.7	2.8	-0.3	3.2	0.3	-2.6	▲ 2.4	▲ 2.4	▲ 2.3		
	2017年度	—	4.0	1.9	-0.6	4.6	2.4	0.2	0.5	0.5	0.8		
		⑦ 中国の1%の減速で輸出の伸びは3%ダウン。 15円の円高より輸出2.5%程度の押し下げ(④)よりもインパクトが大きい。											
6 輸入	2015年度	1.3	0.8	0.8	0.6	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9		
	2016年度	5.1	5.4	4.3	3.0	6.2	5.1	3.9	1.1	1.0	1.2		
	2017年度	—	2.2	1.0	-0.4	3.3	2.0	0.8					
7 設備投資	2015年度	0.6	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.8		
	2016年度	3.5	3.5	3.3	2.9	2.7	2.4	2.1	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.3		
	2017年度	—	3.4	2.8	2.1	2.9	2.3	1.8					
8 消費	2015年度	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0		
	2016年度	1.6	1.7	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0		
	2017年度	—	-0.9	-1.0	-1.3	-0.9	-1.1	-1.3					
9 コアCPI (消費税なし)	2015年度	0.1	0.1	0.07	0.07	0.07	0.05	0.05	0.05	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	
	2016年度	1.4	0.9	0.61	0.59	0.57	0.34	0.32	0.30	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	
	2017年度	3.1	2.5	2.21	2.16	2.11	1.99	1.94	1.89	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	
	(消費税なし)	1.8	1.2	0.91	0.86	0.81	0.69	0.64	0.59				
		② 物価がコンセンサスより低下、需給ギャップ次第で上昇余地も											

(出所) Bloomberg、内閣府、総務省、厚生労働省、経済産業省、日経NEEDS、新生銀行 金融市場調査部が試算

## (2) 前提条件

**経済・物価シミュレーション** 以下、**図表 9** に沿って説明していきたい。

まずベンチマークとして、日銀の展望レポート(2015年10月30日公表分)と市場コンセンサスとしてESPフォーキャスト(2015年12月分、調査期間同年11月24日～12月1日、同年7-9月期のGDP・2次速報公表前)の数字を示した。

前提条件として、原油・ドル円・中国の実質GDPの3つについて説明していきたい。

**原油** 原油は、日銀の展望レポートでは「1バレル50ドルを出発点に、見通し期間の終盤(2017年度、筆者注)にかけて60ドル台前半に緩やかに上昇していくと想定している。」とされており、2015～2016年度の市場コンセンサスもおおむね似た動きとなっている。

2015年4月から同12月末までのWTIの平均は49ドルとなっている。上記の日銀・市場コンセンサスの50ドル台の見通しは、足元の30ドル台前提の動きとは大きな乖離がある。**原油市場の動向(p. 13)**でみる様に現状の原油安は、米国の原油輸出に加え、サウジアラビアとイランの緊張関係の高まりによりOPECの協調減産が難しくなり、結果として供給過剰となっている側面が大きいとみている。これに実体の不透明な中国の景気減速による需要後退が重なっているとみている。このため、弊行では原油価格は市場コンセンサスよりも弱含みで推移するとみており、すべてのシナリオで共通して、2016年度は35ドル、2017年度はわずかに上昇して43.8ドルとした。

**ドル円** 2番目のドル円は外生的に125円が継続する円安ケース(シナリオ1～3)、110円となる円高ケース(同4から6)とした。円安ケースは、「**12月の日米の金融政策動向**」(p. 14)で後述する日銀の追加金融緩和の余地があるとの見通しに基づき、昨年最も円安ドル高であった125円に近い水準が継続するとの見方に基づく。一方円高ケースは、昨年12月の日銀短観における企業の2015年度の下半期想定レート(118.0円)を超える円高の水準、現状の急激な円高、市場で実現可能性があるとみられているであろう水準を考慮して110円と仮定した。

**中国の成長率** 3つ目の中国の実質GDPは、市場コンセンサス6.6%に近い6.5%を起点としてそこからシナリオ1～3、4～6のそれぞれで1%ずつ減少させるケースを想定した(6.5%、5.5%、4.5%)。もちろん、中国政府は2020年までの所得倍増計画を立てており、目標を達成するためには、今後平均で6.8%程度の実質GDPが必要とされている。このため、この6.8%を大きく下回る可能性は小さい。上記の4.5～6.5%の数字がそのまま実現するという弊社の「予想」ではなく、むしろ日本経済の影響をみるための「仮定」として捉えて頂きたい。

以上より、シナリオは1～3の円安シナリオ(1ドル125円)、4～6の円高シナリオ(1ドル110円)があり、その中で中国の実態経済が6.5%の市場コンセンサス通りに推移する場合(シナリオ1、4)、そこから1%ずつ成長率を引き下げたケースを想定した。一番日本経済にとって楽観的なのが円安+中国の減速なしのシナリオ1、最も景気を押し下げそうなのがシナリオの6となる。

なお、このシミュレーションではドル円が 2016 年 4-6 月期に大きくジャンプした後、2018 年 1-3 月期(2017 年度末)まで同じ水準が継続すると仮定している。このため、2015 年度から 2016 年度にかけて最も大きな変化が出やすくなっているため、2016 年度に最も注目して頂きたい。

### (3) 需要項目ごとのポイント

引き続き、**図表 9** に沿って説明していく。

**図 9 ①** 市場コンセンサスよりも低い原油価格の影響により、

**同 ②** 物価は 2016 年度が市場コンセンサス 0.9%よりも低い 0.6%、2017 年度(消費増税による影響を除く)も同様に 1.2%から 0.91%へと低下している。もっともシナリオ1や 2 のケースでは国内の労働市場のタイト化、賃金の上昇により、物価も上昇する余地があるとみている。

**③** 次に円高の影響は、輸出に顕著に表れる。

**④** シナリオ 1 から 3 と、4 から 6 を比較すると、15 円の円高によって輸出の伸びは 2.4%ポイント下落している。中国向けの輸出は日本から対世界の輸出の 2 割を占めているため、大きく影響が出てくるということであろう。

**⑤** 本試算ではこれに応じて GDP も 15 円の円高によって 0.8%程度押し下げる効果がある。ドル円の 110 円と、中国 4.5%成長が重なるシナリオ 6 では、2016 年度の成長率がゼロになってしまう。2016 年度の後半に消費増税前の駆け込み需要があることを踏まえると、前半で大きなマイナスになる計算である(もっともこのシナリオの場合は、夏の参議院選挙が衆議院との同日選挙となり、増税延期が議論の遡上に上ろう)。

**⑥** 中国の GDP が 1%減速するのに応じて(シナリオ1から 3)、輸出の伸びは 3%程度低下する結果となった(**⑦**)。シナリオ 3、6 では 2016 年度の輸出がマイナスになることが示唆されており(それぞれ-0.3%、-2.6%)、中国経済の影響が大きいことが示唆される。

### (4) シナリオ1がメイン

6つのシナリオの中で、弊行では以下の 4 点より、シナリオ1をメインとしてみている。

(1) 2015 年の夏場の混乱を受けても日本の労働市場では需給のタイト化傾向に変化はなく、今後賃上げに向けた好循環が継続する余地があること、

(2) 労働市場のタイト化が住宅市場を支え、それが消費にも波及する余地があるとみていること、

(3) 市場では、12 月の補完措置は金融緩和を示唆しており、追加の金融緩和に対して否定的な見方が広がっている。これが円高になりやすい一因のようだ。しかし、弊行では 12 月の日銀の補完措置はあくまでも追加緩和のための地ならしであるとみており、今後の状況次第で追加の金融緩和もありうるとみていること。

(4) 年明け(1 月 6 日)にフィッシャー副議長は市場の混乱を受けて、「不透明感が若干高まった」としながらも「今年の利上げ 4 回との予想中央値は妥当なところ」と発言、依然としてこれまで想定されていた通りの利上げペースを支持している。このタカ派的な利上

げスタンスが軟化すれば、「当局の金融引き締めペースの鈍化」という意味での金融緩和要因となる余地があること。

もちろん、今回の金融市場の混乱が昨年夏場と同様に軟着陸をみせるかは不透明である。当時は Fed が国際金融市場の混乱を要因として昨年 9 月の利上げを見送ったものの、今回は実際に利上げが始まっているという違いもある。それでも中国の政策対応余力などを考えれば、現時点ではシナリオ1をメインとしておきたい。

## 2. 原油市場の動向

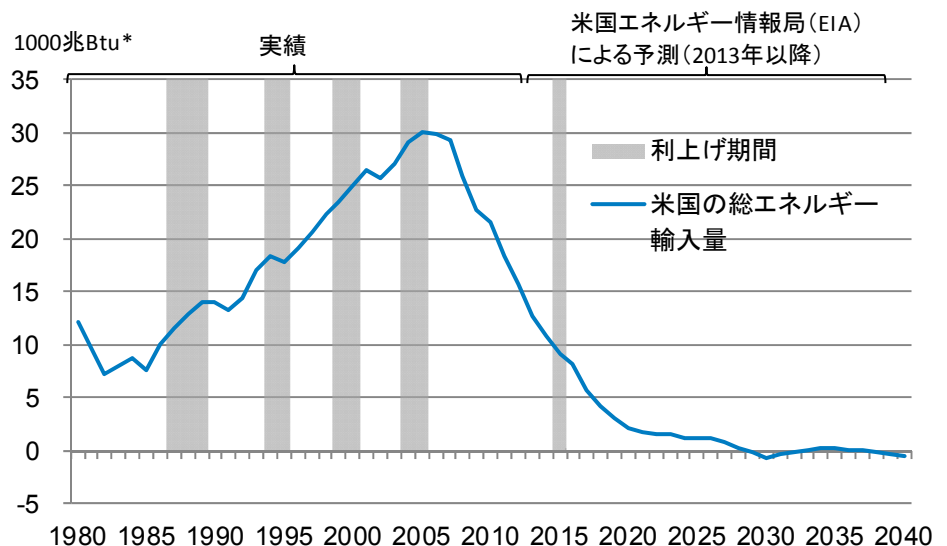
### (1) 米国の原油輸出国化

**新しい点** 原油動向は、日本の物価動向、日銀の金融政策動向を通じて日本経済にも大きな影響をもたらす。昨年 12 月 19 日の米国市場の引け後に、オバマ大統領が米国の原油輸出の解禁に必要な法案に署名したことが報じられた。

**分析** 米国のエネルギー依存量は 1980 年以降、2000 年代半ばまでほぼ一貫して増加してきた(図表 10)。しかし、シェール革命の影響などから 2000 年代後半からはエネルギー依存量は低下してきていた。こうした中での原油輸出の解禁は自然の流れだったと思われる。昨年 12 月に始まった米国の利上げは、原油の輸入量の減少・米国からの原油輸出と構図が反転した中での初めての引き締めサイクルとなる。

米国の景気回復⇒輸入量の増加⇒米・利上げの必要性が増すというパスは今回の利上げ局面については働きにくくなる。このため、米国の利上げペースが緩やかとなって、景気拡大が更に長期化する可能性があるとみている。

**図表 10 原油輸出国化した米国:米国のエネルギー輸入依存量(=米国の生産マイナス消費)の推移**



\*Btu=ブリテイッシュ・サーマル・ユニット。  
1ポンドの水の温度を、華氏1度(≒摂氏0.556度)上昇させるのに必要な要する熱量。  
(出所) EIA (Energy Information Agency)、新生銀行 金融市場調査部

### (2) 中東問題への影響

**新しい点** 年明け以降、サウジアラビアとイランの対立が激化し、地政学リスクが高まっている

る。この背景には、上記の(1)米国の原油輸出国化、その裏にある米国の中東への原油依存度の低下があるのではないかとみている。昨年夏にイランの核開発を巡る国際的な合意がなされ、イランに対する経済制裁の解除、同国の原油輸出再開の目途が立った。一方、原油価格が下落している中で、サウジアラビアは OPEC の協調の枠組みを使って減産での合意を目指したものの、実現しなかったとされる。原油価格の下落はサウジアラビアの財政状況の悪化につながっている可能性が高い。そうした中で米国とイランの接近は、これまで米国と緊密な関係を保ってきたサウジアラビアからすると歓迎できる内容でないとみられる。現在のサウジアラビアとイランの緊張関係の高まりは、OPEC や中東の産油国の中での協調体制の構築を困難にしよう。その結果、原油の供給は増えやすく、原油価格が低迷しやすい状況が継続しよう。これが上記の「2017 年度までの日本経済見通し」(p.11)で市場コンセンサスよりも原油価格を弱気に見込んだ要因である。

### 3. 12 月の日米の金融政策動向

#### (1) 米国の金融政策

**新しい点** 米 FRB は 12 月 16 日の FOMC において政策金利を 0.25% 引き上げた。利上げ・ステートメント・イエレン議長の記者会見ともにサプライズはなく、市場の反応は「9 年半ぶりの利上げ」という一般メディアのヘッドラインの割には限定的であった。声明(ステートメント)では、「労働市場が非常に強いためそれが将来のインフレに結び付く」というトーンが非常に強く出ている。以下、アルファベットは**図表 11** に対応、※は筆者のコメント、カッコ内()は筆者による解釈)。

#### (1) 労働市場の強さ

**A(12 月)**「労働資源の稼働率は顕著に減少している」(≡働きたくても働けない人は減少)

**E(10 月)**「労働市場は改善している」

→**(12 月)**「労働市場は力強さを増している」(≡労働市場の需給のひっ迫度が強まっている)

※ 労働市場の先行き判断を上方修正。

#### (2) インフレ率の上昇

**D(10 月)**「目先のインフレは、最近の低いレベルで維持される見込み」

→**(12 月)**削除

※ 最近の原油価格の一段の下落を受けても、足元の物価すら強気化していることが伺える。イエレン議長の会見でも「原油価格が低下するからといって物価が上がらない訳ではない」との主旨の発言があった。これは原油安⇒物価安と捉える市場と異なっている。FOMC では需給ギャップの縮小によるインフレを警戒しているとみられる。

**F(12 月)**「最近のインフレ率は 2% に届いていないものの、委員会はインフレ目標に向けて実際と将来の進展を注意深く見ていく」

**B(12 月)**「いくつかのサーベイベースの長期的なインフレ率はやや低下している。」



図表 11 10月・12月のFOMCの声明文の比較

	2015/10/28	2015/12/16	
1	<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <b>September</b> suggests that economic activity has been expanding at a moderate pace. Household spending and business fixed investment have been increasing at solid rates in recent months, and the housing sector has improved further; however, net exports have been soft.</p> <p><b>The pace of job gains slowed and the unemployment rate held steady.</b> Nonetheless, labor market indicators, on balance, show that underutilization of labor resources has diminished since early this year.</p> <p>Inflation has continued to run below the Committee's longer-run objective, partly reflecting declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation moved <b>slightly</b> lower; survey-based measures of longer-term inflation expectations have remained stable.</p>	<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <b>October</b> suggests that economic activity has been expanding at a moderate pace. Household spending and business fixed investment have been increasing at solid rates in recent months, and the housing sector has improved further; however, net exports have been soft.</p> <p><b>A range of recent labor market indicators, including ongoing job gains and declining unemployment, shows further improvement and confirms</b> that underutilization of labor resources has diminished <b>appreciably</b> since early this year.</p> <p>Inflation has continued to run below the Committee's 2 percent longer-run objective, partly reflecting declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation <b>remain</b> low; <b>some</b> survey-based measures of longer-term inflation expectations have <b>edged down</b>.</p>	A
2	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability.</p> <p>The Committee expects that, with <b>appropriate</b> policy <b>accommodation</b>, economic activity will expand at a moderate pace, with labor market indicators continuing to <b>move toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate</b>.</p> <p>The Committee continues to see the risks to the outlook for economic activity and the labor market as nearly balanced but is <b>monitoring global economic and financial developments</b>.</p> <p><b>Inflation is anticipated to remain near its recent low level in the near term but</b> the Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent over the medium term as <b>the labor market improves further</b> and the transitory effects of declines in energy and import prices dissipate.</p> <p>The Committee continues to monitor inflation developments closely.</p>	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability.</p> <p>The Committee <b>currently</b> expects that, with <b>gradual adjustments in the stance of monetary</b> policy, economic activity will <b>continue to</b> expand at a moderate pace and labor market indicators will continue to <b>strengthen</b>.</p> <p><b>Overall, taking into account domestic and international developments,</b> the Committee sees the risks to the outlook for both economic activity and the labor market as balanced.</p> <p>Inflation is expected to rise to 2 percent over the medium term as <b>the transitory effects of declines in energy and import prices dissipate and the labor market strengthens further</b>.</p> <p>The Committee continues to monitor inflation developments closely.</p>	B C D E
3	<p>To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate remains appropriate.</p> <p>In determining <b>whether it will be appropriate to raise the target range at its next meeting</b>, the Committee will assess progress—both realized and expected—toward its objectives of maximum employment and 2 percent inflation.</p>	<p>The Committee judges that there has been considerable improvement in labor market conditions this year, and it is reasonably confident that inflation will rise, over the medium term, to its 2 percent objective. Given the economic outlook, and recognizing the time it takes for policy actions to affect future economic outcomes, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 1/4 to 1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative after this increase, thereby supporting further improvement in labor market conditions and a return to 2 percent inflation.</p>	
		<p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation.</p>	
	<p>This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.</p> <p>The Committee anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen some further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term.</p>	<p>This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.</p> <p><b>In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully monitor actual and expected progress toward its inflation goal.</b> The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual increases in the federal funds rate; <b>the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run.</b> However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</p>	F G
4	<p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p>	<p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p>	
5	<p>When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent. The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.</p>		
6	<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams.</p> <p><b>Voting against the action was Jeffrey M. Lacker, who preferred to raise the target range for the federal funds rate by 25 basis points at this meeting.</b></p>	<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; <b>Jeffrey M. Lacker</b>; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams.</p>	

**(3) 海外経済(≒中国を中心とする新興国)**

**C(10月)**「グローバルの経済と金融市場の進展を監視している」

→**(12月)**「国内と国際的な動向を考慮にいと」

※ 中国経済・市場の落ち着きもあり、簡単に触れられるにとどまった。しかし、7月時点での声明ではなかった海外経済に対する文言が残り、今後利上げやそれに伴う調整で中国や新興国の減速が確認されれば、利上げペースの鈍化につながっていくとみられる。現状では更に利上げ鈍化の可能性が高まっている。

**(4) 先行きの利上げペース**

**G(12月)**「当面(for some time)、政策金利は長期的に到達すると見込まれる水準(≒中立金利)を下回るレベルで推移するであろう。」

※ 中立金利はドット・チャートの Longer-Run にある 3.5% であろう。

**今後の見通し** イエレン議長は、まずは9年半振りの利上げという大仕事を順調にこなしたとみられる。原油価格が下落にしているにもかかわらず物価が上がるとのイエレン議長のスタンスはかなり米国物価に対して強気と言えよう。しかし、早速足元で米ドル高・人民元安の調整が、グローバルに大きな影響をもたらしている。今後の利上げペースは経済指標を確認しながら徐々に進むとみている。これが上記1. でシナリオ1をメインにしている理由の一つである(p. 12)。

**(2) 日銀の補完措置(概要)**

**新しい点** 日銀は昨年12月19日の決定会合でサプライズで追加措置を決定。具体的には、

- ① 長期国債の買入の平均年限を従来の7年～10年程度から、7年～12年程度へと上限を2年間延長、
- ② 約3兆円のETFの買い入れ枠とは別に、年間3,000億円のETFの買い入れ枠を設置(設備・賃金刺激策)
- ③ 日銀が金融システム対策として2002年から銀行から購入した株式の売却期間の倍増・長期化(後述)
- ④ マネタリーベースの増加額は年間80兆円で現状維持

**①買入年限の長期化**は、次の金融緩和の一手としては予想されていたものの、このタイミングはサプライズであった。買入れ年限の下限は7年で維持されており、買入の平均年限の縛りを緩和して残存期間の長短に関わらず、できるだけ国債の買入を円滑に進めるための措置であろう(買入年限という質的緩和)。国債市場では、民間銀行やGPIFの保有する国債の残高が減少してきたため、日銀が買い入れを進められないのではないかと懸念(国債岩盤論)が高まっていたため、それに対して「年限長期化」との答えを出したのではないかと。

ニューケインジアン・モデルでは、実質金利の低下が需給ギャップの縮小につながる。市場では国債の買入が円滑に進まないことにより、将来国債の札割れなどにより突発的に金利が上昇するリスクも意識されていた。このリスクを緩和することは、将来的な実質金利の低下・安定に寄与しよう。

**②ETFの追加枠** 年間 3,000 億円の ETF の買入れ枠は「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」が対象となっている。これは従来本レポートなどで指摘している通り、日銀が企業収益の拡大や労働市場の改善の割に設備投資の拡大が賃金の上昇が遅れているため、この部分の改善に乗り出したものとみられる。この意味で、新たな質的緩和であるとみている。

**③保有株式の売却期間の延長**については、2002 年以降、(金融政策でなく金融システム対策として)銀行の自己資本比率改善の観点から、日銀が銀行の保有する株式を購入していた。これらを 2007 年から売却していたが、金融危機で売却を停止。その後、2013 年 12 月時点において売却再開を 2016 年 4 月からとしていた(注1参照)。当時この決定はあまり市場で注目を集めておらず、最近になっても特に大きな材料とは見られていなかった模様。この売却期間を 2016 年 4 月からの 5 年半から、2016 年 4 月からの 10 年間に倍増させた。②と合わせて株式市場の需給改善要因となろう。

(注1) 日本銀行が金融機関から買入れた株式の売却延期について(2013 年 12 月 17 日)  
[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/rel131217a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/rel131217a.pdf)

日本銀行が金融機関から買入れた株式の売却完了期限の延長(2015 年 12 月 18 日)  
[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2015/rel151218b.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/rel151218b.pdf)

### (3) 日銀の補完措置(Q&A)

12 月の日銀の決定についてはその内容が多岐に渡るため、Q&A 方式で追加の分析をお示ししたい。

#### ① 今回の決定全般について

##### Q1 今回の決定は追加の金融緩和なのか？

A1 黒田総裁が記者会見でも明確に否定していた通り、昨年 12 月 18 日の決定は追加緩和ではなく、あくまで QQE の補完的な措置。現に輸出の判断は上方修正(「横ばい圏内の動き」→「一部に鈍さを残しつつも、持ち直している」)されている。

##### Q2 今回の措置はわかりにくいのではないか？(2013 年 4 月の QQE 導入時のマネタリーベースを 2 年 2 倍、2014 年 10 月の ETF、J-REIT の購入額 3 倍というわかりやすさがあった)

A2 黒田総裁自身が認めていた通り、今回措置にはこれまでの様なシンボリックな数字はなく、わかりにくさがあることは否めない。

## ② 金融市場動向

**Q3 日銀の発表直後に一旦リスク・オンとなっていた株式・為替市場がリスク・オフに転じたの何故か？**

**A3** ①発表時間の遅れ、②発表の仕方、③QQE の限界を示唆したことの3つが考えられる。

**①発表時間の遅れ** これまで現状維持の場合はお昼(12時30分)頃までに発表されていた。その時間を過ぎたことで、サプライズでの追加の金融緩和に対する期待が高まっていた。結果が追加緩和なしの補完措置ということでリスク・オフとなった。

**②発表の仕方** マネタリーベースの年間増額が80兆円と維持された一方で、年限の長期化や年間3,000億円の「設備投資・賃上げ企業対象のETF増額」などの追加緩和とともれるような内容もヘッドラインに出てきた。3,000億円の増額がある一方で、日銀が銀行から購入した株式の売却が(売却終了期間が延長されたものの)2016年4月から再開されることが改めて示されると、株式市場の需給悪化要因として意識されたこと。もともとこの売却は株式市場での注目が高くなかったものの、寝た子を起こしてしまった可能性がある。

**③(見方によっては)QQEの限界示唆** これまで国債市場では、QQEの導入直後から「民間銀行やGPIFの保有する国債の残高が減少してきたため、日銀が買い入れを進められないのではないか」との懸念(≒国債岩盤論)が高まっていた。しかし総裁会見や事務方の説明では問題なく買い入れが進められると自信をみせていた。しかし、今回日銀は国債買い入れ額の増額は無いに関わらず、国債の買入年限の長期化した。これは(見方によっては)日銀が初めて国債買い入れに限界がありうることを認めたことになる。先行きの金融緩和の拡大(≒国債買い入れ額の増額)期待が剥落したことで、リスク・オフとなった部分があるのではないかとみられる。

## ③ ETF

**Q4 年間3,000億円のETFの買入れ対象は、「設備・人材投資(=賃上げ?)に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とするETF」となっているが、中央銀行による過剰な介入、政府部門へのサポートではないのか？**

**A4** 黒田総裁は政府との政策協定でも掲げられている2%の物価目標の達成について「なんでもやる」、「あらゆる手段をとる」とのスタンスを明確にしている。このスタンスと照らすと、個人的には上記の設備投資・人件費に注目したETF投資には一定の合理性があるのではないかとみている。現状の失業率、物価、賃金の関係をみると、失業率の低下に比して物価の上昇が早め、賃上げが遅めとなっている。これには過去の失業率・物価・賃金の関係が影響しているとみられる。

## ④ 適格担保の拡大

**Q5 本日の決定で「金融機関の住宅ローン債権を信託等を用いた手法を用いて一括して担保として受け入れることを可能とする制度」を導入するとされている。これにより、銀行が適格担保に入れる住宅ローン関係の資産が増加すれば、現在担保に入れている国債をはがして輪番で日銀に売却することがあるのではないか？**

**A5** これは今後の決定次第の側面があるとみている。

(1) 現在金融機関の住宅ローンは110兆円規模であるため、仮にすべてが担保の対象となれば、100兆円規模で国債を代替できる事となる。一部には信用力の低いもの、既に証券化して他の金融機関に移転しているものなどがあるとみられ、規模はこれよりも相当程度縮小しよう。

(2) しかし、新設する日銀の制度が多くの金融機関にとって使い勝手の良いものであれば、相応の規模で制度の利用が進むことも十分に考えられよう。今後の決定会合での制度設計を待ちたい。

**Q6 今後の適格担保の拡大によってどのようなシナリオが考えられるのか？**

**A6** 現状で金融機関が日銀に担保としている資産は、中短期の国債が多いとされている。このため、シナリオとしては、

**シナリオ A** 日銀の適格担保となる住宅ローン債権関係の資産の増加

⇒ 銀行は担保に入れていた短中期のJGBを日銀からはがして輪番に入れる

⇒ JGBカーブのベアフラット+日銀の買入れの平均年限は7年に近い方に短期化

**シナリオ B** 日銀の適格担保となる住宅ローン債権関係の資産は増加せず

⇒ 銀行は担保はJGBのまま

⇒ JGBカーブのブルフラット+日銀の買入れの平均年限は12年に近い方に長期化スキームにもよるものの、銀行がどちらかを選択できるのだとしたら、圧倒的にAの方がカーブがスティープでフェーバーな可能性があり、その場合はシナリオAとなる可能性があろう。

## ⑤ 追加の金融緩和

**Q7 追加の金融緩和はないのか？**

**A7** 2%目標の達成のために必要であれば行われるのではないかと。現状では2%の物価目標の達成に向けて、失業率の低下や雇用の拡大に向けて着実に進展している部分がある。しかし、雇用・物価の改善と比較して賃金の上昇が遅れており、この点が今回の補完措置の背景にはあったのだとみている。このため、仮に現状の雇用の改善が止まって悪化に転じると、好循環も起こらずに物価2%の達成が遠のくため、その兆候が出てきた場合には採決が5対4となる見込みでも躊躇なく追加の金融緩和はあるとみている。

## 4. 最近の日本経済のレビュー

### (1) 2015年7-9月期のGDP

日本の7-9月期のGDP(2次速報)は市場予想を上回った。設備投資も上方修正はされたものの、市場予想には届かず(図表12)。代わりに在庫の上方修正がGDPを押し上げたものの、在庫がはけていないことが明らかとなり、内容としては芳しくない結果となった。リセッション入りは回避したものの、内容としては脆弱なままである。

今後は原油価格の40ドル割れによる交易条件の改善、来春の春闘に向けた賃上げ・法人税減税とのバーターとなった設備投資の増加に注目が集まる。

**新しい点** 2015年7-9月期の日本のGDP2次速報が公表された。

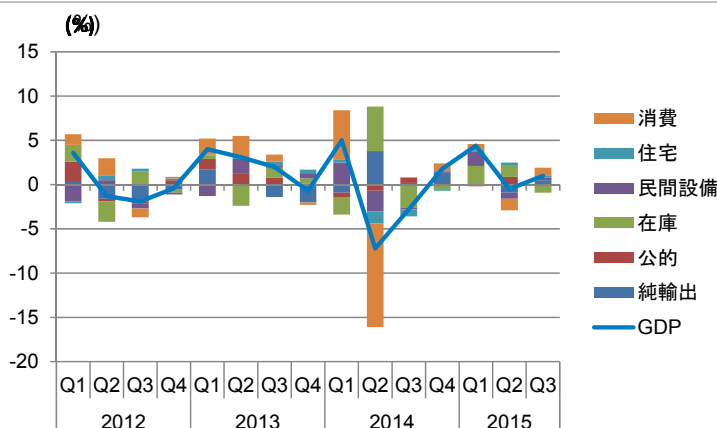
実質GDPは市場予想の+0.0%を上回る+0.3%となった(前回▲0.2%)。

**分析** 2次速報の最大の注目材料であった設備投資は市場予想の+1.0%よりも弱い+0.6%。7-9月期の法人企業統計は非常に堅調だったが、GDPベースの設備投資は依然として低調であった。一方で、短観の設備投資計画は好調さが維持されており、円安の維持などの企業収益の環境に対する追い風が継続すれば、徐々に設備投資は力強さを増していこう(図表13)。その一方でGDPを押し上げた要因は在庫投資。在庫は一次速報の▲0.5%から▲0.2%へと上方修正された。

ただし、解釈としては芳しくない材料である。1次速報の段階では、在庫の減少(▲0.5%)は最終需要の強さを示すと解釈されていた。それが2次速報で流通在庫を中心に上方修正されたということは、「1次速報段階で示唆された程には在庫がはけていなかった」ということであろう。

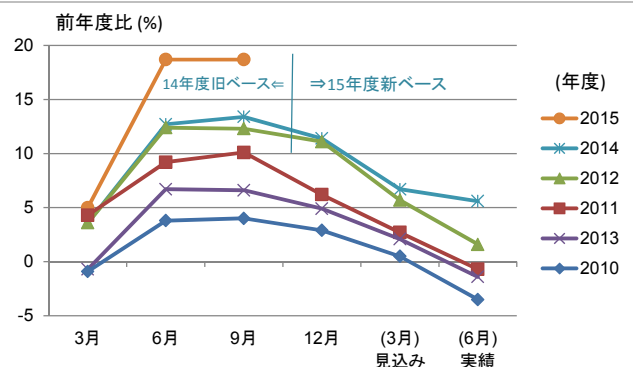
足元の原油価格の下落、原油輸入国である日本の交易条件の更なる改善が実質所得を下支えしよう。これに国内での賃上げによる名目所得の上昇が加われば好循環につながる可能性があるだろう。

図表12 実質GDPの推移



(出所) 内閣府、新生銀行 金融市場調査部

図表13 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



**計数表**

(単位、%、ppt = パーcentageポイント(percentage point))

**一次速報→二次速報**

実質 GDP ▲0.2%→+0.3% (+0.5ppt) 市場予想+0.0%

年率換算 ▲0.8%→+1.0% (+1.8ppt) 市場予想+0.2%

(前期比) 設備投資 ▲1.3%→+0.6% (市場予想+1.0%)

(寄与度)

実質 GDP(再掲) ▲0.2%→+0.3% (+0.5ppt) 市場予想+0.0%

うち設備投資 ▲0.2%→+0.1% (+0.3ppt)

うち民間在庫 ▲0.5%→▲0.2% (+0.3ppt) (市場予想 NA、GDP は微減を示唆)

うち消費 +0.3%→+0.2% (▲0.1ppt)

民間在庫(再掲) ▲0.5 → ▲0.2 (+0.3)

うち製品在庫 ▲0.1 → ▲0.1

うち仕掛品在庫 ▲0.0 → 0.0

うち原材料在庫 ▲0.1 → 0.0 (+0.1)

うち流通在庫 ▲0.3 → ▲0.1 (+0.2)

**(2) 11月の消費動向****新しい点** 11月の家計調査(季節調整済み、以下同)が発表された。

2人以上の世帯の消費支出(前年比)は▲2.9%となり、市場予想の▲2.2%を大きく下回った。これで3か月連続のマイナスとなり、総務省は基調判断を「弱い動きがみられる」に下方修正した。

**分析** この内、GDPの個人消費の先行指標となる実質消費支出(家賃を除く、季節調整済み)は前月比▲1.8%となった。

こちらも前月比で3か月連続のマイナス(9月▲1.8%、10月▲0.4%)となった。

内訳をみると、交通・通信はガソリン価格の影響から4か月連続のマイナス(11月▲2.1%)となり、衣服および履物も2か月連続のマイナスで(11月▲1.4%)となった。

衣服、履物は報道では12月に入っても沖縄ではかき氷を販売しているほどの暑さであり、暖冬により冬物への支出が伸び悩んでいるとみられる。

**10-12月期のGDPでは消費マイナスも** 実質消費支出(家賃を除く、季節調整済み)は、7-9月の95.5に対して、10-11月の平均は93.6と2%の大幅な落ち込みとなった。

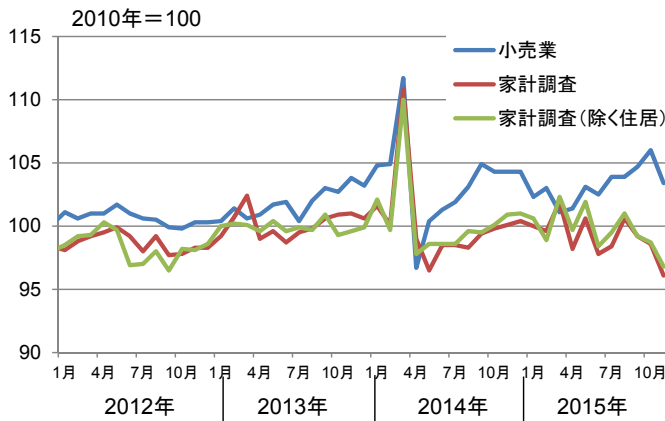
10-12月期の伸び率がフラットになるには12月単月で7%近い伸びが必要となりほぼ実現不可能であろう。

12月単月で2%の反発があったとしても10-12月期の伸びは-1.7%となる。

このため、10-12月期の実質家計消費はマイナスとなる公算が高まった。

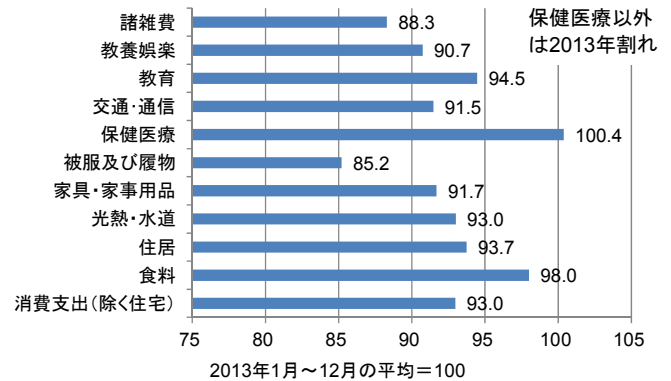
**増税前との比較** 実質消費支出(家賃を除く)の水準は、92.7となり2000年以降で最低となった(図表14)。消費増税前の2013年1月~12月の平均を100として、2015年11月の各消費水準(実質、季調済)を比較した(図表15)。

図表14 家計調査、商業販売(小売業)ともに落ち込み:家計調査は増税後の最低を記録



(出所) 総務省、経済産業省、新生銀行 金融市場調査部

図表15 消費増税前(2013年平均)を医療保険以外のすべての項目が下回る



(出所) 総務省、新生銀行 金融市場調査部

これによると100を上回るのはかろうじて保険・医療(100.4)のみ。食料が98.0となっており、食に対する支出は減らしづらい項目であることが伺える。

それ以外の項目は軒並み95を下回っている。特に上記で触れた被服・履物が最も落ち込みが大きく、85.2、つまり2013年よりも15%も支出を削減している。ガソリン価格の下落などの恩恵(=交易条件改善のメリット)を直接的に受ける交通・通信(91.5)や光熱・水道(93.0)と10%近い減少となっているものの、他の支出はまったく増えていない現状が伺える。

### (3) 11月の生産動向

**新しい点** 11月の鉱工業生産が公表された。焦点の生産(季節調整済み、前月比)は▲1.0%となり、市場予想の▲0.5%を下回る結果となった。3ヵ月ぶりのマイナス。半導体・フラットパネル製造装置や化学工業の落ち込みが大きかった。予測指数は12月+0.9%、来年1月+6.0%とプラス幅の拡大が見込まれている。

**生産以外の動き** 全体の動き(生産・出荷・在庫・在庫率)をみると、過去2ヵ月(9・10月)の増産・出荷増・在庫減・在庫率減の好調な図式から、今月はそれぞれが反対方向に動き減産・出荷減・在庫増・在庫率減へと一変してしまった。先行きの予測調査(特に1月)で強気の数字が示されていることから、それほど悲観的になる必要もないであろうが、一進一退の動きとなっている。

出荷(季調済、前月比)が3ヵ月▲2.5%と落ち込みが大きく、在庫(同)も+0.4%と増加してしまったため、在庫率(=在庫/出荷、同)も+2.9%と悪化した。

**生産の先行き** 仮に予測指数通りだった場合の10-12月期の生産は+1.3%、予測指数の過去の下方修正幅を考慮すると、同+0.9%と3四半期ぶりのプラス転換が見込まれる。最も過去半年の落ち込み幅(4-6月期▲1.4%、7-9月期▲1.2%)と比較すると、反発は弱々しいと言わざるを得ない。

**10-12月期のGDP予想** 上記の1%前後の鉱工業生産見通しは市場コンセンサス(+1.43%)を下回っており、先の家計調査の弱さと合わせると、今後10-12月期のGDP(+1.37%)は下方修正されていこう。具体的には1%以下となることも十分にあり得る。

**市場へのインパクト** 予想を下回ったものの大きなネガティブ・サプライズというほどでもなく、年末で流動性が低下しているとは言えども市場への影響は限定的となろう。

**2016年に向けた見通し** 来年に向けて、現在のコンセンサスでは来年末には物価(コアCPI)が1%に到達する見通しとなっている。この生産や消費の弱さ、原油価格の低迷が継続すれば日銀の描く需給ギャップのタイト化による物価上昇のシナリオにひびが入る事は十分にありえる。市場では12月18日の日銀の補完措置は金融緩和の限界を示すものとして、足元若干の円高・株安で反応している。しかし、実体経済・物価の下ブレリスクが高まった際には追加の金融緩和を実施してくるとみられる。その判断には来春の春闘に向けた動きが大きなカギとなろう。

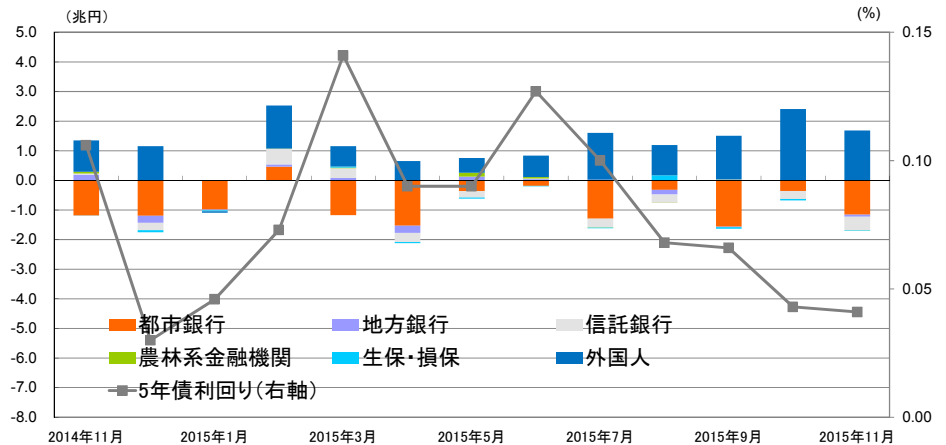
**本年のテーマは増税延期** 今後、現在のタイトな労働市場、ようやく上がり始めた賃上げの動きが消費の拡大につながるかは予断を許さない状況であると言えよう。2016年の日本経済の最大のテーマは、増税の見送りがあるか否かとなろう。

増税が先送りもしくは凍結となれば、消費の大きな追い風となろう。一方、現状の様な弱い消費のまま増税を実施すれば再びデフレ的状况に戻る蓋然性はかなり高いとみられる。仮に自然増収だけで不十分であったとしても、増税実施のタイミングはよほど景気が過熱してからで十分であろう。

(伊藤 篤)

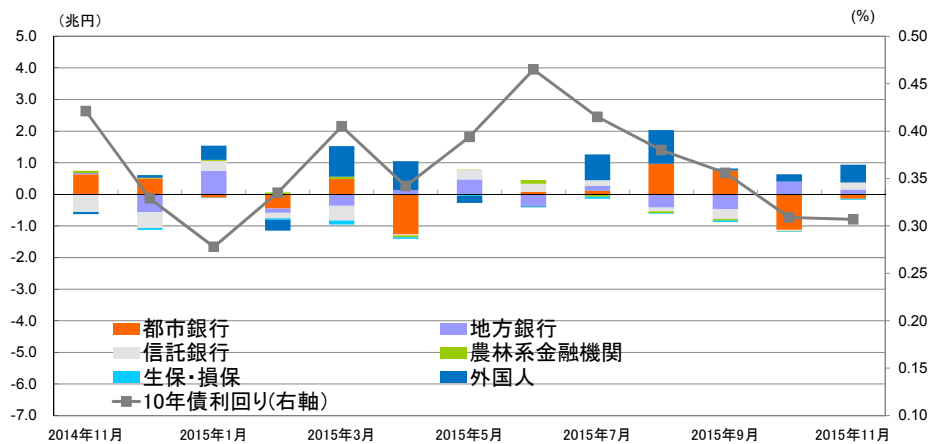
<参考> 国債投資家別売買動向

図表 16 中期債 (2014年11月～2015年11月)



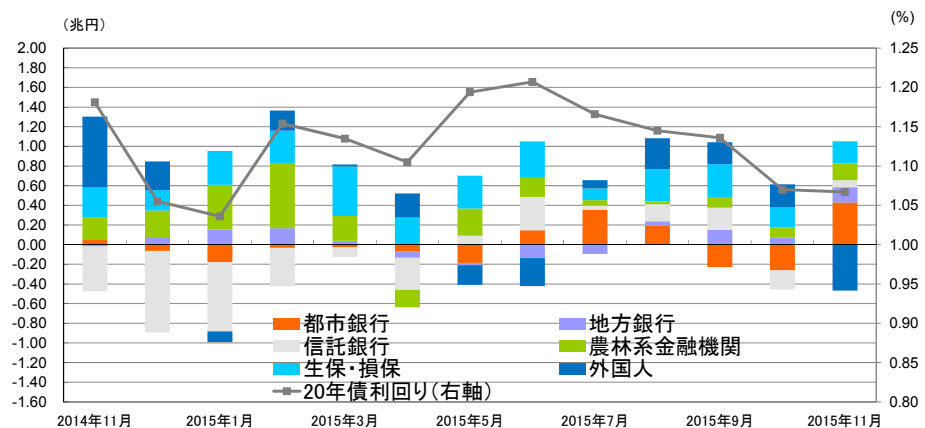
(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 17 長期債 (2014年11月～2015年11月)



(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 18 超長期債 (2014年11月～2015年11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11月末	2015年12月末	変化幅(%)
無担保コール(翌日物、加重平均、%)	0.076	0.038	-0.04
債券先物(中心限月、円)	148.650	149.040	0.39
日本国債(2年物、%)	-0.005	-0.009	-0.00
日本国債(5年物、%)	0.041	0.028	-0.01
日本国債(10年物、%)	0.307	0.265	-0.04
日本国債(20年物、%)	1.067	1.004	-0.06
日本国債(30年物、%)	1.383	1.273	-0.11
円/円スワップ(2年、%)	0.104	0.109	0.01
円/円スワップ(5年、%)	0.168	0.169	0.00
円/円スワップ(10年、%)	0.455	0.423	-0.03
円/円スワップ(20年、%)	1.064	1.003	-0.06
円/円スワップ(30年、%)	1.290	1.215	-0.08
円LIBOR(6ヶ月物、%)	0.116	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	0.330	0.27
米国債(2年物、%)	0.930	1.071	0.14
米国債(3年物、%)	1.220	1.342	0.12
米国債(5年物、%)	1.645	1.793	0.15
米国債(7年物、%)	1.988	2.110	0.12
米国債(10年物、%)	2.206	2.294	0.09
米国債(30年物、%)	2.972	3.034	0.06
米ドルスワップ(2年、%)	0.993	1.182	0.19
米ドルスワップ(3年、%)	1.233	1.423	0.19
米ドルスワップ(5年、%)	1.567	1.752	0.19
米ドルスワップ(7年、%)	1.810	1.980	0.17
米ドルスワップ(10年、%)	2.066	2.214	0.15
米ドルスワップ(30年、%)	2.525	2.642	0.12
米ドルLIBOR(6ヶ月、%)	0.660	0.844	0.18

## &lt;2016年1月 主な行事日程&gt;

日付	国	イベント	日付	国	イベント
1月8日	日本	景気動向指数	1月22日	欧州	製造業PMI
	米国	雇用統計		米国	中古住宅販売件数
1月9日	中国	CPI・PPI	1月25日	日本	貿易収支
1月12日	日本	経常収支		独	IFO景況感指数
		景気ウォッチャー指数	1月26日	米国	S&Pケースシラー住宅価格指数
1月13日	中国	貿易統計			消費者信頼感指数
1月14日	日本	機械受注			FOMC(27日まで)
1月15日	米国	鉱工業生産	1月27日	米国	新築住宅販売件数
		小売売上高	1月28日	日本	日銀金融政策決定会合(29日まで)
1月19日	日本	5年債入札			米国
	中国	GDP	米国	耐久財受注	
	独	ZEW景況感指数	1月29日	日本	黒田日銀総裁記者会見
1月20日	日本	公社債投資家別売買			CPI
	米国	住宅着工・許可件数			鉱工業生産
			CPI	欧州	CPI
1月21日	日本	20年債入札		米国	GDP
	欧州	ECB政策決定会合			



- 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