

## 2月金融市場月報： デフレ脱却への意志を示した日銀・金融政策決定会合

- 為替市場：日本銀行の踏み込んだ「歴史的な緩和の強化」
- 日本経済：新たなパラダイムを開いたマイナス金利の導入

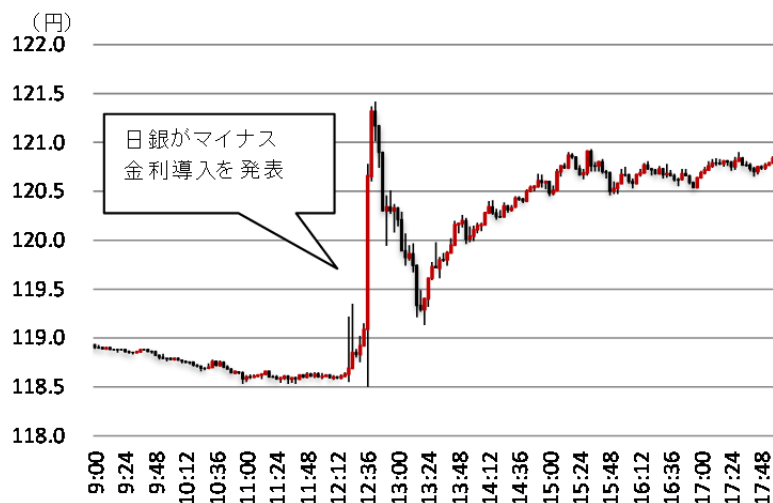
### 2月の為替見通し

#### 日本銀行の踏み込んだ「歴史的な緩和の強化」

日本銀行の踏み込んだ「歴史的な緩和の強化」が、世界的な金融緩和期待を高める結果に。

1月29日の日銀政策決定会合は、サプライズとなった。特にマイナス金利導入に踏み切ったことは、黒田総裁自らがそれまで可能性を否定していただけに、驚きを持って迎えられた。見方を変えれば、それほど執行部の危機感が強かったのだ、とも受け止められよう。結果、29日の通貨市場で円は急落。主要通貨に対して、全面安となった。市場では、経済を下支えするための通貨安受け入れの動きが各国で強まるとの観測が強まり、米国の利上げ期待は後退、ECBの3月の追加緩和とその周辺国の緩和誘発には改めて期待が高まった格好だ。日本の10年物国債は過去最低の0.09%をつけ、イールドカーブ全体も押し下げられたが、ドイツや米国等主要国の国債利回りも軒並み低下し、株も上昇して終了した。

図表1 1月日銀政策決定会合時の米ドル円の動き(3分足)  
 (2016年1月29日)



(出所) Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

資源、株、通貨等が売られる中、避難通貨的に狙われ始めていた円

1月に入って、世界銀行や、IMF は、今年の産油国(サウジアラビア 2.2%→1.2%、ブラジル ▲1.5%→▲3.5%)や新興国の成長率の下方修正を軸とした、世界経済の成長率見通しを引き下げた。

図表 2 IMF 及び世界銀行発表 2016 年の成長見通し

2016年の成長見通し		単位: %		
	IMF		世界銀行	
	2016年1月時点	2015年10月時点	2016年1月時点	2015年10月時点
世界	3.4	3.6	2.9	3.3
日本	1.0	1.0	1.3	1.7
米国	2.6	2.8	2.7	2.8
ユーロ圏	1.7	1.6	1.7	1.8
中国	6.3	6.3	6.7	7.0
新興国	4.3	4.5	4.8	5.2
産油国	-	2.2	-	-

(出所) IMF、世界銀行、新生銀行 金融市場調査部

再び、2%のインフレ目標に対する強いコミットメントを市場に示し、円相場は安定へ

また、輸出が弱いのは何も日本だけの話ではなく、29日に発表された米GDPでも、純輸出はマイナス寄与となっており弱い。中国も12月こそ輸出は増加していたが、基調としては弱い状況が続いている。このように、何処も海外の成長取り込みが難しくなっている。そんな中、資源安で世界的に物価下落傾向であることから、インフレ率が急上昇するとは考えにくい環境だ。このため、通貨安は有効な景気下支え策とも言えるため、放置されやすい環境だ。一方、日本円は、経常収支の大幅改善といったフローの変化が顕著になっていた上に、物価目標とその達成時期に対するコミットメントや、その緩和手法に対する手詰まり感の指摘、さらに米ドル円で125円といった特定の水準以上の円安は望んでいないのではないかとといった憶測もあり、多少の円高を受け入れるのではないかとこの思惑が広がり始めていた。中国の経済構造の転換や、資源ブーム後の設備投資の調整といったことは、2016年を通して世界経済を下押しする見込みであり、政治的にも、アメリカの大統領選挙、欧州の移民問題やイギリスの国民投票と不確実性が高まりやすい。今回、再び、2%のインフレ目標に対する強いコミットメントを市場に示したことで、改めて、市場に日銀の金融政策に対する期待を維持させることとなった。また、その手法に関しても、当面限界論は遠のくと思われ、今後、リスク回避的な状況になった時には、追加緩和期待が台頭、円買いをためらわせる材料となろう。結果的に、年間を通して安定し、値動きは限られたものになるのではないかと。

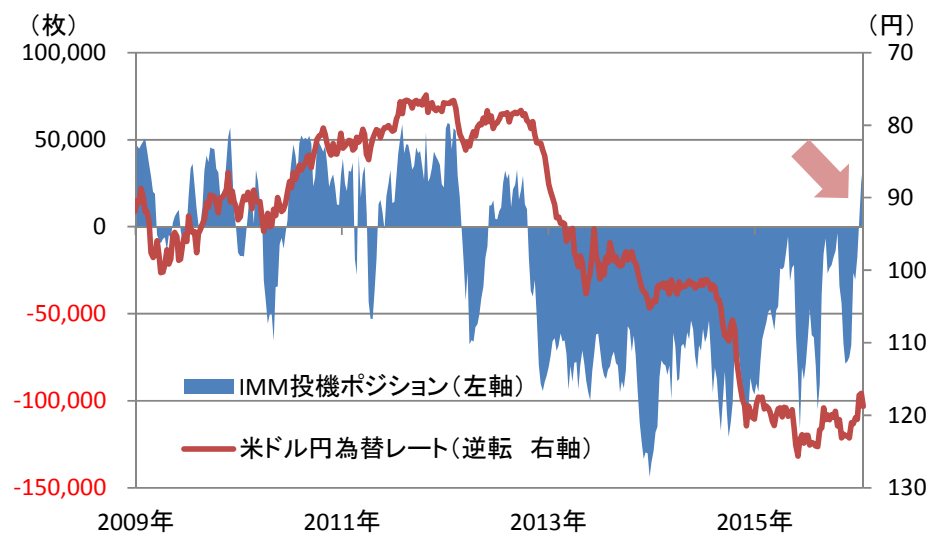
政策適用開始は2月16日からで、未決定の部分もあり、当面は、市場の動揺が起こりやすい可能性。

もともと、実際の政策適用は、2月16日からである上に、マイナス金利をチャージされる部分も完全には決まっていない。落ち着くまでの数ヶ月は、短期金利市場やJGB市場のボラティリティが高い状況が続く可能性があり、金利も振れることが考えられる。通貨市場も影響を受ける場合もあるため注意しておきたい。

### 1月の振り返り

年初から、サウジアラビアとイランとの政治的緊張が表面化、減産に向けた対話は絶望的との見方も台頭し原油安が進行。加えて、中国株、中国元安も重なり、先行き不透明感が1月上旬を支配した。12月以来、避難通貨として円買いが進み始めていたが、1月20日には、米ドル円で115円98銭と1年ぶりの円高水準をつけた。また、1月に入ってから、IMM通貨先物市場での円の建玉が2012年10月以来の円買い越しとなった後もその額が増加し続け、市場での日銀のコミットメント期待が後退しつつあることが垣間見られた。

図表3 米ドル円為替レートとIMM投機ポジション  
(2009年1月～2016年1月)



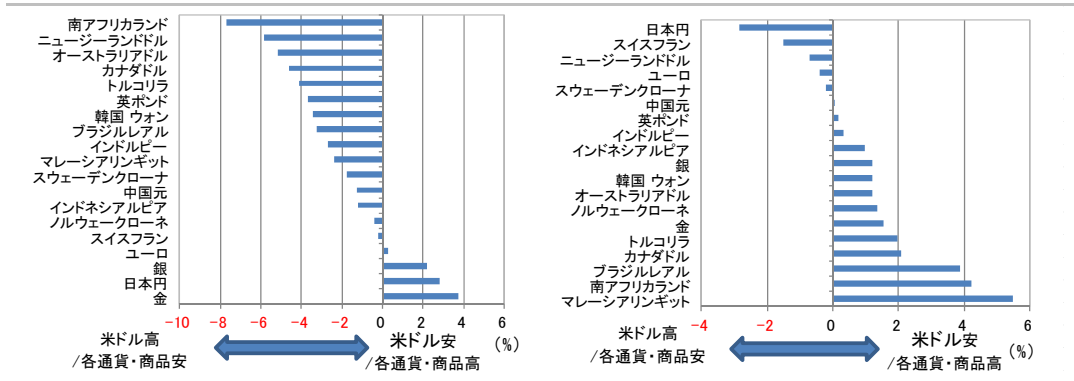
(出所) Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

通貨は、原油価格の動向にもっとも影響を強く受けた月だった。

一方、原油市場では、一時20米ドル台まで下落した後、減産合意の期待やノルウェーが資産売却思惑を否定するといったニュースもあつてか、月末にかけて反発。21日にECBドラギ総裁が「インフレ目標達成の成否は、ECBの信頼性に関わる」と、3月に向かって緩和強化を強調すると、値動きは荒いながらも、市場の動揺は沈静化していった。20日で分けた月の騰落表を見ると、20日までは米ドルは円に対してのみ下落、ユーロやスイスフランに対して小動きで、資源通貨・新興国通貨に対して上昇していたが、月末にかけて資源通貨を中心に米ドルが下落した。円は、月を締めれば、始値よりも円安水準の121円14銭で終了した。

図表 4 各通貨・商品の変化率(対米ドル、%)

(左:2015年12月31日～2016年1月20日、右:2016年1月21日～1月31日)



(出所) Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

テクニカルには、底値を固めた形に

昨年 3 月に 120 円台で月足が終了して以降、月で締めてみて、120 円以下がローソク足のヒゲで終了していることが多い。特に昨年 8 月と今年 1 月は 116 円近辺からの 4 円にわたる長い下ヒゲとなっており、120 円以下の底堅さを示す結果となっている。一方、日足では 200 日移動平均線が 121 円 50 銭、100 日移動平均線が 120 円 60 銭近辺と成っており、当面はこのあたりを中心としたレンジとなりそうだ。

図表 5 米ドル円為替レート推移

(2014年9月～2016年1月)



(出所) Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

2月の見通し

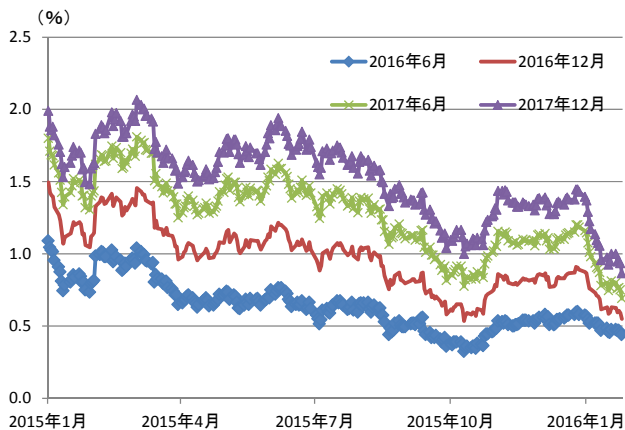
月前半は、リスク選好が高まりやすい可能性

2 月の注目ポイントの一つは、減産期待の高まっている OPEC とロシアの臨時会合が果たして実現に向かうのか、またそうした期待が 3 月の OPEC まで、維持されるかどうかだろう。また、2 月 8 日から 13 日までは中国の旧正月にあたり、市場も休場となる。原油安と中国不安という 2 つの市場の不安要素が小休止となると、少なくとも月前半はリスク選好が高まりやすい可能性があると考えている。特に、米ドル円の切り返しの相場は若い。上値の確認を試しに行くのではないだろうか。

## 2月11日、12日(現地)イエレン議長の議会証言

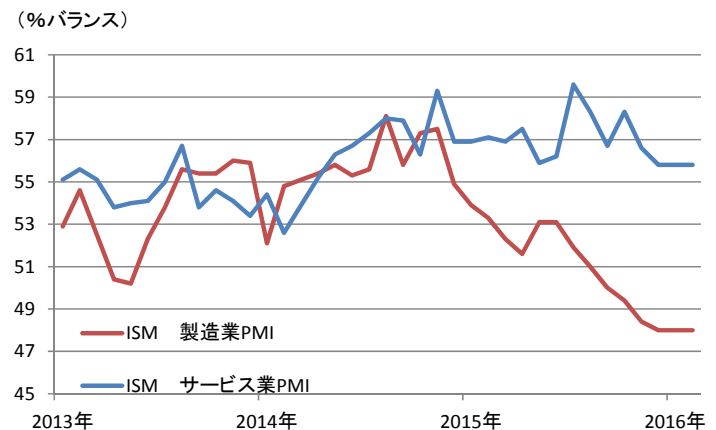
2月11日、12日(現地)イエレン議長の議会証言では、議長のアメリカ経済の現状認識と利上げのペースのヒントを得ようと市場は注目するであろう。現在、年に1回の利上げ程度まで後退している先物市場の利上げ折込状況だが、議会証言から言質を得られるのかどうかは米ドル円でも上値を決定する大きな要素となるため、注目だ。

図表6 FF金利先物  
(2015年1月～2016年1月)



(出所) Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

図表7 米ISM製造業・非製造業景況指数  
(2013年1月～2016年1月)



(出所) Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

## 各国金融政策発表予定なく、景気動向に注目集まろう。

米国のイエレン議長証言は注目ではあるが、日米欧の金融政策の発表予定がない。また、月前半は、中国市場も休場となる。市場では、各国の足元の経済状況を探る動きが強まるだろう。資源安から、設備投資欲が弱まっており、製造業の景況感は弱まってきている。一方、資源国からの所得移転が進み消費は底堅く推移している国が目立つ。このところの金融市場の価格下落や製造業のセンチメント悪化が、消費マインドに影響を与えるのかどうかは注目となる。また、15日に予定されている日本のGDPでは、後述の日本経済の部分で詳細検討されるが、再びマイナス成長のリスクが高まっており、春闘の動向と合わせ、弱い内容となれば、金融政策頼みの形相が強まるだろう。今回の緩和を受け、この場合は通貨安という整理で良いであろう。

## 欧州は、政治的に不安定化するものの、ユーロは安定推移か

2月18日～19日のEU首脳会議に向かって、メルケル首相が非常に難しい立場になってきている。31日付の読売新聞によれば、欧州の難民問題への対応をめぐる、ドイツ国民の約4割がメルケル首相は辞任すべきだと考えていることが、ドイツの世論調査結果で判明したという。もっとも、これを上回る45%の人々は、辞任する理由にはならないとの回答ではあるが、ドイツのARDTVの集計によれば、首相の支持率が2015年4月の70%という驚異的な高さから、急降下し11月には、5割を切ってきている模様で、EUの求心力となれるのか、不透明感が強まっている。3月には、ドイツは地方選挙も控える中、CDU/SCUの支持率も低迷している。そんな中、イギリスのキャメロン首相は、EU改革案を提示しており、今月の首脳会議で協議される模様だ。EUのユンケル欧州委員長と1月29日に会談し、駆け引きが始まっ

ている様子も伝わり始めた。調整が長引いているため、今月中にイギリスの国民投票実施時期が決まるかどうかは不明であるが、行く末をめぐり、英ポンドとユーロとの間の綱引きが続くそう。もっとも、金融政策の方向性では、ECB ドラギ総裁が追加緩和を示唆したのに対し、1月26日の英議会で、BOE カーニー総裁も「利上げ思惑の払拭や EU 離脱が賛成多数になった場合には、金融安定の保全措置を発表する」とくぎを刺すなど、一方向にポジションを傾げにくい状況とも言える。よって、神経質ながらも値動きは限定的かもしれない。

---

### 新興国、資源国の低成長は、長期的に、市場の重石に

---

新興国・資源国では低成長が予想されている。1月には IMF が予想成長率を 0.2% 下方修正し、世界全体の予想成長率も 3.4% へ引下げた。市場にとって、リスク回避志向の払拭に程遠い材料で、長期的に市場の重石となりそう。特に、民間セクターの借入れ状況は、米金利引き上げ予想を抑制する方向に働きやすそう。簡単だが、21 世紀型通貨危機といわれた、1997 年～98 年のアジア通貨危機の特徴と足元の新興国の状況を確認し、問題のポイントを整理しておこう。

---

### アジア通貨危機の 5 つの特徴

---

平成 10 年 5 月に伊藤隆敏教授を部会長として、外国為替等審議会アジア金融・資本市場専門部会がまとめた「アジア危機に学ぶ」によれば、アジア通貨危機の原因と特徴を 5 つ掲げている。

- 1) 通貨制度の硬直性
- 2) 短期の資本の急激な流出
- 3) 民間部門の債務が問題の中心
- 4) 民間金融セクターの脆弱性
- 5) 調整政策の内容と社会的弱者への対応

---

### 足元の新興国の金融財政経済指標の状況

---

このうち 1) の通貨制度の硬直性は、現在では殆どが変動相場制ないしは、管理フロート制へと移行しており、当時のように相場水準を維持するために外貨準備を使用して介入を続ける必要性や、米国の金融政策に追随して金利を引き上げるといった自国経済の状況と必ずしも合致しないマクロ経済政策を採る必要性がなくなっている。加えて、資源安が主因と考えられる CPI の抑制的な傾向が通貨安の物価へのパススルーを限定的にしており、金融政策を緩和的に維持しやすいものとしている。このため、通貨の下落率が非常に高くなっており、市場の不安要因にもなっているが、外貨準備の毀損を限定的にしており、財務の健全性を示す指標は危機的な状況になることを免れている。また、4) や 5) の部分では、IMF の機能強化や、チェンマイイニシアティブのマルチ化が進められ、バーゼル III といった資本規制強化もなされていることから、対応力は増していると言えよう。

図表 8 新興国モニター

	国内関係										対外関係				金融市場	
	実質GDP(前年比、%)		財政収支/GDP(%)		経常収支/GDP(%)		CPI(前年比、%)		政策金利		外資純増高 (10億米ドル)		外資純増高 /短期対外債務(倍)		為替レート(対米ドル)	
	2015年Q4	2015年Q3	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年6月	2015年12月	2015年6月	2015年12月	2015年12月	2015年11月	2015年	2014年	2015年6月	2015年12月
ブラジル	6.0	-4.5	-3.2	-6.5	0.1	-4.4	6.7	10.7	8.00	14.25	180	369	4.6	6.2	2.2	4.0
中国	14.2	6.8 <sup>※1</sup>	-0.1	-0.7	10.0	2.1	2.7	1.6	6.00	4.35	1,528	3,438	7.6	5.7	6.1	6.6
インドネシア	6.3	4.7	-0.9	-2.1	1.4	-3.0	5.4	3.4	6.00	7.50	57	100	3.1	2.4	10,004	13,778
マレーシア	6.3	4.7	-3.0	-3.0	14.9	4.3	1.8	2.7	3.00	3.25	101	91	4.4	1.1	3.2	4.1
メキシコ	3.1	2.6	-1.4	-4.7	-1.4	-1.9	4.1	2.1	4.00	3.25	78	172	3.2	2.1	12.9	18.1
ロシア	8.5	-4.1	5.4	0.1	5.5	3.2	6.9	12.9	5.50	11.00	464	317	5.8 <sup>※2</sup>	5.5	32.8	75.5
タイ	5.4	2.9	-0.2	-0.4	6.0	3.3	2.3	-0.9	2.50	1.50	85	148	4.8	2.8	31.1	35.7
トルコ	4.7	4.0	-3.9	-2.1	-5.8	-5.8	8.3	8.8	4.50	7.50	71	100	1.8	1.0	1.9	3.0

※1 2015年Q4時点データ

※2 2008年時点データ

(出所)内閣府、世界銀行、IMF、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

民間セクターの債務  
が問題の中心

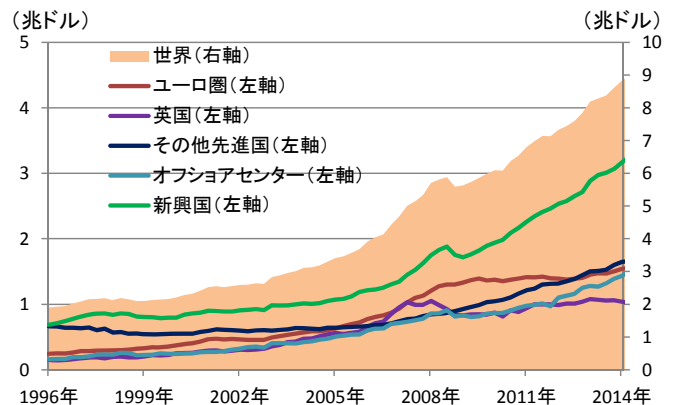
一方、民間セクターの債務が問題の中心である事には、理由はどうであれ、前回の危機発生時と今回も変わりはない。特に、中国は、日本のバブル期に相当するほどの比率となっており、早晚、債権債務の整理が行なわれるだろうと誰もが予想しているところだろう。こうした債務の再編は、2016年を通じて市場心理の重しとなりそうだ。また、新興国全体の米ドル建ての借入れ残高の伸びは、リーマンショック以降は先進国をしのぐ勢いで伸びていた。直近のBIS統計によれば、こうした流れが逆流している様子が垣間見られる。また、WSJ等の報道によれば、新興国への資金フローが約30年ぶりに純流出となった模様だという。中国以外の国々でも低成長が予想される中、債務再編の流れにありそうだ。こうした環境下では、先進国の企業等への影響が懸念され、株価への不安要素となりやすいだろう。また、米国の利上げのペース予想を後ろ倒しに引っ張る大きな要因となり続けるだろう。

図表 9 各国の対 GDP 債務比率 (単位:%)

	家計債務	非金融債務	政府債務	債務比率
日本	65	101	234	400
英国	86	74	92	252
スペイン	73	108	132	313
フランス	56	121	104	281
イタリア	43	77	139	259
アメリカ	77	67	89	233
韓国	81	105	44	230
カナダ	92	60	70	222
中国	36	123	58	217
オーストラリア	113	69	31	213
ドイツ	54	54	80	188
ブラジル	25	38	65	128
インド	9	45	66	120
ロシア	16	40	9	65

(出所) 中国国家資産負債表 2015、新生銀行 金融市場調査部

図表 10 米ドル建て借入残高(除く銀行、除く米国)  
(1996年Q1~2014年Q3)



(出所) BIS、新生銀行 金融市場調査部

(政井、宮地、本間)

## 日本経済:新たなパラダイムを開いたマイナス金利の導入

円高・株安、デフレ脱却への黄色信号を救った日銀のマイナス金利導入。

1月29日に日銀は、短期金利をマイナス0.10%とする政策を導入した。今回の日銀の決定で最も重要な点は、マイナス金利導入という新たな金融政策のパラダイムの導入により、12月19日の補完措置決定以降、特に年初のグローバルなリスク・オフの流れの中で生じていた円高・株安の芽を摘んで、デフレ脱却が困難となる危機的な流れを断ち切ったことであろう。实体经济に対してどこまでの押し上げ効果があるかは、今後の実質金利の低下度合によるものの、マクロ経済は改善方向に向かう公算が大きいとみている。以下で1. マイナス金利導入のタイミング、2. マイナス金利の内容、3. 2015年10-12月期のGDP見通しという順にみていきたい。当行は個人消費が前期比でマイナスとなったとみられることと輸出の伸びの鈍化により、同期の実質GDPを前期比▲0.3%(年率▲1.4%)と見込む。

### 1. マイナス金利導入のタイミング

#### (1) 春闘(ベースアップ、賃金改定)の空白

年末から今春にかけては春闘の労使での交渉時期にあたる。春闘に重要な影響をもたらすとされる代表的な自動車メーカーの賃上げ要求額は、前回の年間6,000円から物価の低迷を反映して年間3,000円となっている(出所:日本経済新聞)。他の企業ではそれ以下となる公算が大きく、(原油価格下落の影響が大きかったとはいえ)2015年の物価の低迷が賃金交渉にもネガティブに影響しつつあった。仮に日銀が1月を逃して3月に追加緩和を実施してもこうした交渉過程には十分に反映されず空白が生じていたであろう。

#### (2) 黒田プットを信じなくなっていた市場

1月29日の金融政策決定会合前までの金融市場は昨年12月18日の補完措置が緩和の限界を示すと解釈し、政府・日銀から追加の政策が出てこないの見込んで円買い・株売りのトレードが進んでいた。

黒田総裁は昨年末から必要な場合は金融緩和を実施する旨を再三発言していたにも拘わらずこうした動きは強まっていた。12月の決定会合前までのリスク・オフ局面であれば、こうした黒田総裁の発言が出た場合、金融市場は追加の金融緩和を警戒して多少の円安・株高で反応していたことと対照的である。しかし、12月18日の補完措置決定以降ではそうした反応がなくなっていた。つまり市場は「黒田総裁の発言は口先介入だけで、実際の行動は伴わないものであろう」、「リスク・オフの高まりに対する黒田プットの発動(=追加の金融緩和)はない」との見方から、円買い・株売りのトレードに積極的になっていくとみられる。こうした状況が継続していれば、量的・質的金融緩和(QQE)で生み出された円安・株高→企業収益・雇用の改善→賃金上昇の流れを停滞させかねない危機的な状況であったとみている。

春闘に間に合う最後のタイミングだった。

昨年12月の補完措置で生じた追加の金融緩和に対する予想は大幅に後退していた。



年初来のリスク・オフに対して、1月21日に3月の追加緩和をほぼ予告した ECB のドラギ総裁の発言はハト派的だった。一方、同27日の米 FOMC の声明では過度に反応してかえって市場が悲観的になることを避けたためか、ややタカ派的であった。ドラギ総裁の予告緩和を受けて市場全体のリスク・オフムードがやや緩和されていたこと（株高・原油高）、これまでの日銀は FRB の政策の方向性に追随することが多かったことの2点から29日の日銀は現状維持との見方が広がっていた。それにも拘わらず、今回日銀が Fed に追随せず、自国の経済・物価の下ブレリスクに対応して追加の緩和を行ったことは特筆すべきことであったとみている。

### (3) 財政政策の空白

財政政策では2015年度補正予算が成立したものの、2016年度本予算の審議は政治資金問題などを受けて停滞気味となっている。そうした中で当行では2月15日に発表される昨年10-12月期の実質 GDP は前期比▲0.3%（年率▲1.4%）となると見込んでいる（後述）。また追加の財政政策としては2016年度補正予算で財政支出を拡大するか、（夏の参議院選挙までに衆議院を解散した上で）消費増税を延期して緊縮財政を止めることによる財政刺激というオプションがある。しかし、どちらのオプションも2016年度の本予算成立までに選択してしまえば、2016年度の本予算を再提出しなければならず、3月とみられる本予算成立までは事実上選択できなかった。

### (4) 金融政策の空白

本年より日銀の金融政策決定会合は昨年までの年12回から年8回に減ったため、次回日銀の定例会合は3月中旬まで開催されない。緊急会合による金融緩和では追い込まれた感が強く効果は減じていたであろう。

### 黒田総裁の原則は何か

なお、今回の決定については事前の市場の織り込みも十分ではなかったためか、その効果に懐疑的な見方も多いようだ。しかし、「2%の物価目標の達成のために必要なことは何でもする」、「実質金利を押し下げて経済を刺激する」という方針を重視すれば、今回のマイナス金利導入もそれほど違和感はない。むしろ日銀の描く労働市場のタイト化による賃金の上昇に黄色信号が灯った中で日銀が何もしなければ、それこそ日銀の信頼性が低下していたのではないかとみている。

---

財政政策は国会審議に縛られる期間。

---

---

今年から FOMC と同じ年 8 回の日銀決定会合。

---

---

物価目標への執着をみせた日銀。

---

三種類の預金が導入された。

基礎残高への付利は維持される。

マイナス0.1%となるように政策金利残高が決定される。

## 2. マイナス金利政策の内容

マイナス金利政策については誤解も多い様に思われるので詳述しておきたい。今後の当座預金は3段階で金利が付与される。日銀が預金の種類を増やし、これまでの預金向けに利子の付く**普通預金(=基礎残高)**、利子の付かない**当座預金(=マクロ加算残高)**、新規預金向けの**口座維持手数料のかかる預金(=政策金利残高)**となったと考えるとわかりやすいかもしれない(図表11)。

### (1) 基礎残高

マイナス0.1%は当座預金全体にマイナス金利がかかる訳ではない。ポイントは昨年1年間の平均残高約212兆円(=×0.1%)分の付利金利は継続すること。

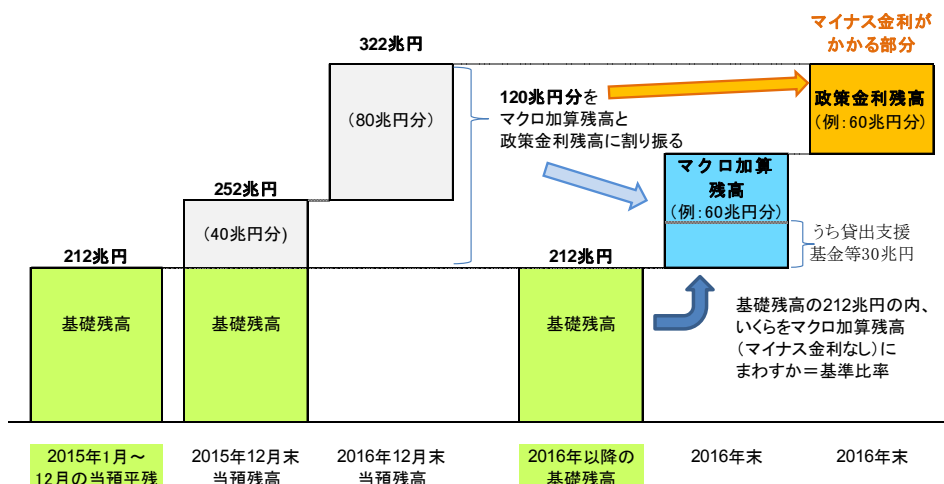
### (2) マクロ加算残高と政策金利残高

2016年末に向けた動きを考えると、2015年の平均残高210兆円から2015年末の250兆円までの40兆円+2016年の年間増加目標80兆円を合計した120兆円が、マクロ加算残高(無利子)と政策金利残高(マイナス0.1%)に割り振られるイメージとなる。割り振りは、短期期金利がマイナス0.1%になる様に政策金利残高が決まる。現時点では政策金利残高がどこまで増えるのか不明なため、仮に前記の120兆円が半々となると仮定すると、政策金利残高分の60兆円分にマイナス金利がかかることになる。このため、マイナス金利となるのは一部で全体がマイナスとなる訳ではない。

### (3) 实体经济への波及経路

こうした仕組みにより、導入時の多少は混乱はありうるものの、数か月～半年以降の単位で見れば、(1)短期金利がマイナス0.1%となるような政策運営を踏まえて、イールドカーブの大幅な低下、実質金利の低下が实体经济に好影響をもたらす公算が大きい、(2)円高・株安が進みにくくなる。今後も2%物価目標に向けてマイナス0.1%で十分かどうかの検討が行われ、必要があれば更なるマイナス金利の拡大も十分にあり得え、こうした政策オプションを確保した意義は大きいであろう。

図表11 マイナス金利の仕組み



(出所) 日本銀行より新生銀行 金融市場調査部作成。

### 10-12 月期は再びマイナス成長へ。

## 3. 2015 年 10-12 月期の GDP 見通し

当行の予想では 2015 年 10-12 月期の実質 GDP は、前期比▲0.3%（年率▲1.4%）となると見込んでいる（図表 12）。主因は消費の落ち込みで、暖冬による冬物衣服の売れ行きが不調だったことや、エネルギー価格の下落による交易条件（実質所得）の改善があったものの、その他の支出を増やすほどに所得が回復していなかったとみている。輸出もこれまで好調だった米国向けが失速するなどして四半期ではほぼゼロ成長だった見込み。仮にマイナス金利導入がなく円高・株安が進展していれば、2・四半期連続のマイナス成長のリスクもあるとみていた。しかし、マイナス金利導入による実質金利の低下、円高・株安の阻止により、労働市場の改善が継続して賃金の上昇が起りやすく 2016 年は年率 2% の高い成長に回復すると見込んでいる。

図表 12 四半期の GDP の見通し

		1	2	3	4	5	6	7	8
		実質 GDP 前期比年率	実質 GDP 前期比	実質最終 消費支出 前期比	実質民間 企業設備 投資 前期比	実質財貨・ サービスの 輸出 前期比	実質財貨・ サービスの 輸入 前期比	消費者物 価指数(生 鮮食品除 く総合) 前年比	完全失業 率 %
実績 ↓	2014Q4	1.8	0.5	0.4	0.2	2.9	0.8	2.7	3.3
	2015Q1	4.4	1.1	0.3	2.7	1.9	1.7	2.1	3.5
	2015Q2	▲0.5	▲0.1	▲0.5	▲1.3	▲4.3	▲2.6	0.1	3.4
	2015Q3	1.0	0.3	0.4	0.6	2.7	1.7	▲0.1	3.4
予測 ↓	2015Q4	▲1.4	▲0.3	▲0.5	0.4	0.0	0.2	▲0.0	3.1
	2016Q1	1.8	0.4	0.3	0.8	1.9	1.0	0.0	3.1
	2016Q2	2.0	0.5	0.4	0.7	0.4	0.5	0.0	3.2
	2016Q3	2.1	0.5	0.3	0.7	0.9	1.0	0.1	3.0
	2016Q4	1.3	0.3	0.4	1.0	0.3	1.1	0.3	2.9
	2017Q1	2.6	0.7	2.1	0.9	1.5	2.9	0.9	3.0
	2017Q2	▲5.2	▲1.3	▲3.5	0.8	0.8	▲2.1	1.8	3.0
	2017Q3	1.8	0.4	0.6	0.6	0.8	0.5	1.7	2.9
	2017Q4	1.4	0.4	0.5	0.6	0.3	0.4	1.9	2.8
	2018Q1	1.8	0.5	0.5	0.5	1.3	1.0	1.7	2.9

(出所) 内閣府、経済産業省、総務省、日経 NEED 等より新生銀行 金融市場調査部作成。予測は新生銀行 金融市場調査部。

図表 13 年度の GDP の見通し

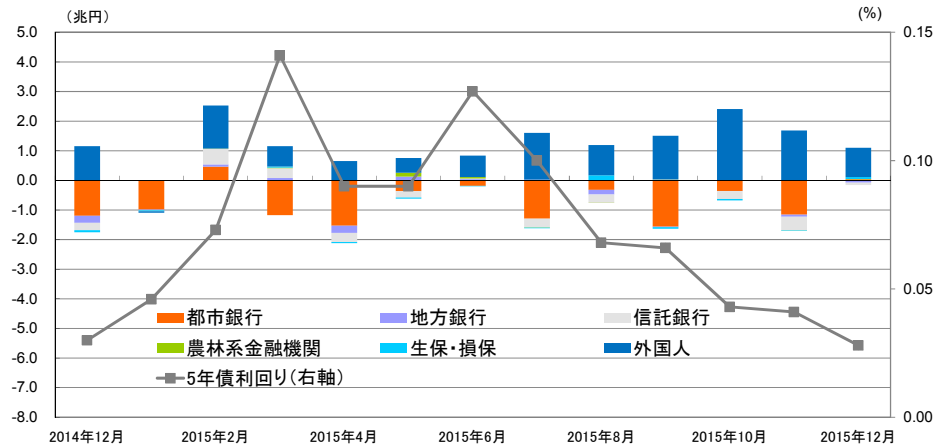
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
		名目 GDP 前年度比	実質 GDP 前年度比	実質民間 最終消費 支出 前年度比	実質民間 住宅投資 前年度比	実質民間 企業設備 投資 前年度比	実質民間 在庫品増 加 寄与度	実質政府 最終消費 支出 前年度比	実質公的 資本形成 前年度比	実質公的 在庫品増 加 寄与度	実質財貨・ サービスの 輸出 前年度比	実質財貨・ サービスの 輸入 前年度比	消費者物 価(生鮮食 品除く総 合) 前年度比	同左(消費 税の影響 を除く) 前年度比	完全失業 率 %	通関原油 ドル/バ レル
実績 予測 ↓	2014年度	1.49	▲0.97	▲2.89	▲11.73	0.06	0.55	0.12	▲2.63	0.01	7.84	3.34	2.83	0.83	3.5	90.7
	2015年度	2.32	0.84	▲0.00	2.76	1.53	0.22	1.55	▲0.95	0.00	1.25	0.83	0.01	—	3.3	49.8
	2016年度	1.77	1.44	1.38	3.16	3.03	▲0.05	1.33	▲3.03	0.00	3.71	3.84	0.34	—	3.0	40.0
	2017年度	0.60	0.05	▲0.94	▲4.55	3.04	0.02	0.04	▲2.83	0.00	3.47	1.60	1.77	0.47	2.9	50.0

(出所) 内閣府、経済産業省、総務省、日経 NEED 等より新生銀行 金融市場調査部作成。予測は新生銀行 金融市場調査部。

(伊藤篤、宮地舟人)

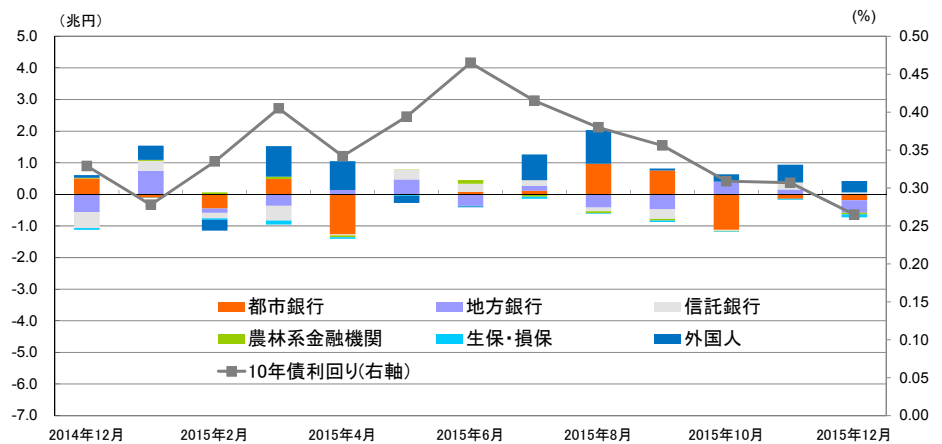
<参考> 国債投資家別売買動向

図表 14 中期債 (2014年12月～2015年12月)



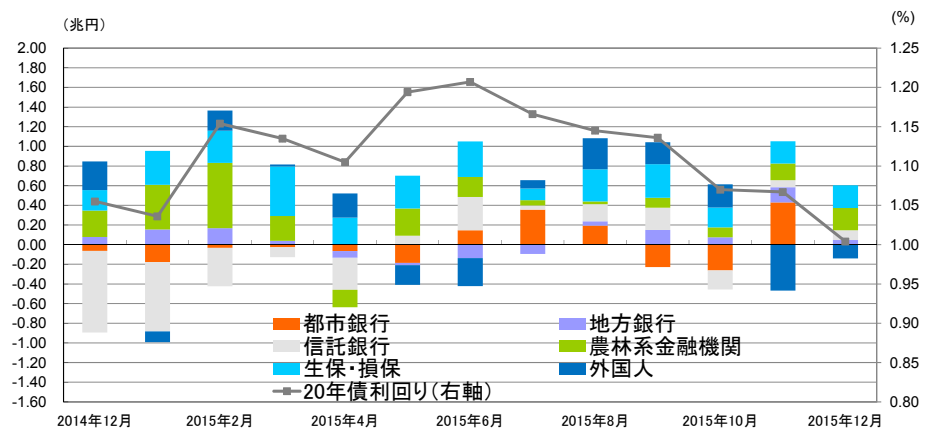
(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 15 長期債 (2014年12月～2015年12月)



(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 16 超長期債 (2014年12月～2015年12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12月末	2016年1月末	変化幅(%)
無担保コール(翌日物、加重平均、%)	0.038	0.066	0.03
債券先物(中心限月、円)	149.040	150.420	1.38
日本国債(2年物、%)	-0.009	-0.072	-0.06
日本国債(5年物、%)	0.028	-0.065	-0.09
日本国債(10年物、%)	0.265	0.100	-0.17
日本国債(20年物、%)	1.004	0.813	-0.19
日本国債(30年物、%)	1.273	0.995	-0.28
円/円スワップ(2年、%)	0.109	-0.011	-0.12
円/円スワップ(5年、%)	0.169	0.033	-0.14
円/円スワップ(10年、%)	0.423	0.279	-0.14
円/円スワップ(20年、%)	1.003	0.853	-0.15
円/円スワップ(30年、%)	1.215	1.073	-0.14
円LIBOR(6ヶ月物、%)	0.119	0.061	-0.06
全銀協TIBOR(6ヶ月物、%)	0.257	0.257	0.00
米国FFレート(%)	0.250	0.270	0.02
米国債(2年物、%)	1.048	0.774	-0.27
米国債(3年物、%)	1.307	0.966	-0.34
米国債(5年物、%)	1.760	1.328	-0.43
米国債(7年物、%)	2.091	1.667	-0.42
米国債(10年物、%)	2.269	1.921	-0.35
米国債(30年物、%)	3.016	2.744	-0.27
米ドルスワップ(2年、%)	1.179	0.840	-0.34
米ドルスワップ(3年、%)	1.416	1.001	-0.42
米ドルスワップ(5年、%)	1.737	1.289	-0.45
米ドルスワップ(7年、%)	1.951	1.532	-0.42
米ドルスワップ(10年、%)	2.187	1.796	-0.39
米ドルスワップ(30年、%)	2.619	2.268	-0.35
米ドルLIBOR(6ヶ月、%)	0.846	0.860	0.01

(出所) Bloomberg

## &lt;2016年2月 主な行事日程&gt;

日付	国	イベント	日付	国	イベント
2月2日	日本	10年債入札	2月18日	日本	5年債入札
2月3日	米国	ISM非製造業			貿易収支
2月4日	米国	耐久財受注		中国	CPI・PPI
2月5日	日本	景気動向指数	2月19日	米国	CPI
	米国	雇用統計	2月22日	日本	公社債投資家別売買
		貿易統計	2月23日	日本	40年債入札
2月8日	日本	景気ウォッチャー調査		独	IFO景況感指数
		経常収支		米国	S&Pケースシラー住宅価格指数
2月9日	日本	30年債入札			消費者信頼感指数
2月12日	欧州	GDP			中古住宅販売件数
	米国	小売売上高	2月24日	米国	新築住宅販売件数
2月15日	日本	GDP	2月25日	日本	2年債入札
	中国	貿易統計		米国	製造業受注
2月16日	日本	20年債入札	2月26日	日本	CPI
	独	ZEW景況感指数		米国	GDP(改定値)
2月17日	日本	機械受注	2月29日	日本	鉱工業生産
2月17日	米国	住宅着工・許可件数		欧州	CPI
		鉱工業生産			

(出所) Bloomberg、各種資料より新生銀行金融市場調査部作成

- 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