SHINSEI BANK

Market Monthly Report

2016 年 3 月 1 日
新生銀行　金融市場調査部
MRMRD-20160011

3 月金融市場月報:
追加緩和期待から、大規模補正予算期待へ変化の兆し
― 為替市場:独歩高基調の続く日本円
― 日本経済:マイナス成長懸念、逆行する日米実質金利

3 月の為替見通し

2 月の振り返り― 独歩高基調の続く円市場

2 月の金融市場の評価としては、G20 を受け、直後の市場の反応は、市場の不安心理完全払拭には至らずとの見方に留まっている。弊行では少なくとも 2 月のパニック収束には一定の役割を果たし、3 月以降の各国政策対応を待てる状況とすることに成功したのではないかと評価している。実際、議長国であった中国からは、早々に施策を打ち出すニュースが出てきている。また、実は 2 月の最も明るいニュースは、産油国の対話が図られたことではなかったかと考えている。年明けのサウジアラビアとイランの政治的な緊張は、産油国の対話を長期的に失わせると市場を悲観させたが、その対話の兆しが、お互いの持つ問題を超え、非 OPEC であるロシアも含めて試みがなされたことが注目される。中東全体の地政学的な緊張は続いているが、コンフリクトを抱えた有力産油国同士が即武力に訴えることなく、対話を継続させることができるとわかったことは、本来ならリスクセンチメントに対して非常にプラスだと言えよう。実際、中旬以降は原油価格も下げ止まりとなっている。

年初から円の独歩高基調が続くが、2 月に入っても傾向は変わらず、むしろ急進。決算期の企業には慌ただしさも。

国際情勢は、OPEC と非 OPEC の対話や、G20 を通した国際協調の動きをもってして改善の兆しで終了したが、円の独歩高はむしろ急進して2月が終了した。決算期における円の独歩高や株価の低迷は、賃金交渉の方向性にも影を落とす結果となっている。

1 月末の日銀による予想外のマイナス金利政策導入で、一旦 120 円台に持ち直してスタートした 2 月の米ドル円相場だったが、売りの持ち込みが止まず、そこそこ良かった米雇用統計を受けても反転のきっかけとはならなかった。

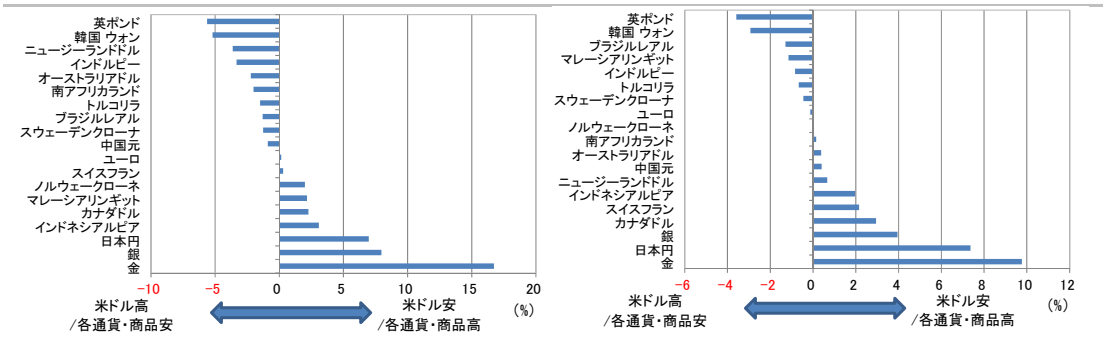
2 月 8 日の週には、市場はややパニック的な様相に至り世界的な株安、米ドル売り、円高が加速。祝日だった 11 日に 110 円 99 銭まで円高が進行した。最終的には、財務官や財務大臣、果ては菅官房長官らが市場の不安心理払拭にコメントを発することとなった。米ドル円はこの 10 日足らずの間に 10 円超の円高が進行、一気にレベル感が円高にシフトした。企業収益の下押し懸念や日本の経済成長率見通しにも下方修正圧力がかかり、ひいては来年に控える消費増税への見通しにも影響を与えかねないため、余計に投資家心理を圧迫したと言えよう。

その後も日本の金利は低下基調を続け、ドイツを中心とした経済指標に弱さが見られた欧州と共に追加緩和催促相場の様相を呈し始めていた。加えて、18 日の EU 首脳会議の結果を受け、英国が 6 月 23 日に EU 離脱を問う国民投票実施を決定をしたことで、英ポンド、ユーロ共に売り圧力が加速した。加えて、物価指標が予想以上に低下していたことから、(G20 で、全体的に緩和のみに頼る手法が牽制されたにも関わらず)3 月の ECB による追加利下げ観測が台頭し、更に月末にかけユーロ売りが台頭した。対円でもユーロ円が 132 円から 122 円台へ、英ポンド円は、実に 175 円から 155 円へと 20 円の円高がひと月のうちに進行した。

極めつけは、財務省の発表した 2 月の為替介入実績がゼロだったことから、円高の進行があっても介入はないとの思惑も広がったという、なんでも円買いにつながりやすい地合いの悪さを確認して 2 月が終了した。決算期の日本企業にとっては、慌ただしい状況が続きそうだ。

図表 1　各通貨・商品の変化率(対米ドル、%)

(左:2016年1月1日～2016年2月29日、右:2016年2月1日～2月29日)



(出所) Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

G20 では、中国、米国も含めた通貨安戦争催促相場が牽制されたことは独歩高の進む円にとって本来はポジティブ。

G20 では「政策総動員」が宣言され、3 月以降特に経済規模の大きい先進国での対応が注目されることとなった。円を取り巻く環境としてのプラス成果は、政策効果の結論が出ていない中での、更なるマイナス金利の深化を求めるような相場展開から解放された感があることだろう。今後は、財政出動や構造改革の進捗、各国政府の本気度が伊勢志摩サミットに向かって集まっていくだろう。

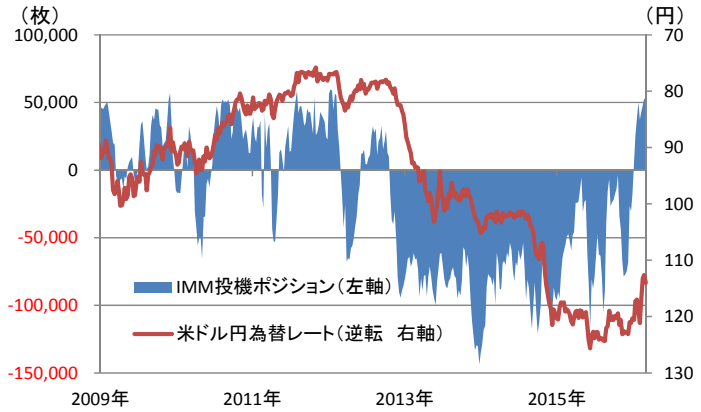
説明のしづらい円独歩高が、相場の重しとなり始めている可能性。

もっとも、足元ではまだまだ不安心理払拭には不十分であり、その分円が買われやすいとはいえる。しかし細かく値動きを追うと、このところの円独歩高傾向は、説明しにくい部分もある。騰落表を見ると明らかだが、円高進行度は突出しておりバランスを欠く。

日銀による追加緩和でも円安傾向維持できなかったことが、円買い安心感につながっている側面も。

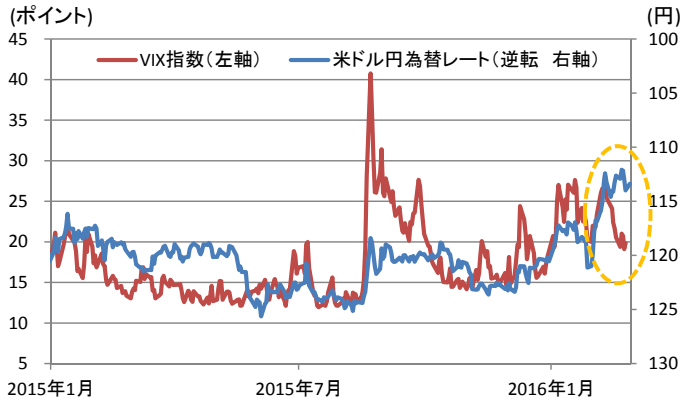
円は年明け以降突出したパフォーマンスを維持しており、IMM での円買い持ち高も増加基調が続いている。現象面で言えば、日銀による追加緩和でも円安傾向維持が現状のところ維持できなかったということになり、足元では円買いの安心感につながっている可能性はあろう。とはいえ、不透明な世界情勢から、安全資産、避難通貨としての円買いと言われるものの、投資家の不安心理を示す代表的な指標の VIX 指数は 11 日の 30%程度から低下基調となっている。本来ならもう少し円安に戻っていてもおかしくない。

図表 2　米ドル円為替レートと IMM 投機ポジション
（2009 年 1 月～2016 年 2 月）



（出所） Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

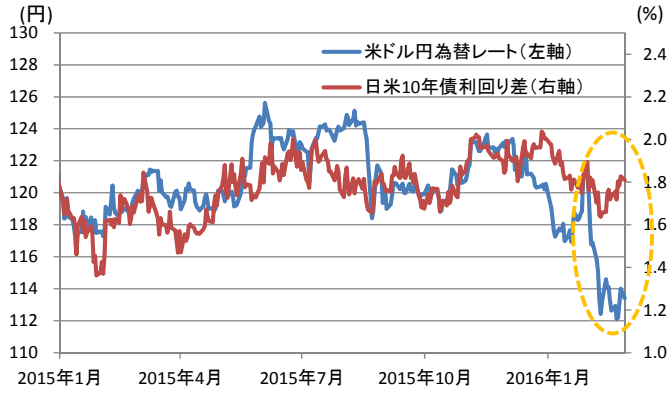
図表3　米ドル円為替レートとVIX指数
（2015 年 1 月～2016 年 2 月）



（出所） Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

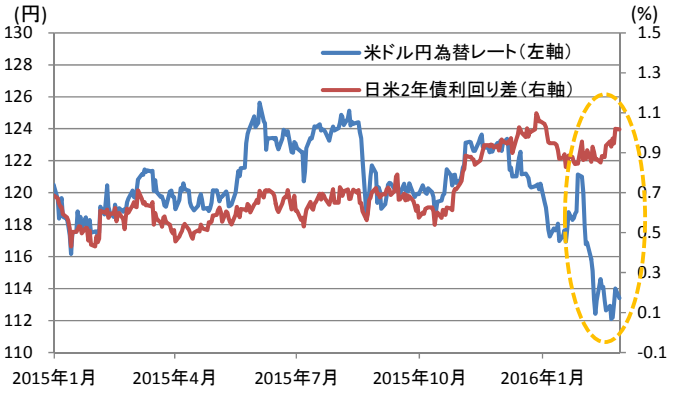
また、確かに足元で米利下げ見通しは低下してはいるものの、まさに日銀による追加緩和の影響で日本のイールドカーブ全体が押し下げられており、為替市場に影響を与えると考えられている日米の 2 年、10 年の国債利回り差は維持されている。これまでの相関関係に比して、円が買われている状況といえる。

図表 4　米ドル円為替レートと日米 10 年債利回り差
（2015 年 1 月～2016 年 2 月）



（出所） Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

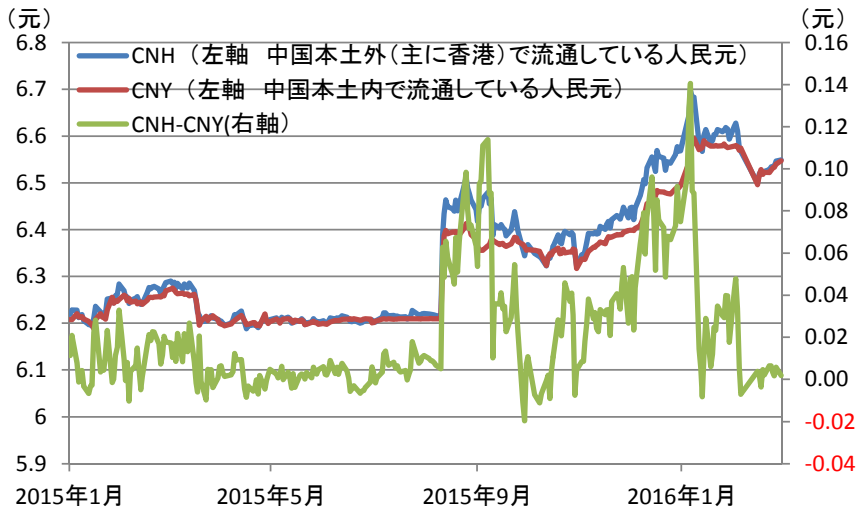
図表5　米ドル円為替レートと日米2年債利回り差
（2015 年 1 月～2016 年 2 月）



（出所） Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

また、アジア圏で、中国元売りの相手先としての円買いとの整理もあるが、足元の元売りは安定してきている。中国当局からも通貨元の安定化を目指すとのメッセージが繰り返されており、円買いの勢いもこれに合わせ沈静化方向であってもおかしくない。

図表 6　米ドル/中国人民元推移
（2015年1月～2016年2月）



（出所） Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

昨年末比、米ドル円の予想レートにばらつきが拡大。投資家心理としては、ヘッジ意欲が高まりやすいだろう。

こうした説明しづらい状況は、投資家行動にも影響を与えよう。市場の予想レートを具体的に確認することは難しいが、一つの例として、世界 80 社以上が参加するブルームバーグの米ドル円のレート見通しを見てみると、15 年末時点での 16 年末の予想レートの中央値は 125 円だった。それが足元 121 円へ中央値が低下しているが、予想値全体が大幅に円高シフトしているわけではない。円高の下限予想が昨年末では 112 円だったところから、足元では下限の裾野が 95 円に広がり、一方の円安上限は 135 円から 133 円へと 2 円円高方向にシフトした。結果ばらつきが大きく拡大している状況となっている。

要するに、大半は現時点の米ドル円レートよりもやや円安を見込むものの、ばらつきが拡大し見通しのシナリオの2極化が進んでいるということだろう。念のため、円高下限の裾野のひろがりに合わせ、保険的措置をとろうという投資家行動が起こりやすかろう。

2 月の円高進行で、市場心理そのものに変化の可能性

筆者も 2 月月報では、外的要因はまだまだ不安定ながらも、日銀の追加緩和導入で 115 円を超えた円高定着は回避できそうだとの見方をしていた。結局締めてみれば 10 円近い円独歩高が進行。甘かったと反省した。この様に、投資家心理に変化を与えた可能性はあるだろう。

教科書的な表現で言えば、為替のリーズアンドラグズ(円安傾向が続くと予想される時には、米ドルの買い手は早めの手当てを行い(リーズ)、米ドルの売り手は、売りをぎりぎりまで待つ傾向(ラグズ)となる)という心理が、2 月の相場を通して逆転した可能性が一点指摘できよう。市場では、足元の米ドル円の戻りの鈍さの理由の一つとして、本邦機関投資家の外貨建て債券の時価評価上の通貨高の影響を緩和するためのヘッジに伴う円買いが相当程度相場に影響を与えているとの憶測も絶えない様子だが、こうした背景には、心理の変化が影響していると見ている。こうなると、売りが一巡するまで待つしかないが、再び心理を逆転させるためには、相当なパワーが必要となる。

テクニカルにも、115 円～116 円のゾーンを上抜けしない限り 110 円割れを試す展開が続きやすい。

3 月は上値の確認と 110 円の底値の硬さを見に行く忙しい展開が続きそうだが、現在、市場では、対ユーロや対ドルでの頭の重さが意識されているため、上値を試す展開はかなり材料を伴う必要があるだろう。

3月の為替市場の注目ポイント ― 市場の不安心理を一つ一つ解消していけるか

3月の注目ポイントは、基軸となる米国の経済の強さと、G20での「市場安定へ政策総動員」を受けた、日米欧中の対応が注目される。

3 月 5 日からの全人代中国の本気度を確認することが注目だ。

早速、中国の李首相とルー米財務長官との会談で、積極財政や供給サイドの改革推進、人民元の均衡水準での安定維持を表明したことを国務院のサイトに掲載した。また、29 日に中国人民銀行が預金準備率を引き下げ、市場では株価や景気への効果が期待されている。加えて、当局の人民元への自信を示したとの見方も出ている。構造改革では、石炭・鉄鋼部門の過剰生産能力削減の一環で時期は未定ながら 180 万人のレイオフを人事社会保障相が発表した。こうした動きで、市場全体のリスクセンチメントが安定するかを確認したい。また、過剰生産能力削減の動きは、長期的にも鉄鋼等の国際価格安定にも繋がり、商品市況の底入れ感を通じ世界的な物価にも影響を与えよう。

欧米の政治状況は、引き続き円高の風が吹きやすくなっている。

一方、政治面では、米国大統領選挙の序盤戦の山場がやってくる。候補者全般に保護主義的な傾向が強まる中、米ドル高傾向を強める事にはならないだろう。特に円は、歴史的に指名されやすい。一方、欧州でもイギリスの EU 離脱を問う国民投票に向けて欧州通貨も買われにくく、円高の風が吹きやすくなっている。

本邦での注目は、財政出動の規模と、政府日銀の丁寧な対話を通した市場との信頼関係回復が鍵

本邦での注目は、財政出動の大きさだろう。円を取り巻く状況の安定化には、政府日銀への市場の信頼回復も必要だろう。政策効果を十分に発揮するには、市場の理解と政策に対する信頼も必要だ。

日経新聞の最新世論調査によれば、「内閣支持率」は横ばいの 47%ながらも、「現在の経済政策を評価せず」が 50%に達し、「増税反対」も 58%に上ることがわかった。日銀のマイナス金利政策に対する評価も、専門家を中心に批判的な意見が強まってきている。一層、丁寧な対話が期待される。

米国経済の強さは？ー雇用統計が再び重要な指標に

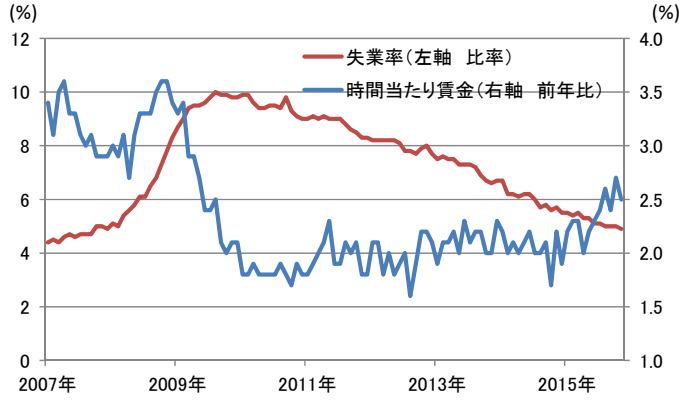
ブルームバーグによれば、著名投資家のウォーレン・バフェット氏が、年次の同社株主向けのレターの中で、現下の悲観的な米経済見通しを否定していることが伝えられている。

一方、26 日に 2 次速報が報じられた米国 2015 年第 4 四半期 GDP だが、全体の数字は 0.7%から 1.0%の伸びへ上方修正されたものの、主因は企業の在庫投資の拡大だ。成長の 7 割を占める個人消費は速報時の 1.46 ポイントから 1.38 ポイントと寄与度を落としている。こうしたことが示すように、市場では米国経済の現状について見方が分かれている。今月発表される米国の経済指標では、雇用統計と小売売上高が注目される。まずは 4 日に発表される雇用統計において、引き続き雇用市場が引き締まって推移している事と賃金上昇が維持されている事が確認できるかがポイントだ。図で確認してみると、趨勢的に失業率は低下傾向を維持しており、時間当たり賃金は漸く上昇傾向となってきた。今月も2月に発表された1月分と同程度の失業率と賃金上昇率となれば、過剰な米経済に対する不安払拭のひとつになろう。

15 日の米小売売上高で、2016 年 Q1GDP 見通しが明るくなるか？

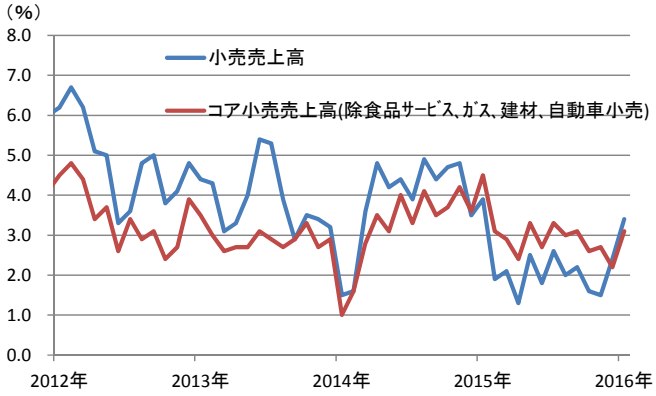
GDP では、昨年から徐々に勢いが衰えてきている個人消費だが、図表にあるように、2月に発表された1月の小売売上高では、金融市場が不安定に推移したにも関わらず、市場の予想よりも強かった。3 月 15 日に 2 月分が発表されるが、1月同様、米国 GDP に影響の大きいコア小売売上高にモメンタムが維持されれば、米国経済に対する過度な悲観は市場から遠のくのではないかと考えている。

図表 7　米国　雇用関連指標
（2007 年 3 月～2016 年 1 月）



（出所）　Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

図表8　米国　小売売上高
（前年比　2012 年 1 月～2016 年 1 月）



（出所）　Bloomberg, 新生銀行 金融市場調査部

3 月 17 日米国 FOMC に注目。一方、G20 声明から、3 月の日欧金融政策への注目度は幸いにも低下した。

3 月の日米欧の金融政策の中では、米国が注目されよう。2 月に発表された個人所得や消費の指標はいずれも市場予想を上回る伸びだった。また、コア PCE 価格指数も、年率 1.7%と FED の掲げる 2%目標に近づいてきた。4 日の雇用統計結果を踏まえた上で、3 月 17 日（現地）に予定されている FOMC が、利上げのスピード感について改めてどのような見解を示すのか、注目されるだろう。

一方、G20 で金融政策だけに頼らず政策手段を総動員させるべきとの声明を採択した。市場の追加緩和催促相場の様相から、財政出動規模や構造改革のへの本気度へと市場の感心がシフトしていくと考えられることから、日欧の金融政策に対する逼迫した注目度は低下したと考えている。

（政井、宮地）

日本経済：マイナス成長懸念、逆行する日米実質金利

2015 年 Q4 はマイナスのまま、2016 年 Q1 もマイナスとなるリスク。

2 月 15 日に公表された 2015 年 10-12 月期の実質 GDP（1 次速報）は消費と輸出の不振を主因にマイナス 1.4%（前期比・年率）に落ち込んだ。

弊行では 3 月 8 日に公表される同 2 次速報でも大きな変更はなく、マイナスのままであることを見込んでる。5 月 18 日公表される 2016 年 1－3 月の実質 GDP は小幅ながらマイナス（▲0.1%）に落ち込むとみており、景気後退に対する懸念が強まろう。

政策と逆方向に動いている日米の実質金利

金融市場では、昨年 12 月以降の米 FRB の利上げと日銀の補完措置・マイナス金利導入にも関わらず、円高・株安が進展している。しかし、日米の期待実質金利の動きをみると、金融政策が引き締めに向かっている米国の期待実質金利が「低下」し、金融政策を緩和しているはずの日本で期待実質金利が「上昇」している。日本でマイナス金利導入後に実質金利が上昇しているのは、日銀のマイナス金利によって「将来の物価が上がる」との見方が広まっておらず、期待インフレ率が低下している公算が大きい。

G20 での財政政策重視への転換

G20 では金融緩和だけでなく、財政政策も活用することが打ち出された。日本では 2016 年度補正予算や 2017 年 4 月の消費税の引き上げを巡る動きが活発化しよう。冒頭で述べた様に景気動向は下ブレ・リスクが高まっており、今後は財政政策、追加の金融緩和の動向が注目されよう。

1. 2015 年 10－12 月 GDP（1 次速報）の振り返り

消費と輸出が 10-12 月期の成長を押し下げ

年初来のグローバルでの金融市場の緊張感の高まりを受けて、景気の先行き不透明感が強まっている。2 月 15 日に公表された 2015 年 10-12 月期の実質 GDP（1 次速報）は消費と輸出の不振を主因にマイナス 1.4%（季調済前期比・年率換算）と非常に弱い結果となった（**図 9、10**）。市場コンセンサス▲0.8%よりも弱い▲1.4%とみていた弊行予想と一致）。既にマイナスが織り込まれていた個人消費（前期比）は▲0.8%となり、市場予想の下位 20%の▲0.7%よりも更に悪い結果となった（弊行予想▲0.5%）。

図表 9 2015年10-12月期のGDP

（実質・季調済）		実績	新生銀行予想	ESPフォーキャスト予想（2016年2月3日締め切り）			Bloomberg予想（2月15日早朝時点）
				平均		上位20% 下位20%	
		2015年Q4	2015年Q4				
GDP	前期比年率	▲ 1.4	▲ 1.4	▲ 0.8	0.9	▲ 2.0	▲ 0.8
GDP	前期比	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	0.2	▲ 0.5	▲ 0.2
最終消費支出	前期比	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.4	0.3	▲ 0.7	▲ 0.6
民間企業設備投資	前期比	1.4	0.4	0.1	1.2	▲ 0.7	▲ 0.2
財貨・サービスの輸出	前期比	▲ 0.9	0.0	1.1	2.8	0.1	—
財貨・サービスの輸入	前期比	▲ 1.4	0.2	▲ 0.2	0.8	▲ 1.1	—

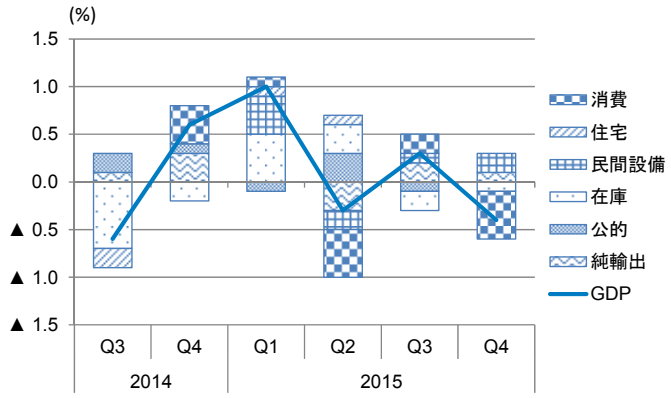
（出所） 内閣府、ESPフォーキャスト調査、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部作成。

遂に増税直後を下回った個人消費

輸出（同）も▲0.9%となり、市場コンセンサス（＋1.1%）よりも弱めに見ていた弊行予想の+0.0%すら下回った。唯一とも呼べる好材料が設備投資で、前期比＋1.4%と市場予想の上位 20%の＋1.2%を上回った（弊行予想＋0.4%）。

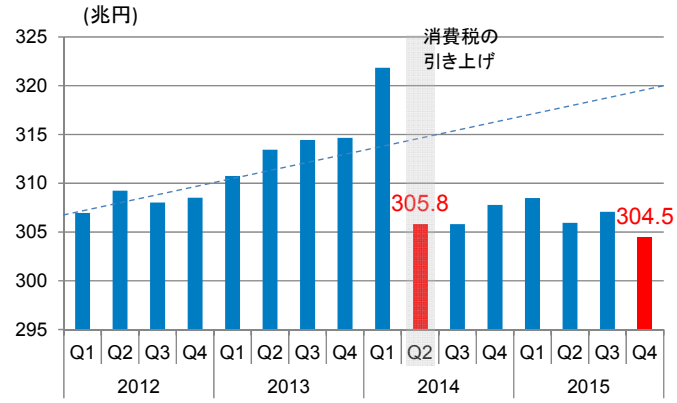
2015 年個人消費の水準は 304.5 兆円（実質季調済）となり、増税直後で「増税前の駆込需要の反動減が出た」と言われた 2014 年 Q2（4-6 月期）の 305.8 兆円（同）を下回った（**図表 11**）。

図表 10　実質 GDP（季調済・前期比）の推移



（出所）内閣府、新生銀行 金融市場調査部

図表 11　遂に増税直後を下回った個人消費：実質民間最終消費支出（季調済）の推移

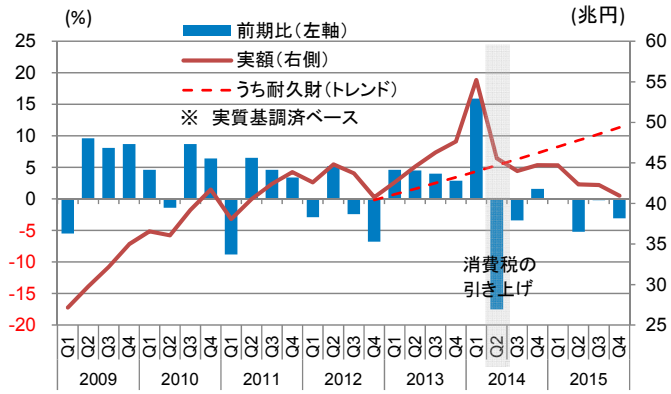


（出所）内閣府、新生銀行 金融市場調査部

財別にみた消費では耐久財の弱さが顕著

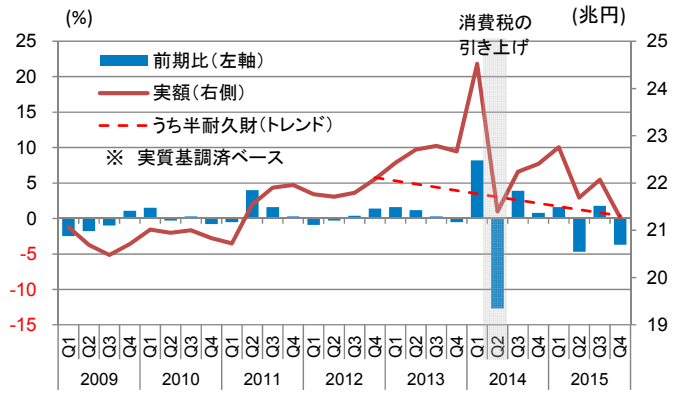
消費（国内家計最終消費、実質季調済、以下同）を、耐久財・半耐久財・非耐久財・サービスに分けてみると（**図表 12～15**）、過去のトレンドと比較して最も落ち込みが大きいのが耐久財である（**図表 12**）。これはリーマンショック以降の経済対策や 2014 年 4 月前の時点で 2015 年 10 月までの 5%から 10%までの消費増税を織り込んだ駆け込み需要が発生していた可能性がある。消費増税から 1 年が経過しても家計の実質負担は変わらないため、消費増税が足元の消費を抑えている可能性もある。半耐久財はマイナストレンドに沿っており、弱い動きが継続している（**図表 13**）。

図表 12　耐久財の落ち込みが最も落ち込みが大きい：国内家計最終消費の内訳①



（出所）内閣府、新生銀行 金融市場調査部

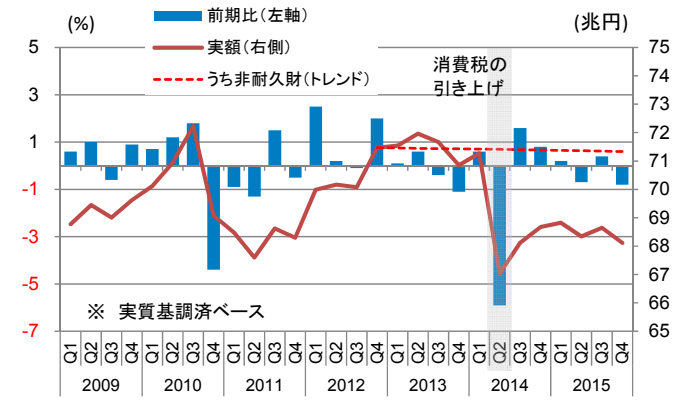
図表 13　半耐久財は過去のマイナストレンドに沿って推移：国内家計最終消費の内訳②



（出所）内閣府、新生銀行 金融市場調査部

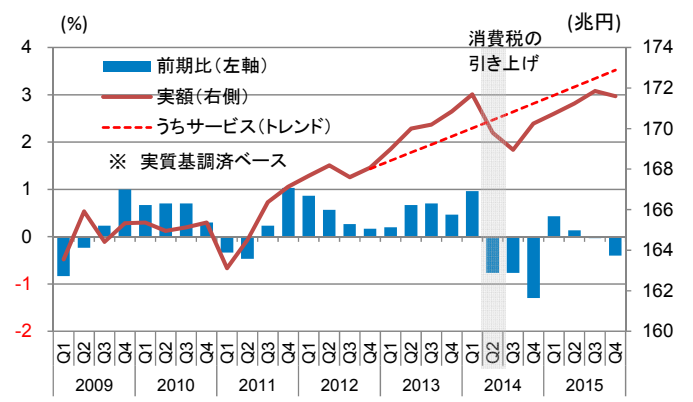
非耐久財は増税後の落ち込んだ水準で一進一退で横ばい圏での動きとなっている（**図表 14**）。サービスは増税時の落ち込みはみられたものの、その後は一応の増加は見られており、比較的堅調であると言えよう（**図表 15**）。

図表 14　日常消耗品（非耐久財）は増税後の落ち込みから横這い：国内家計最終消費の内訳③



（出所）　内閣府、新生銀行 金融市場調査部

図表 15　サービスは上昇。しかし、トレンドほどの上昇ではない：国内家計最終消費の内訳④



（出所）　内閣府、新生銀行 金融市場調査部

インバウンドは消費を下支えも国内消費が重要

なお、海外からの観光客による消費（非居住者の国内消費）、いわゆるインバウンド消費は、アベノミクス開始前の 2012 年 7-9 月期の 1 兆円弱の規模から 2015 年 10－12 月期に 3.0 兆円に大幅に増加している。しかし、上記 4 つの国内家計最終消費の合計は約 300 兆円であり規模感がかなり異なる点に留意したい。

なお、耐久財の弱さについてはこうした耐久財の動きを「需要の先食い」だとして今後の消費に対して悲観的な見方がある。この主張の背景には、「経済成長率がほぼゼロであり総需要は一定しか存在しない」という暗黙の仮定があるようにみられる。しかし、経済全体が成長するのであれば、需要の先食いと言った現象は緩和されうる点に留意したい。この点については今後、分析を深めて参りたい。

2. 2015 年 10-12 月期の GDP（2 次速報）以降の見通し

（1）2015 年 10-12 月期 GDP（2 次速報）の見通し

昨年 7-9 月期の 2 次速報でのプラス転換の再現はない見込み：2015 年 10-12 月期

弊行では 3 月 8 日に公表される 2015 年 10-12 月期 GDP2 次速報は 1 次速報から大きな変更はなく、マイナスのままであることを見込んでる。本日（3 月 1 日）公表された 2015 年 10－12 月期の法人企業統計の設備投資（原数値、前年比）は、+8.5%とほぼ市場予想と一致した。上記の通り、1 次速報で+1.4%と唯一好調であった設備投資は、2 次速報でも大きな変更はない見込み。2015 年 7-9 月期の GDP でみられた 1 次速報のマイナスから 2 次速報でのプラス転換は今回はない見込み（**図表 16**）。

（2）2016 年 1-3 月期 GDP（1 次速報）の見通し

先行きをみると 5 月 18 日に公表される 2016 年 1－3 月の実質 GDP は小幅ながらマイナス（▲0.1%）に落ち込むとみており、景気後退に対する懸念が強まろう。

図表 16 四半期のGDPの見通し

		1	2	3	4	5	6
		実質GDP	実質GDP	実質最終消費支出	実質民間企業設備投資	実質財貨・サービスの輸出	実質財貨・サービスの輸入
		前期比年率	前期比	前期比	前期比	前期比	前期比
実績↓	2014Q4	2.5	0.6	0.6	▲ 0.0	3.2	1.1
	2015Q1	4.2	1.0	0.2	2.8	2.1	1.9
	2015Q2	▲ 1.4	▲ 0.3	▲ 0.8	▲ 1.2	▲ 4.6	▲ 2.6
	2015Q3	1.3	0.3	0.4	0.7	2.6	1.3
予測↓	2015Q4	▲ 1.4	▲ 0.4	▲ 0.8	1.4	▲ 0.9	▲ 1.4
	2016Q1	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.4	1.0
	2016Q2	1.8	0.4	0.5	0.7	0.4	0.1
	2016Q3	2.7	0.7	0.4	0.7	0.9	1.0
	2016Q4	2.4	0.6	0.4	1.0	0.8	1.4
	2017Q1	2.6	0.7	2.2	0.8	0.9	2.6
	2017Q2	▲ 5.1	▲ 1.3	▲ 3.5	0.9	0.8	▲ 2.1
	2017Q3	1.2	0.3	0.5	0.6	0.9	0.5
	2017Q4	1.3	0.3	0.5	0.6	0.9	0.7
	2018Q1	1.7	0.4	0.5	0.4	0.8	0.7

（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。

1-3 月期は減産見込み、実質 GDP もマイナスとなるリスク

本年 1 月の鉱工業生産と予測指数に基づくと、携帯電話などの不振を理由に 2016 年 1－3 月期の生産は▲1.4%と 2・四半期振りのマイナスとなることが見込まれる。1 月の家計調査も 5 か月連続で前年比マイナスとなっている。原油価格の下落という恩恵があっても 1-3 月期は前期比フラットを見込み、1－3 月の実質 GDP は小幅なマイナスに落ち込む（▲0.1%）ことを見込んでいる。

来年度以降は 2016 年度+1.2%、2017 年度+0.1%を見込んでいるが、現状では景気の下ブレリスクが非常に高いのが実情であるとみている（**図表 17**）。

図表 17　年度のGDPの見通し

		1 名目GDP	2 実質GDP	3 実質民間最終消費支出	4 実質民間住宅投資	5 実質民間企業設備投資	6 実質民間在庫品増加	7 実質政府最終消費支出	8 実質公的資本形成	9 実質公的在庫品増加	10 実質財貨・サービスの輸出	11 実質財貨・サービスの輸入	12 消費者物価（生鮮食品除く総合）	13 同左（消費税の影響を除く）	14 完全失業率	15 通関原油
		前年度比	前年度比	前年度比	前年度比	前年度比	寄与度	前年度比	前年度比	寄与度	前年度比	前年度比	前年度比	前年度比	%	ドル／バレル
実績	2014年度	1.5	▲ 1.0	▲ 2.9	▲ 11.7	0.1	0.5	0.1	▲ 2.6	0.0	7.8	3.3	2.83	0.83	3.5	90.7
予測 ↓	2015年度	1.9	0.5	▲ 0.5	2.6	1.9	0.2	1.4	▲ 2.0	0.0	0.3	▲ 0.1	▲ 0.02	–	3.3	48.5
	2016年度	1.2	1.2	1.2	2.9	2.8	▲ 0.1	1.0	▲ 1.0	0.0	2.2	2.6	0.22	–	3.0	40.0
	2017年度	0.3	0.1	▲ 1.0	▲ 4.4	3.0	0.1	0.3	▲ 2.3	0.0	3.4	1.6	1.85	0.55	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。

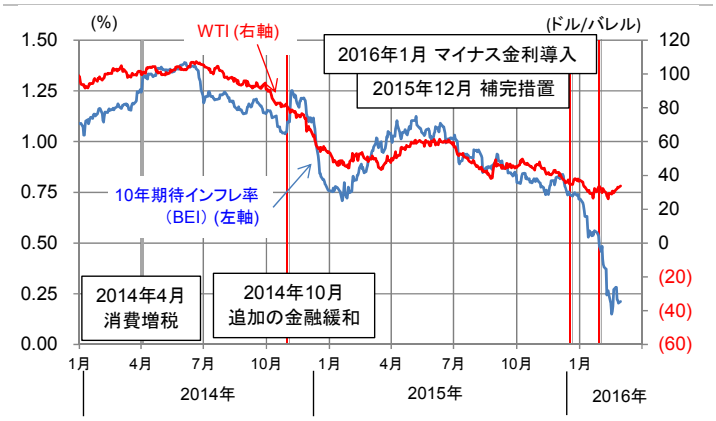
3. 政策と逆方向に動いている日米の実質金利

マイナス金利は観察される実質金利を自然利子率以下まで押し下げる政策

G20 では日本のマイナス金利が、自国の物価安定のためではなく自国通貨安、近隣窮乏化を招くものだとの批判があったとされる。しかし、実際には足元では円高・株安が進んでいるのが実態である。マイナス金利導入以降、日本の期待インフレ率が鈍化している可能性が高いとみられる。日銀のマイナス金利は、3 次元などの説明がなされるものの、本質的には「市場で観察できる実質金利」を自然利子率以下に押し下げて経済を刺激し、物価目標 2%の達成を目指す政策であるとみている。

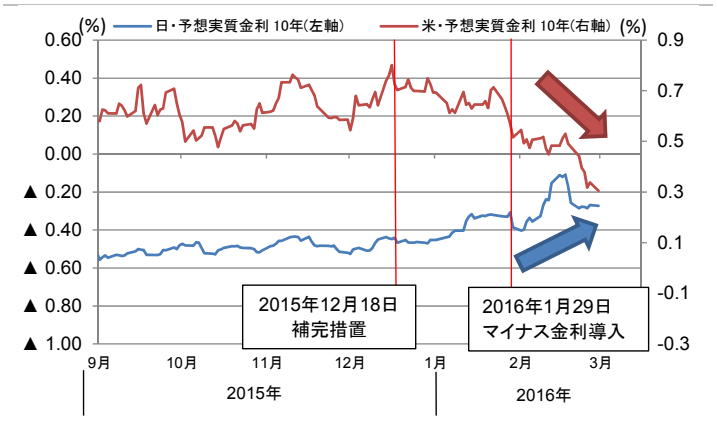
日本の期待インフレ率は昨年までは原油の動きで説明できたが、足元の落ち込みは原油では説明できないほどの大きさとなっている（**図表 18**）。日銀が補完措置を導入した昨年 12 月中旬と足元とを比較すると（**図表 19、20**）、物価連動国債は流動性等の問題があるものの日本の BEI は大幅に低下している（マイナス 0.54%）。名目金利も大幅に低下している（マイナス 0.36%）ものの、BEI の低下ほどではないため、日本の実質金利は上昇している（プラス 0.18%）。その一方で、米国は BEI がほぼ不変である中で、名目金利だけが大幅に低下（マイナス 0.56%）しているため、実質金利が大幅に低下（マイナス 0.50%）している（**図表 19**）。

図表 18　日本の期待インフレ率は原油価格以上の落ち込み



（出所） Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 19　金融引き締めの米国で「低下」、金融緩和の日本で「上昇」している予想実質金利



（注）日米の予想実質金利は、名目 10 年金利マイナス 10 年の期待インフレ率で計算。（出所） Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 20　日米の実質金利の推移（%）

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)
	米国			日本		
	実質金利			実質金利		
	(B) - (C)	名目金利	BEI	(E) - (F)	名目金利	BEI
2015/12/16	0.80	2.30	1.50	▲ 0.45	0.30	0.75
2016/02/29	0.31	1.73	1.43	▲ 0.27	▲ 0.06	0.21
差	▲ 0.50	▲ 0.56	▲ 0.07	0.18	▲ 0.36	▲ 0.54

（注）日米の予想実質金利は、名目10年金利マイナス10年の期待インフレ率で計算。
（出所） Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

政策と逆方向に動いている日米の実質金利

このため、昨年 12 月以降、表面上の金融政策変化では米国の引き締めと日本の緩和であるが、実質金利の動きはそれらと反対に米国の緩和（＝実質金利の低下）、日本の引き締め（＝実質金利の上昇）となっている。

なお、上述の為替の部分で見た通り為替の動きでは日米の名目金利差を扱うことが多いが、ここでは日米それぞれの実体経済に対する影響を見る観点から、日米の予想実質金利の動きを確認した。

マイナス金利導入でも期待インフレ上昇を見込まない市場

以上の事実を踏まえると、足元の円高・株安・債券高はそれほどおかしな動きではないとみられる。この背景には、市場がマイナス金利の導入でも日銀の物価目標の達成困難であるとみている可能性がある。マイナス金利の導入は名目金利の低下をもたらしているものの、実質金利が低下して消費や投資が刺激されて 2%の物価目標を達成するには不十分である可能性が高い。

米国の金利低下は、中国の景気減速懸念、原油下落によるオイルマネーのリスク資産売却による逆資産効果、それらを受けた米国の利上げペースの鈍化を受けた動きだとみられる。また、マイナス金利導入により国内の低金利を嫌気した日本の金融機関のポートフォリオ・リバランスも含まれている可能性があろう。

4. 金融緩和から拡張財政へのシフト

（1）G20 での財政拡大の機運

2016 年度本予算の成立前から補正予算論が飛び出す事態に。

グローバルに財政拡大の機運が高まりつつあり、日本でも補正予算 5 兆円の報道があった。グローバルにみると 2 月 18 日に OECD が 2016 年の世界の成長見通しを従来の 3.3%から 3.0%に下方修正し、金融緩和だけでなく財政出動のある余地の国のインフラ向け公共投資の拡大を提言した。2 月 27、28 日に上海で開催される G20 に向けて IMF は 1 月の下方修正した成長見通しを 4 月にさらに下方修正する可能性を指摘した上で財政拡大を含む措置を講じる必要があると提言をした。

G20 で財政拡大が再評価された。

（2）金融緩和のみから、財政政策を含めたポリシー・ミックスへ

米中でも金融緩和だけでは問題が解消せず。欧州は財政危機の余波が継続か。

米国では民主党の大統領候補者指名選挙で財政拡大に積極的なサンダース候補がクリントン候補に善戦している。米国は主要先進国で唯一出口戦略に向かいつつあるものの、共和党候補としてのトランプ氏の台頭をみても金融政策ではすべての経済問題に対応しきれていない可能性を示唆している。

また、3 月の全人代を控えた中国では、中国人民銀行が財政赤字を 2015 年の 2.3%から長期的に 4%への引き上げを提言している。中国では年 1 回の全人代で GDP 目標に加えて財政赤字の許容幅も決定され、市場が注目する GDP 目標と同程度の重みをもつ。中国は人民元安にすると資金流出懸念があり、人民元高にすると輸出の減少が懸念されるトリレンマの状況に陥っており、財政赤字の拡大は有効な手段となりうるであろう。G20 での財政赤字拡大＋中国の全人代での赤字拡大＋米国でのインフレ率の落ち着きによる利上げ先送りが最もリスク・オンになりやすいシナリオであろう。こうしたグローバルの財政赤字拡大の機運の高まりは、リーマンショック後の 2009 年頃からみられた動きと同様になっている。当時はケインズの復活（財政赤字拡大）が主張され、各国が財政赤字拡大に舵を切った。しかし、その機運が転換したのが 2010 年の欧州財政危機である。本来、現在の状況ではドイツに財政拡大の余地があるとみられるが、この欧州財政危機の爪痕が大きくそのような機運は生まれにくいかとみられる。

（3）日本での補正予算、消費税議論

今後の補正予算議論に注目

以上のグローバルの状況を踏まえ、日本でも 2016 年度の補正予算編成の観測が浮上している。なぜこのタイミングかというと、上記のグローバルの状況に加えて日本固有の要因として 2016 年度本予算の成立が確実となった為とみられる。日本では今月 23 日に 3 月 1 日に衆議院で予算が可決する日程が確定し、予算の衆議院の優越により予算の成立も確定した。仮に予算成立が確定する前の段階で政府・与党が 2016 年度補正予算を主張し始めると、「2016 年度本予算を出し直すべき」という批判になるため、成立が確定した現時点で補正予算の話が浮上してきたものとみられる。

ただし、5 兆円の補正予算の目的は夏の参議院対策と 2017 年 4 月から消費増税を確実にするため、とされている。個人的には現在の消費が 2014 年 4 月の増税直後を下回ったのは 5%から 8%への消費増税による影響が大きいとみており、1 回限りの補正予算で恒久的に継続する消費増税の影響を打ち消すことは難しいであろう。消費増税の再延期については安倍首相が従来の「リーマンショック級の出来事」を条件に掲げていたが、24 日の国会では「大幅な収縮」という言葉を使っており、条件がやや緩和されている可能性がある。また、将来の首相候補とされる稲田政調会長も 2 月 21 日のテレビ番組で「増税の影響が思ったよりも大きかった」とした上で「日本経済が壊れるまで増税するということではない」としており、増税延期に向

けた地ならしの動きもみられる。解散＋増税延期の確率は残念ながら高まっているとみなさざるを得ない。

衆議院解散のタイミングは、

（１）基本シナリオは６月１日の国会会期末後、７月に参議院とのＷ選挙での投開票だが、グローバルのリスクオフが強まれば、

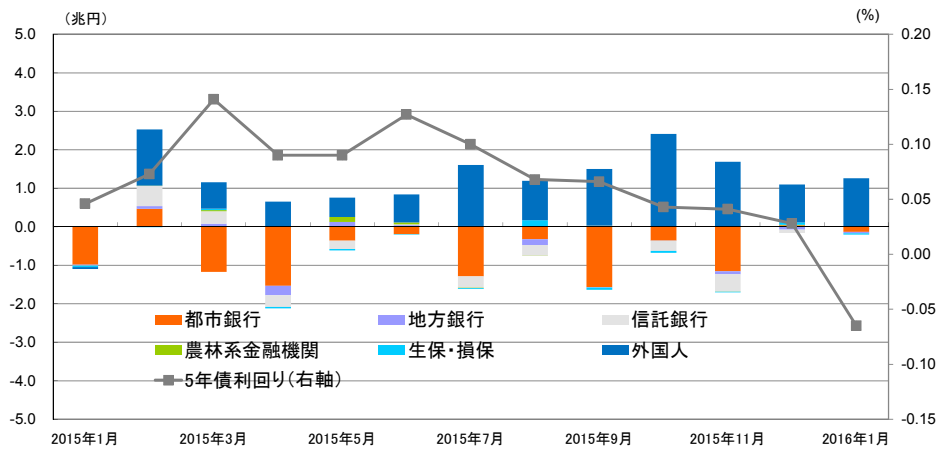
（２）リスクシナリオとしては予算成立直後に補正予算を可決した上で５月 26、27 日の伊勢志摩サミット前の解散も考慮しておきたい。

マイナス金利導入により、一時は円安・株高シナリオが再現されるかとみられたが、現状では予想実質金利が上昇しており、日本経済に対して引き締め的に作用している可能性がある。今後とも経済の下ブレリスク、追加の財政政策とそれでも不足する場合の金融緩和という可能性を意識していきたい。

（伊藤　篤）

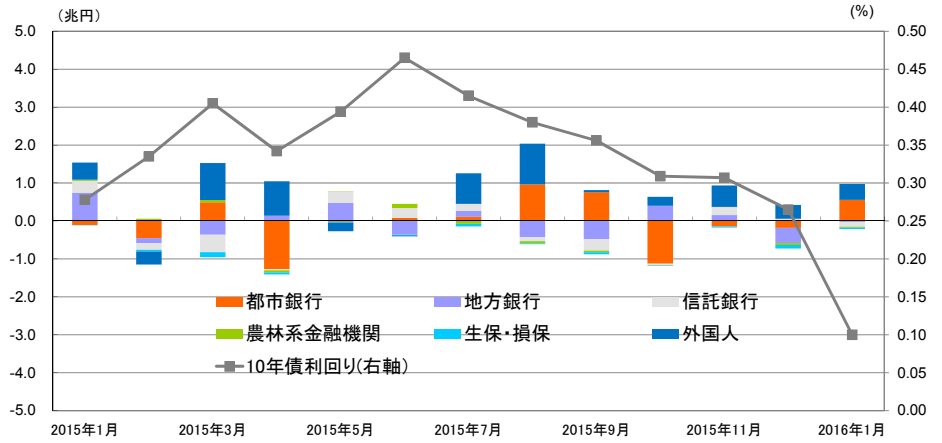
＜参考＞ 国債投資家別売買動向

図表 21 中期債 （2015年1月～2016年1月）



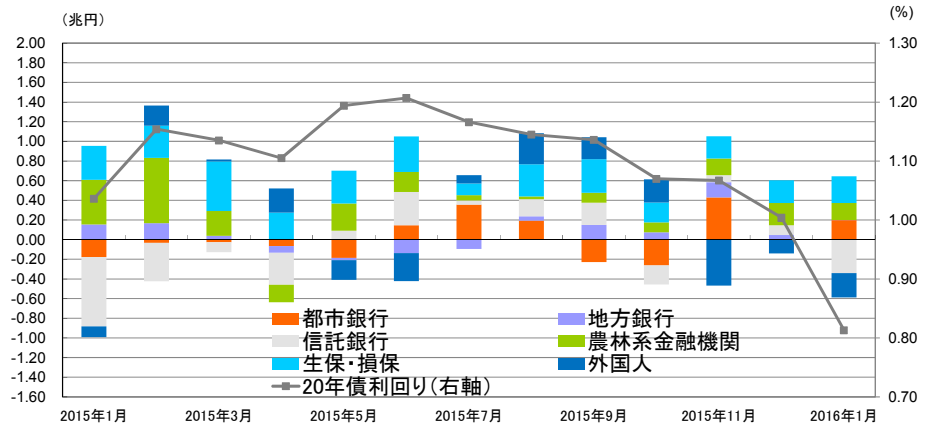
（出所） 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 22 長期債（2015年1月～2016年1月）



（出所） 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 23 超長期債 （2015年1月～2016年1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	2016年1月末	2016年2月末	変化幅（%）
無担保コール（翌日物、加重平均、%）	0.066	-0.001	-0.07
債券先物（中心限月、円）	150.420	151.700	1.28
日本国債（2年物、%）	-0.072	-0.212	-0.14
日本国債（5年物、%）	-0.065	-0.177	-0.11
日本国債（10年物、%）	0.100	-0.007	-0.11
日本国債（20年物、%）	0.813	0.666	-0.15
日本国債（30年物、%）	0.995	0.980	-0.02
円/円スワップ（2年、%）	-0.011	-0.144	-0.13
円/円スワップ（5年、%）	0.033	-0.114	-0.15
円/円スワップ（10年、%）	0.279	0.133	-0.15
円/円スワップ（20年、%）	0.853	0.696	-0.16
円/円スワップ（30年、%）	1.073	0.901	-0.17
円LIBOR（6ヶ月物、%）	0.061	0.000	-0.06
全銀協TIBOR（6ヶ月物、%）	0.257	0.164	-0.09
米国FFレート（%）	0.270	0.380	0.11
米国債（2年物、%）	0.774	0.734	-0.04
米国債（3年物、%）	0.966	0.886	-0.08
米国債（5年物、%）	1.328	1.207	-0.12
米国債（7年物、%）	1.667	1.491	-0.18
米国債（10年物、%）	1.921	1.724	-0.20
米国債（30年物、%）	2.744	2.573	-0.17
米ドルスワップ（2年、%）	0.840	0.790	-0.05
米ドルスワップ（3年、%）	1.001	0.889	-0.11
米ドルスワップ（5年、%）	1.289	1.120	-0.17
米ドルスワップ（7年、%）	1.532	1.331	-0.20
米ドルスワップ（10年、%）	1.796	1.580	-0.22
米ドルスワップ（30年、%）	2.268	2.078	-0.19
米ドルLIBOR（6ヶ月、%）	0.860	0.868	0.01

（出所）Bloomberg

＜2016年3月　主な行事日程＞

日付	国	イベント	日付	国	イベント
3月3日	米国	ISM非製造業	3月16日	米国	CPI
3月4日	米国	貿易統計		米国	住宅着工・許可件数
	米国	雇用統計		米国	イエレンFRB議長記者会見
3月5日	中国	全国人民代表大会開幕	3月17日	日本	20年債入札
3月7日	日本	景気動向指数		日本	貿易統計
3月8日	日本	GDP（2次速報値）	3月21日	米国	中古住宅販売件数
	日本	経常収支	3月22日	日本	国債投資家別売買
	日本	景気ウォッチャー調査		独	IFO景況感指数
	日本	30年債入札		独	ZEW景況感指数
	中国	貿易統計	3月23日	米国	新築住宅販売件数
	欧州	GDP（改定値）	3月24日	欧州	製造業PMI
3月10日	日本	5年債入札		米国	耐久財受注
	中国	CPI・PPI		米国	製造業受注
	欧州	ECB金融政策決定会合	3月25日	日本	CPI
3月11日	日本	法人景気予測調査		日本	2年債入札
3月14日	日本	機械受注		米国	GDP（確報値）
	日本	日銀金融政策決定会合（～15日）	3月29日	米国	ケースシラー住宅価格指数
3月15日	日本	黒田日銀総裁記者会見		米国	消費者信頼感指数
	米国	小売売上高	3月30日	日本	鉱工業生産
	米国	FOMC（～16日）	3月31日	欧州	CPI
3月16日	米国	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写、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