

## 原油安と世界的金融緩和が示す含意

2015年の金融市場幕開けは随分とイベント盛りだくさんだった。それは大きく2つ。一層低下した原油価格と、世界的な金融緩和だったといえよう。

### 1. 日銀はもはや緩和で目立つ存在ではない？1月に相次いだ利下げ、(量的)緩和。

日銀はもはや緩和で目立つ存在ではない？1月に相次いだ利下げ、(量的)緩和。

1月に利下げ、(量的)緩和をした国は、OECD加盟国に限っても、ユーロ加盟国、カナダ、10日間で3回の利下げをしたデンマーク、多くの人がびっくりしたスイス、そしてトルコ。その他にシンガポール、インド、エジプト、ルーマニアと続く。利上げしたのは、通貨安に伴うインフレ上昇という古典的な症状に悩むブラジルぐらいだ。金利水準こそ変わらなかったが、英国も21日に公表された英国中銀の金融政策委員会議事録によれば、金利据え置きを2014年7月以来の全会一致で決定した。市場での年内利上げ期待が薄れた。景気浮揚に伴う「金利正常化」の過程で利上げを模索しているのは、米国一国のみだ。とはいえ、FOMC声明文では、非常に慎重な姿勢を崩してらず、不必要に利上げに向かう姿を強調しない気配りが感じられる。日本との比較で見ると、昨年10月末に相対的にも絶対的にも際立った日本の緩和度は、これだけご新規が入ってくると相対的には減衰したと言ってよいだろう

2月には、G7で金融政策の会合が予定されているのは、日本と英国のみとなっている。足元の物価の低下が見えている中、日銀のスタンスが注目されるだろう。

2015年2月2日現在

1月利下げ・(量的)緩和実施国	
OECD加盟国	ユーロ加盟国、デンマーク、スイス、トルコ、カナダ
OECD非加盟国	シンガポール、インド、エジプト、ルーマニア、ペルー、パキスタン、(ロシア)

(データ元: Bloomberg 作成: (株)新生銀行 市場営業本部 市場調査室)

スイスフランの政策変更で新たな通貨バランスの模索続く。介入復活示唆で更に混迷。

スイス中銀が3年半近く行っていた、対ユーロで1.2という水準を維持する為の無制限介入の終了を突然発表した。スイスフランは、瞬時に対ユーロ、円、ドル等ほぼ全ての通貨に対して3割程度フラン高になった。言い換えれば、瞬間的に流動性が枯渇した事例が発生したといえよう。その後は、対ユーロで1近辺、対円では、135円程度で推移していたが、27日にスイス中銀副総裁が介入継続を示唆したことを受け、再びフランが下落傾向となっている。



市場は、この3ヶ月程で2度の大きなショックを受けている。最初は、おおよそ80ドルを防衛ラインだと思っていた原油価格が、OPECの価格調整放棄で新しいレベルを模索することになった。そして1月は、スイス中銀が3年以上に及ぶ無制限介入を突然解除した。市場は相応に痛んでいると推察する。流動性が失われやすいだろうし、こうしたショックに脆弱になっているのではないかと考えている。

ECBの量的緩和は、リスク資産にはポジティブ。

年明けからドラギ総裁からの丁寧なガイダンスは続き、12日にはノボトニーオーストリア中央銀行総裁(ECB政策委員会メンバー)から具体的な買取り額の規模感も公表され、19日にはフランス大統領から示唆までであった、ECBによる量的緩和発表だった。ポイントだった、債券買取り金額は、事前の示唆を上回る額が示され、その期間についてもオープンエンドとされた。このため市場では、ユーロ売り傾向が維持され、ユーロ圏全般の金利は一層低下している。ロイターによれば、ユーロ導入国が発行している国債の23%がマイナス利回りとなっているという(1月28日時点)。株式市場も上昇基調を維持している。副産物は、周辺国の利下げを誘発したことだ。原油安に伴うインフレ率の低下基調がこうした傾向を可能にしていると思われるが、運用難のマネーが一層さまようことになっているといえ、少なくともリスク資産にとってはポジティブだ。

ECB量的緩和	
購入規模	既存の資産購入策(カバードボンド購入プログラム、資産担保証券購入プログラム)と併せて、月額600億ユーロ(2016年9月迄の買取額 計1兆1400億ユーロ)
追加購入資産	国債、政府機関債、欧州機関債
期間	当面は2015年3月から2016年9月 2%に近い物価上昇率の目標達成が見通せるまで必要ならば続けることを示唆
追加購入資産割合・期間	ECBへの出資比率に応じて実施、期間は残存期間ベースで2-30年債が対象
購入上限	同一発行体上限33%、単一銘柄上限25%
損失負担	欧州機関債(追加購入資産のうち12%)と 国債、政府機関債の一部(同8%)は損失を各国で分担・共有 残りの国債(同80%)は各国中銀が損失を負担

ギリシャ国債は条件満たせば7月から購入可能

(データ元:ECB,各種報道 作成:(株)新生銀行 市場営業本部 市場調査室)

10年物国債利回りが世界的規模で更に低下。

世界の株式市場は、量的緩和や利下げ方向が明確な国々では上昇基調。南北米大陸は、総じて不調が目立った。

原油価格は、引き続き下落し、50ドル台から40ドル台の推移へ。

背景のおさらい

ブルームバーグで確認できる、世界60ヶ国あまりの国々で、国債利回りが上昇基調なのは、ロシア、ギリシャ、ベネズエラ程度。特殊事情を抱えリスクプレミアムを要求された国々だ。資産市場には追い風だが、長期金利が低下している背景は何なのであろうか。市場は、結局原油安は、世界経済にマイナスだと判断しているのだろうか。2月は一層、世界経済の弱さがどれほどかを探るのがテーマとなりそうだ。

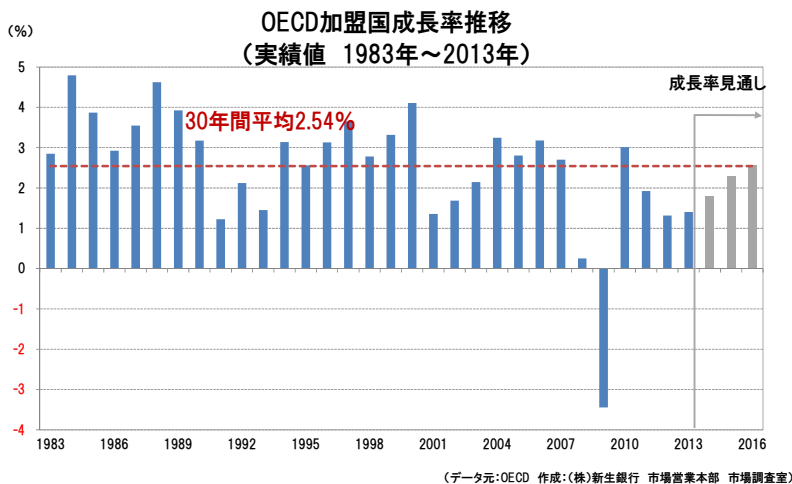
世界の株式市場は、量的緩和や利下げ方向が明確な国々では上昇基調。南北米大陸は、総じて不調が目立った。

米国では、原油生産国の横顔が企業決算で現れ始めた。同時にドル高の影響も、企業業績に投影され始めていることが示唆された。月末に発表された米国第4四半期のGDPは、市場予想よりも弱い2.6%で、経済指標でも確認できた。

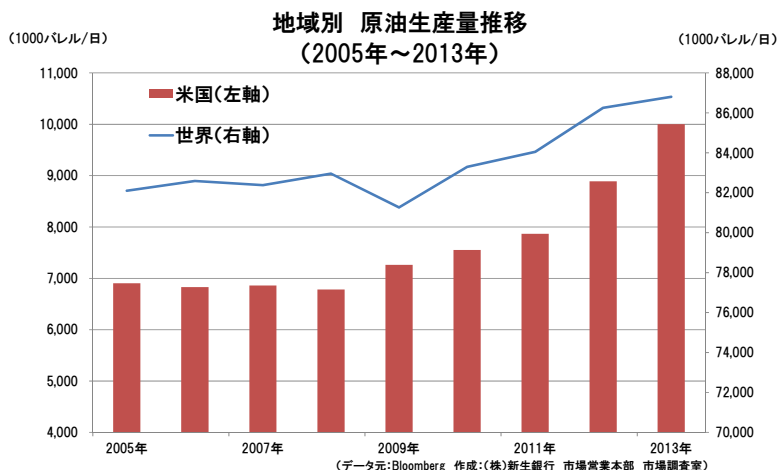
2. 原油価格は、引き続き下落し、50ドル台から40ドル台の推移へ。

背景のおさらい

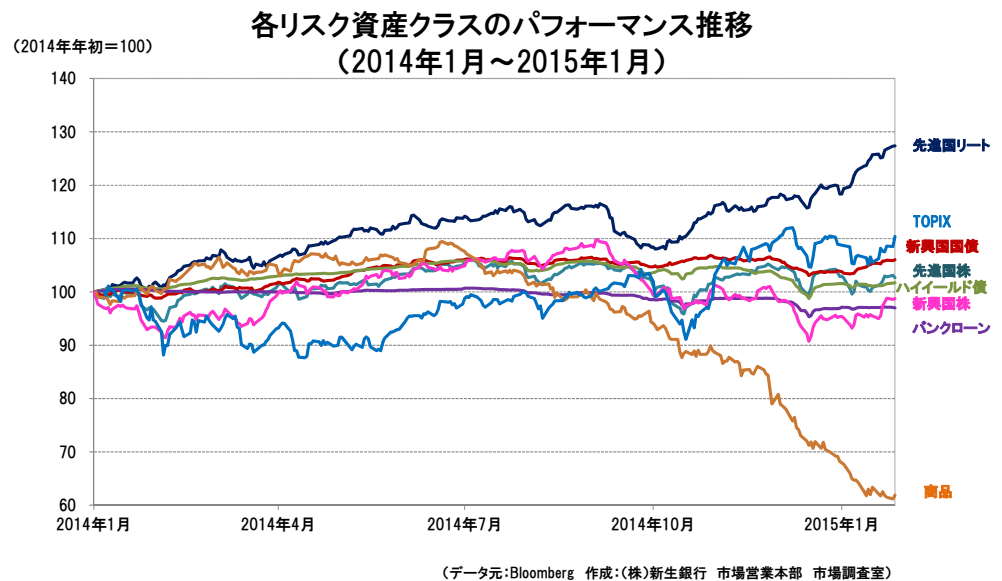
- i) 需給も弱い？2014年のOECD成長率は、30年平均にも満たない。平均に到達するのは2016年の見通し。OECD外の成長率も低下が続く。



- ii) 供給サイドの要因は、米国の増産が元凶との見方も。立派な生産国の米国。



iii) 規制、運用対象からの撤退がもたらす流動性の低下。



#### 議論の続く原油安の世界経済への影響。

原油消費国にとっては  
プラス。

i) 原油消費国にとってはプラス。内閣府の試算によれば、原油価格の低下が日本の名目 GDP を 1.2%程度押し上げるとの試算だ。欧州委員会ドムブロフスキ副委員長は、域内 GDP0.4～0.7%以上の押し上げ期待があるとの見通しを示している。当然アジア各国にも追い風となるはずで、世界銀行や IMF が年初に相次いで下方修正した世界成長にとって間違いなく朗報だ。

価格下落に伴う調整は  
上半期がピークか。

ii) 価格下落に伴う調整は上半期がピークか。原油価格が現状の 40～50ドル台で安定することを前提にすれば、エネルギー関連企業、投資への減損処理等会計処理が先行、センチメント悪化は株式市場を中心に、年前半に集中するだろうと見ている。特に、世界 3 大金融市場であり、世界有数の産油国であり、世界最大の原油消費国でもある米国へのインパクトは、ガソリン価格低下が早かったこともあり、個人消費のプラス部分が先行して市場の価格に織り込まれた感があるだろう。従って、企業セクターへのインパクトが今後ポイントになるだろう。市場では、消費関連指標よりも、設備投資関連指標に反応しやすい状況が続くのではないかと見ている。また、センチメントが悪化すると、ダイレクトに米国の金融市場がリスクオフ機運を先導する場面もある可能性を見ている。

## 原油価格下落の関連企業への影響

## 日本

総合商社	
丸紅	1600億円の減損損失
住友商事	2700億円の減損損失
石油元売り	
JXホールディングス	評価損3500億円
出光興産	評価損500億～1000億円
コスモ石油	
東燃ゼネラル石油	
昭和シェル石油	
非鉄金属	
住友金属鉱産	営業利益30億円目減り
三菱マテリアル	営業利益10億円目減り

## 米国

エネルギー企業の10-12月期利益予想 2割減

素材、設備投資関連企業の収益に下押し圧力。

WBHエナジー	夏以降の原油急落局面で米シェル企業初の経営破綻
米建機大手キャタピラー	資源安に伴う建機需要の鈍化懸念から、アナリストが投資判断引下げ
米鉄鋼大手USスチール	石油ガスの掘削用鋼管を製造する工場の操業を一部停止し、7500人の解雇を決定

(データ元:各種報道,ロイター 作成:(株)新生銀行 市場営業本部 市場調査室)

世界的金融緩和は、運用難を加速させるが、反面スピルオーバーを抑える効果がある。

iii) ポイントは、傷口が広がらないこと。世界的金融緩和は、運用難を加速させるが、反面スピルオーバーを抑える効果がある。この時間を買っている間に、過剰投資の調整を済ませられるかどうかポイントだ。

結論：通貨・金利市場の値動きは荒いが、トレンドも出にくい状況が続きそうだ。

結論：通貨・金利市場の値動きは荒いが、トレンドも出にくい状況が続きそうだ。

- スイスフランの急激な価格上昇は通貨間のバランスを、原油価格の急激な下落は、地球規模のインフレ率低下を通して、金利水準に変化を起こしつつある。新しいバランスを探しに行く展開が続く。通貨・金利市場の値動きは粗いが、トレンドも出にくい状況が続きそうだ。
- 直感的に、これだけ緩和基調が地球規模で担保されていれば、資産市場の全体の価格低下は、考えにくい。むしろ、原油消費国の資産価格は上昇しやすいだろう。

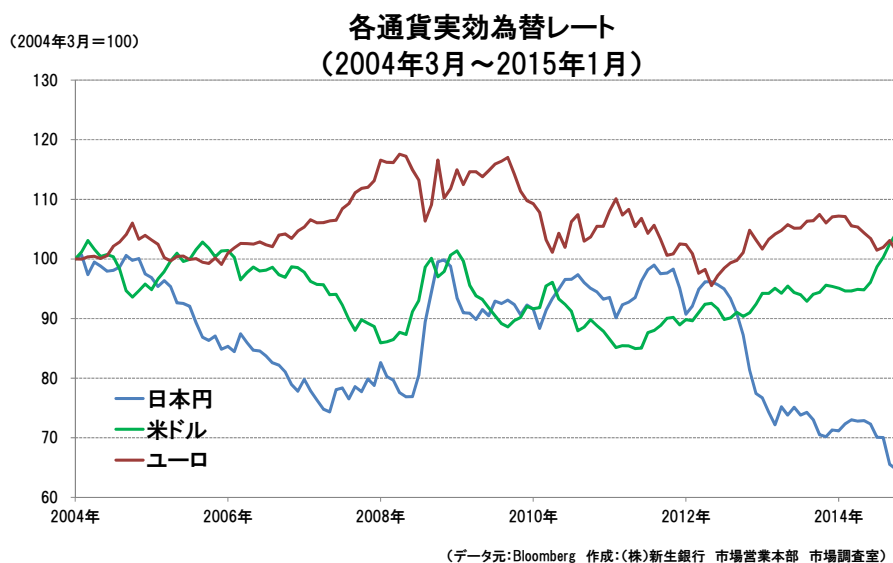
## 2月の為替見通し

円は買われやすい環境だが、テクニカル上では、足元の調整は相応に進捗。

際立つドル高の影響。

**1月のマンスリーレポート**でも指摘した様に、円の取り巻く環境は、過去1~2年に比して変化してきている。更なる円安水準に向かうには、強い材料が必要だ。そんな中、1月に入ってからの世界情勢は、円が買われやすい環境となっていると見ている。ただテクニカル上では、目先調整が相応に進捗してきており、115円を超えて円高になるかどうかは、いくつかの新たな材料が必要だと見ている。その見極めとして、2点ポイントを挙げておきたい。

際立つドル高の影響—米国FRBが算出している、主要貿易取引国とのドルの実効為替レート(主要貿易相手国)は10年ぶりの高水準。長期的に、輸出に悪影響が予想される。実際、10—12月期のGDPでもそのような片鱗がみえるし、企業決算においても、ドル高の影響が見え始めている。今年は米国一人勝ちシナリオが米国金利上昇見通し、ドル高見通しを支えている。根本が崩れないか、2月も企業活動関連を中心に注目されるだろう。



クルーズモードに入った兆しのある日本。

クルーズモードに入った兆しのある日本 — 世界的な金融緩和の流れが非常にはっきりしてきている状況で、日本の方は、緩和スピードがクルーズモードに入った兆しが見られる。1月16日の月例経済報告で、政策態度の部分でこれまで、日銀対し、『2%の物価目標を「できるだけ早期に」実現することを期待する。』から、『経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標を実現することを期待する。』と基調が変化し、「何が何でも」という雰囲気が無くなった。今月の日銀政策決定会合では改めて、政府日銀の見解が注目されるだろう。今後ますますヘッドラインの物価下落が予想されている中、追加緩和の可能性が相当無くなったとなれば、もう一段円も調整が入りやすいとみている。

内閣府 月例経済報告	
12月	日本銀行には、2%の物価安定目標を <b>できるだけ早期に</b> 実現することを期待する。



1月	日本銀行には、 <b>経済・物価情勢を踏まえつつ</b> 、 2%の物価安定目標を実現することを期待する。
----	--

(データ元:内閣府 作成:(株)新生銀行 市場営業本部 市場調査室)

---

### Back to Basic

---

Back to Basic—こうした理由から、2月の予定注目ポイントとして、今月、先進国中数少ない政策会合である、日本の17-18日に予定されている日本銀行政策決定会合が注目だ。また、少し円高方向に脆弱になっているマーケットとして、フロー面で、大幅な赤字縮小があると反応しやすいだろう。貿易収支を注意しておきたい。

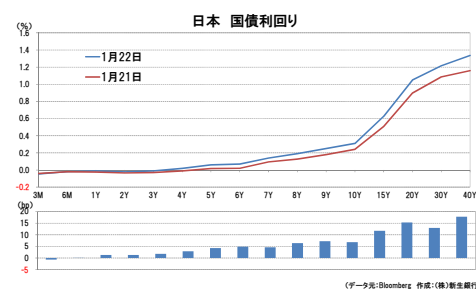


## 2月の金利見通し

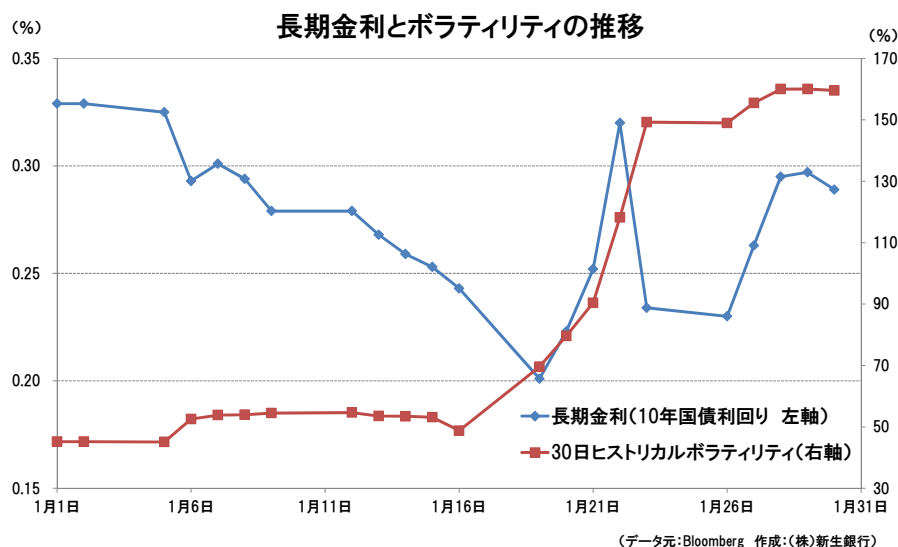
1月の金利相場はイベントも多く変動の大きい不安定な相場展開となった。

昨年からの良好な需給関係がベースにあることに加え、正月明けの6日には原油価格が1バレル50ドルを下回り、株安&金利低下に動きやすい展開でスタートした。利回り低下局面では海外要因が際立った。選挙を控えたギリシャでの政局不安も、引き続き債券買い材料となっていた。又、9日の米国雇用統計では雇用者増が確認されたものの、賃金がマイナスとなったことから、利上げが後ろ倒しになるのではという思惑で米国金利が低下し、それにつられて日本金利も低下した。中旬にかけて日本の10年国債利回りは、過去最低金利の更新を続けた。

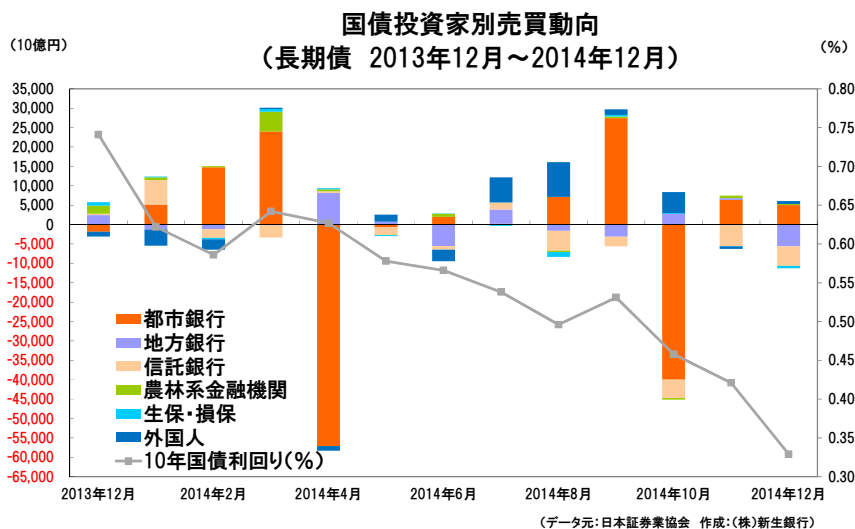
転機となったのは、15日スイス中銀が突然のスイスフラン上限撤廃を発表したことだろう。以降マーケットは混乱気味に推移する。利下げが相次ぎ世界的に金利が低下する中、19日に日本の10年国債利回りは過去最低利回りの0.201%を記録した。ところが、20～21日に行われた金融政策決定会合は無風通過したものの、22日の20年債入札が不調に終わったことで債券相場は急落。超長期ゾーンで急激な金利上昇が進み、20年債は一日で15bpsも利回りが上昇する結果となった。



またその後 ECB の量的緩和政策決定を受け、23日には、日本国債10年物の利回りは一時0.22%台まで再び低下した。こうした動きから長期・超長期ゾーンでボラティリティが急騰しており、投資家がデュレーションリスクを取りづらくなっている。30日に発表されたCPIも市場予想を上回るペースで低下してきている。30日現在、債券市場は神経質ながらも0.2%台で推移している。

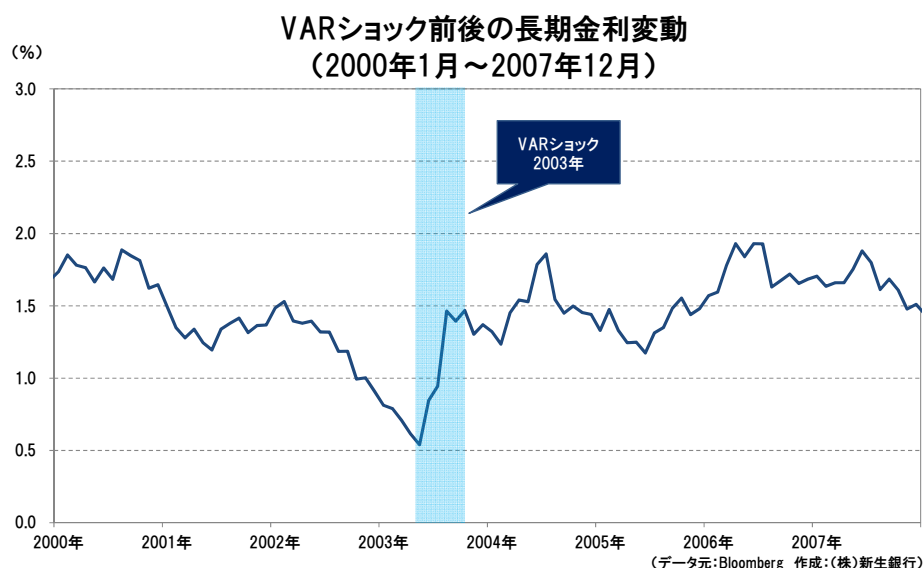






「VaR ショック」を彷彿とさせた急激な金利上昇。神経質な相場展開が予想されるも、一方向で金利上昇していく可能性は低いと思われる。

1月22日に起きた急激な金利上昇の背景であるが、2003年6月に0.43%(当時過去最低金利)だった10年国債金利が9月に1.63%と、約4倍に急騰した、いわゆる「VaR ショック」のきっかけが20年国債入札の不調であったことも、市場参加者の不安心理を誘ったと思われる。VaRとは、金融機関の標準的なリスク管理手法で、ボラティリティが上昇するような事象が起きた場合にはその債券や株式のウェートを縮小させる。2003年6月17日当時、20年国債金利が1%を割り、大手投資家などが購入を手控えたことで、国債売りが金利上昇に繋がりボラティリティが上昇。これが、VaRの計算を通じて、他の銀行の国債売却を招くという負のスパイラルに陥り、金利の急騰を招いたといわれている。



今回の金利急騰も、日銀の大規模購入により国債の取引量が減少するという状況で起きた急激な金利上昇であり、現在もボラティリティは高止まりしたままである。しばらくは同環境が続くことを考慮するという、神経質な相場展開が予想されよう。一方で、現在日銀が新規発行の国債をほぼ買い入れており、需給状態は極めて良好である中、原油安を要因とした消費者物価の低下が、一部市場で追加緩和期待を醸成している状況を勘案すると、債券市場にとっての悪材料は少ないだろう。運用難は続いており、金利上昇時には根強い押し目買いのニーズもあることから、一方向で金利上昇していく可能性は低いと思われる。

## マーケットデータ

主要金利指標	2014年12月	2015年1月	変化幅(%)
無担保コール(翌日物、加重平均、%)	0.066	0.071	0.00
債券先物(中心限月、円)	147.790	148.130	0.34
日本国債(2年物、%)	-0.022	0.006	0.03
日本国債(5年物、%)	0.030	0.053	0.02
日本国債(10年物、%)	0.329	0.287	-0.04
日本国債(20年物、%)	1.055	1.043	-0.01
日本国債(30年物、%)	1.239	1.282	0.04
円/円スワップ(2年、%)	0.144	0.142	-0.00
円/円スワップ(5年、%)	0.224	0.232	0.01
円/円スワップ(10年、%)	0.526	0.500	-0.03
円/円スワップ(20年、%)	1.134	1.093	-0.04
円/円スワップ(30年、%)	1.335	1.313	-0.02
円 LIBOR(6ヶ月物、%)	0.144	0.144	-0.00
全銀協 TIBOR(6ヶ月物、%)	0.269	0.258	-0.01
米国 FF レート(%)	0.030	0.050	0.02
米国債(2年物、%)	0.665	0.508	-0.16
米国債(3年物、%)	1.070	0.816	-0.25
米国債(5年物、%)	1.653	1.260	-0.39
米国債(7年物、%)	1.971	1.558	-0.41
米国債(10年物、%)	2.171	1.736	-0.44
米国債(30年物、%)	2.752	2.301	-0.45
米ドルスワップ(2年、%)	0.894	0.737	-0.16
米ドルスワップ(3年、%)	1.294	1.037	-0.26
米ドルスワップ(5年、%)	1.775	1.419	-0.36
米ドルスワップ(7年、%)	2.044	1.653	-0.39
米ドルスワップ(10年、%)	2.282	1.871	-0.41
米ドルスワップ(30年、%)	2.698	2.223	-0.48
米ドル LIBOR(6ヶ月、%)	0.363	0.357	-0.01

(データ元: Bloomberg, 各種報道機関 作成: ㈱新生銀行)

## 主要マーケットイベント

日付	国	イベント	日付	国	イベント
2月2日	米国	1月ISM(製造業)	2月19日	中国	春節休暇(～25日)
	米国	オバマ大統領 2016年度予算教書公表		日本	1月貿易統計
2月3日	日本	10年国債入札		米国	12月景気動向指数(改定値)
	日本	2014年度補正予算案成立(予定)		米国	1月景気先行指数
2月5日	日本	30年国債入札	2月20日	日本	1月公社債投資家別売買高
2月6日	日本	12月景気動向指数(速報値)		欧州	ユーロ圏2月PMI(速報値)
	米国	1月雇用統計	日本	日銀金融政策決定会合議事要旨	
2月9日	日本	12月国際収支	2月23日	独	2月IFO景況感指数
	日本	1月景気ウォッチャー調査		米国	1月中古住宅販売
			G20財務相・中央銀行総裁会議(トルコ・～10日)	日本	40年国債入札
2月10日	中国	1月CPI・PPI	2月24日	欧州	ユーロ圏1月CPI(速報値)
2月12日	日本	12月機械受注		米国	12月S&Pケースシラー住宅価格指数
	米国	1月小売売上高		米国	2月消費者信頼感指数
	欧州	EU首脳会合(～13日)	中国	2月製造業PMI	
2月13日	日本	5年国債入札	2月25日	米国	1月新築住宅販売件数
	欧州	ユーロ圏2014年10-12月期GDP(速報値)		日本	2年国債入札
2月16日	日本	2014年10-12月期GDP(1次速報値)	2月26日	米国	1月CPI
	日本	12月鉱工業生産		米国	1月耐久財新規受注
2月17日	日本	20年国債入札	2月27日	日本	1月全国CPI
	日本	日銀金融政策決定会合(～18日)		日本	1月完全失業率
	独	ZEW景況感調査		日本	1月鉱工業生産(速報)
2月18日	日本	黒田日銀総裁 会見		日本	1月住宅着工件数
	米国	1月鉱工業生産	米国	2014年10-12月期 GDP(改定値)	
	米国	1月住宅着工・許可件数	2月28日	欧州	ギリシャ向け支援 期限
			下旬	米国	イエレンFRB議長 半期議会証言

(データ元: Bloomberg, 各種報道機関 作成: ㈱新生銀行)

- 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