



SHINSEI BANK

# Market Monthly Report

2015年8月3日  
新生銀行 金融市場調査部  
MRMRD-20150007

## 中国経済減速に対する日米コントラスト : 利上げに向かう米金融政策と減速傾向の日本経済

- 為替市場: 日本のGDP次第で、ドルの上値を試す展開も。
- 金利市場: 米国の利上げ後の各市場の見通し。

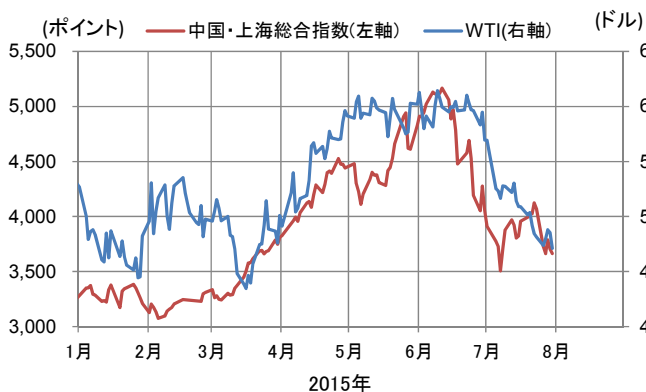
### 7月はギリシャ問題よりも中国株安、原油安、国内経済の減速を確認する月となった

6月末時点では、7月5日のギリシャの国民投票の結果次第では、同国が事実上ユーロから離脱するのではないか(=Grexit, Greece Exit)、との懸念からグローバルの金融市場ではリスク・オフモードが強まっていた。このため、ギリシャ問題が解決すれば再び市場の焦点は米国の利上げ開始時期に戻り、ドル円は125円、JGB10年金利は0.50%に近づくとの見通しを示していた。

7月の動きを振り返ると、5日のギリシャの国民投票で緊縮財政の受入を拒否したものの、13日にはチプラス首相が妥協して緊縮財政政策を受け入れたことにより、Grexitシナリオは一挙に後退、リスク・オフモードは大幅に緩和された。

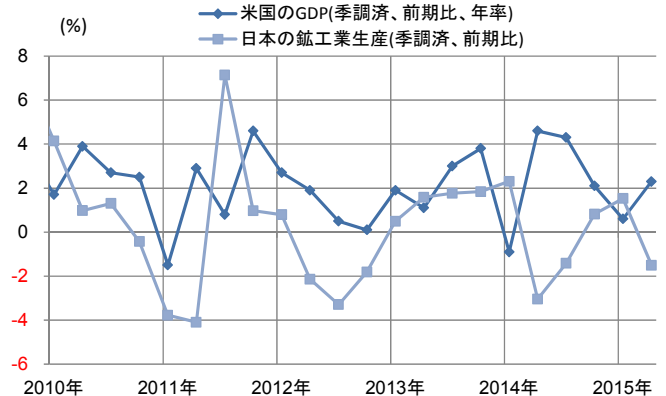
中国株は6月12日にピークをつけて下落に転じて以降、7月に入っても下落傾向が継続した。7月に入ると中国株の下落が「中国経済の減速・原油を含めたコモディティ需要の減退につながるのではないか」、との見方から原油価格もつられて下落を始めた。7月の両者はかなり似た動きを示した(図表1)。

図表1 中国株と原油価格の推移  
(2015年1月～2015年7月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表2 米国のGDP、日本の鉱工業生産の推移  
(2010年1-3月期～2015年4-6月期)



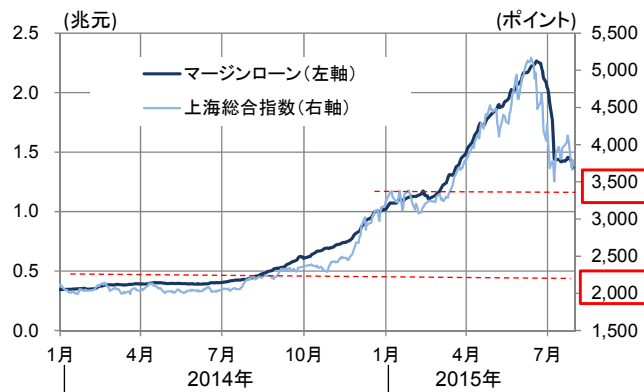
(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

中国の経済指標は、15 日の GDP が 7.0%を維持したものの、24 日に公表された財新製造業 PMI が 48.2 と市場予想を大幅に下回るなど軟調な地合いが続いている。これに対して日米の状況は「堅調な米国と軟調な日本」という好対照をなしている(図表 2)。

**日米経済のコントラスト** 日本経済は、海外経済の減速に引きずられる形で、4-6 月期の鉱工業生産がマイナスに落ち込んだ(-1.5%)。実質賃金は 5 月 0.0%と、マイナスは脱したものの明確なプラスを描くわけではなく消費の戻りは弱くなっている。一方、米国経済をみると 7 月 2 日の雇用統計で 22 万人台を維持、同 29 日の FOMC ステートメントにおける雇用判断の上方修正につながった。30 日発表の米 GDP では 1-3 月期がマイナス成長からプラス成長に上方修正(-0.2%→+0.6%)された。米国の利上げ時期は、9 月が確定的となるまでには至らなかったものの、9 月・10 月・12 月のいずれかのタイミングでの年内利上げが確実視されるようになった。この様に輸出を中心として中国経済に連動している日本経済と、内需中心に堅調な米国とのコントラストが生じている。

**中国株式: マージンローンの仕組み** ギリシャ問題の解決前後から、市場の関心は中国株式に向かった。中国上海総合指数は金融緩和の実施などを受けて、今年 3 月の 3,300 ポイント程度の水準から 6 月 12 日には 5,166 ポイントのピークを付けた(図表 3)。その後は、7 月 8 日の 3,500 ポイント付近まで 3 割を超える大幅な下落となった。その後はやや反発して 4,000 ポイントを回復する場面もあったものの、7 月 27 日に再び大きく下落。1 日で 8%を超える大幅安となり、2007 年 2 月以来となる下げ幅を記録した。この背景には、以下で述べる中国における株の信用取引があったとみている。

図表 3 中国株とマージンローン(信用取引残高)  
(2014 年 1 月～2015 年 7 月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

中国株の現在の主な買い手は 8~9 割が個人であり、資金調達には信用取引が活用されていることが指摘されている。信用取引の具体的な動きを後述するマージンローンでみると、マージンローンの残高と中国株式ほぼ同じ動きとなっている(図表 3、2014 年 1 月以降の両者の相関係数は 0.98)。このマージンローンは、6 月 18 日の 2 兆 2,664 億元から、7 月 29 日には 1 兆 3,690 億元へと 8,974 億元の減少となっている。

**株価の目途** マージンローンは株価の先行指標とまでは言えないまでも、過去の関係から一定の株価水準が示唆される。マージンローンは今年 3 月からと昨年夏場からの二度にかけて大幅に増加しており、仮にそれぞれのレベルが適正とするなら、上海総合指数は 3,500 ポイント、2,000 ポイントが目途となる。3 月までのマージンローン残高に対応するなら現状程度の 3,500 ポイントが目途となる。

しかし、マージンローンの残高を落としても投資家が損失をカバーするためにさらに売却に動く場合、また相当部分の株式が取引停止となっており、取引再開後にも売りが出る可能性があることには注意したい。

**マージンローンの仕組み** 改めてマージンローンの仕組みを見ると、中国では家計が株式投資のための資金を得ようとした場合に、(1)銀行から直接借り入れる方法と、(2)証券会社から借り入れる方法の2つがある。(1)の銀行からの借入に対する規制は厳しかったものの、(2)を通じた資金調達と比較的容易であったようだ。家計が、証券会社から借り入れたものがマージンローンと呼ばれる。銀行は証券会社の家計向けの貸出を担保として、証券会社に対して融資を実行していた様だ。

**中国証券金融の仕組み** 中国は株価の支援策を相次いで実施しており、その一環として国営の中国証券金融を通じて株式の買入を実施している。一部の報道ではその規模が 2.5~3.0 兆元とされている。上述のマージンローンの残高の減少幅が 8,974 億元であることを踏まえると、十分な金額にも見える。

また円建てでみると、リーマンショック後に中国政府が実施した 4 兆円元の経済対策と同規模となる<sup>1</sup>。

**融資による調達** 中国証券金融の株式買入の資金調達方法は、1)中央銀行からの借入、2)商業銀行からの借入、3)銀行間市場での借入、4)債券や短期証券の発行とされている。これらの資金はすべて返済を前提としているため、借り換えを続けられない限り株式を持ち続けることは出来ない。実際、7 月 27 日にはこの中国証券金融が融資を返済したとの一部報道を受けて中国株式は大幅に下落した。この背景には上記の様なマージンローンの仕組みが影響していたとみられる。

**今後の注目材料** 金融市場では中国株式の下落を受けて他国の株価やコモディティ価格の下落につながりやすい。今後逆資産効果などを通じて中国経済の重しとならないのかを慎重に見極める必要があり、中国の株安が世界経済や金融市場の重しとなる展開は継続するとみている。

<sup>1</sup> 当時の人民元の対円レートは 1 人民元=13.1 円 (2008 年 11 月の月中平均) であったが、直近では同 19.9 円 (2015 年 7 月の月中平均) まで 52%下落している。  
 経済対策の規模 4 兆元×人民元・円レート 13.1 円 (2008 年 11 月の月中平均) ≒52 兆円  
 今回の規模 2.5 兆元×人民元・円レート 19.9 円 (2015 年 7 月の月中平均) ≒49.6 兆円  
 3.0 兆元×人民元・円レート 19.9 円 (2015 年 7 月の月中平均) ≒59.6 兆円

## 8月の為替見通し

### 7月の振り返り

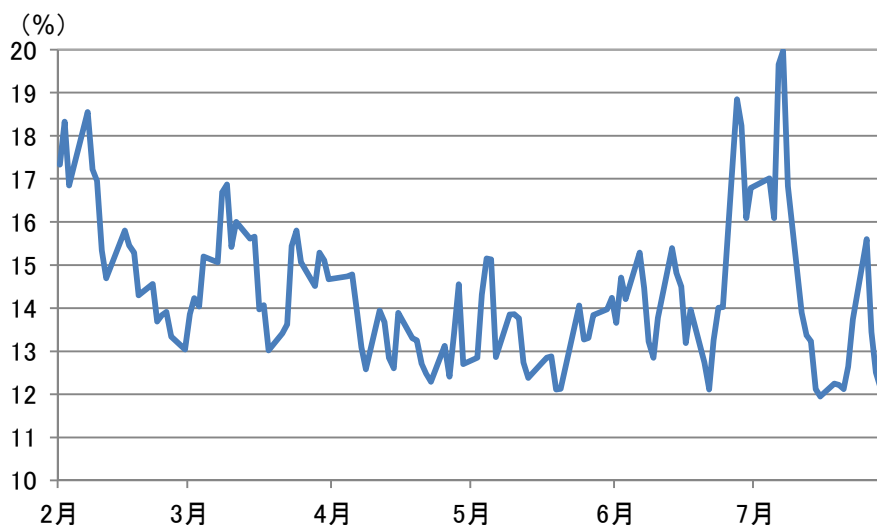
#### 最終的にドルの底堅さを確認した7月。

7月の円の動きをまとめると、上旬に円が全面的に高く、月末に向かっては、対資源国通貨やその他新興国などの通貨に対しておおむね円が底堅さを維持した。一方、円は対米ドルでは、レンジ上限の124円を回復して終了。米ドルの底堅さを確認した月だったといえよう。月初めは、6月末からギリシャの国民投票や追加支援を巡るEUとの駆け引き報道一色となっており、投資家心理が不安定だった。その上、市場が期待したほど強くなかった米国の雇用統計の結果や、価格下落が止まらなくなっていた上海株式市場の状況が円買いをサポートしていた格好となった。122円台半ばを中心に推移していた米ドル円は、上海株が3,500ポイントを割った7月8日に米国株式市場が数時間にわたるシステム障害に見舞われるという不運も重なり、投資家心理がさらに悪化、5月19日以来の120.41円の円高水準をつけた。

#### 一時は、20%に迫る勢いだったVIX指数も低下して終了。投資家心理に落ち着き。

ギリシャがEU改革案の受け入れを決定し、ギリシャ議会でも承認されたこと、中国株が一旦下げ止まったこと等をきっかけとして、一時は20%に迫る勢いだったVIX指数(恐怖指数: 数値が高いほど投資家の不安心理が高いとされる)も、7月末には12%台前半で終了、低水準に落ち着いたことからリスクセンチメントは改善したとみていいだろう。この流れから、対米ドルでは円売り基調優勢となり、30日の米国第2四半期GDP結果を受けたドル買いで、7月中の最安値である124.58円をつけた。

図表4 CBOE SPXボラティリティ指数(VIX指数)  
(2015年2月～2015年7月)



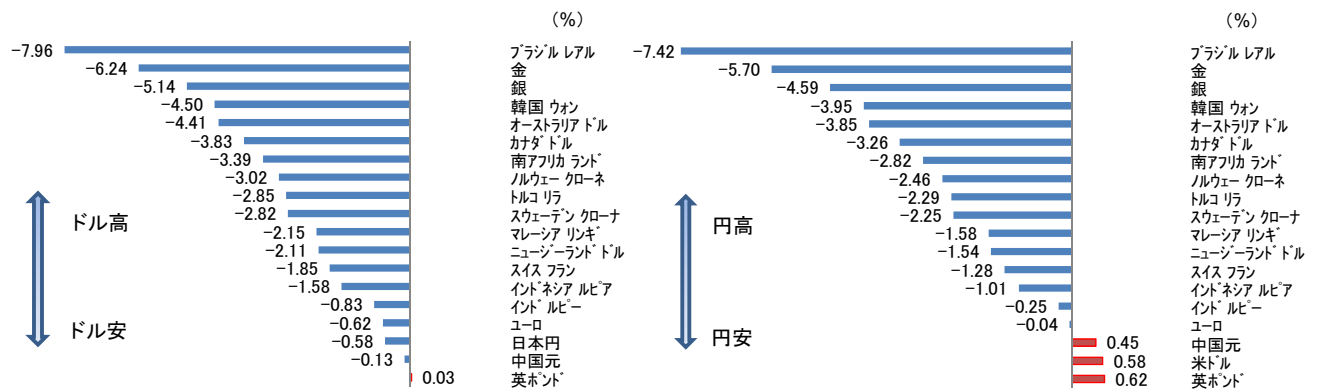
(出所) CBOE、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

円は、対中国元、米ドル、英ポンド、インドルピーでは円安傾向を維持したが、その他主要通貨に対しては、通貨高進む。

円は、対中国元、米ドル、英ポンド、インドルピーでは円安傾向を維持したが、その他主要通貨に対しては、通貨高が進む。

円は、中国元、利上げ方向の米ドルや英ポンド、成長率が中国を上回っているインドルピーに対しては円安傾向を維持したが、その他主要通貨に対しては、通貨高が進行した。特に、豪ドル、7月15日に利下げしたカナダドル、格付けの引き下げ見通しが伝えられたブラジルレアルといった資源国通貨に対して円高が進んだ。また、中国経済の低迷の影響を受けやすいという発想から、2ヶ月連続で利下げしたニュージーランドドルや韓国ウォン、マレーシアリングットといった通貨に対しても円高傾向となった。

図表5 為替スポットリターン騰落表(左図 対米ドル、右図 対円)  
(2015年7月1日～7月31日)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

盛り上がらない日銀の追加緩和観測。

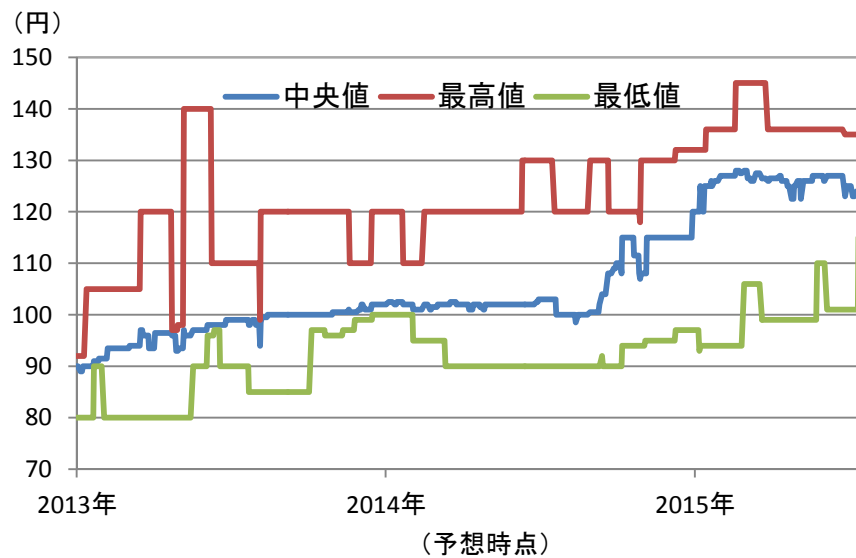
当面狭い取引レンジでドル円が推移するとの見通しが支配的な背景

### 1. 盛り上がらない日銀の追加緩和観測

ドル円のレンジは、120円～125円の中に収まっている。当面、この水準での狭い取引レンジで推移すると見通す向きが筆者を含めて多い。円高の上限は5月中旬に120円を超えてからは、120円となっている。日米金融政策の方向性の違いが継続するとの予想や、日本からの円売りフロー継続見通しが下支えし、市場参加者の予想レンジの下限は、徐々に切りあがってきている。

一方、円安の上限は、6月10日の黒田日銀総裁の発言が一段の円安をけん制したかのように受け止められて以来、当時の水準だった124.50円近辺が心理的な壁となっている。実際、当局者発言に市場が神経質になっているようだ。7月31日に麻生財務相が、閣議後の会見で、TPP関連の為替問題についての質問に回答したニュースが流れただけで、少し円高に振れる場面があった。(発言内容自体は本来相場にはほとんど影響を与えるものではなかった。)

図表 6 米ドル円為替レート 2017年予想  
(2013年1月～2015年7月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

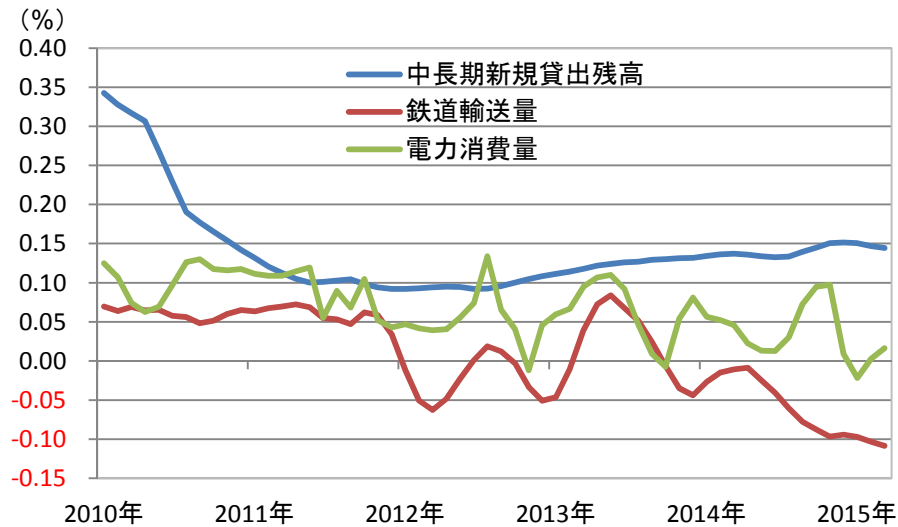
こうした膠着の背景には既にロイター等の記事で指摘されているが、「盛り上がらない日銀の追加緩和観測」が理由の一つとして挙げられよう。足元の物価に関しては、上昇し始めているとの認識が広がってきている一方で、すぐに緩和規模の縮小が話題にならないのは、足元のCPIは0%近辺であるという現実があることや、消費や実質所得の改善傾向がなかなか確認できないことがあるのだろうと考えている。こうした理由から緩和を軸にした議論が盛り上がりせず、通貨のすう勢も判断しにくい状況となっている。

将来に渡ってすう勢的に弱いとの見通しが台頭した資源通貨、ASEAN通貨。

## 2. 将来に渡ってすう勢的に弱いとの見通しが台頭した資源国通貨、ASEAN通貨

7月の中国株の下落や、弱い中国の景気指標、イラン核協議最終合意といったニュースは、利上げに向かう米ドルの復活でそもそも下落基調だった資源価格が、今後すう勢的に弱く推移するだろうと市場で再認識するきっかけとなったのではないかと推測される。

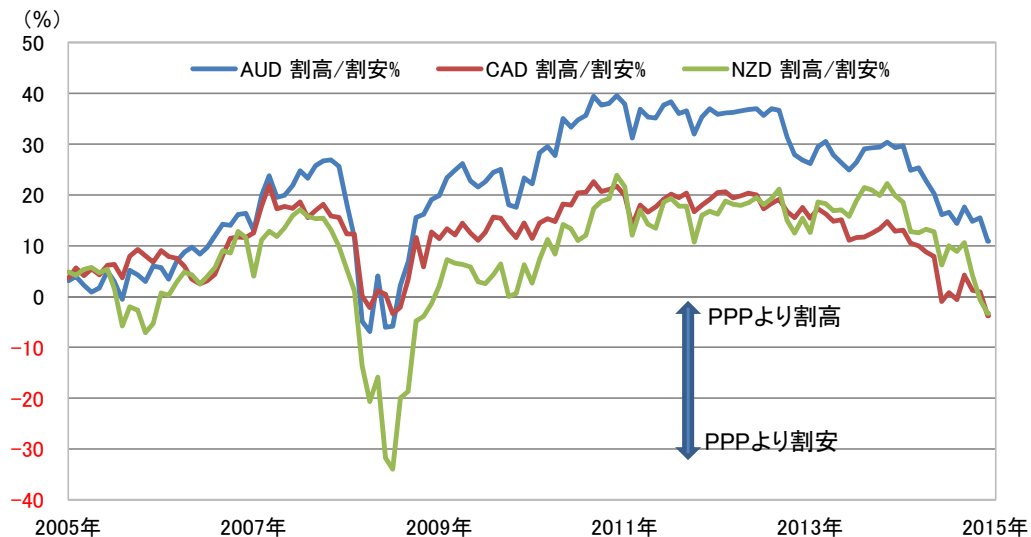
図表 7 中国 中長期新規貸出残高/鉄道輸送量/電力消費量の推移  
(3ヶ月平均の前年比 2010年9月～2015年6月)



(出所) CEIC、新生銀行 金融市場調査部

特に、国境を接している米加経済の懐の深さの違いが意識される。カナダドルは、OECDが算出している対米ドルでの購買力平価1.26程度を上回るカナダドル安水準で足元推移し始めている。同様に、豪ドルやニュージーランドドルも、購買力平価近辺まで調整が進みつつある。今後、こうした通貨安が経済を下支えするものと予想されるが、そうした効果が確認できるのはもう少し後になりそうで、当面は、売られやすい傾向が続くだろう。

図表 8 購買力平価からの乖離幅(対米ドル)  
(2005年8月～2015年8月)



(出所) OECD、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

市場は「日本経済にとって資源安の影響はプラスとマイナスの両面があるものの、全体としてみればネットの受益者」との認識しており、通貨としては自国通貨高(円高)となるとの整理になっている。こうしたことから、黒田コリドーとも言える 122 円近辺を中心とした上下 5 円程度のレンジ推移を予想する参加者が多い背景となっていると考えている。

## 中期的なドル円の 方向性は日本の物価 動向次第

### 中期的なドル円の方角性は日本の物価動向次第

#### — 日銀の物価予想通り推移だと調整色強まろう。

最終的に金融政策緩和組(資源国通貨のように)に属していくのか、それとも、緩和卒業組(米英)に属していくのかは、秋以降の物価トレンドがポイントになると見ている。それまでは、資源価格安＝成長にプラスとの発想から、対資源国通貨では買われやすく、金融政策の方角性の違いが判っている米ドルに対しては弱いという傾向が続き、現状のレンジ取引が続くだろうと考えている。秋以降、日本の物価動向によって、上抜け、下抜け双方の可能性はある。米国の利上げが大変緩慢なスピードになろうというコンセンサスの中、日本の物価動向が、現在の日銀が予想している動向通りの展開となると、調整色が強まり、円高リスクが高まろう。ただ、円高方向に大きく傾きそうになった場合には、迷わず、追加緩和が期待される、いわゆる黒田プットが有効に機能するとすれば、115 円を大きく下回る円高は想定しにくい。

## 8月の注目指標

### — 現状では、上抜け リスクの方がやや高 い。

### 8月の注目指標 — 現状では、上抜けリスクの方がやや高い。

#### 中国需要減が続く中、内需を中心とした成長確保の可否が、通貨信認の鍵に

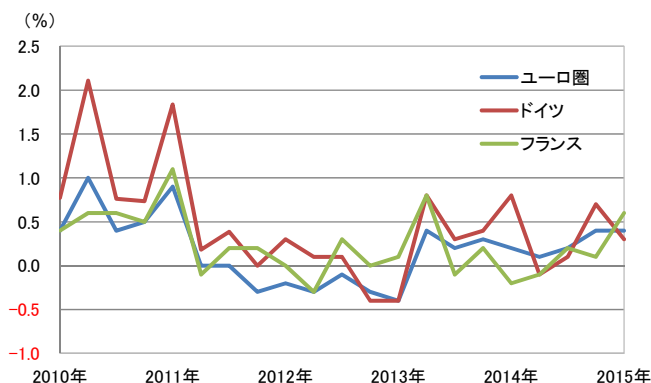
米国の第2四半期 GDP では、ドル高傾向にもかかわらず、米国の純輸出が前期比持ち直したことが印象的だった。中国の弱い需要に大きく影響を受けている資源国通貨やアジア各国の状況とは対照的だ。また、消費を中心とした内需が強いことも特徴だ。今月は、日本やユーロ圏の第2四半期 GDP の発表が予定されており、こうした点が注目されよう。

## 8月14日 ユーロ圏、ドイツ、フランス第2四半期 GDP

### 8月14日 ユーロ圏、ドイツ、フランス第2四半期 GDP

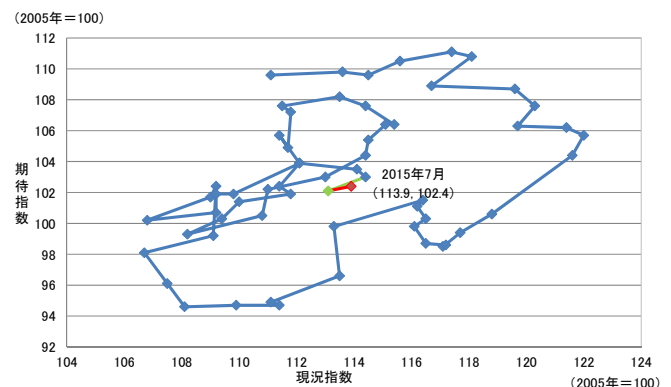
バカンスシーズンで政治に動きがなくなっているユーロ圏では、8月14日にユーロ圏、及びドイツ、フランスの第2四半期 GDP の発表が予定されており注目される。ドイツは第1四半期の落ち込みからの回復が予想され、前期比 0.5%の伸びが市場コンセンサスとなっている。IFO や銀行貸し出しの状況等は、改善傾向を見せており、市場予想通りであれば、ユーロは底堅くなるのではないかと見ている。

図表 9 実質 GDP 推移(前期比)  
(2010年3月～2015年3月)



(出所) Eurostat、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 10 ドイツ IFO ビジネスサイクル(製造業)  
(2010年7月～2015年7月)



(出所) IFO、新生銀行 金融市場調査部



## 8月17日 日本 第2四半期 GDP

### 8月17日 日本第2四半期 GDP

7月末に発表された米国の雇用コスト指数の伸びが過去最小になった(前期比 0.2%増)ことを受け、米国債の価格は上昇(金利は低下)したが、ドル円はレンジの上限に近い124円近辺で推移している。この背景には以下の様な経済状況があるとみている。「日本の消費動向や輸出の伸びの弱さから、8月17日に発表される日本の第2四半期GDPがマイナスに落ち込むのではないかと市場予想が強く、米国や英国のような緩和卒業組との基調の違い」があろう。米国の非農業部門雇用者数で、20万人台が維持されれば、再び124.50円(いわゆる黒田ライン)を試す動きが出てきてもおかしくないと見ている。

こうして整理すると、意外に円安に引っ張られやすい可能性がありそうで、狭い取引レンジを予想している市場参加者が多いと思われ、レンジ上限である125円程度を向う展開も欧米と日本との成長格差が浮かび上がればあるかもしれない。

一段の追加緩和期待とは違う性格を持った円安シナリオが台頭する可能性。

#### 一段の追加緩和期待とは違う性格を持った円安シナリオが台頭する可能性

日本の景気指標が弱含みに推移し、TPP合意が遠のき、当局の円安に対するけん制も弱まると市場が予想すると、一段の追加緩和期待とは違う性格を持った円安シナリオが台頭する可能性もあろう。一方、こうした円安の歯止めとなりうるのは、資源国通貨やアジア通貨安を通じたクロス円高圧力状況にあり、対ドル、ユーロに加え、資源国通貨群との比較も必要で、円の傾向の長期見通しは不透明な状況が続くそう。

下落傾向が強い資源国通貨、アジア通貨だが、現状の外貨準備水準からは、足元すぐに危機が起こる様子は見て取れない。

#### 下落傾向が強い資源国通貨、アジア通貨だが、現状の外貨準備水準からは、足元すぐに危機が起こる様子は見て取れない。

8月中旬にインドネシアやマレーシアの外貨準備高や経常収支が発表される予定になっている。それらが悪化していれば、こうした通貨でドル高が強まる可能性がある。もともと、下落傾向が強い資源国通貨、アジア通貨だが、現状の外貨準備水準からは、足元すぐに危機が起こる様子は見て取れない。ただ、引き続き、経常赤字国は対ドルで弱い展開が続くと考えられ、外貨準備高の傾向や経常収支について市場が神経質になる状況は続くだろう。

図表 11 新興国の支払い余力と経常収支

	外貨準備高		外貨準備高/輸入額※		経常収支/名目GDP	
	十億ドル	変化率	カ月分	変化	%	変化
	2015年6月末	2014年12月末対比	2015年6月末	2014年12月末対比	2015年3月	2014年12月対比
ブラジル	360.6	1.6%	23.9	0.3	-4.6	-0.1
マレーシア	101.5	-9.2%	7.0	-0.6	-1.4	0.0
インドネシア	102.4	-3.5%	7.9	-0.2	-2.9	0.0
インド	327.8	10.8%	9.9	0.8	3.5	-0.9

※ 輸入額は2014年輸入額の月額平均値

(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

## 債券市場：米国の利上げ後の各市場の見通し

### 1. 7月の債券市場の振り返り

ギリシャ問題は解決も低下した7月の金利。

7月の円金利は、ギリシャ問題の楽観論を受けて0.5%以上まで上昇する場面もあったものの、中国株の下落懸念や原油価格の下落の影響、償還の多い6月という良好な需給環境により、月末には0.4%近くまで低下した。この背景には、原油価格の下落と海外長期金利の低下があるとみている。

米カーブはフラットニング。

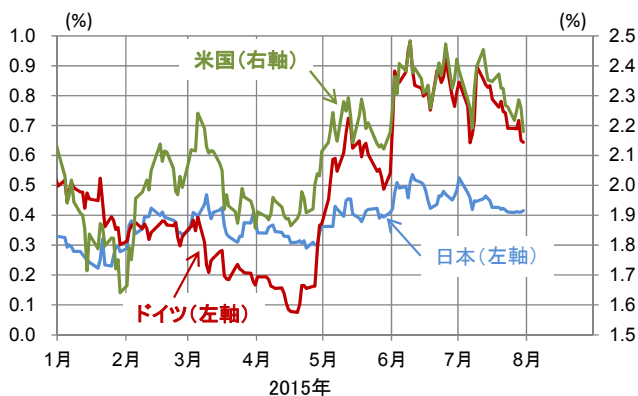
米国の金融政策は確実に利上げに向かっており、米2年金利は7月末の0.643%から7月30日には、0.728%へと8.5bp上昇した。一方、上記でみた通り、原油価格の下落により米10年金利は2.35%から2.18%へと17bpの大幅な金利低下となり、カーブはフラットニングした。原油価格(WTI)は、昨年夏頃の100ドル以上の水準から、本年の年初には50ドル割れまで5割を超える下落となった。その後は徐々に反発、5月には60ドルを回復、6月末は59.5ドルで終えた。当時の先行きの原油価格見通しとしては更なる上昇の予想が多かった。しかし7月に入り中国株の下落、世界的な原油への需要後退予想から、WTIは7月下旬には再び50ドル台を割り込み、7月末には47.1ドルをつけた。

### 2. 原油相場の低迷

7月の原油価格下落は、昨年から本年年初にかけての下落よりも小さな規模であったものの、規模の割に大きな金利低下要因となったとみている。これは、

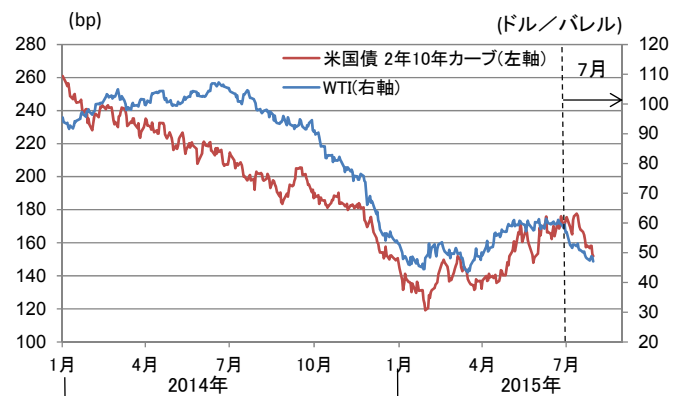
- (1) 今後上昇していくことを予想していた原油価格が足元、マイナスとなったことのネガティブ・サプライズ、
  - (2) 昨年から今年にかけての原油安により、資源輸入国の景気にプラスとの見方があった。しかし、実際にはそうした景気にプラスの効果それほど大きくはみられておらず、現在の原油価格の下落でも原油価格の下落・交易条件の改善による景気プラス効果がそれほど大きくないとみられていること、
- ということが考えられる。

図表 12 日米欧の10年金利の推移



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 13 原油価格と米2年10年カーブの推移



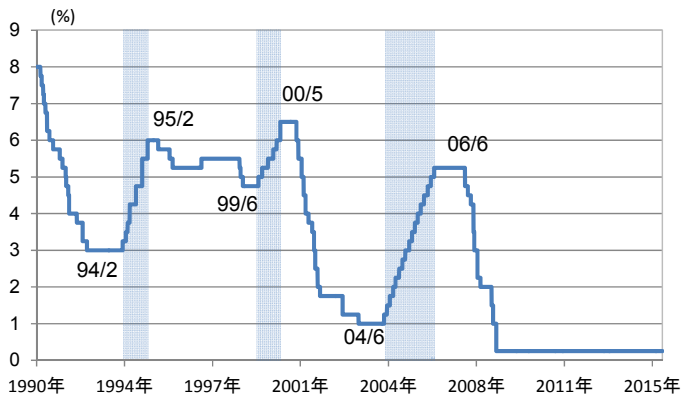
(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

### 3. 過去3回の米利上げ後の金融市場

**淡々と利上げに向かう米国市場** 8月以降の円金利市場の焦点は、早ければ9月とみられる米国の利上げ動向となっていくであろう。中国株の不安は続くものの、米国への直接的な影響は軽微との見方から米国は淡々と利上げに向かっている。

**3つの利上げサイクル** そこで、1990年以降の3つの連続利上げ局面<sup>2</sup>と、9月に利上げを実施すると仮定して、日米金利・為替・株式・コモディティの動きを振り返っておきたい。過去3つの利上げ局面(図表15)は、①米国が80年代の苦境から脱した1994年2月から1995年2月、②LTCM危機後の利下げから脱した1999年6月からITバブルの崩壊する2000年5月、③デフレ懸念から脱してグレートモデレーションに至る2006年6月までの3回を取り上げた。

図表 14 米国の政策金利の推移



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 15 過去の利上げサイクル

	開始時	終了時	
①	1994年2月 3.00%→3.25%	1995年2月 5.50%→6.00%	13ヵ月間 3.00%
②	1999年6月 4.75%→5.00%	2000年5月 6.00%→6.50%	12ヵ月間 1.75%
③	2004年6月 1.00%→1.25%	2006年6月 5.00%→5.25%	25ヵ月間 4.25%

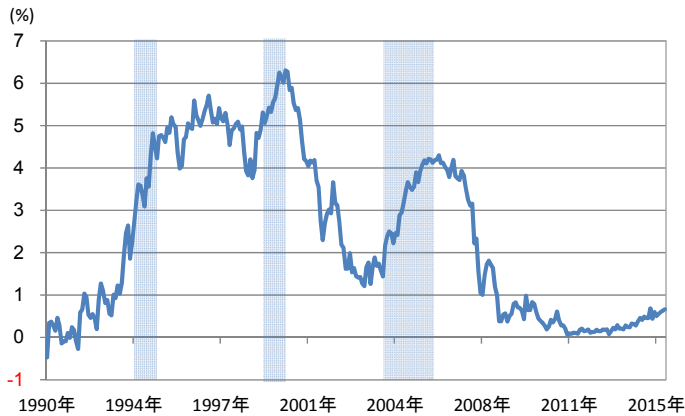
(出所) FRB、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

まずグラフは、左側に1990年1月から2015年7月までの月次データを示している。右側に並んでいるグラフは、利上げ時点をゼロとして過去に24ヵ月遡った時点が一番左側に来ている。更に利上げ以降は12ヵ月後までの動きをみている。例えば3つ目の利上げのサイクル(2004年6月)では、2004年6月の利上げから2年前の2002年6月を起点(グラフの一番左側)として、2004年6月の利上げから12ヵ月後の2006年6月までのグラフを描いている。4つ目の利上げサイクルは、現時点で利上げ時期が不透明なため、2015年9月の利上げ実施を仮置きして、その2年前の2013年9月スタート、グラフの一番左側となっている。

<sup>2</sup> 今回は長期間にわたるゼロ金利政策後の利上げとなるため、今後の利上げペースがこれまでの四半期に1回といったペースよりも緩やかになる可能性がある。本稿では今回のFRBによる利上げが「連続利上げになる」という予想をしているわけではない。あくまで参考として過去の連続利上げの局面を振り返っている。

(1)日米 2 年金利差 日米 2 年金利差をみると、利上げ以降も金利上昇が継続するのが過去 3 回のパターンに共通している。また、1999 年、2004 年利上げの際は利上げ 24 ヶ月前から利上げに至るまでに一旦金利が低下した後に上昇している。現在までの動きは 1994 年の動きと類似していると言えよう。

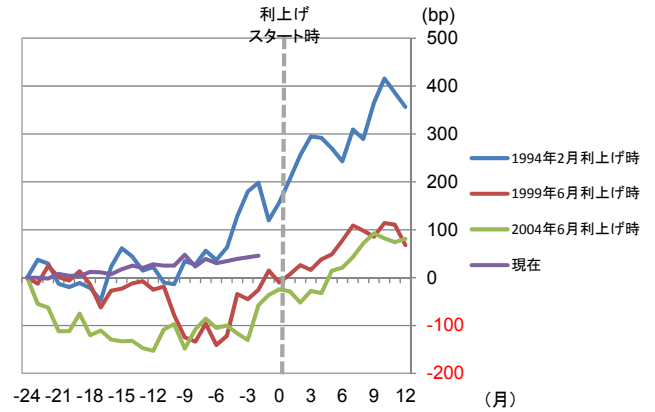
図表 16 日米 2 年金利差の推移



※ 網掛けは米国の連続利上げ期。

(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 17 利上げ前後の日米 2 年金利差の推移

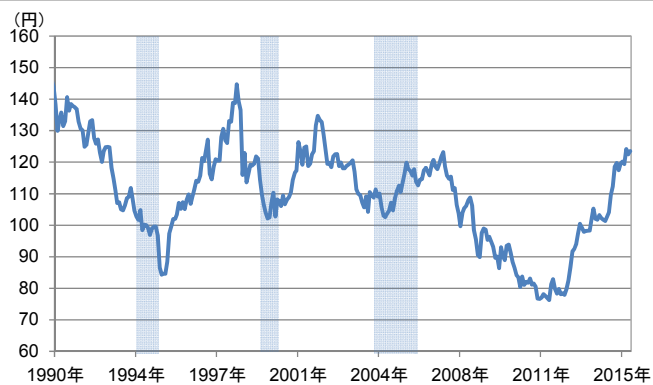


※ 各利上げ時期 24 ヶ月前=0、現在サイクル 2013 年 9 月=0

(出所) FRB、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

(2)ドル円 ドル円の動きは局面によってまちまちとなっている。2004 年 6 月の利上げ以降は、やや円安ドル高に振れているが、(1)の日米の 2 年金利差ほどは明確な傾向はみとれなくなっている。もっとも今回は日銀が 2%の物価目標を掲げて以降、初めての米利上げであり、これまでの例がそのまま参考にならないであろうことには注意したい。

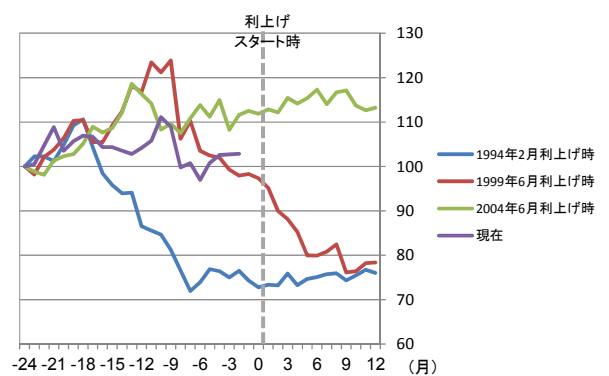
図表 18 ドル円の推移



※ 網掛けは米国の連続利上げ期。

(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 19 利上げ前後のドル円の推移

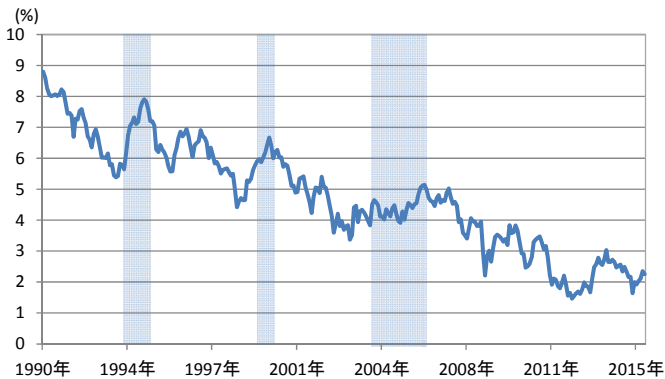


※ 各利上げ時期 24 ヶ月前=100、現在のサイクル 2013 年 9 月=100

(出所) FRB、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

**(3)米 10 年金利** 米 10 年金利は利上げ開始後 10 ヶ月程度こそ上昇しているものの、その後は金利低下に転じている。利上げ前の時期から振り返ると、1994 年 2 月と 1999 年 6 月利上げの際は、利上げ前の金利低下が大きかった分、その後の金利上昇幅が大きくなっているように見える。また、今回は 2004 年利上げの際と同じく 24 ヶ月前からの金利低下幅が限定的となっている。この例の通りとなれば、今後の金利上昇幅は 10bp 程度とかなり限定的となることが示唆される。

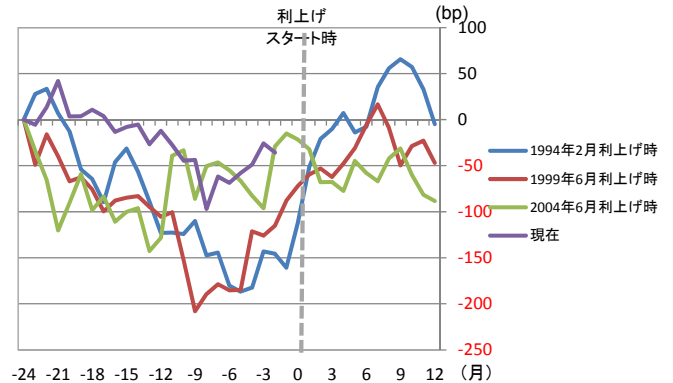
図表 20 米 10 年金利の推移



※ 網掛けは米国の連続利上げ期。

(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 21 利上げ前後の米 10 年金利の推移

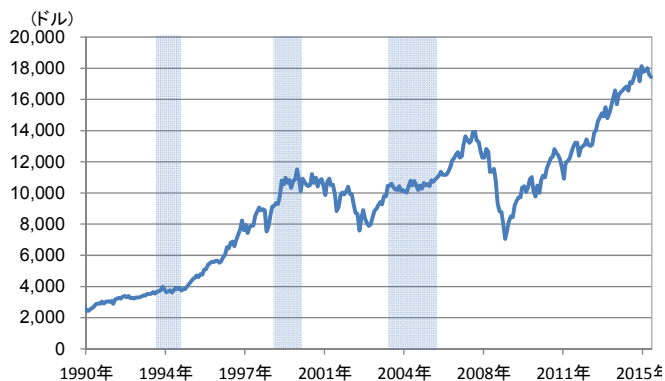


※ 各利上げ時期 24 ヶ月前=0、現在サイクル 2013 年 9 月=0

(出所) FRB、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

**(4)米国株** 次に米国株は、利上げ後にはほとんど上下の振れがありながらも横ばいで推移している。現在の 2009 年初期からの長期的な株価上昇傾向を踏まえると、今後も現状の水準が維持されるとの見方は強気過ぎる様にも見える。しかし、冷静に左の図で長期的な推移をみると、リーマンショックや 9.11 を除いて右肩上がり傾向が継続しており大きな下落を懸念せずとも良いのかもしれない。

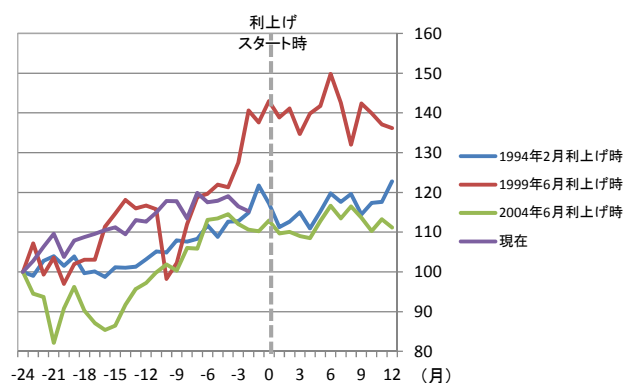
図表 22 米ダウ平均の推移



※ 網掛けは米国の連続利上げ期。

(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 23 利上げ前後の米ダウ平均の推移



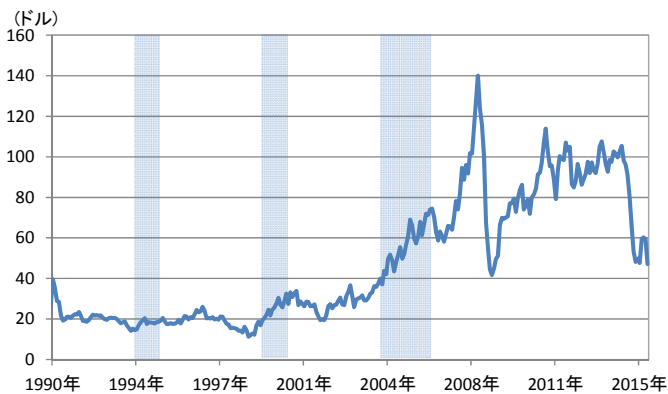
※ 各利上げ時期 24 ヶ月前=100、現在のサイクル 2013 年 9 月=100

(出所) FRB、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

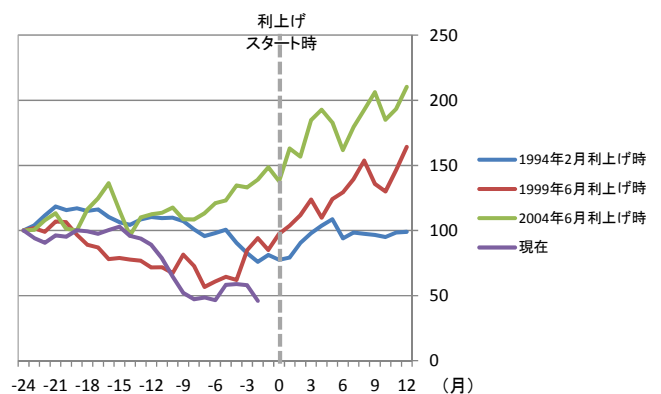
**(5)原油価格** 次に原油の動きである。足元では米政策金利の引き上げは、ドル建てで取引される原油価格の下落につながりやすい、との見方がある。過去 3 回の利上げ局面をみると、いずれも利上げ開始後は原油価格が上昇しており、必ずしも上記の見方に沿った動きとはなっていない。これは(1)これまでは米国が原油の輸入国かつ最大の消費国であったために、米国経済が堅調に推移している利上げ時期には原油価格も上昇しやすかった、(2)2004年6月利上げの際は、新興国ブームが原油高に寄与したということが考えられる。今回はシェール革命などを受けた米国の原油供給の増加、原油価格でも戦略的に減産を実施しない中東産油国の動きなどによって原油価格が下落しやすい環境にある。しかし、過去の教訓は利上げ開始後の原油価格は上昇ないし若干の上昇となっている。

**原油価格の下落の円金利への影響** 上記の為替のセクションでも見た通り、日銀の物価目標はエネルギー価格を含む指標であるため、原油価格が回復しない場合、日銀の2%目標の達成時期にも影響が出る可能性がある。7月15日に公表された展望レポートの経済・物価見通し<sup>3</sup>では、直近の原油価格下落については明確に考慮はされておらず、従来通り「1 バレル 60 ドルを出発点」として、「日銀の見通し期間(2015～2017年度)の終盤にかけて70ドル程度に緩やかに上昇していく」との「想定」がされている。仮に原油価格が60ドルを下回り続け、70ドル程度への上昇のパスがみられず、期待インフレ率にも影響を及ぼすことが明確となれば、日銀の追加緩和の議論が再燃するリスクがある。このため、期待インフレ率とそれが消費の買い控えなど実体経済へ影響を与えることがないかを注意深く見ていきたい。今後の日銀の金融政策決定会合(次回予定は8月7・8日)での質疑応答にも注目したい。

図表 24 原油価格の推移



図表 25 原油価格の推移



※ 網掛けは米国の連続利上げ期。

(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

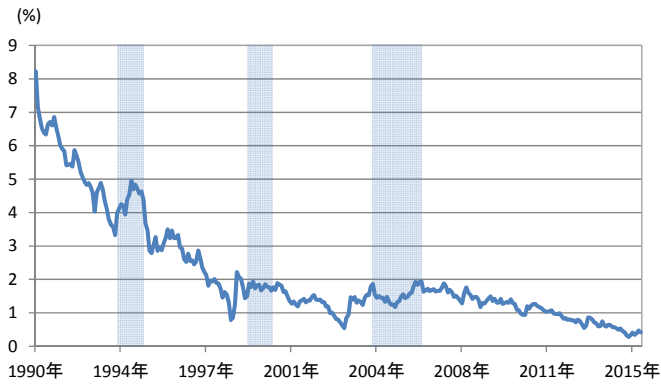
※ 各利上げ時期 24 ヶ月前=100、現在のサイクル 2013年9月=100

(出所) FRB、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

<sup>3</sup> 日銀の展望レポート(2015年7月)での原油価格に関する注意書きは以下の通り。「原油価格(ドバイ)については、1バレル60ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて70ドル程度に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015年度で-0.7~-0.8%ポイント程度、2016年度で+0.1~+0.2%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、当面マイナス幅を拡大した後、2015年度後半にはマイナス幅縮小に転じ、2016年度前半には概ねゼロになると試算される。」

(6)円 10 年金利 最後に円の 10 年金利であるが、利上げ開始後は若干の低下もしくはほぼ横ばいとなっている。日々の動きでは米国の金利動向に左右されようが、米の利上げ開始とともに明確な傾向が出るとは限らないであろう。

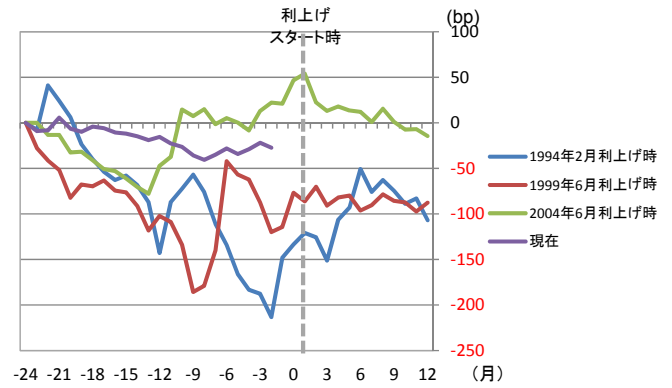
図表 26 円 10 年金利の推移



※ 網掛けは米国の連続利上げ期。

(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 27 利上げ前後の円 10 年金利の推移

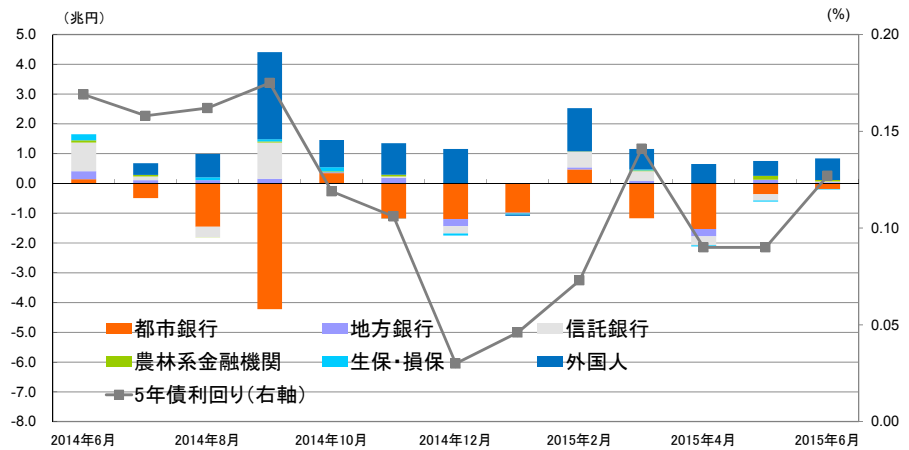


※ 各利上げ時期 24 ヶ月前=0、現在のサイクルでは 2013 年 9 月=0

(出所) FRB、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

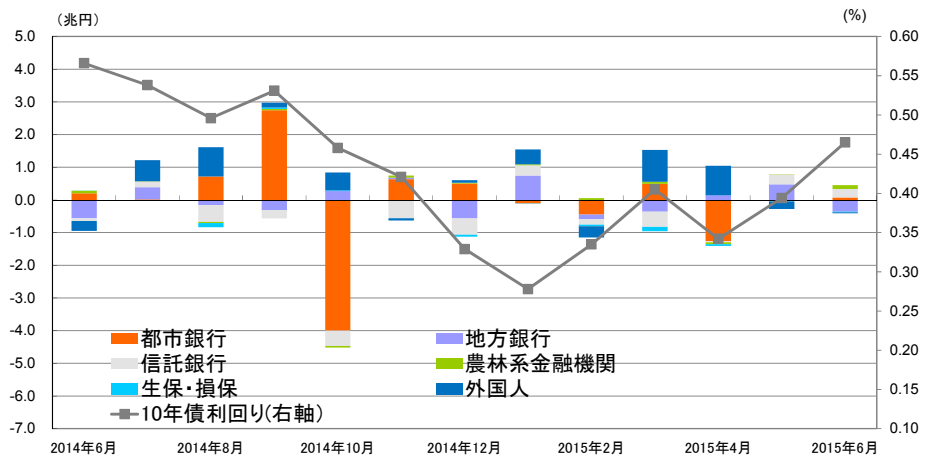
<参考> 国債投資家別売買動向

図表 28 中期債 (2014年6月～2015年6月)



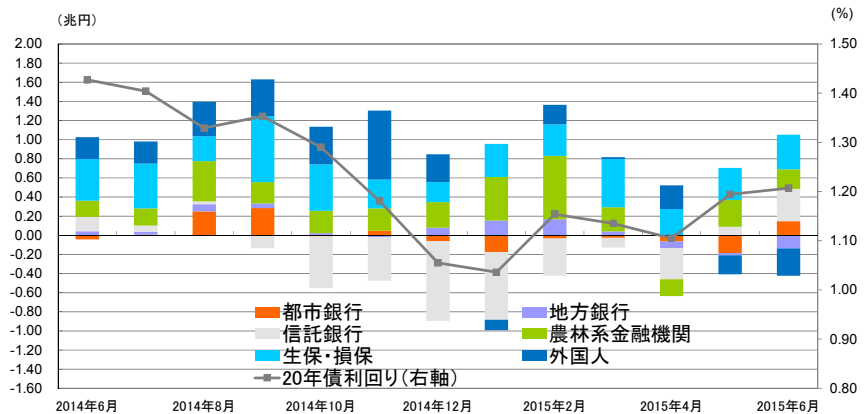
(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 29 長期債 (2014年6月～2015年6月)



(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 30 超長期債 (2014年6月～2015年6月)



(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部



## &lt;マーケットデータ&gt;

主要金利指標	2015年6月末	2015年7月末	変化幅(%)
無担保コール(翌日物、加重平均、%)	0.011	0.075	0.06
債券先物(中心限月、円)	146.970	147.500	0.53
日本国債(2年物、%)	0.009	0.010	0.00
日本国債(5年物、%)	0.127	0.100	-0.03
日本国債(10年物、%)	0.465	0.418	-0.05
日本国債(20年物、%)	1.207	1.168	-0.04
日本国債(30年物、%)	1.439	1.415	-0.02
円/円スワップ(2年、%)	0.154	0.141	-0.01
円/円スワップ(5年、%)	0.290	0.254	-0.04
円/円スワップ(10年、%)	0.634	0.591	-0.04
円/円スワップ(20年、%)	1.254	1.225	-0.03
円/円スワップ(30年、%)	1.484	1.461	-0.02
円LIBOR(6ヶ月物、%)	0.139	0.130	-0.01
全銀協TIBOR(6ヶ月物、%)	0.257	0.257	0.00
米国FFレート(%)	0.040	0.140	0.10
米国債(2年物、%)	0.643	0.731	0.09
米国債(3年物、%)	1.004	1.061	0.06
米国債(5年物、%)	1.648	1.627	-0.02
米国債(7年物、%)	2.079	2.011	-0.07
米国債(10年物、%)	2.353	2.259	-0.09
米国債(30年物、%)	3.124	2.935	-0.19
米ドルスワップ(2年、%)	0.904	0.965	0.06
米ドルスワップ(3年、%)	1.255	1.288	0.03
米ドルスワップ(5年、%)	1.787	1.760	-0.03
米ドルスワップ(7年、%)	2.145	2.069	-0.08
米ドルスワップ(10年、%)	2.464	2.345	-0.12
米ドルスワップ(30年、%)	2.940	2.748	-0.19
米ドルLIBOR(6ヶ月、%)	0.445	0.480	0.04

<2015年8月 主な行事日程>

日付	国	イベント	日付	国	イベント
8月3日	中国	Caixin 中国製造業PMI	8月17日	日本	GDP
	米国	ISM製造業景況指数	8月18日	日本	20年債入札
8月4日	日本	10年債入札		米国	住宅着工・許可件数
	米国	製造業受注	8月19日	日本	貿易収支
8月5日	米国	貿易統計		米国	CPI
		ISM非製造業景況指数			FOMC議事録
8月6日	日本	景気動向指数	8月20日	日本	公社債投資家別売買高
8月7日	日本	黒田日銀総裁、定例記者会見		米国	中古住宅販売件数
	米国	雇用統計	8月24日	欧州	Markitユーロ圏製造業PMI
8月8日	中国	貿易統計	8月25日	日本	40年債入札
8月9日	中国	CPI・PPI		独	IFO景況感指数
8月10日	日本	経常収支		米国	新築住宅販売件数
		景気ウォッチャー調査			S&Pケースシラー住宅価格指数
8月11日	日本	30年債入札			
	独	ZEW景況感指数	8月26日	米国	耐久財受注
8月12日	日本	日銀議事要旨	8月27日	日本	2年債入札
8月13日	日本	5年債入札		米国	GDP
	日本	機械受注			ジャクソンホール(30日まで)
	米国	小売売上高	8月28日	日本	CPI
8月14日	欧州	GDP	8月31日	日本	鉱工業生産
	独	ZEW景況感指数		欧州	CPI
	米国	鉱工業生産			

- 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