



SHINSEI BANK

# Reserch Monthly Report

2016年4月1日  
新生銀行 金融調査部  
MRFRD-20160001

## 4月金融調査月報:

### 政策が無風の中、米ドル円の居所を探る展開か

- 為替市場:米ドル高修正の継続性と原油価格の趨勢に注目
- 日本経済:経済対策ありき、経済指標で内容の見極めへ

## 為替市場:米ドル高修正の継続性と原油価格の趨勢に注目

### 3月の振り返り

米ドル一段高シナリオ放棄に伴う、持ち高調整が進んだ月。円は小動きとなった

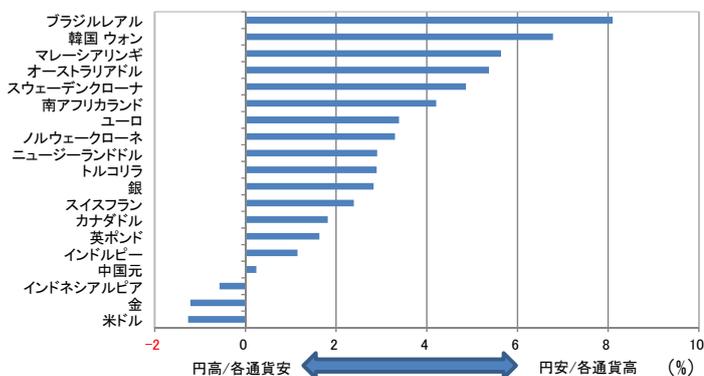
米ドル一段高シナリオ放棄に伴う、持ち高調整が進んだ月だった。こうして、中国元や資源価格は安定し、関連通貨も買い戻しが一層進んだ。また、先行して買われた円は小動きだったが、戻しが遅れていたユーロは3月に入り買い戻し基調が強まった。

3月の米ドル円相場は FOMC 後の急激な米ドル売りを受け一時 110 円 67 銭という年初来の円高水準となる場面もあった。月足で見れば、2月に続き2ヶ月連続で112円中盤以下が下ヒゲとなり、一層の円高期待を一旦遠ざける結果となっている。他方、円の安値も114円以上では定着できず、下値不安が完全に払拭できているわけでもない。

当面カタリストを模索する状況が続きそうだ。

図表1 各通貨・商品の変化率(対円、%)

(2016年3月1日~3月31日)



図表2 米ドル円為替レート(月足)

(2013年1月~2016年3月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査部

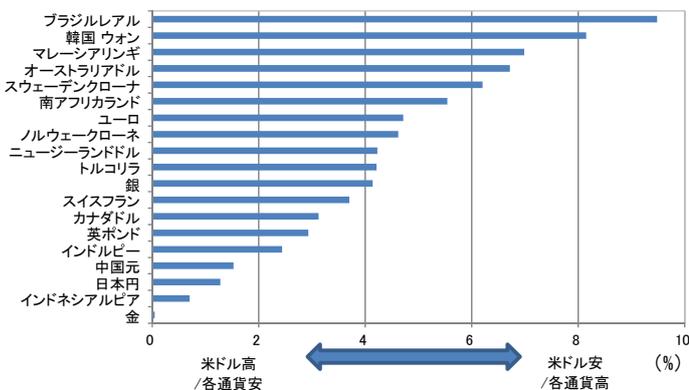
(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査部

対米ドルでは、値動きが111円～114円のレンジで推移したが、クロス円では、全般的に円安傾向。特に資源通貨に対しては、2月の円高分を取り戻した

米ドルの騰落表を見ると3月は米ドル安が全般的に進行した。特に、17日FOMC直後はメンバーの利上げ見通しが半減していた事から米ドル安が急激に進行した。一方、18日のブロード・セントルイス連銀総裁の「政策金利とバランスシートをより正常な水準に徐々に戻すことが賢明な政策」といった発言を皮切りに、各連銀総裁からは概ね米国のインフレ率や経済に対して比較的楽観的な見通しが相次ぎ、一時米ドルの買い戻しが進んだ。しかし、29日のイエレンFRB議長講演で、海外リスク、特に中国のこの構造転換をめぐる懸念や資源価格、特に原油安の資源国やエネルギー企業に与える影響を挙げ、利上げには相当に慎重な態度を見せた。このため、改めて米ドル安が進行し、月を通してみれば資源通貨中心に買い戻しが進み、米ドル高が緩和された月となった。

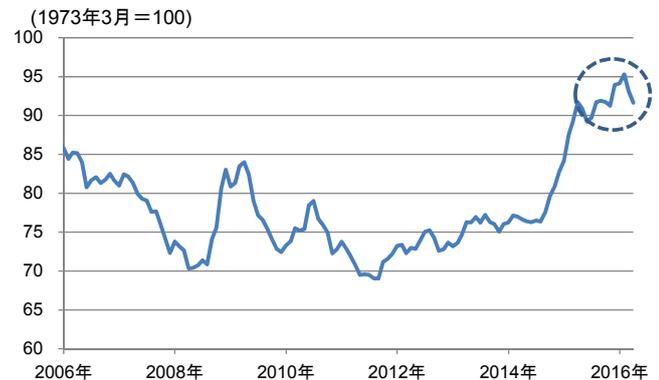
TWI(主要通貨ベース)で確認してみると、3月のFOMC後に90ポイントと昨年10月ぶりの水準までドル高が調整され、足元91ポイント台で推移している。とは言え、この10年で最も米ドルが高い水準で推移している事変わりなく、引き続き、米ドル高が何処まで調整されるのかも意識されるだろう。また、図のように昨年の利上げに向かって一段高となった95ポイント水準は上限として意識されやすいだろう。

図表3 各通貨・商品の変化率(対米ドル、%)  
(2016年3月1日～3月31日)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査部

図表4 TWI(貿易加重平均指数 対主要通貨ベース)  
(2006年1月～2016年3月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査部

対米ドルでは110円をつけた後の戻り高値で114円が超えられず、テクニカル上では円の高値が切り上がる可能性も否定できないように見えるが、それ以外のクロス円を見てみると、全般的に円が売られた。特に、豪ドル、ブラジルリアルといった資源通貨に対しては大幅にこうした通貨の買い戻しが進み、年初からの円高進行分の値を取り戻してきている。見方を変えれば、クロス円での円売りが対米ドル円での値動きを限定的にしたとも考えられ、今後の米ドル円の方角を考える上で、こうした資源通貨を含めたクロス円の値動きの方角性も考慮に入れる必要がありそうだ。

日米の金利差と米ドル円レートの推移とにかい離のある状況が継続

金利差の状況を確認すると、日米の金利差は2年で100ベース程度、10年で200ベース程度が維持されている。過去と比較すると、金利差と米ドル円レートの推移とにかい離のある状況が継続している。

図表5 米ドル円為替レートと日米金利差  
(2015年9月～2016年3月)

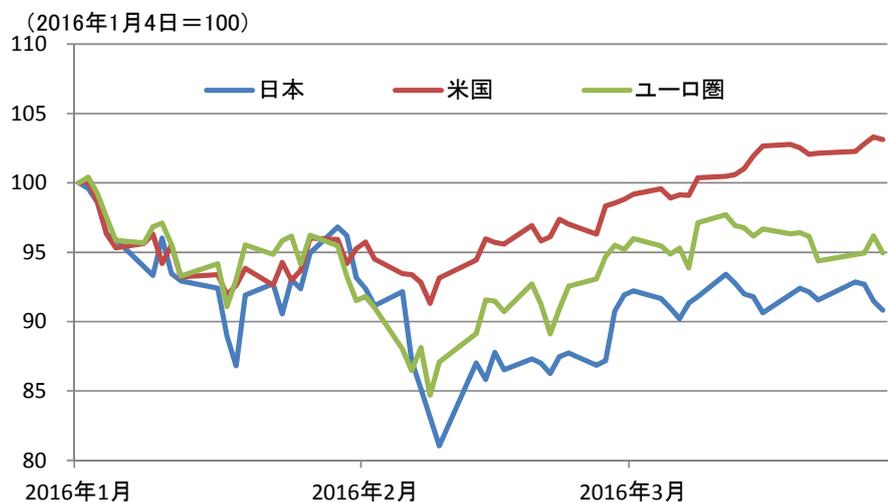


(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査部

戻りの鈍い日欧株価

米ドル高調整の継続は、そのまま原油価格の落ち着いた動きにも一役買った格好となっており、連動性の高い米国株式市場は年初からの下げをほぼ取り戻して終了した。一方、対照的だったのが日欧の株価で、共に年初の高値からの下げの内、未だ5割から6割程度しか戻せていない。また、通貨もユーロ、円共々年初よりも6%程度通貨高推移となっている。米ドル円と日経株価との相関は未だ高い状況が続いており、株価の戻りを鈍くする一因となっていることが伺える。

図表6 日米欧の株価推移  
(2016年1月～2016年3月)

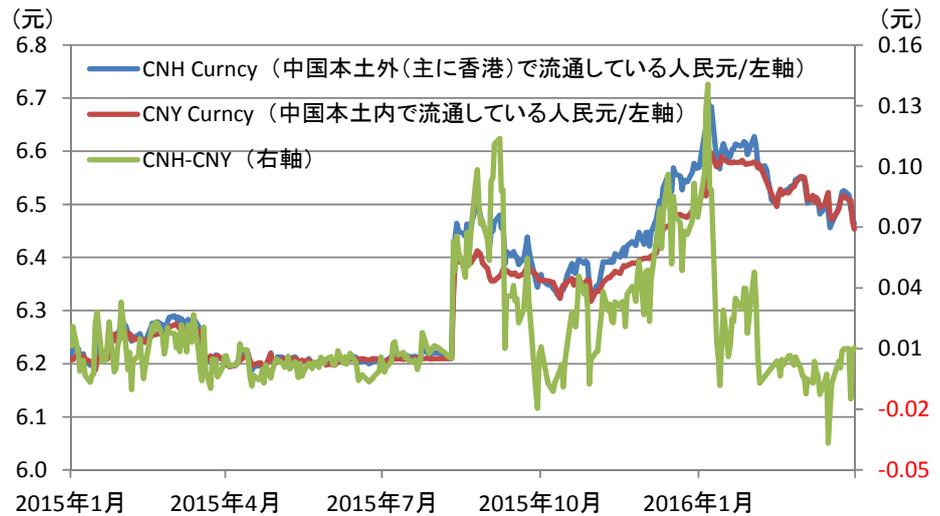


(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査部

米ドル安傾向継続の  
コンセンサス形成に  
向かい、中国元の動  
きや経済指標から市  
場の関心は薄れた

3月は米ドル安傾向の継続のコンセンサスが形成されるに従い、原油価格や中国元の動きにも落ち着きが見られた。特に中国元は月を通して買い戻し基調となった。サウジアラビアの通貨リヤル（Riyal）は米ドルペッグ離脱の思惑が強まっていたが、こうした思惑も3月にはほぼ解消したとも言われている。4月以降は、こうした、「中国」、「原油」といったキーワードの動きが引き続き落ち着くかどうか、ポイントとなる。

図表7 米ドル中国元相場  
(2015年1月～2016年3月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査部

#### 4月の為替市場の注目ポイント

5月の伊勢志摩サミット、6月の英国民投票、7月の米大統領候補者指名が見込まれる共和党、民主党の各全国党大会と、世界経済に長期的に影響を与えそうな大きなテーマが来月以降予定されているが、今月は比較的カタリストとなり得るイベントに乏しそうだ。

足元のリスクセンチメントの均衡は中国元相場と原油価格の安定と米ドル高のスピード修正によって保たれている。円を取り巻く環境としては、米ドル高の調整は円の安値を限定させるが、原油価格が安定していれば3月の市場動向に見るように資源通貨が底堅く推移し、対円でも円が売られやすく、クロス円での円安が進む。このため、対米ドルでの値動きは限定的となる。

一方、1～2月に見てきたように、原油価格が需給ギャップの一層の拡大不安といった理由から下落すると、市場のリスクセンチメントが悪化し全面的な円高となりやすい。

こうしたことから4月は米ドルの趨勢を占う上で、月末28日のFOMCに向けた米国の経済動向と、17日にカタールで予定されている産油国会合に向けた原油価格動向の2点に注目したい。

足元のリスクセンチメントの均衡は、中国元相場と原油価格の安定と米ドル高のスピード修正によって保たれている

#### 4月17日のカタール で予定されている、産 油国会合

注目ポイントは、この会合の開催意義が保てるかどうかということにありそうだ。つまり、主要生産国の参加が確認できるかどうか注目となる。1日現在で、増産余力の極めて高いと言われているイランとリビアの参加が表明されていない。今月は、大幅反発した3月の原油価格が4月も維持されるのか、サプライサイドの態度が注目される。

仮に、ふたたび価格が下落基調となると、リスクセンチメントが再び悪化、株式市場や資源通貨にも下落圧力がかかりやすいだらう。

図表 8 NYダウ平均株価とWTI原油価格  
(2016年1月～2016年3月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査部

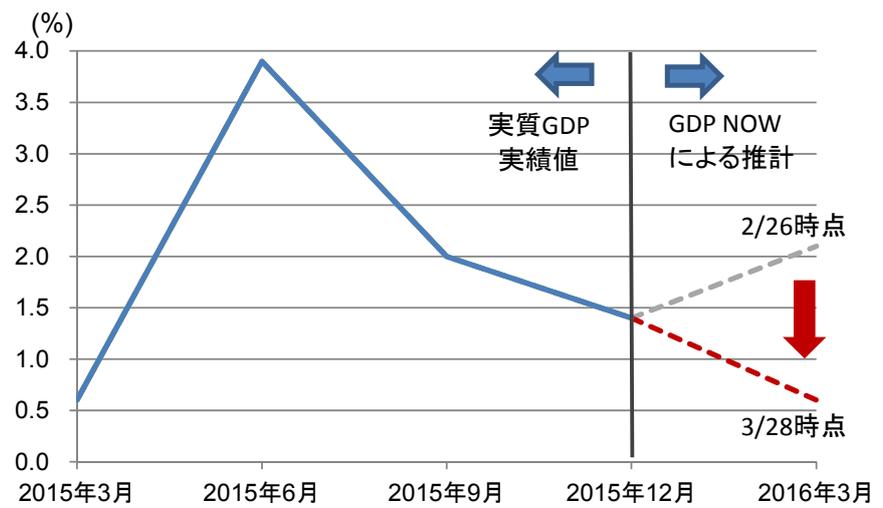
#### 4月1日雇用統計、 13日小売売上高、そ して27、28日の FOMC、そして29日 の個人所得と個人消 費支出に注目

3月のFOMCで発表されたドットチャートでは、それまで年に4回程度と予想されていた米利上げが、2回程度に下方修正された。足元のFF金利先物市場では、年1度程度しか織り込んでおらず、市場の見通しとFRBの間にはまだギャップが存在する。今後は6月に向かってドットチャートの下方修正があるのかが注目となるだろう。

米国の実体経済に目を向けると、改善傾向が続く労働市場と底堅い消費が米経済を下支えていることは周知だが、精度が高いと評されているアトランタ連銀が推計した米第一四半期の実質GDP予想値は月初の2%台から、3月28日に改定した予想値が0.6%と大きく低下した。この理由として、3月15日発表となった小売売上高の勢いが幾分衰えた事、また3月28日に発表された2月の個人所得、個人消費支出の伸びが大幅鈍化したうえ、冴えない輸出がマイナス寄与分を増加させたようだ。

今月は、こうした景気の減速傾向が一層強まるのかが注目されよう。その上で、月末近く開催されるFOMCで改めて、メンバーの利上げへのスピード感に注目があつまるだろう。米ドル高修正が一層続くかどうか、原油価格の趨勢と共に、円の立ち位置を決めるだけに注目したい。

図表 9 米国実質 GDP(前期比年率換算)と GDPNOW  
(2015年3月～2016年3月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査部

## 日本経済: 経済対策ありき、経済指標で内容の見極めへ

### 予算成立直後に経済対策の表明

3月29日に2016年度予算が成立したことを受けて、安倍首相は同予算の前倒し執行と5月下旬のサミット前後での経済対策の策定を表明した。通常の経済対策ではGDPを中心とした経済指標の悪化や円高・株安といった金融市場の混乱を受けて策定されるが、今回は順番が逆である。つまり、あらかじめ経済対策の実施が決まっている中で、今後の経済指標を見極めて来年4月からの消費増税の延期・凍結・減税、補正予算の規模などが議論される展開となろう。

### 2期連続のマイナス成長の可能性

弊部では、5月18日に公表される2016年1-3月期のGDPは前期比▲0.1%、年率▲0.5%と予想している(図10、11)。主因は消費の不振。設備投資や輸出の極めて弱い反発に留まるとみている。やや消費を弱めにみており、市場コンセンサスは弊部の予想よりは強くなる可能性はあろう。

図表10 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	2.2	0.5	0.7	▲0.1	3.2	1.1
	2015Q1	4.6	1.1	0.2	2.9	2.1	1.9
	2015Q2	▲1.4	▲0.4	▲0.8	▲1.1	▲4.6	▲2.5
	2015Q3	1.4	0.3	0.4	0.7	2.6	1.3
	2015Q4	▲1.1	▲0.3	▲0.9	1.5	▲0.8	▲1.4
予測 ↓	2016Q1	▲0.5	▲0.1	▲0.1	0.2	0.2	0.3
	2016Q2	▲0.7	▲0.2	▲0.1	0.6	0.4	1.3
	2016Q3	2.1	0.5	0.1	0.5	1.1	0.2
	2016Q4	2.9	0.7	0.8	0.8	0.8	1.2
	2017Q1	2.5	0.6	2.1	0.8	0.9	2.9
	2017Q2	▲5.9	▲1.5	▲4.3	0.8	0.9	▲2.6
	2017Q3	0.4	0.1	0.4	0.5	0.7	0.5
	2017Q4	1.0	0.3	0.4	0.4	0.9	0.2
	2018Q1	1.7	0.4	0.3	0.3	0.8	0.5

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

図表11 年度のGDPの見通し

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
		名目GDP	実質GDP	実質民間最終消費支出	実質民間住宅投資	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	消費者物価(生鮮食品除く総合)	同左(消費税の影響を除く)	完全失業率	通関原油
		前年度比(%)	前年度比(%)	前年度比(%)	前年度比(%)	前年度比(%)	前年度比(%)	前年度比(%)	前年度比(%)	前年度比(%)	%	ドル/バレル
実績 予測 ↓	2014年度	1.5	▲1.0	▲2.9	▲11.7	0.1	7.8	3.3	2.83	0.83	3.5	92.9
	2015年度	2.1	0.6	▲0.5	2.6	2.1	0.3	▲0.2	▲0.02	—	3.3	48.8
	2016年度	0.7	0.6	0.4	1.0	2.7	2.3	2.7	0.19	—	3.0	37.5
	2017年度	▲0.0	▲0.3	▲1.9	▲5.7	2.5	3.5	0.8	1.34	0.04	3.0	42.5

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

## 閏年効果で見た目のGDPは高い可能性

本年は閏年に当たり、2月の日数が通常よりも1日多く、単純計算では経済指標を29日÷28日=3.6%分押し上げる効果を持っている。ほとんどの統計ではその分を差し引く形で季節調整が実施されるが、GDPにはそうした調整がされない。このため、仮に5月18日に内閣府が公表するGDPの数字が強く出たとしても閏年効果を除いた実体経済は悪いとの見方から消費増税の延期・凍結・減税のオプションが取られる可能性がある。

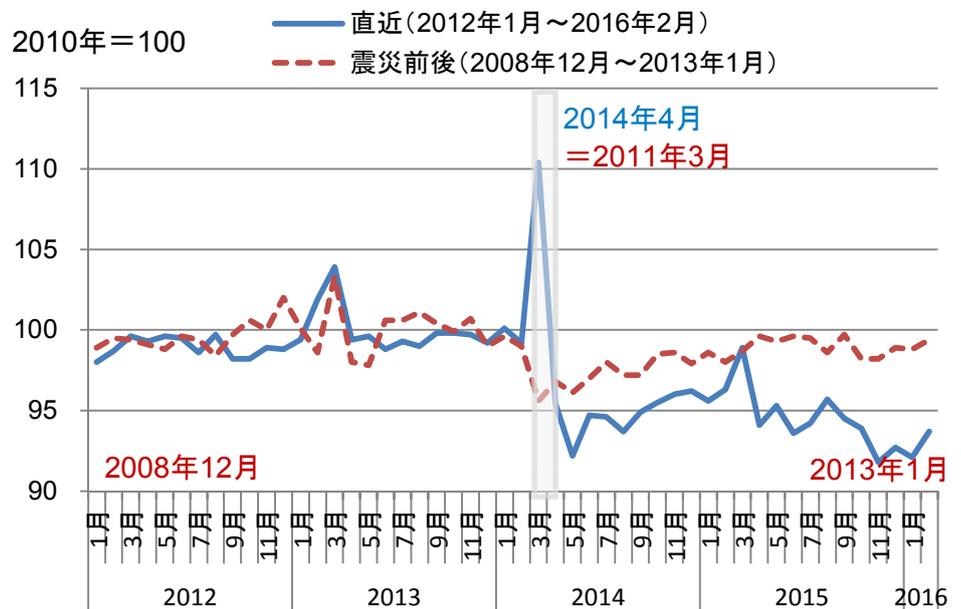
## リーマンショック級の事態とは？

なお、増税延期に関する報道が増加しても、安倍首相が「リーマンショック級、震災級のことが起こらない限り予定通り2017年4月からの消費増税を実施する」と表明していること、足元の金融市場において一時の円高・株安の動きに一服感がみられることから、現在の日本経済は首相が言う条件に合致しないのではないかとの見方がある。

しかし、家計調査の動きをみると震災時よりも消費は弱い動きを示している(図12)。2014年4月の増税時と2011年3月の震災発生時を重ねて、実質消費(季節調整済み)の動きをみている。これによると、そもそも消費増税後の落ち込みは震災時よりも深く、その後の回復の動きも鈍いことが伺える。

## 震災後よりも弱い増税後の消費の反発

図表12 震災後を下回って推移する消費:増税後の消費の動きは震災後の回復よりも鈍い:家計調査(実質消費支出、季節調整済み指数)



(出所) 総務省、新生銀行 金融調査部。

## 8%への増税による社会保障不安の払しょく効果は限定的か

また、震災後と比較すると、円高の修正、雇用市場の改善など消費を後押しする材料が増えているにもかかわらず消費は軟調であり一層深刻な事態であろう。また、増税によって将来不安を払しょくするという効果も期待されていたが、5%から8%への増税時にはそうした効果は少なくとも明確には確認されない。

---

## 増税延期がコンセンサスでも市場の反応は薄い

---

こうした消費の弱さをうけてか、市場では予定通りに増税が実施されないことがコンセンサスとなりつつあり、海外の市場も FRB の利上げペースの鈍化、原油価格の反発を受けてなお、円安・株高といった日本の金融市場の戻りは鈍くなっている。

---

## 増税延期以外のオプションも選択肢

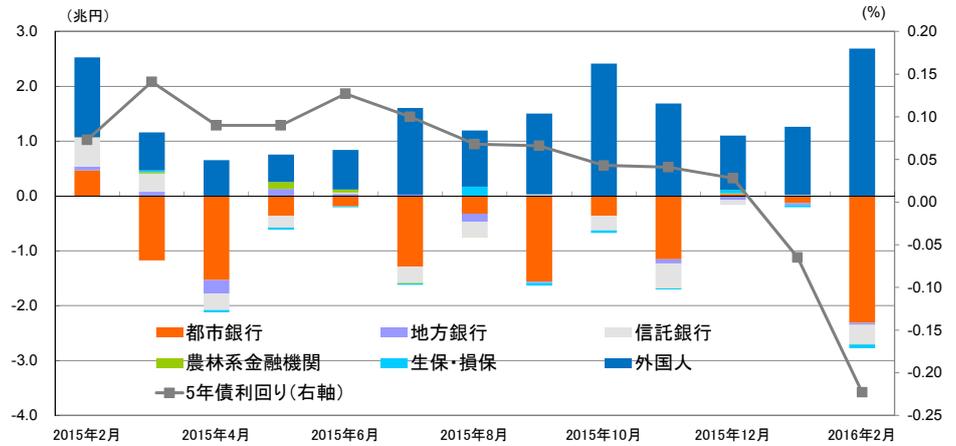
---

このことは、前回（2014 年 11 月の増税実施時期の 1 年半の延期決定）の延長線上で消費増税を延長するだけでは安定的な景気拡大に不十分な公算が大きく、延長以外の凍結や減税といったオプションも視野にいれておいた方が良いであろう。

なお、政治的には 4 月 24 日に実施される北海道の補欠選挙において与党の苦戦が伝えられ、これに敗北すると安倍首相は解散が打ちづらくなるのではないかと見方がある。しかし、安倍政権発足以降、これまでも補欠選挙では与党の取りこぼしが目立つものの、総選挙や国政選挙では勝利しているため、よほどの酷い大敗でない限りは解散の可能性は残るであろう。

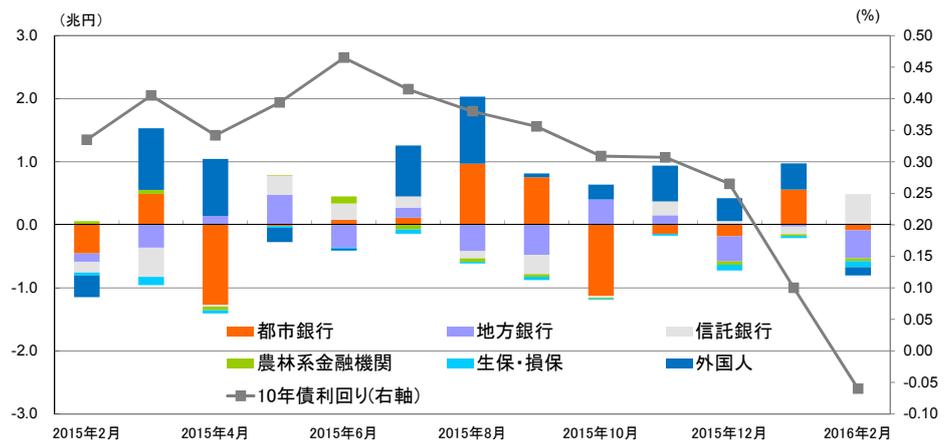
<参考> 国債投資家別売買動向

図表 13 中期債 (2015年2月～2016年2月)



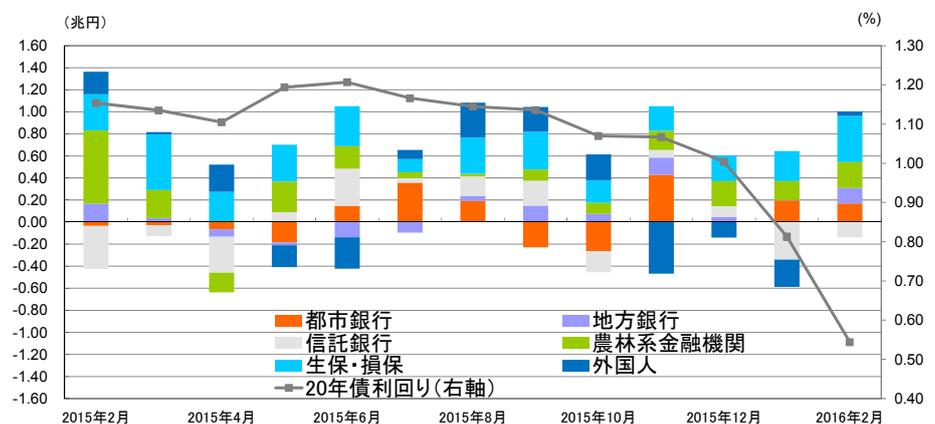
(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融調査部

図表 14 長期債 (2015年2月～2016年2月)



(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融調査部

図表 15 超長期債 (2015年2月～2016年2月)



(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融調査部

## ＜マーケットデータ＞

主要金利指標	2016年2月末	2016年3月末	変化幅(%)
無担保コール(翌日物、加重平均、%)	-0.001	-0.004	-0.00
債券先物(中心限月、円)	151.590	151.910	0.32
日本国債(2年物、%)	-0.235	-0.210	0.03
日本国債(5年物、%)	-0.223	-0.223	0.00
日本国債(10年物、%)	-0.060	-0.092	-0.03
日本国債(20年物、%)	0.544	0.385	-0.16
日本国債(30年物、%)	0.855	0.489	-0.37
円/円スワップ(2年、%)	-0.175	-0.094	0.08
円/円スワップ(5年、%)	-0.134	-0.060	0.07
円/円スワップ(10年、%)	0.114	0.150	0.04
円/円スワップ(20年、%)	0.628	0.493	-0.13
円/円スワップ(30年、%)	0.824	0.603	-0.22
円LIBOR(6ヶ月物、%)	-0.006	0.020	0.03
全銀協TIBOR(6ヶ月物、%)	0.163	0.163	0.00
米国FFレート(%)	0.270	0.380	0.11
米国債(2年物、%)	0.774	0.860	0.09
米国債(3年物、%)	0.892	1.032	0.14
米国債(5年物、%)	1.212	1.365	0.15
米国債(7年物、%)	1.517	1.675	0.16
米国債(10年物、%)	1.735	1.886	0.15
米国債(30年物、%)	2.616	2.664	0.05
米ドルスワップ(2年、%)	0.830	0.965	0.13
米ドルスワップ(3年、%)	0.924	1.097	0.17
米ドルスワップ(5年、%)	1.134	1.323	0.19
米ドルスワップ(7年、%)	1.336	1.521	0.19
米ドルスワップ(10年、%)	1.575	1.744	0.17
米ドルスワップ(30年、%)	2.086	2.175	0.09
米ドルLIBOR(6ヶ月、%)	0.886	0.905	0.02

(出所) Bloomberg

## ＜2016年4月 主な行事日程＞

日付	国	イベント	日付	国	イベント
4月5日	日本	10年債入札	4月20日	米国	中古住宅販売件数
	米国	ISM非製造業	4月21日	日本	20年債入札
貿易統計		欧州		ECB金融政策決定会合	
4月6日	米国	FOMC議事録	4月22日	欧州	製造業PMI
4月8日	日本	経常収支	4月24日	日本	衆議院北海道第5区選出議員補欠選挙
		景気ウォッチャー調査		4月25日	日本
4月11日	日本	機械受注	独		IFO景況感指数
	中国	CPI・PPI	米国	新築住宅販売件数	
4月13日	中国	貿易統計	4月26日	米国	耐久財受注
	米国	小売売上高			ケースシラー住宅価格指数
4月14日	日本	30年債入札	4月26日	米国	消費者信頼感指数
	米国	CPI			製造業受注
		G20財務大臣・中央銀行総裁会議(～15日)			FOMC(～27日)
4月15日	中国	GDP	4月27日	日本	2年債入札
	米国	鉱工業生産			日銀金融政策決定会合(～28日)
		IMF・世界銀行春季総会(～17日)	4月28日	日本	黒田日銀総裁記者会見
4月17日		OPEC加盟国及び非加盟主要産油国会合			CPI
4月19日	日本	5年債入札	4月28日	米国	鉱工業生産
	独	ZEW景況感指数			GDP(速報値)
	米国	住宅着工・許可件数			4月29日
4月20日	日本	公社債投資家別売買高	GDP(速報値)		
		貿易統計			

(出所) Bloomberg、各種資料より新生銀行金融調査部作成

- 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