Market Monthly Report

2015 年 9 月 1 日
新生銀行　金融市場調査部
MRMRD-20150011

9 月金融市場月報：　中国金融市場動揺の影響は？[1]

― 為替市場：円は再びリスクオフ、リスクオンでの売り買いに回帰
― 債券市場：中国の景気対策の効果不足で金利低下圧力へ

9 月の為替見通し

8 月の振り返り

8 月 11 日に突然市場の需給を反映した価格決定へ移行した人民元市場が相場の中心に

8 月 11 日に突然市場の需給を反映した価格決定へ移行した人民元市場が相場の中心に

前月来、米国政策金利の 9 月引き上げが市場で確実視されるに従い、円は円安レンジの上限近く 124 円をはさんだ展開となっていた。前日までと異なり突如 8 月 11 日に中国人民銀行が、CNY（国内の人民元レート）の値決めを実勢に近い元安水準で値決めをした折にも、当初円安傾向にあまり変化はなく、12 日東京時間には今年 2 番目の安値となる 125 円 23 銭をつけたが、米国株式市場の上値が重たくなると、年初来安値からは買い戻され 124 円台前半での推移となった。当初材料に対する円の値動きは、わかりにくかった。一方、比較的影響経路がはっきりしている通貨は、当初からストレートな反応が見られた。中国の事実上の通貨切り下げから競合商品の輸出競争力を失うとの発想から、もともとドル高が進んでいた ASEAN 通貨に対する売りは一層強まり、中でも外貨準備高の減少スピードが速いマレーシアリンギットは 8 月に入ってから下落幅が大きくなっている。また、ベトナムは、12 日と 19 日の 2 度にわたり取引バンドを拡大し、事実上の通貨切り下げに踏み切った。
一方のユーロは、ギリシャ問題に一区切りがつくと共に、ドイツを中心に景気の底入継続傾向が確認できた月だった。このためユーロは買い戻し傾向が続き、対円でも 139 円を伺う動きが続いていた。

過去 20 年間で見ると値幅で歴代 7 位、変動率で歴代 11 位を記録した 8 月 24 日のドル円相場

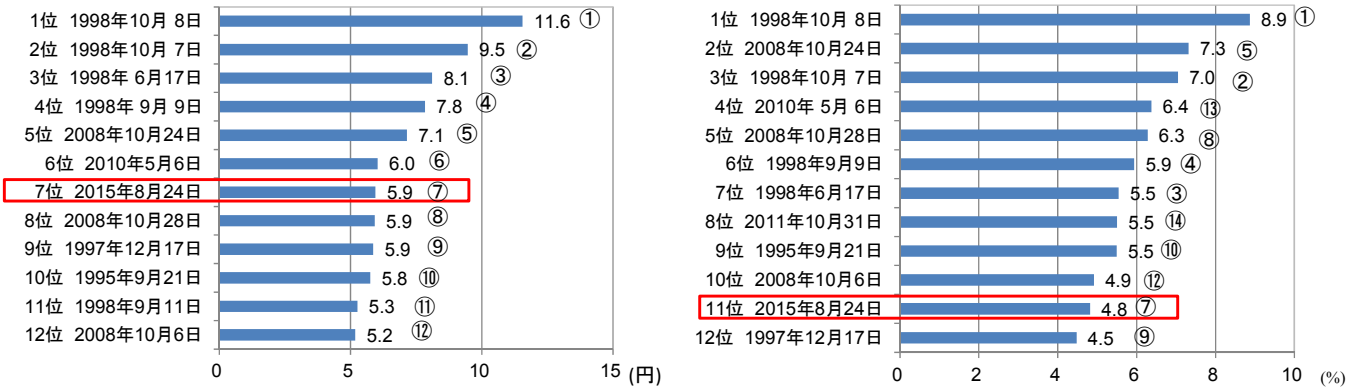
1 日の値動きが、過去 20 年間でみると値幅で歴代 7 位、変動率で歴代 11 位を記録した 8 月 24 日のドル円相場

円高方向に傾き始めたのは、8 月 18 日に上海株が下落基調を強め、NY市場をはじめとした世界各国の株式市場が連れ安になり始めてからとなった。
市場では、下落傾向の止まらない上海株式市場が落ち着くためには、何らかの政策（日米

[1] これまで全体、為替市場、債券市場の３部構成としてきました。今月のレポート以降、より各市場に即した分析・見通しを充実させるため為替市場と債券市場の２部構成とすることに致しました。

欧に比して突出して高い状態になっている中国国内の実質金利を低下させる政策等）が期待されていたが、週末にかけて中国当局から動きがなかったことから翌 24 日月曜日は、世界的規模で株式市場や新興国通貨の売りが収まらず、NY時間にダウ工業株平均が寄り付き 1000 ドル超の下落となったことから円は 116 円 18 銭と大幅高となった。週明け東京時間に 122 円で取引開始された円は、その後わずか 12 時間程で今年 1 月の原油急落時につけた 115 円 86 銭を試しに行く動きとなった。1 日の値動きが 5 円 85 銭となった 24 日のドル円市場は、過去 20 年間の 1 日の値幅では歴代 7 位、変動率でも歴代 11 位を記録するほどの大相場だった。

図表 1　米ドル円為替レート　値幅・変動率ランキング
（左図　値幅、右図　変動率　1995年9月～2015年8月）



①ロシア危機：25年ぶり急落、「べつに心配していない」（宮沢蔵相）	⑧日銀、利下げ期待
②ロシア危機：「過度の円安が是正されている動き」（野中官房長官）	⑨政府日銀、ドル売り介入
③日米ドル売り協調介入（榊原財務官）	⑩新経済対策市場に評価されず（日）
④金融緩和：無担保コール誘導目標下げ（速水総裁）	⑪モニカルインスキー不倫疑惑に関する報告書議会提出（米）
⑤リスクオフ：特に材料ない中、キャリー取引の手仕舞い	⑫欧州金融危機懸念：ユーロ大幅安、米国型包括的金融救済案合意至らず
⑥ギリシャ危機	⑬欧州債務懸念
⑦中国元安誘導	⑭政府日銀、ドル買い介入

（出所）Bloomberg、新生銀行　金融市場調査部

日本の大規模量的緩和政策開始以降で最大級のVIX指数上昇時に確認できた事。

避難先としての役割が健在だった円

避難先としての役割が健在だった円

筆者は丁度 19 日から香港・上海に出張していたのだが、今回投資家のコメントで印象に残ったのは、「日本の市場は、米国、英国と共に、市場規模もあり流動性が高く、且つ自由な取引を保障している点が非常に投資先として有望だ」という意見だった。足元の動揺が収まった後の投資先を検討する際、日本（株式市場）は有望な投資先候補だとの意見が聞かれた。避難通貨としての役割は健在だと実感した。

24 日の相場は、現在の量的緩和政策が採られて初めて VIX 指数がリーマンショック時レベルまで上昇するような市場の動揺が起こった日だった。こうした折には、円買い整理となることが確認できたことは今後の参考となろう。

テクニカルには、120円以下は底堅い印象

テクニカルには、120円以下は、底堅い印象となった。

25 日に中国が預金金利と広範囲な貸出金利引き下げや準備預金率の引き下げ（多くは 9 月 6 日以降）の政策を発表すると、市場の動揺は半減。一時 50%以上をつけたVIX指数も25～30%程度まで低下した。ドル円も 125 円 28 銭から 116 円 18 銭までの下落の戻しのポイントである 121 円 80 銭を 28 日に回復して終了。125 円は遠くなったものの、月足としては121円以下がヒゲとなり、それなりに底堅さも維持して 8 月を終えた。

米国利上げが 9 月にあるのか否かがポイントに

9 月の注目ポイント

米国利上げが 9 月にあるのかないのかが、ポイントに

今年に入ってからの市場のコンセンサスは、米国が年内に利上げをする事だったといえる。我々は、米経済の動向にせよ、海外情勢にせよ、究極的には利上げのタイミングを計るために注目してきたといってもいい。いよいよ、利上げまで秒読み段階に入ったところで起こった中国発の世界の金融市場動揺が、米国金融政策に影響を与えるのかどうか。9 月もこのテーマが市場の関心の中心となろう。それによって為替の水準も調整されるため、注目だ。

中国上海株の底入れが確認できるか

市場全体に影響を与える中国上海株の動向は引き続き注目だ。

上海株は、下げ足を早めた 18 日の 4000 元台から目先の底をつけた 26 日の 2850 元までの下落の戻りの目処まで価格が回復していない。一方、NYダウ平均株価は 17500 ドル台から 15370 ドルの下落幅の半値戻しを終えている。5 月の高値からの戻りでみても 3 分の 1 戻しを達成している。日本株もピークの 20946 円から 17714 円の 3 分の 1 戻しを達成しており調整局面入りしている。上海株も、まず戻し目処の 3300 元程度が達成できれば、一段の下値不安が軽減される。他の市場も含め一旦の底打ち感が広がりやすいと見ている。

円は再びリスクオフ、リスクオンでの売り買いに回帰

9月の注目イベント

円は再びリスクオフ、リスクオンでの売り買いに回帰

円は中国金融市場への不安が増幅しリスク回避的な動きになると円買い。アメリカの利上げ見通しが強まると円売りの整理が基本となって推移しそうだ。実際、6月頃から、VIX指数と円の値動きの相関性は高まり始めており、8 月においては、VIX指数の動きで 9 割以上ドル円の動きが説明できる。

その観点からは、市場の恐怖心を取り除くイベントとなりうる 9 月 4～5 日のG20 の各国協調の確認や中国の一層の金融緩和や、株価対策の用意があるかどうかもポイントとなろう。

米国指標では、9 月 16～17 日のFOMCに向かって 15 日の 8 月小売売上高までの経済指標は一つ一つ注目となる。

ドル円は、122 円を超えてくると、戻し目処以上の円安回帰となり、再び 120 円半ばを中心

とした推移に戻る可能性が出てくる。一方、120 円を再び割ってくると、2012 年からの調整機運が高まりやすい。現状円については、8 月 17 日に発表された第二四半期の成長率や、31 日に発表された 7 月の鉱工業生産での生産見通しが示すように日本経済は期待するほどに強くなく、浜田内閣参与が 25 日にコメントしたようにどこかで一層の金融緩和が必要になると市場参加者の多くも受け止めている。このため、中長期的な円安見通しは、依然根強い。日本の物価動向や、日銀の緩和姿勢が市場の関心事となる場面も今後あると思われるが、今月はまず、世界経済の 2 大国の株価、金融政策動向の行く末が注目となりそうだ。

今回の背景　ー解消過程にある新興国を中心としたドルのキャリートレード

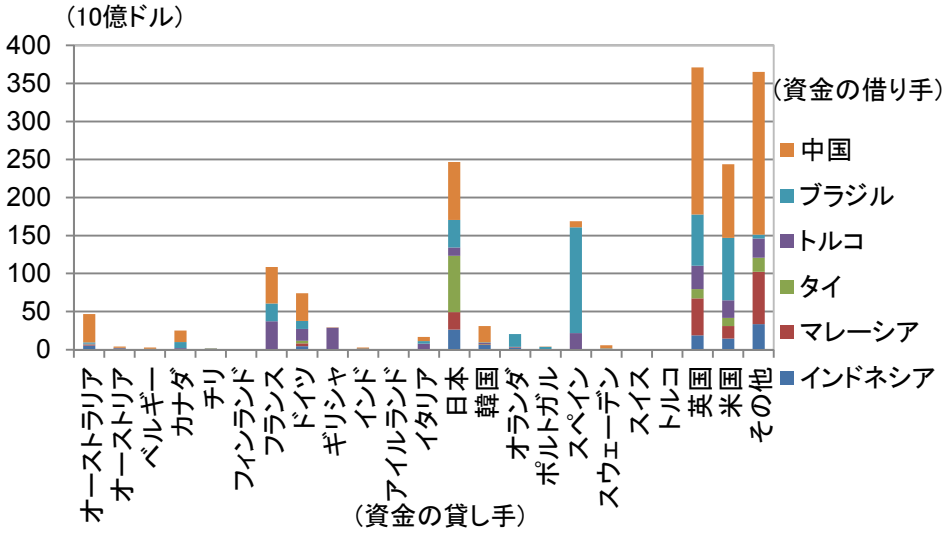
長期的な視点での現状の背景と今後のポイント

今回の背景　ー解消過程にある新興国を中心としたドルのキャリートレード

足元起こっていることは、1990 年代に起こったメキシコ危機やアジア危機の発端と殆ど同じ構図である事がいえよう。一言で言ってしまえば、バランスシート上の通貨のミスマッチだ。つまり、長らくのドル安/米金利安という環境下、通貨の変動が殆どないことを前提とした投資が特に中国を中心とした金融市場で起こっていたと推測される（いわゆるドルのキャリートレード）。ただ、こうしたポジションは既に米金利利上げ準備や中国国内の金融緩和により国内調達環境の改善が見られ、昨年来徐々に縮小されつつあった（と考えられる）。しかしながら、今回の市場の動揺を見る限り、相応の残高があった可能性があろう。BISが発表した 6 月の四半期のレビューによれば、2015 年 3 末時点で、の米国外でのドル建てでの債券の発行額は、8 兆 6280 億ドルにのぼる。2009 年の金融危機時からみて、3 割強増えた。また、今年 1 月に発表されたBISのワーキングペーパーによれば[2]、2009 年以前では、米国外のドル調達の主体は、欧州や日本といった先進国中心だったが、それ以降では新興国向けの伸びが顕著であることを指摘している。同じくBISが公表している 25 カ国の新興国向けの与信状況を見ると、中国向けは他国比相応に大きいことが確認できる。経済規模に鑑みれば、こうした与信状況も違和感なく、同様にドルの調達も相応の規模であったと予想しても良いだろう。現在、こうしたいわゆる緩和マネーが世界の金融市場に与える影響を測る努力が行われている。

[2] BIS working papers No483, Global dollar credit: Links to US monetary policy and leverage

図表 2　新興国向けの与信状況
（2015年3月末）



※資金の出し手は上記25か国。金融機関の本社の所属する国籍で区分。
資金の借り手ごとの合計金額　中国 7,620億ドル、ブラジル 4,000億ドル、トルコ 2,070億ドル、マレーシア 1,640億ドル、タイ 1,210ドル、インドネシア 1,130億ドル
与信には、①クロスボーダー与信（国境を超える現地通貨建て・非現地通貨建て）、②海外における非現地通貨建て現地向け与信、
③海外における現地通貨建て現地向け与信が含まれる。

（出所）BIS（国際決済銀行）、新生銀行　金融市場調査部

売りが加速した背景－元の国際化プロセス中の必然か

売りが加速した背景－元の国際化プロセス中の必然か

このタイミングで一気に動きが加速した事については、中国の SDR 参加準備に伴う CNY(人民元)の市場需給に合わせた変動の許容という方向性が確認されたことが挙げられよう。現在の中国は、2013 年 11 月の三中全会において改革を打ち出し、経済については市場の役割を重視する方針を打ち出して以来、広範囲な改革の流れが続いている。今回の動きも結果的に世界の金融市場に動揺を与えてはいるものの、安いドルをテコにしたドルキャリーも過去の各国の経験からみれば、永続的ではなかった中での改革途上、通貨で言えば、人民元の国際化プロセス中の必然であったと言えるのではないか。

過去数年に渡る裁定取引解消には、時間がある程度必要

過去数年に渡る裁定取引解消には、時間が必要

足元では、米中の景気動向の違いから金融政策の方向性に非対称性が日本と同様に見込まれており、市場の需給に任せれば元安傾向が自然な流れとなる。このため先々の元安期待から、元高ないしは横ばいを前提とした裁定取引の解消が一気に起こった可能性があると考えている。この裁定取引は通貨だけに関わらず、商品を担保にした取引も含め、かなり広範囲であった可能性が高い。こうした裁定の解消は、現在デッドスワップが進行中の地方政府の借り換えを含め、時間がある程度必要だろう。いわゆるバランスシート調整であるため、この間、企業は借り入れ返済を優先し、金融機関は与信に慎重になる傾向となる。こうしたことから成長は制約されやすく、この期間の中国の成長率は実績よりも低めに推移すると見積もるのは自然だ。

過去のメキシコやアジア諸国が経験した状況と違うのは、それが経常収支の黒字国、世界一の外貨準備高を有する純債権国で起こったことだ。このため、スムージング目的と思われる人民元買いドル売り介入をしている動きが市場で意識されても、中国の外貨準備の水準を心配する市場参加者はあまり見られない。むしろ、通貨や株式市場下落の防衛のための資金繰りの必要性から米国債の売却を懸念する報道が散見される。日本と同様、債権国独特の市場反応が見られている。

他方、経済の関係の深い周辺各国への影響が懸念されている。

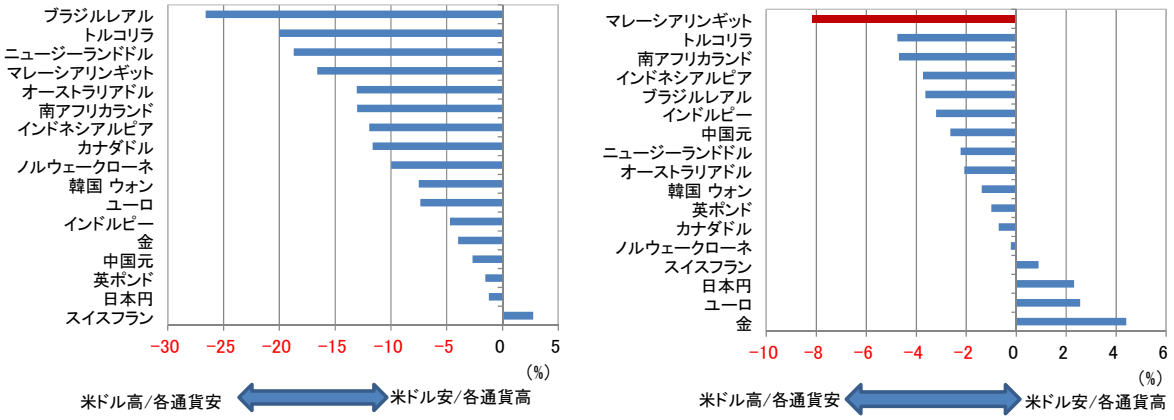
アジア圏内で目立つマレーシアリンギット安

アジア通貨危機は再来するのか？

主要通貨の年初来の米ドルに対する当落率をみると、ブラジルレアルの下落が目立つが、8 月中の当落率に限るとマレーシアリンギットの下落率が大きい。一番の売り圧力にさらされているマレーシアを例に検討してみたい。

図表 3　各通貨の変化率（対米ドル、%）

（左図　2015年1月1日～8月31日、右図　2015年8月3日～8月31日）



（出所）Bloomberg、新生銀行　金融市場調査部

このところの通貨下落の背景にはＡＳＥＡＮの中で純資源輸出国であること、また、外貨準備高の減少スピードが他国比大きくなっていることがあげられよう。

では、90 年代型のアジア通貨危機の蓋然性が高まっているのだろうか。確かに企業の手元流動性を図る手法を転用した外貨準備高による短期債務のカバー率は、2009 年には 2 倍近くあったところから足元では、1.1 倍程度に低下している。当面中国金融市場の不安定な状況と、米国の金利正常化模索は続くと思われ、こうした危機管理モニター的指標は悪化しやすそうだ。

外貨準備伸び高

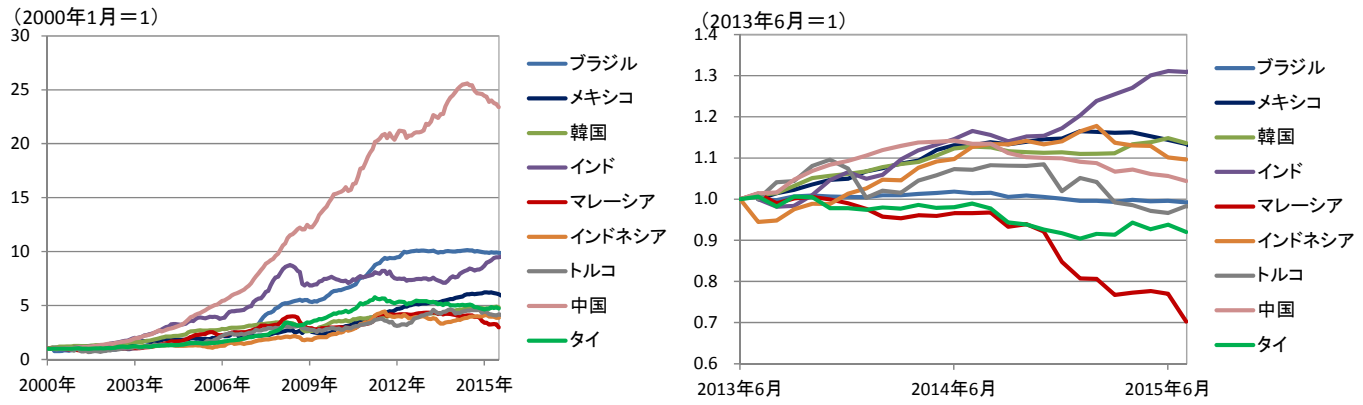
前回の通貨危機時とは異なる経済、外貨準備規模と、チェンマイイニシアティブの存在

一方、前回の通貨危機時とでは異なる点がある。まず、マレーシアはまだ経常収支が黒字だ。政府債務もＧＤＰ比６割に満たない。一人あたりのＧＤＰは、危機当時比倍増し、1 万ドルを超えている。この水準は、日本でいうとバブル直前の 1980 年代半ばの状況だ。インフレ率は 7 月の CPI が 3.3%と、この春のＧＳＴ導入で上昇基調ではあるものの、90 年代の通貨危機時を上回る通貨安に見舞われている割にはパススルーはまだあまり認められないのではないか。こうした点からみて耐久性は以前よりも増していると考えられる。特に、政府債務は自重気味に運営されてきており、アジア通貨危機経験国の特色を備えていると言える。また、短期の流動性供給安全網として昨年拡大改定されたチェンマイイニシアティブが用意され、ＩＭＦとは別枠の発動可能枠も備えた金融協力があることも当時とは大きく違う。

新興国の蓄えた外貨準備高は、2000 年比一番伸び率の低いマレーシアで３倍近い。よく蓄えた。注意すべき点は、インドを除く国の伸びが止まるか低下している点だ。特に中国が明確に減少し始めている点だと考えている。

図表 4　各国外貨準備高推移

（左図　2000年1月～2015年7月、右図　2013年6月～2015年7月）



（出所）Bloomberg、新生銀行　金融市場調査部

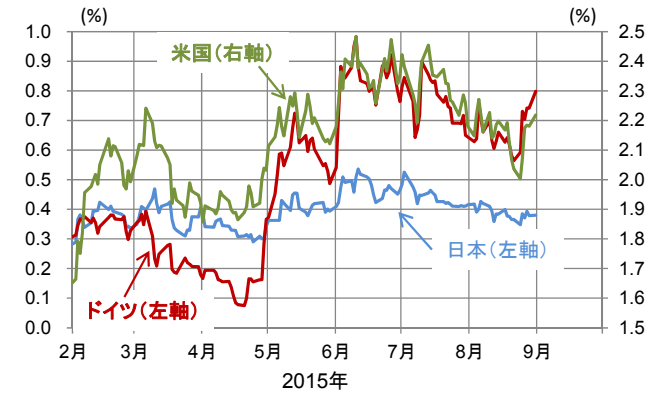
先進国金融市場の今後の課題

先進国の課題は、今世紀に入って非常に盛んだった、いわゆる SWF（ソブリンウェルスファンド）にニューマネーが入ってこなくなってきていることに対応することだろう。資源価格が長期的に現状からさほど乖離しない価格で推移するとの前提に立てば、全体の減少傾向が継続するかもしれない。今後はアロケーション変更が主体となるだろうし、ファンドが減少傾向にある SWF はリスクを以前ほど取れなくなる可能性もあろう。今後、この影響に関して議論が活発になっていくだろうと考えている。

債券市場：中国の景気対策の効果不足で金利低下圧力へ

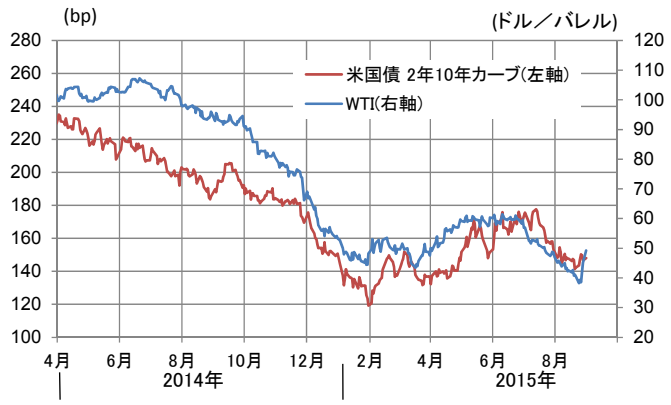
要旨　8 月の金融市場は、米国の具体的な利上げ時期が 9 月か 12 月かを探る中で、中国経済の減速懸念から一時大幅なリスク・オフ、株安となった。最近の金利低迷の一因となっている原油価格も一時 40 ドルの大台を割れる水準まで低下した（37.75 ドル、8 月 24 日）。その後は急反発をみせて月末には 49.2 ドルまで回復した。米 10 年金利は瞬間的に 1.90%まで低下する一方で、円 10 年金利は 0.35%程度までの低下で留まっていた（図表 5）。これは 0.35%の水準に接近する中で株価下落に対応した利益確定の売りが出たためであろう。現状の中国経済の低迷が継続した場合、原油の反発は 55 ドル止まりとみられる（後掲の図表 13）。足元では日本の 7-9 月期の生産活動にも相当な陰りがみられ、中国やアジア経済の低迷が継続すれば、二・四半期連続の景気後退の可能性も高まっている。その場合は 9 月の国会終了後の補正予算、10 月の追加の金融緩和の議論などが高まろう。補正予算は自然増収の範囲で国債の増発の可能性は小さく、追加緩和が金利低下要因となろう。一方で原油価格の若干の上昇と米利上げ見通しによる米金利上昇により、9 月の円 10 年金利は 0.35～0.45%程度のレンジでの推移となろう。

図表 5　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 6　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

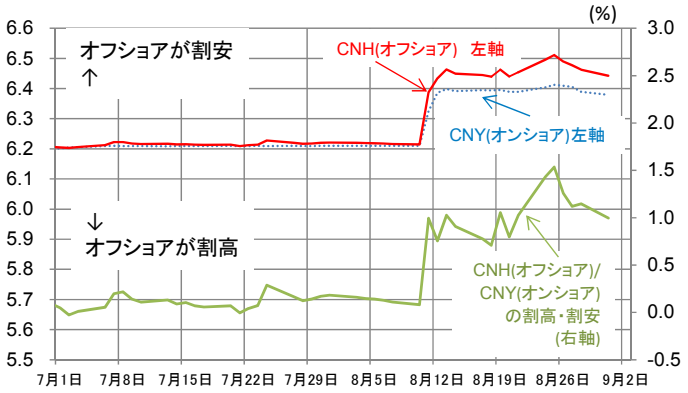
1．貿易統計をきっかけに中国景気減速懸念

7 月の株安に続いてマクロのハードデータ（8 月 8 日の中国の貿易統計）でも景気減速懸念が示されたことで、市場では追加の金融緩和や財政政策への期待が高まっていった。しかし、11 日に当局のとった手段は人民元相場の柔軟化と人民元の切り下げという為替政策というサプライズ。市場では「為替の安定を放棄して人民元安に誘導しなければならないほど中国経済が減速している」との悲観的な見方が強まった。また通貨の切り下げ幅についても 11 日の1回限りの切り下げとの当局の言葉を顔面通りに受け取る市場参加者は少なく、10%程度の大幅な減価となるのではないかとの懸念が強まった。13 日には普段記者

会見を行わない PBOC（中国人民銀行、中国の中央銀行）が異例の記者会見を開催。大幅な人民元安の意図がないことを表明。人民元大幅下落に対する不安は後退した。
しかし、今度は反対に人民元安にブレーキがかかったことで中国の輸出回復、景気回復が遅れるのではないかとの新たな不安が台頭した。このため、株式市場は大幅に下落。25 日の PBOC の追加の金融緩和でやや落ち着きを取り戻したものの、依然として中国に関する不透明感が強い状態となっている。

過去の利上げ局面との対比 7 月、8 月の中国の株式市場の動揺は、米国の利上げ時に新興国で典型的に見られる資金流出のケースに該当すると考えている。すなわち PBOC は対米ドル、オフショアの人民元（CNH）対比で人民元高となる政策をとっていた（**図表 7**）。それが継続するとの見通しで米ドルやユーロで調達した資金を人民元建ての資産に投資するキャリートレードのポジションが積み上がっていた可能性が高い。これが米利上げ懸念と中国の突然の切り下げ発表によって PBOC の人民元高政策が放棄されたとみなされ、そのポジションのアンワインド（巻き戻し）が起こったとみている。

図表 7 一時割安化が顕著だったオフショア市場の人民元



（出所） Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

現在の中国は、人民元の SDR 採用7%と経済成長の達成という二大目標を掲げている。以下、それぞれの問題についてみていきたい。

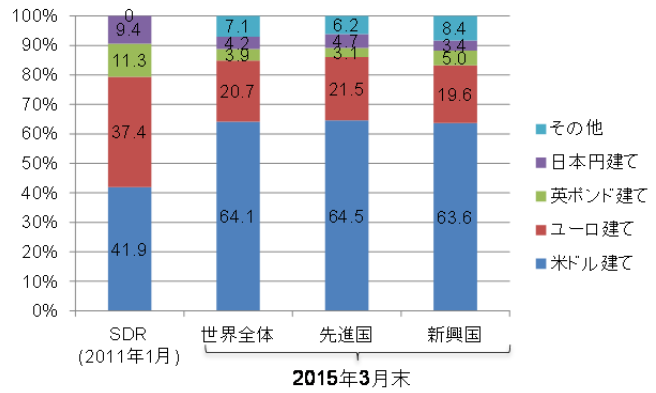
2. SDR 問題について：中国の意図の確認

そもそも中国政府が人民元の SDR 採用を企図しているのはなぜであろうか。現在の SDR は米ドル・ユーロ・英ポンド・日本円の4つの通貨（以下、主要4通貨）で運用されている（**図表 8**）。各国の外貨準備の内、IMF が世界全体・先進国・新興国に区分した上でそれぞれの通貨構成比を開示している。外貨準備全体の一部（先進国の 89%、新興国の 34%）ではどの通貨で保有されているかが判明している。世界全体・先進国・新興国のそれぞれの通貨構成比はおおむね一致している。しかし新興国では上記の日米英欧の主要 4 通貨以外が 8.4%となっており、先進国の 6.2%よりも若干多くなっている。この中の一部に中国の人民元が含まれている可能性がある。現状でも SDR の内の米ドルが 4 割強に過ぎないのに対して、実際の外貨準備の運用では米ドルはほぼ 6 割前半とかなり高くなっている。この様に主要地域ごとにみた外貨準備は、SDR の構成比とまったく同じになっている訳ではない。

しかし、仮に人民元が SDR に採用されれば各国の外貨準備の運用においても一定比率の人民元を保有しようとする先も出てくるであろう（**図表 9**）。これが人民元建て資産に対する新たな需要となるため、中国政府はこの効果を狙っている部分があろう。これ以外にはは国際的に認められた SDR に人民元が含まれているという政治的な名誉というメリットが考えられる。

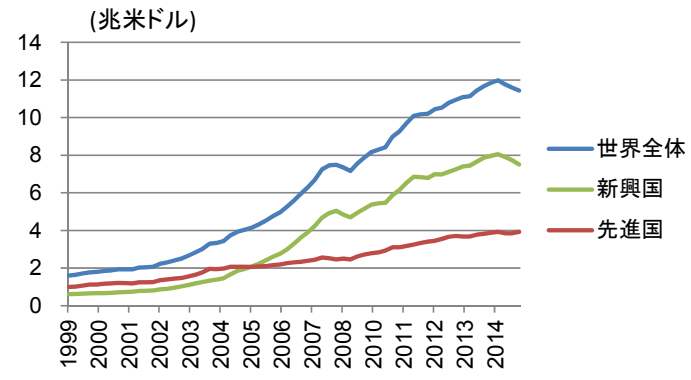
中国は今後、資本規制を緩和し、為替レートの安定性を放棄する＝人民元相場の柔軟性を高める段階にある。世界第二位の経済規模の国でこの移行過程が進行中であったところに、米国の利上げが重なって起きたのが 8 月の大幅な株安の背景にあろう。

図表 8　通貨別の SDR・外貨準備の構成比



（出所） IMF、新生銀行 金融市場調査部

図表 9　外貨準備の推移



（出所） IMF、新生銀行 金融市場調査部

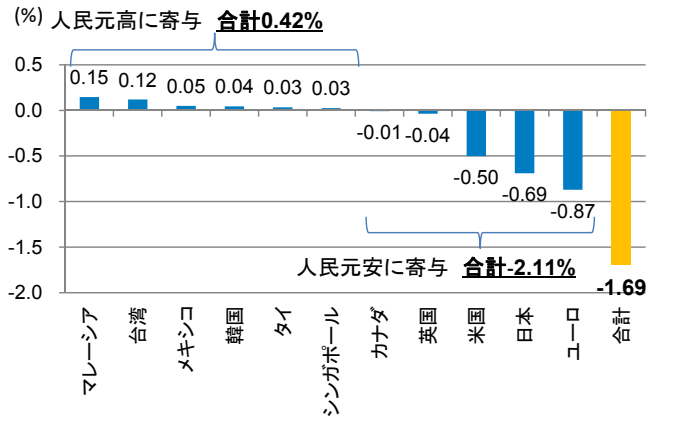
3. 中国の景気対策

国内は不動産市場の低迷、リーマンショック時の 4 兆元の経済対策の結果とて積み上がった過剰設備に悩まされつつ経済成長率が鈍化していくリスクにさらされている。以下ではその対策を検討していきたい。

（1）為替レートの減価：現状では減価は 1.69%に留まり、過去 1 年程度の 15%に対して不足 8 月 11 日の人民元の基準値切り下げと柔軟性向上を目的として、為替レートの減価による輸出刺激の可能性が指摘される。その一方で、中国との貿易量の多いアジア諸国の通貨が対米ドルで上昇して人民元安の効果は相殺されるとの指摘もある。そこで 8 月の名目実効為替レートを主要 11 か国に対して簡易的に試算したところ、8 月は 1.69%の人民元安との結果となった（**図表 10**）。確かに人民元はアジア諸国の通貨対比で上昇し合計 0.42%の押し上げ効果があった。しかし、日米欧の各国に対して大幅に下落、それらの合計が-2.11%に到達した為に、結果として人民元は 1.69%安くなったとみられる。これまでの人民元の推移をみると、2014 年 5 月から 2015 年 7 月までに 15.3%上昇している（**図表 11**）。この上昇幅と比較すると 1.69%の通貨安の効き目はあまり大きくはないであろう。

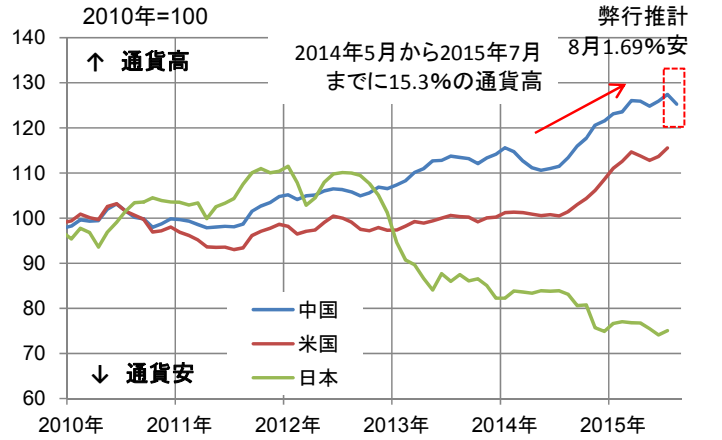
（2）金融政策：為替レートチャネルは機能しにくい 中国は制度的には金融政策を自由に決められる。しかし、（1）でみたように自国通貨安を通じた輸出や設備投資の増加というチャネルは相当程度機能しにくくなっている。このため、8 月 25 日の追加の金融緩和策は当面の市場のセンチメント改善には効果があったものの、景気刺激には不十分なものとなる公算が大きい。

図表 10 8 月中の人民元の実効為替レート変化（予想）



（出所） BIS、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 11 日米中の名目実効為替レートの推移



（出所） BIS、新生銀行 金融市場調査部

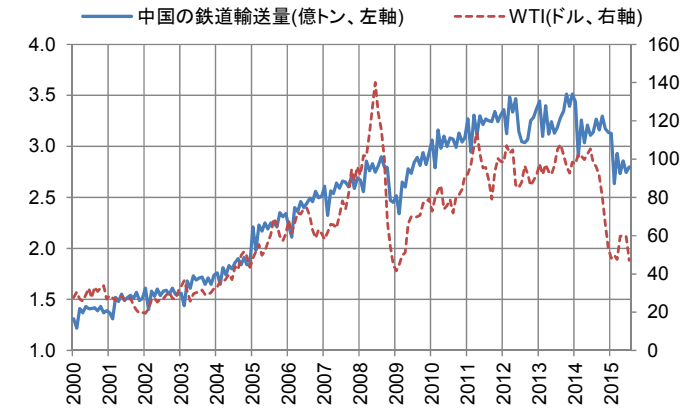
（3）財政政策：赤字拡大は困難で米国債の売却益が原資か？ また、成長を刺激するために財政政策を期待する声もある。しかし、7%の経済成長を定めた 3 月の全人代において 2015 年の対 GDP 比の財政赤字は 2.3%（1 兆 6,200 億元）に設定されている。これは既にリーマンショック後で最も悪い水準であり、財政赤字の目標は中国国内では 7%成長に近い重みがあるとみられ変更は容易ではないようだ。債務を増やす形での財政政策の発動余地は限られている。政策としてあり得るオプションは、含み益があるとみられる米国債を売却、その利益を経済対策の財源とすること。タイミングとしては、9 月 3 日、4 日の G20

サミット前後にでも打ち出される可能性があろう。

4. 先行きの見通し

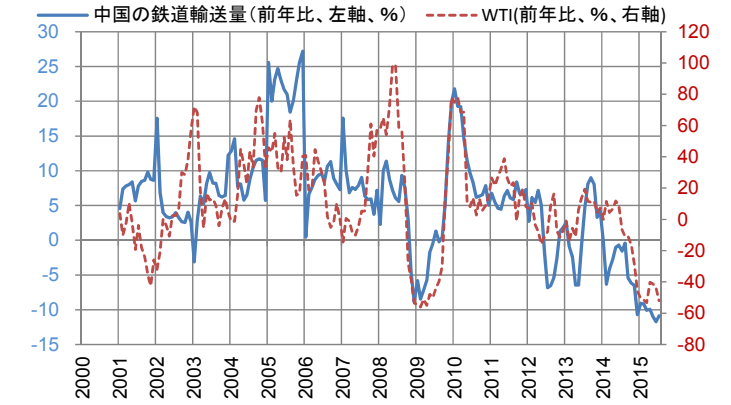
中国の景気はコモディティ価格と非常に密接な関係を持つようになりつつある。例えば中国の鉄道貨物輸送量と原油価格の推移をみると、輸送量が増えるにつれて原油高となってきたことがわかる(**図表 12**)。同鉄道輸送量は、昨年後半から前年でマイナスとなっている。仮に直近の両者の関係が継続すると仮定して、2015 年 7 月の鉄道貨物輸送量を前提とすると妥当な原油価格(WTI)は 55 ドル程度とみられる(**図表 13**)。しかしそれでも日銀や ECB の想定する原油価格よりは大幅に低い水準に留まっており、日欧は原油安による物価低迷リスクを抱えていると言えそうだ。

図表 12 中国の鉄道輸送量と原油価格



(出所) CEIC、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

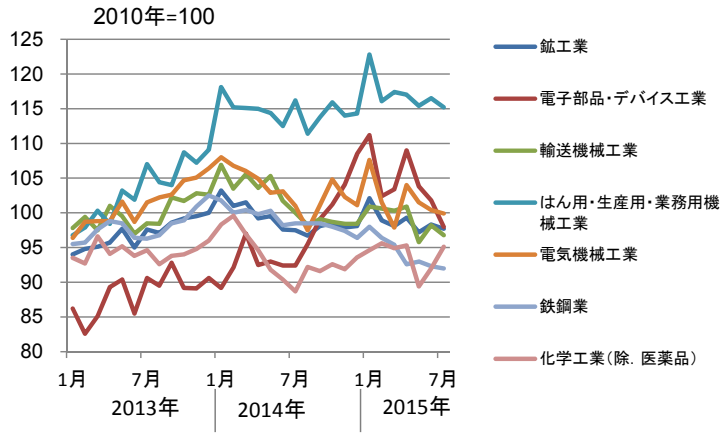
図表 13 55ドルまでの反発を示唆:中国の鉄道輸送量と原油価格



(出所) CEIC、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

最後に日本の状況を確認しておきたい(**図表 14**)。8 月 31 日に発表された製造工業生産予測調査に基づく 7-9 月期の鉱工業生産の見通し(前期比季調済)は+0.6%となっている。ただし、2012 年 1 月以降の予測調査の下方修正度合いを考慮すると、生産は+0.6%から-1.4%(同)と一挙に減産に転じるリスクがある。この場合、4-6 月期の-1.4%に続く二四半期連続の減産となり、実質 GDP(季調済前期比)でも 4-6 月期-0.4%に続くマイナス成長となるリスクが出てくる。

図表 14 電子部品・デバイス、輸送機械の落ち込みが顕著:日本の鉱工業生産の産業別内訳

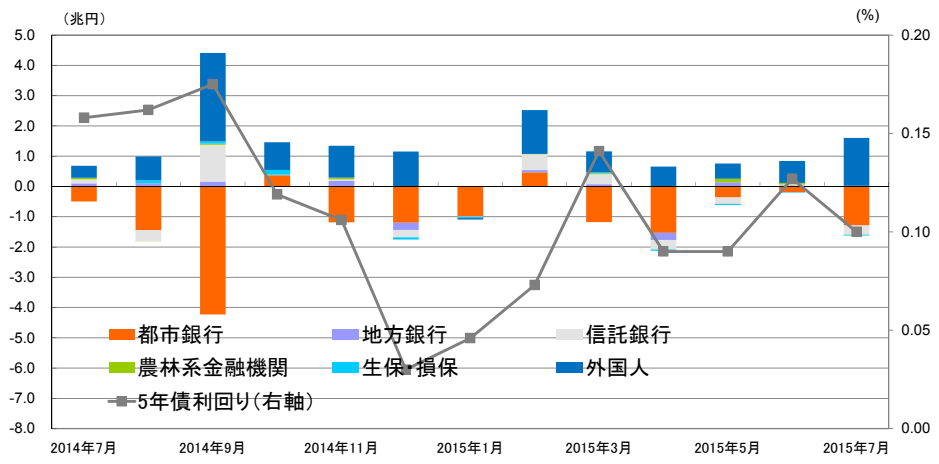


(出所) 経済産業省、新生銀行 金融市場調査部

その場合は 9 月の国会終了後の補正予算、10 月の追加の金融緩和の議論などが高まろう。補正予算は自然増収の範囲で国債の増発の可能性は小さく、追加緩和が金利低下要因となろう。一方で原油価格の若干の上昇と米利上げ見通しによる米金利上昇により、10 年の円金利は 0.35～0.45％程度でのレンジでの推移となろう。

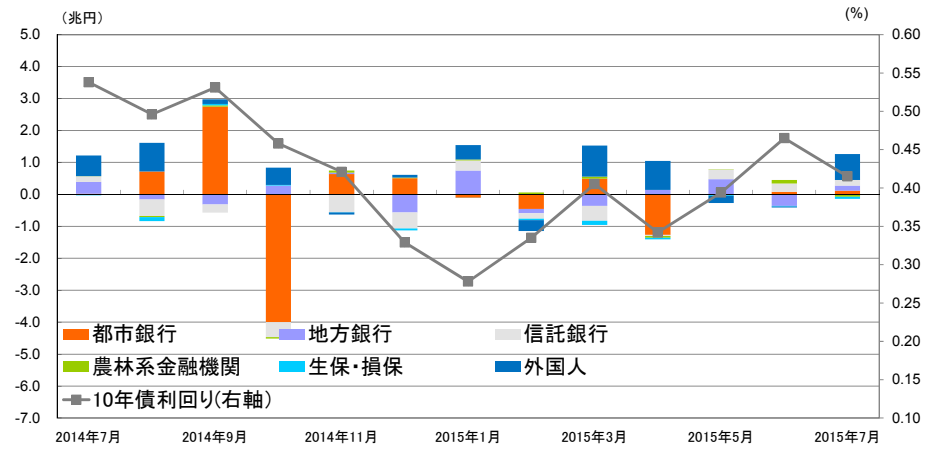
＜参考＞ 国債投資家別売買動向

図表 15 中期債 （2014年7月～2015年7月）



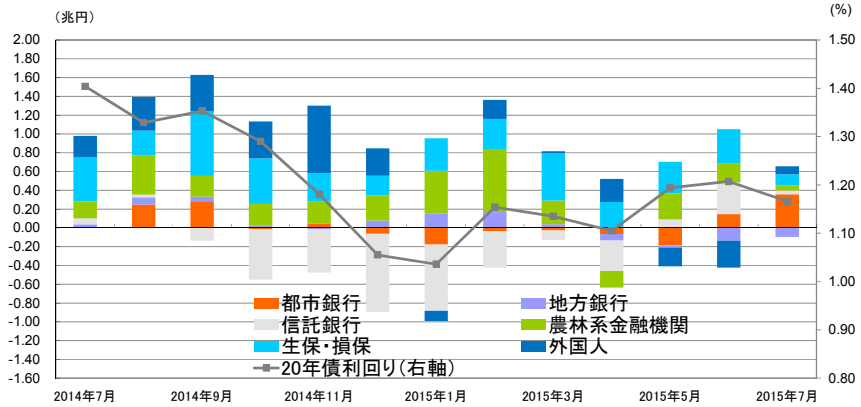
（出所） 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 16 長期債（2014年7月～2015年7月）



（出所） 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 17 超長期債 （2014年7月～2015年7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7月末	2015年8月末	変化幅(%)
無担保コール(翌日物、加重平均、%)	0.064	0.076	0.01
債券先物(中心限月、円)	147.550	147.990	0.44
日本国債(2年物、%)	0.010	0.012	0.00
日本国債(5年物、%)	0.100	0.073	-0.03
日本国債(10年物、%)	0.415	0.378	-0.04
日本国債(20年物、%)	1.166	1.138	-0.03
日本国債(30年物、%)	1.415	1.391	-0.02
円/円スワップ(2年、%)	0.139	0.125	-0.01
円/円スワップ(5年、%)	0.244	0.228	-0.02
円/円スワップ(10年、%)	0.574	0.570	-0.00
円/円スワップ(20年、%)	1.209	1.193	-0.02
円/円スワップ(30年、%)	1.444	1.420	-0.02
円LIBOR(6ヶ月物、%)	0.130	0.131	0.00
全銀協TIBOR(6ヶ月物、%)	0.257	0.257	0.00
米国FFレート(%)	0.080	0.140	0.06
米国債(2年物、%)	0.661	0.724	0.06
米国債(3年物、%)	0.972	1.030	0.06
米国債(5年物、%)	1.529	1.513	-0.02
米国債(7年物、%)	1.914	1.897	-0.02
米国債(10年物、%)	2.180	2.159	-0.02
米国債(30年物、%)	2.906	2.874	-0.03
米ドルスワップ(2年、%)	0.896	0.880	-0.02
米ドルスワップ(3年、%)	1.206	1.173	-0.03
米ドルスワップ(5年、%)	1.667	1.616	-0.05
米ドルスワップ(7年、%)	1.981	1.931	-0.05
米ドルスワップ(10年、%)	2.267	2.219	-0.05
米ドルスワップ(30年、%)	2.712	2.656	-0.06
米ドルLIBOR(6ヶ月、%)	0.490	0.534	0.04

＜2015年9月　主な行事日程＞

日付	国	イベント	日付	国	イベント
9月1日	日本	10年債入札	9月15日	米国	鉱工業生産
	米国	ISM製造業景況指数	9月16日	日本	20年債入札
9月2日	米国	製造業受注		米国	CPI
9月3日	欧州	ECB金融政策委員会、ドラギ総裁定例記者会見			FOMC(17日まで)
	米国	貿易統計	9月17日	日本	貿易収支
		ISM非製造業景況指数		米国	住宅着工・許可件数
9月4日	米国	雇用統計			イエレンFRB議長、定例記者会見
		G20財務大臣・中央銀行総裁会議(5日まで)	9月18日	日本	日銀金融政策決定会合議事要旨
9月7日	日本	景気動向指数	9月21日	米国	中古住宅販売件数
9月8日	日本	GDP(改定値)	9月23日	中国	Caixin中国製造業PMI
		経常収支		欧州	Markitユーロ圏製造業PMI
		景気ウォッチャー指数	9月24日	日本	公社債投資家別売買
		30年債入札		独	IFO景況感指数
	中国	貿易統計		米国	新築住宅販売件数
9月10日	日本	機械受注			耐久財受注
		5年債入札	9月25日	日本	CPI
	中国	CPI・PPI	9月29日	日本	2年債入札
9月14日	日本	日銀政策決定会合(15日まで)		米国	S&Pケースシラー住宅価格指数
9月15日	日本	黒田日銀総裁、定例記者会見			消費者信頼感指数
	独	ZEW景況感指数	9月30日	日本	鉱工業生産
	米国	小売売上高		欧州	CPI

- 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