



SHINSEI BANK

Market Monthly Report

2015年10月1日
新生銀行 金融市場調査部
MRMRD-20150018

10月金融市場月報：日本経済と中国経済動向を点検する

- 為替市場：中国3QGDPと、日米欧金融政策に注目あつまろう
- 債券市場：高まるリセッション・リスク

10月の為替見通し

9月の振り返り

株式市場中心に不安心理が払拭できない中、引き続き新興国通貨安基調が続いた

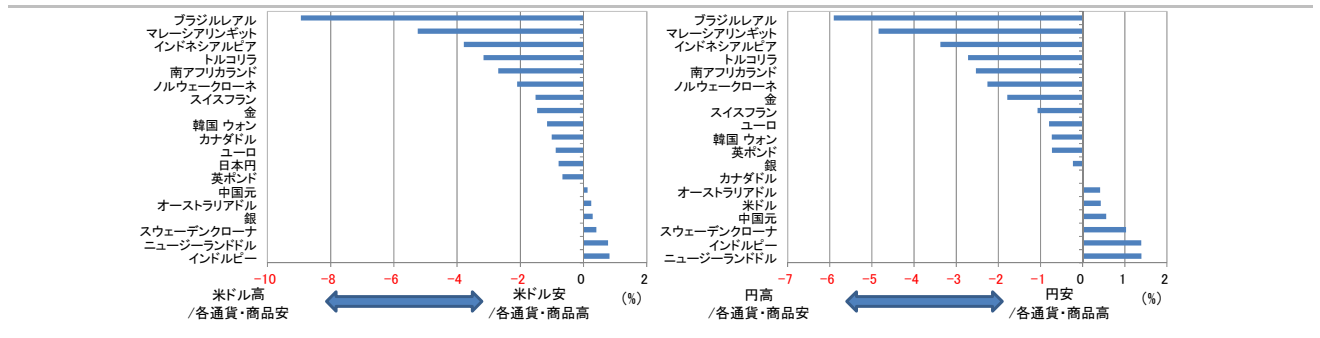
9月の1ヶ月間の騰落率をみると、9日に米格付け会社S&Pに投資適格級未満に引下げられたブラジルリアルが1割近い通貨安となり、対ドル/対円共に下落率トップ。外貨準備残高の低下が続くマレーシアリングgitが6%近い下落で後を追った。中国経済に対する悲観的な見方が充満する中、世界の株式市場が下落した。全体のセンチメントが悪化する中で、下落が一服したのは国内で多少なり明るい材料があった豪ドル、ニュージーランドドルだった。豪州は、経済通の新首相に交代し、経済運営に期待が寄せられている。また、ニュージーランドは、25bpsの利下げがあったが、一旦出尽くし、主力の輸出企業フォンテラの増益ニュースが好感された模様だ。同様に、月間で小幅上昇したのは、29日に政策金利を6.75%とし、0.5%と予想以上の引下げを実施、あわせて外国人のインド国債への投資上限枠を増額したインドだ。一方、リスク回避センチメントが強まり、欧州での調達通貨であったスウェーデンクローナは、キャリー解消の動きが強まり、通貨高に対する警戒を当局が強めている。

他方、8月に一人勝ちに近かった円は、小幅円高のなか小動き、取引レンジは、118.61 銭～121.33 銭で、119.88 銭と120 円を割って終了。もともと市場心理を示すVIX指数が上昇しリスクセンチメントが悪化する中でも、弱い経済指標が続いたことから、追加緩和の思惑も振り切れず、120 円を挟んだ動きが続き、比較的底堅かった印象を維持している。

円は小動き。リスク回避的な相場環境下、国内で、好転材料があった新興国、資源国通貨では、下げ幅が一服した。

図表 1 各通貨・商品の変化率(左図 対米ドル、右図 対円、%)

(2015年9月1日～9月30日)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

新興国動向リスクを指摘しつつ、過剰な市場期待を排除した日米欧の9月の金融政策

9月3日のECB理事会では、外需の低迷を主因とした域内経済見通しの全体的な下方修正が行われ、あわせて集団行動条項が付されていない債券の保有率の引き上げを発表(事実上の追加緩和余地)した。当初市場では、追加緩和サインとして通貨安で反応したが、その後の各理事の現状認識をめぐる発言からは、安易な緩和からは距離を置く発言もみられた。また、23日のドラギ総裁による欧州議会証言でも、判断には時間が必要と発言。10月といった性急な追加緩和期待は後退している。

一方9月15日の日銀の政策決定会合後の総裁会見では、日本経済や物価基調に対して比較的強気と受け止められ、120円台半ばから1円超の円高が進行する場面もあった。然しながら、月末発表された8月の鉱工業指数に代表されるように、本邦経済の基調は弱いとの認識が市場で広がりつつある。加えて、官邸から新3本の矢の一つとして名目600兆円達成という意欲的な目標が掲げられたこともあり、現状との距離感が外国人投資家の間でも意識されている。このため、「最終的には追加緩和は不可避ではないか？」との認識が燃る状況にあるといえよう。こうした心理は、足元のリスク回避的な市場センチメント下で円高進行を限定的にしている要因の一つといえるだろう。

米国では、少しドル高へのカンフル剤になるのではないかと思われた、米FOMCでの利上げ見送りだったが、その後イエレン議長の年内利上げ意向に対して、投票権を持つ地区連銀総裁からも同調する発言が相次いでいる。この為か、アンケート調査上では、年内緩和見通しが有力だ。9月25～28日にブルームバーグ社が海外エコノミスト45名に対して行った米利上げ時期見通しでは、84%が12月と回答、日本でもテレビ東京の報道番組モーニングサテライトが毎週末行っている国内専門家35名への同様の見通し調査でも、約62%が12月と回答している。(10月見通しはブルームバーグでは9%、テレビ東京では約24%が回答している。)他方、FF金利先物の価格動向を見ると、利上げは2016年にずれ込む可能性を示唆しており、市場全体がFOMCメンバーの意向に引っ張られつつも、実際のポジション上では、年明けにも対応するような行動をとっていると見られる。

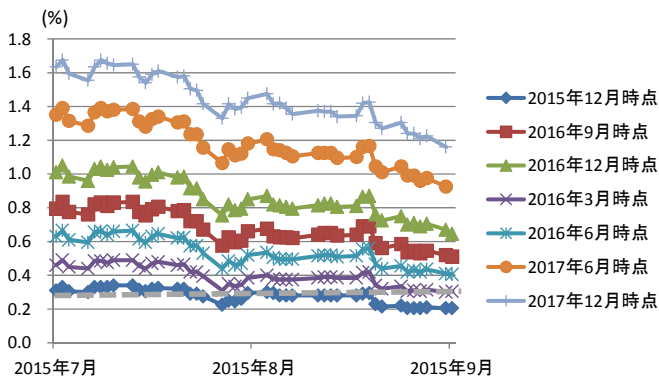
こうした、ちぐはぐ感が、今の市場センチメントを代弁しているかもしれない。

ECBは、緩和余地拡大も、その後のメッセージで、含みを持たせた格好

2期連続マイナス成長が危惧される日本では、早期の追加緩和の思惑が円安下支え

FFの先物価格状況は来年への利上げずれ込みを示すも、アンケート調査では、年内利上げ回答が過半を占める

図表 2 FF 金利先物レート



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

図表 3 米国利上げ時期見通しに関する調査

	モーサテ ・サーベイ	ブルームバーグ ・サーベイ
2015年10月	23.53%	9%
2015年12月	61.76%	84%
2015年12月 以降	14.71%	7%

(出所) テレビ東京、Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

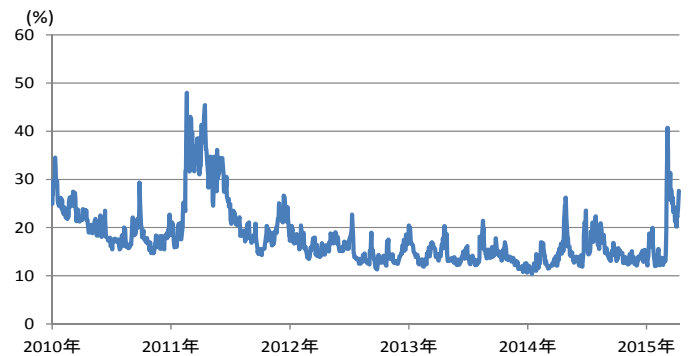
日米欧の金融政策と、中国 Q2GDP 発表に注目。月前半は、国慶節で中国市場休場

10月、今後の流れをつかむ見極めの月となりそう

一言で言えば、高止まりしている VIX 指数が沈静化するかどうかのポイントだ。前半は、1 日からは、国慶節で中国市場が休場になるため、材料難となり、中国発でのセンチメントの悪化はなさそうだ。むしろ、こうした期間に株式市場を中心に買戻しが進むのか、地合いの良し悪しを見るために注目したい。カレンダー的には、10 月 15 日に予定されている中国の第 2 四半期 GDP の結果と、中旬頃から本格化する米国企業決算が注目だ。実際、9 月も米キャタピラや神戸製鉄所の業績見通しの下方修正が、主に中国などでの建機需要減退を主要因としたことから市場全体が引っ張られたりしている。

市場が自信を戻せば、月末に控える日米欧の金融政策(日本 7 日/30 日、米国 29 日、欧州 22 日)が、夏前の見通しに戻るきっかけにもなる。特に、今年 12 月もしくは来年へと後ろ倒しになった米国の利上げ見通しが 10 月実施へと見方が高まれば、第 3 四半期の GDP 見通しが下方修正され始め、追加緩和待望論も出始めている日本と米国との経済や金融政策の方向性の違いが意識され、避難先として買われていた円は、取引の中心水準が円安にシフトするだろう。また、中国経済への見通しが落ち着けば、下落幅が大きくなっている豪ドル等も、一旦買い戻しが入りやすい状況になるだろう。ファンドの決算期にも近づき始めることや、11 月は FOMC と ECB は予定されていないため、10 月の流れがそのまま続く可能性がある。10 月に一旦相場が落ち着けるかどうかは重要だ。中国経済関連指標と日米欧の金融政策に注目したい。

図表 4 VIX指数
(2010年6月～2015年9月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

遼寧省時代(2005年)の李克強指数偏重は経済実態を既に、反映しきれていない可能性

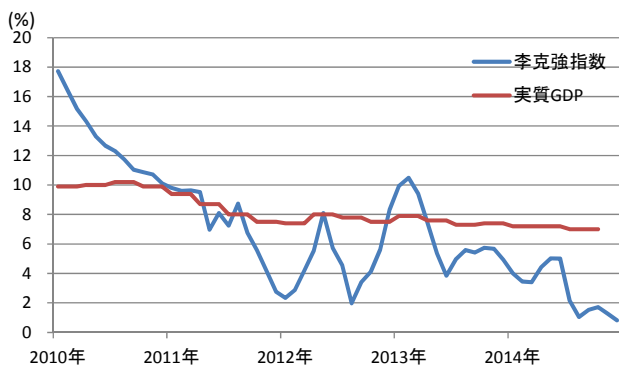
今も新興国と中国経済を確認しておこう。

中国経済状況をどう見積もっておくべきなのか？

29日付の日経新聞にによれば、中国の実質成長率はいわゆる李克強指数(中国の李克強首相が遼寧省時に参考にしていたといわれる指標を指数化したもの。当行では、内閣府の資産方法を参考に各指標3ヶ月平均の単純平均を取っている。)をベースに日経センターが試算すると、4.8%～6.5%という結果が得られたという。正直、筆者は最悪に近いシナリオでも5%から大きくかい離しないのだと逆に安堵したが、実際、この1年程で李克強指数と中国の実質成長率を重ね合わせると、確かにかい離が拡大してきている。このことが、中国の実体経済に対してかなり悲観的な見方の根拠の一つになっている可能性がある。

この李克強指数を少し詳しくみてみると、構成している電力消費量と鉄道貨物輸送量の内訳を公表されているデータで確認することが出来る。それによれば、その大半が重化学工業に使用されていることがわかる。仮にこの指数から中国の成長率全体を逆算すると、やや重工業にウエイトを置いた試算になることが予想される。

図表 5 中国 実質 GDP と李克強指数
(2010年9月～2015年8月)

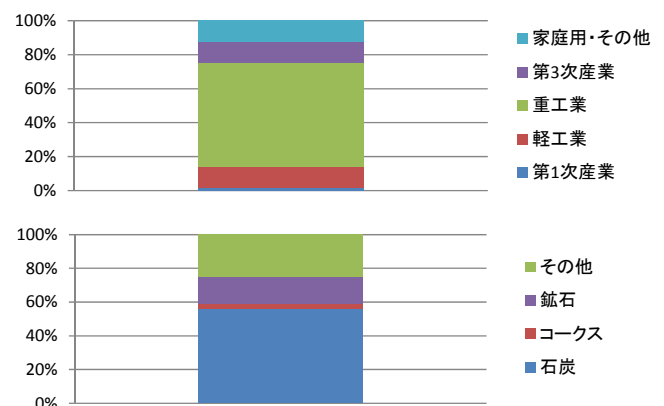


※実質 GDP は 6 月時点データ。

李克強指数は内閣府試算例を基に作成。電力消費量、鉄道輸送量、中長期新規貸出残高の3か月移動平均値の前年比を求めた上で、各項目を均等ウエイトで平均したもの(各 33%)。

(出所) CEIC、新生銀行 金融市場調査部

図表 6 中国電力消費量(上図 2013 年)、
鉄道輸送量内訳(下図 2014 年)

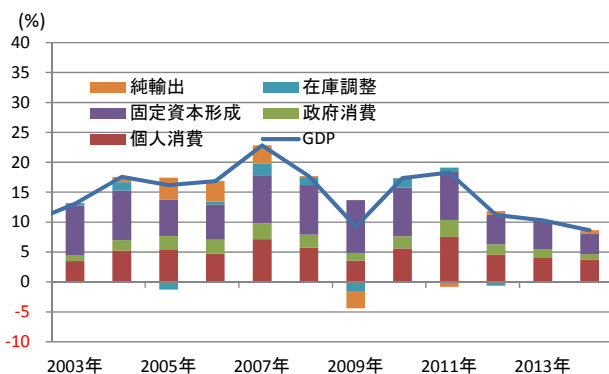


(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

中国の成長に対する投資の寄与度は2012年以降からほぼ半減。李克強指数とのかい離時期とほぼ合致

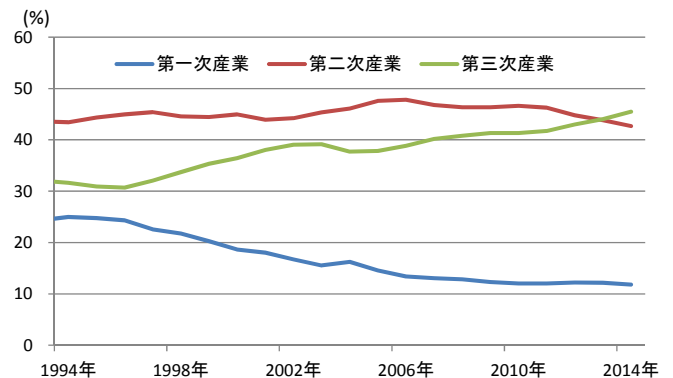
中国は投資に大きく依存した経済で、先進国に比べると消費の比率が低いといわれてきた。改めて中国の実質 GDP の構成を確認してみると、中国の成長に対する寄与度は2012年を境に様変わりしている。過去指摘されていた投資中心の成長は、2009年をピークにして2014年は3.4まで低下。一方で、消費の寄与度は振れを伴いながらも安定推移しており、去年は投資をわずかながら逆転している。産業カテゴリー別の GDP に対するシェアをみても、この2年程で第3次産業が第2次産業と入れ替わっている。中国の実質成長率と李克強指数とのかい離が顕著になってきている2012年あたりからこうした中国经济構造が変化してきているととらえられるのではないかと。その上で、足元のセンチメントを示す中国の製造業 PMI と非製造業 PMI を見てみると、非製造業 PMI は景気の境目である50を維持した状態が続いているため、順調に伸びが続いていると仮定できよう。中国经济動向を検討する場合には、構造改革を必要としており今後も伸びが期待できない重工業と、伸び続けている非製造業のバランスを見ておく必要はありそうだ。

図表7 中国 実質 GDP(寄与度別)
(2003年～2014年)



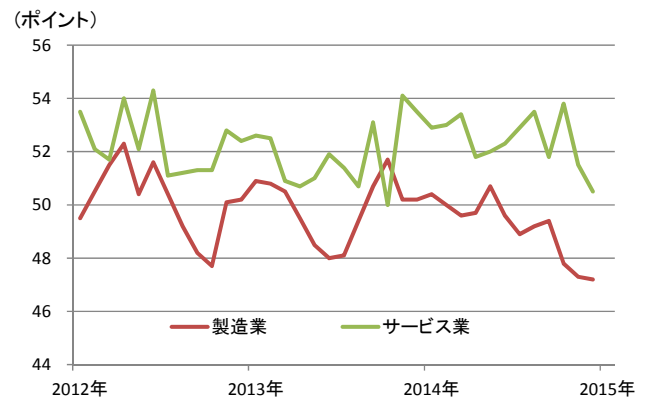
(出所) CEIC、新生銀行 金融市場調査部

図表8 中国 実質 GDP カテゴリー別シェア
(1994年～2014年)



(出所) CEIC、新生銀行 金融市場調査部

図表9 Caixin中国PMI
(2012年10月～2015年9月)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

中国国家外為管理局 (SAFE) 発表の中国国際収支では、引き続き負債の返済が確認できる。

9月30日に発表された、中国の第2四半期国際収支は負債の返済が前期比縮小したが第2四半期の国際収支では、証券投資の流出(国内からの海外証券投資)がネット160億ドルと前期比で約2倍に広がった。ただ、直接投資は殆ど例年通り流入スピードで、規模も証券投資の流出約2.5倍の415億ドル。その他投資を確認すると、資産サイドでは前期では貿易信用に回収の動きが見られたが、今期は小幅の流出。負債サイドでは、貿易信用、貸付共に、返済(若しくは、海外からの資金の引き上げ)が引き続き進んでいる様子が見られる。同国経済も含めた世界経済全体の(どちらがニワトリでタマゴか判らない面もあるが。)成長の伸びが緩慢との見通しが広がる中、借入れ縮小は自然な企業行動ともとれよう。

あわせて年後半の資本・金融収支の赤字見通しを中国当局が発表したが、こうした先行き見通しも含め30日の発表当日に英語での時系列開示がなされた。また、対外負債資産残高については中国語ではあるものの、記者会見からニュースが流れた事により発表されている事が確認できた。ディスクロズの動きが進んできている印象を受ける。中国の経済規模からすれば、こうした市場への開示が今後市場心理の不安払拭にプラスに働くのではないだろうか。

無論、各国それぞれの宿題を抱えており、そういった長期的な視点では、中国は不採算企業の改革や不良債権比率の増加予想といったバランスシート調整と同時に金融市場の拡充と開放という課題があることには違いないが、過剰に悲観する必要はないのではないだろうか。

図表 10 中国 国際収支

	(億ドル)			
	2013	2014	2015Q1	2015Q2
経常収支	1,482	2,197	756	730
資本・財政収支	-853	-795	-179	-406
資本・金融収支(一は流出)	3,430	382	-983	-276
直接投資	2,180	2,087	505	415
証券投資	529	824	-81	-160
その他投資	722	-2,528	-1,398	-533
資産	-1,420	-3,030	-227	-405
貿易信用	-603	-688	176	-46
貸付	-319	-738	-185	-356
現預金	-74	-1,597	-200	47
その他投資	-423	-8	-18	-50
負債	2,142	502	-1,171	-128
貿易信用	449	-21	-221	-136
貸付	934	-343	-580	-179
現預金	758	814	-342	168
その他投資	-	52	-28	19
準備資産増減(一は増加)	-4,314	-1,178	802	-131
誤差脱漏(一は流出)	-629	-1,401	-577	-325

(出所) 中国国家外匯管理局(SAFE), 新生銀行 金融市場調査部

中国の対外債務残高は、金融機関の短期の借入れが目立つものの、全体の債務総額自体 GDP 比で見れば、小さい。

最後に、負債サイドのみに着目して比較し、対外借入れの構造を大まかにみてみた。国家外為管理局(SAFE)が発表している中国の対外債務残高表と、世界銀行が発表している日本を含む各国の構造を比較すると、中国の対外債務の特徴として、金融機関の短期の借入比率が日本同様に比較的高い事と、その他部門での短期の貿易信用借入れが上げられるが、全体の債務総額の GDP 比で見た場合には他国比小規模となっている。

図表 11 各国対外債務残高

(10億米ドル)

	日本	中国	臺州	ブラジル	マレーシア	インドネシア
一般政府	915	112.5	216	213	48	128
中央銀行	39	35.5	5	4	12	5
預金取扱機関	1,174	817.7	611	154	74	31
内 短期	1,054	712.3	299	54	63	19
内 長期	121	105.4	312	100	11	12
その他部門	681	503.3	328	122	73	134
内 短期のローン	439	69.1	0	4	5	12
内 短期の貿易信用・前払	30	306.8	0	0	-	7
直接投資・借入	25	204.2	188	206	-	0
対外債務総額	2,834	1,673.2	1,348	699	207	298
対外債務総額/GDP(%)	61.6	16.2	92.7	29.8	63.2	33.5

※各国対外債務残高は2015Q1データ、GDPは2014年データ

(出所) 世界銀行、中国国家外匯管理局(SAFE)、新生銀行 金融市場調査部

危機管理モニター 通貨安深化と、外貨 準備の減少傾向続く

比較的低インフレと、非ドルペッグ制化が、米国への追隨利上げを回避させ、比較的国内消費を維持できている可能性

危機管理モニターの I 欄の政策金利変更を見ると、これだけ通貨安が進行する中、昨年末比で利上げに動いているのはスタグフレーションが顕著なブラジル 1 国のみ。過去の通貨安と比較して今回の通貨安局面での特徴の一つとして、米国利上げが控える中、新興国全体での政策金利上昇傾向がないことが上げられよう。ゆえに金融政策の方向性の違いから、通貨安が進みやすいとも換言できる。低金利を維持可能にしているのは、通貨安にもかかわらず、物価へのパススルーが軽微であること、その理由として、世界的に資源価格が下落し、物価押し下げ効果も大きいと考えるが、また、変動相場制もしくは、管理フロート（バスケット）制度の採用により外貨準備を過剰に消耗する必要がないこと、また、モニター対象国経済自体も強くなっているという事もある。引き続き慎重ながらも、楽観を維持する。

図表 12 危機管理モニター(前年との比較変化)

			A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	
			国内経済			対外関係				政策	金融市場			
			実質GDP (季節調整前、前年 比、%) (注1)	CPI (前年比、%)	財政収支 /GDP (%)	外貨準備	対外債務	外貨準備高/ 短期対外債務 (倍)	外貨準備 /輸入 (月)	経常収支/ GDP (%)	政策金利 の変更	為替レート (1米ドル)	10年債利回り (bp)	
見方			成長率の差	上昇率の差	GDP比の差	変化率	変化率	比率の差	比率の差	GDP比の差	変化幅	変化率	差	
時点1			2014年Q4	2014/12	2014年	2014/12	2014/12	2015/3	2014/12	2014年	2014/12/31	2014/12/31	2014/12/31	
時点2			2015年 Q2	2015/9	2015 予測	2015/7	2015/3	2015/8	2015/8	2015 予測	2015/9/30	2015/9/30	2015/9/30	
1	中国	人民元	CNY	0.2	0.1	-0.8	-3.9%	-4.9%	-2.5	2.7	1.2	-1.0	2.4%	-38.0
2	マレーシア	リンギット	MYR	-1.9	0.6	0.2	-17.1%	-3.8%	-0.3	-2.5	0.0	25.7%	0.4	
3	インドネシア	ルピア	IDR	0.8	-1.2	-0.1	-3.7%	0.8%	0.1	2.8	-0.1	-0.3	18.3%	180.5
4	タイ	タイバーツ	THB	-0.7	-1.8	-0.1	0.3%	-1.9%	0.2	-0.1	0.6	-0.5	10.5%	4.4
5	ベトナム	ドン	VND	0.0	-1.2	-1.1	0.0%	3.8%	-0.2	-0.1	-0.6	0.0	5.1%	0.0
6	ロシア	ルーブル	RUB	-0.7	4.4	-2.5	-7.8%	-14.0%	0.8	2.3	2.3	-6.0	7.6%	-255.5
7	トルコ	リラ	TRY	0.5	-1.0	0.1	-5.8%	-6.5%	-0.0	0.6	1.5	-0.8	29.6%	301.0
8	ブラジル	レアル	BRL	-1.9	3.2	0.9	1.6%	-8.6%	0.2	1.7	0.2	2.5	48.5%	303.9
9	メキシコ	ペソ	MXN	-0.2	-1.3	0.5	-0.8%	0.0%	0.3	-0.2	-0.1	0.0	14.7%	21.5
			危機	減少	上昇	赤字拡大方向	減少	上昇	低下	低下	赤字拡大方向	利上げ	通貨安	上昇
			平常	上昇	低下	黒字拡大方向	上昇	低下	上昇	上昇	黒字拡大方向	利下げ	通貨高	低下

(注) マレーシア、インドネシアの実質GDPについては季節調整前の数字を使用
 (注2) 公的短期対外債務: マレーシアは2015年 Q2対Q1、ベトナムは2013年末対2012年末のデータを使用
 (注3) 財政収支/GDPは、マレーシア、ベトナム、トルコはIMFによる推計値
 (注4) 経常収支/GDPは、中国、ベトナム、トルコ、経常収支/GDPはIMFによる推計値

(出所) Bloomberg、CEIC、BIS(国際決済銀行)、JETRO、IMF、マレーシア中央銀行、
 インドネシア中央銀行、タイ中央銀行、新生銀行 金融市場調査部

図表 13 危機管理モニター(スナップショット)

			A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
			実体経済			対外関係				政策			
			実質GDP (前年比、%)	CPI (前年比、%)	財政収支 /GDP (%)	外貨準備 (10億米ドル)	外貨準備高/ 短期対外債務 (倍)	外貨準備 /輸入 (月)	経常収支 /GDP (%)	政策金利 (%)	為替レート (対ドル)	金利 (10年債利回り、%)	
			2015/08/30	2015/09	2015 予測	2015/08/31	2015/03	2015/08/31	2015 予測	2015/09/30	2015/09/30	2015/09/30	
1	中国	人民元	CNY	7.0	1.6	-1.9	3.7	3.1	24.3	3.2	4.60	6.3560	3.3
2	マレーシア	リンギット	MYR	4.9	3.3	-3.5	92.7	1.1	6.4	2.1	3.25	4.3950	4.2
3	インドネシア	ルピア	IDR	4.7	7.2	-2.3	102.2	2.3	10.1	-3.0	7.50	14,653	9.6
4	タイ	タイバーツ	THB	2.8	-1.2	-1.9	149.5	2.7	8.6	4.4	1.50	36.370	2.8
5	ベトナム	ドン	VND	6.3	0.6	-6.5	33.8	3.2	2.3	4.8	9.00	22,478	7.3
6	ロシア	ルーブル	RUB	-4.6	15.8	-3.7	302.1	6.1	3.5	5.4	11.00	65.362	11.0
7	トルコ	リラ	TRY	2.3	7.1	-1.4	99.2	0.8	5.5	-4.2	7.50	3,0256	11.0
8	ブラジル	レアル	BRL	-2.6	9.6	-5.3	360.4	6.6	22.3	-3.7	14.25	3,9475	15.4
9	メキシコ	ペソ	MXN	2.2	2.7	-4.1	183.7	2.4	5.2	-2.2	3.00	16,918	6.1

(注) マレーシア、インドネシアの実質GDPについては季節調整前の数字を使用
 (注2) 公的短期対外債務: マレーシアは2015年2Q、ベトナムは2013年末のデータを使用
 (注3) 中国の外貨準備高のみ1兆ドル単位で表示

(出所) Bloomberg、CEIC、BIS(国際決済銀行)、JETRO、IMF、マレーシア中央銀行、
 インドネシア中央銀行、タイ中央銀行、新生銀行 金融市場調査部

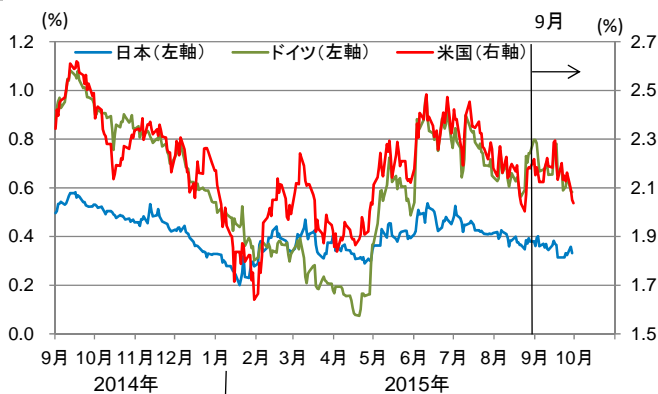
債券市場：高まるリセッション・リスク

要旨 9月の10年円金利は月初の0.40%付近からシルバーウィーク前には0.30%付近まで低下。その後やや戻して0.30-0.35%で推移した(図表14)。一時は確実視された米国の9月利上げは、中国を中心とする新興国の景気減速が米国内の物価の下押し圧力となること懸念により見送りとなった。欧州でもドラギ総裁が、緩和期間の延長を含む追加の金融緩和の可能性を示唆した。これまでの物価下落の大きな要因であった原油価格は足元では下げ止まりの兆しをみせている(図表15)。しかし、期待インフレ率は低下しており、グローバルの需要不足・景気悪化による物価下落の懸念が高まっている。

日本国内に目を転じると、7-9月期のGDPは0%付近、最も悪いケースでは-1.2%程度に到達する可能性がある。9月30日に発表された鉱工業生産は市場予想の+1.0%を大幅に下回る-0.5%となり、「IPショック」と呼んでもよい様な厳しい内容であった。8月の生産も+0.1%しか反発が見込まれていない。4-6月期の-1.2%に続くマイナス成長となれば、リセッションとなる。個別の指標をみると、7月の消費総合指数は0%、7月の実質輸出を踏まえた7-9月の輸出は-0.5%。このままで推移しても0%付近の成長となる。

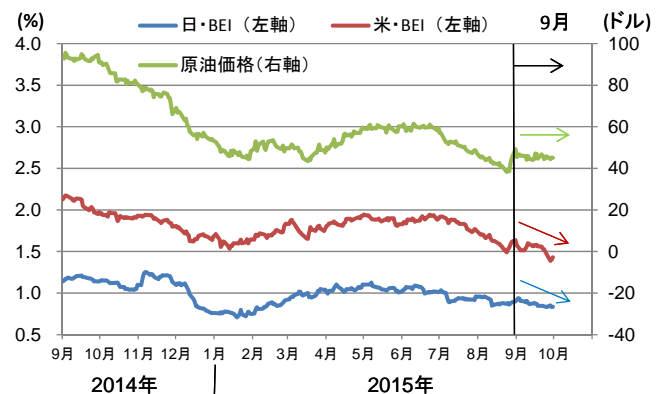
いずれにしても潜在成長率とみられる0.5%を下回る公算が大きく、需給ギャップは4-6月期の-1.6%からさらに拡大する見込みである。7-9月期の需給ギャップは8~10兆円となろうが、現在議論されている補正予算の規模は3兆円程度であり、大幅に不足している。この不足分を補うために、追加の金融緩和に対する期待が高まりやすいであろう。しかし、日銀の重視するコアCPIからエネルギーを除いた物価は1.1%にまで上昇、本日公表された短観をみても労働市場のタイトさも継続している。「追加緩和を必要とする経済」と「待ちの日銀」との構図が継続し、10月の10年金利は0.28~0.40%の間で推移しよう。なお、リスク・オンとなるサプライズ・シナリオとしては、10月7日の日銀・金融政策決定会合での追加緩和決定、同日の内閣改造後に10兆円規模の補正予算と日銀法改正が掲げられること。ただ、可能性は極めて低いであろう。

図表14 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15 原油価格と日米 BEI



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融市場調査部

1. IPショック:2・四半期連続のマイナス成長

新しい点 昨日(9月30日)、8月の鉱工業生産(速報、季調済前期比、以下同)が発表され、-0.5%と市場予想の+1.0%を下回り、2ヶ月連続のマイナスとなる非常に軟調な結果となった(7月-0.8%)。経済産業省の基調判断も「生産は一進一退で推移している」から「生産は弱含んでいる」に下方修正され、「IPショック」と呼べるような内容であった。

震災以来の落ち込み この-0.5%がどの程度悪い数字かを振り返っておきたい(図表16)。

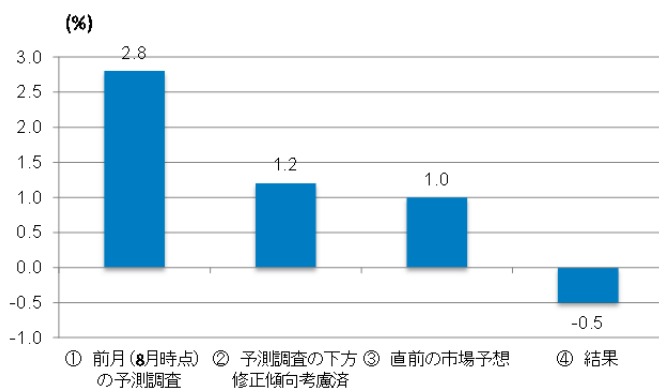
①7月の鉱工業生産が発表された8月時点の予測調査では、8月の生産が2.8%増加することが見込まれていた。②この予測調査はその後1.6%ポイント下方修正される傾向がある。これを踏まえると+1.2%。③直前の市場予想では更に慎重になって1.0%が見込まれていた。④しかし結果は-0.5%と慎重な市場予想を更に下回る結果となった。グラフの一番左(①、前月の予測調査)と一番右(④、結果)の変化率は東日本大震災以来の悪化となった。

7-9月期のGDPもマイナス1.2%を予想 2015年8月の鉱工業生産・9月の予測調査・過去の予測修正率を踏まると、7-9月期の生産(季調済)は-1.6%(前期比)、-6.2%(前期比・年率換算)となる見込み(図表17)。これを踏まえると7-9月期の実質GDP(季調済)は-0.3%(前期比)、-1.2%(前期比・年率換算)となり、4-6月期の実質GDPに続くマイナス成長となる公算が大きい(4-6月期も前期比-0.3%、前期比・年率換算-1.2%)。2四半期連続のマイナス成長はテクニカルにリセッション¹となる。

現状では良くても横這い 個別の指標をみると、7月の消費総合指数は0%、7月の実質輸出を踏まえた7-9月の輸出は-0.3%。このままで推移しても0%付近の成長となる。

以上を踏まえると、11月16日に公表される7-9月期の実質GDPは0%からマイナス1%の範囲となる。

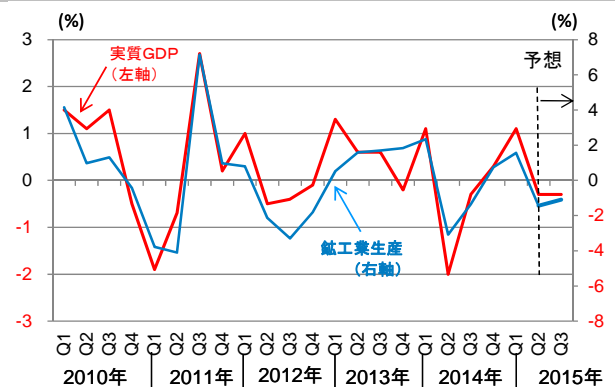
図表16 IPショック:慎重な市場予想を更に下回った8月の鉱工業生産結果



※ 季調済、前期比ベース

(出所) 内閣府、経済産業省、新生銀行 金融市場調査部

図表17 実質GDPと鉱工業生産の推移・見通し



※ 季調済、前期比ベース

(出所) 内閣府、新生銀行 金融市場調査部

¹ 正式な景気後退か否かの判断は、内閣府に設置された「景気動向指数研究会での議論を経た後、経済社会総合研究所長が設定する」とされている。市場ではこれとは別に「実質GDPが2・四半期連続のマイナス成長になった場合は、簡便的に景気後退(リセッション)とみなす」との見方がある。

2. L字型となっている消費

4-6 月期 GDP は消費・外需が不振 市場としてはやや古いデータになるが、9 月 8 日に公表された 4-6 月期の実質 GDP(季調済)は前期比-0.3%となった(図表 18)。需要項目別に寄与度をみると、消費が-0.4%、純輸出が-0.3%と主なマイナス要因となった。また設備投資も-0.1%と若干ではあるがマイナスに落ち込み、主要項目が軒並み振るわなかった(ただし、1-3 月期の設備投資は+0.4%と比較的大きな寄与度を示していた)。

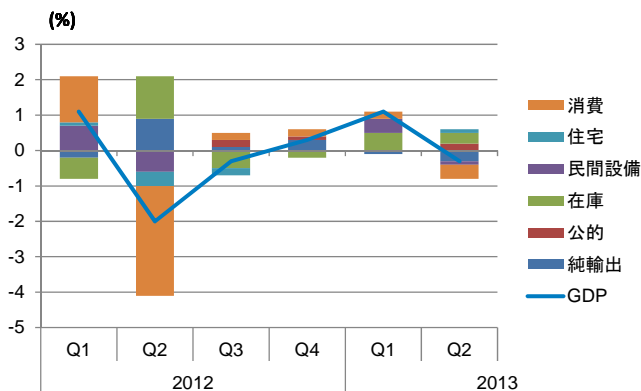
家計向け対策が焦点となる可能性 安倍首相は 9 月 11 日の経済財政諮問会議で、携帯電話料金の家計の負担軽減の検討を打ち出した。安全保障関連法案成立後の同 24 日の記者会見では、新しい 3 本の矢の第一に「希望を生み出す強い経済」として「名目 GDP600 兆円」の目標を掲げた。更に 10 月 7 日には内閣改造が予定され、菅官房長官は「どうい対応策をとっていくかは、これからしっかり新たな体制のなかで説明していく」と発言したとされる。今後は従来型の公共事業だけでなく、家計に対する給付などが経済対策・補正予算の議論の対象となる可能性がある。

消費の状況 これまでの長期の消費の動きをみると、1997 年・2014 年の消費増税前後の駆け込み需要による消費増加とその反動減、リーマンショック後の落ち込みといった振れを伴いながらも、おおむね右肩上がり成長してきたことが伺える(図表 19)。

97 年は理論通りの動き 消費増税前後の駆け込み需要と反動減は、経済理論的には「消費者が消費の額を平準化しようとする」という見方で説明できる。実際、97 年のときはほとんどトレンドに戻っており、理論通りの動きとなっていた。

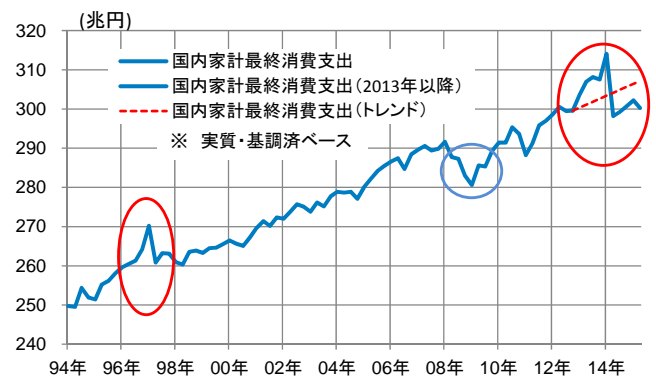
今回は異なる 仮に 1999 年から 2012 年までのトレンドが継続していた場合、2015 年 4-6 月期の消費は 307 兆円となっていたとみられる。しかし、現状では 300 兆円にとどまっており、7 兆円もトレンドから乖離している。この説明としては、①1997 年当時と比較して賃金の伸びが十分でなく、消費増税の増加分を吸収しきれていない、②8%から 10%への消費増税が予定されていること、③社会保障負担などの国民負担増と重なっていたことで消費増税の影響が大きくなっている、といった要因が考えられよう。

図表 18 実質 GDP の寄与度分解(2012 年 Q1~2015 年 Q2)



(出所) 内閣府、新生銀行 金融市場調査部

図表 19 消費の推移:トレンドからのかい離幅は 7 兆円



(出所) 内閣府、新生銀行 金融市場調査部

3. 今後の見通し

今年度入り前の段階では、2015年度の景気について「4-6月期に入れば消費増税から1年が経過し、実質所得の増加が消費の増加に結び付く」とのシナリオもあった。しかし、現状ではまさかのリセッション入りの可能性が出始めている。2015年4-6月期の需給ギャップは-1.6%。金額に換算すると約8兆円(図表20)。

図表20 GDPギャップの推移

	2012年				2013年		
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期
実質GDP (兆円)	522.6	519.9	517.9	517.2	524.0	527.0	530.3
GDPギャップ (%、対GDP比)	-1.1	-1.7	-2.3	-2.5	-1.4	-1.0	-0.5
(兆円)	-5.7	-8.8	-11.9	-12.9	-7.3	-5.3	-2.7

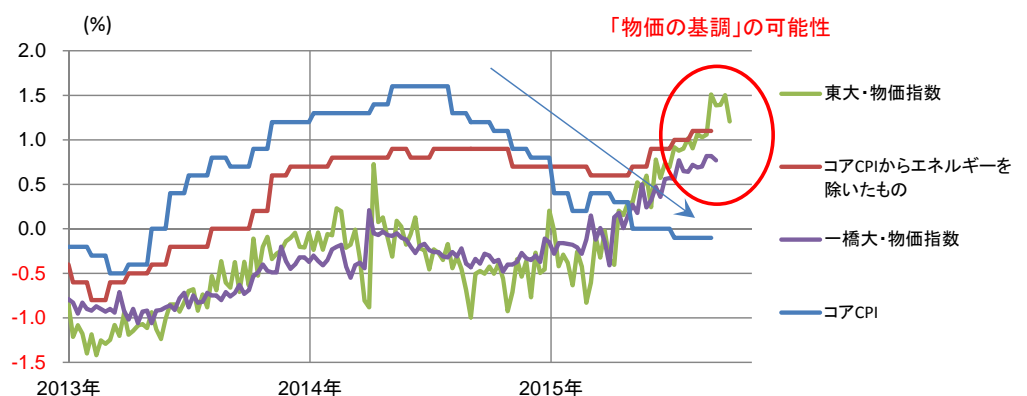
	2014年				2015年	
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期
実質GDP (兆円)	535.0	524.5	523.0	524.7	530.5	529.0
GDPギャップ (%、対GDP比)	0.1	-2.0	-2.4	-2.2	-1.2	-1.6
(兆円)	0.5	-10.5	-12.6	-11.5	-6.4	-8.5

(出所) 内閣府、新生銀行 金融市場調査部

需給ギャップマイナス10兆円対補正3兆円 現在の潜在成長率は0.5%とされている。仮に予想通り-1.2%となった場合は、さらに需給ギャップが拡大(潜在成長率+0.5%-(実質GDP-1.2%)=1.7%分)し、10兆円規模となる。このすべてを財政政策で埋める必要はないものの、それでも現在議論されている3~5兆円程度の補正予算では需給ギャップを埋めきれないであろう。このため、金融政策に期待がかかるであろう。

改善を続ける「物価の基調」 確かにコアCPIは昨年秋以降、一貫してプラス幅を縮小。8月には-0.1%に到達した。しかし、日銀の注目する「物価の基調」は改善を続けている。これらはコアCPIから更にエネルギーを除いた物価指標や、小売等の物価を示す東京大学・一橋大学が算出する指標(図表21)。以上より、「追加緩和を必要とする経済」と「待ちの日銀」との構図が継続し、10月の10年金利は0.28~0.40%の間で推移しよう。

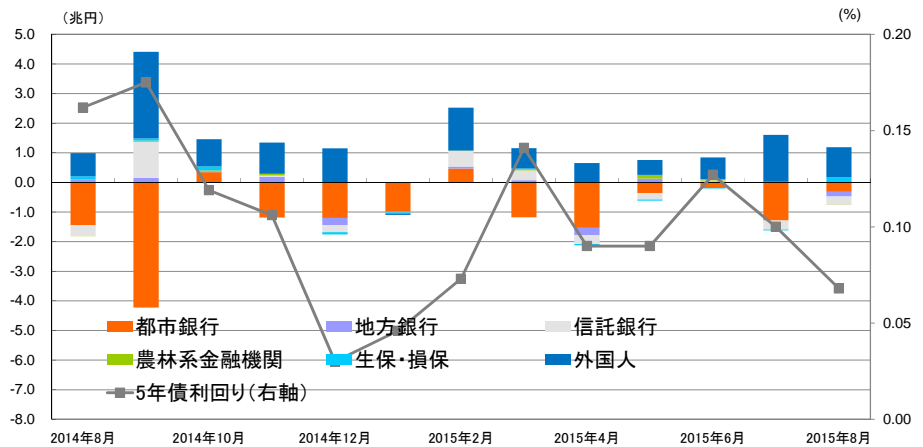
図表21 下がるコアCPIと、上昇を続ける指標



(出所) 総務省、東大日次物価指数プロジェクト(7日移動平均、直近は9月27日)、SRI一橋大学消費者購買価格指数(総合(タバコ除く)、直近は9月7日の週)、新生銀行 金融市場調査部

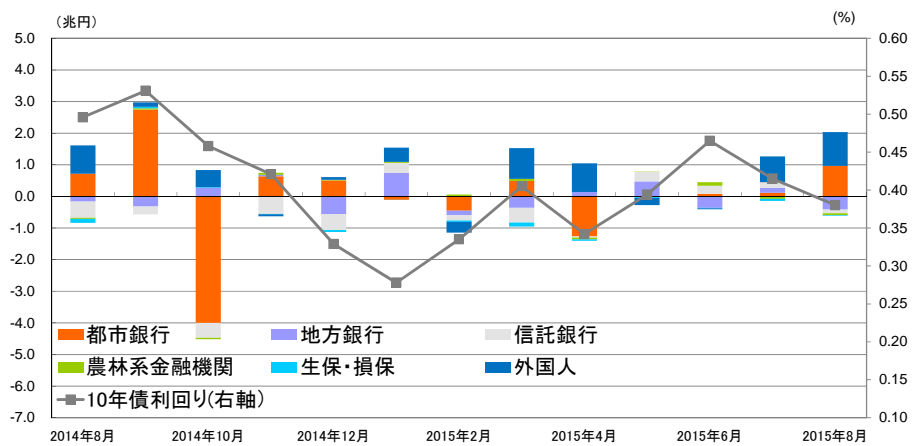
<参考> 国債投資家別売買動向

図表 22 中期債 (2014年8月～2015年8月)



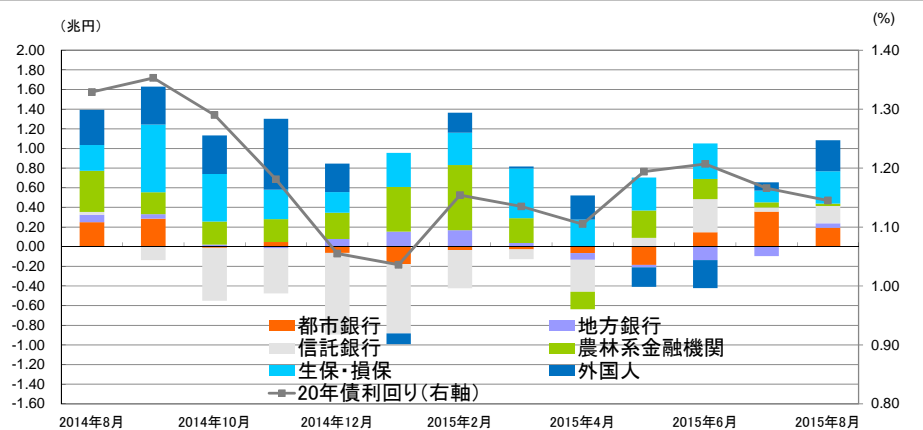
(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 23 長期債 (2014年8月～2015年8月)



(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融市場調査部

図表 24 超長期債 (2014年8月～2015年8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8月末	2015年9月末	変化幅(%)
無担保コール(翌日物、加重平均、%)	0.071	0.010	-0.06
債券先物(中心限月、円)	147.570	148.160	0.59
日本国債(2年物、%)	0.015	0.020	0.01
日本国債(5年物、%)	0.068	0.066	-0.00
日本国債(10年物、%)	0.380	0.356	-0.02
日本国債(20年物、%)	1.145	1.136	-0.01
日本国債(30年物、%)	1.400	1.404	0.00
円/円スワップ(2年、%)	0.125	0.110	-0.02
円/円スワップ(5年、%)	0.228	0.199	-0.03
円/円スワップ(10年、%)	0.568	0.510	-0.06
円/円スワップ(20年、%)	1.194	1.133	-0.06
円/円スワップ(30年、%)	1.433	1.358	-0.08
円LIBOR(6ヶ月物、%)	0.131	0.125	-0.01
全銀協TIBOR(6ヶ月物、%)	0.257	0.257	0.00
米国FFレート(%)	0.070	0.050	-0.02
米国債(2年物、%)	0.738	0.629	-0.11
米国債(3年物、%)	1.051	0.901	-0.15
米国債(5年物、%)	1.548	1.357	-0.19
米国債(7年物、%)	1.947	1.736	-0.21
米国債(10年物、%)	2.218	2.037	-0.18
米国債(30年物、%)	2.962	2.854	-0.11
米ドルスワップ(2年、%)	0.893	0.748	-0.14
米ドルスワップ(3年、%)	1.192	0.984	-0.21
米ドルスワップ(5年、%)	1.651	1.385	-0.27
米ドルスワップ(7年、%)	1.975	1.697	-0.28
米ドルスワップ(10年、%)	2.274	2.003	-0.27
米ドルスワップ(30年、%)	2.733	2.518	-0.21
米ドルLIBOR(6ヶ月、%)	0.534	0.535	0.00

＜2015年10月 主な行事日程＞

日付	国	イベント	日付	国	イベント
10月1日	米国	ISM製造業景況指数	10月20日	日本	20年債入札
10月2日	米国	製造業受注	10月20日	日本	公社債投資家別売買
		雇用統計		米国	住宅着工・許可件数
10月5日	日本	毎月勤労統計	10月21日	日本	貿易収支
	米国	ISM非製造業景況指数	10月22日	日本	2年債入札
10月6日	米国	貿易統計		欧州	ECB会合
10月7日	日本	黒田日銀総裁、定例記者会見	10月23日	米国	中古住宅販売件数
	日本	景気動向指数		中国	Caixin中国製造業PMI
10月8日	日本	30年債入札	10月26日	欧州	Markitユーロ圏製造業PMI
		機械受注		独	IFO景況感指数
		経常収支	米国	新築住宅販売件数	
	景気ウォッチャー指数	10月27日	日本	40年債入札	
10月13日	米国	FOMC議事要旨	10月27日	米国	FOMC(28日まで)
	日本	日銀金融政策決定会合議事要旨			S&Pケースシラー住宅価格指数
	中国	貿易統計			耐久財受注
	独	ZEW景況感指数			消費者信頼感指数
10月14日	日本	5年債入札	10月28日	米国	イエレンFRB議長、定例記者会見
	中国	CPI・PPI	10月29日	米国	GDP
	米国	小売売上高	10月30日	日本	CPI
10月15日	日本	鉱工業生産			日銀政策決定会合
	米国	CPI			黒田日銀総裁、定例記者会見
10月16日	米国	鉱工業生産	欧州	CPI	
10月19日	中国	GDP			

- 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