

# Weekly エコノミスト・ レター

## 金融市場の動き(1月号)

### ～原油安に潜む少し先のリスク

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **(金融市場)** 年明けの金融市場は波乱の幕開けとなった。その一因は原油安だ。原油価格はさらに下値を模索する展開も有り得、下がれば下がるほど、その悪影響への懸念も高まるだろう。しかし、現状の低価格が長期間続く可能性は低い。いずれ減産や開発停止の動きが見えてくると予想されるためだ。需給緩和に改善の兆しが見えれば持ち直しのきっかけになる。その際、世界はもう一つのリスクに遭遇するかもしれない。それは現在極めて低水準にある米長期金利の上昇だ。原油価格が上昇に転じると、期待インフレ率上昇を通じた米長期金利上昇が起こるはず。原油価格はボラティリティが高いだけに、オーバーシュートぎみに急上昇し、米長期金利を大きく押し上げる可能性がある。また、そもそも現在の米長期金利は非常に緩やかな利上げペースを織り込んでいるように思える。原油価格反転で期待インフレ率が上昇すれば、利上げのハードルが下がる。市場の観測に見直しが入り、米長期金利が急上昇するルートも考えられる。一昨年半ば、バーナンキ発言を受けた際は、米長期金利が急騰し、米株式市場が動揺、世界株安へと波及した。今後も米長期金利が急上昇すれば、世界の株式市場は影響を免れない。目先は原油価格について、「いつ、どの水準で下げ止まるか」が注目だが、その後は「原油価格がどのようなペースで持ち直すか」「米長期金利への影響はどうか」に焦点が移るように思える。2015年の金融市場において原油価格は息の長いテーマになりそうだ。
2. **(日銀金融政策)** 日銀は12月の決定会合で現行の金融政策を維持。景気判断はやや上方修正した。会見では、原油安の中期的な物価押し上げ効果と賃上げの重要性に言及した。
3. **(金融市場の動き)** 12月は引き続き円安が進行、ユーロも対ドルで下落、長期金利は過去最低を更新した。今後もリスクオフ地合いが残ることで、当面のドル円は120円付近、ユーロは低迷、長期金利は横ばい圏内の動きを予想している。



# 1. 金融市場：原油安に潜む少し先のリスク

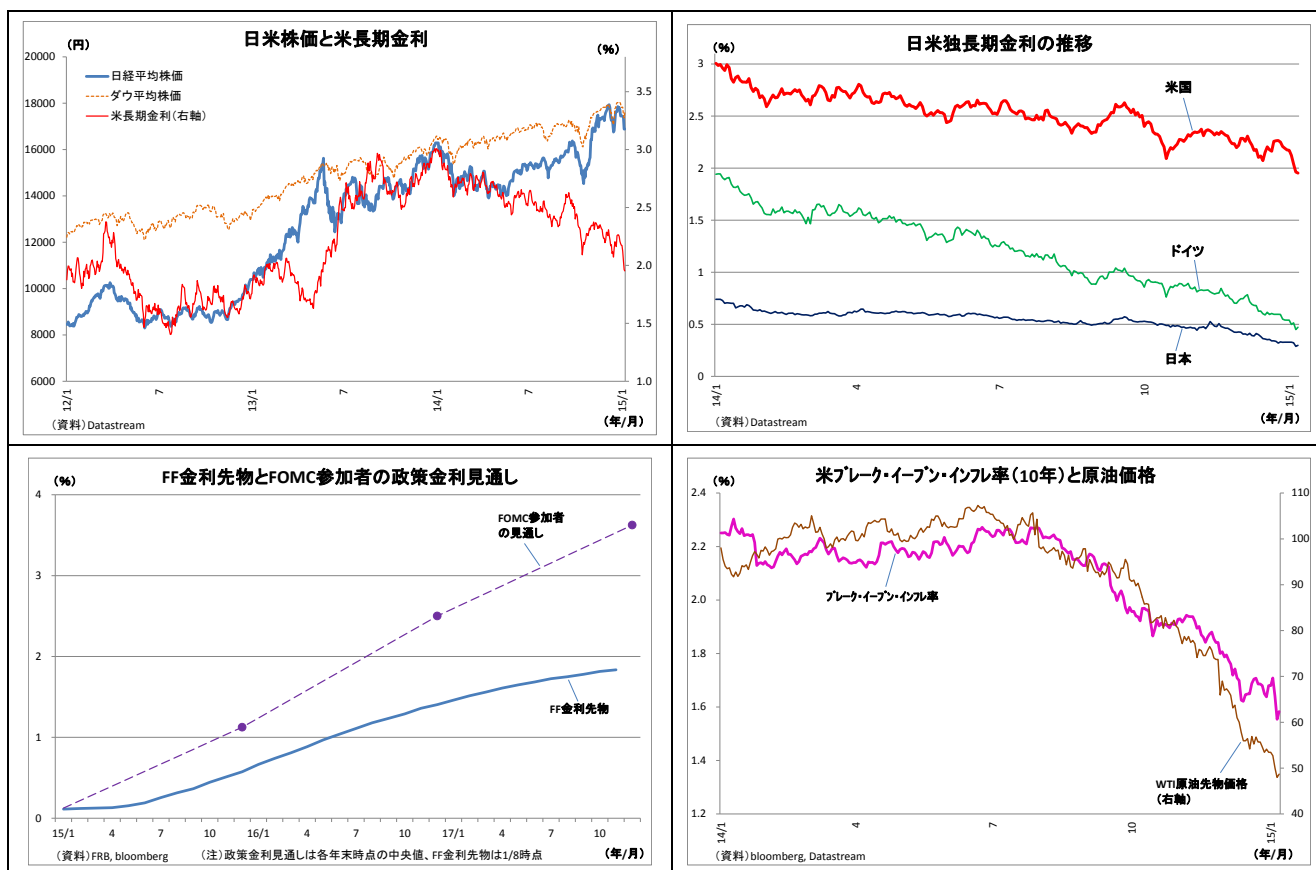
## (波乱の幕開け)

2015 年年明けの金融市場は波乱の幕開けとなった。日経平均株価は大発会から 2 営業日連続で下落し、その下落幅は 500 円を超えた。現在はやや持ち直しているが、昨年終盤の直近ピーク (17854 円) や昨年末の水準 (17450 円) には届いておらず、不安定な状況が続いている。また、この間のドル円レートは、リスク回避姿勢の高まりから円高ドル安に振れ、未だ 120 円を回復していない。この背景には 1 月下旬に総選挙を控えるギリシャ情勢と、原油価格の下落というリスク要因が強く意識されていることがある。

こうした情勢で、日本株や過去最低を更新した本邦長期金利に目を奪われがちになるが、米長期金利 (10 年国債利回り) の低下も注目される。米長期金利は今年に入って一時 13 年 5 月以来の 2% 割れとなり、直近でも 2% 近辺の水準で低迷している。

最近ではリスク回避姿勢の高まりに伴う安全資産需要が米長期金利の低下に働いているが、そもそもこの低下基調は昨年から長らく続いている。

その主な要因は、①金融緩和強化に伴う日欧長期金利の低下によって、資金が米国債にシフトしてきていること、②米金融政策は利上げへと向かうが、その利上げペースは緩やかになるとの見方が市場で浸透してきたこと、そして、③昨年半ばからの原油価格急落によって、米国の期待インフレ率が低下してきていること、であると筆者は考えている。特に③に関して、WTI 原油先物価格と米国債券市場が織り込む期待インフレ率であるブレイク・イーブン・インフレ率 (以下、BEI) の昨年一年間での相関係数 (1 で完全連動を示す) を算出すると 0.94 に達しており、非常に高い連動性が確認できる。



### (原油価格の反転にもリスク)

原油価格の急落については、世界経済の押し上げに寄与するというメリットがあるものの、現在はそのリスクが不安視されている。不安視されている事象は、原油価格急落による生産者への悪影響がメインとなっているが、具体的には、ロシア・ベネズエラ・アフリカ諸国などの産油国の財政悪化やエネルギー企業の業績悪化・破綻懸念などが挙げられる。原油価格については、未だ下げ止まり感がなく、需給緩和状態の解消が現状全く見えていないだけに、今後さらに下値を模索する展開も十分有り得る。原油価格が下がれば下がるほど、上記の悪影響への懸念も高まるだろう。

しかし、現状ほどの低価格が長期間続く可能性は低い。現在の価格水準は多くのシェールオイルや海底油田の生産コストを下回るため、減産や新規開発停止の動きが次第に見えてくると予想されるためだ。また、原油安によって需要が喚起される面もある。現在の価格下落の最大要因である需給緩和に改善の兆しが見えてくれば原油価格持ち直しのきっかけになる。

その際、世界はもう一つのリスクに遭遇するかもしれない。それは、米長期金利の上昇だ。上述のとおり、現在、米長期金利がこれほどまでに低い水準にあるのは、原油安が一因になっていると考えられる。原油価格が上昇に転じると、「原油価格上昇→米期待インフレ率上昇→米長期金利上昇」という連鎖が起こるはずだ。

原油の需給緩和が急速に改善する可能性は低いため、原油価格の将来の持ち直しも、基本的には緩やかなものに留まると考えられるが、原油市場は株式市場などと比べて格段に規模が小さく、また株価における PER のような適正の妥当性を計る目安もないため、ボラティリティが高い（表紙図表参照）。従って、原油価格がオーバーシュートぎみに急上昇し、米長期金利を大きく押し上げる可能性はある。

また、そもそも現在の米長期金利は非常に緩やかな利上げペースを織り込んでいるように思える。米債券市場に単純に当てはめることはできないが、FF レート先物のイールド・カーブが織り込む市場の政策金利見通しは FOMC 参加者の見通しを大きく下回っている。インフレ期待は世界の中央銀行の金融政策に影響を与える。原油価格反転に伴って米期待インフレ率が上昇すれば、FRB にとっては利上げのハードルが下がることになる。米利上げペースに関する観測に見直しが入り、米長期金利が急上昇するというルートも考えられる。

振り返ってみると、一昨年 5 月から 6 月にかけて、バーナンキ発言（年内のテーパリング開始を示唆）を受けて米長期金利が急騰した際には、米株式市場に動揺が起き、世界株安へと波及した。今後も米長期金利が急速に上昇すれば、日本も含め世界の株式市場はその影響を免れない。

目先は原油価格について、「いつ、どの水準で下げ止まるか」が市場の大きな材料になっているが、その後には「原油価格がどのくらいのペースで持ち直すか」「米長期金利への影響はどうか」に焦点が移るように思える。2015 年の金融市場において原油価格は息の長いテーマになりそうだ。

### (日本株には日本発の好材料が欲しいところ)

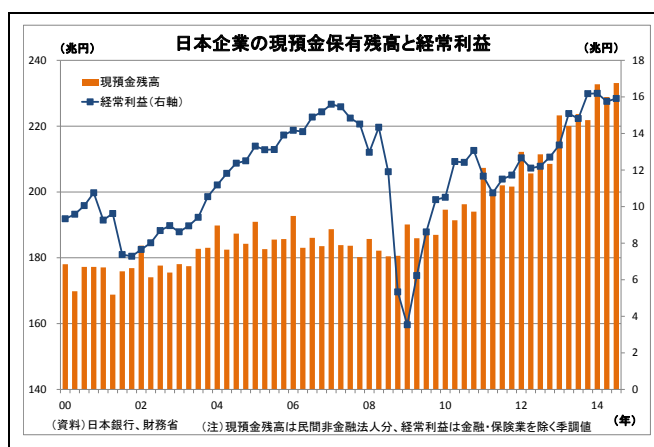
ちなみに、上記の原油価格急騰に限らずリスク要因は、米株よりも日本株にとって一層大きな問題となる。それは、近年、株式市場と為替市場が相互に影響を与え合う傾向が強まっているためだ。市場がリスク選好地合いにある局面では「株高→リスク選好の円安→さらなる株高・・・」と自己実現的な好循環が起こる一方で、市場がリスク回避地合いにある局面では、逆に「株安→リスク回避の円高→さらなる株安・・・」という悪循環が発生し、下落幅が増幅される。実際、日経平均株価の昨年下旬の直近ピ

ークに対する年初の最大下落率は5.4%と、米ダウ平均の3.7%を上回る。

このように、リスク顕在化に対する脆さを抱える日本株だが、世界を見渡してみると、上記の原油価格に関するもの以外にも数多くのリスク要因が存在している。ギリシャの財政不安、ウクライナ問題、中国経済の急減速、ユーロ圏のデフレ化、米利上げによる新興国からの資金流出懸念などだ。

リスクへの耐性を上げるためには、日本発の株高要因が欲しい。特に内需に関するものであれば、海外リスク発生時の下支えにもなる。

日銀は日本経済の好循環が起こっていることを強調するが、その動きは未だ明確化していないように感じてならない。日本企業は過去最高レベルの利益を計上する一方、その保有現預金残高は過去最高を更新している。この積みあがった現預金ももし賃金や設備投資に太い流れとして向かえば、経済の好循環が明確化し、日本発の株高要因にもなる。そのためにはアベノミクス成功への確信を企業が持つことが必要だ。確信が持てれば、国内で資金を投入し始めるだろう。特に遅れている第3の矢の実行に向けた動きが大きなカギとなる。



## 2. 日銀金融政策(12月)：原油安でも現状維持、賃上げの重要性を強調

### (日銀) 現状維持

日銀は12月18～19日にかけて開催した金融政策決定会合において、現行の金融政策を維持した(賛成8反対1：反対した木内委員は前回同様、追加緩和前の政策が適当と主張)。引き続きマネタリーベースが年間約80兆円に相当するペースで増加するよう、長期国債・ETF等の資産買入れを継続する。

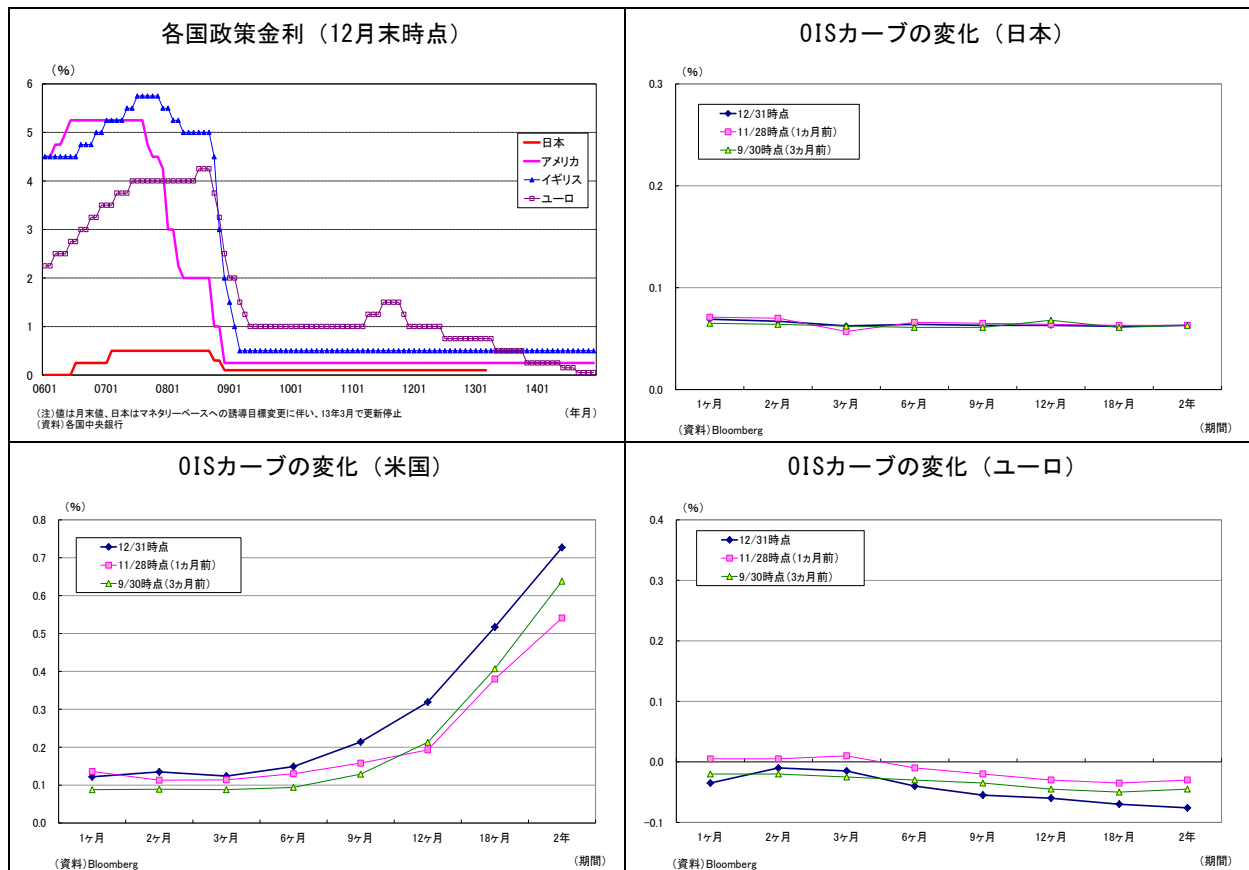
声明文における景気判断は、「基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる」とし、前回11月分にあった「生産面を中心に弱めの動きが残っているが」との表現を削除。また、個別項目では、輸出について「持ち直しの動き」と、前回の「横ばい圏内の動き」から上方修正するとともに、鉱工業生産についても「下げ止まりつつある」と、前回の「弱めの動きが残っている」から上方修正した。

先行きについては、「緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していく」とし、これまで同様、回復シナリオを維持している。物価についても、「当面現状程度のプラス幅で推移する」と前回の見方を据え置いている。

会合後の総裁会見では、急速に進む原油安に関する質問が集中した。黒田総裁は「(原油安は)足許短期的に物価の押し下げ要因となるが(中略)、経済活動には好影響を与えていくということで、基調的に物価を押し上げる要因になり得る」と述べ、これを根拠に「来年の前半に物価上昇率が加速していくということは考えにくい」ものの、「2015年度を中心とする期間に、物価安定の目標である2%程度に達する可能性が高い」との見方を示した。達成の時期は従来同様であり、「原油安＝追加緩和」という過度の追加緩和期待をけん制する狙いがあったと見られる。

また、物価に関連して、「2%の物価安定の目標を達成し、それが安定的に持続するという状況になるためには、やはり賃金が持続的に上昇していくということが必要不可欠」であり、「賃金の動向については、高い関心を持って見守っている」との言及があった。今後の春闘での賃上げの動きが日銀の次の一手に大きな影響を与えそうだ。

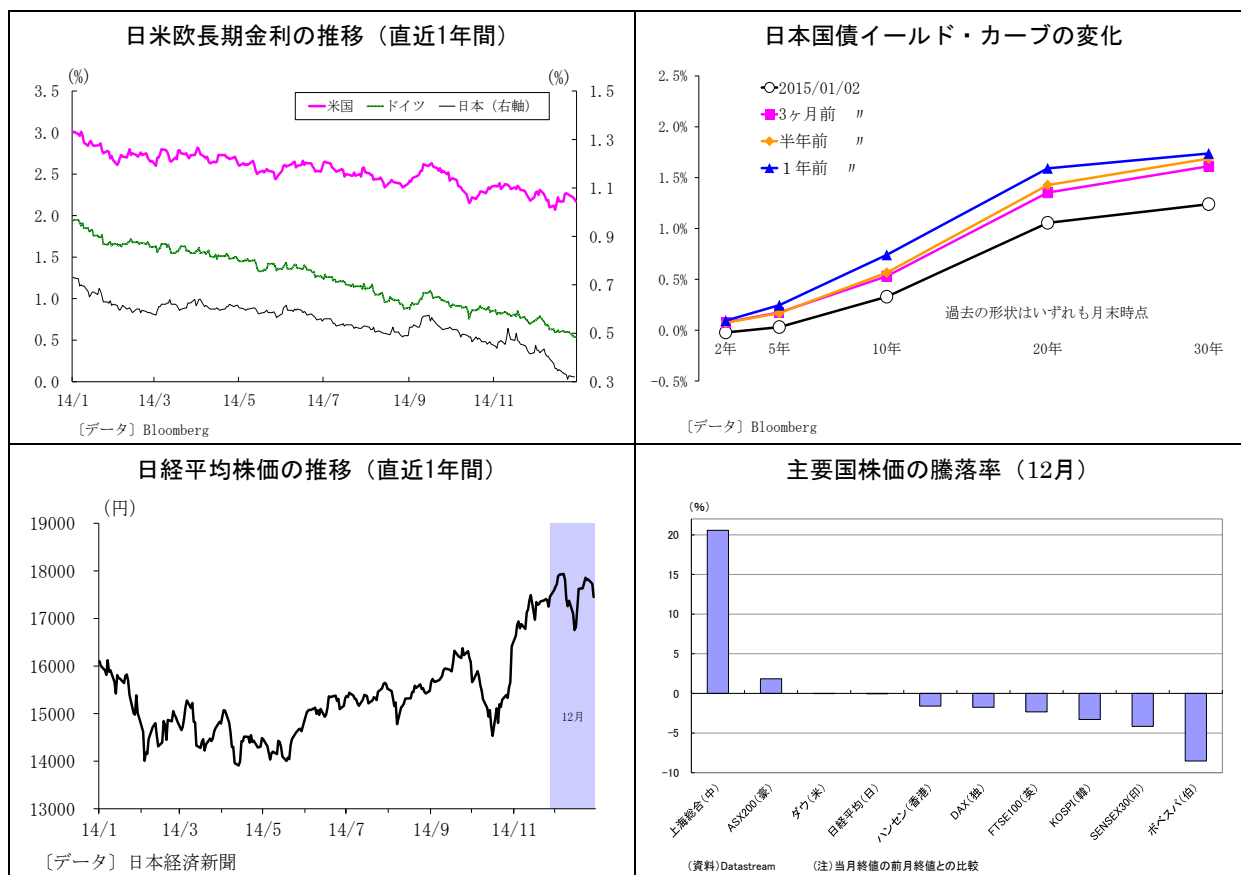
なお、今回は円安の影響について、マイナス影響にも言及、さらに「為替相場はファンダメンタルズを反映して安定的に推移することが望ましい」との発言があったのが印象的だ。従来は円安のプラス面を強調することが多かったが、10月末の追加緩和以降、急速な円安が進んできただけに、急速かつ投機的な円安への警戒感がうかがわれる。



政策金利<sup>1</sup>の先行きに対する市場の見方を示す OIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の 12 月末時点における利回り曲線を見ると、日本は全く変化なし。利回り曲線の形状はほぼ水平で2年以内の金融引き締め観測は全く見られない。一方、米国については、12 月の一カ月間で曲線がかなりスティープ化しており、利上げの前倒し観測が高まった。好調な 11 月米雇用統計や 12 月の FOMC でのフォワードガイダンス変更の影響と考えられる。その反面、ユーロについては 11 月末から全体的に下方シフトし、右肩下がりの度合いも強まっている。物価の下振れ要因となる原油安等を受けて、追加緩和観測が強まったとみられる。

<sup>1</sup> 日銀は 2013 年 4 月 4 日に金融政策の誘導目標を無担保コール翌日物からマネタリーベースへ変更したため、厳密には現在、日本の政策金利という概念は無くなっている。

### 3. 金融市場(12月)の動き: ドル独歩高、長期金利は過去最低を更新



#### (10年国債利回り)

**12月の動き** 月初0.4%台前半からスタートし、月末は0.3%台前半に。

月の前半は0.4%台前半で一進一退の推移となったが、原油価格急落に伴う世界的なリスク回避姿勢の高まりで15日には0.3%台後半に、翌16日には同半ばへと低下。その後も日銀による大量国債買入れに伴う需給逼迫感から金利低下に歯止めがかからず、22日には0.3%台前半に。25日には0.3%に接近し、過去最低値を更新した。その後は利益確定の動きからやや上昇したが、月末も0.3%台前半で着地した。

#### 当面の予想

今年に入り、長期金利は0.3%を割り込んでいる。日銀の大量国債買入れによる金利低下圧力がかかる中で、ギリシャ不安の高まりや原油安の再発によって市場のリスク回避姿勢が強まったためだ。ギリシャや原油価格の問題はすぐに解消する類のものではないため、リスク回避姿勢も解消しないだろう。これに対抗できるような金利上昇要因は見当たらず、長期金利は当面横ばい圏内の低迷が続くと見ている。

#### (ドル円レート)

**12月の動き** 月初118円台後半からスタートし、月末は120円台半ばに。

月初、米景気回復期待や衆院選での自民圧勝観測に伴うリスクオンから3日に119円台に上昇。好調な米雇用統計結果を受けた8日には121円台へとさらに急上昇した。しかし、その後はギリシャの政情不安や原油価格急落を背景とするリスク回避で円の買戻しが発生し、11日には117円台半ばに。17日には116円台後半まで円高が進んだ。その後は、FOMCを受けた米金利の上昇や原油安

の一服で再び反転し、18日に118円後半を回復。米GDPの上方修正を受けた24日には120円台半ばとなった。以後は決め手を欠く状況が続き、月末は120円台半ばで終了した。

## 当面の予想

今月に入って、ギリシャ情勢や原油安に伴うリスク回避で円が買われ、足元はやや戻しているものの120円を割り込む水準にある。目先の最大の材料は本日発表の米雇用統計。市場予想の24万人増（Bloomberg）並みか、それを上回る数値が出れば、ドルがさらに持ち直す展開に。逆に予想を下回れば既存のリスク材料と共鳴し、円高ドル安に振れる。メインシナリオとしては、雇用統計は堅調な結果となり、ドルが一旦持ち直すものの、リスク回避姿勢が残ることで一方的なドル高地合いとはならず、当面120円付近での推移に留まると予想している。

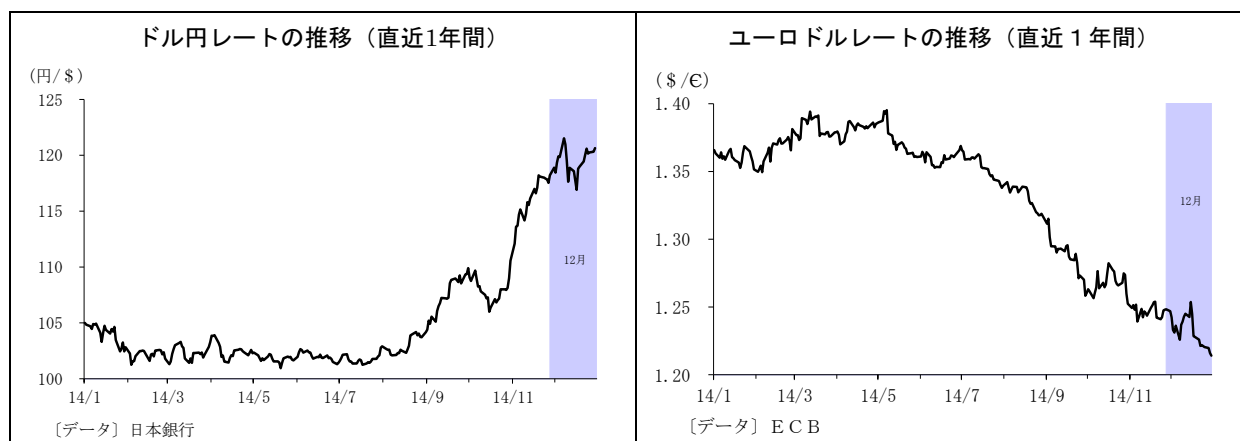
## （ユーロドルレート）

**12月の動き** 月初1.24ドル台後半からスタートし、月末は1.21ドル台半ばに。

月初、ECBの追加緩和観測の高まりから、ユーロが下落基調となり、3日に1.23ドル台前半となる。さらに予想を上回る米雇用統計を受けた8日には1.22ドル台半ばまで下落した。その後は世界的なリスク回避地合いの中、積みあがったユーロ売りポジションを解消する動きが起き、9日には1.23ドル台、11日は1.24ドル台、16日には1.25ドル台を回復した。しかし、17日のFOMC後はドル高圧力が上昇し、18日には1.22ドル台後半へとユーロが急落。下旬にはギリシャ大統領選出の難航がユーロの重荷となってじり安に。月末は1.21ドル台半ばまで下落した。

## 当面の予想

年初以降、ギリシャ不安やECBの国債買入れを含む追加緩和観測の高まりにより、足元は1.18ドル付近までユーロが下落している。目先はドル円レート同様、本日の米雇用統計によって左右されるが、ギリシャ情勢の不透明感は続くため、ユーロの低迷は続く。ECBの早期追加緩和は市場でかなり織り込まれているため、1月に実施されても大きな下押し材料にはならないと見ている。逆に、1月の緩和が見送りとなれば、ユーロが買い戻される展開になるだろう。



金利・為替予測表(2015年1月9日現在)

|       |                | 2014年  | 2015年  |        |      |       |
|-------|----------------|--------|--------|--------|------|-------|
|       |                | 10-12  | 1-3    | 4-6    | 7-9  | 10-12 |
|       |                | 実績     | 予想     |        |      |       |
| 日本    | 10年金利 (平均)     | 0.3    | 0.3    | 0.4    | 0.4  | 0.5   |
| アメリカ  | FFレート (期末)     | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0.50 | 0.75  |
|       | 10年金利 (平均)     | 2.3    | 2.2    | 2.6    | 2.7  | 3.1   |
| ユーロ圏  | ECB市場介入金利(期末)  | 0.05   | 0.05   | 0.05   | 0.05 | 0.05  |
|       | 10年金利 (ドイツ、平均) | 0.8    | 0.6    | 0.7    | 0.8  | 0.9   |
| ドル円   | (平均)           | 115    | 119    | 121    | 121  | 122   |
| ユーロドル | (平均)           | 1.25   | 1.19   | 1.19   | 1.19 | 1.18  |
| ユーロ円  | (平均)           | 143    | 142    | 144    | 144  | 144   |

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。