

## Market Flash

ショック！ ショック！ ショック！



2014.11





## ～黒田ショック～

それは、世の中がハロウィンで浮かれていた10月31日に突然発表された。何の前触れもなく、誰もが予想していなかったタイミングでの出来事であった。

日銀が、マーケットに大きな衝撃を与える金融緩和を突然行ったのである。日経平均は暴騰し、7年ぶりの高値を更新した。世界の株式市場も同様に反応し週を挟んで11月4日の日経平均は1万7000円を突破した。円も同時に、円安に振れ110円から114円台に急落した。

まさに「黒田ショック」である。日銀の黒田総裁は、就任直後の2013年4月に「異次元の金融緩和」を断行し、華々しくデビューした。その当ても、円安と株高が同時に進行しアベノミクスの強力な後押しとなった。

第1回の黒田ショックの内容を少しおさらいしておこう。

第1回黒田ショックのキーワードは、「**2**」

「**2**年間で前年比**2**%の物価上昇率を目指す」

「マネタリーベースを**2**年間で約**2**倍の270兆円にする」

「長期国債の購入量も**2**年で約**2**倍の190兆円にする」

「ETF(上場投資信託)を従来の**2**倍の年間1兆円買入れる」

これに対して、第2回黒田ショックのキーワードは、「**3**」である。

「長期国債の保有残を**30**兆円増額し、年間80兆円とする」

「買い入れ国債の平均残存期間を**3**年延長して10年程度にする」

「ETF(上場投資信託)を従来の**3**倍の年間**3**兆円買入れる」

「J-REIT(上場不動産投資信託)も従来の**3**倍の年間900億円買入れる」

これにより、2014年末275兆円のマネタリーベース目標が2015年末には355兆円に増額されることになる。

この日銀の金融緩和と同時に31日には、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が、日本株の資産構成を**12%**から**25%**にするなどの運用改革を発表した。

これに伴い、国内債の運用比率を**60%**から**35%**に引き下げたので、**30兆円の国債購入枠が減少した**。

その一方で、日銀が国債の購入枠を30兆円増やしたのである。つまり、国債の買い手がGPIFから日銀にそのままシフトしたことになる。

日銀のETFやREITの購入枠増額やGPIFの日本株比率アップにより、日本の株式市場にとっては強力な下支えになっていくであろう。ヘッジファンドは10月に日本株を3兆円超売り越していたのであわてて買い戻しに走ったようである。

さらに、この金融緩和は一層の円安ももたらしている。折しもこの前日に、米国FRBのイエレン議長が、量的緩和の終結を宣言したばかりであった。そのためドル高円安が一層進みやすい環境にあったのである。



## ～黒田ショック～

今回の決定において、前回と違うことは全員一致の決定ではなかったということである。

今回は、**賛成5、反対4**ときわどい決定であった。

賛成が、黒田総裁、岩田副総裁、中曾副総裁、白井、宮尾審議委員

反対が、森本元東京電力副社長、石田元三井住友フィナンシャルグループ専務、佐藤、木内審議委員（両者ともエコノミスト）

これを見ると、**民間代表者はともに反対の立場をとっている。これは、金融政策が先行しても設備投資などの民間の投資がなかなか進まない状況を表しているように思えてならない。**

日銀によるこのような金融政策に対して反対論も多いのは事実である。

ゼロ金利下で家計も企業も金余り。こうした状況ではいくら**日銀が資金供給したとしても、民間銀行が貸し出しなどに使わず、日銀に当座預金で積み上げるだけである。貸し出しを通じた実体経済への波及効果は限られている。**というものである。

さらに、金融緩和で円安になったとしても、日本の輸出の状況は、勝での輸出国ではなく今ではGDPに占める輸出の割合はたったの12%に過ぎないのである。逆に、円安によって輸入物価が上昇し消費が減少するという懸念もある。

こうした異論に対しても黒田総裁はぶれることなく一貫して、**2%の物価目標を設定し、国債を買い資金を供給し続ければ、「近い将来物価が上がる」と人々に思わせる。そうすることにより人々は投資や消費へ資金を回し、そのうち借金を始める。こうした「期待に働きかける」という考えを取っているのである。**これは前回の日銀の金融会話の時のレポートでも詳しく説明した。

何度も述べているように、金融政策だけでデフレ脱却できるものではない。異論にある「実体経済に波及しない」というのは、金融機関や大手企業の責任でもある。これまでのように内部留保をため込むことはあってはならない。

たまたまこのタイミングで来日していたポール・クルーグマン米プリンストン大学教授は、ニューヨークタイムスのコラムで、今回の日銀の金融緩和を評価する一方で、**追加緩和策の反対派に回ったような保守的な実業界出身の人々による考え方が、この国において無条件に信頼されていることの危険性**を主張している。

まさにその通りである。日本経済をけん引する**大企業の経営者は保守的であってはならない。今後ますますその責任は重くなるばかりである。**

ところで、今回の金融緩和もタイミングやマーケットへのインパクトは、黒田総裁の完勝であった。黒田総裁は、「物価目標の早期達成を確実にする」ためのものであることを強調した。デフレ脱却に向けてなぜこのタイミングであったかは、「安倍首相が消費税増税に踏み切りやすくするための後押しである」という説が強く流れていた（結果として増税は見送られたが）。黒田総裁は、消費増税を断行すべきという立場をとっていたためである。

ただ、単純に消費税だけのために金融緩和を行ったものでは当然ない。4月の消費税増税後の日本経済は、その反動からなかなか立ち直れない状況が徐々に明らかになっていた。

それが次なるショック「**GDPショック**」により明らかになった。

## ～GDPショック～

安倍政権は2回目の消費税の引き上げについて、7～9月期のGDPの数字を見て判断するとしていた。その7～9月期実質GDP速報値が11月17日に発表された。その実績値は、**誰もが予想しなかったマイナスの数字！「GDPショックだ」**

まず内容から見ていこう。

2014年7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.6%（前期比▲0.4%）と2四半期連続のマイナス成長となった。事前の市場予想では前期比年率+2.2%、前期比+0.5%と誰もがプラス成長を予想していたところへのマイナス成長となりマーケットに激震をもたらした。

ただ、これにより消費税増税見送りが決定的となったことから、株式市場への影響はポジション調整の初日だけで、翌日以降は消費税増税見送りの好材料を受けて再び上昇軌道に戻っている。

項目別に見ていくと、まず、問題の**個人消費であるが、前期比+0.4%**と何とかプラス成長にはなったものの、4～6月期が前期比▲5.0%と大幅に落ち込んでいたため、反動減が和らぐことで大きなリバウンドが生じるのが通常であるが、実際には**4月の消費税増税後の落ち込みからの回復が遅れていることを証明した結果となった。**

項目別にみると、衣料を中心とした半耐久財は前期比+3.5%、食料品等の非耐久財が同+2.0%と反動減からの持ち直しがみられたが、いずれも前期の減少に照らすと改善幅は小さいといえる。

一方、**前期に大きく減少（▲18.8%）した耐久財が▲4.5%とさらに減少し、これが全体を押し上げる原因となった。**

住宅投資は、前期比▲6.7%と2四半期連続の減少。新設住宅着工戸数、工事費予定額が減少していることを反映している。

2014年7-9月期GDP（一次速報）			2013		2014		
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期
実質国内総生産（GDP）	前期比%		0.6	▲ 0.4	1.6	▲ 1.9	▲ 0.4
	前期比年率%		2.4	▲ 1.6	6.7	▲ 7.3	▲ 1.6
民間最終消費支出	前期比%		0.3	▲ 0.0	2.2	▲ 5.0	0.4
	民間住宅	前期比%	4.3	2.2	2.3	▲ 10.0	▲ 6.7
	民間企業設備	前期比%	0.7	0.8	7.5	▲ 4.8	▲ 0.2
	民間在庫品増加	前期比寄与度%pt	0.3	▲ 0.1	▲ 0.5	1.2	▲ 0.6
政府最終消費支出	前期比%	0.1	0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	0.3	
公的固定資本形成	前期比%	5.7	1.7	▲ 2.0	0.3	2.2	
財貨・サービスの輸出	前期比%	▲ 0.6	0.2	6.4	▲ 0.5	1.3	
財貨・サービスの輸入	前期比%	1.8	3.7	6.2	▲ 5.4	0.8	
内需寄与度	前期比寄与度%pt	1.0	0.2	1.8	▲ 2.9	▲ 0.5	
外需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	1.0	0.1	
名目GDP	前期比%		0.4	0.1	1.5	▲ 0.1	▲ 0.8
	前期比年率%		1.6	0.5	6.3	▲ 0.4	▲ 3.0
GDPデフレーター	前年比%		▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	2.0	2.1

（注）寄与度は四捨五入の関係上、実質GDP成長率と必ずしも一致しない。

（出所）内閣府統計より大和総研作成

## ～GDPショック～

設備投資は、前期比▲0.2%と2四半期連続の減少となった。設備投資の一致指標である資本財出荷などで7-9月期に入って持ち直しがみられていたことから、増加に転じるとみられていたが予想外のマイナスとなった。消費や輸出が弱いと予想される中、唯一期待されていたのが設備投資であるが、期待を裏切る結果となった。

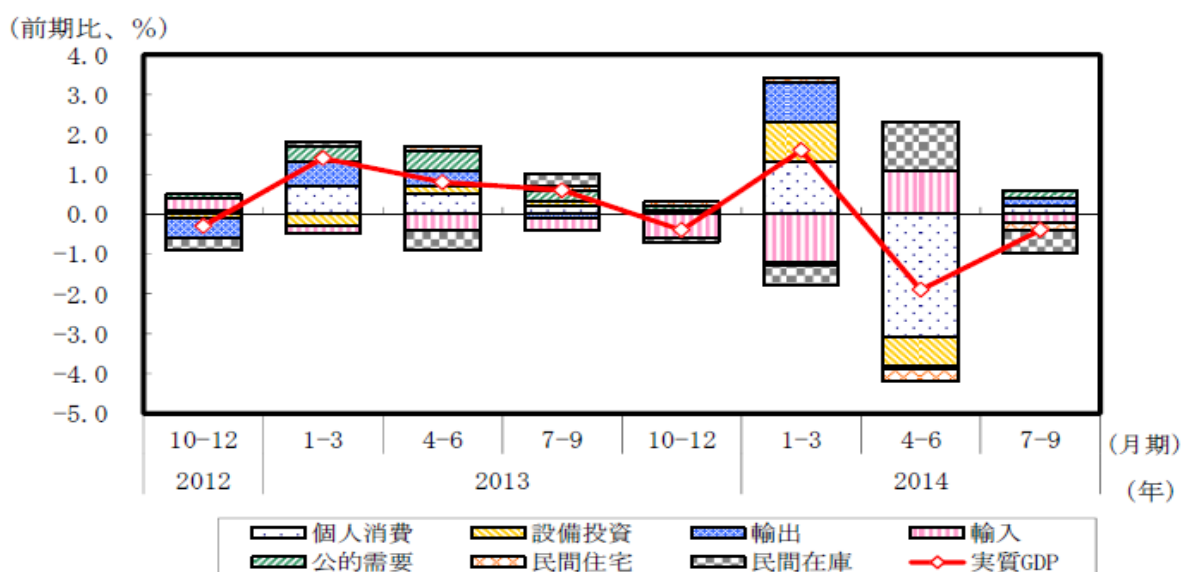
また、在庫削減の動きから在庫投資の寄与度が▲0.6%と前期からマイナスに転じたことが、成長率を大きく引き下げる要因となった。企業が出荷の落ち込みに応じて生産を抑えれば在庫は減り、抑えなければ増える。ただ、理由を問わず、原則として前期より在庫が大幅に増えればGDPを押し上げ、前期より大幅に減ればGDPを押し下げる。鉱工業生産の在庫指数は9月末に6月末と比べて1.1%上がったため、それほど在庫調整が行われていないと予想されていたのである。この在庫の動きはなかなか実態をつかめず予想が難しいポイントであり、今回はそれが大きく影響したようだ。

輸出は、前期比+2.2%と2四半期ぶりの増加となった。欧米が低調であったが、アジア向けの輸出が伸び全体を押し上げた。

以上のように、7-9月期は、在庫削減の動きや個人消費の回復の遅れ、さらに企業の設備投資の期待外れのマイナスなどが主な要因で、2四半期連続のマイナス成長となった。

さて、今後の景気動向であるが、日銀は、19日の金融政策決定会合後の記者会見で、「緩やかな回復」という基調判断を維持した。4月の消費増税後、2四半期連続でマイナス成長になったものの、雇用や企業収益の改善は進んでいると強調した。

### 実質GDPの推移





# Market Flash

## ～GDPショック～



黒田ショックに続くGDPショック、これがほぼ同時期に起こったのは日銀や政府にとってシナリオ通りだったのか？少なくとも黒田総裁は、消費税増税を後押しするつもりでタイミングを測って金融緩和を行ったと思われる。しかし、予想にしなかったGDPの悪化で、増税を見送らざるを得なくなった。それでも、もし、日銀がGDP発表後まで待っていたら、逆に消費税増税も見送られ、判断が余計に難しくなっていたら。そして、金融緩和のタイミングを逃していたように思う。

一方、政府にとっては、このGDPは増税見送りの理由が明確になった点は良かったが、アベノミクスの失敗と捉えられる結果でもあった。こうした背景もあり、安倍総理は解散という選択肢を選んだのだろう。この解散により、自民党+公明党がそれほど議席数を減らすことなく過半数を保った場合、安倍総理は新たな4年間を手に入れることになる。これは、今後のアベノミクスの推進のためにも大きなメリットだ。

こうしてみるとGDPショックは、安倍政権にとってはプラスの方が大きかったのではないだろうか。

日銀の金融緩和、消費税増税見送り、ときたので、あとは年度内に補正予算を組んで景気のコトコト入れをすると同時に、アベノミクスのさらなる推進を実行してもらおうことが、現状最もいい政策ではないだろうか。あとは、まず大企業の責任ある行動に期待するばかりである。

## ～逆オイルショック～

最後のショックは、「逆オイルショック」だ。

ここ数か月の間に原油価格が急落している。まず、その様子を新聞の記事でご紹介しよう。

「原油価格が一段と下落している。アジア指標の**ドバイ原油は4日に1バレル81ドル台に下落し、約4年ぶりの安値**をつけた。ドル高が進みドル建て取引の原油に割高感が出たことなどが原因だ。4日に確定した10月分の中東産の長期契約価格も、約4年ぶりの安値となった。原油安は円安による値上りを吸収し企業や家計の負担を抑えている面がある。

米国指標の**WTI(ウエスト・テキサス・インターミディエート)も値下がりし4日には一時、1バレル76ドルを下回った**。サウジアラビアが12月積みの米国向け原油価格を引き下げること売り材料となった。世界経済の減速懸念が強まる一方、石油輸出国機構(OPEC)加盟国はシェア確保を優先し増産基調だ。

日本の石油会社は原油の約8割を長期契約で調達している。10月分はサウジ産の代表油種「アラビアンライト」で前月比12%下げ1バレル86ドルとなった。円換算では1バレル約9400円で前年同月比13%安い。円安は1年で10円以上進んだが原油値下がりの影響の方が大きい。

国内価格への影響も広がっている。資源エネルギー庁によると、10月27日時点のレギュラーガソリンの店頭価格(全国平均)は1リットル161.8円で15週連続で値下がりした。需要期に向かう灯油も1リットル104.7円と10週連続で下落している。

航空会社などは燃料安が経営の追い風になりそう。日本航空(JAL)は下期(2014年10月～15年3月期)のドバイ原油を1バレル105ドル、ANAホールディングスは107ドルと想定。現在の価格水準ならば「原油安の影響で燃油費は減る」(ANAHDの殿元清司専務取締役)。日本郵船など海運も重油の値下がりが増益要因になる。」日経電子版より抜粋

このように、特に夏以降、原油価格は急落している。

まず、この背景から見ていこう。

**急落の主因は需給の緩和にある。**

供給サイドとしては、**米国のシェールオイルの生産量が急増している影響が大きい。**

米エネルギー省によると、今年のシェールオイル生産は、日量450万バレルに達している。

在来型の原油生産と合算では**日量900万バレルで世界3位に急浮上した。**

このため米国の石油輸入量は、日量1347万バレルから926万バレルに減少している。

特に、シェールオイルと同質(硫黄分が少ない軽質の原油)原油を生産するナイジェリアからの輸入が7月にゼロになってしまった。

**シェール革命は、米国を始原超大国化させ、そこから溢れ出す資源が世界の原油、天然ガス、石炭の流れに大変革をもたらしている。**



# Market Flash

## ～逆オイルショック～

一方、OPECの生産量も高水準を維持している。

OPECの9月の原油生産量は日量3047万バレルで、6月に比べて約2.5%増加した。

10月に入ると、サウジアラビア、イラン、イラクが輸出価格を引き下げたとの報道が相次いだため、OPECの協調が崩れ生産シェア確保に走り、価格競争が激化するとのうわさがマーケットに広まり、先物を中心に売りが殺到してしまったのである。

内戦が続いているリビアでも、一時に比べて落ち着きを取り戻しているため、生産量も5月末の日量15万バレルから10月には80万バレルまで急増している。

需給面では、中国や欧州、日本などの景気が減速していることも大きな要因である。特に、中国においては成長率が7%にまで落ち込んできており、その中でも鉄鋼などの大規模設備産業の過剰設備が大きな問題となってきた。自国の経済成長のためになりふり構わず資源確保に奔走してきた中国であるが、その資源を賄うほどの成長が徐々に望めなくなってきたのである。

このような情勢の中、27日にはOPEC総会が開催される。この総会においてOPECは減産を決定するかが注目されている。価格の下落を止めるためには減産をして価格を維持するということが考えられるのであるが、ことはそう簡単ではない。

サウジアラビアは従来、ブレント原油で100ドルが適正な水準との見方を示してきた。しかし、米国のシェールオイル革命の成功により、その生産コストである70～80ドルの水準までは認めざるを得ない状況である。サウジは、原油価格がそれ以上上がった場合には、シェールオイルも採算が合わなくなり(原油の方がコストが安くなるため)、原油への需要が増え価格も上昇に転じると考えてもいるのである。しかし、シェールオイルの生産コストは、技術の革新などにより、一部では50ドルを切るレベルまで改善しているとの情報もある。

そうであれば、OPEC総会で減産決定したとしてもまだ価格は下げ止まらないということも考えられる。

1980年半ばの「逆オイルショック」での価格低迷期において、大幅な減産を決定した。しかし、価格下落に歯止めがかからず、結局はシェアの低下と価格下落というダブルパンチを受けた苦い経験がある。

OPECでの減産が決定されるか注目されるころではあるが、世界経済が下振れる懸念が大きく、当面は今の下落基調が続くのではないかと予想される。



## ～逆オイルショック～

最後に、原油価格のかく乱要因としてのデリバティブ取引について簡単にみておきたい。

原油マーケットにおいては、先物やオプションなどデリバティブ取引の急増が市場のかく乱要因となっている。

本来は、原油デリバティブは精製業者などの現物を必要とする事業者が参加していた市場である。しかし、**2000年代に入り投機筋が参加するようになって一気にマーケットの規模が拡大した。**

現在のWTI原油先物・オプションの取引量は、1990年代の約5倍に達している。取引単位は1枚当たり1000バレル。WTI原油・オプション取引の1日当たりの取引量は約50万枚だから、5億バレルに相当する。米国1日当たりの原油生産量が450万バレルであるから、**デリバティブで取引される量は生産量の約111倍ということになる。**

下の図でも分かるように、取引量の拡大と共に投機筋の取引の売り・買の合計である総建玉(未決済残高)が高水準に積みあがるようになった。

**6月中旬に年初来高値(107ドル)に到達する過程で、ネットの買いの建玉残高が35万枚超となった。この反対取引(売り)により相場がいつ反転してもおかしくない状況にあったのである。そして、7月に入り売りが膨らみ買い建玉が減少する中相場が急落したのである。このように、一方にポジションが傾いている場合の反転のスピードは雪だるま式に加速されていくのである。**

金融関係者は、現物の需給関係から正当化できる原油価格は60～70ドルとみている。ということは、30～40ドルは今まで下駄をはかされていたということである。これが投機筋の買いであった。

現状では80ドルを切るまで下落しており、それに伴って建玉も26万枚程度まで減少している。ポジション的には70ドル前半でそろそろ落ち着いてくるものと思われる。

第1図：原油価格の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：原油先物市場の投機筋ポジション



(注) ノン・コマーシャルとは、原油生産や精製に従事しない業者のこと、1枚=1,000バレル。  
 (資料) 米国商品先物取引委員会、ニューヨークマーカンタイル取引所資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成