

## 《 12月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	10月	11月	12月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	19,083.10	19,747.47	19,033.71	-3.61%	9.07%
	マザーズ指数	808.34	867.03	887.14	2.32%	-2.48%
外国株式	S&P500	2,079.36	2,080.41	2,043.94	-1.75%	-0.73%
	MSCI Europe	1,595.40	1,563.66	1,522.65	-2.62%	-5.32%
新興国株式	上海総合指数	3,382.56	3,445.41	3,539.18	2.72%	9.41%
	ムンバイ SENSEX	26,656.83	26,145.67	26,117.54	-0.11%	-5.03%
海外金利	米政策金利	0.25	0.25	0.50	-	-
	米国債 10年	2.14	2.21	2.27	-	-
国内金利	政策金利	0.10	0.10	0.10	-	-
	10年物国債	0.31	0.31	0.27	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	120.62	123.11	120.22	-2.35%	0.37%
	ユーロ	132.75	130.05	130.64	0.45%	-9.81%
コモディティー	ICE 原油(先物)	51.11	45.24	37.28	-17.60%	-37.02%
	COMEX 金(先物)	1,142.30	1,065.30	1,060.20	-0.48%	-10.52%
不動産	東証 REIT 指数	1,729.68	1,752.65	1,747.54	-0.29%	-7.92%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,198.54	1,189.89	1,175.93	-1.18%	-3.49%

データ出所: THOMSON REUTERS

### ◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

#### [ 12 月の金融市場 ]

12 月に最も注目されていた FOMC では、大方の予想通り 0.25% の政策金利誘導目標の引上げが発表されました(発表日本時間 17 日)。利上げ発表直後の株価は強かったものの、12 月の後半にかけて世界的に売りが優勢となる展開となりました。

日銀政策決定会合(17,18 日)では、現在の金融緩和策を補完する新たな制度が発表されました。発表直後は、補完の対策を好感し、日経平均株価が 2 万円に迫る場面がありました。しかし、政策の微調整が行われるのは大規模な追加緩和策が行なえない証拠であるとの見方が増加し、次第に売りが優勢に転じました。

日本の長期利回り(10 年物)は前月比 4bps 低下し 0.265% となりました。日経平均株価は前月比 3.61% 低下の 1 万 9,033 円、米 S&P500 指数は前月比 1.75% 低下の 2,043 で 12 月の取引を終えました。

#### [ 今後の見通し ]

FRB による利上げ後、株式市場は若干弱いものの、大きな動きは今のところみられません。しかし、気になる動きもあります。TED スプレッドの若干の拡大です。TED スプレッドは米国の短期国債とロンドン銀行間金利の差を示すもので、金融市場の信用不安が高まると上昇します。つまり利上げ後、金融市場で不安が高まっていることが現れています。

その影響からか、年明けの株式相場は下落して始まっています。特に中国株は、人民元の下落や経済指標の悪化も相まって、年初の取引から 7% ほど下落しています。金融市場の少し気になる動きは、銀行の新たな規制が要因となっているようです(あとの特集記事で金利の気になる動きを採り上げます)。

中東の地政学リスクも高まって来ました。原油価格の下落から、財政赤字の拡大が注目されていたサウジアラビアですが、イランとの外交関係の断絶を 1 月に入り発表しました。バーレーンがそれに続き、イランとの断交を決めたようです。

様々な混乱の兆しが見られますが、日本市場では下値では日銀や年金の買いが控えています。そのため、売られた局面での買いは短期的には優位性があるように見えます。しかし、高値を更新し続けるような展開は望み難いため、買いを長く持って利益を得られる投資環境とはなり難いでしょう。

### ◆◇ コモディティー(原油) ◇◆

2014 年後半に 100 ドル超から 50 ドルまで大幅に下落した WTI 先物価格ですが、2015 年は 40 ドルから 60 ドルのレンジ内での比較的落ち着いた動きでした。しかし、12 月に入り OPEC 総会での減産合意が期待はずれに終わり、その後米国の原油の輸出解禁のニュースが伝わると、レンジの下限であった 40 ドルを割れこみ、リーマンショック時の安値(32.4 ドル)に接近する 34.5 ドルまで下落しました。

#### 原油下落の背景

過去の原油価格の動向を振り返ると、中東での紛争など原油の安定供給に不安が生じると高騰し、価格が下落すると OPEC 総会での生産調整を経て価格が持ち直すといったことを繰り返してきました。

しかしながら今回はシリア情勢やイスラム国の台頭、続発するテロなど中東での地政学リスクは既に高まっているにもかかわらず、安値圏で推移しています。

背景には

- それまで資源の購入を一手に担っていた中国をはじめとする新興国の景気減速
  - シェール革命により米国が原油の需要国から供給サイドに転換
  - 中東産出国やロシアなどが過去最高水準の産出量を維持
- 等が挙げられます。

このように需要が大きく縮小しているにもかかわらず、過剰な供給を続けていることに軟調な価格推移の原因があります。

OPEC の運営で大きな発言力があるサウジアラビアは、8 月に 8 年ぶりの国債発行に踏み切りました。このように原油安が急速に財政の悪化を招いているにもかかわらず、その生産調整に言及しないのは、世界の原油産出国に躍り出、原油輸入国から輸出国に転じてきた米国の存在が大きいと思われます。米国は供給サイドとして原油の価格決定に大きな影響をもたらすことになり、価格決定権は OPEC だけのものではなくなります。新たな供給者に対する既得権者たちが従前のシェアを維持するため激しい価格引き下げ競争を繰り広げているのが現状であると思われます。

原油安の影響は米国にも及んでいます。コストが高いといわれるシェールオイルですが、現在の原油価格では競争が出来ないシェール掘削施設も多く 2014 年末に 1,500 基程度稼働していた掘削施設は 1 年で 3 分の 1 程度にまで減少しました。

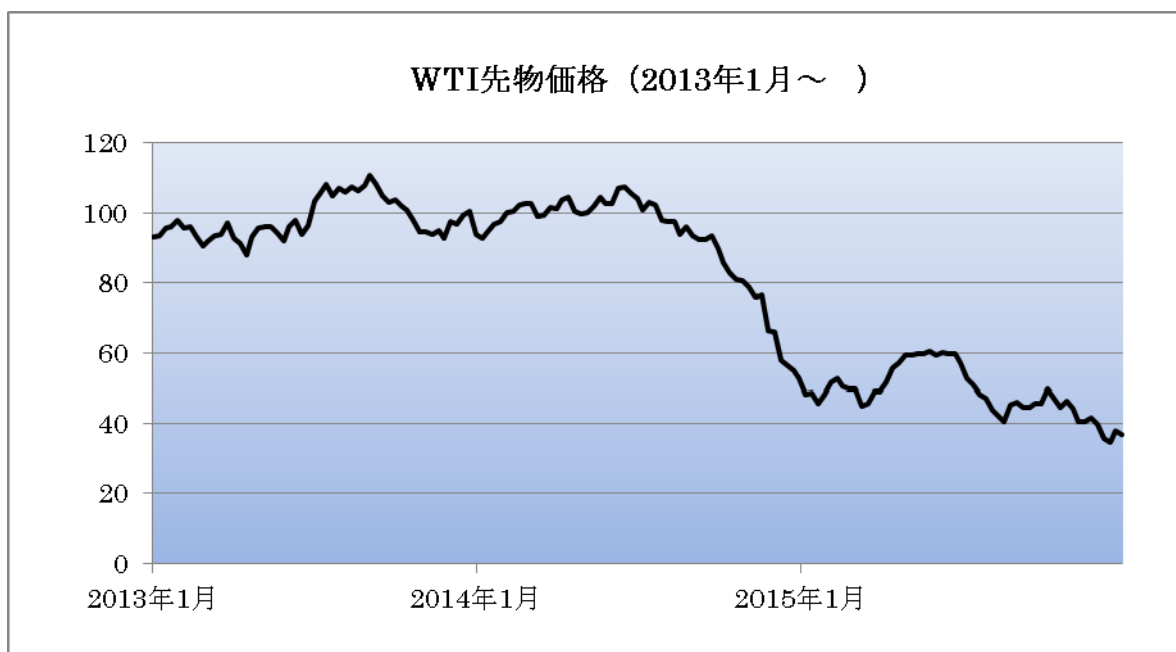
#### 今後の見通し

リーマンショック時には中国が救世主となり、原油をはじめ商品価格は急回復しました。残念ながら今回は中国の景気減速はまだ出口が見えない状態で、その役割は期待できません。

しかしシェール関連施設の稼働数が減少しているように、産油国も採算の合わない採掘を継続することは出来ません。いずれ生産調整を経て、価格の反転は見込まれますが、価格の回復はシェール施設の再稼働をもたらす、それは

また中東産油国との熾烈な価格競争につながり原油価格の頭を押さえることとなります。

本年の想定レンジは 2015 年の 40-60ドルから一段下がった、30-50ドルと考えます。



## そうだったのか！「知って納得、証券投資」 vol. 78

### 注目しておきたい金利市場の動向

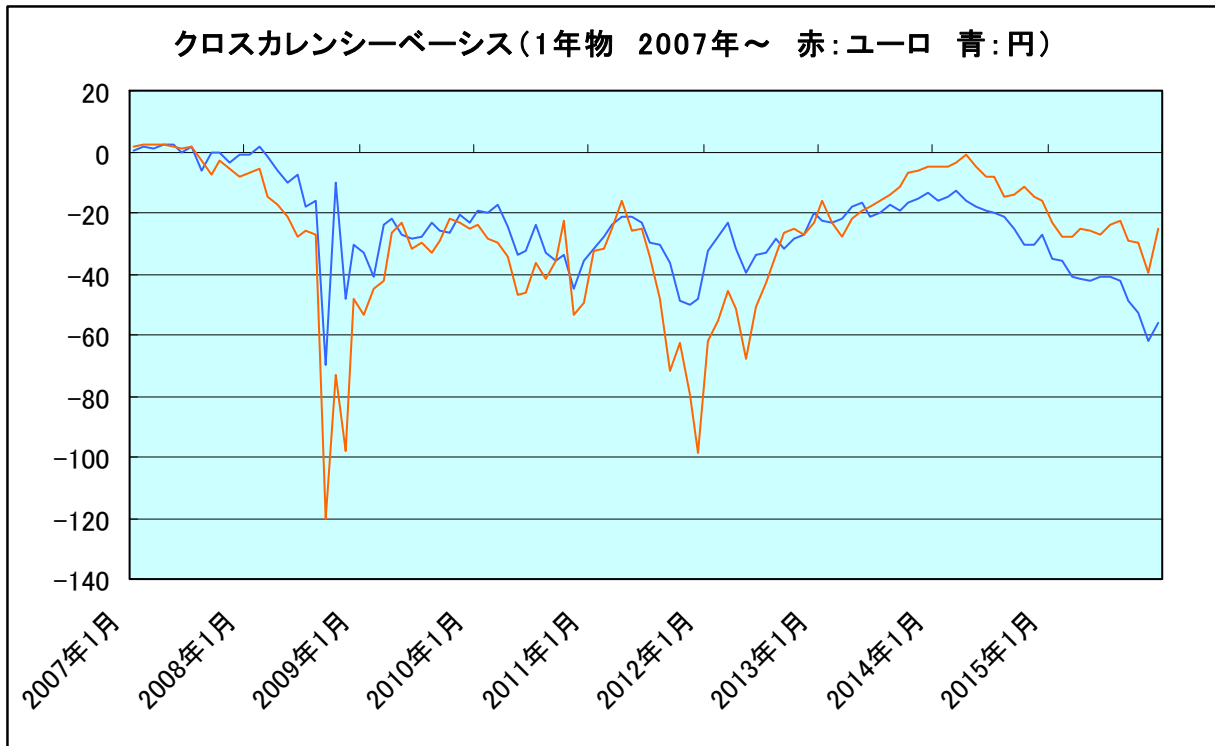
金利市場で気になる動きが見られます。ここでは3つの事例を採り上げます。

#### ① クロス・カレンシー・ベース・スワップ(以下 CCBS)市場の動き

CCBS はある通貨を持っていて、他の通貨を一旦借り、将来再び元の通貨に戻す取引を指します。資金調達を行なうときに使われます。金利を考慮して値付けされるため、どちらの通貨も需給が均衡するのであれば0で取引されま

す。  
ドル円とドルユーロの CCBS(一年物)の取引を見ると、リーマンショック以降、マイナス圏で取引されていることが分かります。これは、どちらの通貨からもドルに資金を転換する場合、プレミアム(多くの金利)を支払わなければいけないことを意味します。そして、もう一つ見て取れるのは、2007年8月から2012年8月くらいまではユーロの CCBS のプレミアムが高くなっていましたが、それ以降は円の方が高くなっています。

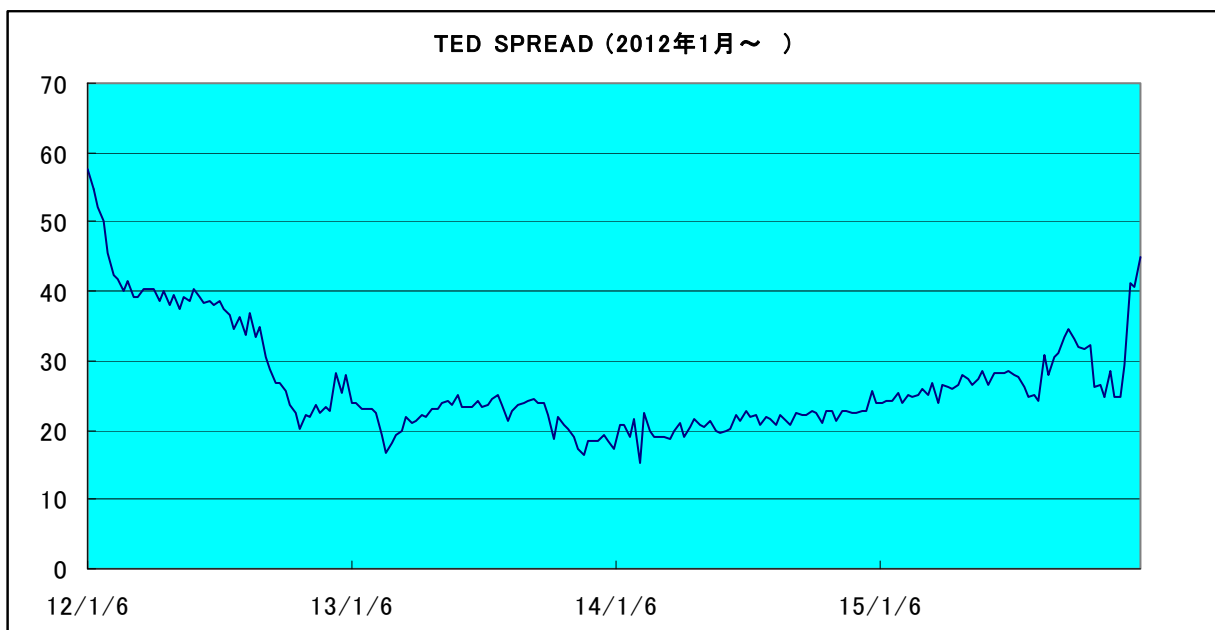
このプレミアムは、銀行の新規制の影響とする見方や、財政リスクを表しているという見方など様々な見解があります。



② TED スプレッド拡大の動き

リーマンショック頃によく話題になった TED スプレッドですが、このところは市場が平穏だったため、話題になることは少なくなりました。しかし、2015年12月のFRBの利上げ以降、若干スプレッドが拡大傾向にあります。

TED スプレッドはドルのロンドン銀行間金利と米国短期国債の3ヵ月物の差を見たもので、その金利差が拡大傾向にあれば、信用不安の環境にあると捉えられます。現時点で、拡大は小幅なものですが、注意しておくべきでしょう。



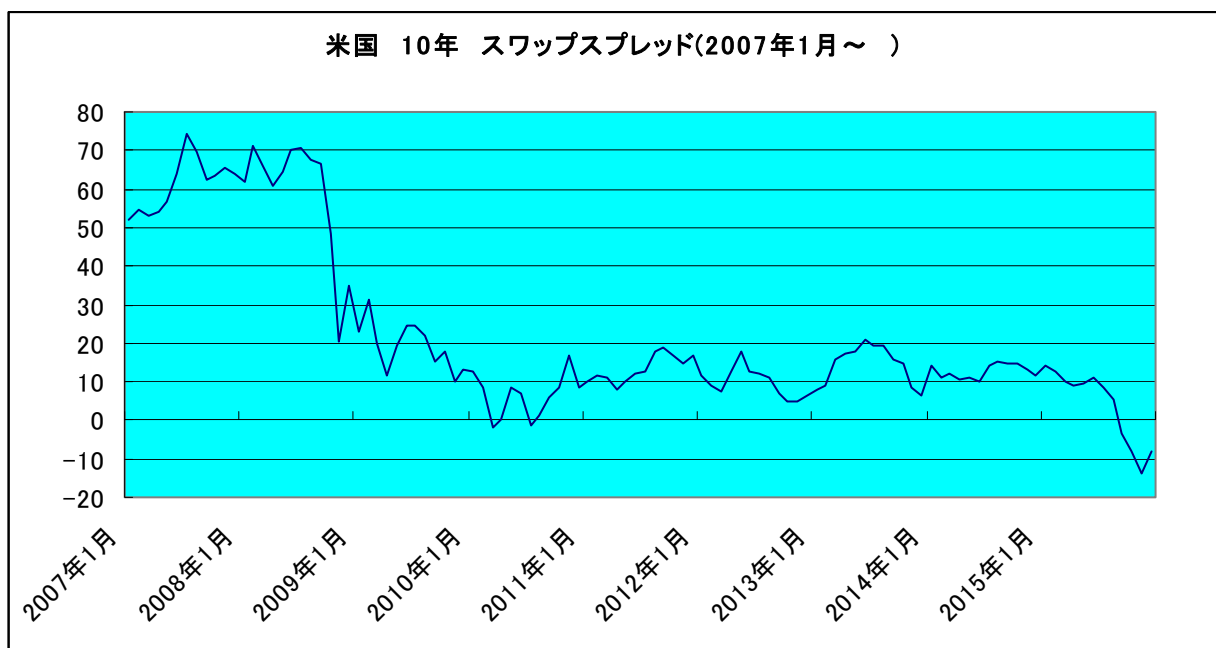
### ③ 米国のスワップスプレッドのマイナス化

スワップスプレッドとは以下の式から求められます。

$$\text{スワップスプレッド} = \text{スワップ金利} - \text{国債金利}$$

スワップ金利は銀行間金利と捉えられるため、国の信用よりも銀行の信用の方が高くなっているという、非常に奇妙な状態となっています。

この動きの要因として挙げられるのは、新興国や産油国などの米国債の売りです。これまでソブリンウェルスファンド(SWF)や各国の中銀が米ドルを購入していましたが、原油価格の下落や自国通貨の下落から、米国債を売り、自国通貨に買い戻す動きが散見されるようになりました。しかし、それらの注文を受けるプライマリーディーラーは、金融機関の新規制を受けて国債の在庫を大幅に減らしており、良い値段が出せずにいます。そのため、米国債の金利の方が高くなっているとの見方です。



### まとめ

注意したいのは、②、③共にリーマンショック時にも見られた動きということです。現在、これらはあまり話題に上ることはありませんが、この二つの現象は金融市場の価格発見機能が低下したことが影響して起こるようです。銀行の規制の変化が元となっているようですが、市場にはどこか無理をしている部分があり、そのほころびが株式市場に影響しないかを注視したいところです。

【 参 照 資 料 】

1. 「マイナス金利 ハイパー・インフレよりも怖い日本経済の末路」

徳勝 礼子著 東洋経済新報社

2. 「通貨スワップの市場環境とヘッジコストに与える影響について」

ニッセイ基礎研究所

[http://www.nli-research.co.jp/report/pension\\_strategy/2015/vol226/str1504c.pdf](http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/2015/vol226/str1504c.pdf)

3. 「金融混乱下のスワップ市場と国債市場の価格発見機能」

日本銀行

[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2009/rev09j07.htm/](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2009/rev09j07.htm/)

4. 「為替スワップと通貨スワップ～米ドル調達コスト上昇の影響」

三井住友アセットマネジメント

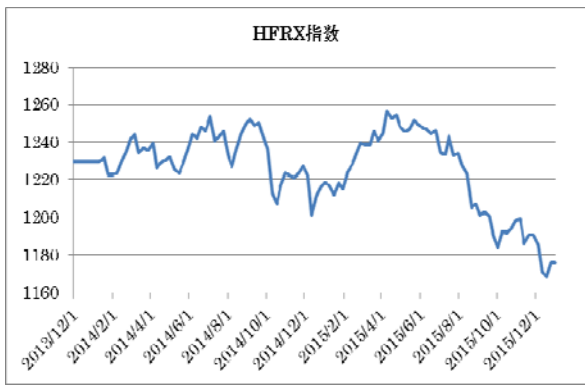
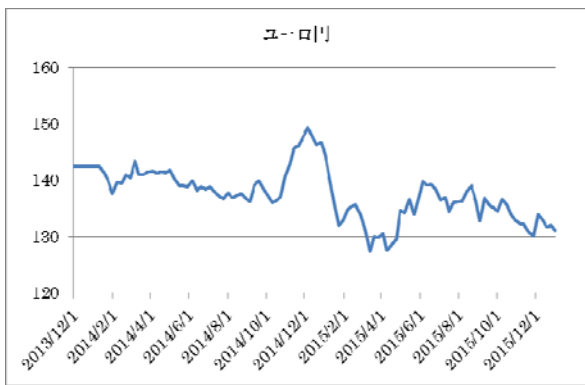
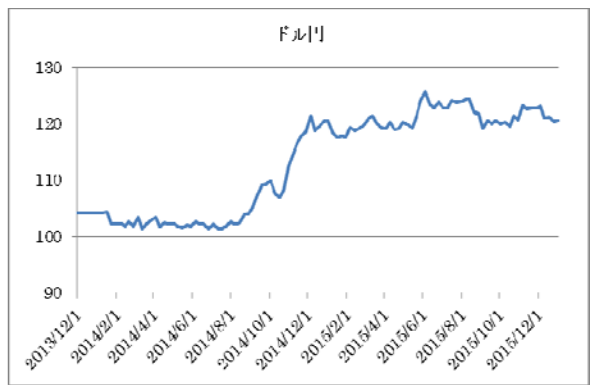
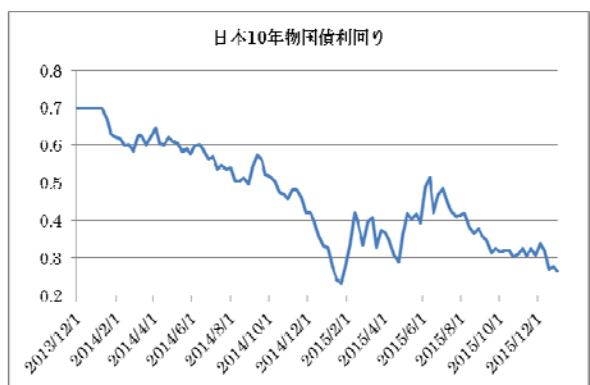
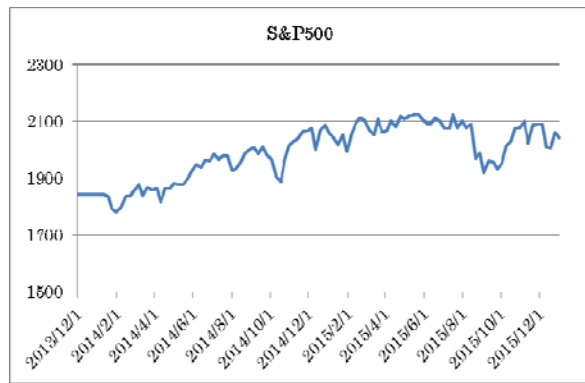
[http://www.smam-jp.com/useful/report/ichikawa/\\_icsFiles/afieldfile/2015/11/25/irepo151125.pdf](http://www.smam-jp.com/useful/report/ichikawa/_icsFiles/afieldfile/2015/11/25/irepo151125.pdf)

5. 中国当局の米国債売り、スワップ金利とのスプレッド縮小が裏付け

ブルームバーグ

<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-NUFTFD6TTDSD01.html>

# ◆◇ 指標・為替チャート ◇◆





《執筆者》

株式・債券・為替 … 小川 英幸

コモディティ（原油） … 告野 守

そうだったのか！「知って納得、証券投資」Vol.78 … 小川 英幸  
注目しておきたい金利市場の動向

本資料は、情報提供のみを目的として作成したもので、いかなる有価証券等の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、一般的あるいは特定の投資助言を行うものでもありません。本資料は、信頼できると判断した情報源から入手した情報・データ等をもとに作成しておりますが、これらの情報・データ等また本資料の内容の正確性、適時性、完全性等を保証するものではありません。情報が不完全な場合または要約されている場合もあります。本資料に掲載されたデータ・統計等のうち作成者・出所が明記されていないものは、当社により作成されたものです。本資料に掲載された見解や予測は、本資料作成時のものであり予告なしに変更されます。過去の実績は将来の成果を予測あるいは保証するものではありません。

## K 光世証券株式会社

金融商品取引業者 近畿財務局長（金商）第 14 号 加入協会：日本証券業協会

本店 / 〒541-0041 大阪府大阪市中央区北浜 2-1-10 TEL:06-6209-0821

東京店 / 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町 9-9 TEL:03-3667-7721

