Market Flash

2021 年 2 月 19 日(金)

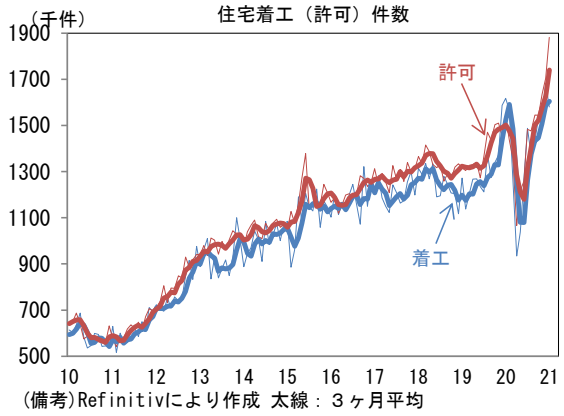
ETF買入基準ハ複雑怪奇ナリ
～黒田総裁　FEDビュー発言の矢先～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査
主任エコノミスト　藤代 宏一（TEL：050-5474-6123）

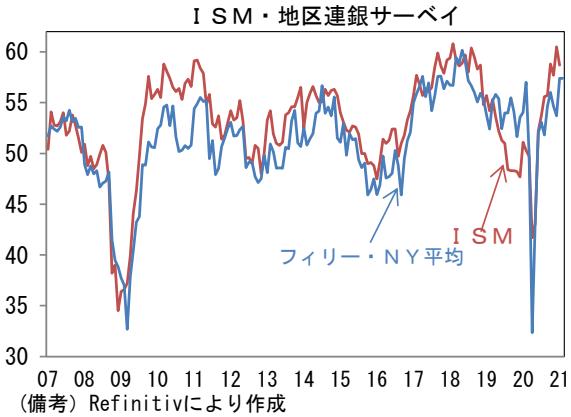
・日経平均は先行き 12 ヶ月 30,000 程度で推移するだろう。
・USD/JPY は先行き 12 ヶ月 105 程度で推移するだろう。
・日銀は、現在の YCC を長期にわたって維持するだろう。
・FED は、2021 年は現在のペースで資産購入を継続するだろう。

＜＃ＦＥＤビュー＃ＥＴＦ買入れ基準＃前場▲0.5%ルール＞

・前日の米国株は下落。ＮＹダウは(▲0.4%)、S&P500は(▲0.4%)、NASDAQは(▲0.7%)で引け。この日発表された米指標はまちまち。米長期金利の上昇傾向が利益確定売りを誘発。ＶＩＸは21.5とほぼ変わらず。社債市場はＩＧ債（投資適格）が堅調も、ＨＹ債（投機的格付）は軟調。経済指標は１月米住宅着工件数が前月比▲6.0%と予想外に減少も、着工許可件数は＋10.4%と強く伸びた。既発表のＮＡＨＢ住宅市場指数が異例の高水準で推移していることからも明らかなよう消費者の住宅購入意欲が衰えている様子はない。２月フィラデルフィア連銀製造業景況指数は＋23.1と高水準維持。ＩＳＭ換算では60.5と２ヶ月連続で60超を記録。内訳は、出荷(＋22.7→＋21.5)と新規受注(＋30.0→＋23.4)が異例の高水準から低下も、雇用(＋22.5→＋25.3)が強く伸びた。その他ではサプライヤー納期(＋30.0→＋15.1)が指数下押しに寄与、在庫(＋12.6→＋20.0)は押し上げに寄与。週平均労働時間(＋18.6→＋30.6)は大幅に増加し、受注残(＋25.6→＋12.6)は減少。ＮＹ連銀製造業景況指数とこの指数をＩＳＭ換算して合成した指数は57.4と前月比横ばい、これを基に推計した１月のＩＳＭ製造業は57.9であった（2005年以降のデータで回帰）。２月入り後も生産活動は堅調に推移している模様。



(備考)Refinitivにより作成 太線：３ヶ月平均



(備考) Refinitivにより作成

・米金利カーブはベア・スティープ化。２年は0.105％(+0.2bp)、10年は1.296％(+2.5bp)、30年は2.082％(+4.5bp)で引け。10年金利は一時1.32％を試す場面もあったが、米国株下落を横目に上昇幅縮小。予想インフレ率は2.175％(▲4.5bp)へと低下し、債券市場の実質金利は▲0.882％へと6.9bp上昇した。為替（G10通貨）はUSDが全面安。USD/JPYは小幅に低下して105後半、EUR/USDは1.21近傍へと上昇。コモディティはＷＴＩ原油が60.5㌦(▲0.6㌦)へと低下も、銅は8553.0㌦(＋163.0㌦)へと上昇し、金も1773.4㌦(+2.3㌦)へと上昇した。安全資産「金」と景気の強さを反映する「銅」の相対価格（銅/金）は大幅上昇。ビットコインは概ね横ばい。

・18日のTOPIX前場下落率は▲0.54％であったが、<u>日銀はＥＴＦ買入れを見送った</u>。日経平均が３万円を超えたこともあってか、３月の金融政策決定会合時に予想されている買入れの方針柔軟化を一部先行実施したようにも思える。日銀のＥＴＦ買入れは非公式ルールとも言うべき法則に基づいており、2018年８月以降はTOPIXの前場下落率が▲0.5％を超える際、その日の後場に買入れが実施されていた（数回の例外があり）。ちなみに、それ以前の買入れ基準は前場下落率▲0.3％であった。今回、何らかの基準変更（▲0.5％→▲0.75％？）が決定された可能性がある。

・３月の金融政策決定会合で発表される「点検」結果を踏まえ、ＥＴＦ買入れ方針の柔軟化が示される可能性は高い。筆者は、原則の買い入れ方針である「６兆円」と上限の「12兆円」を据え置いたまま、何らかの形で「株高局面で買入れペースを落とす」といった趣旨の文言が挿入されると予想する。現在、声明文の注釈部分に記載されている「資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、（ＥＴＦの）買入れ額は上下に変動しうるものとする」（括弧は筆者が追記）という文言が本文に移動し、具体化されるイメージだ。

・なお、黒田総裁は２月16日の衆院財務金融委員会で興味深い発言をしている。現在の株価がバブルの様相を呈しているか否か、という質問に対して「（株価が）行き過ぎているかどうかは後になってみないとわからない」との見解を示した。一見、何ら示唆的ではないように聞こえるが、この発言は黒田総裁の考え方がＦＥＤビュー（下記参照）に近いことを暗示しているように思える。日銀のＥＴＦ買入れがバブルを生成しているとの指摘が増えているのは事実だが、黒田総裁がそうした指摘を踏まえて買入れペースの減額に踏み切る可能性は低いと考えられる。

＜参考＞

ＦＥＤビューとは、大まかにいえば「物価安定」の達成を目的とする金融政策の結果、資産価格が大幅な上昇を示したとしても、それを金融引き締めによって阻止する必要はないとの考え方である。というのも資産バブルは、A.それが発生しているときに客観的な判定ができない、またB.バブル退治のために金融引き締めを実施したとしてもそれによって資産価格の急騰が収まるかわからない、C.引き締めの結果として生じる実体経済への悪影響が無視できない、という問題があるからだ。バブルを未然に防ぐことを重視する結果として失業が発生したり、設備投資が減少したりするなどして、実体経済が冷え込んでしまうくらいならば、D.バブルが崩壊してからその時々の状況にあった対策を講じた方が全体として望ましい政策運営ができる、というものである。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。