

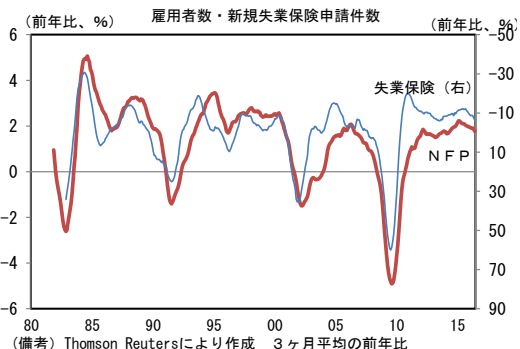
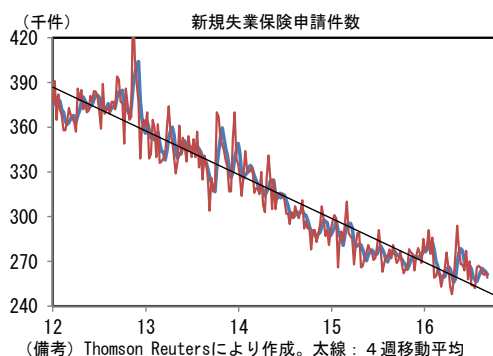
実質ゼロ回答への自信を深めた（9月会合）

2016年9月9日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- 米新規失業保険申請件数は25.9万件と前週から0.6万件減少。4週移動平均は26.1万件へと3週連続の減少した。前年比でみた減少ペースは一桁台まで鈍化しているが、それでも43年ぶりの低水準を維持しており、労働市場の量的改善を示している。



- 9月ECB理事会は金融政策の現状維持を決定。政策金利は中銀預金金利が▲0.40%、主要政策金利が±0.00%、限界貸出金利が+0.25%とそれぞれ据え置かれ、QEも毎月800億ユーロの資産購入を2017年3月まで継続するとの現行パッケージが維持された。総裁会見では「現時点で行動起こす必要はない」としつつも、「買い入れプログラムの円滑な実施を確実にするための選択肢を検討するよう指示した」として追加緩和の可能性を示唆。市場では遅くとも12月理事会までにQEの延長が決定されるとの見方が支配的

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

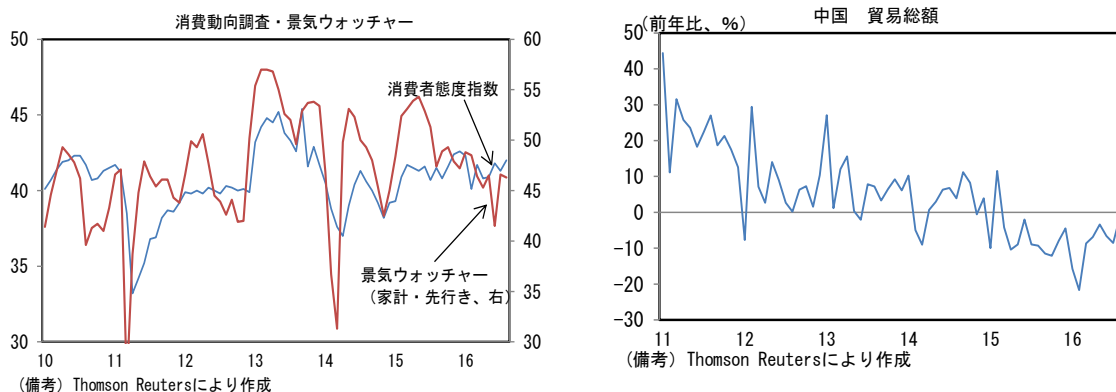
- 前日の米国株は小幅安。原油価格急伸がエネルギーセクターに追い風となったものの、米通信機器大手の新型スマホ発表を受けて同社株が売られると相場全体に売りが波及。WTI原油は47.62ドル（+2.12ドル）で引け。米原油在庫が予想外に急減。需給引き締まりが意識された。
- 前日のG10通貨はJPYが最弱となった一方、EURを中心とした欧州通貨が堅調。USD/JPYは強めの新規失業保険申請件数を受けて102を回復。EUR/USDはドラギ総裁の発言を受けて一時上下したものの方向感はず。
- 前日の米10年金利は1.599%（+6.0bp）で引け。ECBのQE延長について明確なガイダンスがなく世界的に債券相場は軟調。欧州債市場はドイツ（▲0.062%、+5.5bp）、イタリア（1.154%、+7.4bp）、スペイン（0.987%、+5.7bp）、ポルトガル（3.070%、+9.2bp）が何れもまとまった幅で金利上昇。3ヶ国加重平均の対独スプレッドはワイドニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- 日本株はUSD/JPY上昇を好感したほか、イールド・カーブのベア・スティープ化が金融株の支援材料となり高寄り。もっとも、その後は日経平均17000レベルでの戻り売りに押され下落に転じた（10：00）。
- 8月景気ウォッチャー調査によると現状指数は45.6となり7月から0.5pt改善。先行き指数も47.4へと

0.3pt改善してそれぞれ市場予想を上回った。季節調整値では現状（43.2→46.0）、先行き（46.6→48.9）が共に2ヶ月連続の改善。こうした動きは既発表の消費者態度指数の改善と整合的。両者を併せて考えると、個人消費は夏場にかけて底堅く推移している可能性が高い。

- ・ 8月中国貿易統計によると輸出（USD建て）は前年比▲2.8%、輸入は+1.5%とそれぞれ市場予想を上回った。輸入は2014年10月以来の前年比プラスで8月は原油、鉄鉱石、未加工銅の増加が目立った。こうした動きは目先の中国経済の成長軌道に安心感を与える一方、過剰生産に拍車をかけるとの懸念を強める。



- ・ 筆者は日銀の9月会合が単にイールド・カーブのスティープ化を促すための技術的な調整となり（或いはそう見做される）、実質的にゼロ回答になると予想している。もっとも、総括的検証の内容を踏まえて追加緩和が決定される可能性が否定できないのも事実。このように不透明感が強い状況なのだが、筆者の予想に反して追加緩和が決定されるとしたら、その手段はマイナス金利の深掘りだろう。日銀は既に政策の主軸を「量」から「金利・質」に移行しているため、長期国債の買い入れペース拡大は見込まれない。この点については、現行の80兆円ペースを70~90兆円に変更するとの予想も多いが、総括的検証が「2%の早期実現のために何をすべきか」という議論であり、緩和の縮小という方向の議論ではない」と繰り返し断言してきた手前、テーパリングと見做される可能性のある変更は今回のタイミングに適さない。また、最近になって黒田総裁が言及した「予見可能性」にも逆行する。それゆえ、9月会合における追加緩和はマイナス金利深掘りの有無に絞られるのだが、5日の黒田総裁と、以下で言及する中曽副総裁の講演内容に鑑みると「マイナス金利の深掘り」がなく、実質的にゼロ回答となる可能性が高まっていると判断される。
- ・ 昨日、日銀の中曽副総裁は「金融緩和政策の『総括的な検証』に向けて」と題した講演で、5日の黒田総裁の講演と同じ表現を用いて「わが国の金融機関の場合、（中略）マイナス金利が金融機関の収益に与える影響は相対的に大きいと考えられます」（下線は筆者）との認識を示した。この“相対”が欧州（ECB、SNB等）との比較を念頭に置いていることは明らかだが、これは従来から主張してきた「欧州の例を参考にすれば、まだまだマイナス金利の深掘りが可能」というスタンスを修正し始めたシグナルである可能性が指摘できる。また、「収益の金融機関体力への影響は累積的なものであることを踏まえると、このことは政策が継続する期間によっても変わりうるということもしっかりと意識しておかなければいけない」として、マイナス金利政策の持続可能性について触れるなど新たな表現も加わった。マイナス金利の「深掘り」とその「持続性」がトレード・オフの関係にあるとの認識だろう。このようにマイナス金利の深掘りについて、そのトーンが慎重化しつつある様子が窺える。