

E C B に失望しないなら日銀にも失望しない可能性

2016年9月13日(火)

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】

- ・欧米で主要な経済指標の公表はなかった。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- ・前日の米国株は大幅反発。前週末に400^F近く下落した反動が意識されるなか、ブレイナードFRB理事のハト派発言を受けて買い戻し優勢。WTI原油は46.29^F (+0.41^F) で引け。USD全面安が支援材料。
- ・前日のG10通貨はUSDが全面安の様相を呈する下でJPYが最強となった。USD/JPYは日本時間午後から一貫して下落するとブレイナードFRB理事の発言を受けて一時101半ばまで水準を切り下げた。同理事は「予防的な利上げを迫られる時期ではない」として従来からの見解を固持。
- ・前日の米10年金利は1.663% (▲1.2bp) で引け。当初JGBの下落に追従して軟調に推移した米債はブレイナード理事のハト派発言を受けて一転ラリーとなった。欧州債市場は総じて軟調（ブレイナード理事の発言は時間外で未反映）。ドイツ (+0.038%、+2.7bp)、イタリア (1.277%、+2.9bp)、ポルトガル (3.193%、+3.2bp) が金利上昇となったほか、スペイン (1.083%、+0.1bp) が横ばい。3ヶ国加重平均の対独スプレッドは概ね横ばい。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米株高に追従して高寄り後、USD/JPY下落に足並みを揃え上昇幅縮小 (10:00)。
- ・筆者は日銀9月会合が単にイールド・カーブのステイプ化を促すための技術的な調整となり、実質的にゼロ回答になるとの予想に自信を深めつつある。9月会合で発表される「総括的検証」では、マイナス金利とQEの同時実施が日銀の予想以上の政策効果を生み出したとの分析が示され、デュレーション短期化の必要性が議論されよう。それゆえ、現時点で予想される政策変更はデュレーションの実質的な短期化のみ。市場で質的緩和のテーパリングと見做されることを防止する観点から、デュレーションの上限を12年で据え置く一方、下限を3年まで短縮すると予想。新たなデュレーションは3年~12年程度になる（現行7年~12年）。黒田総裁は「4次元」もありうるとしていたが、少なくとも今回の会合でそれが狙上に上がることはないだろう。
- ・もっとも、こうした日銀の実質ゼロ回答に対する反応が思いのほか小さくなる可能性もある。日銀に残された弾が少ないことはほぼ全ての市場参加者の共通認識で、実際、日銀が3次元の追加緩和に踏み切るとの見方は少数派になりつつあり、もはやそれを複数回にわたって拡大していくとの見方は皆無。このように追加緩和期待は盛り上がっていない。
- ・そうしたなか、市場の初期反応を予測する上では直近行われた9月のECB理事会が参考になる。ドラギ総裁がこれまでのハト派バイアスを明らかに修正したにもかかわらず、市場の反応は債券市場と株式市場で僅かな調整売りが見られたのみで、EUR/USDは寧ろ下落した。追加緩和の余地が少ないことが共通認識となっていたため、失望の余地もまた限定的だったと解釈できる。皮肉にも金融政策の限界論が失望を回避に繋がった格好だ。残された弾が少ないのは日銀もECBも同じで、両中銀は似たような困難に直面している。それ故、市場の反応も似たものになる可能性があるだろう。