

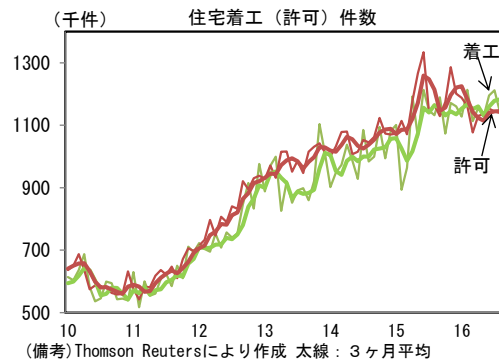
試される 嫌われる勇気

2016年9月21日(水)

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】

- ・8月米住宅着工件数は前月比▲5.8%、114.2万件と市場予想(▲1.7%)を下回り、7月(121.2万件)から減少。主力の戸建てが▲6.0%と大きめの減少となり、集合住宅も▲5.4%と弱かった。3ヶ月平均では+0.4%と緩やかに増加しているものの、前年比伸び率はゼロ近傍まで鈍化しており、頭打ち状態となっている。同時に発表された住宅着工許可件数も前月比▲0.4%と小幅ながら2ヶ月連続の減少。もっとも、NAHB住宅市場指数の高水準維持、モーゲージ申請指数の上昇等、最近の好調な住宅指標に鑑みると消費者の住宅購入意欲は旺盛とみられ、住宅市場が失速するリスクは小さい。

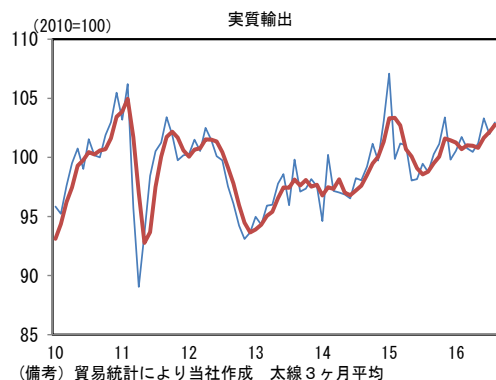


【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- ・前日の米国株は横ばい。FOMCを控えた様子見姿勢から売り買い交錯。WT I 原油は43.44ドル(+0.14ドル)で引け。
- ・前日のG10通貨は小動き。FOMCを控えてUSDの強さは中位程度となり、USD/JPYは101後半で一進一退。他方、EURをはじめとする欧州通貨は小幅ながら軟調。欧州債が全般的に堅調に推移する下、伊大手銀株の急落も一因になったとみられる。EUR/USDは1.11半ばへと水準を切り下げた。
- ・前日の米10年金利は1.689%(▲2.3bp)で引け。FOMCでの追加利上げ見送りを先取り形で金利低下。欧州債市場も総じて堅調。ドイツ(▲0.018%、▲3.4bp)、イタリア(1.251%、▲6.1bp)、スペイン(0.984%、▲5.0bp)、ポルトガル(3.308%、▲6.1bp)が揃って金利低下。3ヶ国加重平均の対独スプレッドはタイトニング。

【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、日銀会合前の様子見姿勢から前日終値付近で寄り付いた(10:00)。
- ・8月貿易統計によると輸出金額は前年比▲9.6%、輸入金額は▲17.3%、貿易収支は187億円の赤字となった。季節調整値では輸出金額が▲0.0%、輸入金額が▲1.3%、貿易収支が4084億円の黒字。前年との比較では、円高等を背景に輸出金額が減少する一方、エネルギー価格の下落が続く下で輸入金額が減少しており、貿易収支が改善している。輸出を物価・為替変動を除去した実質輸出(当社作成)でみると前月比+1.0%、3ヶ月平均では+0.6%と基調は上向き。3ヶ月前比年率では+7.8%とモメンタムは強い。



- ・筆者は、本日の日銀金融政策決定会合で金融政策の「現状維持」が決定されると予想。「総括的検証」では行き過ぎたイールドカーブのフラット化が問題視され、それに修正を加えるための措置、すなわちデュレーションの短縮化が決定されよう。
- ・半日経過後の22日日本時間午前3時にFOMCがあることも「現状維持」の予想をサポートする。追加利上げ見送りがコンセンサスとなっているとはいえ、同時に示される経済見通しが予想以上に慎重なものとなることで、日銀の意に反してUSD売りが進むことも想定される。仮にマイナス金利の深掘り等でJPY売りが進んだとしても、FOMCの結果次第では効果が希薄化する可能性があり、タイミングが悪い。
- ・筆者の予想に反して追加緩和が決定される場合、そのオプションはマイナス金利の深掘りとなろう。既にこうした類の観測報道が数多くあり、その見方に従えばマイナス金利深掘りを主軸とした追加緩和が排除できない。9月会合ではなく、次回以降の会合における深掘りを強く示唆するケースも想定され、「ゼロ回答」を避けるための措置が講じられる可能性には注意しておきたい。
- ・もっとも、日銀が9月会合で追加緩和を打ち出した場合、市場が「弾切れ」を織り込みにいく可能性は否定できない。長国の買い増しも然り、マイナス金利の深掘りはコストが大きく、追加緩和余地が狭まっていることは市場参加者ほぼ全員の共通認識。このタイミングでの追加緩和決定が、緩和打ち止め感に繋がる可能性もあるだろう。
- ・追加緩和を巡る「期待」と「失望」の繰り返しは、金融政策の効果を削ぐ。USD/JPYのトレンドが転換した15年後半以降、日銀会合が終わる度に「もはや打つ手なし」との失望ムードが蔓延すると、日銀は「金融政策に限界なし」と豪語して「期待」を維持しようと試みたが、それは結局のところ「失望」を招くことにしかなかった。似たような悩みを抱えていたECBは、こうした悪循環に区切りをつけるため追加緩和期待を封じる路線に舵を切った。日銀も（市場から）“嫌われる勇気”を振り絞り、追加緩和期待を封じてくる可能性があるだろう。