

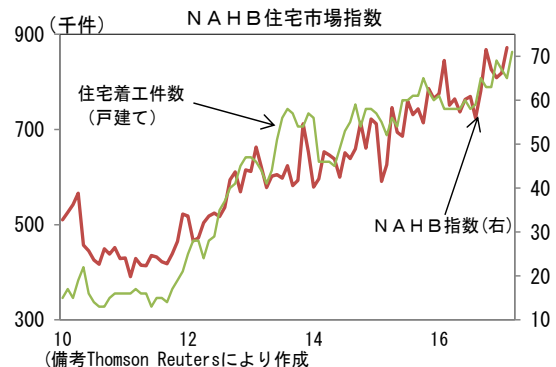
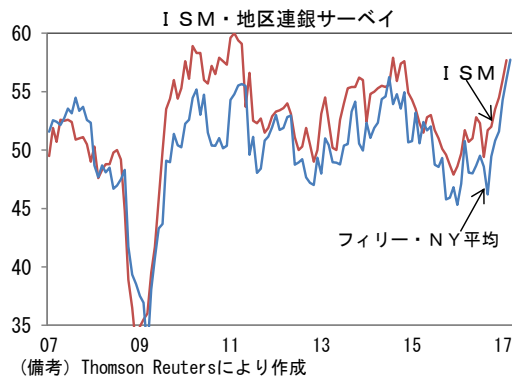
YCC維持が難しいとき、それは真価発揮のときでもある

2017年3月17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】

- ・3月フィラデルフィア連銀製造業景況指数は+32.8と、不可解なほどの強さを示した2月（+43.3）から低下したものの、ISM換算した数値は60.5へと上伸し2004年7月以来の高水準を記録した。NY連銀指数とフィリー指数をISM換算したうえで合成した数値は57.7へと1.6pt改善。ここから示唆される3月のISM製造業景況指数は58.9となった（2月57.7）。製造業企業の業況改善は3月入り後も持続している可能性が高い。
- ・2月米住宅着工件数は前月比+3.0%、128.8万件となり、市場予想（126.4万件）を上回った。集合住宅（▲3.7%）が2ヶ月連続で減少した反面、主力の戸建てが2ヶ月連続で伸び、全体としても基調が上向いた。同時に発表された住宅着工許可件数は前月比▲6.2%、124.5万件と増勢が一服したが、3ヶ月平均で見れば引き続き基調は上向きにあり、また最近の住宅関連指標の改善に鑑みれば、先行きは増加が見込まれる。NAHB住宅市場指数は3月に71と今次サイクルの最高点に到達し、住宅バブル期並みの高水準を記録した。



- ・英BOEはMPCで金融政策の現状維持を決定。政策金利は±0.25%、資産購入枠は4350億ポンド、社債購入額は100億ポンドで据え置かれた。今回小さなサプライズとなったのはフォーブス委員が利上げを主張したこと。同委員は6月で任期切れとなるため、委員のコンセンサスにさほど大きな影響は与えないとみられるが、それでも市場参加者に早期利上げを意識させる引き金にはなる。今後、フォーブス委員に同調する委員が出てくる可能性は否定できない。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は横ばい。17-18年の利上げ計画据え置きが好感され、当初は続伸して寄り付いたが、次第に利益確定売りに押された。他方、欧州株はオランダ下院選で自由党が伸び悩んだことが好感されて続伸。WT原油は48.75ドル（+0.11ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はFOMC通過後のUSD売りが一服し、USDの強さは中位程度となった。USD/JPYは日銀会合を無風通過すると113前半でのみ合いに終始。EUR/USDはオランダ下院選の結果を受けて買い戻し優勢。他方、GBP/USDはBOE会合後に急伸。フォーブス委員が利上げを主張し、議事要旨でその他委員も利上げまで

遠くないとの見方が示唆されていたことが背景。

- ・前日の米10年金利は2.540%（+4.7bp）で引け。株式市場が高値を維持するなか、FOMC後の米債ラリーが巻き戻された。欧州債市場（10年）もそれに追随する形でドイツ（0.448%、+3.3bp）、フランス（1.092%、+5.2bp）、イタリア（2.366%、+6.4bp）、スペイン（1.899%、+6.0bp）が揃って金利上昇。

【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下落が重荷となり、小幅安で寄り付いた後、やや下落幅を縮小（10：00）。

＜#フォワード・ガイダンス設定の可能性は低い #YCCがピンチの時は真価発揮の時でもある＞

- ・昨日の黒田総裁の会見内容を見る限り、日銀が17年を通じて金融政策を維持するとの筆者予想は妥当に思える。「海外の金利が上がったからといって国内の金利を引き上げることは考えていない」との発言からは、米金利上昇に追随しないことで生み出される緩和効果を狙っていることが窺え、また同時にイーールド・カーブ・コントロール（YCC）の持続性に自信を持っていることが暗示されている。この先、FEDの利上げ計画が4回に上方修正されるなどして米金利が急上昇した場合、ごく短期的にYCCが維持できなくなる事態が想定されるものの、そこで日銀が受動的にYCCを変更する可能性は低いとみる。なぜなら、そうした米金利上昇局面は、相対的な緩和度合いが高まるという点において、YCCが真価を発揮する局面でもあるからだ。YCCの調整は飽くまで国内のCPIが重要な判断材料になるのではないか。
- ・そこで黒田総裁は「何かの指標が特定の数字になったからといって機械的に変更することはない」としてフォワード・ガイダンスの設定を明示的に否定した。これは、かつてFEDが採用したエバンズ・ルール（たとえば「失業率が〇%以上の間はFFレートを〇〇に維持する」というもの）のようなフォワード・ガイダンスを日銀が導入するのではないかと噂が一部で報じられたことについての回答だが、エバンズ・ルールが度重なるルール変更を強いられているのを日銀は横目で見しており、それが金融政策の自由度を奪うことを知っている。年末頃にコアCPIが1%近傍に伸びを高めるとの予想が支配的になるなか、コアCPIの1%到達が政策変更の基準点になるとの見方が生じることは自然かもしれないが、日銀がそれを明示的にすることはないと思われる。CPIリンク型のフォワード・ガイダンスを設定した場合、コアCPIが1%に到達する頃に、意図せざる引き締め効果が生じる可能性が高い。これらに鑑みると、17年中の政策変更の可能性は低いと判断される。