

# Market Flash

発表日: 2018年10月3日(水)

## アールスター 近くで見たらファジー 星ではなかった

~それならドットチャートはやめてしまえ~

第一生命経済研究所 調査研究本部 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】

- ・欧米で重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・債券市場他】

- ・前日の米国株は続伸。新規の材料に乏しいなか、NYダウはUS M C Aの合意を好感する動きが継続する下、一部銘柄の上昇によってプラス圏で引けるも、S&P500とNASDAQは下落。WT I原油は75.23ドル (▲0.07ドル) で引け。
- ・前日のG10通貨はJPYとUSDが買われる展開。イタリアのボルギ下院予算委員長が「イタリアが自国通貨を持てば、大半の問題は解決すると本当に確信」と発言したことでEURが一時下落する場面があったものの、その後、同氏が発言を補足・修正したこと等から米国時間には下落を取り戻した。USD/JPYは米長期金利の低下を横目に113後半へとやや水準を切り下げた。
- ・前日の米10年金利は3.063% (▲2.1bp) で引け。米国固有の材料に乏しい中、ドイツ国債金利の低下に追随。欧州債市場(10年)はドイツ(0.422%、▲4.9bp)、フランスが金利低下となるなか、スペインが概ね横ばい、イタリアが大幅に金利上昇。イタリアの予算案を巡ってディマイオ副首相の強硬発言が材料視されている。

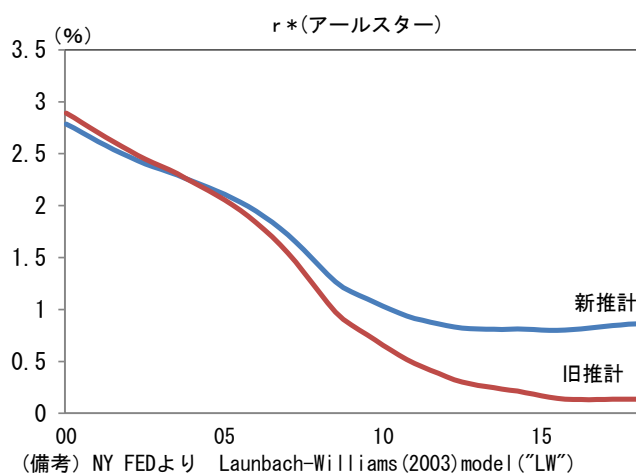
### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株がまちまちなる中で安寄り後、下落幅拡大(10:00)。

### <#ウィリアムズ #中立金利 #ドットチャート #アールスター>

- ・9月FOMCでは中立金利が僅かながら上方シフトし、中央値は3.0%となった(従来2.875%)。新たに加入したクラリダ副議長が3%に投票したとみられ、それによって中立金利が上方シフトした可能性が濃厚。
- ・こうした背景もあって市場ではさほど注目されなかったが、ウィリアムズNY連銀総裁のモデルによって推計された $r^*$ (実質均衡金利、アールスター)が大幅に上方修正されていることを認識しておきたい。NY連銀HPにUPされている推計値(四半期毎に更新)は直近値が0.9%とされ、これは前四半期までの推計値を0.7%程度も上振れている。ウィリアムズ総裁はサンフランシスコ連銀総裁だった5月時の講演で「財政政策による追い風のなかでも、中立金利が上昇しているとの確証は得られていない」として景気に中立的なFF金利水準が2.5%程度(実質均衡金利0%台前半+インフレ率2%)であることを確認してきたが、今回、推計に投入した潜在成長率が上方修正されたことに伴い中立金利は上方改定された。新たな推計に基づく景気に中立的なFF金利は3%近傍ということになる。中立金利の推計値は相当な幅を持つてみるのが常識だが、改めてそれを認識させる。

- ・こうした事情もあってカウヰリアムズ総裁は9月28日の講演で「中立金利の予想がますます難しくなり、政策との関連性も薄れている」として、利上げの判断基準として中立金利を重視しない構えをみせた。同総裁は「政策金利が中立金利推計値の範囲に近づくにつれて、明るい輝きのように見えるものは（←中立金利推計値）、実際には曖昧なぼかし（fuzzy blur）であることが判明するだろう」（括弧は筆者）とも言及し、中立金利が“使えない”とした。
- ・これまで同総裁は「金利が中立金利に達しても、利上げを一時停止する必要は必ずしもなく、景気が堅調さを維持すれば、金利が一定期間中立金利を上回る可能性がある」と発言するなど、中立金利を利上げ打ち止めの判断基準として重視する見解を示してきたので驚きである。
- ・また同総裁は「政策の道筋についてははっきりしたフォワードガイダンスが適切でなくなる」とも言及している。こうして考えるとドットチャート（特に中立金利）はその存在意義が問われ、場合によっては公表がなくなる可能性もあるだろう。奇しくも、パウエル議長は毎回のFOMCで記者会見を開催するとしている。丁寧な説明で市場と対話する代わりにドットチャートを廃止する方向にあるのかもしれない。



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。見直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。