

# Market Flash

発表日: 2019年6月10日(月)

## 予防利下げに先制利下げ ～日銀の利下げも選択肢～

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)

- ・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き12ヶ月は23000近傍で推移しよう。
- ・USD/JPYは米利下げ観測が浮上する中、先行き12ヶ月で105へと下落しよう。
- ・日銀は現在のYCCを2020年末まで維持するだろう。
- ・FEDは2020年に利下げに転じる見込み。ただしリスクは前倒し。

### < #利下げ #マイナス金利貸出 #日銀 >

- ・既往の景気拡大を維持するため、FEDが予防的利下げを講じる可能性が高まっている。最近になってパウエル議長とクラリダ副議長は経済のダウンサイドリスクが増幅した場合に「適切な行動をとる」との構えを示した。そうしたなか、FF金利先物が織り込む年内利下げ確率はほぼ100%に達し、エコノミストも年内の利下げ開始を予想する向きが増加している。
- ・当レポートでは仮にFEDの年内利下げが確定的になった場合、日銀が新たな行動を起こすのか考えてみたい。日銀に残された手段が少ないのは周知の事実だが、FEDの利下げに伴い円高が進めば、何らかの対処をする必要性に迫られるだろう。現在の金融政策を維持しているだけでは市場参加者から「無策」と捉われかねない。
- ・日銀が直ぐにできることはYCCにかかるフォワードガイダンス延長。現在は「2020年春頃まで」とされている時間軸を「2020年末」まで延長することが考えられる。次にETF購入の増額。株価下落時に、現在の年間6兆円ペースよりも早いペースで購入が可能になるよう制度が再設計される可能性がある（3年〇〇兆円といった複数年運営が一案）。
- ・そして、ここへきて再浮上してきたのは短期金利の引き下げ。その背景にあるのが円債市場における「逆イールド」。足もとで米10年金利が急速に低下するなか、それに連動する形で日10年金利も低下し、7日時点では▲0.13%へと水没している。ここから米金利が一段と低下した場合、日10年金利は誘導目標下限である▲0.2%に到達する可能性があり、このような逆イールドは日銀にとって受け入れがたいだろう。
- ・その場合、日銀は短期金利の引き下げと貸出支援基金を通じたマイナス金利貸出決定すると同時に10年金利コントロールを放棄し、5年金利コントロールへ移行する可能性があるだろう。短期金利引き下げに伴う銀行収益圧迫をマイナス金利貸出で相殺しつつ、イールドカーブをスティープ化させ、銀行への副作用を軽減する効果が期待できるためだ。また、政策金利の日米金利差縮小を回避し円高圧力を和らげる効果もある。

- ・マイナス金利拡大の政策効果とその不確実性を考えた場合、日銀がこれら策を導入するとは微妙なところだが、一方でFEDの利下げに日銀がどのように対抗するか考えた場合、最も現実的な選択肢になるのもまた事実。筆者はFEDが利下げしてもさほど円高が進むとは考えていないことから、こうしたマイナス金利拡大シナリオに距離を置いているが、USD/JPYがあっさり100を割り込むような事態になれば、話は変わってくる。

#### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は欧米株高に追随して大幅高で寄り付いた（寄付き直後）。メキシコへの関税発動見送りが好感されている。

#### 【欧米経済指標他】

- ・5月米雇用統計によるとNFPは前月比+7.5万人と市場予想を大幅に下回る弱い結果であった。足もとの新規失業保険申請件数の減少一服と整合的で、労働市場の量的改善が一服している可能性を浮き彫りにした。失業率は3.6%で不変も、平均時給は前年比+3.1%へと0.1%pt鈍化。質的改善のペースが鈍っている可能性がある。

#### 【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。米雇用統計が驚くほど弱く、利下げ観測が一段と強まったことが背景。またメキシコへの関税設定が見送られるとの報道も好感された。WTI原油は53.99<sup>ドル</sup>（+1.40<sup>ドル</sup>）。
- ・前日のG10通貨はUSDが全面安。米雇用統計を受けた米長期金利の低下を横目にUSD売りが優勢。USD/JPYは一時108を割れる場面があったが、10日の日本時間早朝は米国のメキシコ関税設定見送り決定を受けて108半ばでギャップアップ。
- ・前日の米10年金利は2.081%（▲3.6bp）で引け。弱い雇用統計に反応した後、株式市場の上昇を横目に低下幅縮小。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.257%、▲1.8bp）、フランス、イタリア、スペインが金利低下。

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。