

# Market Flash

発表日: 2019年6月20日(木)

## 緩和のときがきた

～日銀はフォワードガイダンス延長、FEDは利下げ～

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は年内利下げに転じる見込み。

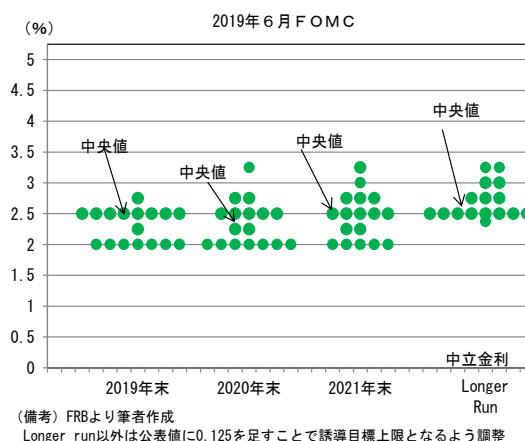
### < #日銀は7月にガイダンス修正 #FEDは利下げ開始がコンセンサス >

- ・6月19-20日の日銀金融政策決定会合は、大方の予想どおり金融政策の現状維持を決定。事前の予想(含む筆者)では、FEDが18-19日のFOMCでサプライズ利下げに踏み切った場合、日銀もYCCフォワードガイダンスの延長等で追随するとの見方があったが、FEDが現状維持を選択したため、本日早朝時点で既に日銀を動かす理由はなくなっていた。したがって、この決定に意外感はない。また一部では10年金利が▲0.2%に接近している現状に鑑みて、金利誘導目標の下限を撤廃するとの見方もあったが、そうした議論があったかは声明文に記載がなかった。
- ・声明文の景気認識は「輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、基調としては緩やかに拡大している」として現状維持。前回4月25日の金融政策会合以降に得られたデータは、輸出と消費者マインドが悪化し、生産もやや弱かったが、その反面、消費が底堅く、全体としてみれば、大きな変化はなかった。そのため、声明文の各論もほとんど変更がなかった。物価の先行き見通しも「マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続ける下(中略)2%に向けて徐々に上昇率を高めていく」という基本見解が維持された。
- ・もっとも、FEDの利下げが予想される7月の金融政策会合ではYCCフォワードガイダンスが修正される可能性が高い。「当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」という現在のフォワードガイダンスは4月に導入したばかりだが、海外経済のダウンサイドリスク増幅やオリンピック終了の影響を見極める観点もあり、「2020年末」へと延長されるだろう。フォワードガイダンス延長は、残り少ない緩和手段のうち、最も副作用が小さく、ハードルが低い選択肢であるから、緩和競争で他中銀に遅れをとりたくない日銀が真っ先に手を付けるだろう。足もとではFEDの利下げが広く予想されているほか、ECBも利下げバイアスを強めており、こうしたなかで日銀が現状維持を選択すれば「無策」と捉えられかねない。一方、マイナス金利拡大や日本型TLTRO導入など、市場の混乱を引き起こすリスクのある政策の採用は見送られるだろう。日銀は2016年1月、起死回生を狙って突如マイナス金利を導入し、市場の混乱を増幅した苦い経験がある。

- ・なお7月は、F O M Cが30-31日の日程で開催されるのに対して、日銀の金融政策決定会合は29-30日であるから、日銀は“後出しジャンケン”ができない。日銀は、自身が現状維持を選択した後にF E Dが利下げを実施し、円高を助長するような事態は避けたいだろう。

#### < F O M Cについて再掲 >

- ・ **6月F O M C**は大方の予想どおり金融政策の現状維持を決定。F F金利先物が20%程度の確率で利下げを予想していたことから、利下げがあっても不思議ではなかったが、今月末のG20首脳会談において通商交渉進展の可能性が残されていることもあり、F E Dは緩和手段を温存した。そうした中でブラード・セントルイス連銀総裁は利下げを主張。
- ・ 金融政策のスタンスは明確にハト派傾斜。声明文では、金融政策のスタンス部分の「忍耐強く」が削除され、あらたに「景気拡大を維持するために適切に行動する」が加わり、景気見通しはダウンサイドリスクが強調され、記者会見ではパウエル議長が「幾分緩和的な政策に対する論拠は増大した」、「われわれは見通しに対するリスクに非常に注意しており、必要に応じて行動し、手段を講じる用意がある」と発言。
- ・ ドットチャートの中央値<sup>1</sup>は2019年が2.50%、2020年が2.25%、2021年が2.50%。2019年は不変も、2020年の数値が50bp、2021年が25bp下方修正され、明示的な利下げ計画が示された。中央値ベースで据え置きとなった2019年も8名（7名が50bp、1名が25bp）が利下げを支持する一方、利上げを主張するのは1名のみと、方向感をはっきりと利下げ方向に傾いた。中立金利は25bp低下し、ドットチャートの形状は明確に下方シフト。年内利下げ開始の可能性がかなり高まったように思える。
- ・ この結果を受け、F F金利先物が織り込む7月F O M Cの利下げ確率は100%に上昇。F F金利先物は2020年後半までに4回程度の利下げを織り込み、金利はカーブ全体で低下。



<sup>1</sup> F E D公表値に0.125%を足すことでF F金利上限になるよう調整

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。見通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。