

# Market Flash

発表日: 2019年6月24日(月)

## 緩和修正なしは緩和修正の合図

～将来の自分を縛るのはやめよう～

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 #フォワードガイダンス #マイナス金利拡大>

- ・7月FOMCの利下げ予想が支配的となるなか、日銀も7月の金融政策決定会合で何らかの緩和修正を行うとの見方があり、筆者もフォワードガイダンス延長の可能性が相応に高いと考えている。フォワードガイダンス延長は日銀に残された選択肢のうち、最も副作用が小さく、現実的な緩和手段であるから、「無策」と捉われたくない日銀が真っ先に採用すると考えられる。その反面、一部で予想されているマイナス金利拡大、日本版TLTRO導入は事前に市場と十分なコミュニケーションを交わす必要があるため、7月金融政策決定会合での決定は考えにくい。日銀は2016年1月、起死回生を狙ってマイナス金利を突如導入したものの、市場の混乱を増幅してまった苦い経験がある。
- ・筆者の予想に反して7月の金融政策決定会合でマイナス金利拡大があった場合、それは「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を踏み倒すことにもなる。一般的にフォワードガイダンスは引き締め観測を封じ込める目的で採用されることから、緩和方向への修正は問題がないようにも思えるが、銀行収益圧迫を念頭に置いた場合、フォワードガイダンスに反する利下げは銀行株急落などを通じて予期せぬショックを与えてしまう恐れがある。つまり、マイナス金利拡大と日本版TLTROをセットで導入するにはフォワードガイダンスが縛っている時間軸、すなわち「2020年春ころ」を過ぎるのを待つ必要があるということだ。当然のことながら、5年金利コントロールへの移行など「現在のきわめて低い長短金利の水準」に変更を加えることは許されない。あるとすれば、10年金利誘導目標のアローアンス拡大くらいだろう(±0.2%→±0.3%)。
- ・したがって、もし日銀がマイナス金利拡大と日本版TLTRO導入を検討しているなら、7月の金融政策決定会合ではフォワードガイダンスに利下げ方向への変更が明示されるだろう。「現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」という部分が「現在のきわめて低い水準か、それより低い長短金利の水準を維持する」などとされるはずだ。
- ・他方、日銀がフォワードガイダンスに修正を加えなかった場合、「2020年春ころ」を過ぎた段階での金融政策修正があるとも考えることもできる。日銀が「イールドカーブの過度なフラット化」

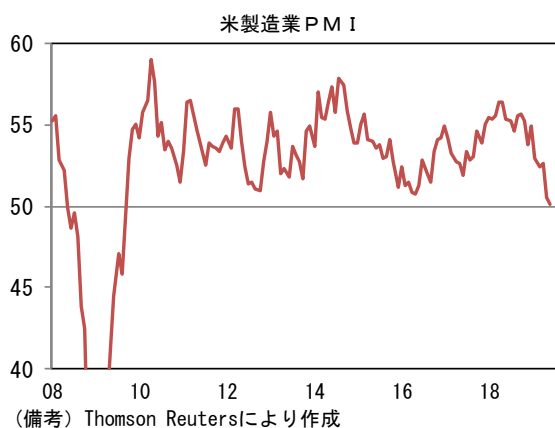
と評価した 2016 年夏場と同程度までイールドカーブがフラット化している現状、イールドカーブのスティープ化を狙い 5 年金利コントロールへの変更等を目論んでいるならば、現在のフォワードガイダンスを闇雲に延長することは将来の自分を縛ることになってしまう。急激な円高等で早急な対応が求められる場合、日銀がフォワードガイダンス変更前にマイナス金利を拡大する可能性は否定できないが、その場合、フォワードガイダンスのあり方が問われるだろう。

#### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・ 日本株は方向感に乏しい米国株の流れを引き継ぎ、もみ合い（10:00）。

#### 【欧米経済指標他】

- ・ **6 月米製造業 PMI** は 50.1 へと低下。新規受注とサプライヤー納期が上昇に寄与した反面、生産、雇用、購買品在庫が下押しに寄与。市場関係者の注目度が高い I S M 製造業景況指数（7 月 1 日）が 50 を割るリスクが高まっている。
- ・ **6 月ユーロ圏総合 PMI** は 52.1 へと 5 月から 0.3pt 上昇。製造業が 47.8 へと 0.1pt 上昇、サービス業が 53.4 へと 0.5pt 上昇。新規受注、雇用、受注残などで改善がみられた。



#### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・ 前日の米国株は小幅下落。23日まで F E D のハト派傾斜を受け、S&P500が最高値更新していたこともあり、この日は利益確定売りが優勢に。W T I 原油は 57.43<sup>ドル</sup>（+0.36<sup>ドル</sup>）。
- ・ 前日の G 10 通貨は USD がやや軟調だった反面、欧州通貨が堅調。USD/JPY は 107 半ばで一進一退。EUR/USD はユーロ圏総合 PMI の予想比上振れたをきっかけに 1.13 後半まで水準を切り上げた。
- ・ 前日の米 10 年金利は 2.054%（+2.6bp）で引け。10 年 2% 割れが視野に入る水準では売り圧力が強く金利上昇。もっとも 2 年ゾーンは金利低下となりカーブはスティープ。欧州債市場（10 年）はドイツ（▲0.286%、+3.3bp）、フランス、スペインが金利上昇、イタリアは概ね横ばい。

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。