

# Market Flash

発表日: 2019年6月27日(木)

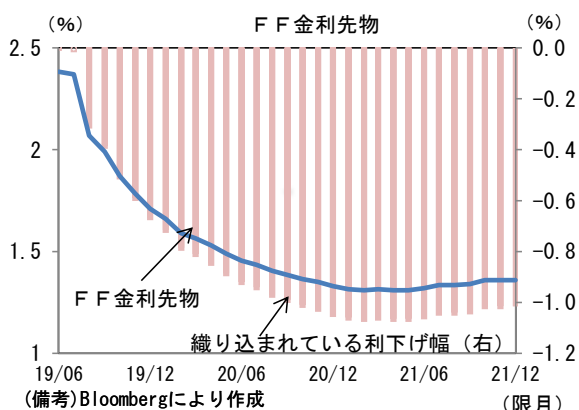
## マイナス金利深掘りがないと考える2つの理由 ～追加緩和は円高がトリガーだろう～

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 #マイナス金利 #低金利アライアンス #日米金利差 >

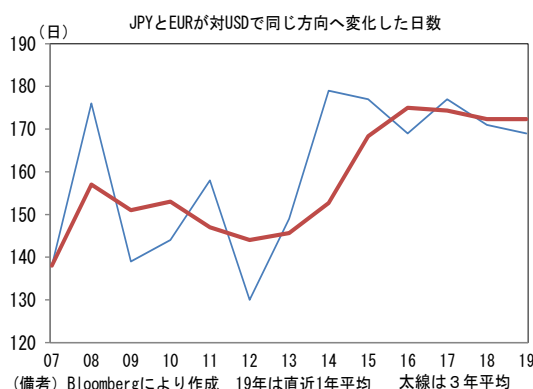
- ・クラリダ副議長とパウエル議長が「現在の景気拡大を維持するために適切に行動する」と発言して以降、市場では利下げ予想が支配的になっている。FF金利先物は2019年末までに3回程度、2020年9月FOMCまでに4回程度の利下げを織り込んだ状態にある。



- ・そうしたなか、日銀も新たな緩和策で対抗するとの見方がある。筆者はフォワードガイダンス延長以外の選択肢が採用される可能性は低いと考えるが、仮に急激かつ大幅な円高が進行した場合、日銀が起死回生を狙って大胆な策を講じてくる可能性は完全に否定できない。市場ではマイナス金利深掘り、日本版TLTRO導入<sup>1</sup>を予想する声がある。
- ・筆者は以下の2つの理由からマイナス金利深掘りと日本版TLTRO導入の可能性が低いと考えている。まず第1に、大幅な円高が想定しにくい。当レポートで繰り返し言及してきたとおり、日米金利差縮小に着目したUSD/JPY下落圧力が一時的かつ限定的と考えられる。2007年のFED利下げ局面におけるスタートのFF金利は5.25%。それに対して今次局面は2.5% (FF金利上限、追加利上げなしと想定) と低く、しかも既に4回分の利下げが織り込まれている。したがっ

<sup>1</sup> 貸出支援基金等を通じた資金供給にマイナス金利を適用

て、日米金利差縮小を通じた USD/JPY 下落が一段と進行するには、5回以上の利下げが織り込まれる必要がある。5回の利下げはさすがに行き過ぎな印象だ。加えて、「低金利アライアンス」の拡大が大きい。2000年代後半は JPY が唯一の調達通貨だったことから、リスクオフや米金利低下局面において大量のキャリートレードが巻き戻された。しかしながら E C B がマイナス金利を導入した 2014 年以降、EUR とその他欧州通貨が調達通貨の性格を帯び、JPY の特異性が薄れたため、リスクオフや米金利低下局面において JPY に買いが集中しなくなった。実際、JPY と EUR が対 USD で同じ方向に動いた日を集計すると、JPY と EUR の方向感が一致する傾向が見て取れる。



- ・第2に、現在のフォワードガイダンスとの整合性が取れない。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。しかしながら、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。マイナス金利深掘りがあった場合、「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なる。

#### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株はUSD/JPY反発基調を受けて高寄り後、もみ合い (9:30)。
- ・5月小売売上高 (商業動態統計) は前月比+0.3%、前年比+1.2%であった。年初に大きく落ち込んだ後、緩慢ながら持ち直している。

#### 【欧米経済指標他】

- ・5月米コア資本財受注は前月比+0.4%と予想比やや強め。もともと、前年比のトレンドは2%台前半まで鈍化している。

#### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は小幅下落。G20サミットにおける米中首脳会談を控えて売り買い交錯も、やや売り優勢。WT I原油は59.38<sup>ドル</sup> (+1.55<sup>ドル</sup>)。
- ・前日のG10通貨はUSDの強さが中位程度。25日にブラード・セントルイス連銀総裁が7月FOMCにおける50bpの利下げは行き過ぎと発言したことがこの日も材料視され、JPYやCHFといった調達通貨が軟調。USD/JPYは107半ばへと水準を切り上げた。
- ・前日の米10年金利は2.047% (+6.2bp) で引け。上述のブラード・セントルイス連銀総裁がこの日も材料視され、カーブはベアフラット。欧州債市場 (10年) はドイツ (▲0.303%、+2.8bp)、フランス、スペインが金利上昇、イタリアは金利低下。

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。