

# Market Flash

発表日: 2019年9月20日(金)

## 「点検」しても、やれることはない ～日銀金融政策～

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は米利下げ観測が支配的となる下、先行き12ヶ月は105程度で推移しよう。
- ・日銀は現在のYCCを2020年末まで維持するだろう。
- ・FEDは予防的利下げを実施後、更なる利下げを実施するだろう。

### < #黒田総裁 #マイナス金利深掘り #イールドカーブの過度はフラット化 >

- ・黒田総裁の記者会見からのポイントは以下のとおり。①次回の金融政策決定会合において実施される「点検」が2016年9月の「総括的検証」ような大掛かりなものではなく、通常の展望レポートに近い(同じ?)性格のものであること。また総裁は②現在の枠組である「長短金利操作付量的・質的金融緩和」に変更を加える予定はなく、③追加緩和がある場合は従来から示してきた4つのオプション<sup>2</sup>が使われる、と発言した。
- ・一部の市場関係者は、次回会合でマイナス金利の深掘りを予想している。しかしながら、筆者はA、金融市場が安定していること、B、金融機関収益圧迫という副作用問題を増幅すること、C、口座維持手数料の導入が日銀批判を招く恐れがあること、D、イールドカーブの過度なフラット化を助長してしまうこと、等に鑑みてその可能性が低いと判断している。以下、総裁会見の遣り取りを踏まえ、Dの視点を考えてみたい。
- ・確かに総裁会見の論調は前回会合に比べて、追加緩和に積極的な印象を受けた。総裁は「追加緩和について前回より前向きなのかと言われれば、その通りだ」と述べ、「2%の物価安定目標の達成に向けたモメンタムが損なわれるおそれについて、より注意が必要な情勢になりつつある」と語った。海外経済の減速が続いていること、米中貿易戦争を中心に広義の地政学リスクが高まっていることが背景にあると説明した。これが10月中に解消される可能性は低い。

<sup>1</sup> 声明文の最終パラグラフに以下のような文言が挿入された(下線は筆者)。「このところ、海外経済の減速の動きが続き、その下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとの、日本銀行は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる恐れについて、より注意が必要な情勢になりつつあると判断している。こうした情勢にあることを念頭に置きながら、日本銀行としては、経済・物価見通しを作成する次回の金融政策決定会合において、経済・物価動向を改めて点検していく考えである。

<sup>2</sup> 短期政策金利の引き下げ、長期金利誘導目標の引き下げ、資産購入ペース加速、MB増加ペース加速

- ・また、FEDやECBなど海外中銀に比べて「日銀の緩和余地が少ないのでは？」という記者からの質問に対して総裁は「FEDの政策金利は2%程度で、単純に比較すると、日銀の政策金利はマイナス0.1%なので緩和余地が少ないかもしれない。他方でECBは政策金利をマイナス0.5%に引き下げており、ECBと比べればまだ緩和余地がある」として、マイナス金利の深掘り余地があることに言及した<sup>3</sup>。やはり、追加緩和があるとすればマイナス金利の深掘りなのだろう。
- ・ただし、その直後の質問では「超長期国債の金利が下がりすぎると年金や生命保険の運用利回りが下がるのではないかという消費者心理への影響があり得る」として、イールドカーブの過度なフラット化に対する懸念を示している。
- ・筆者はこれらの遣り取りが多いに疑問であり、同時にマイナス金利の深掘りが無いとする根拠の一つなのだが、長期金利を引き上げる手段を持たない日銀が、なぜイールドカーブの出発点を下げる政策に積極的な姿勢を示すのだろうか。オペの調整が（超）長期金利の引き上げに対して僅かな効果しか持たないことは、10年金利が▲0.2%を下回っていることから自明であるのに、日銀自らがイールドカーブの過度なフラット化を助長する政策に前向きな姿勢を見せるのは解せない。2016年9月の総括的検証では、イールドカーブの過度なフラット化が経済に悪影響を招く可能性があるとして、現在のYCCが導入された経緯がある。

#### 【株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は小幅高で寄り付いた後、上げ幅拡大（11：00）。日銀金融政策決定会合後の下落を埋める展開となっている。日経平均は22100円を回復。
- ・**8月消費者物価**は日銀コア（除く生鮮食品・エネルギー）が前年比+0.6%と、7月から横ばい。良くも悪くも0%台半ばから後半で安定している。

#### 【海外経済指標他】

- ・**8月米中古住宅販売件数**は前月比+1.3%と市場予想（▲0.7%）に反して増加。水準は550万件近傍で安定している。

#### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は区々。マクロ指標が好感される反面、NYダウが27000を超えていることもあり売り買い交錯。WTI原油は58.13ドル（+0.02ドル）。
- ・前日のG10通貨はCHF、JPYが堅調。USD/JPYは日銀の決定を受けて108を割れた。EUR/USDは1.10半ばで一進一退。
- ・前日の米10年金利は1.784%（▲1.2bp）で引け。FOMC後の金利上昇を埋める展開に。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.507%、+0.3bp）が概ね横ばい、フランス、スペインが小幅に金利上昇。

<sup>3</sup> 筆者は会見をライブ映像でみた。総裁は、ECBと日銀の政策金利を単純比較する自らの発言に笑いをこらえきれず、最後は嘔き出していた。会見要旨を文字で読むのとは随分印象が異なるだろう。