

Market Flash

発表日: 2019 年 9 月 27 日 (金)

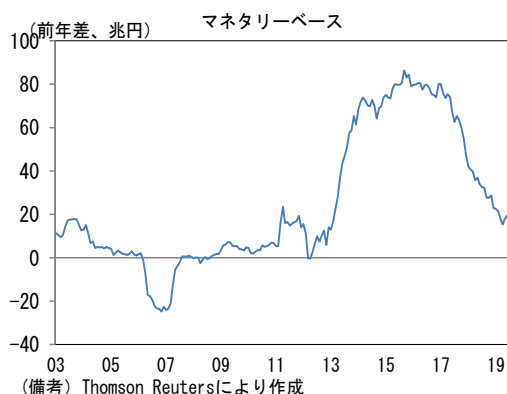
よく読むとすごい オーバーシュート型コミットメント ～次世代型の日銀文学～

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。

< #オーバーシュート型コミットメント #輪番減額 #相反するようで相反しない >

- ・黒田総裁が「(超長期金利は) ちょっと下がりすぎだ」と発言し、それに呼応する形で日銀は超長期・超長期ゾーンの輪番オペ減額を進めている。日銀(金融市場局)が超長期ゾーンの過度な金利低下を回避する意図を持っていることは明らかである。一方で、輪番オペ減額はマネタリーベースの拡大方針を掲げるオーバーシュート型コミットメントに逆行する。8 月時点で前年差 14 兆円程度まで減速しているマネタリーベースの増加ペースは 9 月に一段と減速したとみられ、前年割れが視野に入っている。オーバーシュート型コミットメントを掲げつつ、金利低下を防ごうとする政策は矛盾を内包する。



- ・この矛盾を解消するための手段として、オーバーシュート型コミットメントの修正・削除に踏み切るといふ見方もあるだろう。しかしながら、筆者はその可能性は低いと考えている。後述するとおり、コミットメントは曖昧であるがゆえ、それを変更する必要がないからだ。
- ・ここで改めて「マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に 2% を超えるまで、拡大方針を継続する」というオーバーシュート型コミットメントをじっくりみると、目的語が「拡大方針」であることに気づく。つまり、日銀がコミットしているのはマネタリーベースの額そのものではなく「拡大方針」である。

- ・したがって、仮にマネタリーベースが減少しても日銀が「拡大方針は継続している」と説明すれば不整合は生じない。素直に読めば「2%目標達成までマネタリーベースを増やす」と解釈するのが普通だが、注意深く読むと、抜け穴があるのが最近の日銀文学の特徴である¹。
- ・また「拡大」の基準時点について明示的な記述がないことも重要。季節調整済み前月比なのか原数値前年比なのか或いは長期なのか、文書レベルでは示されていない。仮にマネタリーベースが前年割れした際、オーバーシュート型コミットメントとの整合性が問われても「〇年前に比べて増えている」と説明すれば、それまでである。
- ・こうして考えると、今後、海外金利が低下するなどして、円債市場で超長金利ゾーンに強い金利低下圧力が生じる場面等では、日銀がマネタリーベースの減少を許容する可能性があるだろう。やや極端な想定ではあるが、オーバーシュート型コミットメントを掲げながら、売りオペに踏み切ることも考えられなくはない。

【株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は軟調な米国株に追随して安寄り後、下落幅拡大。日経平均は21800円近傍で推移（10：30）
- ・9月東京都都区消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）は前年比+0.6%であった。市場予想に一致して8月から0. %pt減速。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は下落。米国がファーウェイへの部品供給を継続するための一時的な制裁猶予措置を延長する可能性は低いとする当局者の発言が嫌気された。WT I 原油は56.41ドル（▲0.08ドル）。
- ・前日のG10通貨はNZDが堅調だった反面、その他通貨はやや軟調。NZDの弱さはオARBNZ総裁が「非伝統的金融政策措置が必要になる可能性は低い」と発言したことが背景。USD/JPYは107後半で小動き。
- ・前日の米10年金利は1.701%（▲3.6bp）で引け。株式市場が軟調に推移するのを横目に前日の金利上昇を埋める展開に。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.582%、▲0.7bp）、フランス、イタリアが金利低下。スペインが小幅ながら上昇。

¹同様の齟齬は「2年で2%」という表現でも生じた。2013年4月の量的・質的緩和導入時に「2年で2%」というキャッチーな表現を用い、日銀自らが「2年以内に2%目標達成」という政策スタンスを浸透させた節があるにもかかわらず、2018年4月に物価目標の達成時期に関する記述を展望レポートから削除した際の説明では「2年というのは達成期限ではなく、見通しである」として、「目標達成時期は2年ではない」と明確に方向転換した。その上で目標達成期限は声明文に記載しているとおり「できるだけ早期」であると説明した。