Market Flash

発表日:2019 年 10 月4日(金)

株式市場に最も理想的な金融政策
～FEDの利下げに追随するのではなく、ドラギ総裁に追随～

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。

＜＃ＩＳＭ　＃ＦＥＤ　＃10 月利下げ　＃日銀も追随？　＃副作用増大＞

・１日発表の９月ＩＳＭ製造業のネガティブサプライズに続いて、３日はＩＳＭ非製造業が 52.6 へと 3.8pt も低下し、予想（55.0）を下振れた[1]。ＩＳＭ非製造業は 2016 年８月以来の低水準を記録。項目別では事業活動（61.5→55.2）、新規受注（60.3→53.7）が揃って低下し、雇用統計の先行指標として注目されている雇用（53.1→50.4）に至っては 50 割れに迫った。ちなみに雇用が最後に 50 を割れたのは 2010 年央である（2011 年９月のハリケーン・アイリーンと 2014 年２月の大寒波は特殊要因として除いた）。

・これを受けた金融市場は金利低下（ブル・スティープ）、USD 安、株価上昇で反応。金利先物が織り込む 10 月ＦＯＭＣ（30 日）の利下げ確率は 85.3%へと上昇し、それが株価をサポートすることで事なきを得た形。10 月の利下げを巡っては、エバンス・シカゴ連銀総裁が「米経済のファンダメンタルズの多くの部分が底堅いことを踏まえれば、製造業がこのところ軟調でも、追加利下げが必要かまだ確信するには至っていない」と述べるなど、ＦＥＤ内部のコンセンサスになっているわけではない（インタビューはＩＳＭ製造業の発表後に実施されたもの）。とはいえ、ＩＳＭというメジャーな指標がここまで悪化した以上、ＦＯＭＣに向けて利下げ議論が活発化していくのは間違いないだろう。

・その場合、日銀はマイナス金利深掘りで追随するだろうか。日銀は追加緩和の条件を「（物価上昇の）モメンタムが損なわれる惧れが高まる場合」として、かなり緩めているため、その文言を額面通り受け止めれば、１０月会合では「点検」の結果として、マイナス金利深掘りがあっても不思議ではない。

[1] 筆者は振れの小さい markit 版ＰＭＩを重視。マクロファンダメンタルズの診断にあたってＩＳＭ両指数の低下をさほど深刻視していない。

・ただし、筆者は当レポートで繰り返し述べてきたとおり、以下の理由でその可能性は低いと判断している。①銀行への「補助金」と捉えられても仕方がない制度[2]を導入してまでもマイナス金利を深掘りする理由に乏しいこと、②超長期ゾーン金利のコントロールが難しいこと、③民間銀行がマイナス金利深掘りに結び付ける形で口座維持手数料を導入することで、マイナス金利が預金者（消費者）に転嫁される形となり、消費に悪影響を与える可能性が相応に高いことである。下表に纏めた効果と副作用に照らし合わせると、これらリスクをとってまで動くことはないと思われる。

効果	副作用
僅かな日米金利差拡大による僅かな円安効果	金融機関収益の圧迫（かえって貸出態度が厳格化する惧れ）
僅かな貸出金利低下による僅かな貸出刺激効果	年金・生保の運用難に拍車（個人の資産形成を困難に）
	口座維持手数料等によるマイナス金利の消費者転嫁
	金融株の下落を通じ、日本株全体を下押しする可能性

・これとは別の視点で10月の金融政策決定会合で注目すべきは、財政政策との連携であろう。９月ＥＣＢ理事会後の記者会見では、ドラギ総裁が（ほぼ明示的に）財政刺激策の必要性を訴えた。中央銀行総裁が金融緩和の限界を一部認めるというシンボリックな出来事があった一方、黒田総裁は「財政政策は政府が決めるもの」として頑なに距離を置いている。金融緩和の効果が薄くなっているのは、火を見るより明らかであるが、日銀がそれを認めるか注目したい。なお、このように財政出動への期待を高める展開は、株式市場において最も理想的であろう。

【株式市場・アジアオセアニア経済指標】

・日本株は米国株高に追随できず、前日終値付近でもみ合い。日経平均は21300円近傍で推移している（10：30）。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

・前日の米国株は上昇。ＩＳＭ非製造業の予想比下振れがＦＥＤの利下げ観測を喚起したことで買い優勢。ＷＴＩ原油は52.45ﾄﾞﾙ（▲0.19ﾄﾞﾙ）。

・前日のＧ10通貨はＦＥＤの利下げ観測が台頭するなかUSDが弱めの推移。USD/JPYはＩＳＭ非製造業の予想比下振れを受けた後に107を割れ、一時は106.40近傍まで水準を切り下げた。EUR/USDは1.10へ迫った。

・前日の米10年金利は1.534%（▲6.4bp）で引け。ＩＳＭ非製造業の予想比下振れがＦＥＤの利下げ観測を喚起したことでカーブはブルスティープ。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.590%、▲4.4bp）、フランス、イタリア、スペインが何れも金利低下。

[2] 貸出支援基金にマイナス金利適用、当座預金の付利対象残高引き上げなど

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。