

# Market Flash

発表日: 2019年11月1日(金)

## モメンタムが損なわれる惧れはさほど心配ない？ ～プラスの需給ギャップが生命線～

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を長期にわたって維持するだろう。
- ・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。

< #物価上昇のモメンタム #需給ギャップ #日銀 #フォワードガイダンス >

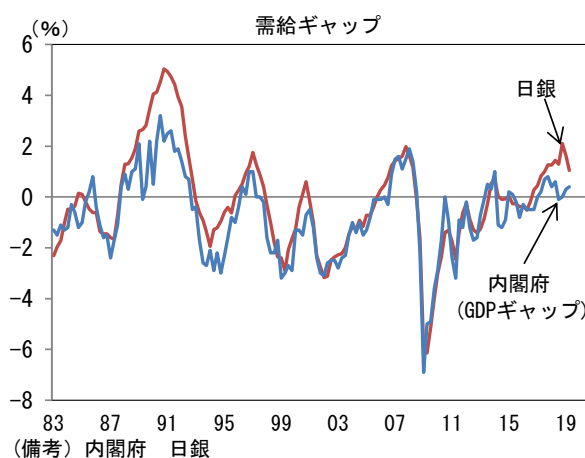
- ・日銀はYCCにかかるフォワードガイダンスを修正。ポイントは2つ。また、日銀がいうところの「モメンタム」が何であるかを再確認する。

旧	政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、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ことを想定している。
新	政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

- ・1つはカレンダーベースからステートコンティジェント型(政策を経済・物価データに結び付ける)に近い文言へと変更されたこと。物価目標達成が見通しにくい状況を前提にした場合、「2020年春頃」としている期限を複数回延長するよりも「モメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間」という、やや曖昧な表現に変更した方が望ましいとの判断だろう。言うまでもなく、これは(半永久的な)持久戦に備えた仕組みづくりの一環である。
- ・もう1つは「それを下回る水準」との文言を挿入し、マイナス金利深掘りの道を切り開いたこと。後述するようマイナス金利深掘りは困難と考えられるが、「弾は尽きている」と金融市場参加者に悟られないよう声明文に盛り込んだのだろう。“一泡吹かせるぞ”といったことか。
- ・このようにマイナス金利深掘りの道を切り開いたとはいえ、逆効果の可能性すら疑われるマイナス金利深掘りの可能性が低いことには変わりはない。マイナス金利深掘りは貸出利鞘の減少、年金・生保の運用利回り低下に加え、場合によっては口座維持手数料の導入等を通じて預金者(消費者)にマイナス金利が転嫁される可能性がある。口座維持手数料の導入は金融政策の副作用として国民に広く知れ渡り、既に消費増税等を背景に異例の悪化を示している消費者マインドを更に傷つける恐

れがあり、これは政治的にも避けたい動きだろう。なお、記者会見で黒田総裁は「個人の預金金利がマイナスになることはない」と述べたが、これは預金金利に対してダイレクトにマイナス金利が適用されることはない、という趣旨であろう。口座維持手数料導入等による“実質”マイナスを意味するものではない。マイナス金利深掘りがあった場合、民間銀行は口座維持手数料導入を含め、各種手数料の引き上げに向けて動き出す可能性がある。

- ・日銀が重視している「物価上昇のモメンタム」を構成するのは「需給ギャップ」と「予想物価上昇率」である。ただし、予想物価上昇率をリアルタイムかつ単一指標で計測するのは容易でないことから通常、物価上昇のモメンタムをチェックする際は需給ギャップに重きが置かれる。したがって「モメンタムは需給ギャップのプラス幅が拡大すると強まる」と解釈するのが自然である。
- ・一方、日銀の主張は微妙に異なる。これまでの説明を整理すると「需給ギャップのプラス幅が拡大しなくても、プラス領域での推移が長く続けば、企業の価格設定スタンスが強硬化したり、消費者の値上げ抵抗感が薄れることで、やがて物価上昇のモメンタムが強まる」というもの。端的に言えば「需給ギャップがプラスを維持していれば良い」ということである。
- ・したがって、2019年のように需給ギャップが縮小しても、それがプラス圏を維持する以上、日銀は物価上昇のモメンタムが維持されていると判断することになる。毎回の展望レポートで示している物価上昇シナリオは、そうしたメカニズムに基づいているため、どのような局面でも時間の経過と共に（予測期間の後半にかけて）水準が切り上がっていく。日銀は「物価上昇のモメンタムが損なわれる惧れがある」として追加緩和発動の基準を低めにしているものの、モメンタムが崩れるまでには思いのほか距離がある。



#### 【株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は米国株安を受けて安寄り後、下げ幅縮小（10：30）。日経平均は22800円近傍で推移。

#### 【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。企業決算は堅調だった反面、米中通商交渉に対する不透明感もあって利益確定売り優勢。WT I原油は55.06ドル（▲0.48ドル）。
- ・前日のG10通貨はJPYが買われた以外に目立った動きはなかった。USD/JPYは米国株下落を横目に108前半へと水準を切り下げた。EUR/USDは1.11半ばで横ばい。

- 
- ・前日の米10年金利は1.691% (▲8.1bp) で引け。米中がそれぞれ長期的な貿易交渉で合意に至るのが難しいとの見解を示したことがきっかけ。欧州債市場（10年）はドイツ(▲0.407%、▲5.3bp)、フランス、イタリア、スペインが何れも金利低下。

---

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。