

Market Flash

発表日: 2020年1月10日(金)

日銀は現状維持へ(金融政策決定会合)

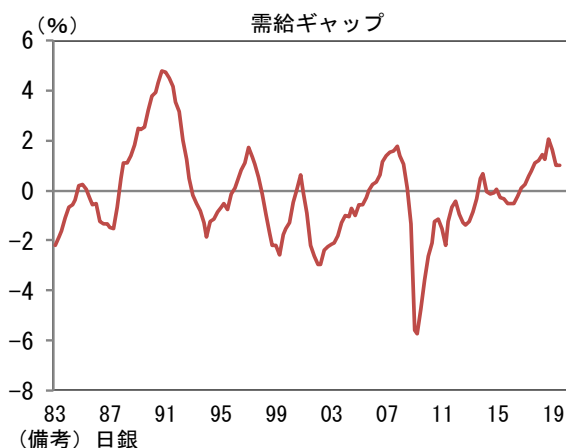
～需給ギャップに異常なし～

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24000近傍で推移しよう。
- ・USD/JPYは日米金融政策が様子見となる下、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は予防的利下げに続き、更なる利下げを検討するだろう。

< #需給ギャップ #物価上昇のモメンタム #損なわれる恐れ >

- ・1月21日の金融政策決定会合では金融政策の現状維持が決定される見込み。持久戦仕様に変更済みのフォワードガイダンスを含め、「金利」「量」「質」は何れも変更が見込まれない。以下、1月8日発表の需給ギャップの結果を踏まえ、論点を整理する。
- ・日銀が推計した2019年7-9月期の需給ギャップは+1.02%と前期比小幅低下。2018年10-12月期の+2.09%をピークに縮小が継続している。労働投入ギャップ(不足超度合い)が拡大した反面、資本投入ギャップ(不足超度合い)が縮小。日銀算出の需給ギャップは推計にあたってGDPを直接参照しないため、GDP成長率が鈍化していても、設備や労働需給に逼迫感が残る状況下ではプラス圏を保つ特徴がある。内閣府が算出するGDPギャップとは、そもそも別モノであると考えた方がよい。



- ・日銀は「物価上昇のモメンタムが損なわれる怖れに注意が必要」としてたうえで、必要ならば「躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」と繰り返している。日銀が言うところのモメンタムとは①日銀が算出する「需給ギャップ」と②各種サーベイや金利形成から逆算する「予想物価上昇

率」をもって計測される。そして、それが「損なわれる」とは、需給ギャップがマイナス転化したり、予想物価上昇率が下方トレンドに転じることである、とこれまでの情報発信から解釈できる。

- ・もともと、日銀も認めるように予想物価上昇率の測定は容易でない。各種サーベイによって方向感・水準感に相当なバラつきがあるほか、ヒストリカルデータの蓄積が十分でないという問題も抱える。たとえば、日銀短観で集計される企業の物価見通しの歴史は6年弱と短い¹。予想物価上昇率をリアルタイムかつ正確に計測することが困難である以上、それが「損なわれた」かどうかは当然把握できない。したがって、物価上昇のモメンタムの計測にあたっては専ら需給ギャップが参照されることになる。
- ・ここで結論を先取りすると、需給ギャップがプラス圏で推移している限り、日銀が政策変更の必要性を認めることはないと考えられる。通常の思考パターンでは「需給ギャップが拡大すれば、それに応じて物価上昇圧力が高まる」と平行な関係を想定（実際のデータはそうなっている）するため、需給ギャップが縮小すれば物価上昇のモメンタムも損なわれると考えるが、日銀はそう考えず「需給ギャップが長期にわたってプラス圏で推移する」ことを重視する。その間に物価上昇のマグマが溜まり、どこかの段階でそれが噴き出すことで加速度的に物価上昇圧力が高まるという主張である。したがって、需給ギャップが縮小したとしても、それがプラス圏を維持していれば「物価上昇のモメンタムは損なわれていない」と判断することができ、金融政策を現状維持とする論拠になる。

【株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株はUSD/JPY上昇を受け、米国株上昇に追随し続伸（11：00）。日経平均は23800円を回復。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は続伸。企業業績に対する期待が高まる下、地政学リスク低下を好感。WT I原油は59.56^{ドル}（▲0.05^{ドル}）。
- ・前日のG10通貨はUSDが広範な通貨に対して強含むなか、JPYが売られた。リスク回避姿勢が和らぐ下、USD/JPYは109半ばへと上昇。EUR/USDは1.11近傍へと水準を切り下げた。
- ・前日の米10年金利は1.855%（▲1.9bp）で引け。米国株上昇を横目に金利上昇となった後、30年債入札を通過すると金利低下。欧州債（10年）はドイツ（▲0.182%、+2.9bp）、フランス、イタリア、スペインが金利低下。

¹ 予想物価上昇率の測定とは直接関係ないが、日本銀行が消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を掲げていることを知っている割合は23.9%に留まる（11月9日発表の「生活意識に関するアンケート調査」より）。

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。