

# Market Flash

2020年11月16日(月)

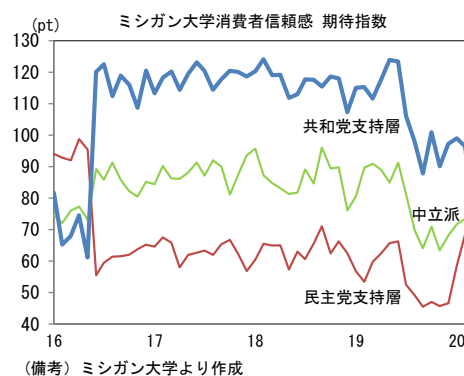
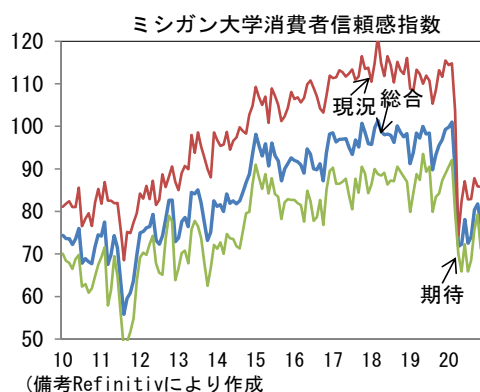
## ところで日銀はひっそりと必要な調整 特別付利という新薬

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査  
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL:03-5221-4523)

- ・日経平均は先行き12ヶ月24,000程度で推移するだろう。
- ・USD/JPYは先行き12ヶ月105程度で推移するだろう。
- ・日銀は現在のYCCを長期にわたって維持するだろう。
- ・FEDはゼロ金利下で資産購入を継続するだろう。

### < #特別付利#マイナス金利#撤回 or 長期化の布石? >

・前日の米国株は上昇。NYダウは+1.4%、S&P500は+1.4%、NASDAQは+1.0%で引け。米国内のコロナ感染者数の急増が嫌気されるなか、ワクチン開発に対する期待もあり買い優勢。VIXは23.1へと低下。社債市場はIG債（投資適格）、HY債（投機的格付）が共に堅調。経済指標は11月ミシガン大学消費者信頼感指数が77.0へと4.8pt低下。現況（85.9→85.8）は概ね横ばいも、期待（79.2→71.3）が大幅に低下。大統領選通過後も政策的混迷が続くことで、景気刺激策の導入遅延が懸念された模様。支持政党別にみると、民主党支持層、中立派にそれぞれ変化がない中で共和党支持層のみが大幅に悪化。選挙結果に対する失望が色濃く反映された形。なお2016年の大統領選通過後は共和党支持層と民主党支持層が真逆の動きを示したものの、全体としてみればマインドは改善していた。今回は議会のねじれもあってか新政権に対する期待が今一つ膨らんでいない印象。要人発言はトランプ大統領が「この政権がロックダウンを検討することはない」と発言。



- ・米金利カーブはベア・スティーブ化。2年は0.179%（+0.2bp）、10年は0.896%（+1.5bp）、30年は1.647%（+0.8bp）で引け。予想インフレ率（10年BEI）は1.728%（+

1.2bp) へと小幅上昇。為替 (G10通貨) はUSDが弱め。USD/JPYは104半ばへと水準を切り下げ、EUR/USDは1.18半ばへと上昇。コモディティはWTI原油が40.1ドル (▲1.0ドル) へと下落した反面、銅は6982.0ドル (+48.5ドル) へと上昇し、金も1886.2ドル (+12.9ドル) へと上昇した。安全資産「金」と景気の強さを反映する「銅」の相対価格 (銅/金) は上昇。

- ・日銀は11月10日に「地域金融強化のための特別当座預金制度 (以下、特別付利)」の導入を「通常会合」で決定。通常会合とは、原則として毎週2回開催され、金融政策との直接的関係が希薄な事項 (信用秩序の維持に資するための業務の実施、経費予算の作成、国会への報告書・業務概況書の作成、組織に関する重要事項) を決定する場である。したがって、今回のように「金利」が絡んでいる事項は年8回開催される「金融政策決定会合」において9名の政策委員 (総裁、副総裁2名、審議委員6名) によって決められるものであると筆者は理解していたが、日銀は金融政策に該当しないと判断した模様。この点は驚きであった。ただし、後述するように政策の方向性自体に違和感はない。
- ・今回の措置は、経費削減や合併検討によって経営効率化に取り組み、一定の条件を満たした地銀 (第二地銀を含む) に対して、日銀当座預金残高に+0.1%を付利するというもの。9月時点で地銀 (第二地銀を含む) が保有する日銀当座預金残高は68兆円。内訳は、プラス金利適用残高 (基礎残高) が19兆円、ゼロ金利適用残高 (マクロ加算残高) が49兆円、マイナス金利適用残高 (政策金利残高) が0.1兆円。特別付利の対象になるのはプラス金利残高とゼロ金利適用残高とされ、このうち新型コロナオペに基づく貸出に対応する日銀当座預金残高は、オペ利用に対するインセンティブとして0.1%の付利が与えられていることから対象外とされている。その分を控除すると、特別付利の対象となる日銀当座預金残額は50兆円前後であると思われる (新型コロナオペ導入前の2月時点の残高は約45兆円、この間の貸出増加を踏まえた数値)。現在の加重平均金利は0.02%程度である。
- ・やや極端な前提だが、仮に全ての地銀が対象になれば500億円程度のサポートになる見込み。2020年3月期における地銀102行の純利益合計額は7000億円弱であるから、相応のインパクトである。
- ・特別付利の創設が金融政策に与える示唆は、マイナス金利政策の長期化であろう。マイナス金利とYCCを巡っては、イールドカーブが極端にフラット化することで運用難に拍車がかかるといった副作用が指摘されており、既に (低金利が逆効果になる) リバーサルレートに抵触しているといった議論もある。そうした副作用に対処するためマイナス金利を解除する (すべき) といった声も聞かれる一方、フォワードガイダンスとの整合性や為替市場に対する影響を考慮すると、現実には難しい。付利を巡っては「補助金」との批判もあり、これまで実施されてこなかった経緯があるが、コロナ禍において中小企業の資金繰り需要が極度に高まり、金融仲介機能の重要性が高まっている現状、マイナス金利を撤回せずに副作用を和らげる策として導入されたと考えるのが自然だろう。現行の金融政策は当分の間、変化がないだろう。

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。

