

Market Flash

2020年8月26日(水)

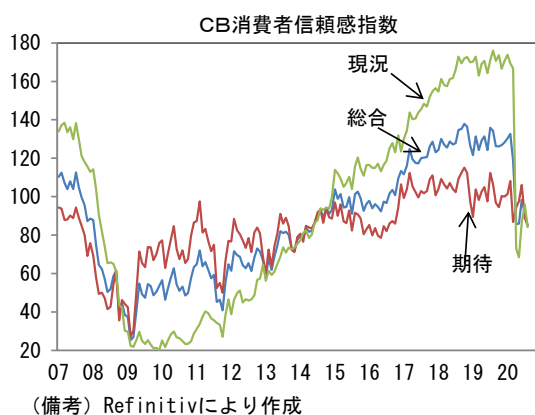
FEDはやはりFEDビュー ～バブル覚悟で突き進む～

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22,000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。

<#ジャクソンホール#FEDビュー#枠組み修正>

・前日の米国株はまちまち。NYダウは▲0.2%も、S&P500は+0.4%、NASDAQは+0.8%で引け。経済指標は強弱入り混じる結果も経済活動再開に対する期待から買い優勢。VIXは22.0へと小幅に低下。クレジット市場はIG債（投資適格）が軟調、HY債（投機的格付）が堅調。経済指標は**8月CB消費者信頼感指数**が84.8へと6.9pt低下しコロナ禍発生後の最低を記録。政策支援の息切れを背景に現況（95.9→84.2）が大幅に低下、期待（88.9→85.2）も軟化した。失業保険の上乗せ給付は8月から週あたり400ドルに減額され、システム対応が追い付かず支給が滞っている州もあるという。雇用判断は▲3.7へとマイナス転化。経済活動再開が進むなか、復職に取り残された求職者が相当数存在する模様。この尺度は雇用統計の有用な先行指標の一つであるから、やや不気味。他方、7月の**新築住宅販売件数**は前月比+13.9%、90.1万件と市場予想（78.6万件）を大幅に上回った。前年比では+36.3%と強く伸び、3-5月にかけての落ち込みを概ね取り戻した。他の住宅関連指標と同様、モーゲージ金利低下を追い風に人々が住宅購入意欲を高めている様子が窺える。



- ・米金利カーブはツイスト・スティープ。2年は0.149% (▲0.2bp)、10年は0.684% (+2.9bp)、30年は1.394% (+3.8bp) で引け。予想インフレ率 (10年BEI) は1.704% (+2.5bp) へと上昇した。為替 (G10通貨) はUSDとJPYが弱め。USD/JPYは106前半へと上昇、EUR/USDは1.18前半へと上昇。コモディティはWT I原油が43.35^{ドル} (+0.73^{ドル}) へと小幅上昇し、銅も6529.0^{ドル} (+13.0^{ドル}) へと上昇。他方、金は1911.8^{ドル} (▲15.9^{ドル}) へと下落。安全資産の「金」と景気の強さを反映する「銅」の相対価格 (銅/金) は上昇。
- ・8月27-28日のジャクソンホール会議 (オンライン) ではパウエルF R B議長の講演に注目。今年のテーマは「今後10年の進路：金融政策にとっての意義 (Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy)」。ほぼ全ての先進国中央銀行がゼロ金利制約に直面するなか、金融政策のあり方を再考する含意がある。そうした文脈でパウエル議長は今後数ヶ月以内 (早ければ9月F O M C) に示される金融政策の枠組み修正およびそれに付随するフォワードガイダンスについて何らかの言及をする見込み。
- ・金融政策の枠組み修正を巡っては、2%の物価目標はそのままに、その達成時期に幅を持たせる案が有力視されている。現在のように2%を「点」で捉えるのではなく複数の景気循環、すなわちオーバー・ザ・サイクルでその平均が概ね2%程度で推移するよう柔軟な政策運営を行うという方針である。
- ・こうした枠組みを前提にするならば、2018年までの利上げは実施されなかったことになる。リーマンショック以降、長期にわたるインフレ率2%の「未達期間」は、その次の物価上昇局面におけるインフレ率「上振れ期間」と相殺されていたはずだからだ。仮に利上げがなかった場合、インフレ率は3~4%になっていたかも知れない。そうであれば、オーバー・ザ・サイクルでみた平均的なインフレ率は2%へ近づき、結果的にそうした状況は中立金利の引き上げに繋がり、金融政策の幅を広げていた可能性がある。
- ・コロナ禍対応で金融政策のツールをほぼ使い尽くしたF E Dは、向こう数年の景気低迷とデフレ圧力を覚悟している。唯一採れる選択肢は、現在の超緩和的政策を長期にわたって継続する指針を示すことで、意図せぬ引き締め観測を封じ込めることである。それによって資産バブル発生のリスクが高まったとしても、景気回復を優先する姿勢だ。こうした姿勢はF E Dビュー (下記参照) そのものである。低金利の長期化、それに伴う (理論株価算出における) 割引率の低位安定は、現在のようなグロース株優位の相場場で特に株価押し上げ効果が強まる。
- ・なおF E Dビューとは以下のような定義が一般的である。「物価安定」の達成を目的とする金融政策の結果、資産価格が大幅な上昇を示したとしても、それを金融引き締めによって阻止する必要はないとの考え方。資産バブルは、①それが発生しているときに客観的な判定ができない、また②バブル退治のために金融引き締めを実施したとしてもそれによって資産価格の急騰が収まるかわからない、③引き締めの結果として生じる実体経済への悪影響が無視できない、という問題がある。またバブルを未然に防ぐことを重視する結果として、失業が発生するくらいならば、④バブルが崩壊してからその時々状況にあった対策を講じた方が全体として望ましい政策運営ができる、というもの。

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。