Market Flash

2020 年8月 28 日(金)

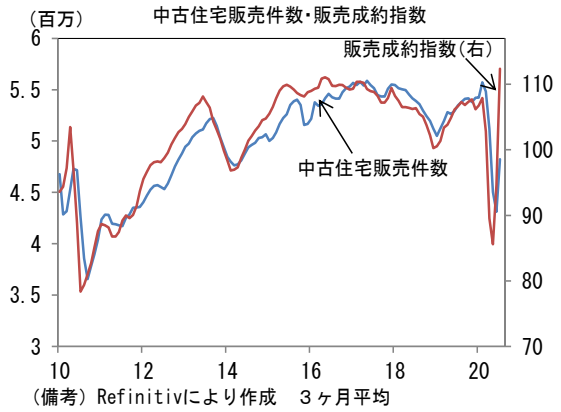
「平均」はその時々の空気次第
～アベレージ・インフレ・ターゲット～

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)

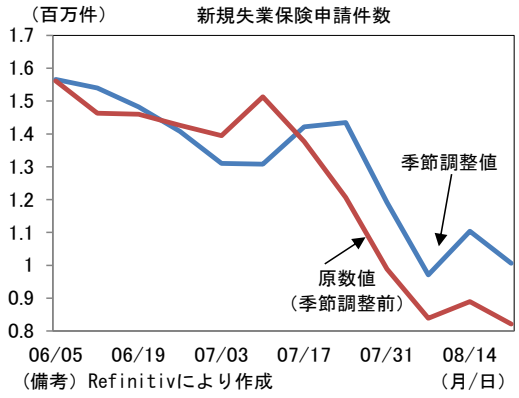
・日経平均は先行き 12 ヶ月 22,000 程度で推移するだろう。
・USD/JPY は先行き 12 ヶ月 105 程度で推移するだろう。
・日銀は現在の YCC を長期にわたって維持するだろう。
・FED はゼロ金利下で資産購入を継続するだろう。

＜＃アベレージ・インフレ・ターゲット＃枠組み修正＃フォワードガイダンス＞

・前日の米国株はまちまち。ＮＹダウは＋0.6%、S&P500は＋0.2%、ただしNASDAQは▲0.3%で引け。パウエル議長は予想通りインフレ率ターゲットを長期平均へと変更。大規模金融緩和が長期化するとの見方から買い優勢。ただし、10年金利は上昇。それを受けて大型テック株や半導体関連が下落。ＶＩＸは24.5へと上昇。クレジット市場はＩＧ債（投資適格）、ＨＹ債（投機的格付）が共に概ね横ばい。経済指標は<u>７月住宅販売成約指数</u>が前月比＋5.9%と大幅に増加し市場予想（＋2.0%）を上回った。前年比でも＋15.4%と強く、住宅購入意欲の強さを映し出した。この指標の（実際の）販売に対する先行性に鑑みると、中古住宅販売件数はコロナ禍発生以前の水準を超えて更に一段と増加する見込み。<u>新規失業保険申請件数</u>は100.6万件へと前週から10万件減少。原数値では82.2万件へと減少した。季節パターンに関係なく発生するコロナ関連失業が減少している模様。継続受給者数は145.4万人へと前週比減少。



(備考) Refinitivにより作成　３ヶ月平均



(備考) Refinitivにより作成

・米金利カーブはベア・スティープ。２年は0.158%（＋0.8bp）、10年は0.752%（＋6.4bp）、30年は1.510%（＋9.6bp）で引け。予想インフレ率（10年BEI）は1.749%（＋1.9bp）へと上昇し２%が視野に入る水準に。フォワードガイダンス強化に対する具体的言及がなかったことが背景とみられる。為替（G10通貨）はUSDの強さが中位程度。JPYが最弱。USD/JPYは106半ばへと上昇、EUR/USDは1.18前半で一進一退。コモディティはＷＴＩ原油が43.04ﾄﾞﾙ（▲0.35ﾄﾞﾙ）へと下落、銅は6621.0ﾄﾞﾙ（＋27.0ﾄﾞﾙ）へと上昇。他方、金は1921.6ﾄﾞﾙ（▲19.1ﾄﾞﾙ）へと低下。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。

・<u>ＦＥＤは新たな金融政策の枠組みを</u>発表した。オンラインのジャクソンホール会議でパウエル議長は「インフレ率は期間平均２%を目指す」としてアベレージ・インフレ・ターゲットを採用する方針を示した。これまでのようにインフレ目標２%をピンポイントで捉えるのではなく複数の循環、すなわちオーバー・ザ・サイクルでその平均が概ね２%程度となるよう幅を持たせる方針である。インフレ率２%の「未達」期間を、その次の物価上昇局面におけるインフレ率「上振れ」期間と相殺するイメージだ。それによって柔軟な政策運営を行う狙いがある。

・アベレージ・インフレ・ターゲットの採用は、ＦＲＢに課せられている責務「雇用最大化」「物価安定」のうち、雇用最大化に重点を置く政策と言える。労働市場が十分に回復する前にインフレ率が上昇してしまう等といった不整合を事前に取り払うことで長期に及ぶ金融緩和を正当化する含意がある。雇用は、一つのゴールとしてコロナ禍発生前の失業率4.5%が意識されよう。

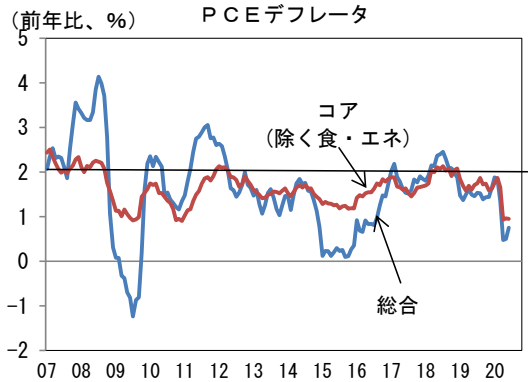
・金融市場参加者の関心事であるフォワードガイダンス強化については、アベレージ・インフレ・ターゲット戦略に整合的な内容になる見込み。インフレ率か失業率もしくはその両方にリンクさせた条件が満たされるまで政策金利を現在の水準で固定するといった内容になるだろう。

・ただし、その発表時期は９月ＦＯＭＣではない可能性もある。前回のＦＯＭＣ議事要旨でも言及されていたように、ＦＥＤは新たなフォワードガイダンスの導入を急いでいない模様。ボラタイルな経済指標が少し落ち着くまで発表時期を待つ可能性がある。

・今回の方針変更によって短期～中期金利はかなり強く抑制され、10年超の金利も強い下押し圧力がかかる。今後期待されるコロナ禍からの回復局面でインフレ率が２%を上振れて推移したとしても利上げ観測は封じ込められるから、当然、短期～中期金利は上がらない。もちろん長期金利はその時々の経済状況で上下するが、基本的には短期・中期ゾーン金利から大幅に乖離せず低位安定を維持するだろう。とはいえ、現在の日銀のようにＹＣＣによって政策的に長期金利を固定するわけではない。したがって、インフレ率が加速するなど出口戦略が意識される局面では長期金利の上昇圧力は高まる。仮に長期金利の上昇圧力が高まり、たとえば10年金利が１%超を試すようなことがあれば、ＦＥＤは国債買入れのデュレーション長期化や購入量拡大など長期ゾーンの支配力を強める政策を模索するだろう。

・なおパウエル議長の講演直後に長期金利は上昇したが、これはフォワードガイダンス強化や長期国債買入れのデュレーション長期化に関する具体的言及がなかったことが理由と思われる。一方で金融政策の枠組み修正に関しては９月ＦＯＭＣを待たずして詳細に言及しており、この点はかなりオープンだった。大きくみれば、市場参加者の予想対比でタカ派（長期の緩和コミットに消極的）だったわけではないだろう。

・最後に一点留意しておくべきは、アベレージ・インフレ・ターゲットは、その肝となる「平均」の概念が曖昧で、そして恐らく今後も具体化されないことである。たとえば平均の始点を2008年とすれば、大半の期間が「未達」期間であるから、仮に今後数年間のインフレ率が「上振れ」期間だったとすると、次回利上げは2030～40年頃といった極端な時期になる。現実的には「平均」の概念がその時々の状況で変化すると思われる。そうであれば、これまでと同様にドットチャート等が市場参加者の金利見通しに大きな影響を与えるのだろう。



（備考）Refinitivにより作成

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。