

Market Flash

2020年9月17日(木)

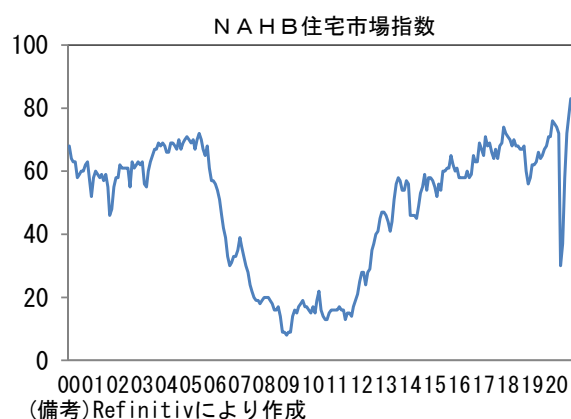
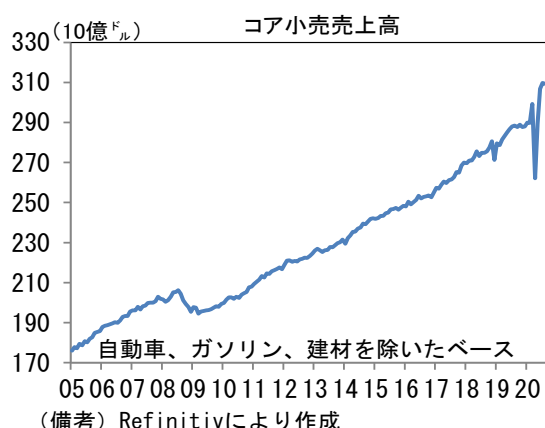
最後はドットチャート ～フォワードガイダンスは必ず「曖昧」が残る～

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。

<#FOMC#ドットチャート#初回利上げ>

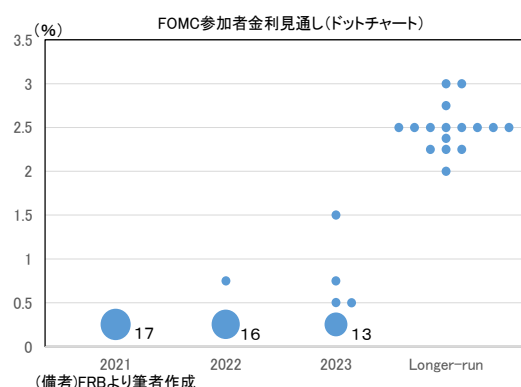
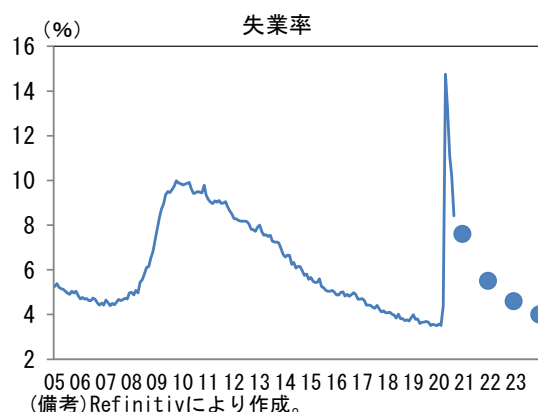
・前日の米国株はまちまち。NYダウは+0.1%、S&P500は▲0.5%、NASDAQは▲1.2%で引け。FOMC通過後に過度な緩和期待が修正され利益確定売りが膨らんだ。VIXは26.0へと小幅上昇。クレジット市場はIG債（投資適格）、HY債（投機的格付）が共に堅調。経済指標は8月米小売売上高が前月比+0.6%と市場予想（+1.0%）を下回り、前月分も+0.9%へと0.3%pt下方修正された。コア小売売上高は▲0.1%と4ヶ月ぶりにマイナス。前年比では+7.2%と高水準も一服感がみられる。単月の振れが大きく過去分の大幅修正も頻発するため基調判断には時間を要すが、8月入り後の失業保険の上乗せ給付減額が響いた可能性もあり要注意。住宅建設業者の景況感を示すNAHB住宅市場指数（9月）は83へと上昇して統計開始以来の最高を記録。大都市アパートの家賃下落が象徴するよう、人々は都市部から郊外へと移動しつつあり、それが新築市場の活況に結びついている格好。



・米金利カーブはベア・スティーブ。2年は0.137%（▲0.2bp）、10年は0.697%（+1.8bp）、30年は1.459%（+2.8bp）で引け。パウエル議長の会見を通過した後、ドットチャート上で2023年の利上げ計画を示す参加者が4名いたこと、フォワードガイダンスにやや曖昧な部分があったこ

と、国債買入のデュレーション長期化に対する言及がなかったことが材料視されたとみられる。予想インフレ率（10年BEI）は1.681%（+0.8bp）へと上昇した。為替（G10通貨）はUSDの強さが中位程度。JPYがやや強く、EURは弱め。USD/JPYは105を割れ、EUR/USDは1.18近傍へと水準を切り下げた。コモディティはWTI原油が40.2ドル（+1.9ドル）へと上昇し、銅も6777.0ドル（+15.5ドル）へと上昇。金も1962.0ドル（+4.0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）は概ね横ばい。

- **FOMC**のポイントは①政策金利は据え置き。8月27日に発表した新たな枠組み（アベレージインフレーションターゲット）の下で、それに整合する形で②フォワードガイダンスを強化（今回のFOMCにおける強化は筆者の予想外）。「労働市場が雇用最大化と一致する水準に到達し、インフレ率が2%に上昇し、2%をやや超える軌道にあると判断されるまで、現在のFF金利水準を維持する」とされた。また資産購入については③今後数ヵ月にわたって、現在のペースで保有残高を増やす方針が示された。④経済、政策金利見通しは以下のとおり。
- GDP成長率（4Q前年比）は2021年が+4.0%、2022年が+3.0%とコロナ禍前のトレンドを上回って推移した後、2023年は+2.5%に落ち着く見通し。物価（PCEコアデフレーター）は2020年に+1.5%で着地した後、2023年にかけて+2.0%を回復する想定。そうした下で失業率は2020年に7.6%で着地した後、2021年は5.5%、2022年は4.6%、2023年は4.0%へと低下する見通し。コロナ禍発生前の1月は3.5%であったから、見通し期間中に完全な回復は達成されないとの想定だろう。
- ドットチャートは2022年までほぼ全員がゼロ金利維持の計画。中立金利は6月から不変で2.5%。一方、今回新たに発表された2023年は中央値こそゼロ金利維持も4名の参加者は利上げ計画を示した。



- 見通し期間の終盤である2023年4Q時点の状況を整理すると、物価は2%まで伸びを高めるも2%を大きく超えるインフレにはならない、失業率は4.0%まで低下するもコロナ禍前の3.5%を回復するには至らず完全雇用とはならない、したがってゼロ金利据え置きが正当化される、といった具合である。
- 今回のFOMC結果に対して金利は上昇。フォワードガイダンスにやや曖昧な表現があったこと

や、国債買入れのデュレーション長期化がなく需給懸念が生じたとみられるが、やはり2023年の利上げ計画を示した4名の存在が大きかったのではないかと見られる。フォワードガイダンスが示すところの「雇用最大化」が何を意味するのか、インフレ率が2%を“やや”超えるとはどの程度なのか、特定の指標や具体的数値に言及がないなかで、4名の参加者が利上げを計画するならば、市場もそれを意識せざるを得ない。

- アベレージインフレターゲットとそれに整合するフォワードガイダンスを導入したとはいえ、FEDが送るシグナルとして最も明示的でインパクトが強いのは、これまでどおりドットチャートだろう。

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。

