

みずほマーケット・トピック(2015年8月10日)

2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて

先週7日の日銀金融政策決定会合では、かねてより注目されてきた2016年の会合日程が公表された。年8回に減らされる会合のうち、5回がFOMC後に設定された。事前に想定された通り、FRBの政策運営に対し「後の先」を取ることが意識された面は否めない。なお、ECB理事会と比較した場合、2016年の日銀会合は全てECBの後となる。要するに2016年の日銀は欧米中銀の出方を見計らってから政策の調整を行う立ち位置を確保したことになる。特に重要な日程としては1月、4月、7月、11月に設定された展望レポートのタイミング。追加緩和との絡みでは、本邦国政選挙の後であり「2016年度前半」のデッドライン直前となる7月が元より要注目されるほか、11月が唯一、「FOMC前の展望レポート」となることも注目。2016年は日米欧の三極において一段と為替相場を意識した金融政策運営の罅迫り合いが見られるか。

～米7月雇用統計は9月利上げの障害とならず～

注目された米7月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比+21.5万人と市場予想の中心(同+22.5万人)を下回ったものの、9月利上げの障害になる内容とも考えられず、ドル/円相場の値動きも限定的なものに止まった。裏を返せば「9月利上げを織り込んで124円程度」ということなのかもしれない。とはいえ、FF金利先物では9月利上げを見込んでいる向きは皆無に近く、実際に9月利上げに踏み切った時の金利市場の反応は要注意である。なにより、インフレ率が2%を下回る状況での利上げだけに、景気過熱感を抑制するための引き締めとは趣が異なる。このような利上げにより10～12月期の米経済指標がどういった影響を受けるかは不安を覚えざるを得ない。

～2016年の日銀会合日程決まる～

ところで先週7日の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定した。相場にとっては無風だったものの、かねてより注目されてきた2016年の会合日程が公表された(表)。日銀は6月会合において2016年以降の会合に関し、従来の年14回から年8回に減らす決定

2016年の日米欧金融政策決定会合

FRB	ECB	BOJ	
会合開催	会合開催	会合開催	経済・物価情勢の展望 (基本的見解)
1月26日・27日	1月21日	1月28日・29日	1月29日
3月15日・16日	3月10日	3月14日・15日	—
4月26日・27日	4月21日	4月27日・28日	4月28日
6月14日・15日	6月2日	6月15日・16日	—
7月26日・27日	7月21日	7月28日・29日	7月29日
9月20日・21日	9月8日	9月20日・21日	—
11月1日・2日	10月20日	10月31日・11月1日	11月1日
12月13日・14日	12月8日	12月19日・20日	—

(資料)FRB、ECB、日本銀行。色付きはFRBの後に日銀が会合を開くケース

を行ったが、その日程は示されない状態が続いていた(会合日程が閣議決定事項であることを踏まえれば、安保法案で揺れる政局なども影響したのかもしれない)。黒田日銀総裁は会合後の記者

会見で、会合日程は「国内統計などのスケジュールを踏まえて決めた」と述べているものの、年 8 回のうち、5 回が FOMC 後に設定されている。事前に想定された通り、FRB の政策運営に対し「後の先」を取ることが意識された面は否めない。なお、ECB 理事会も今年から年 8 回(従前は年 12 回)に減らし、FRB との平仄を取った格好になっているが、その ECB 理事会と比較した場合、2016 年の日銀会合は全て ECB の後となる。要するに 2016 年の日銀は欧米中銀の出方を見計らってから政策の調整を行う立ち位置を確保したことになる。

～「敵の出方」が殊更重要な 2016 年～

FRB 及び日銀の青写真通りに事態が進むとすれば、2016 年は、FRB が正常化プロセスの途上にある一方、日銀は「2016 年度前半」にはインフレ率が 2%に到達している構図が想定される。日銀においては、「量」の追求が技術的な壁に当たる懸念も強まるかもしれない。斯かる状況下、2016 年は日銀の tapering 観測が強まる筋合いにあるが、FRB が順調に利上げしていればそのような難しい決断のハードルも下がるだろう。裏を返せば、FRB の正常化プロセスが頓挫している場合、日銀は円高回避を念頭に、口が裂けても tapering の可能性などには言及できないだろう。FRB の政策運営の方向感が大きく変わろうとしている状況下、「敵の出方」を見てから動ける日程は日銀にとって明らかにメリットが大きい。為替動向が時の政権の生殺与奪を実質的に握ってしまう日本において、日銀会合の日程は軽視できるものではなく、8 回中 5 回が FOMC 後に設定されたのは賢明な判断と言える。

～重要な日程及び考えられる展開～

なお、特に重要な日程としては、やはり年 2 回から 4 回に増枠された「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」のタイミングとなる。具体的には 1 月 29 日、4 月 28 日、7 月 29 日、11 月 1 日がこれに相当する(前頁表)。但し、2016 年 7 月に参院選を控える以上、1 月や 4 月における追加緩和で円安を促進させることは避けたいだろう。とすれば、7 月、11 月が残る。追加緩和に至るためにはインフレ率の低下や急激な円高進行が必要と思われるが、「2016 年度前半」というデッドラインを踏まえた場合、国政選挙の直後であり、デッドライン直前となる 7 月にテコ入れが図られる展開は十分有り得る(だが、7 月時点で物価浮揚を試みることの「出遅れ感」は否めないが・・・)。なお、11 月に関しても大統領選挙を直前に控えた米国でドル高を忌避するムードが強くなっていけば、日銀は円高抑止を念頭に入れた対応を余儀なくされる可能性もあろう。特に、11 月の展望レポートは数少ない FOMC 前の会合であり、円高・株安を理由とする追加緩和が打たれそうなカレンダーとなっている。こうして見ると、「玉不足」を理由とする「量」から「金利」へのレジームチェンジ(要するにそれは付利引き下げ)を除けば、1 月や 4 月における追加緩和の可能性は低く、国政選挙を経た 7 月や 10 月の可能性が高そうである。

～tapering の可能性～

もちろん、その逆(引き締め)の展開もある。上述したように、日銀の予想する通り、2%到達が実現していた場合、当座の課題は tapering となる。だが、「2016 年度前半」という目標設定を踏まえれば、9 月末までは引き締めの調整を躊躇する言い訳は立つ。とすれば、tapering を意識した情報発

信があるとしても、それは最速 10 月ではないか。もちろん、そのためには FRB の正常化プロセスが順当に進んでいることが必要条件であり、その上で大統領選を控えた米国が「ドル高に対して文句を言わない」という状況が必要になる。相応に難易度の高い想定と言えるだろう。

それよりも 2016 年上半期中に FRB の正常化路線が頓挫し、ドル高圧力が後退、2017 年 4 月の消費増税が視野に入らる中で量的・質的金融緩和 (QQE) を継続する可能性の方が蓋然性が高そうに思える。毎月の『中期為替相場見通し』で述べているように、2016 年のドル/円相場の方向感に関しては、FRB の正常化路線が頓挫することによる円安相場が反転する可能性を見込むが、QQE が継続される故に、その反転度合いも極端な動きにはならないと予想している。為替相場の水準が物価動向等のファンダメンタルズを反映すると考える黒田総裁は 2014 年 10 月 31 日以前の水準となる 110 円割れの円高・ドル安は、デフレマインドの回帰と捉え、看過しないはずである。

～改めて確認する「金融政策の通貨政策化」～

それにしても、本欄では繰り返し言及してきた論点ではあるが、FRB の動きに対し「後の先」を取るスタンスを追求することは「金融政策の通貨政策化」を強めることにも等しい。上述したように、政治・経済・社会のあらゆる側面が為替相場動向に一喜一憂する日本においては、円相場の水準感が時の体制転換へと直結しかねず、FRB の一挙手一投足を睨むことは致し方ない。だが結局のところ、それは対ドルでの為替相場を安定させるために金融政策を割り当てているわけで、その意味で固定為替相場制の通貨当局のような立ち回りを彷彿とさせる。

拙著『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』では近年の ECB も、デイスインフレ懸念が強まる状況において、露骨なユーロ安誘導を行っており、「金融政策の通貨政策化」という日本化症状が進行していると述べたが、実際に日銀よりも早く FRB の会合日程と合わせるような理事会運営へ修正した。また、当の FRB 自身も今後、正常化路線を歩むにあたっては「ドル高に耐えられるか」が論点に浮上しつつあり、2016 年は日米欧の三極において一段と為替相場を意識した金融政策運営の罅迫り合いが見られる可能性もある。

以上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費 & 在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPPの残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3月雇用統計～6月利上げの芽は潰れたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株値の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版