

みずほマーケット・トピック(2016年7月21日)

日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)

来週 29 日の日銀金融政策決定会合に関し、プレビューを行っておきたい。市場の大勢は追加緩和を見込んでいる模様だが、今回は現状維持を予想。もちろん、直前の市況を見るまで分からないというのが本音に近く、「明日が決定会合ならば」という仮定で考えざるを得ない。現状維持を予想する主な理由としては①英国の EU 離脱(Brexit)を受けて進んだ円高・株安は全て取り返していること、②「展望レポート」の下方修正が限定的なものに止まりそうなこと、③追加緩和しても円高・株安の流れが止められそうにないことの 3 つ。Brexit 後の市況悪化は全て取り戻しており、今、少ないカードを切るほど切迫したムードは感じられない。緊急性がない相場環境で一手打つほど、日銀に残されたカードは多くないだろう。また、追加緩和の大義としては「展望レポート」の悪化が必要だが、大型経済対策や消費増税先送りを加味した場合、4 月からの下方修正は限定的になる可能性もある。「建前」が用意できないならば、追加緩和も難しい。客観的に見ても「現状維持で乗り切れる時には現状維持を決め込む」というのが無難な選択肢に思われる。

～大勢に反し現状維持を予想～

来週 29 日の日銀金融政策決定会合に関し、プレビューを行っておきたい。市場参加者の大勢は追加緩和を見込んでいる模様であり、非常に悩ましいところだが、今回は現状維持を予想する。もちろん、半ば株・為替を睨みつつの政策運営が常態化している状況を踏まえれば、直前の市況を見なければ何とも言えないというのが本音である。ゆえに、「明日が決定会合ならば」という仮定で考えざるを得ない。現状維持を予想する主な理由としては①英国の EU 離脱(Brexit)を受けて進んだ円高・株安は全て取り返していること、②「展望レポート」の下方修正が限定的なものに止まりそうなこと、③追加緩和しても円高・株安の流れが止められそうにないこと、の 3 つを考えておきたい。

まず、①に関しては、多くの説明を要しないだろう。洋の東西を問わず、金融政策運営は市況の流れに最も影響を受けやすい。ドル/円相場にしても、日経平均株価にしても、Brexit 後の最高値圏で推移しており、悲観視するような状況にあるとは言えない。既にドル/円相場が 107 円台、日経平均株価が 17000 円台目前まで回復している。また、米 6 月雇用統計を筆頭として直近の米経済指標が概ね良好であることを踏まえれば、日銀会合直前に公表されることになる FOMC 声明文はタカ派寄りの内容になるのではないかとすれば、円安・ドル高地合いの下で 7 月 29 日を迎えることができる可能性は高く、追加緩和を求められるような環境にはならないように思われる。緊急性がない相場環境で一手打つほど、日銀に残されたカードは多くない。

～緩和の「建前」が準備できない可能性～

もちろん、表立って円高・株安だから追加緩和に踏み切ったなどと主張されることはない。それがあくまで「本音」であったとしても、「建前」としては、あくまで基本シナリオの下振れとそれに対応する

ための追加緩和という構図が必要である。この点、今年から四半期に1回(年4回)公表されるようになった「展望レポート」の下方修正が追加緩和の大義になる。円高やBrexitを受けた世界経済の下振れを踏まえれば、実質GDP成長率の下方修正は必至である。しかし、過去3か月間において、政府・与党が参院選で大勝し、大型補正予算(20兆円との報道あり)が組まれることが表明され、2017年4月に予定されていた消費増税も先送りされた。これらは4月の「展望レポート」では織り込まれていないため、今回の経済・物価見通しの下方修正を抑制する効果をもたらすはずである。今年の消費者物価指数(CPI)に関してもせいぜい▲0.1～▲0.2%ポイントの下方修正に止まる可能性があり、追加緩和に踏み込むほどの「建前」が用意できないのではないか。

～カードの浪費は避ける～

また、本欄では繰り返し述べているように、そもそも基軸通貨を司る米国においては、その通貨・金融政策が現状以上のドル高を容認するようには見えない情勢にある。変動相場制に移行した1973年以降の歴史を振り返っても、FRBが連続的に利上げしていない環境や米財務省がドル高を許容しない環境で基調的な円安が根付くのは困難である。為替市場参加者にとって「基軸通貨の意向は絶対」という事実は半ば常識であり、それは日銀にとって「釈迦に説法」とでも言うべきものだろう。達観すれば、円高を止めたいという思いから追加緩和を行っても、基本的にそれが徒労に終わる可能性は高い。もちろん、自国通貨の守護者たる中央銀行をして「やっても無駄だからやらない」などとは言えない。ゆえに、誰の目からみても相場が混乱しており、パニック状態(急激な円高・株安)にあるような時には、効果が持続的ではないと分かっているながらも政策対応に踏み切るだろう。しかし、結局カードの浪費になると分かっているならば、限られた力は温存したいというのが自然な発想である。上述したように、現状の相場環境に緊急性があるとは言えない。

～円高局面、まだ先は長い～

もちろん、現状維持となれば一気に100円付近まで円高が進む可能性があり、株も連れ安となるだろう。しかし、そもそも100～105円は購買力平価(PPP)で示唆される無理のないゾーンである。仮に、カードを温存しても、106～107円というドル/円相場の水準ならば一足飛びに99円台まで突入することもないという打算も有り得る(だからこそ会合直前に「糊代」をどれほど確保しているかが重要になるのである)。今会合はBrexitという「悲観の極み」とでも言うべき深い「谷」から浮揚してくるタイミングで開催されるため、前向きなムードで本番を迎えることができそうである。現行政策が民間部門のみならず、政府部門からも懸念を示される状況を踏まえれば、「現状維持で乗り切れる時には現状維持を決め込む」というのが無難な選択肢に思われる。これまでの経験則を踏まえれば、今次円高局面はまだ先が長そうである。今回一手を繰り出さなくとも、いずれ来る追加緩和のタイミングに向け静観するのが合理的ではないか。

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-bank.co.jp/forex/egon.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年7月20日	明らかに開始したBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「本」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦観が濃くなった米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見直し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか?～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック: ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見直しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなくなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は…～ 週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分) 「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか? 3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月25日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≠ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデフレーションとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇気
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか?～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見直しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版プラザ合意へ纏る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≠「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円高の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由