

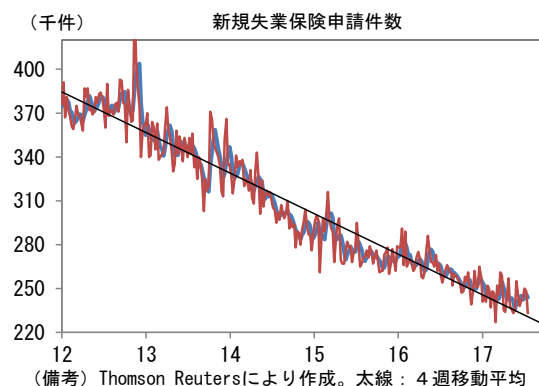
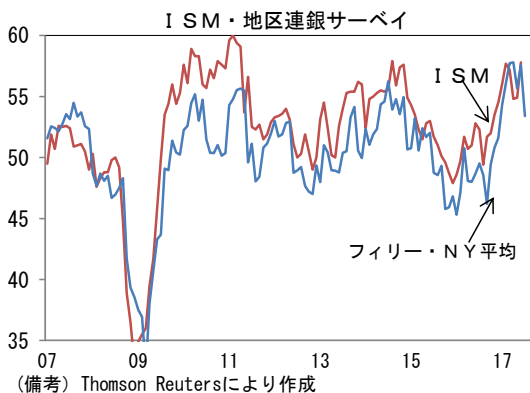
日銀会合は無風 E C B理事会は三者三様 F O M Cは微風？

2017年7月21日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 7月E C B理事会は金融政策の現状維持を維持を決定。主要政策金利は据え置かれ、資産購入プログラムも現状維持となった。フォワードガイダンスも変更されず、「見通しが悪化、もしくは金融環境がインフレ軌道の持続的な調整に向けた一段の進展と整合しない状況になれば、理事会はプログラムの規模、期間を拡大する用意がある」という文言も維持された。もっとも質疑応答のやり取りでは、「われわれはフォワードガイダンスに変更を加えない、また将来の変更について協議する時期を決めないことで全員が同意した。言い換えれば、単に議論は秋に行われるべきだとした」（下線は筆者）と述べ、9月理事会（以降）におけるテーパリング宣言を示唆。9月理事会はスタッフの経済見通しが更新されるタイミング。従来と同様のパターンであれば、重要な政策決定はそのタイミングで行われる可能性が高いが、敢えて「秋」としたことを踏まえると、10月や12月にずれ込む可能性は排除できない。
- ・ 7月フィラデルフィア連銀製造業景況指数は+19.5と6月から4.5pt低下。内訳は新規受注（+25.9→+2.1）、出荷（+28.5→+12.2）が大幅に低下。I S M換算では53.3へと5.7pt急落。フィリー指数とN Y連銀指数をI S M換算して合成した数値は、I S M製造業景況指数が7月に54.8へと低下することを示唆している（6月のI S M指数は57.8）。
- ・ 米新規失業保険申請件数は23.3万件と前週から1.5万件減少。市場予想（24.5万件）より遥かに強い結果となった。4週移動平均は24.4万件へと0.2万件減少し、前年比（52週前比）の減少率も2桁に迫った。雇用統計N F Pがここへ来て再加速している可能性を示唆。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・ 前日の米国株は横ばい。E C B理事会、米企業決算、米指標がそれぞれ強弱入り混じる内容で売り買い交錯。W T I原油は46.79ドル（▲0.33ドル）で引け。
- ・ 前日のG10通貨はE C B理事会通過後、EURを筆頭に欧州通貨の強さが目立った。一方、JPYは日銀金融政策決定会合前後も大きな動きはなく、USD/JPYは112を中心に上下し、一日を通してみれば横ばいだった。

- ・前日の米10年金利は2.259% (▲1.1bp) で引け。米国株が横ばいとなるなかで、欧州債ラリーに追随。欧州債市場 (10年) はドイツ (0.530%、▲1.2bp) が小幅に金利低下となりフランス、イタリア、スペインが追随。対独スプレッドはイタリア、スペインで大幅にタイトニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株が動意に乏しい展開となったことから動意に乏しい展開となっている (10:15)。

< #ECB理事会は三者三様 #FOMC #サプライズの可能性低い >

- ・昨日のECB理事会に対する反応は「EUR買い・欧州債ラリー・欧州株横ばい」。①為替市場では「タカ派」、②債券市場では「ハト派」、③株式市場では「中立的」という、まさに三者三様の受け止め方であった。金利先物が織り込む利上げ確率は2018年6月理事会が、19日の54.5%から20日は40.8%へと低下し、18年9月理事会のそれも低下した (60.7%→53.3%)。このように市場によって受け止め方に違いはあったものの、総じてみれば中立的な印象であった。
- ・海外では来週26日に7月FOMCが開催される。大方の予想は金融政策の現状維持だが、一部の市場関係者はバランスシート縮小開始の決定を予想している。バランスシート縮小に関しては、開始時期以外の全容が既に発表されているため、追加的なマーケットインパクトはさほど大きくないと思われるが、それでも7月FOMCで開始の決定が発表されれば、サプライズだろう。ただし、①最近の物価指標が一段と下振れていること、②市場の織り込みが不十分で金融市場の無用な混乱を招く恐れがあることを踏まえると、やはりその可能性は低い。筆者は9月FOMCにバランスシート縮小開始 (の決定)、12月に追加利上げ (3回目) という予想を維持する。
- ・ただ、7月FOMCで新たなメッセージが何も出てこないと考えるのは早計。FEDとしては金融市場が落ち着いている限り、市場参加者に将来の引締めを織り込ませたいだろう。7月FOMCで想定されるメッセージはバランスシート縮小開始の時期に関する表現変更。現在のところ「年内 (this year)」と明示されているものを「早期」や「今後数ヶ月」或いは一歩踏み込んで「next meeting (=9月)」といった具合に書き換えることが考えられる。
- ・仮にそうなれば、米債市場を中心に引締めポジションが構築される可能性はある。すなわち米金利上昇、USD高が想定されるが、USD/JPYに関しては投資家のリスク許容度が持ち堪えられるかが重要となり、強弱区々の展開が予想される。FEDの引締めそのものは理論上、USD/JPY上昇要因であるものの、実際の為替がそのような教科書通りの動きとなるかは、その時々の織り込み度合いや投資家センチメントに左右される。現状では、仮に上記要因でUSD/JPYが上昇したとしても持続性に欠ける可能性が高いと判断する。以上を踏まえ、筆者はUSD/JPYの先行き12ヶ月予想を113で据え置く。