

日米金融政策発表後の円高と株安

4月最終週に、日米中央銀行はいずれも政策の変更を行なわなかった。FRB（米連邦準備制度理事会）は予想通り利上げを行わず、日銀は市場の予想に反して追加緩和を見送った。さらに、その後に発表された米国GDP（国内総生産）成長率が市場予想を下回った。このような環境下、円高と株安が進んだ。

4月27日のFOMC（米連邦公開市場委員会）では市場の予想通り金融政策の変更はなかったが、前回3月の声明にあった「世界経済と金融動向は引き続きリスクをもたらす」といった文言が削除され、世界の景気回復に若干強気の姿勢を示したことから、6月利上げの可能性を残す形となった。すでに15年12月に利上げを行なったFRBは、雇用と賃金の順調な回復を背景に、引き続き慎重ながらも利上げ姿勢を続けるだろう。こちらに驚きはなかった。

一夜明けて4月28日、日銀金融政策決定会合では、政策効果の浸透度合いを見極めることが適当と判断し、金融政策を現状維持とした。市場の反応は、4月22日に“金融機関への貸し出しにもマイナス金利を検討”との一部報道をきっかけとした追加緩和期待から円安・株高となっていただけに、追加緩和が見送られると一気に円高・株安となった。記者会見では「金融機関へのマイナス金利の貸し出しは検討もしていないし議論もしていない」とコメントしている。

金融政策発表と同時に公表された4月の「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、日銀の政策委員会メンバーによる見通しが下方修正された。実質GDP（国内総生産）見通しの中央値は、前回1月の展望レポートと比較して、2016年度が+1.5%から+1.2%に、2017年度が+0.3%から+0.1%に下方修正された。消費者物価指数（除く生鮮食品）見通しの中央値は、2016年度が+0.8%から+0.5%に下方修正、2017年度が消費税率引き上げの影響を除くベースで+1.8%から+1.7%に下方修正された。結果として、物価目標2%の達成時期は「2017年度前半」から「2017年度中」に先送りされた。それにも関わらず政策変更が行なわれなかったことが驚きだった。

為替市場で4月28日に円相場が1米ドル110円程度から108円台に上昇したことは、市場が日銀の追加緩和を予想していたが、それがかなわなかったことを示している。日銀が、1月の追加緩和の影響を確認するために時間が必要であると考えて政策変更しなかったことに不自然さはないが、市場との対話を重視するべきとの観点でみると良いとは考えづらい。なぜなら、インフレ目標政策において、期待に働きかけることは極めて重要なことであり、その波及経路の代表が金融市場による政策への反応であるからだ。また、ひとたび市場の期待と異なる政策決定を行なえば、市場参加者の予測する力が低下し、期待が実体を動かすという政策の方法がうまく機能しなくなる恐れが強まる。日銀は市場のために働く必要はないが、市場を通じて政策効果を高めようとするのであれば、前もって期待をコントロールすることが重要だ。

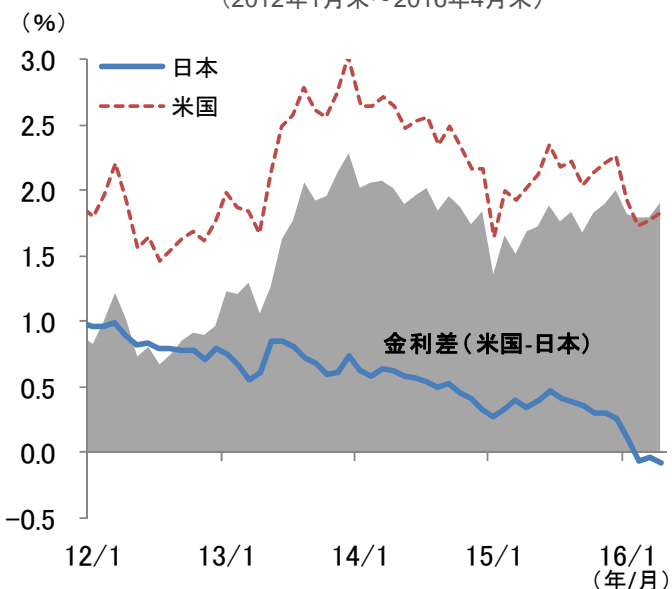
■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産は為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

次に、4月29日に示された米国GDP成長率（16年第1四半期、前期比年率0.5%増）が市場予想（同0.7%増）を下回ったことが、円相場を1米ドル106円台に押し上げた。これも市場の関心が米国の消費を中心とする“景気回復の確認”にあることで説明できる。米国の景気回復が利上げと米ドル高を正当化するが、逆に米国の景気回復への遅れが懸念される事態となれば、利上げが遠のき米ドル高も遠のく。米国では雇用と賃金の回復傾向が明らかになり、今回のGDP成長率でもPCE（個人消費支出）物価指数が改善傾向にあることから、早晚、消費とインフレ傾向が強まると予想される。しかし、市場は思いのほか弱い経済指標がいったん発表されると、市場参加者の自信の回復のために良い経済指標が発表されることを待つ時間が必要となる。なお、同日に米国財務省が公表した為替報告書において、日本を含む5カ国・地域を監視リストに指定したことで、日本の円売り介入をけん制したことも米ドル安（円高）要因となった。

さて、これからの関心事は、日銀の追加緩和がさらに必要となるのか、米国の消費拡大が確かになり利上げが継続されるのか、ということになる。FRBのコメントを見ると、米国が6月に利上げできる可能性はある。今後、雇用と賃金の改善が継続されて消費拡大の兆しが見えたときFRBが判断すれば、利上げは正当化される。米国の消費拡大は、日本や欧州からの輸出数量を増やすことになり、結果として日本や欧州、中国などで在庫が減少して生産が増加し、設備投資や雇用拡大が世界に広がることになる。米国では賃金上昇で消費拡大しても、コスト高や米ドル高で企業収益の拡大が一服する可能性はあるものの、他の地域では企業収益と消費がそれほど時間差もなく拡大する局面になろう。日本や欧州ではしばらくデフレ懸念が残るため、利上げがすぐには始まらないとみる。米ドル高が維持されることになれば、日本や欧州の緩和資金が米国の長期債の買い手となり、米国の長期金利が急に上昇しない理由になるだろう。17年3月末時点の当社予想である、緩やかな米ドル高（120円）、株高（日経平均株価20,000円）、長期金利の安定（日本10年国債利回り0%）に変更はない。

チーフ・ストラテジスト
神山直樹

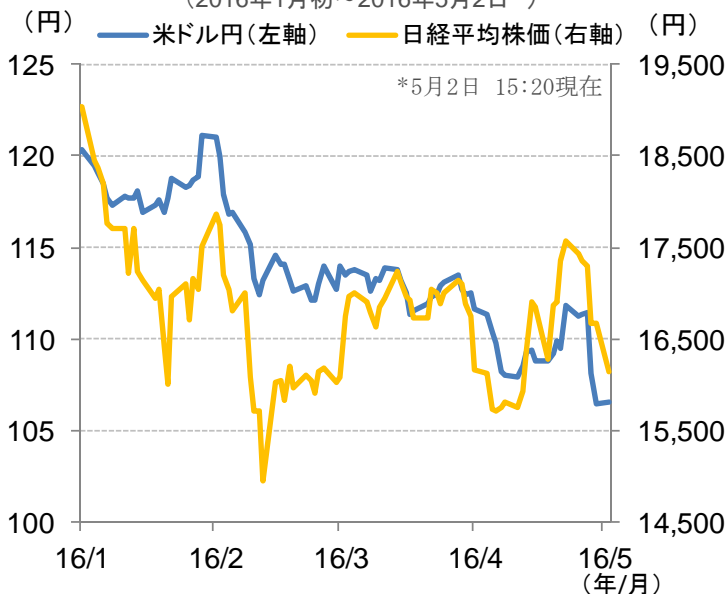
日本と米国の10年国債利回りの推移
(2012年1月末～2016年4月末)



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

※上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

米ドル円と日経平均株価の推移
(2016年1月初～2016年5月2日*)



■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。