

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は9月の月例経済報告で、景気の基調判断を、「このところ弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている」と、6か月連続で据え置いた。主要個別項目の判断をみると、個人消費を、前月の「消費者マインドに足踏みがみられるなか、おおむね横ばいとなっている」から、今月は「総じてみれば底堅い動きとなっている」とし、16か月振りに上方修正した。また、住宅建設は「持ち直しの動きがみられる」から「持ち直している」に、業況判断は「慎重さが増している」から「慎重さがみられる」に、それぞれ引き上げた。一方、設備投資については、「持ち直しの動きがみられる」から「持ち直しの動きに足踏みがみられる」と、10か月振りに判断を引き下げた。先行きの判断については、「熊本地震の経済に与える影響に十分留意する必要がある」とのリスク要因を削除した。
- 日本銀行は9月20、21日の金融政策決定会合後に公表した「経済・物価の現状と見通し」で、景気の現状判断について、7月の会合で示した「新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている」を維持した。個別項目では、住宅投資を「再び持ち直している」から「持ち直しを続けている」とした。
- 総務省が発表した8月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は、前年同月比 $\Delta 0.5\%$ （7月同 $\Delta 0.5\%$ ）と6か月連続でマイナスとなった。また、消費者物価の総合も同 $\Delta 0.5\%$ （7月同 $\Delta 0.4\%$ ）とマイナスが続いている。ガソリン、電気代、都市ガス代の下落が続いているが、下落幅が縮小し、押上げに寄与した。一方、生鮮食品を除く食料や宿泊料などの下落幅が拡大して押下げ方向に寄与した。物価の基調をみるうえで参考となる食料（除く酒類）とエネルギーを除くいわゆる米国型のコアCPIは前年同月比 $+0.2\%$ （7月同 $+0.3\%$ ）と伸びが引き続き鈍化している。また、日銀が発表した消費者物価の基調的な変動を示す8月の生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースは前年比 $+0.4\%$ （7月同 $+0.5\%$ ）と伸びが一段と鈍化している。
- 日銀が10月3日に発表した短観（9月調査）では、底堅さも窺われるが、総じてみれば、景気の足踏み状態が続いていることを反映する内容となった。業況判断DIをみると、大企業・製造業では「+6」と3期連続で同じ水準となった。熊本地震などからの生産再開により持ち直した業種がみられる一方、円高や海外需要の弱さなどが重石となって悪化する業種もみられ、全体として横這いに止まった。大企業・非製造業では「+18」で $\Delta 1$ ポイントと、消費の弱さなどを背景に、三四半期連続の悪化となった。一方、中小企業では、製造業が「 $\Delta 3$ 」で $+2$ ポイント、また、非製造業が「+1」で $+1$ ポイントの改善がみられた。先行きについては、

大企業・製造業が変わらないとの判断を示した一方、大企業・非製造業、中小企業の製造業、非製造業とも悪化を見込んでおり、国内経済に足踏み感がみられていること等から慎重な見方となっている。

そうした中、2016年度の経常利益の計画をみると、大企業の製造業（前年度比 $\Delta 14.6\%$ ＜修正率 $\Delta 3.3\%$ ＞）、非製造業（同 $\Delta 4.2\%$ ＜同 $\Delta 0.8\%$ ＞）と、前回に比べさらに下振れるとの見通しとなっており、慎重な見方が強まっている。2016年度の設備投資計画をみると、大企業・製造業では同 $+12.6\%$ （2015年度実績 $+8.4\%$ ）と前向きな計画を維持している。大企業・非製造業では前年度比 $+2.9\%$ （2015年度実績 $+1.0\%$ ）と横ばい圏内の計画に止まっている。この結果、大企業・全産業では同 $+6.3\%$ となり、前年度（2015年度実績 $+3.4\%$ ）の伸びを上回る計画となっており、設備投資マインドは底堅いとみられている。ただ、修正の度合いは抑制的となっており、企業の慎重な姿勢がここに窺われている。

短観による「企業の物価見通し」の調査では、物価全般（消費者物価指数をイメージ）の前年比の見通しについて、全規模・全産業平均で「1年後 $+0.6\%$ （前回 $+0.7\%$ ）」、「3年後 $+1.0\%$ （同 $+1.1\%$ ）」、「5年後 $+1.0\%$ （同 $+1.1\%$ ）」と、今回調査でも企業のインフレ予想は低下傾向にある。

2. 金融政策

- 日銀は、9月20、21日に開催した金融政策決定会合で、「量的・質的金融緩和」および「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向と政策効果について総括的な検証を行った。

これらを踏まえ、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、これまでの金融緩和を強化するための新しい枠組みとして、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。

その主な内容は、第1に、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、第2に、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」である。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）のため、金融市場調節方針として、短期金利については日本銀行当座預金のうち政策金利残高に $\Delta 0.1\%$ のマイナス金利を適用し、長期金利については、10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。また、長短金利操作を円滑に行うため、日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）、固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を10年に延長（現在は1年）する新しいオペレーション手段を導入する。

オーバーシュート型コミットメントについては、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースの残高は、上記イールドカーブ・コントロールのもとで短期

的には変動しうるが、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。

こうした政策手段を新たに導入することにより、追加緩和手段としては、①短期政策金利の引き下げ、②長期金利操作目標の引き下げ、③資産買入れの拡大、また、状況に応じて、④マネタリーベース拡大ペースの加速を手段とすることもあった。

○ 「量的・質的金融緩和」導入後の3年間の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証については、以下の通りの見解が示された。

「量的・質的金融緩和」は、予想物価上昇率の押し上げと名目金利の押し下げにより、実質金利を低下させた結果、デフレではなくなった。

しかしながら、2%の「物価安定の目標」は実現できていない。その点については、外的な要因が発生し、実際の物価上昇率が低下したこと、その中で、予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたことが主な要因と考えられる。

2%の「物価安定の目標」を実現するためには、予想物価上昇率をさらに引き上げる必要があるが、時間がかかる可能性などに留意する必要があるだけに、フォワード・ルッキングな期待形成の役割が重要である。

マネタリーベースの拡大は、「物価安定の目標」に対するコミットメントや国債買入れとあわせて、予想物価上昇率の押し上げに寄与した。一方、マネタリーベースと予想物価上昇率は、短期的というよりも、長期的な関係を持つため、マネタリーベースの長期的な増加へのコミットメントが重要である。

マイナス金利の導入は、国債買入れとの組み合わせにより、短期金利のみならず長期金利も大きく押し下げた。中央銀行がイールドカーブ全般に影響を与えるうえで、この組み合わせが有効であることが明らかになった。もっとも、貸出金利の低下は金融機関の利鞘を縮小させることで実現しているため、さらなる金利低下に伴う貸出金利への波及については、金融機関の貸出運営方針にも依存する。

イールドカーブの形状に応じた経済・物価への効果や金融面への影響については、①経済への影響は、短中期ゾーンの効果が相対的に大きい、②ただし、マイナス金利を含む現在の金融緩和のもとで、超長期社債の発行など企業金融面の新しい動きが生じており、こうした関係は変化する可能性がある、③イールドカーブの過度な低下、フラット化は、広い意味での金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある。

こうした検証の結果、示唆される政策の方向性は以下の通りとなる。

2%の「物価安定の目標」を実現するためには、予想物価上昇率をさらに引き上げる必要がある。その際、フォワード・ルッキングな期待形成を強める手段を導入する必要がある。また、より持続性があり、状況に応じて柔軟に対応できるスキームとする必要がある。

マネタリーベースについては、長期的な増加にコミットすることが重要である。

マイナス金利と国債買入れを適切に組み合わせることにより、イールドカーブ全般に影響を与えることができる。

イールドカーブの適切な形成を促すには、①貸出・社債金利への波及、②経済への影響、③金融機能への影響など、経済・物価・金融情勢を踏まえて判断することが適当である。

3. 短期金利の動向

(1) インターバンク市場

- コール市場をみると、無担保コールでは、月初は、政策決定会合や四半期末などの要因で調達を控えていた先からの調達が集中したことで、無担保コール0/N加重平均レートは上昇し、7日には $\Delta 0.018\%$ と、4月15日($\Delta 0.01\%$)以来の水準となった。出合いのレンジは $\Delta 0.06\% \sim \Delta 0.005\%$ と幅広い。

(2) オープン市場

- レポ市場では、10月に入ってからまとまった資金調達がみられており、 $\Delta 0.09\% \sim \Delta 0.07\%$ 程度での出合いとなっている。業者の売り物が多く、各種買入オペがオファーされてもさほどレートは低下していない。
- 短国市場では、品薄感が強く、堅調な地合いが続いているものの、海外勢の買い意欲が後退してきたとみられ、直近の3M物の入札では市場予想より若干軟調な結果となった。7日の短国買入オペのオファー額30,000億円に対して、応札額は64,158億円と売却ニーズが高まっており、直近では業者の在庫が増加しているようである。
- CP市場では、9月末の発行残高は12兆9,840億円と、有利子負債削減の動きがみられたことで、前月比では大幅に減少した(2016年8月末14兆7,584億円<2015年9月末14兆7,310億円>)。月初のCP等買入オペは按分レートが $\Delta 0.001\%$ まで上昇し、引き続きディーラー等の強い売却意欲が示された。発行レートは概ね0%となっている。

4. 今後の見通し等

- ユーロ圏経済をみると、13四半期連続で緩やかなプラス成長が続いているが、先行きについて、市場では、英国のEU離脱問題の影響は今のところ短期的には限定的とみられていることなどから、金融緩和的な環境を背景に、基調としての緩やかな景気の持ち直しが続くとの見方が多い。現状では、蓋然性の高いパスとして、成長の加速は望めないが、景気後退は回避できるとみられている。もっとも、下振れリスクを指摘する見方が増えており、こうしたリスクが顕現化した場合には、来年にかけての成長率の低下を予想する向きもみられている。持ち直し基調が続くとみる要因としては、これまでみられている雇用環境の改善が持続するといった前提の下に、個人消費など域内需要が底堅く推移するとみられている。また、低インフレによる家計の実質的な購買力の高まりが、底堅い個人消費を支えると見込まれている。この間、金融緩和策の持続や、難民対応のための財政支出も景気を下支えする要因として指摘されている。さらに、英国から生産や企業活動の拠点をユーロ圏に移す動きが強まれば、ユーロ圏景気を押し上げる方向に作用するといった見方もある。

こうした中で、下振れリスクについては、域内の経済や政治を巡る不確実性の高まりや地政学的リスクの継続などから、今後、企業がマインドの低下に伴う採用や賃上げ姿勢を慎重化する可能性が指摘されている。また、こうした状況下、家計マインドへの影響などから個人消費の増勢が鈍化するといった懸念がもたれている。さらに、英国のEU離脱交渉が長引くことや英国の景気後退の可能性などによる先行きの不透明感の強まり等からも、企業や家計のマインドが低下する可能性があることもあって、こうした面から投資や消費の抑制等による景気の下振れリスクが従来に比べ強まっているといった指摘がみられている。また、英国向け輸出の減速も景気の下押し要因となる可能性が強いとみられている。

- ユーロ圏の9月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+0.4%（8月+0.2%）と、エネルギー価格の低下による影響が弱まったことを背景に、2014年10月以来の高めの伸びとなった。エネルギー、食品、酒・タバコを除いたコア指数は前年比+0.8%と前月（8月同+0.8%）と同水準であり、4月以降1%を割る水準での推移が続いている。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、エネルギー関連や食料などの物価の下落幅が縮小するとみられていることなどから、物価は全体として上向いていくとの見通しが多くなっている。ただし、景気の回復力に力強さがみられないこと、賃金の上昇力が弱いこと、原油価格の上昇力が不安定であることなどに留意する必要があることから、物価の上昇力は緩慢なものに止まると見込まれている。
- 欧州中央銀行（ECB）は9月8日に開催した定例理事会で、主要政策金利であるリファイナンス金利（0.00%）を据え置き、限界貸出金利（0.25%）と中銀預金金利（△0.40%）もそれぞれ据え置いた。また、資産買入れ規模は2017年3月まで月額800億ユーロに維持し、必要であるならば、インフレが目標に向けて上昇していく方向がみられるまで継続する方針を示した。
- ドラギ総裁は理事会後の記者会見での声明で、経済については、「実質GDPは緩やかながら着実なペースで拡大を続け、物価は今後数か月間にわたって緩やかに上昇していく」と評価した。また、「現時点までで入手可能なデータによれば、政治的、経済的な不確実性に対して、ユーロ圏経済の耐久力は維持されていることを示唆している」とも述べた。このため、「金融政策は効果を発揮しており、現時点では何か行動を起こさなければならないことを正当化するほど大きな見通しの変更はない」と述べた。同日に公表された最新のスタッフ予測では、インフレ率見通しについて、2017年は+1.2%（前回+1.3%）と引き下げ、2018年は+1.6%に据え置いた。成長率見通しについては、2016年は+1.7%（前回1.6%）に引き上げた一方、2017、2018年は+1.6%（同+1.7%）と下方修正した。スタッフ予想の変更は小幅であったが、先行きの懸念として、「ユーロ圏の景気回復は、英国によるEU離脱決定を巡る不確実性に伴う海外需要の低迷、多くのセクターで求められているバランスシートの調整、構造改革の鈍い進展などによって、抑制される可能性があり、下振れリスクが強い状況にある」との見方を表明した。また、「基調的な物価上昇圧力は引き続き上向きのトレンドを欠いており、

依然として懸念材料である」とした。このため、「ECBは正当化されれば責務の範囲内であらゆる手段を用いて行動する」と述べ、引き続き必要があれば躊躇なく行動を取る用意があるとの認識を示した。また、月間800億ユーロの資産買入について期間の延長を見送ったが、「資産買入の円滑な実施を確実にするための選択肢を関連する委員会で検討するよう指示した」ことを明らかにした。これに関連して、「金利環境が購入対象債券の範囲を狭めていることは明白である」と述べ、「3月に決定したプログラムが新たな金利環境の中で実践できるようにする」ことが重要であるとの考えを示した。

- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、追加緩和が実施されるとの見方が引き続き継続しており、年内に実施される可能性も指摘されている。これには、9月の理事会後の声明で、資産買入の円滑な実施を確実にするための選択肢を関連する委員会で検討するよう指示したことが挙げられている。また、英国のEU離脱決定といった不確実要因によって、ユーロ圏経済の下振れリスクは依然として高いとの認識を示したことも指摘されている。緩和の内容については、資産買入プログラムの枠組みの見直しを行ったうえで、当初の期限としている2017年3月以降も継続する追加緩和を実施する可能性があるとみられている。さらに、英国のEU離脱の決定、世界経済の減速、地政学的リスクなどの影響により、ユーロ圏の景気、物価に下押し圧力が一段と強まった場合には、さらに踏み込んだ緩和策の実施に踏み切ると予想されている。

もっとも、英国のEU離脱問題の影響が軽微であれば、緩やかではあるが安定した景気回復が続いている中、当面、現状の緩和策の効果を見極める姿勢を続けるといった見方も根強い。また、ドラギ総裁も指摘しているように、規制に起因する雇用創出力の弱さや、不良債権処理の遅れなどの構造問題等による景気への影響については、金融政策では解決できないとみられている。また、欧州の銀行経営への影響やドイツなどの反対等を勘案すると、マイナス金利幅や追加の国債買入等をさらに拡大する追加緩和には慎重にならざるを得ないのではないかと指摘する向きもある。こうした中、市場では、量的緩和策の規模をむしろ縮小するのではないかとといった憶測が出ている。

- 英国経済をみると、4~6月期の実質GDP（確報値）は前期比+0.7%と改定値（同+0.6%）から上方修正され、前期（同+0.4%）を上回る伸びとなった。個人消費と設備投資の伸びが寄与した。ただし、今回の結果については、6月23日のEU離脱の決定による直接的な影響はほとんど反映されていない。7~9月期以降は減速するといった指摘がみられている。
- 英国の経済の先行きについて、市場では、EU離脱問題を受けた政治・経済を巡る先行き不透明感から、今後、景気が減速していくとの予想が多い。目先については、金融市場の安定やポンド安の影響もあって、急激な景気後退に陥る状況は回避されているとみられているが、今後、先行きの不透明感や、ポンド安による物価上昇が実質購買力の低下などにより、家計部門の慎重化が内需を減退させる可能性が指摘されている。また、企業活動に徐々に影響して、投資意欲の後退に繋がる懸念もみられている。こうしたルートを通じた動きが、英国景

気の下押し圧力として作用していく可能性が高いとみられている。さらに、こうした事態に至った場合には、雇用・所得環境の悪化により、個人消費や住宅投資の一段の抑制に繋がる悪循環に陥る懸念も指摘されている。

- 英国の8月の消費者物価指数は前年比+0.6%（7月同+0.6%）と2014年末以来の高めの伸びが続いた。ポンド安による影響がみられつつあり、食品、原油、金属、機器等の輸入価格が上昇している。ただ、衣料や宿泊費などが下落したため、伸びは前月と横這いに止まった。価格変動の大きいエネルギー、食品、アルコール飲料およびたばこを除いたコアインフレ率は前年比+1.3%（7月同+1.3%）となった。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、景気後退の可能性による物価下押し要因があるとの予想がみられるものの、原油価格低下の影響が薄らいでいくうえ、ポンド安の影響もあって、物価を押し上げる圧力が次第に高まっていくと見込まれている。
- BOEは、9月15日に金融政策委員会の結果を発表し、政策金利を0.25%に据え置き、また、国債買入枠は4,350億ポンド、投資適格社債の買入枠は100億ポンドにそれぞれ維持することを全会一致で決定した。
金融政策委員会の議事要旨によれば、「英国のEU離脱決定による国内経済への影響は現時点では予想より小さい」とし、「短期的な経済活動を示す経済指標は予想よりある程度強い」ため、「2016年下期の成長率の鈍化は緩やかになると予想する」との判断を示した。ただ、「11月のインフレ・レポートの見通しが8月の見通しと大勢で一致するなら、大半の委員が年内の追加利下げを支持すると予想される」との見解を示し、景気の鈍化に対応する用意があることを明らかにした。
- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、景気の減速感が強まった場合、もう一段の金融緩和に踏み切るとみられており、早ければ年内にも再度の利下げ、国債・社債購入額の引き上げ、貸出促進策の強化等による追加の金融緩和を実施すると予想されている。ただ、カーニー総裁はマイナス金利政策には踏み込まないと言明しており、利下げ余地は乏しい状況にあるとみられている。また、量的緩和策のさらなる強化は、国債・社債市場の流動性からみてそう多くを期待できないとも指摘されている。
- 米国経済をみると、4~6月期の実質GDP（確報値）は前期比年率+1.4%と改定値（同+1.1%）から上方修正された。低調であった前期（同+0.8%）を上回る伸びとなった。設備投資が上方修正されて増加（同+1.0%）に転じたほか、在庫投資のマイナス幅が縮小した。この間、個人消費は同+4.3%と改定値（同+4.4%）同様高めの水準を維持し、個人消費が景気の牽引役となっていることが示された。この結果、成長率は緩やかではあるが、底堅さを取り戻しつつあるとみられている。

- 米国の9月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+15.6万人と前月（8月同+16.7万人）に続き20万人台を割り、3か月連続で伸びが鈍化した。民間サービス部門の雇用者数の増加が続いているものの、製造業や政府部門が減少した。失業率は5.0%（8月4.9%）と、労働市場参加率の上昇などから、前月に比べ上昇した。時間当たり賃金は前年同月比+2.6%と前月（8月+2.4%）の伸びを上回った。
- 米国経済の先行きについて、市場では、今年前半の低成長局面を脱し、基調としては、個人消費や住宅投資を中心とした緩やかな回復ペースを取り戻すと予想されている。この間、企業部門では、原油安・ドル高に歯止めがかかるなか、設備投資や輸出が緩やかに持ち直していく可能性のある前向きな材料が出てきているとの指摘がみられている。個別項目をみると、個人消費は、労働市場の回復が続いていること、ガソリン価格の低水準での推移等により家計の実質購買力が向上していることなどから、堅調に推移すると予想されている。住宅投資については、雇用環境の改善や低金利環境が続いていることなどを背景に、住宅価格が上昇している中でも家計の購買力は高い状況にあり、回復傾向で推移するとみられている。設備投資面では、内需が底堅く推移していること、資源関連の投資下押し圧力が減じていること、企業業績の改善がみられていることなどから、今後徐々に持ち直していくと期待されている。輸出は、昨年初めから減速傾向を強めてきたが、ドル高トレンドの修正がみられている中、ドル高に伴う下押し圧力が緩和してきており、持ち直しの兆しが出てきているとの指摘がみられている。
 ただ、下振れリスクとなる要因も少なからずみられている。家計部門では、賃金の上昇率が緩やかなものに止まっていること、完全雇用が近づいている中で雇用の伸びが低下していく可能性があることなどから、個人消費や住宅投資の伸びが鈍化ないし下振れるリスクがある可能性が指摘されている。輸出については、今後、英国やユーロ圏での景気の先行き不透明感や新興国経済の弱さなどが一段と強まった場合、また、利上げに伴い再びドル高が進行するような場合には、下振れリスクが顕現化する可能性があるとの見方もある。設備投資面では、先行きの不透明感の強まりや外需の弱さなどを背景に製造業で稼働率が高まらないこと、政権与党の交代に伴う政策変更の可能性等の先行き不透明感が強まることなどにより、投資を手控える可能性も懸念されている。
- 米国の物価動向をみると、8月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前月比+0.3%（7月同+0.1%）と2月以来の伸びとなった。医療費や住居費などの上昇がみられた。前年比では+2.3%（7月同+2.2%）の伸びとなった。総合では前月比+0.2%（7月同△0.0%）、前年比+1.1%（7月同+0.8%）と前月の伸びを上回った。また、8月の個人消費支出価格指数は、コア指数では前月比+0.2%（7月同+0.1%）、前年比では+1.7%（7月同+1.6%）となった。総合では前月比+0.1%（7月同0.0%）、前年比+1.0%（7月同+0.8%）となった。
- 米国の物価の先行きについて、市場では、上昇率が緩やかに高まっていく可能性を指摘する

向きが増えている。こうした背景には、原油安やドル高による下押し圧力が低減してきていることに加え、個人消費を中心とした内需の底堅い持ち直しが続くことが予想されていること、労働需給のタイト化に伴う賃金の上昇が引き続き予想されていること、などが指摘されている。ただ、賃金上昇率に加速感がみられていないこと、期待インフレ率が低下していることもあって、基調的に物価が加速していく可能性は高くないともみられている。

- 9月20、21日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導レンジを0.25～0.50%に据え置くことを賛成7、反対3（前は賛成9、反対1）で決め、また、保有する債券の償還元本の再投資を継続することを決定した。今回の会合では3名の参加者がFFレートの誘導レンジを0.50～0.75%に引き上げることを主張した。

委員会後に発表した声明文では、労働市場、経済について前向きな評価をし、利上げ方針を維持していることを表明した。労働市場の評価では、「引き続き強化」され、「雇用の伸びは平均して堅調に推移している」とした。また、経済については、「成長が今年前半にみられた緩やかなペースから加速している」との認識を示し、特に、「家計支出勝ちから強く伸びている」と評価した。ただ、「設備投資は弱い状況に止まっている」点について懸念を示した。この間、物価については、短期的には低インフレが続いているが、一時的な影響がなくなれば、中期的に2%に向けて上昇するとのこれまでの見方を維持した。こうした状況下、金融政策については、前は先行きを示唆する言及はなかったが、今回は、「利上げの根拠は強まっていると判断したが、当面の間、目標達成に向けた進展を示すさらなる証拠を待つことに決めた」との判断を明示した。

- イエレン議長は委員会後の記者会見での声明で、経済、労働市場に対して総じて前向きな評価をしたにも拘らず、今回の会合で利上げをしなかった理由について慎重に説明した。まず、今回の決断は、「経済に対する自信の欠如によるものではない」と強調した。そのうえで、慎重に対応すべき点として、「労働市場に存在するスラックの解消ペースはここ数年よりも幾分鈍化しており、労働市場が一段と改善する余地が残されている」ことを挙げた。また、「インフレ率は引き続き2%を下回る水準で推移している」点にも着目しているとした。このため、「目標達成に向けた進展の継続を示すさらなる証拠を待つことを選んだ」との認識を示した。さらに、「金融緩和の削減に当たってこのように慎重に対応することは、短期金利がなおゼロ%近辺にあることを踏まえると、金融政策支援の手を緩めることに対する慎重なアプローチは適切である」との市場環境も考慮しているとした。「短期金利がなおゼロ%近辺にあることは、利下げにより労働市場の弱体化とインフレ低下に対応するよりも、利上げにより将来的な予想外に強いインフレ圧力により効果的に対応することができることを示している」と利上げを急がないリスクの方が小さい点を強調した。このため、「政策が近い将来後手に回るリスクは低く、FF金利を緩やかに引き上げていくことが十分に可能である」と緩やかに利上げしていく方針を維持しているとした。
- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、利上げについて、年内の可能性を指摘する向

きと、当面は見送られるとする見方が混在している。見方を変えれば、FRBは緩やかな利上げを継続しているが、利上げに踏み切る条件、ないしは自信、がなかなか整わない状況が続いている。そうした中で、今回の金融政策の投票では3人の委員が反対した一方、金利の先行き見通しではFOMC参加者17名のうち3名は年内の政策金利据え置きを主張しているなど、金融政策の意思決定でFOMCメンバーの賛否や意見の隔たりが大きくなってきており、不確実性が高まっているともみられる。イエレン議長も9月の記者会見で、「米国経済と世界経済の『ニューノーマル（新常态）』といった困難な課題に取り組んでいる。それが金利の道筋の下方修正が続く理由である」として、低成長・低インフレを認めざるを得ない状況にあるようである。市場でもそうした指摘をもあって、金融政策の正常化が遠のいていく可能性を指摘するとの見方もある。

利上げの可能性を指摘する向きは、その要因として、9月のFOMCの声明文で、景気および雇用に対して前向きな評価を行い、「短期的な経済見通しのリスクは概ね均衡している」とした点が挙げられている。そのうえで、金融政策については、前回は先行きを示唆する言及はなかったが、今回は、「利上げの根拠は強まっていると判断している」との見解が明示されたことが指摘されている。今後とも、個人消費を中心とした景気回復が維持され、労働市場の改善が趨勢として続き、新たなリスク要因が生じなければ、12月の利上げの可能性はあり得るとの見方が残っている。また、利上げに踏み切るための強い論拠として必要と考えられるインフレ率は、エネルギー価格によるこれまでの下押し要因の剥落で今後加速する可能性があるとの予想も、利上げ実施予想の見方の材料となっている。

ただ、その一方で、利上げは当面見送られるとの指摘も根強くみられている。そうした要因としては、米国経済には過熱感はなく、むしろ回復ペースが鈍化していること、労働市場の回復が続いているものの、賃金の上昇力は然程強くないこと、物価の上昇率が依然として低い水準で推移していることなどから、利上げをする必要性がないといった見方がある。そうした中で、今回の声明文の中での強気の見方とは裏腹に、イエレン議長の記者会見では、利上げを見送った理由として、労働市場には一段と改善する余地が残っていること、物価が引き続き低水準で推移していることなど、歯切れの悪い説明をしたことも、利上げに踏み切れない見方として挙げられている。また、世界経済の減速感が強まっていることや、英国のEU離脱問題が長期化しそうであることなど、先行きの不透明感が強い状況下で、利上げをした場合には、金融市場が混乱しかねないといった指摘もみられている。さらには、次期大統領選挙を巡っては、経済政策や財政政策も含めた政策の行方に対する不透明感があり、FRBに対する政治的圧力も高まりやすいと考えられること、結果次第では金融市場が混乱する可能性もあることなど、利上げに踏み切りづらい状況があるといった憶測もみられている。

なお、米国経済のダウンサイドリスクが強まっているとの見方もある中、利下げに加え量的緩和第4弾などを検討せざるを得なくなる可能性もあるのではないかと指摘が少しずつではあるがみられだしている。

- 日本経済は足踏み状態を続けているが、先行きについて、市場では、大型経済対策による効果への期待等から、緩やかに持ち直していくとみられている。もっとも、個人消費や設備投

資などによる牽引力が弱いことから、景気は全体として引き続き力強さに欠け、下振れリスクの強い状況が続くとも予想されている。また、経済対策については、2016年度後半から2017年度の始めにかけてその効果が大きく現れ、公共投資が景気を押し上げる見込みであるが、2017年度後半にかけて経済対策による効果が剥落するとみられるため、現状の想定の下では、持続的な景気の持ち直しは期待できないことにも留意する必要がある。

個別項目をみると、個人消費は、雇用者数の増加に加え、物価の低水準での推移から実質所得の増加が続くと見込まれているなど、持ち直し材料が期待されている。しかし、賃金が期待されるほど伸びていないことや、先行きに対する不透明感などにより生活防衛意識が一段と強まるとみられていることなどから、力強さに欠ける展開が続くと予想されている。住宅投資面では、雇用環境の改善やマイナス金利導入による住宅ローン金利の低下などの持ち直し材料がみられているが、その一方で、販売価格が高止まりしていること、マンション購入に慎重な購入者が増えること、消費税延期により駆け込み需要が剥落することなど、抑制要因も指摘されており、全体としては景気を押し上げる力は弱いとみられている。輸出は、米国経済の底堅さが下支えとなるとみられている一方、新興国経済の弱さ、英国のEU離脱問題に伴う先行きの不透明感がみられていること、円高が一段と進行していることなどもあって、総じてみれば伸び悩む展開が続くとの見通しが多い。設備投資については、9月短観で底堅い計画がみられており、マイナス金利導入による企業の調達金利の一段の低下といった材料がある中、更新投資や省力化・省エネ化投資などから、緩やかな持ち直しが期待されている。ただ、円高・株安による企業収益の下押し懸念がみられていること、内需および輸出が力強さに欠けていることなどから、製造業を中心に能力増強投資を手控えたり、投資を先送りする下振れリスクの可能性があると指摘もみられている。

- 国内物価の先行きについて、市場では、コア消費者物価は、マイナス圏での推移が暫く続く可能性が高いと予想されている。この要因としては、円高に伴う輸入物価の下押し圧力がみられていること、景気が力強さを欠いていること、原油価格の持ち直しが持続するかどうか不透明感があることなどが指摘されている。こうした中、家計や企業の期待インフレ率が鈍化傾向にあることも物価が低調な水準で推移する要因とみられている。この間、日銀が重視している生鮮食品およびエネルギーを除く総合CPIも、円高などを背景に暫く鈍化傾向が続くと予想されている。ただ、2017年に入ると、原油価格の動向次第であるが、今のところエネルギー価格のマイナス寄与が消えることで再びプラス圏に浮上する可能性があるとの見方もある。
- 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、国債買入を中心としたマネタリーベースによる金融緩和策の継続に限界が早晚出てくるのではないかと見方もあったが、新しい枠組みへの変更により、金融緩和策が長期持久戦型に転じたと捉えられている。当面は、日銀は今回の新しい枠組みの機能・効果を見極める姿勢を暫く続ける可能性があるともみられている。そうした中で、追加の緩和策としては、①短期政策金利の引き下げ、②長期金利操作目標の引き下げ、③資産買入れの拡大、④マネタリーベースの拡大ペースの加速、が声明文に

明記されており、追加緩和策が温存されたと捉えられている。また、追加緩和が必要となった場合には、短期金利の引き下げを中心に対応してくるとみられている。

ただ、現在の金融環境化で、イールドカーブをある程度スティープ化させることの効果がまだ不透明であり、また、そもそもイールドカーブの操作が容易にできるのかも不確実である中、追加緩和を安易に実施することは難しい可能性があるという指摘されている。さらに、政策の枠組みの持続性を高めることを狙っているといったこともあるのであれば、海外経済の下振れリスクの高まりやそれに伴う金融市場の混乱等が生じない限り、当面は現状維持が続く可能性が高いといった見方もある。

そうした中、金融緩和強化の新しい枠組みが物価上昇に効果を発揮できるかについては、懐疑的な見方が多く、先行きも効果がみられないような場合などには、さらなる金融緩和の枠組みの変更を行う可能性があるといった憶測もみられている。

以 上



セントラル短資株式会社

総合企画部 企画調査グループ

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 3-3-14

Tel:03-3246-2651 Fax:03-3242-5012

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。ここに記載されているデータ、意見などはセントラル短資が信頼に足り、且つ正確であると判断した情報に基づき作成されたものではありませんが、当社はその正確性、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が事前連絡無しに変更されることもあります。当資料に記載された条件などはあくまでも仮定的なものであり、かかる取引に関するリスクを全て特定・示唆するものではありません。なお、本レポートに記述された意見に関する部分は執筆者の個人的見解によるもので、当社の見解を示すものではありません。

金融商品のお取引には価格変動によるリスクがあります。金融商品のお取引には手数料等をご負担頂くものがあります。金融商品取引法に基づきお渡しする書面や目論見書をよくお読み下さい。

セントラル短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第 526 号 日本証券業協会加入