

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は12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」から「一部に改善の遅れもみられるが、緩やかな回復基調が続いている」と、弱い部門が限定的となったと評価し、1年9か月振りに上向き方向に改めた。こうした背景となる主要個別項目の判断をみると、個人消費（「総じてみれば底堅い動きとなっている」→「持ち直しの動きがみられる」）や輸出（「おおむね横ばいとなっている」→「持ち直しの動きがみられる」）を上方修正した。また、国内企業物価を「横ばいとなっている」から「緩やかに上昇している」に判断を引き上げた。先行きの景気判断については、「緩やかな回復に向かうことが期待される」から「緩やかに回復していくことが期待される」に表現を変更した。
- 日本銀行は12月19、20日の金融政策決定会合後に公表した景気の現状判断について、11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」から、「緩やかな回復基調を続けている」に引き上げた。個別項目では、輸出を「横ばい圏内の動きとなっている」から「持ち直している」に上方修正した。個人消費については、「一部に弱めの動きがみられる」を削除し、「底堅く推移している」とした。また、鉱工業生産は、「横ばい圏内の動きを続けている」から、「在庫調整の進捗を反映して、持ち直している」に引き上げた。
- 総務省が発表した11月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は、前年同月比 $\Delta 0.4\%$ （10月同 $\Delta 0.4\%$ ）と9か月連続でマイナスとなった。エネルギー価格が引き続き影響しているほか、生鮮食品を除く食料、外国パック旅行費などが押し下げ方向に寄与した。一方、総合は同 $+0.5\%$ （10月同 $+0.1\%$ ）と上昇幅が拡大した。生鮮野菜価格の高騰が押上げの主因となったほか、ガソリンなどの下落幅が縮小したことなどによっても上昇幅が拡大した。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 $+0.1\%$ （10月同 $+0.2\%$ ）となった。
また、日銀が発表した消費者物価の基調的な変動を示す11月の生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースは前年比 $+0.2\%$ （10月同 $+0.3\%$ ）と再び鈍化した。
- 日銀が12月14日に発表した短観（12月調査）では、業況判断面で足踏み状態から改善の動きがみられている。設備投資計画は、伸び悩んでいるが、製造業で高めの水準を維持しており、全体としても底堅さが窺われる内容となった。収益面をみると、これまでの景気の足踏み感

もあって前年度を下回る慎重な計画となっているが、想定為替レートが米国大統領選挙前の円高局面がより強く反映されている可能性もある。今回の結果については、全体としてみれば、マインドの改善が窺われる一方、それが実体経済の成長をさらに後押しするまでには至っていない状況が窺われる。

業況判断DIをみると、大企業・製造業では「+10」となり、前3期連続で同じ水準（「+6」）となった後、+4ポイントと1年半振りに改善した。熊本地震からの挽回生産、原油価格の上昇、輸出等で持ち直した業種がみられ、全体として改善がみられた。大企業・非製造業では「+18」と横這いとなった。個人消費に力強さがみられないことや、インバウンド効果が一巡していることなどを反映して、小売やサービスで慎重な判断となっている。中小企業では、製造業が「+1」で+4ポイント、また、非製造業が「+2」で+1ポイントの改善がみられた。先行きの判断については、大企業の製造業、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、米国次期大統領の政策の影響、欧州での重要選挙の帰趨、それに伴う内外経済や金融市場の動向等について先行きの不透明感がみられていることから、各業態とも慎重な姿勢となっている。

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 $\Delta 18.9\%$ <修正率 $\Delta 5.0\%$ >）、非製造業（同 $\Delta 4.9\%$ <同 $\Delta 0.8\%$ >）では、前回に比べさらに下振れるとの見通しとなっており、慎重な見方となっている。なお、収益見通しの前提となる下期の想定為替相場は103.36円（9月調査107.42円）と前回調査に比べ一段と円高方向でみている。このため、米国大統領選挙後の円安化が定着すれば、今後上方修正の可能性はあることには留意する必要がある。2016年度の設備投資計画をみると、大企業・製造業では前年度比+11.2%と、例年のパターンどおり下方修正（修正率 $\Delta 1.4\%$ ）されたが、引き続き前向きな計画を維持している（2015年度実績、前年度比+8.4%）。大企業・非製造業では同+2.5%と若干下方修正（修正率 $\Delta 0.4\%$ ）され、前年（2015年度実績、同+1.0%）と比べ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+5.5%（修正率 $\Delta 0.7\%$ ）となり、下方修正の動きが続く慎重な対応となっている。ただ、前年度（2015年度実績、同+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引き続き底堅いとみられている。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+0.7%（前回+0.6%）」、「3年後+1.0%（同+1.0%）」、「5年後+1.1%（同+1.0%）」と、1年後と5年後のインフレ予想が上昇した。

2. 金融政策

- 日銀は、12月19、20日に開催した金融政策決定会合で、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）と資産買入れ方針について、それぞれ賛成7・反対2で現状の方針を維持することを決定した。
- 黒田日銀総裁は、12月20日の決定会合後の定例記者会見で、主として、景気の現状評価や長短金利操作の運営に対する現状の考え方について説明した。

景気の現状について、今回会合で判断を引き上げたが、この背景として、「第1点は、海外経済について、米国をはじめ先進国経済が堅調に推移するも、新興国経済の減速感が和らいでいること」、「第2点は、そうした海外経済の改善を受けて、これまで横ばい圏内の動きを続けてきたわが国の輸出や生産に、持ち直しの動きがはっきりと出てきたこと」、「第3点は、個人消費についても、本年入り後、年前半には一部に弱さがみられていたが、雇用・所得環境が着実な改善を続けるも、このところ、持ち直しを示唆する指標が増えてきている」ことを指摘した。トランプ政権の政策の影響については、「具体的に、どのような規模の政策がどのような手順で行われるかというのは、まだ政権が発足していないので、今後、この政権の動向をみながら、日本の景気への影響も十分考慮していく」とし、今回の判断には織り込まれていないと説明した。

最近、長期金利が上昇していることと長期金利の操作目標については、「『イールドカーブ・コントロール』という形で、まさに2%の『物価安定の目標』に向けたモメンタムを維持するために最も適切と考えられるイールドカーブの形成を促すために、現在の『イールドカーブ・コントロール』を行っているので、海外金利の上昇に応じてわが国の長期金利も上昇してよいとか、長期金利の操作目標を引き上げるといふことは全く考えていない」と断言した。一方、今後、国内要因により長期金利が上昇していく場合の対応については明言を避け、「2%の『物価安定の目標』への距離はまだまだ遠いので、今から具体的に議論するのは時期尚早と思う」との説明に止めた。

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、マクロ加算に係る基準比率が増加したこと（10%→13%）や貸出増加支援オペが大幅に増加したことなどを受け、積み進捗の関係で取り上げる動きがみられており、無担保コール加重平均レートは、年明け後徐々にレートを切り上げている。

(2) オープン市場

- レポ市場では、1月に入ってから△0.09%前後での取引が中心となっているが、発行要因等により△0.08%程度まで上昇する日もみられている。
- 短国市場では、海外勢の買いが一服する中、短国買入オペ残高の減少傾向が継続していることから、3M物のレートが徐々に上昇傾向となっている。一方で、1月の短国買入オペの合計オファー額は12月から増加するため、オペ見合いの買いが相応にあるとみられ、6M・1Y物に関しては横ばい程度での推移となっている。
- CP市場では、12月末の市場残高は、14兆8,889億円（前月比△2,459億円、前年同月比△15,122億円）となった。銀行・証券業態の発行残高減少に加え、事業法人の有利子負債圧縮の動きが出たことで、市場発行残高は前年比で大幅な減少となった。発行レートは概ね0%となっ

ている。月初のCP等買入オペは、オファー額が2,500億円に減少した事もあり、平均レート・按分レート共に0.000%となった。

4. 今後の見通し等

- ユーロ圏経済をみると、7~9月期の実質GDP（確報値）は前期比+0.3%となり、14四半期連続でプラス成長が続いているが、ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、雇用環境の改善等を背景とした個人消費が引き続き景気を下支えするとみられており、緩やかな持ち直し基調が続くと予想されている。また、新興国・資源国景気の底入れやユーロ安地合いの継続などによる輸出の持ち直しも期待されている。
ただ、景気下触れリスクとなる材料が少なからずあるともみられている。賃金の伸び悩みや原油価格の持ち直しを受けた物価の上昇が、実質所得の下押し要因となり、こうした所得環境の改善ペースの鈍化が先行きの個人消費の減退に繋がる可能性があるのではないといった不安材料が挙げられている。また、2017年に実施が予定されている主要国における重要な選挙（フランス、ドイツでの大統領選や総選挙等）の結果次第では、政局の不安定化や金融市場の混乱から、企業および家計のマインドが悪化することを通じて、实体经济への悪影響が及ぶリスクが指摘されている。この間、英国のEU離脱問題が長引くようであれば、先行き不透明感や英国景気の減速などから、輸出が減速する懸念に加え、企業の設備投資も抑制される可能性があることなどから、景気の下押し圧力が強まる懸念があるともみられている。
- ユーロ圏の12月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.1%（11月同+0.6%、10月同+0.5%）と、これまでに比べ伸び率が加速し、2013年9月以来の水準となった。エネルギー、食品、サービス等の価格が上昇を主導した。エネルギー、食品、酒・タバコを除いたコア指数は前年比+0.9%（11月同+0.8%）となった。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、原油価格の持ち直しを受けて、上昇ペースが上がっていく可能性があるとは指摘されている。ただし、コアの物価上昇率は、景気の回復力が力強さを欠くなか、なお緩やかなものに止まると予想されている。
- 欧州中央銀行(ECB)は12月8日に開催した定例理事会で、資産買入プログラムについて、現在の月額800億ユーロの買入を2017年3月まで続けること、その後、来年4月からは月額600億ユーロにして、買入を2017年末まで、もしくは必要に応じてそれ以降も継続することを決定した。ただ、同期間中に、見通しが悪化したり、金融情勢がインフレの道筋の持続的な調整に向けた一段の進展に整合しないものになった場合には、理事会は買入プログラムの規模拡大、もしくは買入期間の延長を決定するとした。
主要政策金利であるリファイナンス金利（0.00%）は据え置き、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。
- ドラギ総裁は理事会後の記者会見での声明で、上記決定に加え、「今後の資産の継続的な買

入を円滑に行なうため、買入対象債券について、これまでの残存期間2年から1年まで引き上げるほか、利回りが中銀預金金利（△0.40%）を下回る債券も必要に応じて買い入れることを、2017年1月から実施する」と表明した。今回の資産買入プログラムの調整については、「ユーロ圏経済の緩やかではあるが強まりつつ回復と、いまだ抑制されている基調的なインフレ圧力を反映したものである」と説明した。また、「構造改革の停滞と、複数の部門で必要なバランスシート調整により、先行きのユーロ圏経済は依然として圧迫される見通しである」とし、「ユーロ圏の成長見通しを取り巻くリスクは、引続き下向き方向にある」との慎重な評価を行った。物価面では、「基調的なインフレが上昇トレンドを示す兆候はまだみられないが、先行きについては、エネルギー価格の動向などを背景に、インフレ率は来年以降さらに上向き可能性がある」との見方を示した。そのうえで、「遅滞なく2%弱のインフレ率を確実に回復するには、今回の政策決定が必要である」との判断に至った背景を説明した。

- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、12月の理事会で、成長見通しに対するリスクが依然として下向きであり、基調的なインフレ圧力の強まりを示す兆候は依然みられていない、との従来通りの認識を示したことから、今回の決定の効果を見極めつつ、現状の緩和策を暫く続けるとの見方が多い。また、買入延長を市場予想（6か月間）より長い9か月間にしたことで、金融緩和策を継続的に維持していくこと、また、その間、マイナス金利が続くと市場では捉えられている。

今回の資産買入方針の決定については、世界経済の力強い回復が望めないことや、欧州域内で政治的リスクが強まっていることなどが、ユーロ圏経済の先行き見通しに不透明感を与えている中、債券購入の期間を延長する一方で、4月以降の月額購入量を減らすことで、現状の金融緩和措置をより長く持続させようとしているとの指摘がみられている。また、資産買入プログラムやマイナス金利政策に反対する関係国を抑えつつ、継続的な金融緩和の用意があることを市場に認識してもらうことが狙いではないかといった捉え方もみられている。今後の追加緩和の可能性については、緩慢ながらも域内の景気・物価の改善基調が見込まれる中、各国間や理事会内における金融緩和策に対する評価で対立が強まっている可能性があることから、追加緩和手段に限界が来ているのではないかと推測も見受けられている。また、ドラギ総裁は「今回の措置はテーパリングではない」と記者会見で述べているが、市場では、大量の債券購入をいつまでも続けられないとみられている中、4月以降の月次購入額の減少は、今後のテーパリングに向けた第一歩ではないかと捉える向きもある。こうした見方をしている先は、今後、マイナス金利の深掘りや資産買入増額といった緩和策の拡大はないと予想している。さらに、このところの原油価格の持ち直しを背景とした物価の上昇基調がさらに続くようであれば、量的緩和の終了もあり得るのではないかと推測もみられはじめている。

- 英国経済をみると、7～9月期の実質GDP（確報値）は前期比+0.6%（4～6月期同+0.6%）と改定値（同+0.5%）をやや上回り、景気は15四半期連続で拡大している。消費支出や設備投資が底堅い伸びに寄与している。GDP成長率の面では、EU離脱問題に伴う大きな影響は

第3四半期までのところでは回避されているとの評価となっている。

- 英国経済の先行きについて、市場では、緩やかな回復傾向が続くとみられている。ただ、EU離脱問題に伴う政治・経済に対する先行き不透明感が一段と強まれば、個人消費や設備投資の下振れなどから、2017年前半にかけて減速感が強まる可能性があるとの見方もある。家計部門では、個人消費がこれまでの雇用環境の改善を背景に底堅く推移している。もっとも、離脱協議の先行き不透明感が続く中、雇用環境が徐々に悪化していく可能性もあるとみられていること、ポンド安に伴う物価上昇により実質賃金が抑制される可能性があること、住宅価格の下落に伴う逆資産効果が見込まれることなどから、今後、消費行動が減退していく懸念が指摘されている。企業部門では、個人消費が底堅く推移していることを背景に生産活動が維持されると期待されている。ただ、内需の減退懸念やEU離脱手続きの本格化などに伴い、企業マインドが一段と低下し、生産・投資活動の慎重化や雇用の抑制に繋がる可能性もあると指摘されている。この間、輸出については、最大の貿易相手国である米国の景気が回復基調を続けると見込まれていることや、ポンド安による価格競争力の向上が期待できるとみられていることが下支え材料として指摘されている一方、国内物価の上昇による生産コストの増加が輸出価格の引下げを困難にすると予想され、これがポンド安による輸出数量の押し上げ効果を減殺する可能性もあるとみられているため、全体として、輸出増は限定的となるとみられている。
- 英国の11月の消費者物価指数は前年比+1.2%（10月同+0.9%）と前月を上回り、2014年10月以来の高い水準となった。衣料品の値上がりが大きかった。また、ポンド安による輸入価格の上昇や原油価格の上昇によるガソリン価格等の値上がりによっても、物価上昇圧力が高まっている。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+1.4%（10月同+1.2%）と伸び率が高まっている。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、ポンド安による輸入物価の上昇や、原油価格の持ち直しによるエネルギー価格の上昇等の影響が強まっていくこともあって、物価を押し上げる圧力が今後さらに高まっていくとみられている。BOEはインフレ見通しで2017年には+2.7%に達する可能性を予想しており、また、市場予想のなかには+3%前後まで上昇するといったものもみられている。
- BOEは、12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、経済を取り巻く環境については、「米国における財政拡張策への思惑が広がり、国内外で長期金利が上昇している」こと、「中国、ユーロ圏、さらには一部の新興国市場でのリスクや政策の不透明感が拡大しており、それに伴い、世界経済の見通しは一段と脆弱になった」ことを指摘した。こうした中、国内経済については、「底

堅い消費に支えられて、景気は緩やかな成長を続けている」と現状を評価した。ただ、「2017年には経済活動は幾分減速する見通しである」とした。物価面では、このところのポンド相場の持ち直しや原油価格の上昇を背景に、「インフレ率が11月時点の想定よりやや低く推移する可能性がある」との見方を示した。もっとも、先行きでは、「6か月以内に2%に達する見通しである」とし、また、「2017年後半から2018年にかけて物価目標を超える可能性がある」と予想しているとした。

- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、景気下振れリスクと物価上振れリスクの両様が顕現化する可能性が予想されるため、金融緩和と引締めいずれの対応もあり得る展開が見込まれている。このため、BOEは景気と物価のトレードオフに直面する難しい判断を迫られる展開が予想されている。BOEとしては、消費者物価の上昇率が+2.0%程度へ上昇することを望んでいるが、今後、ポンド安による物価上昇率がそれを上回って加速するリスクが高まる場合には、金融政策委員会で「目標を上回るインフレ率を許容するには限度がある」と指摘している通り、場合によっては利上げもあり得るとみられている。その一方で、EU離脱問題を巡る不透明感から景気が先行き減速する可能性があり、景気を支えるため、ポンド安による物価の上昇が一時的と判断できるのであれば、利下げなどの金融緩和策を行なうとの予想も根強くみられている。さらに、インフレ率が物価目標を超過した場合でも、景気が大きく後退するような状況に直面した際には、緩和策を優先するといった見方もある。
- 米国経済をみると、7~9月期の実質GDP(確報値)は前期比年率+3.5%と改定値(同+3.2%)から上方修正された。前期(同+1.4%)から伸びが加速し、2014年7~9月期(同+5.0%)以来の高めの水準となった。これは、個人消費の確報値(同+3.0%)が改定値(同+2.8%)に比べ上方修正されたことが主な要因となっている。高めの伸びとなっている輸出(同+10.0%)は速報値(同+10.1%)とほぼ同じとなり、アルゼンチンとブラジルでの不作を背景とした大豆の輸出によって急増した姿は変わらなかった。輸出の増加が一時的である可能性があるが、全体としてみれば、個人消費を中心とした景気の回復基調が維持されている。
- 米国の12月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+15.6万人(11月同+20.4万人)と20万人台を割ったが、底堅い伸びが続いているとみられている。民間サービス部門を中心とする増加が続いているほか、製造業の雇用者数も5か月振りに増加に転じた。失業率は4.7%(11月4.6%)と前月をやや上回ったが、労働参加率の上昇を伴うものであった。時間当たり賃金は前年同月比+2.9%(11月+2.5%)と前月の伸びから加速し、2009年6月以来の大きさとなった。
- 米国経済の先行きについて、市場では、トランプ次期大統領の経済政策運営に左右される展開が予想されるが、基調としては、個人消費の堅調を背景とした景気拡大が続くと予想されている。次期政権の経済政策は減税、インフラ投資の拡大など景気にプラスとなる政策と、保護主義的な通商政策、不法移民対策などの景気にマイナスとなる政策が混在しており、ど

ちらの方向により強く影響が出てくるかは今のところ未知数であると捉えられている。そうした中で、現状の環境を前提とすれば、引き続き景気の牽引役として期待されている個人消費は、雇用・所得環境の改善が続いていることなどから、堅調に推移するとみられている。住宅投資については、大統領選挙後の長期金利上昇を受けて、住宅ローン金利が上昇していくリスクがあるものの、雇用・所得環境の改善が続いていることや在庫水準が低い状況にあることなどが、家計の住宅購買意欲を下支えすると見込まれている。設備投資面では、内需が底堅く推移していること、原油価格の持ち直しにより資源関連の投資下押し圧力が減じていること、企業業績の改善が予想されていることなどから、緩やかではあるが回復傾向で推移することが期待されている。一方、輸出については、ドル高や新興国景気の弱さなどを背景に、伸び悩む展開が予想されている。

なお、昨年12月の利上げの経済への影響については限定的とみられている。こうした見方の背景には、労働市場がタイト化している中で賃金が引き続き増加するとみられていること、先行きの景気回復期待が根強いことから企業や消費者のマインドも維持されると見込まれていること、また、利上げのペースが従来よりも緩やかであり、利上げ後の金利水準もまだ低い状況が続くとみられていること、などが挙げられている。

- 米国の物価動向をみると、11月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前月比+0.2%（10月同+0.1%）、前年比+2.1%（10月同+2.1%）の伸びとなった。総合では前月比+0.2%（10月同+0.4%）と鈍化したが、前年比では+1.7%（10月同+1.6%）と2014年10月以来の上昇率を示した。家賃やガソリン価格などの値上がりが見られている。11月の個人消費支出価格指数は、コア指数（除く食料品・エネルギー）では前月比0.0%（10月同+0.1%）、前年比では+1.6%（10月同+1.8%）と伸びがそれぞれ鈍化した。総合では前月比が0.0%（10月同+0.3%）と伸びが鈍化し、前年比は+1.4%（10月同+1.4%）となった。エネルギー価格が押し上げに寄与しているものの、食料品価格の押し下げが持続している。
- 米国の物価の先行きについて、市場では、上昇傾向が強まっていくと予想されている。この背景には、原油価格の持ち直しに伴うエネルギー価格の上昇が挙げられている。また、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や、労働需給のタイト化に伴う賃金の上昇が引き続き期待されていること、なども指摘されている。さらに、トランプ次期大統領による経済拡大政策が、先行きの物価の上昇を加速させるのではないかとといった観測もみられている。なお、このところのドル高による影響については留意していく必要があるとの指摘もみられている。
- 12月13、14日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を0.25%引き上げ、0.50~0.75%にすることを全会一致で決定した。今次局面での利上げは2015年12月に着手して以来今回が2回目となる。一方、保有する債券の償還元本の再投資については、現行の政策を継続することを決定した。

委員会後に発表した声明文では、経済、労働市場について前回に比べさらに前向きな評価をし、利上げが適切であることを表明した。経済面では、前回の「成長が今年前半にみられた緩慢なペースから加速している」から、今回は「経済活動は年央以降に緩やかなペースで拡大している」と成長に安定感が窺われていることを示した。労働市場については、「引き続き強化」され、「雇用の伸びはここ数か月堅調であり、失業率は低下した」とし、前回の「雇用の伸びは堅調である」に比べ失業率の低下についての評価を付け加えた。インフレ面では、「僅かに上昇した」から「上昇した」と表現を強めた。また、市場が織り込むインフレ期待の評価は、「低位」との見方は変わらなかったが、「上昇した」から「かなり上向いた」との見解を示した。こうした情勢判断の下、金融政策については、「労働市場とインフレに関する現状および予想を踏まえ、委員会はFF金利誘導目標のレンジを0.50~0.75%に引き上げることを決定した」とした。ただ、「金融政策のスタンスは引き続き緩和的」との文言は維持した。また、「現在インフレ率が2%に達していない状況を踏まえ、委員会はインフレ目標に向けた進展を現状と予測の面から注視していく。委員会は、経済情勢の改善が緩やかなFF金利の上昇に限って進展するとみており、従って、FF金利は今後暫く中長期的に予測されている水準を下回る可能性が高いと予想している」とし、FF金利の緩やかな引き上げが妥当であるとのこれまでの慎重な判断を据え置いた。

- イエレン議長は委員会後の記者会見で、今回の決定は、「参加者が、経済が最大雇用と物価の安定というFRBの二つの責務に向けて著しく進展したと判断した」ことによるものであると説明した。その判断にいたる要因として、「過去1年に225万の雇用が純増となり、失業率は一段と低下し、インフレ率は長期的な目標である2%に近づいている」との認識を示した。ただ、FRBとしては、「経済の改善は、政策目標の達成・維持のため緩やかな金利引き上げしか正当化できない程度に止まる」と判断していることも強調した。前回の利上げから1年が経過したことについては、「インフレは依然として目標を下回っており、したがって、後手に回ったとは判断していない」とし、「目標達成へ良好な軌道にあると判断している」との認識も示した。こうした状況ではあるが、懸念材料の一つとして、「労働市場には一定のスラック(需給の緩み)が存在する可能性はあるものの、その度合いは減退したと判断しており、従って、現時点で完全雇用を取り戻すための刺激策として、財政政策は明らかに不要である」との考えを示した。これは、現時点において、雇用は十分拡大しており、財政政策拡大は経済の過熱や労働需給の行き過ぎた逼迫に繋がるとの認識を持っていることを示唆したとみられている。

なお、FOMC参加者の経済・金利見通しでは、政策金利の予測中央値は2017年が1.375%となっており、0.25%ポイントの追加利上げが3回あると想定されている。前回2016年9月時の見通しでは、2017年は2回であった。この点について、イエレン議長は記者との質疑応答において、「これでも非常に小幅なFF金利の道筋の調整である」と強調した。また、「参加者の数人が、見通しに財政政策が変化するとの予想を反映させた」ことがこの要因の一つである可能性として説明した。

- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、12月のFOMCの結果を受けて、2017年における利上げについては、標準的なシナリオとしては、2~3回の緩やかな利上げが行われる可能性はあると予想されている。この理由としては、現状の景気回復が続くとみられていること、物価の上昇感が強まっていることが挙げられている。また、FRBとしては、金融政策をなるべく早く正常化させて、政策の自由度を確保したいといった考えが強くあると市場では捉えられていることも、こうした予想の背景にある。次回の利上げの可能性については、3月ないし6月のFOMCが注目されることとなるとみられている。

ただ、新大統領の政策次第では経済・物価情勢に大きな変化が起こり、利上げ見通しも変わってくる可能性があるともみられている。減税やインフラ投資の促進による景気の過熱のほか、インフレの高進、バブルの膨張等の懸念が強まった場合には、利上げペースを引き上げていく必要がある。その一方で、保護主義的な通商政策や移民抑制策などにより重きを置いた政策を推し進めた場合には、経済および金融市場に混乱を来たす懸念があり、利上げに踏み切れない可能性もある。2017年の金融政策動向をみるうえでは、経済・物価情勢や金融市場動向そのものに加えて、それらに大きく影響する可能性のある新大統領の政策が重要な要素になると市場では考えられている。

- 日本経済の先行きについて、市場では、経済対策による公共投資が2017年入り後に増加していくことのほか、個人消費の底堅さが維持されていること、円高一巡や生産の持ち直し傾向などに伴う企業業績への好影響も期待されていることなどから、全体として緩やかに持ち直していくと予想されている。もっとも、個人消費や設備投資などによる牽引力に力強さが窺われない状況が続くとも見込まれ、以下にみる通り、上向き材料と下向き材料が並存している中では、景気の持ち直しは緩慢なものに止まるとも指摘されている。なお、米国経済が新大統領による減税策とインフラ投資政策の効果で成長力が高まれば、日本経済にも波及して持ち直しの動きが強まる可能性があるといった指摘もみられているが、まだ期待感の域を出ておらず、政策次第（保護主義の強まり等）ではネガティブな影響が出る懸念もあるなど不確実性が高い。

個別項目の動向については、個人消費は、労働需給の引き締まりを背景とした雇用・所得環境の改善に加え、物価の低水準での推移による実質所得の増加が続くと見込まれていることなどにより、底堅く推移すると期待されている。ただ、その一方で、賃金の伸びが鈍いこと、原油価格上昇による影響がみられる可能性があること、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懸念もあるとみられていることなどから、持ち直すとしても力強さに欠ける可能性があるとされている。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好材料がみられている一方、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。設備投資については、マイナス金利導入により企業の調達金利が低水準にあることや、円高による企業収益への影響が弱まりつつあることなどから、更新投資や省力化・省エネ化投資などによる緩やかな持ち直しが期待されている。ただ、内外需が力強さに欠けているうえ、米国新政権の動きなど内外環境を

巡る先行きの不確実性の高まりなどから、製造業を中心に投資手控えや先送りによる下振れリスクの可能性も少なからず指摘されている。輸出は、米国経済が回復基調を続けるとみられていることや、円高がひとまず一巡したとみられていることなどの下支え要因が指摘されている一方、米国での保護主義の動き、新興国経済の低成長、欧州主要国での重要な選挙などの政治要因に伴う経済への影響等先行きの不透明感もあって、不安定な展開が続くといった指摘もされている。

- 国内物価の先行きについて、市場では、今後、原油価格が、前年比でみた下落幅の縮小など、上昇要因に転じていくことから、コアの物価は2017年に入るとマイナス局面を脱するとみられている。また、最近の円安基調が定着するようであれば、輸入価格の上昇が物価を押し上げることに寄与すると見込まれている。ただ、景気が力強さを欠いているため需給バランスの改善が進んでいないこと、家計の節約志向が下押し圧力となるとみられていること、賃金の上昇力も弱いことなどから、物価の上昇は緩やかなペースに止まるともみられている。
- 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、先行きの景気・物価の持ち直し期待や金融市場の安定等を眺め、当面、現状の緩和策を維持するとの見方が多い。長期持久戦の政策を維持するためにも、出来る限り追加緩和を温存し、余程の下振れリスクの強まりがない限り、様子見姿勢を続けると予想されている。環境面をみても、日銀短観（12月調査）で、製造業の景況感が改善したこと、OPECの減産合意により原油価格が持ち直していることなど、景気・物価の下押し感が後退していることも、そうした見方を後押ししている。また、米国での利上げと財政拡大予想による日米金利差の拡大やドル高の展開が暫く続くと予想されていることもあって、追加緩和は当面要しないとの市場の観測もみられている。現行の枠組みの調整については、イールドカーブ・コントロールの中で、長期金利の操作について、景気や物価の改善に伴って、目標金利の変更をどのように踏み切っていくのかが注目されている。また、金融緩和の持続性を維持し高める必要性から、2018年以降に限界が来るとみられている国債の買入れ額の減額をどのように円滑に行っていくかといった課題も指摘されている。なお、追加緩和については、物価目標である2%のハードルは依然として高いとみられていることから、次回の政策変更があるとすれば緩和方向であるという予想は根強い。また、米国の新政権が保護主義や移民排斥などの政策に本腰を入れて対応してきた場合、また、ドル高是正策に動く場合などにより、世界経済や金融市場が大きな混乱に陥った場合には、日銀も政策対応に動かざるを得ないといった指摘もみられている。

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