

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は3月の月例経済報告で、景気の基調判断を、「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」と据え置いた。主要個別項目の判断では、個人消費を前回の「持ち直しの動きが続いているものの、このところ足踏みがみられる」から、今回は「総じてみれば持ち直しの動きが続いている」に上方修正した。また、企業収益については、「改善の動きがみられる」から「改善している」とした。
- 日本銀行は3月15、16日の金融政策決定会合後に公表した「経済・物価情勢の展望」で景気の現状判断について、「緩やかな回復基調を続けている」を維持した。個別項目では、住宅投資を、前回の「持ち直しを続けている」から、今回は「横ばい圏内の動きとなっている」に下方修正した。
- 日銀が4月3日に発表した短観（3月調査）をみると、業況判断面では緩やかであるが改善の動きが続いている。また、設備投資計画は製造業で底堅さを維持している。経常利益については、前年度並みの見通しとなっており、期初であることもあって、慎重な計画となっている。最近の業況判断DIをみると、大企業・製造業では「+12」と+2ポイントとなり、前回に続き改善がみられた。国内生産や輸出の持ち直しなどから、全体として改善がみられた。大企業・非製造業では「+20」と+2ポイントの改善がみられ、6四半期振りに上昇した。消費マインドがやや持ち直したことや、円安傾向によるインバウンド需要の復調などから、消費関連の業種等で改善がみられた。中小企業では、製造業が「+5」で+4ポイント、また、非製造業が「+4」で+2ポイントとそれぞれ改善がみられた。先行きの判断については、大企業の製造業（ $\Delta 1$ ポイント）、非製造業（ $\Delta 4$ ポイント）、中小企業の製造業（ $\Delta 5$ ポイント）、非製造業（ $\Delta 5$ ポイント）とも悪化を見込んでおり、国内景気の回復に力強さがみられない。うえ、米国の新政権による政策の影響、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、各業態とも慎重な見方となっている。2017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 $\Delta 0.3\%$ < 2016年度見込み同 $\Delta 11.4\%$ >）、非製造業（同 $\Delta 0.1\%$ < 2016年度同 $\Delta 3.7\%$ >）では、ほぼ前年度並みの見通しとなっており、期初であることもあって、慎重な計画となっている。2017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+5.3%（2016年度見込み同+6.2%）と前年度並みの伸びを計画しており、底堅い見通しとなっている。大企業・非製造業では同 $\Delta 2.0\%$ （2016年度見込み $\Delta 1.1\%$ ）と引き続きマイナスで、例年みられる慎重な計画となっている。この結果、大企業・全産業では同+0.6%（2016年度見込み+1.4%）とな

っている。

- 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+0.7%）」、「3年後+1.0%（同+1.0%）」、「5年後+1.1%（同+1.1%）」と前回と同様であり、この間の物価上昇感が高まっていない。
- 総務省が発表した2月の全国コアCPI（除く生鮮食品、原数値）は、前年同月比+0.2%（1月同+0.1%）と2か月連続でプラスとなった。この要因としては、ガソリン、灯油、電気代などのエネルギーにより上昇したほか、家庭用耐久財などが押し上げに寄与した。総合は同+0.3%（1月同+0.4%）と5か月連続でプラスとなった。物価の基調をみるうえで参考となる生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースは前年比+0.1%（1月同+0.2%）と伸びが鈍化した。物価は上向いてきているが、その動きは引き続き鈍い。

2. 金融政策

- 日銀は、3月15、16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、3月16日の決定会合後の定例記者会見で、物価や金融政策について次のような発言がみられた。物価面では、「2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠けている」との判断を示した。もっとも、「先行きについては、展望レポートで示している通り、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていく」とした。このため、「これをできるだけ早期に実現するためには、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を推進していくことが適切だと考えている」と、現在の政策を継続する姿勢を強調した。「イールドカーブ・コントロール」については、「あくまで日本の経済・物価・金融情勢を勘案して決めていく」ものであり、「外国の金利が上がったからといって、日本の金利を上げなければならないとか、上げる必要があるとは考えていない」と断言した。また、「消費者物価のコアというか、コアコアというか、そういったものが前年比1%近くになるといったことで直ちに、機械的に長期金利の操作目標を引上げていく、という考え方はとっていない」とも述べた。こうした発言により、市場でみられている日銀が本年中のどこかで10年国債利回りの操作目標の引き上げに踏み切るのではないかとの思惑を牽制した。

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、3月末のレート低下を受け、4月初頭の無担保コール0/N加重平均レートは▲0.05%台半ばで始まった。しかし、大手行を中心にマクロ加算

残高に余裕があると見られることや、積み期間の最終日と初日に当たる 15・16 日が土・日曜日にあたることから、調達徐徐増加し、直近の加重平均レートは▲0.03%台での推移となっている。

(2) オープン市場

- レポ市場では、4月に入り、期末の担保需要が剥落したため、レートは上昇した。短国買入オペの減額傾向やマクロ加算残高の調整などの要因から、レポレートは上昇基調となっており、徐々にレートが上昇する展開となっている。
- 短国市場では、年度末担保需要の剥落、短国買入オペ動向の不透明感、4～6日に入札が3本連続で行われたこと、などの要因が重なり、全体的にレート水準が切り上がっている。直近のレート水準は期間を問わず、▲0.15～▲0.10%程度となっている。短国買入オペは、レポレートが上昇していることなどを受け、7日のオファー額は市場予想より多目の20,000億円となった。応札額が61,300億円となるなど、業者の在庫の積み上がりが窺える結果であった。
- CP市場では、4月に入って発行を再開する先が徐々に増えているものの、残高の積み上がりは鈍い。発行レートは0%近辺での推移が続いている。7日のCP等買入オペは、オファー額3,500億円で実施され、平均レート▲0.006%・全取レート▲0.10%と足切レートが大幅に流れる結果となった。期初で落札レート上昇が予想される中、入札を見送った先が多いためか、応札額が4,083億円にとどまったことが原因と見られる。

4. 今後の見通し等

- ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、域内需要を中心とした緩やかな回復が続くと予想されている。こうした要因としては、個人消費が良好な雇用環境を背景に底堅く推移するとみられていることが挙げられる。また、設備投資については、緩和的な金融環境などが下支えとなって、緩やかな増加が見込まれている。こうした中、政府支出は財政拡張スタンスを受けて緩やかに増加すると見込まれている。この間、輸出面では、英国向けに不安がみられるものの、堅調な米国経済が見込まれていることなどを背景に、増加することが期待されている。
ただ、景気下振れリスクとなる不安材料も指摘されている。雇用情勢の改善テンポの鈍化や、原油価格の持ち直しを受けた物価の上昇による実質所得の下押しなどから、個人消費が減速する可能性もあると指摘されている。また、実施が予定されている主要国における今年重要な選挙（フランス大統領選、ドイツ総選挙等）の結果次第では、政局の不安定化や金融市場の混乱が発生し、企業および家計のマインドが悪化することを通じて、実体経済への悪影響が及ぶリスクが懸念されている。さらに、英国のEU離脱に伴う影響、移民やテロの問題、南欧諸国での金融不安や財政の問題、トランプ政権による米国での保護主義の動きなど、ユーロ圏経済を取り巻くリスクが多くみられていることも懸念材料となっている。

- ユーロ圏の3月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.5%となり、前月（2月同+2.0%）から伸びが鈍化した。エネルギー価格（3月同+7.3%、2月+9.3%）の上昇ペースが鈍化したことが主な要因となった。変動の激しいエネルギー、食品、酒・タバコを除いたコア指数は前年比+0.7%（2月同+0.9%）と前月から鈍化し、基調的なインフレは落ち着いている。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、以前みられた原油価格下落の影響が剥落していることが押し上げに作用し、エネルギー価格を主因に全体の伸び率が上向いていくとみられている。もっとも、原油価格の上圧力が最近弱まっており、また、野菜等での天候不順による食料品価格の上昇もこれまでのところの押し上げに影響しており、徐々に総合的な物価は落ち着いてくることが予想されている。こうした中、コアの物価上昇率についてはなお緩やかな伸びに止まると指摘されている。
- 欧州中央銀行（ECB）は3月9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%）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。また、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月まで続けた後、4月からは月額600億ユーロにして買入を2017年末まで継続する方針を維持した。それ以降についても、必要に応じ、また、理事会がインフレ目標の達成に必要と判断する限り、継続するとした。
- ドラギ総裁は理事会後の記者会見での声明で、物価および経済について上向いていることを評価したが、引き続き物価目標の達成等のためには、大規模な金融緩和の継続が必要であることを強調した。ただ、今回の声明から「目標達成のために正当化されるなら、理事会は利用可能なあらゆる措置を活用して行動する」との文言を削除した。この理由については、「デフレリスクに促された一段の措置の導入に向けた緊急性がもはや存在しないことを示唆するために削除された」と説明した。今回の声明での物価の評価については、「総合的なインフレは主にエネルギー価格と食料価格によって再び加速した」が、「基調的なインフレ圧力は引き続き落ち着いている」との判断を引き続き示した。また、「潜在的なインフレ圧力が強まり、中期的に総合インフレを支えるには、きわめて大規模な金融緩和がなお必要とされている」と強調した。経済面では、「足許の景気拡大がさらに強まると確信している」とした。その背景として、「投資の回復は、きわめて望ましい金融条件と企業収益の改善によって、引き続き促進されている」うえ、「継続的な雇用の回復は、家計の実質可処分所得の増加を通じ、民間消費を下支えしている」ことなどを指摘した。しかしながら、こうした評価をしつつも、「構造改革の停滞や複数のセクターで残っているバランスシート調整によって、成長の勢いが削がれる可能性がある」との慎重な見方も示した。また、「経済見通しを巡る顕著なリスクはやや薄れてきているが、主に海外要因により引き続きリスクはダウンサイドに傾いている」との警戒感も示した。そのうえで、「こうした経済分析の結果と金融市場の分析からくるシグナルのクロスチェックからは、遅滞なく2%弱のインフレ率回復を確実にするためには大規模な金融緩和の継続の必要性が確認できた」として、現行の政策を据え置

いたとした。

- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、引き続き景気が持ち直し基調を続けるとみられているが、その成長ペースは緩やかであり、基調的な物価の上昇も今のところ緩やかであると見込まれていることなどから、資産購入ペースが鈍化する可能性はあるものの、現行の政策を維持すると予想されている。また、各国で重要な選挙が実施されることや、ユーロ圏内の金融機関の経営不安なども取り沙汰されていることなどから、金融市場の不安定化に繋がる可能性や経済への影響等を見極める必要があることも、こうした見方の背景にある。さらに、3月の理事会で、声明文から、「目標達成に向け正当化されるのであれば、責務の範囲内で利用可能なあらゆる金融政策を活用して行動する」の文言が削除されたが、これにより一段の緩和措置の導入に対する姿勢が低下したと市場では受け止められている。一方、物価の上昇や堅調な景気拡大がみられているドイツを中心に、現行の緩和策を継続することに対する反対姿勢が強まっていると指摘されている。今後、ユーロ圏の景気回復がより堅固であることが確認され、雇用環境の改善による賃金の上昇等に伴う基調的な物価上昇圧力が一段と強まる可能性があれば、今後、量的緩和策の縮小に対する圧力が強まるといった観測がみられている。こうした中、早ければスタッフ経済見通しが更新される6月の理事会で、政策金利に関するフォワードガイダンスの修正が行われたり、テーパリングに向けた議論が始まるといった指摘もある。このため、現行の資産買入プログラムの期限を迎える2018年1月からテーパリングが開始されるのではないかといった予想もみられている。この間、オーストリア中銀総裁が、資産買入プログラムが終了する前の利上げを排除しない発言がみられたことで、市場では先行きの利上げ観測も浮上している。このように、年後半には金融政策の正常化へ向けた対応が進められる可能性を想定する市場の見方が強まってきている。
- 英国経済をみると、10~12月期の実質GDP（確報値）は前期比+0.7%と改定値（同+0.7%）と同じとなり、7~9月期（同+0.6%）、4~6月期（同+0.6%）の伸びを上回った。景気は16四半期連続で拡大している。10~12月期の個別項目をみると、設備投資（同 Δ 0.9% $<$ 7~9月期同+0.4% $>$ ）がマイナスとなったが、個人消費（同+0.7% $<$ 7~9月期同+0.8% $>$ ）が堅調な伸びを持続したほか、輸出（同+4.6% $<$ 7~9月期 Δ 2.1% $>$ ）も成長に寄与した。
- 英国経済については、景気がEU離脱選択後も減速しなかった理由として、ポンド安が輸出、観光にプラスに働いたことが指摘されている。しかし、先行きについて、市場では、減速感が一旦強まり、先行き不透明感が景気の重石となるとみられている。こうした要因としては、困難な離脱交渉が始まったことにより、投資や雇用に影響が及び始め、内需の伸びが鈍化すると予想されている。また、これまでのポンド安やエネルギー価格上昇による物価の上昇が家計の実質購買力の低下に繋がり、これが個人消費の伸びを抑制するともみられている。この間、輸出面では、米国の景気が回復基調を続けるとみられていることや、ポンド安による価格競争力の向上が見込めることなどから、景気の下支え材料として期待されているが、EU

離脱に伴う貿易交渉の難航や、欧州での政治的なリスクに伴うユーロ圏経済への影響等による下振れも懸念されている。

この間、EU単一市場からの完全撤退が表明されたことにより、今後の交渉次第ではあるが、仮に「ヒト・モノ・カネ・サービス」の自由移動が制限されるようになるようであれば、海外企業は英国での新規投資や新規雇用に一段と慎重になり、英国拠点の移転などを含めた動きが強まることなどに伴う英国経済への影響も懸念されている。

- 英国の3月の消費者物価指数は前年比+2.3%と前月（2月同+2.3%）と同じ2013年9月以来高めの伸びとなった。ポンド安の影響を受けた輸入品価格の上昇が引き続き高めの伸びに繋がっている。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消費者物価も前年比+1.8%と、2014年6月以来の2%台に乗せた前月（2月同+2.0%）の伸び率を下回った。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、以前下落した原油価格の持ち直しやポンド安による輸入物価の上昇などを背景に、引き続き強含みで推移すると予想されている。インフレに関する市場予想では3%程度まで上昇するといった見通しがみられている。ただ、原油価格の上昇に一服感が窺われていること、英国の景気が減速する可能性が指摘されていることなどから、上昇圧力は一旦落ち着くのではないかとといった予想もみられている。
- BOEは、3月16日に金融政策委員会の結果を発表し、政策金利を0.25%に据え置くことを賛成8反対1で決定した。反対の1名は25bpの利上げを主張した。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、経済については、「総需要が、家計の実質所得の低下による支出の減少から、年内のうちに減速すると予想している」との見通しを示した。ただ、「消費の減速は、昨年のポンド相場下落と最近の世界経済の持ち直しを受けた純輸出が下支えとなるなど、その他の需要項目で相殺される可能性はある」とし、経済が減速の一方向にあるのではないとの認識も明示した。物価については、ポンド下落による影響を主体に、「消費者物価は先行き数か月のうちに2%の物価目標を上回り、2018年の初頭には2.75%のピークに達したあと、緩やかに目標に向かっていく」と予想しているとした。こうした中、「委員会はインフレが物価目標に回帰する速度と、雇用と経済活動を支える金融政策のバランスをとっていく必要がある」とした。そのうえで、「経済成長に弾みがつくようであれば直ちに引き締める必要がある」一方、「経済活動が予想以上に急減速すれば追加緩和が視野に入る」として、利上げ、利下げのいずれの方向にも対応することを引き続き強調した。
- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、暫く様子見姿勢を維持するとみられているが、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あるため、金融緩和と引締めいずれの対応もあり得る展開も予想されている。BOEは消費者物価上昇率が物価目標の前年比+2.0%を一時的に超過することを容認する方針のようであるが、今後、ポンド安

や原油価格の上昇等により、物価上昇率が物価目標を大きく上回って加速するリスクが高まる場合には、利上げがあり得るとみられている。その一方で、EU離脱に伴う影響等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、利下げなどの追加金融緩和策を行なうと予想されている。そうした中で、EU離脱交渉の開始に伴う先行きの不透明感がある中、BOEは实体经济の安定を維持することを優先し、物価については目標からの一時的なオーバーシュートを許容するといった指摘もみられている。

- 米国経済をみると、10~12月期の実質GDP（確報値）は前期比年率+2.1%と改定値（同+1.9%）から上方修正された。個人消費が+3.5%（改定値同+3.0%）に上方修正され、堅調さを維持している。GDPから在庫と貿易を除く国内最終需要は同+2.8%（改定値同+2.6%）となり、内需中心の景気拡大が続いている。
- 米国の3月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+9.8万人（2月同+21.9万人）と小幅の伸びとなった。この背景として、暖冬の影響で雇用の増加がみられていた建設業、製造業、レジャー産業などで天候要因により増勢が鈍化したことなどが挙げられている。失業率は4.5%と前月（2月4.7%）から低下し、2007年5月以来の低水準となった。時間当たり賃金は前年同月比+2.7%と前月（2月+2.8%）から低下した。
- 米国経済の先行きについて、市場では、基調としては、堅調な個人消費を牽引役とする景気回復が続くと見込まれている。ただし、トランプ政権の政策運営に左右される可能性が高いともみられているが、経済政策が現時点では不確実性が強いことや、政策遂行面で混乱がみられていることなどから、見極めが難しいとの見方が多い。個人・法人に対する減税やインフラ投資の促進などが景気拡大を加速させる可能性がある。一方、保護主義的な通商政策、移民抑制策などの景気にマイナスとなる懸念も心配されている。今後、トランプ政権の政策動向やその影響が現れてくる時期などを注意深く見守っていく必要がある。この間、FRBによる追加利上げの影響については、今のところ緩やかな利上げ（年3回程度）が想定されている中ではその影響は限定的とみられている。
個別項目をみると、個人消費は、雇用の改善ペース鈍化や物価上昇による実質所得への影響などから拡大ペースは緩やかになる可能性があるとの予想もみられているが、良好な雇用・所得環境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。この間、トランプ政権による減税が実施されれば消費の押し上げ要因となる一方、減税内容が期待外れであったり、先行きの政策に対する不安が生じた場合には、消費を抑制する可能性があるとも指摘されている。住宅投資については、今後FRBの利上げ等による金利上昇が持続する場合には、住宅ローン金利が上昇していくことによる影響が予想されるものの、雇用・所得環境の改善が続いていることなどが、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、トランプ政権の政策運営に対する不確実性が抑制要因となる可能性があるものの、内需が堅調に推移していること、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。そうした中、仮に法人税減税や規制緩和が実施されるようであれば、設備投資にプラスに働く可能性があるが指摘されている一方、金利上昇やドル高の進行により、投資マインドを後退させるといった指摘もみられている。輸出については、景気の持ち直しが続いているユーロ圏向け等が全体を下支えするとみられているが、中国との関係悪化やFRBの利上げによる新興国での資金流出の懸念による経済への影響などから、伸び悩む可能性もあると予想されている。

- 米国の物価動向をみると、2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%（1月同+0.3%）、前年比+2.2%（1月同+2.3%）の伸びとなった。家賃が2か月連続で上昇したが、新車の価格が下落したほか、1月に大きく値上がりした衣類が落ち着いたことで物価の伸びがやや鈍化した。総合では前月比+0.1%と前月（1月同+0.6%）の伸びを下回った。家庭用食品（同+0.3%）が2015年6月以来の伸びとなったが、ガソリン価格（前月比△3.0%＜1月同+7.8%＞）の下落が全体の上昇幅を抑制した。総合の前年比は+2.7%（1月同+2.5%）と伸びが高まっており、2012年3月以来の上昇率を示した。また、2月の個人消費支出価格指数をみると、コア指数（除く食料品・エネルギー）は前月比+0.2%（1月同+0.3%）と伸びが鈍化した。前年比では+1.8%（1月同+1.8%）と前月と同じ伸び率となった。総合は前月比が+0.1%（1月同+0.4%）と伸びが鈍化した。前年比では+2.1%（1月同+1.9%）と2012年4月以来の伸びとなった。
- 米国の物価の先行きについて、市場では、上昇傾向が続くとみられている。以前下落した原油価格の持ち直しに伴うエネルギー価格の上昇がみられている。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と予想されているほか、労働市場のタイト化に伴う賃金の上昇が今後の物価上昇要因として注目されている。さらに、トランプ大統領による経済拡大政策の影響については、今後本格的に実施された場合には、先行きの物価の上昇を加速させるといった観測がみられている。
- 3月14、15日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を25bp引き上げて0.75～1.00%とすることを賛成9反対1で決定した。保有する債券の償還元本の再投資は継続することを決定した。今次の利上げ局面は2015年12月にスタートし、利上げの決定は昨年12月に続いて3回目となる。委員会後に発表した声明文では、経済、労働市場について引き続き前向きな評価をした。今回は物価についてより前向きな評価が窺えた。経済面では、「経済活動は緩やかなペースで拡大し続けている」と前回の景気認識を据え置いたが、個別項目で設備投資について、前回の「引き続き軟調だった」から、今回は「幾分か改善されたように見受けられる」と評価を引き上げた。労働市場は、「引き続き力強さを増した」との評価を続けた。物価については、「インフレ率はここ数四半期に上昇してきており、委員会の中長期的な目標である2%に近づいている」との前進した評価が加わった。ただ、「エネルギーと食品の価格を除くとインフレ率はほぼ変わっておらず、引き続き2%をやや下回る水準での推移が続いた」とした。

物価見通しの面では、前回の「インフレ率は中期的に2%に向けて上昇する」としていたのを、今回は「インフレ率は中期的に2%程度で安定すると見込んでいる」と評価した。さらに、「対称的な (symmetric) インフレ目標との比較で、実際の進捗と予想されるインフレを注視する」とした。この意味合いについては、市場では、2%を多少上振れても利上げを急がない姿勢を示したと受け止める見方や、物価が目標をオーバーシュートすることもアンダーシュートすることもいずれも望ましくないという意味合いであると捉える向きもある。金融政策については、「金融政策のスタンスは引き続き緩和的」であるとの文言を維持した。利上げの方向性については、今回は「委員会は、経済情勢の改善がFF金利の緩やかな上昇によって進展する」とし、前回の「FF金利の緩やかな上昇の場合に限って進展する」との表現を幾分改めた。こうした下で、「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慎重な判断を据え置いた。

なお、利上げに関するFOMC参加者の予想では、2017年については、17人中9人が今回を含めて3回を想定しているとの結果となり、昨年12月時（6人）から3回とみる参加者が増えている。また、政策金利の予測中央値は2017年が1.375%と昨年12月時と同様となっており、0.25%ポイントの追加利上げが3回あると引き続き想定されている。今回の利上げ後、年内はあと2回の引上げが見込まれている。

- イエレン議長は委員会後の記者会見で、今回、「緩やかに金融緩和の程度を減らしていく決定をさらに行ったのは、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引き続き前進したことの表れである」とした。また、「経済状況が予想通りに進展している」との見方に沿った決定であり、「経済見通しや金融政策の適切な道筋の見直しを反映したものではない」と強調した。さらに、「緩和の縮小を遅らせ過ぎると、将来急激な利上げが必要となり、金融市場を混乱させ、経済を不況に落ち込ませる可能性があるとの見方を反映したものである」との認識も示した。今後の金融政策の方向性については、「今回の利上げ後も緩和的で、雇用市場のさらなる幾分の改善とインフレ率の2%への回復を支える」と明言した。保有する債券の償還元本の再投資については、「慎重な事前の準備として、再投資方針の最終的な変更に関する幾つもの課題を今回は議論したが、結論は出されなかった」と説明した。
- その後、4月5日に発表された3月のFOMC議事録では、「経済が想定通りに推移すれば、大半の参加者はFF金利の緩やかな上昇が続くと見込んでおり、FOMCの再投資に関する政策の変更は年内にも適切になると判断した」との記述があった。また、ほぼ全員のメンバーが「バランスシート縮小のタイミングは、経済や金融の状態に基づいて決まる」との意見で一致し、「財務省証券とMBSの両方について段階的、あるいは一時に規模を縮小することが望ましい」とするなど、バランスシート縮小に関して踏み込んだ見解が示された。
- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、3月のFOMCでの参加者の金利見通しや声明文

などから、緩やかな利上げの方向性に変化はないとみられている。また、景気の緩やかな回復と労働市場の持続的な改善が続いており、物価上昇率も緩やかに上向いてきているなど、景気や物価に過熱感が窺われていないことも、こうした見方を後押ししている。2017年における利上げは、3月の引上げ後、標準的なシナリオとして、25bpの利上げがあと2回行われるとの見方が多い。今後は、議長の記者会見が行われる6月、9月、12月のFOMCが注目されると現時点ではみられている。米国経済の良好な環境や金融市場の安定などが続けば、6月の可能性もあるといった見方もある。ただ、この場合には、FRBの利上げペースが加速すると受け止められる可能性があり、これを受けて急激な長期金利の上昇やドル高に繋がり、市場が混乱する繋がる可能性もあるため、FRBとしては景気・物価動向を十分に見極めてうえで、慎重に対応するといった指摘もある。また、賃金や物価の上昇がまだ緩やかであることから、6月は見送られるとの見方もある。その場合には、9月と12月の利上げが有力視されることとなるとみられている。

量的金融緩和策として2014年10月末まで買い入れてきた国債などについては、これまでのところ満期償還資金の再投資を続け、資産規模を維持しているが、資産規模縮小の時期や方法について議論を深め、早ければ年内に開始される可能性があるといった見方が3月のFOMC議事録の公表を受けて強まっている。

ただ、このような標準的なシナリオが予想されているものの、今後のトランプ政権の政策次第では、経済・物価情勢に大きな変化が起こり、FRBの金融政策を左右す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、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、利上げの頻度や幅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す懸念があり、利上げに踏み切れない可能性もある。こうした国内要因に加え、欧州における重要選挙の結果などを受けて、国際金融市場が大きく混乱した場合にも、FRBの利上げが抑制されるとみられている。

- 日本経済の先行きについて、市場では、緩やかな持ち直しが続くと予想されている。こうした背景には、経済対策等による公共投資の増加が後押しとなるほか、在庫調整が進展している中で円高一巡や生産の持ち直しなどに伴う企業活動や業績への好影響が期待されていること、個人消費が弱いながらも底堅さを維持していること、などが挙げられている。もっとも、個人消費や設備投資などに力強さが窺われない牽引力不在の状況が続くとも見込まれ、景気の浮揚感に欠ける展開が続くとも指摘されている。この間、米国経済が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回復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。
- 個別項目の動向をみると、個人消費は、底堅さを維持している中、労働需給の引き締まりを背景とした雇用・所得環境の持続的な改善などにより、今後の持ち直しが期待されている。ただ、賃金の伸びが鈍いこと、物価上昇に伴う実質購買力の低下が心配されること、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ことなどから、持ち直

すとしても力強さに欠けるとの慎重な見方も少なくない。住宅投資面では、雇用環境の改善が引き続きみられている中、低水準の住宅ローン金利などが下支えとなることが期待されている。もっとも、販売価格の上昇による需要減やこれまで高い着工水準が続いた貸家の供給過剰感に加え、人手不足による着工の遅れなど、住宅着工の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、企業の調達金利が低水準にあること、輸出・生産の持ち直しや円高修正等による企業収益の増加が期待できること、人手不足が深刻化していることなどを背景に、更新投資や省力化・自動化投資により、持ち直しが続くことが期待されている。ただ、内需が力強さに欠けているうえ、ランプ政権の動向や欧州での政治リスクなど内外環境を巡る先行きの不確実性などから、製造業での投資手控えや先送りによる下振れリスクの可能性も指摘されている。輸出は、米国経済など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ことなどから、緩やかな伸びが期待されている。もっとも、米国での保護主義による影響の可能性、欧州主要国での重要選挙などの政治要因に伴う経済への影響の可能性等先行きの不透明感もあって、不安定な展開が見込まれるといった指摘もされている。公共投資については、政府の経済対策の効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しとなって、増加が見込まれている。

- 国内物価の先行きについて、市場では、以前下落したエネルギー価格の持ち直し分で押し上げられると見込まれるほか、昨年秋以降の円安の影響もあって、コア消費者物価（生鮮食品を除く総合）は今後プラス圏で推移するとみられている。また、人件費の上昇などを受けたサービス価格の上昇も物価の押し上げに寄与すると指摘されている。ただ、先行きも不透明感などによる家計の節約志向が物価下押しに作用するとみられていること、そうした中で企業がコストの上昇を消費者に多くを転嫁するのが難しいとみられていること、また、全般的な賃金の上昇力が弱いこと、さらには、円安と原油価格上昇の動きに一服感がでていることなどから、物価の上昇は緩やかなペースに止まるとの見方が多い。
- 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、日銀の景気の総括判断や金融市場の動向をみる限り、日銀が追加緩和を講じる必要性は低下しているとみられている。また、円相場と原油価格次第では年内に消費者物価が1%近くまで上昇するといった見通しがみられていることも、こうした見方を後押ししている。ただ、その一方で、最重要課題である2%の物価目標については達成が困難であるとみられていることなどから、当面、現状の緩和策を粘り強く維持し続けるとの見方が多い。また、米国での追加利上げの継続と財政拡大見通しによる日米金利差の拡大とそれに伴うドル高傾向の展開が暫く続くと予想されていることもあって、現状維持の対応が続くと市場の観測もみられている。こうした中、政策の枠組みについては、イールドカーブ・コントロールによる10年金利の操作目標が年後半に引き上げられるといった予想がみられている。しかし、金利操作目標の引き上げが、長期国債の買入れの限界であると捉えられかねないこともあって、現行のイールドカーブ・コントロールは2017年中においては据え置かれるとの見方もあり、予想は分かれ

ている。また、保有残高の増加ペースについて年間80兆円を目途としている国債買入れについては、操作目標を「量」から「金利」に戻したことや、これまで年間の国債発行額に相当するペースでの買入れを続けてきたことから、80兆円の達成が困難になるとの見方もあり、いずれ減額を迫られるとの予想も根強くみられている。

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