

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は6月の月例経済報告で、景気の基調判断について、前回の「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」から、今回は「緩やかな回復基調が続いている」とし、2016年12月以来の上方修正を行った。主要個別項目では、個人消費（「総じてみれば持ち直しの動きが続いている」→「緩やかに持ち直している」）、設備投資（「持ち直しの動きがみられる」→「持ち直している」）、住宅建設（「弱含んでいる」→「このところ横ばいとなっている」）、公共投資（「底堅い動きとなっている」→「底堅さが増している」）について、それぞれ判断を引き上げた。
- 日本銀行は6月15、16日の金融政策決定会合後に公表した景気の現状判断を、「緩やかな拡大に転じつつある」に据え置いた。個別項目では、個人消費の判断を、前回の「底堅く推移している」から、今回は「底堅さを増している」に引き上げた。
- 日銀が7月3日に発表した短観（6月調査）をみると、業況判断面では改善の動きが続いており、また、設備投資計画は製造業で前向きな計画がみられるなど、総じてみれば、景気は緩やかであるが着実に改善していることが確認されたとみられている。
最近の業況判断DIをみると、大企業・製造業では「+17」と+5ポイントと、3四半期連続で改善した。世界経済の持ち直し傾向などを映じ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「+23」と+3ポイントと、6四半期振りに改善がみられた前回に続き上向いた。個人消費の持ち直しなどから、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「+7」で+2ポイント、また、非製造業が「+7」で+3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（「+15」、△1ポイント）、非製造業（「+18」、△5ポイント）、中小企業の製造業（「+6」、△1ポイント）、非製造業（「+2」、△5ポイント）とも悪化を見込んでいる。米国における利上げやトランプ政権による政策の影響、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△3.3%＜2016年度実績同△0.5%＞）、非製造業（同△2.7%＜2016年度実績同+5.7%＞）とも、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+15.4%（修正率+7.6%）と前年度（2016年度実績同+4.3%）を大幅に上回る計画となっている。大企業・非製造業でも同+3.7%（修正率+1.2%）と前年度（2016年度実績△5.4%）を上回る計画となっている。この結果、大企業・全産業では同+8.0%（修正率+3.6%）となり、前年度（2016年度実績△2.1%）のマイナスからプラスに転じている。

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+0.8%（前回+0.7%）」、「3年後+1.0%（同+1.1%）」、「5年後+1.1%（同+1.1%）」と、1・3年後の見通しがやや高まったが、物価上昇感はさほど高まっていない。

- 総務省が発表した5月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は、前年同月比+0.4%（4月同+0.3%、3月同+0.2%）と5か月連続でプラスとなり、徐々に伸び率が高まっている。ガソリンなどの上昇幅が縮小したものの、電気代の上昇幅が拡大したほか、都市ガス代などの下落幅が縮小し、エネルギーにより上昇幅が拡大した。総合は同+0.4%（4月同+0.4%）と8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およびエネルギーを除く総合ベースは前年比0.0%（4月同0.0%）と引き続き横這いに止まった。

2. 金融政策

- 日銀は、6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、6月16日の決定会合後の定例記者会見で、物価、国債買入れ、出口戦略について次のような発言を行った。物価については、「潜在成長率を上回る経済成長が続き、需給ギャップが改善している割には、物価上昇率がなかなか高まらない」との認識を述べた。もっとも、「このところ、有効求人倍率がバブル期のピークを超え、失業率が2%台後半まで低下するなど、労働需給の引き締まりが一段と明確になるもとの、賃金上昇圧力は着実に高まっている」と評価し、「こうした賃金の上昇は、次第に販売価格やサービス価格の上昇につながっていく」点を踏まえると、「わが国の物価上昇率は、先行き、緩やかに高まっていく」との考えを強調した。国債買入れについては、「保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしているが、実際の買入れ額は、金融市場の状況に応じて、ある程度の幅をもって変動する」ため、「実際の国債買入れ額はあくまでも、適切な金利誘導という方針に基づいて国債買入れを運営している結果である」との従来からの説明を繰り返した。国債の買入れは、「『イールドカーブ・コントロール』という形で金利をターゲットにしてやっている」ことであり、「購入額はいわば内生変数として出てくるわけで、様々な状況によって上下に変動するもの」としたうえで、80兆円のめどは変えないとした。出口戦略の面では、「あくまでも2%の『物価安定の目標』が達成され、安定的に推移する状況のもとで出口というものがある」ため、「今の時点で具体的に出口の手法とか順序を示すのは、なかなか難しいし、またそのもとの収益の状況等について具体的なシミュレーションを示すのは、却って混乱を招くおそれがある」として、引き続き時期尚早との考えを繰り返した。ただ、量的金融緩和の「正常化プロセスを議論する場合には、通常、短期金利をどう操作していくかということと、バランスシートをどのように調整していくか、つまり国債の買入れとか、そういうことをどのように変えていくかということが焦点になる」ことを指摘した。また、出口の局面で

日銀の財務が赤字や債務超過等の可能性やその場合の影響については、「それは色々な前提の置き方次第ではそうなり得る」が、「より一般的には、中央銀行は継続的に通貨発行益が発生する立場にある」ため、「長い目でみれば、必ず収益が確保できる仕組みとなっているので、短期的な収益の振れがあっても、そのことで中央銀行や通貨の信認が毀損されることはない」と、いくつかの点でこれまでより具体的な発言を行っている。

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、7月初頭の無担保コール 0/N 加重平均レートは△0.06%から始まり、マクロ加算残高の余裕枠を埋めようとする動きが一部でみられていることから、加重平均レートは徐々に上昇している。

(2) オープン市場

- レポ市場では、GC T/Nは6月末に絡む取引でレートが低下したものの、月末要因がなくなった後は△0.05%前後での出会いとなった。直近ではオファーサイドが消極的となっており、レートは急低下している。
- 短国市場では、日本銀行による短国買残高が減少し続けているため、レート水準が上昇しているものの、残高減少のペースが緩やかとなる兆しがみえており、直近では3M～1Y物全てが△0.10%前後での推移となっている。7日の短国買入オペは、10年債利回り上昇抑制のための指値オペ、輪番増額に歩調を合わせたとみられ、市場予想より多めの15,000億円でオファーされた。
- CP市場では、6月末の残高は15兆801億円と、前月（15兆4,240億円）比では減少したものの、ノンバンク業態が2か月連続で過去最高残高を更新したこともあり、前年（13兆5,683億円）比では大幅に増加した。ディーラーの買い意欲は強く、直近の発行レートは0%近辺での推移が続いている。

4. 今後の見通し等

- ユーロ圏経済をみると、1～3月期の実質GDP（確報値）は前期比+0.6%と改定値（同+0.5%）から上方改定された。伸び率が高まる中（10～12月期同+0.5%、7～9月期同+0.4%）、16四半期連続でプラス成長が続いている。総固定資本形成が前期比+1.3%と高めの伸びとなった。
- ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、域内需要主導の回復基調が続くと予想されている。また、これまでの緩やかな回復に比べ、回復テンポが加速することも期待されだしてきている。この要因としては、個人消費が雇用環境の改善を背景に、良好な消費者心理に支えられていることもあって、持ち直しが続くとみられていることが指摘されている。また、設

備投資が、企業業績の好調や高めの稼働率がみられている中、緩和的な金融環境などが下支えとなって、増加傾向での推移が見込まれていることもこうした背景に挙げられている。こうした良好な内需に加え、輸出面では、米国の景気の拡大持続を中心に世界経済の緩やかな持ち直しが景気を後押しすると期待されている。この間、オランダ議会選挙やフランス大統領選挙の結果などを受けて、ユーロ圏での政治リスクの後退が期待されだしていることも、景況感の改善に繋がるとみられている。

ただ、下振れリスクとしては、賃金の伸び悩みなどが個人消費に影響する可能性があるとの指摘がみられている。また、地政学的リスクやテロのほか、債務問題などを巡る金融市場の混乱の可能性などから、企業および家計のマインドが悪化することを通じて、实体经济に悪影響が及ぶリスクも懸念材料として挙げられている。さらに、ECBが金融緩和の段階的な縮小に向けた検討を開始する可能性がある中、緩和的な金融環境の変化による経済への影響についても留意する必要が先行き展望されるとの見方もでてきている。

- ユーロ圏の6月の消費者物価指数(速報値)は、前年比+1.3% (5月同+1.4%、4月同+1.9%)と伸び率の鈍化が続いた。エネルギー価格の上昇ペースが減速したことが要因となっている。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+1.1% (5月同+0.9%、4月同+1.2%)と伸びを高めた。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、ここからの物価のさらなる上向きのトレンドは弱いとみられている。これは、原油価格の上値が重い展開が続いており、エネルギー価格の前年比の押し上げ寄与が徐々に縮小していくことが一つの要因として挙げられている。また、賃金の伸び悩みによる内生的なインフレ圧力が高まらないことも大きな要因として指摘されている。こうした状況下、総合的な物価はゼロ近辺の推移を脱して1%台後半まで回復したが、この動きはここからは鈍化していくとみられている。また、1.0%前後で推移している基調的な物価は伸び悩むことが見込まれている。
- 欧州中央銀行(ECB)は6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、資産買入プログラムについて、4月からの月額600億ユーロの買入を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。一方、フォワードガイダンスについては、「金利は引き続き、相当の期間、資産購入の期限以降も、現在の水準に据え置かれると想定している」とし、前回までみられた「より低い水準も予想される」との表現を削除した。これにより、今後の追加利下げは想定していないとの立場を示した。ドラギ総裁は、理事会後の記者会見で発表した声明文で、経済面では一段と前向きな評価をした一方、物価面では引き続き慎重な見方を示した。ユーロ圏経済については、「勢いの強まりが確認できている」状況であり、「その勢いは、これまでの想定よりも加速することが予想される」と評価した。そのうえで、「成長見通しに対するリスクは概ね均衡状態にある」

とし、ダウンサイドリスクについての言及をなくした。ただ、「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はある」とし、また、「主に海外要因によるダウンサイドリスクは引き続き残っている」との慎重な見方は維持した。物価については、「総合的なインフレは、今後数か月、現在の水準で推移する」可能性が高いとし、また、「基調的なインフレは低く止まり、上向き基調にあるとの確信に至らない」との認識を示した。こうした慎重な見方の背景には、「国内物価と賃金の形成において、未使用の資源が未だに重石となっている」ことがあると指摘した。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、2%弱のインフレ率の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。また、「インフレ見通しが好ましくなくなるか、金融情勢がインフレ目標の達成に適さない状況となれば、資産購入プログラムについて規模や期間を拡大する用意がある」との考えを示した。

なお、ドラギ総裁は会見の中で、追加利下げの文言を削除した理由については、「超低インフレのリスクが後退したためである」とした。ただ、「こうしたリスクが再び台頭すれば、もちろん金利を引き下げる用意がある」とも述べた。

- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、6月の定例理事会の内容から、追加緩和の可能性は大きく後退したが、基調的なインフレが落ち着いていることなどから、ECBは緩和的な金融環境の解除を急がない姿勢を維持すると見込まれている。ただ、今回の声明文の修正は、年内の量的緩和縮小への移行を示唆するアナウンスであるとも受け止められており、また、6月理事会の議事録で量的緩和の見直しが協議されていたことが判明したこともあって、ECBは非常に慎重かつ漸進的に政策の正常化プロセスを開始するといった予想がみられている。こうした見方を確認するため、今後、市場では、今年12月末まで月額600億ユーロ（7.4兆円）のペースで続けている資産買入プログラムについて、7月以降の定例理事会で、来年からの買入方針の議論がどのようになされるかが、一つの関心事となっている。こうした見方の中には、9月あるいは10月に12月以降のテーパリングを公表し、来年から買入額を順次縮小する可能性があるとの予想がみられている。ただ、その一方で、政策金利については現在の水準で暫く据え置き、緩和的な金融環境の維持に努めるのではないかとといった指摘もみられている。テーパリングの方法については、予め決められたスケジュールで減額する方法と、その時々で減額の規模や有無を決定する方法が考えられるが、2018年に物価がどの程度上向いていくかについてはECBでも確信が持てない可能性があるため、後者を選択するのではないかといった憶測もみられている。利上げについては、物価に対するECBの慎重な見方に鑑みると、現行の相当程度の金融緩和を維持しつつ、慎重に緩和の解除を見極めていく姿勢を暫く維持するとみられており、利上げの開始が視野に入ってくるのは2018年に入ってからであると予想されている。
- 英国経済をみると、1~3月期の実質GDP（確報値）は改定値と同じ前期比+0.2%となった。それまでの高めの成長率（2016年10~12月期同+0.7%、7~9月期同+0.5%、4~6月期同+

0.6%)から大幅に減速している。家計支出が+0.4% (10~12月期同+0.7%)と鈍化した。EU離脱を決定した昨年の国民投票後の物価上昇が家計支出に影響してきている。

- 英国経済の先行きについて、市場では、物価上昇や先行き不透明感の高まりなどが景気の重石となるとみられていることから、減速した状態が暫く続くと予想されている。家計部門をみると、昨年6月の国民投票後も底堅く推移してきたが、賃金の伸び悩むなか、ポンド安等による物価の上昇が進行したことなどから、家計の実質購買力が次第に低下してきており、個人消費は今後とも低下するとみられている。また、6月の総選挙結果を受けて、今後のEU離脱交渉がさらに難航するとみられており、企業部門での投資意欲が一段と低下する可能性があることなどが予想されている。今後、ポンド安の影響が薄れ、物価が落ち着くようであれば、個人消費などで底堅い成長を取り戻す可能性もあるが、離脱交渉の不確実性が一段と大きくなり、交渉が長引くことによる景気へのネガティブな影響は続くと予想されている。この間、今後の通商交渉次第で、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や、ロンドンの国際金融センターとして地位が低下すること、などに伴う英国経済への影響が懸念されている。
- 英国の5月の消費者物価指数は前年比+2.9% (4月同+2.7%)と2013年6月以来の高い伸びとなった。ポンド安による輸入品価格等の上昇が引き続きみられており、食料品価格の上昇率が高まった。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消費者物価も前年比+2.6% (4月同+2.4%)と高めの伸びとなった。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、景気の減速が物価を抑制する方向に作用するとみられるものの、ポンド安が物価押し上げ圧力としてより強く反映されると見込まれていることなどから、今暫く強含みで推移する可能性が高いと予想されている。消費者物価は3%台まで上昇するといった見通しがみられている。ただ、原油価格の上値が重い展開が続くとみられているほか、国内景気の減速やEU離脱交渉への不安等から、企業の賃金引き上げも慎重な姿勢を維持していくと見込まれているため、ポンド安の影響が弱まってくれば、物価の頭打ちないしはある程度の低下も、年後半から来年にかけて予想できるといった見方もある。
- BOEは、6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%に据え置くことを賛成5反対3で決定した。反対の3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、物価については、「5月の消費者物価指数は、委員会の見通しを上回る前年比+2.9%となったが、秋頃には物価上昇率が+3%を上回る可能性がある」との見通しを示した。また、「ポンド安が進展していることで、消費財価格やサービス価格を通じて、物価が長期にわたって目標を上回り続ける可能性がある」と指摘した。経済については、「第1四半期のGDPは、家計の消費支出の弱さを反映して、伸びが大きく鈍化し

た」とした。ただ、「家計以外の部門では、輸出関連指標が、ポンドの下落と世界経済の回復によって、強くなっている」ほか、「設備投資が、多くの調査によれば、好調を続けている」ため、「第2四半期の成長率は緩やかな回復を示唆している」との見方を示した。金融政策の運営については、「委員会に付託された任務に基づいて、現状の非常に特殊な環境の中で、持続的なインフレに戻していく速さと雇用および経済活動の下支えというトレードオフをバランスさせる必要がある」とした。そうした中で、「今後、適切な金融政策スタンスを判断する上で主要な検討事項となるのは、インフレ圧力の動向に加え、軟調な消費の継続性とそれがその他の需要項目によってどの程度相殺されるかである」と指摘した。政策金利については、「すべての委員会参加者は、いかなる金利の上昇も緩やかかつ限定的となると予想している」と強調した。

- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、見通し難が一段と強まっているものの、現状では、BOEは、景気と物価の両面を睨みながら、暫く様子見姿勢を維持せざるを得ないのではないかとみられている。こうした背景には、BOEがインフレ率は年内においては上昇し続けるが、2018年以降には伸び率が低下すると予想していること、また、原油価格の上値が重いこともあって、市場でも年後半から来年にかけて物価の頭打ちないしはある程度低下すると予想されていること、などが挙げられている。BOEは、物価目標の2%を上回ることを容認する姿勢を示しており、賃金が伸び悩んでいることなどにより、現時点で物価の高騰が長期化することはないとの判断の下、現状維持を続ける可能性が高いのではないかとみられている。また、総選挙後の政局の混乱等により、BOEは政策変更にも慎重になるとの見方も出ている。カーニー英中銀総裁は、6月20日に行われたマンションハウススピーチで、今は金融政策を調整する時ではないと述べたこともこうした見方を後押ししている。
- ただ、6月の金融政策委員会で、政策金利の現状維持が決定されたものの、BOE内で意見の相違が鮮明になったこともあって、金融政策の先行きは一段と見通しづらくなったとの見方が増えている。今後、想定外の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り、BOEは、物価の安定と景気の下支えというトレードオフをバランスさせるための金融政策を迫られる難題に直面する可能性もあるとみられている。この先、EU離脱交渉の難航等によりさらなるポンド安の進展があれば、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懸念が予想され、利上げという選択肢を迫られる可能性があるともみられている。この場合には、景気減速下での利上げという難しい判断を迫られる事態が想定される。一方、物価の上昇やEU離脱交渉の難航に伴う影響等から景気が先行き大幅に後退する場合には、利下げなどの追加金融緩和策での対応を迫られる可能性もあるが、物価を無視しての利下げができるかについても、極めて困難な政策判断となるとの見方が多い。こうした中で、市場では、仮に次の政策変更があるとすれば、BOE高官による利上げを示唆する発言もあって、どちらかと言えば、金融緩和よりは利上げないし金融緩和策の軌道修正に動く可能性を指摘する向きの方が多いように窺われる。

○ 米国経済をみると、1～3月期の実質GDP確報値は前期比年率+1.4%と前期（10～12月期同+2.1%）から伸び率が減速する姿は変わらなかったが、改定値（同+1.2%）から上方改定された。個人消費（同+1.1%）が改定値（同+0.6%）から上方修正された。また、輸出（同+7.0%）も上方改定（改定値同+5.8%）された。GDPの項目の中で変動の大きい在庫と貿易を除いた国内最終需要は前期比年率+2.3%と改定値（同+2.1%）から上方修正された。

○ 米国の6月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+22.2万人（5月同+15.2万人）と20万人台の伸びを確保した。失業率は4.4%と、労働参加率の上昇もあって、2001年5月以来の低水準となった前月（5月4.3%）からやや上昇した。この間、時間当たり賃金は前年同月比+2.5%（5月同+2.5%、4月同+2.4%、3月同+2.6%、2月同+2.8%）と前月の伸びをやや上回ったものの、引き続き伸び悩んでいる。

○ 米国経済の先行きについて、市場では、景気の減速は一時的で、基調としては、内需主導の景気回復が続くと見込まれている。こうした背景には、下振れリスクを伴いつつも、個人消費の回復傾向が続くと予想されており、また、世界経済の持ち直しもあって設備投資が緩やかに持ち直していくと期待されている。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。こうした中、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、その影響度合いについては、経済政策の実施に対する不確実性が強まっていることから見極め難しくなっているとの見方が多い。このため、政策期待を背景に高まっていた家計や企業マインドが期待の剥落から悪化する可能性も指摘されている。また、トランプ政権を巡る政治の混乱も景気の下振れリスクとして懸念されている。

個別項目をみると、個人消費は、良好な雇用・所得環境が続いていることなどから、総じて堅調に推移するとみられており、トランプ新政権による減税が実施されれば消費のさらなる押し上げ要因となると期待されている。ただ、減税内容が期待外れであったり、先行きの政策や政権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、世界経済の持ち直し傾向がみられていること、企業業績の改善が見込まれていることなどから、持ち直し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とも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、世界経済の持ち直し傾向による効果が期待されている。

○ 米国の物価動向をみると、5月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前月比+

0.1%（4月同+0.1%、3月同△0.1%）と前月から横這いの低めの伸びに止まった。前年比では+1.7%（4月同+1.9%、3月同+2.0%）と、4月に2015年10月以来1年半振りに2%を割った後も、さらに伸びが鈍化し、2015年5月以来の低い伸びとなった。総合では前月比△0.1%（4月同+0.2%）とマイナスに転じ、今年に入り3月（同△0.3%）に続き2回目の低下となった。食品や住居費は上昇したが、エネルギー価格（同△2.7%）の低下が大きかったほか、衣料品や航空運賃も値下がりした。総合の前年比は+1.9%（4月同+2.2%、3月同+2.4%、2月同+2.7%）と伸びが引き続き鈍化した。

また、5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+0.1%（4月同+0.1%、3月同△0.1%）となり、前年比では+1.4%（4月同+1.5%、3月同+1.6%）と伸び率の鈍化が続いた。総合は前月比△0.1%（4月同+0.2%、3月同△0.2%）と再びマイナスの伸びとなった。また、前年比では+1.4%（4月同+1.7%、3月同+1.8%）となり、インフレ率の鈍化が続いている。

- 米国の物価の先行きについて、市場では、上昇要因があるが、今後の上昇力は弱いとも見込まれている。上昇要因としては、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に繋がると期待されている。ただ、賃金の上昇が今のまま伸び悩み、また期待インフレ率がこれまでのところ落ち着いていることもあって、物価の上昇圧力は弱いとの指摘もみられている。

- 6月13、14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1.00~1.25%とすることを賛成8反対1で決定した。今次の利上げ局面は2015年12月にスタートし、その後の利上げは昨年12月、今年3月に続いて今回が4回目となる。
保有する債券の償還元本の再投資は継続することを決めた。今回は継続を維持したが、今後については、「経済が予測通りに幅広い進展がみられるならば（provided that the economy evolves broadly as anticipated）、現時点では、今年中にバランスシートの正常化計画を開始すると見込んでいる（currently expects to begin implementing a balance sheet normalization program this year）」とし、償還資金の再投資縮小を通じた明確なバランスシート縮小計画を付属文書の形で発表した。それによると、「米国債については、月当たりの再投資見送り額を当初60億ドルに設定し、その後、月額300億ドルに達するまで1年をかけて3か月毎に60億ドル増やす計画である」とした。また、「モーゲージ担保証券（MBS）については、再投資の見送り額を40億ドルから始め、月額200億ドルに達するまで1年をかけて3か月毎に40億ドル増やす計画である」とした。今回の発表では、縮小プロセスの具体的な開始時期や最終的な保有資産の規模には言及しなかった。イエレン議長は委員会後の記者会見で、比較的早期にバランスシート縮小を開始する可能性があるとの考えを表明した。

- 委員会後に発表した声明文では、経済については、「労働市場は引き締まり続けており、経済活動がここまで緩やかに拡大している」とし、前回の「経済成長は減速した」から前向きな評価に引き上げた。そうした中、「雇用の伸びは、今年の初め以来、緩やかになったもの

の概して堅調で、失業率は低下している」とした。物価については、「前年比ベースでのインフレ率は短期的に2%をやや下回る水準に止まると予想される」との文言を加えたうえで、「中期的には委員会の目標である2%程度で安定すると見込んでいる」とのこれまでの見解を示した。そうした経済、物価に対する情勢判断の下、リスク認識については、「短期的な経済見通しへのリスクはおおむね均衡しているとみられるが、委員会は物価の動向を注意深く監視する」とした。前回までは、「物価指標、世界経済、金融情勢を注意深く監視していく」としていたが、今回は物価に焦点を当てている。これに関連して、イエレン議長は記者会見で、「最近の低調なインフレ率は、携帯電話料金や医薬品といった特定分野の物価の一時的とみられる下落が主因である」と説明した。しかし、「雇用が持続可能な最高水準に近い状態で、労働市場が引き続き改善しているため、FOMCではなお今後数年間でインフレ率が上昇し、長期的な目標である2%の近辺で安定すると見込んでいる」とした。声明文において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。また、今後の利上げの方向性については、「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みている」との文言を維持した。また、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判断も据え置いた。

FRB当局者による金利見通しでは、2017年の政策金利の予測中央値（1.375%）は前回から変更はなく、これによれば年内あと1回の利上げが見込まれることとなる。

- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、緩やかな利上げが続くとみられている。こうした背景には、6月のFOMCの声明文で、経済は引き続き緩やかに拡大しており、雇用の伸びも堅調であるとの認識が示されたこと、イエレン議長が記者会見で足元のインフレの軟化は概ね一時的であるとの見解を示したことなどが挙げられている。また、イエレン議長が今年、来年とさらにFF金利を引き上げることを見込んでいると述べたことも今後の追加利上げ予想を後押ししている。年内においては、FRB当局者の金利見通しなどから、25bpの引上げがあと1回行われると見込まれており、9月か12月のいずれかに実施されると予想されている。経済指標次第で9月の実施を見込む見方がある一方、消費者物価指数が伸び悩んでいるうえ、最近の経済指標が全般的に弱含んでいることを踏まえると、9月の利上げは見送られ、データ次第ではあるが、利上げに関する次の焦点は12月となる可能性があるといった見方もある。ただ、物価の上昇力が弱く、景気指標の中には弱いものもみられている中、イエレン議長が7月12日の議会証言で低水準のインフレ率や自然利子率を勘案すると利上げの余地は限られる可能性もあると示唆したことなどから、利上げが後ずれしていくとの見方もみられつつある。なお、来年の利上げについては、3回といった見通しがみられているが、イエレン議長は2018年2月に任期を迎え、その去就が今のところ不透明であることもあって、現時点での予想は流動的であるとの指摘がみられている。

一方、バランスシートの正常化については、6月のFOMCで今後の計画を早めかつ具体的に表明したことや、イエレン議長が記者会見で縮小について比較的早期の実行もあり得るとの認識を示したことなどから、早ければ9月からバランスシートの縮小が開始される可能性があ

るとの指摘がみられている。ただ、公表された6月FOMCの議事録で開始時期を巡る意見が分かれている（「2、3か月以内」と「年内遅く」）ことが判明しており、今後の議論によっては後ずれする可能性も指摘されている。なお、これが実施された場合、今回示された縮小計画が非常に穏やかであり、機械的に実施されていくため、米長期国債やモーゲージ担保証券（MBS）市場で問題とはならないとの見方が多い。また、保有有価証券の縮小規模や期間の見通しについては、イエレン議長は数年かかるとしており、市場では、現在の約4.5兆ドルの資産規模から当面は緩やかな減少ペースとなるとみられている。

- 日本経済の先行きについて、市場では、個人消費の持ち直しや輸出の増加のほか、経済対策による下支えなどから、緩やかな持ち直しが続くと予想されている。この間、トランプ政権による経済政策の影響については不確実性が高いとの見方が多く、また、トランプ政権を巡る政治の混乱による日本への影響にも留意する必要があるとみられている。さらに、国内の政局や日本を巡る地政学的リスクの問題が仮に深刻化した場合には、金融市場の混乱等を通じた経済への影響も、可能性としては留意する必要があるとみられている。

個別項目の動向をみると、個人消費は、労働需給の引き締まりを背景とした雇用・所得環境の持続的な改善などにより、持ち直しが見込まれている。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、企業の資金調達コストが低水準にあること、輸出・生産の持ち直し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・自動化投資などにより、増加が続くことが見込まれている。ただ、内需が力強さに欠けているうえ、トランプ政権による影響が不透明であるなど、内外環境を巡る先行きの不確実性などから、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うえ、世界的なIT需要の拡大や設備投資の持ち直し傾向がみられていることなどから、底堅く推移することが期待されている。もっとも、米国での保護主義政策や地政学的リスクなどの要因に伴う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。

- 国内物価の先行きについて、市場では、コア消費者物価は上向いてきているが、上昇力はなお弱いとみられている。原油価格のこれまでの上昇が遅れて反映される電気代などの上昇が物価の上昇に寄与している。また、原材料費や人件費の上昇による値上げも物価を押し上げるとみられている。もっとも、国内景気の回復力が弱いこと、賃金の上昇も緩やかであることのほか、先行き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などが指摘されている中、物価の上昇は緩やかなペースに止まるとの見方が多い。また、年度後半以降は、エネルギー価格の押上げ効果が剥落し、物価上昇率は一旦頭打ちとなる可能性を指摘する見方もある。

- 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、最も大きな課題である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するとの見方が多い。また、日銀の景気の総括判断や金融市場の安定といったことも、現状の政策を当面続ける要因とみられている。さらに、米国での追加利上げの継続と財政拡大見直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の市場の観測も続いている。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。ただ、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、現状では長期国債のネット買入ペースが年間80兆円を下回っていることなどから、いずれ減額す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