

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、「緩やかな回復基調が続いている」と4か月連続で据え置いた。項目別でも判断の変更はなかった。
- 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景気の現状判断を、「緩やかに拡大している」に据え置いた。個別項目では、公共投資の判断を、前回の「増加に転じつつある」から、今回は「増加している」に引き上げた。また、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、「0%台前半となっている」から「0%台半ばとなっている」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+0.7%（7月+0.5%、6月同+0.4%）と引き続き伸び率が高まった。電気代、都市ガス代、ガソリンなどのエネルギー関連や診療代などの上昇幅が拡大した。総合も同+0.7%（7月+0.4%）と伸び率が高まった。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同+0.2%（7月+0.1%）と伸びを高めしたが、上昇率は依然として弱い。
- 日銀が10月2日に発表した短観（9月調査）をみると、業況判断面で製造業の改善が続いており、また、設備投資計画が製造業で前向きな計画となっている。こうしたことから、景気は、総じてみれば、緩やかであるが着実に回復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「+22」と前环比+5ポイントとなり、4四半期連続で改善した。2007年9月調査（「+23」）以来の高水準となった。製造業の景況感、内外経済の回復や企業収益の好調などを受けて、改善が続いているとみられている。大企業・非製造業では「+23」と前回から横這いとなり、高止まりとなった。非製造業の景況感については、企業収益の改善や景気回復に伴う関連需要の高まりなどのプラス要因がみられた一方、人手不足や価格競争などのほか、夏場の天候不順などのマイナス要因もあって、全体として横這いに止まったとみられている。中小企業では、製造業が「+10」で+3ポイント、また、非製造業が「+8」で+1ポイントと、それぞれ改善がみられた。中小企業の景況感、過去との比較でも高めの水準に達してきている。先行きの判断については、大企業の製造業（「+19」、△3ポイント）、非製造業（「+19」、△4ポイント）、中小企業の製造業（「+8」、△2ポイント）、非製造業（「+4」、△4ポイント）とも悪化を見込んでいる。各業態とも先行きを慎重にみる傾向があるが、国内消費や人手不足に対する不安などのほか、北朝鮮情勢や米国での利上げなどの不透明要因も、慎重な見方の背景にある。2017年度の経常利益の計画をみると、大企業の製造業では前年度比+4.7%（前回は同△3.3%、2016年度実績は同△0.5%）とプラスの見通しに転じた。また、非製造業では同△

1.6%（前回は同△2.7%、2016年度実績は同+5.7%）となり、前回対比ではマイナス幅が縮小する見通しとなっている。

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+14.1%（修正率△1.2%）と若干下方修正されたが、前年度（2016年度実績同+4.3%）を大幅に上回る計画を引き続き見込んでいる。大企業・非製造業では同+4.0%（修正率+0.3%）と小幅ながら上方修正され、前年度（2016年度実績△5.4%）のマイナスからプラスに転じる計画となっている。この結果、大企業・全産業では同+7.7%（修正率△0.3%）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る計画を維持している。

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+0.8%）」、「3年後+1.1%（同+1.1%）」、「5年後+1.1%（同+1.1%）」と、1年後の見通しがやや低下し、3・5年後は変わらずとなっており、物価上昇感が高まっていない。

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、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）を賛成8反対1（前回賛成7反対2）で現状の方針を維持することを決定した。また、資産買入れ方針については全会一致で据え置いた。
長短金利操作の維持に反対したのは片岡委員で、同委員は「資本・労働市場に過大な供給余力が残存しているため、現在のイールドカーブのもとでの金融緩和効果は、2019年度頃に2%の物価上昇率を達成するには不十分である」として反対した。

- 黒田日銀総裁は、9月21日の決定会合後の定例記者会見では、長短金利操作付き量的・質的金融緩和の評価については、「導入から1年が経つが、導入以降、長期金利は、操作目標である10年物金利がゼロ%程度で安定的に推移し、そうしたもとで貸出金利や社債金利も極めて低い水準となっている」など、「金融環境は、極めて緩和的な状態が続いている、あるいは実現している」との見解を示した。この間、「わが国の景気は、企業・家計両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが働き、緩やかに拡大している」とした。一方、「生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価の前年比は、なおゼロ%程度で推移し、中長期的な予想物価上昇率も弱含みの局面が続いている」ため、2%の物価安定の目標を「できるだけ早期に実現するため、今後とも、強力な金融緩和を粘り強く進めていく方針である」との政策方針を強調した。これに関連して、国債市場の機能低下といった副作用を指摘する質問に対しては、「様々な指標をみると、このところむしろ国債市場の流動性が高まっており、特に流動性が低下したり、板が薄くなったりというようなことにはなっていない」と説明し、「今の時点で何か問題が生じているとは思っていない」と断言した。また、2%の物価安定の目標についても、「変えるとか、放棄するということは適切ではない」とこれまでの姿勢を繰り返した。このように、米欧の金融政策と方向性が違ってきていることに対しては、米欧の場合は、「2%の目標にかなり近いところに来ている」こと、また、「予想物価上昇率が物価安定目標の周りによくアンカーされている」ことを挙げ、日本の場合は、「デ

フレマインドが企業や家計にかなり強く存在している」ため、企業は「価格を引き上げるといふことに慎重である」し、他方で家計も、「価格の引上げに対して強い抵抗を示すというような状況が続いてきた」と、物価を巡る環境に違いがあることを説明した。ただ、「少しずつであるが、企業による賃金や価格の引上げについても動きが出てきている」など、「少しずつ変化の兆しは出てきている」と、今後を期待する言及もみられた。

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、10月初頭の無担保コール0/N加重平均レートは上昇傾向での推移となっており、直近では $\Delta 0.02\%$ 台まで上昇している。積み期間の後半に入中、資金需給上の揚げが続いていることや、積み最終日が休日にあたることもあって、調達意欲は強い。

(2) オープン市場

- レポ市場では、10月初頭のGC T/Nは $\Delta 0.10\%$ を下回るなど、玉確保の動きが一時みられたものの、その後は $\Delta 0.09\%$ 台での推移となっている。
- 短国市場では、9月の終盤に海外勢の買いがみられたことで、3M~1Y物全てが $\Delta 0.10\%$ 台後半まで低下した。年末越えの担保確保が意識されていることもあって、レートは低下したまま推移している。
- CP市場では、9月末の残高は14兆1,377億円と、有利子負債削減の動きが出たことで前月（16兆2,799億円）から減少した。前年（12兆9,840億円）比では、ノンバンク業態を中心に幅広い業態で発行残高が積み上がっているため、大幅に増加した。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、4~6月期の実質GDP（確報値）は前期比+0.6%と改定値と同じ伸び率となった。前期（1~3月期同+0.5%）を上回る伸びで、17四半期連続のプラス成長となった。個人消費（同+0.5%<1~3月期同+0.4%>）、設備投資（同+0.9%<1~3月期同 $\Delta 0.3\%$ >）を中心とした内需が堅調な伸びを示したほか、輸出（同+1.1%<1~3月期同+1.3%）も成長に寄与した。
- ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、内需を中心とした回復が続くと予想されている。この要因としては、個人消費が、雇用環境の改善を背景に、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。さらに、こうした良好な内需に加え、輸出面では、米国景気の拡大持続を中心に、世界経済の緩やかな持ち直しもみられていることから、景気に寄与す

ることが期待されている。

ただ、下振れリスクとしては、賃金の伸び悩みやこれまでの物価上昇などが個人消費に影響する可能性があるとの指摘がある。また、ユーロ高の進行が輸出の下振れ要因として留意する必要があるとみられている。さらに、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、実体経済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。こうした中、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指摘されており、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あると先行き展望されるとの見方も出ている。

- ユーロ圏の9月の消費者物価指数(速報値)は、前年比+1.5%(8月同+1.5%、7月同+1.3%、6月同+1.3%、5月同+1.4%、4月同+1.9%)と、8月にやや持ち直した後、同率の伸びが続き、伸び悩んでいる。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%(8月同+1.2%、7月同+1.2%、6月同+1.1%、5月同+0.9%、4月同+1.2%)と伸びが鈍化した。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、原油価格の上値が重いこと、賃金が伸び悩んでいることなどから、ここからの物価の一段の上昇力は弱いとみられている。また、ユーロ高の進行により、今後、輸入物価が下押し圧力となる可能性も指摘されている。こうした状況下、コア消費者物価の上昇ペースは緩慢で、当面は前年比1%台前半程度で頭打ちとなるといった予想がみられている。
- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、基調的なインフレが落ち着いていることやユーロ高が進んでいることなどから、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、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のではないかといった予想もされている。ドラギ総裁は9月7日開催の理事会後の会見で、年末以降の政策手段の調整については、予想されるインフレの動向に加え、2%をやや下回るインフレ水準へ持続的に回帰するのに必要な金融状況等を勘案して、今秋に結論を出す見通しであるとの見解を示している。このため、10月26日開催予定の理事会で、来年以降の資産買入れについて減額などの方針を決定する可能性があるとみられている。景気の持続的な回復がみられていることなどもこうした観測を後押ししている。
一方、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見込まれている。これは、物価に対するECBの慎重な見方に鑑みると、金融緩和的な環境を維持しつつ、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いることによるものである。そうした中、利上げの開始については、その議論が視野に入ってくるのは2018年に入ってからではないかと指摘されている。また、最近のユーロ高を踏まえると、正常化プロセスが長期化する可能性があり、初回の利上げが2019年以降にずれ込む可能性もあるといった見方もみられている。

- 英国経済をみると、4～6月期の実質GDP（確報値）は前期比+0.3%と改定値と変わらなかった。前期からやや持ち直したものの、前期からの減速した状態が続いている（2017年1～3月期同+0.3%、2016年10～12月期同+0.6%、7～9月期同+0.4%、4～6月期同+0.5%）。個人消費が同+0.2%と改定値（同+0.1%）から上方修正されたが、低い伸びに止まっている。

- 英国経済の先行きについて、市場では、ポンド安の効果等による輸出の増加が見込まれているものの、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などから、全体としては減速した状態が暫く続くと予想されている。家計部門では、賃金が伸び悩む中、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低下してきており、個人消費は暫く停滞が続くとみられている。また、EU離脱交渉に進展がみられていないことなどから、企業部門での投資が伸び悩む可能性があるとして予想されている。この間、ポンド安によって輸出は増加すると予想されているが、景気を牽引するまでには至らないとみられている。

今後、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なれば、景気へのネガティブな影響は一段と大きくなると予想されている。また、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8月の消費者物価指数は前年比+2.9%（7月同+2.6%、6月同+2.6%、5月同+2.9%）と再び伸び率を高めた。ポンドの下落を背景とした衣料品（同+4.6%）や自動車燃料（同+5.1%）などの価格の上昇がみられた。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+2.7%（7月同+2.4%、6月同+2.4%、5月同+2.6%）と伸びが高まった。

- 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、ポンド安による物価押し上げ圧力がまだ続く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。このため、消費者物価の前年比は3%台まで上昇する可能性があるとしてみられている。ただ、国内景気の減速要因のほか、原油価格の上値が重い展開が続くとみられていること、EU離脱交渉への不安等から企業の賃金引上げも慎重な姿勢を維持していくと見込まれていることなどから、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、来年にかけて予想できるといった見方もある。

- BOEは、9月14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7反対2で決定した。反対の2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、「第2四半期のGDPは+0.3%の成長となったが、民間最終需要は見通しよりも緩やかなものに止まった」とした。ただ、「家計の消費支出の伸びが抑制されているが、他部門の成長がこれを下支えしている」と評価した。物価については、「ポンド安が消費者物価を押し上げ続けている」なかで、「10月には3%を上回る水準に達する」との見方を示した。こうした状況下、金融政策運営については、「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」との文言を維持した。また、そうした方針の下、「英国経済が8月のインフレ・レポートと大筋で一致した軌道を辿れば、金融政策は市場の予想より幾分強めの引締めが必要になる可能性がある」ことについて委員会のメンバー全員の判断が一致しているとし、前回に続き引締め方向での見解が示された。
- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、BOE内でポンド安による消費者物価の上振れに対して強い警戒が窺われていることから、利上げ観測が高まっている。カーニー総裁は、9月14日の金融政策委員会後のテレビインタビューで、今後数か月のうちに引き締めが必要となる可能性を過半数の委員が見込んでいるが、その中に総裁自身が含まれることを明らかにした。また、同総裁が9月18日に行ったIMFでの講演で、ブレグジットにより英国に来る労働者の数が減少することで賃金の上昇に伴うインフレに上昇圧力が強まることに言及したことも、利上げ観測を後押ししている。こうしたこともあって、市場では11月2日に結果が公表される金融政策委員会で利上げが実施される可能性があるとの見方が浮上している。ただ、仮に利上げが実施された場合でも、緩やかなペースで限定的なものに止まるとみられている。一方、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いった指摘も根強くみられている。EU離脱交渉を巡る不確実性の高まりや、政治的な混乱の可能性もあることもこうした要因として挙げられている。景気については、物価上昇等の影響に伴う個人消費などの減退から、減速した状態が続くとみられている。また、インフレ率については、年内は上昇し続けるが、2018年以降には伸び率が低下するとの予想もみられており、インフレの高進は回避できるとの見通しがあることも、こうした様子見姿勢を続ける要因として挙げられている。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いった指摘もこうした見方の背景にある。
- 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+3.1%と改定値（+3.0%）から上方改定された。1~3月期の伸び（同+1.2%）から加速しており、2015年1~3月期（同+3.2%）以来の大幅な伸びとなった。在庫投資の寄与度が+0.12%ポイントと改定値（+0.02%）から上方改定された。個人消費は前期比年率+3.3%と改定値と同じであり、1~3

月期（同+1.9%）に比べ伸びが加速した。設備投資は同+6.7%と改定値（同+6.9%）から小幅下方修正されたが、高めの伸びで増加基調を維持した（1~3月期同+7.1%）。米国経済は内需に支えられた拡大基調を続けていることが確認できたとみられている。

- 米国の9月雇用統計では、非農業部門雇用者数は△3.3万人（8月+16.9万人）と2010年9月（△5.2万人）以来のマイナスとなった。ハリケーンの影響によって失業者が出たほか、採用活動も停滞したことが要因とみられている。失業率は4.2%（8月4.4%、7月4.3%）と2001年2月（4.2%）以来の低水準まで改善した。この間、時間当たり賃金は前年同月比+2.9%（8月同+2.7%、7月+2.6%）と伸び率が高まった。
- 米国経済の先行きについて、市場では、夏場のハリケーンによる一時的な影響があるとみられるものの、基調としては、内需を中心とした堅調な景気拡大が続くと見込まれている。こうした背景には、景気の牽引役となっている個人消費の拡大が続くと予想されていること、また、設備投資が底堅く推移するとみられていることなどが挙げられている。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。この間、トランプ政権の政策運営に左右される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や政権を巡る政治の混乱などから見極め難しくなってきたとの見方が多いが、政策効果が現れなくても、景気は底堅い回復基調を辿ると見込まれている。ただ、トランプ政権の経済政策や政権運営に対する失望が今後一段と大きくなる可能性があり、それにより家計や企業マインドが大きく低下することによる景気への影響には留意する必要があるといった指摘がみられている。ハリケーンの影響については、7~9月期の成長への一時的な下押しが懸念されているが、財政支援等による復興活動によりその後の景気を押し上げる可能性も指摘されている。
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いる。ただ、先行きの政策や政権に対する不安が一段と強まる場合には、消費行動を抑制する可能性があるといった指摘もみられている。住宅投資については、建設関連での人手不足の影響ほか、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・所得環境の持続的な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、底堅い増加が予想されている。この間、輸出については、世界経済の持ち直しによる効果が期待されている。
- 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+0.2%（7月同+0.1%）とやや伸びを高めた。前年比では+1.7%（7月同+1.7%、6月同+1.7%、5月同+1.7%、4月同+1.9%、3月同+2.0%）と4か月連続で同程度の伸び率となり、伸び悩んでいる。家賃、診察費、衣料などが値上がりした一方、携帯電話サービスやレンタ

カーなどが値下がりをした。総合では前月比+0.4%（7月同+0.1%、6月同△0.0%、5月同△0.1%、4月同+0.2%）と伸びが高まった。この要因としては、エネルギーがガソリンや燃料油の上昇により同+2.8%（7月同△0.1%）と上昇に転じたことなどが挙げられる。総合の前年比は+1.9%（7月同+1.7%、6月同+1.6%、5月同+1.9%、4月同+2.2%、3月同+2.4%、2月同+2.8%）と伸びが高まっている。

また、8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%（7月同+0.1%）と4か月連続で同じ伸び率に止まった。前年比では+1.3%（7月同+1.4%）と前月の伸び率から鈍化し、2015年11月以来の水準となった。総合は前月比+0.2%（7月同+0.1%）となった。前年比では+1.4%（7月同+1.4%、6月同+1.4%、5月同+1.5%）と前月と同じ伸びとなり、総合でみたインフレ率も伸び悩んでいる。

- 米国の物価の先行きについて、市場では、ハリケーンがガソリンなどの価格を押し上げるため、一時的に物価上昇を強めると見込まれているが、それを除けば、緩やかな上昇傾向に止まると見込まれている。ハリケーン要因を除けば、物価上昇圧力のさらなる大きな高まりは想定しにくく、消費者物価の伸び率が大きく継続的に加速する可能性は低いとみられている。物価の上昇要因としては、個人消費を中心とした内需の持ち直しが続くと予想されていることや、労働市場のタイト化に伴う賃金の上昇などが指摘されている。しかしながら、その一方で、失業率の低下の割には賃金の上昇力が弱いこと、原油価格の上値が重たいこと、期待インフレ率がやや上向いたものの弱含み圏内で推移していることなどから、物価の高騰に繋がるほどインフレ圧力は強くはないと指摘されている。

- 9月19、20日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を1.00~1.25%の水準を据え置くことを全会一致で決定した。
また、2017年6月の「委員会の金融政策正常化の原則と計画」の付属文書で説明されているバランスシートの正常化計画を10月に開始することも決定した。同付属文書で示された償還資金の再投資縮小を通じたバランスシート縮小計画では、「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。これにより、約4兆5,000億ドルに拡大した保有資産は、最初の1年で3,000億ドルの資産縮小が図られることとなる。来年10月以降は、米国債については月額300億ドル、モーゲージ担保証券（MBS）については月額200億ドルで上限が据え置かれ、年間6,000億ドルの資産縮小が続くこととなる。なお、資産削減をいつまで続けるか、中長期的な資産の適正規模がどの程度であるかについては、示されていない。

- 委員会後に発表した声明文では、経済については、「労働市場が引き締められ続け、経済活動が今年ここまで緩やかに拡大している」と評価した。ハリケーンの経済への影響については、「多くの地域に打撃を与え、厳しい苦難を与えており、嵐による被害と被災地復興は短期的

に経済活動に影響を及ぼす」が、「過去の経験では、嵐が中期的に国内経済の方向を著しく変える可能性は低いとみられる」との見方が示された。物価については、「前年同月比でみると、全体のインフレ率と食品やエネルギーの価格を除く指標は今年低下し、2%を下回っている」とした。また、「将来のインフレを示す市場ベースの指標は低いままで、調査に基づいた長期的なインフレ期待の指標は、総じてあまり変わっていない」との判断が示された。こうした状況下、「委員会は金融政策の運営姿勢の緩やかな調整により、経済活動が緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況はさらにいくらか力強さを増すと引き続き予測している」とした。また、「前年同月比でみたインフレ率は短期的には引き続き2%をやや下回るが、中期的には委員会の目標である2%近辺で安定するとの予測している」との文言を維持した。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」との見解も据え置いた。

そうした経済、物価に対する情勢判断の下、金融政策については、「FF金利の目標誘導レンジを1.00~1.25%に維持することを決定した」とし、「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、「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、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。

なお、FRBが今回示した経済見通しでは、当局者16人のうち11人（前回は8人）がFF金利の目標誘導レンジの中央値が2017年末までに1.375%（前回1.375%）にあることが適切との見方を示した。これは今年中に0.25%ポイントの利上げが後1回行われることを前提とした水準である。2018年末については、同中央値は前回と変わらず2.125%（同2.125%）となり、0.25%ポイントの利上げが3回行われる見通しとなっている。さらに先行きについては、2019年末は中央値が2.6875%（同+2.9375%）で利上げが2回程度で、今年3月時点での予測（+3.0%）に比べ利上げペースが一段と緩やかになっている。2020年末は中央値が2.875%で利上げが1回程度の予測となっている。

- イエレン議長は、理事会後の記者会見で次のような発言がみられた。経済面では、声明文と同様に、足元の状況を前向きに評価したうえで、先行きについても、「全体として、経済は今後数年間にわたり緩やかなペースで拡大すると見込んでいる」との自信を示した。労働市場については、「さらに引締まると見込んでいる」とした。物価面では、「今年の物価の上昇力が不足しているのは、経済状況全般とは関連しない動向を主に反映したものである」とし、例えば、「携帯電話サービスなど一定の分野における一時的な値下げなどによって、最近の物価を押下げているが、これらの影響は一過性のものである」との見解を示した。こうした見解の下、金融政策については、「徐々に利上げすることが正当化されると引き続き見込んでいる」として緩やかな利上げが必要であると強調した。ただ、「インフレに作用する力に関し我々の理解は完全ではなく、また、今年の予想外に低めの物価水準を踏まえ、委員会は物価動向を緊密に監視している」としたうえで、「いつもと同様に、委員会は中期的に物価と雇用の目標を達成するために必要であるならば、金融政策を調整する用意がある」との慎

重な発言もみられた。

- 米国の金融政策の先行きについては、バランスシートの縮小が10月から一定のペースで実施されることが決定されたことから、今後の焦点は追加利上げの帰趨に集まることとなる。市場では、景気の堅調や労働市場の引締まりが続いていることなどから、緩やかな利上げが続くとみられている。物価や賃金の伸びが緩やかであることなどから追加利上げ観測が一時後退していたが、9月のFOMCにおいて、物価の伸び悩みは一時的要因によるものであるとFRBが判断していることが声明文で示されたこと、参加者による金利見通しが年内あと1回の利上げを示唆したことなどから、12月12、13日開催予定のFOMCで25bpの追加利上げが実施される可能性が再び高まったとみられている。9月の非農業部門雇用者数の悪化は天候要因による一時的なもので、FRBの判断には影響しないとの見方が多い。今後、コアの物価動向が注目されることとなるが、FRB内では株価など資産価格の上昇に対する警戒感が高まっているのではないかと観測もあり、資産価格の想定外の上昇が続き、FOMC参加者がバブル的であると判断した場合には、インフレ率が加速しなくとも引締めを優先する可能性があるといった憶測もみられている。

一方、年内の追加利上げに懐疑的な見方も引き続きみられている。イエレン議長が9月のFOMC後の記者会見で「インフレに作用する力に関し我々の理解は完全ではない」と物価に対する慎重な発言がみられたこともあり、物価がこのまま伸び悩みの状態を続けた場合には、利上げが後ずれしていく可能性があるともみられている。

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、当面の利上げに対する見方が分かれていること、イエレン議長が2018年2月に任期を迎えるに当たって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。そうした中で、一つの見方としては、経済の拡大と労働市場の逼迫が続くと予想されていることもあって、FRBは金利水準の正常化に向けて緩やかなペースで利上げを継続していく方向性には変わりないとする向きがみられる。ただ、その一方で、イエレン議長が退任し、トランプ大統領の影響力の強い後任者が選任された場合には、金融政策の正常化自体に影響する可能性もあるといった指摘もみられている。

- 日本経済の先行きについて、市場では、緩やかながら着実な改善が続くと予想されている。こうした背景には、個人消費や設備投資の持ち直しが続くことが寄与するとみられている。また、輸出についても、世界経済の緩やかな持ち直しを背景に回復基調に復することが期待されている。ただ、そうした個別項目を巡る下振れリスクには留意する必要があるとの指摘もみられている。また、環境面では、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、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、可能性としてはリスクとして捉えておく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、夏場の天候不順の影響が懸念されるほか、賃金の伸びが鈍い中で、緩やかながらも物価が上昇しているの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る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、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、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とした省力化・自動化投資や更新投資などが見込まれていることなどにより、持ち直しが続くことが予想されている。ただ、景気回復の力強さが欠けているうえ、トランプ政権による影響や地政学的リスク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、米国経済が回復基調を続けるとみられているうえ、世界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によって、今秋頃まで物価にプラスに寄与していくと予想されている。また、原材料費や人件費の上昇など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、国内景気の回復が本格的な力強さに欠けていること、賃金の上昇が緩やかであることが、物価上昇を抑制する要因として指摘されている。また、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や、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の指摘もみられている中、物価の上昇は緩やかなペースに止まるとの見方が多い。こうした中、年度後半以降は、エネルギー価格の押し上げ効果が剥落し、物価上昇率は一旦頭打ちとなる可能性があるとして指摘されている。コア消費者物価が1%に達するのは難しく、ゼロ%台後半が精々ではないかとみる向きが多い。
- 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%の物価安定目標の達成が、現状では、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続いている。また、景気が緩やかながら持続的に持ち直していることや金融市場が安定していること、日銀がこうした中で、2%に向けたモメンタムは維持されているとの判断を強調していることなども、現状の政策を当面続ける要因とみられている。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いずれ変更されるといった市場での憶測がみられ続けている。ただ、金利操作目標の変更が、長期国債の買入れの限界であるなど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根強い。また、10年金利のゼロ%程度への誘導を維持すること自体が景気刺激効果とそれによる物価押上げの効果を持つとの見方もあることから、ゼロ%誘導を粘り強く継続するといった指摘もみられている。この間、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、いずれ減額などの変更を行うとの観測が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