

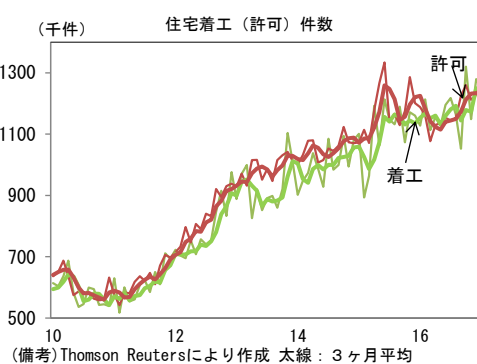
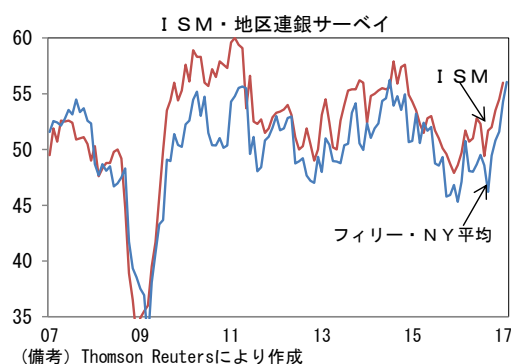
そろそろ議論開始 3.75%の利上げ

2017年2月17日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 2月フィラデルフィア連銀製造業景況指数は+43.3とポジティブサプライズ。1月の23.6から目を疑うような改善を記録した。ISM換算では57.7と1月から不変だったが、これは在庫（+12.2→▲4.7）の下押しに拠るところが大きく、その他主要項目は押し並べて改善している。出荷（+20.5→+28.6）、新規受注（+26.0→+38.0）は著しく伸びた。フィリー指数とNY連銀指数とISM換算したうえで合成した指数は56.1と1月から1.8pt上昇。ここから推計した2月ISM指数は57.3と1.3pt改善（2001/8以降のデータで単回帰分析）。
- ・ 1月住宅着工件数は前月比▲2.6%、124.6万件と市場予想（122.6万件）を上回った。12月分の上方修正（122.6万件→127.9万件）により前月比では微減となったが、均してみれば加速基調にあり消費者の旺盛な住宅購入意欲が窺える。住宅着工許可件数は+4.6%と堅調。これはNAHB住宅市場指数の高水準維持と整合的である。
- ・ 新規失業保険申請件数は23.9万件と市場予想（24.5万件）以下に留まり、4週移動平均は24.5万件と約44年ぶりの低水準を記録した。テキサス州など原油価格下落の打撃が大きかった地域で回復が鮮明。労働市場の回復ペースがここへ来て再加速している可能性がある。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

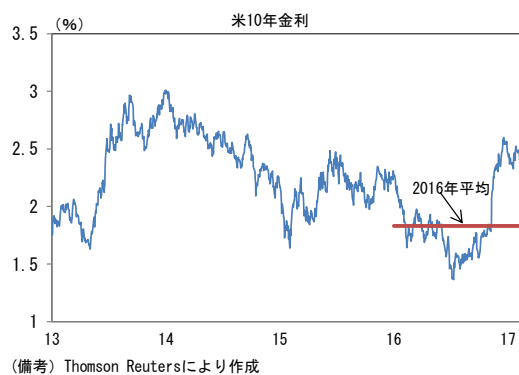
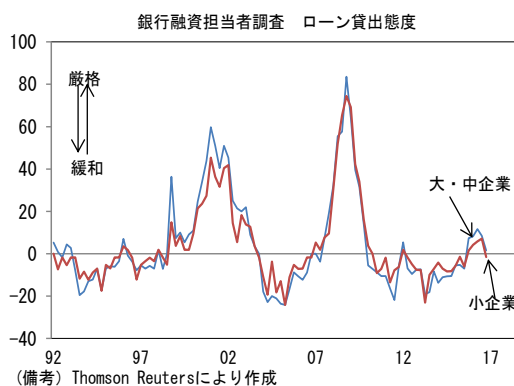
- ・ 前日の米国株、NYダウは小幅ながら6日続伸。減税策への期待と好調な企業決算を後ろ盾に買いが優勢となった。他方、欧州株はまちまち。WTI原油は53.36ドル（+0.25ドル）で引け。
- ・ 前日のG10通貨はCHF、JPY、DKK、EUR、SEKといった先進国マイナス金利通貨が軒並み買われた反面、AUD、NZDが軟調。イエレン議長のハト派な議会証言を受けたUSD売りが継続するなか、USD/JPYは113前半に水準を切り下げ、EUR/USDは1.06後半へと水準を切り上げた。他方、豪雇用統計の弱さが一因となってAUDが軟調でそれにNZDも追随。新興国通貨は冴えず、JPMエマージング通貨インデックスは7日ぶりに下落。
- ・ 前日の米10年金利は2.447%（▲4.7bp）で引け。株式市場が一時下落したことを受けて米債市場は買い戻し優勢。欧州債市場（10年）は総じて堅調。米債ラリーに追随する格好でドイツ（0.349%、▲2.4bp）、フランス（1.016%、▲3.7bp）、イタリア（2.156%、▲8.6bp）、スペイン（1.603%、▲8.6bp）が金利低下。周縁国の対独スプレッドはタイトニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株はUSD/JPY下落が重荷となり小幅安で寄り付いた後、もみ合い（10：30）。

< # バランスシート縮小 # 3.75%の利上げ # 近づく具体化の時期 >

- ・FEDの金融政策の正常化を巡っては「政策金利の引き上げ」と「バランスシート縮小」の2つが柱となる。このうち、政策金利の引き上げについてはある意味議論が出尽くしているが、バランスシート縮小に関する議論は現時点でさほど過熱しておらず、市場の関心もさほど高くないように思える。
- ・しかしながら、バランスシート縮小は長期金利上昇を通じて、政策金利（FFレート）引き上げと同等もしくはそれ以上の引き締め効果を生み出す可能性があるため注視すべきだろう。2015年12月の初回利上げ以降、FFレートが50bp上昇するのをよそに10年金利は平均すると低下しているため、借入コストでみた引き締め度合いは寧ろ緩和方向にあると言える。実際、FEDが実施しているシニアローン・オフィサー・サーベイでは、貸出態度が厳格化していない。このことは企業金融に引き締め効果が及んでいないことを意味しているが、FEDのバランスシート縮小によってそうした緩和的な金融環境が終焉する可能性がある。
- ・FEDは過去に「1500億ドルから2000億ドルの資産購入は25bpの利下げに相当する」という試算結果を示していた（2011年3月1日のバーナンキ議長の議会証言）。この試算はQE3実施前の推計につき、かなり幅を持ってみる必要があるものの、これを現在に当てはめると、ある程度バランスシート縮小の引き締め効果が可視化できる。現在FEDのバランスシートは4.5兆ドルであるが、シカゴ連銀・エバンズ総裁は2月9日の講演で「バランスシートの静止点は1兆ドル以上、もしかすると1兆5000億ドルの可能性がある」としていたので、単純計算で3兆ドル程度縮小する可能性がある。ここから得られる引き締め効果は375bpの利上げに相当する（3兆ドル÷2000億ドル=15回 15回×25bp）。さすがに過大推計の印象を受けるが、16年12月にFEDが2017年の利上げ計画を2回から3回に上方修正しただけで金融市場に比較的大きなインパクトを与えたことを踏まえれば、今後、FEDがバランスシート縮小を巡る議論を具体化した際にかかなり大きな影響を与える可能性があるだろう。
- ・ここで注意したいのはトランプ大統領の過激発言によって、FED高官が発した重要なメッセージが影に隠れてしまっていること。年明け以降、FED高官はバランスシート縮小に関して以下のとおり踏み込んだ発言をしている。3月FOMCでバランスシート縮小の議論が具体化した際などに市場が荒れる展開に備えたい。以下、重要な発言を掲載しておく（日付順）。
- ・バランスシート縮小によって「短期金利だけでなく長期金利で引き締めを行うことにはメリットがある」（ローゼンブレン・ボストン連銀総裁、中立、投票権なし、1/10）
- ・「バランスシートの静止点は1兆ドル以上、もしかすると1兆5000億ドルの可能性がある」（エバンズ・シカゴ連銀総裁、ハト派、投票権あり、2/9）
- ・バランスシート縮小を「今年議論を進める必要がある」（カプラン・ダラス連銀総裁、中立、投票権あり、2/12）
- ・「バランスシート縮小を年内に着手すべき」（ラッカー・リッチモンド連銀総裁、タカ派、投票権なし、2/14）
- ・「再投資の戦略について今後数ヶ月のうちに協議する可能性」（イエレン議長、ややハト派、2/14）



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。