

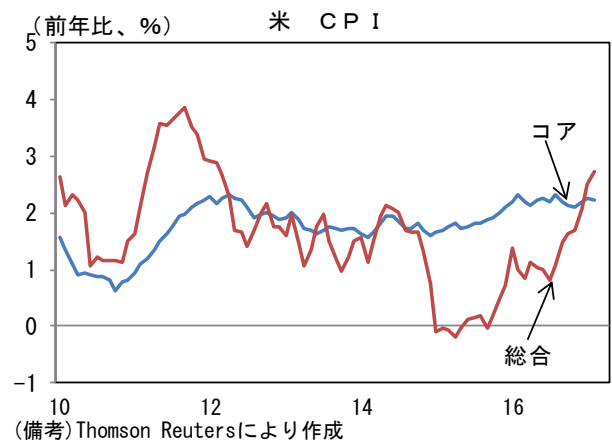
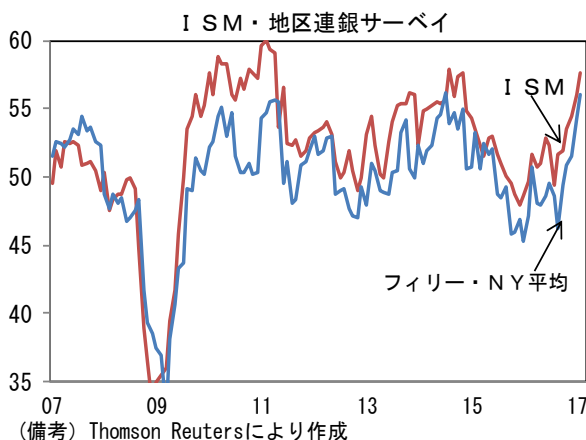
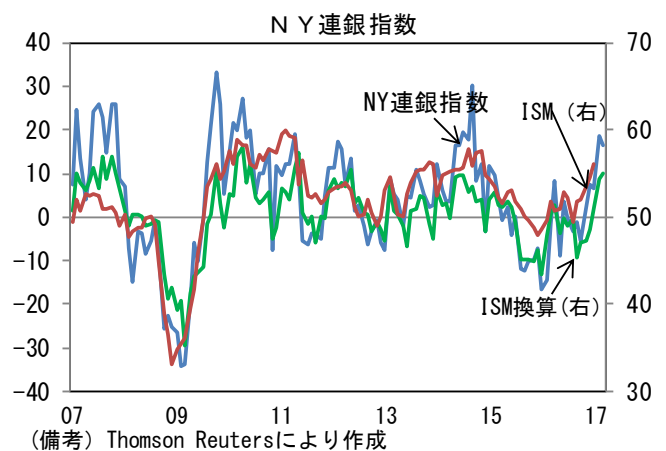
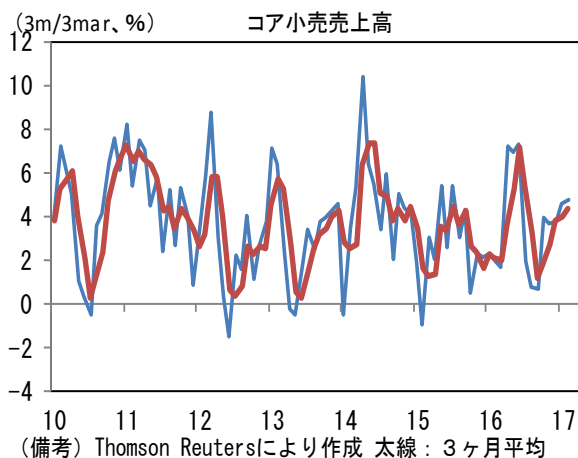
残り 2 回の利上げはどこか 7 月が怪しい

2017年3月16日（木）

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】

- ・ 3 月 F O M C では大方の市場予想どおり 25bp の追加利上げが決定された（詳細は後述）。
- ・ 2 月米小売売上高は前月比 +0.1% と市場予想に一致。もっとも、1 月分は +0.6% へと 0.2%pt 上方修正されており、これを踏まえる 1 Q は順調な滑り出しだったと言える。ガソリンと自動車を除いたベースは 1 月に +1.2% の伸びを記録した後、2 月も +0.2% と堅調。最重要項目のコア売上高は前月比 +0.1%、3 ヶ月前比年率では +4.1% に加速した。今回の結果は消費者マインドの改善が示唆していたとおりの堅調な数値と言えるだろう。
- ・ 3 月 N Y 連銀製造業景況指数は +16.4 と堅調維持。市場予想（+15.0）を上回った。I S M 換算では 54.9 と 2 月から 0.6pt 改善。地区連銀サーベイ第一弾は 3 月も製造業企業の業況改善が持続していることを示唆。なお本日発表されるフィリー指数と N Y 連銀指数を合成した数値は I S M の優れた先行指標である。
- ・ 2 月米 C P I は前年比 +2.7% と市場予想に一致して 1 月から 0.2%pt の上昇加速を確認。一方、コア C P I は +2.2% と 1 月から不変であった。家賃が 4% 近傍の伸び率を記録する下、広範な品目で上昇加速が確認されている。もっとも、F E D はこの指標をさほど重視しない。F E D の金融政策を読むにあたっては過度にこの指標をフォーカスすることは控えたい。



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。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

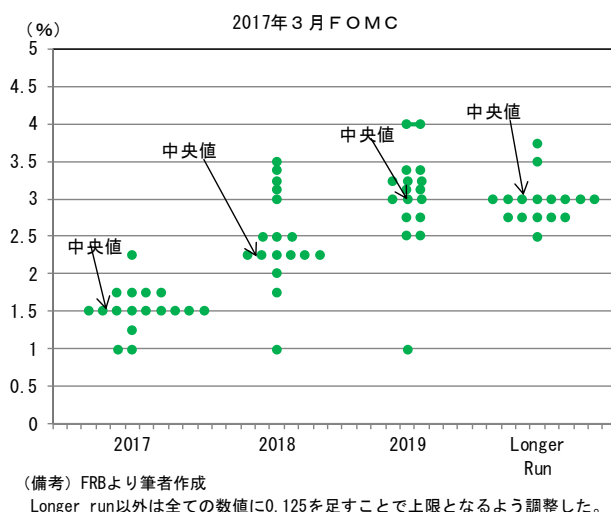
- ・前日の米国株は大幅反発。FOMCで示された利上げ計画が不変でFEDが過度にタカ派傾斜するとの懸念が後退。米金利上昇の打撃を受け易い高配当株、エネルギー関連株に買戻しの動きが目立った。欧州株も全面高。WTI原油は48.86ドル（+1.14ドル）で引け。米金利低下・USD安が追い風となった。
- ・前日のG10通貨はUSDが全面安。利上げ計画が上方修正されなかったことを受けて米金利低下・USD安の展開に。USD/JPYは114を割れ、EUR/USDは1.07へと水準を切り上げた。
- ・前日の米10年金利は2.493%（▲10.7bp）で引け。ドットチャートで17-18年の利上げ計画が上方修正されなかったことを受けて米債は買い優勢。市場は利上げ計画の上方修正を相当程度織り込んでいたものと思われる。欧州債市場（10年）はドイツ（0.415%、▲3.0bp）、フランス（1.040%、▲4.8bp）、イタリア（2.302%、▲3.9bp）、スペイン（1.839%、▲3.2bp）が揃って金利低下。

【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、欧米株ラリーに追随できず、下落して寄り付いた（9:00）。

< # ドットチャートは17-18年ともに3回で据え置き # 日銀はシグナルをチェック >

- ・3月FOMCでは大方の予想どおり25bpの追加利上げが決定され、FFレート上限は1.00%、下限は0.75%に設定された。ドットチャートによると利上げ計画は2017年が3回、18年が3回と12月FOMCから不変。一方でインフレ見通しを巡っては「短期的なリスクはおおよそ均衡しているように見受けられる」として下振れリスクの言及を削除。このことは、FEDの2大責務達成が視野に入っているにもかかわらず、それでもなお利上げを急ぐ構えがないことを意味している。イエレン議長が主張するようにFEDは「緩やかなペース」で利上げ継続するものと思われる。
- ・ここで17年中の利上げが残り2回とした場合、その時期がいつになるのか。筆者は[3月7日付当レポート](#)で、「3月FOMCで利上げを決定した後、6月FOMCは敢えて利上げをスキップし、その代わりに次回会合における利上げを予告、7月FOMCに予告どおりに追加利上げ、その後12月FOMCに3発目の利上げというシナリオが浮かび上がる」と言及していた。その可能性が高まったように思える。



- ・また、本日は日銀金融政策決定会合の結果が発表される。この点については[3月15日付当レポート](#)を参照されたい。以下、一部加筆修正したものを転載する。
- ・日銀の金融政策決定会合の結果については、筆者を含むほぼ全てのエコノミストが現状維持を予想している。政策変更の可能性が低いこともあって注目度は高くない。強いて言うなら、声明文記載の「保有残高

の増加額年間約80兆円」という文言が変更・削除されとの憶測が一部にある。もっとも、「量」の拡大をコミットする看板を敢えてこのタイミングで降ろす意味に乏しい。その可能性は低いだろう。

- 昨年9月以降のマクロファンダメンタルズ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。寧ろ、次の一手は「出口」の方向にあると考えられ、実際、一部市場参加者は10年金利操作目標が今秋にも引き上げられると予想している。しかしながら、筆者は日銀が16年9月会合で導入したオーバーシュート型コミットメントとの整合性を重視。金利操作目標の引き上げは、長期国債買い入れの限界と捉えられる恐れがあり、思わぬ引き締め効果を生み出す可能性がある。日銀はそれを躊躇するだろう。また、実際の引き上げに際して十分なコミュニケーションと時間的猶予が必要であることを踏まえると、17年中にできることは操作目標引き上げのシグナルを発信するのがせいぜいだろう。
- もっとも、筆者の予想に反して日銀が17年中の10年金利操作目標の引き上げを現段階で既に真剣に検討している場合、この3月会合で何らかのシグナルが発信される可能性がある。3月会合ではそうしたシグナルの有無を点検したい。