

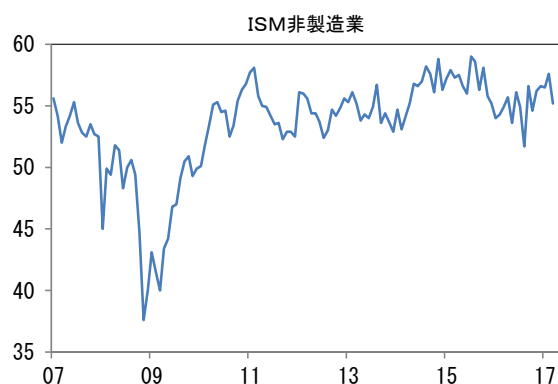
## 思いのほか早いバランスシート縮小開始 ～17年の再投資停止も～

2017年4月6日（木）

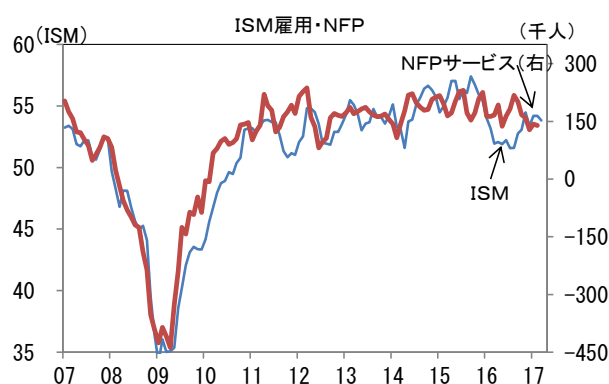
第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 藤代 宏一  
TEL 03-5221-4523

### 【海外経済指標他】

- ・ 3月ISM非製造業景況指数は55.2と市場予想（57.0）を下回り、2月から2.4pt低下。弱さは広範な項目に及び、事業活動（63.6→58.9）、新規受注（61.2→58.9）、雇用（55.2→51.6）がそれぞれ軟化。押し上げに寄与したのは入荷遅延（50.5→51.5）のみだった。もっとも、ヘッドラインの水準そのものは引き続き堅調で、かつISMの雇用とNFPの相関は16年頃から崩れつつあるため、悲観論に傾けるには相当な距離がある。

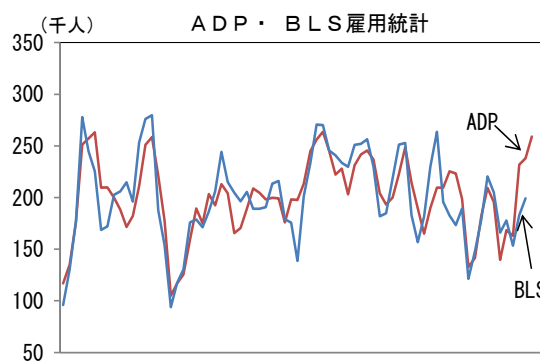


（備考） Thomson Reutersにより作成



（備考） Thomson Reutersにより作成 3ヶ月平均

- ・ 3月ADP雇用統計によると民間NFPは+26.3万人と市場予想（+18.5万人）を大幅に上回った。暖冬の影響で押し上げられていた2月（+24.5万人）から一段と加速。この指標は昨年10月に推計方法が変更されて以来、BLS雇用統計に対する予測精度が向上している。7日発表の雇用統計NFPのコンセンサス（+18.0万人、民間雇用者数は+17.0万人）は上振れリスクがあるだろう。上述のISM非製造業よりは予測精度が高いと判断される。



（備考） Thomson Reutersにより作成 3ヶ月平均

## 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は反落。当初は①ADP雇用統計の強さを好感した買いが優勢となっていたが、午後に②FOMC議事録が発表されると、年内のバランスシート縮小の可能性が意識されたほか、株式が「割高」との言及が材料視され上昇幅を縮小、その後③ライアン下院議長が「税制改正には時間がかかる」との認識を示したことで景気刺激策の実行可能性に疑問符が付き、下落に転じた。当初NYダウは200ドル程度上昇していたが、結局は41ドル下落して引けた。WTI原油は51.15ドル（+0.12ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨は欧州通貨（CHF、NOK、EUR）が軟調だった反面、GBPが堅調でJPYとUSDの強さは中位程度。USD/JPYは上述①を手掛かりに米金利上昇が進むのを横目に111半ばまで水準を切り上げた後、③によって米国株が軟調に推移するなか、110半ばまで水準を切り下げた。
- ・前日の米10年金利は2.335%（▲2.5bp）で引け。上述①を受けて金利上昇となった後、②が金利上昇に拍車をかけたが、③によって全て打ち消される格好となった。欧州債市場（10年）は総じて小動き。ドイツ（0.258%、+0.1bp）、フランス（0.923%、▲0.4bp）、イタリア（2.271%、▲0.5bp）、スペイン（1.620%、+0.3bp）が何れも小幅な変動であった。

## 【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下落を伴って米株安に追随（11:00）。日経平均は1%近く下落している。

### <#バランスシート縮小 #具体案 #5月FOMC>

- ・5日に発表された3月FOMC議事録では、保有証券の再投資停止、すなわちバランスシート縮小に関して比較的踏み込んだ見解が示された。議事録では「経済が想定通りに推移するとの前提に立って、大半の参加者はフェデラルファンド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」との記載があったほか、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。総じて財務省証券とMBSの双方について段階的、あるいは一時に規模を縮小するのが望ましい」との記載があった（下線は筆者）。また、再投資終了にあたっては「段階的な終了はボラティリティを引き起こす可能性がより低い、投資家への伝達はより難しくなる」との記載があり、かつてなく具体的な議論がかわされた印象であった。更に、数人（several）のメンバーが「FFレートが一定のレベルまで引き上げられた後に開始すべき」と主張するなど、時期や方法について多くの記載があった。
- ・金融市場への配慮から「多くの参加者がバランスシートの規模縮小は受動的かつ予測可能な方法で実施されるべきと強調した」との記載があるなど、慎重スタンスは維持されたものの、今後は追加利上げと同時にバランスシート縮小の議論が具体化する可能性が高い。現時点でFEDのバランスシート縮小開始時期について明確なコンセンサスは形成されていないが、筆者の知る限り2018年の縮小開始を予想する向きが多いように感じられる。5日はライアン下院議長の発言（「税制改正には時間がかかる」）によってFOMC議事録のインパクトは限られたものの、5月FOMCに向けてこの議論は市場で材料視され易いだろう。