

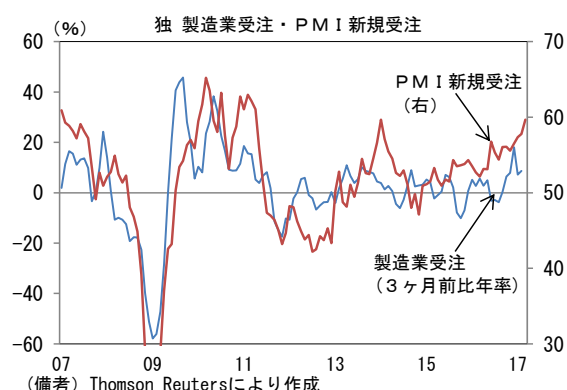
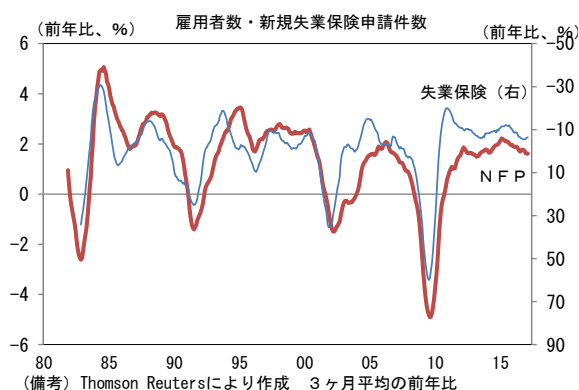
今になって合点がいく ～利上げ計画が4回に変更されなかった理由～

2017年4月7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】

- ・新規失業保険申請件数は23.4万件と前週から2.5万件減少して今次サイクルの最低近傍に回帰。4週移動平均は25.0万件へと0.5万件減少。NFPの再加速を示唆する領域で推移している。
- ・2月のドイツ製造業受注は前月比+3.4%と市場予想（+4.0%）を下回ったものの、1月分が▲6.8%へと0.6%pt上方修正されたことで弱さは打ち消された。製造業PMIが示唆していたほどの強さは実現されていないが、基調は反転しつつあり、先行きの増産モメンタム加速が期待される。3月PMIの新規受注が59.7へと約6年ぶりの高水準を記録していたことがそれを示唆している。



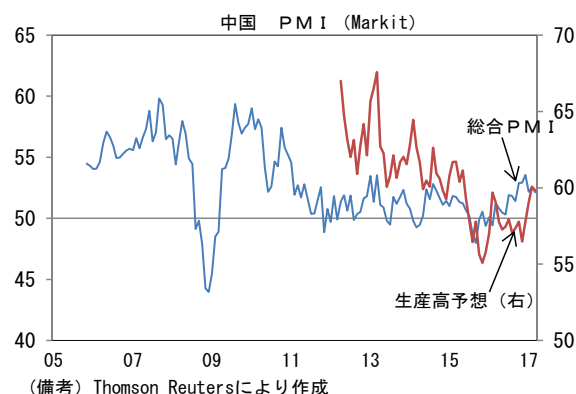
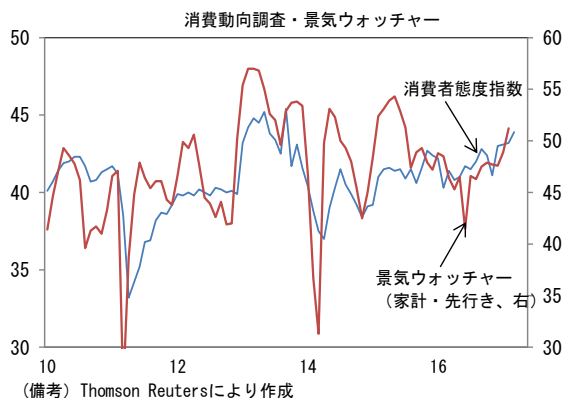
【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は小幅反発。新規の材料に乏しいなか、5日午後に急落した反動もあって買い戻し優勢。欧州株も総じて堅調だった。WTI原油は51.70ドル（+0.55ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨は資源国通貨（CAD、NZD）が堅調だった反面、欧州通貨（SEK、DKK、EUR）が軟調。一方JPYとUSDの強さは中位程度でUSD/JPYは110半ばから後半で一進一退。EUR/USDはドラギ総裁が早期の利上げおよび資産購入停止の観測を牽制したことで1.06前半へと水準を切り下げた。
- ・前日の米10年金利は2.341%（+0.5bp）で引け。雇用統計の発表を控えるなか、動意に乏しい展開となった。欧州債市場（10年）はドイツ（0.263%、+0.5bp）、スペイン（1.632%、+1.2bp）が小幅に金利上昇となった反面、フランス（0.889%、▲2.4bp）、イタリア（2.270%、▲0.1bp）が金利低下。

【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6日に大幅安となった反動からUSD/JPY上昇を伴って買い戻し優勢（9：45）。
- ・昨日発表された消費動向調査によると3月消費者態度指数は43.9と市場予想（43.4）を上回り、2月から0.7pt改善。暮らし向き（41.8→42.7）、耐久財買い時判断（43.1→43.8）、収入の増え方（41.5→42.2）、雇用環境（46.2→46.9）の4項目が揃って改善。水準は消費増税後の最高を記録した。

- ・昨日発表された3月の中国総合PMI（Markit）は52.1と2月から0.5pt軟化。新規受注（53.1→52.5）が軟化した一方、受注残（51.1→51.0）、雇用（50.7→50.6）が横ばい圏で推移。生産高予想は59.8とまずまずの水準を確保した。中国経済は1Q全体でみれば順調な滑り出しを遂げたと思われるが、2Qに向けて減速の兆候が認められている点は注意しておきたい。



< #3.6.9.12に引き締め #12月は利上げの代わりに再投資決定 >

- ・5日に発表された3月FOMC議事録をみる限りFEDが年内の再投資停止、すなわちバランスシート縮小をかなり前向きに検討していると判断するのが妥当だろう。議事録では、保有証券の再投資停止を決定する時期についてほぼ全ての参加者が「今年終盤（later this year）」との具体的記載があり、またそれを（段階的停止ではなく）「一気に停止」する可能性も示唆された。更に、国債とMBSを区別することなく同時に再投資を停止する案が記載されるなど、引き締めバイアスが強い印象であった。
- ・ちなみに再投資停止の予想について明確なコンセンサスがあったわけではないが、筆者の知る限りにおいてそれは①2018年半ば頃から②段階的に③MBS、国債の順に再投資を停止していくというものであった。今回の議事録を受けて再投資停止時期の予想を前倒しする市場関係者が増えるだろう。また、それが市場参加者の金利見通しに反映されることも併せて意識しておきたい。
- ・上述の「今年終盤」は12月FOMCを暗示しているとみられるが、それを踏まえると3月FOMCのドットチャートで示された年内の利上げ計画が3回（うち1回は3月に実施済）に留まったことが、今になって合点がいく。前々回の追加利上げがあった12月FOMCから3月FOMCまでに蓄積された経済指標がすこぶる好調で、かつ金融市場が楽観度合いを強めていたにも拘らず、FEDが3回の利上げ計画を維持したのは少し意外感があったが、それは12月FOMCにおける過度な引き締めを回避することが念頭に置かれていたためだと思われる。年4回（3.6.9.12）の利上げ計画を前提にすると、12月FOMCで「利上げ」と「再投資停止」が重なるため、敢えて利上げ計画を3回に据え置いた可能性が指摘できる。
- ・以上を踏まえると、6月と9月に利上げを実施した後、12月に再投資停止が決定されるシナリオが浮かび上がる（12月は利上げスキップ）。

FOMC開催日程	
	記者会見
1月31日 2月1日	
3月14－15日	○
5月2－3日	
6月13－14日	○
7月25－26日	
9月19－20日	○
10月31日 11月1日	
12月12－13日	○

