

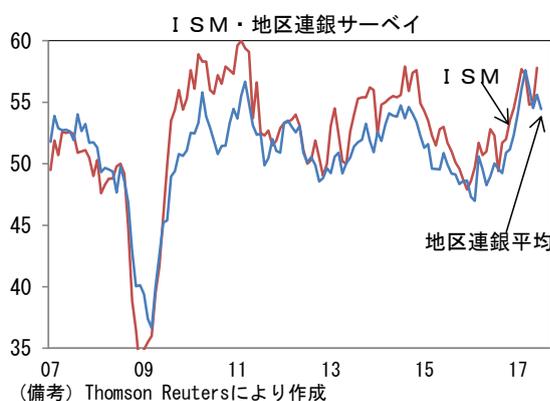
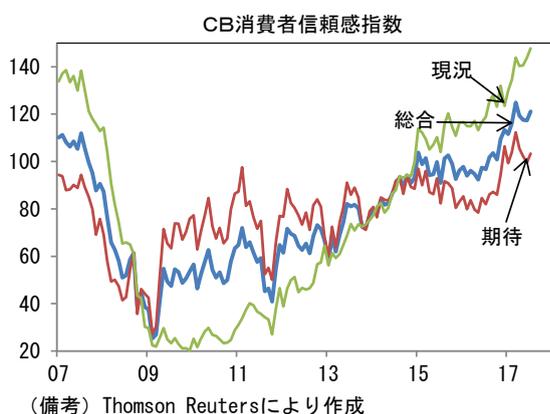
## 想定されるサプライズ ～①バランスシート縮小 ②低インフレ警戒～

2017年7月26日（水）

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】

- ・ 7月米CB消費者信頼感指数は121.1と市場予想（116.5）を上回り、下方修正された6月実績（118.9→117.3）から大幅に改善。前景気拡大局面の水準を遥かに上回って推移している。内訳は、現況（143.9→146.3）が16年ぶりの水準に到達すると同時に期待（99.6→103.3）が3ヶ月ぶりに上昇。雇用統計の先行指標として有用な雇用判断DIは+16.1へと2.5pt改善して今次サイクルの最高を更新。こちらも前景気拡大局面を上回って推移しており、労働市場の改善を映し出している。
- ・ 7月リッチモンド連銀指数は+14へと6月から3pt改善。ISM換算では56.5へと0.8pt改善。既発表の地区連銀サーベイの結果が示唆する7月ISMは55.7と、6月（57.8）から軟化が見込まれる（2005年以降のデータで回帰）。



### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・ 前日の米国株は反発。建機大手の好決算が好感されたほか、米金利上昇を受けた金融株が堅調。その他では原油価格上昇を横目にエネルギー株が上昇。WTI原油は47.89ドル（+1.55ドル）で引け。
- ・ 前日のG10通貨はJPYが最弱でそれにEURが続いた。反対に一次産品価格の持ち直しを受けてNOK、AUDが堅

調。米長期金利の上昇に沿ってUSD/JPYは112へと反発。

- ・前日の米10年金利は2.335% (+8.0bp) で引け。FOMCを翌日に控えて新規の材料に乏しいなか、欧州債下落の流れを引き継いだ。原油価格上昇を背景に予想インフレ率 (1.783%→1.811%) が持ち直すと同時に予想実質金利 (0.472→0.523) が上昇。欧州債市場 (10年) はドイツ (0.566%、+5.8bp)、フランス、イタリア、スペインが金利上昇。対独スプレッドはイタリアとスペインでややワイドニング。

#### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株高に追随して日経平均2万円を回復 (10:30)。
- ・6月企業向けサービス価格指数 (除く国際運輸) は前年比+0.7%へと5月から0.1%pt鈍化。企業段階において、労働集約的なサービス業を中心に労働コストを価格に転嫁する動きがみられている。

#### < # F O M C # 声明文の変更は細部 # バランスシート縮小へ一歩前進? >

- ・27日の日本時間午前3時に発表されるF O M Cでは金融政策の現状維持が予想される。F F レート上限は1.25%での据え置きがコンセンサス。実際、F F 金利先物は99.9%の確率でF F レート据え置きを織り込んでいる。筆者は9月F O M Cにバランスシート縮小開始 (の決定)、12月に追加利上げ (3回目) との予想を維持する。
- ・一部市場関係者はバランスシート縮小開始の決定を予想している。とはいえ、市場の織り込みが不十分であることに鑑みると、F E Dは慎重な舵取りを選択するとみられる。唐突な政策変更は、金融市場の無用な混乱を招く恐れがある。バランスシート縮小に関しては、開始時期以外の詳細が既に発表されているため、追加的なマーケットインパクトは大きくないと思われるが、それでも7月F O M Cで開始の決定が発表されれば、サプライズだろう。
- ・F E Dは、金融市場が落ち着いている限り、市場参加者に引締め計画を織り込ませたいと考えている。そのため経済見通しの発表と記者会見のない今会合では、声明文を通じたバランスシート縮小に関する市場との対話に重きが置かれるだろう。現在のところ「年内 (this year)」とされているバランスシート縮小開始時期を「早期」や「今後数ヶ月」、或いは一歩踏み込んで「next meeting (=9月)」といった具合に書き換えることが考えられる。
- ・今回のF O M Cでもう一つ考えられるサプライズは、インフレ率低下に対する警戒トーンが高まること。6月F O M Cの段階で「委員会は物価の動向を注意深く監視 (monitoring inflation developments closely) する」との文言が加わったばかりなので更なる変更は想定しにくいだが、それでも最近のインフレ指標の弱さに鑑みると、何らかのメッセージが発せられる可能性はあるだろう。その場合、12月F O M Cの利上げ再開を疑問視する動きから米金利低下・U S D安の展開が想定される。