

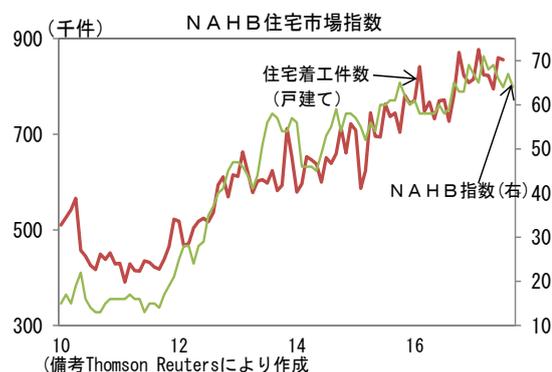
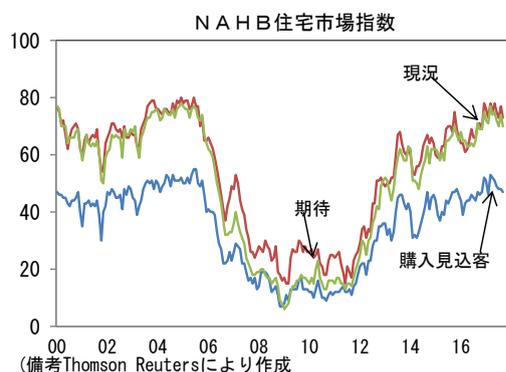
## FEDはバランスシート縮小、日銀は動かず ～ドットチャート、「主な意見」に注目～

2017年9月19日（火）

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】

- ・ 9月NAHB住宅市場指数は64ptと、8月から3pt低下して市場予想（67）を下回った。7-9月平均は前期のそれを2.7pt下回るが、それでも水準は十分に高く、悲観論に傾けるには相当な距離がある。



### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・ 前日の米国株は続伸。新規の材料に乏しいなか、業績期待等から買い優勢。NYダウ、S&P500が最高値更新。WTI原油は49.91ドル（+0.02ドル）で引け。
- ・ 前日のG10通貨はJPYの弱さが目立った一方でUSDとEURがやや強め。米長期金利が上昇するなか、USD/JPYは111半ばまで上伸。他方、EUR/USDは横ばいで引け。
- ・ 前日の米10年金利は2.229%（+2.6bp）で引け。FOMCを控えて持高調整の売りが優勢。先週発表されたCPIの予想比上振れも引き続き意識されたとみられる。欧州債市場（10年）はドイツ（0.455%、+2.2bp）、フランスが金利上昇となった反面、イタリア、スペインが金利低下。対独スプレッドはイタリア、スペインがタイトニング。

### 【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、欧米株高に追随して高寄り後、もみ合い。日経平均は2万円を回復している（9:30）。

### < #解散 #バランスシート縮小 #日銀は無風 >

- ・ 連休中に複数のメディアが解散総選挙の可能性を報じた。報道によると、「28日召集の臨時国会の冒頭で解散し、衆院選を10月10日公示、22日を投開票にする」とのこと。民進党に離党者が相次ぐこのタイミングで政権基盤を強固にする狙いがあるとの見方が支配的。政策の焦点は「教育の無償化」とその財源。日経新聞によれば、8%から10%への消費増税で見込まれる約5兆円の増収増について、現在4対1の割合で財政健全化と社会保障の充実に充てるとしているものを、社会保障費の割合を増やすことで教育無償化財源に充当する案が議論されている。仮に報道内容が現実となった場合、「全世代型社会保障制度」の名の下に新たな財源がないまま、教育無償化が始まることになる。これを踏まえると2019年10月の消費増税の可能性が高まったと判断される。

- ・ 翻って金融政策。今週は日米で金融政策決定会合が開催される。19-20日のFOMCでは既成事実化しつつあるバランスシート縮小が決定されるだろう。最もハト派寄りのブレイナード理事ですら9月入り後にこれに肯定的な発言をしているため、もはや議論の余地がない段階に入っているとみられる。既発表の計画どおり国債60億ドル、MBS40億ドルの合計100億ドルの再投資縮小が決定されよう。実際の開始時期は10月になる見込み。
- ・ もうひとつの注目点はドットチャートだが、今回のFOMCでさほど変更は見込まれない。2017年は従来どおり3回（年内あと1回）、2018・19年についてはそれぞれ3回が見込まれ、今回新たに発表される2020年は0回ないしは1回となるだろう。現時点で予想されている景気に中立的な金利は3.0%であるから、それに変化が無いとすれば今次利上げサイクルは2020年までに終了することになる（FFレート設定には25bpの幅があるため、ドットチャート上では2.875%か3.125%が3%を意味する）。現在、市場参加者の目線は2017年ないし18年の利上げ見通しに集中しているが、今後は20年の利上げ打ち止めが一つのテーマになるだろう。
- ・ 次に20-21日の日銀金融政策決定会合に目を向けると、こちらは政策変更が全く見込まれず、新たなシグナルが出てくる可能性も低い。景気判断は一部が上方修正される可能性があるとはいえ、日銀が重視するコアインフレ率（除く生鮮食品・エネルギー）は彼らの予想を下回って推移している。このような状況で日銀が強気に傾斜しても出口が近づいてくる訳ではないし、市場参加者もそれを十分に認識している。なお、今会合から2名の審議委員が加わるが、何れも反対票は見込まれず、全会一致の決定が予想される。
- ・ 他方、声明文記載の「80兆円」の取り扱いについては、その形骸化が著しいことから、会合で何らかの議論が展開される可能性があるだろう。さすがに声明文から突如削除されることは想定し難いが、「主な意見」や「議事要旨」では、削除に向けたシグナルが発せられる可能性があるだろう。
- ・ 総裁会見も注目だが、黒田総裁はこの場で示唆に富んだ発言をしたことがほとんどない。そのスタンスは今回も同様と予想され、日銀会合は無風が見込まれる。