

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は10月の月例経済報告で、景気の基調判断を、「このところ弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている」と、7か月連続で据え置いた。主要個別項目の判断をみると、生産を、前回の「横ばいとなっている」から、今回は「持ち直しの動きがみられる」と9か月振りに上方修正した。また、業況判断を「慎重さがみられる」から「一部に慎重さがみられるものの、おおむね横ばいとなっている」に引き上げた。一方、住宅建設は「持ち直している」から「このところ横ばいとなっている」に引き下げた。先行きの下押しリスクについては、海外での景気下振れのうち「資源国」を削除した。

- 日本銀行は11月1日の金融政策決定会合後に公表した「経済・物価情勢の展望」（2016年10月）で、景気の現状判断について、9月の会合でも示した「新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている」を引き続き維持した。個別項目では、予想物価上昇率の判断を、「やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる」から「弱含みの局面が続いている」とした。
先行きの経済見通しについては、「暫くの間、輸出・生産面に鈍さが残り、景気回復ペースの鈍化した状態が続くとみられる」から、「暫くの間、輸出・生産面に鈍さが残るものの、その後は緩やかに拡大していく」とした。
また、物価の先行きについては、「消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、見通し期間の後半には2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。今回の物価見通しを従来の見通しと比べると、中長期的な予想物価上昇率の弱含みの局面が続いていることなどから、やや下振れている」とした。2%程度に達する時期については、「見通し期間の終盤（2018年度頃）になる可能性が高い」とし、4月の展望レポートで「2017年度中」に先送りされ、7月は「2017年度中」になるとみられるが「不確実性が大きい」とされていたが、今回はさらに後ずれさせた。

- 総務省が発表した9月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は、前年同月比 $\Delta 0.5\%$ （8月同 $\Delta 0.5\%$ ）と7か月連続でマイナスとなった。また、消費者物価の総合も同 $\Delta 0.5\%$ （8月同 $\Delta 0.5\%$ ）とマイナスが続いている。ガソリン、電気代、都市ガス代の下落が続いているが、下落幅が縮小し、押上げに寄与した。しかし、生鮮食品を除く食料や教養娯楽用・家庭用耐久財などの下落幅が拡大して押下げ方向に寄与した。物価の基調をみるうえで参考となる食料（除く酒

類)とエネルギーを除くいわゆる米国型のコアCPIは前年同月比+0.0%(8月同+0.2%)と伸びの鈍化が続き、9月は横這いとなった。

また、日銀が発表した消費者物価の基調的な変動を示す9月の生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースは前年比+0.2%(8月同+0.4%)と伸びが一段と鈍化している。

2. 金融政策

- 日銀は、10月31、11月1日に開催した金融政策決定会合で、長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)と資産買入れ方針について、それぞれ賛成7・反対2で現状の方針を維持することを決定した。

- 黒田日銀総裁は、11月1日の決定会合後の定例記者会見で、主として、物価目標の達成時期についての議論と新しい枠組みの評価について説明した。

物価上昇率が2%程度に達する時期について2018年度頃になると後ずれさせたことについては、「中長期的な予想物価上昇率の弱含みの局面が続いていることなどを反映したものである」と説明した。今回の見通しの修正は、「中長期的な予想物価上昇率は、現実の物価上昇率が0%程度ないし小幅のマイナスで推移する中で、『適合的な期待形成』の要素が強く作用し、2015年夏場以降の弱含みの局面が続いている」ことを強調した。また、物価の見通しが後ずれしたが、追加緩和を行わなかったことについては、「過去をみても、展望レポートで2%に達する時期の予想が後ずれしたからといって必ず追加緩和したというわけではない」とし、金融政策運営は、「あくまでも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、2%の『物価安定の目標』に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う」という方針を述べた。新しい枠組みについては、「『オーバーシュート型コミットメント』は、2%を超えて安定的に推移して、2%の上からソフトランディングする状況を想定している」ため、「物価上昇率が2%に達するのが2018年度頃であっても、それよりもう少し先まで『オーバーシュート型コミットメント』が続く可能性は十分ある」と言明した。また、「『イールドカーブ・コントロール』は、ある意味では、世界で初めての試みでもあり、市場の動向は随分注視してきたが、これまでのところ非常に円滑に受け入れられて、適切なイールドカーブが実現しており、これが日本経済にとってプラスに働き、2%の『物価安定の目標』に向けて効果を発揮していく」と評価した。「イールドカーブ・コントロール」と「オーバーシュート型コミットメント」の組み合わせについては、「市場はそれを円滑に受け入れて、イールドカーブもほぼ前回の金融政策決定会合時と変わらない形になっている」とし、「その間、もちろん世界経済やその他色々な動きがあったが、比較的順調にきているのではないかと考えている」との認識を述べた。

3. 短期金利の動向

(1) インターバンク市場

- コール市場をみると、無担保コールでは、2日の普通交付税交付金の払いが行われた後は若干資金余剰気味となっており、無担保コール加重平均レートは概ね $\Delta 0.045\%$ 程度での推移

となっている。また、11月に入ってから試し取りが散見されている。

(2) オープン市場

- レポ市場では、11月に入ってから資金調達ニーズが落ち込んでおり、低いレート水準での出合いが続いている。玉確保の買い等で $\Delta 0.10\%$ を下回る出合いもみられている。
- 短国市場では、海外勢の買い意欲が若干戻ってきたとみられ、需給が改善しつつあり、直近では全般的にレート上昇が一段落している。4日の短国買入オペは10,000億円でオファーされ、平均 $\Delta 0.005\%$ ・按分 $\Delta 0.012\%$ と需給改善を反映した結果となった。
- CP市場では、10月末の発行残高は14兆1,412億円と、期明けの調達再開によって残高がやや回復した(2016年9月末12兆9,840億円)。前年比では7,000億円程度減少しているものの、一般事業法人の発行残高は1兆5,000億円増加するなど、低金利を享受しようという動きが広がりを見せ始めている。月初のCP等買入オペは引き続き按分レート $\Delta 0.001\%$ となり、ディーラー等の売却意欲が強いことが示された。発行レートは概ね0%となっている。

4. 今後の見通し等

- ユーロ圏経済をみると、7~9月期の実質GDP(速報値)は前期比 $+0.3\%$ (4~6月期同 $+0.3\%$)と14四半期連続でプラス成長が続いている。1~3月期(同 $+0.5\%$)に比べ伸び率は鈍化しており、今後とも英国のEU離脱問題の影響を慎重に見極める必要があるとみられているが、足許までのところでは、ECBによる緩和策などが景気の下支えとなって底堅い持ち直し基調を維持していると評価されている。

- ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、雇用環境の改善や金融緩和的な環境等を背景に、基調としての景気の緩やかな持ち直しが続くと思われている。英国のEU離脱問題の影響は今のところ限定的とみられているが、同問題や域内での政治等を巡る先行き不透明感が一因となって、景気の失速には至らないまでも、成長ペース鈍化を余儀なくされる可能性があるといった見方もある。

持ち直し基調が続くとみる要因としては、これまでみられている雇用環境の改善が持続するといった前提の下に、個人消費など域内需要が底堅く推移するとみられている。また、ユーロ安地合いの持続が輸出の下支え要因となるとも期待されている。この間、金融緩和策の持続や、難民対応のための財政支出も景気を下支えする要因として指摘されている。さらに、英国から生産や企業活動の拠点をユーロ圏に移す動きが強まれば、ユーロ圏景気を押し上げる方向に作用するといった見方もある。

ただ、域内の経済や政治を巡る不確実性の高まりや地政学的リスクの継続などから、今後、企業がマインドの低下に伴う採用や賃上げ姿勢を慎重化する可能性が指摘されている。また、こうした状況下、家計マインドへの影響などから個人消費の増勢が鈍化するといった懸念がもたれている。さらに、英国のEU離脱交渉が長引くことや英国の景気後退の可能性などによ

る先行きの不透明感の強まり等からも、企業や家計のマインドが低下する可能性があることもあって、投資や消費の抑制等による景気の下振れリスクが潜在しているといった指摘がみられている。

- ユーロ圏の10月の消費者物価指数(速報値)は、前年比+0.5%(9月同+0.4%、8月同+0.2%)と、エネルギー価格の下落率(10月同 Δ 0.9%、9月同 Δ 3.0%、8月同 Δ 5.6%)が縮まったことを背景に、2014年4月以来の水準となっている。エネルギー、食品、酒・タバコを除いたコア指数は前年比+0.8%と(9月同+0.8%、8月同+0.8%)となった。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、原油価格下落の影響が剥落していくことで、物価は全体として上向いていくとの見通しが多くなっている。もっとも、景気の回復力に力強さがみられないこと、賃金の上昇力が弱いこと、OPECの減産合意が持続的な原油相場の上昇に繋がるかについてはまだ不透明感が強いことなどに留意する必要があるとみられており、このため物価の上昇は緩やかなものに止まると見込まれている。
- 欧州中央銀行(ECB)は10月20日に開催した定例理事会で、主要政策金利であるリファイナンス金利(0.00%)を据え置き、限界貸出金利(0.25%)と中銀預金金利(Δ 0.40%)もそれぞれ据え置いた。また、資産買入れ規模は2017年3月まで月額800億ユーロに維持し、必要であるならば、インフレが目標に向けて上昇していく方向がみられるまで継続する方針を維持した。
- ドラギ総裁は理事会後の記者会見での声明で、ユーロ圏経済については、「緩やかながら確実な回復が確認できている」が、これは「ECBの包括的な金融緩和によって、世界経済の逆風や政情不安に対し抵抗力を維持している」ことによるものであると説明した。ただ、先行きについては、「弱い外需、複数の部門で必要なバランスシート調整、構造改革の停滞が、依然として景気回復の重石になる」とし、従って、「ユーロ圏の成長見通しに対するリスクは、主に外的環境によって、引続き下向き方向にある」との認識を述べた。物価面では、「基調的なインフレが上昇トレンドを示す兆候はまだみられないが、先行きについては、エネルギー価格の動向などを背景に、インフレ率が向こう数か月間で上向く可能性がある」との見方を示した。「こうした分析結果から、遅滞なく2%弱のインフレ率を確実に回復するには、大規模な金融緩和を維持することが必要である」と今回の政策決定の背景を説明した。こうした中で、「資産買入れについては、12月の理事会で、2017年3月まで、あるいは必要ならばそれ以降の円滑な実施を確保するための選択肢に関する専門委員会の成果を基に議論することになる」と明言した。
- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、追加緩和の有無を巡って見方が分かれているほか、金融緩和の縮小に向かうのではといった憶測もみられている。12月に追加緩和が実施される可能性があるとの指摘は引き続きみられている。こうした背景

には、10月開催のECB理事会で資産購入プログラムを円滑に進める上での方策を12月の理事会で協議するとしたことが挙げられている。また、英国のEU離脱問題や欧州内での政治などを巡る不確実要因によって、ユーロ圏経済の下振れリスクが潜在しているとみられていることもこうした背景にある。さらに、物価が依然として低水準で推移していることも指摘されている。緩和の内容については、資産購入プログラムの枠組みの見直しを行ったうえで、当初の期限としている2017年3月以降も追加緩和を継続する可能性が高いとみられている。マイナス金利幅の拡大には慎重であると指摘されているが、英国のEU離脱問題、世界経済の減速、地政学的リスクなどの影響により、ユーロ圏の景気、物価に下押し圧力が一段と強まった場合には、さらに踏み込んだ緩和策の実施に踏み切るといった予想もみられている。

もっとも、英国のEU離脱問題の影響が軽微に止まっていれば、緩やかではあるが安定した景気の持ち直しが続いている中、当面、現状の緩和策の効果を見極める姿勢を続けるといった見方も根強い。また、欧州の銀行経営への影響やドイツなどの反対等を勘案すると、マイナス金利幅や追加の国債買入等をさらに拡大する追加緩和には慎重にならざるを得ないのではないかと指摘する向きもある。さらに、ドラギ総裁も指摘しているように、規制に起因する雇用創出力の弱さや、不良債権処理の遅れなどの構造問題等による景気への影響については、金融政策では解決できないとみられており、政府による対策が期待されている。

さらには、景気が堅調に拡大し、物価が緩やかに上昇すると見込まれる場合には、ECBは来春以降に金融緩和の縮小に向かうのではないかとといった憶測もみられはじめている。

- 英国経済をみると、7~9月期の実質GDP（速報値）は前期比+0.5%と市場予想（+0.3%程度）を上回った。4~6月期（同+0.7%）の成長率を下回ったものの、景気は15期連続で拡大している。建設と製造業で落ち込みがみられたものの、サービス業の拡大が伸びに寄与した。今回の結果については、GDP成長率の面では、EU離脱問題に伴う大きな影響は今のところ回避されているとの評価となっている。
- 英国の経済は、EU離脱決定直後に懸念されたような急速な景気後退には陥っておらず、先行きについても、市場では、2017年にかけて心配されていたリセッションに陥る懸念も低下しているとみられている。また、8月に先手を打って踏み切った利下げ等による金融緩和により、消費と投資を下支えする効果も期待されている。ただ、今後、景気減速が少しずつ顕在化するとはみられており、また、離脱交渉が長引くことによる不透明感の持続から、低成長が長期にわたるといった予想もされている。具体的な影響としては、ポンド安などによる物価上昇を通じた実質購買力の低下や、先行きの不透明感などにより家計部門のマインドが慎重化し、内需を減退させる可能性があるとして指摘されている。また、こうした動きが企業活動に徐々に影響して、投資意欲の後退に繋がる懸念もみられている。
- 英国の9月の消費者物価指数は前年比+1.0%（8月同+0.6%）と2014年11月以来の高い伸びとなった。衣料の伸びが2010年以来の大きさとなったほか、自動車燃料などの価格が上昇した。価格変動の大きいエネルギー、食品、アルコール飲料およびたばこを除いたコアインフ

レ率は前年比+1.5%（8月同+1.3%）と伸び率が高まっている。

- 英国の物価の先行きについて、市場では、ポンド安による輸入物価の上昇や、これまでの原油価格低下の影響が減退していくこともあって、物価を押し上げる圧力が次第に高まってくると見込まれている。こうした中、BOEはインフレ見通しで2017年には+2.7%に達する可能性を予想しており、また、市場予想のなかには+3%前後まで上昇するといったものもみられている。
- BOEは、11月3日に金融政策委員会の結果を発表し、政策金利を0.25%に据え置き、また、国債買入枠は4,350億ポンド、投資適格社債の買入枠は100億ポンドにそれぞれ維持することを全会一致で決定した。
金融政策委員会の議事要旨によれば、経済状況については、「EU離脱決定による短期的な影響は従来の想定ほど大きくない」と評価した。その一方で、「ポンド相場下落を背景に、インフレ率は足許の1%から2017年見通しが従来の2.0%から2.7%に達する」との予想を示した。そのうえで、「目標を上回るインフレ率を許容するには限度がある」と指摘した。ただ、「インフレ率へのポンド相場の影響は一時的に止まり、金融政策の引締めによってその影響を完全に打ち消そうとすれば、生産と雇用の伸びに対して過度に犠牲が大きくなると見込まれる」との慎重な判断も示した。このため、「金融政策は、インフレ率が持続的に目標の2%に回帰することを確実にさせながら、経済見通しの変化にもいずれの方向に対応する可能性がある」とした。前回9月の議事要旨では、「11月のインフレ・レポートの見通しが8月の見通しと大勢で一致するなら、大半の委員が年内の追加利下げを支持すると予想される」との見解を示し、景気の鈍化に対応する用意があることを明らかにしたが、今回は物価動向に重きを置いた金融政策方針をとることを明らかにした。
- BOEは、8月の金融緩和策の効果と経済・物価動向を見極める姿勢を続けているが、金融政策の先行きについて、市場では、追加緩和には慎重に対応する中立的な方向に転換しており、予想されていた年内の追加緩和を見送る可能性が高いとの見方が強まっている。こうした背景には、ポンド安でインフレ率が大きく押し上げられる可能性が強まっているほか、EU離脱決定後も景気の大きな落ち込みがみられていないことが挙げられている。11月の金融政策委員会では、「目標を上回るインフレ率を許容するには限度がある」と指摘していることから、場合によっては利上げもあり得るとの指摘もみられている。ただ、そうした中でも、同委員会では、「金融政策は、インフレ率が持続的に目標の2%に回帰することを確実にさせながら、経済見通しの変化にもいずれの方向に対応する可能性がある」としており、物価および経済次第で政策の舵取りが変わる可能性がある。このため、EU離脱問題を巡る先行き不透明感の高まりから景気が過度に下振れ、ポンド安による物価の上昇が一時的と判断できるのであれば、追加緩和に踏み切る可能性はあるとの見方も残されている。
- 米国経済をみると、7~9月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+2.9%と前期（同+1.4%）

から伸びが加速し、2014年7～9月期（同+5.0%）以来の高めの水準となった。個人消費（同+2.1%）が前期（同+4.3%）の伸びから鈍化した。設備投資（同+1.2%）が復調したほか、輸出（同+10.0%）も高めの伸びとなった。また、在庫投資（寄与度+0.61%ポイント）の持ち直しも成長に寄与した。在庫と貿易を除く国内最終需要は+1.4%と前期（+2.4%）から減速した。この結果については、景気の回復基調は維持されているが、内需が減速しており、今回鈍化した個人消費の動向を見守る必要があるとみられている。また、輸出の増加が、アルゼンチンとブラジルでの不作を背景とした大豆の輸出によって大幅に引き上げられたため、一時的である可能性が指摘されている。

- 米国の10月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+16.1万人（9月同+19.1万人）と3か月連続で20万人台を割り、年初来の雇用の伸びが月間平均+18.1万人と前年（2015年同+22.9万人）から縮小しているが、労働市場が最大雇用に近い状況にあることもあって、比較的良好な伸びが続いているとみられている。製造業の雇用者数が減少しているものの、民間サービス部門の増加が続いている。失業率は4.9%（9月5.0%）と、労働参加率の低下などから、再び5%を割った。また、時間当たり賃金は前年同月比+2.8%（9月+2.6%）と2009年6月以来の高い増加となった。

- 米国経済の先行きについて、市場では、今年前半の低成長局面を脱し、個人消費を中心とした緩やかな景気拡大が続くと予想されている。個別項目をみると、個人消費は、雇用環境の改善が続いていること、ガソリン価格の低水準での推移等により家計の実質購買力が向上していることなどから、堅調に推移するとみられている。住宅投資については、雇用環境の改善や低金利環境が続いていることなどを背景に、回復傾向を辿ると見込まれている。設備投資面では、内需が底堅く推移していること、資源関連の投資下押し圧力が減じていること、企業業績の改善が予想されていることなどから、今後徐々に持ち直していくことが期待されている。輸出は、新興国経済の弱さを背景に伸び悩んでいるが、ドル高に伴う下押し圧力が緩和してきており、持ち直しの動きも想定できるとの指摘もある。
ただ、下振れリスクとなる要因も少なからずみられている。家計部門では、賃金の上昇率が緩やかなものに止まっていること、完全雇用が近づいている中で雇用の伸びが低下していく可能性があることなどから、個人消費や住宅投資の伸びが下振れるリスクが指摘されている。輸出については、今後、英国やユーロ圏での景気の先行き不透明感や新興国経済の弱さなどが一段と強まった場合、また、利上げに伴い再びドル高が進行するような場合には、下振れリスクが顕現化する可能性があるとの見方もある。設備投資面では、先行きの不透明感の強まりや外需の弱さなどを背景に製造業で稼働率が高まらないことなどにより、製造業を中心に投資を手控える可能性も懸念されている。

- 米国の物価動向をみると、9月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前月比+0.1%（8月同+0.3%）と前月を下回る伸びとなった。前年比では+2.2%（8月同+2.3%）の伸びとなった。居住費や航空運賃が上昇した一方、衣料品や自動車は値下がりした。総合

では前月比+0.3%（8月同+0.2%）となった。また、前年比では+1.5%（8月同+1.1%）と、ガソリン価格や家賃などが値上がりして全体を押し上げ、2014年10月以来の上昇率となった。また、9月の個人消費支出価格指数は、コア指数では前月比+0.1%（8月同+0.2%）、前年比では+1.7%（8月同+1.7%）となった。総合では前月比が+0.2%（8月同0.2%）と横這いであったが、前年比は+1.2%（8月同+1.0%）と2014年11月以来の伸びとなった。ガソリンなどエネルギー関連価格の上昇がみられている。

- 米国の物価の先行きについて、市場では、物価の上昇圧力は徐々に強まっていくと予想されている。こうした背景には、原油価格が不安定ではあるが持ち直していること、以前のドル高による物価下押し圧力が低減してきていること、個人消費を中心とした内需の底堅い持ち直しが続くことが予想されていること、労働需給のタイト化に伴う賃金の上昇が引き続き期待されていること、などが指摘されている。

- 11月1、2日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導レンジを0.25~0.50%に据え置くことを決め、また、保有する債券の償還元本の再投資を継続することを決定した。前回の会合では3名の参加者がFFレートの誘導レンジを0.50~0.75%に引き上げることを主張したが、今回は2名が引上げを提案した。

委員会後に発表した声明文では、労働市場、経済について前回と同様に前向きな評価をし、利上げ方針を維持していることを表明した。労働市場の評価では、「引き続き強化」され、「雇用の伸びは堅調である」とした。また、経済については、「成長が今年前半にみられた緩慢なペースから加速している」との認識を引き続き示した。この間、物価については、「幾分上昇している」との評価が加わった。こうした状況下、金融政策については、「利上げの根拠は引き続き強まっていると判断した」と前回と同様に利上げ姿勢を維持している方針を明言した。今回の決定については、「当面の間、目標達成に向けた進展を示すあと少しの根拠を待つことに決めた」とし、前回の「さらなる証拠を待つ」との文言から前進させている。

- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、12月のFOMCで利上げに踏み切るかどうかに関心が当たっている。利上げの可能性を指摘する向きは、その要因として、9月および11月のFOMCの声明文で、景気および雇用に対して前向きな評価を行い、「短期的な経済見通しのリスクは概ね均衡している」とした点が挙げられている。そのうえで、金融政策については、前回および今回とも、「利上げの根拠は強まっていると判断している」との見解が明示されたことが指摘されている。また、利上げに踏み切るための強い論拠として必要と考えられる物価については、エネルギー価格によるこれまでの下押し要因の剥落で今後加速する可能性があるとの予想も、利上げ実施予想の見方の材料となっている。今後とも、個人消費を中心とした景気回復が維持され、労働市場の改善が趨勢として続き、新たなリスク要因が生じなければ、12月の利上げの可能性がみられている。

ただ、その一方で、利上げは見送られるとの指摘も根強くみられている。FOMCでの利上げの適否の判断については、どちらの議論も可能であったとみられるが、結局、これまでのとこ

る慎重な判断が選択されている。12月のFOMCでも判断材料に大きな変化がないとみられる中、9、11月と同様の判断をせざるを得ないのではないのかといった指摘がみられている。また、米国経済には過熱感はなく回復ペースが一定せず波がみられていること、物価の上昇率が依然として低い水準で推移していることなどから、利上げをする必要性がないといった見方がある。さらに、世界経済の減速感が続いていることや、英国のEU離脱問題が長期化しそうであることなど、先行きの不透明感が強い状況下で、利上げをした場合には、金融市場が混乱しかねないといった指摘もみられている。

こうした中、米国大統領選でトランプ氏が選出されたことの影響については、FRBの判断に政治的な影響はないとする見方と、利上げの判断を慎重にせざるを得なくなる一つの要因となるのではないのかとの見方が混在しているが、利上げの可能性に対する不透明感を強めた形となった。

- 日本経済は、足踏み状態を続けているが、先行きについて、市場では、経済対策による公共投資の増加等のほか、個人消費が底堅さを増していくとみられていることなどから、緩やかに持ち直していくとみられている。もっとも、個人消費や設備投資などによる牽引力が弱いことから、景気は全体として引き続き力強さに欠け、下振れリスクの強い状況が続くとも予想されている。また、経済対策については、2016年度後半から2017年度の始めにかけてその効果が大きく現れ、公共投資が景気を押し上げる見込みであるが、2017年度後半にかけて経済対策による効果が剥落するとみられるため、現状の想定の下では、持続的な景気の持ち直しは期待できないことにも留意する必要があると指摘されている。

個別項目をみると、個人消費は、雇用者数の増加に加え、物価の低水準での推移から実質所得の増加が続くと見込まれているなど、持ち直し材料が期待されている。しかし、賃金の伸びが鈍いことや、先行きに対する不透明感などにより生活防衛意識が一段と強まる可能性があることなどから、持ち直しとしてもそのペースは緩やかなものに止まると予想されている。住宅投資面では、雇用環境の改善やマイナス金利導入による住宅ローン金利の低下などの持ち直し材料がみられているが、その一方で、販売価格が高止まりしていること、マンション購入に慎重な購入者が増えていること、消費税延期により駆け込み需要が剥落していることなど、抑制要因も指摘されており、全体としては景気を押し上げる力は弱いとみられている。設備投資については、9月短観で底堅い計画がみられており、マイナス金利導入による企業の調達金利が低下しているといった材料がある中、更新投資や省力化・省エネ化投資などから、緩やかな持ち直しが期待されている。ただ、円高・株安による企業収益の下押し懸念がみられていること、内需および輸出が力強さに欠けていることなどから、製造業を中心に投資手控えや先送りする下振れリスクの可能性も指摘されている。輸出は、米国経済の底堅さが下支えとなるとみられている一方、新興国経済の弱さ、円高、英国のEU離脱問題に伴う先行きの不透明感などの下押し要因もあって、総じてみれば伸び悩む展開が続くとの見通しが多い。

- 国内物価の先行きについて、市場では、原油価格の下落幅が縮小に向かうものの、円高に伴

う輸入物価の下押し圧力等から、コア消費者物価はマイナス圏での推移が年内は続くとの予想が多い。また、景気が力強さを欠いていること、原油価格の持ち直しが持続するかどうかといった不透明感がなおみられていることなどの要因も指摘されている。さらに、こうした中で、家計や企業の期待インフレ率が鈍化傾向にあることも物価が低調な水準で推移する要因として挙げられている。ただ、2017年に入ると、OPECの減産合意などにより原油価格が確りとした動向を辿れば、エネルギー価格のマイナス寄与が消えることで、コア消費者物価が再びプラス圏に浮上する可能性があるともみられている。

- 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、新しい枠組みの導入により、金融緩和策が長期持久戦型となり、当面は、その機能・効果を見極める姿勢を暫く続けるとみられている。また、政策の枠組みの持続性を高めることを狙っているとみられていることなどから、市場に政策の限界感を醸成させないためにも、余程の下振れリスク等が生じない限り、現状維持が続く可能性が高いといった見方もある。そうした中で、仮に追加緩和が必要となった場合には、短期金利の引き下げを中心に対応してくると予想されている。ただ、外部環境の大きな変化がない限り、年内はそうした動きはないとの見方が多いほか、日銀が行き過ぎた金利低下による金融機関の貸出等への影響に配慮した検証結果を表明していることもあって、よほどの強い根拠と自信がない限り、マイナス金利の深掘りには限度があるといった指摘もみられている。

新しい枠組みの今後の着目点として、イールドカーブ・コントロールについては、金利の調節に伴う国債買入れの増減とマネタリーベース残高の維持の整合性をどう図りつつ、調節を円滑に進めていけるのかが挙げられている。こうした観点からは、金融緩和の後退との見方を回避しながら、今後、量の目標の重要性を引き下げていく見直しが行なわれる可能性が高いとみられている。また、長期金利のコントロールは容易ではないとみられる中、10年物金利をゼロ近傍に調節する場合、プラス・マイナスどの程度の乖離が認められるかが注目されており、この場合、指値オペなども活用しながら金利操作を行なう中で、日銀と市場が適切なコミュニケーションを図れるかも重要とみられている。さらに、イールドカーブ・コントロールと、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の物価安定の目標を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続するオーバーシュート型コミットメントは、本来両立しにくい枠組みであり、再度の見直しを余儀なくされるのではないかと指摘もみられている。

以 上



セントラル短資株式会社

総合企画部 企画調査グループ

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 3-3-14

Tel:03-3246-2651 Fax:03-3242-5012

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。ここに記載されているデータ、意見などはセントラル短資が信頼に足り、且つ正確であると判断した情報に基づき作成されたものではありませんが、当社はその正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容が事前連絡無しに変更されることもあります。当資料に記載された条件などはあくまでも仮定的なものであり、かかる取引に関するリスクを全て特定・示唆するものではありません。なお、本レポートに記述された意見に関する部分は執筆者の個人的見解によるもので、当社の見解を示すものではありません。

金融商品のお取引には価格変動によるリスクがあります。金融商品のお取引には手数料等をご負担頂くものがあります。金融商品取引法に基づきお渡しする書面や目論見書をよくお読み下さい。

セントラル短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第 526 号 日本証券業協会加入