

## マーケット・アイ

### 1. 景況判断

- 内閣府は1月の月例経済報告で、景気の基調判断を、「一部に改善の遅れもみられるが、緩やかな回復基調が続いている」と、昨年12月に1年9か月振りに上向き方向に改めた文言を据え置いた。主要個別項目の判断では、住宅建設を「横ばいとなっている」から「おおむね横ばいとなっている」とした。
- 日本銀行は1月30、31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」で景気の現状判断について、12月の会合で示した「緩やかな回復基調を続けている」を維持した。個別項目では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を「小幅のマイナスとなっている」から「0%程度となっている」とした。
- 総務省が発表した12月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は、前年同月比 $\Delta 0.2\%$ （11月同 $\Delta 0.4\%$ ）と10か月連続でマイナスとなったが、マイナス幅は縮小した。これには、ガソリンが前年同月比で2年1か月振りにプラスに転じたほか、灯油がマイナス圏を脱したことなどが寄与した。一方、総合は同 $+0.3\%$ （11月同 $+0.5\%$ ）と3か月連続でプラスとなったが、上昇幅が鈍化した。生鮮野菜価格の高騰の影響が残っているものの一服していることが主因である。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 $0.0\%$ （11月同 $+0.1\%$ ）となった。  
同時に公表された2016年の全国コアCPIは前年比 $\Delta 0.3\%$ となり、2012年（同 $\Delta 0.1\%$ ）以来4年振りにマイナスとなった。外国パック旅行や衣料が上昇したものの、ガソリンや都市ガスが大きく下落したことが要因となった。
- 日銀が発表した消費者物価の基調的な変動を示す12月の生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースは前年比 $+0.1\%$ （11月同 $+0.2\%$ ）と鈍化が続いた。

### 2. 金融政策

- 日銀は、1月30、31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。  
なお、同時に公表された「経済・物価情勢の展望」で、実質GDPの政策委員見通しの中央値について、2017年（10月時点 $+1.3\%$ →今回 $+1.5\%$ ）、2018年（10月時点 $+0.9\%$ →今回 $+1.1\%$ ）がそれぞれ上方修正された。

- 黒田日銀総裁は、1月31日の決定会合後の定例記者会見で、物価や金融政策の面では次のような発言がみられた。物価面では、成長率見通しが上方修正された一方、物価見通しが据え置かれたことについては、「現在までのところ消費者物価の実績値がかなり弱めに推移しており、今回の見通しでも2016年度の消費者物価の見通しは下振れている」が、「そうした状況を反映して、2017年度、2018年度の物価見通しが前回と概ね不変となった」と説明した。ただし、予想物価上昇率については、「今のところは弱めであるが、日本において予想物価上昇率が、過去や足許の物価上昇率に相当程度影響される適合的な面があることを踏まえると、今後は、需給ギャップがタイトになり、原油価格のマイナスの影響が剥落していくことによって、実際の物価上昇率が上がっていけば、予想物価上昇率もそれに応じて上昇していくのではないか」との見通しを述べた。金融政策の枠組みの評価では、「世界経済の成長のモメンタムが高まり、グローバルに長期金利が上昇するもとでも、わが国の長期金利は、操作目標である『ゼロ%程度』で安定的に推移」しており、「『イールドカーブ・コントロール』は、世界経済がいわば追い風に変わる中で、それを増幅し、強力な緩和効果を発揮している」との認識を示した。また、イールドカーブ・コントロールの運営面では、「国債買入れオペの金額あるいはタイミング、回数などは国債の需給環境あるいは市場の動向などを踏まえて実務的に決定される」ものあり、「日々の国債買入れオペの運営によって、先行きの政策スタンスを示すことはない」と言明した。

### 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、例年2月は調達ニーズが強まる季節であり、試し取りがみられることも多い。そのため、2月に入ってから無担保コール加重平均レートは上昇傾向となっている。

#### (2) オープン市場

- レポ市場では、1月の末初取引では、投資家のオファーが薄い中、業者の担保確保ニーズが強まり $\Delta 0.10\%$ を下回る取引が行われた。2月に入ってから $\Delta 0.10\%$ を下回る取引がみられていたが、3M物や10Yの発行が行われたことで徐々にレートが上昇し、直近では $\Delta 0.09\%$ 前後での取引が中心となっている。
- 短国市場では、短国買入オペ残高の減少傾向が継続しており、3M物のレートが徐々に上昇傾向となっている。また、2月の短国買入オペの合計オファー額が1月より減少する見込みであることや、短国買入オペの先行きに不透明感があることから、8日の6M物入札では按分利回が $\Delta 0.1853\%$ と前回と比較して大幅に上昇した。
- CP市場では、1月末の市場残高は、15兆8,343億円（前月比+9,454億円、前年同月比▲8,910億円）となった。マイナス金利導入発表から1年が経過し、銀行・証券業態の残高が減少し

たことで、市場発行残高は前年比で減少となった。発行レートは概ね0%となっている。月初のCP等買入オペは、オファー額が3,000億円で実施され、平均レート・按分レート共に△0.001%となった。

#### 4. 今後の見通し等

- ユーロ圏経済をみると、10～12月期の実質GDP（速報値）は前期比+0.5%と前期（+0.4%）を上回る伸び率となり、15四半期連続でプラス成長が続いている。前期比年率では+2.0%（前期同1.8%）の成長となった。雇用情勢の改善に伴う消費の回復が成長を支えているとみられている。
- ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、大きな混乱がなければ、緩やかなテンポでの回復が続くとの見方が多い。個人消費は、良好な雇用環境を背景に底堅く推移するとみられている。設備投資については、緩和的な金融環境などが下支えとなって、緩やかな増加が予想されている。輸出面では、英国向けが停滞するものの、米国をはじめとする世界経済の緩やかな拡大等を受けて増加することが期待されている。こうした中、政府支出は財政拡張スタンスを受けて緩やかに増加すると見込まれている。  
ただ、景気下触れリスクとなる不安材料も少なからずあるとみられている。賃金の伸び悩みや原油価格の持ち直しを受けた物価の上昇が、実質所得の下押し要因となって、個人消費の減退に繋がる可能性があるのではないかといった不安材料が挙げられている。また、2017年に実施が予定されている主要国における重要な選挙（フランス大統領選、ドイツ総選挙等）の結果次第では、政局の不安定化や金融市場の混乱が発生し、企業および家計のマインドが悪化することを通じて、実体経済への悪影響が及ぶリスクが指摘されている。この間、英国のEU離脱に伴う影響や英国景気の減速などから、輸出が減速する懸念に加え、企業の設備投資も抑制される可能性があり、景気の下押し懸念が強まる可能性もあるとみられている。このほか、移民やテロの問題が継続していることや、南欧諸国での不良債権や財政の問題など、ユーロ圏経済を取り巻くリスクが多くみられていることも懸念材料となっている。
- ユーロ圏の1月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.8%（12月+1.1%、11月同+0.6%）と伸び率がさらに加速し、2013年2月以来の水準となった。エネルギー価格（1月同+8.1%＜12月同+2.6%＞）が急進したことが物価全体の上昇を主導した。変動の激しいエネルギー、食品、酒・タバコを除いたコア指数は前年比+0.9%（12月同+0.9%）となり、基調的なインフレはまだ落ち着いている。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、原油価格の持ち直しやユーロ安が伸び率を全体として押し上げていくとみられている。ただし、エネルギー価格が物価全体の上昇を主導しており、コアの物価上昇率についてはなお緩やかなものに止まると指摘されている。
- 欧州中央銀行（ECB）は1月19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%）は据え置き、限界貸出金利（0.25%）と中銀預金金利（△0.40%）もそれぞれ据え置いた。また、資産買入プログラムについて、現在の月額800億ユーロの買入を2017年3月まで続けること、その後、4月からは月額600億ユーロにして買入を2017年末まで継続する方針を維持した。それ以降についても、必要に応じ、また、理事会がインフレ目標の達成に必要と判断する限り、継続するとした。

- ドラギ総裁は理事会後の記者会見での声明で、物価および経済について上向いていることを評価したが、引き続きダウンスайдリスクに警戒が必要であり、大規模な金融緩和の継続が必要であることを強調した。物価については、「総合的なインフレについては最近加速した」が、「これは主にエネルギー価格の効果によるものであり、基調的なインフレ圧力は引き続き落ち着いている」とした。また、先行きについて、「基調的なインフレの上昇トレンドを確信させる兆候は未だ確認できない」状況であり、「中期的にはより緩やかな上昇が見込まれる」との認識を示した。そのうえで、「インフレ圧力が上向き、総合的なインフレ率を中期的に支えるには、きわめて大規模な金融緩和が必要である」と言明した。また、「見通しが好ましくなくなるか、金融面の諸条件がインフレ目標の達成に向けて適切でなくなれば、資産買入プログラム規模と期間において拡大する用意がある」とも言及した。経済面では、「ユーロ圏の景気は、先行きについても、拡大傾向が強まっていく」との見通しを示した。しかしながら、「構造改革の停滞や複数のセクターで残っているバランスシート調整によって、成長力がそがれる可能性がある」と述べた。さらに、「ユーロ圏の成長見通しを取り巻くリスクは引き続き下方に傾いており、これは主として世界的な要因によるものである」との警戒感を表明した。
- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、ECBは、下振れリスクに注意を払いながら、経済・物価動向や金融情勢を見極める姿勢を維持し、現状の大規模な金融緩和策を、技術的な調整の可能性はあるものの、暫く続けるとみられている。その後、2017年後半にかけて現状の資産買入プログラムの延長を決定するとの見通しであるが、金額や延長期間については再検討される可能性があると予想されている。こうした背景には、1月の理事会で、成長見通しに対するリスクが依然として下向きであり、基調的なインフレ圧力の強まりを示す兆候は依然みられていない、との従来通りの認識を示したことが挙げられている。また、各国で重要な選挙が実施されることや、金融機関の経営不安なども取り沙汰されていることなどから、金融市場の不安定化に繋がる可能性を見極める必要があることも、こうした見方の背景にある。  
現状の政策の変更に関しては、緩やかな域内の景気の改善傾向が見込まれ、総合的な物価が上昇している中、各国間や理事会内における金融緩和策に対する評価で対立が強まっている可能性があることなどから、追加緩和は余程の下振れリスクでもない限り実施される可能性は低いとみられている。一方、域内経済の持ち直しが各国ベースでばらつきがみられていることに鑑みれば、早計なテーパリングは回避されるとの指摘もある。ただ、このところの原油価格の持ち直しを背景とした物価の上昇が全体としてさらに強まるようであれば、マイナ

ス金利や量的緩和の終了などにはあり得るのではないかといった可能性を予想する向きもある。また、ドイツのショイブレ財務相は、「ECBは超緩和的金融政策の解除という困難な課題に着手すべきである」との考えを示しており、ドイツを中心に緩和策の縮小を求める圧力がさらに強まっていくといった指摘もみられている。

- 英国経済をみると、10～12月期の実質GDP（速報値）は前期比+0.6%（7～9月期同+0.6%、4～6月期同+0.6%）と同様な伸びが続いており、景気は16四半期連続で拡大している。英経済は、EU離脱の国民投票後も予想以上の堅調な伸びを維持している。ただ、成長の要因が個人消費に依存しているところが大きく、今後、ポンド下落に伴うインフレ率の上昇が実質所得の低下に繋がることの影響が懸念されている。

- 英国経済の先行きについて、市場では、緩やかな回復傾向が続くとみられている。ただ、2017年半ばにかけて回復ペースが鈍化する可能性を予想する向きが多い。こうした中、成長率については、2016年は、速報値に基づくと、前年比+2.0%と2015年（同+2.2%）から減速し、2013年以来の緩やかな伸びとなっているが、今年は+1%台前半へとさらに減速するといった見通しもみられている。

こうした背景には、EU離脱問題の影響が顕現化してくることが挙げられている。英国政府はEU離脱の方針を表明しており、3月末までに2年間の正式な離脱交渉を開始する見込みである。今後、EU離脱交渉が難航するとの予想もあって、先行きの不透明感が高まる可能性があり、企業および家計のマインド低下や実体経済へのマイナスの影響が徐々に顕在化するとの懸念が指摘されている。このため、企業の投資活動や採用活動の慎重化に繋がり、また、これに伴って雇用・所得環境の悪化などから家計の消費行動を下押す圧力となることなどが見込まれている。さらに、ポンド安に伴う物価上昇による実質所得の低下が個人消費の重石となることも指摘されている。輸出については、最大の貿易相手国である米国の景気が回復基調を続けると見込まれていることや、ポンド安による価格競争力の向上が期待できるとみられていることが下支え材料として指摘されている。ただ、国内物価の上昇による生産コストの増加が輸出価格の引下げを困難にすると予想され、これがポンド安による輸出数量の押し上げ効果を減殺する可能性もあるとみられているため、全体として、輸出増は限定的となるとみられている。

この間、EU単一市場からの完全撤退が表明されたことにより、今後の交渉次第ではあるが、仮に「ヒト・モノ・カネ・サービス」の自由移動が制限されるようになるようであれば、海外企業は英国での新規投資や新規雇用に一段と慎重になり、英国拠点の移転などを含めた動きが強まることなどに伴う英国経済への影響も懸念されている。

- 英国の12月の消費者物価指数は前年比+1.6%（11月同+1.2%）と前月をさらに上回り、2014年7月以来の高い水準となった。原油の持ち直しやポンド安の影響からエネルギーの上昇率が加速したほか、食料品価格等の下落率が縮小したことが要因となった。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+1.6%

(11月同+1.4%)と伸び率が高まっている。輸送サービスや宿泊が上昇を牽引した。

- 英国の物価の先行きについて、市場では、景気の減速が物価上昇の抑制に作用する可能性が指摘されているが、原油価格の持ち直しやポンド安の影響などを背景に、インフレ圧力が一段と高まっていくとの予想が多い。インフレに関する市場予想では、2%台から4%近くまで上昇するといった見通しがみられている。景気減速の影響のほか、原油価格や輸入価格の上昇を消費者物価にどの程度転嫁できるかによって見通しは分かれている。

- BOEは、2月2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。なお、2016年8月に決定した資産買入プログラムの国債再拡大分の買い入れは終了するが、保有国債の1月償還分116億ポンドについては再投資を行う方針が示された。

金融政策委員会の議事要旨によれば、経済については、「ここ数か月の国内需要は想定以上に強く、個人消費が減速する兆候はほとんどみられていない」と最近の状況を説明している。しかしながら、「賃金上昇の減速が続いていることや、ポンドの下落による輸入物価の上昇により、家計の所得の伸びは今後数年にわたって弱まり、結果として、実質消費支出は減速していく」との見方を示した。物価については、「ポンドの下落による輸入物価の上昇が消費者物価を先行き2、3年にわたって押し上げることとなり、物価の2%目標を超過する可能性がある」とした。「物価は2018年前半には2.8%に達する可能性がある」と予想しているとした。そのうえで、「支出活動が予想以上に急減速すれば追加緩和が視野に入り、賃金上昇が大きく加速すれば引締めが必要になる」として、利上げ、利下げのいずれの方向にも対応すると強調した。

- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、景気下振れリスクと物価上振れリスクの両様が顕現化する可能性があるため、金融緩和と引締めのいずれの対応もあり得る展開が見込まれ、BOEは景気と物価のトレードオフに直面する難しい判断を迫られる展開が続くと予想されている。今後、ポンド安や原油価格の上昇等により、物価上昇率が物価目標の2%を上回って加速するリスクが高まる場合には、利上げもあり得るとみられている。その一方で、EU離脱に伴う影響等から景気が先行き減速する可能性があり、景気を支えるため、利下げなどの追加金融緩和策を行なうとの予想も根強くみられている。仮に、インフレ率が物価目標を超過した場合でも、景気が大きく後退するような状況に直面した際には、緩和策を優先するといった見方もある。

- 米国経済をみると、10~12月期の実質GDP(速報値)は前期比年率+1.9%と前期(同+3.5%)から伸びが減速した。これは、輸出(同△4.3%)が減少する一方で、輸入(同+8.3%)が増加したことにより、純輸出のGDPへの寄与度が△1.7%ポイントと2010年第2四半期以降で最大のマイナスとなったことが影響している。第3四半期の輸出(同+10.0%、寄与度+

0.85%ポイント)はアルゼンチンやブラジルの不作を背景とする大豆輸出の急拡大があったが、第4四半期の輸出はこの反動減がみられた。また、個人消費(同+2.5%)は第3・四半期(同+3.0%)から鈍化した。一方、住宅投資(同+10.2%)は3期振りにプラスに転じた。また、企業の設備投資(同+2.4%)は伸び率が高まり、三四半期連続のプラスとなった。原油価格の持ち直しに伴い、石油・ガスの掘削活動が再び活発化していることが背景にある。GDPから在庫と純輸出を除いた国内最終需要は同+2.5%(前期+2.1%)と堅調な伸びを維持している。輸出による振れがみられたものの、個人消費は底堅く、設備投資も回復の兆しがみられていることなどから、内需主導の景気回復が続いているとの市場の見方は維持されている。

2016年の成長率は前年比+1.6%(2015年同+2.6%)と減速し、2011年(同+1.6%)以来の低水準となった。個人消費(同+2.7%<2015年同+3.2%>)、住宅投資(同+4.9%<2015年同+11.7%>)、政府支出(同+0.9%<2015年同+1.8%>)の伸びが鈍化したほか、設備投資(同△0.4%<2015年同+2.1%>)が減少に転じた。こうした背景には、原油安やドル高の影響のほか、在庫調整などによる抑制要因が挙げられている。

- 米国の1月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+22.7万人(12月同+15.7万人)と4か月振りに20万人を上回った。民間サービス部門を中心とする増加が続いているほか、製造業の増加も続いた。失業率は4.8%(12月4.7%)と前月をやや上回ったが、労働参加率の上昇を伴うものであった。時間当たり賃金は前年同月比+2.5%(12月+2.8%)と、2009年6月以来の大きな伸びとなった前月を下回った。
  
- 米国経済の先行きについて、市場では、基調としては、堅調な個人消費を牽引役とする緩やかな拡大が続くと見込まれている。ただし、新政権の政策運営に左右される可能性が高いとみられている。次期政権の経済政策は減税、インフラ投資の拡大など景気にプラスとなる政策と、保護主義的な通商政策、不法移民対策などの景気にマイナスとなる政策が混在しており、どちらの方向により強く影響が出てくるかは今のところ未知数であると捉えられている。ただ、最近のトランプ大統領の言動をみると、減税、インフラ投資、規制緩和についての具体的な言及よりは、保護主義的な通商政策や不法移民対策の強化が強調されているなど、今後の経済政策への対応に差異が出てくることに対する懸念もみられている。  
個人消費は、雇用の改善ペース鈍化などから拡大ペースは緩やかになると予想されているが、良好な雇用・所得環境が続いていることなどから、堅調に推移するとみられている。この間、トランプ新政権による減税が実施される方向感が高まれば、消費の押し上げ要因となる一方、減税内容が期待外れであったり、先行きの政策に対する不安が生じた場合には、消費を抑制する可能性も指摘されている。住宅投資については、大統領選挙後の長期金利上昇を受けて、住宅ローン金利が上昇していくことによる影響があるものの、雇用・所得環境の改善が続いていることや在庫水準が低い状況にあることなどが、家計の住宅購買意欲を下支えすると見込まれている。設備投資面では、新政権の政策運営に対する不確実性が抑制要因となる可能性があるものの、内需が底堅く推移していること、原油価格の持ち直しにより資源関連の投

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、緩やかではあるが回復傾向で推移することが期待されている。また、仮に大幅な法人税減税や生産の国内回帰が進むようであれば、それを受けた設備投資が出てくる可能性も指摘されている。一方、輸出については、ドル高や海外経済の弱さなどを背景に、伸び悩む展開が予想されている。

- 米国の物価動向をみると、12月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前月比+0.2%（11月同+0.2%）、前年比+2.2%（11月同+2.1%）の伸びとなった。住居費や医療費の上昇がみられている。総合では前月比+0.3%と前月（11月同+0.2%）の伸びを上回り、前年比では+2.1%（11月同+1.7%）と伸びが加速しており、2014年6月以来の上昇率を示した。ガソリン価格と家賃の値上がり全体の水準を押し上げた。12月の個人消費支出価格指数は、コア指数（除く食料品・エネルギー）は前月比が+0.1%（11月同0.0%）、前年比では+1.7%（11月同+1.7%）となった。総合は前月比が+0.2%（11月同+0.1%）、前年比では+1.6%（11月同+1.4%）となり、前年比の伸び率が高まってきている。食料品価格の下落が続いている一方、エネルギー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、上昇傾向が強まっていくと予想されている。この背景には、原油価格の持ち直しに伴うエネルギー価格の上昇が挙げられている。また、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や、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、なども指摘されている。さらに、トランプ大統領による経済拡大政策が、先行きの物価の上昇を加速させるのではないかとといった観測もみられている。ただ、このところのドル高による影響については留意していく必要があるとの指摘もみられている。
- 1月31日、2月1日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を0.50~0.75%に据え置くことを全会一致で決定した。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。委員会後に発表した声明文では、経済、労働市場について引き続き前向きな評価をし、マイルドが上向いていることにも言及した。また、物価上昇を制約する原油安等の要因を示す文言がなくなり、2%の物価目標の達成に向けて自信を深めている可能性があることが窺われた。金融政策については先行きの利上げのタイミングを示唆する文言はみられなかった。経済面では、「経済活動は緩やかなペースで拡大し続けている」と前回の景気認識を据え置いたが、今回は、「消費者と企業の景況感に関する指標は最近改善した」との新たな指摘が加わった。労働市場については、「引き締まり続けている」中で、失業率が「最近つけた低い水準に近いところで推移した」とし、完全雇用かそれに近い水準となっている状況を示したとみられている。物価面では、「インフレ率は中期的に2%に向かって上昇していくと見込んでいる」のみの表現となり、前回までみられた「エネルギー価格や輸入価格の過去の下落による一時的な影響が消え、労働市場がさらに力強さを増せば」といった前提条件を示す文言がなくなった。金融政策については、「金融政策のスタンスは引き続き緩和的」との

文言を維持した。また、「委員会は、経済情勢の改善がFF金利の緩やかな上昇の場合に限って進展する」とみており、従って、「FF金利は今後暫く中長期的に予測されている水準を下回る可能性が高いと予想している」とし、FF金利の緩やかな引き上げが妥当であるとの慎重な判断を据え置いた。

- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、2017年における利上げは、標準的なシナリオとして、1回当たり0.25%ポイントの引上げが2~3回程度実施される可能性があるとして予想されている。また、量的金融緩和策として2014年10月末まで買い入れてきた国債などについて、これまでのところ満期償還資金の再投資を続け、資産規模を維持しているが、資産規模縮小の時期や方法について年内に議論を始める可能性が指摘されている。こうした背景には、堅調な景気回復が続いていること、労働市場の改善が続く中で完全雇用の状態に近づいていること、物価の上昇感が強まっていることなどが挙げられている。また、FRBとしては、金融政策をなるべく早く正常化させて、政策の自由度を確保したいといった考えが強くあると市場では捉えられていることも、こうした予想の背景にある。当面は3月、6月のFOMCが目ざされているが、2月のFOMCで次回の利上げに関する示唆がなかったことや、トランプ大統領の政策の影響をFRBが暫く見守るのではないかと憶測などから、3月の利上げ観測は後退している。

今後の新大統領による影響については、政策次第で経済・物価情勢に大きな変化が起こり、FRBの金融政策を左右する可能性が少なからずあるとみられている。減税やインフラ投資の促進による景気の過熱、インフレの高進、バブルの膨張等の懸念が強まった場合には、利上げの頻度や幅を引き上げていく必要がある。その一方で、保護主義的な通商政策や移民抑制策などにより重きを置いた政策を推し進めた場合には、経済および金融市場に混乱を来す懸念があり、利上げに踏み切れない可能性もある。こうした国内要因に加え、欧州における重要選挙の結果を受けて、国際金融市場が大きく混乱した場合にも、FRBの利上げが抑制されるとみられている。このような見方がある中、1月の会合で経済、物価に対する前向きな評価がみられた一方で、先行きの利上げを示唆する内容がみられず、金融政策に対する慎重な判断が引き続き示されたのは、こうした不透明要因を反映したものではないかと市場では受け止められている。

こうした中で、リスクとして市場で考えられるのは、トランプ政権による政治的な圧力等によって利上げが遅れる場合である。こうした場合には、予想を上回るインフレの高進、行き過ぎた長期金利の上昇、株価の暴落、それに伴う景気への深刻な悪影響等をもたらすことが懸念されている。

- 日本経済の先行きについて、市場では、緩やかに持ち直していくと予想されている。こうした背景には、経済対策による公共投資が増加していくことのほか、個人消費の底堅さが維持されていること、円高一巡や生産の持ち直し傾向などに伴う企業業績への好影響も期待されていること、などが挙げられている。もっとも、個人消費や設備投資などによる牽引力に力強さが窺われない状況が続くとも見込まれ、景気の浮揚感に欠ける展開が続くとも指摘され

ている。この間、米国経済が新大統領による減税策とインフラ投資政策の効果で成長力が高まれば、日本経済にも波及して回復の動きが強まる可能性があるといった指摘もみられているが、まだ期待感の域を出ておらず、政策次第（保護主義の強まり等）ではネガティブな影響が出る懸念もあるなど不確実性が高い。

個別項目の動向をみると、個人消費は、労働需給の引き締まりを背景とした雇用・所得環境の改善などにより、底堅く推移すると期待されている。ただ、賃金の伸びが鈍いこと、原油価格上昇による影響がみられる可能性があること、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懸念もあるとみられていることなどから、持ち直すとしても力強さに欠ける展開が予想されている。住宅投資面では、雇用環境の改善や低水準の住宅ローン金利などの好材料がみられている一方、販売価格の上昇による需要減や人手不足による着工の遅れなど、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、企業の調達金利が低水準にあることや、円高による企業収益への影響が弱まりつつあることなどから、更新投資や省力化・省エネ化投資などによる緩やかな持ち直しが期待されている。ただ、内外需が力強さに欠けているうえ、米国新政権の動向など内外環境を巡る先行きの不確実性の高まりなどから、製造業を中心に投資手控えや先送りによる下振れリスクの可能性も少なからず指摘されている。輸出は、米国経済が回復基調を続けるとの見通しや、円高がひとまず一巡したとみられていることなどの下支え要因が指摘されている一方、米国での保護主義の動き、新興国経済の低成長、欧州主要国での重要選挙などの政治要因に伴う経済への影響等先行きの不透明感もあって、不安定な展開が続くといった指摘もされている。

- 国内物価の先行きについて、市場では、電気代の値上げ等エネルギー価格が前年比でプラスに転じることなどから、コアCPIの上昇率は2016年度中にはプラスに転じるとみられている。また、その後は、原油価格に持ち直しのペースや円安水準の度合いなどによって、伸びを高めることが予想されている。さらに、労働需給のタイト化による賃金上昇がみられて、サービス価格に転嫁する動きなどが広がれば、内生的な物価押し上げ要因が少しずつではあるが顕現化してくるとの指摘もみられている。ただ、景気が力強さを欠いているため需給バランスの改善が期待ほど進んでいないこと、家計の節約志向が物価下押し圧力となるとみられていること、全般的な賃金の上昇力も弱いことなどから、物価の上昇は緩やかなペースに止まるとの見方がなお多い。
- 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、景気の持ち直しや今後の物価の上昇期待、また、金融市場の安定等を眺め、余程の下振れリスクの強まりがない限り、当面、現状の緩和策を粘り強く維持し続けるとの見方が多い。また、米国での利上げと財政拡大見通しによる日米金利差の拡大とドル高の展開が暫く続くと予想されていることもあって、追加緩和は当面の間は要しないとの市場の観測もみられている。なお、最近の国内での円安・株高や海外での金利上昇を受けて、一部に日銀が出口戦略に向けて動き出すとの観測がみられたが、大方の見方としては、日銀は慎重な判断を維持すると予想されている。

そうした中で、今後注目される現行の枠組みの調整としては、①イールドカーブ・コントロールの中で、長期金利の操作について、景気や物価の改善に伴って、目標金利の変更をどのように踏み切っていくのかが挙げられている。現状では、長短金利の誘導水準の変更がどのような条件でなされるのかは明らかではなく、変更のタイミングや変更する金利水準等に関して不確実性が高いとみられている。また、②金融緩和の持続性を維持し高める必要性から、2018年以降に限界が来るとみられている国債の買入れ額の減額や現行の枠組みとの整合性をどのように円滑に行っていくかといった課題も指摘されている。国債の需給が引き締まった場合には、より少ない買入れ額で金利を調節できるようになるとみられるが、買入れ額が減ると現行のオーバーシュート型コミットメントに結び付けられたマネタリーベースの拡大による予想物価上昇率への働きかけの効果が弱まることになり、このため枠組みの見直しを迫られるのではないかとといった見方もある。

なお、政策変更の可能性については、物価目標である2%のハードルは依然として高いとみられていることから、緩和方向での追加対応はまだあるとの予想はなお根強い。また、米国の新政権が保護主義や移民排斥などの政策に本腰を入れて対応してきた場合や、ドル高是正策に動く場合などにより、急激な円高が進行して国内経済・物価への大きな悪影響が懸念され、また、世界経済、国際金融市場が大きな混乱に陥った場合には、日銀も政策対応に動かざるを得ないといった指摘もみられている。その際には短期政策金利のマイナス幅の拡大が有力な手段になるとの予想が多いが、それによって生じる可能性がある金融仲介機能や金融機関経営などへのさらなる悪影響をも考慮しなければならない難しい判断となるとみられている。

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