

## マーケット・アイ

### 1. 景況判断

- 内閣府は7月の月例経済報告で、景気の基調判断について、「緩やかな回復基調が続いている」と前回引き上げた判断を据え置いた。項目別では、国内企業物価を、前回の「緩やかに上昇している」から、今回は「このところ上昇テンポが鈍化している」に表現を変更した。
- 日本銀行は7月19、20日の金融政策決定会合後に公表した「経済・物価の展望（2017年7月）」において景気の現状判断を、「緩やかな拡大に転じつつある」から、「所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している」に引き上げた。個別項目では、設備投資の判断を、「緩やかな増加基調にある」に据え置いたが、その前の文言が「企業収益が改善するなかで」から、「企業収益や業況感が業種の拡がりを伴いつつ改善する中で」に修正された。公共投資は、「横ばい圏内の動きとなっている」から「増加に転じつつある」に上方修正した。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、「0%程度となっている」から「0%台前半となっている」とした。
- 総務省が発表した6月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は、前年同月比+0.4%（5月+0.4%、4月同+0.3%、3月同+0.2%）となり、このところ徐々に伸び率が高まっていたが、それが一服した。電気代、都市ガス代、家庭用耐久財などが押し上げ方向に寄与した一方、ガソリン、外国パック旅行、宿泊料などが押し下げ方向に寄与した。総合は同+0.4%（5月同+0.4%）となった。物価の基調をみるうえで参考となる生鮮食品およびエネルギーを除く総合ベースは前年比0.0%（5月同0.0%）と引き続き横這いに止まった。

### 2. 金融政策

- 日銀は、7月19、20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。  
同時に発表された「経済・物価情勢の展望」では、2%の物価安定の目標に達する時期については、前回の「見通し期間の中盤（2018年度頃）になる可能性が高い」としていたのを、今回は「2019年度頃になる可能性が高い」として、先送りした。達成時期の後ずれは6度目となる。
- 黒田日銀総裁は、7月20日の決定会合後の定例記者会見では、物価の現況や先行きの評価、そうした中での現行の金融政策や「物価安定の目標」のあり方についての質疑が大半であった。そうした議論の中で、今回の展望レポートで、景気判断を前に進めたが、物価目標の達

成時期については後ろにずらしたことについて、その背景として、「企業においては、人手不足に見合った賃金上昇をパート等にとどめる一方で、省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を吸収するなどの動きがみられている」ことを挙げた。また、「実際の物価上昇率の影響を強く受ける形で、中長期的な予想物価上昇率の高まりも、やや後ずれしている」と指摘した。ただ、先行きについては、「マクロ的な需給ギャップが着実に改善していく中で、賃金コスト吸収のための対応にも自ずと限界があると考えられるので、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化していくとみられる」と説明した。また、「中長期的な予想物価上昇率についても、実際に価格引上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられる」とした。このように、「『物価安定の目標』に向けたモメンタムがしっかりと維持されているもとの、消費者物価の前年比は、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていく」と強調した。このため、「現在の金融市場調節方針を維持することが適当と判断した」と説明した。さらに、2%の「物価安定の目標」を維持する必要性については、「消費者物価指数は、実態よりも高めに出てくるという『くせ』がある」こと、「再びデフレに陥らないためにも、ある程度のプラスの物価上昇率を確保していくことが望ましい」こと、「各国とも実際のところ共通して2%の物価安定目標を採用している」こと、の3点を指摘した。

### 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、8月初頭には0/N加重平均レートが $\Delta 0.06\%$ 台から始まった。マクロ加算残高の余裕枠を埋めようとする動きが全般的にみられていることから、加重平均レートは上昇基調となっている。

#### (2) オープン市場

- レポ市場では、GC T/Nは7月末に絡む取引で若干レートが上昇したものの、その後は $\Delta 0.09 \sim \Delta 0.08\%$ 前後での出会いとなった。直近では発行要因等もあり、レートは上昇気味に推移している。
- 短国市場では、7月の後半に海外勢の買いがみられたことで、3M~1Y物全てが $\Delta 0.13 \sim \Delta 0.12\%$ 程度まで低下したものの、8月の短国買入オペのオファー額が然程多くないとみこまれていることもあり、その後は3M~1Y物全てが $\Delta 0.11\%$ 前後での推移となっている。
- CP市場では、7月末の残高は16兆6,271億円と前月(15兆801億円)比、前年(14兆6,176億円)比で大幅に増加した。ノンバンク業態を含む一般事業法人全般が大きく増加しており、低金利のCPを有効活用する事業法人の姿勢が鮮明となっている。直近の発行レートは0%近辺での推移が続いている。

#### 4. 今後の見通し等

- ユーロ圏経済をみると、4～6月期の実質GDP(速報値)は前期比+0.6% (1～3月期同+0.5%)と前期を上回る伸びとなり、17四半期連続のプラス成長となった。ユーロ圏経済は個人消費を中心とした堅調な内需が下支えとなり、外需も成長に寄与したとみられている。
  
- ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、域内需要主導の回復基調が続くと予想されている。また、これまでの緩やかな回復に比べ、回復テンポが加速することも期待されている。この要因としては、個人消費が雇用環境の改善を背景に、良好な消費者心理に支えられていることもあって、持ち直しが続くとみられている。また、設備投資が、企業業績の好調や高めの稼働率がみられている中、緩和的な金融環境などが下支えとなって、増加傾向での推移が見込まれていることもこうした背景に挙げられている。さらに、良好な内需に加え、輸出面では、米国の景気の拡大持続を中心に世界経済の緩やかな持ち直しが景気を後押しすると期待されている。この間、オランダ議会選挙やフランス大統領選挙の結果などを受けて、ユーロ圏での政治リスクの後退が期待されだしていることも、景況感の改善に繋がるとみられている。

ただ、下振れリスクとしては、賃金の伸び悩みや物価の上昇などが個人消費に影響する可能性があるとの指摘がみられている。また、地政学的リスクやテロのほか、債務問題などを巡る金融市場の混乱の可能性などから、企業および家計のマインドが悪化することを通じて、实体经济に悪影響が及ぶリスクも懸念材料として挙げられている。さらに、ECBが金融緩和の段階的な縮小に向けた検討を開始する可能性が指摘されている中、緩和的な金融環境の変化による経済への影響についても留意する必要が先行き展望されるとの見方もでてきている。
  
- ユーロ圏の7月の消費者物価指数(速報値)は、前年比+1.3% (6月同+1.3%、5月同+1.4%、4月同+1.9%)と伸び率が鈍化した前月同じ水準が続いた。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+1.2% (6月同+1.1%、5月同+0.9%、4月同+1.2%)と伸びを高めた。
  
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、ここからの物価の上昇力は弱いとみられている。これは、原油価格の上値が重いことから、エネルギー価格の前年比の押し上げ寄与が縮小していくことが一つの要因として挙げられている。また、賃金の伸び悩みによる内生的なインフレ圧力が高まらないことも大きな要因として指摘されている。こうした状況下、総合的な物価はゼロ近辺の推移を脱して1%台後半まで回復したが、この動きはここからは鈍化していくとみられている。また、1.0%前後で推移している基調的な物価の上昇の持続性が期待しづらいとみられている。
  
- 欧州中央銀行(ECB)は7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(△0.40%)もそれぞれ

れ据え置いた。また、「金利は引き続き、相当の期間、資産購入の期限以降も、現在の水準に止まると予想している」との見方も維持した。

資産買入プログラムについては、4月からの月額600億ユーロの買入を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。また、「もし見通しが好ましくなくなるか、金融情勢がインフレ目標の達成に適さない状況となれば、資産買入プログラムの規模や期間を拡大する用意がある」との方針も維持した。なお、前回会合では「より低い水準も予想される」との表現を削除した。

- ドラギ総裁は、理事会後の記者会見で発表した声明文で、経済面では前向きな評価をした一方、物価面では引き続き慎重な見方を示した。ユーロ圏経済については、「拡大の力強さと、複数セクターや地域への広がりが増えている」と評価した。そのうえで、「成長見通しに対するリスクは概ね均衡状態にある」とした。ただ、「特に製品市場にみられる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、成長の勢いが削がれる可能性がある」こと、また、「主に海外要因によるダウンサイドリスクは引き続き残っている」ことについての慎重な見方は維持した。物価については、「徐々に目標に向かうとの確信はあるが、より力強いインフレの動きには至っていない」との認識を示した。「総合的なインフレはエネルギー価格の軟調によって抑えられている」うえ、「基調的なインフレは引き続き全体的に抑制された水準にある」と指摘した。そのうえで、「こうした経済分析の結果と金融市場の分析からくるシグナルのクロスチェックからは、2%弱のインフレ率の回復を確実にするためには、大規模な金融緩和の継続の必要性が確認できた」として、現行の政策を据え置いたとした。

なお、ドラギ総裁は会見における質疑応答の中で、資産買入プログラムの変更の可能性については、まだそのような時点に至っていないため、粘り強くかつ忍耐強く対応する必要があるとした。また、フォワードガイダンスの変更はないとのメッセージを発すること、将来的な変更について討議する具体的な日程は設定しないことで、全会一致しているとの見解を示した。ただ、その一方で、現行の資産買入プログラムの将来の軌道についての正式協議は秋頃となることを示唆する発言がみられた。

- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、基調的なインフレが落ち着いていることなどから、ECBは緩和的な金融環境の解除を急がない姿勢を維持すると見込まれている。ただ、6月理事会の議事録で量的緩和の見直しが協議されていたことが判明したことや、景気の持続的な回復がみられていることもあって、ECBは非常に慎重かつ漸進的に政策の正常化プロセスを開始するのではないかといい予想もみられている。

今後、市場では、今年12月末まで月額600億ユーロ（7.4兆円）のペースで続けている資産買入プログラムの動向が注目されるが、ドラギ総裁発言などから、9月あるいは10月に来年1月以降の見直しを公表し、場合によっては来年から買入額を順次縮小する可能性があるといった予想もみられている。ただ、政策金利については現在の水準で暫く据え置き、緩和的な

金融環境の維持に努めるのではないかと見込まれている。これは、物価に対するECBの慎重な見方に鑑みると、現行の相当程度の金融緩和を維持しつつ、慎重に緩和の解除を見極めていく姿勢を暫く維持するとみられていることによるものである。そうした中、利上げの開始については、それが視野に入ってくるのは2018年以降ではないかとの指摘もみられている。

- 英国経済をみると、4～6月期の実質GDP(速報値)は前期比+0.3%(2017年1～3月期同+0.2%、2016年10～12月期同+0.7%、7～9月期同+0.5%、4～6月期同+0.6%)と前期からやや持ち直したものの、前期からの減速した状態が続いている。サービス部門(前期比+0.5%)で伸びがみられたものの、製造業部門(同△0.5%)と建設部門(同△0.9%)はマイナスとなった。
  
- 英国経済の先行きについて、市場では、ポンド安の効果等による輸出の増加が見込まれているものの、物価上昇や先行き不透明感の高まりなどが景気の重石となるとみられていることから、全体としては減速した状態が暫く続くと予想されている。家計部門をみると、昨年6月の国民投票後も底堅く推移してきたが、賃金の伸びが低迷するなか、ポンド安等による物価の上昇が進行したことなどから、家計の実質購買力が次第に低下してきており、個人消費は今後とも低下するとみられている。また、6月の総選挙結果を受けて、今後のEU離脱交渉がさらに難航するとみられており、企業部門での投資意欲が一段と低下する可能性があることなどが予想されている。今後、ポンド安の影響が薄れ、物価が落ち着くようであれば、個人消費などで底堅い成長を取り戻す可能性もあるが、離脱交渉の不確実性が一段と大きくなり、交渉が長引くことによる景気へのネガティブな影響は続くと予想されている。  
この間、今後の通商交渉次第で、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や、ロンドンの国際金融センターとして地位が低下すること、などに伴う英国経済への影響が懸念されている。
  
- 英国の6月の消費者物価指数は前年比+2.6%(5月同+2.9%)と昨年10月以降初めて前月の伸びを下回った。最近の原油価格の軟調を受けた自動車燃料価格の伸び率の低下等がみられた。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消費者物価も前年比+2.4%(5月同+2.6%)となった。
  
- 英国の物価の先行きについて、市場では、景気の減速が物価を抑制する方向に作用するとみられるものの、ポンド安が物価押し上げ圧力としてより強く反映されると見込まれていることなどから、今暫く強含みで推移する可能性が高いと予想されている。消費者物価は3%台まで上昇するといった見通しがみられている。ただ、原油価格の上値が重い展開が続くとみられているほか、国内景気の減速やEU離脱交渉への不安等から、企業の賃金引上げも慎重な姿勢を維持していくと見込まれているため、ポンド安の影響が弱まってくれば、物価の頭打ちないしはある程度の低下も、年後半から来年にかけて予想できるといった見方もある。

- BOEは、8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%に据え置くことを賛成6反対2で決定した。反対の2名は25bpの利上げを主張した。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、経済については、「最近のGDPは、家計の実質所得の低下による消費への重石が続いていることから、緩慢な成長に止まっている」とした。ただ、好調な輸出や設備投資により、「ブレグジットを巡る不透明感の影響は相殺される」と指摘した。物価については、「消費者物価は、過去のポンド安により、今後数か月はさらに上昇し、10月には約3%のピークに達する」との見通しを示した。こうした状況下、金融政策運営については、「委員会に付託された任務に基づいて、現状の非常に特殊な環境の中で、持続的なインフレに戻していく速さと雇用および経済活動の下支えというトレードオフをバランスさせる必要がある」とした。そうした中で、「物価目標への安定的な推移に戻すためには、金融引締めが幾分必要になると委員会は判断している」との指摘がみられている。特に、「英国経済が予想と大筋で一致した軌道を進んだ場合には、金融政策は市場で織り込まれているイールド・カーブよりも幾分強めの引締めが必要になる可能性がある」との見解も示した。
- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、見通し難が強まっているものの、現状では、BOEは、景気と物価の両面を睨みながら、暫く様子見姿勢を維持せざるを得ないのではないかとみられている。こうした背景には、EU離脱を巡る不確実性の高まりによる政治的な混乱の可能性があると指摘されている。また、BOEがインフレ率は年内においては上昇し続けるが、2018年以降には伸び率が低下すると予想していることが挙げられている。市場でも、原油価格の上値が重い展開が続いていることもあって、年後半から来年にかけて物価の頭打ちないしはある程度低下すると予想されていることもその要因として指摘されている。BOEは、物価目標の2%を上回ることを容認する姿勢を示しており、賃金が伸び悩んでいることなどにより、現時点で物価の高騰が長期化することはないとの判断の下、現状維持を続ける可能性が高いのではないかとみられている。  
 ただ、金融政策の先行きは一段と見通しづらくなったとの見方も多い。今後、想定外の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り、BOEは、物価の安定と景気の下支えというトレードオフをバランスさせるための金融政策を迫られる難題に直面する可能性もあるとみられている。こうした中で、市場では、仮に次の政策変更があるとなれば、8月の金融政策委員会での声明文の内容も勘案すると、どちらかと言えば、金融緩和よりは引締めの可能性を指摘する向きが多いように窺われる。
- 米国経済をみると、4~6月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+2.6%（1~3月期同+1.2%）と加速した。個人消費が同+2.8%（前期同+1.9%）と伸びを高めた。また、設備投資は同+5.2%（前期同+7.2%）、輸出は同+4.1%（前期同+7.3%）となり、高めの伸びを維持

した。今回の結果、米国経済は堅調な拡大基調を維持していることが確認できたとみられている。

- 米国の7月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+20.9万人（6月+23.1万人、5月+14.5万人）と前月に続き20万人台の伸びを続けた。失業率は4.3%（6月4.4%）と、2001年5月以来の低水準となった5月（4.3%）と同じ水準となった。この間、時間当たり賃金は前年同月比+2.5%（6月同+2.5%、5月同+2.5%、4月同+2.5%、3月同+2.6%、2月同+2.8%）と同様の伸びが続き、伸び悩んでいる。

- 米国経済の先行きについて、市場では、内需を中心とした緩やかな景気拡大基調が続くと見込まれている。こうした背景には、個人消費の回復傾向が続くと予想されていること、また、設備投資が緩やかに持ち直していくことなどが挙げられている。この間、FRBによる追加利上げの影響については、今のところ緩やかな利上げが想定されている中では、その影響は限定的とみられている。こうした中、トランプ政権の政策運営に左右される影響度合いについては、経済政策の実施に対する不確実性や政権を巡る政治の混乱などから見極め難しくなってきたとの見方が多いが、政策効果が現れなくても、景気は底堅い回復基調を辿ると見込まれている。ただ、トランプ政権に対する期待を背景に高まっていた家計や企業マインドが大きく低下することへの景気への影響には留意する必要があるといった指摘がみられている。

個別項目をみると、個人消費は、良好な雇用・所得環境が続いていることなどから、総じて堅調に推移するとみられており、トランプ新政権による減税が実施されれば消費の押し上げ要因となると期待されている。ただ、減税内容が期待外れであったり、先行きの政策や政権に対する不安が生じた場合には、消費を抑制する可能性があるといった指摘もみられている。住宅投資については、今後FRBの利上げ等による金利上昇が持続する場合には、住宅ローン金利が上昇していくことによる影響が予想されるものの、雇用・所得環境の改善が続いていることなどが、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、トランプ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、内需が堅調に推移していること、世界経済の持ち直しがみられていること、企業業績の改善が見込まれていることなどから、持ち直し傾向で推移することが期待されている。そうした中、仮に法人税減税や規制緩和が実施されるようであれば、設備投資にプラスに働く可能性があるという指摘されている一方、金利上昇やドル高の進行により、投資マインドを後退させるといった指摘もみられている。輸出については、世界経済の持ち直しによる効果が期待されている。

- 米国の物価動向をみると、6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%（5月同+0.1%、4月同+0.1%、3月同△0.1%）となった。医療費が上昇したものの、航空運賃、新車・中古車、携帯電話サービスなどの低下がみられた。前年比では+1.7%（5月同+1.7%、4月同+1.9%、3月同+2.0%）と伸び悩んでいる。総合では前月比0.0%（5月△0.1%、4月同+0.2%）と横這いに止まった。総合の前年比は+1.6%（5月同+1.9%、

4月同+2.2%、3月同+2.4%、2月同+2.7%)と4か月連続で伸びが鈍化した。

また、6月の個人消費支出価格指数をみると、コア指数（除く食料品・エネルギー）は前月比+0.1%（5月同+0.1%）、前年比+1.5%（5月同+1.5%）と同水準の伸び率が続き、伸び悩んでいる。総合は前月比0.0%（5月同0.0%）と横這いが続いた。また、前年比では+1.4%（5月同+1.5%）となり、総合でみたインフレ率の鈍化が続いている。

- 米国の物価の先行きについて、市場では、緩やかな上昇傾向が見込まれているが、物価上昇圧力の大きな高まりは想定しにくく、消費者物価の伸び率が大きく加速する可能性は低いとみられている。個人消費を中心とした内需の持ち直しが続くことが予想されていることや、労働市場のタイト化に伴う賃金の上昇がみられていることなどが、物価上昇要因として指摘されている。ただ、失業率の低下の割には賃金の上昇力が弱いことや、期待インフレ率がやや上向いたものの弱含み圏内で推移していることなどから、物価の上昇圧力は弱いと指摘されている。
- 7月25、26日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を前回会合で引き上げた1.00~1.25%の水準を据え置くことを全会一致で決定した。  
保有する債券の償還元本の再投資する現行方針は継続することを決めた。そのうえで、「経済が概ね予想通りに進展することを条件に、バランスシートの正常化プログラムを比較的早期に開始する方針である」とした。前回会合では「年内に開始する方針である」と表明していた。
- 委員会後に発表した声明文では、経済については、「引き続き力強さを増し、経済活動は緩やかに拡大した」と引き続き前向きな評価を行った。「雇用の伸びは年初以降ならしてみると堅調で、失業率は低下した」とした。物価については、「前年比ベースでの総合的なインフレ率ならびに食品とエネルギー価格を除いたベースでの指標は低下し、2%を下回る水準で推移している」との慎重な判断を示したうえで、「中期的には委員会の目標である2%程度で安定すると見込んでいる」とのこれまでの見解を示した。そうした経済、物価に対する情勢判断の下、リスク認識については、「短期的な経済見通しへのリスクは概ね均衡しているとみられるが、委員会は物価の動向を注意深く監視する」と前回からの文言を維持した。金融政策については、「スタンスは引き続き緩和的である」との文言を維持した。また、今後の利上げの方向性については、「経済情勢の改善がFF金利の緩やかな上昇によって進展するとみている」との文言を維持し、こうした下で、「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判断も据え置いた。
- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、緩やかな利上げが続くとみられている。ただ、追加利上げを予想する確度が年前半に比べ低下しており、利上げが後ずれしていくとの指摘もみられている。引き続き年内の利上げを見通している先では、FRB当局者の金利見通しな

どから、25bpの引上げがあと1回行われると見込んでおり、9月か12月のいずれかに実施されるとの予想を継続している。この場合、経済指標次第で9月の実施を見込む見方があるが、消費者物価指数や賃金の上昇率が伸び悩んでいること、後述する通り、バランスシートの縮小開始が9月に表明されるといった予想もみられている中、9月の利上げは見送られ、利上げに関する次の焦点は12月となる可能性があるといった見方もある。

ただ、当面の利上げに懐疑的な見方をする先では、イエレン議長が7月12日の議会証言で低水準のインフレ率や自然利子率を勘案すると利上げの余地は限られる可能性もあると示唆したことなどから、消費者物価がこのまま伸び悩みの状態を続けた場合には、利上げが後ずれしていくとの見方もみられつつある。なお、来年の利上げについては、3回といった見通しがみられているが、当面の利上げに対する見方が分かれていること、イエレン議長が2018年2月に任期を迎えるに当たってその去就が今のところ不透明であることもあって、現時点での予想は流動的であるとの指摘がみられている。

この間、バランスシートの正常化については、6月のFOMCで今後の計画を早めかつ具体的に表明したことや、7月のFOMCで正常化を比較的早期開始するとの方針が示されたことなどから、早ければ9月のFOMCでバランスシート縮小の開始が表明される可能性があるともみられている。ただ、物価の動向、連邦政府の債務上限問題や金融市場の動向などにより後ずれする可能性もあるといった指摘もある。なお、これが実施されても、今回示された縮小計画が非常に緩やかなものであり、機械的に実施されていくため、米長期国債やモーゲージ担保証券（MBS）市場で問題とはならないとの見方が多い。また、保有有価証券の縮小規模や期間の見通しについては、イエレン議長は数年かかるとしており、市場では、現在の約4.5兆ドルの資産規模からの縮小は緩やかに行われるとみられている。

- 日本経済の先行きについて、市場では、輸出の増加のほか、個人消費や設備投資の持ち直し、経済対策による下支えなどから、緩やかながら着実な改善が続くと予想されている。この間、トランプ政権による経済政策の影響については不確実性が高いとの見方が多く、また、トランプ政権を巡る政治の混乱による日本への影響にも留意する必要があるとみられている。さらに、国内の政局や日本を巡る地政学的リスクの問題が仮に深刻化した場合には、金融市場の混乱等を通じた経済への影響も、可能性としては留意する必要があるとみられている。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・所得環境の持続的な改善などにより、持ち直しが見込まれている。ただ、賃金の伸びが鈍いこと、物価上昇に伴う実質購買力の低下が心配されること、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ことなどから、持ち直すとしても力強さに欠けるとの慎重な見方も少なくない。住宅投資面では、雇用環境の改善が引き続きみられている中、低水準の住宅ローン金利などが下支えとなることが期待されている。もっとも、販売価格の上昇による需要減やこれまで高い着工水準が続いた貸家の供給過剰感に加え、人手不足による着工の遅れなど、住宅着工の抑制要因も指摘されており、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、企業の資金調達コストが低水準にあること、輸出・生産の持ち直し等による企業収益の増加が期待できること、人手不足が深刻化していることなどを背

景に、更新投資や省力化・自動化投資などにより、持ち直しが続くことが期待されている。ただ、内需が力強さに欠けているうえ、トランプ政権による影響が不透明であるなど、内外環境を巡る先行きの不確実性などから、投資手控えや先送りによる下振れリスクの可能性も指摘されている。輸出は、米国経済などが回復基調を続けるとみられているうえ、世界的なIT需要の拡大や設備投資の持ち直し傾向がみられていることなどから、底堅く推移することが期待されている。もっとも、米国での保護主義政策や地政学的リスクなどの要因に伴う影響の可能性等先行きの不透明感もあって、不安定な展開が見込まれる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、コア消費者物価は上向いてきているが、上昇力は弱いとみられている。原油価格のこれまでの上昇が遅れて反映される電気代などの上昇によって、今秋頃まで物価にプラスに寄与していくと予想されている。また、原材料費や人件費の上昇による値上げも物価を押し上げるとみられている。もっとも、国内景気の回復力が弱いこと、賃金の上昇も緩やかであることのほか、先行き不透明感などによる家計の節約志向が物価下押しに作用するとみられていること、そうした中で企業がコストの上昇を消費者に多くを転嫁するのが難しいとみられていることなどが指摘されている中、物価の上昇は緩やかなペースに止まるとの見方が多い。また、年度後半以降は、エネルギー価格の押し上げ効果が剥落し、物価上昇率は一旦頭打ちとなる可能性が指摘されている。
  
- 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、最も大きな課題である2%の物価目標については達成が困難であるとみられていることなどから、当面、現状の緩和策を粘り強く維持するとの見方が多い。また、日銀の景気の総括判断や金融市場の安定といったことも、現状の政策を当面続ける要因とみられている。さらに、米国での追加利上げの継続と財政拡大見直しによる日米金利差の拡大とそれに伴うドル高傾向の展開が暫く続くと予想されていることもあって、現状維持の対応がしやすい環境が続くとの市場の見方も続いている。こうした中、政策の枠組みについては、イールドカーブ・コントロールによる10年金利の操作目標がいずれ引き上げられるといった市場での憶測がみられ続けている。ただ、金利操作目標の引き上げが、長期国債の買入れの限界であると捉えられかねないこともあって、現行のイールドカーブ・コントロールは2017年中においては据え置かれるとの見方も根強い。また、保有残高の増加ペースについて年間80兆円を目途としている国債買入れについては、操作目標を「量」から「金利」に戻したことや、現状では長期国債のネット買入ペースが年間80兆円を下回っていることなどから、いずれ減額するとの予想も根強くみられている。

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