

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、「緩やかな回復基調が続いている」と5か月連続で据え置いた。項目別の判断では、輸入が、前回の「持ち直しの動きがみられる」から、今回は「持ち直しの動きに足踏みがみられる」に引き下げた。国内企業物価については、「上昇テンポが鈍化している」から「このところ緩やかに上昇している」に変更した。
- 日本銀行は10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（2017年10月）」で、景気の現状判断を、「緩やかに拡大している」に据え置いた。個別項目では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、「0%台半ばとなっている」から「0%台後半となっている」とした。
- 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+0.7%（8月同+0.7%、7月同+0.5%、6月同+0.4%）と伸びが一服した。電気代、都市ガス代などが押し上げ方向に寄与した一方、ガソリン、被服などが押し下げ方向に寄与した。総合も同+0.7%（8月同+0.7%、7月同+0.4%）と、前月と同じ伸び率となった。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同+0.2%（8月同+0.2%、7月同+0.1%）となり、上昇率は依然として弱い。

2. 金融政策

- 日銀は、10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）を賛成8反対1で現状の方針を維持することを決定した。また、資産買入れ方針については全会一致で据え置いた。
長短金利操作の維持に反対した片岡委員は「イールドカーブにおけるより長期の金利を引き下げる観点から、15年物国債金利が0.2%未満で推移するよう、長期国債の買入れを行うことが適当である」として反対した。
- 黒田日銀総裁は、10月31日の決定会合後の定例記者会見では、リスクバランスは、「経済については概ね上下にバランスしているが、物価については下振れリスクの方が大きい」とした。物価面では、「マクロ的な需給ギャップが改善を続け、中長期的な予想物価上昇率も次第に上昇するとみられるも、2%の『物価安定の目標』に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠けており、引き続き注意深く点検していく必要がある」との慎重な見方を示した。そうした中で、「現在の強力な金融緩和政策によって、企業収益の増加や賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まっていく、という好循環を作り出して

いくことを目指している」とした。そのためには、「2%の『物価安定の目標』にまだまだ遠いところにあるので、現時点で今の『イールドカーブ・コントロール』を変更する必要があるとは思っていない」と強調した。出口政策については、「物価安定目標が実現されたとか、実現される状況にあるということで、いよいよ出口を議論し、それを実施していくということであるので、あくまでもその時点での経済・物価・金融情勢を踏まえて行っていく」とのことであり、「今の時点で具体的に出口の議論をするのはかえってミスリードになり、市場に対してもマイナスになってしまう」とのこれまでの説明を繰り返すに止めた。

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、11月初頭の0/N加重平均レートは $\Delta 0.04\%$ 台で横ばい圏の推移となっている。月初の普通交付税の払いを受け、地銀の調達意欲は若干落ち着いている。

(2) オープン市場

- レポ市場では、11月初頭は、玉確保の動きが先行している。GC S/Nで $\Delta 0.15\sim\Delta 0.13\%$ 程度、GC T/NでS/Nを多少上回るといった展開が続いている。
- 短国市場では、3M~1Y物全てが $\Delta 0.20\%$ 前後まで低下した。日本銀行による短国買入オペは漸減しているものの、年末越えの担保確保が意識されていることもあって、レートは低下したままでの推移となっている。
- CP市場では、10月末の残高は15兆8,228億円と、前月(14兆1,337億円)および前年(14兆1,412億円)に比べ共に大幅な増加となった。事業法人の発行が例年以上に活発となっている。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、7~9月期の実質GDP(速報値)は前期比+0.6%(前期同+0.7%)と18四半期連続の増加となり、良好な成長が続いている。ユーロ圏の失業率(9月8.9%、8月9.0%)が2009年1月以来の水準まで低下しているなど雇用の持ち直しがみられており、こうしたことなどを背景とした底堅い内需が景気の牽引役となっ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、内需を中心とした回復が続くと予想されている。この要因としては、個人消費が、雇用環境の改善を背景に、持ち直しが続くとみられていることが指摘されている。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、こうした良好な内需に加え、輸出面では、米国景気の拡大持続を中心に、世界経済の緩やかな持ち直しもみられていることから、景気に寄与す

ることが期待されている。

ただ、下振れリスクとしては、賃金の伸び悩みやこれまでの物価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ある。また、ユーロ高の影響による輸出の下振れ要因に留意する必要があるとみられている。さらに、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、実体経済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。

- ユーロ圏の10月の消費者物価指数(速報値)は、前年比+1.4%(9月同+1.5%、8月同+1.5%)と伸びが鈍化した。エネルギー価格の伸び率が縮小した。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%(9月同+1.1%、8月同+1.2%)と伸びが一段と鈍化した。サービス価格の伸び率が縮小した。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、原油価格の上値が重いこと、賃金が伸び悩んでいることなどから、物価の上昇は緩慢なものに止まるとみられている。また、ユーロ高の影響などから、輸入物価が下押し圧力となる可能性も指摘されている。こうした状況下、コア消費者物価の上昇ペースは緩慢で、当面は前年比1%台前半程度で頭打ちとなるといった予想もみられている。
- 欧州中央銀行(ECB)は10月26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%)もそれぞれ据え置いた。また、「金利は引き続き、相当の長期間、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」との方針も維持した。
資産買入プログラムについては、2017年末まで月額600億ユーロの買入れを継続する方針を維持したが、2018年1月からは月額300億ユーロの買入れに縮小し、同年9月末まで継続することを決定した。そのうえで、「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」との方針も示した。
- 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、「景気拡大は引き続き堅調で広範囲に及んでいる」と評価した。また、「成長見通しに対するリスクは引き続き概ね均衡している」としたうえで、「現在の強いポジティブな循環のモメンタムによって、景気はさらなる成長に繋がる可能性がある」とした。ただ、一方で、「主に海外要因や為替動向によるダウンサイドリスクは引き続き残っている」との見方は維持した。物価については、「総合的なインフレの先行きは、足元の原油先物相場から判断すると、主にエネルギー価格のベース効果により、年末に向けて一時的に減速する可能性がある」とした。また、「基調的なインフレは2017年初め以降緩やかに上昇してきたが、持続的な上昇トレンドの兆候を

確信するには至っていない」との慎重な見方を示した。金融政策については、今回の判断が、「インフレ率が2%をやや下回る水準に向けて持続的に回復するには、依然として極めて好ましい金融状況を維持するために決定された」とした。その中で、資産買入の見直しについては、「インフレ率が目標に向かって徐々に高まるという見方を反映したものであり、その背景には、景気拡大の強まりと広がり、基調的なインフレの上昇、金融政策の継続的な効果が波及していることがある」と説明した。ただ、それと同時に、「域内の物価上昇力は全体としてなお抑制されており、経済見通しとインフレの道筋は引き続き金融政策による支援の継続が条件となる」として、「大規模な金融刺激が依然として必要である」ことにも言及した。

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についての今回の決定は、「テーパリングではなく、単なる規模の縮小である」と強調した。また、オープンエンド型プログラムの維持が争点となった模様であるが、ドラギ総裁は、「大多数がオープンエンド型プログラムを維持することを支持し、他の案件を巡っては全会一致、もしくはほぼ全会一致での決定であった」と述べた。

- ECBの金融政策について、市場では、10月の理事会において決定した資産買入の規模縮小と期間延長に関して、オープンエンド型プログラムの維持や償還分の債券の再投資継続が強調されたこと、また、声明文の内容等から、金融政策の正常化に対する慎重な姿勢を確認することができたと概ね捉えられている。このため、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、物価動向を見守りつつ、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。資産買入については、来年の期限到来で見直される可能性はあり、段階的に縮小されていくことは予想されるものの、突然の終了はないとみられている。また、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と見込まれている。物価に対するECBの慎重な見方に鑑みると、金融緩和的な環境を維持しつつ、注意深く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。そうした中、利上げの開始については、その議論が視野に入ってくるのは2018年後半以降ではないかと指摘されている。また、基調的な物価の上昇力が弱いことなどを踏まえると、正常化プロセスが長期化する可能性があり、実際の利上げがあるとすれば、その可能性は2019年以降になるといった見通しが多い。
- 英国経済をみると、7~9月期の実質GDP（速報値）は前期比+0.4%（4~6月期同+0.3%）と持ち直した。建設業（同△0.7%）が減少したものの、製造業（同+1.0%）、サービス業（同+0.4%）が増加した。
- 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などから、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。家計部門では、賃金が伸び悩む中、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低

下してきており、個人消費は暫く減速した状態が続くとみられている。また、企業部門では、国内経済が減速している中、EU離脱交渉に進展がみられていないことなどから、投資が伸び悩むと見込まれている。この間、ポンド安によって輸出は増加すると期待されているが、景気を牽引するまでには至らないとみられている。なお、BOEの今次利上げに伴う影響については、景気に配慮した緩やかな利上げに止まるとみられていることなどから、限定的なものに止まると今のところみられているが、金利上昇の影響を受ける設備投資や、ポンドの動向次第での輸出等への影響を見守る必要があるといった指摘もみられている。

離脱交渉の影響については、現状、なお進展がみられておらず、交渉が長引くことになれば、景気へのネガティブな影響は一段と大きくなると予想されている。また、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9月の消費者物価指数は前年比+3.0%（8月同+2.9%、7月同+2.6%）とさらに上昇率が高まり、2012年4月以来の高い伸びとなった。食品価格や自動車燃料などが押し上げ要因となり、ポンド安による輸入価格の上昇も影響しているとみられている。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+2.7%（8月同+2.7%、7月同+2.5%）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、ポンド安による物価押し上げ圧力がまだ続く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。ただ、国内景気の減速要因のほか、原油価格の上値が重い展開が続くとみられていること、EU離脱交渉への不安等から企業の賃金引き上げも慎重な姿勢を維持していくと見込まれていることなどから、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、来年にかけて予想できるといった見方もある。
- BOEは、11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%から0.5%に引き上げることを賛成7反対2で決定した。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、消費が減速しているが、純輸出と設備投資に支えられて、GDPは先行き2~3年間は緩やかな成長を続けるとした。物価については、「過去のポンドの下落や最近のエネルギー価格の上昇により、10月には3.0%を上回るピークの水準に達する」との見通しを示した。今後のリスク要因として、「EUからの離脱の決定が経済見通しに大きな影響を与えている」こと、また、「ブレグジットに伴う不確実性が国内経済の重石となっている」ことを挙げた。このため、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」との文言を維持した。物価の動向と離脱交渉の経済への影響を見極めながら、利上げ、利下げのいずれにも踏み切ることを引き続き示唆した。こうした中で、現状では、「安定的な物価目標にもどすために金融政策スタンスを緩やかに引き締めることが妥当であると判断した」ことを今回の利上げの理由とした。今後については、「今後の政策金利の引き上げは緩やかなペースで限定的に行うことで、メンバー全員が一致している」とし、早急な利上げは行わないことを表明した。

- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、11月の金融政策委員会で利上げを実施したが、当面はこの効果を見守る姿勢を続け、追加利上げがあるとしても緩やかなものに止まるとみられている。今回は、物価の上昇に対応した利上げであるが、2018年以降には物価の伸び率が低下するとの予想もみられているなど、インフレの高進は回避できるとの見通しがあることが、こうした様子見姿勢を続ける要因として挙げられている。また、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いった指摘もこうした見方の背景にある。さらに、景気面からみると、BOEは、景気と物価の両面を睨みながらの対応を迫られており、過度の利上げは景気の減退に繋がることも懸念されている。こうした中、EU離脱交渉が難航していることや、政治的な混乱の可能性もあることもこうした要因として挙げられている。
- 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+3.0%となり、前期（同+3.1%）とほぼ同水準の伸びとなった。ただ、在庫投資（寄与度+0.73%ポイント、前期同+0.12%ポイント）と純輸出（同+0.41%ポイント、前期同+0.21%ポイント）を差し引いた国内最終需要は同+1.8%と前期（同+2.7%）から減速した。個人消費（同+2.4%、前期同+3.3%）や設備投資（同+3.9%、前期同+6.7%）で前期から伸びが鈍化した。ハリケーンの影響については、商務省は試算できないとしているが、個人消費などの減速をもたらした可能性はある。ただ、それでも個人消費は底堅い伸びを示したとみられているなど、米国経済の基調は強いと受け止められている。
- 米国の10月雇用統計では、非農業部門雇用者数は+26.1万人の大幅な増加となった。9月（同+1.8万人）はハリケーンの影響で伸びが大きく低下したが、10月はその持ち直しがみられている。失業率は4.1%（9月4.2%）と2000年12月（3.9%）以来の低水準まで改善した。これは労働人口が減少（△76.5万人）したことによるものである。この間、時間当たり賃金は前年同月比+2.4%（9月同+2.8%）と伸び率が鈍化した。
- 米国経済の先行きについて、市場では、基調としては、内需を中心とした堅調な景気拡大が続くと見込まれている。こうした背景には、景気の牽引役となっている個人消費の拡大が続くと予想されていること、また、設備投資が底堅く推移するとみられていることなどが挙げ

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。また、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くなってきているとの見方が多いが、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。そうした中、税制改革案が実現した場合については、景気へのプラス効果が期待されている。ただ、トランプ政権の経済政策や政権運営に対する失望が今後一段と大きくなる可能性もあり、それにより家計や企業マインドが大きく低下することによる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いる。ただ、先行きの政策や政権に対する不安が一段と強まる場合には、消費行動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、建設関連での人手不足の影響のほか、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・所得環境の持続的な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、企業収益の改善が見込まれていることなどから、底堅い増加が予想されている。また、税制改革案が実現した場合には、法人税の引下げ等の効果が期待されている。この間、輸出については、世界経済の持ち直しによる効果が見込まれている。

- 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+0.2%）の上昇に止まった。家賃の伸びが弱まったほか、新車や医療の価格が低下した。前年比では+1.7%（8月同+1.7%）と5か月連続で同程度の伸び率となり、伸び悩んでいる。総合では前月比+0.5%（8月同+0.4%、7月同+0.1%）と伸びが高まった。エネルギーが同+6.1%（8月同+2.8%）と、ガソリンや燃料油の急騰により大幅な上昇となった。ハリケーンの影響があったとみられている。総合の前年比は+2.2%（8月同+1.9%、7月同+1.7%、6月同+1.6%）と伸びが高まっている。また、9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%（8月同+0.1%）と5か月連続で同水準の低めの伸び率に止まった。前年比では+1.3%（8月同+1.3%）の伸びに止まった。基調的な物価は引き続き緩慢な伸びとなっている。総合は前月比では+0.4%（8月同+0.2%）、前年比では+1.6%（8月同+1.4%）と伸びが高まった。ハリケーンに伴うガソリン価格等の上昇で総合の物価は上がった可能性があるともみられている。
- 米国の物価の先行きについて、市場では、ハリケーンの影響によるガソリンなどの価格上昇が一時的に物価上昇を強めているが、それを除けば、緩やかな上昇となると見込まれている。物価の上昇要因としては、個人消費を中心とした内需の持ち直しが続くと予想されていること、労働市場のタイト化に伴う賃金の上昇、通信料などの一時的な下押し要因が剥落するこ

と、などが指摘されている。ただ、失業率の低下の割には賃金の上昇力が弱いこと、原油価格の上値が重たいこと、価格競争や技術革新の影響がみられていることなどから、物価の高騰に繋がるほどインフレ圧力は強くはないと指摘されている。

- 10月31日、11月1日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を1.00～1.25%の水準を据え置くことを全会一致で決定した。
- 委員会後に発表した声明文では、経済については、「労働市場は引き続き力強さを増し、経済活動は、ハリケーンに伴う混乱にもかかわらず、堅調なペースで拡大した」と評価した。9月会合後の声明では、「経済活動は『緩やかに』拡大した」と言及していた。物価については、「ハリケーンの影響によりガソリン価格が上昇し、9月の総合的なインフレ率を押し上げたが、食品やエネルギー以外のインフレ率は軟調なままだった」とし、「前年同月比でみると、双方のインフレ率を示す指標は今年低下し、2%を下回っている」ことに言及した。先行きについては、「ハリケーンに関連した被害や復興は今後も短期的に経済活動や雇用、物価に影響を与えるが、過去の経験から判断すると、ハリケーンの影響が中期的に米国経済の軌道を大きく変える可能性は低い」との認識を示した。そのため、「金融政策の緩やかな調整により、経済活動が緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況はさらにいくらか力強さを増すと引き続き予測している」こと、また、「前年同月比で見たインフレ率は短期的には引き続き2%をやや下回る水準に止まるが、中期的には目標である2%程度で安定すると予想している」とし、これまでの文言を維持した。リスク認識については、「経済見通しへの短期的なリスクはおおむ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」との見解も据え置いた。

以上の経済、物価に対する情勢判断の下、金融政策については、「FF金利の目標誘導レンジを1.00～1.25%に維持することを決定した」とし、「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。

声明文の最後では、「2017年10月に開始したバランスシートの正常化プログラムは進行している」との記述がみられた。

- 米国の金融政策の先行きについては、バランスシートの縮小が10月から開始されたことから、焦点は追加利上げの動向に集まっている。市場では、景気の堅調や労働市場の引締まりが続いていることなどから、緩やかな利上げが続くとみられている。こうした背景には、10月のFOMCで経済に対する見方が前進したこと、また、物価の伸び悩みは一時的要因によるものであるとFRBが引き続き判断していることなどから、FOMC参加者は年内あと1回の利上げ見通しを維持しているとみられていることが挙げられる。このため、12月12、13日開催予定のFOMCで25bpの追加利上げが実施される可能性が高いとみられている。FRB内では株価など資産価

格の上昇に対する警戒感が高まっているのではないかとの市場の観測もあり、資産価格の想定外の上昇が続き、FOMC参加者がバブル的であると判断した場合には、インフレ率が加速しなくとも引締めを優先する可能性があるといった憶測もみられている。

一方、年内の追加利上げに懐疑的な見方も引き続きみられている。FOMCメンバーの一部から「賃金とインフレの伸びが2%に向かい始めるまで利上げをする理由はない」との発言がみられるなど、物価目標の達成に向けて物価がしっかり動き出すことが確認されるまで追加利上げに慎重姿勢を示すのではないかといった見方もある。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可能性があるともみられている。

なお、来年の利上げについては、2~3回といった見通しがみられている。経済の拡大と労働市場の逼迫が続くと予想されていることもあって、FRBは金利水準の正常化に向けて緩やかなペースで利上げを継続していく方向性には変わりないと指摘されている。また、来年2月に任期を迎えるイエレン議長の後任にパウエルFRB理事が指名されたが、同氏はイエレン議長の路線を踏襲して緩やかな利上げ方針を引き継ぐと見込まれている。さらに、税制改革などの財政政策による景気への影響次第では、3回以上の利上げが行われる可能性があるといった観測もみられている。ただ、物価の伸び悩みが続いた場合や、FOMCメンバーで残る空席の後任次第での金融政策判断の動向など、不透明要素もあるため、現時点での予想は流動的であるとの指摘もみられている。

- 日本経済の先行きについて、市場では、振れを伴いながらも、緩やかな改善が続くと予想されている。こうした背景には、個人消費や設備投資の持ち直しが続くことが寄与するとみられている。また、輸出についても、世界経済の緩やかな持ち直しを背景に増加することが期待されている。ただ、そうした個別項目を巡る下振れリスクには留意する必要があるとの指摘もみられている。また、環境面では、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、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、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、可能性としてはリスクとして捉えておく必要があるとみられている。なお、オリンピック需要に伴う景気を押し上げる効果が大きくなるのは2018年度以降になると見込まれている。

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、賃金の伸びが鈍い中で、緩やかながらも物価が上昇しているの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る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が多い。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、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

ることなどを背景とした省力化・自動化投資や更新投資などが見込まれており、持ち直しが続くことが予想されている。ただ、景気回復の力強さが欠けているうえ、トランプ政権による影響や地政学的リスク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、米国経済が回復基調を続けるとみられているうえ、世界経済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。これまでは、原油価格の上昇が遅れて反映される電気代などの上昇によって物価にプラスに寄与しており、また、原材料費や人件費の上昇など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、国内景気回復が本格的な力強さに欠けていること、賃金の上昇が緩やかであることなどが、物価上昇を抑制する要因として指摘されている。また、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や、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。こうした中、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あるとして指摘されている。コア消費者物価が1%に達するのは難しく、ゼロ%台後半が精々ではないかともみる向きが多い。
- 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%の物価安定目標の達成が、現状では、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続いている。また、景気が緩やかながら持続的に持ち直していることや金融市場が安定していること、日銀がこうした中で、2%に向けたモメンタムは維持されているとの判断を強調していることなども、現状の政策を当面続ける要因とみられている。なお、片岡審議委員が10月の会合で、イールドカーブ・コントロールに追加の提案を出したことについて、市場では、こうした議論が日銀内で高まり、日銀が現在の政策の枠組みの効果等について、市場に今まで以上により明確に説明してくる可能性があるといった期待もみられている。

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