

## マーケット・アイ

### 1. 景況判断

- 内閣府は11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6か月連続で据え置いた。項目別の判断も変更がなかった。
- 内閣府が12月8日に発表した7~9月期実質GDP2次速報値は、前期比+0.6%、年率換算+2.5%（1次速報値：前期比+0.3%、年率換算+1.4%）と上方改定された。4~6月期（前期比+0.7%、年率換算+2.9%）をやや下回る伸びとなり、7四半期連続のプラス成長となった。設備投資（前期比年率+4.3%＜1次速報値同+1.0%＞）と在庫投資（寄与度年率+1.5%ポイント＜同+1.0%ポイント＞）が上方改定の主因となった。前期との比較では、設備投資が高めの伸びを維持した（4~6月期前期比年率+4.9%）。また、輸出（7~9月期同+6.0%＜4~6月期同△0.5%＞）、在庫投資（4~6月期寄与度年率△0.2%）がプラスに転じた。一方、個人消費（7~9月期前期比年率△1.9%＜4~6月期同+3.7%＞）がマイナスに転じた。
- 総務省が発表した10月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は、前年同月比+0.8%（9月同+0.7%）と前月の伸びを上回った。ガソリンや携帯電話などの上昇幅が拡大した。総合は+0.2%（9月同+0.7%）と伸びが鈍化した。生鮮食品により上昇幅が縮小した。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%（9月同+0.2%）となり、上昇率は依然として弱い。

### 2. 金融政策

- 日銀の金融政策決定会合の次回開催予定は12月20、21日となっている。

### 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、12月初頭の無担保コール0/N加重平均レートは△0.05%台で若干上昇傾向での推移となっている。月初の税・保険料揚げが大きく、地銀業態の調達意欲が若干強まっている。また、6日には証券業態からの大規模な試し取りが行われたため、レートが大きく上昇した。

#### （2）オープン市場

- レポ市場では、12月初頭は、マクロ加算残高を埋める動きや、短国の在庫が余剰気味となっていることなどから、資金調達の動きが先行している。レートは上昇気味に推移している。

- 短国市場では、3M~1Y物全てが△0.15%前後まで上昇した。日本銀行による短国買入オペの漸減、海外勢の買いの一服感などにより、レートは全体的に上昇傾向となっている。
- CP市場では、11月末の残高は16兆5,602億円と、前月（15兆8,228億円）比、前年（15兆1,349億円）比共に大幅な増加となった。低レートでの調達環境が定着していることから、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（確報値）は前期比+0.6%（前期同+0.7%）と改定値と同じとなり、18四半期連続の増加となる良好な成長が続いている。個別項目では、総固定資本形成（前期比+1.1%）、輸出（同+1.2%）、個人消費（同+0.3%）などで増加がみられた。国別では、ドイツ（前期比+0.8%）、スペイン（同+0.8%）などで高めの成長がみられた。
- 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。個人消費は、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。また、設備投資は、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、増加傾向で推移することが見込まれている。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。こうした中、ECBが2018年1月から9月までの資産買入規模を縮小したが、利上げは当面しないとの見通しがある中、現状の緩和的な金融環境に変化はないとの見方が多く、経済への影響は限定的とみられている。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、ユーロ高が輸出の下振れ要因として留意する必要があるとみられている。さらに、政治的なリスク、地政学的リスクやテロなどを巡っての混乱の可能性があることなどから、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11月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.5%（10月同+1.4%、9月同+1.5%）となった。エネルギー価格の伸びが同+4.7%（10月同+3.0%）と高まった。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%（10月同+0.9%、9月同+1.1%、8月同+1.2%）と伸び悩んでいる。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、賃金が伸び悩んでいること、企業の価格転嫁の動きが依然として鈍いことなどから、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に作用す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%台前半程度で推移

するといった予想が多くみられている。ただ、ユーロ圏経済が堅調に推移していることから、いずれ雇用環境の需給がさらに引き締まり、賃金が上昇に向かう可能性があることから、先行き、物価が上向いていくといった期待もみられている。

- 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、プログラムのオープンエンド型の維持や償還分の債券の再投資の継続が強調されたことや、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。今後、資産買入については、来年の期限到来で見直す可能性はあり、段階的に縮小し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、物価が2%弱の物価目標を下回っていることなどから、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当面維持するとみられている。こうした背景には、域内各国別にみると経済成長や失業率に差異が生じていることにECBが配慮しているといった憶測もみられている。そうした中、利上げの開始の可能性については、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。ECBは、利上げの開始は資産買入の停止後にある程度の期間を経てから実施すると表明しており、実際の利上げがあるとすれば2019年以降になるといった予想が多い。
- 英国経済をみると、7~9月期の実質GDP（改定値）は前期比+0.4%（4~6月期同+0.3%）と速報値と同じとなった。個人消費（同+0.6%＜前期同+0.2%＞）の伸びが成長を支えた。一方、企業設備投資（同+0.2%＜前期同+0.6%＞）が低めの伸びとなった。また、輸出（同△0.7%＜前期同+1.7%＞）で落ち込みがみられた。
- 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、物価上昇や離脱交渉を巡る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。ただ、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。ブレグジットの影響については、交渉が難航しており、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10月の消費者物価指数は前年比+3.0%（9月同+3.0%、8月同+2.9%）と5年半振りの高めの水準の伸びが続いた。ポンド安に伴う輸入物価上昇を反映して食料品（同+4.0%）が上昇したほか、医療（同+3.4%）などでも高めの伸びがみられた。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は前年比+2.7%（9月同+2.7%、8月同+2.7%）となった。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、ポンド安が物価の押し上げに作用する状況がまだ続くと見込まれていることなどから、強含みで推移する可能性があるとして予想されている。ただ、国内景気の減速が物価を抑制する方向に作用するとみられているほか、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予想できるといった見方もある。一方、サウジアラビアの政情不安やOPECなどの協調減産による原油価格の上昇が上振れ要因となる可能性があるといった指摘もみられている。
- 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、当面はこの効果や影響を見守る姿勢を続け、今後、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年以降にはポンド安一服などから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さらなる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、また、国内政治の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（改定値）は前期比年率+3.3%と速報値（同+3.0%）から上方改定され、2014年第3四半期以来の高い伸びとなった。在庫投資（寄与度+0.80ポイント<速報値同+0.73%ポイント>）や設備投資（前期比年率+4.7%<速報値同+3.9%>）が上方改定された。一方、個人消費は同+2.3%と速報値（同+2.4%）からやや下方改訂され、前期（同+3.3%）から減速した。前期から減速した要因は夏場のハリケーンの影響とみられている。
- 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見込まれていること、また、堅調な内需や世界経済の持ち直しなどを背景に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もみられている。

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。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期待されている。

- 米国の物価動向をみると、10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%（9月同+0.1%）の上昇となった。医療サービス（同+0.3%）や帰属家賃（同+0.3%）などの値上がりがみられた。前年比では+1.8%（9月同+1.7%）と前月まで5か月連続で同程度の上昇率となった後、やや伸びが高まった。総合では前月比+0.1%（9月同+0.5%）と、ハリケーンに伴う影響を受けたガソリン（同△2.4%＜9月同+13.1%＞）の値上がりの反動減がみられる中、緩慢な伸びに止まった。総合の前年比は+2.0%（9月同+2.2%）と伸びが鈍化した。

また、10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+0.2%（9月同+0.2%）、前年比+1.4%（9月同+1.4%）と伸び悩んでいる。総合は前月比では+0.1%（9月同+0.4%）、前年比では+1.6%（9月同+1.7%）と伸びが鈍化した。エネルギー価格の下落（前月比）、鈍化（前年比）の影響がみられた。

- 米国の物価の先行きについて、市場では、失業率の低下の割には賃金の上昇力が弱いこと、価格競争や技術革新の影響がみられていること、インフレ期待も依然弱めの状況が続いていることなどから、物価の上昇圧力は引き続き強くないとみられており、景気回復を背景とした緩やかな上昇に止まると見込まれている。ただ、最近の原油価格の持ち直しの総合的な物価への影響には留意する必要があるといった指摘もみられている。

- 米国の金融政策の先行きについては、市場では、堅調な景気拡大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。目先の焦点は12月12、13日開催予定のFOMCに当たっており、ここで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。

来年については、3回程度の緩やかな利上げが続くといったものが、現時点で考えられる標準的な見通しとみられている。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らないとみられている。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。こうした見方のほか、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、あるいは景気か過熱気味となった場合などには、これへの対処を迫られる可能性があるといった憶測もみられている。こうした場合には、3回を上回る利上げが実施されるといった想定もみられている。

一方で、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人事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。物価面では、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可能性もあり、物価がこのまま伸び悩みの状態が続いた場合には、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。FOMCメンバーで残る空席の後任については、トランプ大統領が利上げに慎重な候補者の人選を行うとみられており、その人選次第では、利上げが見送られる可能性や金融政策の方向性が変わり得る可能性があるといった見方がある。

- 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。個人消費や設備投資が底堅く推移して、緩やかながらもち直していくと期待されている。また、輸出が、世界経済の持ち直しを背景とした増加が見込まれている。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、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、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要因と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、天候要因などから振れがみられているが、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、緩やかな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見込まれているうえ、世界経済の持ち直し傾向がみられていることなどから、増加傾向で推移することが期待されている。ただ、米国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きており、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ことなどの指摘もある中、物価の上昇は緩やかなペースに止まると予想されている。さらに、今後は、これまでのエネルギー価格の押上げ効果が剥落し、物価上昇率は一旦鈍る可能性があるともみられている。ただ、最近の原油価格の上昇と今後の影響には留意する必要があるといった指摘もみられている。
- 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、来年4月の総裁後任人事にもよるが、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と予想される要因とみられている。  
一方、追加緩和については、当面の間で実施される可能性があるとする見方は少ない。これは、量的拡大が限界に来ているとみられていることや、マイナス金利の深掘りは、経済・金融活動にさらなる副作用を及ぼす可能性があるとの見方が多いことなどから、既に緩和の余地が限られているとみられていることが挙げられる。また、片岡審議委員が10月の会合で「追加緩和手段を講じることが適当である」などと提案したことに対して、その後公表された『金融政策決定会合における主な意見』で、否定的な意見が見受けられたことから、審議委員の

多くは追加緩和に慎重な姿勢であることが明確になったと市場では受け止められていることもその要因のひとつとなっている。この中での意見では、「政策変更の効果に確信が持てない限り、現状維持が適切である」、「目標達成を急ぐあまり極端な政策をとると、金融不均衡の蓄積や金融仲介機能の低下といった副作用が生じる恐れもある」、「追加緩和に関しては、市場や金融機関への影響、政策の持続性等の観点から、プラスの効果より副作用の方が大きいとみている」といったように、追加緩和の副作用の懸念があることや効果が明確でないことなどの認識が決定会合内での大勢であるとみられている。さらに、黒田総裁が11月13日にスイスのチューリヒ大学で行った講演で金利を下げ過ぎることに対する慎重な発言がみられた。その内容は、「長期・超長期金利の過度な低下は、これらの運用利回りに対する不安感などを惹起し、マインド面を通じて経済に影響を及ぼす可能性に留意する必要がある」。このほか、「金融仲介機能への影響という点では、最近、「リバーサル・レート」の議論が注目を集めているが、これは、金利を下げすぎると、預貸金利鞘の縮小を通じて銀行部門の自己資本制約がタイト化し、金融仲介機能が阻害されるため、かえって金融緩和の効果が反転する可能性があるという考え方である」と述べており、市場では当面の追加緩和を牽制した発言と受け止められている。

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