

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は12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7か月連続で据え置いた。項目別の判断では、設備投資を前回の「持ち直している」から今回は「緩やかに増加している」に上方修正した。生産は「持ち直している」から「緩やかに増加している」とした。一方、住宅投資は「横ばいとなっている」から「このところ弱含んでいる」に、公共投資は「堅調に推移している」から「底堅く推移している」に、それぞれ引き下げた。

- 日本銀行は12月20、21日の金融政策決定会合後に公表した景気の現状判断を、「緩やかに拡大している」に据え置いた。個別項目では、設備投資は、前回の「緩やかな増加基調にある」から今回は「増加傾向を続けている」に、個人消費は、「底堅さを増している」から「振れを伴いながらも、緩やかに増加している」に、それぞれ文言を変更した。また、公共投資については、「増加している」から「高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している」とした。

- 日銀が12月15日に発表した短観（12月調査）をみると、業況判断面で製造業の改善が続いている。また、事業計画では、収益および設備投資計画が前向きな計画となっている。こうしたことから、景気は、総じてみれば、緩やかであるが着実な回復が続いていることが確認できたとみられている。

最近の業況判断DIをみると、大企業・製造業では「+25」と前回比+3ポイントとなり、5四半期連続で改善した。水準としては2006年12月（「+25」）以来の高水準となった。製造業の景況感、世界経済の回復持続や内需の底堅さがみられる中、企業収益の好調などもあって、改善が続いているとみられている。大企業・非製造業では「+23」と前回から横這いとなり、高止まりとなった。非製造業の景況感については、企業活動の活発化に伴う需要の高まり、インバウンド消費の持ち直しや天候不順の影響の剥落などを背景とした改善要因がみられた一方、人手不足による人件費負担の高まりなどが景況感を押下げている要因もあり、全体として横這いに止まったとみられている。中小企業では、製造業が「+15」で+5ポイント、また、非製造業が「+9」で+1ポイントと、それぞれ改善がみられた。中小企業の景況感、過去との比較でも高めの水準に達してきている。先行きの判断については、大企業の製造業（「+19」、△6ポイント）、非製造業（「+20」、△3ポイント）、中小企業の製造業（「+11」、△4ポイント）、非製造業（「+5」、△4ポイント）とも悪化を見込んでいいる。各業態とも先行きを慎重にみる傾向があるが、国内消費や人手不足に対する不安などのほか、北朝鮮情勢や米国での政権運営などの不透明要因も、慎重な見方の背景にあるとみら

れている。

大企業の事業計画をみると、2017年度の経常利益の計画は、大企業の製造業では前年度比+15.0%（修正率+9.8%、＜2016年度実績は同△0.5%＞）と高めの伸びとなる見通しとなっている。また、非製造業では同+4.9%（修正率+6.6%、＜2016年度実績は同+5.7%＞）となり、前回調査との対比ではマイナスからプラスに転じる見通しとなっている。2017年度の設備投資計画をみると、大企業・製造業では前年度比+10.2%（修正率△3.4%）と下方修正されたが、2016年度実績（前年度比同+4.3%）を大幅に上回る計画を引き続き見込んでいる。大企業・非製造業では同+5.8%（修正率+1.8%）と上方修正され、2016年度実績（前年度比△5.4%）のマイナスからプラスに転じる計画となっている。この結果、大企業・全産業では同+7.4%（修正率△0.3%）となり、2016年度実績（前年度比△2.1%）のマイナスからプラスに転じる計画を維持している。

短観による「企業の物価見通し」の調査では、物価全般（消費者物価指数をイメージ）の前年比の見通しについて、全規模・全産業平均で「1年後+0.8%（前回+0.7%）」、「3年後+1.1%（同+1.1%）」、「5年後+1.1%（同+1.1%）」と、1年後の見通しがやや上昇したが、3・5年後は変わらずとなっており、物価上昇感が高まっていない。

- 総務省が発表した11月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は、前年同月比+0.9%（10月同+0.8%）と前月の伸びを上回った。電気代、都市ガス代などが押し下げ方向に寄与したものの、生鮮食品を除く食料や外国パック旅行費などにより上昇幅が拡大した。総合は同+0.6%（10月同+0.2%、9月同+0.7%）と伸びが再び高まった。生鮮食品により上昇幅が拡大した。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+0.3%（10月同+0.2%）と前月の伸びを上回ったが、上昇力は依然として弱い。

2. 金融政策

- 日銀は、12月20、21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、「消費税増税や米国景気後退などのリスク要因を考慮すると、2018年度中に『物価安定の目標』を達成することが望ましく、10年以上の国債金利を幅広く引き下げるよう、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、12月21日の決定会合後の定例記者会見では、経済については引き続き前向きな評価を行った一方、物価については慎重な見方を続けた。経済面では、「海外経済の成長にも後押しされて、この1年、わが国の経済は着実に改善した」こと、また、「景気拡大の裾野も、特定の業種や地域に限られず、幅広い経済主体に広がっている」ことを評価した。先行きについても、「海外経済の成長や極めて緩和的な金融環境などを背景にして、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続することから、緩や

かな拡大を続ける」とした。一方、物価については、「この1年、消費者物価の前年比は少しずつ上昇してきたが、景気拡大や労働需給の引締まりに比べると、弱めの動きが続いている」と、これまで同様の慎重な認識を示した。もっとも、こうした中でも、「企業のコスト面からみた価格上昇圧力は着実に高まっている」ほか、「雇用・所得環境の改善が続く中で、消費者の値上げに対する許容度も、少しずつ増してきている」とした。先行きは、「企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化していく」こと、また、「実際に価格引上げの動きが広がるにつれて、中長期的な予想物価上昇率も着実に上昇する」ことから、「消費者物価の前年比は、来年以降もプラス幅の拡大基調を続けていく」との期待も表明した。

金融政策面では、過日言及した「リバーサル・レート」については、「金利が下がり過ぎると金融仲介機能が阻害され、かえって金融緩和の効果が反転してしまう可能性があるという、学術的な分析の1つである」とした。従って、「特に『リバーサル・レート』という学術的な分析を採り上げたからといって、昨年9月以来の『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』について見直しが必要だとか、変更が必要だということは全く意味しない」と強調した。金利についても、「景気がよいからそろそろ金利を上げるかとか、そうした考えはなく、2%の『物価安定の目標』を達成することとの関連でみていく」との姿勢を続けた。また、「私どものこの1年3か月の経験からいって、今のイールドカーブは最も適切な効果を発揮している」と断言した。

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、1月初頭の無担保コール 0/N 加重平均レートは、 $\Delta 0.04\%$ 台から $\Delta 0.03\%$ 台へ上昇する動きとなっている。銀行券還流がある一方で、月初の税・保険料揚げが大きく、地銀業態の調達意欲が強かった。

(2) オープン市場

- レポ市場では、1月初頭は、マクロ加算残高を埋める動きなどから、資金調達の動きが先行した。レートは12月後半と比較して、僅かに上昇した。
- 短国市場では、3M～1Y物全てが $\Delta 0.14\%$ 前後まで上昇した。海外勢の買い一服などにより、12月と比べ、レートは全体的に上昇している。
- CP市場では、12月末の残高は、有利子負債削減の動きが出た一方で、金融法人等の発行があったため、16兆8,332億円と、前月(16兆5,602億円)比、前年(14兆8,889億円)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ため、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、雇用環境の改善などを背景に、物価上昇がひとまず一巡し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。

ただ、下振れリスクとしては、賃金の伸び悩み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、これまでの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。

なお、ECBは本年1月から資産買い入れの減額を開始し、場合によっては今年中に新規買入を停止する可能性もあるため、それに伴う金融環境の変化やユーロ高の進行には留意する必要があるといった指摘もみられている。

- ユーロ圏の12月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.4%（11月同+1.5%）と伸びが鈍化した。食品およびエネルギー価格の上昇率が鈍化した。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%（11月同+0.9%）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、物価の上昇は引き続き緩慢なものに止まるとみられている。また、これまでの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、暫く前年比1%前後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め、賃金が上昇に向かう可能性があることなどから、先行き、物価が上向いていくといった指摘もみられている。
- 欧州中央銀行（ECB）は12月14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される」との方針も維持した。
資産買入プログラムについては、2018年1月からは月額300億ユーロの買入を同年9月末まで継続するとした。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、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。
- ドラギ総裁は、理事会後の記者会見で発表した声明文で、経済面では引き続き前向きな評価

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、「最新の統計や調査結果からは、堅調で幅広い成長モメンタムが示唆される」とした。民間消費は雇用の増加継続に下支えされているほか、企業投資の強まりや広範な世界経済の拡大により輸出が下支えられているなどの幅広い分野での景気拡大を評価した。また、先行きについても、「力強い循環モメンタムが、短期的には想定を上回るさらなるポジティブな成長に繋がる可能性がある」との認識を示した。一方、物価については、「域内の物価上昇圧力は依然、全体的に弱く、持続的な上昇基調を確信する兆候はみられない」とした。このため、「基調的なインフレ圧力を引き続き向上かせ、中期的な総合インフレの上昇を支援するには、大規模な金融刺激策が依然として必要である」との判断を示した。今後については、「ECBの金融政策や景気拡大の継続、関連する経済スラックの吸収と賃金の上昇に支えられ、基調的なインフレは中期的には緩やかに上昇すると見込まれる」との期待を示した。

- 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、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。また、ECBが一段の緩和縮小に慎重な姿勢で臨んでいるのは、ユーロ高による物価や輸出への影響を懸念していることや、過剰債務と銀行の不良債権問題の解消が十分に進展していないことも、その背景にあるといった市場での指摘もみられている。こうした中、資産買入については、今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、物価が2%弱の物価目標を下回っていることなどから、資産買入停止まで現在の水準に据え置き、緩和的な金融環境の維持に努めると見込まれている。利上げ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年以降になるのではないかとといった予想がみられている。
- 英国経済をみると、7～9月期の実質GDP（確報値）は前期比+0.4%（4～6月期同+0.3%）と改定値と同じとなった。個人消費（同+0.4%＜前期同+0.2%＞）はなお低めの伸びに止まっている。また、輸出（同+0.8%＜前期同+1.8%＞）の伸びが鈍化している。
- 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離脱に係る不透明感などから、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の金融政策については、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、景気への影響は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は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。

EU離脱交渉の影響については、第一段階の交渉（離脱清算金、EU市民の権利保護、北アイルランドの国境管理）が遅延したことにより、第二段階の交渉（通商協定関係等）が後ずれしており、経済活動への不透明感の強まりや無秩序な離脱に向かうリスクが懸念されるといった指摘がみられている。

- 英国の11月の消費者物価指数は前年比+3.1%と伸び率が前月（10月同+3.0%）からさらに高まり、約6年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の上昇を反映して食料品（同+4.2%）が上昇し、教養・娯楽（同+3.2%）などでも高めの伸びがみられたほか、航空運賃やコンピューターゲームなどがインフレ率の押し上げに寄与した。企業が価格上昇を顧客に転嫁せざるを得ない状況となっ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は前年比+2.7%（10月同+2.7%、9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、ポンド安による物価の押し上げにより強含み圏内で推移するとみられている。また、中東政情の不安やOPECなどの協調減産による原油価格の持ち直しが物価の上振れ要因となる可能性を指摘する向きもある。ただ、EU離脱の国民投票後のポンド安による輸入物価の上昇が一服してきたとの見方もあり、物価はピークを打ちつつある可能性もあるといった指摘もみられている。また、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。
- BOEは、12月14日に金融政策委員会の結果を発表し、政策金利を0.5%に据え置くことを全会一致で決定した。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、輸出が世界経済の拡大やポンド安の効果等から増加したが、消費の伸びは鈍く、企業投資はブレグジットに伴う不確実性などから緩やかであったとした。物価については、「インフレは、過去のポンドの下落に伴う輸入物価の上昇により、目標を上回り続けている」が、「インフレはピーク近くに達しているとみており、中期的には2%目標に向けて低下していく」との見通しを示した。今回の声明では、EUと離脱条件を巡り大筋合意が得られたことで、離脱プロセスが無秩序となるリスクが低下し、これにより経済に対する信頼感が押し上げられる可能性があるとの指摘がみられた。こうした下で、金融政策については、「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。また、今後の金利の道筋については、「金利の上昇は緩やかなものになる」との見解を維持した。

- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、当面は、11月の利上げ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。今回の利上げは物価の上昇に対応したものであるが、2018年に入れば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などが、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離脱交渉の先行きがまだなお不透明であること、また、国内政治の混乱の可能性が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（確報値）は前期比年率+3.2%と改定値（同+3.3%）からやや下方改定されたが、2015年第1四半期以来の大幅な伸びとなった。今年第2四半期は同+3.1%であり、2四半期連続で伸び率が3%を超えたのは2014年以来となる。第3四半期の内容をみると、在庫投資（寄与度、前期比年率+0.79%ポイント）、純輸出（寄与度、同0.36%ポイント）の増加や政府支出（前期比年率+0.7%）の持ち直しも押し上げの要因となった。一方、個人消費（同+2.2%）は、ハリケーンの影響もあって、前期（+3.3%）から伸びが鈍化した。
- 米国の12月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+14.8万人（11月同+25.2万人）となった。建設（同+3.0万人）、ヘルスケア（同+2.9万人）、製造業（同+2.5万人）など幅広い業種で増加したものの、小売（△2.0万人）などが減少した。失業率は4.1%と3か月続けて同じとなり、2000年12月（3.9%）以来の低水準を維持した。この間、時間当たり賃金は前年同月比+2.5%（11月同+2.4%）と前月の伸びを上回ったが、引き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、内需を中心とした堅調な景気拡大基調が当面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。一方で、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。こうした中、税制改正法案が議会で可決されたが、経済への一定の効果が期待できるとみられている。ただ、効果の大きさについては、所得税や法人税の減税を通じて経済の好循環が強まることに繋がるとの見方がある一方、税制改正の恩恵が富裕者や大企業に集中して、効果の広がりがみられない可能性があるといった懐疑的な見方もある。また、減税効果が株価など資産市場だけに止まるようであれば、バブルや財政赤字だけが膨らむリスクもあるといった指摘もある。イエレン議長は「景気への影響は不透明要素も多く、注視する必要がある」と警戒する発言を行っている。

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、物価の上昇が緩やかなものに止まっていること、所得税減税の効果がある程度みられると期待されていることなどから、総じて堅調に推移すると見込まれている。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や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や税制改正への期待がみら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、11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％（10月同＋0.2％）、前年比＋1.7％（10月同＋1.8％）と伸びが鈍化した。衣料品価格の伸びが競争激化やセール前倒しの影響もあって減速したほか、宿泊費やサービスも伸びが鈍化した。総合では前月比＋0.4％（10月同＋0.1％）、前年比＋2.2％（10月同＋2.0％）と伸びが高まった。ガソリン価格、電機・ガス、燃料油などの上昇が伸びの主因となった。また、11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％（10月同＋0.2％）、前年比＋1.5％（10月同＋1.4％）と伸び悩んでいる。総合は、前月比では＋0.2％（10月同＋0.1％）、前年比では＋1.8％（10月同＋1.6％）となった。エネルギー関連価格（前月比＋4.3％、前年比＋10.4％）の上昇がみられた。
- 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、労働需給が一段とタイト化するとみられていることなどことから、今後は賃金の上昇率が高まる可能性があり、コアの物価がいつまでも緩やかな上昇に止まるとは限らないといった見方もある。また、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。

- 12月12、13日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を1.25～1.50%の水準に引き上げることを賛成多数（賛成7、反対2）で決定した。反対票を投じたのはミネアポリス連銀のカシュカリ総裁とシカゴ連銀のエバンス総裁で、金利据え置きを主張した。反対者が2人以上出たのは2016年11月以降で初めてであり、カシュカリ総裁が反対票を投じたのは今年3度目、エバンス総裁の反対は2011年以降で初めてとなる。

- 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、米経済は底堅いペースで成長した」とし、また、ハリケーン関連の変動をならずと、就業者数の増加は底堅く、失業率は一段と低下した」と評価した。11月会合後の声明では、「ハリケーン関連の混乱にも関わらず底堅いペースで成長した」と言及していた。物価については、「前年同月比でみた物価上昇率は総合およびエネルギーと食品を除くコア指数のいずれも今年は低下し、2%を下回って推移している」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混乱と再建はここ数か月、経済活動や雇用、物価に影響したが、米経済の見通しは本質的には変えなかった」との認識を示した。そのため、「金融政策の緩やかな調整に伴い、経済活動が緩やかなペースで拡大し、労働市場の力強い状態は続く」とみていること、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」との見解を据え置いた。
 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1.25～1.50%に引き上げることを決定した」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。

- 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、金利水準の正常化に向けて、緩やかな利上げが続くとみられている。12月のFOMCで公表された参加者の政策金利の見通しをみると、2018年末の中央値は2.125%と、3回の利上げを見込む予想値となっている。こうしたこともあって、今年の利上げは、25bpの引上げを2～3回程度行うというのが現時点の市場の標準的な見通しとなっている。利上げの時期については3月FOMCが最初の焦点となるとみられている。こうした見方の背景には、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捉えられていることが挙げられる。また、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、税制改革法案が可決されたことにより、一定の景気浮揚効果が期待

できるため、FRBが利上げをしやすくなったとの見方もある。

こうした見方のほか、資産価格の想定外の上昇がみられ、FOMC参加者がバブルの進行であると判断した場合、あるいは景気が過熱気味となり、インフレ圧力が想定以上に強まる場合などには、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ある。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いった見方もある。また、FOMCメンバーで残る空席の後任人事については、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などがあるといった見方もある。

- 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、緩やかな拡大傾向が続くと予想されている。こうした要因として、輸出面で、米国経済の拡大をはじめとする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。また、設備投資も、慎重姿勢を維持しつつ、輸出や生産の持ち直しなどにより、緩やかな増加が続くとみられている。この間、個人消費は、回復テンポが鈍いものの、緩やかに持ち直していくことが期待されている。さらに、2018年度以降はオリンピック需要に伴う景気押し上げ効果が本格化することが見込まれている。そうした中で、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。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。また、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。
- 個別項目の見通しをみると、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、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、持ち直すとしても回復テンポは鈍く、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、輸出や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、慎重ながらも緩やかな増加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ているとみられている。こうした押し上げ効果は、ここからは、国内景気の回復が本格的な力強さに欠けていること、賃金が伸び悩んでいることなどから減衰し、一段の物価上昇を抑制すると指摘されている。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みられている。このため、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、これまでのエネルギー価格の押し上げ効果が剥落し、コア消費者物価の上昇率は一旦鈍る可能性があるとみられている。ただ、最近の原油価格の上昇による今後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。また、人手不足などの供給制約に伴う構造的なコストプッシュ圧力が強まっていく可能性があるといった見方もある。
 - 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、今年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、今のところ見通し難いといわれていることなどから、この目標が継続されることを前提とすれば、現状の緩和策を粘り強く維持するとの見方が継続している。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す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。こうした要因として、日銀議事要旨などをみると、追加緩和については、複数の委員が金融不均衡の蓄積や金融仲介機能の低下で政策効果が低下する可能性を指摘しており、慎重な姿勢を示していることが挙げられる。また、市場でも、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高い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指摘されている。
- さらに、市場では、労働需給が引締まり続けていることや、消費者物価のこれまでの上昇を受けて、イールドカーブ・コントロールの調整、物価目標の見直し、さらには出口の議論が高まってくるのではないかといた予想もみられている。こうした市場での予測がみられている中、「金融政策決定会合における主な意見」（2017年12月開催分）では、大半の委員が強力な金融緩和の継続を支持する意見が中心となっている一方で、委員の1人は、「先行き、

経済・物価情勢の改善が続くと見込まれる場合には、『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』の枠組みのもとで、その持続性を強化する観点も含め、金利水準の調整の要否を検討することが必要になる可能性もあるのではないか」と発言しており、憶測を呼んでいる。

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