

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、「緩やかな回復基調が続いている」から、「緩やかに回復している」に7か月振りに上方修正した。項目別の判断では、個人消費を「緩やかに持ち直している」から「持ち直している」に、雇用情勢を「改善している」から「着実に改善している」に、それぞれ引き上げた。
- 日本銀行は1月22、23日の金融政策決定会合後に公表した「経済・物価の展望（2018年1月）」において景気の現状判断を、「緩やかに拡大している」に据え置いた。個別項目では、物価面で、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比を、「0%台後半となっている」から「1%程度となっている」とした。また、予想物価上昇率は、「弱含みの局面が続いている」から「横ばい圏内で推移している」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+0.9%（11月同+0.9%）と前月と同じ伸びに止まった。生鮮食品を除く食料などが押し上げ方向に寄与した一方、灯油、電気代などが押し下げ方向に寄与した。総合は同+1.0%（11月同+0.6%、10月同+0.2%）とさらに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%（11月同+0.3%）と前月と同じ伸びとなり、上昇力は依然として弱い。

2. 金融政策

- 日銀は、1月22、23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年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げるよう、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、1月23日の決定会合後の定例記者会見では、次の通り、物価については引き続き慎重な見方を示し、現在の緩和策を粘り強く続けていく必要性を強調した。「企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっていることなどを背景に、エネルギー価格上昇の影響を除くと弱めの動きが続いている」。また、リスクバランス面では、「経済に関しては概ね上下にバランスしているが、物価に関しては下振れリスクの方が大きいとみ

ている」とした。そのため、「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」と述べた。そうした中で、「いわゆる出口のタイミングやその際の対応を検討する局面には至っていない」と市場での金融政策の正常化観測を引き続き牽制した。また、「2%の『物価安定の目標』を変更する必要があるとは全く考えていないし、『共同声明』について、何か変更する必要があるとも思っていない」とも断言した。さらに、1月9日に国債買入れオペを減額したことをきっかけに、日銀の金融政策の正常化観測が浮上したことに対しては、「どのような状況であれ、日々の国債買入れオペの運営が先行きの政策スタンスを示すことはないと言ってよい」と述べ、また、「適切なイールドカーブを形成する観点から、必要なオペを行うということに尽きるので、その時々のおペの金額やタイミングが金融政策の先行きを示すものではない」と強調した。

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、2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。積み期間の後半に入ったことで、調整の取りが増加していることに加え、試し取りが散見されている。

(2) オープン市場

- レポ市場では、2月初頭は、マクロ加算残高を埋める動きがみられていたことでレートが上昇していたものの、その落ち着きに伴いレートは低下傾向にある。
- 短国市場では、1月中旬からのレート低下が一服してきており、3M~1Y物全てが $\Delta 0.15\%$ 前後で堅調な推移となっている。
- CP市場では、1月末の市場残高は、18兆2,763億円（前月比+14,430億円、前年同月比+24,420億円）と、月末発行残高としては2009年3月末以来の18兆円台となった。12月の有利子負債削減の動きが一服したことで、市場発行残高は前月比で増加となった。また、前年同月比も、事業法人の残高が増加していることで大幅な増加となった。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、10~12月期の実質GDP（速報値）は前期比+0.6%（7~9月期同+0.7%）と堅調な伸びを維持した。2017年の成長率は+2.5%と、2007年の+3.0%以来10年振りの高めの伸びとなった。
- ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、内需を中心とした堅調な回復基調が続くと予想

されている。個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、物価上昇が緩やかに止まっ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、企業業績の好調を背景とした企業の前向きな投資意欲がみられている中、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引き続き期待されている。

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、また金融市場で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。

なお、ECBは本年1月から資産買入の減額を開始し、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1月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.3%（12月同+1.4%、11月同+1.5%）とさらに鈍化した。これは未加工食品やエネルギーなどの価格の上昇率が鈍化したことによるものであった。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+1.0%（12月同+0.9%）と4か月振りに1%台に戻った。
- 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、基調的な物価の上昇は引き続き緩やかなものに止まるとみられている。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、賃金が増加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。また、原油価格の上昇に伴う総合的な物価への影響にも留意する必要があるとみられている。
- 欧州中央銀行(ECB)は1月25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300億ユーロの買入れを同年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、資産購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公表した声明文で、経済面では引き続き前向きな評価

をした一方、物価面では慎重な見方を継続した。ユーロ圏経済については、「入手できる情報からは、堅調ペースでの景気拡大が確認できる」とした。民間消費は雇用の増加や家計の富の増大に下支えされていること、企業投資は極めて好ましい金融情勢や企業収益の向上などにより拡大していること、輸出が広範な世界経済の拡大により後押しされていることなど、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」との認識を引き続き示した。ただ、ダウンサイドリスクとして、「為替市場の動向を含めたグローバル要因」を指摘した。一方、物価については、「域内の物価上昇圧力は依然として全体的に弱く、持続的な上昇基調を確信する兆候はみられない」との見方を継続した。さらに、こうした背景に加え、「最近の為替相場のボラティリティは不確実性を高めており、中期的な物価安定見通しへの影響の可能性を監視する必要がある」との警戒感を示した。このため、「基調的なインフレ圧力を引き続き上向かせ、中期的に総合的な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」との判断を引き続き示した。ただ、こうしたことから、先行きについては、「ECBの金融政策手段、景気拡大の継続、経済スラックの吸収、賃金の上昇に支えられて、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。

なお、ドラギ総裁は記者会見の中で、「現時点でのデータや予測を踏まえ、今年利上げが実施される確率は極めて低いとみられる」、「金利は、資産買入の終了後もかなり先まで現在の水準に止まる」など、金利の上昇を牽制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、物価動向を見守りつつ、緩和的な金融環境の早期の解除には慎重な姿勢を維持するとみられている。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ある。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るが、今のところは段階的に縮小されていくとみられている。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予想されている。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いった見通しが今のところ多い。

ただ、昨年12月開催の理事会の議事要旨の発表を受けて、資産買入の終了に備え、フォワード・ガイダンスの見直しの検討を開始することが示唆されたと受け取る向きもあり、資産買入停止の時期や利上げの開始が想定よりも早まるのではないかといった予想もみられている。資産買入終了の是非については、6月の理事会で10月以降の対応を決定する可能性が高いとみられている。市場では、今年12月に資産買入が終了するとの予想も出ている。

- 英国経済をみると、10～12月期の実質GDP（速報値）は前期比+0.5%と前期（7～9月同+0.4%）の伸びを上回ったが、基調的には緩やかな成長に止まっているとみられている。ただ、最近の成長率を眺め、EU離脱を決定した際にみられた悲観的な成長見通しほど悪化しておらず、底堅さを保っていると捉えられている。こうした背景には、世界経済の持ち直しが寄与しているとみられている。2017年の成長率は前年比+1.8%と前年（2016年同1.9%）を下回り、2012年以来の低い伸びとなった。

- 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離脱交渉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。
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12月の消費者物価指数は前年比+3.0%（11月同+3.1%）と伸びが鈍化した。エネルギー価格などの伸びが高まったが、食料品、輸送サービス、通信費などの上昇率が鈍化したことが伸び率低下の要因となった。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消費者物価は前年比+2.5%（11月同+2.7%）と前月までの伸びから鈍化した。

- 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高止まり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、ある程度の低下も予想できるといった見方もある。

- BOEは、2月8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、個人消費は実質賃金の伸びが弱いため抑制されるが、好調な世界経済などを背景に輸出や設備投資が伸びるとの見方を示した。物価については、ポンド安に伴う輸入物価の上昇に加え、最近の原油価格の上昇を反映して、「短期的には3%近傍の水準を維持する」とした。先行きについては、こうした「物価上昇の外的要因は徐々に弱まるが、国内の物価上昇圧力が高まる」との判断を示し、賃金上昇の見込みが増していることに言及した。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。ただ、経済が底堅く、賃金による物価上昇見込みが出ている中、今回の声明では、「安定的な物価目標に回帰するため、金融政策は従来の予想よりやや早期に、かつ、やや大きめに引き締める必要がある」と判断していることを明記した。そのうえで、将来の政策金利の道筋については、「金利の上昇は緩やかで限定的なものになる」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、BOEは物価と景気の動向の両面を見守る姿勢を続けるとみられている。このため、景気をより重視する向きでは、BOEは慎重な姿勢を続けるとの見方を維持しているが、その一方、景気が予想外に底堅い展開を続けていることから、BOEは物価の安定目標に向けた政策をより進めやすくなったことから、もう一段の利上げを予想する見方が強まっている。2月の金融政策委員会後に公表された議事要旨の内容は、こうした観測を後押ししていると捉えられている。このため、5月ないし8月に利上げが実施される可能性があるとの観測が出てきている。

BOEが慎重姿勢を続けるとする見方は、昨年11月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これまでの高進も落ち着いてくると期待されているなど、インフレが一段と進むことは回避できるとの見通しがあることを要因として挙げている。また、景気面からみると、過度な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もあることもこうした要因として挙げられている。

しかし、景気が、緩やかな伸びに止まっているものの、離脱決定当初に懸念されていた景気的大幅後退は回避されており、底堅い展開を続けているため、BOEが物価により重点を置いた姿勢を示すのではないかといった見方が強まっている。こうした中、カーニー総裁は1月30日に、「経済に存在するスラックが解消するのに伴い、インフレを適切な期間で持続的に目標に回帰させることに焦点を置くより従来型の金融政策に移行することが、現時点では重要になってきている」と指摘した。こうした指摘は、2月の金融政策委員会後の議事要旨の内容に反映されたと捉えられている。このためもあって、市場では、夏場までにもう一段の利上げがあるのではないかといった観測が出てきている。

- 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+2.6%と前期（7～9月期同+3.2%）から伸びが鈍化した。個人消費は同+3.8%（前期同+2.2%）と3年振り（2014年10～12月同+5.1%）の大幅な増加となった。また、設備投資が同+6.8%（7～9月期同+4.7%）と確りとした伸びを維持し、住宅投資が同+11.6%（7～9月期同△4.7%）と高めの伸びに転じた。個人消費や住宅投資ではハリケーン後の需要増もあったとみられている。輸入は、個人消費の増加を背景に、同+13.9%（7～9月期同△0.7%）と2010年第3四半期以来の大幅な伸びとなり、このため外需の寄与度は△1.13%ポイント（7～9月期同+0.36%ポイント）と大幅なマイナスとなった。堅調な個人消費を背景に輸入が増加したことがGDP全体の伸びを抑えたとみられている。今回の結果については、個人消費を中心とした内需の堅調な拡大が続いているとの見方は維持された。
- 米国の1月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+20.0万人（12月同+16.0万人）の増加となった。失業率は4.1%と4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。時間当たり賃金は前年同月比+2.9%（12月同+2.7%）と2009年6月以来の高い伸びとなった。
- 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、その影響は現時点では限定的であると指摘されている。そうした中、税制改正法が成立したことで、経済への一定のプラス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、税制改革の恩恵が富裕者や大企業に集中して、効果の広がりが見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。この間、トランプ政権の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や、金融市場の混乱などにより、家計や企業マインドが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見方もある。
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、物価の上昇が今のところ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、トランプ大統領の政権運営に対す

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革の効果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、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+0.3%（11月同+0.1%）、前年比+1.8%（11月同+1.7%）と伸びが高まった。自動車、衣料品、家賃等が上昇の要因となった。自動車などについては、ハリケーン後の買い替え需要が影響したとみられている。総合では前月比+0.1%（11月同+0.4%）、前年比+2.1%（11月同+2.2%）となった。ガソリン価格の低下などが影響した。
また、12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%（11月同+0.1%、10月同+0.2%）、前年比+1.5%（11月同+1.5%、10月同+1.4%）と伸び悩んでいる。総合は前月比+0.1%（11月同+0.2%、10月同+0.1%）、前年比+1.7%（11月同+1.8%、10月同+1.6%）と伸びが鈍化している。
- 米国の物価の先行きについて、市場では、物価の上昇感が強まってきている。これまでは、失業率の低下の割には賃金の上昇力が弱かったことや、価格競争の高まりや技術革新の進展の影響がみられていることなどから、大きな物価上昇圧力は抑えられているとみられおり、緩やかな上昇が見込まれていた。しかし、労働需給が一段とタイト化してきていることなどから、賃金の上昇率が高まってきており、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が強まっている。また、最近の原油価格の持ち直しによる物価への影響には留意する必要があると、原油価格などの商品価格の上昇により企業の投入価格が上昇し、これが最終財やサービス価格に波及する可能性が出てきているといった指摘もみられている。さらに、商品価格に上昇や税制改革法案の成立などが金融市場における期待インフレ率を高めていることも、今後の物価に影響する可能性があるとの見方もある。
- 1月30、31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、経済についてはさらに前向きな評価が加わり、物価については引き続き慎重な判断を維持しつつも今年は上昇していくとの判断が加わった。経済面では、「労働市場は引き続き力強さを増し、経済は堅調なペースで拡大している」と引き続き評価した。さらに、「雇用、家計支出、企業の設備投資の伸びは堅調で、失業率は低いままだった」と、雇用に加え、個人消費や設備投資の堅調さを強調した。物価面では、「前年同月比でみた物価上昇率は総合の物価およびエネルギーと食品を除くコアの物価は2%を下回る水準での推移が続いている」との慎重な判断は維持したが、前回みられた物価が「低下している」との文言は削除された。また、先行きの物価見通しについては、前回の「前年同月比でみたインフレ率は短期的には2%をいくらか下回ったままと予想される」との文言を、

今回は「前年同月比でみたインフレ率は今年上昇」するとの前向きな判断を加えたうえで、「中期的には委員会の目標である2%近辺で安定する」とした。

そうした情勢判断の下、金融政策の運営姿勢は、「引き続き緩和的で、それにより力強い労働市場の状況とインフレ率の2%への持続的な回帰を支える」との方針を維持した。そのうえで、「経済情勢はFF金利のさらなる緩やかな引き上げを正当化する形で進むと予測する」と、金利の引き上げについて「さらなる」という文言が加わった。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は据え置いた。

- 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、利上げが続くとみられている。今年の利上げは、25bpの引上げが3回程度は行われるとの確度が高まってきており、4回を予想する見通しもみられている。次回の利上げの時期については、3月開催のFOMCで実施される公算が高いとみられている。こうした観測の背景には、経済の堅調な拡大と労働市場の逼迫が続くとの見方や、パウエル次期FRB理事がイエレン議長の路線を踏襲すると見込まれていること、また、税制改革法の成立による一定の景気浮揚効果が期待できることで利上げがしやすくなったとみられていること、コアの消費者物価も緩やかな上昇に止まっているが先行きの上昇感が強まりつつあること、などが挙げられている。さらに、1月に開催されたFOMCで、経済はもとより、物価に対する前向きな文言が声明文に盛り込まれていたことなどから、3月の利上げの確度がより高まったと捉えられている。
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、年間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、FOMCメンバーの後任による金融政策判断の動向、金融市場の不安定化の可能性など、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り、最近の株式市場の下落局面が長引き、金融市場が混乱するようであれば、追加利上げが制約される可能性もあるとみられている。
- 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、緩やかな拡大傾向が続くと予想されている。こうした要因としては、輸出が、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ことが挙げられている。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、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。ただ、下振れリスクも少なからず指摘されている。このところの原油価格上昇による経済への影響は今のところ軽微に止まっているが、今後一段と上昇した場合の下押しの影響には留意する必要があるとみられている。また、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や、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。さらに、トランプ政権による政策運営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的な混乱による日本への影響も懸念材料として指摘されている。

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や、2019年10月に実施が予定されている消費税増税前の駆け込み需要などを背景に、増加が期待されている。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、米国経済が拡大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、上昇力は弱いと見込まれている。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きたとみられている。ただ、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の要因が、一段の物価上昇を抑制すると指摘されている。さらに、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も指摘されている。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。一方、最近の原油価格の上昇による影響が再びみられてくると指摘されている。原油価格の動きが遅れて反映される電気代、ガス代の前年比上昇率に反映されるのは2018年度入り後になるとみられている。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みられていることな

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、経済に大きな打撃を与える金融市場の混乱等の不測の事態でもない限り、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、日本経済が緩やかながらも着実な拡大を続けていること、労働需給が引締まり続けていることなどが挙げられている。また、複数の政策委員会委員が、さらなる緩和は、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。この間、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、物価目標の見直しが行われる可能性、また、欧米での金融緩和策の転換を受けて、日本でも出口の議論が一段と高まってくるのではないかとといった予想もみられている。

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