

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は2月の月例経済報告で、景気の基調判断を、「緩やかに回復している」に据え置いた。項目別の判断の先月から変更点を見ると、住宅建設を「このところ弱含んでいる」から「弱含んでいる」とした。また、貿易・サービス収支については、黒字は「増加傾向にある」から「おおむね横ばいとなっている」に変更した。
- 日本銀行は3月8、9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、住宅投資を「横ばい圏内の動きとなっている」から「弱含んで推移している」に引き下げた。
- 内閣府が3月8日に発表した10～12月期実質GDP2次速報値は、前期比+0.4%、前期比年率+1.6%となり、7～9月期（前期比+0.6%、前期比年率+2.4%）となった。住宅投資は前期比年率△10.1%（7～9月期同△6.6%）とマイナス幅が拡大した。設備投資は同+4.2%（7～9月期同4.2%）と前期から同じ伸びとなった。個人消費は同+2.1%（7～9月期同△2.6%）とプラスに転じた。輸出は同+10.1%（7～9月期同+8.8%）と高めの伸びを維持した。一方、輸入は同+12.0%（7～9月期同△4.7%）と大幅な伸びとなり、外需が年率寄与度△0.1%ポイント（7～9月期同+2.2%ポイント）とマイナスとなった。成長率は力強さに欠けるが、8四半期連続のプラス成長となり、内需と輸出がともに増加している中で、緩やかな成長が続いていることを示すものと概ね捉えられている。
この結果、2017年の成長率は前年比+1.7%（2016年同+0.9%）となった。
- 総務省が発表した1月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は、前年同月比+0.9%（12月同+0.9%、11月同+0.9%）と3か月続けて同じ伸びとなった。被服及び履物などが押し上げ方向に、ガソリンや灯油などが押し下げ方向に寄与した。総合は同+1.4%（12月同+1.0%、11月同+0.6%）とさらに伸びが高まった。野菜の高騰など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+0.4%（12月同+0.3%、11月同+0.3%）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、3月8、9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員一致で据え置いた。
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。

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、3 月初頭の無担保コール 0/N 加重平均レートは $\Delta 0.05\%$ 台での推移となっている。積み期間の後半に入ったものの、上昇する気配は無く、若干の低下基調となっている。

(2) オープン市場

- レポ市場では、3月初頭は、品薄感が強い中、足元の担保需要からS/Nが一時的に $\Delta 0.20\%$ まで低下する場面もみられた。3月末の担保需要があるため、1M程度のタームは $\Delta 0.20\%$ 台が目線となっている。
- 短国市場では、3月末の担保需要などが意識される中、海外勢からの買い等もあり、3M物は $\Delta 0.20\%$ 近辺までレートが低下している。6M物と1Y物は、3M物に比べて担保需要が比較的弱いいため、レートの低下度合いが3M物よりは控えめとなっている。
- CP市場では、2月末の市場残高は、17兆1,344億円（前月比 $\Delta 11,418$ 億円、前年同月比 $+16,002$ 億円）となった。引き続き高い水準ではあるものの、年末資金需要から増発されていた金融機関のCPが大量償還されたことを主因に、前月比では1兆円強の減少となった。CP等買入オペのレートが直近で低下していることを受け、マイナスレートでの発行が若干増加している。

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（確報値）は前期比 $+0.6\%$ と改定値と同じとなり、前期（7~9月期同 $+0.7\%$ ）の伸びを下回ったものの、19四半期連続の増加となる堅調な成長が続いている。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、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や、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。

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2月の消費者物価指数(速報値)は、前年比+1.2%(1月同+1.3%、12月同+1.4%、11月同+1.5%)と鈍化が続いている。未加工食品(2月同△0.9%、1月同+1.1%)の下落がみられた。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%(1月同+1.0%)と前月と変わらなかった。
- 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。また、ユーロ高の進行による影響も物価の下振れリスクとみられている。ただ、ユーロ圏経済が堅調に推移している中、いずれ雇用環境の需給がさらに引き締められ、賃金が上昇に向かう可能性があることなどから、先行き、物価上昇力が強まっていくといった指摘も出ている。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。
- ECBは3月8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」との方針も維持した。しかし、「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」とのガイダンスを削除した。
- 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、「入手できる情報は、域内経済の堅調かつ広範な成長の勢いを裏付けるものであり、これは今後短期的に、従来予想をわずかながら上回るペースで拡大していく見込みである」とした。ただ、下振れリスクとして、「保護主義の台頭、為替市場や金融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、「域内の基調的なインフレは依然として弱く、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。また、「為替相場や金融情勢

の動向について、物価見通しへの影響の可能性を引き続き監視する」とした。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、十分な規模の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。

- 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、緩和的な金融環境を維持する慎重な姿勢を続けるとみられている。また、こうした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。3月の理事会で、必要であれば資産買入規模や期間を拡大するとの文言を削除したことについては、ユーロ圏経済が堅調に推移していることが背景にあり、量的緩和の解除に向けた手続きを小幅ながら一歩前に進めたものとみられている。ただ、物価については引き続き慎重の姿勢を維持しており、政策の正常化にはない慎重な姿勢を続けることには変わりないとも市場では捉えられている。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、景気が堅調に推移している中、物価上昇力が高まる可能性もあり、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月の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（改定値）は前期比+0.4%と速報値（前期比+0.5%）から下方修正され、7~9月期（同+0.5%）の伸びから鈍化した。個人消費が同+0.3%（7~9月期同+0.4%）と緩やかな伸びとなった。2017年の成長率は前年比+1.7%と速報値（同+1.8%）から下方修正された。2016年（同+1.9%）の伸びを下回り、2012年以来の低い成長となった。
- 英国経済の先行きについて、市場では、底堅く推移するとみられているものの、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。

- 英国の1月の消費者物価指数は前年比+3.0%（12月同+3.0%、11月同+3.1%）と、前月に伸びがやや鈍化した後、高止まりとなった。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+2.7%（12月同+2.5%、11月同+2.7%）と、前月に鈍化した後、また上昇した。
- 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、賃金の上昇力が強まる可能性や原油価格の持ち直しなどが、物価の上振れ要因となる可能性が指摘されている。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、物価は当面の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の金融政策委員会は3月22日に開催される予定となっている。
- 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ため、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と捉えられてきており、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月に追加の利上げが実施される可能性があるとみられている。

BOEが慎重姿勢を続けるとする見方は、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、賃金が現時点では伸び悩んでいることなどにより、物価が高騰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、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が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見方が出てきている。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。また、2月の金融政策委員会の議事要旨では、賃金上昇の見込みが増していることに言及したこと、「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性がある」との判断を明記したことなどから、追加利上げの観測が強まっている。

- 米国経済をみると、10～12月期の実質GDP（改定値）は前期比年率+2.5%と速報値（同+2.6%）から下方修正され、前期（7～9月期同+3.2%）から伸びが鈍化した。在庫投資が下方改訂の主な要因となった。個別項目をみると、個人消費は同+3.8%（前期同+2.2%）と速報値と変わらず、3年振り（2014年10～12月同+5.1%）の大幅な増加となった。設備投資は同+6.6%（7～9月期同+4.7%）と確りとした伸びを維持した。住宅投資は同+13.0%と速報値（同+11.6%）から上方改定され、前期（7～9月期同△4.7%）から高めの伸びに転じた。輸入は、同+14.0%と速報値（同+13.9%）から上方改定され、個人消費の増加を背景に前期（7～9月期同△0.7%）からプラスに転じ、2010年第3四半期以来の大幅な伸びとなった。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。10～12月期の成長率が7～9月から鈍化したことについては、堅調な個人消費が輸入の増加に繋がっていることが要因とみられており、米国経済の基調判断とし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が維持されている。2017年のGDPは同+2.3%となり、2016年の同+1.5%から加速している。

 - 米国経済の先行きについて、市場では、個人消費等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。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されている。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。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みられている。リスク要因としては、物価上昇率の加速、トランプ政権の政策・政権運営の混乱、株価の調整局面入りや金融市場の不安定化などがみられた場合には、家計や企業のマインド低下や行動の抑制に繋がることによる景気への影響には留意する必要があると指摘されている。
- 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、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やインフレ率の高進がみ

られる場合などには、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、1月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前月比では+0.3%（12月同+0.2%、11月同+0.1%）と伸びが高まり、前年比では+1.8%（12月同+1.8%、11月同+1.7%）となった。衣料、医療サービス、帰属家賃などの上昇がみられた。総合では前月比が+0.5%（12月同+0.2%、11月同+0.3%）と高めの伸びとなり、前年比では+2.1%（12月同+2.1%、11月同+2.2%）となった。ガソリン価格が前月比+5.7%（12月同△0.8%）の値上がりとなった。
また、1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+0.3%（12月同+0.2%）と伸びが高まった。前年比+1.5%（12月同+1.5%）と4か月連続で同じ伸びとなった。総合では前月比+0.4%（12月同+0.1%）と前月を上回る伸びとなった。前年比では+1.7%（12月同+1.7%）と3か月連続で同じ伸びとなった。
- 米国の物価の先行きについて、市場では、堅調な景気拡大が続いている中、これに賃金の上昇率の高まり、商品価格の上昇、ドル安などが重なれば、物価上昇力が高まっていくと予想する見方が増えている。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ており、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ことから、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などによる物価への影響には留意する必要があり、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強まってきているとの指摘もみられている。さらに、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。
- FOMC は3月20、21日に開催される予定となっている。
- 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、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見通しが続いており、物価の上昇感が強まるとみる向きでは4回といった予想もみられている。次回の利上げの時期については、3月20、21日開催予定のFOMCで実施される公算が高いと見込まれている。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はもとより、パウエル議長がイエレン前議長の路線を踏襲すると見込まれていること、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ってきていること、などが挙げられている。1月に開催されたFOMCでは、経済はもとより、物価の上昇への警戒を示す文言が声明文に盛り込まれていたこと、また、2月27日のパウエル議長の議会証言で経済が力強さを増していることや一段の緩やかな利上げが最善であるなどの発言がみられていることなどから、3月の利上げの確度がより高まったと捉えられている。

ただ、物価の伸び悩みが続く場合や、FOMCメンバーの後任による金融政策判断の動向、株式・金融市場の不安定化など、不透明要素もみられている。株式市場の下落局面が長引いて調整局面入りする場合や、長期金利の急騰による金融市場の混乱がみられるようであれば、追加利上げは見送られ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、緩やかな拡大傾向が続くと予想されている。設備投資は、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。また、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。輸出については、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。こうした中で、さらに、オリンピック需要に伴う景気押し上げ効果も見込まれている。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景気下押しへの影響を懸念する指摘がある。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、株式・金融市場の不安定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や保護貿易政策の強まり等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、底堅い中で持ち直していくとの期待がみられている。ただ、賃金の伸びが今のところ鈍い中で、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、今後、調整の動きが強まる可能性も指摘されているなど、住宅投資による景気押し上げ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に、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。また、オリンピック関連需要も見込まれている。ただ、景気回復の力強さが欠けていること、金融市場が不安定化することへの懸念がみられていること、トランプ政権による影響、地政学的リスクなど内外環境を巡る先行きの不確実性があることなどから、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予想されている。ただ、過度に円高が進行した場合の影響が懸念されるほか、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、一旦鈍化すると見込まれている。ただ、その後は、原油価格の再上昇の影響やコストプッシュ・インフレーション要因などから、伸び率の鈍化には歯止めがかかり、プラス幅が再び緩やかに拡大する可能性もあるとみられている。

これまでは、原油価格の既往の上昇が遅れて反映された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。これに対し、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。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も指摘されている。さらに、2月上旬以降の円高が輸入物価の下落を通じて先行きの物価下押し要因となる可能性があるともみられている。

ただ、物価押し上げ要因としては、原油価格などの資源価格が再び上昇していることによる影響がまた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り、また、消費持ち直しに伴う需給改善が進めば、物価上昇力は今後強まっていく可能性があるとの見方もある。

- 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、黒田総裁の再任により、金融政策の継続性が維持されるとみられている。そうした中で、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、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。

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指摘されている。

一方、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、物価目標の見直しなどが行われる可能性、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いった予想がみられている。ただ、こうした微調整や議論の高まりの可能性はあるものの、2019年10月の消費税率引き上げに向けての判断や景気への影響を勘案して、出口戦略に影響が及ぶ可能性も指摘されている。

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