

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は3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2月から変更点をみると、消費者物価を「横ばいとなっている」から「このところ緩やかに上昇している」に修正した。
- 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。
- 日銀が4月2日に発表した短観（3月調査）をみると、大企業では業況判断の改善が止まったが、依然高めの水準にあり、中小企業では良好感を維持している。また、事業計画面では、設備投資が底堅い計画となっている。
最近の業況判断DIをみると、大企業・製造業では「+24」と前回比△2ポイントとなり、2016年3月以来2年振りに悪化した。円高の進行による輸出採算の悪化や原材料価格の上昇などが景況感の悪化に繋がったとみられている。大企業・非製造業では「+23」と前回比△2ポイントで6四半期振りの低下となった。原材料価格の上昇、人手不足、人件費の増加などが影響したと指摘されている。中小企業では、製造業が「+15」で前回から横這いとなり、非製造業が「+10」で+1ポイントと改善した。中小企業の景況感は過去との比較でも高めの水準に達している。先行きの判断については、大企業の製造業（「+20」、△4ポイント）、非製造業（「+20」、△3ポイント）、中小企業の製造業（「+12」、△3ポイント）、非製造業（「+5」、△5ポイント）とも悪化を見込んでいる。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先行き不安などのほか、今後の金融・為替情勢や国内外での政策・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、2018年度の経常利益の計画は、大企業の製造業では前年度比△3.2%と、高水準であった前年度見込み（同+19.7%）からやや低下する見通しとなっている。また、非製造業では同△1.2%と前年度見込み（同+5.3%）を若干下回る見通しとなっている。2018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+4.9%と、前年度見込み（同+7.3%）を下回る伸びとなるものの、プラスの計画となっている。大企業・非製造業では同+0.8%と伸び率は前年度見込み（同+4.0%）を下回る計画となっている。大企業・全産業では同+2.3%と（前年度見込み同+2.3%）と引き続きプラスの計画となっている。期初計画とあって不確定な要素が多い3月調査としては底堅い計画となっており、高水準の2017年度と同程度の規模を見込んでいることが評価されている。
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+0.8%)」、「3年後+1.1% (同+1.1%)」、「5年後+1.1% (同+1.1%)」と、いずれの見通しも変わっておらず、物価上昇感が高まっていない。

- 総務省が発表した2月の全国コアCPI (除く生鮮食品) は、前年同月比+1.0% (1月同+0.9%) と伸びが高まった。宿泊料、携帯電話機のほか、ガソリンや灯油等エネルギーなどが押し上げ方向に寄与した。総合は同+1.5% (1月同+1.4%、12月同+1.0%、11月同+0.6%) とさらに伸びが高まった。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+0.5% (1月同+0.4%) と前月の伸びを上回った。

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。

- 黒田日銀総裁は、3月9日の決定会合後の定例記者会見では、経済面では改善していることを評価した一方、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。2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入し、その後も経済・物価情勢の変化に応じて、必要な政策対応を行ってきた結果、「日本経済は大きく改善した」とし、「企業収益は、過去最高水準まで増加しているほか、労働市場は、ほぼ完全雇用となっている」中で、「賃金も、緩やかながら着実に上昇している」と評価した。物価については、「2013年秋以降、4年以上にわたってプラス基調を続けており、既にわが国は、『物価が持続的に下落する』という意味でのデフレではなくなっている」としたものの、「現時点で、2%の『物価安定の目標』は、なお実現できていない」と述べた。この要因として、「原油価格の大幅な下落なども影響したが、より大きな要因は、長年にわたるデフレの経験から、人々の間にデフレマインドが根付いてしまい、その転換に時間がかかっている」ことを挙げた。

こうした中、出口の議論を巡って市場で神経質に反応していることについては、「現在は2%の『物価安定の目標』の実現までにはなお距離があるため、具体的に検討する局面ではない」との従来からの見解を述べるに止めた。「消費者物価の前年比が2%程度に達する時期は、2019年度頃になる可能性が高いとみている」が、「これは物価に関する中心的な見通しであり、展望レポートでは同時に、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクが大きく、不確実性があることもあわせて指摘している」とした。そのうえで、「将来こうした見通しを実現したとしても、そのことが直ちに2019年度に出口を迎えるということを用意

味するわけではなく、まずは、いつ、どのような手法で出口を進めていくかといった点を検討していくことになる」と説明した。また、「『イールドカーブ・コントロール』あるいは『オーバーシュート型コミットメント』という現在の金融緩和政策のフレームワークを、2%が達成される前に変えるとか、緩和の程度を弱めていくといったことは全く考えていない」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、4月初頭の無担保コール 0/N 加重平均レートは $\Delta 0.06\%$ 台後半から始まった。積み期間後半に入ったことや、税・保険料揚げなどの要因により、その後は徐々に調整の調達がみられ、レートがじりじりと上昇する展開になっている。

(2) オープン市場

- レポ市場では、4月初頭は、3月末越えの担保需要要因が無くなったものの、マクロ可算残高を埋める動きや足元の担保需要から、S/Nが一時的に $\Delta 0.20\%$ 近辺まで低下する場面がみられた。また、5月1日から実施される決済短縮化前後の決済を避けるため、ターム物も低下する動きがみられている。
- 短国市場では、3月末の担保需要がなくなり、期初の売りがみられる中で週3回の入札が行われたことで、一時的に3M物のレートは $\Delta 0.10\%$ 台前半まで上昇した。しかし、引き続き海外勢からの買いがみられる中、6M物はショートカバーから $\Delta 0.20\%$ 近辺までレートが低下する場面もみられたこともあり、3M物は $\Delta 0.15\%$ を下回る水準での取引となっている。
- CP市場では、3月末の市場残高は、例年通り企業の有利子負債削減の動きが出たことで、13兆6,009億円（前月比 $\Delta 35,335$ 億円、前年同月比 $+5,047$ 億円）と2月に比べて大幅に減少した。直近ではCP発行再開の動きがみられているものの、残高の積み上がりは限定的となっている。

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・所得環境の改善などを背景に、物価上昇が緩やかに止まっていることもあって、堅調に推移するとみられている。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、世界経済の回復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3月の消費者物価指数(速報値)は、前年比+1.4%(2月同+1.1%、1月同+1.3%、12月同+1.4%)と再び伸び率が拡大した。未加工食品やパック旅行などの価格の上昇率が高まった。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+1.0%(2月同+1.0%)と3か月連続で同じ伸びに止まった。
- 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、需給ギャップが縮小していく可能性があることや、労働需給の引き締めによる賃金の伸びが高まるとの予想があることなどから、中期的には物価上昇力が徐々に強まっていく可能性がある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今暫く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背景には、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、市場で指摘されている。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が、物価については引き続き慎重な判断を維持しており、政策の正常化にはなお慎重な姿勢を続けることには変わりないと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、物価上昇圧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（確報値）は前期比+0.4%と改定値と変わらず、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+0.3%）と緩やかな伸びに止まっている。設備投資は同+0.3%（7～9月期同+0.8%）と伸びが鈍化している。2017年の成長率は前年比+1.8%となり、2016年（同+1.9%）の伸びを下回り、2012年（同+1.5%）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2月の消費者物価指数は前年比+2.7%（1月同+3.0%、12月同+3.0%、11月同+3.1%）と伸びが鈍化した。EU離脱の国民投票を受けたポンド安によるインフレへの影響が薄れてき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+2.4%（1月同+2.7%、12月同+2.5%、11月同+2.7%）と上昇率が低下した。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、ポンド安によるコスト上昇の価格転嫁が続くこと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は、3月22日に金融政策委員会の結果を発表し、政策金利を0.5%に据え置くことを賛成7反対2で決定した。反対した2名は0.75%への引上げを支持した。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、世界経済の堅調な成長を背景に、輸出や企業投資は強まっていくとの見方を示した。物価面では、「短期的には一段と減速するものの、政策目標の2%を上回る水準に止まる」とみており、「賃金は労働市場の引き締めに伴って一段と上昇していく」として、物価の先行きに対する警戒感を示した。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おり、「超過需要が中銀の予測期間にわたり続くと予想されていることを踏まえると、現在進めている金融政策の引き締めが物価を持続的に目標に戻すために適切となる」として、引き締め方向での政策判断を続けることを明記した。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多い。賃金がこのところ上昇しており、今後加速する可能性が指摘されていることもこうした観測の背景にある。また、3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ており、こうしたことを背景に2名の委員が+0.25%の利上げを支持したことも、追加利上げの観測を後押ししている。さらに、EU離脱交渉の先行きに不安材料が残っているものの、離脱後の移行期間が承認されたことも利上げを妨げる懸念を後退させたと捉えられている。こうした状況下、早ければ5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。

- 米国経済をみると、10～12月期の実質GDP（確報値）は前期比年率+2.9%と改定値（同+2.5%）から上方修正された。前期（7～9月期同+3.2%）から伸びが鈍化したものの、高めの伸びを維持した。個人消費や在庫投資が上方修正の主因となった。個人消費は同+4.0%と改定値（同+3.8%）から上方修正され、2014年10～12月期以来の大幅な伸びとなった。昨年7～9月期（同+2.2%）に比べ伸び率が加速している。在庫投資の寄与度は△0.53%ポイント（改定値寄与度△0.70%ポイント）となった。設備投資は同+6.8%（改定値同+6.6%、7～9月期同+4.7%）と堅調な伸びを維持した。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た。2017年のGDPは前年比+2.3%となり、2016年の同+1.5%から加速している。
- 米国の3月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+10.3万人（2月同32.6万人）と高水準の増加となった前月を下回った。2月は季節外れの暖かい気候を背景に建設業での増加がみられたが、3月はその反動が出たとみられており、建設業や小売業で雇用者数が減少した。失業率は4.1%と6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+2.7%（2月同+2.6%）と前月の伸びをやや上回った。
- 米国経済の先行きについて、市場では、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回復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。税制改正や歳出上限の引き上げによる経済への一定のプラスの効果も期待されている。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みられている。リスク要因としては、トランプ政権の保護主義・排外主義政策による悪影響や政権運営の混乱が指摘されている。また、物価上昇率の加速、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、総じて堅調に推移し、引き続き景気

を牽引することが見込まれている。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回復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法人税制改革の効果が期待さ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。ただ、トランプ政権による保護主義の強まりの影響が懸念材料として指摘されている。

- 米国の物価動向をみると、2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+0.2%（1月同+0.3%）と前月から鈍化した。ヘルスケアや通信などが下押し要因となった。前年比では+1.8%（1月同+1.8%）と同じ伸びとなった。総合では前月比が+0.2%（1月同+0.5%）と伸びが鈍化した。ガソリンやヘルスケアなどが下押しの要因となった。前年比では+2.2%（1月同+2.1%）となった。

また、3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%（2月同+0.2%）となった。前年比では+2.1%（2月同+1.8%）となり、ヘルスケアや帰属家賃などが上昇に寄与した。総合では前月比△0.1%（2月同+0.2%）とマイナスとなった。ガソリンと衣料が下押し要因となった。前年比では+2.4%（2月同+2.2%）となった。

2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%（1月同+0.3%）となった。前年比では同+1.6%（1月同+1.5%）と伸び率が高まった。総合では前月比+0.2%（1月同+0.4%）となったが、前年比では+1.8%（1月同+1.7%）と前月を上回る伸びとなった。

- 米国の物価の先行きについて、市場では、インフレの高進はないとの見方が多いものの、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、物価上昇圧力が高まっていく可能性があるともみられている。

雇用の増大や失業率の低下の割には賃金の上昇力は今のところ緩やかなものに止まっていることや、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る向きが多い。ただ、労働需給が今後一段とタイト化してくれば、賃金の上昇率は今より高まっていく可能性があるとして指摘されている。また、原油価格など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予想もみられている。さらに、昨年初からの携帯電話料金の引き下げが物価の下押し圧力となっていたが、今年の春以降はその前年要因が剥落することも、今後の物価の上昇力を高める要因となると見込まれている。こうした中で、米ドルの主要通貨に対する下落や輸入規制措置の発動に伴う輸入物価の上昇が物価の上振れ要

因となる可能性も指摘されている。

- 3月20、21日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を0.25%ポイント引き上げて1.50～1.75%の水準にすることを全会一致で決定した。2015年12月以降2018年3月に至るまで6回にわたって引き上げることを決定した。

- 委員会後に発表した声明文では、経済については、前回の「経済活動は堅調なペースで拡大している」から、今回は「経済活動は緩やかな速度で拡大している」とした。「最近のデータによると、家計支出や企業の設備投資の伸び率が昨年10～12月期の堅調な数値に比べて減速したことを示唆している」との見方を示した。ただ、先行きについては、「経済見通しはここ数か月で強まった」との評価が加わった。物価面では、前回の「前年同月比でみたインフレ率は今年上昇する」から、今回は「前年同月比でみたインフレ率は今後数か月で上昇する」と物価上昇感を強めた。

金融政策の運営姿勢については、「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。また、「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」との文言も維持した。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を据え置いた。

パウエル議長は、記者会見で、「本日のFFレートの引き上げは、景気拡大が続く中、金融緩和策を徐々に縮小するプロセスにおけるさらなる一歩である」と説明した。

なお、FOMC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2017年12月時点の見通しと変わらず、2018年中に3回の利上げを見込む予想値となっている。ただ、個別回答の分布をみると、12月時点で2018年に4回の利上げを見込んでいた参加者が3名だったのに対し、今回は6名に増加しており、年内に3回の利上げを主張する参加者の数6名と同数となった。

- 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き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、緩やかな利上げが継続すると見込まれている。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があることはもとより、税制改革による景気浮揚効果が出ることでFRBが利上げを行いやすくなったとみられていること、コアの消費者物価がこれまでのところ緩やかな上昇に止まっているが先行きの上昇要因が多くみられてきていること、などが挙げられている。3月に今次局面で6度目の利上げが実施されたが、年内には25bpの引上げがあと2回は行われるとの見通しが多い。ただ、景気の加速や物価の上昇が強まるとみる向きではあと3回といった予想もみられている。次回の利上げについては、6月、9月が焦点となるとみられている。

ただ、金融・株式市場の動向や、トランプ政権の関税を巡る保護貿易主義の強まりによる米国経済等への影響次第では、上記のシナリオ通りに行かない可能性も指摘されている。

- 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、底堅い中で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、円高等の影響があるとみられるものの、米国経済の拡大をはじめとする世界経済の回復を背景とした増加が続くと見込まれている。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指摘されている。ただ、下振れリスクも少なからず指摘されている。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。日本国内の政治情勢についても混乱の可能性による影響を不安視する見方がある。こうした中、株式・金融市場の不安定等を通じた経済への影響を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、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指摘する向きがある。さらに、日本を巡る地政学的リスクの問題がひとまず緩和の方向に向かうと期待されているが、予断を許さない状況が続くとして引き続き不安材料として残っている。

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期待されている。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引き続きみられていること、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。輸出面では、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、引き続き増加傾向で推移すると予想されている。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、上昇率が一段と高まっていくことは難しいとみられている一方、伸びが大きく鈍化していくことは回避できると予想されている。こうした背景には物価押し上げ要因と押し下げ要因が相俟っていることが指摘されている。物価押し上げ要因としては、原油価格の再上昇の影響、需給バランスの改善などが見込まれている。一方で、賃金が伸び悩んでいること、円高が先行きの物価下押し圧力となることなど、物価の重石となる要因も指摘されている。このため、コアの消費者物価は現状程度の伸びに止まるとみられている。

今後の物価押し上げ要因をより詳細にみると、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見込まれている。再上昇し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繋がるのは2018年4月以降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の強まりや、マクロ的な需給環境の改善が進むとの見方もある。

一方で押し下げ要因をみると、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物価抑制要因が引き続きみられている。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。

- 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、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、よほどの金融市場の混乱や景気の急な失速でもない限り、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があるとの観測が根強くみられている。また、出口の議論については、日銀は時期尚早との姿勢を当面続けるであろうが、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市場を中心に一段と高まってくるとみられており、日銀の言動に注目が集まる状況が続くとみられている。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