2018年5月11日
セントラル短資株式会社
総合企画部　松尾　徹

マーケット・アイ

１．景況判断

○ 内閣府は4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。項目別の判断についても3月から変更はなかった。

○ 日本銀行は4月26、27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。個別項目の判断には変化はなかった。

○ 総務省が発表した3月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比＋0.9%（2月同＋1.0%、1月同＋0.9%）と伸びが鈍化した。これは携帯電話機が押し上げに寄与したが、ガソリン、宿泊料などが押し下げ方向に寄与したことによるものである。総合は同＋1.1%（2月同＋1.5%）と伸び率が低下した。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＋0.5%（2月同＋0.5%）と前月と同じ伸びとなった。

２．金融政策

○ 日銀は、4月26、27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2020 年度までのリスク要因を考慮すると、金融緩和を一段と強化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。
同時に公表された展望レポートでは、「2%程度に達する時期は、2019 年度頃になる可能性が高い」との『物価安定の目標』に消費者物価が達する時期の見通しに関する記述が削除された。

○ 黒田日銀総裁は、4月27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、「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、エネルギー価格の影響を除いてみると、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べて、弱めの動きが続いている」など、引き続き慎重な見方を示した。
それ以外では、質疑の大半が展望レポートから2%目標に達する時期の記述が今回からなくなった点に集中した。この点については、2%程度に達する時期の見通しの記述は、「あくまでも見通しであって、その変化と政策変更を機械的に結びつけているわけではない」とい

う点を、「これまでも繰り返し説明してきた」とした。しかし、「市場の一部では、こうした見通しを2%の達成期限ととらえたうえで、その変化を政策変更に結びつけるといった見方も根強く残っている」ことを指摘した。また、「現実の物価上昇が予想物価上昇率に波及するまでに相応の時間がかかる可能性があるなど、物価の先行きに様々な不確実性がある中にあって、計数のみに過度な注目が集まることは、市場とのコミュニケーションの面からも必ずしも適当とはいえない」とも指摘した。このため、「今回の展望レポートから、物価の先行き展望について、これが達成期限ではなく見通しであることを明確にするため、記述の仕方を見直すこととした」と説明した。

そのうえで、「2%の『物価安定の目標』をできるだけ早期に実現することを目指して政策運営を行っており、その点は、今後とも全く変わりはない」とし、「現状、わが国の物価は景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べて弱めの動きが続いているので、そうした点を踏まえると、日本銀行としては、現在の『金融市場調節方針』のもとで、強力な金融緩和を粘り強く進めていくことが引き続き適当である」との考えを強調した。また、「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」とし、「モメンタムが失われつつあるというようなことになれば、当然追加緩和を検討することになるので、金融政策運営は、従来と全く変わりはない」と述べた。

これ対して記者から様々な反論や質問が出たが、黒田総裁はそのたびに、過去の経緯なども含め、上記のような説明を繰り返し述べた。

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、5 月初頭の無担保コール O/N 加重平均レートは△0.07%台半ばから始まった。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、徐々に調整の調達がみられはじめており、レートは上昇基調となっている。

（２）オープン市場

○ レポ市場では、5月1日から決済短縮化（T+1化）がスタートし、GC S/Nの取引が基本的に無くなった。銘柄後決め方式の出合いは限定的で、先決め方式より若干高いレートでの出合いとなっている。また、4月中に玉確保の動きが先行していた反動で、全体的にレートが上昇傾向となっている。

○ 短国市場では、4月中に決済短縮化に備えた玉確保の動きが先行していたことへの反動が出ており、3M～1Y物まで全て△0.15～△0.12%まで上昇している。

○ CP市場では、4月末の市場残高は、3月末に残高を落とした企業が発行を再開したことで、16兆2,242億円（前月比＋26,232億円、前年同月比＋13,987億円）と3月に比べて大幅に増加した。残高は増加しているものの、レートは0%近辺での推移となっている。

４．今後の見通し等

○ ユーロ圏経済をみると、1～3月期の実質GDP（速報値）は前期比＋0.4％（10～12月期同＋0.7％）と減速した。大雪と寒波などが影響したとみられている。

○ ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、リスク要因に伴う成長鈍化を指摘する向きもみられるが、基調としては、内需を中心とした堅調な景気回復が続くとの見方がなお多い。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、輸出面でも、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。輸出面でもこれまでのユーロ高が下振れ要因として留意する必要があるとみられている。また、米国の保護貿易主義への警戒、域内での政治的なリスク、地政学的リスクやテロなどと、それに伴う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。さらに、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4月の消費者物価指数(速報値)は、前年比＋1.2％(3月同＋1.3％、2月同＋1.1％、1月同＋1.3％、12月同＋1.4％）と伸びがまた鈍化した。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＋0.7％（3月同＋1.0％）と伸びが減速した。サービス価格が同＋1.0％（3月同＋1.5％）の上昇に止まり、3月から伸びが大きく減速した。

○ 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、ユーロ高による影響の可能性があることなどから、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、労働需給の引き締まりによる賃金の伸びが高まるとの予想もあることなどから、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4月26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。

○ ドラギ総裁は、理事会後の記者会見で公表した声明文で、経済面では成長が緩やかになっていることに言及しつつも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、「成長ペースは、年明け以降、幾分緩やかになったことが経済指標で示されている」が、この要因としては、「昨年後半にみられた速いペースでの成長の反動や、悪天候などの一時的な要因が作用している可能性がある」とした。そのうえで「全体としては引き続き堅調で裾野の広い拡大が続くと見込まれる」との前向きな見方を示した。また、「ユーロ圏の成長見通しを巡るリスクは引き続き概ね均衡している」とした。ただ、下振れリスクとして、「保護主義の脅威が拡大していることを含め、世界的な要因に絡むリスクがより高まっている」との懸念を表明した。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依然みられない」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。4月の理事会で、物価については引き続き慎重の判断を維持しており、また、経済についても下振れリスクがより高まっているとの評価がみられたこともあって、政策の正常化にはなお慎重な姿勢を続ける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、3月の理事会で声明文の内容が修正され「必要な場合には資産買入の規模･期間を拡大する用意がある」との文言が削除されたこともあって、緩和縮小の方向で今年の期限到来時に見直される可能性があるとみられている。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9月ないし12月に資産買入が終了するとの予想も出ている。ただ、このところの景気の鈍化や物価の落ち着きを眺めてこうした動きが先送りされるとも見方も出てきている。

○ 英国経済をみると、1～3月期の実質GDP（速報値）は前期比＋0.1%と10～12月期（同＋0.4%）の伸びから一段と鈍化した。生産部門は伸びたものの、寒波による雪の影響などから建設部門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、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、これまでの物価上昇から家計の実質購買力が低下してきていることの影響がみられている。また、EU離脱交渉で移行期間入り後に本格化するとみられる新たな通商協定等をめぐる交渉が難航すると予想されており、先行きへの不安等から、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離脱交渉を巡る不透明感が根強く続くとみられていることなどから、投資が伸び悩むと見込まれている。BOEの金融政策の影響については、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が、金利上昇の影響を受ける設備投資や、それに伴う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3月の消費者物価指数は前年比＋2.5%（2月同＋2.7%、1月同＋3.0%、12月同＋3.0%、11月同＋3.1%）と引き続き上昇率が低下した。衣料品、家具、アルコール・たばこなどの価格の伸びが鈍化したことが影響した。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＋2.3%（2月同＋2.4%、1月同＋2.7%、12月同＋2.5%、11月同＋2.7%）と伸びが鈍化した。

○ 英国の物価の先行きについて、市場では、これまでの上昇はピークアウトし、伸び率が低下してきているが、高止まり圏内で推移するとみられている。こうした見方の背景には、ポンド安によるこれまでのコスト上昇の価格転嫁が続くことにより物価の下値が抑えられる可能性が挙げられている。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った可能性が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、5月10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、「天候不順から第一四半期の成長が予想以上に減速した」との認識を示した。ただ、「企業投資や輸出は、ブレグジットを巡る不透明感が重石となっているが、世界経済の堅調な成長と現状の金融環境を背景に支えられている」と評価した。物価面では、「3月の消費者物価の上昇率が前年比+2.5%と想定よりも低まった」とし、「輸入物価などの物価上昇圧力はピークを過ぎた」と指摘した。また、「インフレ率はこれまで想定していたよりは早めに低下していく」とし、「今後2年間で物価目標の水準まで低下する」との予想を示した。
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ている」との方針を維持した。この方針の下、「経済が予想通りに推移すれば、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とした。ただ、「この判断は経済データの推移を見守りながら行っていく」との慎重な姿勢で臨むことを付け加えた。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、経済の減速と物価のピークアウトを背景に、5月の金融政策委員会で再度の利上げがなかったため、追加利上げ観測が後退している。今後については、EU離脱交渉を巡る動向や、景気・物価の動向を見極めつつ、柔軟に対応していくとみられている。ただ、そうした中でも、BOEは、経済動向を見守りながら、インフレ率の高止まりを警戒し、年内に追加利上げを実施する可能性があるとの見方が根強く続くともみられている。

○ 米国経済をみると、1～3月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+2.3%と10～12月期（同+2.9%）から減速した。設備投資は同+6.1%（10～12月期同+6.8%）と堅調な伸びを維持したが、個人消費が同+1.1%（10～12月期同+4.0%）と減速した。個人消費の減速は、税還付の遅れや以前のハリケーン被害に伴う復興需要の反動減などが出ているとみられており、一時的な要因が影響したと捉えられている。

○ 米国の4月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+16.4万人（3月同+13.5万人、2月同+32.4万人）となった。失業率は3.9%（3月+4.1%）と、2000年12月以来の低水準となった。時間当たり賃金は前年同月比+2.6%（3月同+2.6%）と伸び悩んでいる。

○ 米国経済の先行きについて、市場では、リスク要因が存在するものの、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。また、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。ただし、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、消費行動が抑制され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。

○ <u>米国の物価動向</u>をみると、<u>4月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）</u>は前月比＋0.1%（3月同＋0.2%）となった。前年比では＋2.1%（3月同＋2.1%）と前月と同じ伸びとなった。総合では前月比＋0.2%（3月同△0.1%）と前月のマイナスから持ち直した。前年比では＋2.5%（3月同＋2.4%、2月同＋2.2%）と伸びがさらに高まり、2017年2月（同＋2.7%）以来の高さとなった。ガソリン価格の上昇がみられている。

また、<u>3月の個人消費支出価格指数</u>をみると、コア指数（除く食料品・エネルギー）は前月比＋0.2%（2月同＋0.2%）となった。前年比では同＋1.9%（2月同＋1.6%）と伸び率が一段と高まった。昨年の3月に携帯電話サービス料金などが大幅に値下がりした一時的な要因が剥落したことに伴う影響が出ているとみられている。総合では前月比＋0.0%（2月同＋0.2%）となったが、前年比では＋2.0%（2月同＋1.7%）と前月を上回る伸びとなった。

○ <u>米国の物価の先行き</u>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、ドル安などにより、物価上昇感が強まっていくとみられている。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。ただ、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によるインフレの高進は抑えられるとみる向きが多い。

○ 5月1、2日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を1.50～1.75%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、「経済活動は緩やかな速度で拡大している」と前回の評価を維持した。「最近のデータは家計支出の伸びが昨年10～12月期の堅調な速度に比べて緩やかになった一方、企業の設備投資は引き続き堅調に伸びた」との見方を示した。ただ、前回みられた「経済見通しはここ数か月で強まった」との文言は削除した。物価面では、前回の「前年比でみた総合および食品・エネルギーを除く品目のインフレ率はともに2%を引き続き下回っている」から、今回は「総合および食品・エネルギーを除く品目のインフレ率はともに2%に近づいた」とした。また、「前年同月比でみたインフレ率は中期的に、委員会の対称的な目標である2%近辺で推移する」と、2%目標が対称的であることの表現を新たに追加した。このことは、物価が2%を超えても利上げペースが加速することに直結するわけではないというメッセージを発したと市場では捉えられている。また、「委員会は物価の動向を注意深く監視する」との文言を削除した。これは、これまでは物価の下振れに注意していたが、これに対する警戒感が薄まったことを示唆しているとみられている。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。

○ 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。そうした中、5月のFOMCで、物価の多少の上振れは容認するという姿勢を示したことを踏まえると、利上げの速度は引き続き緩やかなものと

なる可能性が高いと市場では考えられている。
このため、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。さらに、景気の拡大や物価の上昇圧力が一段と強まるようであればあと3回といった予想もみられている。市場では、次回の追加利上げは6月のFOMCで実施される可能性が高いと見込まれている。
ただ、賃金・物価の上昇が緩慢なものに止まっている場合や、トランプ政権の関税を巡る保護貿易主義や政権の先行き不透明感が強まること、地政学的リスクが顕現化すること等による米国経済、金融・株式市場への影響次第では、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、先行きの下振れリスクが少なからずみられているが、基調としては、振れを伴いつつ、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、海外経済の回復等を背景に、緩やかな増加が続くとみられている。オリンピック需要に伴う景気押上げ効果も指摘されている。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。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。こうした中、下振れリスクとしては、トランプ政権の政策運営に伴う不確実性が高いとの見方が多く、同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が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、賃金の伸びが緩やかな中で、徐々に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、空室率の上昇や貸家の供給過剰感、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、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、海外経済の回復が続いていること、企業収益が引き続き高水準にあること、資金調達コストが低水準にあること、人手不足が深刻化していることなどから、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、国内景気回復の力強さが欠けていること、内外の政治情勢や地政学的リスクなどにより金融・株式市場が不安定化することへの懸念がみられていることなどから、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、海外経済の回復が続い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、上昇率が一段と高め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上げ要因と押下げ要因が相俟っていることが指摘されている。今後の物価押上げ要因としては、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、ガス代が上昇するとみられている。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。一方で押下げないし伸び悩みの要因をみると、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みられている。こうした状況下、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。

○ 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。4月の決定会合で物価目標の達成見通しが削除されたこともこうした見方を強める要因となっている。
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、当面実施される可能性は少ないとみられている。こうした背景には、景気の緩やかな拡大が続いていること、物価が緩やかではあるが着実に上昇していることが指摘されている。また、マイナス金利政策などの副作用が認識されている中、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、現状の金融･経済環境を踏まえると、追加緩和には踏み切りにくい状況にあるとみられている。さらに、追加緩和の手段が乏しいとみられていることも要因として挙げられている。
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、コア消費者物価が1%に達したが、これを超える水準が持続するようであれば、日銀は2%の物価目標を達成できる道筋ができたとの認識を

示して、金融緩和の度合いを緩めるというシナリオがあり得るとの観測が市場で浮上してきている。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関心が高く、関連する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すが、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