

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は5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変更はなかった。
- 日本銀行は6月14、15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。個別項目の判断では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、前回の「1%程度となっている」から、今回は「0%台後半となっている」とした。
- 内閣府が6月8日に発表した1～3月期実質GDP2次速報値は、前期比 $\Delta 0.2\%$ 、前期比年率 $\Delta 0.6\%$ と1次速報値と同じとなった。10～12月期（前期比 $+0.3\%$ 、前期比年率 $+1.0\%$ ）からマイナスに転じ、9四半期振りのマイナスとなった。個人消費（前期比年率 $\Delta 0.3\%$ ＜10～12月期 $+1.3\%$ ＞）、民間住宅（同 $\Delta 7.2\%$ ＜10～12月期同 $\Delta 10.3\%$ ＞）がマイナスとなった。設備投資（同 $+1.3\%$ ＜10～12月期 $+2.8\%$ ＞）は増加したが、前期に比べ減速した。輸出（同 $+2.6\%$ ＜10～12月期 $+9.2\%$ ＞）も伸び率が減速した。今回の成長率の評価については、大雪による経済活動の停滞、天候不順に伴う生鮮野菜価格の高騰といった下押しの影響などが出たことによる一時的な要因による影響が大きいと概ね捉えられており、景気の回復傾向は維持されているとみられている。ただ、下振れリスクも相応にあり、先行きを警戒する見方もある。
- 総務省が発表した4月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比 $+0.7\%$ （3月同 $+0.9\%$ 、2月同 $+1.0\%$ ）と引き続き伸びが鈍化した。携帯電話、電気代、宿泊料などが押下げ方向に寄与した。総合は同 $+0.6\%$ （3月同 $+1.1\%$ 、2月同 $+1.5\%$ ）と伸び率が一段と低下した。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 $+0.4\%$ （3月同 $+0.5\%$ ）と伸びが鈍化した。

2. 金融政策

- 日銀は、6月14、15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。

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、6月前半の無担保コール0/N加重平均レートは、積み期間後半に入ったものの、4日の普通交付税の払いや積み最終日の15日に年金定時払いを控えていること等の要因から、 $\Delta 0.07\%$ 近傍と低い水準での推移となっている。

(2) オープン市場

- レポ市場では、6月初頭は $\Delta 0.10\%$ を下回る水準が続いていたが、短国の発行や、積み終盤のマクロ加算残高の調整の動きなどから、その後は $\Delta 0.10\%$ を上回る水準での出合いがみられた。
- 短国市場では、月初は前月の流れを引き継ぎ、3M物が $\Delta 0.15\%$ 程度となっていた。その後は、足元のGCレポレートが上昇基調となっていることから、3M~1Y物まで全て $\Delta 0.14\sim\Delta 0.12\%$ 程度に上昇している。
- CP市場では、5月末の市場残高は17兆2,527億円となった。賞与や納税などの資金需要から、卸売、鉄鋼、電力・ガス業態を中心に幅広い業態からの発行がみられたことで、15か月連続で前年同月比増加となった。発行レートは概ね0%近傍となっている。

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（確報値）は前期比 $+0.4\%$ と改定値と変わらなかった。前期（10~12月期同 $+0.7\%$ ）から減速した。個人消費（同 $+0.5\%$ ）と設備投資（同 $+0.5\%$ ）が増加したものの、輸出（同 $\Delta 0.4\%$ ）がマイナスに転じた。
- ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、下振れを懸念する見方が出てきているが、基調としては、内需を中心とした景気回復が続くとの見方がなお多い。個人消費は、雇用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、天候不順などの一時的要因からの鈍化がみられているほか、下振れリスク要因も少なからず指摘されている。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

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等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5月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.9%（4月同+1.2%）と前月から伸びが加速した。エネルギー価格が同+6.1%（4月同+2.6%）と前月を上回る上昇がみられた。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+1.1%（4月同+0.7%、3月同+1.0%）と伸びが高まった。サービス価格（5月同+1.6%、4月同+1.0%、3月同+1.5%）の伸びが寄与した。4月のコア指数の伸びはイースター休暇のずれにより下振れしていたが、5月はこの反動による増加もみられている。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、賃金の伸びが緩やかであること、これまでのユーロ高の影響が残るとみられていることなどから、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、原油価格の上昇が基調的な物価に波及していくと見込まれていること、労働需給の引き締め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、コア消費者物価が今後徐々に上昇率を高めていく可能性があることも指摘されている。また、総合的な物価が原油価格上昇の影響などから上昇率を高めていくとみられている。
- ECBは6月14日に開催した定例理事会で、①9月末までは月間300億ユーロの現在の資産買入を続け、それ以降はデータが理事会の中期インフレ見通しを確認するものとなれば、資産買入規模を12月末まで月間150億ユーロに縮小した後、終了すると想定していること、②購入資産の満期償還に伴う再投資は、新規の資産購入の停止後も継続し、必要に応じて延長すること、③政策金利については、少なくとも2019年夏にかけて、さらにインフレ動向が持続的な調整の道筋を巡る理事会の現在の予想に沿い続けることを確実にするために必要な限り、現在の水準に止まるとの見通しであること、を決定した。
主要政策金利であるリファイナンス金利（0.00%）、限界貸出金利（0.25%）、中銀預金金利（△0.40%）をそれぞれ据え置いた。
- ドラギ総裁は、理事会後の記者会見で公表した声明文で、経済については、「最新の経済指標や調査は弱めの結果が出ているものの、堅調で裾野の広い成長が現在も進行していることを示している」との前向きな評価を行った。また、「ユーロ圏の成長見通しに対するリスクは引き続き概ね均衡している」とした。ただ、「保護主義の高まりによる脅威など、国際情勢に絡む不透明要因が顕著となってきている」との警戒感も表明した。物価面では、「これまでのインフレの持続的な調整において大幅な進展がみられた」との認識を示した。また、「長期インフレ期待が支えとなっている中、ユーロ圏経済の基調的な強さと十分な金融緩和により、インフレがわれわれの目標に向け引き続き持続的に収束し、純資産買入の段階的な縮小後も維持されるとの確信を持っている」との自信を示した。ただ、そうした中でも、「域

内の物価圧力を一段と押し上げ、中期的な総合インフレ動向を支えるためには、なお十分な金融刺激策が必要である」と金融緩和的な環境を維持することも表明した。そのため、「インフレ率が今後も継続的に目標水準に向かうよう、理事会として必要に応じてあらゆる手段を調整する用意がある」とした。

- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、ECBが資産買入を年末で終了する方針を示したことで、ユーロ圏も金融緩和からの出口に向けて進展したと捉えられている。そうした中で、今後は、経済・物価動向を見守りつつ、金利面では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。イタリアなどでの政局混迷がみられていること、域内での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、米国の保護貿易主義の強まりによる経済への影響に対する懸念がみられていることなども、こうした慎重な姿勢で臨んでいる背景として市場では指摘されている。

政策金利については、少なくとも2019年夏にかけて現在の水準に止まるとの見通しをECBが示したことから、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2019年央前後からで、実際の利上げがあるとすれば2019年9月以降になるのではないかといった見通しが今のところみられている。

ただ、トランプ政権の関税等を巡る保護貿易主義の影響や政権の混乱などにより先行き不透明感が強まること、米国金利上昇やドル高により新興国不安が高まること、イタリアなどでの政治リスクが高まること、地政学的リスクが顕現化すること等から、ユーロ圏や世界的な経済、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あるとの指摘もみられている。

- 英国経済をみると、1～3月期の実質GDP（改定値）は前期比+0.1%となり、10～12月期（同+0.4%）の伸びから一段と鈍化した。個人消費（同+0.2%）が低い伸びに止まったうえ、設備投資（同△0.2%）が減少した。先行きの不透明感が影響しているほか、寒波による雪の影響なども低調な要因とみられている。
- 英国経済の先行きについて、市場では、これまで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から、全体としては減速した状態が暫く続く予想されている。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。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。
- 英国の5月の消費者物価指数は前年比+2.4%（4月同+2.4%、3月同+2.5%、2月同+2.7%、1月同+3.0%、12月同+3.0%、11月同+3.1%）と伸び率が一旦下げ止まった。食料品、ア

ルコール飲料、食料品の上昇ペース一服や光熱費の伸び鈍化がみられたが、自動車燃料費の大幅な上昇がみられた。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+2.1%（4月同+2.1%、3月同+2.3%、2月同+2.4%、1月同+2.7%、12月同+2.5%、11月同+2.7%）と前月の伸びと変わらなかった。

- 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。物価の上昇を抑制する要因としては、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こと、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こと、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、などが挙げられている。一方、物価押し上げ要因としては、賃金の上昇力が強まる可能性があること、原油価格の上昇を反映してガソリン価格の上昇と電力・ガス料金の値上げが見込まれることなどによる物価上昇圧力の影響が指摘されている。
- 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%への引き上げを支持した。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離脱に係る交渉を巡る動向や、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。利上げの可能性を指摘する向きは、BOEが、経済動向に配慮しな

がら、インフレ率の高止まりや、賃金と原油価格の上昇に伴う物価押し上げ圧力を警戒し、年内に追加利上げを実施する可能性があることと予想している。一方で、景気の減速感が強まる可能性があること、EU離脱を巡る交渉がさらに難航するようであれば不確実性が一段と高まることなどから、利上げは2019年以降に先送りされる可能性があるといった見通しもみられている。さらに、カーニー総裁は5月に行った講演で、円滑なEU離脱が実現できないなどの状況に対処するために備える必要があるとの認識を示しており、利上げができない、あるいは緩和策に動く可能性もあり得るとの見方もある。

- 米国経済をみると、1～3月期の実質GDP（改定値）は前期比年率+2.2%と速報値（同+2.3%）から下方改訂され、10～12月期（同+2.9%）から減速した。設備投資は同+9.2%（速報値同+6.1%）と10～12月期（同+6.8%）を上回り、堅調な伸びを維持したものの、個人消費が+1.0%と速報値（同+1.1%）から下方改定され、10～12月期（同+4.0%）から減速し、2013年第2四半期以来の低い伸びとなった。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5月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+22.3万人（4月同+15.9万人）と3か月振りに20万人を上回った。失業率は3.8%（4月3.9%）と、2000年4月以来の低水準となった。時間当たり賃金は前年同月比+2.7%（4月同+2.6%）となった。
 - 米国経済は、一時的な減速がみられており、下振れリスク要因も指摘されているものの、先行きについて、市場では、堅調な景気拡大基調を維持すると見込まれている。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、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物価上昇率が一段と高まる場合などには、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、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、住宅在庫が低水準で推移している中、雇用・所得環境の持続的な改善が続いていることが家

計の住宅購買意欲を下支えすると期待されている。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、増加傾向が続くと予想されている。また、原油価格の上昇に伴うシェール関連投資も設備投資の増加に貢献することが見込まれている。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、5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%（4月同+0.1%）となった。前年比では+2.2%（4月同+2.1%）と伸びを高めた。家賃や医療費などが伸びに寄与した。総合では前月比+0.2%（4月同+0.2%）となった。前年比では+2.8%（4月同+2.5%）と2012年2月（同+2.9%）以来の大きな伸びとなった。ガソリンなどの伸びが寄与した。
また、4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%（3月同+0.2%）、前年比+1.8%（3月同+1.8%）となった。総合では前月比+0.2%（3月同+0.0%）、前年比+2.0%（3月同+2.0%）となった。
- 米国の物価の先行きについて、市場では、物価が加速的に上昇する可能性は低いものの、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、商品価格の上昇などにより、物価の上昇傾向が続くとみられている。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。ただ、雇用の増大や失業率の低下の割には賃金の上昇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、物価上昇率が加速することによるインフレの高進は抑えられるとみる向きが多い。
- 6月12、13日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を1.75~2.00%の水準に引き上げることを全会一致で決定した。2015年12月以降2018年6月に至るまで7回にわたって引き上げを実施した。
- 委員会後に発表した声明文では、経済については、前回の「経済活動は緩やかな速度で拡大している」から、今回は「経済活動は堅調なペースで拡大している」に評価を引き上げた。また、家計動向の評価を、「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」から「家計支出の伸びが加速した」とした。物価面では、前回の「市場ベースのインフレ期待の指標は依然低い」との文言を今回は削除した。こうした中、

先行きの見通しについては、前回の「金融政策の運営姿勢のさらなる緩やかな調整により、経済活動が中期的に緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況は力強さを維持する」から、今回は「FF金利の目標レンジのさらなる漸進的な引き上げにより、経済活動の持続的拡大、力強い労働市場環境、およびインフレ率が中期的に委員会の対称的な2%目標付近で推移する」とした。

金融政策運営については、「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、FF金利誘導目標レンジの今後の調整の時期と規模の判断については、今回は、「委員会は最大限の雇用確保の目標と対称的な2%のインフレ率目標に関連付けながら経済情勢を現状と予測の面から評価する」こと、「この評価では労働市場の状況を示す指標のほか、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融・国際情勢に関するデータなどさまざまな情報を幅広く考慮する」こととする文言は前回とほぼ同様となった。一方、前回までみられた「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」、「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」、「FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である」との文言はいずれも削除された。

なお、FOMC参加者15人による政策金利の見通しをみると、2018年末の中央値は、3月時点の2.125%から今回は2.375%となり、2018年に0.25%ポイントの利上げがあと2回実施されるとの想定となっている。個別回答の分布をみると、2018年に4回の利上げを見込んでいる参加者が3月時点で6名であったのが今回は7名に増えており、年内3回を見込んでいる参加者は6人から5人に減っている。

- 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き締まりが続いていること、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、そうした中で物価の上昇傾向が続いていることなどから、利上げが継続すると見込まれている。6月のFOMCにおいて今次局面で7度目、今年2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1回は確実に行われると予想されており、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2回といった見通しもみられている。市場では、次回の追加利上げに向けては9月のFOMCが焦点となるとみられている。

ただ、賃金の上昇が緩慢なものに止まっている中、物価の上昇が落ち着くようであれば利上げペースに影響が出る可能性があるともみられている。また、トランプ政権の関税を巡る保護貿易主義の影響や政権の混乱などにより先行き不透明感が強まること、米国金利上昇やドル高により新興国不安の高まること、欧米での政治リスクや地政学的リスクが顕現化すること等による世界的な経済、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あると指摘されている。さらに、11月に中間選挙が実施されるが、これに向けて利上げを牽制するような政治的圧力がかかってくる可能性も排除できないとの指摘もみられている。

なお、6月のFOMC声明文から、「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」、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」といった文言が削除されたことについては、FRBが利上げを当面継続すること示唆していると捉えられている一方で、政策金利が中長期的な均衡水準に接近しつつあると認識していることを示した捉える向きもあり、利上げの打ち止めの有無についても今後議論が高まるとの指摘もある。

- 日本経済の先行きについて、市場では、下振れリスクに対する警戒感が強まっており、踊り場局面入りの可能性があるが、景気後退のリスクは今のところ小さく、緩やかな持ち直しに復すとの見方が多い。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押し上げ効果も指摘されている。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。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については、米朝首脳会談の実施により和らいでいくとみられているが、今後の交渉を巡って予断を許さない状況が続くとして注視していく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、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根強く底流していることなどから、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、持ち直しが期待されている。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、内需面で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、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見方もある。

- 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。

今後の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、ガス代が今後の上昇要因と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。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、黒田総裁の再任後の新体制での金融政策決定会合結果を受けて、今後とも現状の金融政策が継続されるとみられている。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、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、景気が、振れはあるものの、緩やかな拡大を続けていること、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%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縮小するといったシナリオがあり得るとの憶測もみられている。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を巡る日銀の言動に注目が集め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