2018 年 7 月 13 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6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。この表現は6か月連続となる。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）の前年比を、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。

○ 日銀が7月2日に発表した短観（6月調査）をみると、大企業では製造業の業況判断が悪化したがなお高水準であり、非製造業では改善している。また、設備投資計画をみると、大企業の製造業、非製造業とも前向きな計画を見込んでいる。

最近の業況判断DIをみると、大企業・製造業では「＋21」と前回比△3ポイントとなり、2四半期連続で悪化した。IT関連産業での生産調整、原材料価格や人件費の上昇等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「＋24」と前回比+1ポイントとなり、6四半期振りで低下した3月調査からやや改善した。好調なインバウンド需要などが景況感の改善に繋がっているとみられている。中小企業では、製造業が「＋14」と前回比△1ポイント、非製造業が「＋8」で前回比△2ポイントとそれぞれ悪化した。人手不足感が強まっていることなどが悪化の背景として指摘されている。先行きの判断については、大企業の製造業（「＋21」、横這い）、非製造業（「＋21」、△3ポイント）、中小企業の製造業（「＋12」、△2ポイント）、非製造業（「＋5」、△3ポイント）とも概して慎重な見方となっている。各業態とも先行きを慎重にみる傾向があるが、国内消費の伸び悩みや人手不足に対する先行き不安などのほか、トランプ政権の保護主義的な動きの強まりへの懸念なども、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△8.6%と、高水準であった前年度（同＋20.8%）から低下する見通しとなっている。また、非製造業では同△3.8と高い伸びとなった前年度（同＋14.3%）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＋17.9%と前年度（同＋6.3%）を大きく上回る計画となっている。大企業・非製造業でも同＋11.2%と伸び率は前年度（同＋2.9%）を上回る計画となっている。この結果、大企業・全産業では同＋13.6%（前年度同＋4.1%）と前向きな計画となっている。

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）の前年比見通しの平均について、全規模・全産業平均で「1年後＋0.9%（前回＋0.8%）」、「3年後＋1.1%（同＋1.1%）」、「5年後＋1.1%（同＋1.1%）」となった。1年後の見通しが若干上昇

しているが、3年、5年後の見通しは変わっていない。

○ 総務省が発表した5月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比＋0.7%（4月同＋0.7%、3月同＋0.9%、2月同＋1.0%）と伸び率が低下してきた前月と同じ伸びとなった。ガソリンなどの上昇幅拡大によりエネルギーなどが押上げに寄与したが、外国パック旅行費などが押下げに寄与した。総合は同＋0.7%（4月同＋0.6%、3月同＋1.1%、2月同＋1.5%）と伸び率が下げ止まり、やや上向いた。生鮮食品により上昇幅がやや拡大した。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%（4月同＋0.4%、3月同＋0.5%）と伸びがさらに鈍化した。

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。

○ 黒田日銀総裁は、6月15日の決定会合後の定例記者会見では、物価動向、欧米との金融政策の差異、政策の副作用についての議論が主に行われた。
物価面では、「マクロ的な需給ギャップの改善を背景に、企業の価格設定スタンスは積極化する方向にあり、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」と評価した。ただ、物価が上がってこない点については、「欧米と似たようなファクターが賃金や物価を上がりにくくしているのみならず、わが国独自の特殊な要因として、やはり1998 年から2013 年まで15 年続いたデフレ、低成長というものが、一種のデフレマインドとして企業や家計に残っている」ことを指摘した。また、「わが国の場合、非製造業の労働生産性が低いところからかなり上がってきている」が、「これは長期的にみれば非常に好ましいことであるが、短期的には賃金の上昇にもかかわらず物価が上がらないことの1つの要因になっている」とした。
欧米との金融政策の差異については、「わが国の場合は、持続的な成長のもとで労働需給も引き締まり、マクロ的な需給ギャップもタイト化しているが、そのもとで、物価の上昇率がなかなか順調に上がってこない状況であるので、ここはやはり、現在の強力な金融緩和を粘り強く進めていくことが適切である」と説明し、「方向性が異なっていること自体は、経済・物価の状況を反映したものである」との考えを示した。また、出口戦略に議論は、「短期の政策金利をどのようにしていくかということと、拡大したバランスシートをどうするか、という2つである」としたが、「どのような手段で、どのような手順で、いつ具体的にそのようなことをするかは、あくまでもその時の経済・物価・金融情勢を踏まえたものになる」と

のみ説明した。「まだ2%の目標には距離があるので、正常化あるいは出口の具体的な手法やプロセスについて語るのは時期尚早である」とこれまで述べてきたことを繰り返し、「あくまでも2%の『物価安定の目標』をできるだけ早期に実現するために、最大限の努力をする」と現在の緩和策を粘り強く継続するとした。

政策の副作用の面では、「金融機関の収益力低下につながり得ることは承知している」こと、また、「そうした収益動向が、金融機関の経営体力に及ぼす影響は累積的なものであるため、低金利環境が長期化すれば、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあることにも注意が必要である」と考えていることを表明した。もっとも、「わが国の金融機関は、地域金融機関を含めて、充実した資本基盤と潤沢な流動性を有している」ことなどを踏まえると、「現時点で、収益の悪化に伴う金融仲介機能への大きな問題は生じておらず、金融システムの安定性も、しっかりと確保されている」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、7 月前半の無担保コール O/N 加重平均レートは、マクロ加算残高にかかる基準比率が加算されたものの、△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、7月初頭は、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、徐々に上昇する展開となり、直近では△0.10%を上回る水準での出合いがみられている。

○ 短国市場では、足元のGCレポレートが上昇基調となっているものの、3M物や6M物は入札が強かったこともあり△0.14%台での推移となっている。

○ CP市場では、6月末の市場残高は16兆2,262億円となった。その他金融、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、16か月連続の前年同月比増加となった。7月に入っても直ぐに17兆円台を回復するなど、配当支払などのニーズを背景に、市場残高は高水準で推移している。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おり、2017年のような高めの成長は期待できないとの指摘もあるが、基調としては、内需を中心とした緩やかな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、基調的な物価上昇が緩やかなもの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、高稼働率や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、引き続き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。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が続くことも期待されていることから、景気に寄与することが見込まれている。

ただ、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。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、米国での利上げ継続による新興国不安の高まりなどと、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は今年末に資産の新規買入を停止する予定であるため、それに伴う金融環境の変化等による影響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6月の消費者物価指数（速報値）は、前年比＋2.0%（5月同＋1.9%、4月同＋1.3%）と2017年2月以来の2%台となった。エネルギーと食品の価格の伸びが寄与した。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＋1.0%（5月同＋1.1%、4月同＋0.8%）と伸びを高めた5月からやや減速した。基調的な物価は引き続き伸び悩んでいる。

○ 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、2017年のような高めの成長が期待できないとの見方が出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、このところのユーロ安の進行により輸入物価が押し上げられる可能性があるとみられていること、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、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、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。経済成長が一頃より減速していることや基調的な物価が緩やかな上昇に止まっていることに加え、域内での政局不安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、トランプ政権による保護貿易主義の影響や同政権の混乱などにより先行き不透明感が強まっていること、米国金利上昇などにより新興国不安が高まる可能性があること、域内での政治リスクが高まる可能性があること等や、そうした影響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、資産買入の終了を含め、上記のシナリオ通りに行かない可能性が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（確報値）は前期比＋0.2%と改定値（同＋0.1%）からやや上方改定されたが、10～12月期（同＋0.4%）の伸びから鈍化している。個人消費が同＋0.2%（10～12月期同＋0.3%）と低い伸びに止まり、企業の設備投資が同△0.4%（10～12月期同＋0.2%）とマイナスに転じた。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巡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も前年比＋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、物価の上げ下げ要因が混在するため、2%台半ば前後での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、物価押上げ要因としては、労働需給のタイト化などから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、6月21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6反対3で決定した。反対した3名は0.75%への引上げを支持した。
また、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。なお、今回は、買入資産枠の縮小開始時期について、政策金利が1.5%前後に達した場合に売却を始める可能性があるとし、従来の2%からの指針を変更した。ただ、買入資産の削減については「緩やかで予測可能なペースで行う」とした。

○ 金融政策委員会の議事要旨によれば、経済については、「第1四半期の経済の下押しは一時的で、第2四半期は回復に向かっている」とした。「家計支出とマインドが複数の指標によれば復調している」こと、「雇用の堅調な伸びが続いている」ことを指摘した。物価面では、「インフレは、原油価格の上昇とポンド安により、5月に予測していたよりはやや高まるとみている」との見方を示した。また、「賃金の上昇を示す指標が多く、労働市場も引き締まり続けていることから、国内のコスト上昇圧力は予想通り緩やかに強まっていく」とした。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」との文言を削除した。「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」との方針は維持し、引き締め方向での政策判断を続けるとし

た。また、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」と委員会メンバー全員が一致しているとの見解も維持した。

○ BOEの金融政策の先行きについては、経済・物価動向の見極めもあって、5月の金融政策委員会で再度の利上げがなかったため、追加利上げ観測は一旦後退している。ただ、6月の委員会で利上げを指示した委員が5月時の2名から3名に増えていることや、声明文で経済の復調に対する強気の見方やインフレに対する警戒感が表明されたことから、方向性としては利上げの可能性を予想する見方が多い。予想の中には、経済が底堅く推移し、賃金上昇によるインフレへの警戒感が強まれば、8月に利上げに踏み切る可能性があるといったものもみられている。

ただ、景気の減速が続く可能性もあること、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。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カーニー総裁は講演でそ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（確報値）は前期比年率＋2.0%と改定値（同＋2.2%）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＋10.4%（改定値同＋9.2%）と上方改定され、10～12月期（同＋6.8%）を上回る堅調な伸びを維持した。一方、個人消費は同＋0.9%（改定値同＋1.0%）と下方改定され、10～12月期（同＋4.0%）から減速した。また、輸出は同＋3.6%（改定値同＋4.2%）となり、10～12月期（同＋7.0%）から伸びが鈍化した。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6月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比＋21.3万人（5月同＋24.4万人）と前月に続き20万人台となった。失業率は4.0%（5月3.8%）と上昇した。労働参加率の上昇がみられた。時間当たり賃金は前年同月比＋2.7%（5月同＋2.7%）となった。

○ 米国経済の先行きについて、市場では、下振れリスク要因も指摘されているが、個人消費を中心とした堅調な景気拡大基調は維持され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、拡張的な財政政策による景気押上げ効果も見込まれている。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。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

みられているが、利上げペースが速まる可能性もあり、その場合の景気への影響には留意する必要があるとの見方も出ている。
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、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となるとみられているものの、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持続するとみられていること、企業収益の改善や法人税制改革の効果が見込ま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、世界経済の回復が持続するとみられているなか、底堅く推移することが期待されている。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、6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%（5月同＋0.2%）となった。前年比では＋2.3%（5月同＋2.2%、4月同＋2.1%）とさらに伸びを高めた。住居費や医療費の上昇がみられた。総合では前月比＋0.1%（5月同＋0.2%）となった。前年比では＋2.9%（5月同＋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。ガソリンや食品の価格上昇がみられた。
また、5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%（4月同＋0.2%）、前年比＋2.0%（4月同＋1.8%）となった。総合では前月比＋0.2%（4月同＋0.2%）となり、前年比では＋2.3%（4月同＋2.0%）と2012年3月（同＋2.4%）以来の大きな伸びとなった。

○ 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や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みられている。この間、医療機関への診療報酬の引き上げ等による物価上昇要因も指摘されている。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。

○ 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、税制改革による追加的な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。

また、2019年入り後については、景気の過熱を回避した持続的な経済成長、雇用の最大化の確保、2%前後での物価の安定的な推移を実現するため、緩やかな利上げが続くと予想されている。

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みられている。また、トランプ政権の保護貿易政策の影響や政権の混乱の可能性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可能性があること、欧米での政治リスクや地政学的リスクが顕現化した場合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、政策金利が経済への影響が緩和的でも引締め的でもないとされる中立金利の水準に接近することへの認識を示したと捉える向きもある。このため、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。2019年から議長の記者会見が毎回のFOMCで行われる方針が発表されたが、こうした利上げに関する微細なコミュニケーションが図られることが期待されている。

○ 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るとの見方が多い。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傾向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、保護貿易政策の強まりや同政権を巡る政治的な混乱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動向次第ではそ

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。日本を巡る地政学的リスクについては、米朝会談実施後は小康状態が続き、今後の交渉次第の展開となっているが、なお紆余曲折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、底堅い中で緩やかに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、持ち直しの期待もあるが、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、内外の政治情勢や保護貿易の強まりなどにより経済、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。原油価格のこれまでの再上昇の動きが遅れて反映される電気代、ガス代が夏場以降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、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。
ただ、現状維持の姿勢を保ちつつ、市場では、何らかの微調整を行う可能性があるとの観測も根強くみられている。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などとの認識を示して、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。
なお、追加緩和については、物価が思うように上昇しない状況の中でその可能性はあるとの見方もあるが、現状では、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、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の低下が一段と進むことが指摘されており、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。

以　上

CENTRAL TANSHI
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