

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は7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7か月連続となる。項目別の判断では、住宅建設を「弱含んでいる」から「おおむね横ばいとなっている」に引き上げた。また、業況判断を、6月の日銀短観の結果を受けて、「改善している」から「おおむね横ばいとなっている」に引き下げた。先行きのリスク要因として、「通商問題の動向」と「平成30年7月豪雨」を加えた。
- 日本銀行は7月30、31日の金融政策決定会合後に公表した「経済・物価情勢の展望」で景気の現状判断を、「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、住宅投資を「弱含んで推移している」から「横ばい圏内で推移している」とした。
- 内閣府が8月10日に発表した4～6月期実質GDP1次速報値は、前期比+0.5%、前期比年率+1.9%（1～3月期前期比△0.2%、前期比年率△0.9%）とプラスに転じた。個人消費が前期比年率+2.8%（1～3月期同△0.8%）とプラスに転じたほか、設備投資が同+5.2%（1～3月期同+2.0%）と伸びが高まった。一方、輸出は同+0.8%（1～3月期同+2.6%）と伸びが鈍化した。
- 総務省が発表した6月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.8%（5月同+0.7%）と伸び率がやや上昇した。生鮮食品を除く食料、通信料などが押下げに寄与したが、ガソリン、宿泊料などが押上げに寄与した。総合は同+0.7%（5月同+0.7%）と伸び率が横這いとなった。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+0.2%（5月同+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、7月30、31日に開催した金融政策決定会合で、「強力な金融緩和のための枠組みの強化」を決定した。それによると、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、以下の通り、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的緩和」の持続性を強化する措置とした。
 - ①「政策金利のフォワードガイダンス」を新規に導入する。その内容は、「日本銀行は、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」とした。
 - ②「長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）」（賛成7反対2）については、短期金

利（政策金利残高に△0.1%を適用）、長期金利（10年物国債金利がゼロ%程度で推移）の操作目標は維持したうえで、長期金利については、「金利は、経済・物価情勢に応じて上下にある程度変動しうる」との文言を加え、「弾力的な運用を実施する」ことを明記した。

- ③「資産買入れ方針」（全員一致）については、従来の長期国債以外の資産買入規模を継続したうえで、ETFおよびJ-REITについて、「市場の状況に応じて、買入額が上下に変動しうる」との文言を加えた。

なお、上記の措置と合わせて、実務的な対応として、マイナス金利が適用される政策金利残高を現在の水準から減少させること、TOPIXに連動するETFの買入額を拡大すること、を行うこととした。

- **黒田日銀総裁**は、7月31日の決定会合後の定例記者会見では、今回決定した措置の背景については、「消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いている」こと、「これに伴って、中長期的な予想物価上昇率の高まりも後ずれしている」ことを指摘し、この結果、「消費者物価の前年比（物価安定の目標である2%）は、これまでの想定よりは時間が掛かる」ことを説明した。従って、「これまで考えられていたよりも、現在の金融緩和を長く続ける必要がある」とし、政策に持続性を高めるために判断したことを示した。そして、「現状2%に向けたモメンタムはしっかりと維持されている」とみている中で、今回の政策の調整により、「消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくことが展望できると考えている」と説明した。今回の政策の調整の説明では、フォワードガイダンスについては、「日本銀行としては、金利に関するフォワードガイダンスは初めて導入する」ものであり、「極めて大幅な金融緩和を、従来考えられていたよりももう少し長く続けるということを示し、それに対する信認を確保する観点から導入した」と述べた。低い金利水準を維持する期間の説明では、「一番重要な点は、経済・物価の不確実性を踏まえて、当分の間、現在の極めて低い長短金利の水準を維持するということにコミットした」ことであり、「不確実性」と「当分の間」がキーワードとして重要であると強調した。本措置により「早期に出口に向かうのではないかと、金利が引き上げられるのではないかと、という一部にあったマーケットの観測を完全に否定できる」と評価した。イールドカーブ・コントロールの持続性を高める措置については、「長期金利の変動幅は、イールドカーブ・コントロール導入後の金利変動幅、概ね±0.1%の幅から、上下その倍程度に変動し得ることを念頭に置いている」との認識を示した。もっとも、「金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する方針であり、金利水準が切り上がっていくことを想定しているものではない」とし、「金利水準を引き上げようという意図は全くない」と強調した。変動幅に対しては、「±0.1%の倍くらいを念頭に置いて、若干その変動幅を拡大することが国債市場の機能を改善するうえで望ましいと思い、今回このように変えた」のであり、「ゼロ%程度という10年物国債金利の操作目標を変えたものではない」と強調した。

金融仲介機能については、「現時点で、全体として大きな問題があるとはもちろん考えてい

ない」と述べた。ただ、「低金利環境が長期化するもとの、将来、金融仲介が停滞方向に向かうリスクはあり得ると考えている」との慎重な見方も示した。「特に、国債市場の市場機能については、かなり低いというサーベイ結果もあり、長期金利の変動幅が非常に縮小して、取引高が減少傾向にあることも指摘されている」と述べた。従って、「今回、若干だが変動し得るとしたことは、金利形成の柔軟性を高めることを通じて、こうした市場機能への影響を軽減することに資するのではないかと考えている」と今回の調整の評価を示した。

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、8月前半の無担保コール0/N加重平均レートは、 $\Delta 0.07\%$ 近傍と低い水準での推移が続いていたが、積み最終日が近づくにつれて調達意欲が出てきており、レートは上昇傾向となっている。

(2) オープン市場

- レポ市場では、7月31日の金融政策決定会合を終えたことで、オファーを控えていた先が動き出したこともあり、8月初頭は7月後半に比べレートが上昇した。積み終盤のマクロ加算残高の調整の動きなどから、 $\Delta 0.10\%$ 程度での動きが続いているものの、15日の年金定時払いや今積み期間に行われた予定外の国債買入オペ等により、直近では $\Delta 0.10\%$ を多少下回る動きとなっている。
- 短国市場では、3M物や6M物は7月31日の決定会合前に強含んでいたものの、8月に入ってレートが多少上昇した。ただ、依然として一部の投資家の買いが強く、入札では平均と按分の差が開いた状態が続いている。
- CP市場では、7月末の市場残高は19兆3,207億円となった。卸売・鉄鋼業態を中心に幅広い業態からの発行がみられたことから、17か月連続の前年同月比増加となった。また、事業法人の発行残高は月末ベースでみると、2008年7月末を越え、過去最高を記録した。発行残高が増加したことでマイナスレートでの発行は減少したものの、0%以上での購入意欲が強いことから発行レートは概ね0%近傍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、4~6月期の実質GDP（速報値）は前期比 $+0.3\%$ と21四半期連続でプラス成長となったが、前期からさらに減速した（1~3月期同 $+0.4\%$ 、10~12月期同 $+0.7\%$ ）。米国との通商協議は、結果として合意点を見出したが、この時期にあっては通商摩擦を巡る先行きの不透明感などが影響しているのではないかとといった市場での指摘がみられている。
- 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みられており、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、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、改善傾向で推移するとみられている。また、設備投資は、通商摩擦による先行きの不透明感等から回復ペースが鈍化するとの見方もあるが、基調としては、引き続き緩和的な金融環境が下支えとなっている中、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こともあって、増加傾向で推移することが見込まれている。輸出面では、弱含みで推移する可能性があるとの見方もあるが、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、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による影響と、それら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は今年末に新規の資産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7月の消費者物価指数(速報値)は、前年比+2.1%(6月同+2.0%、5月同+1.9%、4月同+1.3%)とさらに伸びが高まった。エネルギー価格が同+9.4%(6月同+8.0%、5月同+6.1%)と上昇率が一段と加速した。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+1.1%(6月同+0.9%、5月同+1.1%)となった。基調的な物価は引き続き落ち着き圏内での推移となっている。
- 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、2017年のような高めの経済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可能性があることとみられていること、労働需給の引き締めにより賃金の伸びが今後高まる可能性があるとの予想もあることなどから、コア消費者物価が徐々に上昇していく可能性があるといった指摘もみられている。
- ECBは7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%)、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。また、先行きの政策金利については、引き続き、少なくとも2019年夏まで、そして中期的にインフレ率が2%をやや下回る水準に向かって物価が持続的に上昇するのを確保するのに必要な限り、現在の水準に止まる見通しであるとの方針を維持した。
資産買入については、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、を前回に引き

続いて表明した。

- ドラギ総裁は、理事会後の記者会見で公表した声明文で、経済については、「前回の会合以降に入手できた情報によれば、堅調で裾野の広い成長が持続していることを示している」と引き続き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、「グローバル要因に関連する不確実性、特に保護主義の脅威は依然として顕著である」との警戒感も表明した。物価面では、「足元の原油先物相場に基づくと、総合的なインフレは年内においては現行の水準の近辺で推移する可能性が高い」とした。また、「基調的なインフレは全体として抑制されているが、以前の低水準からは上昇している」中で、「高水準の稼働率や労働市場の引き締めりによって、国内のコスト圧力に強まりと広がりが見られている」との見解を示した。そのため、「インフレ見通しを巡る不確実性は弱まっている」状況で、「先行きをみると、基調的なインフレは年末に向けて上向き、その後も中期的に緩やかに上昇すると見込まれる」との自信を示した。ただ、「国内の物価上昇圧力と総合的なインフレの動向を中期的に支えるには、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は資産買入を年末で終了する方針を示したが、金融政策の先行きについて、市場では、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維持する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、域内での政局不安の可能性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。こうした中、今後年内において注目されるのは資産の新規買入を予定通り減額・終了することができるかどうかである。
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一段と強まる可能性があること、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一段と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・株式市場の混乱次第では、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。

- 英国経済の先行きについて、市場では、物価の高止まり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

予想されている。家計部門では、賃金の上昇期待があるものの、物価の高止まりによる影響などがみられている。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、米国による通商摩擦の影響が懸念さ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6月の消費者物価指数は前年比+2.4%（5月同+2.4%、4月同2.4%）と、昨年11月（同+3.1%）から4月まで低下してきたあと、6月も下げ止まりが続いた。ガソリン価格の上昇がみられたが、衣料、食品、航空運賃などの伸びが鈍化した。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も前年比+1.9%（5月同+2.1%）と伸び率が低下した。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、最近のピークをつけた後、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%台前半程度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、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、8月2日に金融政策委員会の結果を発表し、政策金利を0.50%から0.75%に引き上げることを全会一致で決定した。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。
- 金融政策委員会の議事要旨によれば、経済については、「1~3月期の成長鈍化は一時的であり、その後は回復している」との見方を示した。また、「労働市場は引き続き引き締まってきたおり、労働コストが上昇してきている」とした。さらに、「英国経済の余剰資源は極めて限定的」であり、「失業率は低く、さらに低下する」との見通しを示した。こうした中、「来年遅くにかけて需要過熱の見通しが浮上しつつあり、国内要因によるインフレ圧力が高まっている」との認識を示した。こうした情勢判断の下、「委員会は政策金利を0.25%ポイント引き上げることが妥当である」と結論付けた。今後については、「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2%の目標に戻すために適切となる」との方針は維持した。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」との見解も維持した。

- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、8月の委員会では利上げが実施されたが、その後の利上げについては、物価高への警戒感が続く予想されている中、EU離脱を巡る交渉の進捗や景気動向を見極めつつ、慎重に判断していく展開となると予想する向きが多い。委員会後に行われたカーニー総裁の記者会見で、今後の政策について慎重に対応する旨の発言をしたこともこうした見方に繋がっている。また、景気の減速が一段と強まったり、EU離脱を巡る交渉がさらに難航するようであれば、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いった見方もある。
 - 米国経済をみると、4~6月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+4.1%（1~3月期同+2.2%）と伸びを高め、2014年7~9月期（同+4.9%）以来の大きな伸びとなった。個人消費が同+4.0%（1~3月期同+0.5%）と伸びが加速した。設備投資は同+7.3%（1~3月期同+11.5%）と前期から伸びが鈍化したものの、高い伸びを維持した。輸出は同+9.3%（1~3月期同+3.6%）と伸びを高めた。この内容については、米国経済の堅調な成長が確認できたと捉えられているが、米国の通商政策への他国の対応措置に備えた対応として米国の輸出の駆け込みがあったとみられていること、減税効果による押し上げがあったとの指摘もあること、前期の悪天候要因の反動が出ていることなど、今後の成長の持続性について注意深くみていく必要があるともみられている。
 - 米国の7月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+15.7万人（6月同+24.8万人、5月同+26.8万人）と20万人を下回ったが、基調としての堅調な雇用環境が続いているとの見方は変わっていない。失業率は3.9%（6月4.0%、5月3.8%）と再び3%台となった。時間当たり賃金は前年同月比+2.7%（6月同+2.7%）と同水準の伸びが続いている。
 - 米国経済の先行きについて、市場では、下振れリスク要因が少なからずみられていることから景気減速の可能性も指摘されているが、現状では、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の見方がなお多い。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し上げ効果も見込まれている。ただ、リスク要因としては、トランプ政権の強硬な通商・外交政策による悪影響や政権運営の混乱の可能性が指摘されている。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。さらに、長期にわたる景気拡大を続けている中で景気循環の観点から景気後退の可能性を排除できないといった指摘もみられている。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、住宅ローン金利や住宅価格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、トランプ大統領の強硬な通商・外交政策による影響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。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、6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+0.1%（5月同+0.2%）、前年比+1.9%（5月同+1.9%）となった。コア指数の前年比は3月（同+2.0%）に2011年12月以来の2%に達し、その後は3か月連続で同1.9%となっている。総合では前月比+0.1%（5月同+0.2%）、前年比+2.2%（5月同+2.2%）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、物価の強含み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、賃金の上昇による物価押し上げ力が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みられている。この間、米国の輸入関税の付加は消費者物価の押し上げ要因となる可能性があるとして指摘されており、その影響には留意する必要があるとみられている。ただ、こうした上昇要因があるものの、雇用の増大や失業率の低下の割には賃金の上昇が引き続き緩やかなものに止まっている可能性があることや、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、FRBが継続的な利上げを実施し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。
- 7月31日、8月1日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を1.75~2.00%の水準に今回は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、前回の「経済活動は堅調（solid）なペースで拡大している」から、今回は「経済活動は強固（strong）なペースで拡大している」に評価を引き上げた。「家計支出と設備投資が力強く伸びた」と断定した。物価面では、総合的なインフレ率とコアインフレ率は「2%に近づいている」から「2%近くに止まっている」とした。そうした中で、「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」との文言を維持した。また、「金融政策スタンス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」との方針も維持した。

- 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、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。7月のFOMCの声明文の内容もこうした見方を後押ししていると捉えられている。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見込まれており、現状の景気の拡大や物価の上昇が続くようであればあと2回の可能性も高いと予想されている。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。中立金利とみられる水準に近付けるよう段階的に利上げを続けていくとみられている。FOMC参加者の政策金利予測では、2019年に3回、2020年に1回の利上げを想定している。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の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いった指摘もみられている。

なお、こうした一連の利上げにより、今後、中立金利の水準に接近することとなるため、利上げの打ち止めの有無や引締め段階に入っていく可能性などについても今後議論が高まっていくとみられている。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はあるが、景気後退のリスクは今のところ小さく、緩やかに持ち直すとの見

方が多い。設備投資は、6月短観で前向きな計画がみられており、海外経済の回復等を背景に、増加が続くと見込まれている。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。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。

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、6月短観で前向きな計画がみられており、省力化・自動化投資や更新投資などを中心に、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、海外で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の強まりに伴う影響の可能性等先行きの不透明感もあって、不安定な展開となる可能性があ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、ガス代が今後の物価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。さらに、このところの円安傾向での動きも物価上昇要因として指摘されている。一方、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。さらに、ネット通販の普及による要因が物価を押し下げているといった見方もある。こうした状況下、コアの消費者物価は1%近傍で推移するとみられている。

- 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、そうした中で、7月の金融政策決定会合で強力な金融緩和継続のための枠組みの強化を決定したことなどもあって、現状の緩和策を粘り強く維持するとの見方が一段と強まっている。今後、日銀は現状維持の姿勢を続け、少なくとも消費税率の引き上げが予定されている2019年10月までに金利目標を引き上げる可能性は低いとみられており、また、黒田総裁が「当分の間」を強調したことから、強力な金融緩和がさらに長期化する公算が高いと捉えられている。この間の政策変更の可能性については、金融機関収益や国債市場等での副作用、経済・物価の不確実性によるリスクの高まり度合い等の動向を日銀や市場は見極めていく展開となるとみられている。

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