

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は9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9か月連続となる。項目別の判断では、設備投資を「緩やかに増加している」から「増加している」に引き上げた。先行きについては、「相次いでいる自然災害の経済に与える影響に十分留意する必要がある」との文言を加えた。
- 日本銀行は9月18、19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。個別項目の判断も維持した。
- 日銀が10月1日に発表した短観（9月調査）をみると、大企業では製造業および非製造業の業況判断が悪化しており、景気の先行きを不安視する見方も出ているが、自然災害等による一時的な要因も作用したとみられており、景況感の水準は引き続き相応に高いこともあって、底堅いとみる向きがなお多い。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引き続き見込んでおり、現状では企業の投資マインドの強さも維持されている。

最近の業況判断DIをみると、大企業・製造業では「+19」と前回比△2ポイントなり、3四半期連続で悪化した。自然災害などによる生産などへの悪影響、人件費や原材料価格など投入コストの増加のほか、米国の通商政策の影響に対する懸念等が反映されたとみられている。大企業・非製造業では「+22」と前回比△2ポイントの悪化となった。自然災害などによる影響や投入コスト増などが景況感の悪化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」と前回と同じとなり、非製造業では「+10」と前回比+2ポイントと改善した。先行きの判断については、大企業の製造業（「+19」、横這い）、非製造業（「+22」、横這い）では景況感を維持する見通しである一方、中小企業の製造業（「+11」、△3ポイント）、非製造業（「+5」、△5ポイント）とも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、中小企業では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△6.9%と若干上方修正されたが、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△2.4%と若干上方修正されたが、高い伸びとなった前年度（同+14.3%）を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+17.5%と前年度（同+6.3%）を大きく上回る計画を維持して

いる。大企業・非製造業でも同+11.0%と伸び率は引き続き前年度（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+13.4%（前年度同+4.1%）と前向きな計画を維持している。

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、除く消費税変更）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+0.8%（前回+0.9%）」、「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低下しており、3年、5年後の見通しは変わっておらず、企業の先行きの物価上昇感が高まっていない。

- 総務省が発表した8月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.9%（7月同+0.8%）と前月の伸びを上回った。宿泊料、通信料、電気代などが押上げに寄与した。総合は同1.3%（7月同+0.9%）と、生鮮食品などにより伸び率が高まった。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+0.4%（7月同+0.3%）と前月の伸びを上回ったが、伸び悩んでいる。

2. 金融政策

- 日銀は、9月18、19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7反対2で現状の方針を維持することを決定した。資産買入れ方針については全員一致で据え置いた。
また、前回会合で決定した、「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」との指針も据え置いた。
- 黒田日銀総裁は、9月19日の決定会合後の定例記者会見では、前回7月の会合で政策の修正を実施したことについて、改めてその意義や政策対応方針等についての説明が主に行われ、「現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが不可欠である」ことが強調された。長期金利の変動幅を倍程度に拡げたことによる国債市場の機能改善といった効果については、「一頃よりも取引が活発化し、国債の値動きも幾分増している」と評価しつつ、「このタイミングで、今回の措置の効果を評価するのはやや性急かと思う」と述べた。そのうえで、「日本銀行としては、今後、国債買入れを弾力的に運営していく中で、経済・物価情勢等に対する市場参加者の見方を反映し、従来よりも柔軟に金利が形成されることなどを通じて、国債市場の機能度が向上していく」と今後の効果への期待を述べた。また、強化された枠組みを決めた一番大きな理由は、「従来は2019年度頃に2%に達するとみていた物価の見通しが、もう少し先になるという見通しになったことである」との説明を今回も強調した。「2%の『物価安定の目標』に向けたモメンタムが維持されていることは確信しているが、これまで考えていたより少し時間がかかりそうであるということで、強力な金融緩和を粘り強く続けるために、副作用に対する一定の配慮も示す必要があり、あのような形になった」、「あくまでも、強力な金融緩和を粘り強く続けるための金融緩和のフレームワークの強化が一番の

ポイントである」、「その中で、粘り強く長く続けるために、副作用に対する配慮をしたということである」と繰り返し、出口に向けた対応ではないかとの市場の一部でみられている憶測を強く否定した。さらに、フォワードガイダンスという考え方を導入したことについては、「イールドカーブ・コントロールの長短金利について、早々に引き上げるのではないかと、出口がそろそろといった意見も内外にあったため、2%の目標にはまだ遠いのでそういうことはしない、2019年10月の消費税率引き上げは、経済・物価の不確実性の1つの要素であるが、それを含めて全体として不確実性が残っている間は、当分の間、非常に低い政策金利と10年物国債の操作目標をこのまま低位で続ける、ということを確認するために付け加えたコミットメントである」と強調した。こうした中で、政策の長期化によって出口が難しくなるのではないかとといった指摘については、「日本銀行の役割は、2%の『物価安定の目標』をできるだけ早期に実現することであり、そのために必要なことをやっているということに尽きる」とし、「今の時点で金融緩和をはいけないとか、止める要因にはならない」との姿勢を改めて示した。

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、10月初頭の無担保コール0/N加重平均レートは、 $\Delta 0.06\%$ 台前半から始まり、徐々にレートが上昇している。ただ、直近では調達意欲が二極化していることもあり、 $\Delta 0.05\%$ 付近でレート上昇が頭打ちとなっている。

(2) オープン市場

- レポ市場では、10月初頭に入り、レートは多少上昇したものの、 $\Delta 0.10\%$ を多少下回る推移が続いている。
- 短国市場では、3M物は年末越え物となったことで、大幅にレートが低下した。6M物・1Y物に関しては、年末を越えることから、3M物ほどではないものの、多少レートが低下している。
- CP市場では、9月末の市場残高は15兆9,960億円となった。有利子負債削減の動きが出たことで前月より大幅に残高が減少したものの、前年同月比では19か月連続の増加となった。CP等買入オペはオフア額が減額された(5,000億円→2,000億円)こともあって、オペのレートは上昇している。

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、昨年と比べ減速しており、今後の下振れリスクを懸念する見方が出ているが、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引き続きみられている。個人消費は、良好な雇用環境などを背景に、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、通商交渉を巡る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、個人消費の底堅さなど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、米国の通商政策による世界経済への影響を懸念して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9月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+2.1%（8月同+2.0%）と伸び率が上昇した。エネルギー価格および未加工食品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+0.9%（8月同+1.0%）となり、基調的な物価は引き続き落ち着いた推移となっている。
- 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、今年は2017年のような高めの経済成長が期待できない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慢なものに止まるとみられている。ただ、原油価格のこれまでの上昇が基調的な物価に波及していく可能性もある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はあるといった指摘もみられている。総合的な物価については、原油価格の上昇によるエネルギー価格の押し上げと、天候不良による食品価格の値上がりにより、押し上げられている。
- ECBは9月13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、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引き続き維持した。
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、その後は12月末まで月間150億ユーロに縮小した後、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、新規の資産買入を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、を引き続き表明した。

- 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、「最近の経済指標や調査結果からは、裾野の広い成長が持続していることが全体として確認できる」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、「保護主義の台頭、新興国市場の脆弱性、金融市場のボラティリティを巡る不確実性は、最近より顕著になっている」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により、国内のコスト圧力に強まりと広がりが見られており、賃金を押し上げている」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、ECBの金融政策、持続的な景気拡大、賃金の増加に支えられて、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」との自信を引き続き示した。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引き続き表明した。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適切に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、新規の資産買入は年末で終了すると見込まれているが、金利面では、経済・物価動向を見守りつつ、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、域内での政治不安の可能性がみられていること、米国の保護貿易主義の強まりによる世界経済への影響に対する懸念がみられていること、新興国市場で不安定な動きがみられていることなどが、こうした慎重な姿勢で臨む背景として市場では指摘されている。新規の資産買入の終了については、前記リスク要因による影響次第では、その時期を再考する可能性もあるとみられている。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といった見通しが今のところみられている。ただ、来年にかけてはリスク要因がさらに高まる可能性があるとの見方もあり、利上げが後ずれする可能性にも留意する必要があるといった指摘もある。
- 英国経済をみると、4~6月期の実質GDP(確報値)は前期比+0.4%と修正はみられなかった。生産部門が不調であったが、サービス部門と建設部門が伸びに寄与した。1~3月期(同+0.1%)の寒波による低調な伸びから持ち直している。
- 英国経済の先行きについて、市場では、底堅く推移しているものの、物価の高止まりやEU離脱交渉が難航していることなどが景気の重石となっているとみられていることから、減速

した状態がなお続くと予想されている。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離脱交渉が難航していることによる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こと、EU離脱交渉の難航を巡る不透明感が根強く続くとみられていること、米国の強硬な通商政策による世界経済への影響が懸念されていることなどから、設備投資が伸び悩むと見込まれている。そうした中、輸出については、米国の通商政策による世界経済の先行きに対する不透明感などがあるものの、ユーロ圏や米国の成長持続が期待されていることなどから、景気を下支えするとみられている。

- 英国の8月の消費者物価指数は前年比+2.7%（7月同+2.5%）と上昇率が高まった。輸送費、アルコール飲料・たばこ価格、娯楽・文化費、医療費、衣料価格などの値上がりがみられた。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%（7月同+1.9%）と伸びが高まった。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、物価の上げ下げ要因が混在するため、高止まり圏内で推移すると引き続きみられている。物価の上昇を抑制する要因としては、国内景気の変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離脱交渉が難航していること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が強まる可能性があることとみられていること、EU離脱交渉に対する不透明感がさらに強まっている中で一段のポンド安の可能性があるとみられていること、原油価格のこれまで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、などが指摘されている。
- BOEは、9月13日に金融政策委員会の結果を発表し、政策金利を0.75%に据え置く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、最近の経済活動が予想以上であるとの説明がみられ、「労働市場は引き締まり続けており、失業率は4%まで低下している」とした。また、「英国経済の余剰資源は極めて限定的」である中、「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い」との認識を示した。一方で、「EU離脱の動向によって家計、企業、金融市場の反応が景気見通しに大きな影響を与える」として、離脱に向けての不透明感が増しているとの見解も示した。こうした中、金融政策については、「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」との方針を維持した。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。
なお、今回の決定とは別に、来年3月末のEU離脱時に万が一の事態が発生した場合に対処するため、カーニー総裁の任期が2019年6月から2020年1月に延期された。

- 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みられている。そうした中で、仮に追加利上げがあるとすれば、離脱交渉がある程度の軟着陸に至ることを前提に、次回の利上げは2019年に入ってからとの見通しがみられるほか、2019年央以降に可能性が出てくるといった予想もみられている。ただ、物価が高進するようであれば、想定以上に早く利上げに踏み切る可能性も排除できないとの見方もある。一方、景気の減速が一段と強まったり、無秩序なEU離脱となるようであれば、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（確報値）は前期比年率+4.2%と改定値と変わらなかった。1～3月期（同+2.2%）から伸びを高め、2014年7～9月期（同+4.9%）以来の高い伸びとなった。設備投資が同+8.7%（改定値同+8.5%）と若干上方修正された。1～3月期（同+11.5%）から伸びが鈍化したものの、高い伸びを維持している。個人消費については、同+3.8%と改定値と同じとなった。1～3月期（同+0.5%）からは伸びが加速している。輸出は同+9.3%と改定値（同+9.1%）から若干上方修正され、1～3月期（同+3.6%）に比べ高めの伸びとなった。第2四半期の成長については、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、減税効果による押し上げがあったとの指摘があること、前期の悪天候要因の反動が出ていること、米国の通商政策への他国の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などから、こうした高めの成長が続くかどうかについては留意する必要があるとみられている。
- 米国の9月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+13.4万人（8月同+27.0万人）となった。悪天候による一時的な要因があったとみられている。失業率は3.7%（8月3.9%）と1969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+2.8%（8月同+2.9%）と2009年6月以来の高い伸びとなった前月から鈍化した。
- 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景気拡大基調で推移するとの予想が根強く続いている。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ような場合や引き締め局面に入っていくような場合には、景気への影響がみられる可能性があることには留意する必要があるといった指摘もある。

個別項目をみると、個人消費は、良好な雇用・所得環境や所得税減税の効果などから、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、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が、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。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投資の押上げに作用することなどから、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中、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強硬な通商政策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、9月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前年比+2.2%（8月同+2.2%、7月同+2.4%）と8月と同じ伸びにとどまった。衣類等が押上げに寄与したが、自動車や家賃等が下落に寄与した。総合では前年比+2.3%（8月同+2.7%、7月同+2.9%）と伸びが鈍化した。8月に比べエネルギー価格等の伸びが鈍化した。また、8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0.0%（7月同+0.2%）となった。前年比では4か月連続で+2.0%となった。総合では前月比+0.1%（7月同+0.1%）、前年比+2.2%（7月同+2.3%）となった。
- 米国の物価の先行きについて、市場では、堅調な景気拡大が続いている中、賃金がある程度上昇していることや原油価格上昇の影響が高まっていることなどにより、物価の強含み傾向が続くとみられている。さらに、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率が大きく高まっていないこと、為替がドル高傾向で推移していること、FRBが継続的な利上げを実施していることのほか、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。

- 9月25、26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2.00～2.25%とすることを全会一致で決定した。利上げは今年3回目であり、2015年12月以降2018年9月に至るまで8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、「強固なペースで拡大している」と前回引き上げた評価を維持した。また、物価面では、総合的なインフレ率とコアインフレ率は「2%近くに止まっている」との認識も据え置いた。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。ただ、今回は、「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」との文言を削除した。
パウエル議長は声明を発表した後の記者会見で、「金融政策スタンスは引き続き緩和的」との文言の削除は政策見通しの変更を意味しているわけではなく、「金融政策が予想通り推移していることを示している」と説明した。市場では、金利が中立的な水準に近いとFRBが考えていることを示しているものであると捉えられている。
- 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。9月には今年3度目、今次局面で8度目の利上げが実施されたが、大きな混乱やリスクの顕現化等がなければ、年内には25bpの引上げがあと1回行われると見込まれており、市場では、12月18、19日のFOMCが焦点となるとみられている。
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（市場の多くは3%程度との見方）とみられる水準に近づく段階的な利上げが続くとみられている。FOMC参加者の政策金利予測（中央値）では、2019年に3回、2020年に1回の利上げを想定している。なお、2021年については0回との見通しとなっている。
こうした中、今後の注目点として、こうした一連の利上げにより、これから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今後議論が高まっていくとみられている。市場の中には、9月FOMCの声明文から「緩和的」との文言が削除されたことや、米国の現状の賃金と物価の状況を勘案すると中立水準を超えて利上げを続けていく必要性は乏しいとみられていることなどから、今後の利上げ回数は3～4回程度で、利上げ局面は終盤に入っているとの見方が多くなっている。また、FF金利が中立金利の下限に近づいてきており、年明け後、利上げはペースダウンしていくとの予想もみられている。今後、FOMC議事録や2019年から毎行われることとなった議長の記者会見で、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。

こうした中で、景気の減速感が強まるような事態や、賃金の上昇が緩やかなものに止まっている中で物価の上昇が落ち着くようなことがあれば、想定される利上げペースに影響が出る可能性があるといった指摘もみられている。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一段と高まる可能性があること、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。

- 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みられているが、景気後退のリスクは今のところ小さいとみられており、振れはあるものの、天災による影響が一巡する中で、緩やかな持ち直し傾向で推移するとの見方が多い。設備投資や輸出については、米国経済の拡大をはじめとする世界経済の回復持続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、景気回復感が乏しい中で先行きに対する不透明感が一段と強まる場合に、消費者心理や企業マインドが冷え込むことが懸念されている。また、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、強硬な保護貿易政策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。特に、自動車関税については、一旦は小康状態となっているが、仮に引き上げなどが実施された場合には、大きな悪影響を与える可能性があるとして指摘されている。
- 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ていること、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、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、

米国の強硬な通商政策に伴う悪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、コアの物価上昇率が一段と高まっていくことは見通し難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、ガス代の上昇が挙げられている。また、今年の賃金の上昇ペースが高まっていることも物価押し上げ要因として指摘されている。さらに、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、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、賃金の伸びが一段と継続的に高まっていくかについては不確実性が残っていること、などが挙げられている。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。

なお、政府においては、携帯電話の通信料金の値下げの議論が出ており、仮に料金が引き下げられるようであれば、引き下げの規模によっては消費者物価が大きく押し下げられる可能性があり、今後の動向が注目されている。

- 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、課題である2%の物価安定目標を維持し続けている中でそ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、新たにフォワードガイダンスを導入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多い。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月までの期間と、その影響を見極めるための期間（市場では最低でも半年から1年程度といった見方もある）までに、金利目標を引き上げる可能性は低いとみられている。この間の政策の変更や微調整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・物価および金融市場の動向等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。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失速でもない限り、実施される可能性は少ないとの見方が続いている。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ある程度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可能性がある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



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