

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は10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10か月連続となる。項目別の判断では、輸出を「このところ持ち直しの動きに足踏みがみられる」から「おおむね横ばいとなっている」に引き下げた。
- 日本銀行は10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、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を「0%台後半となっている」から「1%程度となっている」とした。
- 内閣府が11月14日に発表した7～9月期実質GDP1次速報値は、前期比 $\Delta 0.3\%$ 、前期比年率 $\Delta 1.2\%$ （4～6月期前期比 $+0.8\%$ 、前期比年率 $+3.0\%$ ）とマイナスに転じ、1～3月期（前期比 $\Delta 0.3\%$ 、前期比年率 $\Delta 1.1\%$ ）以来のマイナスとなった。個人消費が前期比年率 $\Delta 0.5\%$ （4～6月期同 $+2.7\%$ ）、設備投資が同 $\Delta 0.9\%$ （4～6月期同 $+13.0\%$ ）、輸出が同 $\Delta 7.1\%$ （4～6月期同 $+1.4\%$ ）とマイナスに転じた。今回の内容については、相次ぐ自然災害に伴う供給制約や消費マインドの低下もあって、個人消費、設備投資、輸出を下押ししたとみられている。また、輸出については、中国経済をはじめとする世界経済の成長鈍化などが影響していると指摘されている。そうした中、一過性の要因を除いても基調は弱いと捉える向きもみられている。
- 総務省が発表した9月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比 $+1.0\%$ （8月同 $+0.9\%$ 、7月同 $+0.8\%$ ）と前月の伸びを上回った。ガソリン、電気代、外国パック旅行などが押し上げに寄与した。総合は同 $+1.2\%$ （8月同 $+1.3\%$ 、7月同 $+0.9\%$ ）と、生鮮食品の伸びが弱まったことなどにより上昇率が鈍化した。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 $+0.4\%$ （8月同 $+0.4\%$ 、7月同 $+0.3\%$ ）と前月と同じ伸びとなり、伸び悩んでいる。

2. 金融政策

- 日銀は、10月30、31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、「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、10月31日の決定会合後の定例記者会見では、経済については、現状では緩やかに回復しており、先行きをみると、2018年度は「潜在成長率を上回る成長を続ける」とし、2019年度から2020年度にかけては、「成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続く」との見方を示した。また、物価面では、現状では、「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、「こうした中で、中長期的な予想物価上昇率の高まりも後ずれしている」ことを挙げたが、先行きは、「マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、企業の賃金・価格設定スタンスが次第に積極化し、家計の値上げ許容度が高まっていけば、実際に価格引き上げの動きが拡がり、中長期的な予想物価上昇率も徐々に高まる」と引き続き前向きな見通しを示した。ただ、リスクバランスについては、「経済・物価ともに、下振れリスクの方が大きいとみている」との慎重な判断も示した。「物価面では、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必要がある」と述べた。下振れリスクによる影響が出てきた場合には、「金利の引き下げ、マネタリーベースの拡大、資産買入れの拡大など色々な手段があり得ると思うが、今のところ、メインシナリオではそのようになっていないので、リスクを注視しているところである」と述べるに止めた。

7月末の金融緩和の修正による市場機能の改善については、「国債市場では、現物、先物ともに取引が幾分活発化して、日々の値動きもある程度高まってきている」とし、「国債買入れを弾力的に運営するもとで、一頃よりも改善してきている」と評価した。ただ、「『イーールドカーブ・コントロール』というものが、そもそも長短金利を低位に安定させることを通じて、経済活動を広く刺激することを目的としているので、市場機能に一定の負荷をかけ、金利変動を抑制する面があることには留意する必要がある」とし、「そのうえで、日本銀行としては、こうした副作用が大きくなり過ぎて、政策効果を却って阻害することにならないよう、引き続き市場の動向をよく点検していく」との考えを述べた。

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、11月初頭の無担保コール0/N加重平均レートは、 $\Delta 0.07\%$ 前後での推移が続いている。調達意欲が全体的に低調で、レート上昇の機運はみられていない。

(2) オープン市場

- レポ市場では、11月初頭に入り、レートは10月に比べて多少上昇したものの、 $\Delta 0.10\%$ を下回っての推移が常態化している。積み期間終盤の調整から深いレートでの出合いがみられている。

- 短国市場では、3M物は大幅にレートが低下しているものの、 $\Delta 0.30\%$ 程度で下げ止まりの兆しがみられており、9日の入札後は $\Delta 0.25\%$ 前後での推移となっている。それを受け、6M物・1Y物に関しても多少レートが上昇している。引き続き、短国買入オペは最低限の1,000億円でのオファーが続いている。
- CP市場では、10月末の市場残高は18兆2,544億円となった。前年同月比では20ヶ月連続の増加となった。CP等買入オペはオファー額が2,000億円に止まっていることもあって、オペのレートは低下し難い状況が続いている。

4. 今後の見通し等

- ユーロ圏経済をみると、7~9月期の実質GDP(改定値)は前期比 $+0.2\%$ (4~6月期同 $+0.4\%$)と前期から伸びが一段と鈍化し、2014年4~6月期以来の低い成長となった。ドイツでは同 $\Delta 0.2\%$ (4~6月期同 $+0.5\%$)とマイナス成長となった。
- ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、昨年のような高成長は期待できず、今後について下振れリスクを懸念する見方が強まっているが、現状では、内需を中心とした緩やかな景気拡大基調が今しばらく続くとみられている。個人消費は、良好な雇用・所得環境などを背景に、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。この間、輸出面では、米国の通商政策による主要国経済への影響や通貨面で不安定な新興国に対する懸念等から弱含みで推移する可能性があるといった見方もあるが、米国景気の拡大持続が期待されていることなどから景気に寄与することが見込まれている。
ただ、下振れリスクとしては、域内での政治的なリスク、英国のEU離脱交渉の難航、米国による強硬な通商政策が持続するとみられていること、米国での利上げ継続による新興国市場での不安が高まっていること、またそれによる経済的な影響と今後の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、实体经济に悪影響が及ぶリスクが懸念材料として挙げられている。また、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10月の消費者物価指数(速報値)は、前年比 $+2.2\%$ (9月同 $+2.1\%$)の上昇となった。エネルギー価格により上昇率が高まった。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 $+1.1\%$ (9月同 $+0.9\%$)となり、前月の伸びを上回ったが、基調的な物価は引き続き1%近傍での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、賃金による物価押し上げ圧力がこれまでのところ強くないこと、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、労働需給の引き締まりにより賃金の上昇が今後一段と高まっていく場合には、コア消費者物価が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。
- ECBは10月25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、12月末まで月間150億ユーロの新規買入を続け、12月末で停止する見通しであることを堅持した。また、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、必要に応じて再投資を維持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、「入手できる情報からは、予想より多少弱いものの、内需や継続的な労働市場の改善に支えられて裾野の広い景気拡大が続く」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、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依然として顕著である」との警戒感も引き続き表明した。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向こう数か月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まりによって、域内のコスト圧力に強まりと広がりが見られている」との見解を維持した。先行きについては、「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」との見方を引き続き示した。そうした中で、「域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」との方針も維持した。
- 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予定であるが、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が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。利上げ開始の可能性については、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、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、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、7~9月期の実質GDP（速報値）は前期比+0.6%（4~6月期同+0.4%）と高めの伸びとなった。設備投資が同△1.2%（4~6月期同△0.7%）とマイナスが続いても、個人消費が同+0.5%（4~6月期同+0.4%）と堅調な伸びとなり、輸出も同+2.7%（4~6月期同△2.2%）と高めの伸びとなった。
- 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、低成長が続くと見込まれている。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離脱交渉が難航していること、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。輸出については、ユーロ圏や米国の成長持続による増加が期待されているものの、米国の通商政策による影響への懸念や、新興国市場での不安定な動きなどから、景気への効果も限定的で、どちらかといえば下振れリスクが強まっているとみられている。
- 英国の10月の消費者物価指数は前年比+2.4%（9月同+2.4%、8月同+2.7%）となった。食品や衣料などの価格が低下した一方、ガソリンなどが上昇した。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%（9月同+1.9%、8月同+2.1%）となった。
- 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みられているため、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、国内景気が減速していること、EU離脱交渉の難航など先行きの不確実性により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一段と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、11月8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、経済については、個人消費が堅調な労働市場に支えられて予想以上に強めで推移している一方、設備投資はEU離脱を巡る不確実性が強まっていることから抑制されているとの見方を示した。物価面では、賃金の上昇が予想以上に強まっていること、また、需要過熱の見通しがあることから、国内要因によるインフレ圧力が高いとの認識を引き続き示した。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。ただ、EU離脱交渉の結果次第では緩和、引き締めのいずれの対応をとる可能性があるとも指摘した。
- 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で、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。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。その一方、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、7~9月期の実質GDP(速報値)は前期比年率+3.5%(4~6月期同+4.2%)と、約4年振りの高い伸びとなった前期から鈍化したが、堅調な伸びとなった。個人消費が同+4.0%(4~6月期同+3.8%)と2014年10~12月期(同+4.7%)以来の高い伸びとなった。また、在庫投資の成長率寄与度が+2.07%ポイント(4~6月期△1.17%ポイント)と成長率を押し上げた。一方、設備投資は同+0.8%(4~6月期同+8.7%)と減速した。また、輸出は同△3.5%(4~6月期同+9.3%)と2016年10~12月期以来のマイナスとなった。今回の評価については、個人消費の堅調が確認されたが、在庫投資の積み上がりによる押し上げ要因が大きく、今後の成長率をみるうえで留意する必要があるとみられている。
- 米国の10月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+25.0万人(9月同+11.8万人)と高めの伸びとなった。9月のハリケーン要因による下振れがあった影響からの回復もあるとみられている。失業率は3.7%(9月3.7%)と1969年12月以来の低水準を維持した。時間当たり賃金は前年同月比+3.1%(9月同+2.8%)と2009年4月以来の高い伸びとなった。ただ、この伸びは昨年10月がハリケーンの要因で下振れていたことが影響しているとみられてい

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を指摘する向きが増えているが、現状では、個人消費を中心とした景気拡大基調を維持するとの予想がまだ根強く続いている。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良好な雇用・所得環境を背景に続くと思込まれていること、また、堅調な内需や世界経済の成長持続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。ただ、リスク要因としては、トランプ政権の強硬な通商・外交政策や中間選挙結果を受けた政権運営の混乱の可能性による悪影響が指摘されている。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いった指摘もみられている。さらに、長期にわたる景気拡大が続い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、これまでの所得税減税による押し上げ効果が薄らいでいくことが消費の増加ペースの鈍化に繋がるとみられているほか、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や、資本ストックの積み上がりにより増勢が徐々に鈍化するという予想がみられているが、内需が堅調に推移していることや世界経済の成長が持続するとみられていること、企業収益の改善の効果が投資の押上げに作用することなどから、増加基調が続くと予想されている。この間、輸出については、世界経済の成長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、10月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前年比+2.1%（9月同+2.2%）と伸びがやや鈍化した。新車や娯楽用品などの価格低下がみられた。総合では前年比+2.5%（9月同+2.3%）とガソリン価格などにより上昇した。また、9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%（8月同0.0%）となった。前年比では5か月連続で+2.0%となった。総合は前月

比では+0.1%（8月同+0.1%）となり、前年比では+2.0%（8月同+2.2%、7月+2.3%）と伸びが鈍化している。エネルギー価格の伸びが低下している。

- 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などにより、振れを伴いつつも、強含みで推移するとみられている。労働需給が今後一段とタイト化してくれば、賃金の一段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の指摘されている。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いるとみられている。この間、輸入関税が消費者物価の押し上げ要因となる可能性があるとの指摘されている。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今のところ加速するとはみられていないこと、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。
- 11月7、8日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を2.00~2.25%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、「強固なペースで拡大している」との評価を維持した。個別には、設備投資については前回の「力強く伸びた」から今回は「緩やかになった」と評価を引き下げたが、個人消費は「力強い伸びを続けた」との見方を維持した。失業率については「低く止まった」から「低下した」と一段と引き締まっているとの評価を行った。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目標としている2%近辺で推移する」との文言を維持した。また、FF金利誘導目標レンジの今後の調整の時期と規模については、「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精査する」とし、「この精査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様々な情報を幅広く考慮する」とのこれまでと同様の判断を続ける文言も据え置いた。
- 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、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25bpの引上げが12月18、19日にあと1回行われると見込まれている。
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、2%前後での物価の安

定的な推移を実現するため、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緩やか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、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年から毎回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。

ただ、景気の減速感が強まるような状況や、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中間選挙を受けた政権運営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一段と高まる可能性があること、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があるといった指摘もみられている。さらに、利上げを牽制するような政治的圧力が一段と強まる可能性が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強まっているが、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、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成長持続など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は、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、強硬な通商政策や同政権を巡る政治的な混乱の可能性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。

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。また、先行きは徐々にストック調整圧力が強まる局面に入っていくといった指摘もみられている点には留意する必要がある。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、海外経済の成長が続いていることなどから、底堅く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もみられている。

- 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存在していることが指摘されている。物価押し上げ要因としては、原油価格が高水準で推移していることによりエネルギー関連が押し上げ要因となるとみられていることが挙げられている。また、人件費の上昇による価格転嫁が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による物価押し上げ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、携帯電話料金の値下げの動き、ネット通販の普及などが物価押し下げ要因となるとみられている。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、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