

## マーケット・アイ

### 1. 景況判断

- 内閣府は11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11か月連続となる。項目別の判断では、貿易・サービス収支を「黒字は、減少傾向にある」から「赤字に転じている」とした。
- 内閣府が12月10日に発表した7~9月期実質GDP2次速報値は、前期比 $\Delta 0.6\%$ 、前期比年率 $\Delta 2.5\%$ と、1次速報値（前期比 $\Delta 0.3\%$ 、前期比年率 $\Delta 1.2\%$ ）から下方改訂された。前期（4~6月期前期比 $+0.7\%$ 、前期比年率 $+2.8\%$ ）のプラス成長から大幅なマイナスとなった。個人消費が前期比年率 $\Delta 0.7\%$ （4~6月期同 $+2.9\%$ ）、設備投資が同 $\Delta 10.6\%$ （4~6月期同 $+11.7\%$ ）、輸出が同 $\Delta 6.9\%$ （4~6月期同 $+1.4\%$ ）とマイナスとなった。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10月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比 $+1.0\%$ （9月同 $+1.0\%$ ）となった。電気代、ガソリンなどが押上げに寄与したが、生鮮食品を除く食料などが押下げ要因となった。総合は同 $+1.4\%$ （9月同 $+1.2\%$ ）と生鮮食品などにより伸びが高まった。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 $+0.4\%$ （9月同 $+0.4\%$ ）と前月と同じ伸びとなり、伸び悩んでいる。
- 日銀が12月14日に発表した短観（12月調査）をみると、大企業では製造業および非製造業などで足元の景況感は底堅く、高い水準を維持している。ただ、先行きについては、各業態とも慎重な見方が強まっている。設備投資計画については、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は維持されている。最近の業況判断DIをみると、大企業・製造業では「+19」と前回と同じとなった。大企業・非製造業では「+24」と前回比+2ポイントの改善となった。自然災害などの影響が和らいだことなどが底堅い景況判断に繋がったとみられている。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「+11」と前回比+1ポイントの改善となった。各業態とも足元では景況感が維持された。先行きの判断については、大企業の製造業（「+15」、 $\Delta 4$ ポイント）、非製造業（「+20」、 $\Delta 4$ ポイント）、中小企業の製造業（「+8」、 $\Delta 6$ ポイント）、非製造業（「+5」、 $\Delta 6$ 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、大企業では米国の通商政策への懸念、世界経済の鈍化、緩慢な内需等に伴う先行き不透明感が影響しており、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が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+0.1%（修正率+7.6%）と上方修正され、高水準であった前年度（前年度比+20.8%）の水準並みとなる見通しとなっている。非製造業では同△1.7%（修正率+0.7%）と若干上方修正され、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+15.6%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+13.5%と伸び率は引き続き前年度（同+2.9%）を上回る前向きな計画となっている。この結果、大企業・全産業では同+14.3%（前年度同+4.1%）と前向きな計画を維持している。

## 2. 金融政策

- 日銀の金融政策決定会合の次回開催予定は12月19、20日となっている。

## 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、12月初頭の無担保コール0/N加重平均レートは、△0.06%台後半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月後半は△0.10%を下回っていたが、積み期間後半に当たる12月に入ってから、積みの調整から△0.10%を上回る出合いが続いている。
- 短国市場では、3M物は一時的に△0.16%前後まで上昇したものの、その後はしっかりとした買いがみられていることで、堅調な推移が続いている。その流れを受け、6M物、1Y物も全般的に堅調な展開となっている。
- CP市場では、11月末の市場残高は19兆7,922億円と、前年同月比では21か月連続の増加となった。月初の残高は2009年3月以来の20兆円台となるなど、活況が継続している。CP等買入オペはオファー額が2,000億円にとどまっていることもあって、レートが低下し辛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（確報値）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。個人消費が同+0.1%（4~6月期同+0.2%）と一段と伸びが鈍化した。また、設備投資が同+0.2%（4~6月期同+1.5%）、輸出が同△0.1%（4~6月期同+1.0%）となった。国別ではドイツが同△

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、底堅い緩やかな成長が続くと想定しつつも、昨年のような高成長は期待できず、景気下振れに繋がるリスクが少なからず存在していることを懸念する見方が強まっており、安定的な成長の持続が難しくなっているとの指摘が増えている。

下振れリスクの要因としては、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、米国での利上げ継続による新興国不安の可能性などにより、経済的な影響と金融市場の混乱などの可能性が指摘されている。また、こうしたリスク要因により、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が懸念材料として強まっている。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。

個別項目をみると、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見込まれているが、先行きの不透明感などにより消費マインドが悪化する可能性があることから、改善ペースは緩やかなものに止まるとみられている。また、設備投資については、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が、企業が景気の先行きに対して慎重姿勢を強めているとの指摘があること、通商交渉や英国のEU離脱後の貿易協定を巡る不透明感がみられていること等から、回復ペースが鈍化するとの見方もある。輸出面では、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が、離脱交渉を背景とした英国向け輸出の減少、米国の通商政策による主要国経済への影響、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や想定以上の減速には注意する必要があるといった見方がある。

- ユーロ圏の11月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+2.0%（10月同+2.2%）と伸びが鈍化した。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%（10月同+1.1%、9月同+0.9%）となり、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、今後は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、労働需給の引き締め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12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、「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」との方針を引き続き維持した。  
資産買入プログラムについては、新規買入を12月で終了することを決定した。また、今後については、「購入資産の満期償還による資金は全額を再投資に回す」こと、「この再投資は利上げ開始後も長期間、あるいは望ましい流動性環境や十分な金融緩和を維持するのに必要な限り、継続する」ことの方針を示した。
  
- 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、「入手できる情報は予想より弱い」とし、「外需の減少や一部の国、特定の業種の要因を反映したものである」との見方を示したが、「基調的な内需の強さは引き続き、ユーロ圏の拡大と漸進的なインフレ圧力の強まりを下支えしている」との前向きな評価も行った。また、「ユーロ圏経済の成長見通しを巡るリスクは概ね均衡している」と引き続き判断することができる」と指摘した。しかし、そうした中で、「地政学的要因を巡る先行きの不確実性、保護主義の脅威、新興国市場の脆弱性、金融市場のボラティリティーが存在していることを踏まえると、リスクのバランスは下向きに傾いてきている」との慎重な認識を示した。物価面では、「総合インフレは向こう数か月にわたって低下する公算が大きい」状況で、また、「基調的なインフレ指標は総じてみて引き続き抑制されている」とした。ただ、先行きは、「高水準の稼働率や労働市場の引き締まり、それに伴う賃金の押し上げがみられる中、域内インフレ圧力は強まりと広がり続けている」との判断も示した。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」とし、「物価が目標に向かって持続的に上昇するのを確実にするために、理事会はあらゆる手段を適切に調整する用意がある」との方針を維持した。また、「中期的に2%弱のインフレ率の回復を持続させるには、十分な規模の金融緩和がなお必要である」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。
  
- 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2018年12月で終了したが、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、米国の強硬な通商政策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。また、12月の理事会で資産買入の再投資が利上げ開始後も継続すると表明したこともこうした見方を後押ししている。  
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金利水準に止まるとの見通しをECBが表明していることから、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引き続きみられている。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は留意する必要があるといった指摘もある。物価と経済の動向を見極めたうえで、初回利上げは2019年末、2020年入り後といった見通しもみられている。

- 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、総じてみれば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離脱を巡る先行きへの不安等による消費マインドの低下などから、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離脱を巡る不透明感が存在していること、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いとみられている。
- 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、物価の押上げ押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、国内景気が基調としては減速していること、EU離脱を巡る先行きの不確実性など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、EU離脱を巡る不透明感などを背景としたポンド安地合いによる物価押上げ圧力が存在していることなどが指摘されている。
- 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と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、状況を見極めたうえで2019年央以降に可能性が出てくるといった予想がみられている。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（改定値）は前期比年率+3.5%と速報値と同じとなった。約4年振りの高い伸びとなった前期（4～6月期同+4.2%）から鈍化したが、堅調な伸びを維持した。個人消費が同+3.6%（4～6月期同+3.8%）と高めの増加となった。設備投資は同+2.5%（4～6月期同+8.7%）と減速したが底堅い伸びとなった。在庫投資の成長率寄与度は+2.27%ポイント（4～6月期△1.17%ポイント）となり、成長率を押し上げた。
- 米国の11月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+15.5万人（10月同+23.7万人）となった。失業率は3.7%（10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%（10月同+3.1%）と2009年4月以来の高い伸びが続いた。
- 米国経済の先行きについて、市場では、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続いている。ただ、下振れリスク要因が少なからずみられていることからこれまでの高めの成長から減速する可能性を指摘する見方が強まっている。景気拡大基調が続くとする要因としては、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ことと見込まれていること、また、内需の拡大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。しかし、リスク要因による景気下振れ懸念としては、トランプ政権の強硬な通商・外交政策や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、これまでの財政拡張政策の効果が薄れ、中間選挙の結果を受けて、トランプ大統領が新たな減税等に踏み切りにくくなっているとみられていることも、景気の先行きに対する不安材料となっている。さらに、物価の上昇、株価の調整局面入りや金融市場の不安定化の可能性などが、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。このほか、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ある。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、景気への影響が懸念されている。

個別項目をみると、個人消費は、良好な雇用・所得環境や既往の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、所得税減税による押し上げ効果が先行き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、内需の拡大が持続するとみられていること、企業収益が好調に推移していることなどが、投資の増加要因として指摘されているが、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

に鈍化するといった予想がみられている。この間、輸出については、底堅く推移することが期待されているが、世界経済の成長がこのところ鈍化してきていること、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、11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%（10月同+2.1%）となった。帰属家賃や医療費などの上昇がみられた。総合では前年比+2.2%（10月同+2.5%）と伸びが鈍化した。ガソリン価格などの値下がりがみられた。また、10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%（9月同+0.2%）、前年比+1.8%（9月同+1.9%）と伸びが鈍化した。総合は前月比では+0.2%（9月同+0.1%）となり、前年比では+2.0%（9月同+2.0%）と前月と同じ伸びとなった。
- 米国の物価の先行きについて、市場では、2%近辺で推移するとみられている。労働需給が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高まっていく可能性があるとして指摘されている。また、輸入関税が消費者物価の押し上げ要因となると指摘されている。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、足下の原油価格の下落が先行き影響してくること、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、物価のこれ以上の大きな上昇は今後は抑えられてくるとの指摘がみられてきている。
- 米国の金融政策の先行きについては、市場では、目先の動向としては、25bpの追加の利上げが12月18、19日のFOMCで決定されると見込まれている。その後の注目点としては、一連の利上げにより、これから中立金利（市場の多くは3%程度との見方）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が挙げられている。市場の見方としては、9月の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。また、11月28日のニューヨークでのパウエル議長の講演で「政策金利が中立金利レンジを若干下回る水準にある」、「政策に既定路線はない」との認識を示したことから、年明け後の利上げに慎重な見通しが示されたとして受け止められている。従来は、政策金利は中立金利まで長い道のりがあったとしていた。こうしたことなどから、年明け後の利上げ回数は2~3回程度で、利上げ局面は終盤に入っているとの見方が強まっている。市場の中には年明け後の利上げは1回程度に止まり、利上げはひとまず打ち止めとなるといった予想もみられている。ただ、堅調な経済や物価の上昇が続く場合には、中立金利を超えて利上げが実施される可能性もあり、来年の見通しは経済データ次第との見方もある。
- 日本経済の先行きについて、市場では、振れはあるものの、均してみれば緩やかな持ち直し傾向が続くとの見方を基本シナリオに据えつつも、下振れリスクに対する警戒感が一段と強

まっている。持ち直しの見方としては、設備投資や輸出については、米国経済の拡大を背景とした持ち直しが見込まれている。個人消費は、回復テンポが鈍いものの、良好な雇用環境を背景に、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。ただ、下振れリスクを懸念する見方が強まっており、個人消費、設備投資、輸出の下振れを警戒する見方が増えている。特に、輸出の落ち込みが深まることにより景気減速感が一段と強まるリスクを懸念する指摘がみられてきている。

こうしたリスク要因としては、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、先行きの不確実性の強まりから、金融・株式市場でのリスクを警戒する動きに対する景気への影響も懸念されている。さらに、中国や欧州など世界経済が鈍化していることも大きな要因として指摘されている。この間、トランプ政権の政策運営に伴う不確実性が高まっており、強硬な保護貿易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。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、先行きに対する不安や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、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、米国経済の回復が続い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る経済、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が指摘されている。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がある中、中国など世界経済が鈍化傾向にあることから、輸出が停滞する可能性があるといった見方が増えている。

- 国内物価の先行きについて、市場では、コア消費者物価は物価押し上げ要因と押し下げ要因が存在しているため、現状程度での推移が続くと見込まれている。ただ、物価押し下げないし伸び悩みの要因が多く、下振れの可能性に留意する必要があるともみられている。物価押し上げ要



因としては、今年10月にかけての原油価格の一段高を受けて電力料金の上昇が物価を押し上げる要因として指摘されている。また、人件費の上昇による価格転嫁が指摘されており、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が強まるとみられている。マクロ的な需給環境の改善による物価押し上げが進むことも指摘されている。さらに、ドル高傾向が続いていることによる輸入物価の押し上げ効果も見込まれている。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、賃金の伸びが一段と継続的に高まっていく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、これまではエネルギー価格がプラスに寄与してきたが、先行きは最近の原油価格の下落による影響が出てくる可能性があるともみられている。さらに、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。この間、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。ただ、下振れ要因によりゼロ%代後半で推移する可能性があるとの指摘もある。

- 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が続けていること、物価が緩やかではあるが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