

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は12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12か月連続となる。項目別の判断では、公共投資を「底堅く推移している」から「このところ弱含んでいる」、貿易・サービスを「収支赤字に転じている」から「赤字は、このところ増加している」、国内企業物を「緩やかに上昇している」から「このところ上昇テンポが鈍化している」とした。
- 日本銀行は12月19、20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。主要な個別項目の判断も維持した。ただ、企業収益については「改善基調」から「高水準で推移」とした。
- 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」と前环比+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」と前环比+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」、△4ポイント）、非製造業（「+20」、△4ポイント）、中小企業の製造業（「+8」、△6ポイント）、非製造業（「+5」、△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。

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+0.9%（前回+0.8%）」、「3年後+1.1%（同+1.1%）」、「5年後+1.2%（同+1.1%）」となった。1年後、5年後の見通しが若干上昇した。

- 総務省が発表した11月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.9%（10月同+1.0%）となった。ガソリン、灯油、外国パック旅行などが押下げ要因となった。総合は同+0.8%（10月同+1.4%）と生鮮食品などにより伸びが低下した。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%（10月同+0.4%）と伸び悩んでいる。

2. 金融政策

- 日銀は、12月19、20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、12月20日の決定会合後の定例記者会見では、わが国経済の見通しについて、「海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きいと判断している」としたが、「先日の短観の結果や、この間の企業ヒアリングなどによれば、わが国についても、これまでのところ貿易摩擦の影響は限定的なものにとどまっている」などから、「現時点では、わが国の景気が、先行き緩やかな拡大を続ける、という中心的な見通しに変化はない」との判断を示した。物価面では、「マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとの、『物価安定の目標』の実現に向けたモメンタムは維持されており、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」との考えを引き続き述べた。こうした中、金融政策については、「将来、『物価安定の目標』に向けたモメンタムを維持するために必要と判断されれば、もちろん適時・適切に追加緩和を検討していくことになると思う」が、「そうした事態になったときに適切に判断して行うことになる」と現時点での緩和の必要性には慎重な姿勢を示した。また、その一方で、「現時点で、出口を探ることは全くない」とし、「出口について具体的に議論するのは時期尚早である」といつも表明していることを繰り返すに止めた。

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、1月初頭の無担保コール0/N加重平均レートは、△0.07%から始まり、徐々にレートが上昇する展開となった。

(2) オープン市場

- レポ市場では、積み期間後半に当たる1月に入ってから、積みの調整から $\Delta 0.10\%$ を上回る出合いが続いた。
- 短国市場では、海外勢からの強い買いが年明け後みられなくなったこともあり、全体的にレートが上昇する展開となったが、水準感からの買いもみられた。8日の3M物入札は按分 $\Delta 0.1455\%$ 、9日の6M物入札は按分 $\Delta 0.1410\%$ と、ともに上昇する結果となった。
- CP市場では、12月末の市場残高は18兆8,048億円と、前年同月比では22か月連続の増加となった。市場残高はその後年初から20兆円台となった。発行レートは0%近傍で変わらずの推移となった。

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、底堅い緩やかな成長が続くと想定されている。ただ、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から景気見通しに対する不確実性も強まっており、景気後退局面に入るとはみられていないものの、減速感が強まり、安定的な成長の持続が難しくなっているとの指摘がみられている。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、世界経済の鈍化、米国での利上げ継続による影響などによる、経済的な影響と金融・株式市場の混乱などが指摘されている。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、ECBIは昨年末に新規の資産買入を停止することを決定しており、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、世界的な景気の鈍化などから企業が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12月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.6%（11月同+1.9%）と伸びが減速した。エネルギー価格の上昇率が大幅に鈍化したことが影響した。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%（11月同+1.0%）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、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が、これまでのところ賃金による物価押し上げ圧力が強くないこと、景気の減速感がみられてき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見込まれている。総合的な物価については、これまで主たる物価押し上げ要因となった原油価格が下落しており、今後その影響が出てくるとみられている。
- 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め、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ECBの姿勢が続くとみられている。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、物価が落ち着いていることや、今後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や利上げに踏み切れない可能性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（確報値）は前期比+0.6%（4~6月期同+0.4%）となった。設備投資のマイナスが続いたものの、個人消費が堅調な伸びとなった。
- 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、総じてみれば緩慢な成長が続くと見込まれている。また、将来への不確実性がさらに高まっており、先行きに対する見通しは幅を持ってみておく必要があるといった指摘もみられている。仮に無秩序な離脱に至った場合には、物流の混乱などから景気後退に陥る可能性があるといった懸念もみられている。こうした中、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こと、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がみられていることなどから、個人消費は暫く減速した状態が続くと見込まれている。企業部門では、国内経済が減速していること、EU離脱を巡る不確実性が高まっていること、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、企業は新たな投資に慎重にならざるを得ず、設備投資が伸び悩むと予想されている。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11月の消費者物価指数は前年比+2.3%（10月同+2.4%）とやや減速し、2017年3月以来の低い伸びとなった。原油価格の急落に伴う自動車燃料価格などの低下がみられた。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+1.8%（10月同+1.9%）となった。

- 英国の物価の先行きについて、市場では、物価の押し上げ押し下げの両要因がみられているため、現状程度の高止まり圏内で推移すると引き続き予想されている。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、原油価格下落による影響が見込まれること、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し上げ圧力が存在していることなどが指摘されている。
- BOEは、12月20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、「ブレグジットに対する不確実性が一段と高まっていることに加え、世界的に景気が減速していることが、英国の経済成長にとって重石となっている」と指摘した。物価面では、原油価格の下落が下押し方向に働くが、労働市場の引き締めによる賃金の上昇が予想を上回っており、国内の物価上昇圧力が今後も強まるとした。こうした中、金融政策については、「現在進めている緩やかで限定的な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。ただ、「経済見通しはEU離脱の行方に大きく左右される」とし、「ブレグジットに対する金融政策の反応は機械的ではなく、政策金利は上下どちらにも振れる可能性がある」との慎重な姿勢も示した。
- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、昨年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、離脱を巡る混乱を回避できたと想定したうえで、2019年央以降に状況を見極めて次回の利上げを実施する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。その一方で、景気が失速するような場合には、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。こうした中、無秩序なEU離脱による混乱が生じるようであれば、ポンド安などに伴う物価上昇に対応するのか、景気悪化や市場の混乱等に対応するのか、難しい選択を迫られることになるとみられている。
- 米国経済をみると、7~9月期の実質GDP（確報値）は前期比年率+3.4%と改定値（同+3.5%）からやや下方修正され、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+3.5%（4～6月期同+3.8%）と高めの増加を維持した。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+2.33%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12月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+31.2万人（11月同+17.6万人）と大幅な拡大となった。11月の悪天候要因による反動などが影響しているとみられているが、それを除いても良好な雇用環境が続いていると受け止められている。失業率は3.9%と、1969年12月以来の低水準となった11月（3.7%）からやや上昇した。時間当たり賃金は前年同月比+3.2%（11月同+3.1%）と高い伸びが続いた。
- 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が指摘されている。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。この間、緩和的な金融政策の効果が減衰しているのに伴って成長ペースが徐々に減速していく可能性も指摘されている。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見方もある。

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、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政権運営、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がみられていることなど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、11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%（10月同+0.1%）、前年比+1.9%（10月同+1.8%）となった。総合は前月比では+0.1%（10月同+0.2%）となり、前年比では+1.8%（10月同+2.0%）と前月から伸びが鈍化した。
- 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。こうした要因としては、労働需給が一段とタイト化してくれば、賃金のさらなる上昇による物価押し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、輸入関税の上昇が消費者物価の押し上げ要因となると見込まれている。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、FRBが利上げを実施してきたことのほか、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、物価の大幅な上昇は抑えられるとみられている。
- 12月18、19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2.25~2.50%とすることを全会一致で決定した。利上げは今年4回目であり、2015年12月以降2018年12月に至るまで9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、経済の現状については、「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、個人消費は「力強い伸びを続けた」一方、設備投資の伸びについては「緩やかになった」、と前回と同じ見方を続けた。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。こうした足もとの経済・物価についての情勢判断に基づいて利上げを実施したことを表明した。ただ、今後の利上げや経済見通しについては文言の変化がみられた。金利面では、「FF金利の目標レンジのいくらかのさらなる緩やかな（some further gradual increases）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」とし、前回の声明の文言（「further gradual increases」）を若干修正した。また、「経済見通しへのリスクは概ね均衡しているとみられる」との判断を続けたが、「世界経済と金融の動向を引き続き監視し、経済見通しへの影響を評価する」との文言を付け加えた。
なお、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は据え置いた。

- 米国の金融政策の先行きについては、昨年12月18、19日のFOMCで25bpの追加の利上げが決定されたが、今後の市場の注目点としては、利上げの打ち止めの有無などが議論されていくこととなる。市場の見方としては、12月のFOMCで先行きの経済見通しや利上げスタンスに対しより慎重な姿勢が示されたこと、米国の現状の経済、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、利上げ局面は終盤に入っているとみる向きが多い。FOMCでの最新の政策金利予測（中央値）では、2019年に0.25%ポイントの利上げで2回（前回は3回）、2020年に1回（前回と同様）の利上げを想定している。その後、パウエル議長が1月4日に開催された討論会で、FRBは忍耐強く臨むとともに、経済の勢いが堅調であっても市場が織り込む下振れリスクに対して敏感であるとの認識を示し、また将来の利上げやバランスシート縮小を巡って柔軟に対応すると述べた。こうしたことなどから、市場では、今年の利上げ回数は1～2回程度に止まるとの見方や、利上げはひとまず休止して様子見となるといった予想もみられている。一方で、雇用情勢が引き続き良好で、堅調な経済や物価の上昇が続く可能性もあることなどから、利上げが継続する可能性もあり、来年の見通しは経済データ次第との見方もある。

なお、この間、FRBを牽制するトランプ大統領の動きが強まり、これが攪乱要因となる可能性がある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、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、下振れリスクが強まっているとみられている。持ち直しの見方としては、米国経済の拡大等を背景とした設備投資や輸出の増加が予想されている。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警戒する指摘がみられている。

リスク要因としては、中国や欧州など世界経済が鈍化していることが指摘されている。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。こうした中、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ことによる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・株式市場の混乱による景気への影響も懸念されている。

なお、今年10月に予定されている消費増税の影響については、その時点での経済状態にもよ

るが、前回の2014年時と比べ税率の引き上げ幅が小さいほか、軽減税率の導入などの負担を軽減する対策が実施される予定であり、駆け込み需要・反動減とも前回に比べ小規模に止まり、増税実施後の景気の大幅な落ち込みは回避されとの見方が多い。

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米国の強硬な通商政策などによる経済の不安定化の可能性や、株式市場の混乱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、コア消費者物価の物価押し上げ要因と押し下げ要因が存在しているが、物価押し下げないし伸び悩みの要因が多くなっており、下振れの可能性に留意する必要があるとみられている。物価押し上げ要因としては、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いとみられている。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。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、これまではエネルギー価格がプラスに寄与してきたが、今後は最近の原油価格の下落による影響が出てくると見込まれている。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指摘されている。こうした状況下、コアの消費者物価は0%代後半で推移するとみられているが、今後、下振れ要因が強まりにより、伸び幅が縮小する可能性があるとの見方が多

くなっている。

- 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%の物価安定の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、新たに導入したフォワードガイダンスを継続していることなどもあって、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・株式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、異次元緩和を和らげる修正については、景気の鈍化懸念、FRBの利上げ打ち止め観測などから今後一段と難しくなっているとの見方が増えている。一方、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により、政策効果が薄れる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