

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は4月の月例経済報告で、景気の基調判断を「このところ輸出や生産の一部に弱さもみられるが、緩やかに回復している」と前回の判断を据え置いた。項目別の判断では、業況判断を「おおむね横ばいとなっている」から「製造業を中心に慎重さがみられる」に下方修正した。貿易・サービス収支については、「赤字は、このところ減少している」から「おおむね均衡している」に表現を変更した。物価面では、国内企業物価、消費者物価を「横ばいとなっている」から「緩やかに上昇している」に変更した。
- 日本銀行は4月24、25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」から「基調としては緩やかに拡大している」とした。主要な個別項目の判断については、鉱工業生産を「足元では弱めの動きとなっているが、緩やかな増加基調にある」から「足もとでは弱めの動きとなっている」に引き下げた。また、企業収益や業況感については、「総じて良好な水準を維持している」から「一部に弱めの動きがみられるものの、総じて良好な水準を維持している」とした。
- 総務省が発表した3月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.8%（2月同+0.7%）となった。電気代、宿泊料などが押し下げ方向に寄与したものの、ガソリン、生鮮を除く食料などが押し上げ方向に寄与した。総合は同+0.5%（2月同+0.2%）と伸びが高まった。生鮮食品の上昇が大きく寄与した。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%（2月同+0.4%）となり、横ばい圏内での動きが続いている。

2. 金融政策

- 日銀は、4月24、25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。

政策金利については、「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」との指針を、「海外経済の動向や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、少なくとも2020年春頃まで、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、「政策金利のフォワードガイダンスの明確化」との標題のもと、決定事項の冒頭に示した。

また、「強力な金融緩和の継続に資する措置の実施」として、「日本銀行適格担保の拡充」、「成長基盤強化支援資金供給の利便性向上・利用促進」、「国債補完供給（S L F）の要件緩和」、「ETF貸付制度の導入」を決定した。

- 黒田日銀総裁は、4月25日の決定会合後の定例記者会見では、「わが国の景気は、先行き、基調として緩やかな拡大が続けるとみられ、物価も、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる」が、「海外経済の動向をはじめ、経済・物価の先行きを巡る不確実性は大きいと思われるし、また、2%の『物価安定の目標』の実現には、なお時間がかかることが見込まれている」とした。こうした認識のもと、「『物価安定の目標』の実現に向けて、強力な金融緩和を粘り強く続けていくという政策運営方針をより明確に示すことが重要と判断した」ため、「政策金利のフォワードガイダンスを明確化すること」、「また、適格担保の拡充など、円滑な資金供給や市場機能の確保に資する措置を講じること」を決定したと説明した。この中で、フォワードガイダンスで「当分の間、少なくとも2020年春頃まで」と時期を明示したことについては、「少なくとも2020年の春頃までは、金利を引き上げるような見当は全くないし、それより先でも、『当分の間』であるから、かなり長い期間にわたって、現在の極めて低い長短金利を継続するということであり、2020年春になったら何が何でも金利を見直すというようなことは全く考えていない」と断言した。また、「現在のフォワードガイダンスは、基本的には、いわゆるステートコンティンジェントすなわち経済・物価情勢に応じて、またデータディペンデントという、そのときまでに得られたデータや情報を用いて判断する、という仕組みである」とし、「今回、海外経済の動向をフォワードガイダンスの判断要素に加えたことで、よりその点は明確になったと思う」と説明した。

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、5月初頭の無担保コール 0/N 加重平均レートは、7日の決済を避ける動きから $\Delta 0.07\%$ となったものの、その後は、積み期間の営業日数が少ないことやレポレートの上昇などを受けて上昇基調となっている。積み最終日にかけては $\Delta 0.02\%$ 台での推移となった。

（2）オープン市場

- レポ市場では、5月初頭は、積みの調整や短国の入札が3日連続で行われたことなどから、レポレートは上昇し、 $\Delta 0.06\%$ 程度での推移となった。積み期間が新しくなってからは $\Delta 0.10\%$ を下回っての推移となっている。
- 短国市場では、5月初めは水準感が定まらなかったものの、3日連続で行われた入札を経て、3M～1Y物は概ね $\Delta 0.1\%$ 台半ばでの推移となっている。レート上昇が見込まれていたものの、店頭見合いの買いが散発的に入っていることで、全般的に堅調な状態が継続している。

- CP市場では、4月末の市場残高は20兆196億円と、卸売・ノンバンク業態等を中心に幅広い業態からの発行がみられ、前月比・前年同月比共に大きく増加した（前月比+44,901億円・前年比+37,954億円）。10連休対応のカード会社による発行増で、ノンバンクの月末残高は過去最高となった。前年同月比は26か月連続の増加となった。市場残高は概ね20兆円台で推移している。発行レートは0%近傍で変わらず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、1～3月期の実質GDP（改定値）は前期比+0.4%（10～12月期同+0.2%）となった。国別の成長率はドイツが同+0.5%、フランスが同+0.3%、スペインが同+0.7%となり、全体の成長に寄与した。
- ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、緩和的な金融政策が続いているもとで、底堅い緩やかな成長が続くと予想されている。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く、景気の腰折れは回避されるとみられているものの、低成長に止まる可能性が高いとの見方が多い。下振れリスクとしては、域内での政治を巡る不確実性、英国のEU離脱交渉の難航、米国による強硬な通商政策、中国をはじめとする世界経済の鈍化などによる経済的な影響と金融・株式市場の混乱の可能性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指摘されている。
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、底堅く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ともみられている。また、設備投資については、引き続き緩和的な金融環境が下支えとなっている中、高稼働率や良好な企業業績、景気の底堅さなどを背景とした企業の投資意欲が維持されているとみられていることもあって、底堅く推移することが見込まれている。ただ、世界的な景気減速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、米国の通商交渉や英国のEU離脱を巡る不透明感がみられていることなどが影響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伸び悩む可能性や、場合によっては想定以上の減速に注意する必要があるといった見方もある。
- ユーロ圏の4月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.7%（3月同+1.4%）と伸び率が前月から高まった。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+1.2%（3月同+0.8%）となった。4月は堅調な伸びとなったものの、イースターの時期による一時的な要因が押し上げた可能性があるともみられている。
- 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一

段と高まっていく場合には、物価が上昇していく可能性はあるとの指摘もみられるが、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、景気が減速してきていること、そうした中、期待インフレ率が低下していることなどから、基調的な物価の上昇は引き続き緩やか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、景気減速などの影響により、見通しの中には1%程度まで低下するといった予想もみられている。低インフレ状態が長期化する可能性が高いとの見方もある。

- ECBの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、金融緩和縮小への対応は暫く見合わせ、現状の緩和的な金融環境を維持する姿勢が続くとみられている。経済成長が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、地政学的な要因による不確実性がみられていること、世界経済の減速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。

利上げ開始を巡る観測については、ECBが現在の金利水準に止まるとする見通しを、従来の「少なくとも2019年夏」から、「少なくとも2019年末」までに先延ばししたことで、その可能性は後退している。経済の減速感が強まっていること、物価が落ち着いていること、また、今後リスク要因がさらに高まる可能性もあり、利上げがさらに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みられている。

なお、ドラギ総裁は今年10月に退任する予定となっているが、次期総裁によりECBの政策スタンスに影響を与える可能性があるといった見方もあり、今後の注目点の一つとなっている。

- 英国経済をみると、1～3月期の実質GDP（速報値）は前期比+0.5%（10～12月同+0.2%）となった。在庫投資が成長率を+0.7%ポイント押し上げた。EU離脱の当初の期限だった3月29日を前に在庫を膨らませたとみられている。また、個人消費は同+0.7%となった。EU離脱に備え買い溜めを行った可能性が示唆される。

- 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、EU離脱交渉が難航していることが景気の重石となっているとみられていることなどから、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おく必要があるといった指摘もみられている。離脱の帰趨によっては、物流や金融市場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、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っており、設備投資が伸び悩むと予想されている。輸出については、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。

なお、英国に拠点を置く企業では、離脱問題の解決策が見通せないようであれば、英国からの撤退を進める動きがさらに多くなる可能性があり、経済の混乱に拍車がかかる懸念があるとみられている。

- 英国の3月の消費者物価指数は前年比+1.9%（2月同+1.9%）となった。ガソリン価格が上昇したものの、食料価格が小幅な上昇に止まったことなどで、全体の伸びが抑えられた。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は前年比+1.8%（2月同+1.8%）となった。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、2%近傍での落ち着いた推移となっているが、物価の押上げ要因も存在しており、現状程度の水準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、国内景気が減速し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離脱を巡る混乱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は、5月2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、「経済成長の基調的な軌道は従来の予想よりも若干力強いようにみえるが、潜在成長力をやや下回っている」とした。物価面では、労働市場の引締めや賃金の上昇などから、「国内の物価上昇圧力は強い」とし、「インフレ率は向こう2年間で物価目標の2%を上回る可能性がある」と指摘した。こうした中、金融政策については、「経済が我々の予測に沿う形で進展するのであれば、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、「景気見通しは引き続きEU離脱のあり方やタイミングに大きく左右される」ことを強調し、「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」との慎重な姿勢も維持した。
- 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と予想されている中で、EU離脱を巡る動向や景気動向を見極めつつ、慎重に判断していく展開が続いており、市場では、当面は政策金利の据え置きが予想されている。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ると想定したうえで、2019年央以降に状況を見極めて次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、EU離脱を巡ってさらな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思われる。BOEは、離脱交渉の動向と景気次第で、利上げにも利下げにも動く可能性があるとしているが、どちらとも決断できない可能性があるといった見方も出ている。

- 米国経済をみると、1～3月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+3.2%（10～12月期同+2.2%）と前期から加速した。個人消費が同+1.2%（10～12月期同+2.5%）、設備投資が+2.7%（10～12月期同+5.4%）と伸びが鈍化したものの、輸出が同+3.7%（10～12月期同+1.8%）と高い伸びとなった。また、在庫投資の寄与度が+0.65%ポイント（10～12月期同+0.11%ポイント）となったことも成長の押上げ要因となった。市場では、全体として堅調な伸びが持続しているとみられているが、個人消費が鈍化しており、堅調な成長を維持するには個人消費の今後の動向が注目されると指摘されている。
 - 米国の4月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+26.3万人（3月同+18.9万人）と高めの伸びとなった。失業率は3.6%（3月3.8%）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+3.2%（3月同+3.2%）となった。
 - 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引き続き見込まれている。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高いとも指摘されている。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・所得環境など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。FRBが今後の利上げに慎重な姿勢を示したことも景気に寄与するとみられている。こうした中、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の可能性が指摘されている。また、これまでの財政拡張政策の効果が薄れてくることも、景気の先行きに対する不安材料となっている。さらに、株価の調整局面入りや金融市場の不安定化した場合の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、これまでの利上げなどにより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、所得税減税の効果が減衰していくことや株価の軟調局面がみられていることなどが消費の増加ペースの鈍化に繋がる可能性があるとして指摘されているほか、先行きの政策や政権に対する不安が強まる場合や物価上昇率が一段と高まる場合などには、消費行動を抑制す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、企業収益が底堅さを維持していること、人手不足感が高いことなどが投資の増加要因として期待されている。ただ、法人税減税効果の逓減、トランプ大統領の強硬な政権運営や通商・外交政策による影響、資本ストックの積み上がりなどにより、企業の投資姿勢が慎重化する可能性があるといった指摘もみられている。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、中国をはじめとする世界経済の成長が減速してきていることや、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、4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%（3月同＋2.0%）となった。帰属家賃や医療費などの上昇がみられた。総合では同＋2.0%（3月同＋1.9%）となった。ガソリン価格の上昇がみられた。
また、3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）は前年比＋1.6%（2月同＋1.7%）と伸びが引き続き鈍化した。総合の前年比は＋1.5%（2月同＋1.3%）となった。
- 米国の物価の先行きについて、市場では、コア消費者物価は引き続き2%近傍で推移すると見込まれているが、物価上昇圧力は限定的となってきたとみられている。物価上昇要因としては労働需給のタイト化を背景とした賃金の上昇が指摘されている。ただ、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大幅に加速するとはみられていない。また、景気が減速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、インフレ率の上昇圧力を限定する要因も指摘されている。
- 4月30日、5月1日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を2.25～2.50%に据え置くことを全会一致で決定した。
また、前回会合で決定した、バランスシート縮小については9月に終了すること、それまでについては、5月から縮小ペースを減速し、保有国債の毎月の縮小ペースを300億ドルから150億ドルに半減することを維持した。
なお、FRBは、銀行の超過準備に対する付利金利（IOER）を2.4%から2.35%に引き下げた。これは、主要政策金利であるFF金利の実効レートが当局の誘導目標レンジの上限に近づいているためであり、「小さな技術的な調整である」（パウエル議長）とした。
- 委員会後に発表した声明文では、経済の現状については、前回の「経済活動は昨年の第4四半期の着実なペースから鈍化した（has slowed from its solid rate）」から、今回は「経済活動は底堅いペースで拡大した（rose at a solid rate）」とした。物価面では、前回は、「前年比ペースでみた総合的なインフレ率は主にエネルギー価格の低下により低くなり、食

品・エネルギーを除くインフレ率は2%近くに止まった」としたが、今回は、「前年比ベースでみた総合的なインフレ率と食品・エネルギーを除くインフレ率は低下し、2%を下回っている」とした。政策面では、「世界経済と金融の動向、落ち着いたインフレ圧力を考慮し、どのようなFF金利の目標誘導レンジの将来的な調整がこれらの結果を支えるために適切かを決める当たり、委員会は忍耐強くなるだろう（the Committee will be patient）」と金融政策運営を柔軟に行う姿勢を示した文言を維持した。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実績と見通しを評価する」とし、「この評価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、市場では、1月のFOMCで先行きの利上げスタンスに対し慎重で柔軟な姿勢が示されたこと、3月のFOMCで参加者のFF金利誘導目標見通しが2019年の利上げはゼロとされたこと、また、米国の現状の経済、物価の動向などを勘案すると、FRBは暫く状況を見極める姿勢を続けるとみられている。FRBは物価が上がらなければ利上げをする必要がないという姿勢にあるといった指摘もみられている。ただ、FRBは追加利上げの可能性を排除したわけではないとも捉えられている。こうした中、市場での今後の利上げに関する見通しをみると、米国経済が堅調に推移し、金融市場が安定しているという想定のもとで、年内の利上げの可能性があるといた予想がみられているが、前記見方が強い中、今年の利上げはひとまず休止して政策金利は当面据え置かれるとの見方が多い。今後暫くは景気・物価動向等を見守りながら、政策金利変更の条件や可能性を探りながらの展開となるとみられている。こうした中、市場では次の政策金利の変更については、利下げがあり得るとの見方も浮上しているが、米国景気が今年後半にかけて力強さを取り戻すといった見通しのもと、2020年には利上げが再開されるといった予測がみられている。一方、インフレが加速するリスクは、現状では、然程高くないとみられている中、昨年12月で今次局面の利上げは打ち止めとなった可能性があるといった指摘もある。
- 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拡大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おり、力強さに欠く緩慢な成長に止まるとの見方が多い。また、日本経済が景気後退局面入りしている可能性が高いとみられており、先行きに対する不透明感が強まっている。
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、輸出などの停滞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減速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続いており、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。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り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・株式市場の混乱の可能性による景気への影響にも留意する必要があるとみられている。

なお、今年10月に予定されている消費税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、軽減税率の導入や教育無償化など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、増税実施後の景気的大幅な落ち込みは回避されるとの見方が多い。

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もあって、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であること、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こと、住宅ローン金利が低水準で推移していることなどを背景に、持ち直しの期待もあるが、住宅価格の高止まりによる需要減、空室率の上昇や貸家の供給過剰感、建設産業における人手不足の深刻化など、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めの水準にあること、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引き続き見込まれている。ただ、内需や輸出が力強さに欠けていること、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があるとなどから、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、このところ弱含みの展開となっている中、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、失速する可能性は低いとみられているが、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り、中国など世界経済が減速傾向にあることやIT関連が調整局面にあることなどから、伸び悩みが続くと見込まれている。

- 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、伸び率が鈍化していくとみられている。物価押し上げ要因としては、人件費や原材料費など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。また、最近の原油価格上昇に伴うガソリン価格などの上昇もみられている。一方、押し下げないし伸び悩みの要因をみると、国内景気の拡大が力強さに欠けていること、賃金の上昇力が弱いこと、既往の原油価格低下により遅れて反映される電気代などへの影響がみられること、マクロ的な需給環境の改善が後退していること、などが挙げられている。ま

た、自由貿易協定の発効による輸入関税の引き下げが、今後、物価押下げに繋がるとみられている。さらに、先行きの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。こうしたことに加え、携帯電話料金の値下げや教育無償化などの動き、ネット通販の普及などが物価押し下げ要因として指摘されている。こうした状況下、コアの消費者物価は0%台後半での推移が当面の上限とみられており、今後、下振れ要因の強まりにより、伸び幅が縮小すると指摘されている。中にはマイナスの可能性を予想する向きもみられている。

- 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、政策金利のフォワードガイダンスによる金融緩和姿勢がより明確化されたことなどもあって、強力な緩和策を粘り強く長期間にわたって維持するとの見方が引き続き多い。今後、日銀は現状維持の姿勢を続け、2019年10月に予定されている消費税率引上げ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年超程度といった見方もある）まで、また、世界経済の動向を見極めるまで、金利目標を変更する可能性は低いとみられている。この間の政策の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。また、フォワードガイダンスの「少なくとも2020年春頃まで」という文言をこの先修正を行っていくことで、強力な金融緩和を長期に維持することとなると指摘されている。

なお、異次元緩和を和らげる修正については、景気がさらに鈍化する懸念がみられていること、物価の上昇力が弱まっていること、FRBが今後の利上げに慎重になっていることなどから、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、景気の下振れリスクが強まっており、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。仮に政府が新たな追加の経済対策を打ち出した場合に、これに併せて日銀も何らかの対応を図るのではないかとといった観測もみられている。ただ、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、さらなる緩和が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、マイナス金利政策などの副作用が強く意識されている中、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。また、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