

## マーケット・アイ

### 1. 景況判断

- 内閣府は6月の月例経済報告で、景気の基調判断を、「輸出や生産の弱さが続いているものの、緩やかに回復している」に据え置いた。項目別の判断では、企業収益を、「高い水準にあるものの、改善に足踏みがみられる」から「高い水準で底堅く推移している」に引き上げた。国内企業物価については、「このところ緩やかに上昇している」から「このところ横ばいとなっている」とした。
- 日本銀行は6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、「基調としては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では、輸出や鉱工業生産を「足もとでは弱めの動きとなっている」から「弱めの動きとなっている」とした。
- 日銀が7月1日に発表した短観（6月調査）をみると、大企業・製造業などで景況感が悪化し、また、大企業の収益計画は減益の見通しとなっており、景気の減速感がみられている。ただ、大企業・非製造業の業況判断は小幅ながら改善して高めの水準を維持し、また、設備投資計画については、大企業・製造業が前向きな計画となっているなど、景気の底堅い面も窺われる。

最近の業況判断DIをみると、大企業・製造業では「+7」と前回比△5ポイントと2四半期連続の悪化となった。米中貿易摩擦、中国経済など海外経済の減速、IT関連の調整などによる影響が景況感を下押ししたとみられている。大企業・非製造業では「+23」と前回比+2ポイントの改善となった。人手不足などによる業況への下押し材料もみられているが、良好な雇用・所得環境による好影響や根強いインバウンド需要などのほか、改元効果や大型連休による一時的な要因もあって、景況感が高めの水準を維持した。中小企業では、製造業が「△1」と前回比△7ポイントの悪化となり、「悪い超」に転じた。非製造業では「+10」と前回比△2ポイントの悪化となった。先行きの判断については、大企業の製造業（「+7」、0ポイント）、非製造業（「+17」、△6ポイント）、中小企業の製造業（「△5」、△4ポイント）、非製造業（「+3」、△7ポイント）と一段と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、世界経済の減速、海外環境の悪化による国内景気への影響等に伴う先行き不透明感などが影響しており、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、2019年度の経常利益の計画は、大企業の製造業では前年度比△8.1%（修正率△5.9%）と下方修正され、前年度（同△0.9%）よりさらに減益率が高まる見

通しとなっている。非製造業では同△1.4%（2018年度同△0.1%）の見通しとなっている。2019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+12.9%（修正率+2.5%）と前年度（同+7.0%）を上回る高い伸びとなる計画となっている。大企業・非製造業では同4.2%と前年度（同+7.4%）を下回る見通しである。この結果、大企業・全産業では同+7.4%（前年度同+7.3%）と前年度並みの底堅い計画となっている。

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+0.9%）」、「3年後+1.0%（同+1.1%）」、「5年後+1.1%（同+1.1%）」となった。

- 総務省が発表した5月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.8%（4月同+0.9%）と伸びが鈍化した。電気代、宿泊料、外国パック旅行、携帯電話機などが押し下げ方向に寄与した。総合は同+0.7%（4月同+0.9%）も伸びが低下した。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+0.5%（4月同+0.6%）となった。

## 2. 金融政策

- 日銀は、6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。

政策金利については、「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」とのフォワード・ガイダンスを維持した。

- 黒田日銀総裁は、6月20日の決定会合後の定例記者会見では、「先行きについては、わが国経済は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調としては緩やかな拡大を続けるとみられる」が、「海外経済を巡る下振れリスクは大きいとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある」とした。ただ、「先日のG20での議論でも、その際発表されたIMFの世界経済見通しでも、今年の後半から来年にかけて世界経済は成長を加速していくというメインシナリオは変わっていない」ため、「リスクが高まっているということは事実であるが、メインシナリオが狂ってきて今の時点で世界経済の成長が回復しないとか、不況に陥るおそれがあるとか、そういうことではないと考えている」との認識を示した。物価面では、「先行きについては、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていく」との従来の考えを繰り返し述べた。こうした中、金融政策については、「仮に将来、2%に向けたモメンタムが損なわれて、追加緩和を検討するような場合」があっても、「これまで述べてきた通り、追加緩和の手段としては、短期政策金利の引き下げ、長期金利操作目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速など、様々な対応が考えられ、日本銀行としては、これらを組み合

わせて対応していくことを含め、その時々状況に応じて適切な方法を検討していく方針に変わりはない」とした。また、「当然そういうことを行う際には、副作用が小さくなり、ネットで緩和の効果が最も大きくなるような措置を検討する」と述べた。なお、欧米で利下げ観測が強まっていることに対する日本銀行の今後の対応については、「主要国の金融政策運営が、国際金融市場あるいは世界経済に影響を及ぼすという可能性は十分あり、その大きさは、その時々経済情勢や市場環境によっても異なり得ると思っている」が、「日本銀行としては、こうした点も注意深く確認しながら、経済・物価・金融情勢を踏まえて、毎回の金融政策決定会合において、適切な金融政策運営を行っていく方針であり、その際、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれるような状況になれば、躊躇なく追加緩和を検討していくことになる」とした。

### 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、積み期間後半においても、先月の年金定時払いや国債大量償還・利払いといった要因から日銀当預が大幅に増加していたこともあって、調達意欲は弱い。7月初頭の無担保コール0/N加重平均レートは下限域で低下基調が続いている。

#### (2) オープン市場

- レポ市場では、7月初頭までは短国の在庫が重いことや、実質的な積み最終日が12日（13～15日は休日）となっていることなどから、 $\Delta 0.10\%$ を上回って推移していたものの、その後は $\Delta 0.10\%$ を下回っての推移となっている。
- 短国市場では、長期債が大きく低下したことで6M～1Y物は低下し、 $\Delta 0.10\%$ 台後半から $\Delta 0.20\%$ 台前半での推移となっている。その一方で、3M物の在庫が多少重めなこともあり、3M物は $\Delta 0.15\%$ を上回る水準での推移となっている。それを反映し、9月末を越えない期間の銘柄には売りがみられている。
- CP市場では、6月末の発行残高は18兆4,600億円（前月比▲17,875億円、前年同月比+2兆2,338億円）と前月比では若干減少したものの、前年同月比でプラスとなった。ノンバンク業態の月末発行残高は過去最高を記録した。前年同月比は28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の、底堅い緩やかな成長が続くと予想されているが、景気下振れ要因が少なからず存在していることから、景気の基調は弱く、低成長に止まる可能性が高いとの見方が多い。下振れの要因としては、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、それらによる金融・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・所得環境が続いていることなどを背景に、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いった指摘もみられている。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、設備稼働率が高水準にあることもあって、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6月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.2%（5月同+1.2%）と上昇率が鈍化した前月と同じ伸びとなった。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%（5月同+0.8%）と、サービス価格等の上昇を背景に伸び率が前月を上回った。
  - ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、景気が減速してきていること、賃金による物価押し上げ圧力が引き続き強くないこと、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、物価の上昇感が窺われない状況が続くとみられている。
  - 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、緩和的な金融環境を維持し、場合によっては、緩和の強化に踏み切る可能性もあるとみられている。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、貿易摩擦や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指摘されている。こうした中、6月の理事会の声明文で、政策金利に関するフォワード・ガイダンスの時間軸を6か月延長されたこと、「不測の事態が発生した場合に理事会は行動する決意がある」との文言が新たに追加されたこと、また、理事会で緩和に向けた議論が提起されたことなど、緩和方向の対応が示唆された。さらに、ドラギ総裁は6月18日の講演で、「インフレ目標に向けた持続的な回復が脅かされており、状況の改善がなければ、追加緩和が必要になる」と発言している。こうしたことなどから、利下げや量的緩和の再開に踏み切る可能性があるとの観測が強まっている。市場では、経済見通しを発表する9月の理事会で緩和策を発表する可能性があるといった予想もみられている。
- ただ、現時点において金融緩和が必要なほどユーロ圏経済は減速していないとの見方もあり、

また、マイナス金利の副作用に対する懸念があること、さらに、ECBの政策手段が乏しいとみられていることなどから、利下げや量的緩和再開は難しいのではないかとみる向きもあり、量的緩和の再開はあるにしても、政策金利については、ECBはフォワード・ガイダンスをさらに延長するなどして、当面据え置く程度の対応しかとれないのではないかと予想もみられている。

- 英国経済をみると、1~3月期の実質GDP（確報値）は前期比+0.5%（10~12月同+0.2%）となった。個人消費は同+0.6%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。設備投資は同+0.4%となった。
- 英国経済の先行きについて、市場では、雇用・所得環境が下支え要因となって底堅く推移するものの、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おり、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し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離脱を巡る不透明な期間が長引いていること、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5月の消費者物価指数は前年比+2.0%（4月同+2.1%）となった。航空運賃などの旅行関連の価格が4月のイースター時期の高値から下落したことなどが鈍化の要因となった。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+1.7%（4月同+1.8%）と落ち着いた推移となっている。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、現状程度の水準で引き続き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、物価押し上げ要因としては、タイトな労働需給などから賃金の上昇圧力が引き続き強いとみられていること、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、6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、「成長の下振れリスクが高まっている」との懸念を示した。これは、「世界的には貿易摩擦が緊迫化しており、国内では合意なき離脱の可能性が高まっている」ことが要因となっているとした。「英国の潜在成長率は、2018年と比較して、2019年上期には少し下回る水準に弱まった」との認識を示した。物価面では、「最近のエネルギー価格の低下から、今年後半には物価目標の2%を下回る可能性がある」との見方を示した。また、「労働市場は引き締まり続けているが、賃金の上昇が横ばいとなる兆候は強まっている」と指摘しており、物価の先行きに対する従来の厳しい見方が弱まっている。ただ、金融政策については、「経済が我々の予測に沿う形で進展し、円滑なブレグジットを前提にするのであれば、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。そうした中で、「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、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、BOEが慎重に判断していく展開を続けており、市場では、当面は政策金利の据え置きが続くと予想されている。仮に追加利上げがあるとなれば、離脱の新たな期限となる10月末で混乱を回避できたと想定したうえで、2020年に向けて状況を見極めて次回の利上げを判断していく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、離脱を巡る動向と景気・物価次第で、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（確報値）は前期比年率+3.1%（改訂値同+3.1%）と前期（10~12月期同+2.2%）を上回る伸びとなった。個人消費が同+0.9%（10~12月期同+2.5%）と弱い伸びとなったほか、設備投資が同+4.4%（10~12月期同+5.4%）と伸びが鈍化したものの、輸出が同+5.4%（10~12月期同+1.8%）と高めの伸びとなった。また、在庫投資の寄与度が+0.55%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6月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+22.4万人（5月同7.2万人）と大幅な伸びとなった。失業率は3.7%（5月3.6%）と1969年12月以来の低水準であった5月からやや上昇した。時間当たり賃金は前年同月比+3.1%（5月同+3.1%）と5月と同じ伸びとなり、緩やかな伸びに止まっている。
- 米国経済の先行きについて、市場では、景気拡大基調を維持すると引き続き見込まれているが、下振れリスクとなる要因が少なからずみられていることから、従来の高めの成長から減速するとの予想が多い。景気拡大基調が続くとする要因としては、個人消費が良好な雇用・所得環境などを背景に増加基調が続くと見込まれていること、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が今後の政策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。特に、中国との貿易摩擦が懸念されている。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、株価の調整や金融市場の不安定化の可能性などによる景気への影響には留意する必要があるとみられている。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、引き続き増加基調で推移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、雇用の改善の余地が低下してきていること、また、先行きの政策や政権に対する不安が強まる場合などにより、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、低金利の持続など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、法人税減税効果の逡減、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、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おり、不確実性が高い状況が続くとみられている。

- 米米国の物価動向をみると、6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%（5月同+2.0%）と伸びが高まった。居住費、中古車、被服費、家具など幅広い分野での上昇がみられた。総合では同+1.6%（5月同+1.8%）とさらに伸びが鈍化した。ガソリン価格などが低下した。  
また、5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%（4月同+1.6%）となった。総合の同は+1.5%（4月同+1.6%）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現状程度の水準で推移すると見込まれている。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や関税率の引き上げによる影響などが指摘されている。一方で、景気減速に対する警戒感がみられていること、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ことなどが、物価抑制要因として指摘されている。また、価格競争の高まりや技術革新の進展の影響などがインフレ上昇圧力を限定する要因ともみられている。
- 6月18、19日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を2.25~2.50%に据え置くことを賛成9、反対1で決定した。セントルイス地区連銀のブラード総裁は0.25%ポイントの利下げを主張した。
- 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「経済活動は底堅いペースで拡大した（rose at a solid rate）」から、今回は「経済活動は緩やかなペースで拡大している（rising at a moderate rate）」と判断を引き下げた。「設備投資の指標が軟調である」とした。物価面では、「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2%を下回っている」とした。市場の期待インフレについては低下したとの判断を行った。政策面では、前回の「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）」と現状維持の姿勢から、今回は「不確実性と落ち着いたインフレ圧力を考慮し、委員会は経済見通しに関する今後の情報が示唆するものを注視し、景気拡大や力強い労働市場、対称的な2%目標近くのインフレの維持に向けて適切に行動する（will act as appropriate）」とし、状況によっては緩和的な対応をする可能性を示唆した。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は据え置いた。  
今回のFOMCでは、17人の政策当局者のうち7人が年末までに政策金利を0.5%ポイント引き下げることが適切になるとの見解を表明し、1人が0.25%ポイントの利下げが適切との見方を

示した。3月時点では利下げ予想はゼロであった。

また、パウエル議長は声明発表後の記者会見で、「同僚と私は、強い労働市場と安定した物価のもと、景気拡大を維持するという最重要の目標を持っている」と述べ、多くの政策当局者は利下げの論拠が強まったと考えていると表明した。

- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、利下げ見通しが強まっている。パウエル議長は6月4日の講演で、「景気拡大を維持するため、適切な行動を取る」と発言しており、これにより市場では経済が悪化した場合には利下げを行う可能性があるとの見方が浮上した。その他の連銀高官からも、経済の下方リスクが生じれば、適切に行動するという旨の発言がみられた。こうした中、6月のFOMCの声明文で、政策調整を「忍耐強い」姿勢から「適切に行動する」に変更したことで、利下げ観測が一段と強まっている。また、パウエル議長は7月10日に下院金融サービス委員会で行った議会証言で「より緩和的な金融政策の必要性が高まっている」と述べた。今後の利下げの内容については、現状の政策金利の水準を踏まえると、FRBによる利下げの余地は大きくないとみられており、早めに予防的に動いた方が、結果的に追加利下げを小幅に止められることができるとみられている。このため、市場では、不確実性などに伴う経済・物価への影響を見極めたうえで、7月と9月に合わせて2回程度の利下げの可能性があるといった予想がみられている。また、利下げが行われるとしても、数回程度の調整利下げに止まり、利下げが長く続く展開は想定できないとの見方が多い。

ただ、米中の貿易交渉が進展し、景気への悪影響の可能性が低下した場合には、利下げの実施は見送られる可能性がある。また、今後の利下げの実施は、不確実性の高まりが实体经济に悪影響を及ぼしたと判断ができる材料が出てくるか否か次第である、とも市場では捉えられている。このため、米国景気が後退局面に向かう兆候は今のところみられていない中、FRBは市場に安心感を与えるため適切に行動する用意があるとのメッセージを送りつつ、経済、物価、貿易摩擦などの動向を見極めつつ、様子見姿勢を続ける可能性があるといった指摘もある。このため、暫くは金融政策を巡る不確実性が高い状態が続く可能性があるともみられている。

- 日本経済の先行きについて、市場では、振れを伴いつつも緩やかな拡大傾向をкаろうじて維持するといった見方や、持ち直しを期待する見方もあるが、輸出の停滞などを背景に、景気は力強さに欠ける展開で、暫く足踏み状況が続くのではないかといった見方があるなど、不透明感が強まっている。

持ち直しの見方としては、国内での人手不足や米国経済の拡大等を背景とした設備投資の底堅さや、回復テンポが鈍いものの良好な雇用環境を背景とした個人消費の緩やかな持ち直しが期待されている。ただ、輸出の停滞が長引く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。また、輸出の停滞が、設備投資や個人消費の回復を阻害する可能性があることにも注意しておく必要があるとみられている。

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、トランプ政権による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、自動車を巡る貿易交渉の行方によっては景気に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。さらに、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も懸念されている。こうした中、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との見方が多い。ただし、景気後退局面入りしている可能性が高い中では、消費税率引上げ後の2019年度下期は調整色が強まる可能性が高いといった指摘もある。

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もあって、底堅い中で緩やかに持ち直していくといった見方もあるが、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、消費マインドが一段と慎重化する可能性があり、持ち直すとしてもテンポは鈍く、力強さに欠けるとの見方が多い。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減速感が強まっ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懸念されている。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、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。一方、押し下げないし伸び悩みの要因をみると、景気が力強さに欠けていること、賃金の上昇力が弱いこと、原油価格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、携帯電話料金の値下げの影響も指摘されている。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、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。このため、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、夏場にかけて、下振れ要因により、上昇幅が縮小する可能性があるとして指摘されているなど、低調な推移が予想されている。

なお、消費税率の引き上げの影響については、種々の要因からインフレ率の基調がわかりにくい局面が続くとみられている。本年10月からの消費税率引き上げにより物価は押し上げられる一方で、同時に実施される幼児教育無償化は押し下げ要因になると見込まれる。さらに2020年4月実施の高等教育無償化も押し下げ要因になるとみられている。

- 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続けるとみられている。

そうした中で、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や、消費税引き上げが予定されている中で、その可能性はあると市場ではみられている。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。また、FRBやECBが利下げなどに踏み切った場合への対応も注目されている。市場では緩和策としてフォワード・ガイダンスの延長、ETFの買入増額などが指摘されている。こうした施策による実質的な政策効果は乏しいとはみられているが、欧米で緩和観測がみられている中で、場合によっては緩和姿勢を示す必要があり、副作用が軽く、採用しやすいといった点が指摘されている。

一方で、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も続いている。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