

## マーケット・アイ

### 1. 景況判断

- 内閣府は7月の月例経済報告で、景気の基調判断を、前月の「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」から、「輸出を中心に弱さが続いているものの、緩やかに回復している」との表現に変更したが、「緩やかに回復している」との判断は維持した。項目別の判断では、生産を「このところ弱含んでいる」から「このところ横ばいとなっているものの、一部に弱さが続いている」に引き上げた。業況判断については、「製造業を中心に慎重さがみられる」から「製造業を中心に慎重さが増している」に引き下げた。また、国内企業物価は「このところ横ばいとなっている」から「このところ緩やかに下落している」とした。
- 日本銀行は7月29、30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、企業収益を「総じて良好な水準を維持している」から「総じて高水準を維持している」とした。個人消費については、「振れを伴いながら、緩やかに増加している」から、「緩やかに増加しており、一部では前回増税時よりも小幅ながら消費税率引き上げ前の需要増もみられ始めている」とした。鉱工業生産については、「弱めに動きとなっている」から「横ばい圏内に動きとなっている」に引き上げた。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は「0%台後半となっている」から「0%台半ばとなっている」とした。
- 内閣府が8月9日に発表した4～6月期実質GDP1次速報値は、前期比+0.4%、前期比年率+1.8%（(1～3月期前期比+0.7%、前期比年率+2.8%）となった。個人消費が前期比年率+2.5%（1～3月期同+0.4%）、設備投資が同+6.1%（1～3月期同+1.7%）と伸び率が高まった。輸出については同△0.2%（1～3月期同△7.6%）とマイナスが続いたが、マイナス幅は縮小している。こうした中、輸入が同+6.7%（4～6月期同△16.0%）と増加に転じた。こうした中、純輸出の寄与度は、1～3月期は+1.7%ポイントと大きなプラス要因となったが、4～6月期は△1.2%ポイントとなった。こうしたことを勘案すると、1～3月期は成長率の割には実態経済が力強さを欠く結果であった一方、4～6月期は個人消費と設備投資の増加によるものと評価できる。ただ、個人消費は、ゴールデンウィークの10連休や新元号による影響があったことに伴い、一時的に消費が押し上げられた可能性が高い点には留意する必要がある。
- 総務省が発表した6月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.6%（5月同+0.8%）

とさらに伸びが鈍化した。ガソリン、電気代などのエネルギーのほか、通信料などが押下げに寄与した。総合は同+0.7%（5月同+0.7%）となった。生鮮食品の上昇が寄与した。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%（5月同+0.5%）となった。

## 2. 金融政策

- 日銀は、7月29、30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。このうち、片岡委員は、今回は、短期政策金利を引き下げること金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。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。

今回は公表文において追加の文言として、「海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」を明記した。

- 黒田日銀総裁は、7月30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、「家計・企業の両部門において、引き続き、所得から支出への前向きな循環が働いている」とし、先行きについては、海外経済の減速の影響を受けるものの、景気の拡大基調が続くとみられる」とした。物価面では、消費者物価の前年比は、「弱めの動きが続いている」が、先行きは、「2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる」との見方を繰り返した。そのうえで、先行きのリスクとして、「経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に、下振れリスクの方が大きいと考えている」、また、「物価の見通しについても、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、下振れリスクの方が大きいとみている」との慎重な見方を示した。

こうした中で、今回の会合で、「金融政策運営方針を一段と明確にする」ため、「『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれるリスクの顕在化を未然に防ぐために必要と判断する場合には、躊躇なく、政策対応を行う方針である」ことを公表文に明記したことについて述べた。さらに、これにより、「従来から申し上げているよりもかなり金融緩和に向けて前向きになったとは言える」との認識を示した。今回の政策決定において現状維持としたことについては、「下振れリスクに注意が必要なことは事実であるが、先行きも、経済は緩やかな拡大を続け、2%の『物価安定の目標』に向けたモメンタムは維持される」ことを強調した。近い将来の追加緩和を示唆したのかとの質問に対しては、「時間的にすぐということを目指すも意味してはいないとは思いますが、モメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、直ちに躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じるということである」とした。また、モメンタムが損なわれるかどうかを、どういうところでみるかについては、「基本的には2つである」として、「1つは、需給ギャップがプラスの状況が続いていくことがやはり非常に重要で、

そのもとで企業の賃金・価格設定スタンスがどのくらい積極化していくかということが重要である」、「もう一つは、そういうことを通じて物価上昇率が上がっていったときに、企業や家計の物価上昇予想といったものがどの程度上がっていくかである」と述べた。さらに、緩和手段については、「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等、様々な対応があり得る」とこれまでと同じ内容を繰り返した。

### 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、季節要因から日銀当座預金が大幅に減少する中、レポレートが上昇したことに連動し、無担保コール0/N加重平均レートは急激に上昇した。

#### (2) オープン市場

- レポ市場では、日銀当座預金が大幅に減少する中、業者の在庫の積み上がりもみられたことから、一時は $\Delta 0.01\%$ と今年3月以来の水準まで上昇した。その後は若干落ち着いたものの、 $\Delta 0.10\%$ を大きく上回っての推移となっている。
- 短国市場では、6M~1Y物は $\Delta 0.10\%$ 台後半から $\Delta 0.20\%$ 台での推移となっている。その一方で、3M物の在庫は重く、一時は $\Delta 0.099\%$ と $\Delta 0.10\%$ を上回る水準での出会いもみられた。6日の短国買入オペは5,000億円と、最近の傾向を上回るオファーがなされた。直近の3M物は $\Delta 0.10\%$ 前後での推移が続いている。
- CP市場では、7月末の発行残高は21兆5,822億円（前月比+31,221億円、前年同月比+22,615億円）と前月比、前年同月比共にプラスとなった。卸売・ノンバンク業態を中心に幅広く発行残高が増加しており、事業法人の発行残高としては過去最高を記録した。前年同月比は29か月連続の増加となった。3年前と比べると、金融法人・ABCPは減少しているものの、事業法人が約9兆円増加しており、残高増加を牽引している。市場残高は概ね21兆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、4~6月期の実質GDP(速報値)は前期比+0.2%（1~3月期同+0.4%）と伸びが鈍化し、昨年7~9月期、10~12月期にみられた低水準の成長となった。個人消費や在庫投資が押下げ要因とみられている。
- 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、良好な雇用・所得環境などを背景に、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みられている。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減速などによる経済的な影響、地政学的リスク、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、实体经济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、基調的な物価の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、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寄与することなどが期待されているが、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、地政学的リスク等から伸び悩む可能性があることや、場合によっては想定以上に減速することに注意する必要があるといった見方もある。

- ユーロ圏の7月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.1%（6月同+1.3%）と鈍化し、17か月振りの低い伸びとなった。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+0.9%（6月同+1.1%、5月同+0.8%）と伸び率が鈍化した。
- 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傾向にあることなどから、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は7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。先行きの政策金利に関するフォワード・ガイダンスについては、「少なくとも2020年上期まで現行水準に止まる見込みである」としていたのを、「少なくとも2020年上期まで現行水準に据え置く、もしくはそれを下回る水準に止まる見込みである」に変更し、利下げの可能性を含む表現とした。資産買入プログラムについては、「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」ことの方針は維持した。
- 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、「雇用のさらなる増加と賃金の上昇が景気の回復力を下支えしている」が「世界的な成長力の低下や、国際貿易の弱さがユーロ圏の見通しの重石となっている」とした。さらに、「地政学的な要因、保護主義による脅威の台頭、新興国市場の脆弱性などが長らく不確実性をもたらしているこ

とにより、景況感が低下しており、特に製造業で顕著である」との懸念を示した。「こうした状況下、インフレ圧力は引き続き抑えられており、インフレ期待の指標は低下している」と物価面の弱さに言及した。こうした中、金融政策については、物価が2%目標の上下を対称とする水準に向けて委員会が行動することにコミットするとし、正式にインフレ率が目標の上下に振れることを容認した。そのために、「物価が目標に向かって持続的に上昇するのを確保するために、理事会はあらゆる手段を適切に調整する用意がある」とした。また、「委員会は関係委員会に、政策金利に関するフォワード・ガイダンスを強化する方法、超過準備の付利における階層化システムの設計など影響緩和の措置、新たな資産購入を行う場合の規模および資産の組み合わせなどについて、選択肢の検討を指示した」と明記した。そうしたうえで、「中期的に2%弱のインフレ率の回復を持続的に支えるには、なお十分な金融刺激策が必要である」との方針とした。

- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、経済・物価動向などを見守りつつ、緩和的な金融環境を維持することはもとより、さらには緩和の強化に踏み切るとの観測が高まっている。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、通商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、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、7月の理事会の声明文で、政策金利に関するフォワード・ガイダンスで利下げの可能性が明記されたこと、理事会が関係委員会に緩和の方策について検討することを指示したことなどから、利下げ等金融緩和観測が一段と強まっている。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高いとみられている。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、ECBの政策手段が乏しいとみられていることなどから、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離脱を巡る不確実性などが景気の重石となっているとみられており、基調としては緩慢な成長に止まると見込まれている。また、将来への不確実性などから、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ある。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がみられている。こうした中、家計部門では、雇用・所得環境が下支え要因となっているものの、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懸念されていることなどから、個人消費は減速していくと見込まれている。企業部門では、国内経済が減速方向にあること、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、地政学的リスクなどから、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6月の消費者物価指数は前年比+2.0%（5月同+2.0%）となった。食品や衣料品などが上昇した一方、エネルギー、宿泊、自動車燃料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は前年比+1.8%（5月同+1.7%）となった。
- 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、国内景気が基調として減速していく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、タイトな労働需給などから賃金上昇が指摘されていること、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、8月1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、「基調的な成長率が2018年以降減速し、潜在成長率を下回っている可能性があり、これはブレグジットに関する不確実性が高まったことによる設備投資への影響と、世界経済の減速による純貿易への影響を反映している」との見方を示した。7月中旬時点で、ブレグジットに関する不確実性が「より定着した」との判断も示した。この間、「労働市場は引き続き引き締まっている」状況で、「賃金の年間上昇率も比較的強い」とした。金融政策に関連する記述では、「EU離脱の形を巡り不確実性が高まったことは、今後数年、英国経済がたどり得る道筋の幅がより広がっていることを意味する」とした上で、「金融政策の適切な道筋は、需要と供給、および為替レートへのブレグジットの影響に左右される」とした。そのため、「ブレグジットに対する金融政策の反応は、ブレグジットがどのような形態になろうと、機械的ではなく、政策対応はどちらにも振れる可能性がある」との慎重な姿勢を示した。また、「どのような場合であっても、金融政策は2%の物価目標を実現するために適切に運営する」とした。そうした中で、現状の指針としては、「円滑なブレグジットと世界経済の回復を前提にするのであれば、中期的には超過需要が大きく拡大する可能性がある」としたうえで、「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」との記述を維持した。
- BOEの金融政策の先行きについて、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するれば、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、合意なき離脱による景気への悪影響が強まった場合には、利上げができない、あるいは緩和策に動く可能性もあるといった見方もある。また、米国での利下げや欧州での緩和観測なども影響する可能性があるといった指摘もみられている。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いった指摘もみられている。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、4～6月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+2.1%と前期（1～3月期同+3.1%）から比べて伸びが鈍化した。個人消費が同+4.3%（1～3月期同+1.1%）と2017年10～12月期（同+4.6%）以来の高い伸びとなったものの、設備投資が同△0.6%（1～3月期同+4.4%）と伸びが2016年1～3月期（同△0.6%）以降初めて減少に転じ、輸出も△5.2%（1～3月期同+4.1%）とマイナスに転じた。また、在庫投資の成長率寄与度が△0.86%ポイント（1～3月期同+0.53%ポイント）と成長を押下げた。変動の大きい貿易と在庫を除いた国内最終需要は同+3.5%（1～3月期同+1.8%）となった。市場では、個人消費が復調したことは明るい材料とみられている。ただ、企業部門で弱さが窺われており、今後、こうした動きが個人消費に影響してくるかが注目点となる。
- 米国の7月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+16.4万人（6月同+19.3万人）となった。失業率は3.7%（6月3.7%）と前月比横這いとなった。時間当たり賃金は前年同月比+3.2%（6月同+3.1%）と伸び率が上昇したが、引き続き緩やかな伸びとなっている。
- 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に対応する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、景気下振れにつながる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、既往の所得税減税の効果が減衰していくこと、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、世界経済の減速、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、6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%（5月同+1.5%）となった。総合では同+1.4%（5月同+1.4%）となった。食品やエネルギー価格の値下がり比重となっている。
- 米国の物価の先行きについて、市場では、インフレ圧力は限定的で、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。また、対中輸入関税の拡大や自動車への追加関税の賦課に踏み切った場合の影響も指摘されている。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。
- 7月30、31日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を2.25~2.50%から2.00~2.25%に引き下げることを賛成8、反対2で決定した。ジョージ・カンザスシティ地区連銀総裁とローゼンブレン・ボストン地区連銀総裁は、景気拡大が継続し、失業率が50年振りの低水準にある中での利下げに反対し、金利据え置きを主張した。利下げは2008年12月以来となる。また、保有資産の縮小終了については、8月1日付けで終了することを決定し、今年9月末に

予定していたのを前倒しした。

- 委員会後に発表した声明文では、経済の現状については、「経済活動は緩やかなペースで拡大している」との判断を続けた。「設備投資は引き続き軟調である」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。今回の利下げについては、「経済見通しに関する世界的な動向と低調なインフレ圧力が示唆するものを考慮した」との理由を示した。今後の政策については、「経済見通しに関する今後の情報が示唆するものを引き続き注視し、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」とした。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、経済情勢の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。

パウエル議長は声明発表後の記者会見で、「この利下げの本質は、サイクル半ばでの政策調整だとわれわれは捉えている」とし、「長期にわたる一連の利下げの始まりではない」と説明した。その上で、「一度きりのものであるとは言っていない」とも付け加えた。

- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、7月の利下げ後、もう一段の利下げを期待する見通しとなっているが、追加利下げが継続して実施される可能性は低下しているとみられている。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、9月ないし10月にも追加利下げを実施する可能性があるといった予想がみられている。ただ、現状の政策金利の水準を踏まえると、追加利下げが行われるとしても、回数は限定された予防的、調整的な利下げに止まり、利下げが長く続く展開は想定できないとの見方が多い。パウエル議長は7月のFOMC後の記者会見で継続的な利下げを行うことを牽制する発言を行っている。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ながら、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、景気減速の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、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、米国経済の拡大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存在するとみられている。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。

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、7月の金融政策決定会合で、追加的な金融緩和措置を講じるとの文言が公表文に明記されたことで、その可能性があるとして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。FRBやECBの政策に対する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