

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は9月の月例経済報告で、景気の基調判断を、「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」との判断は据え置いた。項目別の判断では、住宅建設を、「おむね横ばいとなっている」から「このところ弱含んでいる」に引き下げた。
- 日本銀行は9月18、19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、個人消費で、「振れを伴いつつも」との文言を加えたうえで、「雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している」との判断を維持した。

- 日銀が10月1日に発表した短観(9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・非製造業の悪化の度合いは小さく、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を維持しているなど、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「+5」と前回比△2ポイントと三四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、円高の進行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「+21」と前回比△2ポイントの悪化となった。人手不足、大型連休の反動、インバウンド需要の減少などが景況感の低下に繋がったとみられている。中小企業では、製造業が「△4」と前回比△3ポイントの悪化となり、「悪い超」が続いた。非製造業では「+10」と前回と変わらなかった。先行きの判断については、大企業の製造業（「+2」、△3ポイント）、非製造業（「+15」、△6ポイント）、中小企業の製造業（「△9」、△5ポイント）、非製造業（「+1」、△9ポイント）と一段と慎重な見通しとなっている。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、EU離脱問題、消費増税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、消費増税、人手不足等に伴う先行きへの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△10.2%（修正率△2.2%）と下方修正され、前年度（同△0.9%）を上回る大きな減益となる見通しとなっている。非製造業では同△4.8%（2018年度同△0.1%）と引き続き減益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+11.8%（修正率△1.0%）と前年度（同+7.0%）を上回る高めの伸びとなる計画となっている。大企業・非製造業では同+3.6%と前年度（同+7.4%）を下回る伸びとなる見通しである。この結果、

大企業・全産業では同+6.6%（前年度同+7.3%）と前年度をやや下回る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8月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.5%（7月同+0.6%）となった。電気代、都市ガス代や宿泊料などが押下げに寄与した。総合は同+0.3%（7月同+0.5%）と伸びが鈍化した。生鮮食品などが押下げに寄与した。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+0.6%（7月同+0.6%）となった。

2. 金融政策

- 日銀は、9月18、19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。片岡委員は、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。

また、「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恐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」との方針も維持した。

今回は公表文において追加の文言として、「このところ、海外経済の減速の動きが続き、その下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとで、日本銀行は、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる恐れについて、より注意が必要な情勢になりつつあると判断している。こうした情勢にあることを念頭に置きながら、日本銀行としては、経済・物価見通しを作成する次回の金融政策決定会合において、経済・物価動向を改めて点検していく考えである」を明記した。

- 黒田日銀総裁は、9月19日の決定会合後の定例記者会見では、欧米の中央銀行が追加緩和を図る中で、今回決定会合で現状維持という判断がなされた理由については、「どの国の中央銀行も、あくまでも自国の経済・物価の安定を実現することを目的に、それぞれの置かれた状況に応じて、金融政策を運営している」としたうえで、「景気が基調としては緩やかに拡大するもとで、『物価安定の目標』に向けたモメンタムは維持されており、現在の金融政策運営方針を維持することが適当であると判断した」と述べた。ただ、「海外経済の減速が続いて、その下振れリスクも高まりつつあるとみられるもとで、物価のモメンタムが損なわれる恐れについては、より注意が必要な情勢になりつつあると判断している」とした。そのた

め、「展望レポートを公表する次回の会合では、こうした情勢を念頭に置きながら、経済・物価動向を改めてしっかり点検していく考えである」ことを公表文に明記した。今後の金融緩和の余地については、「日本銀行としては常に申し上げているように4つのオプション（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）とその組み合わせで、金融緩和の余地は十分あると考えている」ことを繰り返した。また、金融緩和の姿勢については、「前回の会合の時よりも前向きになっているかと言われれば、その通りである」と明言した。そうした中で、「金融政策の枠組みについては、追加緩和を仮に議論する場合でも、現在の『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』という全体の枠組みを変更する必要があるとは思っていない」とし、「金融緩和効果を出すためには、実質金利の引き下げやリスク・プレミアムの抑制といったことを通じて、实体经济に影響を与えていくことになる」と述べた。また、マイナス金利の深掘りについては、「マイナス金利の更なる引き下げということも入っている」とした。ただ、「具体的に何をどうするかということは、そのときの金融政策決定会合において議論して、プラスの効果とマイナスの副作用等を十分勘案して、適切な緩和措置を行うということになる」、「常に政策のベネフィットとコストをしっかりと比較衡量したうえで、適切な措置を考えていくという方針に変わりはない」との慎重な見方も示した。

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、10月入後は、全般的に調達意欲がみられるようになり、月初の税・保険料揚げで当座預金が400兆円前後まで減少する中、無担保コール0/N加重平均レートは△0.01%台まで上昇している。

(2) オープン市場

- レポ市場では、10月に入り、業者の資金調達の動きや積みの最終調整などで△0.05%前後までレートが上昇している。
- 短国市場では、6M～1Y物は△0.30%台前半での推移となっている。3M物は年末の担保需要から非常に強い買いが継続しており、△0.30%台後半での推移となっている。相場が強含んでいることを受け、1日と8日の短国買入オペは1,000億円と減額されてのオファーとなり、加えて、直近の3M物（860・861回）がオペの応札対象外となった。
- CP市場では、9月末の発行残高は17兆5,57億円（前月比△37,856億円、前年同月比+15,597億円）となった。9月末は有利子負債の削減や銀行借入れへのシフトといった動きがみられたため、月末のCP発行残高は8月より大幅に減少したが、前年同月比での増加は31か月連続となった。月初の市場残高は概ね18兆円台後半で推移している。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、低成長が続く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離脱を巡る不透明感、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、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、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、雇用の改善ペースが鈍化する可能性や、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。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ことなどから、底堅く推移することが見込まれているが、中国をはじめとする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による悪影響が指摘されている。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9月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+0.9%（8月同+1.0%）と伸びが鈍化した。エネルギー価格の下落が主な要因となっている。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%（8月同+0.9%）と低い伸びが続いている。
- 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9月12日に開催した定例理事会で、中銀預金金利を $\Delta 0.40\%$ から $\Delta 0.50\%$ に引き下げた。2016年3月以来の利下げとなる。リファイナンス金利（ 0.00% ）、限界貸出金利（ 0.25% ）は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、「主要政策金利は物価が2%弱の水準まで確実に近づくまで現在の水準、もしくはそれを下回る水準に止まる見込みである」とした。前回示した「少なくとも2020年上期まで」としていた期間の具体的な明示は今回取り止めた。
また、利下げに伴い、当座預金に対する2段階の金利階層システムを導入し、銀行が有する

超過準備の一部はマイナス金利の適用から除外することを決定した。

さらに、資産買入プログラムに基づく資産購入を月額200億ユーロのペースで11月1日から再開することを決定した。債券買入は利上げを開始するまで必要なだけ継続するとの方針を示した。

この間、資産買入プログラムに基づいてこれまで購入した資産は、「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、「インフレ率が引き続き目標に到達しない状況を鑑み、今回の決定を下した」との判断を示した。また、「前回の理事会以降に入手した情報によると、ユーロ圏経済の脆弱性は一段と長期化しているほか、顕著な下振れリスクの継続や物価圧力の抑制が窺える」と指摘した。さらに、「ユーロ圏の成長見通しを巡るリスクは下方に傾いている。これらのリスクは主に地政学要因や増大する保護主義の脅威、新興国市場の脆弱性に関連した根強い不確実性によるものである」とした。こうした状況下、「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、十分な金融緩和が依然として必要であることが確認された」との認識を示した。

- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、今回の緩和パッケージを受けて、超緩和的な金融政策が長期化する可能性が高いとみられている。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、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、環境面の厳しさもこうした背景として指摘されている。さらなる追加緩和については、フォワード・ガイダンスで、「主要政策金利は物価が2%弱の水準まで確実に近づくまで現在の水準、もしくはそれを下回る水準に止まる見込みである」としたことから、まだ可能性はあるとみられている。ただ、ドラギ総裁がユーロ圏の景気後退のリスクは低いと述べたことや総裁の交代もあって、ECBは暫く今回の緩和策の効果を見守るのではないかと指摘がみられている。
こうした中、これ以上の追加緩和は難しいのではないかとといった見方もある。マイナス金利の深掘りと合わせて、当座預金に対する2段階の金利階層システムを導入して銀行の負担を間接的に軽減する施策を図ったが、預貸利ザヤの圧迫による銀行の収益や資本基盤が悪化することを防ぐことはできないとみられており、こうしたことからこれ以上のマイナス金利の深掘りができない可能性があるといった指摘もみられている。また、今回の緩和策についてECB内で反対意見もあったことから、域内の景気、物価がさらに落ち込まない限り、現行の金融政策が当面維持されるとの見方もある。さらに、9月の理事会では財政政策の果たす役割の重要性が一段と強調され、財政余力のある国による対応の必要性が発信されたことで、金融政策による対応に限界が来ているのではないかと憶測もみられている。

- 英国経済をみると、4~6月期の実質GDP（確報値）は前期比 $\Delta 0.2\%$ （1~3月同 $+0.6\%$ ）と

マイナス成長となった。家計支出が失業率の低下や賃金の上昇を背景に前期比+0.4%となった一方、設備投資で前期比△0.4%の落ち込みがみられた。当初のEU離脱期限だった3月末に向けた駆け込み的な在庫積み増しの反動が表れたともみられている。

- 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・生産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8月の消費者物価指数は前年比+1.7%（7月同+2.1%）と伸びが鈍化した。コンピューターゲームや衣料品の価格が鈍化に繋がる主な要因となった。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+1.5%（7月同+1.9%）と伸び率が低下した。
- 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、物価押し上げ要因としては、タイトな労働需給などによる賃金の上昇要因があること、EU離脱を巡る不確実性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、9月19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、「ブレグジットを巡る不確実性と世界経済の低成長のもとで、需要の伸びが潜在成長率を下回り、過剰供給が拡大する可能性が高まっている」とした。また、「EU離脱の形態に関する不確実性が増大していることにより、今後数年、英国経済の動向については幅をもってしておく必要がある」との慎重な見方を示した。このため、「金融政策の対応は、需要と供給、およびポンド相場に対するEU離脱の影響のバランス次

第となる」との認識を示した。そのうえで、「金融政策は機械的ではなく、政策対応はどちらにも振れる可能性がある」との姿勢を維持した。また、円滑なブレグジットが与える経済への悪影響が回避され、世界の経済成長が回復に向かえば、「2%の物価目標を維持するためには、緩やかで限定的な利上げが適切となる」との見解を維持した。

- 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が続くとみられており、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、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があるともみられている。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。カーニー総裁は、ジャクソンホールで主催したシンポジウムの講演で、合意なき離脱に至れば、英中銀は需給や為替レートがどのように打撃を受けるか次第で反応するが、「適切な政策の道としては、緩和しないよりも緩和する可能性が高いだろう」と述べた。ただ、市場では、EU離脱を巡って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（確報値）は前期比年率+2.0%（改定値同+2.0%）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+4.6%（1～3月期同+1.1%）と2014年10～12月期（同+4.9%）以来の高い伸びとなったものの、設備投資が同△1.0%（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△5.7%（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△0.91%ポイント（1～3月期同+0.53%ポイント）と成長を押し下げた。変動の大きい貿易と在庫を除いた国内最終需要は同+3.6%（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、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っている。
- 米国の9月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+13.6万人（8月同+16.8万人）と緩やかな伸びとなった。失業率は3.5%（8月3.7%）へ低下し、1969年12月以来となる約50年振りの低水準となった。時間当たり賃金は前年同月比+2.9%（8月同+3.2%）と低下し、落ち着いた伸びとなっている。

- 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した状態が続くと予想されている。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を主因に、内需の拡大などを背景に設備投資が底堅く推移する可能性があるともみられていることなどが挙げられている。FRBが利下げを行うなど今後の政策に慎重に対応する姿勢を示している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、対中貿易交渉を巡る不透明感などが、家計・企業マインドの悪化や企業収益の落ち込みに繋がる場合には、景気が大きく下振れるリスクあるともみられている。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う成長減速要因も指摘されている。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。こうしたリスク要因の影響が大きく顕現化する場合には、景気が失速するリスクを懸念する見方も出てきている。

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、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、企業のマインドが一段と慎重化し低調な投資に止まる可能性があるともみられている。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、9月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前年比+2.4%（8月同+2.4%）と同じ伸びが続いた。総合では同+1.7%（8月同+1.7%）となった。食品価格、家賃などが上昇一方、ガソリン価格などが低下した。また、8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+1.8%（7月同+1.7%）となった。総合では同+1.4%（7月同+1.4%）となった。

- 米国の物価の先行きについて、市場では、インフレ上昇要因、抑制要因がみられる中、原油価格による影響等から振れはあるものの、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、関税率の引き上げやドル安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。
- 9月17、18日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を2.00～2.25%から1.75～2.00%に引き下げることを賛成7、反対3で決定した。7月に続き2回目の0.25%の利下げとなった。ブラード委員は1.50～1.75%に引き下げることが好ましいとし、ジョージ委員とローゼングレン委員は2.00～2.25%に据え置くことが好ましいとの考えを示した。
- 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。ただ、「設備投資と輸出が弱まっている」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」との見解を続けた。今回の利下げについては、「経済見通しに対する世界的な動向の影響や弱いインフレ圧力を考慮して決定した」とした。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」との方針を維持した。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精査する」とし、「この精査にあたっては、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。
 パウエル議長は記者会見で、米経済見通しは良好で、労働市場は力強く、インフレ率は目標とする2%を回復する公算が大きいと指摘した。ただ、世界的な経済成長の鈍化や通商問題を巡る緊張の高まりなどの「現在みられているリスクに対する保険」として、利下げを決定したと説明した。「景気が実際に下向けば、一段の追加利下げが適切となる」としながらも、「FRBはデータに高度に依存し、予め決められた軌道には乗っていない」とも述べた。
 今回新たに公表されたFRB当局者の金利見通しで示された予測の中央値は、17人のうち7人は25bpの利下げが年内あと1回実施されるとの見通しを示す一方、5人は現状水準を維持する見方を示し、5人は年内に25bpの利上げが必要になるとの見方を示した。
- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、経済データ次第の展開となると予想されており、下振れリスクが高まればもう一段の利下げの可能性があるとの見方があるが、追加利下げが継続して実施されることはないとみられている。FRB当局者の金利見通しもこうした見方の背景にある。追加利下げについては、米中通商協議に進展がみられない場合には、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、10月、12月に実施される可能性があるといった予想がみられている。状況を見極めるため10月の利下げは見送られるとの見方や、もう1回の利下げで一旦打ち止めとなるといった指摘もみられている。さらなる利下げについては、現状の政策金利の水準を踏まえると、回数は限定された予防的、保険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みられている。仮に、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高いとみられている。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う指摘されている。ただ、攪乱要因としては、貿易摩擦による米国経済へのリスクが一段と強まる場合や、トランプ大統領による圧力などには留意する必要がある。このよう状況も想定できる中、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。

- 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指摘があるなど、不透明感が強い状況が続いている。

緩やかな成長を期待する見方としては、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指摘されている。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、地政学的リスクが高まっ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。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。10月に実施された消費税増税の影響については、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、このため駆け込み需要・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。ただし、景気減速感が強まっている中では、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あるという指摘もある。

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や、オリンピックなどの各種イベントによる下支え要因もあって、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、雇用者数の増加テンポが鈍化している

ことや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。消費税率の引き上げの影響については、引き上げ直後は前回増税時よりは小さいながらも一定の反動減が発生する可能性はあるとみられているが、軽減税率の導入や教育の無償化などの対策等により家計の負担増が緩和されるため、消費の大幅な落ち込みは回避できるとみられている。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、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、資金調達コストが低水準にあることなどから、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、米国の強硬な通商政策などによる世界経済の減速感が強まっていること、円高傾向の動き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、米国経済が拡大基調を続けると見込まれていること、世界的なIT需要の底入れ感が窺わ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、円高の影響がみられる可能性があることなどから、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、基調としては低調な推移が続くとみられている。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、円高化による影響の可能性があり、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、引き続き上昇幅が縮小する可能性があるとして指摘されており、ゼロ%台前半まで鈍化するとの予想がみられているなど、低調な推移が予想されている。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、幼児教育無償化の導入等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の中で、7月の会合で「躊躇なく、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、また、9月の会合で、「『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、より注意が必要な情勢になりつつあると判断している」との文言が加わったことで、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、欧米で利下げが実施されている中で、場合によっては緩和姿勢を示す必要があり、これらの施策であれば副作用が軽く、採用しやすいといった点が指摘されている。マイナス金利や緩和の長期化に伴う銀行への収益圧迫や機関投資家の運用難などの副作用への配慮等から、日銀は追加緩和を出来るだけ温存しておきたいと考えているのではないかとといった憶測もみられている。

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、さらなる緩和を実施するのは難しいのではないかとといった見方もある。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。さらに、FRBが金融緩和策を予防的な緩和措置に止めている状況では、日銀は追加緩和の実施を見送ることも考えられるといった予想もみられている。

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