

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は10月の月例経済報告で、景気の基調判断については、「輸出を中心に弱さが続いているものの」との文言を「輸出を中心に弱さが長引いているものの」としたうえで、「緩やかに回復している」との基本認識は維持した。項目別の判断では、生産を、「横ばいとなっているものの、一部に弱さが続いている」から「このところ弱含んでいる」に引き下げた。業況判断については、「製造業を中心に慎重さが増している」を「製造業を中心に引き続き慎重さが増している」とした。消費者物価は、「このところ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」に変更した。
- 日本銀行は10月30、31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、「消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも」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。消費者物価については、「0%台半ばとなっている」から「0%台前半となっている」とした。
- 内閣府が発表した7～9月期実質GDP1次速報値は、前期比+0.1%、前期比年率+0.2%（4～6月期前期比+0.4%、前期比年率+1.8%）と減速した。設備投資が前期比年率+3.5%（4～6月期同2.8%）と伸びがやや高まったものの、個人消費が同+1.4%（4～6月期同+2.4%）と伸びが鈍化し、輸出が同△2.6%（4～6月期同+2.0%）とマイナスに転じた。また、在庫投資の寄与度が年率△1.2%ポイント（4～6月同△0.2%ポイント）とマイナス幅が拡大した。設備投資の増加など内需が成長を下支えしていると評価されている。ただ、個人消費が底堅さを維持しているものの、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を除けば弱いとみられている。また、世界経済の減速等によって輸出の伸び悩みが続いている。こうしたことから先行きに対する不透明感がなお強い状況が続いている。
- 総務省が発表した9月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.3%（8月同+0.5%）とさらに伸びが鈍化した。ガソリン、電気代、都市ガス代などが押下げに寄与した。総合は同+0.2%（8月同+0.3%）と伸びが鈍化した。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%（8月同+0.6%）となった。

2. 金融政策

- 日銀は、10月30、31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、「『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注意する必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」とのフォワードガイダンスに修正した。前回までは、「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」としていた。この修正については、「『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、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にあると判断したこうした。認識を明確にする観点から、新たな政策金利のフォワードガイダンスを決定した」とした。こうした判断を点検するため、「『物価安定の目標』に向けたモメンタムの評価」を別途実施している。

そのうえで、「今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、『物価安定の目標』に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。特に、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きもとで、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」との方針を維持した。

- 黒田日銀総裁は、10月31日の決定会合後の定例記者会見では、マイナス金利の深掘りを見送った一方で、フォワードガイダンスを修正したことについては、「経済・物価の現状評価と見直しを取りまとめたうえで、特に、『物価安定の目標』に向けたモメンタムについて、需給ギャップと予想物価上昇率等の観点から点検をした」結果、「『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、一段と高まる状況ではないとの判断に至ったため、金融市場調節や資産買入れについて、現状の方針を維持することにした」と述べた。「もっとも、海外経済の下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとで、引き続き、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な情勢にあることは事実であり、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」との考えのもと、「今回の新たな政策金利のフォワードガイダンスも、こうした緩和方向を意識した政策運営を行うという日本銀行のスタンスを明確にすることを目的として決定した」と説明した。海外中銀との比較については、「FRBやECBの金融政策運営は、世界経済減速の長期化や不確実性の高まりと、そのもとでの国内経済・物価の動向を踏まえて、昨年の正常化方向の動きから、金融緩和方向に変化してきた」が、「この間、日本銀行では、『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』のもとで、極めて強力な金融緩和を粘り強く続けている」と持続的に緩和方向の政策を続けてきたとの違いを述べた。そのうえで、「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くなるもとで、7月の会合以降、緩和方向への意識を強めて政策運営を行うスタンスを明確にしてきている」とした。今回のフォワードガイダンスでは、長短金利の現状の水準もしくは下回る水準というように明記したことで、

今後、追加緩和を行う場合は、金利の引き下げというのが第一の選択肢になっていくのかとの質問に対しては、「政策金利について、長短金利が現行の水準あるいは更に低下した水準が今後当分続くということを明記したわけで、緩和方向をより意識して政策運営を行うことを金利のフォワードガイダンスで示した」との理由を述べた。そのうえで、「追加緩和の手段としては、もちろん政策金利の引き下げ、資産買入れプログラムの拡大、マネタリーベースの増加ペースを加速するといった様々なオプションがあり、具体的に追加緩和を決めるときの経済・物価・金融情勢を踏まえて最適な組み合わせあるいは改善した形で行うわけで、政策金利に限られているということはない」との認識を示した。また、前回までは「少なくとも2020年春頃まで」と時期のめどを記載していたが、それを外した意味については、「2020年春頃までというくらいでは終わらない、相当長く現在の低い長短金利、あるいは更にそれよりも低位の金利もあり得るとフォワードガイダンスを変えた」と同時に、「カレンダーベースのように取られやすい前のフォワードガイダンスを変えて、あくまでも『物価安定の目標』に向けたモメンタムに紐付けた形で、現在の低い長短金利水準あるいはそれよりも更に低い水準が、当分の間続くというフォワードガイダンスを示した」と説明した。仮に追加緩和に踏み切る場合の副作用対策に対する考えについては、「政策のコストとベネフィットを比較衡量した上で、必要と判断すれば金融政策面から対応するということには変わりはなく、コストがあるから追加緩和を行うことができないとは考えていない」としたうえで、「ただ、コストを十分考慮しなくてはいけないので、そのときに必要があれば、副作用、コスト面に対する対応も検討していくことになると思う」とした。また、マイナス金利の深掘りの可能性については、「必要があればマイナス金利の深掘りは日本でも可能であり、それは必要の程度によると思うが、 $\Delta 0.1\%$ でこれ以上深掘りできないということはない」との考えを示した。

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、積み期間前半の10月中は調達意欲が強かったものの、11月に入ってからには落ち着きが見られるようになってきており、積み期間終盤には無担保コール0/N加重平均レートが $\Delta 0.07\%$ 台まで低下した。

(2) オープン市場

- レポ市場では、11月に入ってから、資金の調達意欲が落ち着いており、レートは全般的に低下傾向となっている。積み期間終盤には、需給が偏ったことでレートが急低下する場面もみられた。
- 短国市場では、長期国債が上昇していることを受け、全般的に上昇基調となっているものの、3M物は年末の担保需要から $\Delta 0.15\%$ 前後では一定の需要がみられている。直近では、3M~1Y物は概ね $\Delta 0.2\%$ 程度での推移となっている。レートの上昇が限定的なこともあり、6日と12日の短国買入オペは1,000億円でおfferされた。

- CP市場では、10月末の発行残高は19兆8,106億円（前月比+22,548億円、前年同月比+15,561億円）となった。全体の発行ペースは若干落ち着きがみられているものの、ノンバンク業態の発行残高が順調に増加していることもあり、前年同月比での増加は32か月連続となった。11月初頭に入ってから、発行残高は20兆円台まで増加した。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、7~9月期の実質GDP（改定値）は前期比+0.2%（4~6月期同+0.2%）と前期と同じ伸びとなり、低水準の成長が続いている。
- 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離脱を巡る動向、米国による通商政策、中国をはじめとする世界経済の減速、地政学的リスクなどによる経済的な影響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ってきていることや、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ことなど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離脱を巡る動向に改善の兆しがみられているものの、なお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、離脱を巡る動向を背景とした英国向け輸出の減少、中国をはじめとする世界経済の減速、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り、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10月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+0.7%（9月同+0.8%）と伸びがさらに鈍化した。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+1.1%（9月同+1.0%）と引き続きレンジ内の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、景気が減速していること、賃金による物価押

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10月24日に開催した定例理事会で、中銀預金金利を $\Delta 0.50\%$ 、リファイナンス金利を (0.00%) 、限界貸出金利を (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、「インフレ見通しが予測対象期間において 2% をやや下回るものの、十分に近い水準に向かって確り上昇するまで、そしてそうした物価の上昇が基調的なインフレの動きに一貫して反映されるまで、政策金利については現行もしくはより低い水準に止まる見込みである」との前の文言を維持した。
前回決定した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確認した。債券買入は「政策金利の緩和的な効果を補強するのに必要な限り継続し、主要政策金利を引き上げる直前まで続ける」との方針を維持した。また、「満期償還資金については全額の再投資を続ける」こと、「この再投資は、利上げ開始後も長期間、そして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」ことも維持した。
- 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、「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が長期化しているという従来の評価や、多大な下振れリスクの根強さ、弱いインフレ圧力が確認できる」との認識を示した。さらに、「ユーロ圏の成長見通しを巡るリスクは引き続き下方に傾いている。特にこうしたリスクは不確実性の長期化にあり、これは地政学要因、保護主義の台頭、新興国市場の脆弱性に関連したものである」とした。物価面では、「基調的なインフレ指標は引き続き抑制されており、インフレ期待も低水準にある」との見方を継続した。こうした状況下、「インフレが目標に対して対照的な形で持続的に近づくのを確保するため、あらゆる手段を適切に活用する用意がある」、「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」との方針を続けた。
なお、ドラギ総裁は10月末に退任し、ラガルド氏が11月以降総裁に就任した。
- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、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、環境面の厳しさがこうした背景として指摘されている。ECBは、9月の利下げ等の実施後、暫く様子見姿勢を続けるとみられているが、さらなる追加緩和については、フォワードガイダンスで、引き続き、「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。
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の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月の理事会以降、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の憶測もみられている。

なお、11月に就任したラガルド総裁は、今後、金融政策の枠組み、その効果や副作用などを再点検するとみられているが、今後の動向が注目されている。

- 英国経済をみると、7~9月期の実質GDPは前期比+0.3%（4~6月期同△0.2%）と前期からの反動増がみられた。景気後退を示す2期連続のマイナス成長は回避できた。ただ、世界経済の減速やEU離脱に対する不確実性等から低い成長に止まった。個人消費が前期比+0.4%となったものの、設備投資が前期比横這いとなった。
- 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離脱を巡る動きに改善がみられているとは言え、なお不確実性が残されており、これによる景気への重石がなお続くとみられていることなどから、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り、景気が停滞する可能性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、世界経済の減速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10月の消費者物価指数は前年比+1.5%（9月同+1.7%）となった。ガス・電力料金や自動車用燃料価格の低下がみられた。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+1.7%（7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、2%を下回る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要因が存在していること、などが指摘されている。

- BOEは、11月7日に金融政策委員会の結果を発表し、政策金利を0.75%に据え置くことを賛成7反対2で決定した。反対した2名は0.25%の利下げを主張した。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、「英国経済は、貿易を巡る保護主義による世界経済の減速、EU離脱を巡る不確実性などにより、今年著しく減速した」とした。ただ、議会承認はまだ得られていないものの、英政府とEUが10月に新たな離脱協定案に合意したこと、離脱期限が延期されたことで、合意なき離脱の可能性は低下したと指摘し、こうしたことが企業や家計の不確実性を和らげることに繋がると期待されるとした。こうした中、「金融政策は、2%の物価目標の安定的な維持に向けて、経済見通しの変化に応じて、どちらにも振れる可能性がある」との姿勢は維持した。「世界経済の成長が安定しない場合、もしくはEU離脱を巡る不確実性が根強く継続した場合には、金融政策を通して、英国の予想される経済成長とインフレを強化する必要がある」とした。一方、「こうしたリスクが顕現化せず、経済が委員会の見通し通り回復するようであれば、物価目標に向けた安定性を維持するため、緩やかかつ限定的な引き締めが必要となる」との判断を示した。
- 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。今後、物価が高進するようであれば、利上げに踏み切る可能性がある、一方、景気が一段と悪化するようであれば、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、米国や欧州での利下げ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。市場では、EU離脱を巡って一段と混乱するようであれば、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、7~9月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+1.9%（4~6月期同+2.0%）と小幅の減速となった。設備投資が同△3.0%（4~6月期同△1.0%）と2期連続で減少したものの、個人消費が+2.9%（4~6月期同+4.6%）とプラスを維持した。また、住宅投資が+5.1%（4~6月期同△3.0%）と7四半期振りに持ち直したほか、輸出が+0.7%（4~6月期同△5.7%）と小幅ながらプラスに転じた。市場では、個人消費が雇用情勢の持続的な改善により堅調さを維持している点は評価できるが、全体として減速しつつあり、企業部門での弱さが個人消費に影響してくるかを注視する必要があるとみられている。

○ 米国の10月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+12.8万人（9月同+18.0万人）となった。失業率は3.6%（9月3.5%）と、1969年12月以来となる約50年振りの低水準となった9月を若干上回った。時間当たり賃金は前年同月比+3.0%（9月同+2.9%）と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、成長ペースの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、景気下振れに繋がるリスク要因としては、トランプ政権の強硬な通商政策に改善の兆しがみられているものの、なお予断を許さない状況が続いていることによる影響が指摘されている。また、景気の先行きに対する不透明感などから、家計・企業マインドの悪化や企業収益の落込みに繋がる場合には、景気が下振れるリスクがあるとみられている。さらに、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。こうした中、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も留意する必要があるともみられている。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、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、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、トランプ政権の政権運営や通商・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通商政策について、影響が和らいできているとはいえ、なお懸念材料として指摘されていることなどから、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、10月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前年比+2.3%（9月同+2.4%）となった。衣料品価格などの低下がみられた。総合では同+1.8%（9月同+1.7%）となった。

また、9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+1.7%（8月同+1.8%）となった。総合では同+1.3%（8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、堅調な内需を背景としたサービス物価の上昇、関税率の引き上げやドル安などによる影響が指摘されている。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。
- 10月29、30日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を1.75~2.00%から1.50%~1.75%に引き下げることを賛成8、反対2で決定した。7月以降3回目の利下げとなった。今回の決定ではカンザスシティ地区連銀のジョージ総裁とボストン地区連銀のローゼングレン総裁が利下げに反対した。
- 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いままである」とした。物価面では、「前年比ペ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。こうした中、今回の利下げについては、「経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、委員会の対称的な目標である2%に近いインフレ率という結果がもたらされる可能性が高いとの委員会の見方を支えるが、この見通しに対する不透明感が残る」と前回と同様の認識を示した。今後の政策については、「FF金利の目標誘導レンジの将来的な道筋を考えるに当たり」との文言を「FF金利の目標誘導レンジの適切な道筋を評価するに当たり」としたうえで、「経済の見通しについて今後もたらされる情報の意味合いを引き続き注意深く監視する」との方針を維持した。ただ、「力強い労働市場と対称的な2%目標に近いインフレを伴う景気拡大の維持に向けて、適切に行動する」との文言は削除した。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、「金融政策は適切な状況にあると考えている」とし、「今後入手する経済情報が、緩やかな経済成長、強い労働市場、対照的な2%目標の近傍でのインフレを示し、想定にほぼ沿っている限りは、現行の金融政策が適切であり続けると判断している」と述べた。

- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、10月に決定した3回目の利下げの効果を見守る様子見姿勢に転じるとの見方が多い。10月のFOMCの声明文で、それまでみられた「適切に行動する」との緩和方向の姿勢を示唆する文言が削除されたこと、パウエル議長がFOMC後の記者会見で経済情報が想定に沿っている限りは、「現行の金融政策スタンスが適切であり続ける」と現状の金融政策が適切な水準にあると判断していると表明したことがこうした背景にあるとみられている。また、今回の声明文を受けて、今次の予防的、保険的な利下げは一巡したとの見方が強まっている。一巡とみる背景には、通商交渉を巡る緊張や英国のEU離脱に関連したリスクに改善の兆しがみられていることも指摘されている。こうした中、今後の政策については、不確実性の高まりが実体経済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、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は指摘されている。

ただ、FRBは経済データ次第との見解も続けており、下振れリスクが高まるようであれば、もう一段の利下げの可能性があるとの見方もある。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や、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、実施される可能性があるといった予想がみられている。パウエル議長は、10月の記者会見で、見直しを変更させる事態が発生した場合には状況に応じて対応する、金融政策に予め決まった道筋はないとも述べている。

- 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維持するとの見方がメイン・シナリオとなっているが、輸出の停滞などを背景に、景気は当面弱い動きとなり、足踏み状況が続く展開で、不透明感の強い状態が続くといった指摘がみられている。ただし、景気後退には至らないとの見方が今のところ多い。

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の減速、地政学的リスクなどが指摘されている。また、トランプ政権による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不安材料とみられている。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たため、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、消費増税前の駆け込み需要の一巡など、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り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、米国の通商政策に伴う影響の可能性による先行きの不透明感がなおあること、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、消費者物価の基調は、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、消費者物価の基調的な動きとしては、上昇幅がさらに

縮小する可能性がある」と指摘されており、低調な推移が予想されている。

消費税関係の影響については、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となる。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。このためネットでは、振れはあるものの、前回ほどの大きな影響はないとみられている。これらの制度変更要因も含めたコア消費者物価の前年比上昇率は10月以降も1%を下回る水準で推移するとみられている。

- 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、新たな政策金利のフォワードガイダンスを決定したことなどにより金融緩和姿勢がより強く示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。また、追加緩和については、日銀がこうした姿勢の中、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下では、引き続きその可能性がある」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いった観測もみられている。ただ、大きな政策変更には引き続き慎重であり、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いった指摘もみられている。

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る、あるいは今次利下げが打ち止めとなる場合は、日銀は追加緩和の実施を見送ることも可能であ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