

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は12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長引いているものの」の文言を「輸出が引き続き弱含むなかで、製造業を中心に弱さが一段と増しているものの」としたうえで、「緩やかに回復している」とした。項目別の判断では、生産を「このところ弱含んでいる」から「一段と弱含んでいる」に変更した。
- 日本銀行は12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、「海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの」としてうえで、「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、鉱工業生産について、「横ばい圏内の動きとなっている」から「自然災害などの影響もあって、足元では減速している」に引き下げた。公共投資は、「横ばい圏内で推移している」から「緩やかに増加している」に引き上げた。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、「0%台前半となっている」から「0%台半ばとなっている」とした。
- 日銀が12月13日に発表した短観（12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大幅な減益の見通しとなっており、景気の減速感が続いている。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「0」と前回比△5ポイントと4四半期連続の悪化となった。この水準は、大規模緩和が開始される前の2013年3月調査（△8）以来の低水準となる。米中通商交渉、中国経済など海外経済の減速、消費増税に伴う駆け込み需要の反動減、自然災害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「+20」と前回比△1ポイントとなり、2四半期連続で景況感が悪化したが、悪化幅は僅少に止まった。大企業非製造業でも、増税や自然災害に伴う影響などを受けたとみられるが、増税に対する軽減対策などの効果もあって消費関連業種の落ち込みは限定的であったとみられている。中小企業では、製造業が「△9」と前回比△5ポイントの悪化となり、「悪い超」が続いている。非製造業では「+7」と前回比△3ポイントの悪化となかった。先行きの判断については、大企業の製造業（「+0」、変わらず）、非製造業（「+18」、△2ポイント）、中小企業の製造業（「△12」、△3ポイント）、非製造業（「+1」、△6ポイント）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の動向、世界経済の減速等に伴う先行き不透明感などが影響しているとみられており、中小企業では国内消費の伸び悩み、人手不足、増税後の影響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△15.1%（修正率△5.5%）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△3.9%（修正率+1.0%）となり、前年度（同△0.1%）に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+11.3%（修正率△0.4%）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+4.3%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+6.8%（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+0.8%（前回+0.9%）」、「3年後+1.0%（同+1.0%）」、「5年後+1.1%（同+1.1%）」となった。

- 総務省が発表した11月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.5%（10月同+0.4%）となった。エネルギーや携帯電話機などが押し上げに寄与した。総合は同+0.5%（10月同+0.2%）となった。生鮮食品などが押し上げに寄与した。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+0.8%（10月同+0.7%）となった。消費税率引き上げと幼児教育・保育無償化を合わせたコアCPI上昇率への影響は10月が+0.2%ポイント、11月が+0.3%ポイントとなった。10月から11月にかけて押し上げ幅が拡大したのは、10月には経過措置で旧税率が適用されていた電気代、ガス代などに11月から新税率が適用されたためである。

2. 金融政策

- 日銀は、12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。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を維持した。また、「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」との方針を維持した。

- 黒田日銀総裁は、12月19日の決定会合後の定例記者会見で、経済については、「米中の貿易協議の部分的な合意であるとか、英国の総選挙結果として合意なき離脱のリスクが低下したとか、その他海外のリスク要因について若干明るい方向への動きがあることは事実であるが、

やはり依然として海外経済のリスクは全体としては高い水準にあり、警戒を要すると思っている」と引き続き慎重な見方を示した。「今後の米中通商交渉の行方については、両国の間になお対立点が残っていることもあるので、引き続きその帰趨を注視していく必要がある」、また、英国のEU離脱の問題についても、「1年間の経過期間の間にどこまで新しい経済関係が構築されるかといった点にまだ若干不透明な点も残っている」とした。そうした中、金融政策については、「我が国の場合は、経済は、比較的緩やかながら拡大を続けているが、物価は、依然として、0%台半ば前後というところであるし、様々な海外のリスク等を踏まえて、ずっと大幅な金融緩和を続けてきており、特に、海外経済の動向を中心に、下振れリスクが大きくなったということで、7月の金融政策決定会合以降、金融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た」が、「このところ、世界経済には前向きな動きもみられているが、引き続き不確実性が大きいので、やはり経済・物価の下振れリスクには注意が必要な情勢が続いている」ため、「引き続き、緩和方向を意識した政策運営を行っていくことが適当ではないかと考えている」と表明した。今後の施策として、マイナス金利の深掘りについては、「マイナス金利というのも、いくらでもマイナス金利にできるという話でもないし、マイナス金利が非常に大きなものとなり、それが金融機関の収益に大きな影響を与えるということになれば、金融仲介機能にもマイナスの影響があり得る」が、「今のところ、そういう水準では全くないので、マイナス金利の深掘りというのも、金融政策として必要な事態になれば十分あり得ると思う」とした。また、「金融政策についてはマイナス金利だけでなく、あらゆる金融政策手段についてその効果と副作用を常に点検していく必要があると考えている」とも述べた。

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、今積み期間は営業日数が少ないこともあって、無担保コール 0/N 加重平均レートは積み終盤にかけて△0.01%台まで急上昇した。16日以降は、新しい積み期間となったことで若干低下したものの、今積み期間の当座預金増加があまり見込めないこともあって、強めの調達がみられている。

(2) オープン市場

- レポ市場では、12月に入ってから、基調としては積み期終盤にかけて徐々に上昇する展開となったが、入札が1週目に連続で行われたことや営業日数が少ないこともあり、レートが上下に振れる場面もみられた。
- 短国市場では、年末の担保需要が落ち着いたことや、直近の入札が流れ気味となっていること、長期国債が上昇していることなどを受け、短国の入札は3M～1Y物まで全て△0.10%台前半程度での按分となった。需給が悪いことを反映してか、15日の短国買入オペは市場予想を若干上回る10,000億円でオファーされた。その後のレートは若干低下基調となっている。

- CP市場では、12月末の発行残高は20兆4,735億円（前月比△5,666億円、前年同月比+16,687億円）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を中心に、全体的に増加していることから、前年同月比での増加は34か月連続となった。1月初頭に入ってから、発行残高は21兆円台後半から22兆円程度で推移している。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、緩和的な金融政策のもとで、良好な雇用・所得環境が続いていることなどが景気下支え要因となるとみられている。また、拡張的な財政政策が景気の下支えに寄与することも期待されている。ただ、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もみられている。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離脱を巡る通商交渉などの動向、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。ただ、こうした中でも、利下げが行われたことや、米中通商交渉に改善の兆しが窺われていることなどから、一部に景気底打ち感がみられつつあるといった指摘もある。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、設備稼働率が低下傾向にあることや、世界的な景気減速、米国の通商政策などの影響から、企業は先行きに対して慎重な姿勢で臨むとみられている。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とみられており、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12月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.3%（11月同+1.0%）となった。未加工食品やエネルギーなどが上昇の要因となった。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+1.3%（10月同+1.3%）となった。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、景気が減速していること、賃金による物価押し上げ圧力がさほど強くないことなどから、物価上昇感の弱い状況が続くとみられている。
- ECBは12月12日に開催した定例理事会で、中銀預金金利を△0.50%、リファイナンス金利を0.00%、限界貸出金利を0.25%にそれぞれ据え置いた。先行きの政策金利に関するフォー

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」との文言を維持した。

資産買入プログラムに基づく資産購入は月額200億ユーロのペースで11月1日から再開したことを確認した。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。

- ラガルド総裁は、理事会後の記者会見で公表した声明文で、経済、物価について引き続き慎重な見方を維持したが、幾分明るさがみられつつあるとの評価も示した。「入手された指標からは、抑制されたインフレ圧力の継続と低調なユーロ圏の成長動向が示された」と評価したが、「成長鈍化の安定化や基調的なインフレが小幅ながら上向きを示す初期の兆候がややみられる」との見方も加えた。「世界的な不確実性が持続している環境下で国際貿易の弱さが続いていることが引き続きユーロ圏の製造業の重石となっており、投資の伸びを鈍らせている」が、「経済指標などは、全体として弱いままであるが、ユーロ圏の経済成長の減速が幾分和らいできている兆候もみられている」とした。また、「ユーロ圏の成長見通しを巡るリスクは、地政学要因、保護主義の台頭、新興国市場の脆弱性などからなお下向きである」と従来の慎重な見方を示した一方で、「幾分軽減している」との評価も加えた。物価面では、「総合インフレは向こう数か月で幾分上昇する公算が大きい」が、「インフレ期待を示す指標は低水準にある」とした。また、「基調的なインフレは概ね抑制されていたままである」が、「これまでの見通しに沿った緩やかな上昇の兆候も一部みられている」と慎重ながら若干前向きな評価もみられた。金融政策については、「インフレが目標に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。

- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、暫く様子見姿勢を続けるとみられている。また、超緩和的な金融政策が長期化する可能性が高いと予想されている。こうした背景には、景気減速が続い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。

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」としていることなどから、まだ可能性はあると指摘されている。特に、景気後退リスクが浮上する場合には、追加緩和を決定する公算が高いとみられている。その場合の施策については、月額の買入額の引き上げには33%ルールの見直しなどハードルが高いと指摘

されているため、利下げが優先されるとみられている。

一方、これ以上の追加緩和については、今後、難しくなっていく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のは難しいとみられており、こうしたことなど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がみられている。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などから、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ていることなどから、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、7～9月期の実質GDPは前期比+0.4%（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。サービス部門と建設部門が成長に寄与した。
- 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いるものの、ジョンソン政権による離脱交渉が進んでも、新たな通商協定に係る動向がなお見通せないなど、EU離脱を巡る動きに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みられている。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。また、離脱に伴う移民や海外からの投資の減少が、英国経済の成長力を抑制する懸念も指摘されている。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、下振れリスクが強いとみられている。
- 英国の12月の消費者物価指数は前年比+1.3%（11月同+1.5%）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+1.4%（11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、1%前後での現状程度の水準で引き続き推移すると予想されている。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存在していること、EU離脱への移行期間中に行われる通商交渉などを巡る先行きの不透明感からポンド売りが加速する可能性もあるとみられていること、などが指摘されている。

- BOEは、12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、EU離脱を巡る不確実性の緩和、財政政策による効果、世界経済の緩やかな持ち直しにより、現状の潜在成長力を下回る成長から回復することが見込まれる」とした。また、「通商交渉を巡る緊張は高い状態が続いているが、米中の貿易交渉を巡る緊張が部分的に和らいでいることも、こうした見通しを支えている」と評価した。物価については、2%の物価目標をやや上回る水準まで上昇する見通しである」との見方を示した。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。今後、「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可能性がある」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」との判断を継続した。
- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、引き続きEU離脱を巡る動向や景気・物価動向を見極めつつ、BOEが慎重に判断していく展開が続くとみられており、政策金利の据え置きがなお続くと予想されている。こうした基本姿勢のもと、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みられている。また、離脱の帰趨によっても政策に影響があると指摘されている。
- 米国経済をみると、7～9月期の実質GDP（確報値）は前期比年率+2.1%と改定値と同じとなり、4～6月期（同+2.0%）を小幅ながら上回った。設備投資が同△2.3%（4～6月期同△1.0%）と2期連続で減少したものの、個人消費が同+3.2%（4～6月期同+4.6%）と伸びが鈍化したものの高めの増加を維持した。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、全体として減速傾向にあり、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12月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+14.5万人（11月同+25.6万人）となった。失業率は3.5%（11月同3.5%）と、1969年12月以来となる約50年振りの低水準が続

いている。時間当たり賃金は前年同月比で+2.9%（11月+3.1%）に鈍化した。

- 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みられているが、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。景気拡大基調を維持する要因としては、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ことが見込まれている。こうした中、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。利下げが行われたことや、米中通商交渉に改善の兆しが窺われていることなどから、景気の先行きに明るさがみられつつあるといった指摘もある。ただ、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ること、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抑制要因もみられている。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、法人税減税効果の剥落、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もあるとみられている。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の影響が和らいでいるとはいえ、なお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、12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%（10月同+2.3%）となった。中古車などが押し下げに寄与した一方、医療費、住居費などが押し上げ要因となった。総合では同+2.3%（10月同+2.1%）となった。
また、11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%（10月同+1.7%）に止まった。総合では同+1.5%（10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、インフレの上昇要因と抑制要因がみられている中、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、関税率の引き上げなどによる影響が指摘されている。一方で、景気減速の影響が指摘されていること、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、インフレ期待が低下していることなどが、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。

- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、利下げの効果を当面見守る様子見姿勢が続けるとみられ、当面は利上げにも利下げにも動かないと予想されている。12月のFOMCの声明文で、現在の金融政策スタンスについて、「適切であると判断している」との認識を明確に示し、10月のFOMC声明で「この判断に対する不透明感が残る」とした文言が削除されたこと、FRB当局者の金利見通しにおいて2020年中の金利据え置きが大勢であったことがこうした捉え方に繋がっている。また、今のところ米国経済が減速しつつも拡大を続けており、後退局面に向かう兆候はみられていないことも、様子見姿勢が続けるとの見方の背景にある。ただ、FRBは経済データ次第との見解を続けており、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して指摘されている。米中通商協議の動向などにより経済の下振れリスクが強まった場合や、インフレ圧力が一段と低下した場合などには、実施される可能性があるともみられている。また、今年は大統領選を控えており、これまで金融政策を批判してきたトランプ大統領の言動による影響にも留意する必要があるといった指摘もみられている。
 なお、利上げ再開については、経済の減速した状態が続くと予想されていること、物価が大幅に上昇する様相がみられないことなどから、その可能性は当面ないとの見方が多い。パウエル議長は、「利上げには大幅かつ持続的なインフレが必要である」と述べている。

- 日本経済の先行きについて、市場では、海外経済の動向、消費税や自然災害の影響などによる振れを伴いつつも、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、景気は当面足踏み状況が続く展開で、不透明感の強い状態が続くとみられている。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。また、経済対策による下支え効果も期待されている。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、所得の伸びの鈍さや企業収益の低下など消費・投資を取り巻く環境がむしろ悪化している中、輸出の停滞もあって、これら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注意しておく必要があるとの見方もある。
 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、駆け込み需要は前回に比べ小規模に止まっており、その反動減も小さく、増税実施後の景気の大幅な落ち込みは回避されるとみられている。

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、消費の大規模な落ち込みは回避でき、消費下押しの長期化は避けられるとみられている。住宅投資面では、雇用環境の改善が続いていること、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とした増加期待もあるが、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、高水準であった企業収益が低下してきていること、米国の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、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、

押下が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、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は指摘されており、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、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。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でみても低調な水準で推移するとみられており、増税および無償化要因を除いたベースでゼロ%台前半から半ば程度での推移が続く可能性が高いとみられている。

- 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を示している中、景気の下振れリスクが一段と強まったり、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は市場ではみられている。ただ、大きな政策変更には引き続き慎重とみられており、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などがない限り、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。

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