

ASHIGIN MARKET REPORT

当面の見通し

日本経済	国内経済は、外需主導の緩やかな回復基調が続くと思われるものの、米国政策金利の引き上げが世界経済へ与える影響や、米国の保護主義的な通商政策、海外政治リスクにより、企業の生産活動や設備投資が抑制されることには注意が必要である。
米国経済	米国経済は、良好な雇用・所得環境や個人消費が下支えとなり底堅さが継続されると思われるものの、企業の設備投資の先行き不透明感の高まりや住宅市場の減速などを背景に回復のペースは緩慢なものになると予想する。
短期金利	短期金利は、緩慢な物価上昇の動きを受けて、日銀による現行の緩和的な政策の長期化が見込まれるなか、日銀当座預金の一部に適用される▲0.1%が当面の間維持されるとの見方から、マイナス圏での推移が継続するものと予想する。
債券市場 (長期金利)	国内長期金利は、良好な需給環境を背景に低水準での推移を予想するが、金利低下局面ではオペの買入額の減額も意識されることから、更なる金利低下余地は限られると考えられ、0.100%付近での安定的な推移を予想する。
株式市場	国内株式相場は、PER等業績面から見た割安感や配当金の再投資等により上昇圧力が強まりやすいと考えるものの、米中貿易摩擦や世界景気減速への懸念が重しとなることから、上昇基調で推移しつつも徐々に上値を抑えられる展開を予想する。
為替市場	ドル/円相場は、12月のFOMCで追加利上げが想定されるほか、年末に向けた資金需要の高まりなどが相場の追い風となり堅調な展開が予想されるものの、景気先行きに対して慎重な見方もあることから上値追いには慎重になると予想する。

主な想定レンジ

実績値	8月	9月	10月	向こう1ヵ月間の予想
TIBOR3ヵ月	0.069%	0.069%	0.069%	0.050~0.110%
新発10年国債	0.100%	0.120%	0.120%	0.075~0.200%
日経平均	22,865	24,120	21,920	20,500~23,500円
ドル/円相場	111.03	113.70	112.94	110.00~116.00円

(実績値：各月末の市場実勢)

1. 日本経済の展望

(1) 直近の動向

内閣府が11月14日に公表した「四半期別GDP速報」(2018年7-9月期、1次速報値)によると、経済成長を示す実質GDP成長率は、前期比▲0.3%(年率換算▲1.2%)と2四半期ぶりに低下した。

主な需要項目では、住宅投資が前期比+0.6%と5四半期ぶりに反発した一方、大型台風等の影響により輸出が同▲1.8%、個人消費が同▲0.1%となった。4-6月期に成長をけん引した設備投資は、同▲0.2%と8四半期ぶりのマイナス成長となった。7-9月期の停滞は、7月の豪雨、9月の北海道胆振東部地震、台風21号と天候不順・災害が相次いだことによる一時的要因と考えられており、国内景気は堅調な雇用環境に支えられ安定的に推移していることを背景に、10-12月期の動向が注目されている。

(2) 中期的見通し

国内経済は、一部に改善の遅れがみられるものの、緩やかな回復基調が続いている。

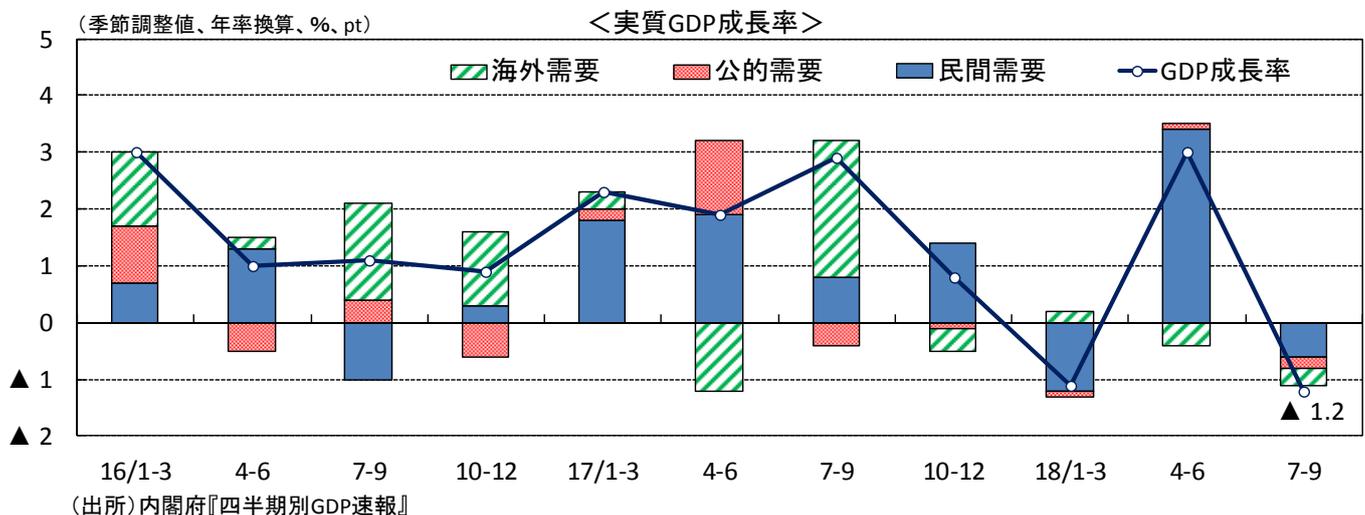
生産面をみると、鉱工業生産指数(10月、季調値、速報)は、前月比+2.9%の105.9となり、2カ月ぶりの上昇となった。先行きについては、製造工業生産予測調査によると、11月は+0.6%、12月は+2.2%と上昇していくことが見込まれている。

需要面では、9月の新設住宅着工戸数は、分譲住宅は増加した一方、持家・貸家ともに減少がみられたことで、前年比▲1.5%と減少した。また、9月の実質消費支出(速報、季調値、2人以上の世帯)は、食料品や保険医療関連の減少により前月比▲4.5%と2カ月ぶりに減少し、9月の機械受注統計(季調値、船舶・電力除く民需)は、前月比▲18.3%と3カ月ぶりに減少した。

以上より、国内経済は自然災害による一時的な生産活動の落ち込みがみられるものの、外需に支えられた緩やかな回復基調が続くものと予想する。また、米中貿易摩擦などトランプ政権の保護主義的な通商政策への懸念や、米国政策金利の過度な引き上げが世界経済に対して与える負の影響を背景に、企業の生産活動や設備投資が抑制され、景気が下振れするリスクには注意する必要があると考える。

国内金融政策

日銀は、10月30、31日の金融政策決定会合において、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持しながら現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」政策を据え置くことを賛成多数で決定した。また、経済の見通しについては「緩やかに拡大している」とし判断を据え置いた。次回は12月19、20日に開催。



2. 米国経済の展望

(1) 直近の動向

企業の景況感を示す10月のISM製造業景況指数は前月比▲2.1ポイントの57.7と低下し、非製造業景況指数についても前月比▲1.3ポイントの60.3と低下した。両指標とも前月より低下したものの、拡大・縮小の分岐点である50を引き続き上回っており、堅調さを維持している。

雇用については、10月の非農業部門雇用者数は前月比+250千人となったほか、失業率は前月と変わらずの3.7%と低水準を維持している。また、平均時給は前月比+0.2%の上昇となり、引き続き雇用環境の良好な結果が確認された。

生産については、10月の鉱工業生産は前月比+0.1%と5ヵ月連続で上昇した。業種別に見ると自動車・同部品が前月からの反動でマイナスとなったものの、機械を中心に底堅さを維持しており、生産活動の堅調さが確認された。一方で、10月の耐久財受注は前月から▲4.4%と大きく減少したほか、設備投資の先行指標となる航空機を除くコア資本財の受注が3ヵ月連続で弱い内容となり、企業の設備投資の先行きに陰りが見られる結果となった。

個人消費については、10月の小売売上高は前月比+0.8%と3ヵ月振りの上昇となった。セクター別に見ると自動車・同部品やガソリンスタンドが押し上げに大きく寄与したほか、幅広い業種で売上が増加しており、個人消費の堅調な結果が確認された。

(2) 中期的見通し

米国経済は、良好な雇用・所得環境や個人消費が下支えとなり底堅さが継続されると思われるものの、企業の設備投資の先行き不透明感の高まりや住宅市場の減速などを背景に回復のペースは緩慢なものになるものと予想する。

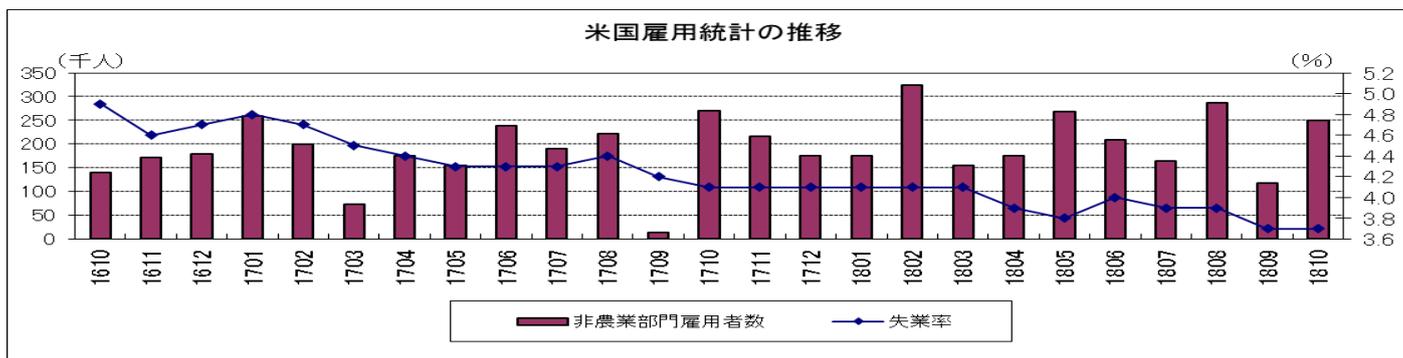
生産面については、足許ではISM製造業景況指数は拡大・縮小の分岐点である50を引き続き上回る水準での推移が続いているものの、米中貿易摩擦の関税によるコスト上昇を背景に新規受注が低下するなど、先行き懸念が徐々に高まりつつあり、回復のペースは緩やかなものになると思われる。

需要面では、良好な雇用・所得環境が続くほか、消費者マインドが高い水準で推移するなか、これから年末商戦が本格化することも支援材料となり、個人消費は底堅い動きが続くと思われる。ただし、住宅市場では住宅価格の上昇に加えて、住宅ローン金利の上昇を背景に住宅関連の経済指標は弱い結果が続いており、住宅市場の減速には注意が必要である。

以上の通り、良好な雇用環境を背景とした個人消費が下支えとなるものの、米中貿易摩擦によるコスト上昇で企業マインドが低下する恐れがあるほか、FRBによる利上げ路線の継続で住宅市場の減速が強まる恐れがあることには注意が必要である。

米国金融政策

FRBは11月のFOMCで政策金利を2.00%—2.25%で据え置くことを決定した。声明文ではインフレは物価目標の2%近辺で推移するとの見方が示された。次回FOMCは12月18日、12月19日に開催。



3. 短期金融市場

(1) 直近の動向

無担保コール翌日物金利は▲0.07～▲0.06%台で推移した。資金の出し手は、投資信託の運用資金を受託する信託銀行に加えて、一部の地方銀行、投信会社が中心となった。一方で資金の取り手は、マイナス金利適用残高までに余裕のある都市銀行、証券会社、地方銀行が中心となった。11月前半は普通交付税交付金の入金による日銀当座預金の増加などを受けて、資金余剰の状態が続いたことから、▲0.07%台の低水準で推移した。その後、一旦は残高調整の動きを受けて▲0.06%台に小幅に上昇したものの、下旬にかけて再び水準を切り下げ、足許では▲0.07%台前半で推移している。

インターバンクのターム物金利は、地方銀行や信託銀行が資金の出し手の中心となり、▲0.05～▲0.03%台で出合いがみられた。

TIBOR3ヵ月物金利は、インターバンク市場の動向を反映して、0.06%台後半で横ばいに推移している。1週間物については、引き続きマイナス圏で推移した。

(2) 中期的見通し

無担保コール翌日物金利は、日銀当座預金の政策金利残高に適用される▲0.10%を意識したマイナス圏での取引が継続すると予想する。日銀当座預金残高をみると、12月は初旬に税揚げがある一方で、中旬には年金の入金により増加が見込まれることから、出合いレートは▲0.08～▲0.01%程度での推移が続くものと予想する。

インターバンク市場のターム物金利についても、引き続きマイナス圏での取引が継続するものと予想する。翌日物と比較して出合いは限定的であるが、▲0.10%を下限とした取引が行われると考える。

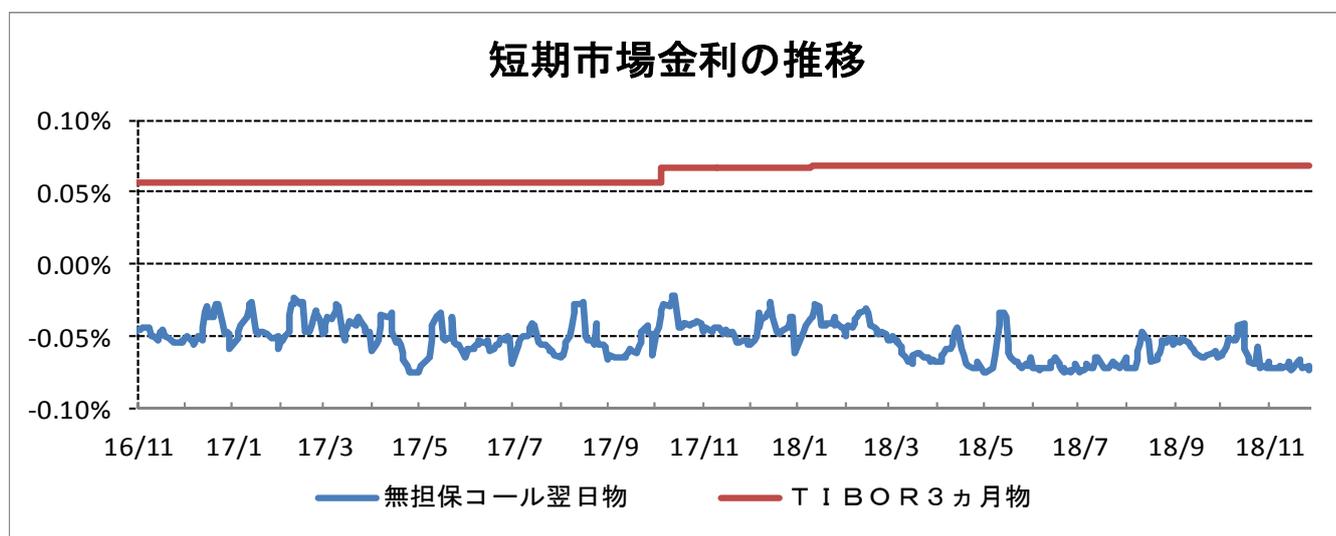
TIBOR3ヵ月物金利については、インターバンク市場のターム物同様に横ばい圏での推移を予想する。

日銀は、10月の金融政策決定会合において、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」政策を据え置くことを決定した。緩慢な物価上昇の動きを受けて、現在の緩和的な政策の長期化が見込まれるなか、日銀当座預金の一部に適用される▲0.10%が当面の間維持されるとの見方から、短期金利は引き続きマイナス圏で推移するものと予想する。

(3) 予想レンジ

無担保コール翌日物 金利 ▲0.080%～ ▲0.010%

TIBOR 3ヵ月物金利 0.050%～ 0.110%



4. 債券市場(長期金利)

(1) 直近の動向

国内長期金利は、11月のオペ運営方針が見直しされたことで金利上昇圧力が強まったことや11月初めの米国中間選挙の結果を受けて米国長期金利が上昇したことなどから、一時0.130%まで上昇した。しかし、その後は、中国や欧州の景気減速が懸念されている中で米国の経済指標が相次いで市場予想を下振れたことから、世界的な景気減速が意識され、米国長期金利の低下と共に、国内長期金利も徐々に低下する動きとなった。加えて、金利が低下する中でも国債の入札は順調な結果が多く、需給環境の良好さが確認されたことも金利低下の要因となり、足許で国内長期金利は節目の0.100%を割り、0.090%付近で推移している。

(2) 中期的見通し

日本銀行は、10月30、31日の金融政策決定会合において、現行の政策の維持を賛成多数で決定した。会合後に発表した展望レポートでは、2020年までの物価上昇率見通しを下方修正しており、現状の物価上昇率についても日本銀行の目標と大きく乖離しているため、現行の金融政策が当面維持されるとの市場の見方は変わっていない。次回会合は12月19、20日。

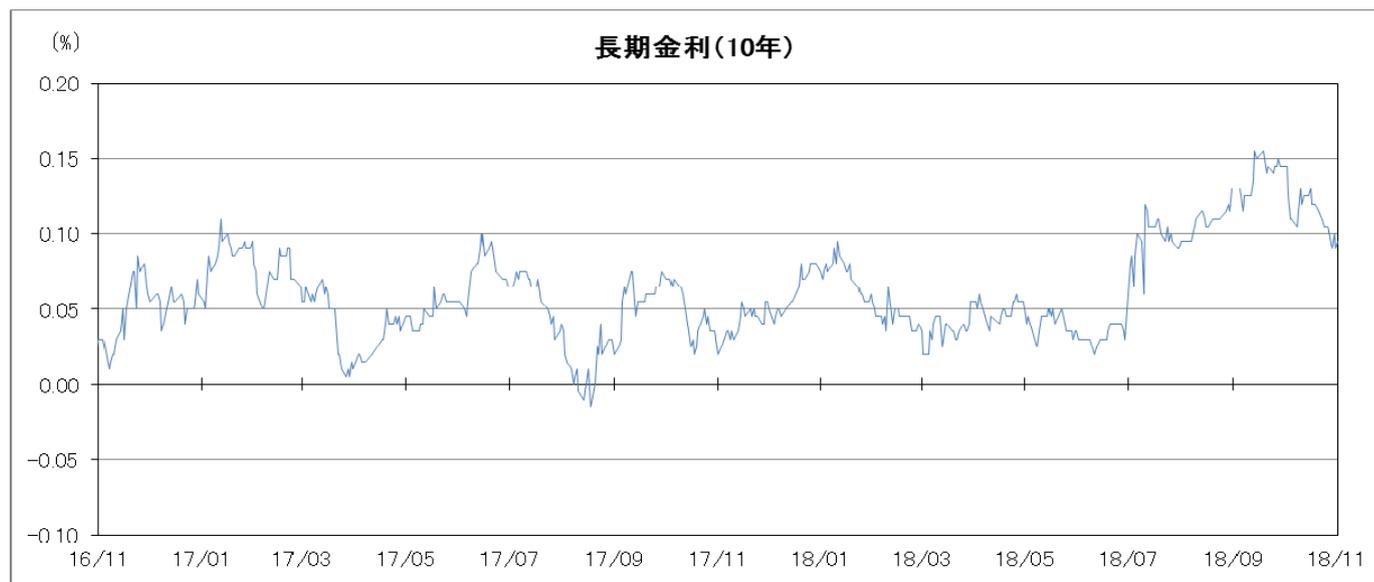
上記のような見方を背景とし、国内債券の良好な需給環境は続くと考えられるため、国内長期金利は低位安定的に推移すると予想する。一方で、金利低下局面では日本銀行によるさらなるオペ運営方針の見直しやオペ買入額の減額なども市場で意識されていることから、金利低下余地も限定的と考えるため、国内長期金利は0.100%付近で推移すると予想する。

(3) 予想レンジ

10年国債利回り 0.075%~0.200%

(4) 新発債発行状況(11月債)

	クーポン	平均落札価格	平均落札利回り	応札倍率
10年国債	0.100%	99.65円	0.135%	4.33
政府保証債(10年)	0.209%	100.00円	0.209%	—
共同発行公募地方債	0.264%	100.00円	0.264%	—



5. 株式市場

(1) 直近の動向

国内株式市場は、米国とサウジアラビアとの関係悪化やイタリア財政予算問題等を巡る欧州の政治的不透明感などを背景に、10月下旬には日経平均株価が一時21,000円を割り込んだが、その後はトランプ大統領の発言を受けて米中貿易摩擦への警戒感が和らいだことや、国内企業決算が概ね底堅い業績推移を示したことで徐々に水準を戻し、ほぼ市場予想通りとなった米中間選挙後には、イベントを通過した安心感から一時22,583円まで上昇した。

11月中旬にかけては人民元安の進行などから中国景気減速への懸念が強まったことや、原油安の流れから米国株式が軟調に推移するなか再び上値の重い展開となったものの、足許では業績面から見た割安感から押し目買いの動きが強まるなか、日経平均株価は22,000円台を回復するなど底堅い展開となっている。

(2) 中期的見通し

国内株式相場は、割安感や配当金の再投資等により上昇圧力が強まりやすいと考えるものの、米中貿易摩擦や世界景気減速への懸念から、上昇余地は徐々に限られてくるものと予想する。

国内企業の決算が一巡し、足許の企業業績が底堅さを保っていることが確認されている中で、予想PERが12倍台前半となるなど、今年3月の年初来安値圏以来の低水準にとどまっていることなどから、目先は割安感から押し目買いの動きが強まりやすいものとする。

一方で、米中貿易摩擦を巡ってはトランプ大統領が強硬的な態度を崩しておらず、12月1日に予定される米中首脳会談を経ても米中の関係修復が急速に進むことは見込み難いことや、直近発表された海外経済指標の内容を受けて来年以降の景気減速を織り込む動きが強まっていること、世界的な需要減少懸念により原油価格が下落するなか米国株も上値の重い推移となっていることなどから、急速な戻りも期待し難い。そのため、国内株式については押し目買い等により上昇基調で推移しつつも、徐々に上値を抑えられる展開を予想する。

(3) 予想レンジ

日経平均株価 20,500円～23,500円



6. 為替市場

(1) 直近の動向

ドル／円相場は、概ね113円台を中心に底堅い展開となった。注目の米国中間選挙では過半数の議席を上院では共和党が、下院では民主党が獲得する結果となりねじれ議会となったものの、インフラ投資に対する期待の高まりなどからドル買いが強まり一時年初来高値圏となる114円21銭まで上昇する展開となった。しかし、年初来高値圏では利益確定などの売りがみられたほか、米国株式相場の下落も相場の重しとなり一時112円台半ばまで下落した。その後は、米国株式相場の下落が一服するなかで、イタリア予算案や英国のEU離脱交渉に対する警戒感の高まりから逃避的にドルが選好され徐々に値を戻す格好となった。こうしたなか、足許では月末需要などのドル買いも相場の追い風となり113円台前半で推移している。

ユーロ／円相場は、欧州政治先行きに対する警戒感の高まりから上値の重い展開となった。欧州株式相場の上昇などを背景に一時130円台を回復する場面がみられたものの、イタリア予算案に対してイタリアと欧州委員会との間で進展がみられず制裁が懸念されるなか、戻り売りが強まり127円台半ばまで下落した。その後も、英国のEU離脱をめぐり英国政権が混乱するなかポンドとともにユーロは上値の重い展開が継続した。足許ではイタリア予算案についてイタリアが修正案を模索するとの報道などを受けてやや値を戻し129円付近で推移している。

(2) 中期的見通し

ドル／円相場は、12月のFOMCで追加利上げが予想されるほか、年末に向けてドル資金需要の高まりが見込まれるなか底堅い展開が予想される。しかしながら、ここもと米国住宅指標をはじめやや弱めの経済指標の結果もみられており、先行きについては慎重な見方も多く、上値追いには慎重になると予想する。

ユーロ／円相場は、イタリアや英国などの欧州政治先行き懸念が根強いなかユーロ買い機運は高まりにくいと思われる。加えて、足許では欧州景況感についても悪化がみられていることやECBドラギ総裁をはじめとするECB高官からは金融政策正常化に対して慎重な姿勢が示されており、上値の重い展開になると予想する。

(3) 予想レンジ（1ヵ月）

ドル／円相場 110.00円 ~ 116.00円

ユーロ／円相場 125.00円 ~ 130.00円

