

〈フォーカス〉習近平氏の権力強化も経済改革は進まず

中国の習近平国家主席にとって、5年に一度の「中国共産党全国代表大会(党大会)」を控える今は、権力基盤強化の総仕上げの時期である。すでに昨年10月の「第18期中央委員会第6回全体会議(6中全会)」では、過去、毛沢東、鄧小平、江沢民の3氏にしか用いられていない「核心」に議決されたほか、党大会では「習近平思想」を党の方針と位置付け、憲法にも盛り込む方針とされる。過去、鄧小平と江沢民の「理論」も憲法に反映されたが、「思想」となると毛沢東以来となり、自身の権威付けは最終段階に近づく。

党大会では、最高指導部の政治局常務委員会のメンバーが選出される。68歳以上であれば退任という内規に従えば7名のうち5名は退任となるが、習氏はこれを変え、腹心の王岐山氏を再任する方針と伝えられる。延長線上にあるのは、次回2022年の党大会時に68歳となる自身の続投である。2期10年となっている国家主席の任期も撤廃、最終目標は永世主席とも囁かれる。政敵は反腐敗運動で封じ込め、人民日報・新華社・中国中央テレビ等の主要メディアも完全に支配下に置いた今、不可能な道ではない。

盤石になった政治基盤を背景に、今後は経済改革を力強く押し進めるかという点、その可能性は高くない。すでに、15年9月に国務院から発表された「国有企業改革を深化させることに関する指導意見」では、市場経済の推進どころか、政府による国有企業への監督・指導強化や、国有資産の流失防止など、国有企業の独占強化策を打ち出している。そもそも、権力固めが最優先事項の習氏にとって、その基盤を揺るがしかねない多数の大手民間企業の登場は容認できる道ではない。いきおい、経済改革での成果は期待できず、代わりに海洋進出で成果を得ようとする可能性が周辺国家には気になる。この点、懸案事項だったトランプ政権との付き合い方もすでにマスターした雰囲気濃厚である。

かといって中国経済にまったく期待できないわけではない。「借金漬けの国有企業の投資に頼った官製経済」という基本的な枠組みは大きく変わらないまま、今後もそれなりのペースで成長を続けるとみられる。現在の中国は1970年代の日本との類似点が多いとされるが、当時ほぼ先進国への仲間入りを終えた日本と異なり、中国はまだキャッチアップ(生産性向上)の余地がある。低すぎた労働分配率の是正も必然で、消費ブームを支える中間所得者層の台頭も期待できる。また、低労働分配率と裏腹の関係にある過剰投資は、賃金上昇＝即インフレとはならない可能性を示している。金融危機後の4兆元の景気対策が不良債権の山につながった反省もあって、政府は不動産価格抑制策を簡単に緩めないだろうが、一方で不動産投資は全人代を控えた成長率の帳尻合わせに使える便利なツールでもある。中国の場合、資産価格下落が金融システム不安につながる経路が細いため、バブル崩壊が日本のような失われた数十年といった事態に直結する可能性は低い。習氏が恐れるのは、経済そのものよりも、非難の矛先が政府に向かうことで、その意味でもバブル崩壊的な経済の混乱は許さないだろう。政府はその能力を有しているとみる。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉習近平氏の権力強化も経済改革は進まず……………1	・5月2-3日開催のFOMCについて……………16
・経済情勢概況……………2	・原油価格は一進一退の推移が続くと予想……………21
・出口を語れない日銀……………3	・主要経済指標レビュー……………24
・輸出は回復基調で推移……………10	・日米欧マーケットの動向……………29
・住宅投資は鈍化傾向での推移を予想……………13	

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日 本

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な米国景気や、政府の経済対策の効果などが後押しし、次第に景気の回復ペースをあげていくと予想する。

個人消費は、弱めの動きが続いている。今後も、雇用需給の引き締まりが名目賃金の緩やかな上昇につながると思われるものの、原油価格の持ち直しに伴う家計の実質購買力の低下などから、緩慢な回復にとどまると予想する。

住宅投資は回復が一服している。今後は、相続税対策としての貸家の節税需要が減衰するとみられるほか、所得環境の回復ペースの鈍さもあって、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、均せば回復が続くと予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しし、底堅い推移を見込む。

輸出は回復に向かっている。今後も、堅調な米国景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コアCPI）は、1月以降、前年比プラスの推移となっている。引き続きエネルギー価格が押し上げ方向に寄与すると見込まれるほか、昨秋以降の円安の影響もあって、2017年度のコアCPIは、前年比+0.7%程度まで伸び幅が拡大すると予想する。

米 国

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や、緩和的な金融環境に支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。10-12月期以降は、減税策などの効果が見込まれることから、景気回復ペースを次第に早めるとみる。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどから、堅調に推移するとみる。

住宅投資は、雇用者数の増加などに支えられ、緩やかながら持ち直し傾向で推移するとみる。

設備投資は、企業収益の改善などを背景に、回復基調が続くと予想する。

輸出は、中国景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは3月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.50-0.75%から、0.75-1.00%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみており、次回の利上げは6月年後半に行なわれると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩和的な金融政策の継続に加え、各国の緊縮的な財政運営の見直しなどを背景に、今後も景気回復が続くと予想する。ただ、企業部門のバランスシート調整圧力が残ることなどから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

個人消費は、雇用環境の持ち直しなどに支えられ、改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、企業債務の高止まりなどを背景に、緩慢な回復が続くとみる。

ECBは2016年12月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を9ヵ月延長し、少なくとも2017年12月末までとしたほか、4月からの買入れ額を月額800億ユーロから600億ユーロへ減額することなどを決定した。買入れ資産の不足に対応するため、年後半に資産買入れ額を縮小するとともに、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

出口を語れない日銀

17年度の物価予想は小幅下方修正にとどめる

4月26、27日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想どおり金融政策はすえ置かれた。展望レポートでは、17年度の消費者物価見通しの下方修正幅が注目されていたが、結局、1.5%から1.4%へと小幅下方修正されるにとどまった。ちなみに当社の予想は0.7%、当社を含む日本経済フォーカスター40人（機関）の平均は0.83%（4月調査）である。

あまり大きく下方修正すると、「18年度中」という物価目標の達成時期の後ろ倒しが必要になるため、筆者は1.3%という数字を予想していたが（図表1）、いずれにせよ達成の可能性は低い。年度平均で1.4%を達成するためには、年度半ばに1%が見えてくる必要があり、今後、新しい月のCPIが発表されるたびに、V字型に伸びていくことが確認される必要がある。春闘における賃金の伸びが前年並みにとどまり、円安トレンドは一巡、原油価格の反発も一服という状況下では、もはや不可能ともいえ、これまで同様、今後も展望レポートの発表のたびに下方修正を繰り返して行くこととなろう。物価目標の達成時期も、10月か1月の展望レポートで、再び後ろ倒しを余儀なくされる可能性が高い。もしそうなれば、黒田政権下では6度目の後ろ倒しとなる。

(図表1)展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	16年10月 展望レポート	17年1月展 望レポート	17年4月展 望レポート	当社見通し(4 月展望レポ ートの予想)
2017年度	実質GDP	1.3	1.5	1.6	1.5
	コアCPI	1.5	1.5	1.4	1.3
2018年度	実質GDP	0.9	1.1	1.3	1.2
	コアCPI	1.7	1.7	1.7	1.7
2019年度	実質GDP	—	—	0.7	0.9
	コアCPI	—	—	1.9	1.9

※19年度のCPIは消費税の影響を除いたケース (出所)日本銀行より明治安田生命作成

「80兆円」のめどは今後も残る可能性大

「年間80兆円をめど」という長期国債の積み増し目標も予想どおり維持された。地政学的リスクなどの円高圧力が残っている状況下で、テーパリングへの第一歩と受け止められかねない政策変更にあえて踏み込む必要はない。これでも円高が進んだら日銀のせいになってしまう。現状のオペのペースは、年間60兆円に届くかどうかというレベルだが、長期金利に再度上昇圧力ががかかり、変更後に逆に買い増しを余儀なくされたらそれこそ赤恥である。黒田総裁は会見で「**実際の国債買入れ額は、金融市場の状況に応じて、ある程度の幅をもって変動することになります**」と述べているが、「めど」のレンジは相当幅広いと見ておいた方がよい。QQEの導入から3年過ぎても、「2年という目標は変えない」と強弁していただくくらいなので、たとえ年間50兆円のペースでも、「80兆円をめど」の範囲内と言い切ることに黒田総裁は抵抗感を感じないとみられる。よほどオペの減額トレンドが明らかにならない限り、今後も80兆円という数字は維持し続けるだろう。

景気判断は前進も物価目標の意義が希薄に

景気の現状判断については「緩やかな回復基調を続けている」から、「緩やかな拡大に転じつつある」へと上方修正された（図表1）。個別項目では、輸出と生産が上方修正されている（図表2）。拡大という表現は9年ぶりだが、日銀としては素直に喜べない面もある。物価目標未達下で景気が回復すればするほど、しゃにむに2%をめざす意義が希薄になるというジレンマに直面するためだ。

(図表2) 金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
15年1月21日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
2月18日	緩やかな回復基調を続けている	→	小幅上方修正との解釈も可能
3月17日	緩やかな回復基調を続けている	→	
4月8日	緩やかな回復基調を続けている	→	
4月30日	緩やかな回復基調を続けている	→	
5月22日	緩やかな回復を続けている	↑	13年9月以来の上方修正
6月19日	緩やかな回復を続けている	→	
7月15日	緩やかな回復を続けている	→	
8月7日	緩やかな回復を続けている	→	
9月15日	緩やかな回復を続けている	→	
10月7日	緩やかな回復を続けている	→	
10月30日	緩やかな回復を続けている	→	
11月19日	緩やかな回復を続けている	→	
12月18日	緩やかな回復を続けている	→	
16年1月29日	緩やかな回復を続けている	→	
3月15日	基調としては緩やかな回復を続けている	↓	小幅下方修正
4月28日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
6月16日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
7月29日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
9月21日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
11月1日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
12月20日	緩やかな回復を続けている	↑	小幅上方修正
17年1月31日	緩やかな回復を続けている	→	
17年3月16日	緩やかな回復を続けている	→	
17年4月27日	緩やかな拡大に転じつつある	↑	3ヵ月ぶりの上方修正

(出所) 日銀

日銀にしる政府にしる、最終的な目標は安定的な景気回復であり、物価目標はそのためのツールである。景気が巡航速度で推移している時の物価上昇率が1%なら、1%で絶対ダメということはない。デフレよりも緩やかなインフレが望ましいという点で学者の意見は一致しているが、中長期的には古典派の二分法が成立するというのが経済理論なので、1%が良いのか、2%が良いのか、3%が良いのかといった経済理論はない。強いて言えば、諸外国と同じ物価上昇率を維持できれば、購買力平価が安定するので円高圧力がかからないという点が挙げられるが、そのために古今未曾有の金融緩和を続けることのコストとベネフィットをもう一度慎重に見きわめる必要がある。

(図表3) 個別項目の現状判断の推移 (下線部は主たる変更箇所)

項目	開催月 (媒体)	評価	方向感
海外経済	1月 (展望レポート)	新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている	→
	3月 (公表文)	新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている	→
	4月 (展望レポート)	新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている	→
輸出	1月 (展望レポート)	持ち直している	→
	3月 (公表文)	持ち直している	→
	4月 (展望レポート)	増加基調にある	↑

設備投資	1月（展望レポート）	企業収益が高水準で推移し、業況感も幾分改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
	3月（公表文）	企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
	4月（展望レポート）	企業収益や業況感が業種の拡がりを伴いつつ改善するなかで、緩やかな増加基調にある	↑
個人消費	1月（展望レポート）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している	→
	3月（公表文）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している	→
	4月（展望レポート）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している	→
住宅投資	1月（展望レポート）	持ち直しを続けている	→
	3月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	↓
	4月（展望レポート）	横ばい圏内の動きとなっている	→
公共投資	1月（展望レポート）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	3月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	4月（展望レポート）	横ばい圏内の動きとなっている	→
鉱工業生産	1月（展望レポート）	持ち直している	→
	3月（公表文）	持ち直している	→
	4月（展望レポート）	増加基調にある	↑
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	1月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
	3月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
	4月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	1月（展望レポート）	弱含みの局面が続いている	→
	3月（公表文）	弱含みの局面が続いている	→
	4月（展望レポート）	弱含みの局面が続いている	→

(図表4) 先行きの見通しの推移（下線部は主たる変更箇所）

項目	開催月（媒体）	評価	方向感
経済	1月（展望レポート）	わが国経済は、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとで、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型経済対策の効果を背景に、2018年度までの見通し期間を通じて、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。	→
	3月（公表文）	緩やかな拡大に転じていくとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の改善を背景として、基調と	→

		して緩やかに増加するとみられる。	
	4月（展望レポート）	わが国経済は、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとで、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型経済対策の効果を背景に、2018年度までの期間を中心に、 <u>景気の拡大が続き、潜在成長率を上回る成長を維持するとみられる。2019年度は、設備投資の循環的な減速に加え、消費税率引き上げの影響もあって、成長ペースは鈍化するものの、景気拡大が続くと見込まれる。</u>	↑
物価	1月（展望レポート）	消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格の動きを反映して0%程度から小幅のプラスに転じたあと、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	↑
	3月（公表文）	消費者物価の前年比は、エネルギー価格の動きを反映して0%程度から小幅のプラスに転じたあと、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる	→
	4月（展望レポート）	消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格の動きを反映して0%程度から小幅のプラスに転じたあと、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	→

（出所）日銀

波及チャネルの説明は変化

記者からは、金融政策の何が物価上昇の起点になっているのか、国債買入れの増加と日銀のB/Sの拡大が足元で予想物価上昇率に作用していると考えるか、との質問が出されたが、これに対し黒田総裁は、「バランスシートの拡大が、直接的に予想物価上昇率であれ、将来の金利であれ、為替レートであれ、そういうものに影響するかについては、経済学者の間でも色々な議論があるところです。私どもが「量的・質的金融緩和」を始めて以来強調している通り、「量的・質的金融緩和」は、一方で予想物価上昇率にプラスの影響はありますが、何よりも長期金利を含めて、名目金利を大幅に引き下げて、その結果として実質金利を引き下げるというのが、实体经济にプラスの影響を与える主要なチャネルです。もちろん、期待に対する影響もあったとは思いますが、基本的な「量的・質的金融緩和」の实体经济に対する影響のチャネルは、先程申し上げたようなものです（下線部筆者）」と述べている。

下線部は、白川前総裁でもこう説明するだろうと思われるロジックである。マネタリーベースの目標を一気に2倍とし、市場からも「バズーカ」、「衝撃と畏怖」と称されるなど、何かと期待の役割を強調していた初期とは様変わりであり、ずいぶんと「普通」の考えに縮んでしまった印象は否めない。白川前総裁は、いかに非伝統的な政策であっても、実体景気への波及ルートはあくまで金利、つまり伝統的なルートである（したがって量の拡大そのものに意味はない）、とのスタンスをとっていた。「黒い日銀」の「白化」がますます進んできた印象で、正しい方向ではあるものの、これで黒田総裁が「金融緩和の目標や实体经济に与える影響のチャネルは、全く変わっていない」と強弁するのはどう考えても無理がある。

物価はなぜ上がらないか

物価が上がらない要因について、記者からは他にもさまざまな指摘がなされたが、黒田総裁は、基本的には需給ギャップと予想物価上昇率で決まる。需給ギャップが改善している以上、早晚物価は上がってくるとのスタンスを通している。確かに、足元の失業率が2.8%まで低下するなど、日本の雇用市場がすでに完全雇用水準に近づいていることに異論を挟む向きは少ない。ただ、完全雇用水準に達して初めて賃金上昇圧力がかかるわけではなく、ある程度比例的に高まるのが普通であることを考えると、足元の賃金の上昇ペースが鈍すぎるとの印象は否めない。

地方では特に人手不足が深刻化しているが、筆者が直接聞いた限りでも、「人手不足で景気が悪い」と答える経営者が多く、雇用需給の引き締まりを景気回復の証左と捉える向きは驚くほど少ない。賃上げはしないのかと問うと、「先行きの景気は読めず、競争も厳しい」等の答えが返ってくる。結局、中長期的な成長期待が高まらない限り、固定費の増大に繋がるベアや能力増強投資にはなかなか踏み切れないというのが実態とみられ、このままでは賃上げよりも仕事を抑制する方向に向かう可能性が高い。これは金融政策で解決できる問題ではない。黒田総裁は、予想物価上昇率については、「**基本的には、前回の展望レポートと比べて下がったのは、携帯などの一時的な要因であると思っています**」と述べているが、もちろん4年間も上がらない理由にはならない。

日銀は出口を語れない

自民党の行革推進本部が日銀の出口政策に関する提言を発表したこともあって、会見では出口に関する質問も集中した。「少なくとも国民負担が生じ得るところだけでも早めに言うべきではないかという見方について、どう思われるかお願いします」と食い下がる記者もいたが、黒田総裁は「時期尚早」とのスタンスを通している。理由については、「**出口戦略のあり方、あるいはそのときの経済・物価・金融情勢の状況如何で色々なシナリオが描けると思いますが、今の段階でそういったことを具体的に申し上げるとかえって混乱させる**」とのことである。様々なシナリオが描けるのはその通りと考えられるが、そうであればシナリオ別に公表する案もなくはない。

それでも出口政策の公表が難しい理由の一つは、日銀が言えないようなシナリオを辿る可能性が小さくないためとも考えられる。本来、景気回復で緩やかな金利上昇が実現するのは誰にとっても望ましいはずだが、日銀の場合、資産・負債のミスマッチがどんどん拡大することが問題となる。物価目標達成の暁には、日銀当預の付利金利は2%以上の水準に達しているはずだが、資産サイドの債券の利回りは低く、高金利債券への入れ替えも徐々にしか進まないのが、大幅な債務超過に陥る可能性が大きい。これは納税者負担となる。もっとも、付利金利の大幅な引き上げは銀行への補助金として国会で追及される可能性が高いので、実現できるかどうかはわからない。かといって、国債の大量売却は国債市場崩壊のリスクを孕む危険な賭けとなることから、これはこれで政府がストップをかける可能性が高い。残される引締め手段は、法定準備率の大幅な引き上げで資金吸収を計ることだが、これは銀行の運用機会を奪うと言う意味で銀行課税、銀行は預金金利にしわ寄せするので事実上の預金者課税となり、いずれにせよ、国民負担が生じる可能性が高い。

もっとも、現時点では近い将来、こうした形で出口が訪れることの現実味は薄い。記者からは、「今回初めて2019年度の物価見通しを出して、その数値が1.9%ですから、これは2%を超えていないということですから、常識的に判断すれば、2019年度になってもマネタリーベースの拡大、すなわち日銀のバランスシートの拡大は続くというように解釈するのが常識的かと思いますが、そのように考えてよろしいでしょうか」という質問が出されたが、黒田総裁は、「**消費者物価の前年比が2%程度に達する時期は、見通し期間の中盤である2018年度頃になる可能性が高い**

とみていますけれども、「オーバーシュート型コミットメント」でいう安定的に2%程度を超える時期というのは、それよりも先になる可能性が高いと考えています」と認めている。こうなると、物価目標の達成前に国債買入れが行き詰まる可能性が出てくる。日銀としては、物価目標達成前に出口を余儀なくされるシナリオも提示するわけにはいかず、結局は、「その時」が訪れるまで時期尚早と言いつけるしかない。（担当：小玉）

(図表5) 展望レポートの概要
(前回1月との比較、下線部は主たる変更箇所)

1. わが国の経済・物価の中心적인見通し

(1) 経済情勢

	前回 (2017/1/31)	今回 (2017/4/27)
現状判断	わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている	わが国の景気は、 <u>緩やかな拡大</u> に転じつつある
先行き見通し	わが国経済は、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとで、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型経済対策の効果を背景に、2018年度までの見通し期間を通じて、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。	わが国経済は、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとで、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型経済対策の効果を背景に、2018年度までの期間を中心に、 <u>景気の拡大</u> が続き、潜在成長率を上回る成長を維持するとみられる。2019年度は、設備投資の循環的な減速に加え、消費税率引き上げの影響もあって、成長ペースは鈍化するものの、 <u>景気拡大が続くと見込まれる。</u>
前回の展望レポートとの比較	今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、GDP統計の基準改定に伴うGDPの上方修正に加え、海外経済の上振れや為替相場の円安方向への動きなどを背景に、幾分上振れている。	2018年度までの成長率の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。

(2) 物価情勢

	前回 (2017/1/31)	今回 (2017/4/27)
先行き見通し	消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格の動きを反映して0%程度から小幅のプラスに転じたあと、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、 <u>プラス幅の拡大基調</u> を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。
前回の展望レポートとの比較	今回の物価見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である	2018年度までの物価見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。
物価見通しの背景	①長期的な予想物価上昇率は、「適格的な期待形成」の面では、エネルギー価格が物価に対して押し上げ寄与に転じていくことや、このところの為替相場の円安方向への動きの影響、「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日銀の金融政策の効果で、次第に2%へ収れん ②マクロ的な需給バランスはゼロ%程度で横ばい圏の動きを続けてきたが、足元では改善の動き。16年度末以降プラスに転じ、その後はプラス幅を拡大 ③輸入物価は、原油などの国際商品市況の持ち直しがプラス方向に作用していく。為替はこ	①長期的な予想物価上昇率は、「適格的な期待形成」の面では、 <u>マクロ的な需給ギャップが改善</u> する中で、エネルギー価格の動向などを映じて、現実の物価上昇率は高まっていく。「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日銀の金融政策の効果で、次第に2%へ収れん ②マクロ的な需給ギャップは、ゼロ%程度で横ばい圏内の動きを続けてきたが、このところ改善しており、 <u>昨年末にプラス転化</u> した。今後はプラス幅を拡大 ③輸入物価は、原油価格など国際商品市況の持ち直しは、2017年度の消費者物価のエネルギー

	<p>のどこの円安が価格上昇圧力を高める方向に作用する</p>	<p>ギ一価格の前年比を押し上げるが、その影響は次第に減衰。既往の為替相場の円安方向への動きが、2017年度を中心に、価格上昇圧力を高める方向に作用</p>
--	---------------------------------	--

2. 上振れ要因・下振れ要因

	前回 (2017/1/31)	今回 (2017/4/27)
<p>経済の上振れ要因・下振れ要因</p>	<p>①海外経済の動向に関する不確実性 ②企業や家計の中長期的な成長期待 ③財政の中長期的な持続可能性</p>	<p>①海外経済の動向に関する不確実性 ②企業や家計の中長期的な成長期待 ③財政の中長期的な持続可能性</p>
<p>物価の上振れ要因・下振れ要因</p>	<p>①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向 ②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度が低い品目がある ④今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向</p>	<p>①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向 ②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度が低い品目がある ④今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向</p>

3. 金融政策運営

	前回 (2017/1/31)	今回 (2017/4/27)
<p>第一の柱</p>	<p>消費者物価の前年比は、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。このように「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠け、引き続き注意深く点検していく必要がある。</p>	<p>消費者物価の前年比は、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。このように「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠け、引き続き注意深く点検していく必要がある。</p>
<p>第二の柱</p>	<p>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。物価の見通しについては、海外経済や中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に、下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていない。また、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している。</p>	<p>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。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に、下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていない。また、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している。</p>
<p>金融政策運営</p>	<p>金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、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なう。</p>	<p>金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、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なう。</p>

(出所) 日銀

輸出は回復基調で推移

輸出数量は約2年間の停滞を抜け出しつつある

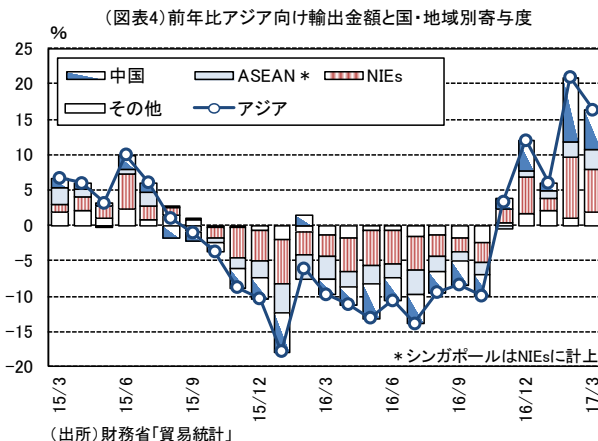
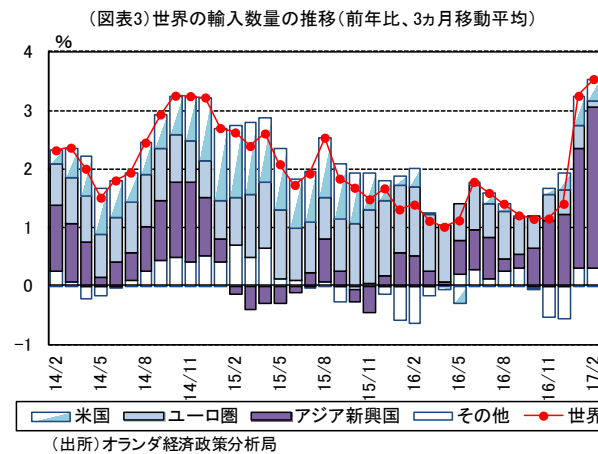
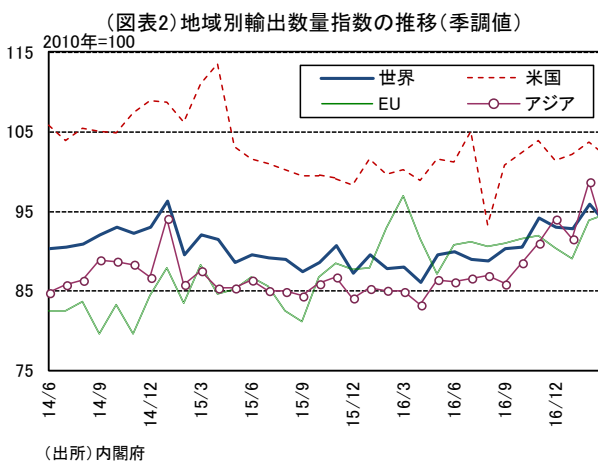
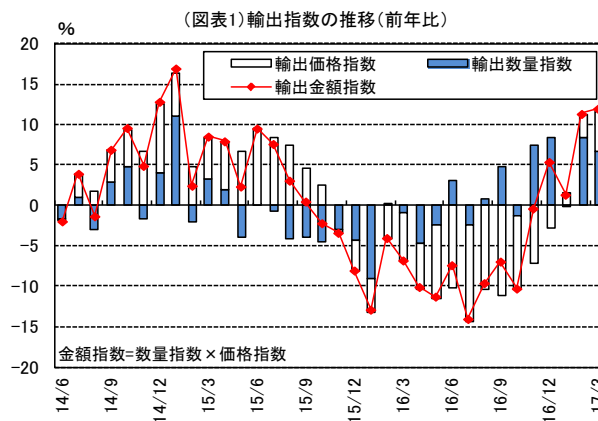
財務省の貿易統計によると、3月の輸出金額は前年比+12.0%と、4ヵ月連続のプラスとなった(図表1)。輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸出価格が同+5.0%と、3ヵ月連続のプラスとなったほか、輸出数量も同+6.6%と、2ヵ月連続のプラスとなった。輸出数量は2015年の夏場ごろから昨年半ばにかけて停滞が続いてきたが、足元ではようやく持ち直しつつある様子が窺える。

輸出数量を地域別に見ると、米国向け(2016年10-12月期:前年比+3.9%→1-3月期:同+0.8%)やEU向け(同+4.3%→+0.8%)は小幅なプラスにとどまっているものの、アジア向け(同+6.9%→+9.3%)が10%近い伸びとなっており、全体の押し上げに大きく寄与している。内閣府の輸出数量指数(季調値)を見ても同様の傾向が見て取れ、足元の輸出の持ち直しが主にアジア向け輸出にけん引されていることが分かる(図表2)。

アジア向けの持ち直しが顕著に

アジア圏の需要環境に関して、オランダ経済分析局が発表する世界貿易数量を見ると、2016年冬以降、アジア新興国の輸入増が、世界の輸入数量の増加をけん引しており、アジア新興国の需要の強さが窺える(図表3)。貿易統計のアジア向け輸出を国・地域別に見ると、主に中国向けとNIEs向けの持ち直しが足元の改善に寄与している(図表4)。

これらの国・地域について、まず、中国景気をみると、政府によるインフラ投資拡大の効果や、民間企業業績の改善による投資需要の拡大が輸入の増加につながっているとみられる。中国向け輸出は、2016年度の日本の輸出金額の18%を占めているため、中国景気の改善が日本の輸出に与える影響は大きい。経済モデルにより、中国景気の回復が各国の輸出に与える影響を試算すると、



日本については、資源国や欧米よりも押し上げ効果が大きく、NIEs 諸国に次ぐとの結果を得た（図表 5）。中国景気については、政策による下支えもあって、今後も安定的な推移が続くとみられ、中国向け輸出は今後も持ち直し傾向で推移すると予想する。

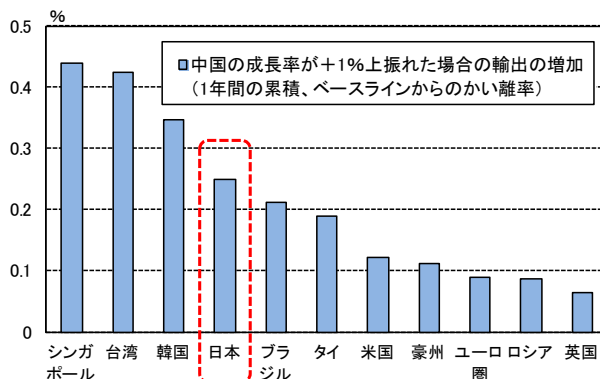
次に、世界的な電子機器の生産拠点である NIEs 向けの輸出については、半導体市況の改善が押し上げに寄与しているとみられる。日本の情報関連輸出は、昨年秋以降、世界の半導体出荷額の増加に連動する形で持ち直している（図表 6）。今後についても、中国で通信環境の整備の進展によるスマートフォン需要の拡大が見込まれるほか、今秋には新型機種が発売が予定されていることが追い風となると期待される。また、世界半導体市場統計によると、世界の半導体出荷額は、振れを伴いながらも持ち直し傾向で推移すると予測されており、情報関連を中心に NIEs 向けも回復傾向で推移するとみている。

米国向けも今後は堅調な推移を予想

中国同様に主力輸出先である米国向けについては、足元ではアジア向けと比べると回復モメンタムは弱い。米国向け輸出を品目別に見ると、一般機械は、2月に18ヵ月ぶりのプラスとなり、3月についても伸び幅が拡大するなど、持ち直しの兆しが見られる（図表 7）。一方で、輸送用機器は2ヵ月ぶりのマイナスとなるなど、品目ごとにまちまちな結果となっている。輸送用機器については、米国内の販売台数が頭打ちとなるなか、今後も伸び悩む可能性が高い。

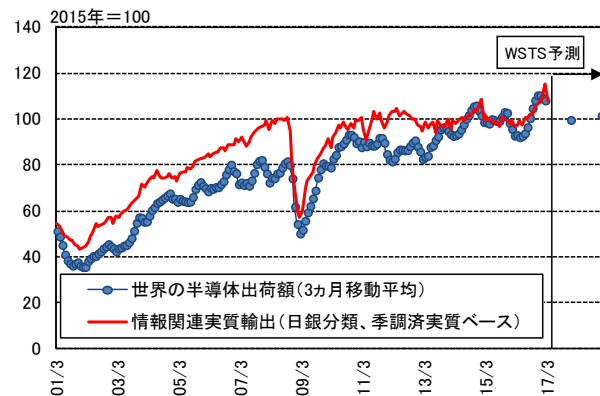
ただ、原油価格の持ち直しや、トランプ政権による環境規制の緩和などを背景に、資源開発投資の活発化が見込まれることが下支え要因になるとみる。資源開発投資に関連する、建設用・鉱山用機械の輸出額を見ると、アジア向けなどの持ち直しに対し、これまでは米国向けの回復が遅れていたが、3月には4ヵ月ぶりにプラスに転換した（図表 8）。米国向けの建設用・鉱山用機械輸出に半年ほど先行する傾向のある米国内の石油掘削稼働

（図表5）中国景気の改善による輸出の押し上げ幅の比較



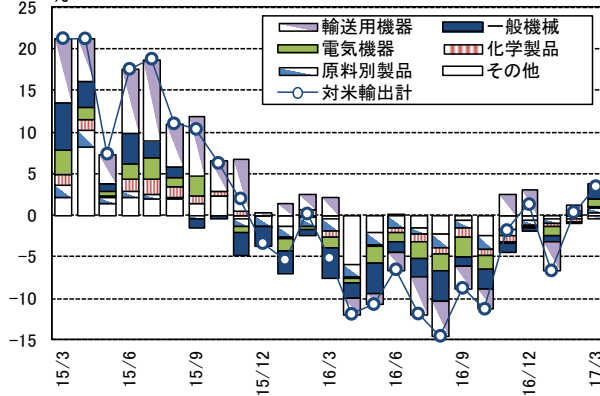
（出所）OEGMより明治安田生命作成

（図表6）世界半導体出荷額と日本の実質輸出（情報関連）の推移



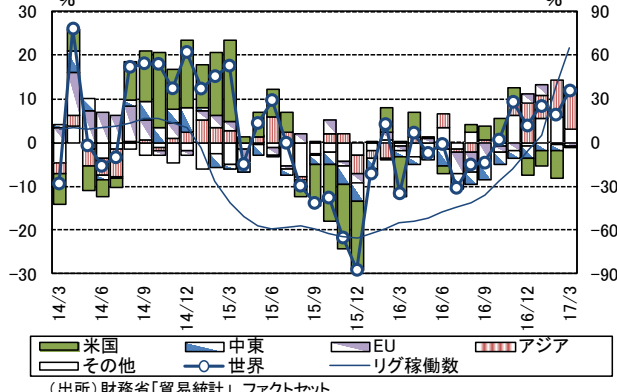
（出所）世界半導体市場統計（WSTS）、日銀「実質輸出入の動向」より明治安田生命作成

（図表7）前年比米国向け輸出金額と品目別寄与度



（出所）財務省「貿易統計」

（図表8）建設用・鉱山用機械輸出額と地域別前年比寄与度、および米国の石油掘削稼働リグ数（前年比）の推移



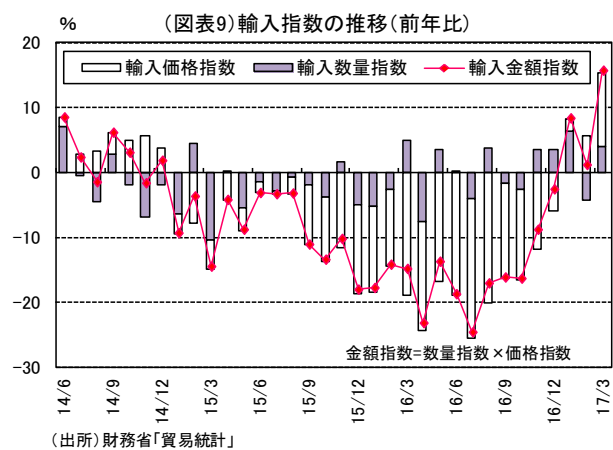
（出所）財務省「貿易統計」、ファクトセット

リグ数は、このところ増加傾向となっており、今後の同品目の輸出が増加傾向で推移する可能性が示唆される。

恒久的な高率関税の適用などのトランプ政権の保護主義的な政策が実行に移されれば、日本の輸出への悪影響は大きいですが、こうした政策については、共和党率いる議会の下承を得られにくいとみられるほか、個別交渉を行なう場合にも時間がかかるとみられ、米国向け輸出は、堅調な推移が続くとみている。アジア向けと米国向けを合わせると、輸出の73%を占める。両地域向けの輸出にけん引され、今後の輸出は回復基調で推移すると予想する。

貿易黒字幅は小幅と予想

輸入については、3月の輸入金額は前年比+15.8%と、3ヵ月連続のプラスとなった(図表9)。輸入金額の伸びを価格と数量に分解すると、昨秋以降、輸入数量がプラスとなる月が増えているほか、輸入価格も、1月以降はプラスとなっている。目先は、原油価格の上昇の影響が、LNGなど他の鉱物性燃料にも波及することで、輸入価格がさらに押し上げられる展開が見込まれる。国内景気の持ち直しにより、輸入数量も増加傾向をたどるとみられることから、輸入金額はその後持ち直し傾向で推移するとみる。3月の季調済貿易収支は、1,722億円と、17ヵ月連続で黒字となった、今後については、輸出金額の増加が見込まれるものの、輸入金額の持ち直しを受け、2017年度の貿易収支は小幅な黒字にとどまると予想する。(担当：山口)



住宅投資は鈍化傾向での推移を予想

足元の住宅着工の基調は弱い

日本の住宅市場は力強さを欠く推移となっている。昨年10-12月期の民間住宅投資（GDPベース）は前期比+0.1%と、4四半期連続でプラスとなったものの、前期の同+2.4%から減速した（図表1）。低金利環境が続いているものの、相続税対策などを受けた貸家需要の増勢が一服したことなどが背景にあるとみている。

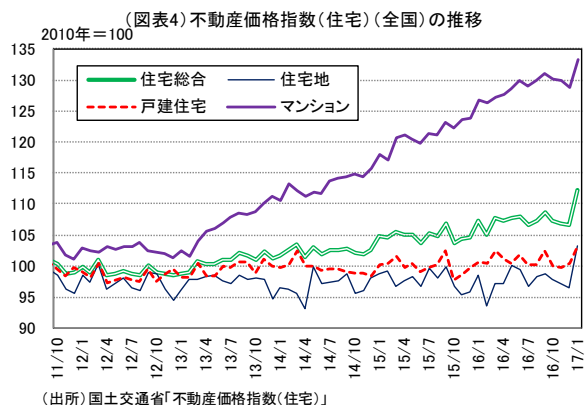
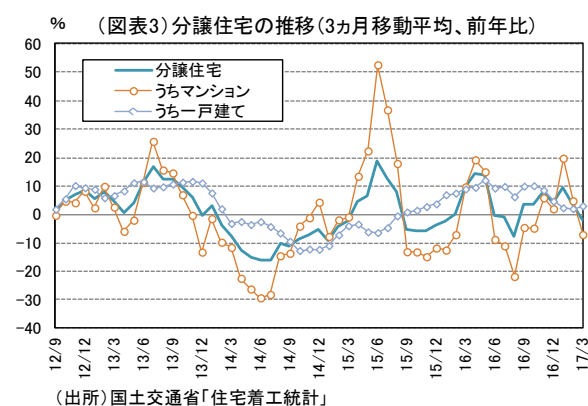
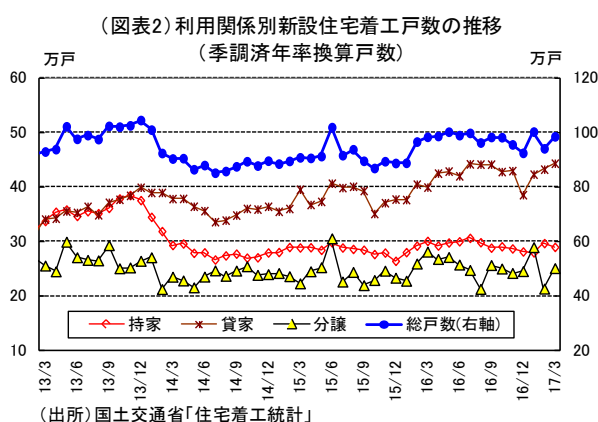
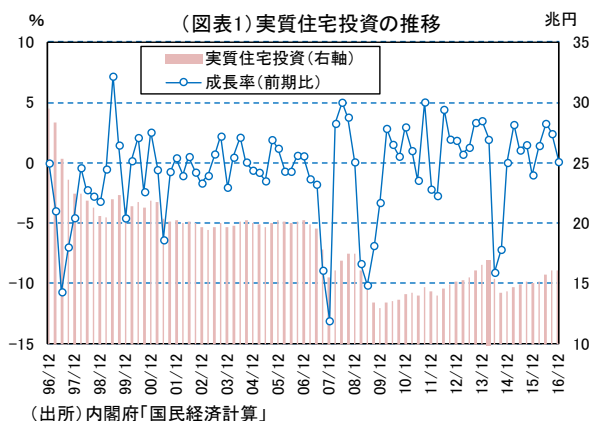
民間住宅投資に数ヵ月先行する住宅着工戸数を見ると、2016年2月以降、季節調整済年率換算100万戸前後での推移が続いている（図表2）。ただ、足元では、2016年12月（同92万戸）、2月（同94万戸）など、着工戸数が下振れる月も出てきており、基調は弱い。今年1月に再び100万戸まで回復したが、2020年の東京オリンピック・パラリンピックの選手用宿泊施設（選手村）の着工が始まったことが、件数増に寄与したという特殊要因もある。

持家着工も鈍化傾向

利用関係別に見ると、まず、持家着工戸数は昨夏以降、均せば鈍化傾向で推移している。住宅生産団体連合会の「経営者の住宅景況感調査」によると、1-3月期の戸建注文住宅の景況感指数（受注戸数が前年と比べて「良い」と回答した割合-「悪い」と回答した割合を指数化）は▲19と、4四半期連続でマイナスとなるなど、悪化傾向が続いている。「顧客が住宅購入およびリフォームに踏み切る決め手に欠け、引き続き商談が長期化傾向にある」など、商談の長期化を指摘する住宅建築業者のコメントが多く、今後も持家着工は、緩やかな鈍化傾向が続くとみている。

マンション着工は緩やかな減速

分譲住宅着工戸数は、1月に高い伸びとなったものの、その後は弱い動きとなっている（図表3）。分譲住宅のうち、一戸建て住宅（建売住宅）の前年比（3ヵ月移動平均）の推移を見ると、18ヵ月連続のプラスとなっているものの、昨年10月をピー



クに伸びは鈍化傾向で推移している。国土交通省の不動産価格指数を見ると、一戸建て住宅を含む戸建住宅は、緩やかな上昇傾向となっている(図表4)。これまでは、低価格物件への需要が戸建住宅を下支えしてきたが、ここへきてスマートハウスなどの高付加価値住宅の需要が高まりつつあることが、建築費が上昇している要因のひとつとして挙げられる。ただ、所得環境が緩慢な回復を余儀なくされるなか、高価格の一戸建てへの需要の高い伸びの持続は見込みづらく、今後の一戸建て住宅の着工は一進一退の推移が続くとみている。

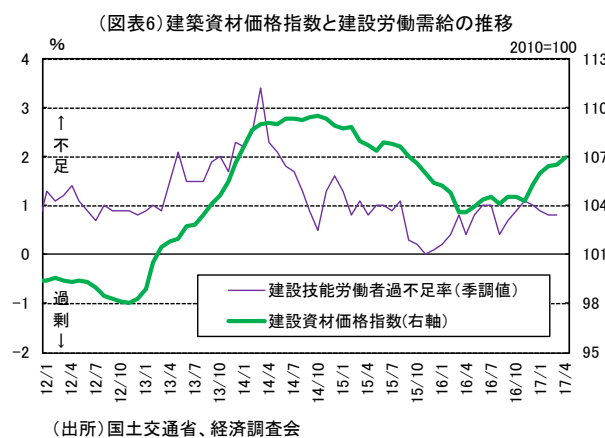
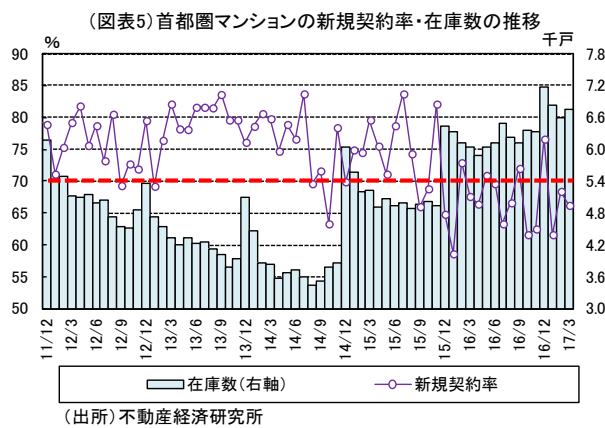
次に、分譲住宅のうちマンション着工の動きを見ると、1月に前年比+19.8%と、高い伸びとなったものの、3月には再び前年比マイナスに転じている(図表3)。1月は、オリンピック・パラリンピック大会後にマンションとして分譲する予定となっている選手村の着工が押し上げたものの、2月以降、その効果ははく落した形である。2013年以降、マンション販売価格が上昇傾向で推移していることも、販売環境の悪化につながっている。首都圏マンション市場の新規契約率を見ると、足元では3ヵ月連続で好不調の境目とされる70%を下回ったほか、月末在庫数も増加傾向が続き、3月末は前年比+11.8%の6,749戸と、28ヵ月連続でプラスとなっている(図表5)。

マンション契約率の悪化については、販売価格の高止まりが下押し圧力となっているとみられる。不動産経済研究所によると、3月の首都圏の新築マンション価格は5,588万円と、22ヵ月連続で5,000万円を上回った。マンション価格の高止まりの背景には、用地仕入価格、建築資材価格、人件費の上昇が挙げられる。まず、土地取得額について、国土交通省が公表している公示地価(住宅地)を見ると、低金利環境に加え、住宅ローン減税による需要の下支え効果もあって、2010年の前年比▲4.2%を底に、マイナス幅の縮小傾向が続き、2017年は同±0.0%と、マイナス圏を脱した。東京都など三大都市では、2017年は同+0.5%と、4年連続のプラスとなっており、用地仕入価格の上昇につながっている様子が示唆される。建築資材価格も、昨春以降、上昇傾向が続いているほか、建設業に関わる技能労働者の人手不足傾向が続いていることが人件費の上昇につながっているとみられる(図表6)。今後も東京オリンピックに向けた建設需要が高まると見込まれるなかで、建築資材価格並びに人件費は上昇傾向が続くとみている。在庫も増加傾向をたどるなかで、マンション業者は慎重に物件供給を行なうとみられることから、マンション着工は緩やかな減少傾向が続くとみる。

マンション契約率の悪化については、販売価格の高止まりが下押し圧力となっているとみられる。不動産経済研究所によると、3月の首都圏の新築マンション価格は5,588万円と、22ヵ月連続で5,000万円を上回った。マンション価格の高止まりの背景には、用地仕入価格、建築資材価格、人件費の上昇が挙げられる。まず、土地取得額について、国土交通省が公表している公示地価(住宅地)を見ると、低金利環境に加え、住宅ローン減税による需要の下支え効果もあって、2010年の前年比▲4.2%を底に、マイナス幅の縮小傾向が続き、2017年は同±0.0%と、マイナス圏を脱した。東京都など三大都市では、2017年は同+0.5%と、4年連続のプラスとなっており、用地仕入価格の上昇につながっている様子が示唆される。建築資材価格も、昨春以降、上昇傾向が続いているほか、建設業に関わる技能労働者の人手不足傾向が続いていることが人件費の上昇につながっているとみられる(図表6)。今後も東京オリンピックに向けた建設需要が高まると見込まれるなかで、建築資材価格並びに人件費は上昇傾向が続くとみている。在庫も増加傾向をたどるなかで、マンション業者は慎重に物件供給を行なうとみられることから、マンション着工は緩やかな減少傾向が続くとみる。

貸家着工は減少へ

貸家着工戸数(季調済年率換算)は、2015年1月に改正された相続税の基礎控除額引き下げに伴う節税対策としてのアパート経営需要のほか、昨年1月に導入されたマイナス金利による借入環境の改善によって押し上げられてきた(図表7)。

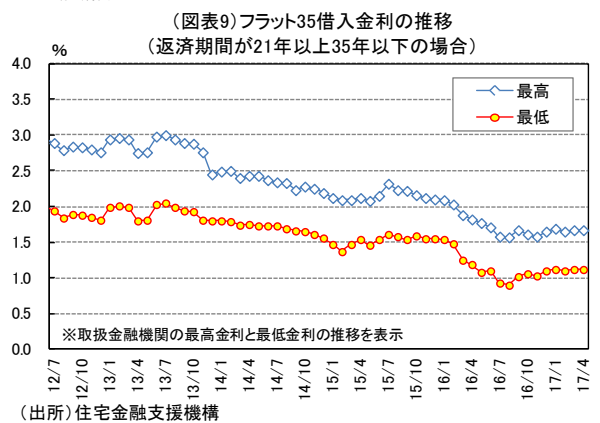
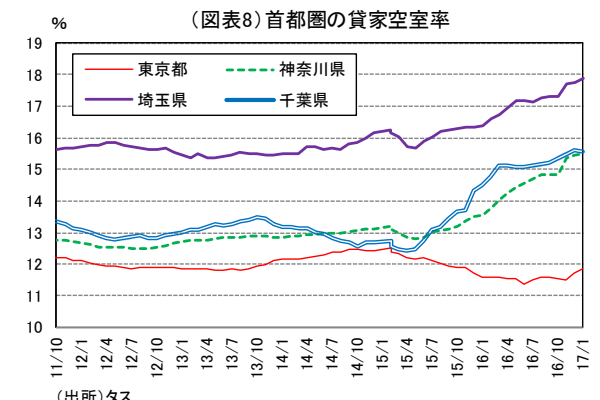
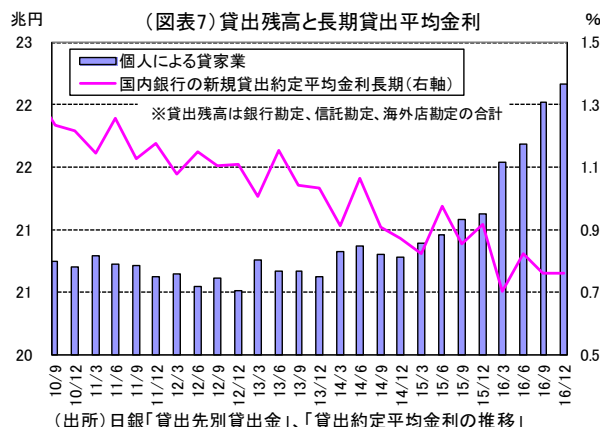


ただ、供給の大幅増加に伴い、貸家の空室率の上昇が目立ってきている。首都圏の貸家空室率を見ると、神奈川県、埼玉県、千葉県では、2015年春先以降、上昇傾向で推移している（図表8）。貸家の供給拡大に対し、需要が追い付いていない様子が窺える。比較的空室率が低位に抑えられていた東京都についても、昨夏以降、上昇に転じている。空室率の上昇は貸家採算性の悪化につながると見込まれ、今後は、投資を慎重に進める動きが趨勢となる可能性が高い。加えて、中長期的には少子高齢化の進展に伴う世帯数の減少も見込まれることなども投資意欲の減退につながるとみており、貸家着工は減少傾向で推移するとみている。

住宅投資は鈍化傾向で推移

住宅ローン金利は引き続き低位で推移している（図表9）。低金利環境に加え、住宅ローン減税制度（10年間で一般住宅が最大400万円）や、戸建住宅向けのZEH（ゼロエネルギー住宅）補助金（1戸あたり75万円）などの各種住宅支援策なども、今後の住宅投資の下支え要因になるとみる。ただ、住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は引き続き慎重に物件購入を検討していくとみられるほか、マンション着工の減速傾向が続くとみられることや、貸家着工も減少に転じると見込まれることから、住宅着工全体は鈍化傾向で推移するとみている。

2017年度の住宅着工戸数は昨年度比5万戸減の92万戸程度と予想する。2018年度は、2019年10月に予定される消費増税を控えた駆け込み的な動きが出てこよう。前回の消費増税時には増税の2四半期前から着工増の動きが強まったことから、今回も同様に2018年度末にかけて駆け込み需要が発生するとみる。ただ、前回の増税ですでに需要の先食いが出ていたほか、増税幅も2%にとどまることから、押し上げ効果は限定的とみており、2018年度通年では2017年度と同程度の92万戸を予想する。（担当：平野）



5月2-3日開催のFOMCについて

景気の現状判断は下方修正

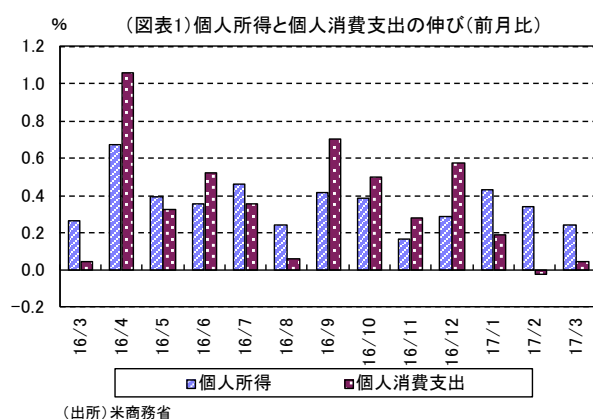
5月2-3日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジが0.75-1.00%ですえ置かれた。

声明文では、現状の景気と雇用の判断は、「労働市場は力強さを増し、経済活動が緩やかなペースで拡大し続けてきた」から「経済活動が減速してもなお、労働市場は力強さを増し続けてきた」へと、景気判断は下方修正されたものの、雇用についての判断はすえ置かれた。

労働市場については、3月の雇用統計で雇用者数の伸びが低調だったことを受け、「雇用者数の伸びは引き続き堅調」から「雇用者数の伸びは均せば堅調」に変更された。失業率は「ほとんど変わらなかった」から「低下した」へと上方修正された。

消費のファンダメンタルズは改善との指摘

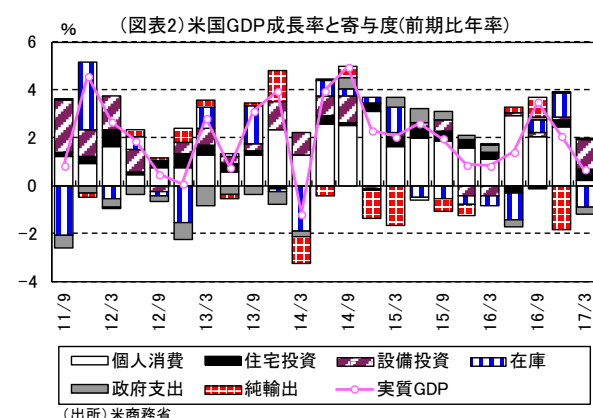
需要項目別では、個人消費は「緩やかに増加し続け」から「増加は緩やかなものであったが、消費の継続的な成長を支える基礎的条件は堅調を保った」へと下方修正された。ただ、消費の成長を支える基礎的条件は堅調と述べている通り、個人所得と支出の推移を見ると、足下では支出がやや減速している一方で所得は安定的に増加しており、家計の購買力は回復傾向を保っている様子が窺える（図表1）。設備投資は、「幾らか安定したようだ」から「安定した」へと上方修正された。



物価の現状判断は、3月のPCEデフレーターが前年比+1.8%になったことを受け、前回の「委員会の長期的な到達点である2%へ近づいている」がすえ置かれた。コア物価については、3月のコアPCEデフレーターが同+1.8%→+1.6%と低下したことを受け、「3月にはインフレ率は低下し」との文言が追加されたうえで、2%を幾らか下回っているとの判断がすえ置かれた。

足元の減速は一時的との認識

今後の見通しについては、1-3月期の実質GDP成長率が前期比年率+0.7%と低い伸びになったことを受け、「第一四半期の成長の減速は一時的なものであるとみており」という文言が追加された（図表2）。「経済活動は緩やかなペースで拡大」、「労働市場の状況はさらに幾らか力強さを増す」との見方はすえ置かれた。インフレについても、前回の「中期的に2%付近で安定する」という一文がすえ置かれ、2%付近での推移が続くとの見方が維持された。



保有債券の償還資金の再投資については、「FFレートの水準が十分正常化されるまで、継続すると予測している」という文言がすえ置かれた。3月14-15日のFOMCでは、大半の参加者が再投資政策の変更が年後半に正当化されるとの認識を示していたが、今回の声明文での文言変更は行なわれなかった。

6月利上げの可能性が高まる

今回のFOMCでは、第一四半期の景気減速は一時的なものであるとの認識が示され、足元の消費などの弱目の指標は、FRBの利上げ路線に影響を与えていないことが明らかになった。また、5月5日に発表された4月雇用統計は、雇用者数の伸び幅は拡大し失業率も低下するなど、FRB（米連邦準備制度理事会）の見通しに沿った内容であったとみられる。賃金についても、労働市場の需給は引き締まっており、賃金の伸びは当面緩やかな拡大傾向で推移するとみている。6月13-14日開催予定のFOMCで、FRBが利上げを行なう可能性は高まったとみる。（久保）

<別紙>FOMC 声明文（下線部は前回と今回の主な相違点）

前回 2017/3/14-15	今回 2017/5/2-3
<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>February</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has continued to expand at a moderate pace. Job gains <u>remained</u> solid and the unemployment rate was <u>little changed</u> in recent months. Household spending <u>has continued to rise moderately while business fixed investment appears to have firmed somewhat</u>. Inflation <u>has increased in recent quarters, moving</u> close to the Committee's 2 percent longer-run objective; excluding energy and food prices, inflation <u>was little changed</u> and continued to run somewhat below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p>	<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>March</u> indicates that the labor market has continued to strengthen even as growth in economic activity slowed. Job gains <u>were solid, on average, in recent months, and the unemployment rate declined</u>. Household spending <u>rose only</u> modestly, but the <u>fundamentals underpinning the continued growth of consumption remained solid</u>. Business fixed investment <u>firmed</u>. Inflation <u>measured on a 12-month basis recently has been running</u> close to the Committee's 2 percent longer-run objective. Excluding energy and food, <u>consumer prices declined in March</u> and inflation continued to run somewhat below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p>
<p>2月のFOMC会合以降に入手した情報は、労働市場は力強さを増し、<u>経済活動が緩やかなペースで拡大し続けてきた</u>ことを示している。雇用者数の伸びは引き続き堅調であり、<u>失業率はここ数ヵ月ほとんど変わらなかった</u>。個人消費は緩やかに増加し続け、設備投資は幾らか安定したようだ。<u>インフレはここ数四半期で上昇し、委員会の長期的な到達点である2%へ近づいた</u>。エネルギーと食品の価格を除くと、<u>インフレはほとんど変わらず、2%を幾らか下回っている</u>。インフレ期待を示す市場の指標は低いままであり、調査に基づく長期的なインフレ期待の指標は総じてほとんど変わらなかった。</p>	<p>3月のFOMC会合以降に入手した情報は、<u>経済活動が減速してもなお</u>、労働市場は力強さを増し続けてきたことを示している。ここ数ヵ月、雇用者数の伸びは均せば堅調であり、<u>失業率は低下した</u>。個人消費の増加は緩やかなものであったが、<u>消費の継続的な成長を支える基礎的条件は堅調を保った</u>。設備投資は安定した。<u>前年比で見たインフレ率は、委員会の長期的な到達点である2%へ近づいている</u>。エネルギーと食品の価格を除くと、<u>3月にはインフレ率は低下し、2%を幾らか下回っている</u>。インフレ期待を示す市場の指標は低いままであり、調査に基づく長期的なインフレ期待の指標は総じてほとんど変わらなかった。</p>
<p><ポイント> ・現状の景気と雇用の判断は、「労働市場は力強さを増し、経済活動が緩やかなペースで拡大し続けてきた」から「経済活動が減速してもなお、労働市場は力強さを増し続けてきた」へと、景気判断について下方修正された</p>	

<ul style="list-style-type: none"> ・労働市場については、3月の雇用統計で雇用者数の伸びが低調だったことを受け、「雇用者数の伸びは引き続き堅調」から「雇用者数の伸びは均せば堅調」に変更された。失業率は「ほとんど変わらなかった」から「低下した」へと上方修正された ・需要項目別では、個人消費は「緩やかに増加し続け」から「増加は緩やかなものであったが、消費の継続的な成長を支える基礎的条件は堅調を保った」へと下方修正された。設備投資は、「幾らか安定したようだ」から「安定した」へと上方修正された ・3月のPCEデフレーターが前年比+1.8%になったことを受け、物価の現状判断は、前回の「委員会の長期的な到達点である2%へ近づいている」がすえ置かれた。コア物価については、「3月にはインフレ率は低下し」と前置きしたうえで、「2%を幾らか下回っている」と、コアインフレは2%へ近づいていないとの判断がすえ置かれた 	<ul style="list-style-type: none"> ・労働市場については、3月の雇用統計で雇用者数の伸びが低調だったことを受け、「雇用者数の伸びは引き続き堅調」から「雇用者数の伸びは均せば堅調」に変更された。失業率は「ほとんど変わらなかった」から「低下した」へと上方修正された ・需要項目別では、個人消費は「緩やかに増加し続け」から「増加は緩やかなものであったが、消費の継続的な成長を支える基礎的条件は堅調を保った」へと下方修正された。設備投資は、「幾らか安定したようだ」から「安定した」へと上方修正された ・3月のPCEデフレーターが前年比+1.8%になったことを受け、物価の現状判断は、前回の「委員会の長期的な到達点である2%へ近づいている」がすえ置かれた。コア物価については、「3月にはインフレ率は低下し」と前置きしたうえで、「2%を幾らか下回っている」と、コアインフレは2%へ近づいていないとの判断がすえ置かれた
<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee <u>expects that</u>, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, labor market conditions will strengthen somewhat further, and inflation will stabilize around 2 percent over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.</p> <p>法で定められた責務に基づき、委員会は雇用の最大化と物価安定の促進をめざしている。委員会は、金融政策のスタンスを緩やかに調整することによって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況はさらに幾らか力強さを増すとともに、インフレは中期的に2%付近で安定すると予想している。景気見通しに対する短期的なリスクは概ね安定しているとみられる。委員会は、インフレ動向、および世界経済と金融情勢を引き続き注視する。</p>	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee <u>views the slowing in growth during the first quarter as likely to be transitory and continues to expect that</u>, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, labor market conditions will strengthen somewhat further, and inflation will stabilize around 2 percent over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.</p> <p>法で定められた責務に基づき、委員会は雇用の最大化と物価安定の促進をめざしている。委員会は、<u>第一四半期の成長の減速は一時的なものであるとみており</u>、金融政策のスタンスを緩やかに調整することによって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況はさらに幾らか力強さを増すとともに、インフレは中期的に2%付近で安定すると予想している。景気見通しに対する短期的なリスクは概ね安定しているとみられる。委員会は、インフレ動向、および世界経済と金融情勢を引き続き注視する。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・今後の見通しについては、「第一四半期の成長の減速は一時的なものであるとみており」という文言が追加され、「経済活動は緩やかなペースで拡大」、「労働市場の状況はさらに幾らか力強さを増す」との見方はすえ置かれた ・インフレについては、前回の「中期的に2%付近で安定する」という一文がすえ置かれ、2%付近での推移が続くとの見方が維持された 	
<p>In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to <u>raise</u> the target range for the federal funds rate to 3/4 to 1 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.</p> <p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the</p>	<p>In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to <u>maintain</u> the target range for the federal funds rate at 3/4 to 1 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.</p> <p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the</p>

<p>federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</p>	<p>federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</p>
<p>労働市場の状況とインフレの実績と見通しを踏まえ、委員会はFFレートの誘導目標レンジを0.75-1.00%へ引き上げることを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、労働市場のさらなる幾らかの強まりと、2%のインフレへの持続的な回帰を支える。誘導目標レンジの今後の調整時期と幅を決定するにあたっては、雇用最大化と2%のインフレという到達点に照らして、経済状況の実績と見通しを評価する。この評価には、労働市場の状況に関するさらなる尺度、インフレ圧力およびインフレ期待を示す指標、金融と国際動向の見通しを含む幅広い情報を考慮する。委員会は対称的なインフレ目標との比較で、インフレの実際の進捗と見通しを注視する。委員会は、経済状況がFFレートの緩やかな引き上げを正当化する形で進むと予測しており、FFレートは当面、長期に達成すると見込まれる水準を下回って推移する可能性が高い。しかしながら、FFレートの実際の道筋は、今後入手するデータによる経済見通し次第である。</p>	<p>労働市場の状況とインフレの実績と見通しを踏まえ、委員会はFFレートの誘導目標レンジを0.75-1.00%ですえ置くことを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、労働市場のさらなる幾らかの強まりと、2%のインフレへの持続的な回帰を支える。誘導目標レンジの今後の調整時期と幅を決定するにあたっては、雇用最大化と2%のインフレという到達点に照らして、経済状況の実績と見通しを評価する。この評価には、労働市場の状況に関するさらなる尺度、インフレ圧力およびインフレ期待を示す指標、金融と国際動向の見通しを含む幅広い情報を考慮する。委員会は対称的なインフレ目標との比較で、インフレの実際の進捗と見通しを注視する。委員会は、経済状況がFFレートの緩やかな引き上げを正当化する形で進むと予測しており、FFレートは当面、長期に達成すると見込まれる水準を下回って推移する可能性が高い。しかしながら、FFレートの実際の道筋は、今後入手するデータによる経済見通し次第である。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・FFレートの誘導目標レンジは0.75-1.00%ですえ置き ・「金融政策のスタンスは引き続き緩和的」、「経済状況がFFレートの緩やかな引き上げを正当化する形で進むと予測」、「FFレートは当面、長期に達成すると見込まれる水準を下回って推移する可能性が高い」といった前回の表現から変更なし 	
<p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency</p>	<p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency</p>

<p>mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p> <p>委員会は保有する政府機関債や住宅ローン担保証券からの償還資金を住宅ローン担保証券に再投資し、償還を迎える国債を入札でロールオーバーする現在の政策を維持し、FF レートの水準が十分正常化するまで、継続すると予測している。大規模な長期債保有を維持する委員会の政策は、緩和的な金融環境を維持していくことにつながるだろう。</p>	<p>mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p> <p>委員会は保有する政府機関債や住宅ローン担保証券からの償還資金を住宅ローン担保証券に再投資し、償還を迎える国債を入札でロールオーバーする現在の政策を維持し、FF レートの水準が十分正常化するまで、継続すると予測している。大規模な長期債保有を維持する委員会の政策は、緩和的な金融環境を維持していくことにつながるだろう。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・保有債券の償還資金の再投資は継続 ・再投資については、「FF レートの水準が十分正常化されるまで、継続すると予測している」という文言がすえ置かれ、FRB のバランスシートを今後も維持するとの方針に変更なし 	
<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Jerome H. Powell; <u>and Daniel K. Tarullo</u>. Voting against the action was <u>Neel Kashkari, who preferred at this meeting to maintain the existing target range for the federal funds rate.</u></p> <p>この FOMC の金融政策に賛成票を投じたのは、イエレン議長、ダドリー副議長、ブレイナード理事、エバンス総裁、フィッシャー副議長、ハーカー総裁、カプラン総裁、パウエル理事、タルーロ理事。反対票を投じたのはカシュカリ総裁で、今回の会合で FF レートの誘導目標レンジをすえ置くべきとした。</p>	<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; <u>Neel Kashkari</u>; and Jerome H. Powell.</p> <p>この FOMC の金融政策に賛成票を投じたのは、イエレン議長、ダドリー副議長、ブレイナード理事、エバンス総裁、フィッシャー副議長、ハーカー総裁、カプラン総裁、カシュカリ総裁、パウエル理事。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・反対票はなし 	

原油価格は一進一退の推移が続くと予想

原油価格は一進一退の推移

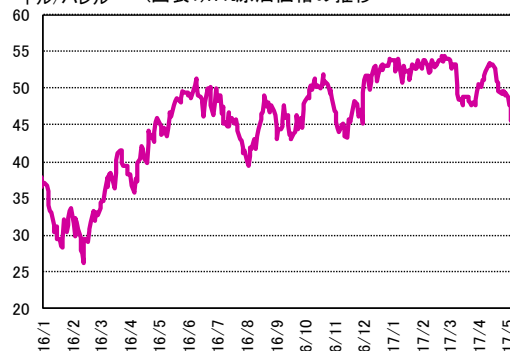
WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、2017年2月末以降、米国原油在庫の大幅増加などを受けて下落傾向で推移し、3月末には50ドル/バレルを割り込んだ(図表1)。4月以降、米軍によるシリア攻撃に伴う地政学リスクの高まりやOPEC(石油輸出国機構)加盟国と非加盟国の減産合意延長への期待から上昇に転じたものの、足元では、米国の原油増産などが嫌気され、再度50ドル/バレルを割り込んでいます。

OPEC 減産合意は延長へ

2016年末にOPEC加盟国および非加盟国が協調減産で合意した。その後、OPEC加盟国の遵守率は3月時点で100%を超えており、概ね遵守されている(図表2)。一方、米エネルギー情報局(EIA)が発表したOPEC非加盟国の原油生産量をみると、協調減産に合意した11カ国のうち、日量30万バレルという最大の削減を目標とするロシアは、3月に20万バレルを減産(2016年12月の参照水準生産量同1,147万バレル→同1,127万バレル)し、達成率は目標の66%となっている。同10万バレルの削減を目標とするメキシコは、3月の原油生産量が日量224万バレルとなっており、12月の生産量(同236万バレル)から、12万バレルの減産となるなど、合意は遵守されている。

今回の減産実行期間は6月末に期限を迎えるものの、5月25日のOPEC総会で少なくとも12月まで延長されるとみている。足元の原油価格は40ドル台後半で、OPECに加盟する主要国の原油の財政均衡価格を下回って推移していることから、OPEC諸国の間では、原油価格の上昇を望む声が大きいと思われるためである(図表3)。特に、OPEC最大の産油国であるサウジアラビアは、さらなる原油価格の上昇を望んでいる可能

(図表1)WTI原油価格の推移



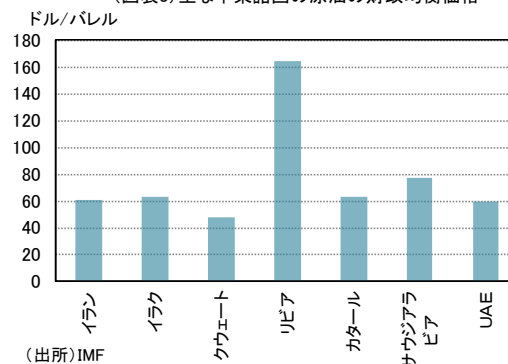
(出所)ファクトセット

(図表2)OPEC3月の遵守状況(原油生産枠) 千バレル/日

加盟国	10月参照生産水準	減産目標	3月生産量	3月減産実績
アルジェリア	1,089	-50	1,056	-33
アンゴラ	1,751	-78	1,614	-137
エクアドル	548	-26	526	-22
ガボン	202	-9	198	-4
インドネシア*1	722	-	-	-
イラン*2	3,703	90	3,790	87
イラク	4,561	-210	4,402	-159
クウェート	2,838	-131	2,702	-136
リビア*1	528	-	622	-
ナイジェリア*1	1,628	-	1,542	-
カタール	648	-30	612	-36
サウジアラビア	10,544	-486	9,994	-550
UAE	3,013	-139	2,895	-118
ベネズエラ	2,067	-95	1,972	-95
計*3	34,114	-1,164	32,682	-1,432

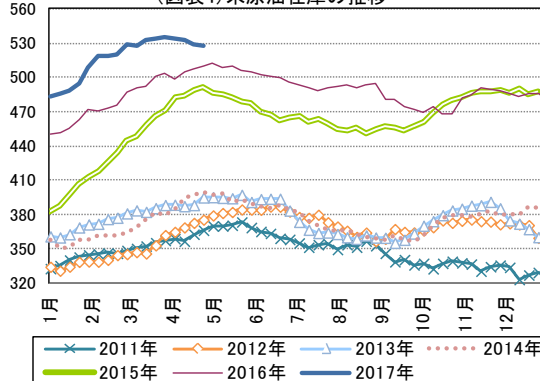
(出所)OPECの11月30日付プレス資料、4月月報より明治安田生命作成
 *1 インドネシアは会員資格停止、ナイジェリアとリビアは適用除外。当該3国の数値は、プレス資料に未記載のため、10月生産量(OPEC月報、外部機関による調査数値)を記載
 *2 イランの10月数値は外部報道機関による推計
 *3 表中の各国数値を単純計算

(図表3)主な中東諸国の原油の財政均衡価格



(出所)IMF

(図表4)米原油在庫の推移



(出所)EIA

性が高い。サウジアラビアは石油依存からの脱却をめざして、2016年4月に、構造改革「ビジョン 2030」を掲げており、その柱を「投資立国」としている。この計画において、サウジアラビアの国営石油会社「サウジアラムコ」は2018年に新規株式公開（IPO）を予定している。サウジアラビアはアラムコのIPOによる巨額の調達資金で政府系ファンドを拡充する予定であり、投資収益を増やす計画を立てている。このため、サウジアラビアは今後も主導的に協調減産を推し進めるとみている。

米原油在庫は減少に向かうなか、増産が続く

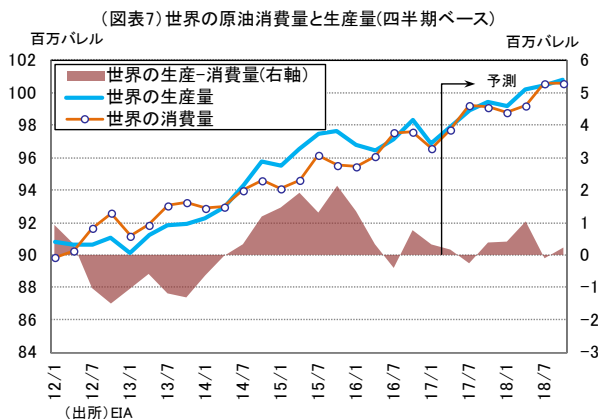
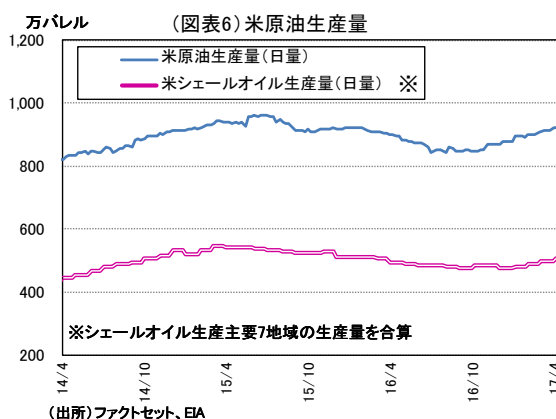
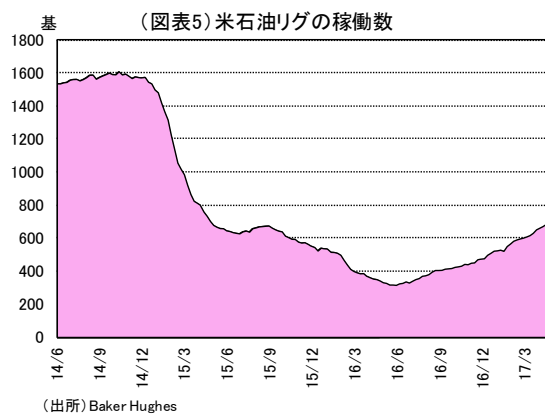
米国の原油在庫を見ると、今年1月から4月までは過去6年間で最高の水準で推移している（図表4）。背景には米国の暖冬によるエネルギー需要の減少や、原油価格の回復を受けて、原油生産量が増加したことなどがある。今後については、5月から9月にかけて、ドライブシーズンが到来し、米国の製油所の稼働率が上昇することで、原油在庫は減少に向かうとみている。

一方、米国では原油の増産傾向が続いている。技術開発やコスト削減により、30ドル/バレル台でも採算の合うシェール企業が増えつつあるとみられ、米国の石油リグ稼働数は2016年6月以降、増加傾向にある（図表5）。今後は、原油価格の上昇を受け、生産の再開や新規投資の動きも増えてくることが予想される。

加えて、トランプ大統領が3月末に、「エネルギー自立と経済成長に関する大統領令」に署名したとおり、現政権はオバマ前政権の気候変動行動計画（President's Climate Action Plan）を大きく転換する方針であり、エネルギー開発関連の規制緩和が進むとみられる。これにより、2014年にオバマ大統領（当時）が導入した、州政府に発電所の二酸化炭素排出量を2030年まで2005年比で32%削減することを義務付ける内容の「クリーンパワー計画（CPP）」が廃止される可能性がでてきた。現在、米国はまだ原油の純輸入国だが、今後、エネルギー自給率の向上をめざし、中東産油国依存から脱却することがトランプ政権のねらいとみられる。こうした政策は、米シェール企業の資源開発を後押しするとみられ、中期的には原油価格の抑制要因になるとみている。

世界原油の需給は均衡に近づく

米エネルギー情報局（EIA）が4月に発表した2017年原油需給見通しでは、OPECを中心とした減産活動を背景に、原油の需給が均衡に近づいている見通しが示されている。今後は、米国やブラジ



ルの原油生産が増加すると見込まれるものの、世界景気の緩やかな回復に伴い、アジア新興国などの原油需要が底堅く推移すると見込まれ、2018年には、原油の需給が再び均衡に近づくとの見通しが立てられている（図表7）。

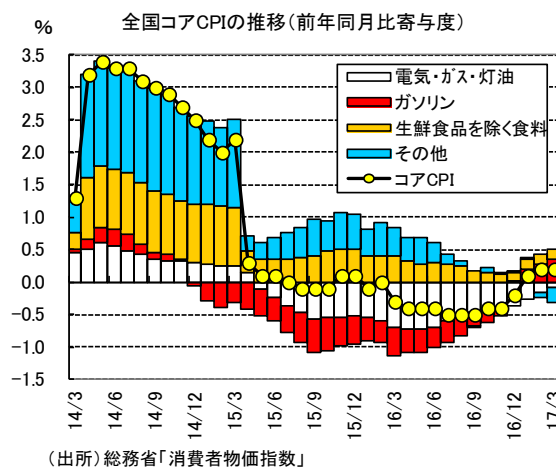
今後、世界景気の緩やかな回復、米国のドライブシーズン到来による需要増が見込まれることや、OPECの減産延長などが原油価格の上昇要因になるとみている。ただ、米国の原油増産が引き続き上値を抑えるとみており、ロシアを中心とした非OPEC産油国の減産延長への懐疑的な見方もあって、一進一退の推移が続くとみる。2017年末にかけての原油価格は、45～55ドル/バレルを中心とする推移を予想する。（担当：陳）

主要経済指標レビュー (4/24~5/5)

《日本》

○ 3月全国消費者物価指数 (4月28日)

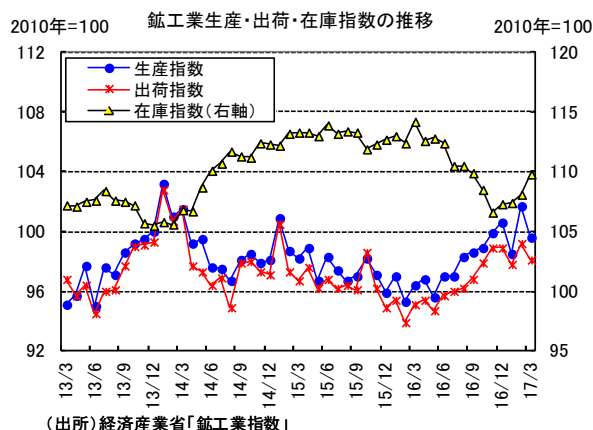
3月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+0.2%と、2月と同じ伸び幅となった。内訳では、エネルギー価格の上昇を、昨年半ばまでの円高などによる耐久財価格の下落が打ち消す形となっている。コアCPIからエネルギーを除いた新型コア指数は同▲0.1%と、2013年7月以来のマイナス。4月の東京都区部の指数を見ると、主にエネルギー価格の上昇から、コアCPIは同▲0.1%と、3月の同▲0.4%からマイナス幅が縮小している。今後は、昨秋以降の円安の影響が徐々に顕在化することで、コアCPIのプラス幅は拡大方向で推移するとみるが、エネルギー価格の押し上げ幅が次第に縮小へ向かうとみられるなか、上昇ペースは緩やかと予想する。



(出所)総務省「消費者物価指数」

○ 3月鉱工業生産指数 (4月28日)

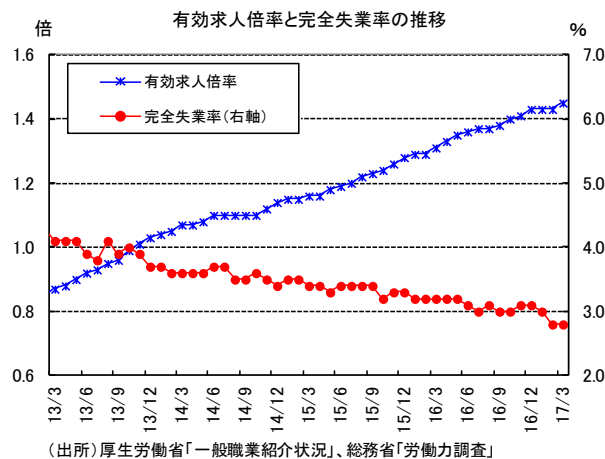
3月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲2.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。一方、四半期ベースで見ると、1-3月期は前期比+0.1%と、4期連続のプラス。経済産業省による基調判断は、「生産は持ち直しの動き」が維持された。生産予測調査でも、4月は前月比+8.9%の増産見込み、5月は同▲3.7%の減産計画となっており、目先の生産は一進一退ながら、均せば緩やかな回復傾向で推移する可能性が高い。今後の鉱工業生産は、個人消費の回復力が弱いことで、内需にけん引された生産増は期待しにくいものの、米国をはじめとした世界景気が堅調に推移していることから、輸出の伸びにけん引される形で、均せば緩やかな増産トレンドが続くと予想する。



(出所)経済産業省「鉱工業指数」

○ 3月雇用関連統計 (4月28日)

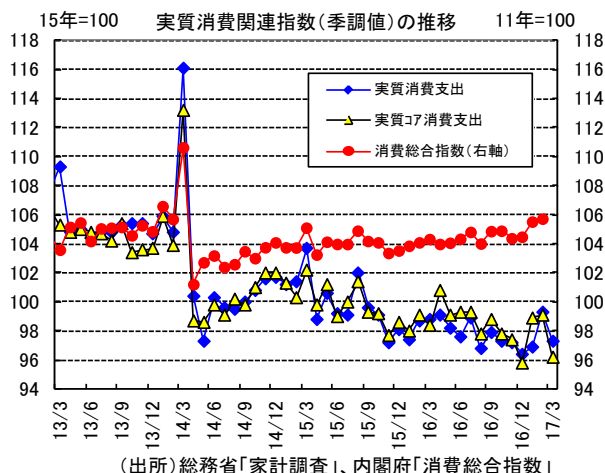
3月の雇用関連統計を見ると、完全失業率(季調済)は2.8%と、前月から横ばいながら、引き続き低水準を維持。有効求人倍率(季調済)は1.45倍と、前月から+0.02ポイント上昇し、1990年11月以来の高水準となり、雇用需給の引き締め傾向が続いている。少子高齢化が進展し、生産年齢人口が減少するなか、団塊の世代の多くが労働市場から退出していることなどが労働供給の制約要因となっている。ただ、正社員の有効求人倍率(季調済)は改善がみられるものの、節目の1倍には達しておらず、企業側の採用ニーズは、非正規や賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っている傾向が続いていることから、全職種平均でみた賃金上昇ペースは緩やかと予想する。



(出所)厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

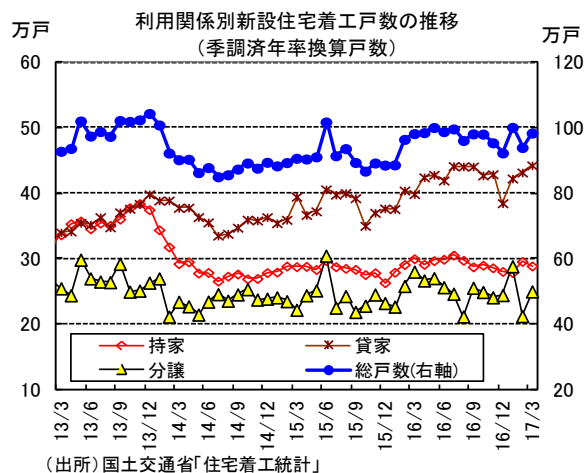
○ 3月家計調査 (4月28日)

3月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比▲1.3%と、13ヵ月連続のマイナスとなった。季調済前月比でも▲2.0%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。住居・自動車等購入費や、GDP上の消費概念に含まれない贈与金・仕送り金などを除いた実質コア消費の季調済前月比を見ると▲2.9%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなり、個人消費の回復力は弱い様子が窺える。今後の個人消費は、雇用需給の引き締まりが名目賃金の緩やかな上昇につながるとみられるものの、原油価格の持ち直しに伴い家計の実質購買力が低下しつつあるほか、社会保障の先行き不安などからくる節約志向も残ることで、緩慢な回復にとどまると予想する。



○ 3月新設住宅着工戸数 (4月28日)

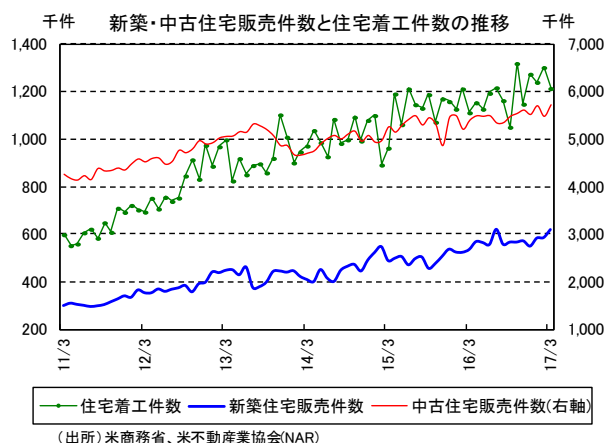
3月の新設住宅着工件数(季調済)は前月比+4.7%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。利用関係別に見ると、貸家は同+2.5%と、3ヵ月連続のプラス、分譲は同+17.7%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。一方、持家が同▲2.4%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。今後については、住宅ローン減税制度などの各種住宅支援策や、低金利環境が引き続き下支え材料になるとみられるものの、不動産価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。相続税対策を受けた貸家の節税需要も減衰していくことが見込まれるほか、マンション着工も減速傾向が続くとみられることから、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



《米 国》

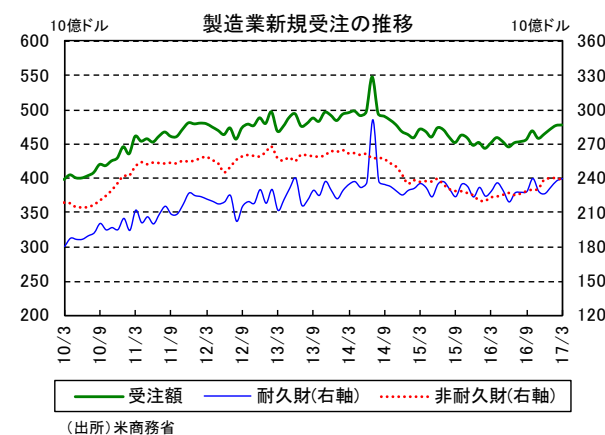
○ 3月住宅販売・着工件数（4月25日）

3月の米新築住宅販売は年率換算で62.1万戸、前月比+5.8%と、3ヵ月連続で増加した。中古住宅販売は年率換算で571万戸、同+4.4%と、2ヵ月ぶりに増加した。住宅着工件数は年率換算で121.5万戸、同▲6.8%と、2ヵ月ぶりに減少した。ただ、先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で126.7万戸、同+4.2%と、2ヵ月ぶりに増加した。今後の住宅投資は、住宅価格が上向いていることや、雇用者数の増加が続いていることなどを背景に、持ち直し傾向で推移するとみている。



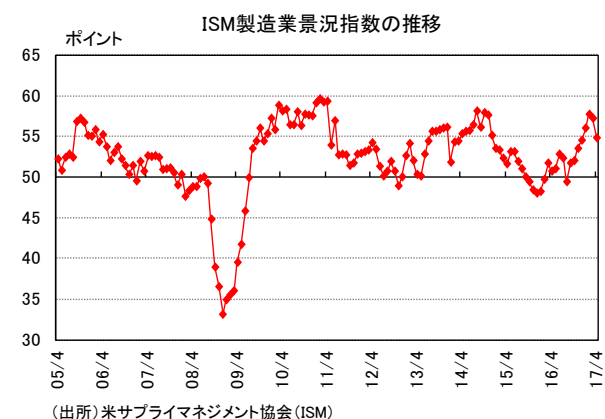
○ 3月製造業新規受注（4月27日）

3月の製造業新規受注は前月比+0.2%と、4ヵ月連続で増加した。除く輸送機器ベースでは、前月比▲0.0%と、9ヵ月ぶりの減少となった。耐久財は同+0.9%と、航空機が引き続き堅調に推移した結果、3ヵ月連続で増加した。非耐久財は同▲0.5%と8ヵ月ぶりに減少した。設備投資の先行指標とされる防衛資本財受注（除く航空機）は同+0.5%と、6ヵ月連続で増加した。エネルギー関連企業の業績悪化傾向には歯止めがかかっていることから、製造業新規受注は今後も改善傾向が続くと予想する。



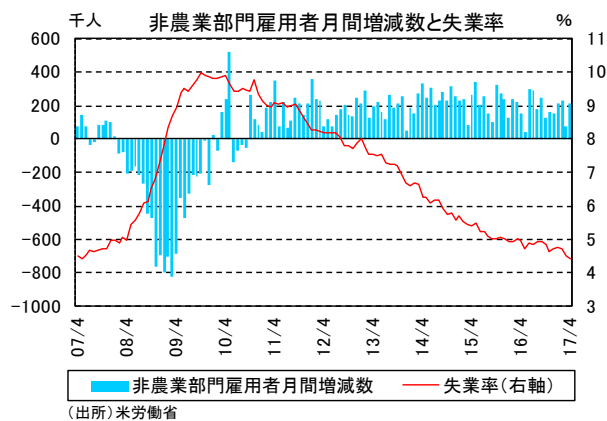
○ 4月ISM製造業景況指数（5月1日）

4月のISM製造業景況指数は54.8と、2ヵ月連続で低下した。拡大を示した業種は、18業種中16業種で、3月の17業種から減少した。構成項目別に見ると、生産と在庫が2ヵ月ぶりに改善したものの、新規受注、リードタイム、雇用は悪化した。今後は、経済政策を巡る先行き不透明感などが企業景況感の低下要因になるとみられるが、個人消費を中心に内需の改善が続いていることなどから、引き続き回復傾向を維持すると予想する。



○ 4月雇用統計 (5月5日)

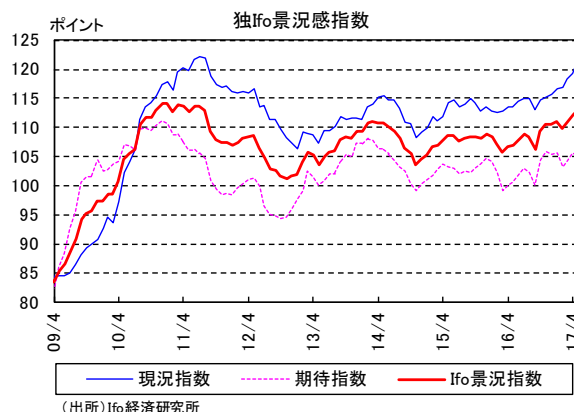
4月の非農業部門雇用者数は前月比+21.1万人と、3月の+7.9万人(+9.8万人から下方修正)から再加速した。時間当たりの賃金は前年比+2.5%と、3月の同+2.6%から伸び幅が縮小した。失業率は4.4%と、3月の4.5%から一段と低下した。賃金の伸び幅は小幅に縮小したものの、雇用者数は増加し失業率も低下するなど、労働市場において需給の引き締まりが続いていることを確認させる内容であった。FRB(米連邦準備制度理事会)は6月13-14日開催予定のFOMC(米連邦公開市場委員会)で、利上げを行なう可能性が高まったとみる。



《 欧 州 》

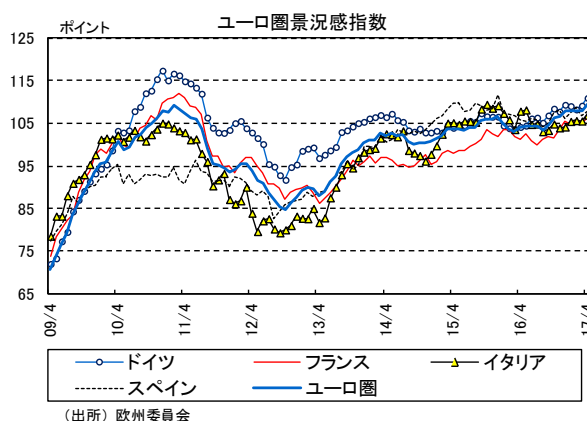
○ 4月ドイツIfo景況感指数 (4月24日)

4月のドイツIfo景況感指数は112.9と、3ヵ月連続で上昇した。内訳を見ると、期待指数が105.7→105.2と、フランス大統領選を巡る不透明感などから、3ヵ月ぶりに低下したものの、現況指数は119.5→121.1と、8ヵ月連続で上昇した。産業別では、製造業が21.1→20.7と、3ヵ月ぶりに低下したものの、卸売業は18.5→19.6と、2ヵ月ぶりに上昇。建設業は9.4→11.4、小売業は6.5→13.2と、ともに2ヵ月連続で上昇した。良好な雇用環境や緩和的な金融環境などに支えられ、ドイツ景気は今後も回復傾向が続くと予想する。



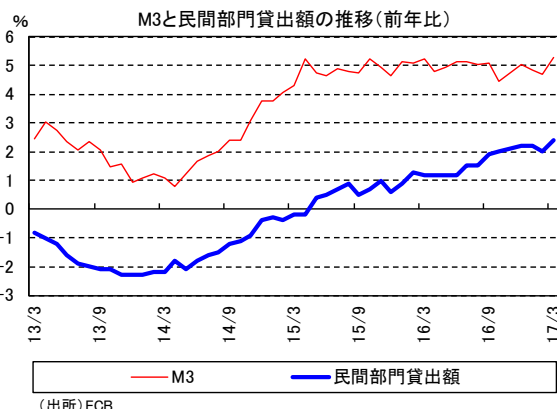
○ 4月ユーロ圏景況感指数 (4月27日)

4月のユーロ圏景況感指数は109.6と、3ヵ月ぶりに改善した。構成項目別に見ると、鉱工業景況感が1.3→2.6、サービス業景況感が12.8→14.2、消費者信頼感が▲5.0→▲3.6、小売業景況感が1.8→3.2、建設業景況感が▲9.9→▲6.2と、いずれも改善した。主要国別でも、ドイツが109.2→111.0、フランスが105.1→106.3、イタリアが105.6→107.0、スペインが106.9→107.9と、揃って改善した。米国や中国を中心とする海外景気の回復が輸出を後押しすると見込まれるほか、フランス大統領選を巡る不透明感が後退していることもあり、景況感指数は今後も底堅く推移するとみる。



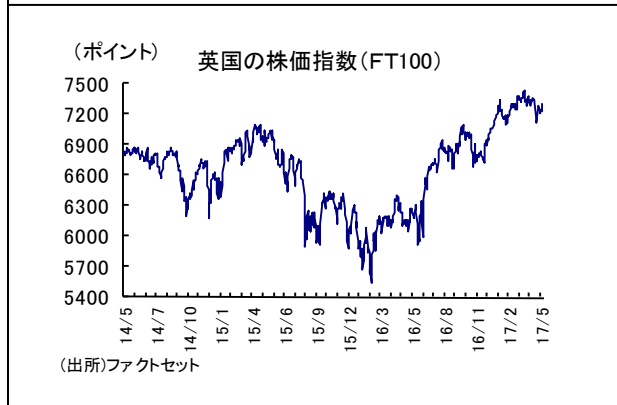
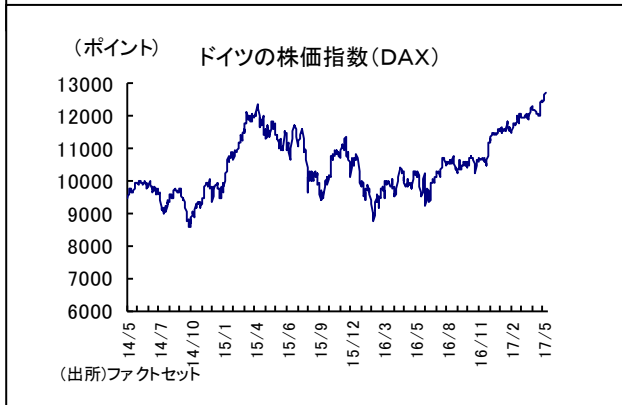
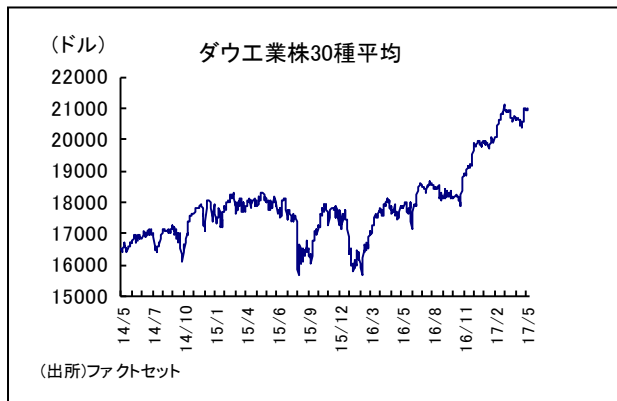
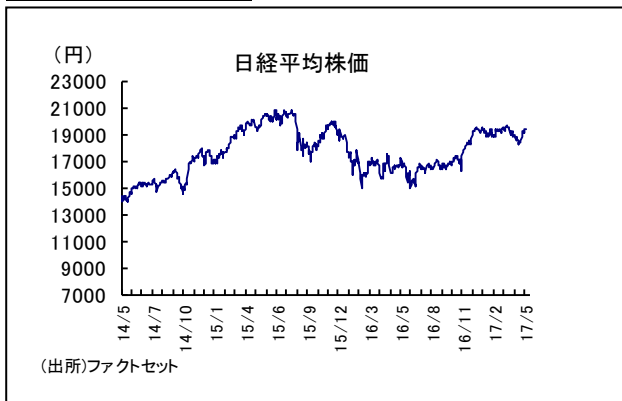
○ 3月ユーロ圏マネーサプライ (4月28日)

3月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+5.3%と、前月の同+4.7%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額も同+2.4%と、前月の同+2.0%から伸び幅が拡大。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けが同+2.4%→+2.6%と、2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大したほか、非金融企業向けも同+1.4%→+1.6%と、4ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した。ECBによる量的緩和策などによって、銀行の貸出態度が緩和しているほか、貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、ユーロ圏民間向け貸出額は引き続き緩やかな回復が続くとみている。

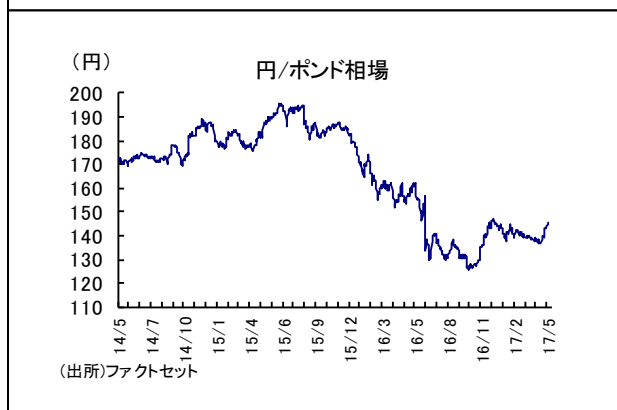
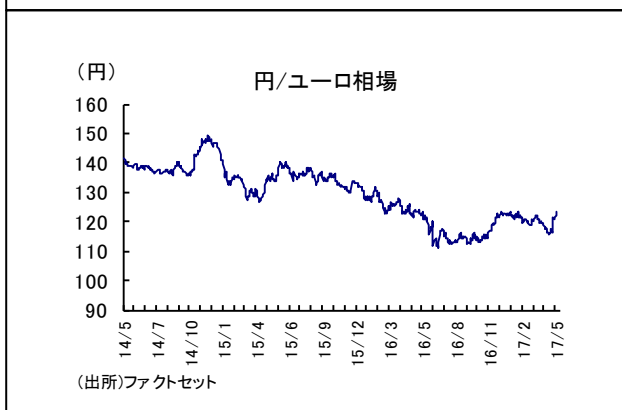
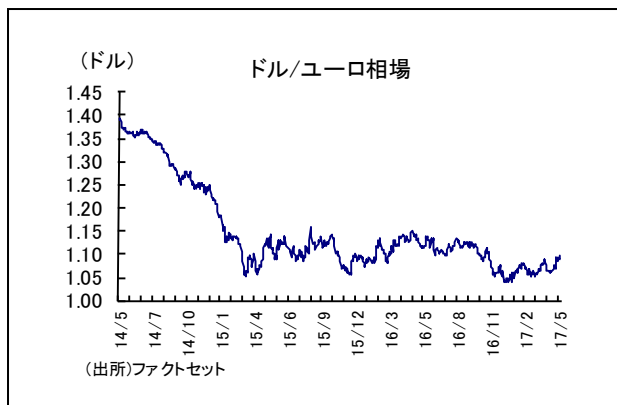
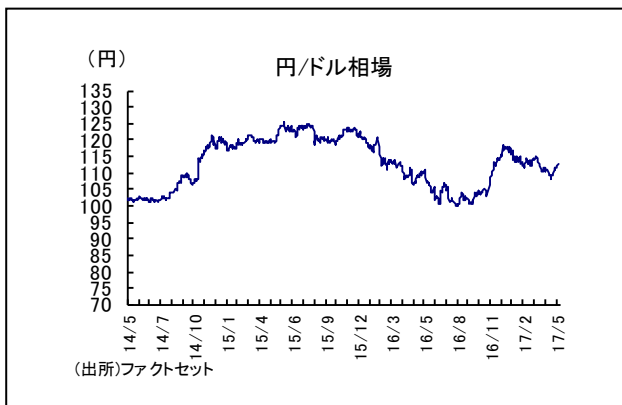


日米欧マーケットの動向 (2017年5月8日現在)

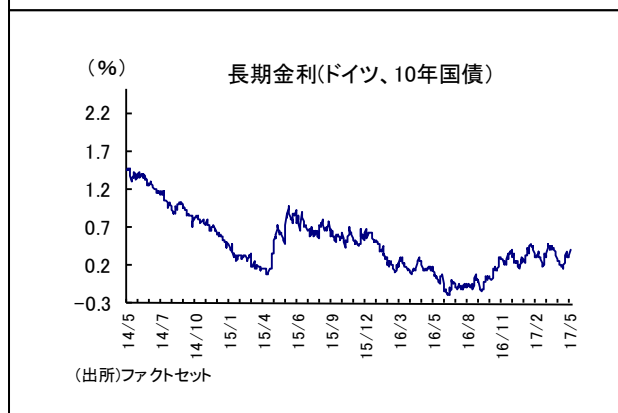
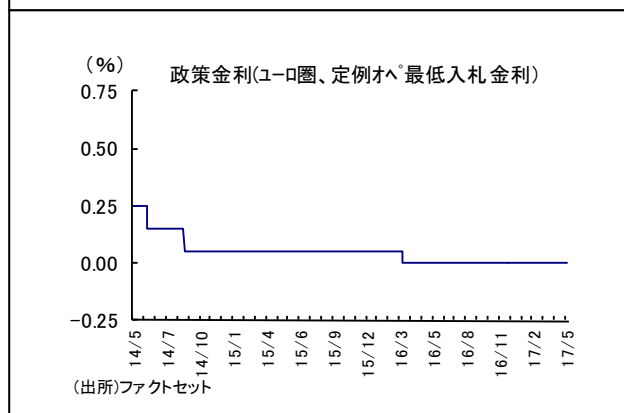
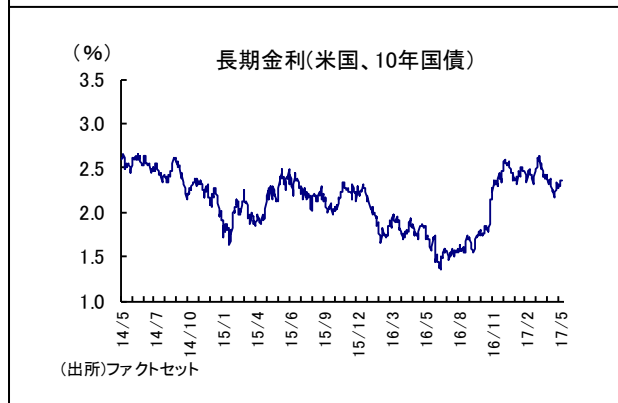
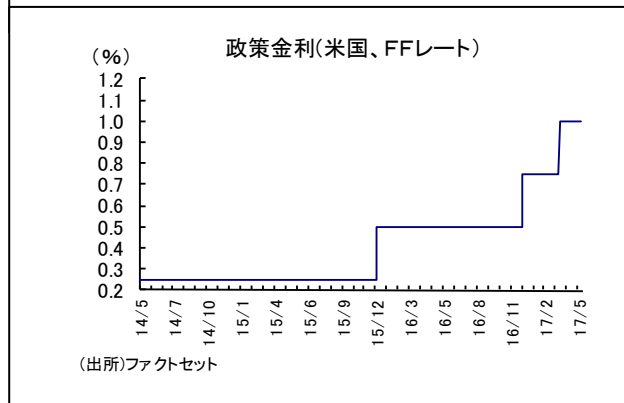
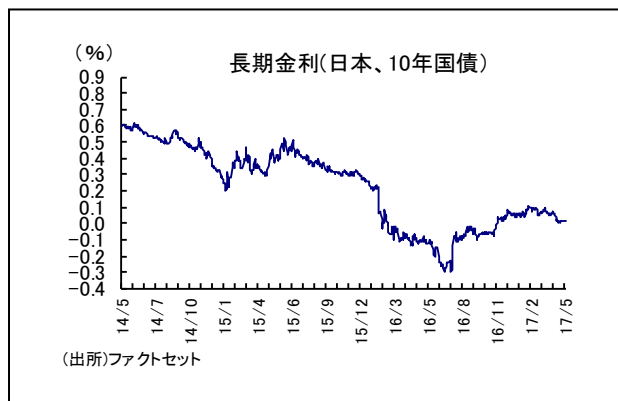
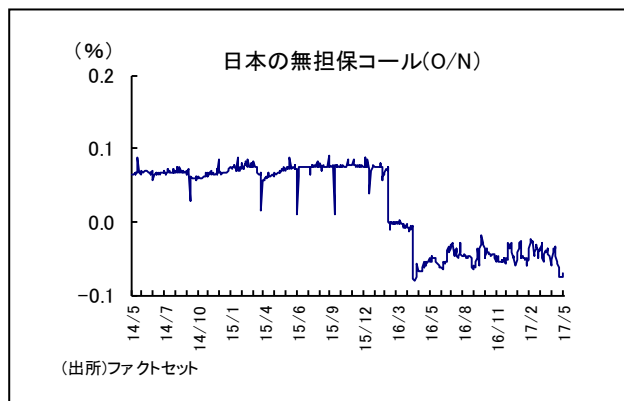
▽各国の株価動向



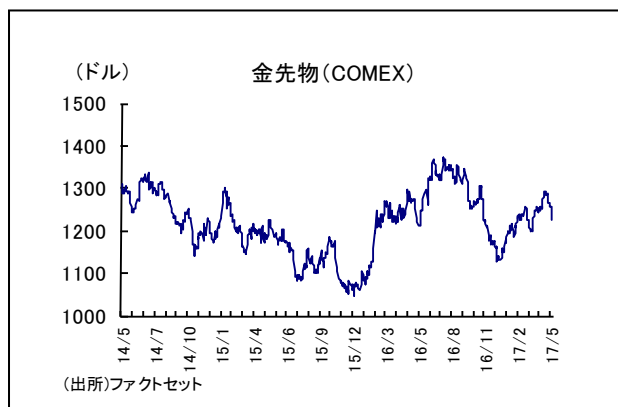
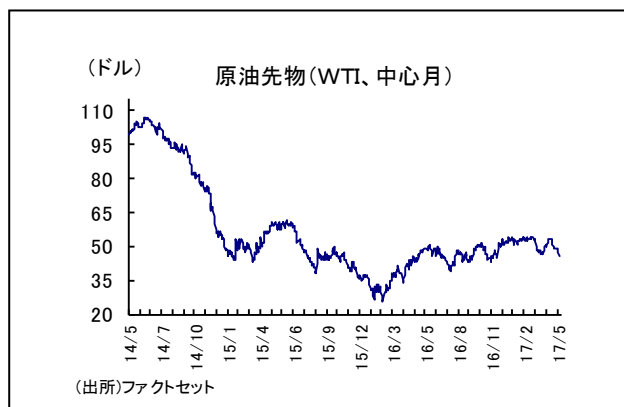
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査 G が情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、平野真依子、久保和貴、
山口範大、尾家小春、磯部雅人、陳家斉