

〈フォーカス〉 確信できない安倍首相の経済改革に向けた本気度

総選挙における与党大勝により、安倍首相にとって一段と強気の政権運営ができる余地が広がっている。1日の首班指名後の会見では、「謙虚な姿勢」を強調したものの、現実には「強気の姿勢」を、各方面に対し、傲慢との批判が盛り上がらない程度にそろりと強めつつあるようにみえる。

まず、来年の「官製春闘」では、3%の賃上げをめざし、財界に強く働きかけていく姿勢を示した。財界には、教育無償化の財源として3,000億円程度の拠出も要請したが、これは与党内からも、「議論していない」と批判を浴びている。野党に対しては、国会の質問時間配分を減らす提案を行ない、猛反発を受けている。また、財務省は18年の診療報酬改定で2%以上の大幅下げをめざす方針を示している。

しかし、こうしたなかでも、抜本的な経済改革が進むかどうかは疑問符が付く。すでに看板を何度も架け替えたこともあり、アベノミクスは定義自体が不明確になっているが、初期の「3本の矢」が基本線であることは変わらない。ただ、金融政策はもはやアベノミクスを引っ張っていきける存在ではなく、次期総裁は逆に戦線縮小を余儀なくされる可能性が濃厚である。極端な人手不足が進むなかでは、大型財政がもはや意味をなさないことも明らかである。この点、一部で懸念されていたようにシムズ理論に傾斜する気配を見せない安倍首相の姿勢は評価できるが、経済政策の成否はやはり第3の矢の成長戦略にかかっているということである。安倍首相が会見で述べた「人づくり革命と生産性革命を車の両輪」とする方向性は正しいが、問題は中身と実効性である。働き方改革は現状では「時短運動」になり下がった感が強く、労働力人口減が進むなかでは、趣旨とは逆に潜在成長率の低下につながる危険性を孕む。教育改革も無償化の議論が先行しているが、たとえ実現しても、教育の在り方の議論を置き去りにしたままでは、画竜点睛を欠く結果に終わる。

安倍首相の改革に向けた本気度も確信が持てない。安倍首相の次なる目標は来年9月の総裁選3選を果たし、憲法改正への道筋をより確かなものにするのであろう。悲願の実現までは2/3の結束を重視する必要があり、与党内の軋轢を招く岩盤規制の改革には及び腰にならざるをえないとも考えられる。また、総裁選まではアベノミクス成功の建前を維持する必要があり、メルクマールとなる円安株高トレンド維持のため、改革の中身より、ポーズを気にしている疑いも拭い切れない。

もともと安倍政権は、歴代のどの政権よりも為替と株価の動きを気にする政権と言われてきた。過去3回の景気拡大局面はいずれも輸出の寄与度が5割を超えており(9ページ図表7)、円安へのこだわりは目先の景気のみ考えれば意味のないことではない。また、株価と政権支持率には中長期的に正の相関も確認できる。しかし、これは近視眼的な政策に傾斜する危険性をも孕む。米国景気が好調で、利上げ路線を着実なものとしているあたり、安倍政権にはいまだに強運がついているが、北朝鮮問題を始め、リスク要因には事欠かず、相場睨みの経済政策運営は不安定にならざるを得ない宿命を持っている。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉確信できない安倍首相の経済改革に向けた本気度	1	・輸出はプラス圏の推移が続く	15
・経済情勢概況	2	・10月開催のECB理事会と今後の金融政策見通し	18
・片岡委員が追加緩和策を提案	3	・主要経済指標レビュー	21
・設備投資は回復傾向が続く	12	・日米欧マーケットの動向	25

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、堅調な海外景気や、非製造業の投資需要の高まりなどが後押しし、内外需足並みの揃った緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、持ち直しの動きが続いている。今後は、賃金の伸び悩みが続くなか、社会保障関係負担の増加なども重しとなって、緩慢な回復にとどまると予想する。

住宅投資は、回復が続いている。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、回復傾向が続くと予想する。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。

輸出は回復が続いている。今後も、堅調な海外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。当面は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ものの、期待インフレ率が伸び悩んでいることなどから、2017年度のコア CPI 上昇率は、前年比+0.5%程度にとどまると予想する。

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。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、人手不足などが回復の足かせとなっているものの、雇用者数の増加などに支えられ、持ち直しに向かうとみる。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。

輸出は、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは6月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.75-1.00%から、1.00-1.25%へと引き上げた。10月には再投資計画の一部変更が開始発表された。12月には、追加利上げ実施されると予想する。

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が続くと見込まれるほか、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることもあって、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな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になるとみられるほか、企業の投資意欲が持ち直していることもあって、底堅く推移するとみている。

ECBは2017年10月12日の理事会で、資産買入れ策の実施期間を9ヵ月延長し、少なくとも2018年9月末2017年12月末までとしたほか、1月4月からの買入れ額を月額600800億ユーロから300600億ユーロへ減額することなどを決定した。2018年7月10月には、資産買入れ額の縮小と、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

片岡委員が追加緩和策を提案

景気は上方修正、物価は下方修正

10月30、31日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、景気の現状判断が「緩やかに拡大している」となり、前回7月20日の展望レポートで上方修正されて以降、3回連続で同じ表現となった（図表1）。個別項目別の判断も、前回9月の会合からほとんど変わらなかった（図表2）

（図表1）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	↑	明白な上方修正は、一昨年9月以来
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
17年6月16日	緩やかな拡大に転じつつある	→	
17年7月20日	緩やかに拡大している	↑	
17年9月21日	緩やかに拡大している	→	
17年10月31日	緩やかに拡大している	→	

（出所）日銀

（図表2）個別項目の現状判断の推移（直近月の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	7月（展望レポート）	総じてみれば緩やかな成長が続いている	→

	9月（公表文）	総じてみれば緩やかな成長が続いている	→
	10月（展望レポート）	総じてみれば緩やかな成長が続いている	→
輸出	7月（展望レポート）	増加基調にある	→
	9月（公表文）	増加基調にある	→
	10月（展望レポート）	増加基調にある	→
設備投資	7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	→
	9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	→
	10月（展望レポート）	企業収益や業況感が改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
個人消費	7月（展望レポート）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している	→
	9月（公表文）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している	→
	10月（展望レポート）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している。	→
住宅投資	7月（展望レポート）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	9月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	10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	7月（展望レポート）	増加に転じつつある	↑
	9月（公表文）	増加している	↑
	10月（展望レポート）	増加している	→
鉱工業生産	7月（展望レポート）	増加基調にある	→
	9月（公表文）	増加基調にある	→
	10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↑)	7月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
	9月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
	10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	7月（展望レポート）	弱含みの局面が続いている	→
	9月（公表文）	弱含みの局面が続いている	→
	10月（展望レポート）	弱含みの局面が続いている	→

展望レポートでは、17年度の経済成長率が、7月展望レポートの1.8%から、1.9%に上方修正された。これで2回連続の上方修正となる。一方、物価見通しについては、17年度を7月時

点の1.1%から0.8%へ、18年度を1.5%から1.4%へそれぞれ下方修正した(図表3)。今年4月時点の17年度の予想が1.4%だったが、わずか半年で0.6%も下方修正したことになる。もっとも、当時から達成不可能なのは見えており、予想どおりの修正である。黒田総裁は、会合後の定例会見で「**前回の7月の展望レポートから足許変えた最大の理由は、携帯電話の通信料が大幅に下がったことです**」と述べているが、年度始以降の下方修正は当然それだけでは説明できない。そもそも、リフレ派の間では禁句だったはずの、個別物価と一般物価の混同のような話を再び持ち出すあたり、言い訳がましい印象が否めない。

また、今後の金融政策運営では、第2の柱のリスクバランスを「海外景気を中心に下振れリスクが大きい」から「リスクは概ね上下にバランス」へと上方修正した。景気は予想を上回る回復を続けているにもかかわらず、物価は予想を下回るという、2%の物価目標の意義を疑わせるような推移が続いており、日銀にとっては悩ましい。

(図表3)展望レポート、中間評価における見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	17年4月展望レポート	17年7月展望レポート	17年10月展望レポート	当社見通し(10月展望レポートの予想)
2017年度	実質GDP	1.6	1.8	1.9	1.8
	コアCPI	1.4	1.1	0.8	0.9
2018年度	実質GDP	1.3	1.4	1.4	1.4
	コアCPI	1.7	1.5	1.4	1.5
2019年度	実質GDP	—	0.7	0.7	0.7
	コアCPI	—	1.8	1.8	1.8

(出所)日本銀行より明治安田生命作成

片岡委員が追加緩和策？を提案

前回、初めての決定会合で反対票を投じた片岡委員が、予想どおり今回も反対票を投じ、あわせて新たに二つの提案を行なった。「オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを本文中に記述することが必要」という提案と、「イールドカーブにおけるより長期の金利を引き下げる観点から、15年物国債金利が0.2%未満で推移するよう、長期国債の買入れを行なうことが適当」という提案である。前回は「金融緩和は不十分」との反対票を投じたのみで、独自の提案がなかったため、今回、自身の追加緩和策を提示してきたのは予想どおりだが、氏のエコノミスト時代の主張からすると、量の拡大が中心になると思っただけに、金利を対象とした追加緩和策の提案は意外だった。

すでに、操作目標を金利に移行しているYCCの枠組み自体に異を唱える内容になることを避けたと見られ、片岡委員なりの妥協案とみられるが、イールドカーブのさらなる押し下げで追加緩和効果を狙うなら、20年や30年をターゲットとするのが自然で、15年というのはいかにも中途半端である。昨年9月の総括検証で、イールドカーブがフラット化しすぎることの弊害を日銀自身が指摘しており、整合性に配慮したのかもしれないが、そうであれば、金融システムへの悪影響と追加緩和手段のはざまであえぐ日銀の苦しみをそのまま吐露したような提案ともいえる。すでに0.3%程度で推移している15年債金利を、0.2%まで10bp程度下げても効果はたかが知れているし、通常のボラの範囲に過ぎない。これではたして追加緩和と言えるのかも躊躇するレベルである。そもそも、期間15年の新発国債はなく、流動性に乏しいため指値オペも困難で、実務的にも難がある。片岡委員は、YCCや総括検証の策定に携わっていたわけではなく、賛成票を投じたこともないことを考えれば、ここは堂々と、「国債買入れ100兆円！」とでもぶち上げてほしかった。

前段の提案は、物価目標達成への強力なコミットメントを示す意図と考えられるが、将来の追加緩和の予告のような要素をあらかじめ公表文に盛り込むのは無理筋である。黒田総裁も会見で、「あくまでも私どもは、その時その時の経済情勢と将来を見据えて、最適な金融政策を決定しています」と述べているとおりで、これでは物価以外は一切考慮するなど言っているに等しい。また、これだけ大規模緩和を継続しても、物価目標の達成が見えないことを考えれば、片岡委員のとおりのかじ取りでは、おそらく際限なく追加緩和を続けなければならなくなってしまうだろう。

(図表4) 先行きの見通しの推移 (直近月の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	7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、景気の拡大が続き、2018年度までの期間を中心に、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。	→
	9月 (公表文)	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。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、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。	→
	10月 (展望レポート)	わが国経済は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、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、景気の拡大が続き、2018年度までの期間を中心に、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。	→
物価	7月 (展望レポート)	消費者物価の前年比は、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、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	→
	9月 (公表文)	消費者物価の前年比は、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、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	→
	10月 (展望レポート)	消費者物価の前年比は、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、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	→

(出所) 日銀

ETF についての質問が集中

今回の定例会見では、株高が続くなかでのETFの買い入れ継続の意義を問う質問が集中した。まず、記者からの「日本の株式市場は、21年振りの高値や過去最長の連騰記録を今月記録し

ています。リスクプレミアムに働きかけるという観点から、まだ日銀は6兆円ものETFを購入していく必要があるとお考えなのかどうか」という質問に対し、黒田総裁は「**実際の買入れ額は市場の状況に応じて変動することはあります。従って、金融政策決定会合において決定された資産買入れ方針においても、ETFの残高増加目標は「約6兆円」と幅のある表現となっていますし、目標の達成期間について特定の時点を決めているわけではありません**」と、買入れ額や期間については柔軟に対処する方針を示している。また、「イールドカーブ・コントロールと切り離してETFだけを見直すことがあるのか、それとも見直す場合はパッケージを総括的に見直すのか」という質問に対しては、「**将来の時点で何らかの調整を行なう場合に、全体の要素すべてが同時に調整される必要はありません**」と、ETFのみ見直す可能性にも含みをもたせている。

「買うことのリスクや副作用についてどういう認識をお持ちか」との質問に対しては、「**ETF自体はご承知のようにパッシブな運用の1つであり、他の一般の方や企業もETFを買って何ら差支えないわけですので、ETF自体に何か大きな問題があるとは思っていません**」、「**仮に問題があるとすれば、株式市場の相当部分を日本銀行が買うことになる**と、マーケットの価格に非常に大きな影響を与えているのではないかということになるかもしれませんが、先程申し上げたように、**(時価総額の)3%程度の保有であり、現時点では何か大きなリスクがあるとは考えていません**」と、リスクは小さいとの認識を示した。

しかし、たとえETFとはいえ、経済資源の配分に関する政策を、選挙で選ばれた政治家ではなく中央銀行が行なうこと自体、すでに「矩(のり)」を超えているのに加え、国債市場ならいざ知らず、株式市場の時価総額の3%もの割合を日銀が保有しているというのは、十分すぎる規模と考える市場関係者も多いだろう。また、株価が下落した日に買いを入れる今の手法だと、上昇相場が続けば続くほど買い余力が蓄積されていくので、ある意味歪んだ上昇期待が増幅していくという、プロシクリカル的な効果も持っている。期待という面では、3%以上の存在感を発揮していると見て良い。

日銀はそう遠くない将来、ETFの買入れを見直すとみているが、2%という物価目標を降ろせない以上、市場に「金融緩和の後退」とみなされるような変更は大義名分が立ちにくいという問題がある。従って、明確な政策変更を宣言しないまま、徐々に買入れペースを落とすというのは考えられる手法である。国債の買入れペースが年間80兆円に遠く及ばなくても、「**目途**」の範囲内と言い張るのであれば、ETFの「約6兆円」の「約」もかなりの拡大解釈が可能である。この点について会見では、「ETF買入れの関連で6兆円と書いてあるのは、国債の80兆円と同じ程度、目安で、結果的に全然違う金額であっても、これはあり得るという理解で宜しいでしょうか」と、そのものズバリを問う質問も出された。あまりの単刀直入ぶりに、黒田総裁自身も呵呵大笑しながら、「もちろんそこは違うわけです」と述べたが、その理由の説明は微妙であった。総裁によれば、国債のほうは、あくまでイールドカーブ・コントロールが主で、買入れ金額はあとから決まるのに対し、ETFの方は別にリスクプレミアムの数値目標があるわけではないので、6兆円自体が目標になっているという趣旨だったが、6兆円という金額を動かす可能性が低いことの説明にはなっていないように感じた。数値目標がない分、ETFの方は逆に日銀が意識的に買入れ金額を動かせるという考え方も可能だからである。

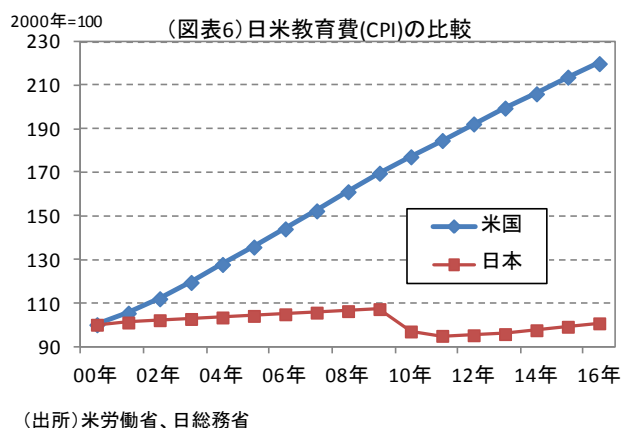
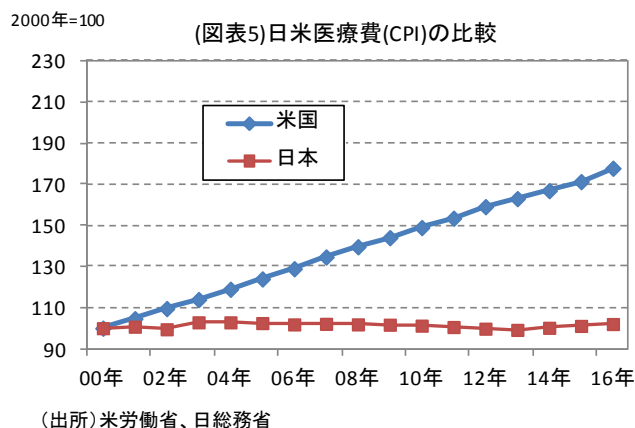
「2%」のおかげで自縄自縛に

量的・質的緩和の事実上の延命策だった現行のYCCとて、永続可能な枠組みではないことから、筆者は、遅くとも来年度中には、再度の枠組み変更がなされるとみている。その際、ETFもなんらかの形で買い入れ額の縮小を図っていくことになるのではないかと。10年国債利回りの方も、なんらかの形で変動許容幅を広げる政策がとられるとみている。これもETFと同じで、明確な政策変更をアナウンスしないまま、指値オペの発動基準を少しずつずらすなどの方法で、上昇を容認するという手段もあるが、こうしたことをやりすぎると、「コミュニケーション軽視」との批判を浴びるので、さじ加減が難しい。かといって、明示的に金利上昇の容認や株価の買い入れ縮小を宣言するのであれば、そのほうが物価目標の達成に近づくとする理屈が立たなければならない。インフレ期待が上がっていけば、名目金利は多少上がっても実質金利は引き続き緩和的な水準という説明は可能だが、日銀が名目金利を引き上げるという行動自体は引締めになる。結局、そうした批判を避けるためには、YCCのように複雑な枠組み変更のなかに真意を紛れ込ませる、あるいは別途金融緩和（に見える）手段を追加するといった、市場を煙に巻くような手法をとる必要が出てくる。2%へこだわることで、日銀は自縄自縛に陥っている。

米国とは物価を巡る環境が異なる

日銀としては、このまま辛抱強く超緩和策を続けることで、「日本版高圧経済」の実現を通じ、物価上昇を待つつもりかもしれないが、それでも2%は難しいだろう。「他国にできて日本にできないわけではない」との論調もあるが、米国でもコア財の価格はマイナスである。それでも全体で2%前後の物価上昇率を維持できているのは、サービス価格が安定的に2%台半ば～3%程度の伸びを維持しているという要因が大きい。なかでも、医療、教育、住宅関連の日米の伸びの格差は大きく、2000年以降、医療費で約1.7倍（図表5）、教育費では約2.3倍（図表6）の差がついている。米国は基本的に自由診療なので医療費を抑制するシステムが乏しいが、日本の医療費は公定価格である。日本の名目個人消費に占める保健・医療の割合は4%程度だが、米国では17%と2割近くに達しており、米国の個人破産で最も多い理由は、「医療債務が払えない」というものであるという。是非論は別として、米国民から見れば、2年に一度、たかが0.5ポイントの上げ下げで大騒ぎしている日本の医療費の決め方は、羨望に値するシステムかもしれない。

米国の学費、特に大学の授業料の高騰もつと知られているところで、有名大学は軒並み500万円を超えてきている。日本でも学費の高騰が問題視されるようになってきているが、国立大



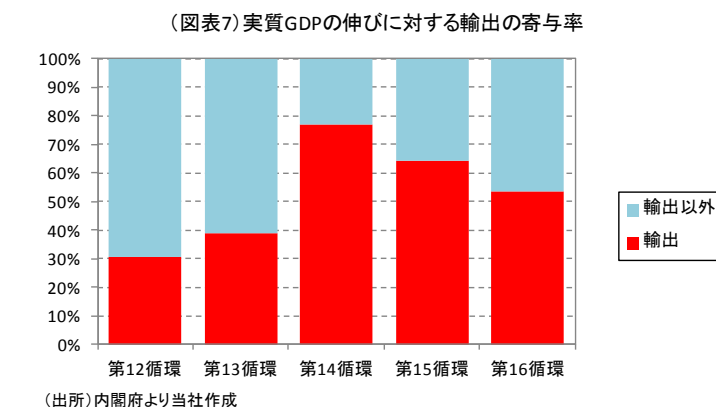
学のウェイトが大きい分、私立大学もどんどん上げるわけには行かず、米国に比べれば全体の上昇率は抑えられている。こうした状況を含めて米国では全体でなんとか2%を維持しているということで、もし、日本国民に、医療費や教育費が米国と同じペースで上がってもいいから2%の物価上昇をめざすべきかとのアンケートをとったら、誰も賛成しないだろう。

「2%」の位置づけを後退させる工夫が必要

こうみると、2%にこだわる意義がどんどん疑問に思えてくるが、主要国と同じ水準である2%の旗を掲げ続けることは、購買力平価を考えた場合、円高容認のメッセージとなることを避けるという点では意味がある。従って、中期的には、物価目標の2%は残したまま、短期的な金融政策のかじ取りと徐々に切り離していく手法が考えられる。

例えば、政府と新たなアコードを結び、FRBのような、「物価と雇用」というデュアルマンドメントに変えてもらうことができるのであれば、2%に拘泥する必要はなくなる。失業率は3%を切る低水準であることを考えれば、すぐにでも緩和縮小を検討できる。何か法改正が必要になるわけではない。日銀法では第2条に、「日本銀行は、通貨および金融の調節を行なうに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする」と書いてあるだけである。こうした政策変更を行なえば、金融市場のボラティリティは一時的に上がるだろうが、これは必要な試練でもある。足元の金融政策は、すでに追加的な効果を追加的な副作用が上回っているのが現状と考える。たいして効かない金融政策にこだわり、将来的に莫大なリスクを積み上げていくという悪循環にはどこかで終止符を打たなければならない。

足元の景気回復も、金融緩和の成果と言うよりは、海外景気要因が大きい。2000年代以降の3回の景気拡張期は、いずれも実質GDP成長率への外需の寄与率が5割を超えている(図表7)。この点、円安にこだわる日銀の姿勢は、短期的な景気への影響を考える限り正しいが、黒田総裁の就任当初は別として、14年のバズーカ第2弾以降は、思いどおりの効果を為替相場に与えられているわけではない。結局のところ、相場の大きな流れには逆らえないことが明らかになっている。金融政策の効果に絞っても、円ドル相場は9割方FRBの動きで決まると言ってもよく、FRBがひとたび緩和に舵を切れば、日銀の抵抗は螻蛄の斧にすぎない。



現状の超低金利は政府にとっても居心地がいいことを考えれば、現実には、デュアルマンドメントのような政策変更は考えられず、日銀自身が漸進的に軌道修正を図っていくしかない。その兆候はすでに表れている。布野審議委員が8月2日の記者会見で、物価目標の達成について「昨年9月からは明示的に2年という時限的な制約はかませていません」と述べるなど、日銀自身が意識的に位置づけを後退させたと考えられるようなコメントを残しているほか、中曾副総裁あたりも折に触れ、観測気球的なコメントを投げかけている。来年4月から始まる次期体制は、2%という物価目標の位置づけを(できるなら目立たぬように)、後退させていく高等技術が求められる。(担当:小玉)

(図表8) 展望レポートの概要
(前回7月との比較、下線部は主たる変更箇所)

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済情勢

	前回 (2017/7/20)	今回 (2017/10/31)
現状判断	わが国の景気は、緩やかに拡大している	わが国の景気は、緩やかに拡大している
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の、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、景気の拡大が続き、2018年度までの期間を中心に、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。	わが国経済は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとの、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、景気の拡大が続き、2018年度までの期間を中心に、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。
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、幾分上振れている。	今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、 <u>概ね不変である</u> 。

(2) 物価情勢

	前回 (2017/7/20)	今回 (2017/10/31)
先行き見通し	消費者物価の前年比は、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、プラス幅の拡大基調を続け、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、プラス幅の拡大基調を続け、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	従来の見通しと比べると、見通し期間の前半を中心に下振れるとみられるが、見通し期間の終盤にかけては、賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まるという好循環が次第に作用すると考えられる。2%程度に達する時期は、2019年度頃になる可能性が高い	従来の見通しと比べると、 <u>携帯電話通信料の値下げの影響等から2017年度について幾分下振れているが、2018年度、2019年度については概ね不変である</u> 。2%程度に達する時期は、2019年度頃になる可能性が高い
物価見通しの背景	①マクロ的な需給ギャップは着実に改善している。先行きについても、わが国経済が緩やかな拡大を続けるもとの、2018年度にかけてプラス幅を拡大し、2019年度も比較的大幅なプラスで推移するとみられる。 ②中長期的な予想物価上昇率は、「適合的な期待形成」の面では、輸入物価が現実の物価上昇率を押し上げるほか、マクロ的な需給ギャップが改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化してくる。「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%に収れん。 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価格の前年比を押し上げる。また、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。	①マクロ的な需給ギャップは着実に改善している。先行きについても、わが国経済が緩やかな拡大を続けるもとの、2018年度にかけてプラス幅を拡大し、2019年度も比較的大幅なプラスで推移するとみられる ②中長期的な予想物価上昇率は、「適合的な期待形成」の面では、輸入物価が現実の物価上昇率を押し上げるほか、マクロ的な需給ギャップが改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化してくる。「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%に収れん。 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価格の前年比を押し上げる。また、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。

2. 上振れ要因・下振れ要因

	前回 (2017/7/20)	今回 (2017/10/31)
経済の上振れ要因・下振れ要因	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	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
物価の上振れ要因・下振れ要因	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	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

3. 金融政策運営

	前回 (2017/7/20)	今回 (2017/10/31)
第一の柱	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。企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる	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。企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる
第二の柱	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。	経済の見通しについては、 <u>リスクは概ね上下にバランスしている</u> 。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。
金融政策運営	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う。	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う。

(出所) 日銀

設備投資は回復傾向が続く

先行指標は設備投資の緩やかな回復を示唆

日本の設備投資に先行する主要3指標（3ヵ月移動平均）を見ると、建築物着工床面積（非居住用）は一進一退の推移となっている一方で、資本財国内出荷（除、輸送機械）は昨春以降、改善傾向が継続しており、機械受注（船舶・電力を除く民需）も持ち直しの動きがみられ、今後の設備投資が緩やかな回復傾向となる可能性を示唆している（図表1）。

また、2017年4-6月期の法人企業統計では、売上高が対前年比で+6.7%と、4四半期連続の増収となったほか、経常利益は同+22.6%と、5四半期連続の増益となっており、企業業績の改善が、今後の設備投資の下支えになるとみられる（図表2）。

設備投資計画は強め

日銀短観の設備投資計画を見ると、2017年度の全規模・全産業の設備投資計画は前年度比+4.6%と、前回調査から+1.7%上方修正され、9月調査としてはリーマン・ショック以降、過去3番目に強い計画となっている（図表3）。

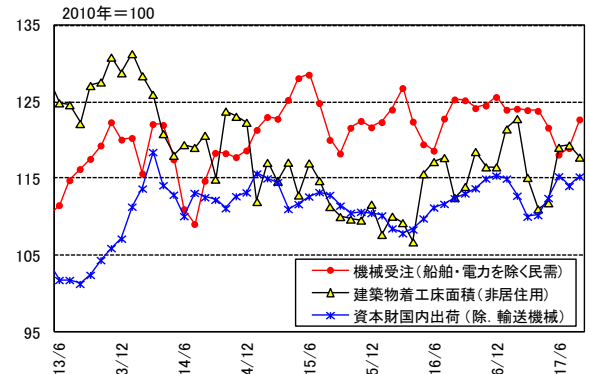
製造業・非製造業別に見ると、まず、大企業・製造業の設備投資計画は前年度比+14.1%と、好調な輸出などを背景に二桁の伸びを示した。6月調査からは▲1.2ポイントの下方修正だが、前年同時期の+12.7%を上回っている（図表4）。一方、大企業・非製造業の設備投資計画は前年度比+4.0%と、人手不足に起因した底堅い合理化・省力化投資などから、前年同期の同+2.9%を上回っている（図表5）。

日本政策投資銀行による「全国設備投資計画調査（大企業）」を見ても、大企業の2017年度国内設備投資額は、製造業が前年度比+14.2%、非製造業が同+9.5%と、ともに増加し、全産業では同+11.2%となるなど、設備投資計画は総じて強めとなっている。

製造業は維持更新・研究開発投資が下支え

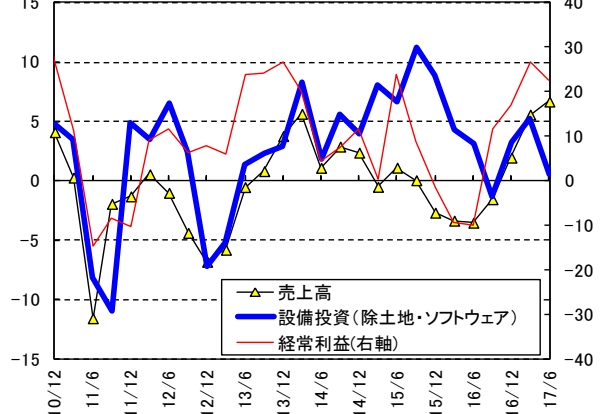
経済産業省による「海外現地法人四半期調査」の業種別設備投資額実績を見ると、海外設備投資額は昨年末以降減少傾向にある（図表6）。海外設備DI（「増加」-「減少」）も、現状、先行ともにプラスで推移してい

(図表1) 設備投資先行指標の推移(3ヵ月移動平均)



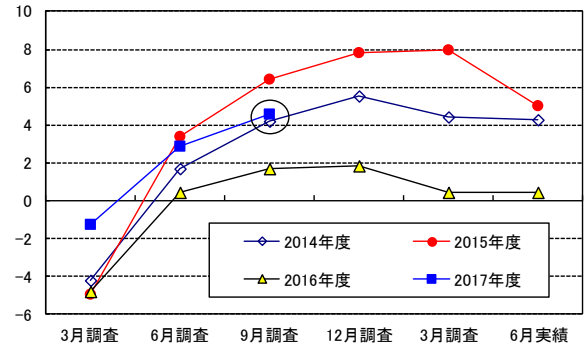
(出所) 内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

(図表2) 全産業の売上高・経常利益・設備投資の伸び率(前年比)



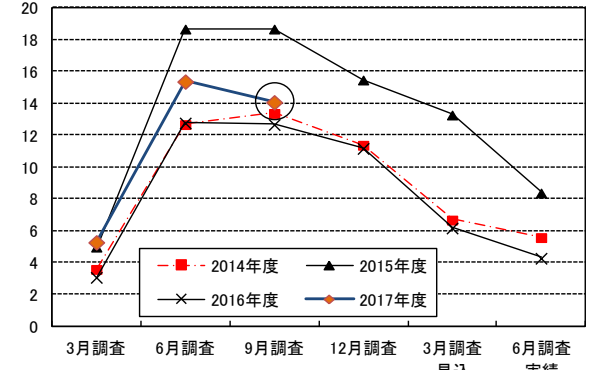
(出所) 財務省「法人企業統計」

(図表3) 設備投資計画(前年度比)(含む土地投資額、全規模・全産業)



(出所) 日銀「短観」

(図表4) 設備投資額年度計画(前年度比)(含む土地投資額、大企業製造業)



(出所) 日銀「短観」

るものの、先行判断DIは2017年7-9月期から10-12月期にかけて3四半期ぶりに低下（9.5ポイント→5.8ポイント）している。

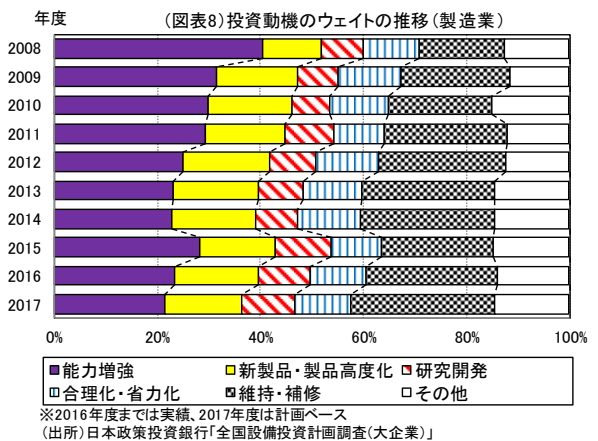
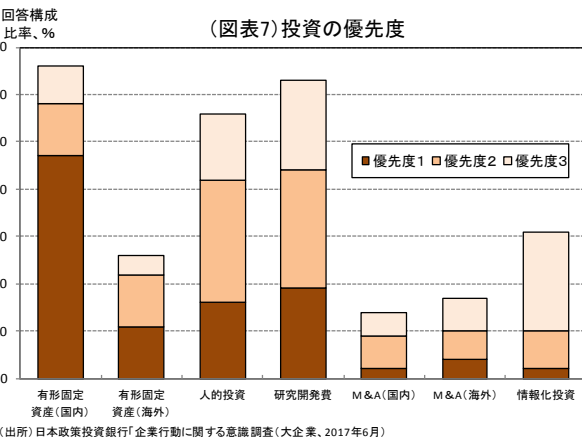
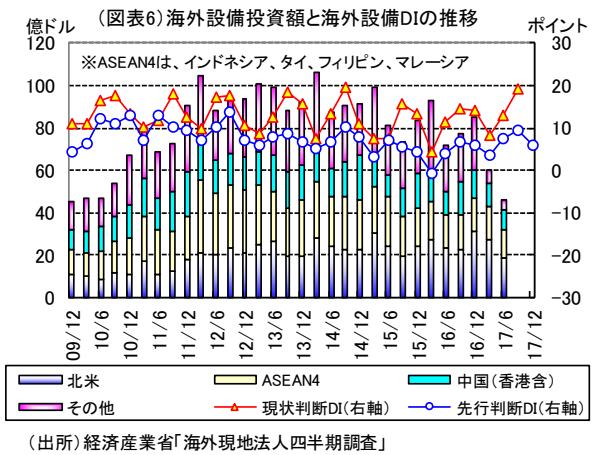
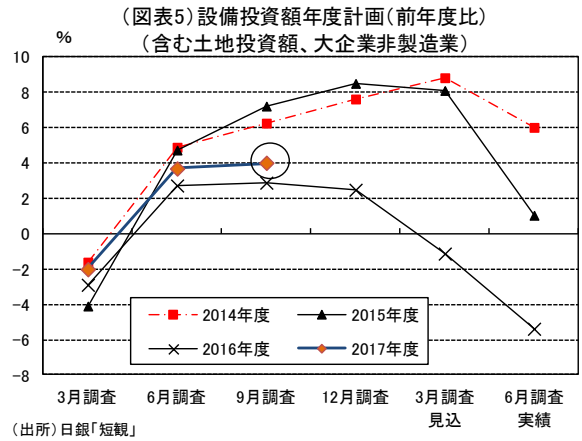
国内の中長期的な成長期待が低いなか、企業が海外需要の取り込みを強化しようとする傾向は今後も継続すると思われる。一方で、内閣府が公表している「企業行動に関するアンケート調査」では、「海外に拠点を置く理由（製造業）」との問いに対して「労働力コストが低い」は全体の二割にとどまっております。生産コストの引き下げを企図した海外拠点の拡大は一服したと考える。

日本政策投資銀行による「企業行動に関する意識調査」を見ると、大企業・製造業の投資の優先度について、国内の有形固定資産が一番高く、続いて研究開発費が高いことが示されている（図表7）。コスト削減をめざした海外への設備投資が一服するなかで、大企業中心に研究開発拠点との連携や、新製品開発のためのマザー工場としての需要が、国内投資の維持更新の下支え要因となる可能性が高い。実際に、2015年度以降の企業の投資動機は、能力増強の割合が低下する一方で、維持・補修の割合は高まる傾向が続いている（図表8）。

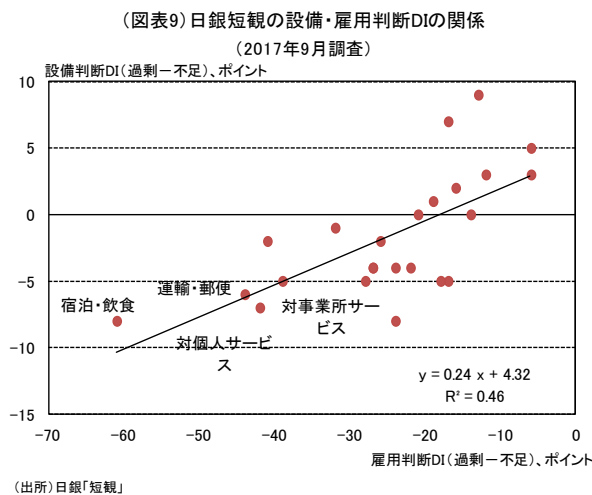
国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、製造業の能力増強投資は今後も停滞が避けられないものの、設備の平均年齢を表すヴィンテージを見ても長期化が進んでおり、国内の老朽化した設備の維持・補修への需要は蓄積しているとみられる。企業収益が改善に向かうなか、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、研究開発投資などが今後も設備投資の下支えになるとみている。

非製造業では人手不足を設備投資が代替

非製造業の強めの設備投資計画の背景には、人手不足感の強まりを受けた、労働代替的な投資への需要拡大がある。日銀短観で業種別の設備判断DIと雇用判断DI（ともに「過剰」-「不足」）の関係を見ると、2017年9月調査では、宿泊・飲食サービスや、対個人サービス、運輸・郵便など、雇用が不足している業種ほど設備が不足しているという、正の相関関係が見られる（図表9）。人手



不足の強い業種を中心に、省力化投資が引き続き非製造業の設備投資を押し上げるとみている。今後は、人口の減少トレンドが続くなか、中期的に内需の堅調な拡大が見込みにくいことで、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみる一方、設備の更新維持投資や研究開発投資は、回復傾向で推移すると予想する。非製造業でも、好調な企業業績が下支えとなって、合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれ、2018年にかけて設備投資は回復傾向が続くと予想する。（担当：柳田）



輸出はプラス圏の推移が続く

輸出は持ち直し傾向で推移

財務省の貿易統計によると、9月の輸出金額は前年比+14.1%と、10ヵ月連続のプラスとなった(図表1)。輸出金額から価格変動要因を除いた輸出数量の伸びは同+4.8%と、8月の同+10.4%からプラス幅が縮小、輸出金額の季調済前月比も▲0.3%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなるなど、足元では輸出の増勢が鈍化しつつあるようにみえる。

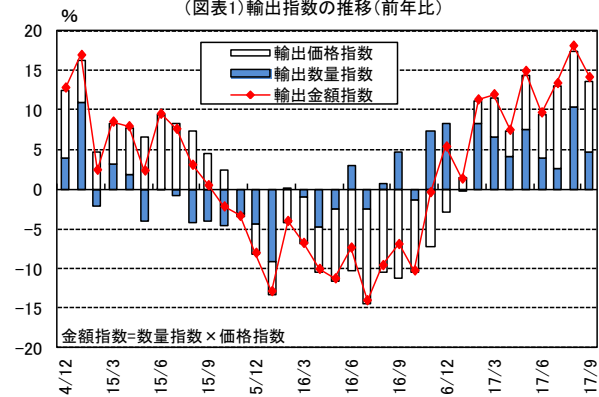
内閣府が公表している季節調整済みの輸出数量指数(3ヵ月移動平均)を見ても、9月は前月比+0.1%と、8月の同+0.9%からプラス幅が縮小している。地域別では、EU向け(8月:同▲2.5%→9月:同▲2.4%)のマイナス幅が縮小、アジア向け(同+1.2%→+1.2%)も堅調に推移しているが、米国向け(同+1.1%→▲0.0%)がマイナスに転じたことが全体の足を引っ張っていることがわかる(図表2)。しかし、9月はハリケーンの被害により、米国向け輸出が低迷したという特殊要因がある。10月以降、ハリケーン被害からの復興需要を背景に、米国向け輸出は持ち直す可能性が高い。

中国向け輸出減速への懸念が後退

オランダ経済政策分析局が発表している世界輸入数量を見ると、2016年3月以降、アジア新興国の輸入が縮小傾向となっているものの、依然として、全体のプラス寄与の半分近くをアジア向けが占めており、アジアの旺盛な需要が世界貿易を支えている構図が窺える(図表3)。

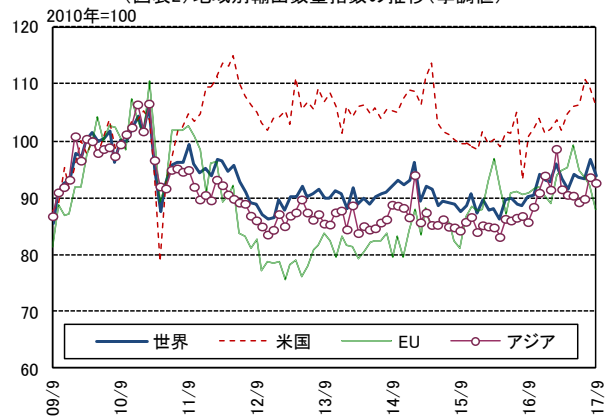
なかでも、日本にとっては中国が最大の需要国である。詳細なデータが把握できる金額ベースの数字で確認すると、2016年度の日本からの中国向け輸出は、全体の約18%を占めている。品目別の内訳をみると、半導体等製造装置や原動機などの一般機械や、電気機器、化学製品などの増加が今年に入ってからの前年比ベースでの伸びに寄与している(図表4)。共産党大会を控え、省政府による景気浮揚の「実績作り」のためのインフラ投資の拡大や、政府による総額1兆円規模の企業負担軽

(図表1) 輸出指数の推移(前年比)



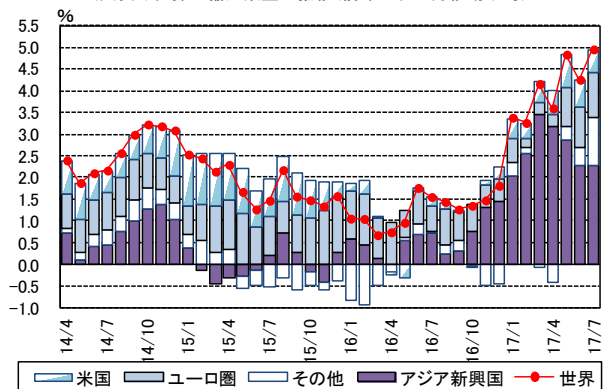
(出所) 財務省「貿易統計」

(図表2) 地域別輸出数量指数の推移(季調値)



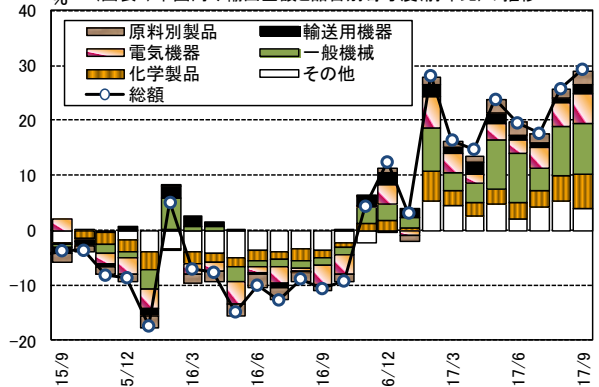
(出所) 内閣府

(図表3) 世界の輸入数量の推移(前年比、3ヵ月移動平均)



(出所) オランダ経済政策分析局

(図表4) 中国向け輸出金額と品目別寄与度(前年比)の推移



(出所) 財務省「貿易統計」

減策を受け、企業業績が改善したことなどが、輸入の増加につながっているとみられる。共産党大会の終了後は、省政府が財政政策を実施するインセンティブが失われるため、景気が減速に向かう事態が懸念されているが、中国人民銀行は先手を打つ形で、中小・零細企業向けの融資の拡大など、一定の条件を満たした銀行に対し、預金準備率を1月から1.5%ポイント引き下げことを発表している。中国人民銀行は「(現在のやや引き締め気味の)政策を変更するものではない」と説明して

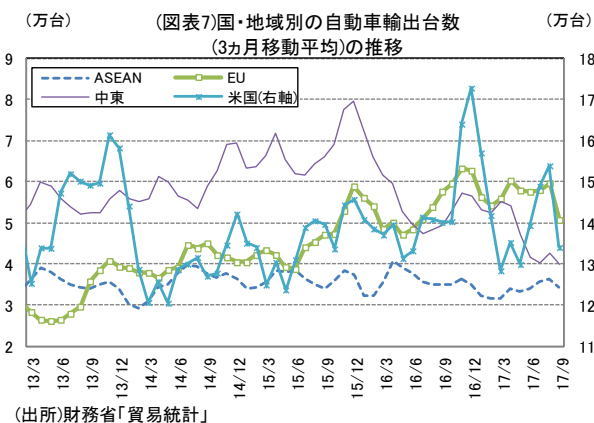
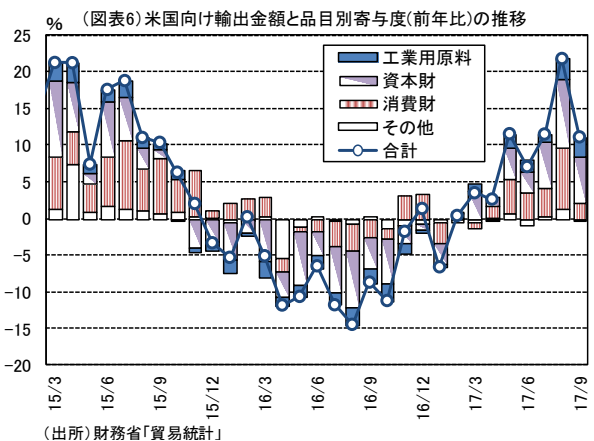
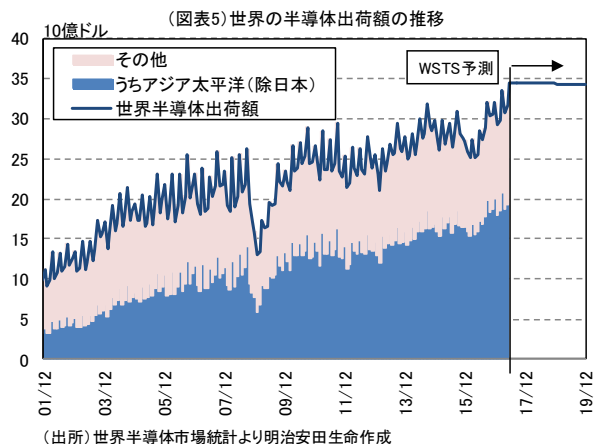
いるが、景気回復の持続性を疑問視する声が強まるなか、あえて3ヵ月前に政策変更を発表することで、年明け以降も過度な減速を回避する姿勢を内外に示したものとみられる。加えて、国家開発銀行からは、バイオ、IT、ロボットなどハイテク産業を中心とする「中国製造2025」に該当する成長分野への政策支援も表明されており、こうした的を絞った政策支援が固定資産投資の下支えになるとみられる。今後の中国景気は、投資需要が下支えされるとみられるほか、雇用・所得環境の改善から個人消費も底堅く推移するとみられ、底堅い推移が続くとみている。日本からの中国向け輸出も、2018年にかけてプラスの伸びを維持すると予想する。

2016年度の日本の輸出の22%を占めるNIEs向けの輸出も、昨年11月からプラス圏での推移となっている。世界の半導体出荷額の回復が、世界的な電子機器の生産拠点であるNIEsの景気改善に寄与している(図表5)。今後も、スマートフォンメモリの大容量化や、クラウド化に伴うサーバー需要の増大、車載向け製品の増加などを背景に、世界的な半導体需要は拡大傾向の持続が見込まれ、NIEs景気を下支えするとみられる。日本からのNIEs向け輸出も、堅調な推移を維持しよう。

米国向けは基本的に回復傾向が続く

2016年度の日本の輸出の20%を占める米国向けについては、ハリケーンの影響から、9月に落ち込んだものの、均して見れば今春以降、堅調に推移している。品目別に見ると、中間財は伸び悩んでいるものの、資本財や消費財は底堅い推移となっている(図表6)。資本財については、半導体等製造装置や原動機などの一般機械がけん引している。消費財については、米国向け輸出の約3割を占める自動車の改善が大きい(図表7)。

米国では、新車をリースで購入し、2、3年後に売却するという消費行動が広く普及しているが、リース後に売却された中古車が市場で飽和しており、状態の良い中古車が値崩れを起こしていることで、新車販売が頭打ちとなっている。そのため、



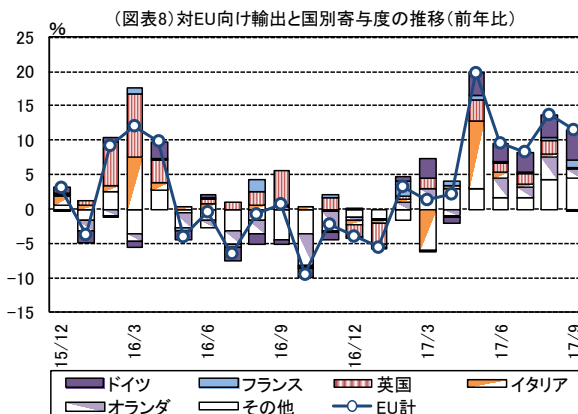
自動車を中心とした消費財の輸出は、今後、伸び悩む可能性がある。ただ、資本財輸出については、米国企業の業績回復や、環境規制の緩和などを背景に固定投資の活発化が見込まれるほか、2018年度以降の減税策への期待が下支え要因になるとみられ、日本からの米国向け輸出も、基本的に回復傾向が続くとみる。

堅調な欧州景気も下支えとなる

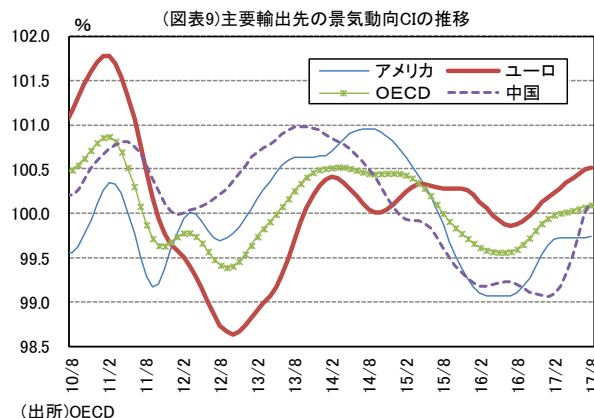
日本の輸出の11%を占めるEU向けも、景気回復を背景に持ち直している。EU向け輸出金額の推移を見ると、5月にイタリア向けの大型の船舶輸出で急増するという特殊要因があったが、その影響を除いても、2月以降、堅調な推移が続いている(図表8)。日本からの主要輸出相手先の景気動向CIの推移を見ると、ユーロ圏が他地域よりも高水準で推移していることがわかる(図表9)。EU向け輸出は、米国やアジア圏と比べるとウェイトは小さいものの、当グループの試算では、景気弾性値が米国やアジアと比べて高い。今後についても、雇用環境の改善や低金利環境の継続などを背景に、個人消費や固定投資の緩やかな回復が見込まれることなどから、ドイツを中心に欧州の景況感が高水準を維持するとみられ、欧州向け輸出は拡大傾向で推移するとみる。

輸出はプラス圏の推移が続く

今後について、アジア向け輸出は、中国景気が底堅く推移することや、世界的な半導体需要が高水準で推移すると見込まれることで、回復傾向が続くと予想する。米国向けは、消費財輸出は頭打ちとなる可能性があるものの、米国内の固定投資の活発化を受けた資本財輸出の持ち直しが、全体の下支え要因になると見込む。景気弾性値が高いユーロ圏向けも、域内の景気が高水準での推移が続くと予想されるため、拡大傾向での推移を予想する。以上から、2018年にかけて、日本の輸出はプラス圏の推移が続くとみる。(担当：磯部)



(出所)財務省「貿易統計」



(出所)OECD

10月開催のECB理事会と今後の金融政策見通し

ECBが資産購入策の減額を発表

10月26日に開催されたECB（欧州中央銀行）理事会では、予想どおり、現在行なわれている資産買入れ策の減額と、2017年末とされていた実施期限の2018年9月までの延長を決定した。現在、ECBは国債や社債、資産担保証券などを毎月新規に600億ユーロ（およそ8兆円）購入しており、マイナス金利政策とともに強力な金融緩和策を推進している。今回の措置は、その購入額を2018年から半減させる措置であり、ECBは金融緩和策の出口に向かって一步を踏み出すことになる。

金利低下・ユーロ安が発生

こうしたECBの資産購入策の減額措置に対し、金融市場ではドイツやフランス、イタリアなどユーロ圏各国の国債利回りが低下、為替市場では26日の終値でユーロは対ドル、対円でそれぞれ1%程度のユーロ安方向に推移した。通常、ECBが行なったような政策は市場では金融引締め政策と受け取られかねず、金利上昇、為替はユーロ高に振れても不思議ではないところだが、今回の金融市場の動きは、真逆の反応と言えるものである。

「オープンエンド」

資産購入策の減額を決定したにもかかわらず金融市場で金利低下・ユーロ安が発生した要因の一つは、ECBが資産購入策そのものを「オープンエンド」、つまり「政策目標の達成が視野に入るまで止めるつもりはない」、と述べたことにある。ユーロ圏では、物価はECBが目標としている2%前後には届いていないものの、景気はドイツを中心に非常に好調である。ECBは、現在行なわれているマイナス金利政策と量的緩和策を組み合わせた金融緩和策についても、景気を後押しするアクセルとしては強すぎると認識しているとみられる。そのため、市場の一部では、今回10月の理事会でECBは金融緩和策について「手仕舞い」的な色彩を強めてくるのでは、との見方があった。そうした市場の見方は、今回のECBの措置で概ね払拭されたとみられる。つまり、ECBは従来からの金融緩和路線を継続し、あくまで資産購入策の減額は微調整であるとの認識を市場に与えることに成功した。さらには、現在のマイナス金利政策についても、2016年3月の理事会で「現行の政策金利は資産購入策の期間を越えて継続する」と述べているため、最短でも2018年9月以降、少なくとも3ヵ月～6ヵ月程度はマイナス金利政策を継続すると事実上宣言しているも同然である。ドラギ総裁自身も、「ユーロ圏のインフレ圧力は引き続き抑制」、「大規模な金融刺激が依然として必要」と語り、「テーパリング（緩和縮小）ではなく、ダウンサイジング（小規模化）」と述べるなど、今回の措置が金融緩和路線の変更ではないと伝えることに力を入れている。こうした一連のメッセージは、ECBは依然としてハト派的（金融緩和に前向き）であると市場では解釈され、ユーロ圏各国の国債利回りの低下や、為替相場におけるユーロ安を招いたとみられる。前回9月のECB理事会で、ドラギ総裁は記者会見でユーロ高を懸念する旨の発言を行なっていることから、今回の資産購入策の減額決定にもかかわらず、直後の為替がユーロ安に動いた点は、ドラギ総裁にとって胸を撫で下ろす展開であったに違いない。

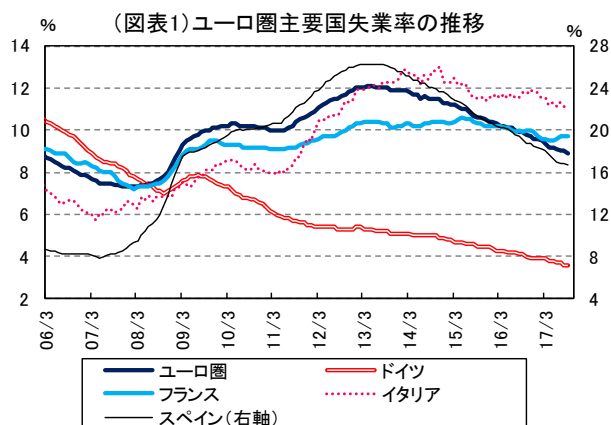
賃金上昇は道半ば

金融緩和を背景にユーロ圏景気が好調を続ける限り、いずれかの時点で雇用環境の需給が引き締まり賃金が上昇に向かい、物価が上向くことが期待されている。例えば、10月10日にドイツの金属産業労働者組合（IGメタル）は、金属・電機セクターにおける労働者390万人のために6%の賃

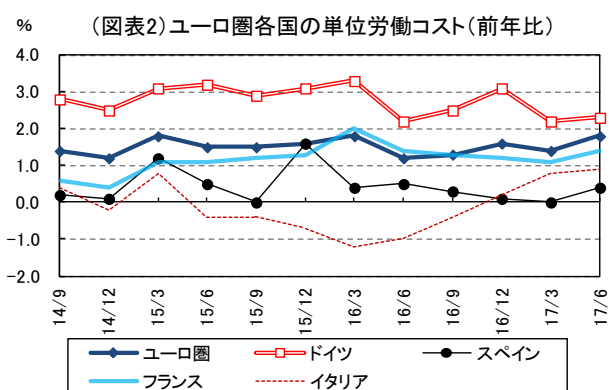
上げと時短の権利を求める方針を発表した。ドイツでは緩和的な金融環境を追い風に失業率が3.6%（8月時点）と歴史的な水準にまで低下（改善）しており、労働需給は一段と引き締まっている。一方、ユーロ圏については、2013年平均で12%に達していた失業率が、2017年8月時点で9.1%にまで低下しているものの、リーマン・ショック以前の最低値は7.3%であったことを踏まえると、ユーロ圏全体としてみれば、労働市場には依然として「スラック（働く意思や能力があるのに仕事を見つけられない人）」が残されているとみられる（図表1）。こうした状況を反映し、賃金も伸び悩みが続いている。ユーロ圏各国の単位労働コストの推移を見ると、2017年第2四半期時点でユーロ圏全体では前年比1.8%と、長らく1%台で推移しており、方向感の無い推移が続いている（図表2）。国別でも、ドイツでは2~3%と高い伸びを維持しているものの、足元ではスペインやイタリアでは0%台、フランスでも1%台前半と、弱めの推移となっている。こうした状況を反映し、9月のユーロ圏のコアCPIは前年比+1.1%と、ECBが目標としている前年比2%近傍には程遠い状態となっている。

景気は着実に回復

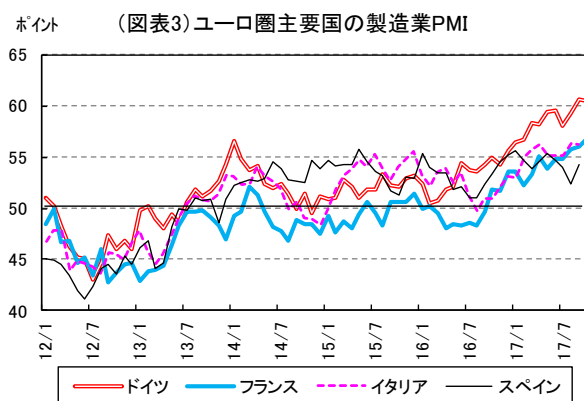
ただ、ユーロ圏景気は着実に回復している。2017年7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%と、18四半期連続のプラスとなった。主要国の製造業PMIを見ても、ドイツを筆頭に2016年央から上昇傾向で推移している（図表3）。すでにシュレーダー政権の時代にハルツ諸法で雇用制度改革を進めていたドイツに加え、2012年にはスペイン、イタリア、2016年にはフランスが解雇規制の緩和、賃金調整の柔軟化、派遣雇用の促進といった雇用制度改革を進めたこともあり、各国ともに失業率が低下傾向にある（前掲図表1）。こうした制度改革は、労働者間に所得格差を生んでいるとの批判があるものの、結果としてリーマン・ショック後の雇用者数のボトムである2013年第2四半期から2017年第2四半期の4年間で、ユーロ圏の雇用者数は676万人増、+4.5%の増加となった。国別で見ても、スペインやイタリアなど、比



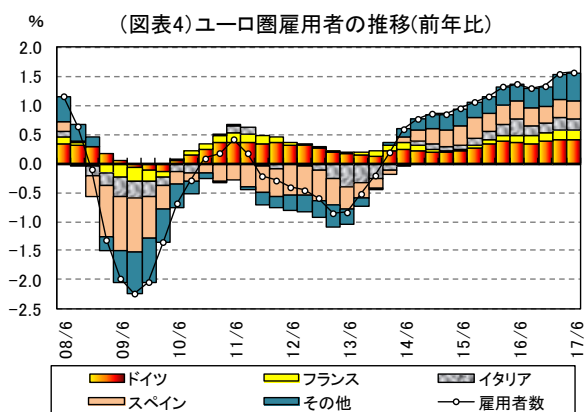
(出所)ファクトセット



(出所)ユーロスタット



(出所)世界銀行



(出所)ユーロスタット

較的早期に労働市場改革に取り組んだ国が目立つ（図表4）。

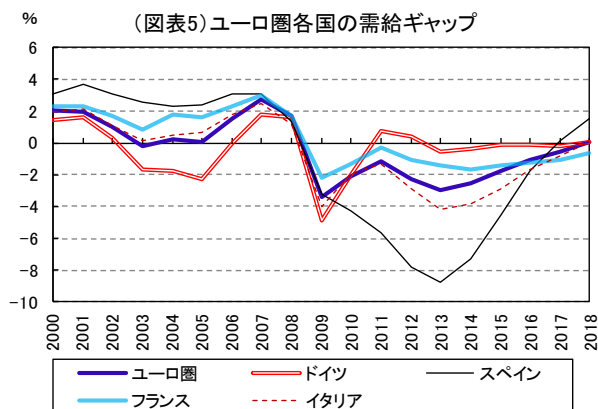
ECBによる金融緩和策と各国の構造改革により、ユーロ圏景気は堅調な推移を続けている。また、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることもあり、今後とも景気は回復傾向が続くと見込まれる。欧州委員会が推計しているユーロ圏各国の需給ギャップを見ると、ユーロ圏全体では2018年にギャップが解消するとの推計結果になっている（図表5）。ユーロ圏コアCPIがECBの目標である2%近傍で推移していたのは、2003年と2007年前後であった。その時点での需給ギャップは0~3%程度であったことを踏まえると、ユーロ圏の物価が上向いていくのは、2018年以降になるとみられる。

市場とのコミュニケーションはより慎重に

一方で、ECBが金融緩和の「手仕舞い」に本格的に着手するためのハードルは相応に高いと考えられる。前述のとおり、ドラギ総裁は為替相場に相当の注意を払っているとみられるが、2017年の欧州各国の選挙で、懸念されていた右派政党の大躍進などの政治的なリスクが深刻化しなかったこともあり、2017年を通じてユーロは上昇傾向で推移している（図表6）。こうした事情もあって、ドラギ総裁は今回の理事会で金融緩和縮小の色彩を極力薄めることに腐心したものとみられる。

今回市場に与えた「ECBはハト派」との印象が剥がれた場合、ユーロ高を通じた輸出の下押し圧力や輸入物価低下によるデフレ圧力など、ECBとしては本意でない流れにつながるリスクがある。従って、ECBは今後も資産買入策を段階的に縮小しながらも、実施期限の延長を続けていくうえで、「あくまでもハト派」との印象を当面市場に与え続ける必要があるのではないだろうか。2018年はユーロ圏全体として

も需給ギャップの解消が見込まれているが、物価については目標である2%に達する目途は立っていないことから、ECBは2018年7月に量的緩和策の終了を打ち出すことはせず、今回と同様にオープンエンド、ダウンサイジングという言葉織り交ぜながら、金融緩和の方針は維持するとみられる。ECBの次なる一手は、2018年7月の理事会で、2018年10月以降の資産買取り額を150億ユーロに減額するとともに、期限の延長を発表すると予想する。（担当：久保）



(出所) 欧州委員会



(出所) 国際決済銀行

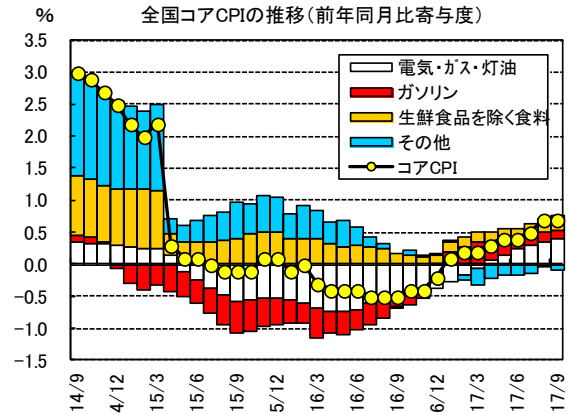
※2017年9月まで。月次データ。

主要経済指標レビュー (10/23~11/3)

《日 本》

○ 9月全国消費者物価指数 (10月27日)

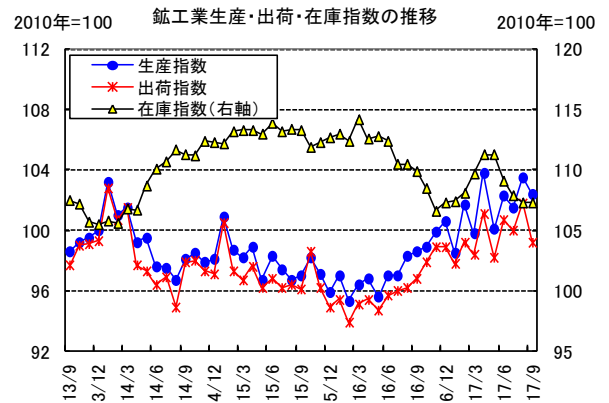
9月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+0.7%と、伸び幅は8月から変わらず、9ヵ月連続のプラスとなった。コアCPIからエネルギーを除いた新型コア指数も同+0.2%と、こちらも8月と同じ伸び幅で、小幅なプラスにとどまっております。エネルギー関連がコアCPIを押し上げている様子が窺える。エネルギー関連品目については、今後の原油価格が一進一退で推移するとみられることで、伸びが鈍化すると見込まれ、年度末にかけて鈍化に向かう可能性が高い。コアCPIについては、今後も引き続き物価目標には大きく届かない推移が続くとみている。



(出所)総務省「消費者物価指数」

○ 9月鉱工業生産指数 (10月31日)

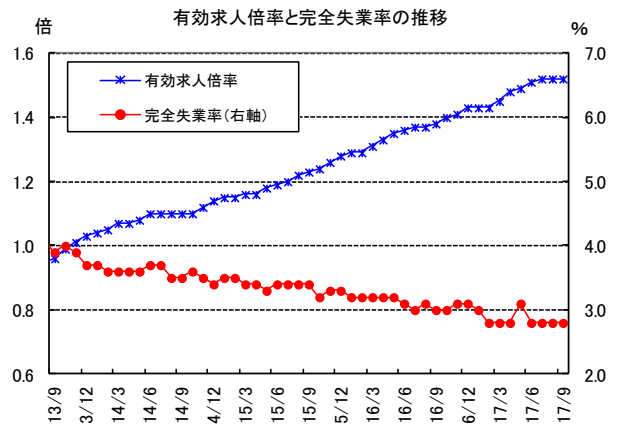
9月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲1.1%と、2ヵ月ぶりのマイナス。7-9月期では前期比+0.4%と、小幅ながら6期連続のプラスになるなど、生産の回復は続いている。経済産業省による基調判断は、11ヵ月連続で「生産は持ち直しの動き」が維持された。生産予測調査によると、10月は前月比+4.7%、11月は同▲0.9%の見通しとなっており、先行きについても均せば緩やかな増産傾向で推移する可能性が高い。今後の鉱工業生産は、堅調な海外需要を背景に、引き続き輸出にけん引される形で、緩やかな回復が続くと予想する。内需に関しても、個人消費の力強い伸びは見込みづらいものの、省力化投資を中心とする設備投資の回復などが、生産の伸びに寄与するとみている。



(出所)経済産業省「鉱工業指数」

○ 9月雇用関連統計 (10月31日)

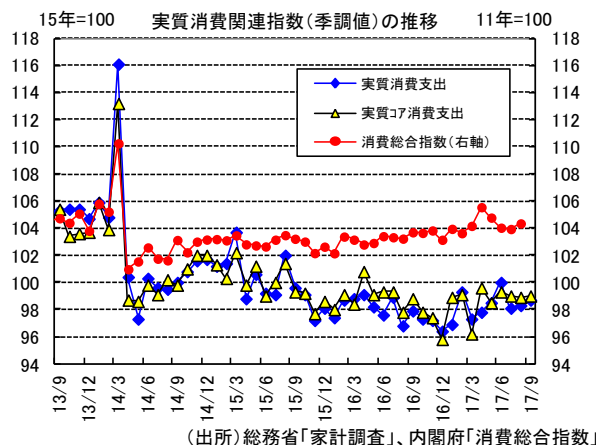
9月の雇用関連統計を見ると、完全失業率(季調済)は2.8%と、4ヵ月連続で横ばいとなった。有効求人倍率(季調済)は1.52倍と、1974年2月以来の高水準が続いているほか、正社員の有効求人倍率は1.02倍と、節目の1倍を4ヵ月連続で上回るなど、雇用環境の改善は続いている。もっとも、日本の潜在成長率の低迷に伴う企業の成長期待の低下に加え、企業の社会保険料負担の増加や省力化技術の進歩など、賃金の伸び悩みには需給ギャップ以外の構造的抑制要因も働いていることから、特に正社員の賃金に関しては今後も安定的な上昇は期待できない。今後については、全職種平均でみた賃金上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



(出所)厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

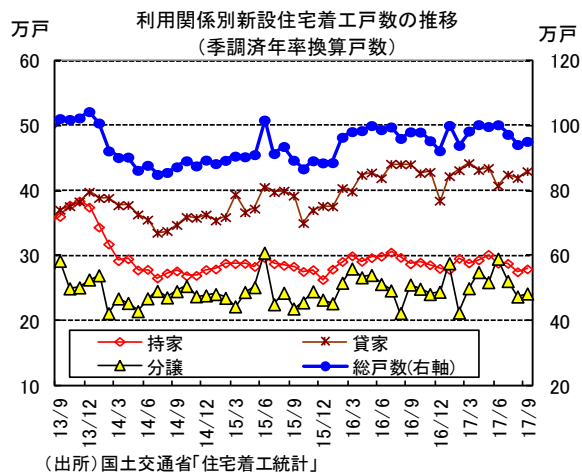
○ 9月家計調査 (10月31日)

9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▲0.3%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。季調済前月比では+0.4%と、こちらは2ヵ月連続のプラスだが、直近のピークである6月の水準をまだ下回っており、戻りは鈍い。実質コア消費支出は、前年比▲0.7%と、4ヵ月ぶりのマイナス。季調済前月比では+0.1%と、3ヵ月ぶりのプラスだが、こちらも直近のピークである4月の水準を下回る推移が続いている。今後の個人消費は、政府の経済対策による下支え効果が見込まれる一方で、年金給付額の引下げなどによる負担の増加が重しになるとみられるほか、賃金の力強い改善が期待しづらいこともあって、引き続き緩やかな回復にとどまると予想する。



○ 9月新設住宅着工戸数 (10月31日)

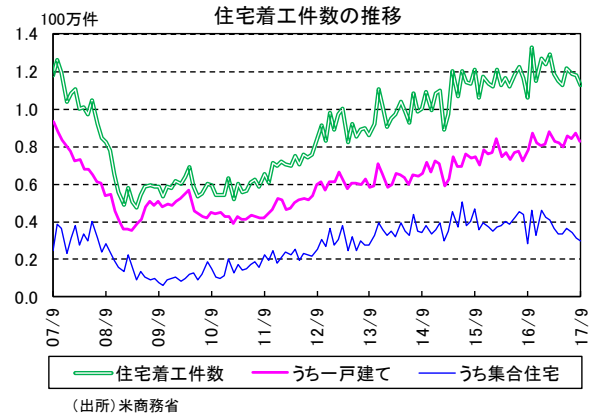
9月の新設住宅着工件数(季調値)は前月比+1.0%と、3ヵ月ぶりのプラス。利用関係別では、持家は同+1.6%と、4ヵ月ぶりのプラス、分譲は同+1.9%と、3ヵ月ぶりのプラス、貸家は同+2.5%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。ただ、前年比ではいずれもマイナスとなるなど、基調としては弱めの推移が続いている。今後は、住宅支援策や低金利環境が引き続き下支えとなるものの、住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、供給増に伴う空室率上昇による採算性の悪化もあり、金融機関によるアパートローン向け融資拡大に対する警戒から、貸家着工は減少傾向で推移するとみている。以上から、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



《米 国》

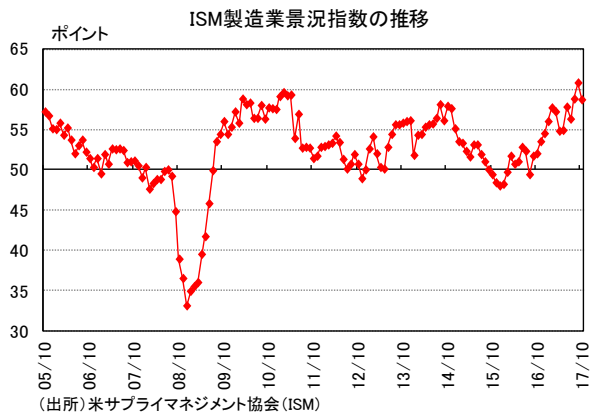
○ 9月住宅販売・着工件数 (10月18, 25日)

9月の米新築住宅販売は年率換算で66.7万戸、前月比+18.9%と、3ヵ月ぶりに増加した。中古住宅販売は年率換算で539万戸、同+0.7%と、4ヵ月ぶりに増加した。住宅着工件数は年率換算で112.7万戸、同▲4.7%と、3ヵ月連続で減少した。先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で121.5万戸、同▲4.5%と、2ヵ月ぶりに減少した。8月末から9月初旬に米国南部を襲ったハリケーンにより、新築住宅販売は被害が大きかった南部地域を中心に大きく増加している。今後は復興需要などから、住宅着工や販売件数は緩やかな増加に転じると見込む。



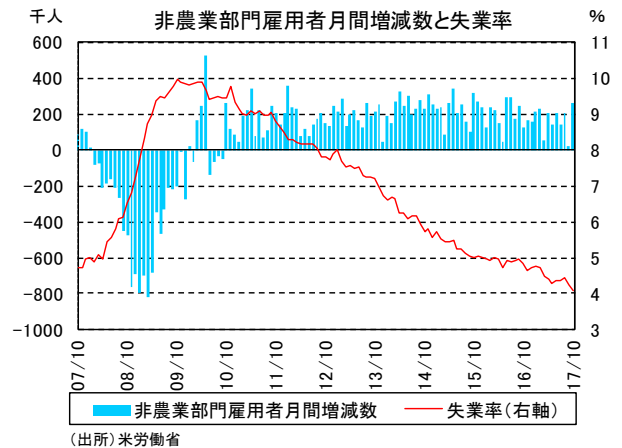
○ 10月ISM製造業景況指数 (11月1日)

10月のISM製造業景況指数は58.7と、9月の60.8から低下した。業種別に見ると、生産活動の拡大を報告したのは18業種中16業種で、前月の17業種から1業種減少した。構成項目別に見ると、生産、新規受注、リードタイム、雇用が軒並み低下した。非構成項目では、新規輸出受注と価格が前月比で低下した。前月の高い数値はハリケーン被害からの復興需要が加味されていたとみられ、今月の低下はそうした効果が一部はく落した結果であるとみられる。ただ、復興需要を消化した後も、個人消費の改善を背景に内需は底堅く推移すると見込まれることから、景況指数は目先やや低下しつつも、引き続き高水準での推移を維持すると予想する。



○ 10月雇用統計 (11月2日)

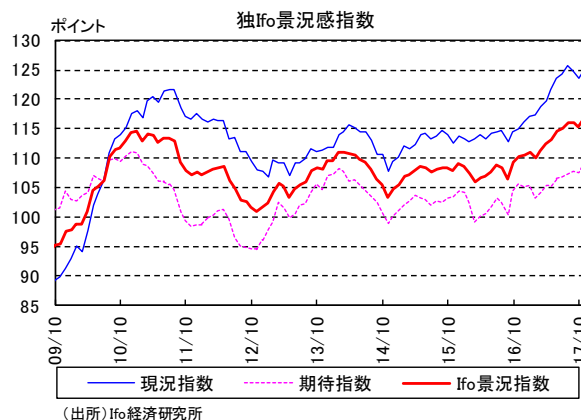
10月の非農業部門雇用者数は前月比+26.1万人と、市場予想の+31.3万人は下回ったものの、9月の+1.8万人(▲3.3万人から上方修正)から大きく反発した。雇用者数が反発した背景には、ハリケーンによる一時的な悪影響が剥落したことが挙げられる。時間当たりの賃金は前年比+2.4%と、8月の同+2.8% (同+2.9%から下方修正) から低下し、市場予想の同+2.7%を下回った。一方、失業率は4.1%と、9月の4.2%から一段と低下した。総じて見れば、ハリケーンによる一時的な影響が剥落し、雇用者数は大きく増加、労働市場の需給の引き締まりは依然として進行していることが確認される内容であった。今後とも米景気の回復を背景に労働市場の堅調は続くと思われることから、FOMC (米連邦公開市場委員会) は、12月に利上げを実施すると予想する。



《 欧 州 》

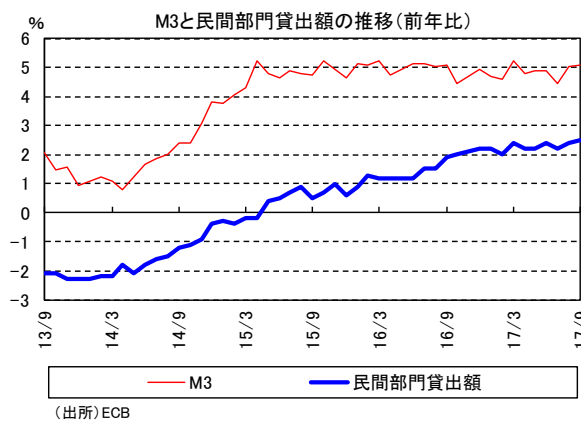
○ 10月ドイツIfo景況感指数 (10月25日)

10月のドイツIfo景況感指数は116.7と3ヵ月ぶりに改善し、統計開始以来最高の水準を更新した。内訳を見ると、現況指数が123.7→124.8、期待指数が107.5→109.1と、共に前月から改善した。産業別では、卸売業が19.4→17.9と悪化したものの、小売業が7.8→16.1、建設業が18.5→19.9、製造業は28.0→30.9と改善した。良好な雇用環境や緩和的な金融環境などを背景に、ドイツ景気は今後も製造業を中心に回復基調が続くとみる。



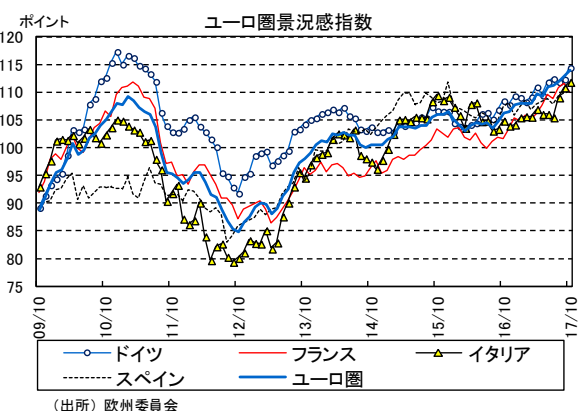
○ 9月ユーロ圏マネーサプライ (10月26日)

9月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+5.1%と、前月の同+5.0%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額も同+2.5%で前月の同+2.4%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額の内訳を見ると、非金融企業向けは同+1.4%→+1.5%と伸び幅が拡大、家計向けは同+3.1%で同じ伸び幅となった。ECB(欧州中央銀行)による量的緩和策が続くなか、銀行の貸出態度は依然として緩和的であるうえ、貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、今後のユーロ圏民間向け貸出額は緩やかな回復傾向で推移するとみている。



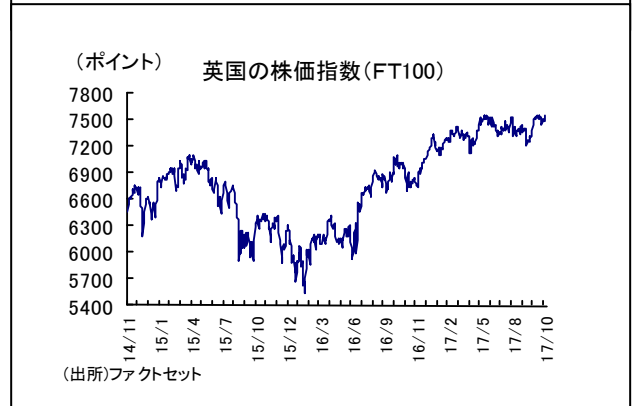
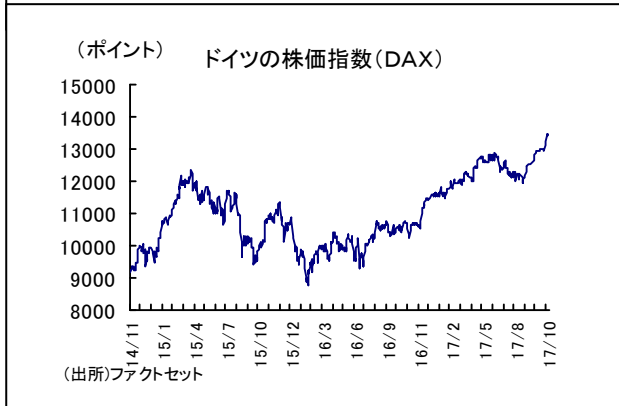
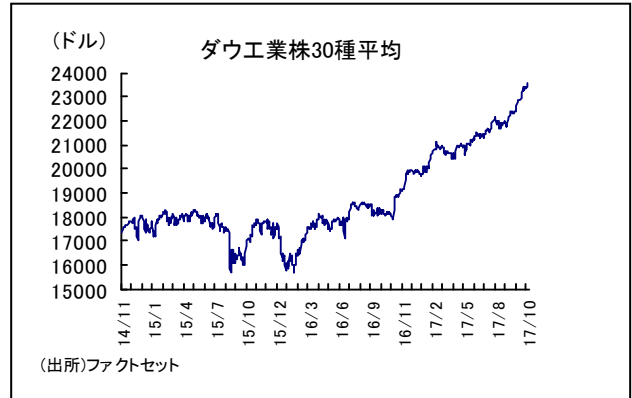
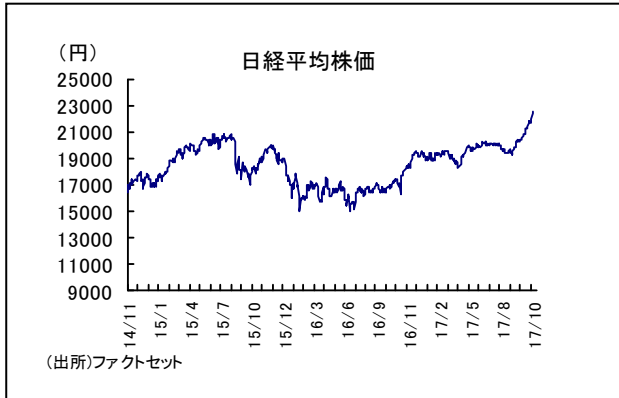
○ 10月ユーロ圏景況感指数 (10月30日)

10月のユーロ圏景況感指数は114.0と、5ヵ月連続で改善した。構成項目別に見ると、鉱工業景況感6.7→7.9、サービス業景況感15.4→16.2、消費者信頼感▲1.2→▲1.0、建設業景況感が▲1.7→0.2、小売業景況感が3.0→5.5と、いずれも改善した。主要国別では、ドイツが112.4→114.5、イタリアは110.9→111.9、スペインは109.9→110.2と改善したものの、フランスは111.6→110.0と悪化した。ユーロ圏景気は、雇用環境の改善を背景とする個人消費の回復や、米中を中心とする海外景気の回復などを背景に、持ち直し傾向が続いている。景況感指数は、今後とも緩やかな改善傾向が続くと予想する。

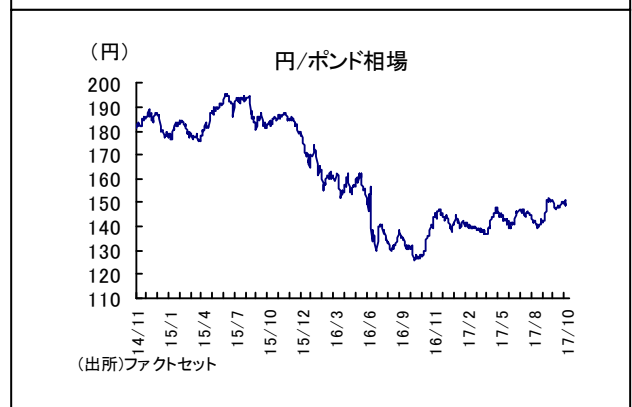
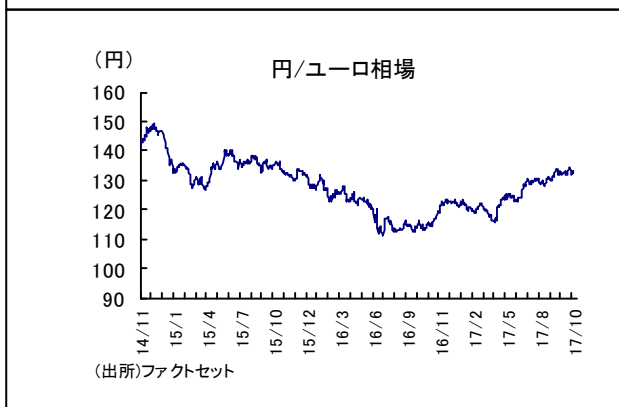
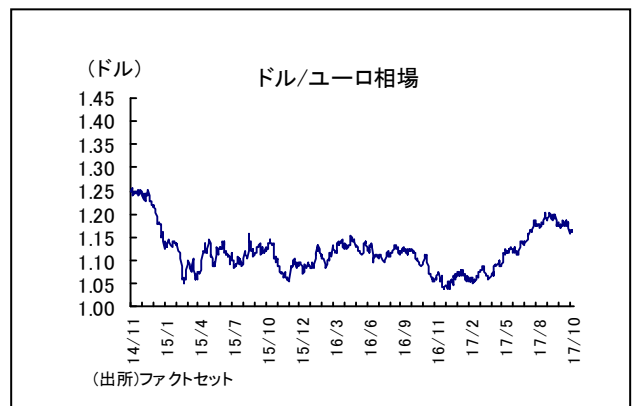
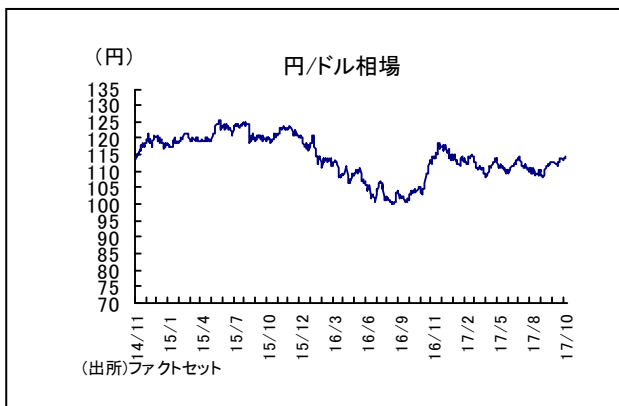


日米欧マーケットの動向 (2017年11月6日現在)

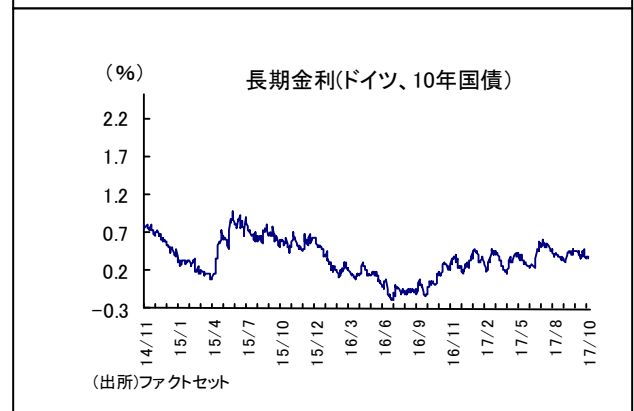
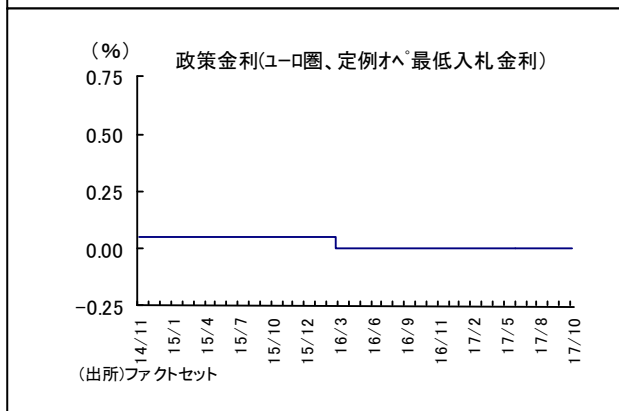
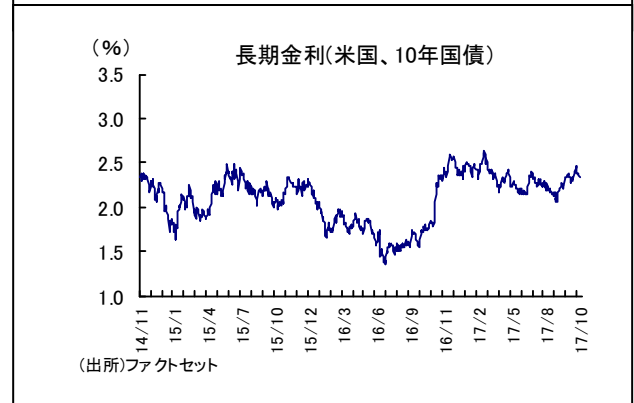
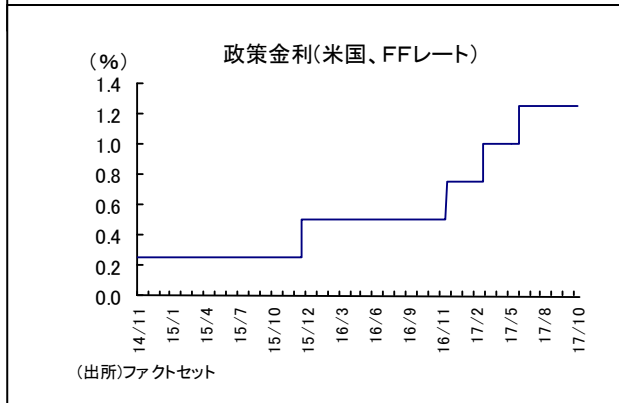
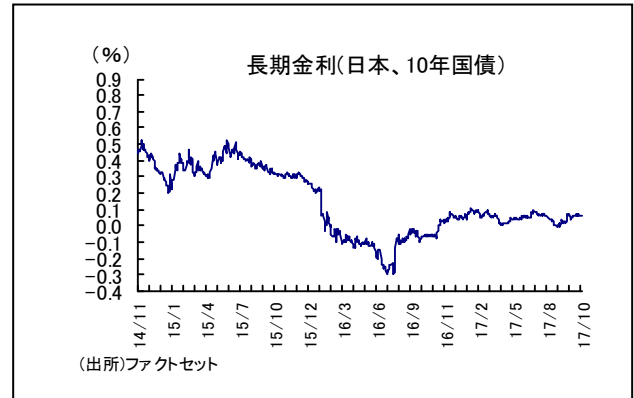
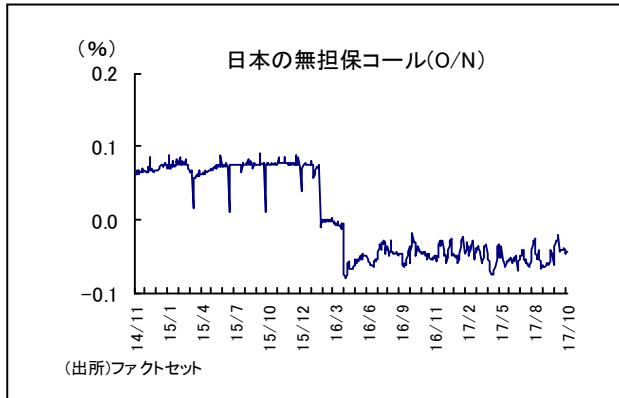
▽各国の株価動向



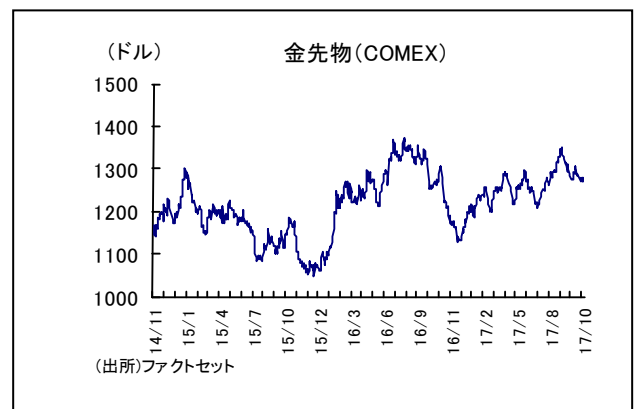
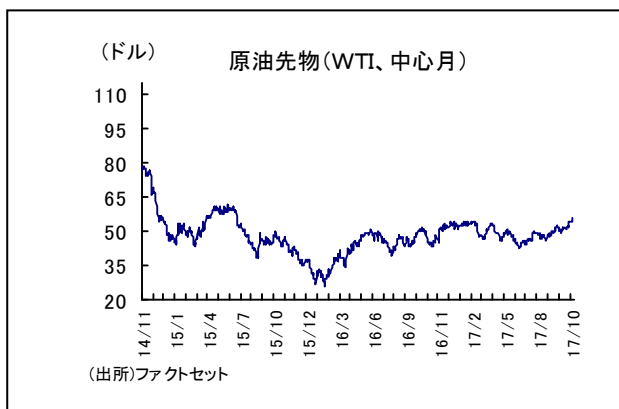
▽外為市場の動向



▽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、久保和貴、
柳田亮、磯部雅人、陳家斉