

〈フォーカス〉「適温相場」の持続可能性が揺らぐ

2018年は年明け早々から、「ゴルディロックス相場の持続性」に疑問符を突きつける相場展開が続いている。先週末に発表された1月の米国雇用統計では、時間当たり賃金が前年比+2.9%と急加速、12月の数字も上方修正されたこともあって金利先高観が台頭し、ダウ平均は前日比665ドル安と、9年2ヵ月ぶりの下げ幅を記録した。あおりを受け、週明けの日経平均も前週末比592円安と急落、両市場とも翌営業日は前日をさらに上回る下げ幅を記録するなど、底が見えない状態となっている。

景気や企業業績といったファンダメンタルズが揺らいでいるわけではないことから、これで上昇相場が終焉に向かうとみるのは時期尚早であろう。ただ、ここまで世界的なカネあまり状況の下で、主要国の株価、債券、不動産がいずれもバブル的要素を孕みつつ上昇してきた分、調整局面が意外に長引く可能性であれば否定できない。元々、微妙なバランスのうえに立脚していた分、イベントリスクには脆かったとみられるうえ、特段のイベントがなかったとしても、景気と株価の同時上昇が続く限り、ある意味株価以上に買われ過ぎだった米国債市場の方が水準訂正を余儀なくされるのは避けられない流れであった。昨年のような理想的な相場環境がなんの波乱もなくあと1年続くとしたらむしろその方が驚きであり、その意味では、今のところ予想の範囲を大きく逸脱した調整とは言えない。

先週末の米国市場のような動きが、インフレ期待を本格的に織り込むなかで起きる場合、株式市場と債券市場の同時バブル崩壊的な状況につながる可能性が高まるが、そこまではまだかなりの距離がある。1%台に沈んでいたコア消費者物価指数が安定的に2%台に戻ってくるだけなら、イエレン前FRB議長がミステリーと称していた状況が解決しただけで、悪いことは何もない。米国の自然利子率は、足元でマイナス圏にあるかどうかはともかく、中長期的な低下傾向にあること自体は確かである。こうしたいわば、「低体温経済」が定着した環境下で醸成された低インフレ期待は予想以上に強固とも考えられる。米国の長期金利が3%の節目を超えてなお上昇を続ける可能性は低い。

低インフレ体質は、トランプ減税が、「高圧経済」の実現を通じ、中長期的に自然利子率を引き上げる時間的猶予を与える。財政赤字の拡大やインフレ圧力など、減税の負の部分が顕在化するとしても数年先の話で、おそらく18年の相場のテーマにはならない。そうこうしている間に、AIやIoT等のIT新技術がさらなる生産性の上昇を実現していく展開も考えられる。金利上昇で、株式相場の上昇ペースが昨年よりも鈍るのは避けられないにしろ、年間を通じ陰線を引く展開は考えにくい。引き続き、地政学リスクや、米欧の不安定な政権運営、中国景気の軟着陸の成否、一部主要国の不動産バブル等、不慮の外的ショックには注意を払う必要があるものの、現状はまだ米経済に大きな死角が見つかったと考える段階ではないように思われる。

(Kodama wrote)

目次

| | | | |
|-------------------------|---|-------------------|----|
| 〈フォーカス〉「適温相場」の持続可能性が揺らぐ | 1 | ・アマゾン効果とインフレ期待の関係 | 10 |
| ・経済情勢概況 | 2 | ・主要経済指標レビュー | 16 |
| ・黒田総裁は早期出口論をけん制 | 3 | ・日米欧マーケットの動向 | 21 |

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、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の上昇が引き続き鈍いことから、緩慢な回復にとどまる。住宅投資も、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、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が一服することで、鈍化傾向の推移を見込む。

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、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後は、エネルギー価格の伸びは鈍化方向に転じると見込まれることや、賃金上昇が見込みづらいことなどから、原油価格が予想以上の上昇を見せていることで、エネルギー関連品目がコア CPI の押し上げ要因となり、2017年度のコア CPI 上昇率は、前年比+0.7-5%程度とな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12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.00-1.25%から、1.25-1.50%へと引き上げた。3月には、追加利上げが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月末までとしたほか、1月からの買入れ額を月額600億ユーロから300億ユーロへ減額することなどを決定した。2018年7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。

黒田総裁は早期出口論をけん制

景気判断はすえ置き

1月22,23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」ですえ置かれた。これで、5回連続で同じ表現となった（図表1）。個別項目別の判断も、唯一、予想物価上昇率のみが、「弱含みの推移が続いている」から「横ばい圏内で推移している」へと上方修正されたほかは、ほぼすべてがすえ置きとなった（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 | → | |
| 3月16日 | 緩やかな回復を続けている | → | |
| 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 |
| 6月16日 | 緩やかな拡大に転じつつある | → | |
| 7月20日 | 緩やかに拡大している | ↑ | |
| 9月21日 | 緩やかに拡大している | → | |
| 10月31日 | 緩やかに拡大している | → | |
| 12月21日 | 緩やかに拡大している | → | |
| 18年1月23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 | 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 | → |
| | 12月（公表文） | 総じてみれば緩やかな成長が続いている | → |
| | 1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 | 10月（展望レポート） | 増加基調にある | → |

| | | | |
|----------------------|-------------|--|---|
| | 12月（公表文） | 増加基調にある | → |
| | 1月（展望レポート） | 増加基調にある | → |
| 設備投資 | 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 | → |
| | 12月（公表文） | 企業収益や業況感が改善するなかで、増加傾向を続けている | ↑ |
| | 1月（展望レポート） | 企業収益や業況感が改善するなかで、増加傾向を続けている | → |
| 個人消費 | 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。 | → |
| | 12月（公表文） | 雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している | ↑ |
| | 1月（展望レポート） | 雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している | → |
| 住宅投資 | 10月（展望レポート） | 横ばい圏内の動きとなっている | → |
| | 12月（公表文） | 横ばい圏内の動きとなっている | → |
| | 1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 | 10月（展望レポート） | 増加している | → |
| | 12月（公表文） | 高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している | ↓ |
| | 1月（展望レポート） | 高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している | → |
| 鉱工業生産 | 10月（展望レポート） | 増加基調にある | → |
| | 12月（公表文） | 増加基調にある | → |
| | 1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↑) | 10月（展望レポート） | きわめて緩和した状態にある | → |
| | 12月（公表文） | きわめて緩和した状態にある | → |
| | 1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 | 10月（展望レポート） | 弱含みの局面が続いている | → |
| | 12月（公表文） | 弱含みの局面が続いている | → |
| | 1月（展望レポート） | 横ばい圏内で推移している | ↑ |

(出所) 日銀

会見では「出口」の可能性を問う質問が集中

今回は年4回の展望レポートの発表月である。一部事前報道で、実質成長率を上方修正する可能性が指摘されていたが、ふたを開けてみれば実質GDP見通し、消費者物価の見通しとも、前回10月から変更はなかった(図表3)。このところ年中行事と化しているCPIの下方修正も、今年度に関してはずでに十分進んでいることもあって、今回の展望レポートでは見送られた。

もっとも、物価見通しの背景として、展望レポートで挙げている3項目のひとつであるマクロ的な需給ギャップについては、前回10月の「着実に改善している」から、「労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景に、着実にプラス幅を拡大している」へと、より強気の表現に差し替えられた。先行きについても、「2018年度にかけてプラス幅をさらに拡大」とされるなど、今後の景気、物価の見通しについてはより強気の姿勢がにじみ出る形となった。

(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7月 展望レポート | 17年10月 展望レポート | 18年1月 展望レポート | 当社の1月 展望レポート の予想 |
|--------|--------|-----------------|------------------|-----------------|------------------------|
| 2017年度 | 実質GDP | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| | コアCPI | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 2018年度 | 実質GDP | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.5 |
| | コアCPI | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 2019年度 | 実質GDP | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| | コアCPI | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |

(出所) 日本銀行より明治安田生命作成

ただ、会合後の黒田総裁の定例会見の様相は異なるものとなった。このところ、日銀の「早期出口論」が市場で燻り続けていることもあり、会見では各社の記者から、あの手この手で出口政策への移行の可能性を問う質問が集中した。これは予想どおりの展開で、これに対し黒田総裁が「全力で」否定にかかる展開も予想どおりである。結果として、黒田総裁の発言は総じてハト派色の強いものとなった。

まず、前述のとおり、期待物価上昇率の判断が上方修正された点については、「さらに進んで予想物価上昇率が上昇していった場合に、強まり過ぎた金融緩和効果を調整するという意味で、名目金利を調整することが今後起き得るのかどうか」という質問が出されたが、黒田総裁は「**予想物価上昇率が上がったからただちに金利の調整が必要になるとは全く考えていません**」と強く否定している。また、展望レポートでは、経済の上振れ要因・下振れ要因としてこのところ、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の3点を挙げているが、今回は1項目から「不確実性」が消え、単に「海外経済の動向」とされた。これについては「不確実性という、リスク・プレミアムにつながる部分だと思うのですが、この文言が消えたことは、将来のETF買入の縮小に向けて多少なりとも近づいたと理解してよろしいのでしょうか」と、やや強引ながらETFの買入れ縮小の可能性に結びつける質問が出された。これについても黒田総裁は、「**あまり関係ないと思います。引き続き、海外要因がリスクに挙げられていまして、もちろん、上振れ、下振れ両方あるのですが、多くは下振れ要因であろうと思っています**」と、下振れリスクを強調している。

黒田総裁が、「**いわゆる出口のタイミングやその際の対応を検討する局面には至っていないと思います**」と述べているのはそのとおりであろう。物価目標未達下では「出口政策」という言葉は禁句である。「物価目標未達下で引締め方向に舵を切るのか」という質問に対する合理的な回答ができないためだ。自ら金融政策の限界を認めるような説明は、金融政策の誤りを認めたことのない日銀にとってはできない相談である。従って、単に10年国債利回りの誘導目標を引き上げるといった変更はできない。しかし、金融緩和強化の建前を維持しながら、現行の枠組みを一部手直しするのはありうる選択肢であり、その時期が市場コンセンサスより早いという筆者の見方も変えていない。その場合、枠組み全体を見直すなかで、いくつかの変更を組み合わせる手法をとるだろう。いずれにしても、方向性はイールドカーブのスティープ化を容認する方向になると考えられる。

黒田総裁が、「**いわゆる出口のタイミングやその際の対応を検討する局面には至っていないと思います**」と述べているのはそのとおりであろう。物価目標未達下では「出口政策」という言葉は禁句である。「物価目標未達下で引締め方向に舵を切るのか」という質問に対する合理的な回答ができないためだ。自ら金融政策の限界を認めるような説明は、金融政策の誤りを認めたことのない日銀にとってはできない相談である。従って、単に10年国債利回りの誘導目標を引き上げるといった変更はできない。しかし、金融緩和強化の建前を維持しながら、現行の枠組みを一部手直しするのはありうる選択肢であり、その時期が市場コンセンサスより早いという筆者の見方も変えていない。その場合、枠組み全体を見直すなかで、いくつかの変更を組み合わせる手法をとるだろう。いずれにしても、方向性はイールドカーブのスティープ化を容認する方向になると考えられる。

すでに、YCCの追加的なコストが追加的なメリットを上回りつつある段階と考えられ、物価目標の達成が見通せない以上、いたずらに先送りしていいことは何もない。原油価格の急騰や大幅な円安の進行で瞬間的に2%に到達する可能性はなくもないが、それは物価目標達成の定義とは異なる。

(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 | 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。 | → |
| | 12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既往の経済対策による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きな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、海外経済の成長を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。 | → |
| | 1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既往の経済対策による下支えなどを背景に、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 | 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。 | → |
| | 12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。 | → |
| | 1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

かといって、誰の目にも金融システムへの弊害が明らかになってからの変更では、やはり事実上の敗北宣言と受け止められるリスクが高くなる。政策変更を行なう場合は、市場とのコミュニケーションを密にして、慎重に織り込ませる必要があるとの声もあるが、すでに市場は十分に前のめりになっており、これ以上の示唆は事実上の予告になるので必要ないとも考えられる。

後任人事にも左右される

もちろん、政策変更の時期は黒田総裁の後任人事にも大きく左右される。水面下ではさまざまな動きがあるのだろうが、今のところ、官邸や日銀から具体的な話はなんら伝わってこない。次期総裁の資質について黒田総裁は定例会見で、「**実践的な能力と理論的な分析を兼ね備えているということが、重要なのではないかと思います**」と述べている。これはまさにそのとおりである。特に金

融危機後の主要国の金融政策は、理論と実務がさながら二重らせん状にもつれあいながら進化してきたのが実態である。複雑怪奇に進化した現代の金融政策を理解するためには、理論に通じているのは必要条件だが、理論だけでは、一部の論者のように、実務上のフィージビリティを無視した荒唐無稽な提案につながってしまう。両者を兼ね備えているのは日銀出身者だが、日銀出身者が総裁になった場合、どうしても出口への連想が働きやすく、海外投資家が無条件に株売り、円買いに走るリスクが高い。9月に総裁選を控え、アベノミクス成功の建前を堅持する必要がある安倍首相に、そうしたリスクをとるインセンティブはない。その点、最も安心感が高いのは黒田総裁の再任であり、筆者もそれがメインシナリオとみている。

もちろん、決め打ちは危険である。仮に、安倍首相が再任を望んでいるとすると、あとは黒田総裁の意思にかかっている。しかし一方で、当初2年で達成できるはずの物価目標は、結局まる5年かけても達成できなかったという現実がある。ここまで、原油価格の急落をはじめ、種々の「言い訳」を用意してきたが、あれだけの政策を打ち出したにもにかかわらず、目標達成が叶わなかったことで、これまでの手法に関する自信が微塵も揺らいでいないとしたらその方がおかしいだろう。再任されることで、場合によっては、2年で達成のはずが10年かけても達成できない言い訳を用意する必要が出てくる。物価目標の達成如何にかかわらず、出口戦略に舵を切らなくてはならなくなる可能性も十分だ。再任の場合、任期終了時には78歳に達するという年齢的な問題もある。

どこまでが日銀の成果かは疑問にしろ、曲がりなりにもデフレ的ではない状況を作り出し、株式市場では就任前後に続き、任期満了間近に2回目の大相場を演出した以上、これを花道とした方が後世に名が残る可能性が高い。生粋のテクノクラートである黒田総裁は、安倍首相に頭を下げられたら受けるとの観測は根強いが、黒田総裁の胸先三寸を現時点で伺い知ることはできない。

もし、再任がないのであれば、最有力候補は安倍首相のブレーンで名高い某氏ということになる。もしねじれ国会下であれば「お友達人事」として到底承認されないところとも考えられるが、先の総選挙で政権基盤を改めて盤石にしたばかりの安倍首相にそうした障害はない。本人はインタビュー等でも並々ならぬ意欲を示しており、安倍首相への影響力の強さも無視できない。この場合、金融緩和が逆に強化される可能性も出てこよう。

(図表5) 展望レポートの概要

(前回10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 (2017/10/31) | 今回 (2018/1/23) |
|--------|--|--|
| 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。 | 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既往の経済対策による下支えなどを背景に、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 | 今回の成長率の見通しを従来の見通しと | 従来の見通しと比べると、成長率、物価と |

| | | |
|--------------|---------------|-------------|
| レポート との比較 | 比べると、概ね不変である。 | もに、概ね不変である。 |
|--------------|---------------|-------------|

(2) 物価情勢

| | 前回 (2017/10/31) | 今回 (2018/1/23) |
|---------------|--|---|
| 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、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。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、成長率、物価ともに、概ね不変である。 |
| 物価見通しの背景 | <p>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</p> <p>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%に取れん。</p> <p>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。</p> | <p>①マクロ的な需給ギャップは、<u>労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景に、着実にプラス幅を拡大している</u>。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、マクロ的な需給ギャップは2018年度にかけてプラス幅をさらに拡大し、2019年度も比較的大幅なプラスで推移するとみられる。</p> <p>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、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%に取れん。</p> <p>③輸入物価は、2016年春以降の原油価格の持ち直しの影響は緩やかに減衰すると予想される。一方、2016年秋以降の為替相場の円安方向への動きが、当面は、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 (2017/10/31) | 今回 (2018/1/23) |
|----------------|---|--|
| 経済の上振れ要因・下振れ要因 | <p>① 海外経済の動向に関する不確実性</p> <p>②企業や家計の中長期的な成長期待</p> <p>③財政の中長期的な持続可能性</p> | <p>①海外経済の動向</p> <p>②企業や家計の中長期的な成長期待</p> <p>③財政の中長期的な持続可能性</p> |
| 物価の上振れ要因・下振れ要因 | <p>① 企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向</p> <p>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</p> <p>③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</p> <p>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</p> <p>③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 (2017/10/31) | 今回 (2018/1/23) |
|------|---|---|
| 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 | 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 |

| | | |
|---------------|--|--|
| | <p>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</p> | <p>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</p> |
| <p>第二の柱</p> | <p>経済の見通しについては、リスクは概ね上下にバランスしている。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の、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、リスクは概ね上下にバランスしている。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の、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う。</p> |

(出所) 日銀

(担当: 小玉)

アマゾン効果とインフレ期待の関係

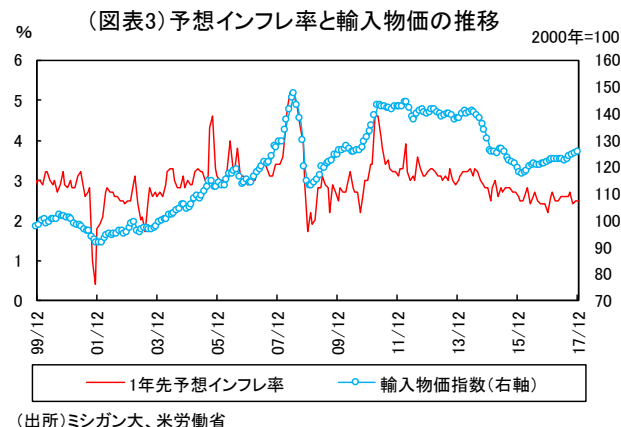
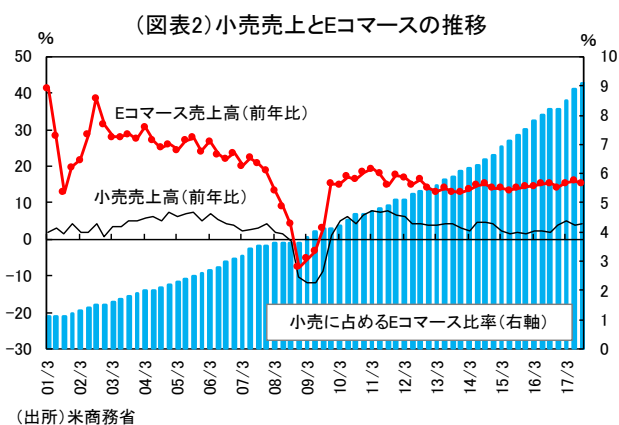
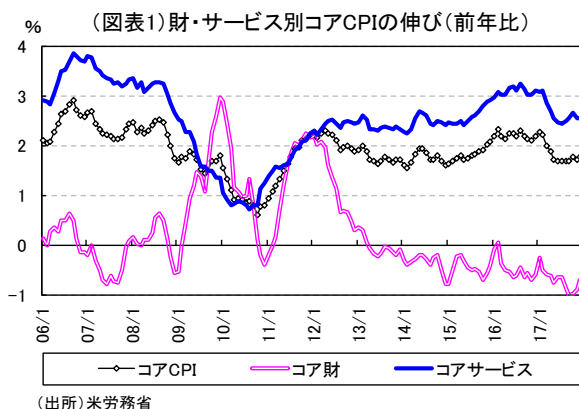
Eコマースの普及と物価への影響

12月の米国コアCPI（除く燃料、食品ベース）は前年比+1.8%と、前月の同+1.7%から伸び幅は小幅に拡大したものの、2017年4月以来9ヵ月連続で、FRB（米連邦準備制度理事会）が目標とする前年比+2%を下回っている（図表1）。コアCPIを財とサービスに分解すると、コア財価格の伸びについては2013年頃からマイナス圏での推移が定着しており、徐々に下落幅を拡大させている。コアサービス価格についても、リーマン・ショック以前は3~4%で推移していたが、足元では2.5%程度の伸びにとどまっている。低インフレの要因についてはさまざまな分析があるが、有力な説のひとつとして注目を集めているのが、「技術進歩による企業の価格決定力の低下」である。米国では四半期毎にEコマースの売上高が商務省から公表されている。2017年第3四半期のEコマース売上高は前年比+15.5%と、小売売上高全体の同+4.3%を大きく上回り、小売売上高に占めるシェアは9.1%に達している（図表2）。

技術進歩、とりわけアマゾンに代表されるEコマースの普及により、企業の価格決定力が低下するという考え方は、直感的には理解しやすい。現在の消費者はスマートフォンで即座に最安値の検索が可能であり、実店舗はネット価格から乖離した価格を設定し辛くなっている。特に、実店舗での価格にはテナント代や賃金など固定費が加味される分、ネット価格よりも割高な値付けがされているところが多いとみられ、ネット価格との競争に晒されやすい。また、ネット価格には実店舗のようにメニューコストがかからないことで、需要に応じた価格改訂が瞬時にできる。その他、ネットを通じた中古品売買やオークションの出現も、製品価格に下落圧力がかかりやすくなっている一因と考えられる。

家計のインフレ期待に影響か

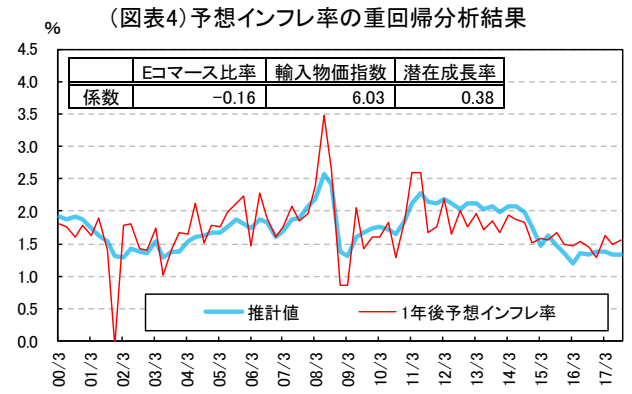
Eコマース普及の影響が「実店舗価格のネット価格への収斂」のみならば、価格への下落圧力は短期的なものにとどまるかもしれない。ただ、Eコマースの普及により、家計のインフレ期待が低下している場合には、その影響は長期に及ぶ可能性が高まる。ミシガン大学調査による家計の1年後予想インフレ率は、2011年以降足元まで低下傾向が続いている（図表3）。予想インフレ率の形成においては、食料やエネルギーを除く基調的な物価（コア物価）の動向



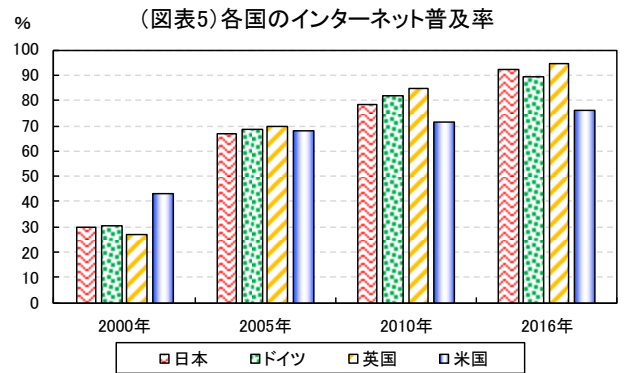
よりも、ガソリン代等を含む身近な物価との相関が高いとの見方がある。原油価格の変動も含んだ輸入物価指数と予想インフレ率を比較すると、リーマン・ショック以前までは高い連動性が確認されるものの、その後はFRBによる金融政策の変更を背景としたドル安/ドル高や資源価格の乱高下など、輸入物価が大きく変動する一方で、予想インフレ率は趨勢的に低下している。そこで、予想インフレ率を被説明変数、小売売上高に占めるEコマース比率、輸入物価指数、潜在成長率を説明変数とした重回帰分析を行なった結果、Eコマース比率が1%ポイント上昇すると、予想インフレ率に0.16%ポイントの低下圧力がかかるとの結果が得られた(図表4)。2017年第3四半期のEコマース比率は9.1%なので、家計の1年後予想インフレ率には▲1.5%ポイント程度の低下圧力がかかっていると推計される。また、米国のスマートフォン普及率は78%であり、今後も漸次的に「スマホ世代」が増加していくことを鑑みれば、インターネットの普及とともにEコマース比率も緩やかな上昇傾向が続き、家計のインフレ期待には中期的に低下圧力がかかる可能性がある(図表5)。

金融政策に影響も

1月30-31日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、景気と物価の先行きについて、「金融政策スタンスの緩やかな『さらなる』調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況は力強い状態が続くと予想している。前年比ベースのインフレ率は『今年中に』上昇し、中期的に委員会の目標である2%付近で安定すると予想している」と、年内のインフレ率上昇を予想し、利上げ路線の継続を窺わせる文言が声明文内に追加された。2018年中にインフレ率が前年比で2%に達するという見通しについては、元々昨年3月に米国の大手通信会社が低廉な通話プランを発表したことで通信料が下落していた背景を踏まえれば、そうした下押し圧力が1年を経過してはく落し、インフレ率全体として2%に回帰する可能性は十分に考えられる。また、足元の原油価格の上昇も、輸送費の上昇などさまざまな経路を通じ、一時的に物価の基調的な動きに上昇圧力を与える可能性がある。一方で、労働需給のひっ迫が賃金、ひいては物価上昇につながるというフィリップス曲線が機能していない「謎」については、依然明確な答えは出ていない。前述した通話プランや原油価格上昇などは、2018年には物価の押し上げに働くとみられるが、そうした物価上昇が仮にインフレ期待の上昇

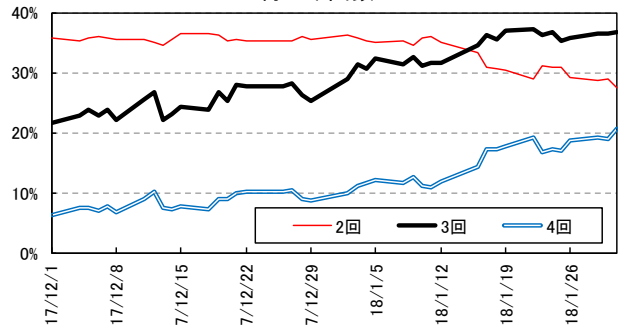


(出所)米労働省、ミシガン大より明治安田生命作成
 ※Eコマース比率、潜在成長率が四半期毎データであることに合わせ、1年後予想インフレ率、輸入物価指数は3か月移動平均値を使用。また、輸入物価指数は対数変換している。全変数のt値、P値は1%有意。なお、推計に際してはコクラン・オウカット法により誤差項の系列相関を処理。処理後のDW比は1.81。



(出所)ITU

(図表6) 先物市場で織り込まれる2018年内の利上げ回数



(出所)シカゴ商品取引所

※1回の利上げを25bpと仮定

につながろうとも一過性の現象で終わり、インフレ期待の低下トレンドを抑制することは難しいとみられる。先物市場などでは、2018年中の利上げ回数を、ドット・チャートが示すとおり3回(75bp)とみる見方が増えつつあるが、Eコマースの普及は不可逆的な現象であり、今後もインフレ期待に低下圧力をかけ続けるとするならば、FRBの利上げ余地は限定的、という見方さえ可能であろう(図表6)。物価動向が弱いなか、労働需給のひっ迫が突然インフレの昂進に結び付かないよう、ゆっくりとした利上げが最適解であるという状態も何ら変わっていない。FRBは3月に追加利上げを行ない、その後も年2,3回程度の緩やかな利上げ路線をたどると予想する。(担当:久保)

FOMC 声明文

| 前回 2017/12/12-13 | 今回 2018/1/30-31 |
|--|---|
| <p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>November</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising at a solid rate. <u>Averaging through hurricane-related fluctuations, job gains have been solid, and the unemployment rate declined further.</u> Household spending has been <u>expanding at a moderate rate, and growth in business fixed investment has picked up in recent quarters.</u> On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy have <u>declined this year and are running below 2 percent.</u> 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>December</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising at a solid rate. <u>Gains in employment, household spending, and business fixed investment have been solid, and the unemployment rate has stayed low.</u> On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy have <u>continued to run below 2 percent.</u> Market-based measures of inflation compensation <u>have increased in recent months but remain low;</u> survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p> |
| <p><u>11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続け、経済活動は堅調に推移していることを示している。ハリケーンに関連した影響を均せば、雇用者数は堅調に増加し、失業率はいっそう低下した。個人消費は緩やかなペースで拡大しており、設備投資はここ数四半期で上向いている。前年比で見たインフレ率と食品とエネルギーの価格を除いた指標は、減速し2%を下回っている。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。</u></p> | <p><u>12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続け、経済活動は堅調に推移していることを示している。雇用者数の増加、個人消費、設備投資は堅調に推移し、失業率は低位で推移した。前年比で見たインフレ率と食品とエネルギーの価格を除いた指標は、2%を下回っている。インフレ期待を示す市場の指標はここ数カ月上昇したものの低いままであり、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。</u></p> |
| <p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・ハリケーンの影響は削除 ・雇用者数の増加、個人消費、設備投資は軒並み堅調との評価に変更 ・インフレ期待を示す市場の指標は、足元で高まっているとの評価が追加 | |
| <p>Consistent with its statutory mandate, the</p> | <p>Consistent with its statutory mandate, the</p> |

| | |
|--|---|
| <p>Committee seeks to foster maximum employment and price stability. <u>Hurricane-related disruptions and rebuilding have affected economic activity, employment, and inflation in recent months but have not materially altered the outlook for the national economy.</u> Consequently, the Committee <u>continues to expect</u> that, with <u>gradual adjustments</u> in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market conditions will remain strong. Inflation on a 12-month basis is expected to <u>remain somewhat below 2 percent in the near term</u> but to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced, but the Committee is monitoring inflation developments closely.</p> | <p>Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee <u>expects</u> that, with <u>further gradual adjustments</u> in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market conditions will remain strong. Inflation on a 12-month basis is expected to <u>move up this year and</u> to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced, but the Committee is monitoring inflation developments closely.</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。<u>ハリケーンによる被害と復興は、ここ数カ月の雇用や物価、経済活動に影響を及ぼしているが、米国の経済見通しを変えるには至っていない。</u>それに伴い、委員会は、金融政策のスタンスの<u>緩やかな調整</u>によって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況は力強い状態が続くと<u>引き続き予想している</u>。前年比ベースのインフレ率は短期的に2%を幾分下回って推移する見込みだが、インフレは中期的に委員会の目標である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、インフレ動向を引き続き注視する。</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の<u>緩やかな更なる調整</u>によって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況は力強い状態が続くと<u>予想している</u>。前年比ベースのインフレ率は<u>今年中に上昇し</u>、中期的に委員会の目標である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、インフレ動向を引き続き注視する。</p> |
| <p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・ハリケーンの影響については削除 ・「金融政策のスタンスの緩やかな『更なる』調整」という文言を追加 ・インフレについては、「今年中に上昇し、中期的に委員会の目標である2%付近で安定すると予想している」という見方に変更 | |
| <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 1-1/4 to 1-1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting strong labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.</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 1-1/4 to 1-1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting strong labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.</p> |

In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the 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.

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1.25-1.50%に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。

In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the 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 further 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.

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1.25-1.50%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レートの緩やかな更なる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。

<ポイント>

- ・FFレートの誘導目標レンジは1.25-1.50%ですえ置き
- ・「委員会は、経済状況がFFレートの緩やかな『更なる』引き上げを正当化する形で進むと予

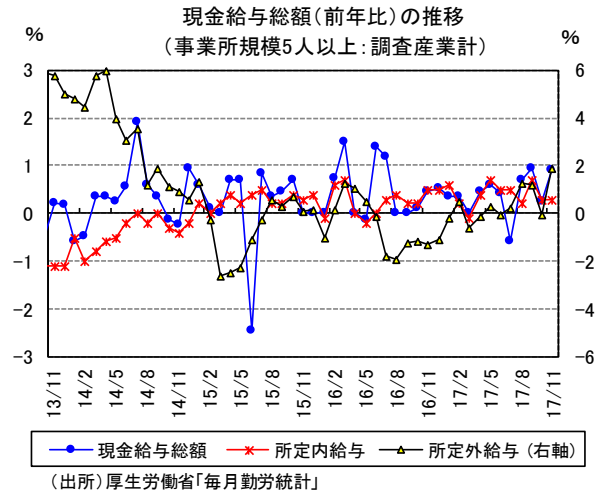
| | |
|--|---|
| 測しており」と、利上げペースの加速を示唆する文言を追加 | |
| <p>Voting for the FOMC monetary policy action were Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; <u>Patrick Harker</u>; <u>Robert S. Kaplan</u>; Jerome H. Powell; and Randal K. Quarles. <u>Voting against the action were Charles L. Evans and 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、ハーカー総裁、カプラン総裁、パウエル理事、クオールズ総裁。エバンス総裁とカシュカリ総裁は、政策金利すえ置きを主張し、反対票を投じた。</p> | <p>Voting for the FOMC monetary policy action were Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; <u>Thomas I. Barkin</u>; <u>Raphael W. Bostic</u>; Lael Brainard; <u>Loretta J. Mester</u>; Jerome H. Powell; Randal K. Quarles; and <u>John C. Williams</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、バーキン総裁、ボスティック総裁、ブレイナード理事、メスター総裁、パウエル総裁、クオールズ総裁、ウィリアムズ総裁。</p> |
| <p><ポイント> ・反対票は無し</p> | |

主要経済指標レビュー (1/22~2/2)

《日 本》

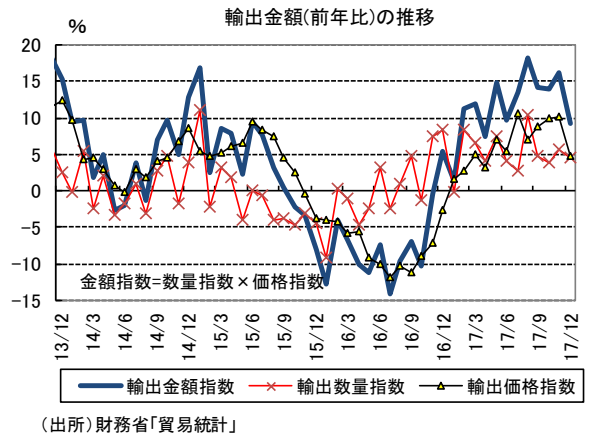
○ 11月毎月勤労統計(確報、1月23日)

11月の毎月勤労統計では、現金給与総額(事業所規模5人以上:調査産業計)が前年比+0.9%と、4ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、定期給与が同+0.4%と、8ヵ月連続のプラスとなったほか、特別給与が同+7.9%と、4ヵ月連続のプラスとなったことで全体を押し上げた。定期給与のうち、所定内給与は同+0.3%と、8ヵ月連続のプラス、所定外給与は同+1.9%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。今後について、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、国内の低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみている。



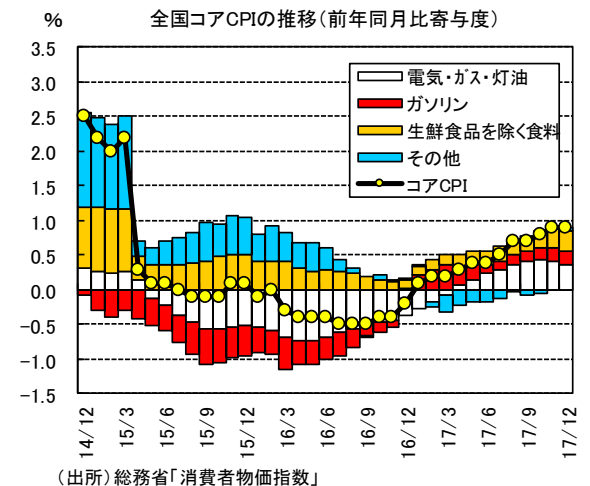
○ 12月貿易統計(1月24日)

12月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+9.3%と、13ヵ月連続のプラスとなった。引き続き中国向け(11月:同+25.1%→12月:同+15.8%)をはじめとしたアジア向け輸出が全体をけん引している。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+4.5%と、11月の同+5.5%からプラス幅が縮小したものの、輸出金額の季調済前月比は+1.3%と、3ヵ月連続のプラスとなり、輸出の回復傾向が維持されている。今後についても、堅調な米国景気や、EU景気などの回復が下支えとなり、日本の輸出は回復傾向が続くとみる。アジア向けも、中国景気が概ね安定的に推移することで、持ち直し傾向が続くと予想する。



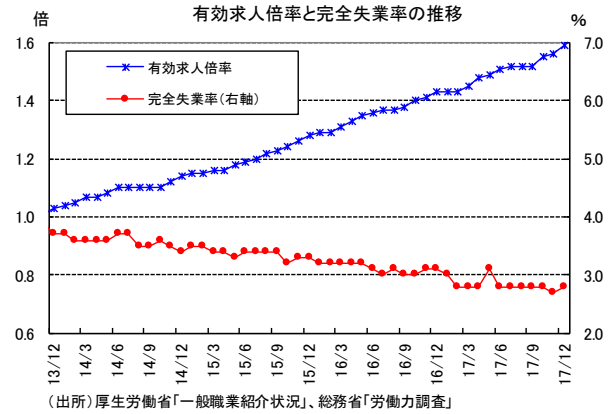
○ 12月全国消費者物価指数(1月26日)

12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+0.9%と、12ヵ月連続のプラスとなった。伸び幅は11月から変わらず。エネルギーを除いた新型コア指数(生鮮食品およびエネルギーを除く総合)は同+0.3%と、前月から伸び幅は横ばい。全国版の先行指標である東京都区部の1月のコアCPI(中旬速報値)は前年比+0.7%と、伸び幅は12月から▲0.1%の縮小、新型コア指数は同+0.4%と、12月から横ばいとなった。今後については、原油価格が予想以上の上昇を見せていることで、エネルギー関連品目がしばらくコアCPIの押し上げとなる可能性があるが、物価の基調に大きな影響を与える可能性は低いとみている。



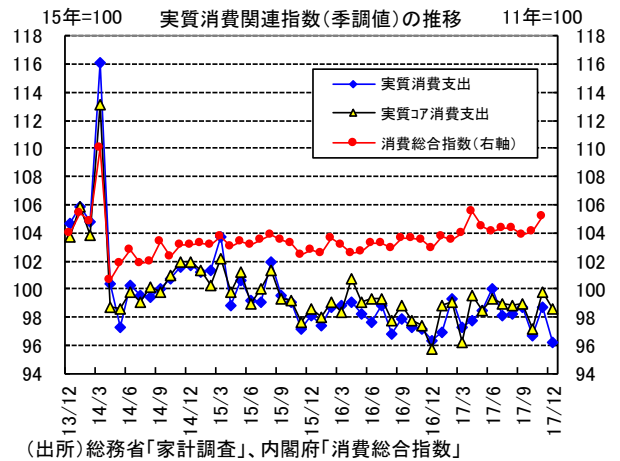
○ 12月雇用関連統計（1月30日）

12月の雇用関連統計を見ると、完全失業率（季調値）は2.8%と、11月から0.1%上昇（悪化）した。一方、有効求人倍率（季調値）は1.59倍と、11月から0.03ポイント上昇し、1974年1月以来の高水準となった。正社員の有効求人倍率は1.07倍で、前月から+0.02ポイントと、4ヵ月連続で上昇し、昨年6月以降、節目の1倍を上回っており、雇用環境は改善が続いている。ただ、雇用需給がひっ迫するなかでも、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の上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



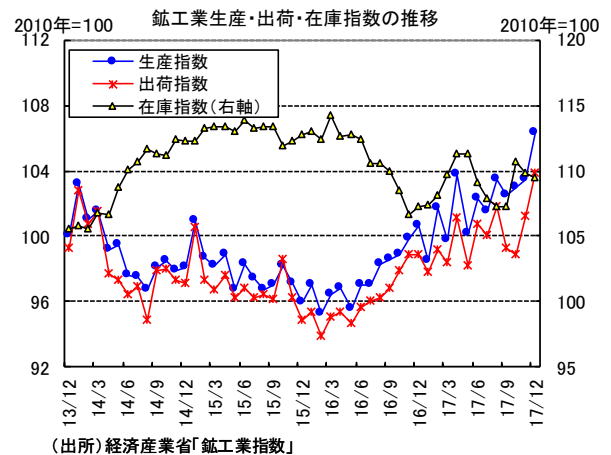
○ 12月家計調査（1月30日）

12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▲0.1%と、3ヵ月ぶりにマイナスに転じた。勤労者世帯（2人以上）の実質可処分所得は同+0.4%と、7ヵ月連続のプラス。一方、実質消費支出は同▲0.5%と3ヵ月ぶりのマイナス、平均消費性向も同▲0.4ポイントとマイナスになっており、所得環境は緩やかながらも改善しているものの、消費者の根強い節約志向が、個人消費の足かせとなっている様子が示唆されている。今後については、政府による3%の賃上げ要請などが個人消費の下支えになると見込まれる一方で、年金給付額がすえ置かれることで、高齢者世帯の消費を押し下げるとみられる。個人消費は引き続き緩やかな回復にとどまると予想する。



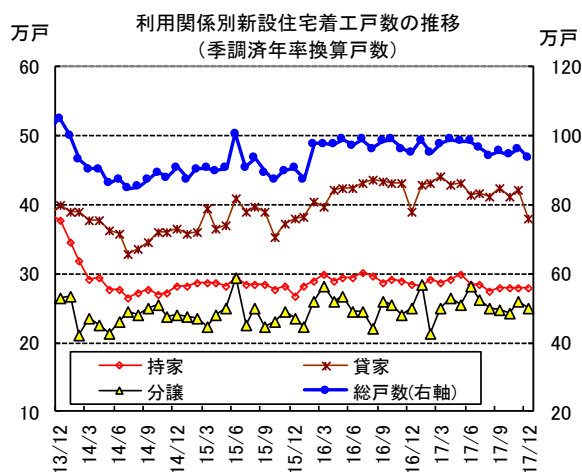
○ 12月鉱工業生産指数（1月31日）

12月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比+2.7%と高い伸びとなり、水準的には2008年10月以来の高さとなっている。10-12月期では前期比+1.8%、2017年通年では前年比+4.5%と、3年ぶりのプラス。製造工業予測調査をもとにした先行きの試算値では、1月は4ヵ月ぶりの大幅減産が避けられない見通しだが、2月は1月のマイナスをカバーする大幅増産計画が示され、緩やかな増産基調は維持されている。今後の鉱工業生産は、引き続き堅調な海外需要を背景に、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、更新維持・省力化投資や研究開発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。



○ 12月新設住宅着工戸数（1月31日）

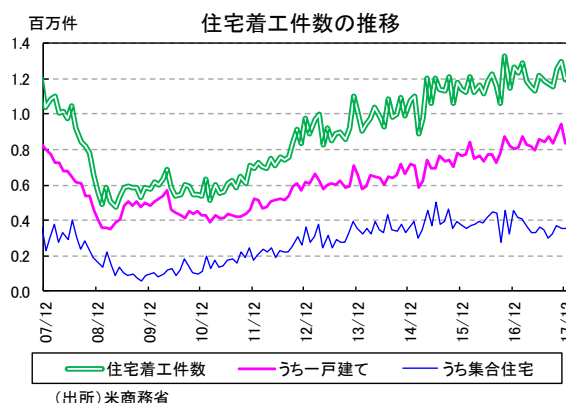
12月の新設住宅着工件数（季調値）は前月比▲2.7%と、2ヵ月ぶりのマイナス。利用関係別では、持家は同+0.4%と、3ヵ月ぶりのプラスとなったものの、貸家は同▲9.8%、分譲は同▲4.4%と、いずれも2ヵ月ぶりのマイナスとなり、全体を押し下げた。今後については、住宅支援策や低金利環境が引き続き下支えとなるものの、マンションなどの住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、供給増に伴う空室率上昇などから、金融機関によるアパートローン向け融資への警戒感もあって、貸家着工は減少傾向で推移するとみている。以上から、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



《米 国》

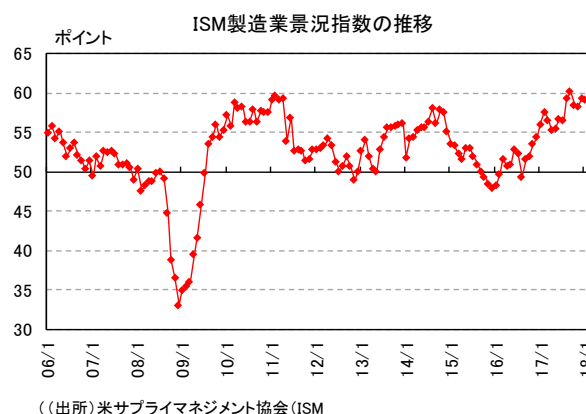
○ 12月住宅販売・着工件数（1月18,26日）

12月の米新築住宅販売は年率換算で62.5万戸、前月比▲9.3%と、2ヵ月ぶりに減速した。中古住宅販売も年率換算で557万戸、同▲3.6%と、前月比マイナスに転じた。住宅着工件数は年率換算で119.2万戸、▲+8.2%と、3ヵ月ぶりにマイナスに転じた。先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で130.0万戸、同▲0.2%と、2ヵ月連続で減少したものの、件数は高水準で推移している。ハリケーンによる復興需要は、9月から年末にかけて一巡したものとみられる。今後については、人手不足などが引き続き住宅供給の足かせとなるとみるものの、雇用者数の増加などに支えられ、均せば持ち直しに向かうとみる。



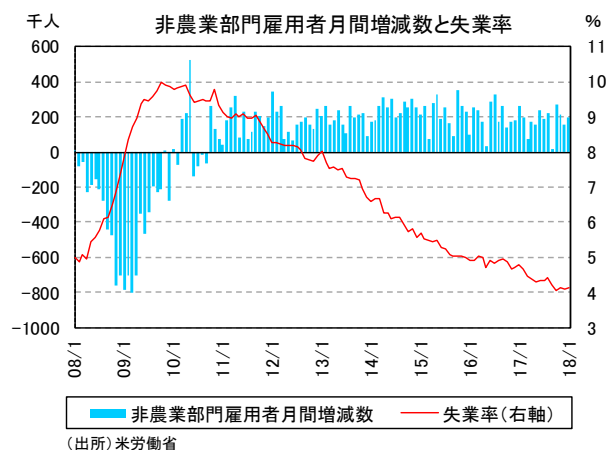
○ 1月ISM製造業景況指数（2月2日）

1月のISM製造業景況指数は59.1と、2ヵ月ぶりに低下したものの、高水準で推移している。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14業種で、前月の16業種から2業種減少した。構成項目別に見ると、リードタイム、在庫が改善したものの、生産、新規受注、雇用が低下した。個別業種のアンケートでは、「税制改革法案の成立により新規のビジネスが増えた（一般機械）」、「昨年より資本的支出を30~40%増やす見込み（化学製品）」など、法人減税の恩恵を指摘する意見や、設備投資に前向きな意見があった。内外需の堅調を背景に、製造業景況感は引き続き高水準で推移すると予想する。



○ 1月雇用統計（2月2日）

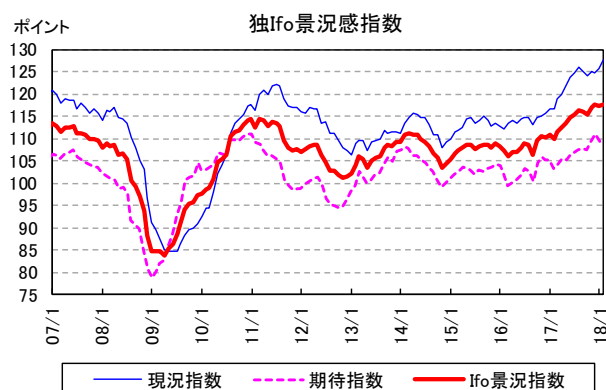
1月の非農業部門雇用者数は前月比+20.0万人と、12月の+16.0万人（+14.8万人から上方修正）から雇用の伸びが加速した。時間当たりの賃金は前年比+2.9%と、12月の同+2.7%（+2.5%から上方修正）から上昇した。失業率は4.1%と、前月から変わらなかった。今回の雇用統計は、労働市場の需給の引き締まりが引き続き継続していることが確認できる内容であった。ただ、寒波という特殊要因が労働供給のボトルネックとなり、平均時給を一時的に押し上げた面もあるとみられる。今後とも米国景気の回復を背景に労働市場の堅調は続くこととみられることから、3月20-21日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）で利上げを実施し、その後も年2,3回程度の緩やかな利上げ路線を辿るとみる。



《 欧 州 》

○ 1月ドイツIfo景況感指数 (1月25日)

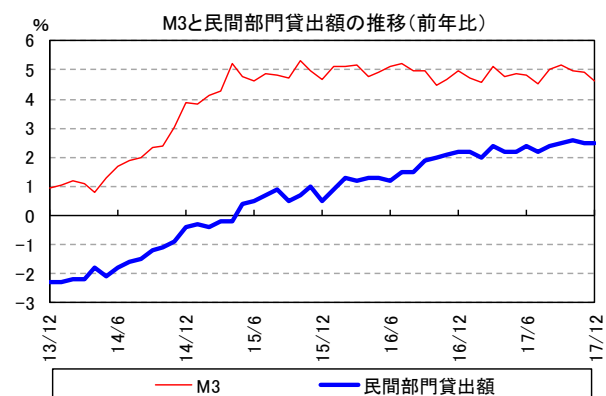
1月のドイツIfo景況感指数は117.6と2ヵ月ぶりに改善した。内訳を見ると、期待指数が109.4→108.4と悪化したものの、現況指数が125.5→127.7と改善したことで、全体を押し上げた。産業別では、建設業が18.3→17.8、小売業が15.8→15.1と悪化したものの、製造業が31.8→33.2、卸売業が22.6→23.5、と改善した。良好な雇用環境や緩やかな金融環境を背景に、ドイツでは個人消費や設備投資の堅調が続いている。また、世界景気が底堅く推移していることにより、輸出も回復が続いている。ドイツ景気は、今後も製造業を中心に回復が続くとみる。



(出所)Ifo経済研究所

○ 12月ユーロ圏マネーサプライ (1月26日)

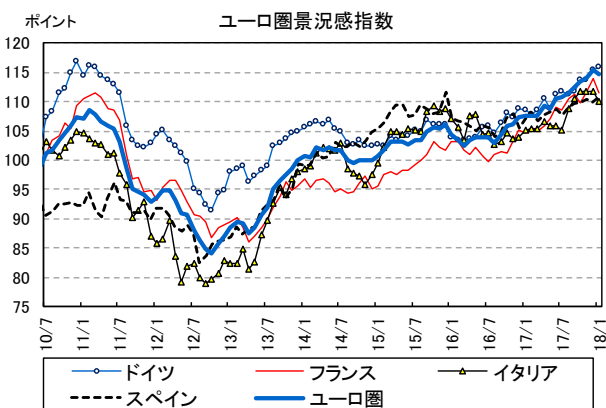
12月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+4.6%と、前月の同+4.9%から伸び幅が縮小した。ただ、民間向け貸出額は同+2.5%と前月と同じ伸び幅となった。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同+3.1%→+3.2%、非金融企業向けは同+1.7%→+1.8%とそれぞれ伸び幅が小幅に拡大した。ECB(欧州中央銀行)による量的緩和策が続くなか、銀行の貸出態度は依然として緩やかなのであるうえ、貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、今後のユーロ圏民間向け貸出額は緩やかな回復傾向で推移するとみている。



(出所)ECB

○ 1月ユーロ圏景況感指数 (1月30日)

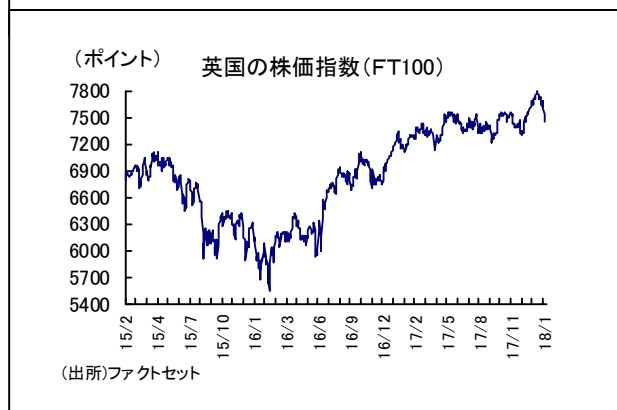
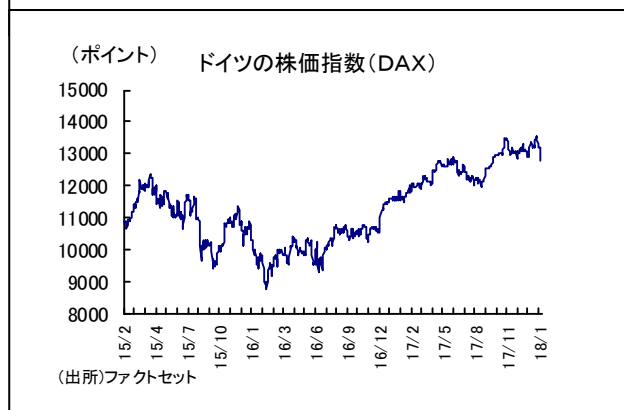
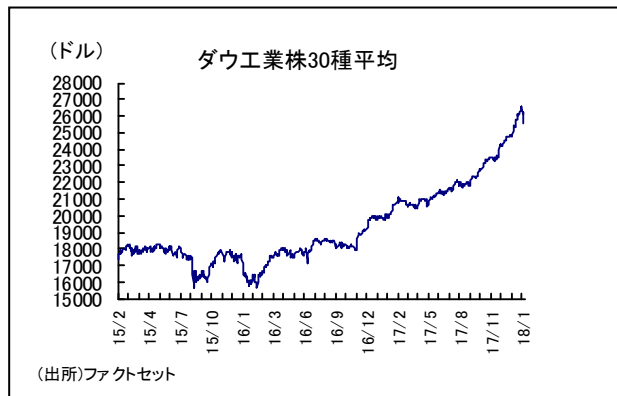
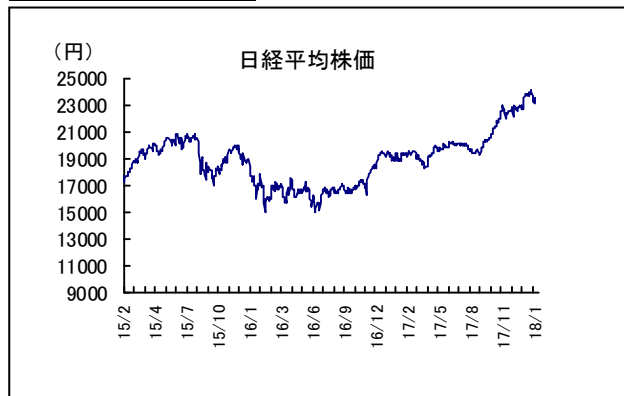
1月のユーロ圏景況感指数は114.7と、8ヵ月ぶりに悪化した。構成項目別に見ると、消費者信頼感指数は0.5→1.3、建設業景況感指数は3.1→4.6と改善したものの、鉱工業景況感指数は8.8で変わらず、サービス業景況感指数は18.0→16.7、小売業景況感指数は6.0→5.0と悪化した。主要国別では、ドイツが115.4→116.0、スペインが110.0→110.9と改善したものの、フランスは113.9→111.5、イタリアは111.8→110.1と悪化した。ユーロ圏景気は、雇用環境の改善を背景とする個人消費の回復や、米国を中心とする海外景気の回復などを背景に、上昇傾向が続いている。景況感指数は、今後とも緩やかな改善傾向が続くと予想する。



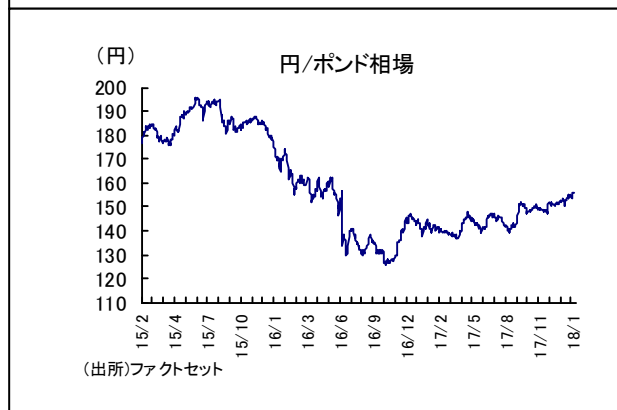
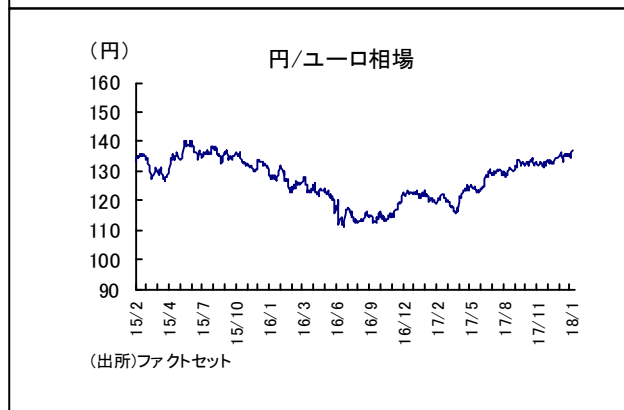
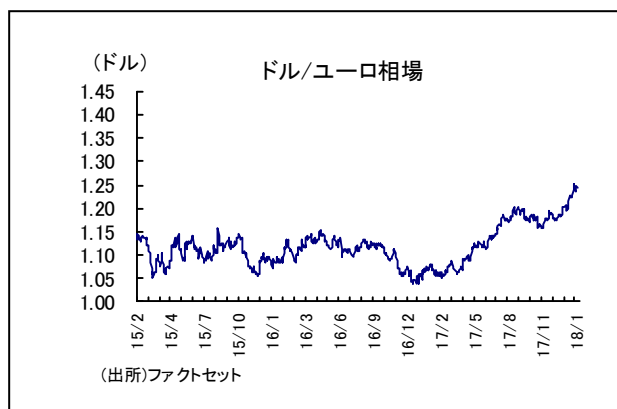
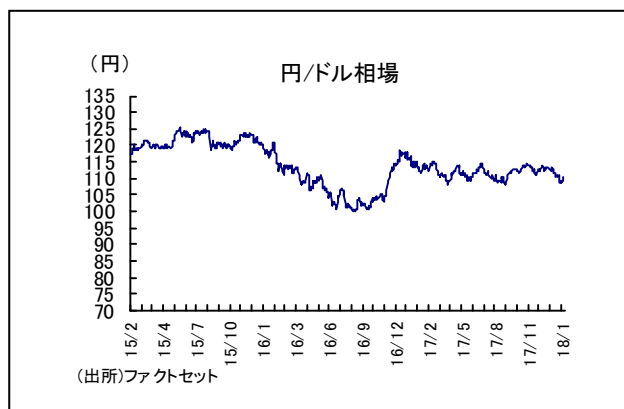
(出所)欧州委員会

日米欧マーケットの動向 (2018年2月5日現在)

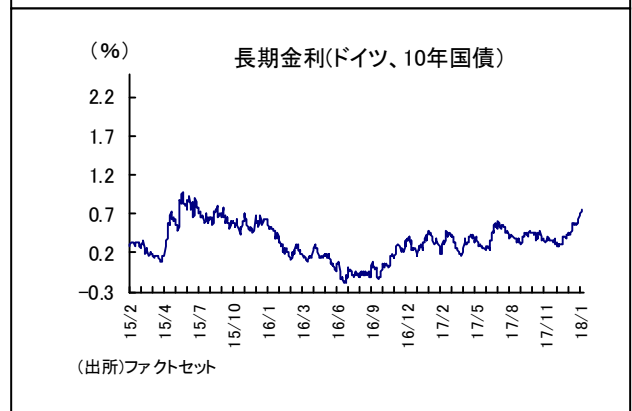
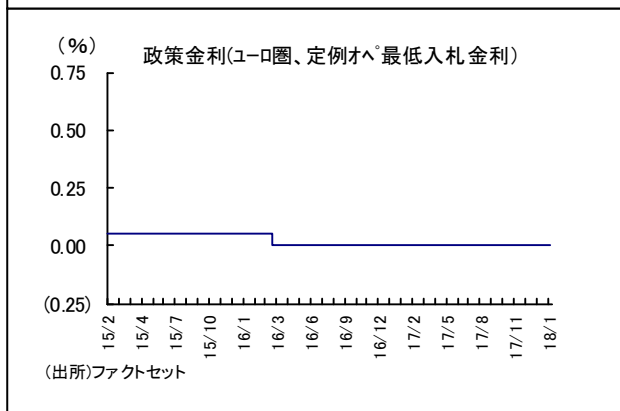
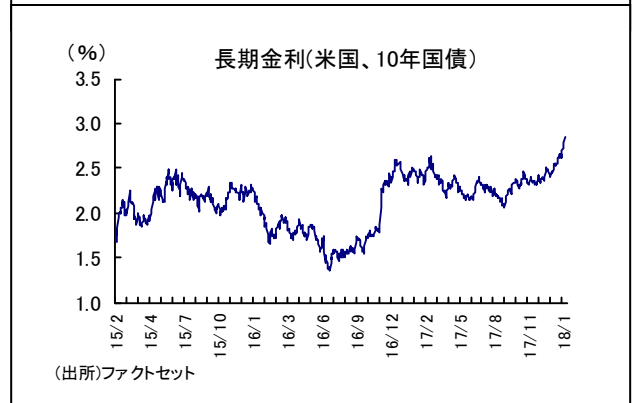
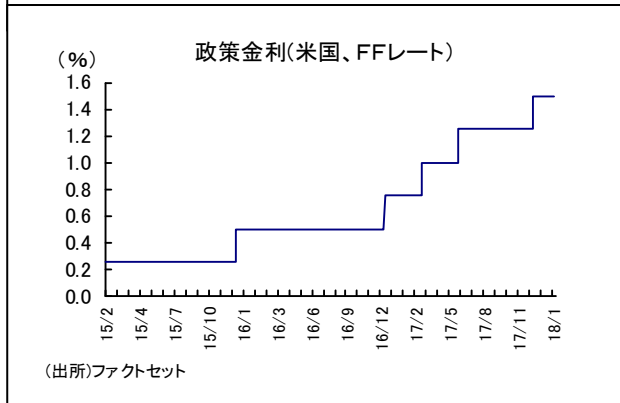
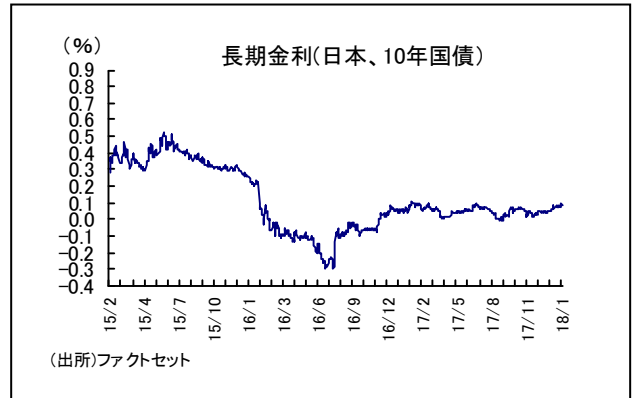
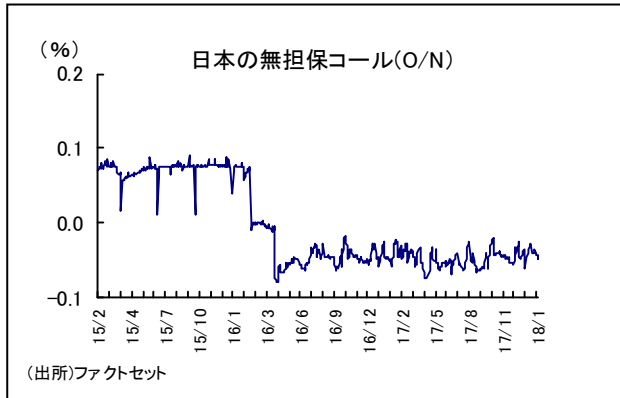
▽各国の株価動向



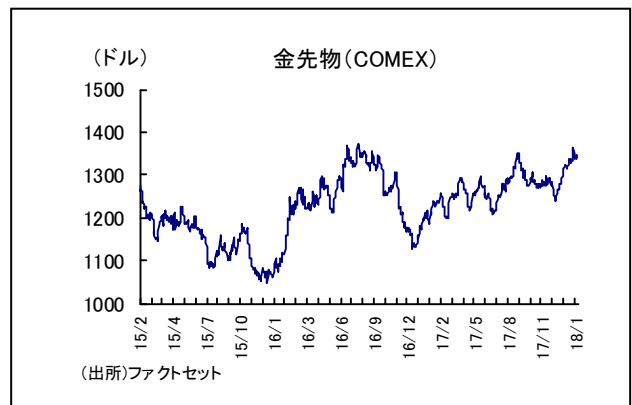
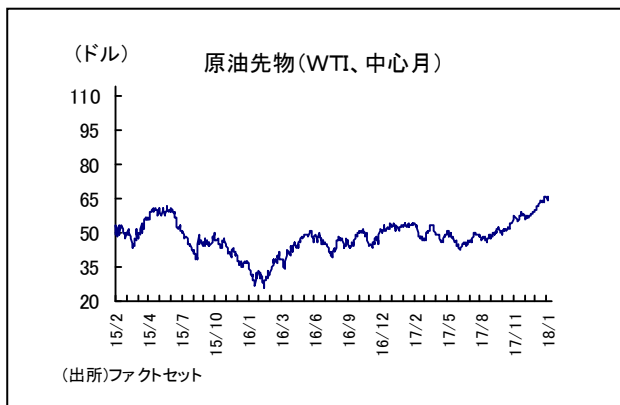
▽外為市場の動向



▽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