



〈フォーカス〉 懸念される新型肺炎の影響

中東緊迫に続いて新型肺炎と、新年早々、世界経済を揺るがすリスクファクターが相次いで浮上している。肺炎については現時点ではまだ感染力や今後の拡大の可能性について不透明な部分が多く、経済への影響を論じられる段階にはないが、それがなおさら金融市場の不安をあおる結果となっている。当初の想定を超えて影響が拡大しつつあるのは確かで、先週末以降、米国や日本が相次いで武漢への渡航者をチャーター機で帰還させる方針を発表するなど、各国政府の足元に火が着く状況となっている。中国側の発表では、感染者は2,744人(26日時点)だが、海外への拡散状況からみて、すでに桁が変わっているはずとの見立ても少なくない。国内ではまだ4例目の感染者が出た段階である。致死率も今のところ3%で、9.6%だったSARS(重症急性呼吸器症候群)より低いという実態もあるが、ウイルスが拡散の過程でより感染力の強い型に変異したり、スーパースプレッダーの出現で急激に感染が広がる可能性も懸念されている。

日本経済への影響として、すでに顕在化しつつあるのがインバウンド需要の減少である。SARS流行時とは中国との経済的な結びつきが飛躍的に深まっているのがこうしたケースでは逆にネックとなる。なにしろ、SARSの流行した2003年の中国からの観光客は45万人に過ぎなかったのに対し、2019年は959万人と、実に21倍に拡大している。また、中国経済がこの問題で大幅な減速を余儀なくされれば、日本経済も輸出の減少や企業業績の悪化を通じて影響を受ける。中国向けの輸出の割合も2003年の12%から、2019年には19%まで拡大している。最も影響が大きいのは当然、国内におけるパンデミックで、人や物の動きが大幅に制限されれば、経済的な打撃は計り知れない。

さしあたり、大きな影響を被るのは小売業界である。中国政府は、27日から海外団体旅行を禁止しており、今後、中国からの旅行者が急減するのは確実である。観光庁が発表している訪日外国人消費動向調査の2019年速報によれば、中国からの旅行者の消費額(買物代のほか、宿泊料金、飲食費等を含む)は1兆7,788億円で、前年比14.7%増、外国人全体の36.8%を占める。中国人旅行者の「爆買い」パワーは一時よりも衰えたとはいえ、依然健在である。中国以外の国・地域の旅行消費額合計に占める買物代が24%にすぎないのに対し、中国人旅行者の買物代は53%と旅行消費額合計の半分以上を超える。外国人旅行者全体の買物代の実に56%が中国一国で占められる計算である。

GDP統計において、海外からの旅行者の消費額が含まれる「非居住者家計の国内での直接購入」が2019年7-9月期までの1年間で実質GDPの0.8%であることを考えれば、景気全体への過大評価は禁物だが、仮に、年間の中国からの観光客の消費額が半減すれば、単純計算でGDPに対しては0.14%の押し下げ圧力となる。東京オリンピックの存在も考えれば、実際にはこれほどの減少にはならないと考えられるものの、2019年の韓国からの旅行者の消費額が▲28.4%の大幅マイナスになったのに続き、アベノミクスの成長戦略の中で数少ない成果であるインバウンド需要に再び思わぬ逆風が吹く展開となってしまった。

(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉懸念される新型肺炎の影響……………	1	・主要経済指標レビュー……………	14
・経済情勢概況……………	2	・日米欧マーケットの動向……………	19
・黒田総裁は再び超長期金利の上昇を促す……………	3		
・世界的低金利の継続とバーナンキ・サマーズ論争……………	11		

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、2021年度にかけて底堅い米国景気や、省力化投資需要、半導体市況の底打ちなどを背景に、緩やかな成長を維持すると予想する。

個人消費は、政府による経済対策の実施が押し上げに寄与するとみているものの、消費増税の負の所得効果に、雇用環境の改善一服が加わることで、停滞気味の推移になると予想する。

設備投資は、米中摩擦の長期化等が抑制要因となると見込まれるものの、維持・補修への投資や、非製造業での人手不足に起因した省力化・省人化投資が下支えし、緩やかながらも増加基調を維持すると予想する。公共投資は、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算が編成されたことから、景気の下支え役として機能し続ける展開が予想される。輸出は半導体市場の持ち直しや底堅い米国景気によって、緩慢ながらも回復に向かうとみる。

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、エネルギー価格の寄与が振れを伴いつつも今暫くマイナス基調で当面マイナス寄与で推移することが見込まれ、消費増税を含めても物価上昇圧力は限定的とみている。

米 国

米国経済は、米中摩擦が長期化する可能性が高いほか、11月には大統領選を控えており、政策面での不確実性が家計や企業マインドの重しになり続けるとみられる。もっとも、緩慢ながらも雇用環境の改善や企業の増益基調が続くと見込まれるほか、FRBの予防的利下げの効果もあり、内需をけん引役に拡大基調を持続しよう。

個人消費は、家計のバランスシートが改善しているほか、緩慢ながら雇用・所得環境の改善基調が続くとみられることから、増加基調が続くと予想する。住宅投資は、先行指標が持ち直しているほか、住宅ローン金利の低位推移が見込まれるものの、建設労働者不足等の供給制約が足枷となり、緩やかな増加にとどまろう。設備投資は、米中摩擦への懸念や資本ストックの積み上がりなどにより、減少基調が続くと予想する。輸出は、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれるものの、米中摩擦の影響などから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

金融政策については、米中摩擦や世界景気の減速などを背景とした不確実性が燻るものの、予防的利下げの効果が米景気を下支えするとみられることから様子見姿勢を続けると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、主に英国のEU離脱問題や米中摩擦による実体面、マインド面の悪化が景気の下押し要因となるなか、ECBによる緩和的な金融政策を背景に、これまでのところ雇用環境が悪化を免れていることが、景気を下支えしている。今後については、ECBによる金融緩和や、各国の減税策が景気を下支えするとみるものの、政策効果を除けば好材料に欠ける状況が続き、景気回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

個人消費は、政策効果が下支えすると見込まれるものの、雇用環境の回復が一巡しつつあることが押し下げ要因となるとみる。固定投資は、景気の先行き不透明感が依然根強いことから、停滞するとみる。輸出は、海外景気の減速に伴い、弱めの動きが続くとみる。

ECBは2019年9月の理事会で、階層化を伴った利下げや資産買い入れの再開などの金融緩和措置を発表した。金融政策の限界が意識されるなか、ECBは政策枠組みのレビューに着手しており実体経済の弱さに起因するディスインフレ圧力は今後も継続すると見込まれ、金融政策をすえ置く年内に追加利下げに動くと予想する。

黒田総裁は再び超長期金利の上昇を促す

今回の決定会合も無風

1月20、21日に開催された日銀金融政策決定会合では、市場予想どおり金融政策はすえ置き、景気判断も「基調としては緩やかに拡大している」がすえ置かれた（図表1）。個別項目ごとの判断も12月から変更はなかった（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
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	→	
17年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	→	
18年3月9日	緩やかに拡大している	→	
18年4月27日	緩やかに拡大している	→	
18年6月15日	緩やかに拡大している	→	
18年7月29日	緩やかに拡大している	→	
18年9月19日	緩やかに拡大している	→	
18年10月31日	緩やかに拡大している	→	
18年12月20日	緩やかに拡大している	→	
19年1月23日	緩やかに拡大している	→	
19年3月15日	緩やかに拡大している	→	
19年4月25日	基調としては緩やかに拡大している	↓	16年3月以来の小幅下方修正
19年6月20日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年9月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年10月31日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年12月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年1月21日	基調としては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（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）	減速の動きが <u>続いている</u> が、総じてみれば緩やかに成長している	→
	12月（公表文）	減速の動きが <u>続いている</u> が、総じてみれば緩やかに成長している	→
	1月（展望レポート）	減速の動きが <u>続いている</u> が、総じてみれば緩やかに成長している	→
輸出	10月（展望レポート）	弱めの動きが <u>続いている</u>	→
	12月（公表文）	弱めの動きが <u>続いている</u>	→
	1月（展望レポート）	弱めの動きが <u>続いている</u>	→
設備投資	10月（展望レポート）	企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増	→

		加傾向を続けている。	
	12月（公表文）	企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向を続けている。	→
	1月（展望レポート）	企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向を続けている。	→
個人消費	10月（展望レポート）	消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している	→
	12月（公表文）	消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している	→
	1月（展望レポート）	消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している	→
住宅投資	10月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
	12月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
	1月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
公共投資	10月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
	12月（公表文）	緩やかに増加している	↑
	1月（展望レポート）	緩やかに増加している	→
鉱工業生産	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）	自然災害などの影響もあって、足もとでは減少している	↓
	1月（展望レポート）	自然災害などの影響もあって、足もとでは減少している	→
金融環境 (方向感緩和方向が↑)	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）	横ばい圏内で推移している	→
	12月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
	1月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→

(出所) 日銀

金融政策は当面現状維持

今月は3ヵ月に一度の展望レポートの発表月である。まず、「概要」の先行き見通しの部分をみると、「国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、増加基調をたどると見込まれる」という10月の表現が、「国内需要も、足もとでは消費税率引き上げや自然災害などの影響から減少しているものの、きわめて緩和的な金融環境や積極的な政府支出などを背景に、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の、増加基調をたどると見込まれる（下線部筆者）」へと修正されている（図表3,5）。

自然災害の影響が、10月末時点の認識よりも大きかったことを示すと同時に、従来から本文には入っており、展望レポートの発表月でない回の公表文にも入っている「所得から支出への前向きな循環メカニズム」という決まり文句をここにも持ってくることで、先行きの回復見通しを強調する意図があったとみられる。

(図表3) 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	10月（展望レポート）	日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、 <u>国内需要への波及は限定的となり</u> 、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。輸出は、当面、弱めの動きが続くものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとで、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、増加基調をたどると見込まれる。	→
	12月（公表文）	先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、基調としては緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や <u>積極的な政府支出</u> 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、当面、弱めの動きが続くものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくことを背景に、基調としては緩やかに増加していくとみられる。	→
	1月（展望レポート）	日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響が残るものの、国内需要への波及は限定的となり、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。輸出は、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとで、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、 <u>足もとは消費税率引き上げや自然災害などの影響から減少しているもの</u> 、きわめて緩和的な金融環境や積極的な政府支出などを背景に、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見込まれる。	→
物価	10月（展望レポート）	消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、 <u>当面、原油価格の下落の影響</u> などを受けつつも、見通し期間を通じてマクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に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、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に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（除く生鮮食品）の前年比は、当面、既往の原油価格の下落の影響などを受けつつも、見通し期間を通じてマクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	→

（出所）日銀

また、金融政策運営の第2の柱では、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる恐れについて、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にある」との一文が追加された。9月の「公表文」に追加され、10月に変更した新たなフォワードガイダンスの条件と

なった文であり、これを第2の柱（金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検）でチェックしていくことを明確化した形である。中心的な見通し（第1の柱）ではなく、あくまでリスクシナリオとの位置づけを明確化したことは、この表現が日銀の意図に反して市場の早期金融緩和観測に結び付いたことへの反省があったかもしれない。

とはいえ、今後はこの部分の言い回しの変化に注意が必要である。今回は、「一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にある」ということで、しばらくは現行の金融政策を続ける方針を示唆している。これまで、あまり注目を集めることがなかった第2の柱だが、今後は注目度を多少は上げていく必要があるだろう。

会合後の総裁定例会見では、「今後日銀の見通しに沿って海外経済が持ち直していった場合、現在の緩和方向を意識した政策スタンスとか政策金利のフォワードガイダンス、こういったものが修正されていくと考えてよろしいのかどうか」との質問が出されたが、黒田総裁は、メインシナリオよりも急速に加速していけば見直しは議論になるが、現状の経済・物価の見通しの下では現状の金融政策を維持することが適切だと答えている。メインシナリオに沿った推移が続く限りは現状維持を続けるということで、日銀のシナリオ自身、民間のコンセンサスよりも強めであることを考えれば、いわゆる「正常化」に向けた壁はやはり高いと言えそうである。

経済対策を踏まえ GDP を上方修正

展望レポートの実質 GDP 成長率見通しについては、政府の経済対策を踏まえ、19年度が前年度比+0.6%から同+0.8%へ、20年度が同+0.7%から同+0.9%へ、21年度が同+1.0%から同+1.1%へと、それぞれ上方修正された。これは当社予想よりも若干控えめだった(図表4)。政府発表では、今回の経済対策の GDP の押し上げ幅は1.4%との触れ込みだが、ほかでもない、内閣府の経済見通しでも、経済対策発表後の20年度の成長率の上方修正幅は0.2%にとどまっている(7月の年央試算との比較)。経済対策がなくても補正予算は年中行事であることや、もともとの予算に含まれる部分が多いことを考えれば、前年比でみた場合の経済対策の上乗せ幅がそれほど大きくならないことを、政府自身と日銀がそろって示した形である。

一方、消費者物価は19年度が前年比+0.5%から同+0.4%へ、20年度が同+1.0%から同+0.9%へ、21年度が同+1.5%から同+1.4%へと、それぞれ小幅下方修正されている。政府の経済対策は、GDP成長率の上昇には寄与しても物価の上昇までには結びつかないとの見立てである。

会合後の定例会見で記者からは、「需給ギャップが改善すれば物価にもプラスだというご説明をされてきたのとやや齟齬があるようにも感じられる」との質問が出たが、黒田総裁の回答は、タイムラグや感応度も考慮すると、見通し期間中に表れる効果は小幅にとどまるのに加え、原油価格の下落や自然災害が下押し圧力として働いているというものであった。原油価格も自然災害も、2021年までの2年間の下方修正の理由としては苦しいが、総裁は、「統計上の微小な振れの範囲」とも述べている。いずれにしても、物価目標達成に向けた道筋が遠のくばかりという修正パターンはこれまでと同じである。

(図表4)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(%)	19年7月展望レポート	19年10月展望レポート	20年1月展望レポート	20年1月展望レポート(当社予想)
2019年度	実質GDP	0.7	0.6	0.8	1.0
	コアCPI	0.8	0.5	0.4	0.5
2020年度	実質GDP	0.9	0.7	0.9	1.0
	コアCPI	1.2	1.0	0.9	1.0
2021年度	実質GDP	1.1	1.0	1.1	1.1
	コアCPI	1.6	1.5	1.4	1.5

※コアCPIは消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケース

(出所)日本銀行より明治安田生命作成

変えられない物価目標

会見では、「2%にこだわり続けなければならない理由はなんなのか」というそもそも論を問う質問も出されたが、黒田総裁は、「**統計上のバイアス、それから将来における政策対応力とか、そしていわばグローバルなスタンダードになっているということ**」と述べている。グローバルスタンダードにあわせる意味は、それより低い水準に設定した場合、購買力平価上、円高容認と受け止められかねないためである。この点については別の記者から、「グローバルスタンダードが今後インフレ目標のレンジ化になっていく場合は、日銀の政策判断、インフレ目標達成への政策スタンスにどのような影響を及ぼしうるのか」という質問も出された。これに対する総裁の明確な回答はなかったが、ECBが年内をめどに、インフレ目標のレンジ化を含めた金融政策の枠組み変更を予定していると言われており、もし実現すれば、日銀もあるいは追従の余地が出てくるかもしれない。

FRBも目下枠組みの変更を検討中である。FRBも含め、主要中銀が揃ってレンジ化で歩調をあわせてくれるのが日銀にとってはベストだが、黒田総裁もコメントしているとおおり、FRBは「**正常化が進んだ中で、今後の金融政策の枠組みを議論**」しているものであり、現行の枠組みへの問題意識が日欧、特に日本とは根本的に異なる。どちらかといえば「物価水準目標」等、むしろ2%達成へのコミットメントを強化する方向で議論が進んでいる模様であり、残念ながら日銀の助け船にはなりそうもない。

安倍政権のスタンスもポイントとなる。もともと黒田体制は、安倍首相肝いりで、リフレ政策を推進するための体制として発足しており、安倍首相の交代後でなくては、根本的な枠組み変更はやりにくい。ただ、安倍首相の異次元緩和への熱意が、当初よりも薄れているのもまた疑いのないところである。この点、20年3月末で任期が切れる原田審議委員の後任に誰を選出するかは、安倍政権の金融政策に対する足元のスタンスを推し量るうえでのメルクマールとなりそうである。後任もリフレ派から選出されると考えるのが常識的な線だが、そもそも「真正リフレ派」の数は、以前よりも大きく減っている。候補者枯渇でリフレ派以外から選出されるということにでもなれば、経済環境次第で、日銀は正常化の方向により舵を切りやすくなるだろう。金融緩和の限界への認識は、いまや世界的コンセンサスであり、こうした日銀人事が株安円高要因となるリスクも薄れている。

改めて超長期金利の上昇を促す

前回の定例会見では、「超長期金利はもっと上がっても良い」との発言をしつこいほど繰り返した黒田総裁だが、今回も、「**現在でももう少し超長期の金利は上がってもおかしくはないというふうには思っています**」と、前回同様、イールドの形を身振り手振りで示しながら、改めて同様の見解を繰り返している。

超長期金利を上げたいのであれば、正常化に舵を切れば良いのだが、上記のとおり2%の物価目標が障壁になっており、現状では大義名分や説明責任という点で制度変更は苦しい。余計な円高進行リスクも負いたくない。従って、今後も当面の間、口先介入とオペ上のさじ加減でしのぐ方針と考えられる。

なにしろ、国債の年間の保有残高の増加ペースが20兆円を割り込んでも、「80兆円をめど」は変えないと強弁するくらいである。0%から上下0.2%としている10年債利回りの暗黙の変動許容幅もかなりの拡大余地がある。もちろん、市場とのコミュニケーション上は大いに問題があるが、物価目標の早期達成の失敗から始まり、日銀の本音と建前が乖離していく中で、すでにかなり前から市場との正常なコミュニケーションは難しくなっている。市場は当然日銀の苦しさや本音を理解

しており、日銀もそれに頼って、「内心わかってくれればよい」的なコミュニケーションを続ける腹積もりかもしれない。

ただ、そうしたスタンスにもいずれは限界が来る。今回、黒田総裁は、国債の買入れ額について問う質問に対し、「**現在のイールドカーブ・コントロールのもとでは、国債買入れ額はある意味でいうと内生変数になっていて、政策変数は政策金利と10年物国債の調節目標ということになっている**」と述べている。そうであればなおのこと、「80兆円をめど」という表現はいらぬし、物価目標達成まで国債買い増しを続けるというオーバーシュートコミットメント自体が不要ということになる。限界を迎えつつあるYCCの枠組みをどこまで維持できるのか、これからが正念場である。
(担当：小玉)

(図表5) 展望レポートの概要 (下線部は前回からの主たる変更箇所)

1. わが国の経済・物価の中心적인見通し

(1) 経済情勢

	前回 (2019/10/31)	今回 (2020/1/21)
現状判断	わが国の景気は、基調としては緩やかに拡大している。	わが国の景気は、基調としては緩やかに拡大している。
先行き見通し	日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。輸出は、当面、弱めの動きが続くものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとの、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、増加基調をたどると見込まれる。	日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響が残るものの、国内需要への波及は限定的となり、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。輸出は、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとの、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、足もとでは消費税率引き上げや自然災害などの影響から減少しているものの、 <u>きわめて緩和的な金融環境や積極的な政府支出などを背景に、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の、増加基調をたどると見込まれる。</u>
前回の展望レポートとの比較	従来の見通しと比べると、成長率については、海外経済の成長ペースの持ち直し時期の遅れから、幾分下振れている。物価については、原油価格の下落などを背景に、見通し期間の前半を中心に下振れている。	従来の見通しと比べると、成長率については、 <u>政府の経済対策の効果を背景に、2020年度を中心に、上振れている。</u> 物価については、 <u>概ね不変である。</u>

(2) 物価情勢

	前回 (2019/10/31)	今回 (2020/1/21)
先行き見通し	先行きの物価を展望すると、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、見通し期間を通じてマクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	先行きの物価を展望すると、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、当面、既往の原油価格の下落の影響などを受けつつも、見通し期間を通じてマクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。
物価見通しの背景	①マクロ的な需給ギャップは、引き締まった状態にある労働需給や高水準の資本稼働率を反映して比較的大幅なプラスとなっている。先行き、海外経済の減速や消費税率引き上げなどの影響からプラス幅を縮小する局面もみられるものの、景気の拡大基調が続くもとの、均してみれば、現状程度のプラスを維持	①マクロ的な需給ギャップは、足もとでは海外経済の減速や消費税率引き上げなどの影響から <u>プラス幅を縮小している</u> とみられるものの、その後は、見通し期間の終盤にかけて、成長率が潜在成長率を幾分上回って推移することから、 <u>プラス幅は緩やかに拡大していく</u> と考えられる。

	<p>するとみられる。</p> <p>②中長期的な予想物価上昇率は、足もとは横ばい圏内で推移しているが、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収斂していくとみられる。この理由としては、①「適合的な期待形成」の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていく、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になる。</p> <p>③輸入物価についてみると、既往の原油価格下落が、当面、エネルギー価格の下落を通じて消費者物価を相応に下押しすることが見込まれる。もっとも、その後は、そうした下押しの影響は次第に減衰していくと予想される。</p>	<p>②中長期的な予想物価上昇率は、横ばい圏内の動きが続いているが、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収斂していくとみられる。この理由としては、①「適合的な期待形成」の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になる。</p> <p>③輸入物価についてみると、既往の原油価格下落が、当面、エネルギー価格の下落を通じて消費者物価を下押しすることが見込まれる。もっとも、そうした下押しの影響は次第に減衰していくと予想される。</p>
--	---	---

2. 上振れ要因・下振れ要因

	前回 (2019/10/31)	今回 (2020/1/21)
<p>経済の上振れ要因・下振れ要因</p>	<p>①海外経済の動向 ②消費税率引き上げの影響 ③企業や家計の中長期的な成長期待 ④財政の中長期的な持続可能性</p>	<p>①海外経済の動向 ②消費税率引き上げの影響 ③企業や家計の中長期的な成長期待 ④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 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 ②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度 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 (2019/10/31)	今回 (2020/1/21)
<p>第1の柱</p>	<p>消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因について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。</p>	<p>消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因について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。</p>
<p>第2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、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、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。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、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。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、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必</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、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、下振れリスクの方が大きい。<u>「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる恐れについて、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にある。</u>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。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、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。現時点で</p>

	<p>要がある。</p>	<p>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、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある。</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。マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる。</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。マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる。</p>

(出所) 日銀

世界的低金利の継続とバーナンキ・サマーズ論争

低下が進む先進国金利

2019年は、前半を中心として、世界的に金利の低下が進んだ一年となった。長い目で見ても、先進国の金利は低下トレンドが続いているが(図表1)、要因の一つとして挙げられるのが、均衡実質金利の低下である。均衡実質金利とは、経済・物価に中立的な実質金利の水準であり、自然利子率とも称される。貯蓄超過の状況では、資金需給のバランスから、均衡実質金利に低下圧力がかかる。

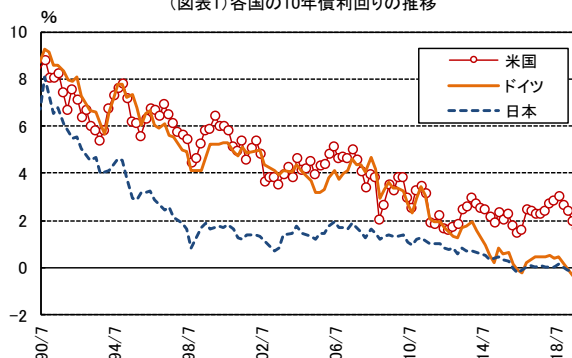
均衡実質金利は直接観測できないため、一定の条件を置いて推計する必要がある。米国やユーロ圏については、カルマンフィルターを用いたHolston, Laubach and Williams(2017)モデルによる推計値をニューヨーク連銀が公表しており、それによれば、1990年に3%程度あった両者の自然利子率は足元では1%を割り込んでいるとのことである(図表2)。また、ユーロ圏の均衡実質金利は米国を下回る期間が長い。同様の方法により日本の均衡実質金利について推計した場合、米国やユーロ圏よりもさらに低く、1990年代後半から2000年代前半や、リーマン・ショック後についてはマイナス圏にあったとの結果を得た(均衡実質金利の推計について、詳しくは経済ウォッチ2020年1月第2週号「日本の自然利子率の推計」参照)。

グローバル・マネーフローと世界的低金利の関係

ここ数十年の均衡実質金利の低下は世界で同時進行的に生じており、それぞれの国・地域固有の事情のみならず、相互に関係しているようにも見える。この状況を考えるうえでは、サマーズの長期停滞論の問題提起(2013)と、それに対するバーナンキの反論(2015)、そしてそれを受けてサマーズがブラウン大学のエガートソン、メーロトラ両教授とともに発行した論文(2016)での一連の議論が助けになる。

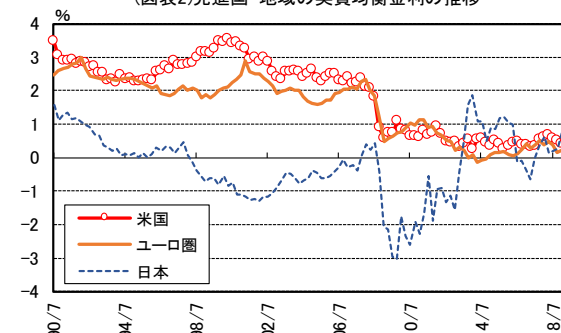
議論の出発点は、米国の均衡実質金利が趨勢的に低下しているということである。サマーズが問題提起した元々の長期停滞論のポイントは、産業構造の変化に伴う設備需要の低下などにより、国内総需要が恒常的に総供給を下回り、貯蓄が投資を上回る状態が続き、さらにはこうした需要面の問題が最終的には供給面にも波及し、経済が長期停滞に陥る、ということである。これに対し、バーナンキは、サマーズの長期停滞論では、海外部門の存在が考慮されていないと反論した。海外に収益性の高い投資機会があれば、国内の貯蓄が海外に向かうと同時に、資本流出により通貨安が発生し、輸出も拡大されるため、海外部門の存在により、一国の長期停滞(ここでは均衡実質金利の低下)は打破されるという主張である。この時、バーナンキは、海外から米国への過剰貯蓄(=Global

(図表1)各国の10年債利回りの推移



(出所)ファクトセット

(図表2)先進国・地域の実質均衡金利の推移



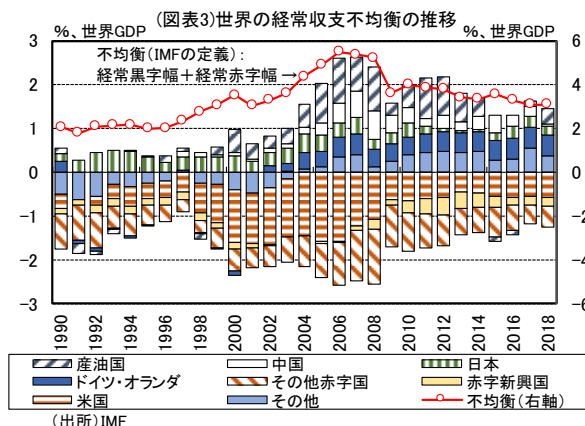
※米国、ユーロ圏はNY連銀公表値、日本は同一の方法で当社推計
 詳しい推計方法は2020年1月第2週号「日本の自然利子率の推計」参照
 (出所)ニューヨーク連銀、明治安田生命

Savings Glut) の流入がリーマン・ショック以降も引き続き米国の均衡実質金利の低下の背景であると、リーマン・ショック以降の過剰貯蓄の主因は、以前のようなアジア諸国ではなく、ユーロ圏にあると指摘している。そのうえで、ユーロ圏では、ドイツ以外は構造的な貯蓄超過体質とは認められず、欧州景気の回復に伴い過剰貯蓄（経常黒字）は自然解消するとの見通しを立てていた。

バーナンキの反論後、サマーズ等は再び論文を発表した。「Secular Stagnation in the Open Economy（開放経済における長期停滞論）」と題されたこの論文では、元の長期停滞論に国際資本移動のエッセンスが加えられている。前提としては、①2国が存在する経済で、「自国」は完全雇用状態、均衡実質金利はプラス圏にあり、長期停滞状態にはない。②一方で、「外国」は恒常的な総需要不足型の長期停滞状況にあり、「外国」の中央銀行はゼロ金利制約に直面し、需給ギャップを埋めることができない。③「自国」の金利は「外国」を上回る、という状況が想定されている。この時、金利が低く、貯蓄超過にある「外国」から、金利の高い「自国」へと、資本移動が生じる。こうなると、いわば過剰貯蓄が輸出される形で、「自国」の均衡実質金利は低下し、元々は長期停滞状態にはなかった「自国」までもが、低金利と低成長が併存する長期停滞に陥る、という訳である。

経常収支不均衡の現状

両者の論争で指摘された国際的なマネーフローの現状を確認するため、各国の経常収支の動向を見ると、リーマン・ショック以降、中国や産油国の黒字幅が縮小したことで、世界全体で見た経常収支の不均衡は、2006年の5.5%/世界GDPから、2018年には3.1%まで低下した（図表3）。もっとも、個別に見ると、日本は経常黒字体質が続いているのに加え、ドイツ・オランダでは近年、黒字幅が拡大傾向にある。



一方、最大の経常赤字国である米国の赤字幅は、ひとことと比べると縮小したものの、2010年以降に限ればおおむね横ばいでの推移となっており、トランプ政権下でも赤字縮小が大きく進んでいる様子は見られない。この点、2015年にバーナンキが予想したような米国の経常赤字のさらなる縮小は、現実には生じなかったと言える。

このような、日本やドイツ・オランダの経常黒字と米国の経常赤字の継続という状況と、世界的な均衡実質金利の低下は、前述のサマーズの「開放経済における長期停滞論」における「自国」を米国に、「外国」を日本やドイツ・オランダに当てはめると合致しているように思える。日本やドイツなど、均衡実質金利がマイナスないしゼロ近傍にある国から、相対的に均衡実質金利が高く、従って名目金利も高い米国へは資金が流れやすい。国際経済学の理論では、こうした資本移動は為替の変動を通じて調整されるのだが、現実にはここ数年為替のボラティリティが低下していることも、米国への資本流入を助長している可能性がある。

世界的低金利は構造的現象

グローバル・インバランス論は、産油国や中国の大幅黒字がそれぞれ縮小したことで、ひとことからは息をひそめているものの、世界の経常収支を見ると、日本の経常黒字が続いているほか、ドイツやオランダでは、むしろ経常黒字が拡大している。これは、世界的な金利低下が続いているこ

ととあわせると、日欧の均衡実質金利の低下と、資本移動を通じ、均衡実質金利低下圧力が米国へ伝播していることの証左と捉えられる。経常収支の不均衡の構造は、バーナンキが指摘したような循環上の一時的なものというよりも、構造的な側面が強いと考えられ、「開放経済における長期停滞論」の視点からは、今後も、世界的な低金利が続く蓋然性は高いように思える。（担当：山口）

参考文献

Lawrence H. Summers. "IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer," 2013

Ben S. Bernanke. "Why are interest rates so low," Brookings Institution, 2015

Ben S. Bernanke. "Why are interest rates so low, part2: Secular Stagnation," Brookings Institution, 2015

Ben S. Bernanke. "Why are interest rates so low, part 3: The Global Savings Glut," Brookings Institution, 2015

Gauti B. Eggertsson, Neil R. Mehrotra & Lawrence H. Summers. "Secular Stagnation in the Open Economy," American Economic Review, 2016

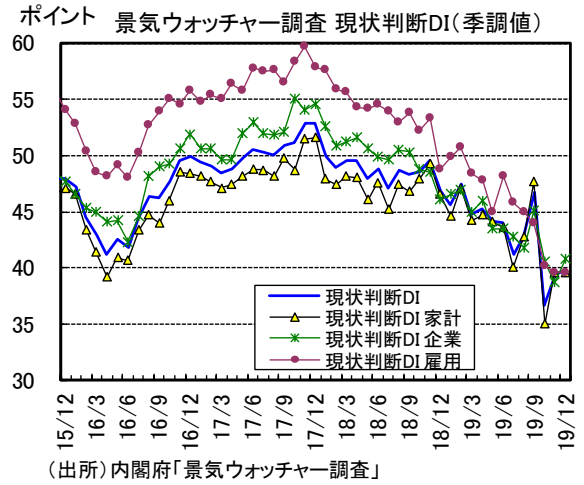
Kathryn Holston, Thomas Laubach, and John C. Williams. "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants," Journal of International Economics, 2017

主要経済指標レビュー (1/14~1/24)

《日本》

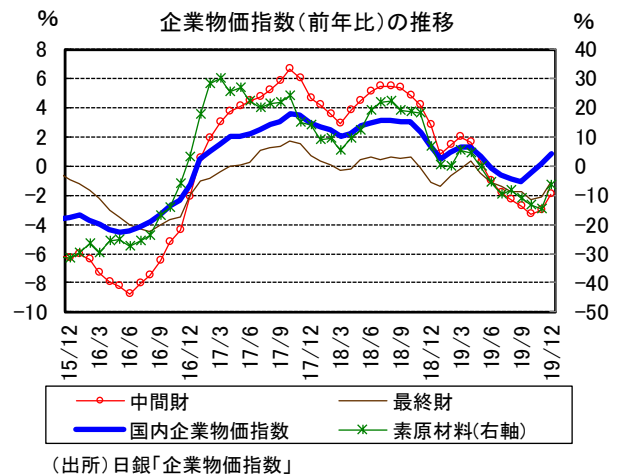
○ 12月景気ウォッチャー調査 (1月14日)

12月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が39.8と、2ヵ月連続で上昇した。内訳をみると、家計DI、雇用DIは小幅に低下したものの、企業DIが全体を押し上げた格好。景気ウォッチャーの見方は、「このところ回復に弱い動きがみられる。なお、消費税率引上げに伴う駆け込み需要の反動による影響が一部にみられる」にすえ置かれた。先行き判断DIは45.4と3ヵ月ぶりに低下した。内訳をみると、企業DIと雇用DIが上昇したものの、家計DIが全体を押し下げた。先行きの見方については、「先行きについては、海外情勢等に対する懸念もある一方、持ち直しへの期待がみられる」と、こちらもすえ置かれた。



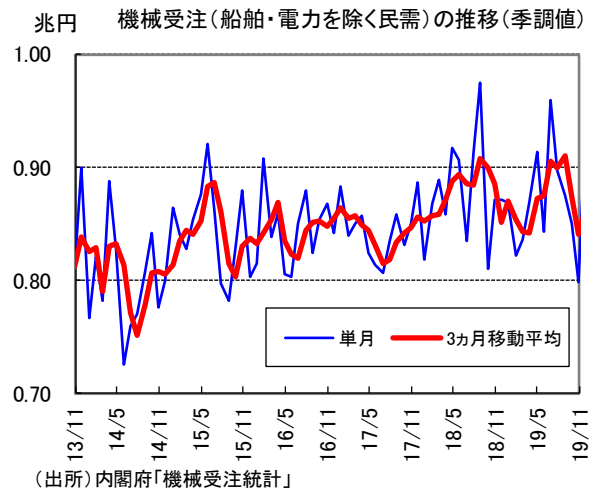
○ 12月企業物価指数 (速報値、1月16日)

12月の国内企業物価指数は前年比+0.9%と、2ヵ月連続のプラスとなった。消費増税や、米中貿易協議の進展による原油等商品価格の上昇の影響が大きく、消費増税を除くベースでは、同▲0.7%となった。輸出入物価指数(円ベース)をみると、輸出物価が同▲5.9%→▲4.1%と8ヵ月連続のマイナス、輸入物価は同▲11.3%→▲6.8%とこちらも8ヵ月連続のマイナスとなり、交易条件は改善した。今後について、消費増税が押し上げに寄与する一方、電力価格のマイナス寄与が当面続くとみられるほか、新型肺炎の感染拡大を背景とした原油価格の下落等から企業物価は鈍化傾向で推移するとみている。



○ 11月機械受注 (1月16日)

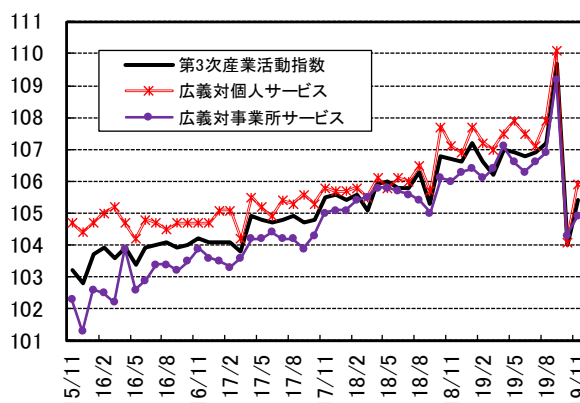
11月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比+18.0%と、5ヵ月ぶりのプラスかつ大幅増となった。ただ、鉄道車両の大型受注に助けられた面が大きく、再び回復に転じたと判断するのは時期尚早。基調判断も、「機械受注は、足踏みがみられる」がすえ置かれた。今後の設備投資は、製造業では、維持・更新投資などが、非製造業では、合理化・省力化投資などが押し上げ要因となることで、緩やかながらも回復基調を維持するとみている。米中摩擦が小休止に向かっていることも、設備投資の下支え要因となろう。もっとも、米国の対中政策や、経済政策全般への不透明性は引き続き高いほか、中長期的な成長期待が高まりにくい状況が続くことから、力強さを欠く展開となる可能性が高い。



○ 11月第3次産業活動指数 (1月17日)

11月の第3次産業活動指数は前月比+1.3%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。基調判断は「足踏みがみられる」にすえ置かれた。業種別にみると、11業種中8業種で上昇、3業種で低下となった。プラス寄与が大きかった業種は生活娯楽関連サービス(同+4.2%)、小売業(同+4.5%)など。生活娯楽関連サービスのうち、プロスポーツ(同+98.5%)が大幅に増加しており、ラグビーワールドカップが押し上げに寄与したとみられる。一方で、暖冬を背景に電気・ガス・熱供給・水道業(同▲1.7%)がマイナス寄与となった。今後について、世界経済に底打ちの兆しがみられることから、国内景気は緩慢な回復基調を維持するとみており、第3次産業活動指数も緩やかながらも改善傾向で推移するとみる。

2010年=100 第3次産業活動指数の推移(季調値)

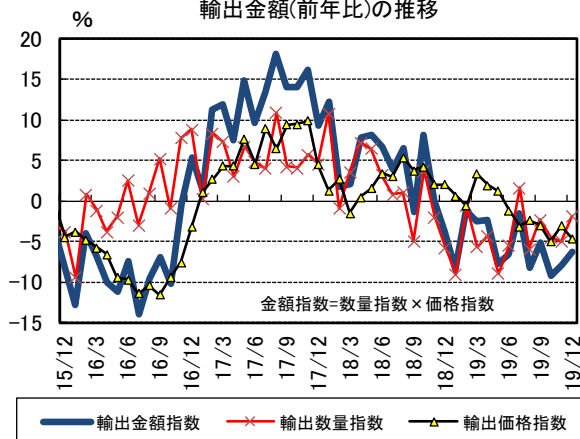


(出所) 経済産業省「第3次産業活動指数」

○ 12月貿易統計 (1月23日)

12月の貿易統計によると、輸出の実勢を示す数量ベースは5ヵ月連続のマイナスだが、マイナス幅は11月(同▲5.0%)から縮小した。米国向け、EU向けは引き続きマイナスとなったものの、アジア向けが小幅ながらプラスとなった。今後の輸出のカギを握るのは引き続き米中摩擦の行方である。米中両国は、「第一段階」の合意に署名し、米中摩擦は小休止状態となっている。ただ、米中摩擦は、経済分野にとどまらない可能性があることから、世界景気のかく乱要素になり続けることが懸念される。中国の景気刺激策の効果や半導体市況の改善、底堅い米景気が押し上げ材料となると見込まれる一方、欧州景気の弱さや、世界的な資本財需要の減衰などが引き続き下押し圧力となるとみられることから、輸出の回復ペースは緩慢と予想する。

輸出金額(前年比)の推移

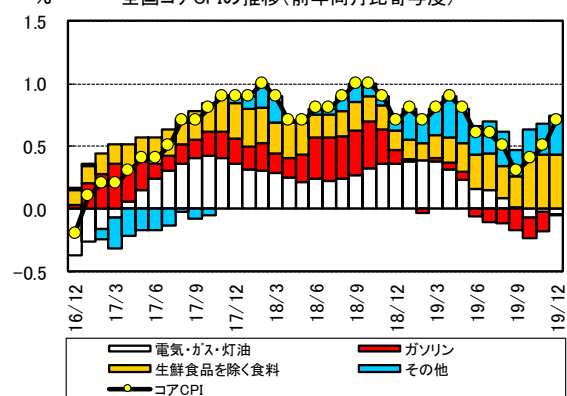


(出所) 財務省「貿易統計」

○ 12月全国消費者物価指数 (1月24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+0.7%と、11月から伸び幅が0.2%ポイント拡大した。総合指数は同+0.8%と、伸び幅が0.3%ポイント拡大、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+0.9%と、伸び幅は0.1%ポイント拡大した。総合指数の伸びは拡大したが、振れの激しいエネルギーや生鮮食品の価格変動によるものであり、足元で物価上昇圧力が高まる兆しは見られない。今後については、エネルギー価格の寄与が、振れを伴いつつも今暫くマイナス基調で推移することが見込まれるほか、4月の高等教育無償化による下押し(前年比▲0.1%ポイント程度)もあり、物価上昇は引き続き鈍いものとどまる可能性が高い。

全国コアCPIの推移(前年同月比寄与度)

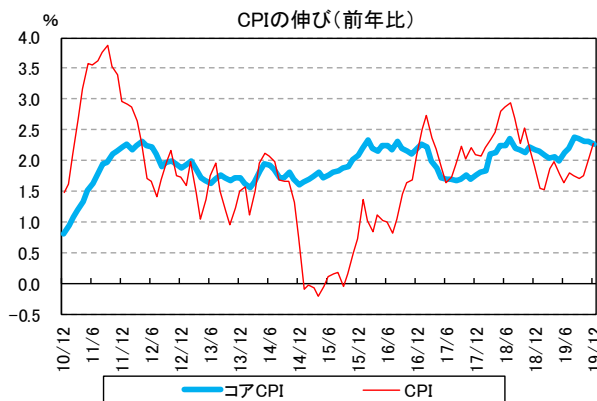


(出所) 総務省「消費者物価指数」

《米 国》

○ 12月CPI（消費者物価指数）（1月14日）

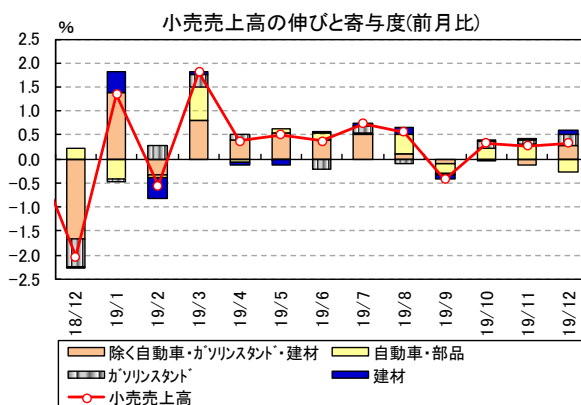
12月のCPIは前月比+0.2%、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.1%となった。前年比をみると、CPIは+2.3%とエネルギー価格の持ち直しなどにより前月からプラス幅が拡大した一方、コアCPIは同+2.3%と不変だった。今月は医療価格の上昇が続いたほか、衣料品価格の落ち込み幅が和らいだが、自動車や娯楽、住宅価格が弱含んだ。9月1日に対中関税第4弾の一部が発動され、消費者に直結する品目の関税引き上げが実施されたが、CPIへの影響は限られている。今後は、米中第一段階合意が実現したことにより、当該関税が引き下げられるほか、生産者物価等、川上段階での価格上昇圧力が依然として弱いことから、CPIは緩慢な伸びが続くと予想する。



(出所)米労働省

○ 12月小売売上高（1月16日）

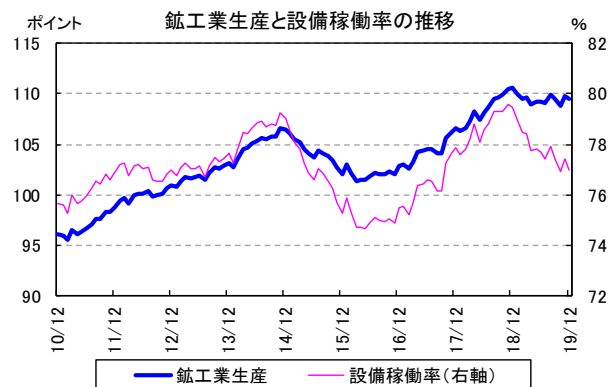
12月の小売売上高は前月比+0.3%と3ヵ月連続で増加した。変動の激しい自動車・部品、ガソリンスタンド、建材店を除くベースは、過去3ヵ月、小幅なマイナスが続いてきたが、12月は同+0.4%と4ヵ月ぶりに増加した。業態別に内訳をみると、自動車・部品が減少したものの、ガソリンスタンドや建材店のほか、衣料・装飾品店や電器店などが増加した。19年通年では同+3.6%と、減税効果で押し上げられた18年の同+4.9%から伸びは鈍化したものの、総じて底堅く推移している。今後の個人消費は、緩やかながら雇用・所得環境の改善が続いていることや、家計のバランスシートが改善していることなどから増加基調が続くと予想する。



(出所)米商務省

○ 12月鉱工業生産指数（1月17日）

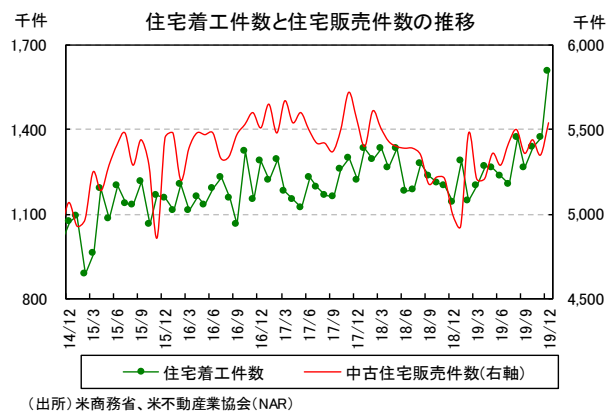
12月の鉱工業生産指数は前月比▲0.3%と、2ヵ月ぶりに低下した。産業別にみると、振れの激しい輸送機器が落ち込む一方、PC・電子品や食品・タバコ等が上昇したことで製造業が同+0.2%と2ヵ月連続のプラスとなったほか、鉱業が同+1.3%と4ヵ月ぶりに上昇した。一方で、例年に比べて温暖だったことで暖房需要が減少した結果、公益事業が大きく低下し、全体の足を引っ張った。設備稼働率は77.0%と、18年11月をピークに低下傾向が続いている。在庫循環をみると、足元では意図せざる在庫増局面に突入している。米中摩擦や世界景気の減速懸念が燦るなか、12月のISM製造業景況指数は好不調の境目とされる50ポイントを5ヵ月連続で下回った。鉱工業生産は当面低調な推移が続くと予想する。



(出所)FRB

○ 12月住宅着工・中古住宅販売件数(1月17, 22日)

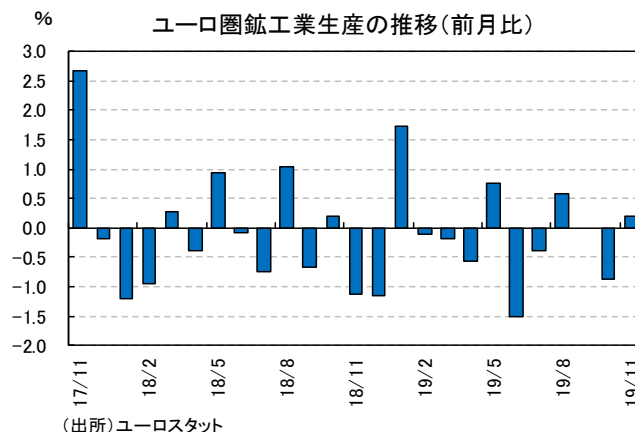
12月の中古住宅販売件数は、年率換算で554万戸、前月比+3.6%と2ヵ月ぶりに増加した。また、12月の住宅着工件数は、年率換算で160.8万戸、前月比+16.9%と急増し、3ヵ月連続のプラスとなった。住宅着工件数の内訳をみると、戸建が同+11.2%、振れの激しい集合住宅も同+29.8%と、ともに2桁増となった。FRBによる予防的利下げの効果に加え、例年に比べて気候が温暖だったことも押し上げに寄与した模様。住宅着工件数に先行するとされる住宅着工許可件数は同▲3.9%と3ヵ月ぶりに減少したものの、右肩上がりのトレンドを維持している。住宅投資は低金利などを背景に増加基調が続くと予想する。



《 欧 州 》

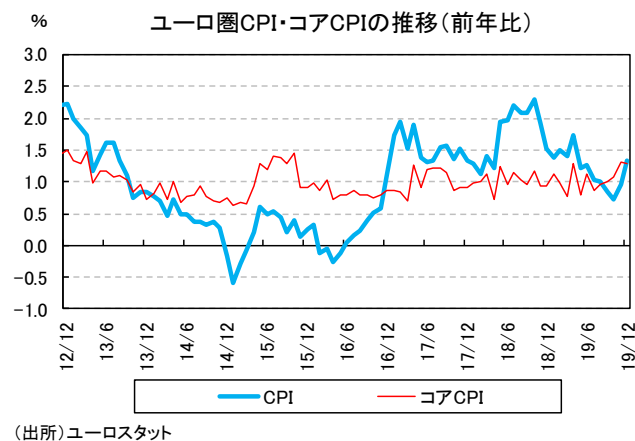
○ 11月ユーロ圏鉱工業生産（1月15日）

11月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.2%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。消費財（同+0.8%→▲0.5%）や中間財（同+0.7%→▲0.5%）はマイナスとなったものの、10月に大幅マイナスとなった資本財（同▲2.5%→+1.2%）がプラスに転じた。国別では、ドイツ（同▲1.1%→+0.9%）、フランス（同+0.5%→+0.3%）、イタリア（同▲0.3%→+0.1%）、スペイン（同▲0.5%→+1.1%）と、主要国では軒並みプラスとなった一方、ギリシャ・アイルランドなどの周辺国がマイナスとなり、全体を押し下げた。製造業の新規受注等の先行指標に力強さは見られず、今後のユーロ圏の鉱工業生産は一進一退の推移が続くとみる。



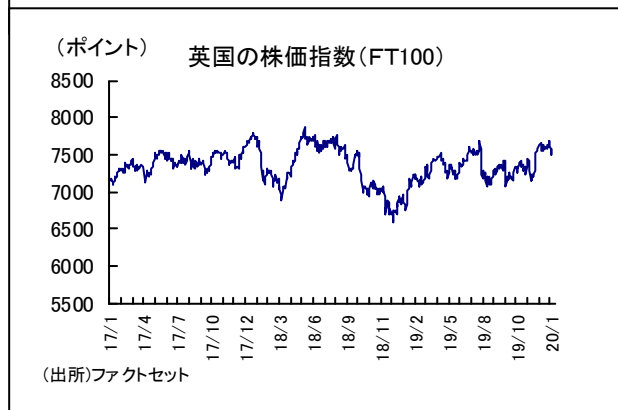
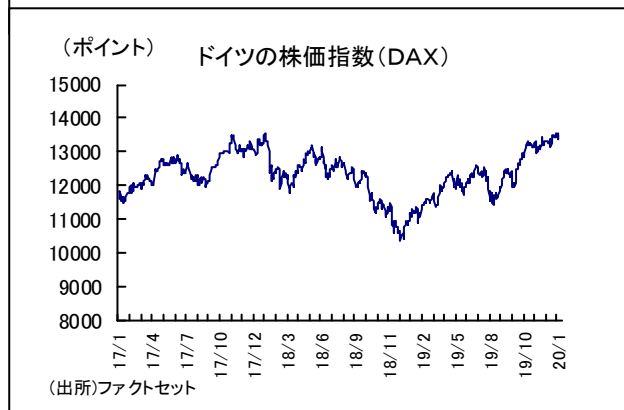
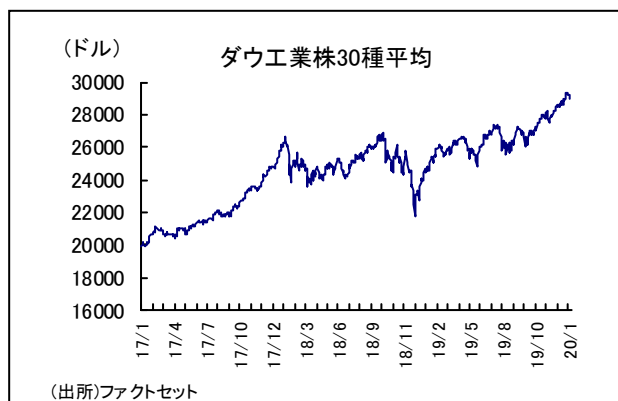
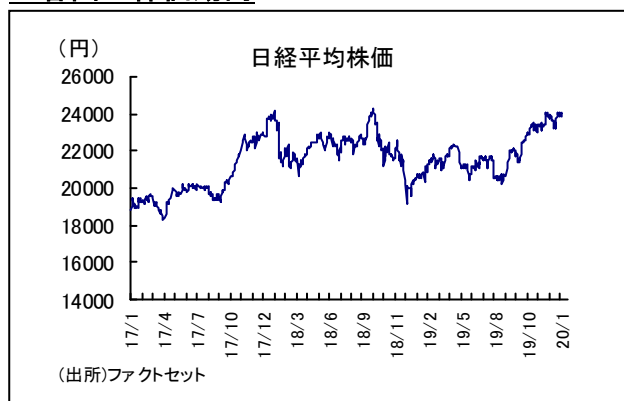
○ 12月ユーロ圏CPI（1月17日）

12月のユーロ圏CPI（消費者物価指数）は前年比+1.3%と、前月（同+1.0%）から伸び幅が拡大した。コアCPIは同+1.3%と、前月と同じ伸び幅にとどまったものの、エネルギー（同▲3.2%→+0.2%）が5ヵ月ぶりにプラスとなり、全体を押し上げた。主要国別では、ドイツ（同+1.2%→+1.5%）、フランス（同+1.2%→1.6%）、イタリア（同+0.2%→+0.5%）、スペイン（同+0.5%→+0.8%）と、いずれも伸び幅が拡大した。ただ、今後については、ユーロ圏景気の回復ペースが緩慢なものにとどまるなか、需要が価格を引き上げる力は弱いものにとどまるとみられ、今後も物価はECBの中期的な目標（前年比+2.0%程度）を下回る推移が続くと予想する。

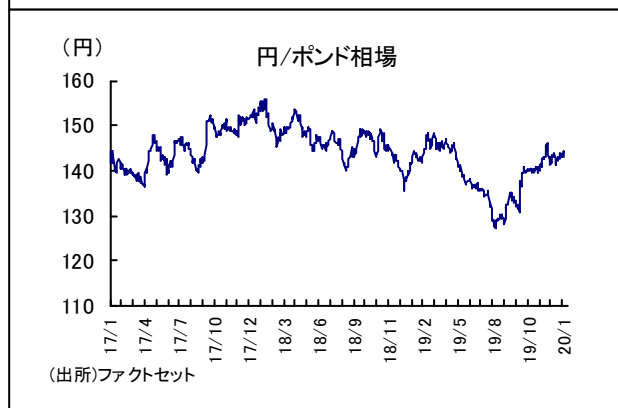
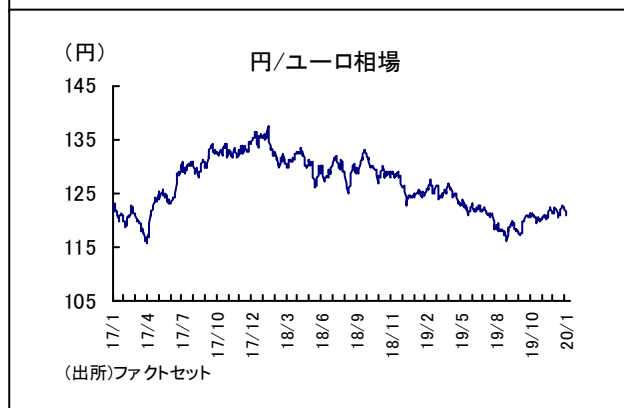
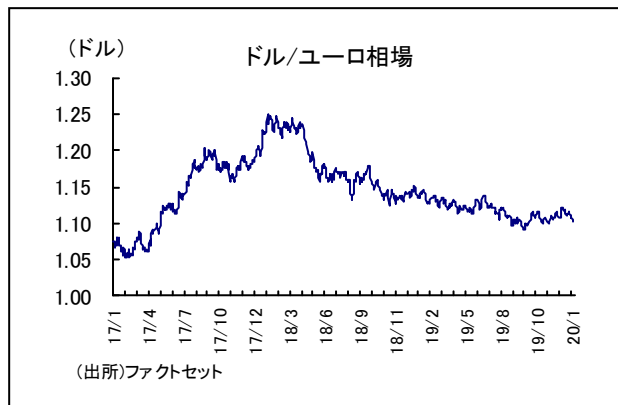
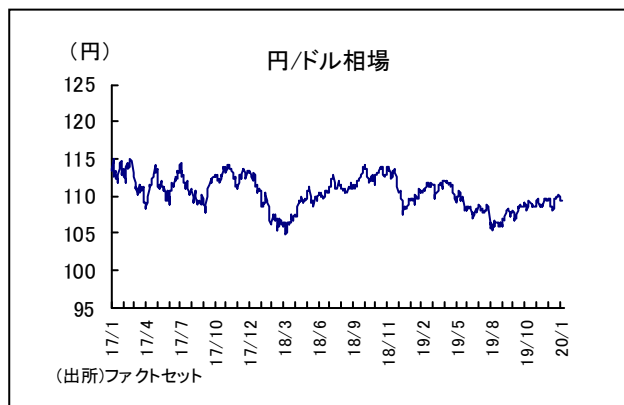


日米欧マーケットの動向 (2020年1月27日現在)

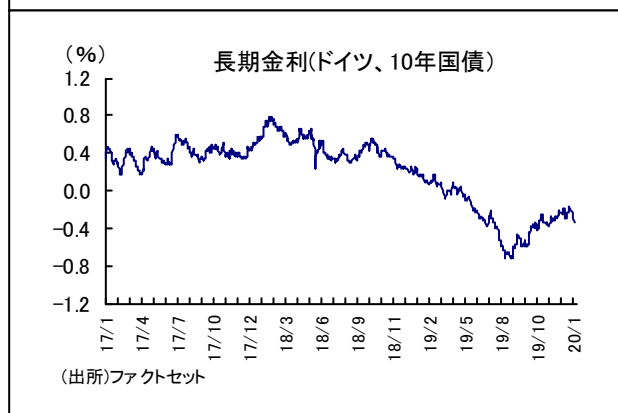
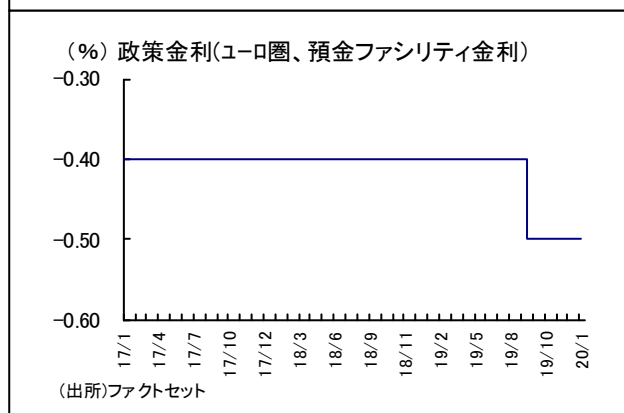
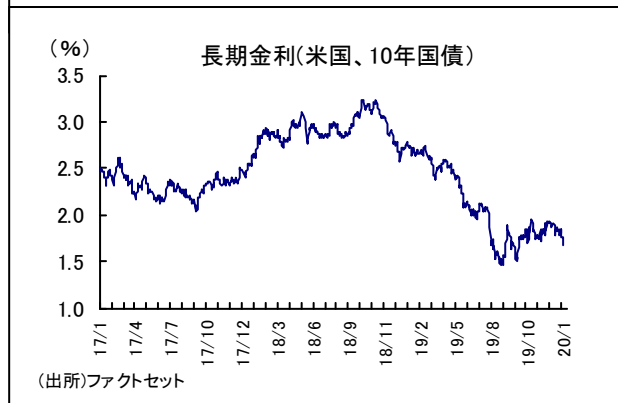
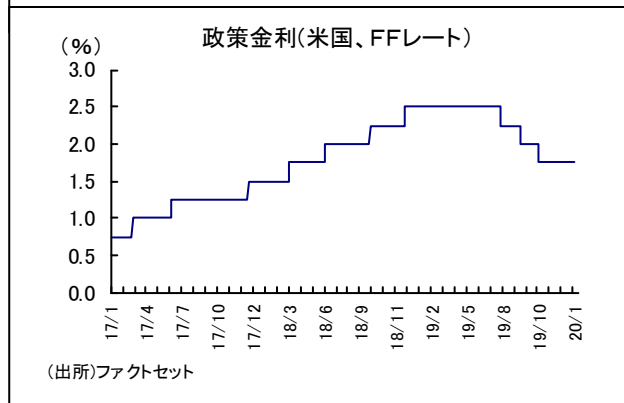
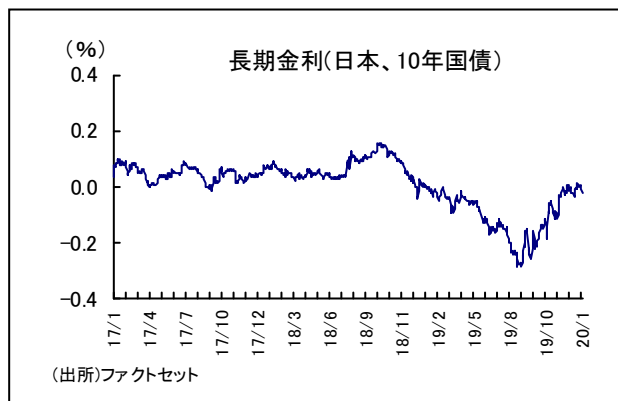
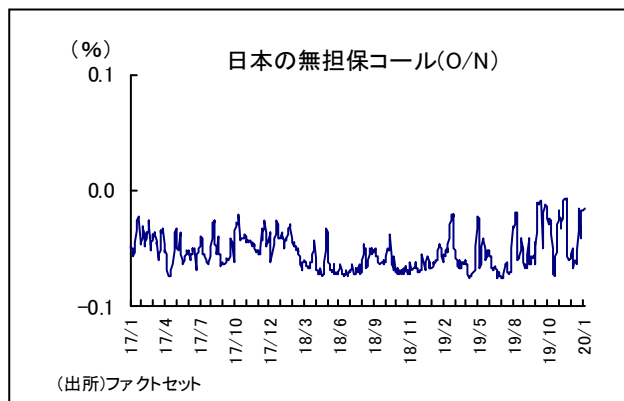
▽各国の株価動向



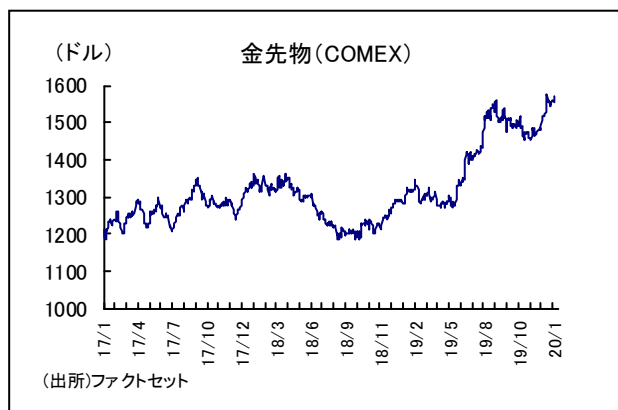
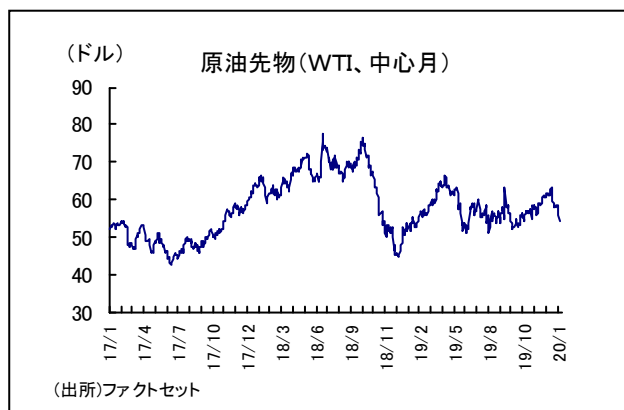
▽外為市場の動向



▽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、大広泰三、山口範大、
西山周作、木下裕太郎