



## <フォーカス> FTPL を現実の政策に落とし込むのは難しい

話題となっている「物価水準の財政理論 (FTPL: Fiscal Theory of Price Level)」をシムズ教授が最初に論じたのは 90 年代で、ベースとなったサージェントとウォレスの「マネタリストのある不快な算術」は 80 年代までさかのぼる。それがここへきて、しかも日本でにわかに脚光を浴びている背景には、日銀の金融政策に限界が見えるなか、財政政策への期待が、特にリフレ派の間で高まっていることがある。安倍政権としても、今年は次第に解散の足音が近づくなか、経済政策面での目玉が欲しいところである。金融政策はもとより、成長戦略もネタ不足が否めないなか、FTPL はさらなる財政発動の論拠にできるうえ、場合によっては財政問題を解決できる手段にもなりうる。まさに一石二鳥？である。

FTPL に従えば、物価はもはや、「いつでもどこでも貨幣的現象」とは言えず、基本的には財政が決めるということになる。考え方としては、政府と日銀を一体化し、「 $\text{名目国債残高} / \text{一般物価水準} = \text{将来の財政収支の割引現在価値}$ 」を満たすように物価が決まるとする。たとえば、財政拡大(左辺の分子が拡大)を続けると同時に、将来的な財政再建も行なわなければ(右辺の低下)、等式が成り立つためには物価(左辺の分子)の上昇が起きざるを得ない。

現実にも日本の国債残高は拡大の一途をたどっているが、いまだに物価上昇が起きないのは、FTPL に従えば、将来的には財政再建が進むことを国民が信じているためということになる。政府としては、こうした信認を裏切って、将来的にも拡張財政が続くことを信じさせる必要がある。消費増税を再度延期するという程度では効かないかもしれない。割引率がゼロ近辺に低下しているため、時期の変更だけでは右辺の値がほとんど変化しないためだ。国民としても、めでたく物価目標が達成され、景気が回復した暁には、増税路線に転じると予想するのが普通である。最初からそう思われれば、結局右辺は低下しない。したがって、たとえ景気が回復しても、将来にわたって、いわば「無責任かつ野放図」な財政運営を続けることに力強くコミットする必要がある。

しかし、政府が自らこうした宣言を行なうと考えるのは無理がある。未来永劫増税はないと言え、中には喜ぶ国民もいるかもしれないが、要はインフレ税に置き換えるだけであり、理解が進めば歓迎されるとは限らない。こうした宣言が本気でできるのであれば、インフレは起こせるとは思うが、このような形で得るインフレは、はたしてコントロール可能なものなのだろうか。FTPL そのものは正しいかもしれないが、現実の経済政策の論拠にするにはやはり無理がある。

こんな大きな賭けに打って出まで、インフレ目標は達成されなければいけないというのは信じられない。財政運営にしても、これほどまでの巨額の政府債務は、おそらく将来的なインフレでしか解決できないとは思いますが、かといって政府の開き直りが許されるものでもない。(Kodama wrote)

## 目次

<フォーカス> FTPL を現実の政策に落とし込むのは難しい……………	1	・住宅投資は鈍化へ……………	13
・経済情勢概況……………	2	・1月31日-2月1日開催のFOMCについて……………	16
・金利目標の変更はハードルが高い……………	3	・主要経済指標レビュー……………	21
・基礎的財政収支の黒字化目標は風前の灯に……………	10	・日米欧マーケットの動向……………	26

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、底堅い米国経済や、政府の経済対策の効果などに支えられ、景気は回復基調が続くと予想する。

個人消費は、緩慢な回復が続いている。今後も消費者の節約志向が残るとみられるものの、家計の実質購買力の改善に加え、さまざまな政策効果も下支えとなって、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

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

設備投資は、製造業の能力増強投資の低迷が続くとみるものの、更新・維持投資を中心に、均せば緩やかな回復を予想する。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、増加傾向での推移を見込む。

輸出は持ち直しつつある。今後も、底堅い米国景気などに支えられ、緩やかな持ち直し傾向で推移すると予想する。生産は、輸出や消費の持ち直しを受け、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コア CPI）は、0%を下回って推移している。需要面からの押し上げ圧力が弱いことで、物価の戻りのペースも鈍いとみており、2016年度のコア CPI は、前年比▲0.3%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。雇用環境の改善が継続していることや、緩和的な金融環境が続いていることなどから、今後も景気回復基調が続くと予想する。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることや、減税策が期待できることもあって、回復傾向が続く可能性が高い。

住宅投資は、雇用者数の増加や低金利環境などに支えられ、持ち直し傾向で推移する~~持ち直しに向かう~~とみる。

設備投資は、企業収益の改善などを背景に、回復傾向で推移すると予想する。ただ、外需は伸び悩むとみられることなどから、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。

輸出は、海外景気の先行き不透明感が残ることから、伸び悩むとみる。

FRBは2016年12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.25-0.50%から、0.50-0.75%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみており、年2回程度のペースで利上げが行なわれると予想する。

**欧 州**

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。英国のEU離脱を巡る先行き不透明感が残るものの、ECBの緩和的な金融政策や各国の財政スタンスの緩和などに支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。ただ、企業部門のバランスシート調整圧力が残ることなどから、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

個人消費は、雇用環境の改善などを背景に、緩やかな回復が続くと予想する。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、企業債務の高止まりなどを背景に、回復ペースは鈍いままとみる。

ECBは2016年12月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を6ヵ月延長し、少なくとも2017年9月末までとしたほか、4月からの買入れ額を月額800億ユーロから600億ユーロへ減額することなどを決定した。今後は資産買入れ策の効果を見きわめるため、ECBは様子見姿勢を継続すると予想する。

金利目標の変更はハードルが高い

景気判断は前回と変わらず

1月30日～1月31日に開催された日銀金融政策決定会合は、大方の予想どおり金融政策の変更はなかった。景気の現状判断は「緩やかな回復を続けている」が維持された(図表1)。

(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(14年)の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	→	

(出所) 日銀

個別需要項目ごとの判断も前回とほぼ同じであった(図表3)。先行きについては、物価の見通しが、足元のエネルギー価格の下げ止まりや円安の進行を反映させる形で小幅上方修正されている(図表3,4)。どのみち、コストプッシュ的な上昇では意味がなく、持続性も期待できない。前回の原油価格の上昇局面同様、これがインフレ期待の定着につながる可能性は低い。

展望レポートは成長率見通しを上方修正

展望レポートの経済・物価見通しは図表2のとおり。GDP予想は16年度が1.0%から1.4%へ、17年度が1.3%から1.5%へ、18年度が0.9%から1.1%へそれぞれ上方修正された。

SNAの改定と、円安などの外部環境の好転から、実質GDPの上方修正は広く予想されていた。本来であれば、成長率に合わせてCPI(消費者物価指数)も上方修正しなければ整合性がとれないが、すでに17年度が1.5%と、かなり強気だったこともあり、さらなる上方修正には慎重にならざるを得なかったと考えられる。このあたりは筆者の見通しどおり(図表2)。黒田総裁も会見で、CPIの上方修正がなかった理由について、「足元は弱めで、16年度は下方修正されていることを考慮した」と述べている。今後はこれまでどおり、展望レポートが発表されるたびに、順次下方修正を余

儀なくされることになる。

**会見ではトランプ関連の質問が集中**

会合後の総裁定例会見では、トランプ新大統領の経済政策に関わる質問が集中した。黒田総裁は、「減税やインフラ投資等の積極的な財政運営によって米国の経済成長率や物価上昇率が高まるとの期待から、確かに米国の金融市場においては、長期

(図表2)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(%)	16年7月展望レポート	16年10月展望レポート	17年1月展望レポート	当社見通し(1月展望レポートの予想)
2016年度	実質GDP	1.0	1.0	1.4	1.3
	コアCPI	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2
2017年度	実質GDP	1.3	1.3	1.5	1.5
	コアCPI	1.7	1.5	1.5	1.5
2018年度	実質GDP	0.9	0.9	1.1	1.1
	コアCPI	1.9	1.7	1.7	1.7

(出所)日本銀行より明治安田生命作成

金利が上昇し、株価は史上最高値圏で堅調に推移しています」と、ポジティブな側面については、ある程度具体例に踏み込んで言及したものの、質問が多かった保護主義の影響については、「現時点では、新政権の経済政策の具体的な内容は明らかになっていません」と、慎重な言い回しに努めるなか、あくまで一般論としたうえで、「保護主義的な政策が採られれば、世界貿易を縮小させたり、世界経済の成長を減速させたりするおそれや懸念があるということではないかと思えます」と懸念を示した。ただ、「G7、G20 あるいは WTO、IMF などで自由貿易の重要性は国際的に広く認識されていますので、世界的に保護主義が非常に大きく強い形で広がる可能性は低いだろうと思えます」と、保護主義の広がりや世界経済に負の影響を及ぼすリスクはメインシナリオではないとした。

また、「為替の円安方向の動きは金融政策の効果と考えているか」と、トランプ氏の為替けん制発言が続くなか、微妙な質問も出された。黒田総裁は「日本の金融政策はあくまでも物価の安定、具体的には2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するために運営されており、為替レートの水準や為替レートの安定は目標にしていません」と模範解答に徹したが、常識外の行動をとるトランプ氏が、今後他国の金融政策にまで口を出す可能性は十分ありうる。

**金長期金利の操作目標の引き上げは高いハードル**

市場では、80兆円という買入れの目途の減額や表示自体の廃止、0%という長期金利操作目標の引き上げ等が近いとの見方が広がっているが、いずれも今月あえてやらなければいけない変更ではなかった。

実際、量の目標を定めるオーバーシュート型コミットメントと、金利目標を定めるイールドカーブ・コントロールは本質的に両立が困難なスキームである。オーバーシュート型コミットメントによる時間軸効果が効けば効くほどイールドカーブのフラット化圧力が強まるし、逆にイールドカーブのスティープ化圧力が強まれば強まるほど、80兆円という国債の積み増し目標への減額圧力がかかるためだ。

日銀の現行の政策はあくまで金利優先である。金利目標を優先する必要上、80兆円という国債の買入れの目途は、年内に削除される可能性は十分ありうる。しかし、もともと「目途」としている量の目標の曖昧化くらいであればなんとか言い訳できても、金利目標の引き上げはハードルが高そうである。マスコミに「日銀が引締め(あるいは出口)に舵を切る」と書き立てられるのは明らかで、物価目標未達のなかでは、大義名分が立ちにくい。

「適切なイールドカーブ」は誰にもわからないというのも、変更の大義名分を立ちにくくしている要因である。足元の景気に中立なイールドカーブは、長短金利の組み合わせ次第で無数に存在す



る。また、黒田総裁が今回の会見でも「**超長期金利などが過度に低下すれば、保険・年金などの運用に影響が出て、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性があります**」と述べているとおり、長期金利の過度な低下が逆に景気に悪影響を与えることが、9月の枠組み変更の理由の一つだった。保険・年金は超長期ゾーンに関心があるが、銀行は中期ゾーンが上がった方が望ましい。消費者マインドに与える影響も考慮しなければならず、個別の要素を勘案しただしたらきりが無い。

0%の水準を引き上げるとしたら、昨年9月同様、複数の政策変更のなかに真意を紛れ込ませるような手法を採用するしかないように思うが、マイナス金利導入後、わずか9ヵ月で枠組みを変更し、再度の変更ということになれば、金融政策の手詰まり感を余計印象付けるだけである。黒田総裁としては、できれば自身が任期の間は変えたくないところだろう。当面は円安効果が物価に波及してくるのを辛抱強く待つ姿勢とみられる。

**後任の総裁は早期に枠組み変更か**

実際、足元の相場環境は日銀にとっても絶好のチャンスであり、それは黒田総裁が会見のなかで、「**イールドカーブ・コントロールは、世界経済がいわば追い風に変わるなかで、それを増幅し、強力な緩和効果を発揮しているとみています**」と述べているとおりである。これは日銀の緩和効果が結局外部環境次第ということでもある。

ただ、もし黒田総裁が耐え切ったとしても、現行のスキームの持続性にも限度がある。2%の達成にめどがつく可能性が低い以上、いずれは相場の変動圧力に対応する自由度を高める必要が出てくるだろう。先週後半は、10年国債利回りが0.15%まで急上昇したところで、やっと指値オペが入るという出来事があった。3日に発表された12月会合の議事録で、「上下0.1%等の画一的な基準を設けるべきではない」との意見があったように、日銀としては特定の行動様式をとると思われたくないとの考えがあったと考えられる。安倍首相とトランプ大統領の会談を前に、あまり目立つ行動を取りたくないとの思惑も見え隠れする。しかし、結局は市場とのコミュニケーション不全を印象付ける結果に終わってしまった。望ましいイールドカーブを日銀が決めるという発想自体に無理がある以上、こうした形で、時間が経てば経つほど、運営上のほころびやひずみが目立ちはじめると考えられる。黒田総裁の任期中に大きな変更がなかったとしても、後任の総裁は、就任早々、再度の枠組み変更を余儀なくされることになるだろう。（担当：小玉）

**(図表3) 個別項目の現状判断の推移（下線部は主たる変更箇所）**

項目	開催月（媒体）	評価	方向感
海外経済	10-11月（展望レポート）	緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している	→
	12月（公表文）	<u>新興国の一部に弱さが残るものの</u> 、緩やかな成長が続いている	↑
	1月（展望レポート）	新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている	→
輸出	10-11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）	持ち直している	↑
	1月（展望レポート）	持ち直している	→
設備投資	10-11月（展望レポート）	企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある	→

	12月（公表文）	企業収益が高水準で推移し、業況感も幾分改善するなかで、緩やかな増加基調にある	↗
	1月（展望レポート）	企業収益が高水準で推移し、業況感も幾分改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
個人消費	10-11月（展望レポート）	一部に弱めの動きがみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している	→
	12月（公表文）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している	↗
	1月（展望レポート）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している	→
住宅投資	10-11月（展望レポート）	持ち直しを続けている	→
	12月（公表文）	持ち直しを続けている	→
	1月（展望レポート）	持ち直しを続けている	→
公共投資	10-11月（展望レポート）	下げ止まっている	→
	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	→
鉱工業生産	10-11月（展望レポート）	横ばい圏内の動きを続けている	→
	12月（公表文）	持ち直している	↑
	1月（展望レポート）	持ち直している	→
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	10-11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	10-11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）	弱含みの局面が続いている	→

(図表4) 先行きの見通しの推移（下線部は主たる変更箇所）

項目	開催月（媒体）	評価	方向感
経済	10-11月（展望レポート）	わが国経済は、海外経済の回復に加えて、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型経済対策の効果を背景に、2018年度までの見通し期間を通じて、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。	→
	12月（公表文）	<u>緩やかな拡大に転じていくとみられる。</u> 国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型財政政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の、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の改善を背景として、基調として緩やかに増加するとみられる。	↑
	1月（展望レポート）	わが国経済は、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとの、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、2018年度までの見通し期	→

		間を通じて、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。	
物価	10-11月（展望レポート）	消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、見通し期間の後半には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（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	→
	1月（展望レポート）	消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格の動きを反映して0%程度から小幅のプラスに転じたあと、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	↑

（出所）日銀

（図表5）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（2016/11/1）	今回（2017/1/31）
現状判断	わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。	わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。
先行き見通し	わが国経済は、海外経済の回復に加えて、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型経済対策の効果を背景に、2018年度までの見通し期間を通じて、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。	わが国経済は、 <u>海外経済の成長率が緩やかに高まるもとで</u> 、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型経済対策の効果を背景に、2018年度までの見通し期間を通じて、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。
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、概ね不変である。	今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、GDP統計の基準改定に伴うGDPの <u>上方修正に加え、海外経済の上振れや為替相場の円安方向への動きなどを背景に、幾分上振れている。</u>

(2) 物価情勢

	前回（2016/11/1）	今回（2017/1/31）
先行き見通し	消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、見通し期間の後半には2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、 <u>エネルギー価格の動きを反映して0%程度から小幅のプラスに転じたあと</u> 、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。
前回の展望レポートとの比較	今回の物価見通しを従来の見通しと比べると、中長期的な予想物価上昇率の弱含みの局面が続いていることなどから、やや下振れている。	今回の物価見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。
物価見通しの背景	①中長期的な予想物価上昇率は、「 <u>適合的な期待形成</u> 」の面では、エネルギー価格の下押し	①長期的な予想物価上昇率は、「 <u>適合的な期待形成</u> 」の面では、エネルギー価格が物価に対

	<p>圧力の剥落による現実の物価上昇、「フォワードロックンな期待形成」の面では、日銀の金融政策の効果で、次第に2%へ収れん</p> <p>②マクロ的な需給バランスは全体として横ばい圏。16年度末以降プラスに転じ、その後はプラス幅を拡大</p> <p>③輸入物価は、原油の押し下げ圧力は次第に減衰。為替は年明け後の円高もあり価格上昇圧力を抑制</p>	<p>して押し上げ寄与に転じていくことや、このところの為替相場の円安方向への動きの影響、「フォワードロックンな期待形成」の面では、日銀の金融政策の効果で、次第に2%へ収れん</p> <p>②マクロ的な需給バランスはゼロ%程度で横ばい圏の動きを続けてきたが、足元では改善の動き。16年度末以降プラスに転じ、その後はプラス幅を拡大</p> <p>③輸入物価は、原油などの国際商品市況の持ち直しがプラス方向に作用していく。為替はこのところの円安が価格上昇圧力を高める方向に作用する</p>
--	--	---

2. 上振れ要因・下振れ要因

	前回 (2016/11/1)	今回 (2017/1/31)
<p>経済の上振れ要因・下振れ要因</p>	<p>①海外経済の動向に関する不確実性</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>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</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>④今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向</p>	<p>①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向</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>④今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向</p>

3. 金融政策運営

	前回 (2016/11/1)	今回 (2017/1/31)
<p>第一の柱</p>	<p>消費者物価の前年比は、見通し期間の後半には、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。このように「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているとみられるものの、前回見通しに比べると幾分弱まっており、今後、注意深く点検していく必要がある。</p>	<p>消費者物価の前年比は、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。このように「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、<u>なお力強さに欠け</u>、引き続き注意深く点検していく必要がある。</p>
<p>第二の柱</p>	<p>経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、海外経済や中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に、下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強化を示す動きは観察されていない。また、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している。</p>	<p>経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、海外経済や中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に、下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強化を示す動きは観察されていない。また、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している。</p>
<p>金融政策運営</p>	<p>金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」</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」</p>



	<p>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>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

## 基礎的財政収支の黒字化目標は風前の灯に

### 潜在成長率は上方修正

1月25日の経済財政諮問会議に、「中長期の経済財政に関する試算」が提出された。これは、中長期的な経済財政政策を立案するうえでの基礎となるもので、半年に一度のペースでリバイスされている。

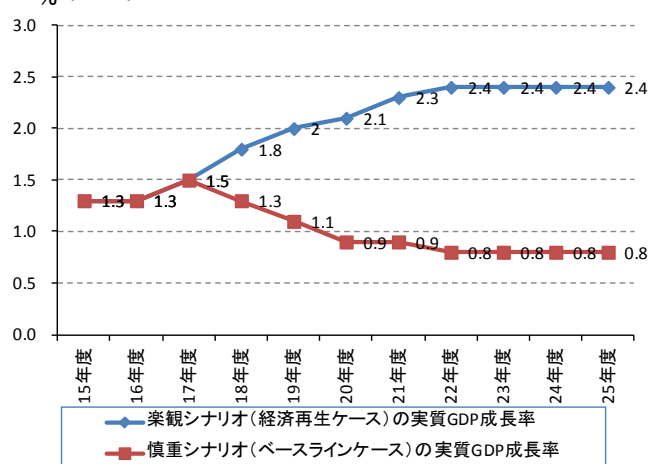
今回も前回同様、「経済再生ケース」と「ベースラインケース」の2通りのシナリオが提示されている。今回の主な変更点としてはまず、08SNAへの移行に伴い、潜在成長率が15年度の推計値で0.3%から0.8%へと、0.5%程度上方修正された点が挙げられる。内閣府によれば、内訳はTFP（全要素生産性）が0.8%、資本が0.1%、労働が0.0%とのことで、ほぼすべてがTFPの寄与分となっている。

### 成長率見通しはほぼ変わらず

もっとも、先行きの潜在成長率の予想まで上方修正しているわけではなく、予測年度終盤にかけて0.8%に収れんしていくとの見通しは前回と変わらない。中期経済見通しの場合、先行きの実質成長率は、通常は標準的な成長理論に従い、次第に潜在成長率にさや寄せされていくという姿になる。したがって、実質GDP成長率予想も前回とほとんど変わらず、20年度以降、見通し期間の最終年度の25年度まで、0.8~0.9%で推移する形になっている(図表1)。CPI（消費者物価指数）については、19年10月の消費増税を織り込んでいることもあり、20年度に1.7%まで上昇するものの、結局2%は達成できず、その後は1.2%での推移が続くという結果である(図表2)。

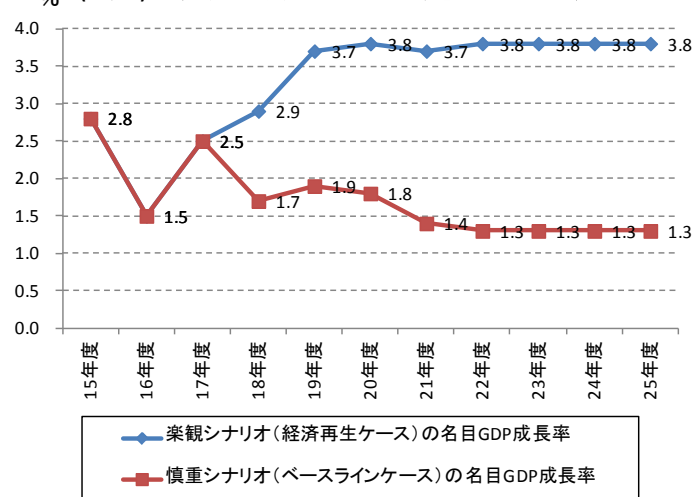
一方、経済再生シナリオの「楽観度」も前回から大きく変わっていない。実質GDP成長率は2.3~2.4%、名目GDP成長率は3.7~3.8%で推移するとの見通しである。消費者物価上昇率は、消費税の影響もあり19年度に2.5%まで上昇、21年度以降は最終年度にかけ2%の水準で推移する形になっている。まさにバラ色シナリオである。

図表1「中長期の経済財政に関する試算」の実質GDP成長率



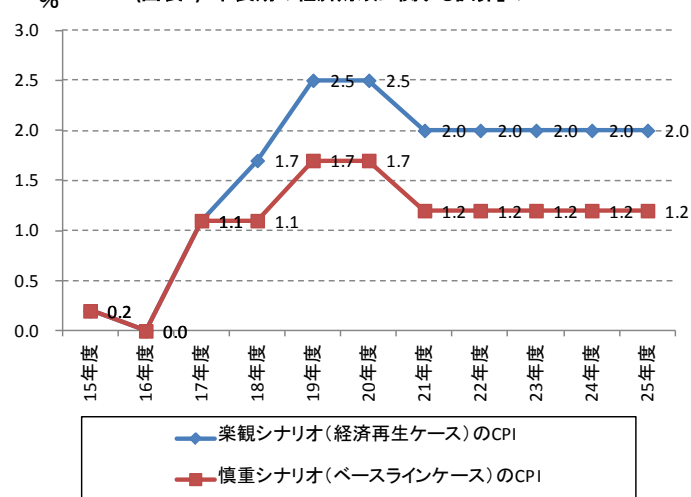
(出所)内閣府

図表2「中長期の経済財政に関する試算」の名目GDP成長率



(出所)内閣府

図表3「中長期の経済財政に関する試算」のCPI



(出所)内閣府

楽観シナリオの前提として、TFP 上昇率が、2020 年までに 2.2% 程度まで上昇していくとされているが、これは足元の水準の 3 倍近くある。この水準は、景気循環の第 10 循環から第 11 循環（1983 年 2 月から 1993 年 10 月の平均）に相当するとのことだが、これはバブル期を含む期間であり、時代背景が異なることを考えれば、実現性はきわめて低い。

**厳しい財政運営**

問題は、バラ色の経済再生シナリオでさえ、財政見通しはかなり厳しいという点である。政府は、20 年度に基礎的財政収支（プライマリー・バランス）の黒字化を目標としているが、ベースラインシナリオでは 20 年度に GDP 比▲1.9%（▲11.3 兆円）、経済再生シナリオでも▲1.4%（▲8.3 兆円）の赤字が残る（図表 4, 5）。経済再生シナリオでは、最終年度の 25 年度によやく基礎的財政収支の黒字化が実現するが、ベースラインシナリオでは 20 年度以降逆に悪化、最終 25 年度の GDP 比は▲2.5%（▲15.4 兆円）までマイナス幅が拡大する（図表 5）。

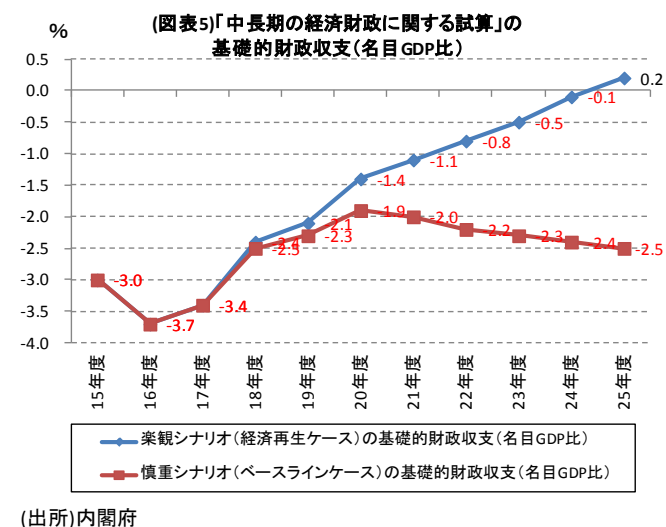
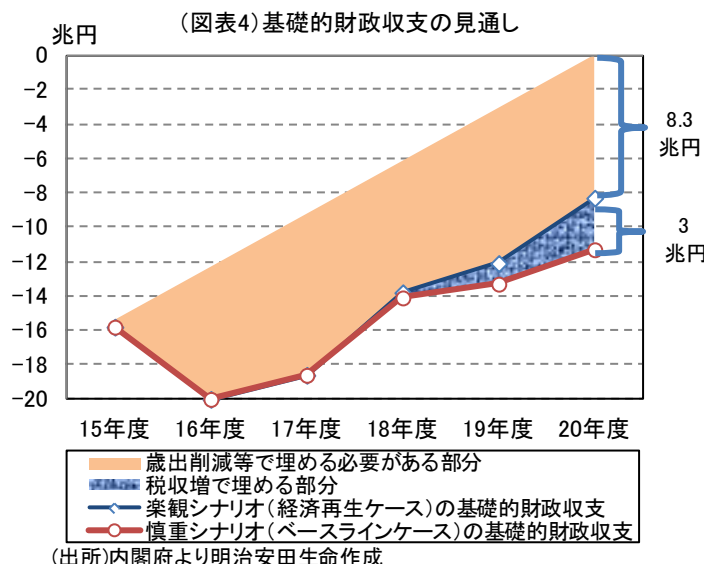
また、経済再生ケースでも、基礎的財政収支に利払い費を加えた財政収支をみると、20 年度の GDP 比▲3.0%から、25 年度の同▲3.6%まで徐々に悪化する形となっている。これは、景気の急回復に伴い、長期金利の急上昇を見込んでいるためである。25 年度の長期金利は 4.4%で、名目 GDP 成長率の 3.8%を上回る。

足元の長期金利の水準からみると、4%台という長期金利の水準は高く見えるが、CPI が 2%で安定するということが、インフレ期待も 2%で安定するということであり、実質 GDP 見通しも 2%台で安定するという前提の下では、4%台の長期金利もおかしくはない。そうした世界では、日銀も金融引締めへ転じているはずである。

そもそも、名目金利<名目 GDP の状態は、既存の国債を永遠に新規の国債発行で借り替えても財政の維持可能性が保たれる状態を意味することから（「動学的な非効率性」が生じている世界）、いずれは名目 GDP<長期金利という標準的な世界に戻ることを前提にするのは、見通しの立て方としては合理的である。

**「金融抑圧」は避けられないのか**

ただ、もしこうした相場展開になった場合、日銀が金融引き締めのためであっても手持ちの国債を売らず、場合に寄っては買い増しを行なう、「金融抑圧」的な世界に足を踏み入れざるを得なくなる可能性がありそうである。ただでさえ国債利回りが上昇に向かうなかで、日銀が大量の売り手



に回れば、それこそ市場が崩壊するリスクも否定できないためだ。もちろん、成功するかどうかはわからない。無理に名目金利を押さえれば、インフレ期待の上昇と実質金利の低下がスパイラル的な悪循環をもたらす可能性もある。

もし、20年度の基礎的財政収支が見通し以上に改善するとしたら、為替相場次第であろう。試算は、実質為替レートが18年度以降基本的に横ばいという前提を置いている。前提以上に円安が進み、輸出企業の業績改善で税収が大きく伸びれば、あるいは目標達成も不可能ではないかもしれないが、所詮為替に頼った回復は持続可能ではない。そもそも20年度は単なる通過点であり、一時的に達成しても意味がない。

### 歳出削減が不可避だが期待薄

今回の試算では、社会保障歳出は高齢化要因等で増加、それ以外の一般歳出は実質横ばいと想定されているが、とりわけ社会保障歳出の自然増を抑制しなければ、財政再建は困難である。今後、中期財政計画の立案にあたっては、一段の歳出削減策や歳入増加策を織り込んだ計画作りが望まれる。

ただ、安倍内閣が大胆な歳出削減に踏み込む姿は予想しづらい。むしろ、今年は年後半に向かうに従い、解散の足音が近づいてくることから、最近流行のFTPL（物価水準の財政理論）を論拠に、さらなる財政拡大に舵を切る可能性も考えられなくはない（表紙、「フォーカス」参照）。政策立案が過度に楽観的な方向に流れるリスクが現実味を増している。このままでも、オリンピックまでは上げ潮ムードが景気を支配するかもしれないが、宴の後は怖い。また、財政再建を確実に進めるために、本来であれば、ベースラインシナリオの下にもうひとつ、「慎重シナリオ」もほしいところである。（担当：小玉）



## 住宅投資は鈍化へ

### 住宅着工は鈍化へ

日本の住宅市場は底堅い。昨年7-9月期の民間住宅投資（GDPベース）は前期比+2.6%と、3四半期連続でプラスとなった（図表1）。低金利環境が続いていることや、節税対策を受けた貸家着工が増加したことなどが、下支えになったとみられる。

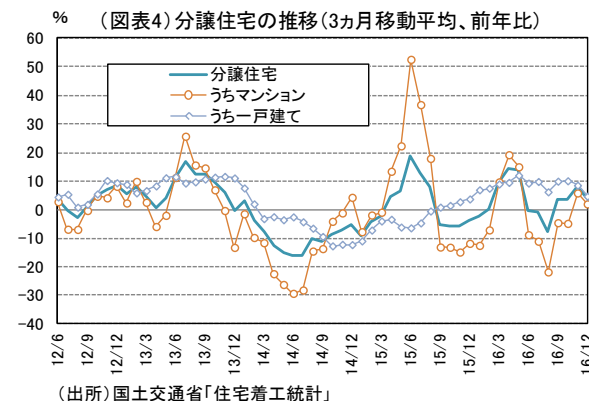
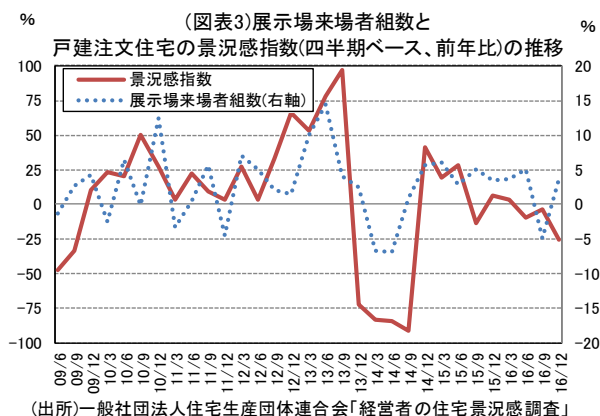
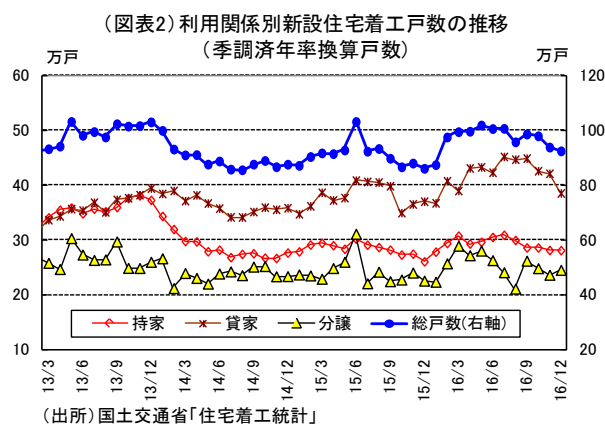
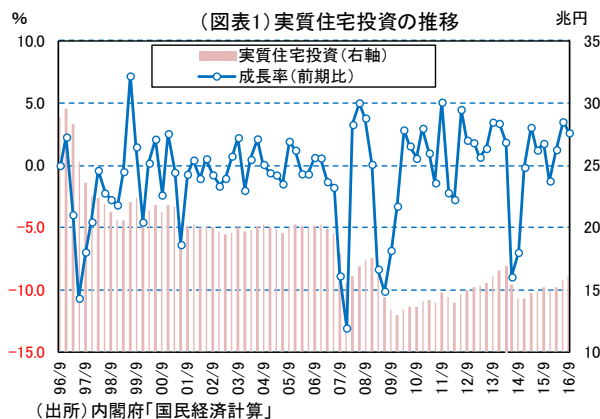
ただ、民間住宅投資に数ヵ月先行する住宅着工戸数を見ると、足元では鈍化傾向を強めている（図表2）。季節調整済年率換算戸数を見ると、昨年5月から7月にかけては100万戸を超え、消費増税前のピークに近い水準で推移していたものの、8月以降は100万戸を割り込み、12月は92万戸まで鈍化した。

### 持ち家着工は鈍化傾向が続く

住宅着工の動きを利用関係別に見ると、まず、持ち家着工戸数は昨夏以降、鈍化傾向で推移している。住宅生産団体連合会の「経営者の住宅景況感調査」によると、昨年10-12月期の戸建注文住宅の景況感指数（受注実績が前年と比べて「良い」と回答した割合-「悪い」と回答した割合を指数化）は▲25と、3四半期連続でマイナスとなるなど、悪化傾向が続いている（図表3）。展示場来場者組数は2四半期ぶりのプラスになるなど、展示場への来場者の大幅な落ち込みは見られないものの、住宅建築業者からは、「不透明感の続く国内景気の状態、住宅取得の先延ばし傾向がみられる」等、商談の長期化を懸念する声も出ている。今後も持ち家着工は、均せば緩やかな鈍化傾向が続くとみている。

### 建売住宅着工は安定した推移

分譲住宅着工戸数も、昨春以降、均せば減少傾向で推移している。分譲住宅を建売住宅（一戸建住宅）とマンションに分け、建売住宅の前年比ベース（3ヵ月移動平均）の推移を見ると、12月は前年比+4.7%と、16ヵ月連続のプラスとなった（図表4）。国土交通省の「不動産価格指数」を



見ると、2013年以降、「マンション」価格が上昇傾向で推移するなかでも、建売住宅が含まれる「戸建住宅」は、徹底した効率化による、低価格物件の供給により横ばい圏内の推移が続いている(図表5)。所得水準が上がりにくいなか、低価格物件への需要は根強いとみられ、建売住宅の着工は今後も安定した推移が続くとみている。

**マンション着工は減速傾向**

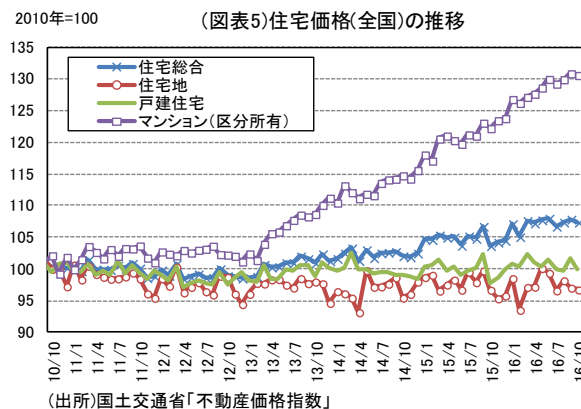
一方、マンション着工の動きを見ると、昨年12月は同+2.0%と、2ヵ月連続のプラスとなるなど、持ち直しの兆しもみえるものの、販売価格の高騰などが、販売環境の悪化につながっている。首都圏マンション市場の新規契約率を見ると、2016年は68.8%と、2009年以来、7年ぶりに好不調の境目とされる70%を下回ったほか、新規発売戸数も同▲11.6%と、3年連続で減少した(図表6)。こうしたなか、月末在庫数も増加傾向が続き、昨年12月末は前年比+11.3%の7,160戸と、25ヵ月連続でプラスとなっている。所得環境の回復ペースも鈍いなか、マンション業者は今後も慎重に物件供給を行なうとみられることから、マンション着工も減速傾向で推移するとみる。

**貸家着工は減少へ**

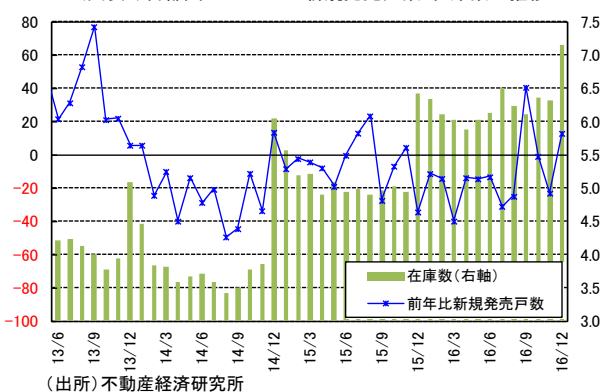
貸家着工戸数(季調済年率換算)は、2015年冬以降、増加傾向で推移してきたものの、夏場に回復が一服し、足元では逆に減速傾向を強めている。これまでの貸家着工を押し上げた要因として、2015年1月の相続税改正(基礎控除引き下げ)に伴う節税対策としてのアパート経営需要のほか、マイナス金利導入による借入環境の改善が挙げられる(図表7)。昨年1月に導入された日銀のマイナス金利政策により、10年物国債利回りはマイナス圏まで落ち込んだことで、ローン金利も一段の低下が進み、個人による貸出残高も大きく増加、貸家着工増につながった。

一方、足元では供給の大幅増に伴い、賃貸アパートの空室率の拡大を懸念する見方が強まっており、今後は、投資を慎重に進める動きが広がる可能性が高い。加えて、中長期的には少子高齢化

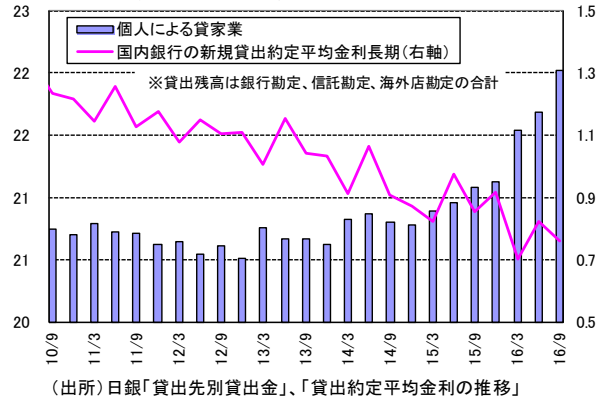
(図表5)住宅価格(全国)の推移



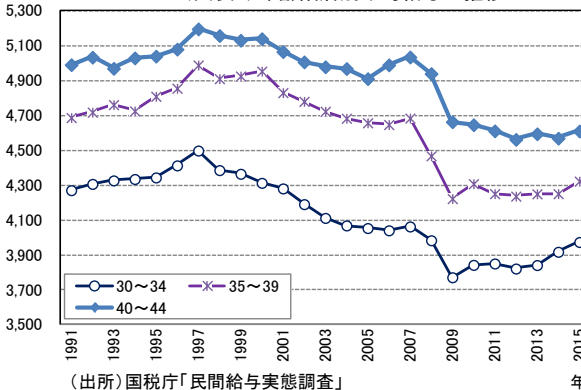
(図表6)首都圏マンションの新規発売戸数・在庫数の推移 千戸



(図表7)貸出残高と長期貸出平均金利



(図表8)年齢階層別平均給与の推移



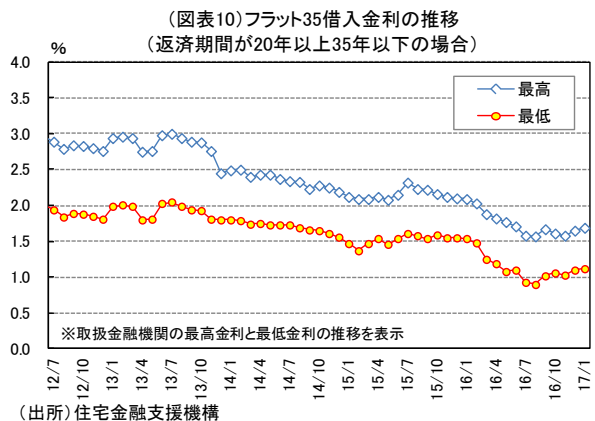
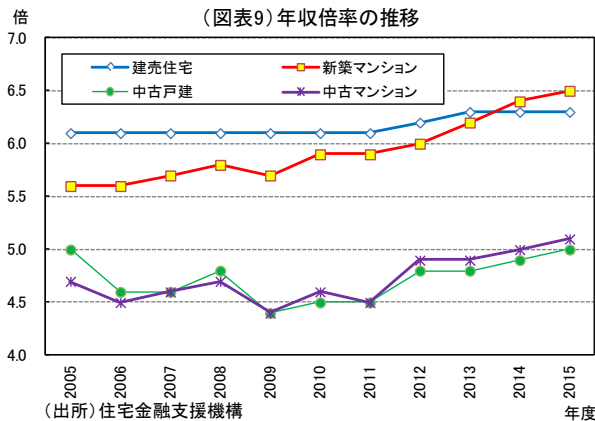
の進展に伴う世帯数の減少も見込まれることなども投資意欲の減退につながるとみており、貸家着工は減少傾向で推移するとみている。

**住宅取得能力の低下が足かせに**

住宅取得能力の低下も懸念されている。2015年度住宅市場動向調査によると、住宅の一次取得者層に占める世代別割合は、30歳代が最も高い。国税庁の「民間給与実態調査」を見ると、30-34歳は、2009年を底として改善しているものの、依然としてリーマン・ショック前の2007年の水準を下回っている(図表8)。より購買力のある35-39歳もリーマン・ショック前の水準を大きく下回っており、30-34歳よりも改善ペースは鈍い。こうした動きが新築住宅着工の下押し圧力としてはたらくとみている。住宅取得支援機構による調査を見ると、新築物件の年収倍率は、マンションで上昇が続くなか、住宅の取得能力の改善が見通しにくい状況となっている(図表9)。今後も、住宅購買力の低下が住宅投資の足かせになるとみる。

**住宅投資は鈍化傾向で推移**

足元では住宅ローン金利が上昇に向かっているものの、上昇幅はわずかである(図表10)。低金利環境に加えて、住宅ローン減税制度(10年間で一般住宅が最大400万円)や、戸建住宅向けのZEH補助金(1戸あたり125万円)などの各種住宅支援策なども、今後の住宅投資の下支え要因になるとみる(図表11)。ただ、所得環境の回復ペースの鈍さを背景に、消費者は引き続き慎重に物件購入を検討していくとみられるほか、貸家の減衰も見込まれることから、住宅着工は全体としては鈍化傾向で推移するとみている。2016年度は年度前半の着工増が寄与し、通年では昨年を上回る94万戸程度を見込むものの、2017年度は90万戸程度と予想する。2018年度は、2019年10月に予定される消費増税を控えた駆け込み的な動きが出てこよう。前回の消費増税時には増税の2四半期前から着工増の動きが強まったことから、今回も同様に2018年度末にかけて駆け込み需要が発生するとみる。ただ、前回の増税ですでに需要の先食いが出ていたほか、増税幅も2%にとどまることから、押し上げ効果は限定的とみており、通年では前年度と同程度の90万戸を予想する。(担当：磯部)



(図表11) 住宅にかかる各種政策措置の推移

	16/4~16/6~	16/11~18/8	19/10~	20/4~	20/4~20/12
消費増税スケジュール	増税延期		8%→10%		
住宅ローン減税(一般住宅)	借入金の年末残高(限度額4,000万円)の1%を税額控除		10年間で最大400万円の税額控除		
住宅ローン減税(優良住宅)	借入金の年末残高(限度額5,000万円)の1%を税額控除		10年間で最大500万円の税額控除		
すまい給付金(給付基礎額)	10~30万円(消費税率8%、収入額目安510万円以下)		10~50万円(消費税率10%、収入額目安775万円以下)		
贈与税の非課税限度額(省エネ等住宅)	1,200万円		3,000万円(消費税率10%)		1,500万円(消費税率10%)
ZEH補助金	1戸あたり125万円				

(出所)財務省、国土交通省等より明治安田生命作成

1月31日－2月1日開催のFOMCについて

政策金利はすえ置き

1月31日－2月1日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジが0.50－0.75%（中央値0.625%）ですえ置かれた。

最近のFRB（米連邦準備制度理事会）幹部の発言を見ると、金融危機後の資産買入れ策によって積み上がった保有資産（約4.4兆ドル）の縮小に関するコメントが目立つが、今回はこの件について言及はなかった（図表1）。

（図表1）FRBのバランスシートに関するFRB幹部の主な発言（抜粋）

2017/1/9	・ボストン連銀のローゼングレン総裁 引き締めをすべて短期金利で行なうのではなく、一部をバランスシート調整を通じて実施することが正当
2017/1/12	・セントルイス連銀のブラード総裁 バランスシート政策の調整は、利上げの道筋のみに重点を置くことなく、金融政策を正常化する方法としてとらえられる可能性がある
2017/1/12	・ダラス連銀のカプラン総裁 バランスシート縮小について、少なくともどのような行動をとるか計画について議論を始めることは妥当
2017/1/20	・フィラデルフィア連銀のハーカー総裁 FFレートが1%に達する可能性があり、保有する債券の償還資金の再投資停止を検討する必要がある

（出所）各種報道より明治安田生命作成

景気の現状判断は前回の内容をほぼ踏襲

声明文では、現状の景気判断は、前回（12月13－14日開催のFOMC）の「緩やかなペースで拡大」がすえ置かれた。労働市場についても、「力強さを増し続け」との一節が維持されたほか、雇用者数の伸びは「堅調」がすえ置かれた。失業率については、「低下した」から、「最近の低水準近くにとどまった」へと、表現変更されたが、労働市場が堅調であるとの見方に変更はなかった。

需要項目別では、個人消費は「緩やかに増加した」、設備投資については「軟調」と、いずれも判断は変わらなかった。一方、今回の声明文では、「消費者と企業の景況感を示す指標は最近、改善した」との一文が付け加えられ、昨年11月に行なわれた米大統領選後の消費者・企業マインドが改善しているとの見方が示された。

インフレ見通しに自信

インフレの現況判断は、「これまでのエネルギー価格とエネルギー以外の輸入物価の低下を一部反映して、委員会の長期的な到達点である2%を下回っている」との一節のうち、「これまでのエネルギー価格とエネルギー以外の輸入物価の低下を一部反映して」が削除。エネルギー価格と輸入物価の低下による物価の下押し圧力が和らいだとの判断が示された。

一方、インフレ期待を示す市場の指標については、「大幅に上昇したが、依然として低いまま」のうち、「大幅に上昇したが」との文言が削除され、インフレ期待を示す指標の上昇には歯止めがかかっているとの見方が示された。

今後の見通しのパラグラフでは、「経済活動は緩やかなペースで拡大」、「労働市場の状況はさらに幾らか力強さを増す」との見方に変更はなかった。一方、インフレ見通しについては、「過去のエネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な要因が解消し、労働市場がさらに力強さを増すにつれ、中期的に2%へ上昇する」との一文のうち、「過去のエネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な要因が解消し、労働市場がさらに力強さを増すにつれ」が削除され、今後のインフレの上昇に自信を持っている様子が示された。

FOMC 投票権者が交代

今回の会合から、FOMC投票権者のうち、4名が輪番制で入れ替わった（図表2）。強力なタカ派で知られるジョージ・カンザスシティ連銀総裁とメスター・クリーブランド総裁が交代した一方、ハト派寄りのエバンス・シカゴ連銀総裁が投票権者として加わったことで、FOMC投票メンバーはタ

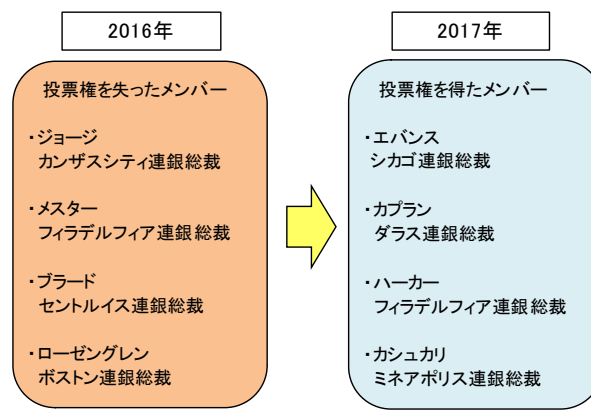


カ派色が和らいだとみられる。

**利上げペースは年2回程度を予想**

今回のFOMCでは、政策金利がすえ置かれたほか、トランプ大統領の経済政策が明確になっていないなか、踏み込んだ内容は示されなかった。もっとも、緩和的な金融環境が続いていることや、トランプ大統領が掲げる減税策などの効果も期待できることから、米国景気は堅調に推移するとみている。FRBは、2017年に利上げを2回程度行なうと予想する。(担当：信本)

(図表2) 輪番制に伴うFOMC投票権者の異動



(出所)FRBより明治安田生命作成

**<別紙>FOMC 声明文 (下線部は前回と今回の主な相違点)**

前回 2016/12/13-14	今回 2017/1/31-2/1
<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 <u>been expanding at a moderate pace since mid-year</u>. Job gains <u>have been solid in recent months</u> and the unemployment rate <u>has declined</u>. Household spending <u>has been rising moderately</u> but business fixed investment has remained soft. Inflation has increased <u>since earlier this year</u> but is still below the Committee's 2 percent longer-run objective, <u>partly reflecting earlier declines in energy prices and in prices of non-energy imports</u>. Market-based measures of inflation compensation <u>have moved up considerably but still are low</u>; most survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance, <u>in recent months</u>.</p> <p>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、経済活動が年央から<u>緩やかなペースで拡大してきたことを示している</u>。雇用者数の伸びは<u>ここ数ヵ月堅調</u>であり、失業率は<u>低下</u>した。個人消費は<u>緩やかに増加</u>したが、設備投資は引き続き軟調だった。インフレは年初から上昇したが、<u>これまでのエネルギー価格とエネルギー以外の輸入物価の低下を一部反映して</u>、委員会の長期的な到達点である2%を下回っている。インフレ期待を示す市場の指標は<u>大幅に上昇したが、依然として低いままであり</u>、大半の調査に基づく長期的なインフレ期待の指標は<u>ここ数ヵ月</u>、総じてほとんど変わらなかった。</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 <u>continued to expand at a moderate pace</u>. Job gains <u>remained solid</u> and the unemployment rate <u>stayed near its recent low</u>. Household spending has <u>continued to rise moderately while business fixed investment has remained soft</u>. <u>Measures of consumer and business sentiment have improved of late</u>. Inflation increased <u>in recent quarters</u> but is still below the Committee's 2 percent longer-run objective. Market-based measures of inflation compensation <u>remain low</u>; most survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p> <p>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、経済活動が<u>緩やかなペースで拡大し続けてきたことを示している</u>。雇用者数の伸びは<u>引き続き堅調</u>であり、失業率は<u>最近の低水準近くにとどまった</u>。個人消費は<u>緩やかに増加し続けたが</u>、設備投資は引き続き軟調だった。<u>消費者と企業の景況感を示す指標は最近、改善した</u>。インフレは<u>ここ数四半期で上昇したが</u>、委員会の長期的な到達点である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、大半の調査に基づく長期的なインフレ期待の指標は総じてほとんど変わらなかった。</p>
<ポイント>	

- ・現状の景気判断は、前回の「緩やかなペースで拡大」がすえ置かれた
- ・労働市場についても、「力強さを増し続け」との一節が維持されたほか、雇用者数の伸びは「堅調」がすえ置かれた。失業率については、「低下した」から、「最近の低水準近くにとどまった」へと、表現変更されたが、労働市場が堅調であるとの見方に変更なし
- ・需要項目別では、個人消費は「緩やかに増加した」、設備投資については「軟調」と、いずれも判断は変わらず
- ・今回の声明分から、「消費者と企業の景況感を示す指標は最近、改善した」との一文が付け加えられ、昨年11月に行なわれた大統領選後の消費者・企業マインドが改善しているとの見方が示された
- ・インフレの現況判断は、「これまでのエネルギー価格とエネルギー以外の輸入物価の低下を一部反映して、委員会の長期的な到達点である2%を下回っている」との一節のうち、「これまでのエネルギー価格とエネルギー以外の輸入物価の低下を一部反映して」が削除。エネルギー価格と輸入物価の低下による物価の下押し圧力が和らいだとの判断が示された
- ・一方、インフレ期待を示す市場の指標については、「大幅に上昇したが、依然として低いまま」のうち、「大幅に上昇したが」が削除。インフレ期待を示す指標の上昇には歯止めがかかっているとの見方が示された

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market conditions will strengthen somewhat further. Inflation is expected to rise to 2 percent over the medium term as the transitory effects of past declines in energy and import prices dissipate and the labor market strengthens further. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.

法で定められた責務に基づき、委員会は雇用の最大化と物価安定の促進をめざしている。委員会は、金融政策のスタンスを緩やかに調整することによって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況はさらに幾らか力強さを増すと予想している。インフレは、過去のエネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な要因が解消し、労働市場がさらに力強さを増すにつれ、中期的に2%へ上昇すると予想される。景気見通しに対する短期的なリスクは概ね安定しているとみられる。委員会は、インフレ動向、および世界経済と金融情勢を引き続き注視する。

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, labor market conditions will strengthen somewhat further, and inflation will rise to 2 percent over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.

法で定められた責務に基づき、委員会は雇用の最大化と物価安定の促進をめざしている。委員会は、金融政策のスタンスを緩やかに調整することによって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況はさらに幾らか力強さを増すとともに、インフレは中期的に2%へ上昇すると予想している。景気見通しに対する短期的なリスクは概ね安定しているとみられる。委員会は、インフレ動向、および世界経済と金融情勢を引き続き注視する。

<ポイント>

- ・今後の見通しについては、「経済活動は緩やかなペースで拡大」、「労働市場の状況はさらに幾らか力強さを増す」との見方に変更なし
- ・一方、インフレ見通しは、「過去のエネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な要因が解消し、労働市場がさらに力強さを増すにつれ、中期的に2%へ上昇する」との一文のうち、「過去のエネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な要因が解消し、労働市場がさらに力強さを増すにつれ」が削除

In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 1/2 to 3/4 percent. The stance of monetary policy remains

In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 1/2 to 3/4 percent. The stance of monetary policy remains

<p>accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a return to 2 percent inflation.</p>	<p>accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a return to 2 percent inflation.</p>
<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. In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully monitor actual and expected progress toward its inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</p>	<p>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. In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully monitor actual and expected progress toward its inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</p>
<p>労働市場の状況とインフレの実績と見通しを踏まえ、委員会はFFレートの誘導目標レンジを0.5-0.75%へ引き上げることを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、労働市場のさらなる幾らかの強まりと、2%のインフレへの回帰を支える。</p>	<p>労働市場の状況とインフレの実績と見通しを踏まえ、委員会はFFレートの誘導目標レンジを0.5-0.75%へすえ置くことを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、労働市場のさらなる幾らかの強まりと、2%のインフレへの回帰を支える。</p>
<p>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。インフレが現時点で2%に届いていないことを踏まえ、委員会はインフレ目標に向けた実際の実績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しか正当化しない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</p>	<p>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。インフレが現時点で2%に届いていないことを踏まえ、委員会はインフレ目標に向けた実際の実績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しか正当化しない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</p>

<p>道筋は、今後入手するデータによる経済見通し次第である。</p>	<p>道筋は、今後入手するデータによる経済見通し次第である。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・FF レートの誘導目標レンジは 0.50-0.75%がすえ置かれた</li> <li>・「金融政策のスタンスは引き続き緩和的」、「経済状況がFF レートの緩やかな引き上げしか正当化しない形で進む」、「FF レートは当面、長期に達成すると見込まれる水準を下回って推移する可能性が高い」との一文に変更はなく、利上げペースはゆっくりとしたものになるとの見方に変更なし</li> <li>・一方、今回の利上げについては、「経済状況の実績と見通しを評価する」、「今後入手するデータによる経済見通し次第」との一節がすえ置かれ、利上げは今後の経済指標次第との姿勢もすえ置かれた</li> </ul>	
<p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p>	<p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p>
<p>委員会は保有する政府機関債や住宅ローン担保証券からの償還資金を住宅ローン担保証券に再投資し、償還を迎える国債を入札でロールオーバーする現在の政策を維持し、FF レートの水準が十分正常化するまで、継続すると予測している。大規模な長期債保有を維持する委員会の政策は、緩和的な金融環境を維持していくことにつながるだろう。</p>	<p>委員会は保有する政府機関債や住宅ローン担保証券からの償還資金を住宅ローン担保証券に再投資し、償還を迎える国債を入札でロールオーバーする現在の政策を維持し、FF レートの水準が十分正常化するまで、継続すると予測している。大規模な長期債保有を維持する委員会の政策は、緩和的な金融環境を維持していくことにつながるだろう。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・保有債券の償還資金の再投資は継続</li> <li>・再投資については、「FF レートの水準が十分正常化されるまで、継続すると予測している」がすえ置かれ、FRB のバランスシートを今後も維持するとの方針に変更なし</li> </ul>	
<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; <u>James Bullard</u>; Stanley Fischer; <u>Esther L. George</u>; <u>Loretta J. Mester</u>; Jerome H. Powell; <u>Eric Rosengren</u>; and Daniel K. Tarullo.</p>	<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; <u>Charles L. Evans</u>; Stanley Fischer; <u>Patrick Harker</u>; <u>Robert S. Kaplan</u>; <u>Neel Kashkari</u>; Jerome H. Powell; and Daniel K. Tarullo.</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、<u>ブラード総裁</u>、<u>フィッシャー副議長</u>、<u>ジョージ総裁</u>、<u>メスター総裁</u>、<u>パウエル理事</u>、<u>ローゼングレン総裁</u>、<u>タルーロ理事</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、<u>エバンス総裁</u>、<u>フィッシャー副議長</u>、<u>ハーカー総裁</u>、<u>カプラン総裁</u>、<u>カシュカリ総裁</u>、<u>パウエル理事</u>、<u>タルーロ理事</u>。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・2 会合連続で全会一致</li> <li>・投票権者 4 名（ブラード・セントルイス総裁、ジョージ・カンザスシティ連銀総裁、メスター・クリーブランド連銀総裁、ローゼングレン・ボストン連銀総裁）が輪番制で交代</li> <li>・今回の会合から、エバンス・シカゴ連銀総裁、カプラン・ダラス連銀総裁、ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が投票権者となる</li> </ul>	

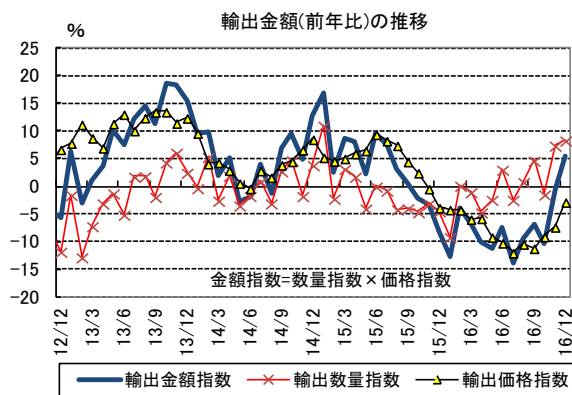


主要経済指標レビュー (1/23~2/3)

《日 本》

○ 12月貿易統計 (1月25日)

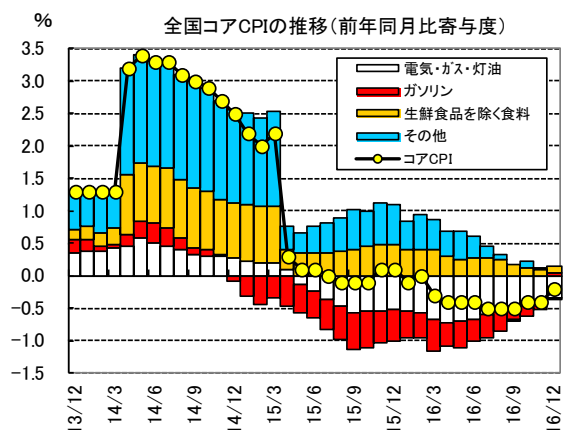
12月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+5.4%と、15ヵ月ぶりのプラスとなった。輸出金額を価格と数量に分解すると、輸出の実勢を示す輸出数量は同+8.4%と、2ヵ月連続のプラスとなり、プラス幅も前月から拡大した。直近5ヵ月で4回目のプラスであり、輸出が底打ちし、回復に向かっている様子が改めて示された。主力の米国向けが同+5.2%、EU向けが同+3.5%、中国向けが同+20.7%と、主要地域向けがいずれもプラスとなったが、とりわけ中国の高い伸びが全体を押し上げた。今後も米国を中心とする海外景気の回復などに支えられ、2017年度にかけての日本の輸出の実勢は緩やかな持ち直し傾向で推移すると予想する。



(出所)財務省「貿易統計」

○ 12月全国消費者物価指数 (1月27日)

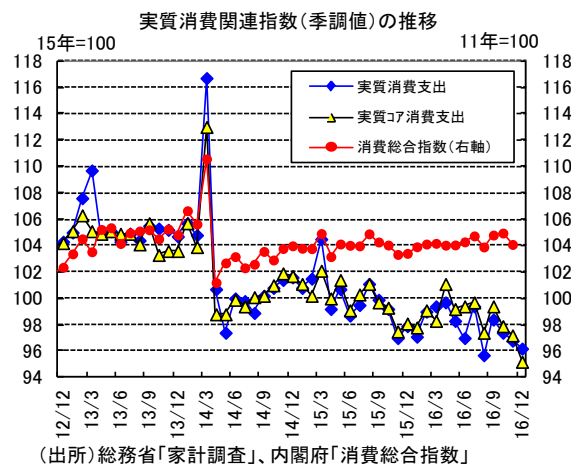
12月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比▲0.2%と、9ヵ月連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は11月の同▲0.4%を下回った。コアCPI(食料(酒類除く)・エネルギーを除く消費者物価指数)も同0.0%と、11月の同+0.1%からやはり伸び幅が縮小した。コアCPIのマイナス幅縮小の要因は、エネルギー価格でほとんど説明でき、一般物価のトレンドが全体として上向き兆しはみられない。ただ、1月の東京都区部の1月(中旬速報値)の結果をみると、エネルギー以外に、被服及び履物、教養娯楽などに上昇の兆しが見える。秋以降の円安の影響が一部品目で顕在化してきた可能性もある。



(出所)総務省「消費者物価指数」

○ 12月個人消費関連統計 (1月31日)

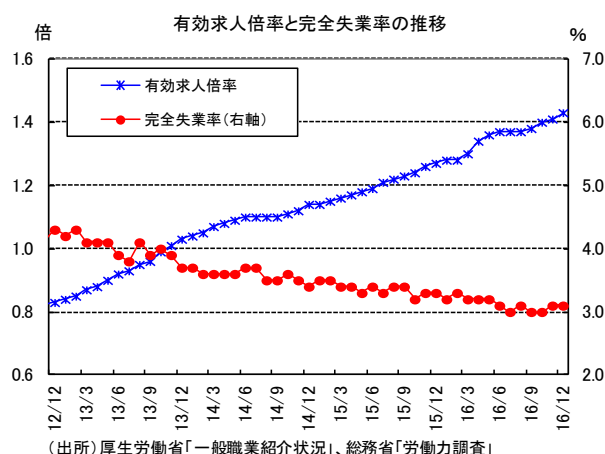
12月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比▲0.3%と、10ヵ月連続のマイナスとなったものの、11月の同▲1.5%からマイナス幅が縮小した。一方、季調値前月比では▲0.6%と、3ヵ月連続の減少となっており、個人消費の回復力の弱さが示された。12月は天候不順に伴う生鮮食品価格の高騰などもあって、家計の節約志向が強まったことも大きい。ただ、勤労者世帯の実質個人消費が前年比+2.2%と、8ヵ月ぶりのプラスとなるなど、一部には明るさもみえる。今後の個人消費は、所得環境の回復ペースが緩やかななか、第2次補正予算や、最低賃金の引き上げに向けた政府支援などのさまざまな政策も下支えとなって、緩やかな回復が続くと予想する。



(出所)総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」

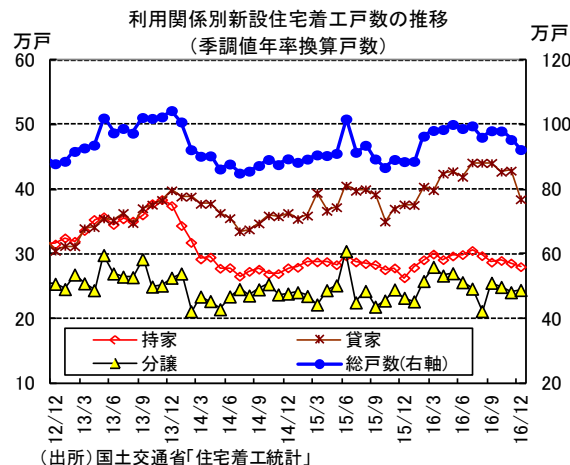
○ 12月雇用関連統計（1月31日）

12月の雇用関連統計を見ると、完全失業率（季調値）は3.1%と、前月から横ばいとなった。就業者数が前月差+31万人、失業者数が同+4万人と増加する一方、非労働力人口は同▲35人減少し、労働参加率が改善するなかでの失業率の横ばいとなっており、内容的には良好といえる。有効求人倍率（季調値）も1.43倍と、前月から0.02ポイント上昇、1991年7月以来の高水準を維持している。少子高齢化が進展し、生産年齢人口が減少傾向で推移するなか、今後も労働需給の引き締め傾向が続くとみられる。一方、企業側の採用ニーズは、非正規や賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っている傾向が続いていることから、全職種平均でみた賃金上昇ペースも緩やかと予想する。



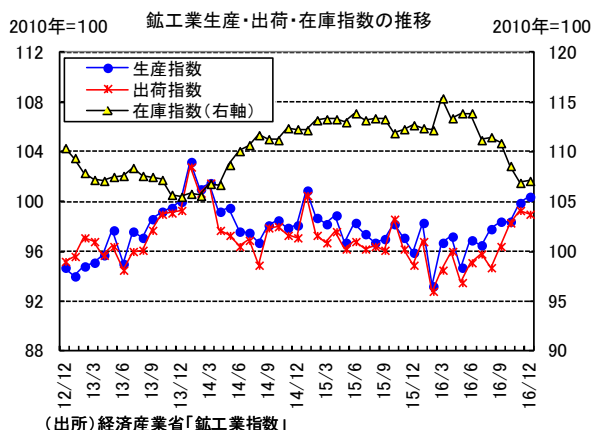
○ 12月新設住宅着工戸数（1月31日）

12月の新設住宅着工件数（季調値）は前月比▲3.2%と、3ヵ月連続のマイナスとなった。利用関係別に見ると、分譲が同+1.4%と、3ヵ月ぶりのプラスとなったものの、持ち家は同▲1.9%と、2ヵ月連続のマイナス。貸家も同▲10.3%と、前月の同+0.4%から大幅マイナスに転じ、貸家需要が一服している様子が示された。今後も、住宅ローン減税制度などの各種住宅支援策や、低金利環境が下支え材料になるとみるものの、所得環境の回復ペースの鈍さを受け、消費者は慎重に物件購入を進めると予想する。相続税対策を受けた貸家の節税需要も減衰していくとみており、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



○ 12月鉱工業生産指数（1月31日）

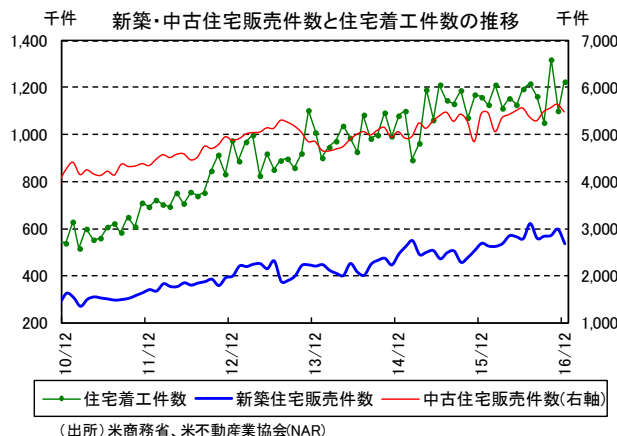
12月の鉱工業生産指数（季調値）は前月比+0.5%となった。経済産業省による基調判断は「生産は持ち直しの動き」が維持された。四半期ベースでは、10-12月期は前期比+2.0%と、3期連続のプラスとなり、プラス幅も拡大が続いている。生産予測調査でも、1月が前月比+3.0%、2月も同+0.8%と、増産が続く見通しとなっており、今後も生産は緩やかな回復傾向の持続を見込む。個人消費の回復力が弱いため、内需にけん引された生産増は期待しにくいものの、米国景気が堅調なこと、円安で輸出企業の業績改善が見込まれることなどから、均せば小幅のプラスが続くと予想する。ただ、トランプ政権の保護主義的政策は先行きのリスクとなる。



《米 国》

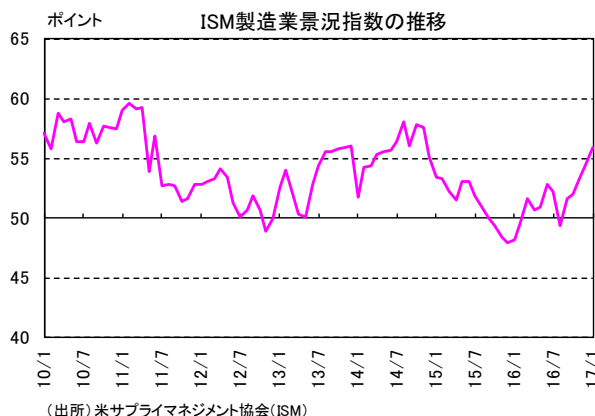
○ 12月住宅販売・着工件数（1月19, 25, 26日）

12月の米新築住宅販売は年率換算で53.6万戸、前月比▲10.4%と、4ヵ月ぶりに減少し、市場予想（年率換算58.3万戸）を大きく下回った。中古住宅販売も年率換算で549万戸、同▲2.8%と、4ヵ月ぶりに減少した。一方、住宅着工件数は年率換算で122.6万戸、同+11.3%と、11月が大幅減だった反動などから、2ヵ月ぶりに増加。先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で121.0万戸、同▲0.2%と、2ヵ月連続で減少したものの、基調を示す一戸建て住宅着工許可件数は5ヵ月連続で増加した。雇用者数の増加が続いていることや、緩和的な金融環境などに支えられ、今後の住宅販売は持ち直しに向かうとみる。



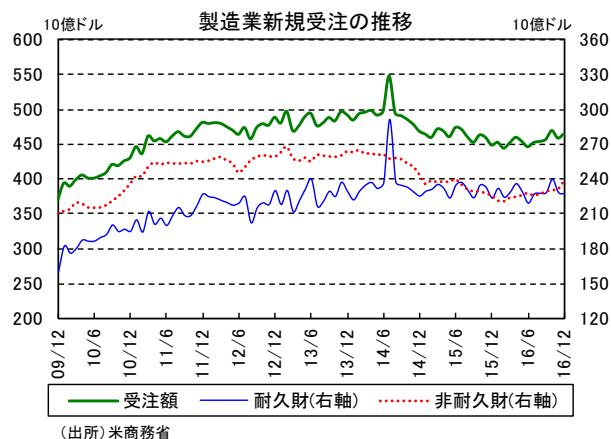
○ 1月ISM製造業景況指数（2月1日）

1月のISM製造業景況指数は56.0と、5ヵ月連続で上昇し、市場予想（55.0）をも上回った。拡大を示した業種は、「機械」、「PC・電子部品」など18業種中12業種で、12月の11業種から増加。調査対象企業からは、前向きなコメントが多く寄せられた。構成項目別に見ると、生産が5ヵ月連続で上昇したほか、新規受注も3ヵ月連続で上昇。雇用は5ヵ月連続の上昇となった。今後は、海外景気の先行き不透明感などが企業景況感の低下要因になるとみるが、個人消費を中心に内需の改善が続いていることなどから、引き続き回復傾向を維持すると予想する。



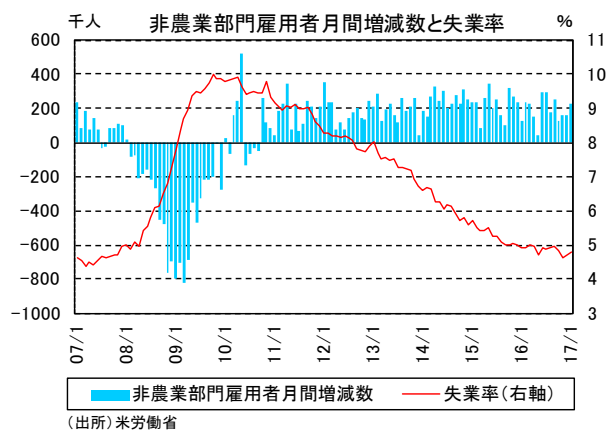
○ 12月製造業新規受注（2月3日）

12月の製造業新規受注は前月比+1.3%と、2ヵ月ぶりに増加した。除く輸送機器ベースでも、前月比+2.1%と、5ヵ月連続の増加となった。耐久財は同▲0.5%と、航空機が落ち込んだ結果、2ヵ月連続で減少したものの、非耐久財は同+3.1%と、石油などが堅調に推移したことで、5ヵ月連続で増加。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）は同+0.7%と、3ヵ月連続の増加となった。海外景気の先行き不透明感などが引き続き新規受注の下押し要因となるとみるが、エネルギー関連企業の業績悪化傾向には歯止めがかかっていることから、今後も改善傾向が続くとみる。



○ 1月雇用統計 (2月3日)

1月の非農業部門雇用者数は前月比+22.7万人と、増加幅が4ヵ月ぶりに20万人の大台を超え、市場予想(同+18.0万人)をも上回った。失業率は12月の4.7%から4.8%へと、2ヵ月連続で上昇したものの、失業率の上昇は、職探しを再開した人が増加したことも影響しているとみられる。一方、時間当たり賃金は前年比+2.5%と、12月の同+2.8%から伸び幅が縮小した。1月の雇用統計は、雇用者数が堅調に推移する一方、賃金の伸び率が鈍化するなど、強弱入りまじる内容であったが、緩和的な金融環境などに支えられ、雇用環境は今後も改善傾向が続くと予想する。

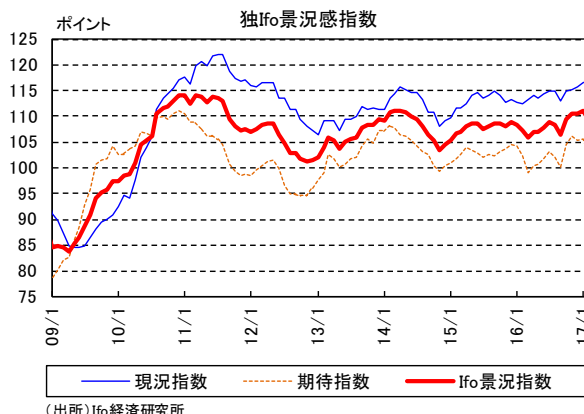




《欧 州》

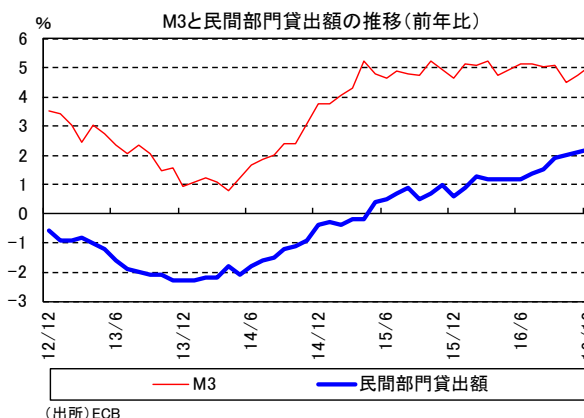
○ 1月ドイツIfo景況感指数 (1月25日)

1月のドイツ Ifo 景況感指数は 109.8 と、3 年弱ぶりの高水準だった 12 月の 110.0 から低下した。内訳を見ると、現況指数が 116.7→116.9 と、5 ヶ月連続で上昇した一方、期待指数は 105.5→103.2 と、2 ヶ月ぶりに低下した。産業別では、小売業が 9.4→5.8、卸売業が 17.9→14.7 と、いずれも 3 ヶ月ぶりに低下。製造業が 15.4→13.8 と、2 ヶ月ぶりに低下したほか、建設業も 13.1→10.7 と、10 ヶ月ぶりに低下した。新興国景気への懸念や欧米の政治リスクは残るものの、緩和的な金融環境が続いていることから、ドイツ景気は回復傾向が続くと予想する。



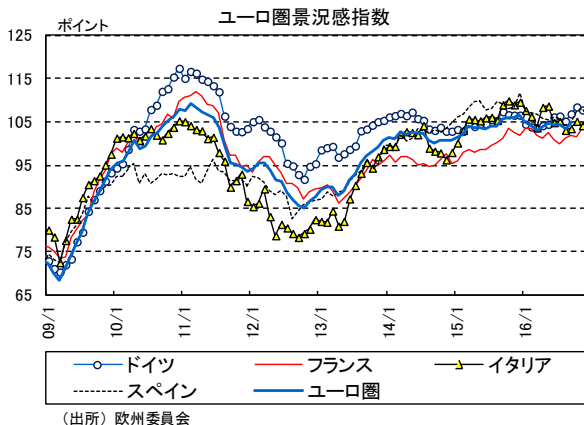
○ 12月ユーロ圏マネーサプライ (1月27日)

12月のユーロ圏マネーサプライ (M3) は前年比+5.0%と、前月の同+4.8%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額も同+2.2%と、前月の同+2.1%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同+2.1%→+2.2%と、2 ヶ月連続でプラス幅が拡大。非金融企業向けも同+1.8%→+2.0%と、4 ヶ月連続でプラス幅が拡大した。ECB による量的緩和策などを背景に、銀行の貸出態度が緩和しているほか、貸出金利も低下傾向にあることなどから、ユーロ圏民間向け貸出は今後も緩やかな回復が続くとみている。



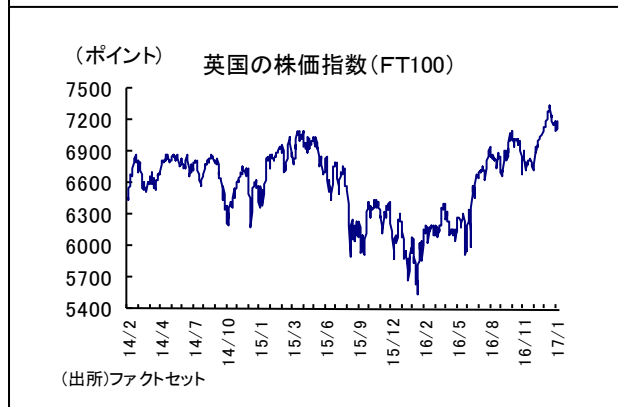
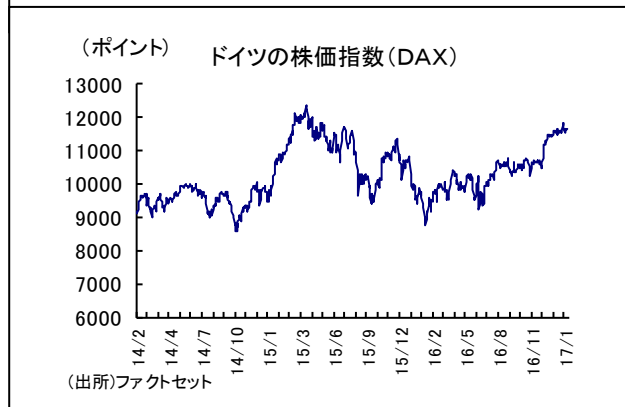
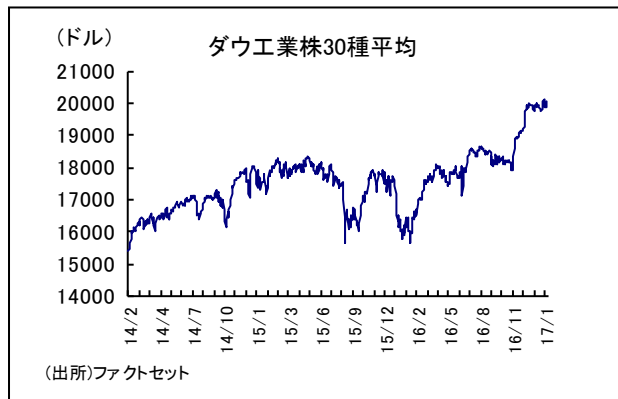
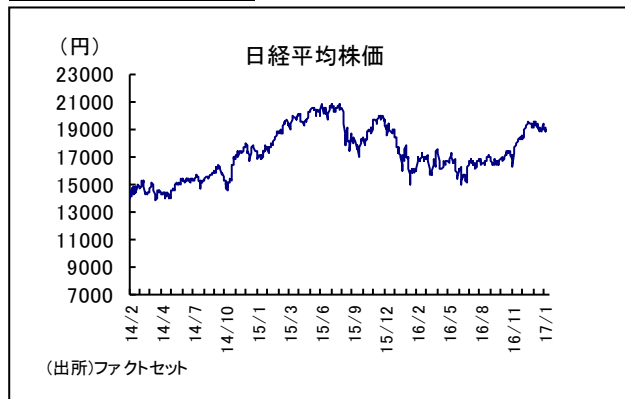
○ 1月ユーロ圏景況感指数 (1月30日)

1月のユーロ圏景況感指数は 107.9 と、5 ヶ月連続で改善した。構成項目別に見ると、サービス業景況感が 13.1→12.9、建設業景況感が▲12.1→▲12.8、小売業が 3.5→2.2 と、いずれも悪化。一方、鉱工業景況感が 0.0→0.8、消費者信頼感が▲5.1→▲4.9 と、ともに改善した。主要国別では、ドイツが 109.4→109.1、フランスが 105.5→104.9 と、ともに悪化したものの、イタリアは 104.3→105.6、スペインは 106.0→107.4 と、いずれも改善した。各国政局の先行き不透明感が残るものの、ECB による緩和的な金融政策が景気を下支えしていることなどから、今後も景況感指数は持ち直し傾向で推移するとみる。

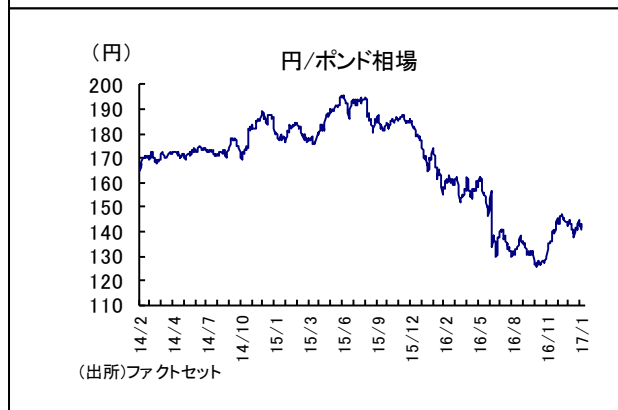
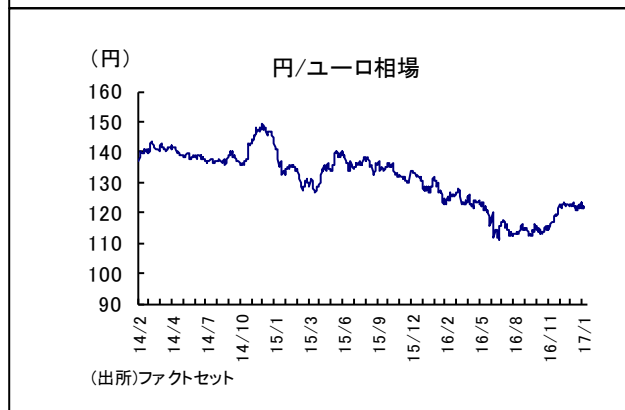
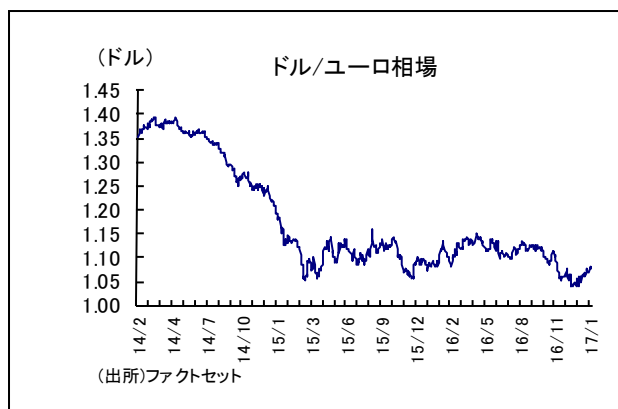
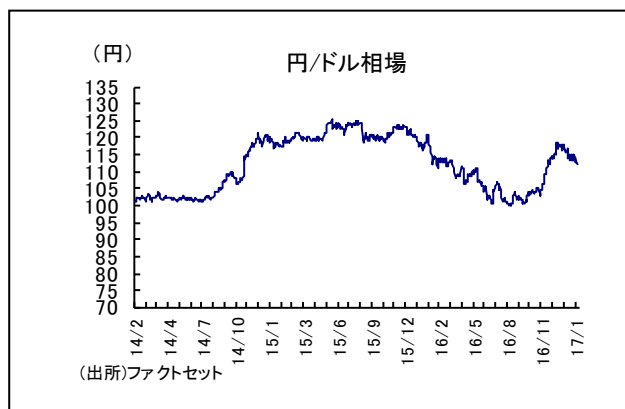


日米欧マーケットの動向 (2017年2月6日現在)

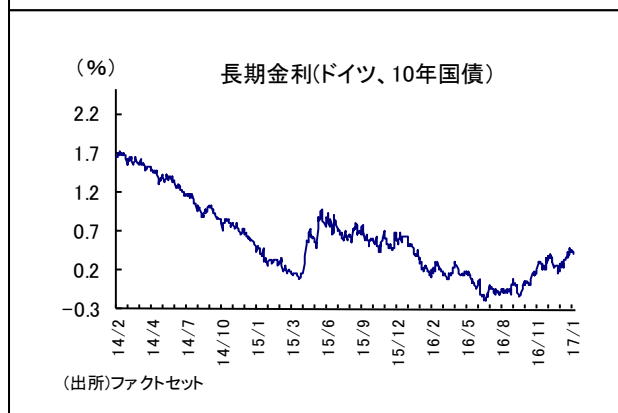
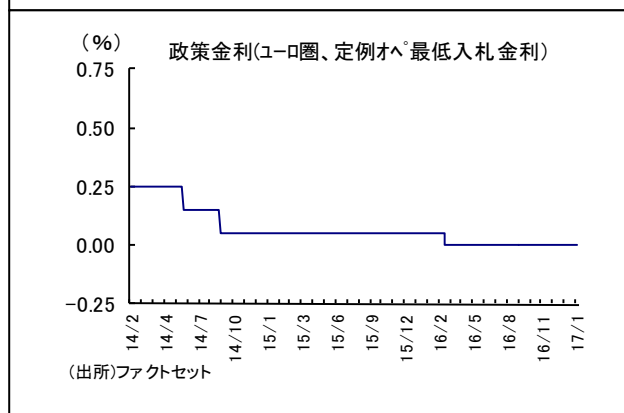
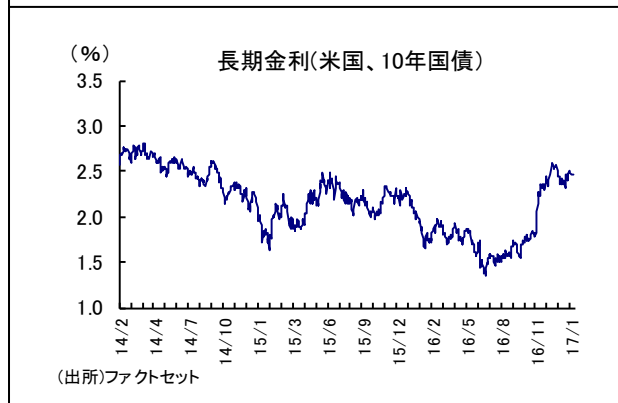
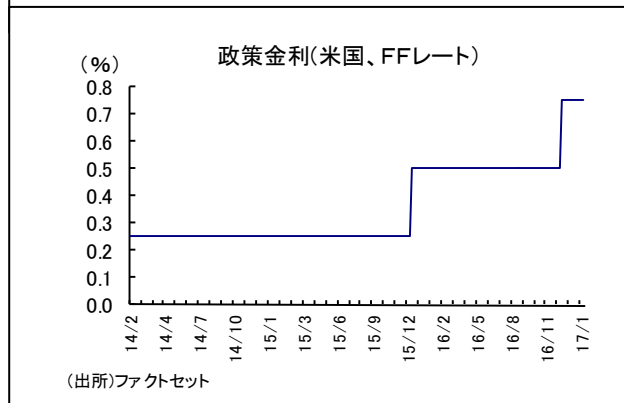
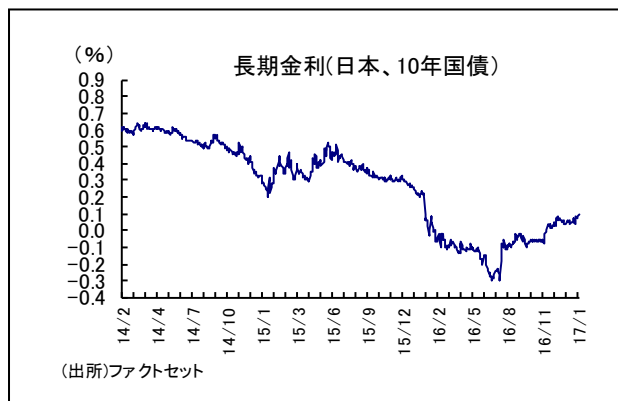
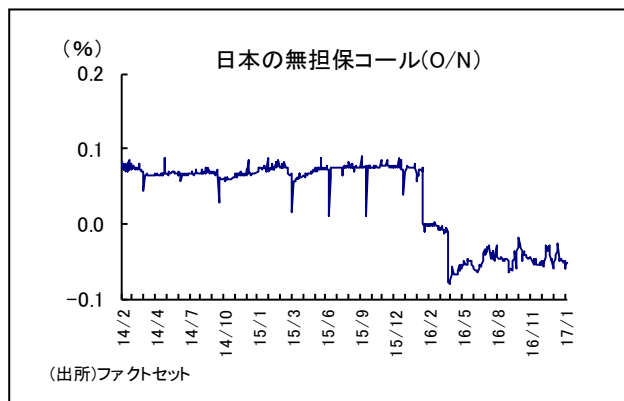
▽各国の株価動向



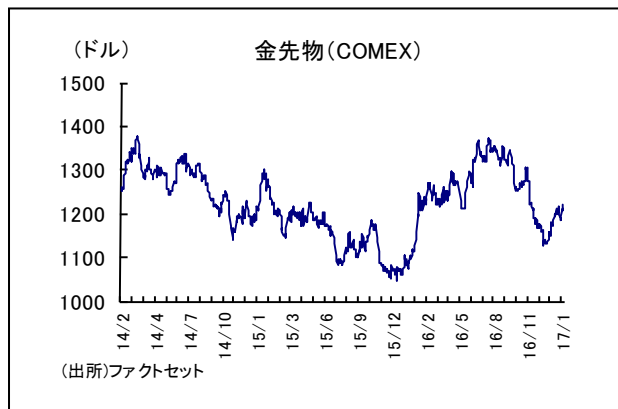
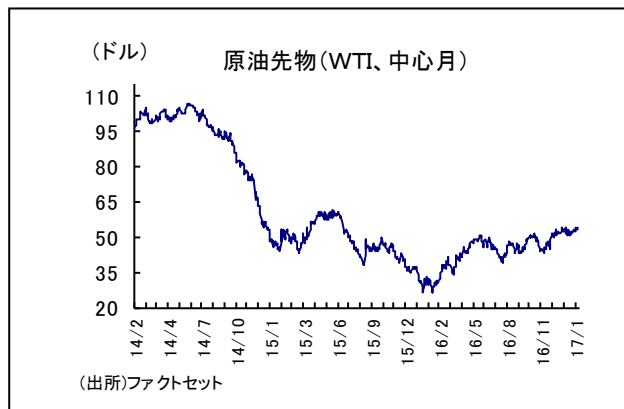
▽外為市場の動向



▽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、謝名憲一郎、信本将巳、平野真依子、尾家小春、  
開発彰徳、村上梨子、磯部雅人、陳家斉