



## 〈フォーカス〉物価目標の達成時期が消える

無風が予想されていた中での小さなサプライズであった。日銀は、4月26、27日に開催された日銀金融政策決定会合において、「2019年度頃」としていた物価目標の達成時期を展望レポートから削除する決断を下した。黒田総裁によれば、「見通しと政策とが直接的にリンクしているとの市場の誤解」が理由だが、これまで誤解を解く努力をしてきた形跡は乏しい。それよりも、先送りを繰り返すたびに、マスコミや市場関係者から批判や揶揄の対象にされることに耐えられなくなったという動機が大きいだろう。

そもそも、日銀の予想が「政策と直接的にリンク」すると考えていた市場関係者はほとんどいなかったか、いたとしても無視するに足るレベルだったと考えられる。いずれにしても、元々2年で目標達成としていた以上、それとの対比で論評されるのはやむを得ない。ほかでもない、今回は片岡委員が、「金融緩和のコミットメントを維持する観点から、引き続き、2%程度に達する時期を明記すべき」として反対票を投じている。これは、審議委員のなかにも、達成時期が単なる見通しではなく、政策スタンスと関連付ける向きが存在することを示している。

元々、量的・質的金融緩和(QQE)の導入時は、達成時期の予想は目標とイコールだった。しかし、何度も時期の先送りを余儀なくされる過程で、位置づけが不明確なものになっていった。2年を経過したあたりからは、市場関係者の間でも、日銀の物価目標は、「フレキシブルターゲット」にシフトしたとの見方が優勢になっていった。このころに、日銀自身が、位置づけ変更を自ら明言していたら、「誤解」は残らなかったはずである。しかし、実際はしばらくの間、「2年とは、できるだけ早期と言う際に念頭に置いている期間なので、これを変える必要はない」との無理な説明を続けた。今でも中期目標に変わったことは認めていない。すべては「敗北宣言」を避けるための言い回しであり、市場とのコミュニケーションに齟齬が生じているとしたら、市場ではなく日銀の責任である。

最近の日銀は、従来の政策との整合性を突かれられないために、初期段階では政策の変更点やその意図を必ずしもしっかり市場に説明せず、その後少しずつ小出しにすることでつじつま合わせを図ろうしているフシがあり、この点、不誠実に感じなくもない。黒田総裁の説明にもかかわらず、今回の達成期限の削除によって、物価目標がフレキシブルターゲットであることがますます明らかになったと考える。もっとも、こうした方向性自体は正しい。振り上げたこぶしは今さら降ろせないし、購買力平価上、円高容認と受け止められないようにするため、諸外国と同じ水準の目標を掲げ続ける点には意味がある。ただ、2%についてはあくまで中長期的な目標ということで「神棚に祭り上げ」、目先の金融政策運営のかじ取りとは徐々に切り離していく工夫が求められる。さすがに、2%達成前の「出口」は禁句にしる、緩和強化の建前を維持しながら、正常化に向けた微修正を行なう程度であれば十分可能なのではないか。(Kodama wrote)

### 目次

〈フォーカス〉物価目標の達成時期が消える……………	1	・4月ECB理事会について ~貿易摩擦を意識しつつ正常化	
・経済情勢概況……………	2	路線を維持……………	16
・日銀が物価目標の達成時期を削除……………	3	・主要経済指標レビュー……………	19
・住宅投資は鈍化傾向での推移を予想……………	10	・日米欧マーケットの動向……………	23
・米国の家計部門は底堅く推移する見込み……………	13		

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

**日 本**

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な海外景気や、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、オリンピック関連工事などが下支えし、当面底堅く推移すると見込む。

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、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、2018年度は+0.9%程度、2019年度は+1.5%程度となると予想する。

**米 国**

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や消費マインドの回復に加え、税制改革も成立したことなどから、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用・所得環境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、雇用環境の改善や住宅在庫の水準の低さが下支え要因となるものの、人手不足といった供給制約や、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となり、緩やかな伸びにとどまると予想する。~~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。なお、インフラ開発投資は、財政均衡派への配慮から、ある程度規模を縮小したうえで実現すると予想する。

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3月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.25-1.50%から、1.50-1.75%へと引き上げた。2018年内に残り2回程度の利上げ実施を予想する。

**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、雇用環境の改善や企業収益の増加を背景に、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。ECBは2018年9月に資産買入れ策を終了し、政策金利の引き上げは、2019年半ばと予想する。

日銀が物価目標の達成時期を削除

19年度以降は景気下振れリスクが大きいとの判断

4月26, 27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、7回連続で同じ表現となった（図表1）。個別項目のなかでは、設備投資の項で言及される企業の業況感が、「改善するなかで」から「改善基調を維持するなかで」へと小幅下方修正された。ここは3月短観の下振れを反映した形。他の項目は、前回の表現がほとんどすえ置かれた（図表2）。先行きの見通しについては、展望レポートによれば「2019年度までの見通しを従来の見通しと比べると、成長率については、幾分上振れている」とのことだが、文言的には、前回1月の展望レポートから大きな変化はなかった（図表3）。ただ、リスクについては、「2019年度以降は下振れリスクの方が大きい」とされた（図表5）。消費増税の影響や、設備投資の循環的な減速への警戒感が背景にあるようだ。

（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	→	
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	→	

（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	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	→
	3月（公表文）	総じてみれば着実な成長が続いている	↑

	4月（展望レポート）	総じてみれば着実な成長が続いている	→
輸出	1月（展望レポート）	増加基調にある	→
	3月（公表文）	増加基調にある	→
	4月（展望レポート）	増加基調にある	→
設備投資	1月（展望レポート）	企業収益や業況感が改善するなかで、増加傾向を続けている	→
	3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	→
	4月（展望レポート）	企業収益や業況感が改善基調を維持するなかで、増加傾向を続けている	↓
個人消費	1月（展望レポート）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	3月（公表文）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	4月（展望レポート）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
住宅投資	1月（展望レポート）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	3月（公表文）	弱含んで推移している	↓
	4月（展望レポート）	弱含んで推移している	→
公共投資	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	→
	3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	→
	4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	1月（展望レポート）	増加基調にある	→
	3月（公表文）	増加基調にある	→
	4月（展望レポート）	増加基調にある	→
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	1月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
	3月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
	4月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	1月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	↑
	3月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
	4月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→

(出所) 日銀

### 物価目標達成時期を削除

今回は年4回の展望レポートの発表月だが、物価目標の達成時期の予想である「2%程度に達する時期は、2019年度頃になる可能性が高い」との文言が削除された。筆者としては、7度目の先送



りの時期はいつかを考えていたところだったが、まさかその前に目標削除という挙に出るとは思わなかった。

黒田総裁は会合後の定例会見において、「市場の一部から、見通しと政策とが直接的にリンクしているように誤解されているようなので、そこはコミュニケーションの問題として、日本銀行の政策委員会が考えている政策スタンスをより適切に市場に伝えたいということで、こうしたことになったわけです」と説明している。しかし、達成時期が目標ではなく予想であることは、ほとんどの市場関係者は認識していたのではないかと推察される。政策と「直接的に」リンクしていると考える人もいなかったように思われる。ただ、たとえ予想であることがわかっているとしても、元々2年で目標達成としていた以上、それとの対比でコミットメントや達成度を評価するような使い方をされることまではやむを得ない。ほかでもない、今回は片岡委員が、「金融緩和のコミットメントを維持する観点から、引き続き、2%程度に達する時期を明記すべき」として反対票を投じており、審議委員のなかにも、この数字を単なる見通しとは捉えていない向きが存在することを明らかにしている。

(図表3) 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	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。	→
	3月 (公表文)	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大が続けるとみられる。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、海外経済の着実な成長を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。	→
	4月 (展望レポート)	日本経済の先行きを展望すると、2018年度は海外経済が着実な成長を続けるもとで、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、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。2019年度から2020年度にかけては、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を背景に、成長ペースは鈍化するものの、外需に支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。	→
物価	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	→
	3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	→
	4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

政策変更の真の理由については、定例会見で記者から出された、「7度目の先送りなどと書き立てられるというのが嫌で、それで今のうちに丸ごと文言自体削除してしまおう、ということになったのではないかと勘繰りたくなってしまう」との質問が正鵠を射ているように思われる。日銀としては、先送りを繰り返すたびに、マスコミや市場関係者から批判や揶揄の対象にされることが、自らの信任にかかわると考えたのではないか。また、物価目標達成に向けたコミットが薄れたと思われられないためには、達成時期を大きく先延ばしすることは許されず、常に足元から2年以内には達成との硬直的な予想を出し続けるしかないことも、日銀を自縄自縛に追い込む要因となっていた。

日銀としては、FRB（米連邦準備制度理事会）だって毎年物価予想を上方に外し続けてきたにもかかわらず、自分達だけ批判の対象となることに内心忸怩たる思いを抱いていたかもしれない。黒田総裁は会見で「**私どもがみるところでは、欧米の中央銀行も、見通しは示していますが、達成時期を文書の中でコミットするような形にはしていないようです**」と述べている。ただこれは当たり前前で、元々期間を区切った目標を掲げていたのは日銀だけである。欧米の中銀は期限を区切った目標を掲げたことはない。

物価目標の「期間を区切る」ことに理論的根拠がないわけではない。ニューケインジアンモデルをバックにした最適金融政策の理論でも示されているところであり、これを拠り所とするリフレ派の重要な主張のひとつであったが、主要国のなかで日銀のみが教条的に実務の場に持ち込み、結局は失敗した。

### 「市場の誤解」は日銀に責任

従って、黒田総裁が「市場の誤解」とあたかも市場のせいにしてしようとしている点にも違和感がある。すべては日銀の責任と考えられるためだ。元々、量的・質的金融緩和（QQE）の導入時は、「2年で2%」を声明に明記しており、達成時期の予想は目標とイコールだったはずである。しかし、期限の2年が迫っても物価が目標水準に近づく気配は一向に見えないことで、達成時期の方は先送りを余儀なくされた一方、黒田総裁は「2年程度」は変えないと強弁し続けたために、達成時期の位置づけが次第に不明確なものになっていった。

QQEから2年を経過したあたりからは、市場関係者の間でも、日銀の物価目標は、「ローリングターゲット（フレキシブルターゲット）」にシフトしたとの見方が優勢になっていった。このころに、日銀自身が、物価目標の位置づけ変更を自ら明言していたら、「誤解」は残らなかったはずだが、実際は、2年を過ぎた後もしばらくの間、「2年とは、できるだけ早期と言う際に念頭に置いている期間なので、これを変える必要はない」と、理解に苦しむ説明を続けた。

当然ながらこの説明もほどなく持続不可能になり、今回の会見によれば「**その後は、そういった特定の達成時期を念頭に置いて金融政策を運営しているわけではありません。この点は、2016年9月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のところでは、さらに明確になっています**」とのことだが、反面、「**2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するというコミットメントには、全く変わりはありません**」とする一方、「**中長期的な目標に変更したということではありません**」とも述べているので、結局のところ何が変わったのかよくわからない。これで手に取るように理解できる人はむしろ少数派であろう。すべては、「敗北宣言」を避けるための無理な言い回しが招いたわかりにくさであり、市場とのコミュニケーションに齟齬が生じているとしたら、それは日銀の責任である。

物価目標にかかわらず、例えばイールドカーブ・コントロール（YCC）もそうだが、最近の日銀

は、従来の政策との整合性を突かれたいために、初期段階では政策の変更点やその意図を必ずしもしっかり市場に説明せず、その後少しずつ小出しにすることでつじつま合わせを図ろうしているフシがあり、この点、不誠実に感じなくもない。黒田総裁の説明にもかかわらず、今回の達成期限の削除によって、物価目標が、いまやローリングターゲット（フレキシブルターゲット）であり、かつ中長期的な目標であることがますます明らかになったと考える関係者は多いだろう。筆者はこうした方向性を正しいと考えるが、願わくは、ほとぼりが冷めた後に、なし崩し的に認めるといった手法はやめてほしい。

変更のタイミングとして今回の会合を選んだ背景には、これも黒田総裁は会見で否定しているが、政策の持続性にこだわる必要性が薄い新体制への移行直後の会合であること、また7度目の達成時期の先送りが不可避になってからの削除では、いかにも逃げた感が見え見えになることを恐れたと考えられる。

**20年度にも2%に達しない可能性が示される**

展望レポートでは、今回初めて20年度の経済・物価の予想数値が示された。消費者物価に関し

ては、筆者は20年度には2.0%との数字が示されるものと考えていたが、実際には19年度、20年度とも1.8%にとどまった（図表4）。黒田総裁自身は、「**2019年度頃に2%程度に達する可能性が高いと私は思っています**」とのことだが、展望レポートでは景気の上振れ・下振れ要因の2番目に消費税の影響を追加したほか（図表5）、20年度の成長率見通しも0.8%にすぎないことから、全体的に保守的な見通しとの印象を受ける。見通しでは、「2019年度から2020年度にかけては、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を背景に、成長ペースは鈍化」としており、設備投資の循環的な減速への警戒感も強いようだ。リスクについても、「第二の柱」のなかで、「2019年度以降は下振れリスクの方が大きい」としている。当社では設備投資について、省力化投資の需要等を根拠にもう少し楽観的に見ているが、ストック循環の動向には注意が必要である。

（図表4）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10月 展望レポート	18年1月展 望レポート	18年4月展 望レポート	当社の4月展 望レポートの 予想
2018年度	実質GDP	1.4	1.4	1.4	1.5
	コアCPI	1.4	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
2020年度	実質GDP	—	—	0.8	1.1
	コアCPI	—	—	1.8	2.0

（出所）日本銀行より明治安田生命作成

**リフレ派の「小さな反乱」があった可能性も**

物価については、リフレ派委員があえて低めの見通しを出すことで、出口論議にくぎを刺す意図があった可能性もなくはない。これが、達成時期の予想との齟齬につながり、結局は削除せざるを得なかった可能性もある。憶測に過ぎないが、もしそうだとしたら、今回の変更の背景には、リフレ派の「小さな反乱」があったということになる。ただ、リフレ派は達成時期の削除を追加緩和もしくは金融緩和の長期化、それ以外は微修正の布石と考えている可能性があり、同床異夢の世界かもしれない。

定例会見ではこの点に関連し、「2020年度になっても日本銀行は出口政策にまだ取り掛かっていない可能性があるということなのではないでしょうか」とズバリ問う質問も出された。黒田総裁は、「**大変スペシフィックな質問ですが～**」と明らかに困惑した表情を浮かべ、「**具体的に今言われたような形になるかどうかというのは、その時の経済・物価の状況次第だと思います**」とかわしている。これが、日銀の予想が当たらないかもしれないという意味なのか、最近のキーワードである「モメ

ンタム」が重要という意味なのかはよくわからないが、今後日銀に求められるのは、後者の議論に基づき、物価目標と目先の金融政策のかじ取りを切り離すことである。2%という「振り上げたこぶし」は今さら降ろせないし、購買力平価上、円高容認と受け止められないようにするという意味で、諸外国と同じ水準の目標を掲げ続ける点には意味がある。ただ、2%についてはあくまで中長期的な目標ということで「神棚に祭り上げ」、目先の金融政策運営のかじ取りとは徐々に切り離していく工夫が求められる。ここまでの経緯を考えれば、さすがに、2%達成前の「出口」は禁句にして、YCCのとき同様、緩和強化の建前を維持しながら、実際には正常化に向けた微修正を行なう程度の余地なら出てきたと言えるだろう。この場合もリフレ派の投票行動が焦点となるが、この点、若田部副総裁が今回は賛成票を投じ、総裁提案にある程度平仄を合わせた投票行動をとっていく可能性を示唆したのは、黒田総裁自身、安堵したかもしれない。（担当：小玉）

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

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済情勢

	前回 (2017/1/23)	今回 (2018/4/27)
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。	日本経済の先行きを展望すると、2018年度は海外経済が着実な成長を続けるもとで、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、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。2019年度から2020年度にかけては、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を背景に、成長ペースは鈍化するものの、外需に支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。
前回の展望レポートとの比較	従来の見通しと比べると、成長率、物価ともに、概ね不変である。	従来の見通しと比べると、成長率については、幾分上振れている。物価については、概ね不変である。

(2) 物価情勢

	前回 (2017/1/23)	今回 (2018/4/27)
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。
物価見通しの背景	①マクロ的な需給ギャップは、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。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で、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。 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%に収れん。	①マクロ的な需給ギャップは、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。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で、マクロ的な需給ギャップは2018年度にプラス幅をさらに拡大し、2019年度から2020年度についても比較的大幅なプラスで推移するとみられる。 ②中長期的な予想物価上昇率は、「適合的な期待形成」の面では、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



	<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>	<p>策の効果で次第に2%に収れん。 ③輸入物価についてみると、既往の原油価格の持ち直しは、消費者物価のエネルギー価格の押し上げ要因として作用してきたが、その影響は緩やかに減衰すると予想される。</p>
--	--	---

2. 上振れ要因・下振れ要因

	前回 (2017/1/23)	今回 (2018/4/27)
<p>経済の上振れ要因・下振れ要因</p>	<p>①海外経済の動向 ②企業や家計の中長期的な成長期待 ③財政の中長期的な持続可能性</p>	<p>①海外経済の動向 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が低い品目がある ④今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向</p>	<p>①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向 ②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度が低い品目がある ④今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向</p>

3. 金融政策運営

	前回 (2017/1/23)	今回 (2018/4/27)
<p>第一の柱</p>	<p>消費者物価の前年比は、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる</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。企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる。</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、2018年度はリスクは概ね上下にバランスしているが、2019年度以降は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強化を示す動きは観察されていない。また、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している。</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

住宅投資は鈍化傾向での推移を予想

住宅投資の基調は足元では弱い

4月のさくらレポート（日銀地域経済報告）を見ると、住宅投資の判断は、9地域中6地域で引き下げられ、3地域で横ばい、引き上げられた地域はゼロと、足元の住宅投資が弱含んでいる様子が示されている（図表1）。結果、「減少」や「弱めの動き」といった表現が用いられた地域は6地域に上った。新築住宅着工戸数を見ても、昨年夏場以降、総戸数は減速傾向で推移している（図表2）。利用関係別に内訳を見ると、持家はほぼ横ばい、貸家、分譲は均せば減少傾向の推移となっている。

持家着工は鈍化傾向

住宅生産団体連合会の「住宅業況調査報告」によると、持家に近い概念である戸建注文住宅の10-12月期の受注実績指数は▲24ポイント（7-9月期調査：+10ポイント）、総受注金額は▲1ポイント（同+4ポイント）となり、プラスだった前期からマイナスに転じた。同調査の消費者購買意欲を見ても、「増加」の割合が16%と、7-9月期調査と同数だった一方で、「減少」は9%から13%に上昇しており、購買意欲の後退が示された。

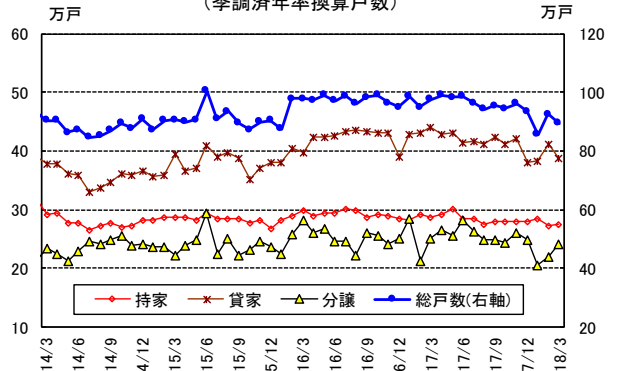
今後については、住宅ローン金利が引き続き低位で推移すると見込まれることや、住宅ローン減税制度（10年間で一般住宅が最大400万円）、戸建住宅向けのZEH（ゼロエネルギー住宅）補助金（1戸あたり70万円）、さらに省エネ性の高い住宅向けのZEH+（1戸あたり115万円、共同住宅も対象）など、各種住宅支援策が持家着工を下支えするとみられる。ただ、新築件数に対するZEH補助金の交付決定件数は、首都圏では5%以内と低調であり、特に東京都では1.7%にとどまっている（図表3）。2018年度から新たに適用開始となっているZEH+補助金の適用基準は、EVコンセントの設置など、ZEHよりも厳しい要件が求められるため、取り扱い件数が伸び悩む可能性があることから、購買意欲の掘り起し効果は限定的とみられる。建築コストの上昇もあり、今後の持家着工は、鈍化傾向の推移をたどるとみる。

（図表1）各地域の住宅投資の判断

	2018年1月	2018年4月	方向性
北海道	緩やかに減少している	緩やかに減少している	→
東北	高水準ながらも震災復興需要がピークアウトしているため減少に転じている	高水準ながらも震災復興需要がピークアウトしているため減少している	↓
北陸	横ばい圏内の動きとなっている	横ばい圏内の動きとなっている	→
関東甲信越	弱含んでいる	弱めの動きとなっている	↓
東海	横ばい圏内の動きとなっている	弱含んでいる	↓
近畿	横ばい圏内の動きとなっている	弱めの動きとなっている	↓
中国	緩やかに増加している	横ばい圏内の動きとなっている	↓
四国	振れを伴いつつも、貸家を中心に緩やかに増加している	貸家を中心に減少に転じているもの、高めの水準で推移している	↓
九州・沖縄	熊本地震の復興需要に加え、低金利環境を背景に、高水準で推移している	熊本地震の復興需要に加え、低金利環境を背景に、高水準で推移している	→

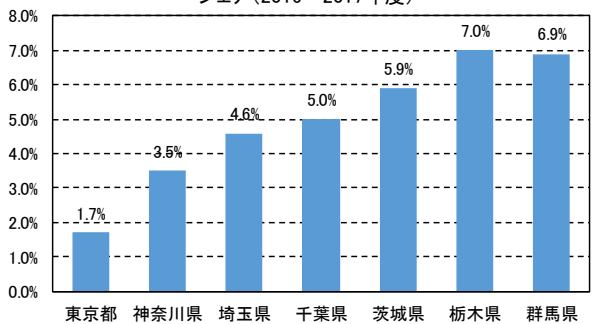
（出所）日銀

（図表2）利用関係別新設住宅着工戸数の推移  
（季調済年率換算戸数）



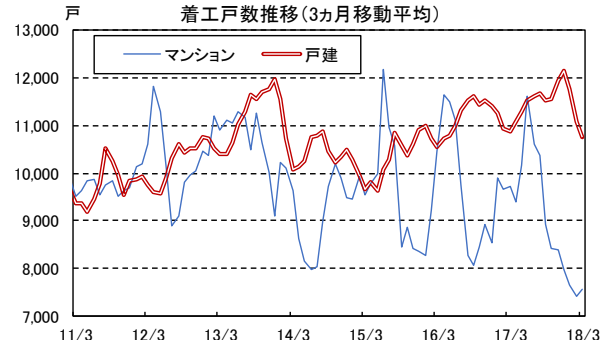
（出所）国土交通省「住宅着工統計」

（図表3）持家新築件数に対するZEH補助金交付決定シェア（2016-2017年度）



（出所）ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス支援事業調査発表会2017資料

（図表4）分譲住宅（マンション、戸建）の着工戸数推移（3ヵ月移動平均）



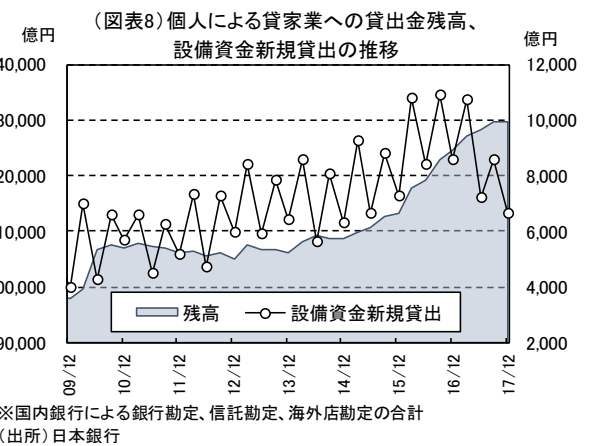
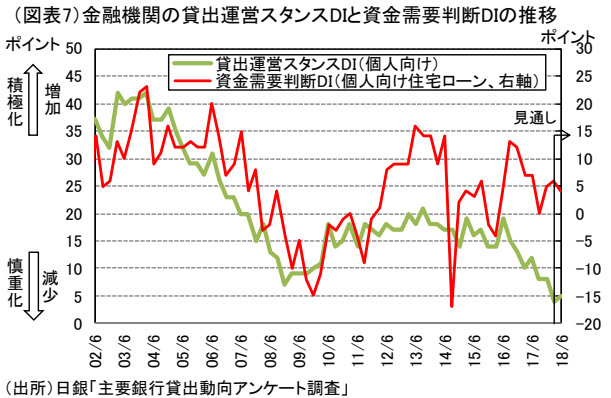
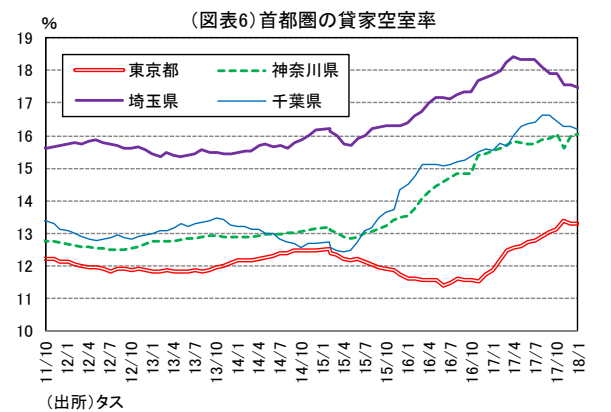
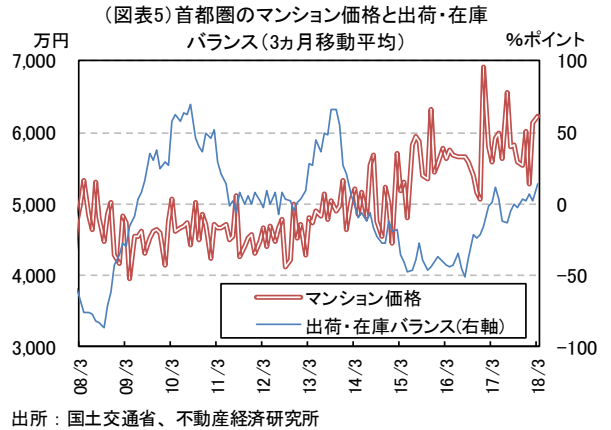
（出所）国土交通省「住宅着工統計」

マンション着工は横ばい圏での推移

分譲住宅着工のうち、戸建住宅は2017年通年で前年比+3.3%と2年連続の増加となっており、底堅く推移している一方、マンションが分譲住宅全体の足を引っ張っている(図表4)。不動産経済研究所が公表しているマンション市場動向によれば、3月の首都圏のマンション一戸当たり平均価格は、前年比+11.3%の6,220万円と引き続き高水準となっている。一方で「出荷の伸び-在庫の伸び」で算出した出荷・在庫バランスの3ヵ月移動平均を見ると、足元ではプラスに転じており、需給環境はやや好転の兆しも見られる(図表5)。3月の契約率は74.7%、前月比+9.7ポイントと大幅に上昇し、好不調の節目となる70%を上回った。なかでも20階以上の超高層物件の契約率が84.6%となっており、いわゆるタワーマンションなどの大型物件が寄与した結果とみられる。不動産経済研究所によれば、東京都心部や湾岸エリアを中心に超高層大規模開発や複合再開発プロジェクトなどが多く控えているなか、タワーマンションの完成予定戸数は2020年ごろにかけて増加するとみられ、引き続き需要も見込めることから、今後も需給を一定程度けん引すると考えられる。ただ、人手不足による建設コストの増加や、いわゆる「メジャーセブン」と呼ばれる大手マンションデベロッパーによるマンション市場の寡占化などを背景としたマンション価格の高止まりが続くと見込まれるなか、今後の分譲住宅着工は横ばい圏での推移が続くとみる。

貸家着工は減少へ

貸家着工戸数は、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が高まったことから増加傾向にあったが、足元では減少傾向に転じている。首都圏の貸家空室率を見ると、東京都、神奈川県では上昇傾向、埼玉県、千葉県でも依然として高い水準となっており、先行きの需給への警戒感が、着工数減少の背景と考えられる(図表6)。金融機関の個人向け貸出運営スタンスDI(「増加」-「減少」)を見ても、慎重化の方向に振れているほか(図表7)、日銀の「貸出先

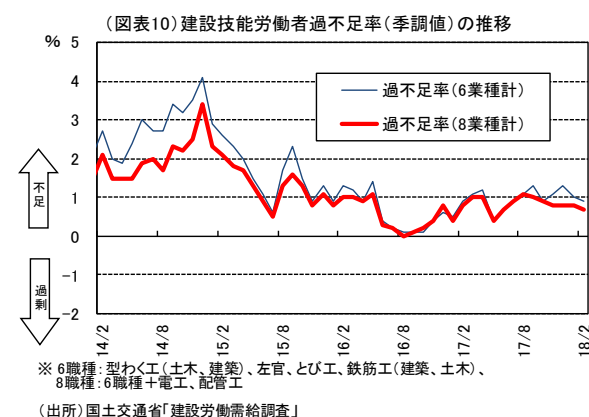
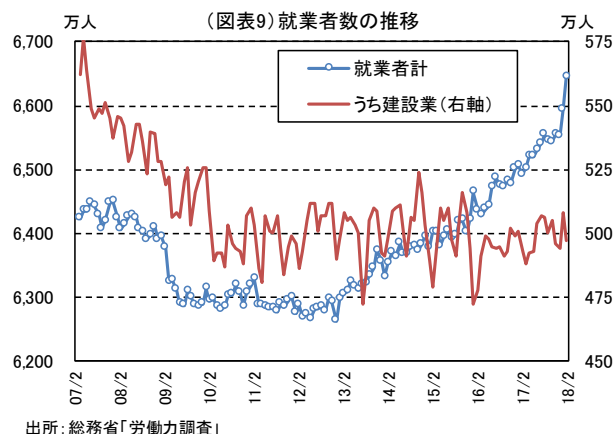


別貸出金」からも、個人による貸家業向けの設備資金新規貸出の減少が確認でき、金融機関の貸家事業への警戒感が窺われる(図表8)。今後も、賃貸住宅ローン等の不動産関連貸出に対する慎重なスタンスが続くとみられるのに加え、少子高齢化の進展に伴う中長期的な世帯数の減少見通しなどが投資意欲の減退につながるとみており、貸家着工は減少傾向で推移するとみている。

### 住宅投資は鈍化傾向で推移

建築業界を取り巻く問題として、人手不足も挙げられる。総務省の労働力調査によると、就業者の全体は2013年ごろから増加傾向にあるのに対して、建設業は横ばい圏での推移となっている(図表9)。国土交通省が公表している「建設労働需給調査」でも、引き続き労働力不足との結果が示されているほか(図表10)、今後の労働者の確保に関する見通しでも、「困難」との回答が前年同期比で増加している。人手不足が建築コストの増加や工期の長期化を引き起こしており、今後もこのような状況は続くと思込まれる。

今後の住宅投資を考えるにあたって、2019年10月に予定されている消費税率10%への引き上げについても考慮する必要がある。消費増税が予定とおり実施される場合、2018年度にかけての住宅投資は、増税を控えた駆け込み的な動きが出てくると同時に、翌期にはその反動減も発生すると見込む。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、押し上げ効果およびその反動は限定的とみており、住宅着工戸数は2018年度通年では94万戸、2019年度は92万戸と予想する。(担当：柳田)





米国の家計部門は底堅く推移する見込み

個人消費は増加基調を持続

米国の個人消費は、雇用・所得環境の改善のほか、住宅価格や株価の上昇に伴う資産効果などを背景に増加基調が続いている（図表1）。

4月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が前月比+16.4万人と、市場予想（同+19.3万人）を下回った。ただ、3ヵ月平均では+20.8万人と堅調さを維持しているほか、失業率が3.9%と2000年12月以来となる3%台まで低下しており、雇用環境は良好な状態が続いていると判断できる。米企業の業績見通しを見ると、年内の四半期ごとの増益率は前年比で2桁増の伸びが続くと見込まれている（図表2）。良好な企業収益を背景に、雇用・所得環境は回復基調が続くと予想され、個人消費を下支えすることが見込まれる。

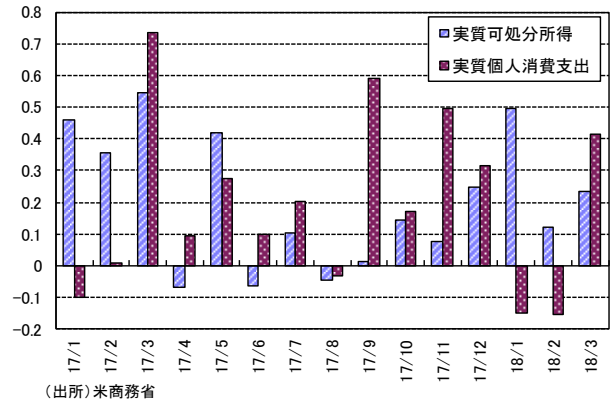
良好なバランスシートも個人消費を後押し

家計のバランスシートの改善も個人消費を後押ししよう。資産サイドを見ると、家計の資産残高の対可処分所得比は、住宅バブルの崩壊などにより2006年10-12月をピークに大きく低下していたが、株式を含めたその後の資産価格の回復によって、2017年10-12月には初めて下落前の水準を上回った（図表3）。株価の動きに連動する傾向がみられる消費者マインドも改善が続いており、個人消費を取り巻く環境は良好と言える。

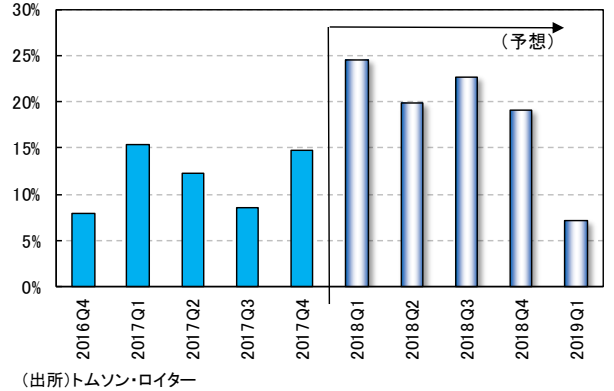
負債サイドを見ても、家計が負債削減を進めた結果、負債残高の対可処分所得比は過去の長期トレンドを下回る水準まで低下している（図表3）。バランスシート調整に一定程度目途がついた結果、同比率は足元で再び上昇基調に回帰しつつあり、フロー面からは、家計が自動車ローンなどの消費者信用を拡大させるとともに、住宅ローンも増やしている様子がうかがえる（図表4）。

昨年末に成立した税制改革法により、今後10年間で約1.5兆ドル規模の減税が実施されるが、その大半が個人税制の変更となっており、4-6月期からその効果が顕在化することが見込まれる。今

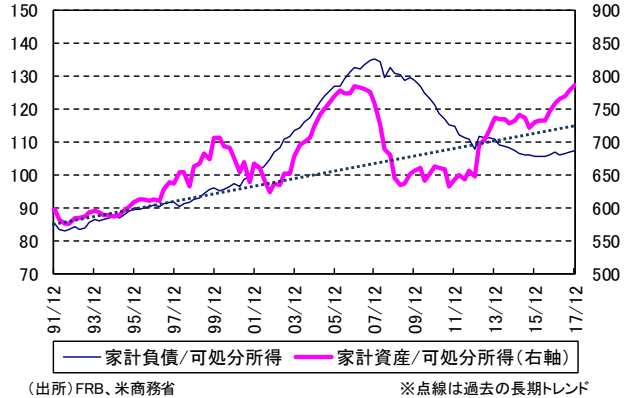
（図表1）実質可処分所得と実質個人消費支出の伸び（前月比）



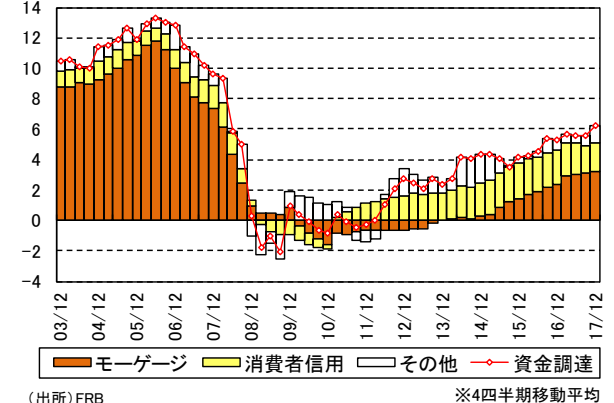
（図表2）S&P500構成企業の業績予想（前年比）



（図表3）家計資産・負債残高の推移



（図表4）家計負債の純増減の推移



後も個人消費は増加基調をたどると予想する。

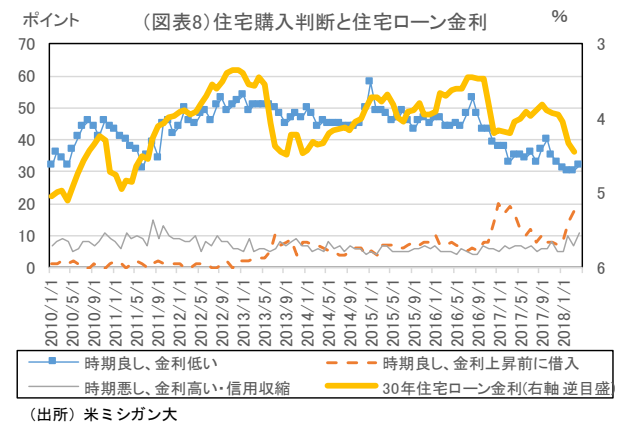
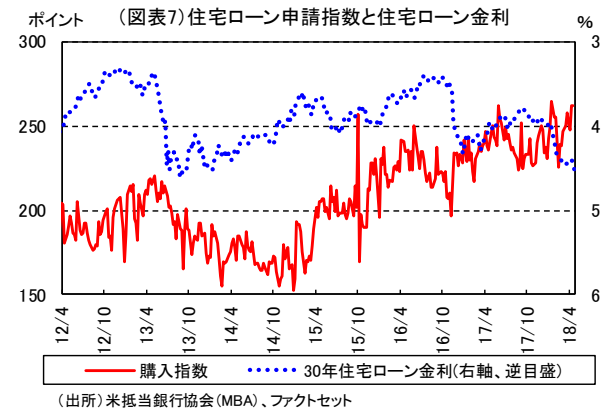
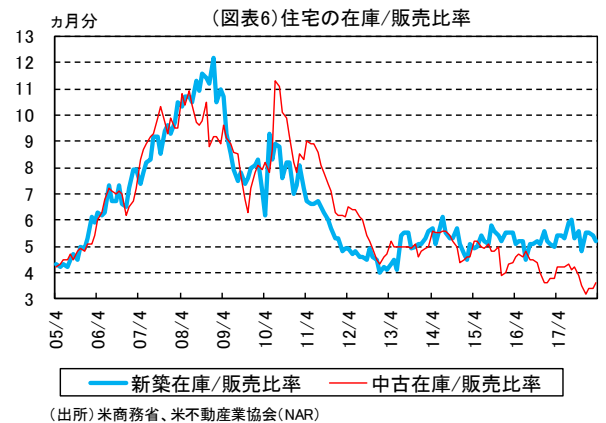
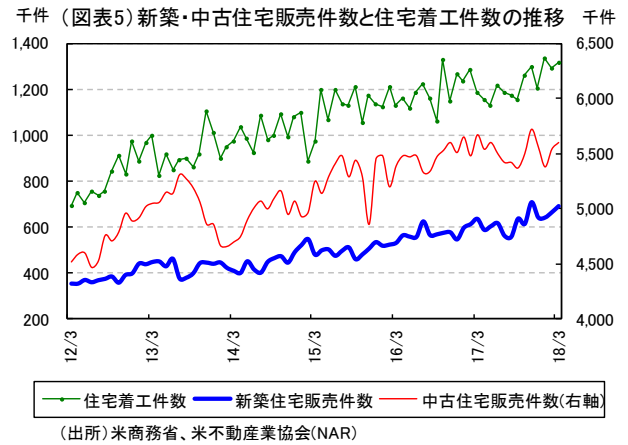
**住宅投資は緩やかな伸びに**

雇用・所得環境の改善が続くなか、住宅投資も増加基調をたどる可能性が高い。3月の住宅販売件数は新築・中古ともに2ヵ月連続で前月比プラスとなり、増加基調を維持している(図表5)。住宅着工の先行指標とされる住宅着工許可件数を見ても増加基調にあり、足元の住宅需要の堅調さがうかがえる。こうした旺盛な需要などを背景に、住宅在庫の水準が低位で推移している点も今後の住宅着工の押し上げ要因となる(図表6)。

一方で、住宅投資を抑制する要因も出てきている。全米住宅建設業協会(NAHB)は、「建設業者は住宅需要の強さから先行きを楽観している」、としながらも、建設労働者や住宅用地の確保が困難さを増していることや、制裁関税が適用されているカナダ産の木材をはじめとして資材コストが上昇していることなど、供給面からの制約が住宅建設の重しとなっている点を指摘している。

また、住宅ローン金利が上昇していることも住宅投資にはマイナス材料だ。足元の30年住宅ローン金利を見ると、過去5年で最も高い水準付近まで上昇している。住宅ローン申請指数(購入指数)は足元で上昇傾向をたどっており、金利が大きく上がらないうちに住宅ローンを組もうとする家計が増加している様子を示している(図表7、8)。現時点ではまだ、金利上昇の影響は住宅着工や住宅販売統計に明確に顕れてはいないものの、今後も金利上昇が続く場合は、徐々に顕在化してくる可能性が高い。実際、ミシガン大学が実施した住宅購入に関する調査によれば、住宅ローン金利の上昇にあわせて「金利が低く時期が良い」とする見方が低下傾向をたどる一方、「金利の高さなどから時期が悪い」とする見方も徐々に増加しつつある(図表8)。

加えて、住宅価格の上昇などから家計の住宅取得能力指数が低下傾向にあるほか、先述の税制改革法で、住宅ローン控除の対象となる借入額の上限が、現行の100万ドルから75万ドルに引き下げ



られたことなどもあり、今後の住宅投資の増加ペースは緩やかなものにとどまると予想する。（担当：大広）

4月ECB理事会について ～貿易摩擦を意識しつつ正常化路線を維持

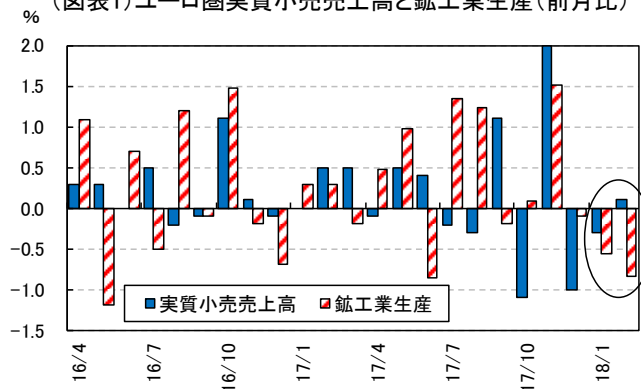
「注意」を払うにとどめた景気認識

4月26日に開催されたECB（欧州中央銀行）理事会では、現在行なわれている資産買入れ策とマイナス金利政策に変更は無かった。政策変更がないこと自体は事前の市場予想どおりであり、ドラギ総裁の記者会見では、足元で悪化の兆しが出始めているユーロ圏景気や、米国をはじめとする保護主義の台頭についての質問が集中した。

ドラギ総裁によると、今回のECB理事会では、金融政策についてもユーロ相場についても討議していないとのことだが、足元の経済指標の軟化については議論を交わしたとしている。ドラギ総裁は、小売売上高や鉱工業生産などハードデータを例に出しながら、「年明け以降、成長ペースは幾分緩やかになったことが経済指標で示されている」と述べた（図表1）。要因としては、「昨年末の高成長の反動を反映している可能性があるほか、一時的な要因が作用している可能性もある」と述べており、天候不順やストライキなど、主として一時的要因による影響との見方を示した。確かに、2月末から3月初めにかけて欧州は寒波に襲われ、物流をはじめとする経済活動が滞っていたことが明らかになっている。2月のドイツの平均気温は▲9.3度と、近年稀に見る低温であった（図表2）。また、欧州で広く行われた、ネット通販大手企業の従業員によるストライキなども、物流の停滞につながった可能性がある。ハードデータ以外にもマインド面、特に企業景況感は悪化を示すものが増えている。企業の生産活動と深い関係があるとされるPMI（企業購買担当者景気指数）を見ると、4月の総合指数は55.3と、2018年1月の58.8をピークに低下している（図表3）。特に、構成項目である製造業PMIは、2017年12月の60.6から4ヵ月連続で低下し56.0になった。PMIの好不況の境目が50であることを鑑みれば、足元のPMI低下がただちにユーロ圏景気の悪化を示すとは考えにくいものの、2017年に米国を上回る成長率を記録したユーロ圏景気に陰りが見え始めたのは事実である。

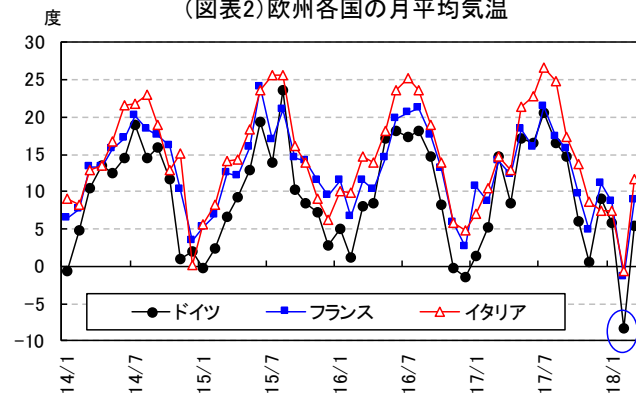
こうした企業景況感の低下をどう考えるかについては会見でも質問が出ており、ドラギ総裁は「（PMIなど）一部指標の低下の度合いは予想外だった」と

（図表1）ユーロ圏実質小売売上高と鉱工業生産（前月比）



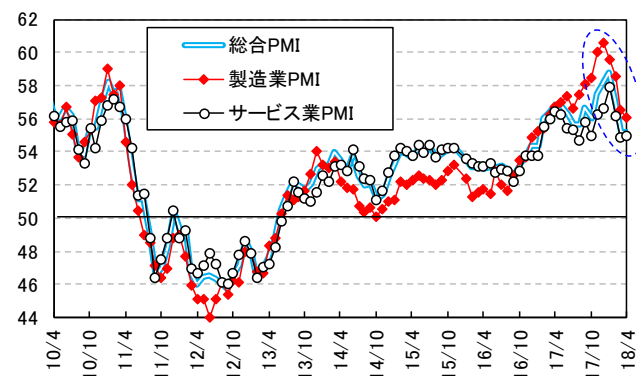
（出所）ユーロスタット

（図表2）欧州各国の月平均気温



（出所）各国気象庁

ポイント（図表3）ユーロ圏総合・製造業・サービス業PMI



（出所）ファクトセット

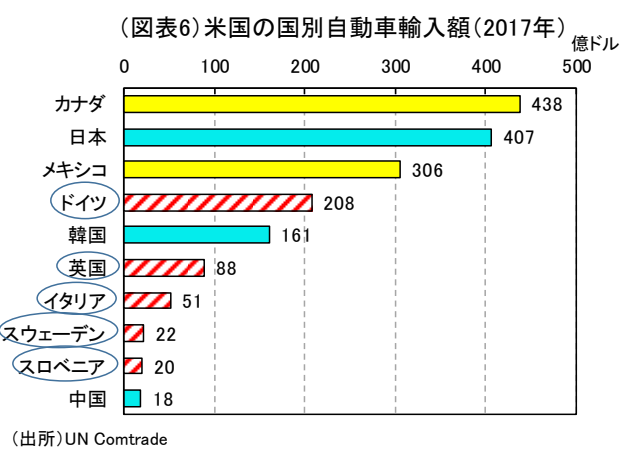
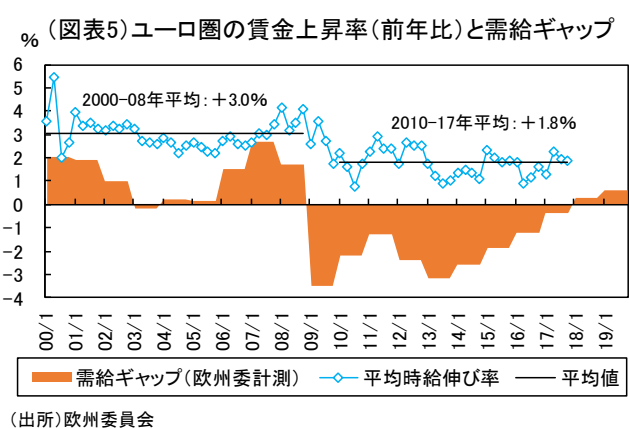
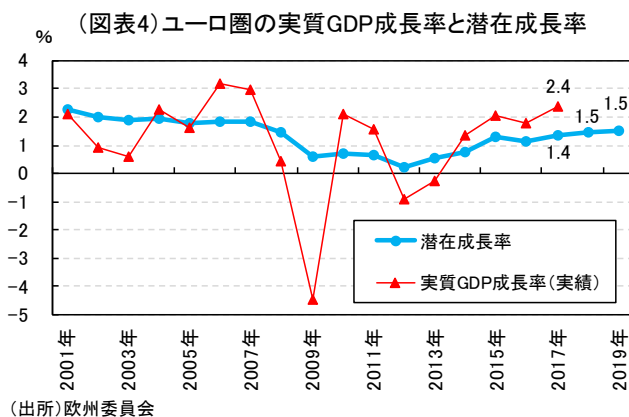


認めたものの、依然ユーロ圏の景気回復、およびインフレ率の目標とする水準（中期的に2%）への収束に自信を持っており、一部経済指標の悪化には「注意」を払うと述べるにとどめた。この点については、筆者も過度に悲観していない。欧州委員会が見積もるユーロ圏の潜在成長率は足元で1%台半ばであり、その観点からは2017年のユーロ圏景気は「出来すぎ」とも言え、足元の景気減速はドラギ総裁が述べるように「高すぎる水準からの修正」と呼べそうである（図表4）。ドラギ総裁は、引き続きECBによる緩和的な金融政策により、ユーロ圏景気は潜在成長率を上回る速度での成長と負の需給ギャップの緩やかな縮小が続き、賃金と物価の上昇によるインフレ目標の達成を見込んでいるようである（図表5）。

**米国の次なる標的は欧州か？**

ドラギ総裁は会見で貿易戦争にも触れ、仮に起こった場合には、企業景況感や輸出を通じて深刻かつ急激な影響がでるとの見方を示したものの、基本的に一般論を述べるにとどめた。この点に関して、米国は3月に鉄鋼・アルミニウム関税の引き上げを表明し、当初はEUも例外扱いをしない方針を示していた。これに対しEU側のユンケル委員長が米国への報復関税（オートバイ、ジーンズ、酒類など）導入に言及、トランプ大統領も米国に流入する欧州車への輸入関税引き上げを示唆するなど、一時は両者の舌戦がエスカレートする場面が見られた（1,800ccクラスの自動車関税の税率は米国が2.5%、EUは10%）。実際、2017年の米国の自動車輸入額トップ10には、NAFTAを除けばEU加盟国が多く名を連ねている（図表6）。自動車産業は裾野が広いだけに、米欧貿易摩擦の行く末に米国の自動車関税の引き上げがあるとすれば、EU側の被害は鉄鋼やアルミニウム関税を大きく上回る。

結局、EUへの関税引き上げ措置は5月末まで延期されることになった一方、米国の矛先は中国に向かい、合計1,500億ドル相当の輸入品に対して関税引き上げが決まった。これに対し、中国は、国内市場開放に向けた措置を漸次的に打ち出し、米国との貿易戦争から一歩引く構えを見せている。逆に、EUは4月末の鉄鋼・アルミニウム関税引き上げ適用のモラトリアム終了直前に、ドイツのメルケル首相やフランスのマクロン大統領が入れ替わりでワシントンを訪問したが、結局トランプ大統領を説得することはできず、1ヵ月のモラトリアム延長を得るだけで終わっている。EU側は、米国から関税引き上げを受けた場合、WTOへの訴え、欧州系メーカーへの支援、米国製品への関税引



き上げ（報復関税）といった三重の対応を返す構えであり、足下では米中間よりむしろ米欧間で貿易戦争の火種が燃え広がりそうな雰囲気である。しかも、「ディール」の相手がトランプ大統領であるだけに、企業の間で先行き不透明感が高まることも無理からぬことであろう。

「流れ弾」にも要注意

また、既定路線化している米国の対中関税引き上げも、欧州やアジアなど他国に累が及ぶ可能性が高い。やや古い数値だが、OECDの推計では、中国の米国向け輸出額のうち、2011年時点では65%が中国の産出した付加価値であり、日本やユーロ圏では5%程度、韓国では3%程度の付加価値が産出されている（図表7）。

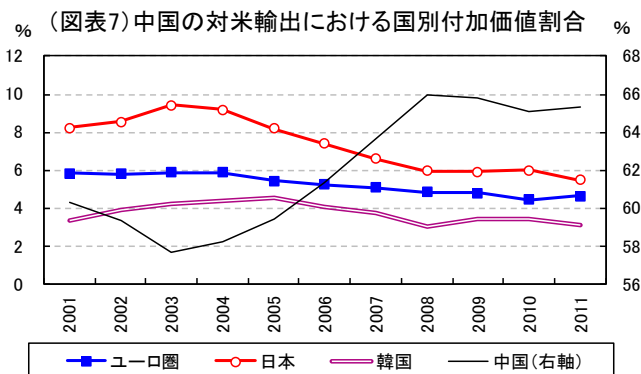
中国をねらい撃ちにした関税引き上げにより、中国の対米輸出が減少した場合、付加価値減少の3分の2は中国が引き受けるものの、3分の1は「流れ弾」として他国に向かうことになる。USTR

（米国通商代表部）が関税引き上げを示唆している1,300品目は、PCやスマホ、衣類や玩具といった消費財は除かれ、金属加工機や射出成型機、金型といった資本財のほか、化学品や医薬品、自動車や航空宇宙産業などの部品が主となっている。こうした先端技術の塊である財には、コア部分が米国の知的財産権を侵害して作ったものであっても、周辺部にはユーロ圏や日本から部品供給を受けている場合も多いとみられ、その場合、米国が中国の知財侵害をねらい撃ちにするほど、ユーロ圏や日本への「流れ弾」が増える展開が懸念される（図表8）。特に企業の立場からは、流れ弾一発で経営が左右される可能性があるだけに、先行きについて慎重姿勢を強めざるを得ないとみられる。

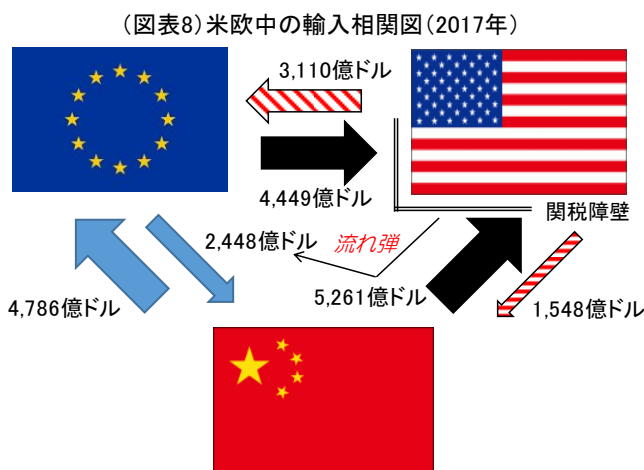
「流れ弾」が増える展開が懸念される（図表8）。特に企業の立場からは、流れ弾一発で経営が左右される可能性があるだけに、先行きについて慎重姿勢を強めざるを得ないとみられる。

資産購入策は9月で終了か

米国が中心となった一連の貿易摩擦騒動について、対中追加関税については5月15日に公聴会を開き、公聴会での証言に対する反論も5月22日まで受け付けられる。また、米国がEUに与えた鉄鋼・アルミニウム関税適用のモラトリアムも5月末までであることを踏まえると、米国とEUの通商交渉も、5月にはいったんの結論を得る可能性が高いとみる。足元のユーロ圏景気は、2017年の高すぎた生産活動からの正常化という側面に加え、世界的な貿易摩擦懸念を背景とした企業景況感の低下が合わさり、景気の減速感がいささか強調されすぎている面があるとみられる。こうした影響が一巡するとみられる6、7月のECB理事会では、ユーロ景気が潜在成長率を上回るペースで回復していることが確認され、9月をもって資産購入策を終了することを宣言すると予想する。（担当：久保）



(出所)OECD TIVA



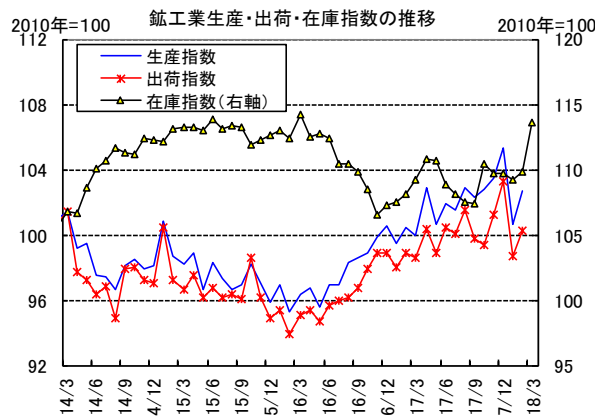
(出所)国際貿易センター(ITC) ※矢印の向きは財輸入の動きを示す

主要経済指標レビュー (4/23~5/4)

《日 本》

○ 3月鉱工業生産指数 (4月27日)

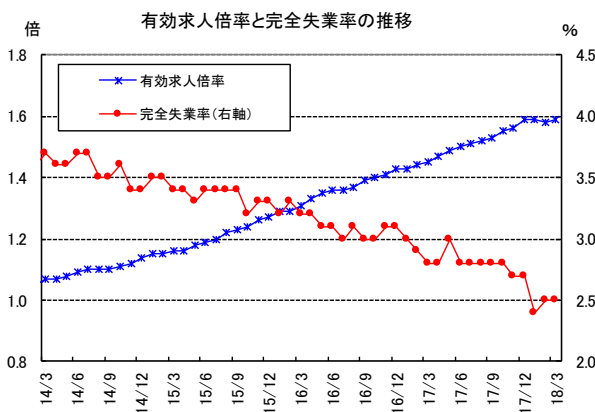
3月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比+1.2%と、2ヵ月連続のプラスとなった。一方、1-3月期では前期比▲1.4%と8期ぶりに前期比マイナスとなった。ただ、製造工業生産予測調査をもとにした先行きの試算値では、4月も引き続き増産になる見込み。5月は4ヵ月ぶりの減産見込みとなっているものの、目先の生産は均せば緩やかな回復傾向で推移する可能性が高い。堅調な海外需要にけん引される形で、今後の鉱工業生産は、緩やかな回復が続くと予想する。内需に関して、個人消費の力強い伸びは見込みづらいものの、更新維持・省力化投資や研究開発投資を中心とする設備投資の回復が、生産の伸びに寄与するとみている。



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

○ 3月雇用関連統計 (4月27日)

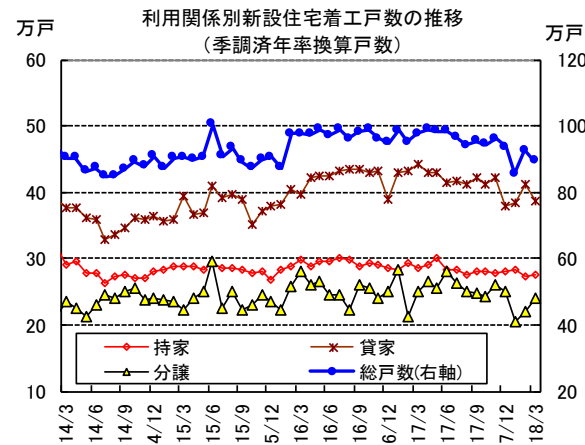
3月の雇用関連統計のうち、完全失業率(季調済)は2.5%と引き続き低水準で推移しているほか、有効求人倍率(季調済)は1.59倍と、求職者数を求人数が上回る状態が続いている。ただ、日本の潜在成長率の低迷に伴う企業の成長期待の低下に加え、企業の社会保険料負担の増加など、賃金の伸び悩みには需給ギャップ以外の構造的抑制要因も働いていることから、正社員の賃金に関しては今後も安定的な上昇は考えにくい。依然として企業側の採用ニーズは、賃金や社会保険料などの人件費を削減でき、人員調整も容易な非正規や賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っていることから、全職種平均でみた賃金上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

○ 3月新設住宅着工戸数 (4月27日)

3月の新設住宅着工件数(季調済)は前月比▲3.4%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。利用関係別では、分譲は同+9.2%と2ヵ月連続のプラス、持家は▲3.7%と落ち込んだ前月からの反動もあり、同+0.4%と2ヵ月ぶりのプラスとなったものの、貸家は同▲5.9%と3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、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスが続くことで、貸家着工は減少傾向で推移するとみられ、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。

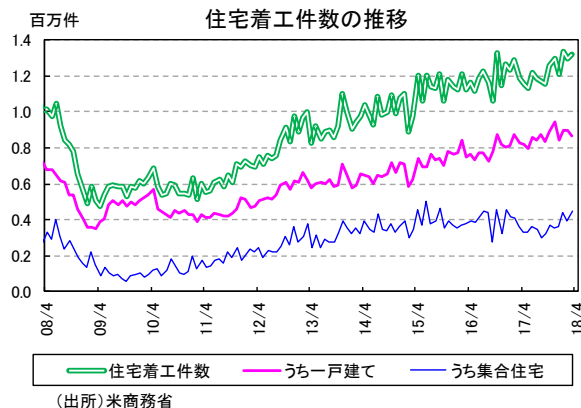


(出所) 国土交通省「住宅着工統計」

《米 国》

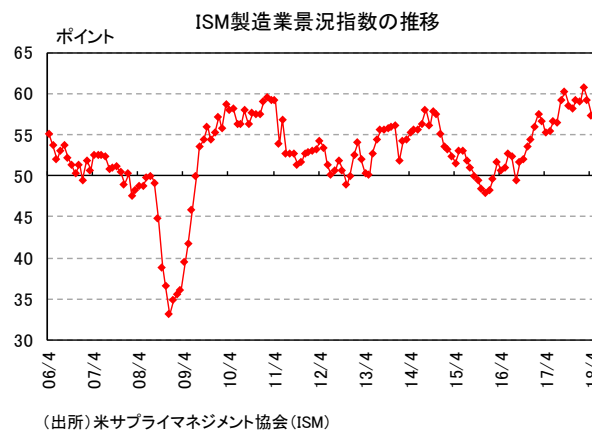
○ 3月住宅販売・着工件数 (4月17, 23, 24日)

3月の米新築住宅販売は年率換算で69.4万戸、前月比+4.0%と、2ヵ月連続で増加した。中古住宅販売も年率換算で560万戸、同+1.1%と、2ヵ月連続で増加した。一方、住宅着工件数は年率換算で131.9万戸、同+1.9%と、2ヵ月ぶりに増加した。先行指標とされる住宅着工許可件数も年率換算で137.9万戸、同+4.4%と、2ヵ月ぶりに増加した。今後の住宅投資については、雇用・所得環境の改善や住宅在庫の水準の低さが下支え要因となるものの、用地・人手不足といった供給制約や、住宅ローン金利の上昇が抑制要因となり、緩やかな伸びにとどまると予想する。



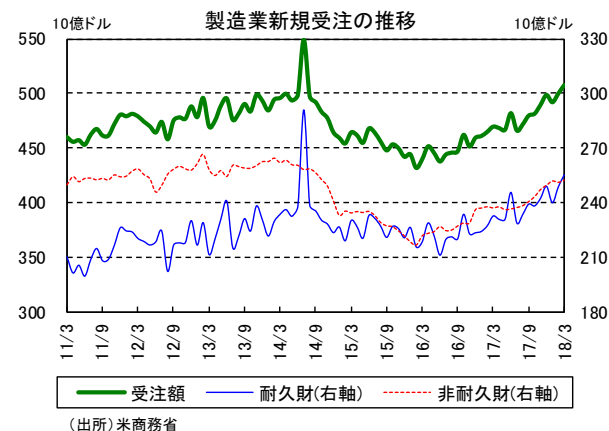
○ 4月ISM製造業景況指数 (5月1日)

4月のISM製造業景況指数は57.3と、2ヵ月連続の低下となった。構成項目別に見ると、生産、新規受注、在庫、雇用が前月から低下した。個別業種のアンケート結果を見ると、労働力不足などの供給制約や、関税引き上げ、資源価格上昇などによるコスト増を懸念する意見が見られており、価格指数やリードタイム指数の上昇が目立つ結果となった。ただ、生産活動の拡大を報告したのは18業種中17業種と、前月から変わっておらず、残り1業種も前月から横ばいと、幅広い業種で景況が改善している様子がうかがえる。4月の景況指数は前月から低下したものの、依然として水準は高く、米国景気は堅調な推移が続くと予想する。



○ 3月製造業新規受注 (5月3日)

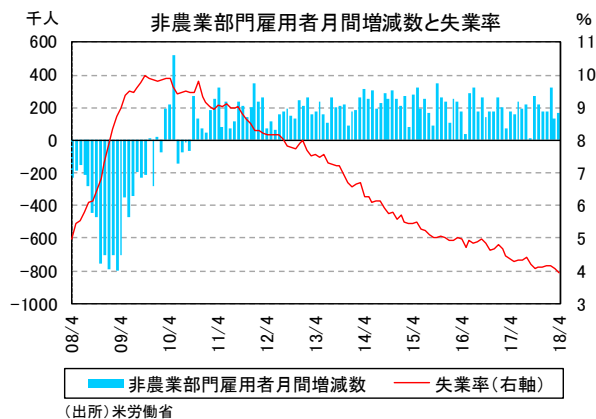
3月の製造業新規受注は前月比+1.6%と2ヵ月連続で増加した。除く輸送機器ベースでも同+0.3%と、小幅ながら10ヵ月連続の増加となった。財別に内訳を見ると、耐久財は同+2.6%と、航空機等が堅調に推移した結果、2ヵ月連続で増加したほか、非耐久財も同+0.5%と、2ヵ月ぶりに増加した。一方、設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注(除く航空機)は同▲0.4%と2ヵ月ぶりに減少した。直近4ヵ月で3度目の減少であり、頭打ち感が生じてきている。背景として保護貿易への警戒感などが抑制要因となっている可能性があるものの、今後は企業業績の改善やトランプ政権の財政政策効果などが下支えとなり、増加基調が続くと予想する。





○ 4月雇用統計（5月4日）

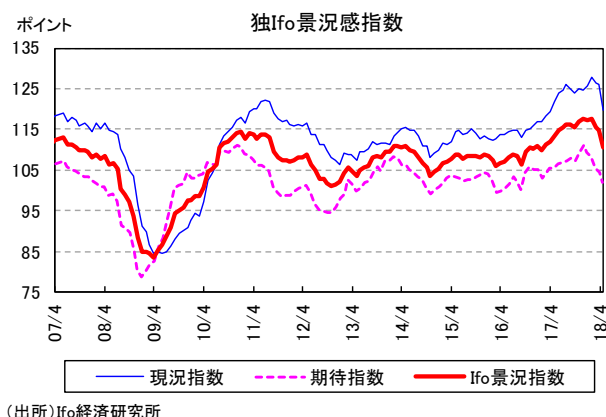
4月の非農業部門雇用者数は前月比+16.4万人と、市場予想（同+19.3万人）を下回った。ただ、3ヵ月平均では+20.8万人と堅調さを維持しているほか、失業率が3.9%と2000年12月以来となる3%台まで低下したことから、雇用環境は良好な状態が続いていると判断できる。注目の時間当たり賃金の伸びは前年比+2.6%と、3ヵ月連続で横ばいにとどまっており、いまだ加速感はみられていない。4月の雇用統計は、雇用者数の回復基調が続くなかで、賃金の伸び（前年比）が緩やかなものにとどまっており、FRBの緩やかな利上げを後押しする内容だったと言える。



《 欧 州 》

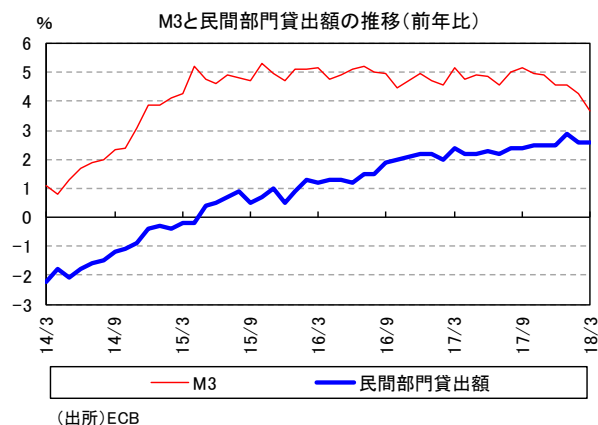
○ 4月ドイツIfo景況感指数 (4月24日)

4月のドイツIfo景況感指数は110.4と3ヵ月連続で低下した。内訳を見ると、期待指数が104.4→101.8と5ヵ月連続で低下し、現況指数も125.9→119.7と3ヵ月連続で低下した。産業別では、建設業が18.3→19.8、小売業が1.9→3.3と改善したものの、製造業が27.3→24.0、卸売業が20.8→14.7と悪化した。足元では、米中貿易摩擦を巡る懸念などを背景に、企業が先行きについて慎重な見方を強めているとみられる。ただ、ドイツでは個人消費や設備投資が堅調に推移していることに加え、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。



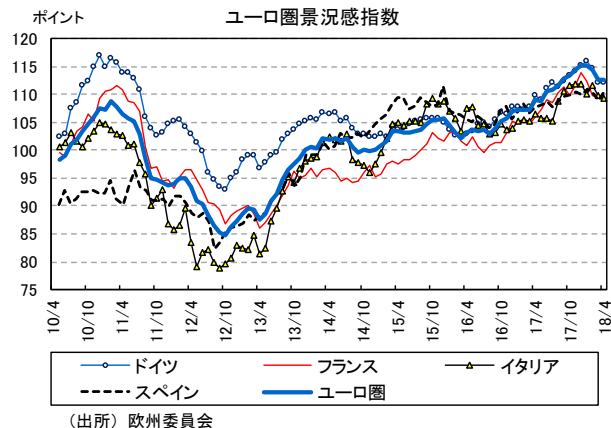
○ 3月ユーロ圏マネーサプライ (4月27日)

3月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+3.7%と、2ヵ月連続で伸び幅が縮小した。一方、民間向け貸出額は、同+2.6%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+2.9%→+3.0%、非金融企業向けは同+2.0%→+2.2%と、それぞれ伸び幅が拡大した。ECB(欧州中央銀行)による緩和的な金融政策が続くなか、銀行の貸出態度は依然として緩和的であるうえ、貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、今後のユーロ圏民間向け貸出額は緩やかな回復傾向で推移するとみている。



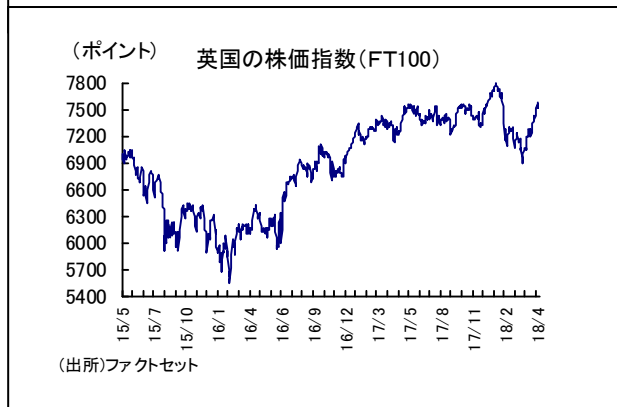
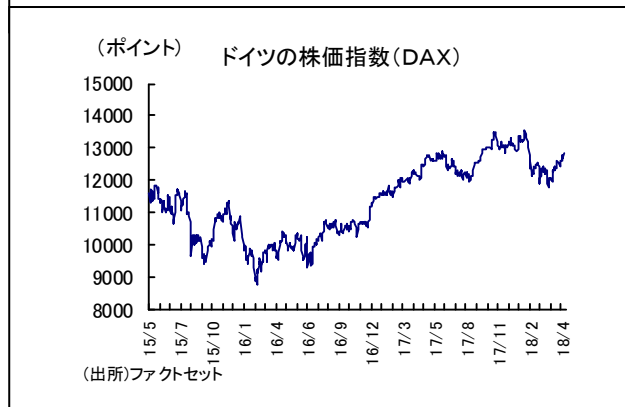
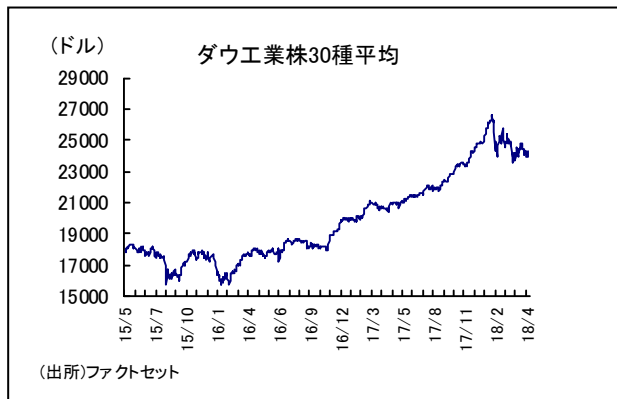
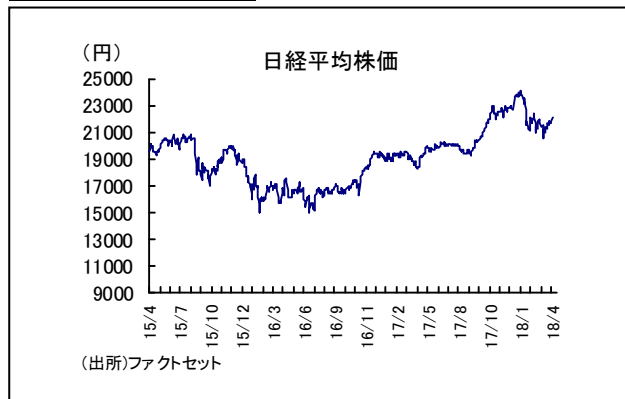
○ 4月ユーロ圏景況感指数 (4月27日)

4月のユーロ圏景況感指数は112.7と、前月から横ばいとなった。構成項目別に見ると、鉱工業景況感(7.0→7.1)、消費者信頼感(0.1→0.4)が改善したものの、サービス業景況感(15.9→14.9)、建設業景況感(5.2→4.5)、小売業景況感(0.7→▲0.6)が悪化した。主要国別では、フランス(109.2→110.3)、スペイン(109.0→110.6)は改善、ドイツ(112.2)は横ばい、イタリア(109.8→109.4)は悪化した。足元では、米中貿易摩擦への懸念が景況感に影響を与えているとみられる。ただ、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、海外景気の回復などを背景に、改善傾向が続いている。ユーロ圏景気は、今後も緩やかな回復傾向が続くと予想する。

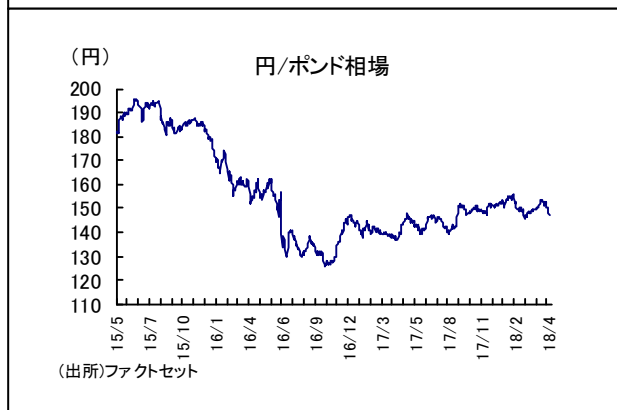
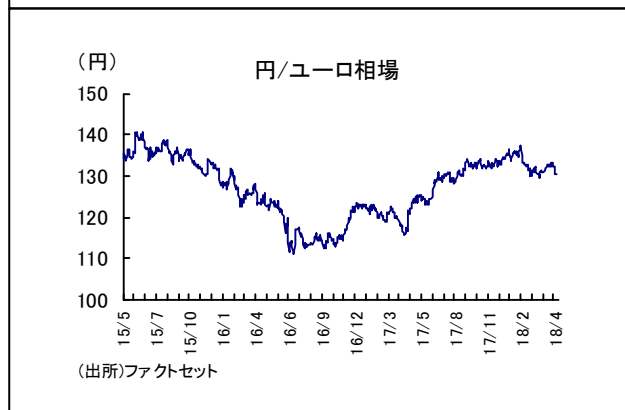
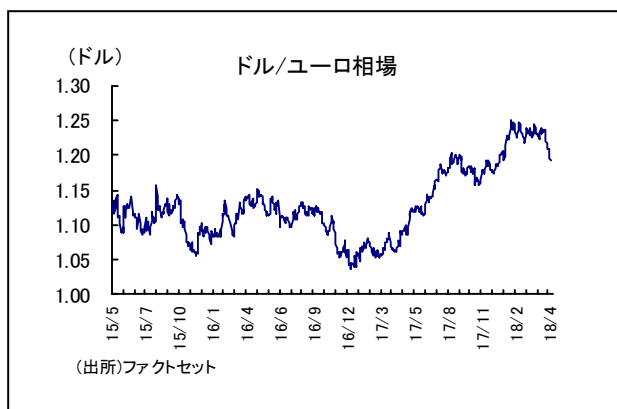
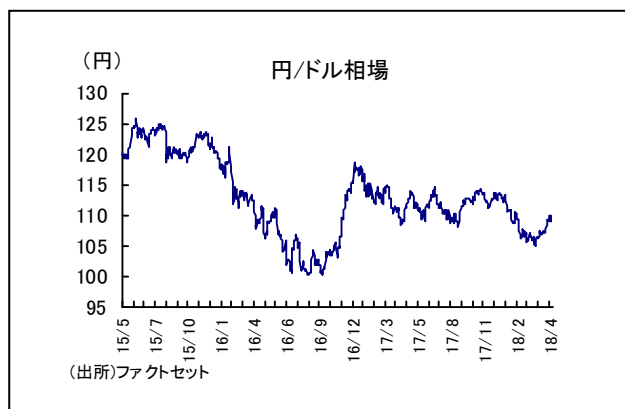


## 日米欧マーケットの動向 (2018年5月7日現在)

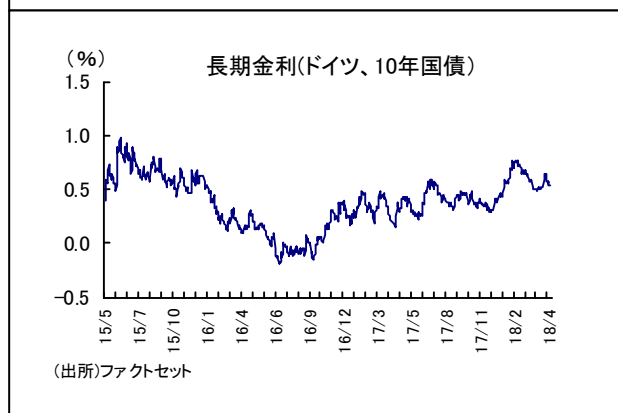
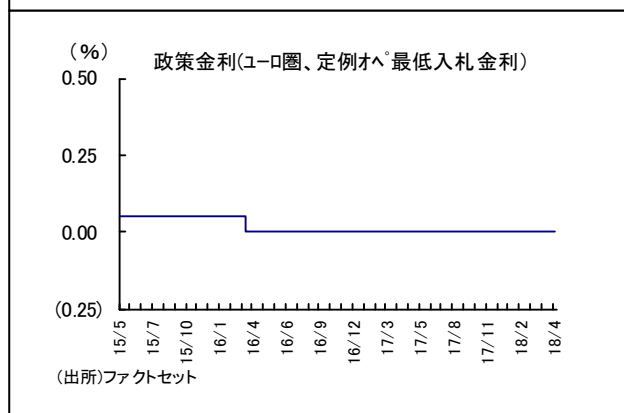
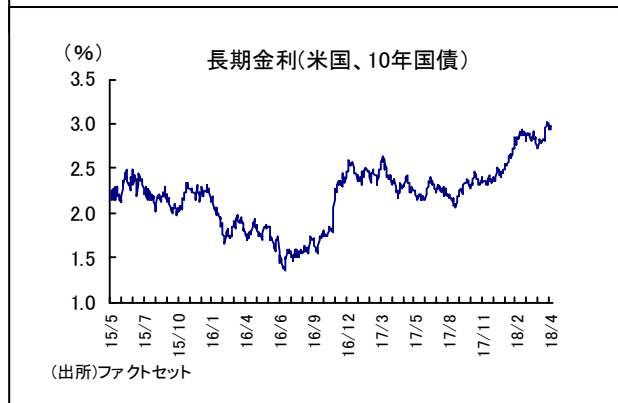
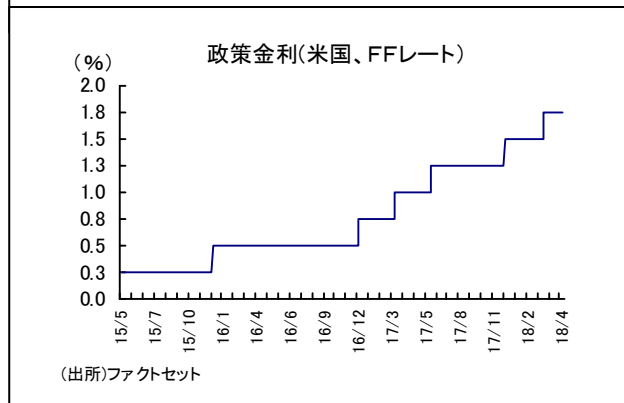
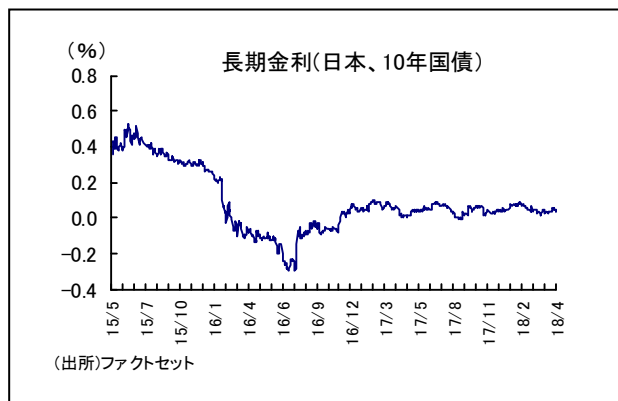
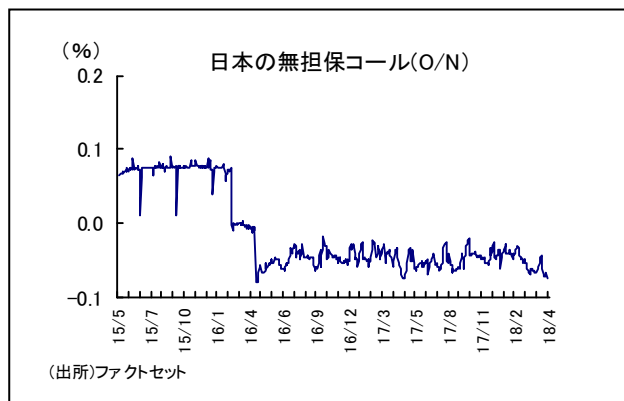
### ▽各国の株価動向



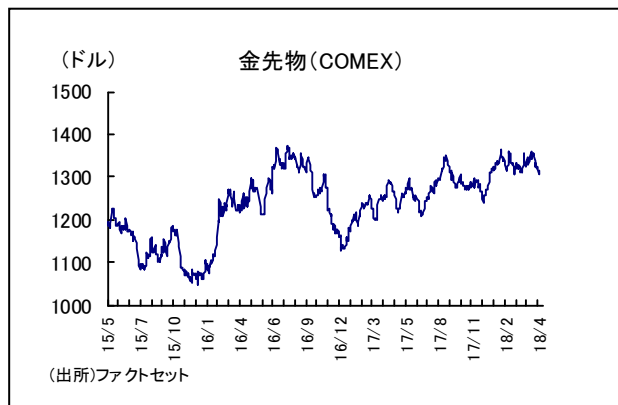
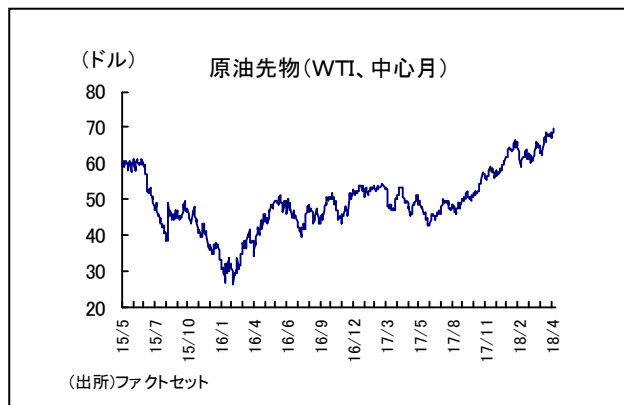
### ▽外為市場の動向



▽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、久保和貴、柳田亮、  
西山周作、木下裕太郎