

〈フォーカス〉 総選挙で変わる経済政策の方向性

10日に公示日を迎えた総選挙は、結果次第でその後の経済政策の方向性にも大きな影響を与えることになるだろう。

もし、自民党が安定多数以上の議席を確保して勝利した場合、アベノミクスも基本的に信認を得たことになる。政権基盤が安定した安倍首相の次なる目標は、来年9月の自民党総裁選における3選である。そのためには、総裁選の時点まで、アベノミクスが成功の建前を維持できることが条件になる。従って、経済政策は基本的に安定を重視した舵取りとなり、大きな路線転換の必要性はなくなる。首尾よく総裁3選がなれば、その後の景気次第ではあるものの、19年10月の消費増税も予定通り実施される可能性が高まる。

逆に、議席を大きく減らした場合は、政策面でもなんらかのテコ入れ策や路線転換が必要という方向に流れやすくなる。もし、自公で過半数割れとなった場合、安倍首相は公約通り退陣し、消費増税に反対する党がキャスティングボートを握る政権発足の可能性が高まることから、この場合は消費増税路線も再度封印となる可能性が高いだろう。自公で過半数を確保したとしても、かろうじてというレベルの場合、総裁3選がきわめて厳しくなることから、その先にある消費増税も著しく不透明感が増す。アベノミクスそのものの持続性にも赤信号がともることで、金融市場の波乱要因となろう。

総選挙は、日銀総裁人事にも大きな影響を与えそうである。安倍首相の黒田総裁への評価は高く、自民党が順当勝ちした場合は、再任の可能性が高まる。安倍政権は歴代のどの政権よりも株価の動きを気にすると言われるが、この点、下手をすると、新しい日銀総裁の名前だけで海外投資家が日本株売りに走る可能性もないわけではない。株価低迷で9月を迎えれば、対立候補に経済失政との攻撃の余地を与え、安倍総裁再任の可能性がその分低下する。黒田総裁だからといって株価の安定が保証されるわけではないが、安倍首相としては、総裁選の約半年前に実施される日銀総裁人事で、リスクをとるインセンティブがない。残る問題は、黒田総裁が受けてくれるかどうかということになる。

もし、自民党が大きく議席を減らした場合、金融政策面でも何か違ったことをやらなければならないという雰囲気になり、日銀も人心一新で再出発が必要との方向となる可能性が高まる。黒田体制は、きわめて政治的に誕生した体制だが、政権の体力が落ちれば落ちるほど、安倍カラー人事は難しくなり、各方面に配慮した人選を行なう必要も出てくる。この場合、市場では「出口」が近づくとと思惑が高まるだろう。次期日銀総裁人事が見えなくなった場合、日銀内には現体制の間に、責任を持って YCC(イールドカーブ・コントロール)をより持続性の高いスキームに手直ししておかなければというムードが浮上するやもしれず、年度後半に思わぬイベントが待っていたという結果につながるかもしれない。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉総選挙で変わる経済政策の方向性……………	1	・物価の上昇余地は限定的と予想……………	14
・経済情勢概況……………	2	・9月FOMCについて ～ミステリーに挑むFRB～……………	17
・9月短観は予想を大きく上回る……………	3	・主要経済指標レビュー……………	25
・片岡委員が反対票を投じる……………	8	・日米欧マーケットの動向……………	30

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日 本

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な海外景気や、非製造業の投資需要の高まりなどが後押しし、内外需足並みの揃った緩やかな景気回復が続くと予想する。

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

住宅投資は、回復が続いている。今後は、相続税対策としての貸家の節税需要が減衰するとみられるほか、所得環境の回復ペースの鈍さもあって、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、回復傾向が続くと予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しし、底堅い推移を見込む。

輸出は回復が続いている。今後も、堅調な海外景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コアCPI）は、1月以降、前年比プラスの推移となっている。当面はエネルギー価格が押し上げ方向に寄与すると見込まれるものの、期待インフレ率が伸び悩んでいることなどから、2017年度のコアCPI上昇率は、前年比+0.5%程度にとどまると予想する。

米 国

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や、緩やかな金融環境に支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

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

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

輸出は、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは6月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.75-1.00%から、1.00-1.25%へと引き上げた。9月には、再投資計画の一部変更が発表された。12月には、追加利上げ実施されると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩やかな金融政策が続くと見込まれるほか、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることもあって、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩やか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2016年12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2017年12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。10月には、資産買入れ額の縮小と、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

9月短観は予想を大きく上回る

大企業・製造業の現状判断DIが大きく改善

9月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の現状判断DIが+22と、6月調査から5ポイントの大幅上昇となった(図表1,2)。事前の市場予想は1ポイントの改善を見込むにすぎず、短観の場合、実績と予想がこれほど乖離するのは珍しい(当社も1ポイントの改善を予想)。これで4期連続の改善で、この1年間の累計の改善幅は16ポイントに及ぶ。前回6月も5ポイントの上昇だったため、2期で10ポイントの大幅上昇と、この半年間の大企業・製造業の業況回復が一段と鮮明になっている。

(図表1)日銀短観業況判断DI

	6月調査実績		9月調査実績				9月調査の当社予測値			
	6月最近	9月先行き	9月最近	変化	12月先行き	変化	9月予測	変化	12月予測	変化
大企業	20	16	23	▲3	19	▲4	21	▲2	19	▲2
製造業	17	15	22	▲5	19	▲3	18	▲1	17	▲1
非製造業	23	18	23	▲5	19	▲4	24	▲1	22	▲2
中小企業	7	4	9	▲3	6	▲3	7	▲1	5	▲2
製造業	7	6	10	▲4	8	▲2	8	▲1	6	▲2
非製造業	7	2	8	▲5	4	▲4	7	▲1	4	▲3

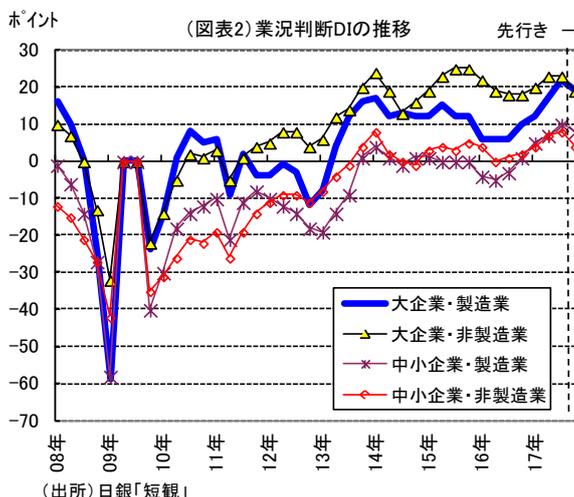
(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

この1年間の累計の改善幅は16ポイントに及ぶ。前回6月も5ポイントの上昇だったため、2期で10ポイントの大幅上昇と、この半年間の大企業・製造業の業況回復が一段と鮮明になっている。

好調な海外景気と半導体需要が後押し

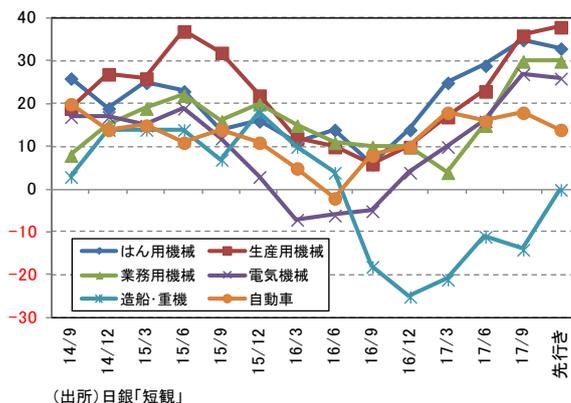
大企業・製造業の主要16業種中、現状判断DIが改善したのは10業種、悪化が6業種という結果(図表3,4)。改善した10業種の中からは、業務用機械(+15→+30、+15)、生産用機械(+23→+36、+13)、化学(+16→+27、+11)、電気機械(+16→+27、+11)の4業種が二桁の改善となっている。日銀短観の大企業の業況判断DIに連動する傾向があるロイター短観(9月)を見ると、企業からは「海外需要がしっかりしている」、「半導体業界向けの光学部品需要が活発。車載デバイス関連、医療機器関連向けの光学部品の受注も順調」などの声が寄せられている。堅調な海外景気や世界的な半導体需要の好調が、製造業の業況を押し上げている可能性が高い。

実際、大企業・製造業の海外での製商品需給判断は、2ポイント改善の0となり、08年6月以来のマイナス圏脱出となった(図表5)。中小企業製造業の同DIも4ポイント大幅改善の▲8となっている。また、機械関連に関しては、中国の継続的な自動化需要や、共産党大会を控えた駆け込み的なインフラ投資需要を反映している可能性もある。化学も、半導体材料の出荷増や、建築用、自動車用の素材の需要増が後押ししている可能性が高い。素材・加工別の現状判断DIをみると、素材業種(+17→+21、+4)、加工業種(+17→+23、+6)がともに上昇、特に加工業種が大きく上昇している(図表6)。逆に、マイナスとなった業種では、非



(出所)日銀「短観」

(図表3)大企業・製造業の主要加工業種の業況判断DI



(出所)日銀「短観」

鉄金属（+34→+23、▲11）のマイナス幅が突出して大きい。4-6月の非鉄各社の決算は好業績が目立ったものの、足元の金属価格が全体的にピークアウトしていることを反映している可能性がある。

先行きはマイナスだが

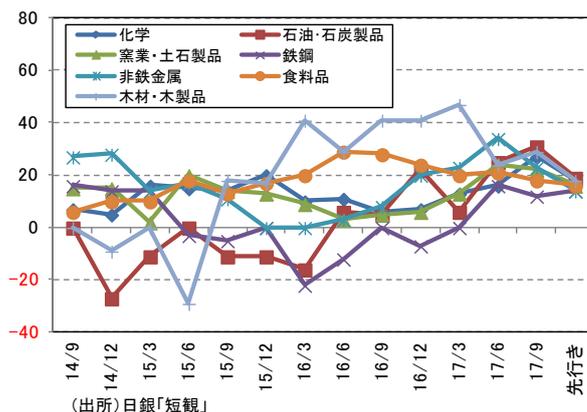
大企業・製造業の12月の先行き判断DIは、9月から▲3ポイント低下の+19となったが、こちらも市場予想との比較では3ポイント上回った。主要16業種中、改善が3業種、悪化が12業種、横ばいが1業種という結果。現状判断DIが二桁のマイナスとなった非鉄金属が、先行きも▲9ポイントの大幅マイナスとなっている。軟調な金属価格に加え、共産党大会後の中国需要への不安などを反映している可能性もあろう。他には、木材・木製品（+29→+18、▲11）、石油・石炭製品（+31→+19、▲12）、化学（+27→+18、▲9）、紙・パルプ（+10→+3、▲7）など、主に素材系のマイナス幅が大きかった。素材業種全体の先行き判断DIは▲7ポイントの大幅悪化となっており、仕入れ価格の上昇に伴う交易条件の悪化が主因とみられる。木材・木製品は元々振れの大きい業種だが、石油・石炭製品は供給過剰への不安感、紙・パルプは値上げ交渉の遅れや原燃料価格上昇への懸念を反映している可能性がある。現状判断が二桁の改善となった化学も、先行きは▲9ポイントと、ほぼ9月のプラスを吐き出す予想となっている。

大企業・製造業の現状判断DIが+5ポイントの改善、先行き判断DIが▲3ポイントの悪化ということなので、12月予測まで均して見れば、緩やかな改善が続く形だが、前回6月調査でも先行き判断DIは▲2ポイントの悪化を見込む形となっていた。2017年度の大企業・製造業の想定為替レートは109.29円/ドルと、6月の108.31円/ドルから若干円安に振れたものの、足元の水準との比較ではまだ円高方向である。このまま為替相場が円安トレンドを維持すれば、12月も加工業種を中心に改善傾向が続く可能性はある。また、素材業種も、6月調査時点では先行きは▲8ポイントの大幅悪化を見込んでいたにもかかわらず実際は上昇しており、商品市況や海外需要の動向次第では、逆に改善に向かう可能性は残る。

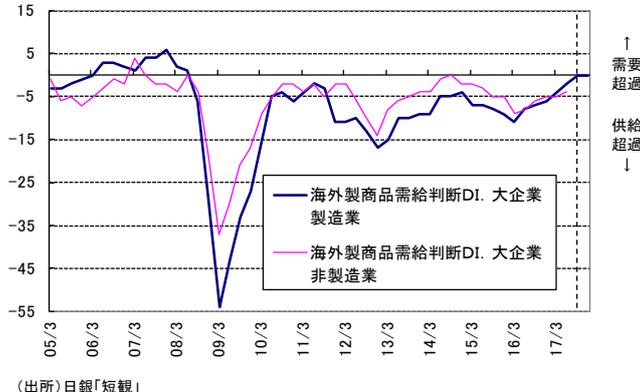
大企業・非製造業は横ばい

大企業・非製造業の現状判断DIは+23と、6月から横ばいとなった。これは1ポイントの改善を見込んでいた市場予想を1ポイント下回った（当社も1ポイント改善を予想）。業種別に見ると、主要12業種中、4業種で改善、5業種で悪化、3業種で横ばいとなっている（図表7,8）。改善し

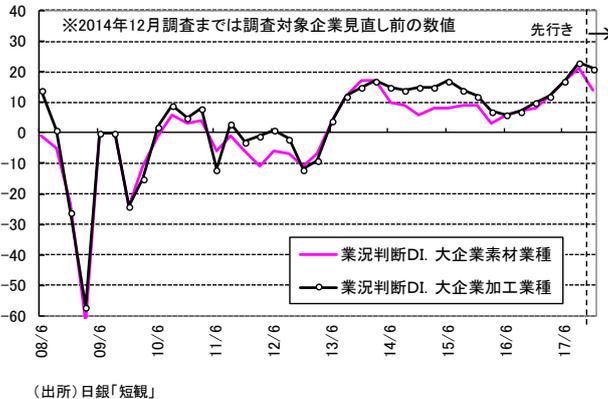
(図表4)大企業・製造業の主要素材業種の業況判断DI



(図表5)海外製商品需給判断DI(大企業)



(図表6)製造業、素材業種・加工業種別業況判断DI(大企業)



た4業種のなかでは、卸売（+13→+21、+8）、対事業所サービス（+33→+40、+7）、電気・ガス（▲3→+3、+6）の改善幅が比較的大きい。対事業所サービスは、すでに高水準にあるなかでの一段の改善である。電気・ガスは、一部原発の再稼働等を反映している可能性がある。一方、悪化した業種のなかでは、宿泊・飲食サービス（+13→+6、▲7）、通信（+25→+19、▲6）のマイナス幅が比較的大きかった。宿泊・飲食サービスに関しては、インバウンド需要は好調が続いているものの、人件費の上昇が業績の圧迫要因となっている。通信は、総務省による端末値引きの是正指導の厳格化や、人気端末の値上がり等を反映している可能性がある。

大企業・非製造業の12月先行き判断DIは+19と、9月から4ポイントの大幅悪化となった。主要12業種のうち、改善は4業種で、7業種で悪化、1業種で横ばいという結果。悪化した業種のなかでは、建設（+48→+35、▲13）が二桁のマイナスとなっているほか、運輸・郵便（+18→+11、▲7）、情報サービス（+27→+20、▲7）、対事業所サービス（+40→+33、▲7）のマイナス幅が大きかった。建設に関しては、すでに高水準だったこともあり、人件費の高止まりや、足元では伸びている公共投資のピークアウトへの懸念が大幅悪化につながりやすかった可能性がある。

中小企業・製造業も改善

中小企業に目を向けると、まず、中小企業・製造業の現状判断DIは+10と、6月調査から3ポイント改善した。これは市場予想を2ポイント上回った。主要16業種中、改善が11業種、悪化が4業種、横ばいが1業種という結果。素材、加工別では素材業種（+3→+8、+5）、加工業種（+9→+14、+5）とも改善している。改善した業種のなかでは、紙・パルプ（▲17→▲7、+10）、鉄鋼（+19→+30、+11）、自動車（+19→+30、+11）、が二桁の改善となっているほか、はん用機械、生産用機械、業務用機械、電気機械の機械関連も軒並み7~8ポイントの改善となっている。大企業同様、好調な海外景気や、世界的な半導体需要の回復に支えられている面が大きいとみる。中小企業・製造業の先行き判断DIは9月から▲2ポイント悪化の+8で、均せば緩やかな回復となっている点も大企業と変わらない。

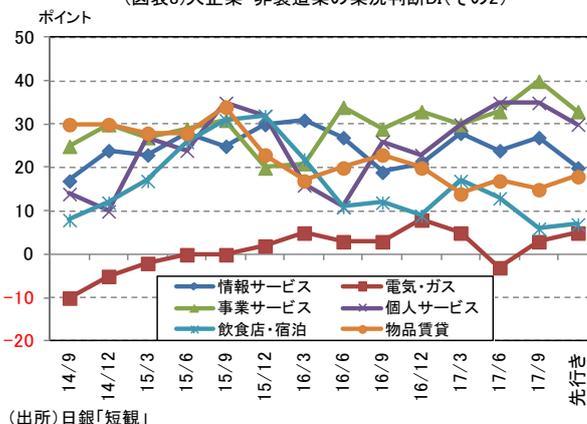
中小企業・非製造業の現状判断DIは+8と、6月から1ポイントの改善となった。こちらも市場予想を1ポイント上回った。主要12業種のうち、7業種で改善、2業種で悪化、3業種で横ばいという結果。先行きは▲4ポイント悪化で、均せば悪化する形となっているが、中小企業・非製造業の業況判断もこのところ、先行きは悪化が予想されていたにもかかわらず実際は上昇するパターンを繰り返しており、基調としては緩やかな回復過程にあると見て良いだろう。

設備投資計画はほぼ例年並み

(図表7)大企業・非製造業の業況判断DI(その1)



(図表8)大企業・非製造業の業況判断DI(その2)

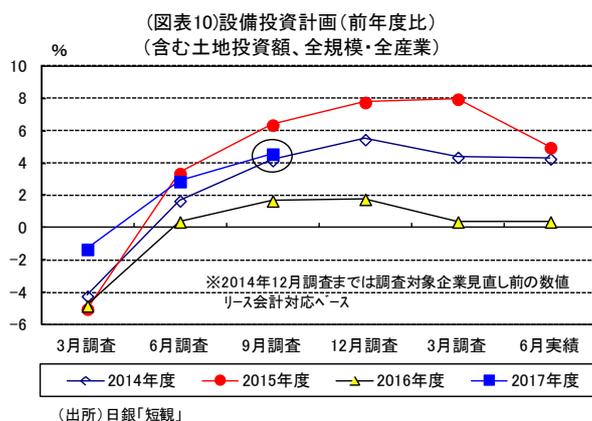
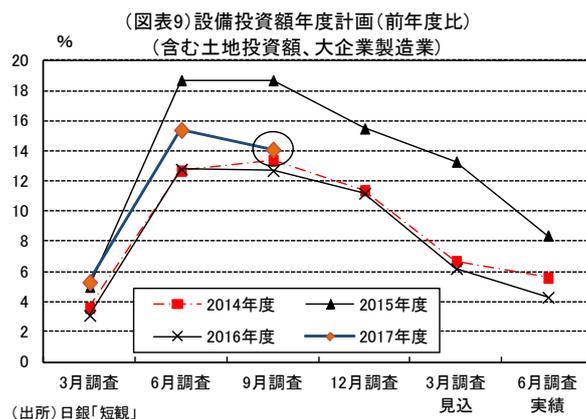


2017年度の大企業・製造業の設備投資計画は前年比+14.1%となった(図表9,11)。6月調査から▲1.2ポイントの下方修正だが、昨年同時期の+12.7%は上回った。全規模合計全産業ベースでは前年比+4.6%で、やはり昨年度9月調査の同+1.7%を上回っている(図表10,11)。いずれも2年ぶりの伸び幅。国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、製造業の能力増強投資は今後も停滞が避けられないものの、企業収益が改善に向かうなか、維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えになっているとみられる。非製造業でも、人手不足に起因した底堅い合理化・省力化投資などが下支え要因になっている。

2017年度の大企業・製造業の経常利益計画は+4.7%で、6月調査からの修正率は+8.3%となった。大企業・非製造業は同▲1.6%で、修正率は+1.2%。全規模・全産業ベースでは▲1.0%で、同じく+3.4%の上方修正となっている(図表12)。全規模・全産業ベースはいまだマイナス圏ではあるが、こちらも9月調査としては2年ぶりの高さとなっている。価格判断を見ると、大企業・製造業の「販売価格DI-仕入れ価格DI」は▲14で、6月から横ばい。ただし、素材業種に限れば▲4ポイントの悪化となっており、資源価格の持ち直しが交易条件の悪化につながっている様子が現れている。

雇用不足感は一段と高まる

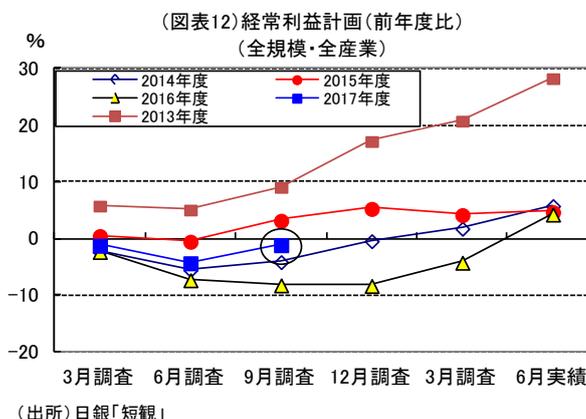
雇用人員判断DI(過剰-不足)は、全規模・全産業ベースで▲28と、6月調査から▲3ポイントの低下となった(数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和)(図表13)。低下幅は2年ぶりの大きさ。先行きもさらに▲3ポイント低下する見通しとなっており、人手不足が一段と深刻化しつつある様子が現れている。これが建設や宿泊・飲食サービスなど、一部業種では業況の下押しにつながっていると考えられる。大企業よりも、特に中堅・中小企業の同指数が大きく低下しており、中小企業製造業の現状は▲6ポイントの低下、先行きはさらに▲4ポイントの低下と、2四半期で▲10ポイントの大幅低下見通しとなっている。人手不足はこの先一段と深刻化する可能性がある。



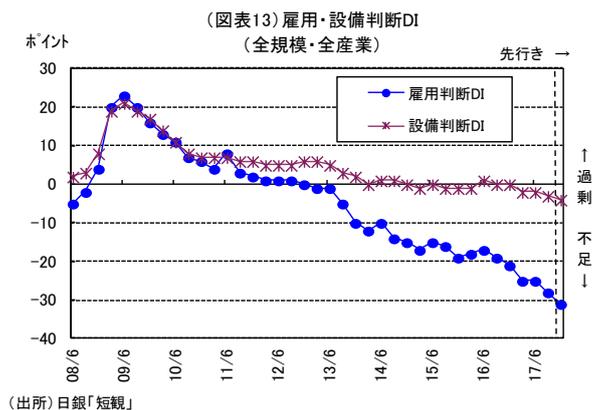
(図表11)日銀短観設備投資計画(全産業・前年比)

	16年度 実績	17年度			
		3月 調査	6月 調査	9月 調査	9月 当社予測
	%	%	%	%	%
全規模	0.4	▲1.3	2.9	4.6	4.3
製造業	2.6	4.4	10.7	11.7	10.5
非製造業	▲0.7	▲4.4	▲1.2	0.8	1.0
大企業	▲2.1	0.6	8.0	7.7	8.4
製造業	4.3	5.3	15.4	14.1	14.0
非製造業	▲5.4	▲2.0	3.7	4.0	4.4
中小企業	8.8	▲22.6	▲20.6	▲14.1	▲14.4
製造業	▲6.7	▲10.6	▲8.1	0.9	▲5.2
非製造業	16.3	▲27.5	▲25.5	▲19.9	▲18.0

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成



資金繰り判断DI（楽である－苦しい）は+17と、6月調査から横ばいとなった。金融機関の貸出態度DI（緩い－厳しい）は+23で、6月調査から▲1ポイント悪化。企業を取り巻く金融環境が緩和的である状況は変わらないが、日銀の追加緩和が期待できる状況ではなくなっていることもあり、一段の緩和方向へのシフトは考えにくくなっている。どのみち、すでに資金調達企業が投資のボトルネックではなくなって久しく、資金繰りDIや貸出判断DIの小幅な変動が、企業の投資判断に与える影響は限定的とみられる。

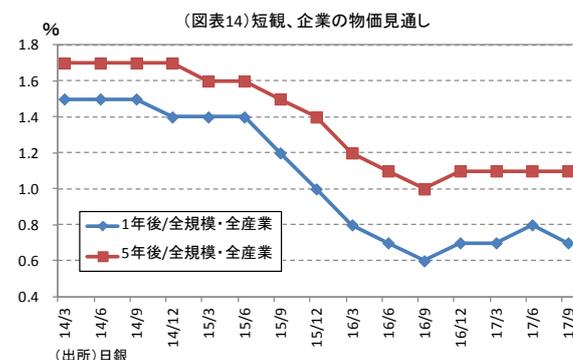


今回の日銀短観では、大企業・製造業の現状判断DIが予想を大きく上回る結果となった。地政学的リスクや、主要国の政局の混乱、中国景気の持続性などのリスク要因はあるものの、日本経済は今後も堅調な外需に支えられ、緩やかな回復トレンドが続くというのがメインシナリオである。

企業の物価見通しは下方修正

「企業の物価見通しの概要」からは、企業のインフレ期待が依然として低迷している様子が示されている。

全規模合計全産業ベースの1年後の物価見通しは、前回から0.1ポイント下方修正の前年比+0.7%となった。2期ぶりの低下である。もともと調査開始時の14年3月調査時点では1.5%であり、それが3年半で半分以下の伸びにまで縮小してきた。日銀はこの間、バズーカ第2弾、マイナス金利と、次々に新手の金融緩和策を打ち出しており、そうしたなかで企業の物価見通しはほぼ一直線に低下してきたことになる(図表14)。



1%刻みで集計した選択肢別の社数構成比を見ると、マイナス1%程度、あるいはそれ以下を見込む割合は1%に過ぎないが、最頻値である「0%程度」が、全回の39%から42%へと増加しており、約4割の企業が、向こう1年、物価はほとんど上がらないとみている。5年後の物価見通しは、4期連続で前年比+1.1%となった。調査開始時は3年後、5年後とも1.7%であり、3年後には物価目標がほぼ達成されると見ていたことになるが、いまや5年かけても目標の約半分に達するのがやっとならみていることになる。

販売価格の見通しは、大企業製造業についてみると、1年後が0.0%、3年後が▲0.2%というのは変わらないが、5年後が▲0.5%と、前回の▲0.3%から▲0.2ポイント下方修正された。自社製品については向こう5年間「デフレ」が続くという見通しである。大企業がこうした姿勢では、中小企業の価格転嫁余地もおのずから限定的ということになりそうである。(担当：小玉)

片岡委員が反対票を投じる

景気判断はすえ置き

9月20,21日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、景気の現状判断が「緩やかに拡大している」となり、前回7月20日の展望レポートで上方修正された表現がそのまますえ置かれた（図表1）。個別項目別の判断も、公共投資が2回連続で上昇修正されたほかは横ばいで、ほとんど変化がなかった（図表2）。経済、物価の先行きの見通しもほぼ同じであった（図表3）。

（図表1）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
15年1月21日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
2月18日	緩やかな回復基調を続けている	→	小幅上方修正との解釈も可能
3月17日	緩やかな回復基調を続けている	→	
4月8日	緩やかな回復基調を続けている	→	
4月30日	緩やかな回復基調を続けている	→	
5月22日	緩やかな回復を続けている	↑	明白な上方修正は、一昨年9月以来
6月19日	緩やかな回復を続けている	→	
7月15日	緩やかな回復を続けている	→	
8月7日	緩やかな回復を続けている	→	
9月15日	緩やかな回復を続けている	→	
10月7日	緩やかな回復を続けている	→	
10月30日	緩やかな回復を続けている	→	
11月19日	緩やかな回復を続けている	→	
12月18日	緩やかな回復を続けている	→	
16年1月29日	緩やかな回復を続けている	→	
3月15日	基調としては緩やかな回復を続けている	↓	小幅下方修正
4月28日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
6月16日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
7月29日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
9月21日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
11月1日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
12月20日	緩やかな回復を続けている	↑	小幅上方修正
17年1月31日	緩やかな回復を続けている	→	
17年3月16日	緩やかな回復を続けている	→	
17年4月27日	緩やかな拡大に転じつつある	↑	3ヵ月ぶりの上方修正
17年6月16日	緩やかな拡大に転じつつある	→	
17年7月20日	緩やかに拡大している	↑	
17年9月21日	緩やかに拡大している	→	

（出所）日銀

片岡委員が反対票を投じる

市場の事前予想で金融政策の変更を見込む向きは皆無だったが、今回から会合新しく参加した片岡委員が、イールドカーブ・コントロール（YCC）の継続方針について、「資本・労働市場に過大な供給余力が残存しているため、現在のイールドカーブのもとでの金融緩和効果は、2019年度ごろに2%の物価上昇率を達成するには不十分」として反対、また、物価は19年度ごろに2%に達するとしている先行きの見通しについても、「物価の前年比は、原油価格や為

替の影響により当面上昇すると見込まれるものの、来年以降、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低い」として反対票を投じた。要は「金融緩和が不十分」との意見であり、これまで一枚岩で行動するイメージが強かったリフレ派が、いわば「内部分裂」する形となった。

最近の日銀の対応が不十分と感じる「真正」リフレ派の人びとからみれば拍手喝采を送りたいところかもしれない。もっとも、現状の緩和策が不十分で、さらに19年度中の物価目標達成も見通せないということであれば、単に反対するだけではなく、追加金融緩和策を提案するのが自然に思える。この点については、まだ自身の案が固まっていないということなのか、事情はよくわからない。ただ、このぶんで行けば、次回以降も同じ箇所に対処しなければならぬはずなので、早晩、追加緩和策もセットで提案することになるだろう。氏のこれまでの主張からすると、量の拡大が中心になるはずだが、そうなると、操作目標を金利に変更している現行のYCC枠組み自体に異を唱える内容となる可能性もあり、孤立度は増すこととなるだろう。

岩田、原田の他のふたりのリフレ派委員の賛成のもとでYCCを採用した以上、現時点では、今後追加緩和が現実味を帯びていく展開は考えられない。物価目標は未達とはいえ、金融政策が限界に近いのは日銀の外部でもある程度共通認識となっており、市場や政治サイドを含め、追加緩和を望む空気はほとんどない。

(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	6月 (公表文)	総じてみれば緩やかな成長が続いている	↑
	7月 (展望レポート)	総じてみれば緩やかな成長が続いている	→
	9月 (公表文)	総じてみれば緩やかな成長が続いている	→
輸出	6月 (公表文)	増加基調にある	→
	7月 (展望レポート)	増加基調にある	→
	9月 (公表文)	増加基調にある	→
設備投資	6月 (公表文)	企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
	7月 (展望レポート)	企業収益や業況感が業種の拡がりを伴いつつ改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
	9月 (公表文)	企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
個人消費	6月 (公表文)	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している	↑
	7月 (展望レポート)	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している	→
	9月 (公表文)	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している	→
住宅投資	6月 (公表文)	横ばい圏内の動きとなっている	→
	7月 (展望レポート)	横ばい圏内の動きとなっている	→

	9月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	→
公共投資	6月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	7月（展望レポート）	増加に転じつつある	↑
	9月（公表文）	増加している	↑
鉱工業生産	6月（公表文）	増加基調にある	→
	7月（展望レポート）	増加基調にある	→
	9月（公表文）	増加基調にある	→
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	6月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
	7月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
	9月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	6月（公表文）	弱含みの局面が続いている	→
	7月（展望レポート）	弱含みの局面が続いている	→
	9月（公表文）	弱含みの局面が続いている	→

(出所) 日銀

財政規律についての質問が集中

総裁会見では、安倍首相が消費税の増税分の使途変更に言及したこともあって、財政規律についての質問が集中した。もちろん、日銀総裁に財政規律を論評せよというのは無理な注文であり、黒田総裁は「個人としてはいろいろ申し上げられるが（この部分は議事録から削除）」としつつも、「具体的なことを申し上げるのは差し控えたい」、「財政運営につきましては、政府、国会の責任において行なわれるもの」、「財政規律は財政自身にとって最も重要」との、従来からの発言を繰り返した。

ただ、「基本的に政府の責任であるというのは当然そういうことだと思いますが、どうしても出口のときに、金利が上がってしまうことを避けるために、止められなくなると、どうしてもそここのところの不安を持つ人が多いと思います」との、出口が困難になるとの指摘に対しては、「出口戦略は、あくまでも2%の「物価安定の目標」の達成および維持という観点から行なうものです。国債の債務負担を小さくするとか、そうした観点でやっているわけではありませんので、「物価安定の目標」が達成され維持される状況になれば、当然、出口の議論は行なわれ、実行されていくことになると思います。—中略—金融市場に与える影響があり得るからといって、「物価安定の目標」という日本銀行として最も重要な目標を、英語で言うコンプライズ(妥協)することはあり得ません」ときっぱり言い切った点は印象的だった。基本的に財政規律重視派の黒田総裁が、政府に強いけん制球を投げたようにも見えた瞬間だった。もっとも、現実の出口の段階では、政治サイドから陰に陽にさまざまな圧力がかかる可能性が高く、調整には非常な苦勞を伴うことになるだろう。

どのみち、財政危機を織り込んで金利が上昇を始めたなら、日銀にできることはほとんどなくなると言ってもよい。国債の買い取り資金として日銀券を増発するのであれば、インフレ加速とのたちごっこになる。日銀券の発行残高は基本的に民間の需要で決まり、余剰分は日銀に還流するが、日銀が紙幣をどんどん発行できる環境というのは、インフレが加速する環境にはかならない。一方、法外な金利をつけて日銀当預で集めるのであれば、政府と日銀のバランスシートを合わせた統合政府ベースでは赤字が拡大し、余計財政危機を助長する結果となる可能性が高まる。

(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	6月 (公表文)	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向き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考えられる。輸出も、海外経済の改善を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。	→
	7月 (展望レポート)	わが国経済は、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとの、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。	→
	9月 (公表文)	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向き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考えられる。輸出も、海外経済の改善を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。	→
物価	6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	→
	7月 (展望レポート)	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	→
	9月 (公表文)	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる	→

(出所) 日銀

QQE に合格点は難しい

定例会見では、長短金利操作付き量的・質的金融緩和 (YCC) のここまでの評価を問う質問も多く出された。黒田総裁は、YCC は所期の効果を挙げており、国債市場の機能も阻害されて

いないとする一方、「最大の誤算は何か」との質問に対しては、「**問題は賃金・物価、特に物価です。—中略—物価の上昇がやや遅れていることは事実だと思います**」と述べている。

もちろん、当初の目標との比較では「やや」どころではない。ここまで足掛け4年半の黒田緩和の評価の基準はいろいろあろうが、自ら掲げた最も重要な目標である物価目標の達成にめどが立たない以上、しかも当初2年で達成するとしていたのが、5年の任期をまるまるかけても達成できない見通しとなった以上、合格点を与えるのは難しい。

当初、さまざまな波及ルートが喧伝されていた量的質的金融緩和（QQE）だが、結局は、期待の変化を通じた金融市場（為替、株）への働きかけに依存する部分が大きかった。しかし、すでに黒田総裁の「神通力」は薄れている。初期段階の円安・株高に関しても、政権交代の前月に景気が谷をつけたことや、政権交代の高揚感に便乗できたこと、欧州債務問題の一巡ですでに実効ベースでは円売りトレンドが明確になっていたことなど、タイミングに恵まれた部分が大きかった。一方で、金融市場の先にある物価や景気に働きかける効果がさほど大きくないことが明らかになってきたため、日銀は予想以上の長期戦を強いられる結果となった。現状では、超低金利で金融システムに負担をかけているほか、リスク資産の買い取りというイレギュラーな措置を手仕舞う見通しが立たない、事実上の財政ファイナンスへの道をひた走っているなど、ひずみの方が目立つ形となっている。いまや、緩和継続に伴う追加的なメリットをデメリットが上回りつつあるのが現状と考えられる。

YCC も永続可能ではない

1年前に導入したYCCは、操作目標を量から金利へと戻すことで、量的・質的金融緩和（QQE）の延命を計る策だったが、これとて永続可能ではない。金利と量の目標は本来両立できないはずだが、政策の継続性を重視する必要上、また、こちらの方がおそらく重要だが、政策委員のリフレ派へ配慮する必要上、「80兆円をめど」、「2%達成まで国債買入れ継続」という中途半端な形で量的目標を残したことが、持続性の足かせとなっている。また、イールドカーブを強制的につぶす状態が長期化すれば、銀行経営もいずれは行き詰る。依然として長期的、安定的に持続可能な枠組みとは言い難い。

いずれは再度の変更が必要になるとみるが、マイナス金利、YCCと、過去2年以内に立て続けに枠組み変更を行ってきたことを考えれば、黒田体制下での再度の変更は大義名分が立ちにくい。下手な変更は手詰まり感を際立たせるだけで、これまでの緩和策が失敗した証拠との印象も与えかねない。加速度的な円高の進行といった事態に直面しない限り、基本的にあと半年間は無風の会合が続く可能性が高いとみる。ただ、いずれは変えなければならないのだとしたら、来年4月の新体制への移行時はチャンスである。黒田総裁の留任、交代にかかわらず、早い段階で枠組み変更に取り組むのではないか。もっとも、表紙でも述べたとおり、総選挙で自民党が大幅に議席を減らし、次期日銀総裁人事が見えなくなった場合、日銀としてはむしろ現体制の間に、責任を持ってYCCをより持続性の高いスキームに手直ししておかなければというムードが浮上する可能性もなくはない。

総選挙における与党の勝利を前提とした場合、4月を逃すと、9月の総裁選までは手をつけるのが難しくなる可能性もある。金融政策は依然としてアベノミクスの肝であり、再選のためには金融緩和が大成功していることが前提となることから、総裁選前に枠組みをいじることを政権は喜ばないかもしれない。

どのような変更がなされるのか

日銀自身にとっての制約要因も少なくない。まずは、2%の物価目標の存在である。理論的支柱だったはずの浜田顧問からは、「1%程度でも問題ない」との発言も飛び出してきているが、日銀としては、今さら振り上げたこぶしは降ろせない。もとより、2%という水準に経済理論的な裏付けはない。主要国と同じ目標を掲げることで、購買力平価の安定が期待できるといふ消極的な意味はあるが、日銀にとっては、これまでの政策の誤りを認めるわけにはいかないという理由が大きいだろう。

当初2年としていた達成期限はどうにすぎ、実態としてはすでに中長期的な目標に位置づけが変わりつつある。とはいえ、足元のコアCPIは0.5%前後と、いまだに遠く届かない以上、金融政策の枠組みを変更する場合、その変更で物価目標の達成がより近づくという説明ができなければならない。すなわち、日銀は、自らの正当性と政策の継続性に配慮しつつ、かつ緩和強化の建前を維持しながら、実際は正常化への道を探るといふナローパスをめざす必要性に迫られている。

では、具体的にどのような変更がなされるだろうか。基本的には、「量」から「金利」への一段のシフトが軸になると考えられる。まず、長期国債の「年80兆円増をめど」という数字は撤廃されよう。YCCのもとで、量はすでに従属変数に変わっている。80兆円という数字も目標としての意味合いを失っているが、YCC導入時は、これをはずすと、市場に引締めと受け止められて円高が進む懸念があった。しかし、導入から1年が経過したことで、YCCの内容への理解も浸透しつつあるとみられることから、理論的な無理を承知で具体的な数字を掲げ続ける必要性は薄れてきている。

ETF(年約6兆円増)とREIT(年約900億円増)の買入れも段階的に縮小するのではないか。もとより、日銀がリスク資産を大々的に買入れるというのは異常な政策である。定例会見で黒田総裁は、現時点では必要な措置としつつも、「**最も重要な要素は「イールドカーブ・コントロール」**ですので、そうしたものと全く同じ程度の重要性があるとは申しませんが〜」と含みのある発言も残している。特にREIT市場では日銀の存在は「池のなかの鯨」であり、価格形成を歪める弊害が深刻である。景気は堅調で、株価・地価とも順調に回復を続けてきていることを考えれば、日銀の役割は終わっていると言える。

長期金利の操作目標については、指値オペの発動基準を変えることで、今のところ上下0.1%との暗黙の了解が成り立っている変動許容幅を次第に拡大するか、あるいは0%といった特定水準ではなく、レンジで示す形に変更するとみる。操作目標を5年などのより短期の金利に変更するという手段もあるかもしれない。ただ、こうした変更を実施した場合、全体として引き締め方向の変更と受け止められてしまう。筆者が緩和強化の建前を維持するために実施するかもしれないと考えているのが、マイナス金利の小幅深堀りである。現状では奇論かもしれないが、政策金利残高の調整や、イールドカーブのスティープ化の許容で、金融システムへの負担の軽減は可能と考えられる。

もちろん、枠組みを変更しても、それで物価目標の達成が近づくわけではない。辛抱強く緩和体制を維持しながら、何か神風が吹くことを願うしかないと言うのがお寒いところだが、だからこそ、より長期的に持続可能な枠組みへと、タイミングを逃すことなく移行していく必要がある。(担当:小玉)

物価の上昇余地は限定的と予想

エネルギーがコアCPIを押し上げ

日本の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合物価指数、以下コアCPI、消費増税の影響を除くベース)は、年明け以降、プラス幅を拡大している(図表1)。刈り込み平均値(上昇率の高い品目と下落率の高い品目をウェイトベースで10%ずつ控除)も、年初以降は、小幅ながらプラス圏で推移している。ただ、除く生鮮・エネルギー指数は、前年比+0.0%程度にとどまっており、足元のコアCPIはエネルギーにより押し上げられている側面が大きいことが分かる。

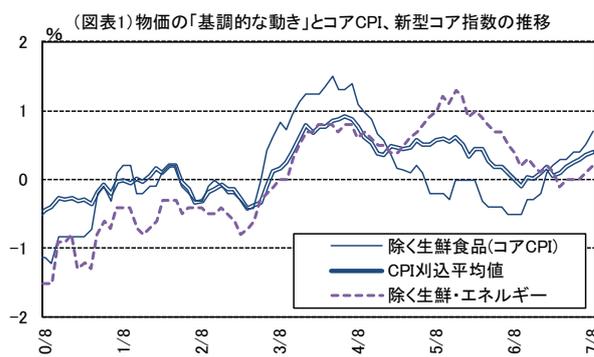
財CPIは小幅なプラスにとどまる

総合CPIを財・サービス別に分けて見ると、全体の5割を占める財CPIの中では、エネルギー(電気代、都市ガス代、ガソリン、灯油などを含む)の寄与度が2月以降プラスに転じ、その幅も拡大傾向にある(図表2)。背景にある原油価格の物価押し上げ効果について、ベクトル自己回帰(VAR)モデルによる試算を行なうと、原油高ショック発生から3ヵ月後が押し上げのピークとなり、その効果は1年程度持続する(図表3)。ただ、ドバイ原油価格の円換算額の推移を見ると、3月に前年比+72.4%とピークを付けた後、直近8月は同+16.0%までプラス幅が縮小してきている(図表4)。当社では、今後の国際原油価格はボックス圏で一進一退の推移となるとみており、秋以降のエネルギーCPIの伸びは鈍化傾向になるとみている。

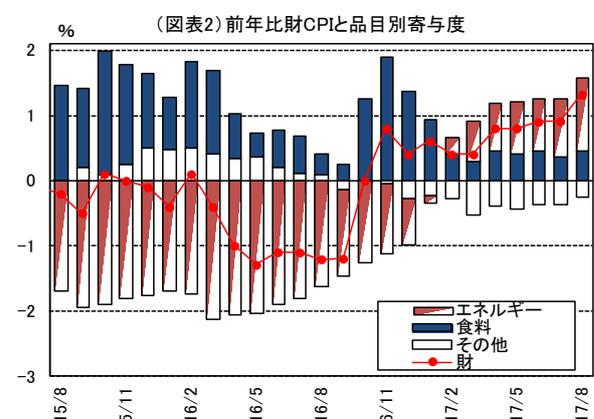
円高による下押し圧力は緩和へ

一方、昨年秋口までに進んだ円高は、財価格の押し下げに寄与しているとみられる。円高による物価の押し下げ効果について、同じくベクトル自己回帰(VAR)モデルによる試算を行なうと、円高ショックの9ヵ月後まで、財CPIの押し下げ効果が拡大していくとの結果となった(図表5)。

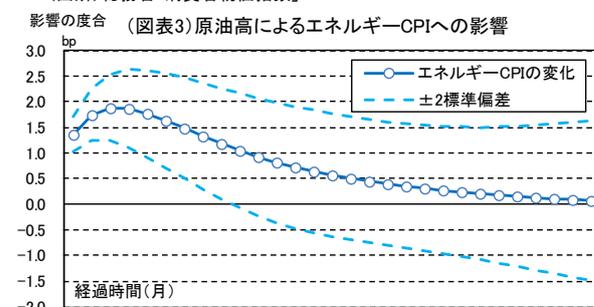
財CPIのなかでも、為替の影響を受けやすいとされる耐久消費財CPIの推移を見ると、2016年9月以降、大幅なマイナスが続いている(図表6)。主



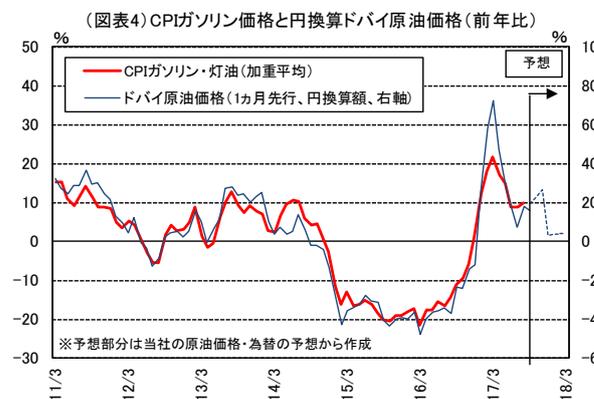
(図表1)物価の「基調的な動き」とコアCPI、新型コア指数の推移
*白塚(2015)に基づき、CPI総合にHPフィルター(λ=14,400)を用いて算出
いずれの系列とも消費増税の影響を除く。2015年12月までの刈り込み平均は2010年基準
(出所)総務省「消費者物価指数」、日本銀行より明治安田生命作成



(図表2)前年比財CPIと品目別寄与度
(出所)総務省「消費者物価指数」



(図表3)原油高によるエネルギーCPIへの影響
・ドバイ原油価格(円換算)、名目為替レート、エネルギーCPIを変数にVARモデルで試算。
インパルス・レスポンスでは、コレスキー分解を利用し、500回のモンテカルロ・シミュレーションにより標準偏差を算出。期間2006年1月~2017年7月、ラグは2次と設定
(出所)ファクトセット、財務省、総務省より明治安田生命作成



(図表4)CPIガソリン価格と円換算ドバイ原油価格(前年比)
※予想部分は当社の原油価格・為替の予想から作成
(出所)総務省「消費者物価指数」より明治安田生命作成

に2016年1月から2016年9月まで続いた円高の影響が、ラグを伴って顕在化したものとみられる。

もっとも、すでに昨秋までの円高が一服してから10ヵ月が経過しているほか、輸入物価指数は年初より、前年比ベースで上昇に転じている。今後、円高による財CPIへの押し下げ圧力は緩和に向かうとみられるため、耐久財CPIのマイナス幅がこれ以上拡大する状況にはないとみる。今後の財CPIは、円高の影響が緩和することで、プラス圏での推移が続くとみる。ただ、エネルギーのプラス寄与幅も縮小するため、プラス幅は小幅なものにとどまると予想する。

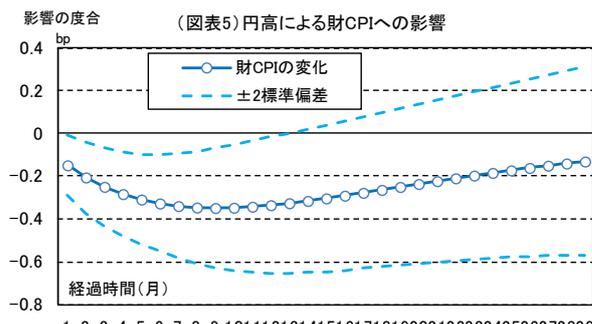
サービス価格は伸び悩みが続く

次に、サービスCPIを見ると、昨年半ば以降、伸びが鈍化傾向で推移している(図表7)。一般に、労働集約的産業であるサービス業のCPI上昇率は、賃金動向の影響を大きく受ける。賃金動向について、毎月勤労統計で現金給与総額の推移を見ると、前年比+0%台の低い伸びが続いている。賃金の低迷の背景には、潜在成長率の低下など、さまざまな構造的要因が指摘されているが、今後も賃金上昇が見込みづらいなか、サービスCPIは引き続き低調な推移をたどる可能性が高い。

また、サービス業においても、円高により原材料コストが低下すれば、短期的には物価に下落圧力がかかるとみられる。円高による物価の押し下げ効果について、ベクトル自己回帰(VAR)モデルで試算すると、サービスCPI(持家の帰属家賃を除くサービス)では、円高ショック発生から18ヵ月後の押し下げのピークまで、緩やかに物価低下圧力がかかり続けることが示される(図表8)。足元でサービスCPIが低調な推移となっている背景には、昨年1月から9月にかけて進行した円高も影響している可能性がある。

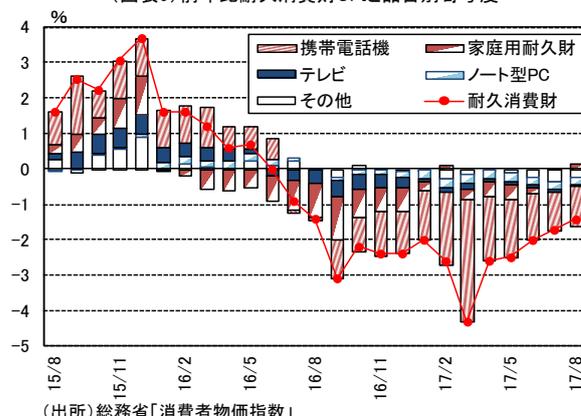
また、住宅価格の下落もサービスCPIの上昇を抑制する要因となっている。サービスCPIのうち、30%弱を持ち家の帰属家賃が占めており、家賃の動向もサービスCPIの重要な要素となる。帰属家賃は、小幅ながら一貫してサービスCPIの押し下げに寄

(図表5)円高による財CPIへの影響



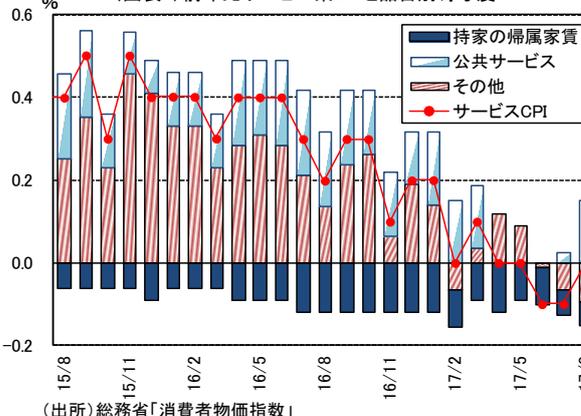
・名目実効為替レート、輸入物価指数、コアコアCPIを変数にVARモデルで試算。インパルス・レスポンスでは、コレスキー分解を利用し、500回のモンテカルロ・シミュレーションにより標準偏差を算出。期間2006年1月～2017年7月、ラグは2次と設定
(出所)ファクトセット、財務省、総務省より明治安田生命作成

(図表6)前年比耐久消費財CPIと品目別寄与度



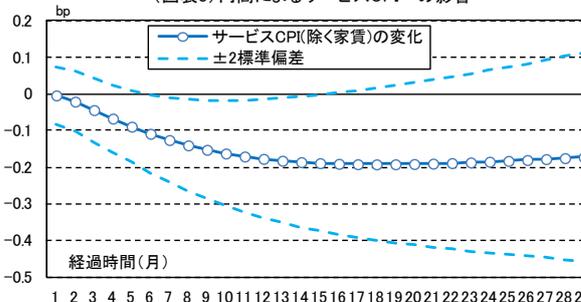
(出所)総務省「消費者物価指数」

(図表7)前年比サービス業CPIと品目別寄与度



(出所)総務省「消費者物価指数」

(図表8)円高によるサービスCPIへの影響



・名目実効為替レート、輸入物価指数、サービスCPI(除く家賃)を変数にVARモデルで試算。インパルス・レスポンスでは、コレスキー分解を利用し、500回のモンテカルロ・シミュレーションにより標準偏差を算出。期間2006年1月～2017年7月、ラグは2次と設定
(出所)ファクトセット、財務省、総務省より明治安田生命作成

与している(前掲図表 7)。日銀の展望レポートでも指摘されているとおり、日本では、賃貸住宅の経年による品質劣化の調整を行なっておらず、米国などの諸外国と比較すると、帰属家賃が過小評価されている可能性があるが、住宅価格が米国ほどは上昇していないことも事実である。

公示地価を見ると、住宅地の地価はようやく下げ止まった程度である(図表 9)。不動産価格指数を見ても、2013年初から回復の兆しが見られるものの、ようやくリーマンショック前の水準まで回復したに過ぎない。日本の地価については、景気循環による振れはあるものの、長い目で見れば世帯数が頭打ちとなるなかで、上昇が見込みにくい状況にある。今後のサービスCPIは、円高による押し下げ圧力が徐々に緩和に向かうとみるものの、賃金上昇圧力が強まらないなかで、一進一退の推移をたどるとみる。

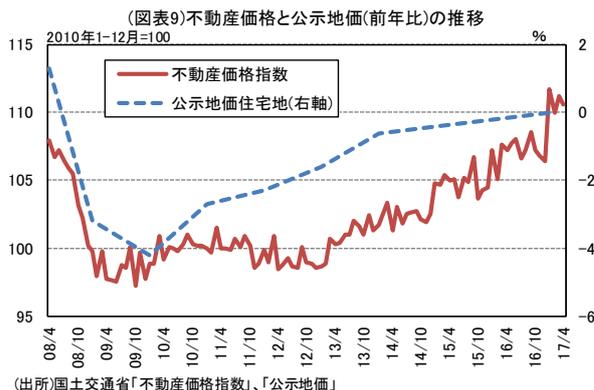
期待インフレは弱い動き

中長期的な物価動向に影響を与える消費者の期待インフレも伸び悩んでいる。内閣府の「消費動向調査」と消費者物価指数から、修正カールソン・パーキン法を用いて、家計の1年後の期待インフレ率を推計すると、8月は前年比+0.5%と、小幅なプラスにとどまっている(図表 10)。

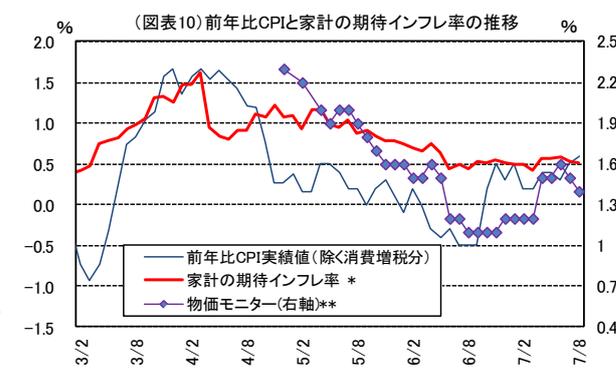
一方、消費者庁が発表する物価モニターを見ると、今年4月以降、昨年の2%程度から小幅上昇している。もっとも、物価モニター調査は、1年から半年ほど実際の物価変動を後追いするとされており、足元の上昇は、これまでのエネルギー価格の上昇を反映しているとみられる。足元のコアCPIは横ばい圏での推移となっていることから、今後の物価モニターの期待インフレも盛り上がらないとみる。バブル崩壊後の低成長の常態化も期待インフレの上昇を阻害しているとみられ、今後も消費者の期待インフレは伸びの鈍い状態が続くとみている。

2017年度の物価上昇率は前年比+0.5%程度と予想

今後の財CPIは、昨年後半までの円高の影響が緩和することで、プラス圏での推移が続くとみるものの、エネルギーのプラス寄与幅が縮小することから、プラス幅は小幅なものにとどまるとみる。サービスCPIは、賃金の上昇圧力が強まらないことなどから、一進一退の推移になるとみられる。期待インフレ率が伸び悩み、需要面からの物価押し上げ圧力も弱いとみられることで、2017年度同年のコアCPIの上昇率は前年比+0.5%、2018年度も同+0.7%程度にとどまると予想する。(担当：磯部)



(出所)国土交通省「不動産価格指数」、「公示地価」



* 消費動向調査、CPI(総合)より修正カールソン・パーキン法により抽出
 ** 2015年1月、3月はデータ未発表
 (出所)総務省、内閣府「消費動向調査」、日銀「短観」、消費者庁「物価モニター」より明治安田生命作

9月FOMCについて ～ミステリーに挑むFRB～

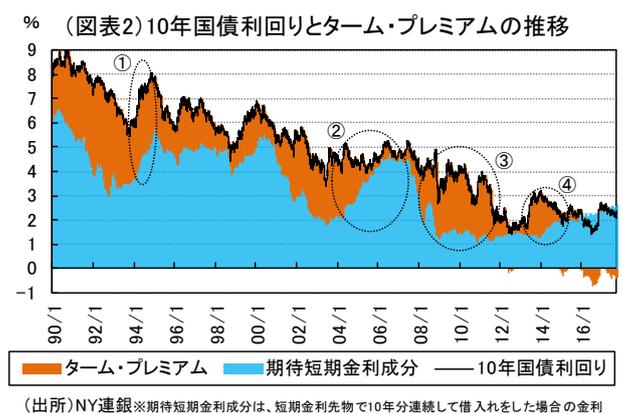
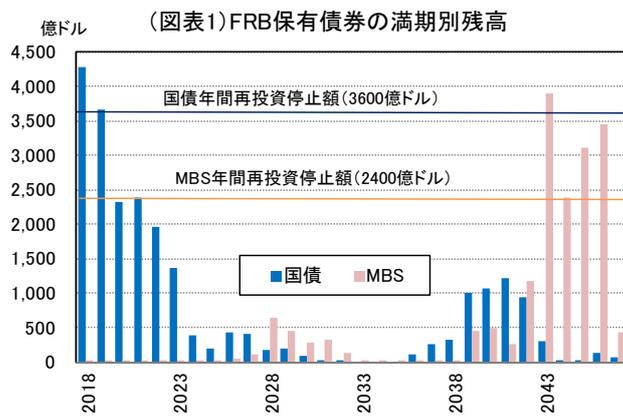
4つの注目点

9月19-20日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、4つの注目点があった。一つ目は、予想されていた点だが、10月からの再投資政策の一部停止が発表されたこと、二つ目はFOMCメンバーが12月利上げに対して前向きな態度を示したこと、3つ目は経済見通しのなかでコアPCEデフレーターの見通しを引き下げたこと、4つ目は長期の政策金利見通しを引き下げたこと、である。

再投資政策の停止に着手

一つ目の、再投資政策の一部停止については、以前からFRBが情報の前出しを繰り返し、慎重に市場への刷り込みを図っていた。2013年5月にはバーナンキFRB（米連邦準備制度理事会）前議長が、量的緩和策（QE3）の縮小の可能性に突如言及したことで、長期金利が上昇に転じるなど（10年国債利回りは2013年5月末の1.6%→同年9月末の3.0%まで上昇）、金融市場が混乱した経験（いわゆる「テーパー・タントラム」）があることが背景である。2017年6月末時点で、市場に流通している米国債の発行残高は約14兆ドルであり、FRBの保有分は約2.4兆ドルと、17%に及ぶ。FRBが保有する国債の償還期日は目先5~6年に集中しており、2018年の償還額は4,256億ドル、2019年は3,570億ドルと巨額になる（図表1）。この点について、FRBは国債・MBSともに再投資の停止額は少額から段階的に引き上げるように設定し、最終的なバランスシートの規模は金融危機前の水準より大きいものにする

ことや、経済・金融環境の変化によっては再投資政策を再開することを明言している。こうしたFRBによる配慮は、長期金利に含まれる「ターム・プレミアム」の動向に影響を与えているとみられる。ターム・プレミアムは、本来投資家が長期の債券を買うのに際し、価格変動リスクや流動性リスクが高まる分だけ上乗せして要求する金利である。ニューヨーク連銀のモデルによると、①FRBが突如利上げに転じた局面（1994~1995年）ではターム・プレミアムは縮小しなかったが、②FRBがフォワード・ガイダンスにより市場とコミュニケーションを取りながら利上げを進めた局面では、ターム・プレミアムは縮小していた（図表2）。その後、③FRBがフォワード・ガイダンスとともに量的緩和策を開始して以降ターム・プレミアムは縮小に転じ、④2013年のテーパー・タントラムで一時的に急拡大したものの、2015年以降はゼロ近傍で推移している。こうした経緯を踏まえると、9月の再投資停止発表後もターム・プレミアムがゼロ近傍で推移しているのは、FRBによる市場との対話が奏功した結果とみられ、今後FRBが資産圧縮を進めていくなかでも、ターム・プレミアムの拡大幅は限定的と予想する。

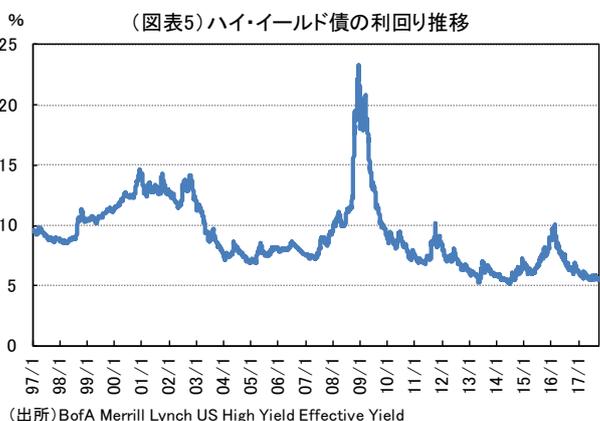
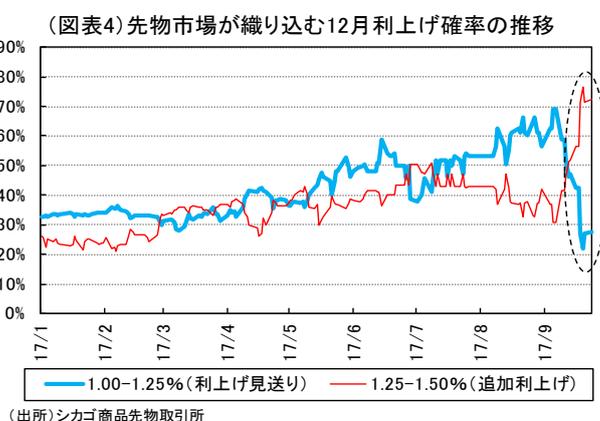
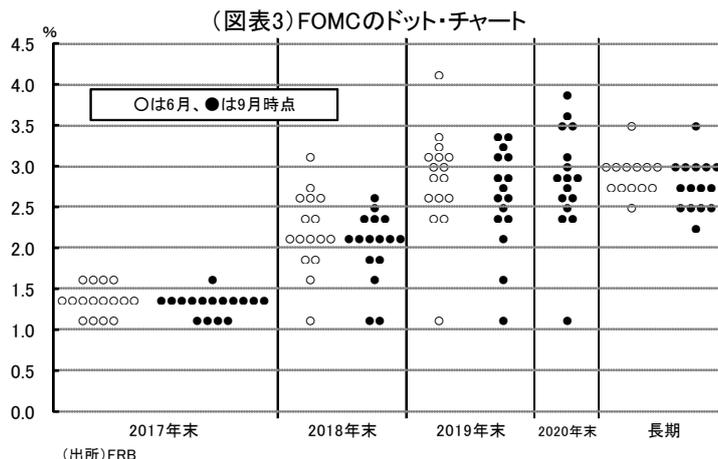


12月利上げはほぼ確実

12月利上げ見通しについては、このところインフレ率の伸び悩みを示す指標が増えているなか、12月の利上げ見送りを支持するFOMCメンバーは4人で変わらなかった(図表3)。市場はこの点をとらえ、「FRBが予想外にタカ派である」との評価を下しており、先物市場で予想される12月の利上げ確率は、FOMCの日を境に30%から70%へと急上昇した(図表4)。

インフレ見通しについては、声明文のなかで「中期的に2%付近で安定すると予想している」と従来の立場が維持された。ただ、イエレン議長は記者会見で、「今年、インフレ率が2%を下回っているのは謎(ミステリー)であり、我々もその原因を明確には理解していない。(中略)ただし、労働市場の逼迫は時間差を伴って賃金上昇やインフレを引き起こす傾向があり、金融政策はこの時間差を考慮して実施することになる。景気が過熱して、後になって急速な利上げに追い込まれ、景気後退と、現在のきわめて良好な労働市場への脅威となることのないように、注意していかなければならない」と発言しており、つまるところ「雇用と物価のメカニズムに則れば、物価は今後上がるはずである」という原則論を繰り返すのみで、物価上昇に今一つ自信が持てないことを吐露しているようにみえる。ただ、長引く低金利環境下で、世界中で「イールドハンティング」と呼ばれる高利回り債の需要が高まった結果、格付けがBB以下の投資不適格債(ハイ・イールド債)利回りも歴史的な低水準になっている(図表5)。

こうした状況下、2015~2016年にかけては原油価格の急落を背景にシェールガス採掘企業の採算が悪化し、ハイ・イールド債の利回りも急騰するなど、金融環境が不安定化する場面もみられた。また、株式を筆頭に資産価格の割高感もFOMC議事録のなかではたびたび指摘されている。こうした低金利政策の弊害とも言える状況が現出していることも、FRBが物価の安定と雇用の最大化という法で定められた二大責務以外に、利上げに前向きな姿勢を維持している隠れた要因とみられる。实体经济に目を向けても、米国景気は堅調そのものであり、求人数や新規雇用者数など雇用面でも減速する兆しは見られない。FRBは12月12-13日開催のFOMCで、25ベーシスポイントの追加利上げに動く予想する。



物価見通しの引下げ

FOMCメンバーが利上げに前向きな姿勢を示す一方、同日に発表された経済見通しのなかでは、2017年と2018年のコアPCEデフレーターが引き下げられた(図表6)。FRBは、足元の物価の下振れは、2017年3月の大手通信会社による割安なプランの発表など、一時的な要因に起因するとの立場をとっているが、2018年の物価見通しも引き下げた点を鑑みると、イエレン議長の記者会見から垣間見えるように、FRB内部で物価上昇に弱気な見方が広がりつつあるように見える。

実際、インフレ率に大きな影響を与える賃金の伸びは鈍い。米国の失業率と賃金の関係について、過去の推移を見ると、2008年ごろまでは失業率(U3)が4~5%程度、広義失業率(U6)が8%程度に低下すると、賃金が前年比4%まで上昇する傾向が窺える(図表7)。一方、足元9月の失業率は4.2%、広義失業率も8.3%と、労働需給の引き締まりが継続しているものの、賃金上昇率は1-9月平均で2.6%と緩やかな上昇にとどまっている様子が確認された。9月の雇用統計で賃金が上昇した背景には、ハリケーンによる復興需要など一時的な要因があることを鑑みれば、このまま賃金が持続的に上昇する可能性は低いとみている。

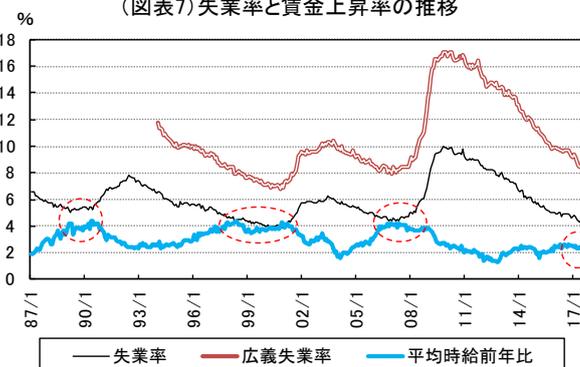
いわゆる労働市場の Slack と物価動向について、9月26日にイエレン議長が「全米企業エコノミスト協会」で行なった講演では、足元の物価に与える影響として、労働市場における「Slack 要因」はほぼ消滅済との試算が示された(図表8)。2017年の物価上昇を抑制しているのは「その他要因」、すなわち議長自身が語った「謎」である。イエレン議長は講演のなかで、現状手に入るデータからは、労働市場は Slack が残っているとも過熱しているとも言えない適温状態であると述べ、それでも物価が上昇しない理由について、インフレ期待が低下している可能性や、オンラインショッピングの台頭などで、経済構造が変化している可能性を挙げた。イエレン議長は、これらは今後の政策運営に対する不透明感として残存することになるとしている。ただ、かような状況下では、FOMCは緩やかなペースで利上げを行なうことが適切であり、「遅すぎる」利上げは労働市場の過熱からインフレの高騰を招いたり、レバレッジの拡大により金融の安定を損なうリスクがあると述べた。物価の先行きには不透明感が漂うものの、「適度に様子を見ながら慎重に利上げを進める」というのがFRBの当面のスタンスであると読み取れる。

(図表6) FOMC参加者による経済見通し(中央値)

	2017年	2018年	2019年	2020年	長期
実質GDP	2.4	2.1	2.0	1.8	1.8
成長率	2.2	2.1	1.9	—	1.8
失業率	4.3	4.1	4.1	4.2	4.6
	4.3	4.2	4.2	—	4.6
PCE	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0
デフレーター	1.6	2.0	2.0	—	2.0
コアPCE	1.5	1.9	2.0	2.0	
デフレーター	1.7	2.0	2.0	—	
政策金利	1.4	2.1	2.7	2.9	2.8
見通し	1.4	2.1	2.9	—	3.0

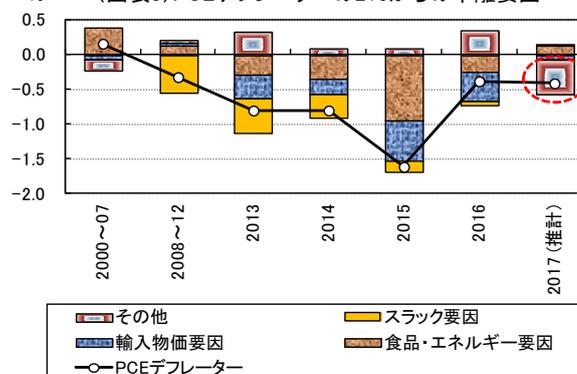
(出所)FRB ※いずれも上段が9月時点、下段が6月時点の見通し

(図表7) 失業率と賃金上昇率の推移



(出所)米労働省

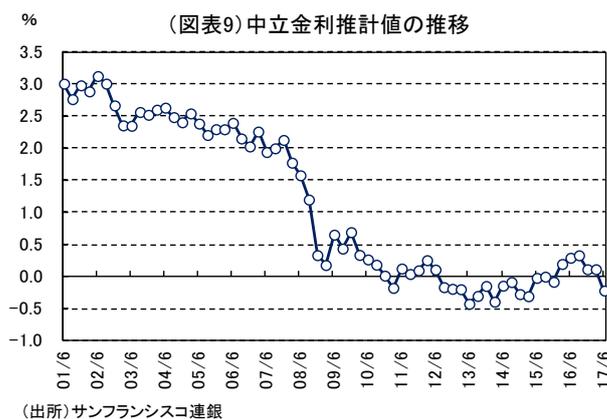
(図表8) PCEデフレーターの2%からの乖離要因



(出所)イエレンFRB議長講演「Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy」より抜粋

長期的な政策金利見通しを引下げ

長期の政策金利見通しが3.0%から2.8%に引き下げられた点については、FRBのなかで想定される中立金利が引き下げられた可能性が指摘できる（前掲図表6）。長期的な政策金利は、中立金利と期待インフレ率の和として表現される。サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁等が推計している中立金利は、リーマン・ショック以降ゼロ近傍で推移しており、最新の推計では再びマイナス圏に没しており、そうした推計結果を一部反映している可能性がある（図表9）。



以上、9月のFOMCは、12月利上げという一点だけを取り上げればタカ派色を強めたようにとれるが、同日発表の物価見通しやその後の記者会見や講演会などを見るに、景気も雇用も堅調であるのに物価が伸び悩むという謎（ミステリー）を前に、FRBは今後の物価上昇に対して自信を失いつつも、緩やかなペースでの利上げが政策的に最適解であるという姿勢が窺える内容であった。確かに、足元の米国景気は内需を中心とする自律的な回復経路にあり、雇用環境の改善が今後とも進む蓋然性は高い。ただ、労働市場のタイトニングと低インフレの共存という謎が解決されないことには、「労働市場の逼迫は時間差を伴って賃金上昇やインフレを引き起こす」というFRBの主張は、いずれかの時点で行き詰まりを迎えるものとみられる。当Gでは、インフレ期待の低下や経済構造の変化などに起因する「謎」は2018年以降も残存し、物価の上昇ペースも鈍いものにとどまり、現時点では2018年の利上げ回数は2回程度になると予想する。（担当：久保）

前回 2017/7/25-26	今回 2017/9/19-20
<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>June</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising moderately so far this year. Job gains have <u>been solid</u>, on average, since the beginning of the year, and the unemployment rate has declined. Household spending and business fixed investment have continued to expand. On a 12-month basis, overall inflation and the measure excluding food and energy prices <u>have declined and are running below 2 percent</u>. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p>	<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>July</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising moderately so far this year. Job gains have <u>remained solid in recent months</u>, and the unemployment rate <u>has stayed low</u>. Household spending <u>has been expanding at a moderate rate</u>, and growth in business fixed investment <u>has picked up in recent quarters</u>. On a 12-month basis, overall inflation and the measure excluding food and energy prices have declined this year and are running below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p>
<p>6月のFOMC会合以降に入手した情報は、労働市場は力強さを増し続け、経済活動は今年のこれまでのところ緩やかに上昇してきたことを示している。年初以来、雇用者数の伸びは均せば堅調であり、失業率は低下してきた。個人消費と設備投資は拡大し続けた。前年比で見たインフレ率と食品とエネルギーの価格を除いた指標は、減速し2%を下回っている。インフレ期待を示す市場の指標は低いままであり、調査に基づく長期的なインフレ期待の指標は総じてほとんど変わらなかった。</p>	<p>7月のFOMC会合以降に入手した情報は、労働市場は力強さを増し続け、経済活動は今年のこれまでのところ緩やかに上昇してきたことを示している。ここ数ヶ月、雇用者数の伸びは堅調を保っており、失業率は低水準にとどまっている。個人消費は緩やかなペースで拡大しており、設備投資はここ数四半期で上向いている。前年比で見たインフレ率と食品とエネルギーの価格を除いた指標は、減速し2%を下回っている。インフレ期待を示す市場の指標は低いままであり、調査に基づく長期的なインフレ期待の指標は総じてほとんど変わらなかった。</p>
<p><ポイント> ・現状の景気と雇用の判断は、おおむね変わらず ・労働市場については、「雇用者数の伸びは均せば堅調」から「雇用の伸びは堅調を保っている」に変更。失業率は「低下した」から「低水準にとどまっている」へと変更された ・需要項目別では、個人消費は「増加し続け」から「緩やかなペースで増加しており」へと変更。設備投資は、「増加し続け」から「ここ数四半期で上向いている」へと変更された ・総合物価、コア物価の判断は、「減速し2%を幾らか下回っている」で変更なし</p>	
<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee continues to expect 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 on a 12-month basis is expected to remain somewhat below 2 percent in the near term but to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term. Near-term risks to the</p>	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. <u>Hurricanes Harvey, Irma, and Maria have devastated many communities, inflicting severe hardship. Storm-related disruptions and rebuilding will affect economic activity in the near term, but past experience suggests that the storms are unlikely to materially alter the course of the national economy over the medium term.</u> Consequently, the Committee continues to expect that, with gradual</p>

<p>economic outlook appear roughly balanced, but the Committee is monitoring inflation developments closely.</p> <p>法で定められた責務に基づき、委員会は雇用の最大化と物価安定の促進をめざしている。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。前年比ベースのインフレ率は短期的に2%を幾分下回って推移する見込みだが、インフレは中期的に2%付近で安定すると予想している。景気見通しに対する短期的なリスクは概ね安定しているとみられる。委員会は、インフレ動向を引き続き注視する。</p>	<p>adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, and labor market conditions will strengthen somewhat further. <u>Higher prices for gasoline and some other items in the aftermath of the hurricanes will likely boost inflation temporarily; apart from that effect,</u> inflation on a 12-month basis is expected to remain somewhat below 2 percent in the near term but to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced, but the Committee is monitoring inflation developments closely.</p> <p>法で定められた責務に基づき、委員会は雇用の最大化と物価安定の促進をめざしている。<u>ハリケーン ハービー、イルマ、マリアは多くのコミュニティを破壊し、深刻な苦難をもたらした。暴風雨による被害と復興は、近い将来の経済活動に影響を及ぼすだろうが、過去の経験は、ハリケーンが中期的には経済の軌道を大きく変化させる可能性は低いことが示唆されている。それに伴い、</u>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。<u>ハリケーンの結果として、ガソリンその他の財の価格は足元で上昇しているが、そうした影響を除けば、</u>前年比ベースのインフレ率は短期的に2%を幾分下回って推移する見込みだが、インフレは中期的に2%付近で安定すると予想している。景気見通しに対する短期的なリスクは概ね安定しているとみられる。委員会は、インフレ動向を引き続き注視する。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・ハリケーンの影響について触れており、短期的な経済への下押し圧力とその後の復興需要は見込まれるものの、経済への中期的な影響はほぼ無いとみている ・インフレについては、ハリケーンによる一時的な影響を除けば、「前年比ベースのインフレ率は短期的に2%を幾分下回って推移する見込みだが、中期的に2%付近で安定する」という見方がすえ置かれた 	
<p>In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to <u>maintain</u> the target range for the federal funds rate at 1 to 1-1/4 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.</p> <p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the</p>	<p>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 to 1-1/4 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.</p> <p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the</p>

<p>federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</p>	<p>federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</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1.00-1.25%で維持することを決定した。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%のインフレへの持続的な回帰を支える。誘導目標レンジの今後の調整時期と幅を決定するにあたっては、雇用最大化と2%のインフレという到達点に照らして、経済状況の実績と見通しを評価する。この評価には、労働市場の状況に関するさらなる尺度、インフレ圧力およびインフレ期待を示す指標、金融と国際動向の見通しを含む幅広い情報を考慮する。委員会は対称的なインフレ目標との比較で、インフレの実際の進捗と見通しを注視する。委員会は、経済状況がFFレートの緩やかな引き上げを正当化する形で進むと予測しており、FFレートは当面、長期に達成すると見込まれる水準を下回って推移する可能性が高い。しかしながら、FFレートの実際の道筋は、今後入手するデータによる経済見通し次第である。</p>	<p>(変更なし)</p>
<p><ポイント> ・FFレートの誘導目標レンジは1.00-1.25%ですえ置き ・「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を正当化する形で進むと予測」、「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」といった前回の表現から変更なし</p>	
<p><u>For the time being, the Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its</u></p>	<p><u>In October, the Committee will initiate the balance sheet normalization program described in the June 2017 Addendum to the</u></p>

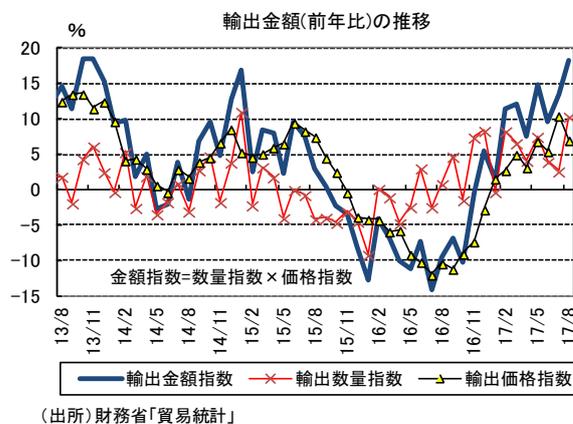
<p><u>holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction. The Committee expects to begin implementing its balance sheet normalization program relatively soon, provided that the economy evolves broadly as anticipated; this program is described in the June 2017 Addendum to the Committee's Policy Normalization Principles and Plans.</u></p> <p><u>当面、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ている。委員会は経済が概ね予想通りに推移するとの前提の上で、バランスシート正常化プログラムを比較的早期に実施すると予想している。このプログラムは、委員会の金融政策正常化の原則と計画の付属資料で説明されている。</u></p>	<p><u>Committee's Policy Normalization Principles and Plans.</u></p> <p><u>10月に、委員会は2017年6月における「金融政策正常化の原則および計画」の補遺で示したバランスシートの正常化プログラムを開始する。</u></p>
<p><ポイント> ・10月からバランスシートの再投資政策を一部停止すると明言</p>	
<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Neel Kashkari; and Jerome H. Powell.</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、エバンス総裁、フィッシャー副議長、ハーカー総裁、カプラン総裁、カシュカリ総裁、パウエル理事。</p>	<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Neel Kashkari; and Jerome H. Powell.</p> <p>(変更なし)</p>
<p><ポイント> ・反対票はなし</p>	

主要経済指標レビュー (9/19~10/6)

《日本》

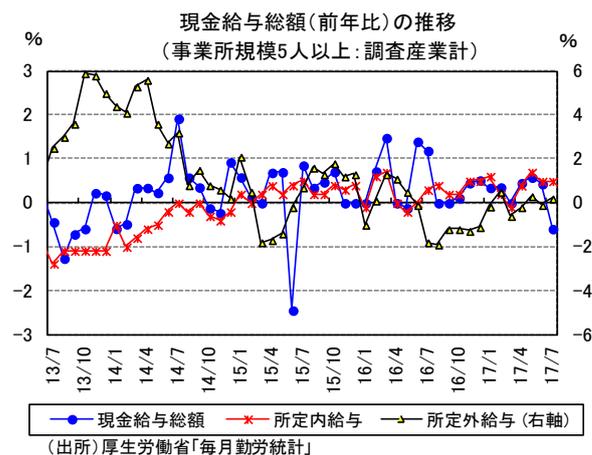
○ 8月貿易統計 (9月20日)

8月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+18.1%と、9ヵ月連続のプラスとなった。輸入金額は同+15.2%と、8ヵ月連続のプラス。輸出数量の伸びは同+10.4%と、15年1月以来の二桁の伸び。米国向け(7月:+3.0%→8月:+18.1%)と中国向け(同+6.4%→+15.7%)のプラス幅の拡大が大きく寄与した。季調済前月比をみると、輸出金額は+1.2%と、2ヵ月連続のプラス。今後も、米国、EU景気などの回復が下支えとなるほか、情報関連の需要拡大も後押しし、日本の輸出は堅調な推移が続くとみる。ただし、秋の党大会後の中国景気の減速や、欧米の政治リスク、主要中銀の金融政策の転換に伴う株価下落、グローバルマネーの逆流などがリスク要因となる。



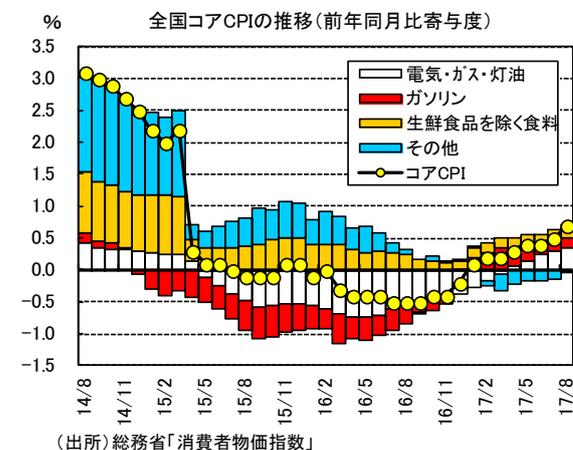
○ 7月毎月勤労統計 (確報、9月22日)

7月の毎月勤労統計では、現金給与総額(事業所規模5人以上:調査産業計)が前年比▲0.6%と、14ヵ月ぶりのマイナスとなった。内訳項目を見ると、定期給与が同+0.5%と、4ヵ月連続のプラスとなった一方、特別給与が同▲3.1%と、6ヵ月ぶりのマイナス。特別給与のマイナスは、前年同月が+3.7%と高い伸びだった反動の影響が大きいとみられる。定期給与のうち、所定内給与は同+0.5%と、4ヵ月連続のプラスとなったほか、所定外給与は同+0.2%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。今後についても、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、国内の低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみられる。



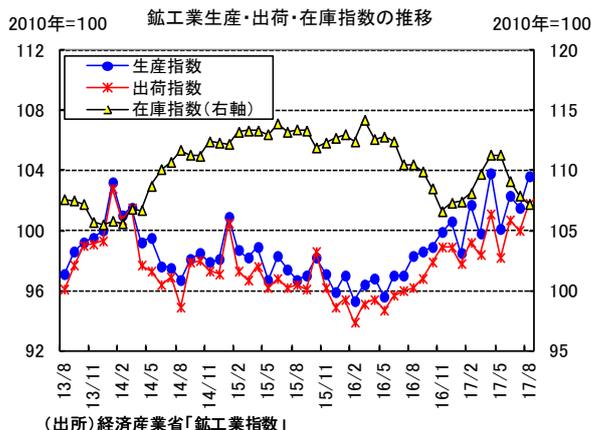
○ 8月全国消費者物価指数 (9月29日)

8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、8ヵ月連続のプラスとなった。伸び幅は7月から+0.2ポイント拡大した。コアCPIからエネルギーを除いた新型コア指数も同+0.2%と、伸び幅は7月から+0.1ポイント拡大したが、いまだ小幅なプラスにとどまっており、エネルギー関連がコアCPIを押し上げている様子が窺える。エネルギー関連品目については、今後の原油価格が一進一退で推移するとみられることで、伸びが鈍化すると見込まれ、年度末にかけて鈍化に向かう可能性が高い。当社では、17年度のコアCPIは前年比+0.5%、18年度は+0.7%と予想しており、引き続き物価目標には大きく届かない推移が続くとみている。



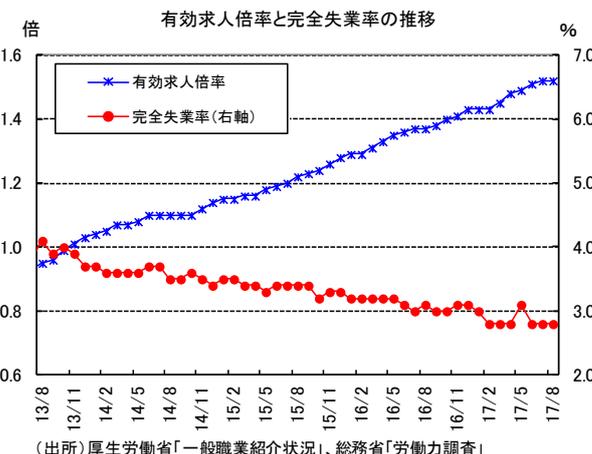
○ 8月鉱工業生産指数（9月29日）

8月の鉱工業生産指数（季調済）は103.6（前月比+2.1%）と、2ヵ月ぶりのプラス。今年4月の103.8以来の高水準で、これを超えた場合、次なるターゲットはリーマンショック直後の08年10月の107.4まで遡る。出荷指数は101.8（同+1.8%）で、14年1月の102.8以来の水準となり、消費税引き上げ後の最高値を更新。年初に積み上がった在庫はほぼ解消し、在庫率も108.4（同▲4.3%）と、昨年11月以来の低水準。今後の鉱工業生産は、堅調な海外需要にけん引される形で、緩やかな回復が続くと予想する。内需に関しても、個人消費の力強い伸びは見込みづらいものの、省力化投資を中心とする設備投資の回復や、公共投資の持ち直しなどが、生産の伸びに寄与するとみる。



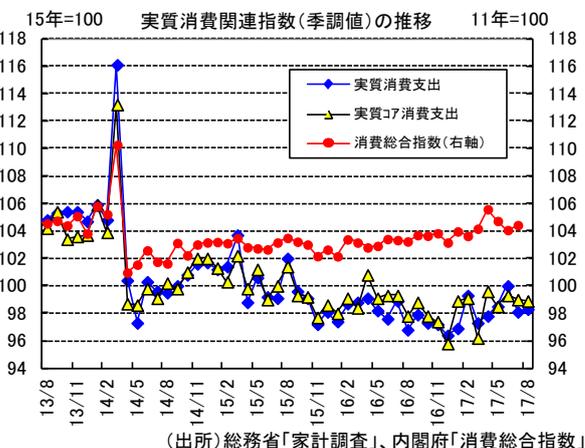
○ 8月雇用関連統計（9月29日）

8月の雇用関連統計を見ると、完全失業率（季調値）は2.8%と、3ヵ月連続で横ばいとなり、市場予想とも一致した。有効求人倍率（季調値）は1.52倍と、1974年2月以来の高水準となったほか、正社員の有効求人倍率は1.01倍と、節目の1倍を3ヵ月連続で上回るなど、雇用環境の改善は続いている。ただ、企業の社会保険料等の負担が拡大するなか、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と予想する。



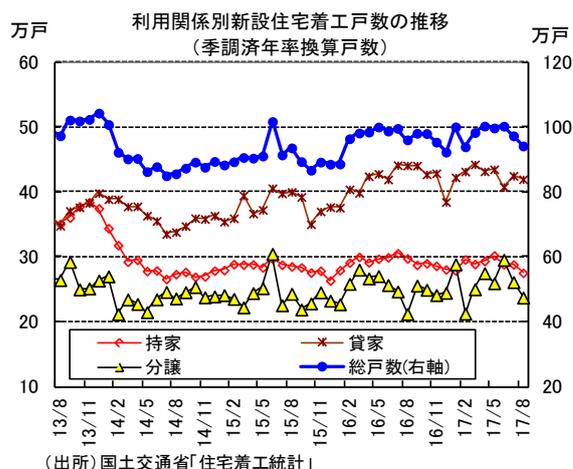
○ 8月家計調査（9月29日）

8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+0.6%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。季調済前月比では+0.2%と、こちらも2ヵ月ぶりのプラスだが、水準としては6月を下回っており、前月の落ち込みからの戻りは鈍い。実質コア消費支出は、前年比で+0.2%と、3ヵ月連続のプラスとなる一方、季調済前月比では▲0.1%と、2ヵ月連続のマイナスとなるなど、個人消費の回復力は引き続き弱い。今後の個人消費は、政府の経済対策による下支え効果が見込まれる一方で、年金給付額の引下げなどによる負担の増加が重しになるとみられるほか、賃金の力強い改善が期待しづらいこともあって、引き続き緩やかな回復にとどまると予想する。



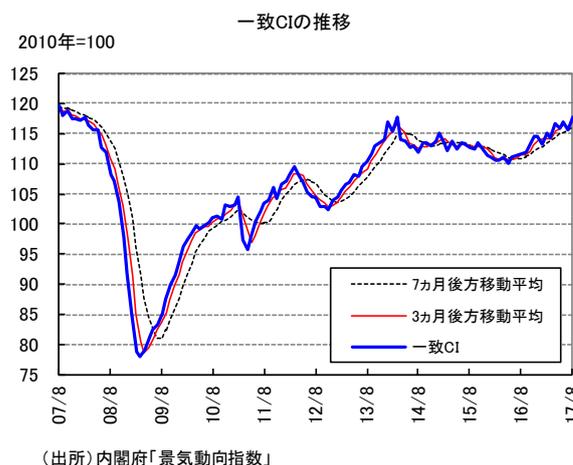
○ 8月新設住宅着工戸数（9月29日）

8月の新設住宅着工件数（季調値）は前月比▲3.2%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。利用関係別では、持家は同▲4.5%と、3ヵ月連続のマイナス、分譲は同▲9.1%と、2ヵ月連続のマイナス、貸家は同▲1.2%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。今後は、住宅ローン減税制度などの住宅支援策や低金利環境が引き続き下支え材料となるものの、マンション等の住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、供給増に伴う空室率の上昇が採算性の悪化につながることもあり、金融機関ではアパートローン向け融資拡大に対する警戒が高まっており、今後の貸家着工は減少傾向が続くとみている。以上から、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



○ 8月景気動向指数（10月6日）

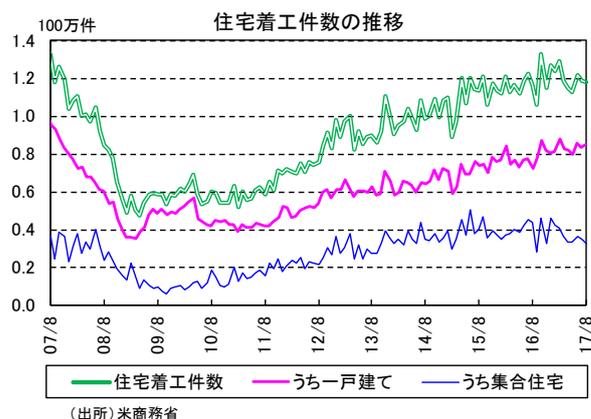
8月の景気動向指数では、一致CIが117.6（前月差+1.9ポイント）と、2ヵ月ぶりに上昇した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」にすえ置かれ、11ヵ月連続となった。一致指数の個別系列を見ると、有効求人倍率と商業販売額がマイナス寄与となったものの、その他5系列が押し上げに寄与した。製造工業生産予測調査によると、9月は前月比▲1.9%の減産計画だが、10月は同+3.5%と持ち直す計画となっており、一致CIは均せば緩やかな改善傾向が続くとみる。今後の国内景気は、堅調な海外景気や、非製造業の投資需要の高まりなどを背景に、内外需足並みの揃った緩やかな景気回復が続くと予想する。



《米 国》

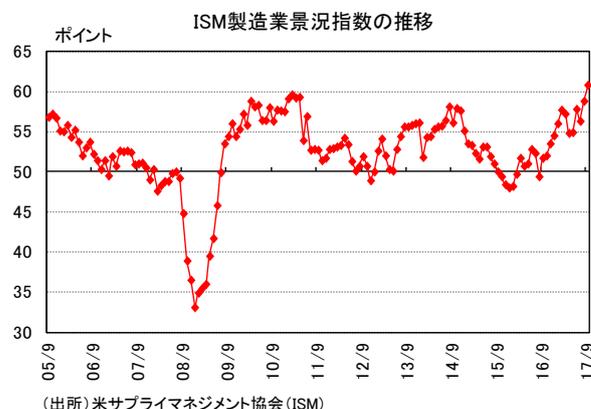
○ 8月住宅販売・着工件数 (9月27日)

8月の米新築住宅販売は年率換算で56.0万戸、前月比▲3.4%と、2ヵ月連続で減少した。中古住宅販売も年率換算で535万戸、同▲1.7%と、3ヵ月連続で減少した。住宅着工件数は年率換算で118.0万戸、同▲0.8%と、2ヵ月連続で減少した。先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で130.0万戸、同+5.7%と、2ヵ月ぶりに増加した。8月末から9月初に米国南部を襲ったハリケーンにより、同地域での住宅着工は鈍化傾向が続くとみられるが、その後は復興需要などから、住宅着工や販売件数は反発すると見込む。



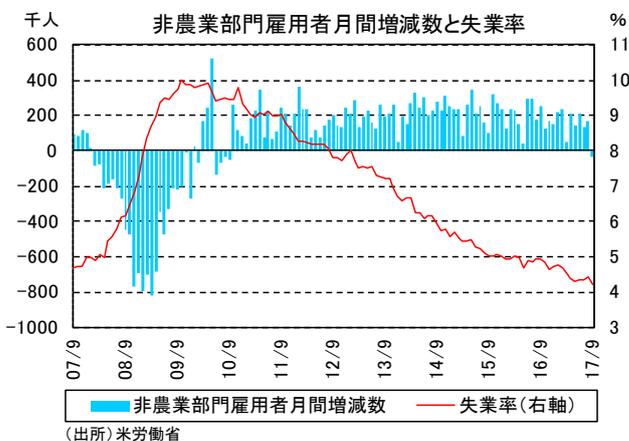
○ 9月ISM製造業景況指数 (10月2日)

9月のISM製造業景況指数は60.8と、8月の58.8から一段と上昇した。上昇は2ヵ月連続。業種別に見ると、拡大を示したのは18業種中17業種で、前月の14業種から大きく増加した。構成項目別に見ると、生産、新規受注、リードタイム、雇用が上昇した。非構成項目では、新規輸出受注が改善したほか、価格が前月比で大きく上昇した。価格が上昇した点は、ハリケーンによる製油所の操業停止などが背景にあるとみられる。目先は、ハリケーン被害からの復興需要を背景に、ISM製造業景況指数は一段の上昇が見込まれる。ただ、復興需要を消化した後も、個人消費の改善を背景に内需は底堅く推移すると見込まれることから、景況指数はやや低下しつつも、引き続き高い水準での推移を予想する。



○ 9月雇用統計 (10月6日)

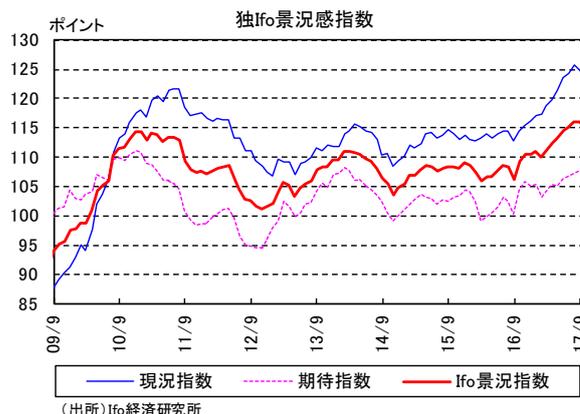
9月の非農業部門雇用者数は前月比▲3.3万人と、市場予想の+8.0万人を下回った。雇用がマイナスになったのは2010年9月以来、およそ7年ぶり。ただ、8月の伸びは+16.9万人と、15.6万人から上方修正されている。時間当たりの賃金は前年比+2.9%と、8月の同+2.7% (同+2.5%から上方修正) から上昇し、市場予想の同+2.5%を上回った。失業率は4.2%と、8月の4.4%から一段と低下した。総じて見れば、ハリケーンによる一時的な雇用者数の減少が見られたものの、労働市場の需給の引き締まりが続き、賃金の伸びにも上向きの兆しが見られる内容であった。ハリケーンによる一時的な要因を除いても、労働市場の堅調は今後とも続くと見られることから、FOMC (米連邦公開市場委員会) は、12月に利上げを実施すると予想する。



《 欧 州 》

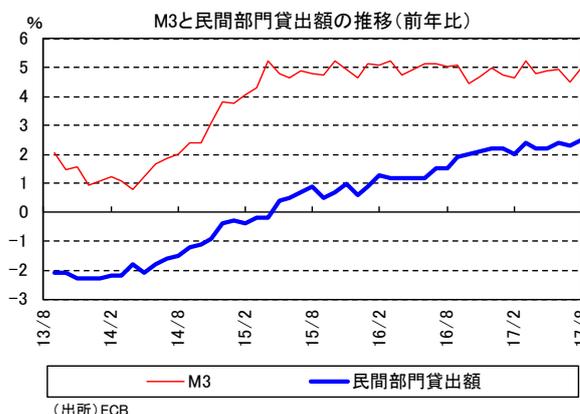
○ 9月ドイツIfo景況感指数 (9月25日)

9月のドイツIfo景況感指数は115.2と、2ヵ月連続で悪化した。ただし、水準としては過去3番目に高い水準を保っている。内訳を見ると、現況指数が124.7→123.6と、2ヵ月連続で悪化し、期待指数も107.8→107.4と、5ヵ月ぶりに悪化した。産業別では、小売業が5.1→7.8、建設業が17.4→18.3と改善したものの、製造業は29.9→27.9、卸売業は23.7→19.3と悪化した。指数の悪化は現況・期待共に小幅なものにとどまっており、良好な雇用環境や緩和的な金融環境などに支えられ、ドイツ景気は回復基調が続くとみる。



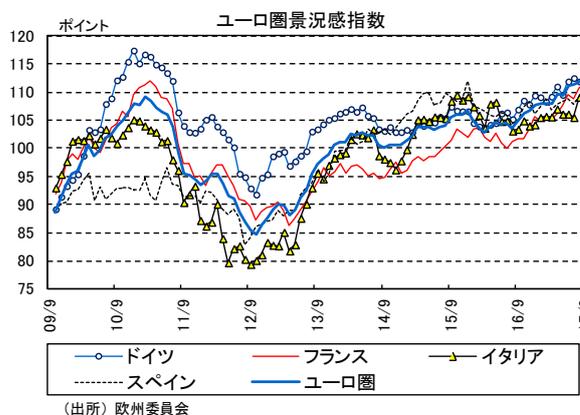
○ 8月ユーロ圏マネーサプライ (9月27日)

8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+4.5%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額も同+2.3%→+2.5%と、2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大。民間向け貸出額の内訳を見ると、非金融企業向けは同+1.4%と、2ヵ月連続で伸び幅が拡大、家計向けも同+2.9%→+3.1%と、2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した。ECBによる量的緩和策が続くなか、銀行の貸出態度は依然として緩和的であるうえ、貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、今後のユーロ圏民間向け貸出額は緩やかな回復傾向で推移するとみている。



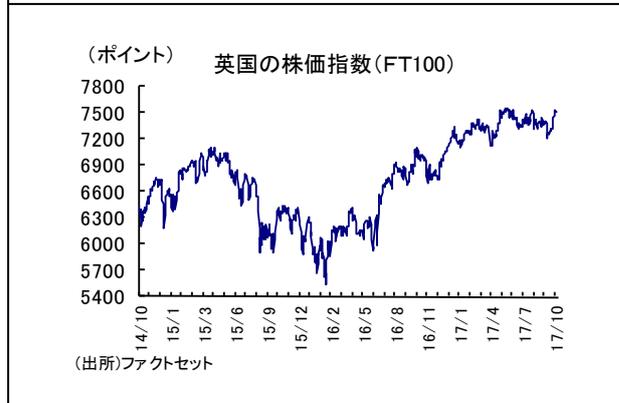
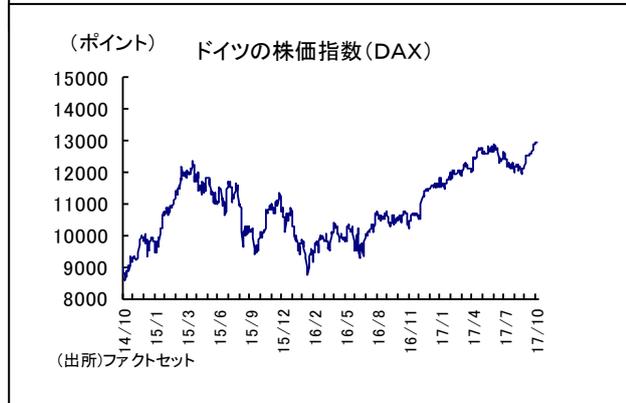
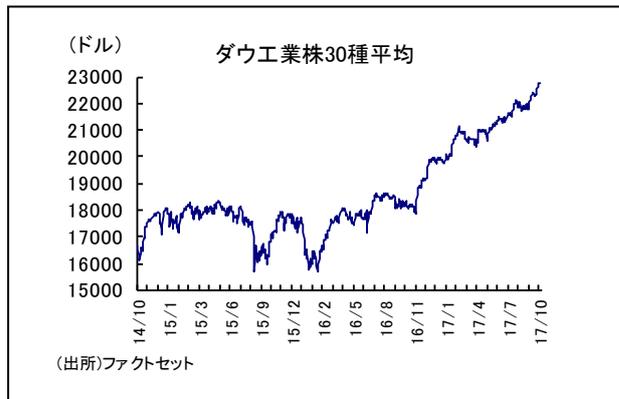
○ 9月ユーロ圏景況感指数 (9月28日)

9月のユーロ圏景況感指数は113.0と、4ヵ月連続で改善した。構成項目別に見ると、鉱工業景況感は5.0→6.6、サービス業景況感は15.1→15.3、消費者信頼感は▲1.5→▲1.2、建設業景況感が▲3.3→▲1.7、小売業景況感が1.6→3.0と、いずれも改善した。主要国別では、ドイツが111.9→112.4、フランスは110.8→111.2、イタリアは109.1→110.9、スペインは109.3→109.9と、いずれも改善した。ユーロ圏景気は、雇用環境の改善を背景とする個人消費の回復や、米中を中心とする海外景気の回復などを背景に、持ち直し傾向が続いている。景況感指数は、今後とも緩やかな改善傾向が続くと予想する。

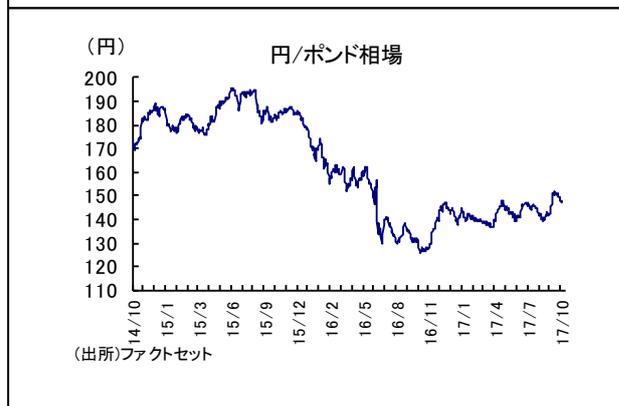
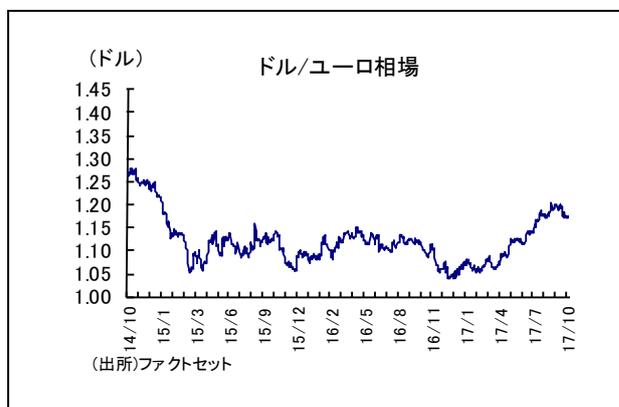
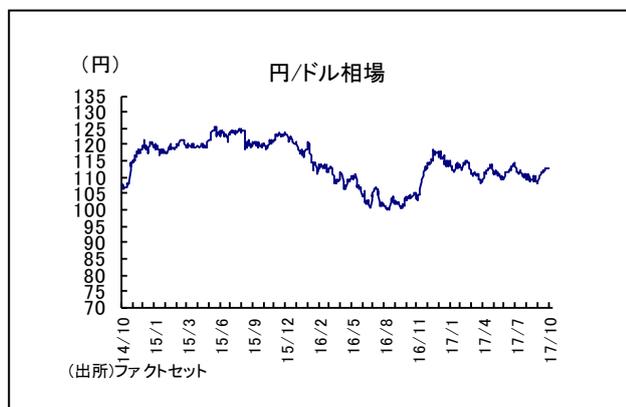


日米欧マーケットの動向 (2017年10月10日現在)

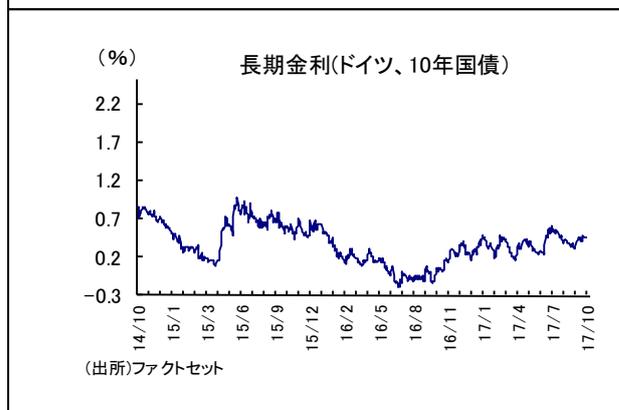
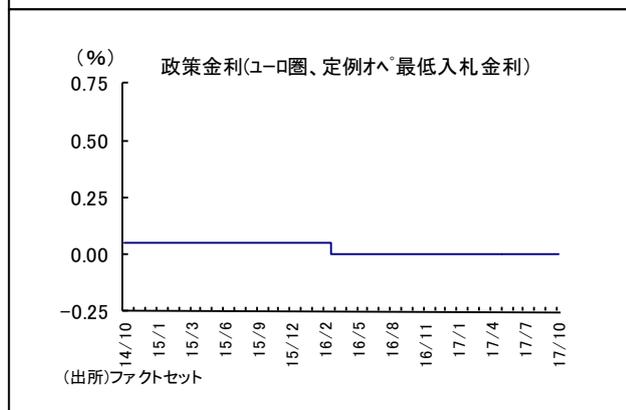
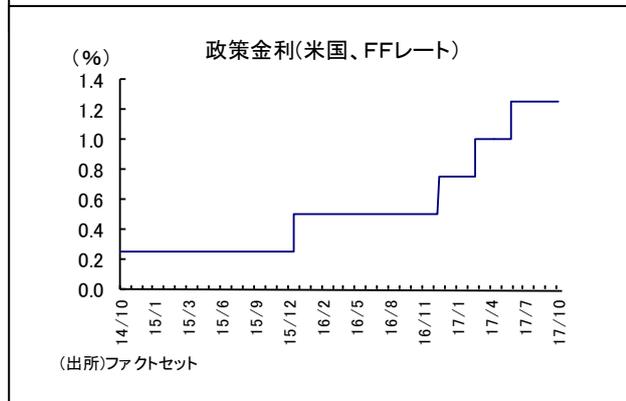
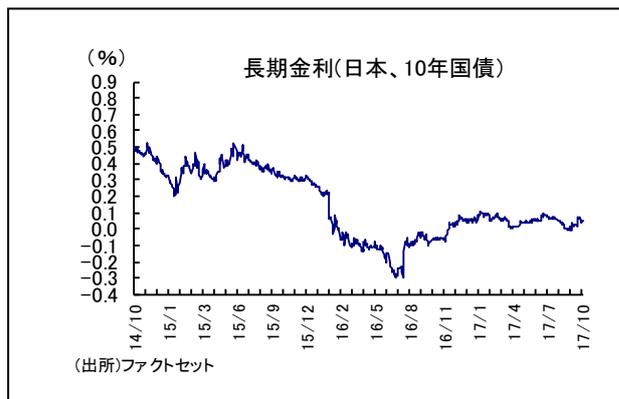
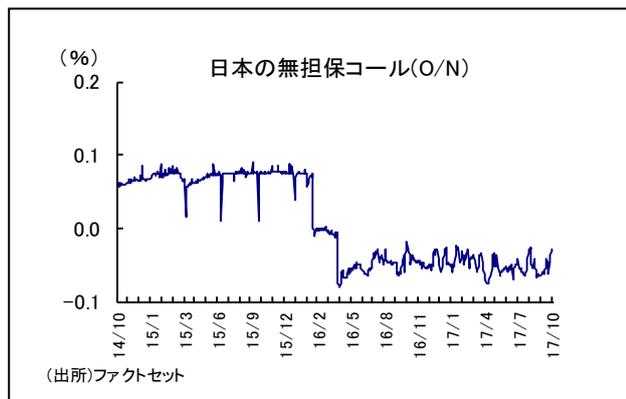
▽各国の株価動向



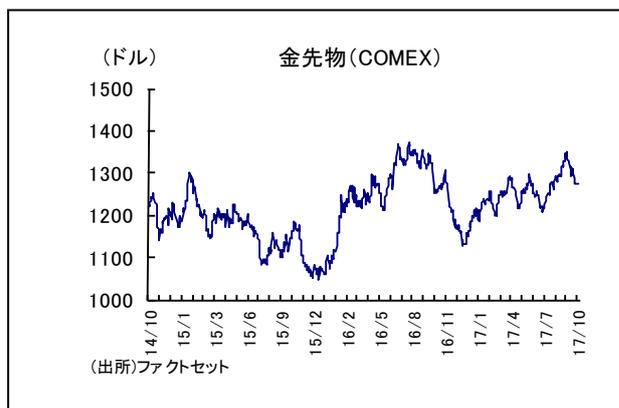
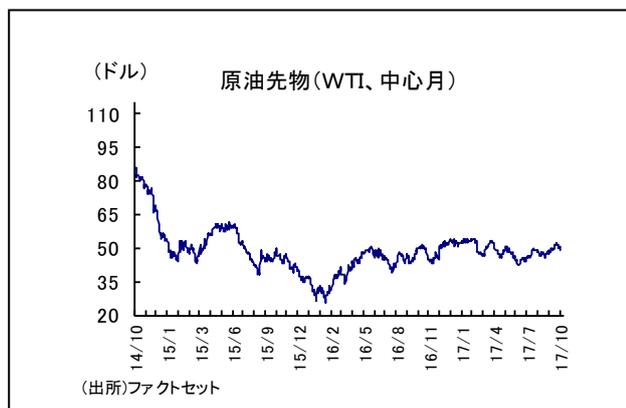
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査 G が情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内 2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、久保和貴、
柳田亮、磯部雅人、陳家斉