

## <フォーカス> 2018年の世界経済はどう動くか、気になる債務問題

2017年もあと2週間を切ったが、今年の世界景気は大方の予想以上に好調だった。特に大陸欧州の景気回復は目覚ましかったと言ってよい。日本の景気拡大も11月でまる5年に達した。政府が期待する3%の賃上げは期待薄だが、このまま東京オリンピックまでは、なんとか緩やかな回復基調を維持できるのではないかと。供給制約に伴い、建設関連のペントアップデマンドが蓄積しており、大都市では五輪後も大型再開発案件が控えていることを考えれば、過去の五輪開催国のような五輪翌年の急減速も予想し難い。直近の3回の景気拡張期は、実質成長率に占める輸出の割合がいずれも5割を超えており、早期に景気が腰折れするとしたら、原因はやはり海外から来る可能性が高いということになる。

米国景気については、日本のGDPを超える規模(5兆ドル超)の経済政策を行なうとしていたトランプ氏の公約が、どうやら3分の1も実現しそうなことが、逆に先行き不透明感の緩和につながっている。今週、減税法案が成立すれば経済政策面での初めての成果となる。これとて、いずれは財政と貿易の「双子の赤字」を招く可能性が高いとみるが、運が良ければ「高圧経済」の実現を通じ、供給サイドの強化につながることで景気回復の長期化につながる可能性もないわけではない。中長期的な影響の見極めには時間がかかるが、少なくとも短期的な景気の押し上げに寄与するのは確かで、足元の株価には好影響を与えている。米国の景気回復はすでに9年に達しているとはいえ、景気はその期間を理由に終わることはない。今のところ、ほかに循環的な不均衡が蓄積している証拠は乏しい。気がかりなのは家計の債務問題だが、この点、不動産価格の高騰と関連した債務拡大が問題となっている国はほかにもあり、米国のリスクは相対的には小さい。

UBSが発表している不動産価格バブル指数によると、バブル圏と判定された7都市のうち4都市に欧州圏が入っている(ストックホルム、ミュンヘン、ロンドン、アムステルダム)。好景気に加え、こうした事情も考慮することで、ECBが予想よりも早く出口への足取りを早めることが、株式市場の下押し圧力となる可能性は捨てきれない。幸い、欧州は不動産価格の上昇が民間債務の目立った拡大を招いてはいないが、カナダ、豪州、香港等ではバブル的な不動産価格の上昇に加え、債務の拡大も深刻である。豪州やカナダ、韓国等では特に家計債務、中国、香港等では企業債務の拡大が著しい。豪州の家計債務のGDP比は120%超と、日本の倍以上となっているほか、香港の企業債務の同比は230%超と、日本の政府債務残高の対GDP比をも上回る。香港の場合、4年間で同比率が約60%も上昇しているのも気になる。今のところは、世界的な低金利で債務の痛みは感じにくくなっているが、ひとたび金利が上昇を始めれば、金融市場のテーマとして急浮上する可能性があるだろう。また、バブル崩壊には至らないとしても、世界経済がいずれ循環的な終焉を迎えた際に、過大な民間債務が残っていた場合、B/S調整に時間がかかる分、次の離陸が遅くなり、かつ回復の勢いも弱くなる可能性にも留意が必要である。(Kodama wrote)

## 目次

<フォーカス>2018年の世界経済はどう動くか、気になる債務問題	1	・12月FOMCについて～受け継がれる謎と処方箋	7
・経済情勢概況	2	・主要経済指標レビュー	13
・12月短観は予想を上回る回復	3	・日米欧マーケットの動向	17

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

**日 本**

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の上昇が引き続き鈍いことから、緩慢な回復にとどまる。住宅投資も、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、回復傾向が続くと予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果が一服することで、鈍化傾向の推移を見込む。

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

消費者物価（コア CPI）は、1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後はエネルギー価格の伸びは鈍化方向に転じると見込まれることや、賃金上昇が見込みづらいことなどから、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12月6日のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.00-1.25~~0.75-1.00~~%から、1.25-1.50~~1.00-1.25~~%へと引き上げた。~~10月には再投資計画の一部変更が開始された。~~3月~~12月~~には、追加利上げが実施されると予想する。

**欧 州**

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩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2017年10月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を9ヵ月延長し、少なくとも2018年9月末までとしたほか、1月からの買入れ額を月額600億ユーロから300億ユーロへ減額することなどを決定した。2018年7月には、資産買入れ額の縮小と、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

12月短観は予想を上回る回復

大企業・製造業の現状判断DIは改善続く

12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+25と、9月調査から3ポイントの改善となり、2ポイント改善だった市場予想を上回った(図表1,2)(当社は1ポイントの改善を予想)。これで5期連続の改善。2期累計の改善幅は8ポイント、3期累計では13ポイントで、春以降の大企業・製造業の業況回復は著しい。

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3業種、横ばいが3業種という結果。改善した13業種の中からは、非鉄金属(+23→+40、+17)、生産用機械(+36→+46、+10)、造船・重機等(▲14→▲4、+10)の3業種が二桁の改善となっている(図表3,4)。

前回9月の非鉄金属の現状判断は、4-6月の非鉄各社の決算の好業績が目立っていたにもかかわらず、▲11ポイントの大幅マイナスとなっており、その反動が出た形。中国景気への減速懸念や、中国政府による金融規制強化観測などから、非鉄金属の国際価格は足元でやや弱含んでいるが、アルミニウムや銅といった二次製品に対するこれまでの上昇分の価格転嫁が進みつつあるのも上昇要因か。アルミは販売堅調な自動車向け、銅は都心の再開発向けの需要が強く、値上げがとおりやすい環境となっている。

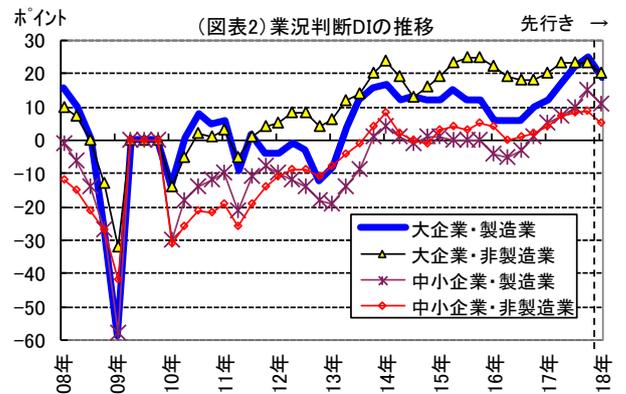
国内・海外とも需給ひっ迫

世界景気に敏感な生産用機械の上昇は、好調な外需を反映しているとみられる。日本建設機械工業会によれば、10月の建設機械出荷額は前年同月比+21.4%と好調。国内出荷は減少したものの、アジアやオセアニア向けの輸出が強い。造船に関しては、日本船舶輸出組合が発表した10月の輸出船契約実績で、受注残が22ヵ月ぶりに前月比プラスに転じ、11月も引き続きプラスになるなど、造船不況の出口が見えつつあることを反映した動き。直近のばら積み

(図表1)日銀短観業況判断DI

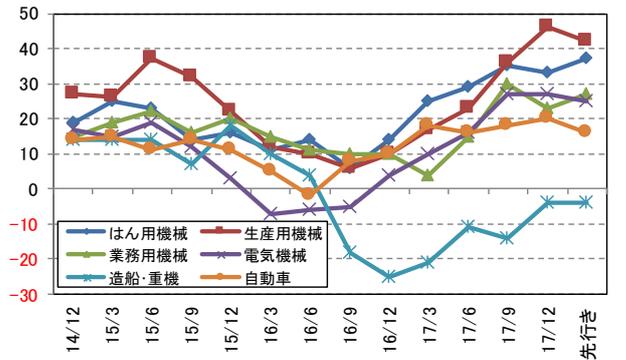
	9月調査実績		12月調査実績				12月調査の当社予測値			
	9月 最近	12月 先行き	12月		3月		12月		3月	
			最近	変化	先行き	変化	予測	変化	予測	変化
大企業	23	19	25	2	19	▲6	23	0	21	▲2
製造業	22	19	25	3	19	▲6	23	1	21	▲2
非製造業	23	19	23	0	20	▲3	23	0	20	▲3
中小企業	9	6	11	2	7	▲4	10	1	7	▲3
製造業	10	8	15	5	11	▲4	11	1	9	▲2
非製造業	8	4	9	1	5	▲4	9	1	6	▲3

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成



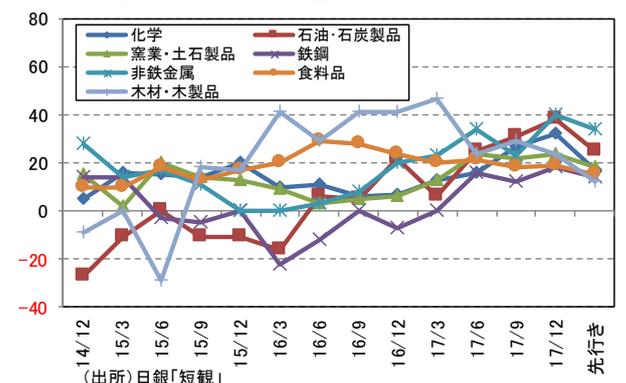
(出所)日銀「短観」

(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」

(図表4)大企業・製造業の主要素材業種の業況判断DI



(出所)日銀「短観」

船の運賃は1ヵ月で35%上昇しており、船価も底を打った可能性が高まっている。

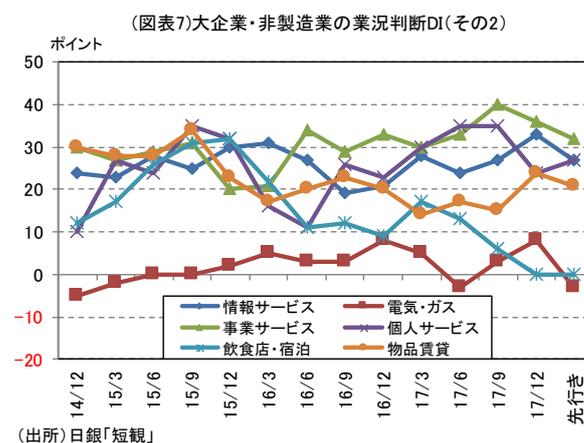
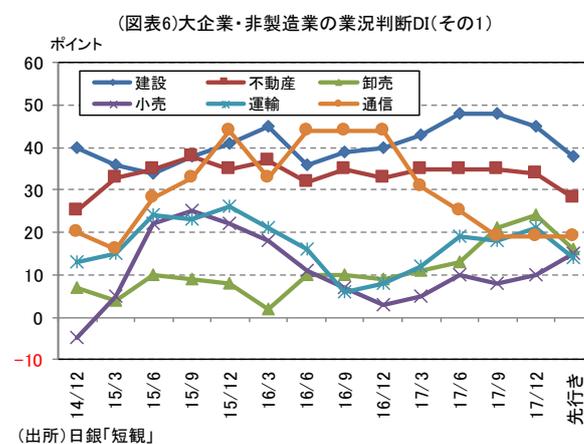
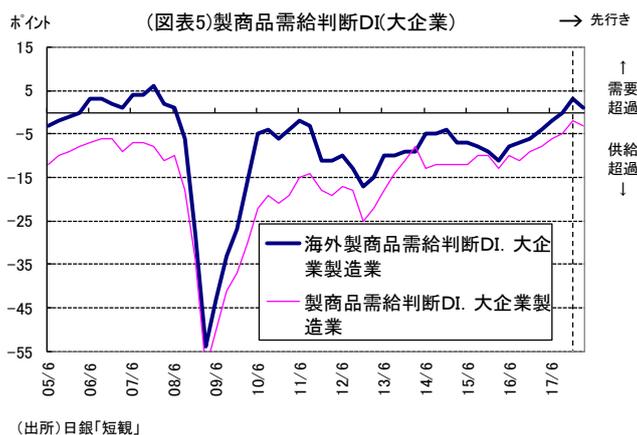
大企業・製造業の国内での製商品需給判断は、3ポイント改善の▲2、海外での製商品需給判断は、3ポイント改善の+3といずれも改善している(図表5)。特に素材業種の国内需給の改善幅が+5と大きい。大企業・製造業の海外需給は、前回9月に、現行統計が遡れる09年12月以降、初めてマイナス圏を脱したが、今回はプラス幅を拡大させた形。2017年度の大企業・製造業の想定為替レートは110.18円/ドルと、9月の109.29円/ドルから1円弱円安に振れた。足元の水準との比較ではまだ円高だが、その差はさほど大きなものではない。想定為替レートが今後の輸出産業の業況判断の上方修正要因になるかどうかは微妙である。

大企業・製造業の3月の先行き判断DIは、12月から▲6ポイント低下の+19となり、こちらは市場予想を3ポイント下回った。主要16業種中、改善が2業種、悪化が13業種、横ばいが1業種という結果。このところ、先行きは悪化でも実際は改善するパターンが5期連続で続いているため、おそらく大きな懸念材料ではない。化学(+32→+17、▲15)、紙・パルプ(+10→▲3、▲13)、石油・石炭製品(+38→+25、▲13)、木材・木製品(+24→+12、▲12)、金属製品(+13→+3、▲10)など、主に素材系のマイナス幅が大きい点も前回と同じだが、12月の素材の現状判断は、結局ほとんどが上昇している。もっとも、大企業・製造業の現状から先行きにかけての▲6ポイントという低下幅は、14年3月以来の大きさであることから、多少の不安は残る。

**非製造業は足踏み**

大企業・非製造業の現状判断DIは+23と、9月から横ばいとなった。2期連続の横ばいで、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(当社は横ばいを予想)。業種別に見ると、主要12業種中、6業種で改善、5業種で悪化、1業種で横ばいとなっている。改善した6業種のなかでは、物品賃貸(+15→+24、+9)、情報サービス(+27→+33、+6)、電気・ガス(+3→+8、+5)の改善幅が比較的大きかった。一方、悪化した業種のなかでは、対個人サービス(+35→+24、▲11)、宿泊・飲食サービス(+6→0、▲6)のマイナス幅が比較的大きかった(図表6,7)。非製造業の業況に関しては、インバウンド需要が引き続き下支え要因となっている一方、原油価格の反転や人手不足が抑制要因となっている可能性がある。

**中小企業製造業にも業況改善が波及**



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+15と、9月調査から5ポイント大きく改善した。これは市場予想を4ポイント上回った。主要16業種中、改善が14業種、悪化が2業種という結果。素材、加工別では素材業種(+8→+12、+4)、加工業種(+14→+17、+3)とも伸びている。改善した業種のなかでは、鉄鋼(+30→+43、+13)、はん用機械(+23→+33、+10)、が二桁の改善となっている。鉄鋼は2期で24ポイントの大幅改善。大企業も+6ポイントと大きめの改善となっており、中国の過剰生産の縮小に伴い、価格が持ち直していることを反映していると考えられる。中小企業・製造業の先行き判断DIは12月から▲4ポイント悪化の+11となっている。

中小企業・非製造業の現状判断DIは+9と、9月から1ポイントの改善となった。こちらも市場予想と一致した。主要12業種のうち、8業種で改善、4業種で悪化という結果。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、最近の中小企業・非製造業の業況判断も、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みられる。

**大企業製造業の設備投資計画は鈍る**

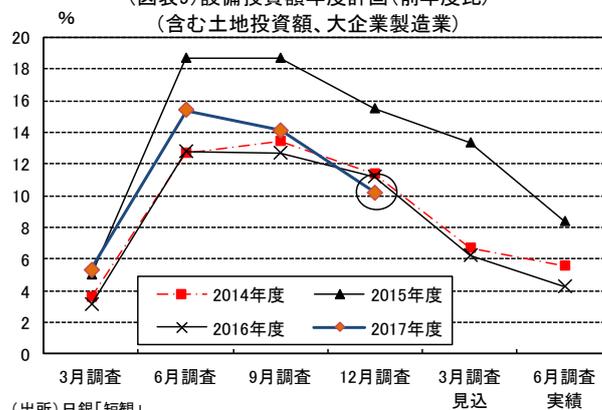
2017年度の大企業・製造業の設備投資計画は前年比+10.2%となった(図表8,9)。9月調査から▲3.4ポイントの下方修正で、昨年同時期の+11.2%を下回った。17年度はこれまで前年同時期の水準を上回る推移が続いていたが、例年より下方修正幅が大きかったため今回初めて下回った。全規模合計全産業ベースでは前年比+6.3%で、こちらは昨年度12月調査の同+1.8%を上回っている(図表8,10)。国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、製造業の能力増強投資は今後も停滞が避けられないものの、企業収益が改善に向かうなか、維持・補修への投資や研究開発投資が今後も設備投資を下支えするとみられる。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

(図表8)日銀短観設備投資計画予想(全産業・前年度比)

	16年度 実績	17年度			
		6月 調査	9月 調査	12月 調査	12月 当社予測
		%	%	%	%
全規模	0.4	2.9	4.6	6.3	5.5
製造業	2.6	10.7	11.7	10.1	11.1
非製造業	▲0.7	▲1.2	0.8	4.3	2.3
大企業	▲2.1	8.0	7.7	7.4	7.9
製造業	4.3	15.4	14.1	10.2	13.5
非製造業	▲5.4	3.7	4.0	5.8	4.7
中小企業	8.8	▲20.6	▲14.1	▲6.4	▲8.2
製造業	▲6.7	▲8.1	0.9	4.4	4.1
非製造業	16.3	▲25.5	▲19.9	▲10.6	▲13.0

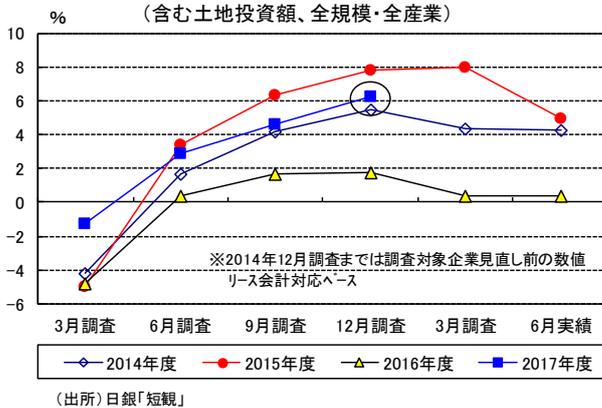
(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

(図表9)設備投資額年度計画(前年度比)  
(含む土地投資額、大企業製造業)



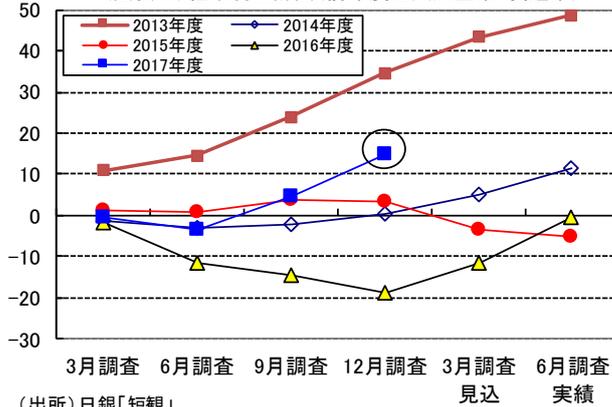
(出所)日銀「短観」

(図表10)設備投資計画(前年度比)  
(含む土地投資額、全規模・全産業)



(出所)日銀「短観」

(図表11)経常利益計画(前年度比)(大企業・製造業)



(出所)日銀「短観」

っている。

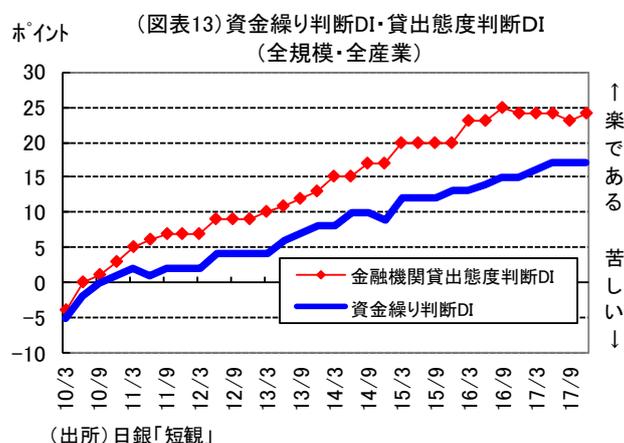
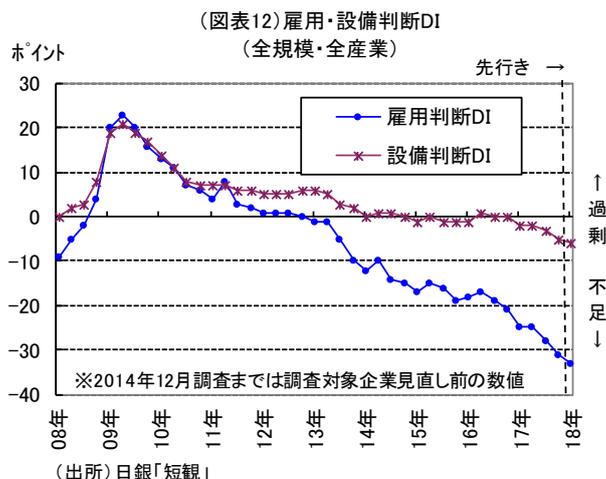
### 経常利益は輸出産業中心に改善

2017年度の大企業・製造業の経常利益計画は+15.0%で、9月調査からの修正率は+9.8%と、大幅上方修正となった(図表11)。大企業・非製造業は同+4.9%(修正率+6.6%)。全規模・全産業ベースでは+5.2%(同+6.2%)と、いずれも上方修正。実際、東証1部上場企業の9月中間決算では売上高、最終利益とも大幅に改善している。とりわけ、海外経済の回復が追い風となり、電機や自動車など輸出産業の好調が目立つ。

雇用人員判断DI(過剰-不足)は、全規模・全産業ベースで▲31と、9月調査から▲3ポイントの低下となった(図表12)(数字が下があれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和)。先行きもさらに▲2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、一部業種における業況の下押しにつながっている可能性がある。

資金繰り判断DI(楽である-苦しい)は+17と、9月調査から横ばいとなった(図表13)。金融機関の貸出態度DI(緩い-厳しい)は+24で、9月調査から+1ポイント改善している。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、すでに資金調達が企業の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が予想を上回る結果となった。地政学的リスクや、中国景気の持続性、世界的な不動産価格高騰および債務拡大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。(担当:小玉)



12月FOMCについて ～ 受け継がれる謎と処方箋

予想どおりの利上げ

12月12-13日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、市場予想どおり、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジが1.00-1.25%から1.25-1.50%に引き上げられた。

声明文（後段添付）では、景気の現状判断は「堅調」との評価は変わらなかった。労働市場については、「ハリケーンの影響で雇用者数は減少した」から「ハリケーンに関連した影響を均せば、雇用者数は堅調に増加」に変更。ハリケーンによる一時的な要因がはく落するなか、米景気の力強い実態が明らかになったとの見方を示している。物価については、「ハリケーンの後、ガソリン価格は上昇し、総合物価を押し上げたものの、食料とエネルギーを除いた物価は軟調なまま推移した」との文言が削除された。ハリケーンの影響は無視できる程度に小さくなった、との見方が間接的に窺える。インフレ率は短期的に前年比で2%を下回って推移する見込みだが、中期的に2%に回帰するとの見方に変更はない。

景気見通しを大幅に引き上げ

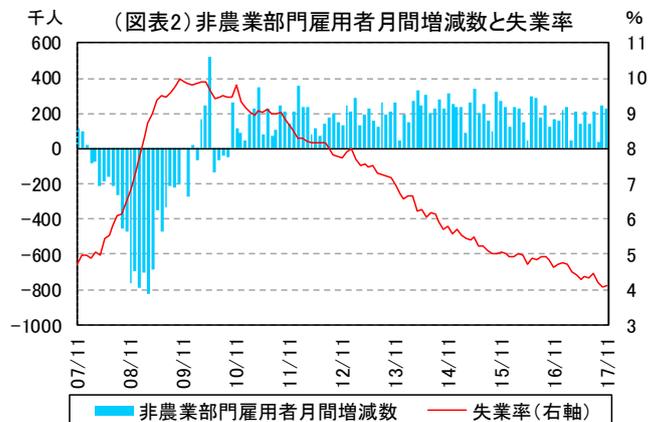
今回改定された経済見通しでは、税制改革などの影響で成長率が加速するとの見方から、実質GDP成長率見通しは9月との比較で2018年が+2.1%→+2.5%、2019年が+2.0%→+2.1%、2020年が+1.8%→+2.0%へとそれぞれ引き上げられている。失業率見通しも、2018年が4.1%→3.9%、2019年が4.1%→3.9%、2020年が4.2%→4.0%と、それぞれ引き下げられた（図表1）。一方で、物価（PCEデフレーター）見通しは、2018年は+1.9%、2019年は+2.0%、2020年は+2.0%とそれぞれすえ置かれた。政策金利見通しは2018年が2.1%、2019年は2.7%とすえ置かれ、2020年のみ2.9→3.1%と小幅上方修正された。今回の成長率見通しは、景気回復と低インフレの共存という、かつてイエレン議長自身も言及した「謎」が具体的な数値として盛り込まれた結果となっている。

足元の経済指標も、FOMCの経済予測におおむね沿った動きをしている。7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.3%（改訂値）と、すでに2%程度にまで低下しているとみられる米国の潜在成長率を大きく上回る成長を続けている。11月の非農業部門雇用者数は前月差+22.8万人と大幅な増加が続いており、失業率も4.1%とリーマン・ショック前の水準にまで改善している（図表2）。10-12月期の成長率見通しについて、アトランタ連銀が試算する「GDP ナウキャスト」は、12月14日時点で前期比年率+3.3%と予測しており、高成長が続く見通しである。米国の成長のモメンタムは、明確に上向いている。

(図表1)12月FOMC経済見通し

	2017	2018	2019	2020	長期
実質GDP成長率	2.5	2.5	2.1	2.0	1.8
(9月予測)	2.4	2.1	2.0	1.8	1.8
失業率	4.1	3.9	3.9	4.0	4.6
(9月予測)	4.3	4.1	4.1	4.2	4.6
PCEデフレーター	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0
(9月予測)	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.5	1.9	2.0	2.0	—
(9月予測)	1.5	1.9	2.0	2.0	—
FF金利	1.4	2.1	2.7	3.1	2.8
(9月予測)	1.4	2.1	2.7	2.9	2.8

(出所)FRB ※実質GDP成長率、(コア)PCEデフレーターは前年比、%。  
失業率、FF金利は%。



(出所)米労働省

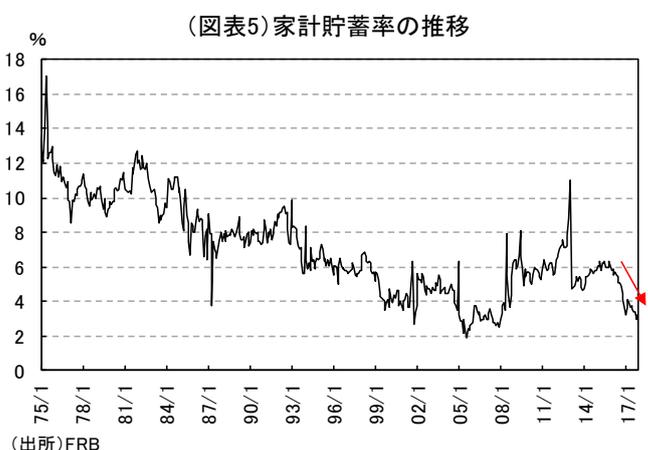
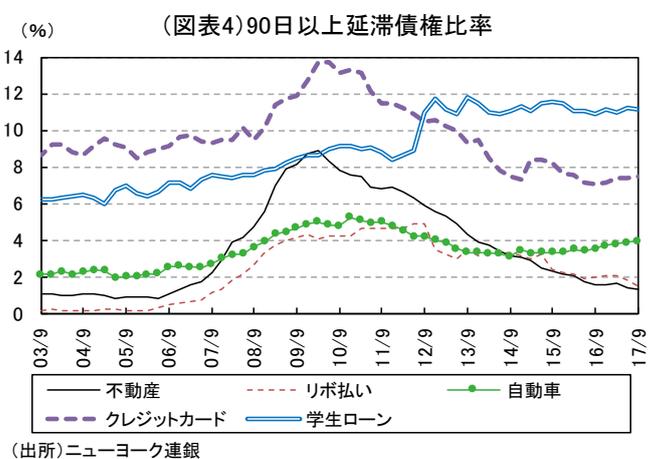
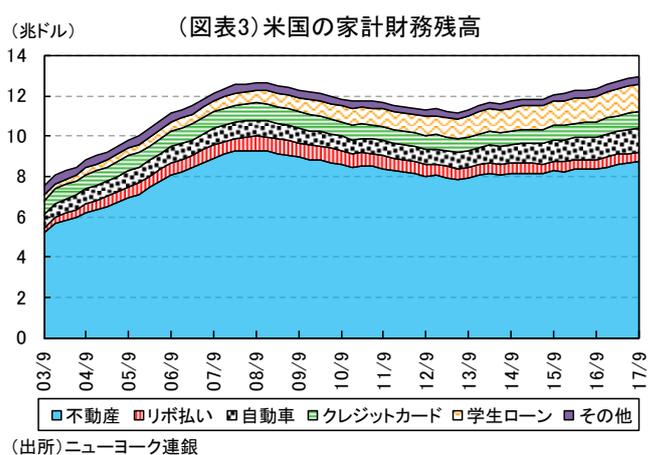
燻るリスク

一方、こうした景気拡大の背景には、家計部門での債務「再」拡大があることも見逃せない。ニューヨーク連銀が発表している家計債務残高は、2017年第3四半期時点で12.96兆ドルと、リーマン・ショックが発生した2008年第3四半期の12.68兆ドルを上回り、なお増加傾向で推移している(図表3)。内訳を見ると、かつてサブプライム・ローン問題を経験した不動産ローンは、金融機関側が優良な借り手を選別していることもあり増加ペースが抑制されているものの、自動車ローン、クレジットカードローン、学生ローンなどは、不動産ローンに替わる銀行の収益拡大の基盤と位置付けられ、拡大傾向が続いている。こうした状況下、FRB(米連邦準備制度理事会)による金融政策正常化の動きが加わり、一部の融資において延滞率が上昇している(図表4)。特に、自動車ローンについては、信用スコアが低い「サブプライム層」向けが融資の伸びをけん引してきたという経緯があり、FRBによる金融政策正常化の動きが、延滞率の悪化、ひいては返済不能につながりやすい構造となっている。ニューヨーク連銀の調査によると、サブプライム層向けの自動車ローンは、自動車メーカー関連の金融子会社が牽引しており、信用スコア620点以下のサブプライム層が占める比率が7~9月期には34.6%に達した。また、クレジットカードローンについても、2016年央以降、それまで続いていた延滞率の低下傾向が一巡しており、FRBによる金融政策正常化の動き次第で、今後上昇するリスクがある。家計債務が拡大しつつあるなか、FRBによる金融政策正常化が、金融リスクにつながる懸念が燻る。

米国の家計貯蓄率は2015年頃から急激に低下している(図表5)。足元の米国経済は、個人消費の堅調な推移を背景に企業の設備投資が活発化するという消費主導の循環に支えられているが、個人消費の堅調が債務の拡大(≒貯蓄率の低下)によってもたらされている以上、今後FRBが金融政策正常化を進めていくなかで、いずれ債務の拡大が限界に達し、個人消費、ひいては設備投資の押し下げ要因となるリスクが燻る。

受け継がれる謎と処方箋

今回のFOMCでは、利上げ自体は市場予想どおりであったものの、減税効果を見込んで成長率見通しをやや大きめに引き上げる一方、インフレ見通しや政策金利見通しをほとんど動かさなかった



点が注目点であろう。低インフレの正体は「謎」のまま経済見通しに落とし込まれ、パウエル次期議長に受け継がれる。一方、イエレン議長は記者会見で、「(景気が悪化すれば)利下げや資産購入などの政策手段を講じる余地がある」と述べており、いずれ訪れる景気後退期に備え、ブレることなく政策対応の余地を着々と確保している。謎は謎のまま残されるものの、そうした経済状態を前にして、「緩やかな利上げ路線によるリスク最小化戦略」という処方箋もまた、パウエル新体制に受け継がれるであろう。今後の利上げペースは、金融リスクや低いインフレ率との見合いになると考えられ、FRBは2018年に2~3回程度の利上げを行なうと予想する。(担当:久保)

12月12-13日開催 FOMC 声明文

前回 2017/10/31-11/1	今回 2017/12/12-13
<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>September</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising at a solid rate <u>despite hurricane-related disruptions. Although the hurricanes caused a drop in payroll employment in September, the unemployment rate declined further. Household spending has been expanding at a moderate rate, and growth in business fixed investment has picked up in recent quarters. Gasoline prices rose in the aftermath of the hurricanes, boosting overall inflation in September; however, inflation for items other than food and energy remained soft.</u> On a 12-month basis, both inflation measures 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><u>9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、経済活動はハリケーン被害にもかかわらず堅調に推移していることを示している。9月にはハリケーンの影響で雇用者数は減少したが、失業率はいっそう低下した。個人消費は緩やかなペースで拡大しており、設備投資はここ数四半期で上向いている。ハリケーンの後、ガソリン価格は上昇し、総合物価を押し上げたものの、食料とエネルギーを除いた物価は軟調なまま推移した。前年比で見たインフレ率と食品とエネルギーの価格を除いた指標は、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</u></p>	<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>November</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising at a solid rate. <u>Averaging through hurricane-related fluctuations, job gains have been solid, and the unemployment rate declined further.</u> Household spending has been expanding at a moderate rate, and growth in business fixed investment has picked up in recent quarters. On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy 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><u>11月のFOMC会合以降に入手した情報は、労働市場は力強さを増し続け、経済活動は堅調に推移していることを示している。ハリケーンに関連した影響を均せば、雇用者数は堅調に増加し、失業率はいっそう低下した。個人消費は緩やかなペースで拡大しており、設備投資はここ数四半期で上向いている。前年比で見たインフレ率と食品とエネルギーの価格を除いた指標は、減速し2%を下回っている。インフレ期待を示す市場の指標は低いままであり、調査に基づく長期的なインフレ期待の指標は総じてほとんど変わらなかった。</u></p>

<p>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>&lt;ポイント&gt;                  ・ハリケーンによる雇用への影響について、「雇用者数が9月に減少」から「均せば堅調に増加」に改められた                  ・ガソリン価格の上昇に関する言及は削除された                  ・需要項目別では、個人消費は「緩やかなペースで増加しており」、設備投資は、「ここ数四半期で上向いている」で変更なし                  ・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. Hurricane-related disruptions and rebuilding will continue to affect economic activity, employment, and inflation <u>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 adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, and labor market conditions will <u>strengthen somewhat further.</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>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. Hurricane-related disruptions and rebuilding have affected economic activity, employment, and inflation <u>in recent months but have not materially altered the outlook for the national economy.</u> Consequently, 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 <u>remain strong.</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。ハリケーンによる被害と復興は、<u>短期的には雇用や物価、経済活動に影響を及ぼし続けている。</u>ただ、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、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<u>さらに幾らか力強さを増す</u>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>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。ハリケーンによる被害と復興は、<u>ここ数カ月の雇用や物価、経済活動に影響を及ぼしているが、米国の経済見通しを変えるには至っていない。</u>それに伴い、委員会は、金融政策のスタンス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<u>力強い状態が続く</u>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>&lt;ポイント&gt;                  ・ハリケーンの影響について、ここ数カ月の景気、雇用、物価に影響が現れているとしているが、</p>	

経済見通しを変更するほどでもない、としている  
 ・インフレについては、「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

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.

In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.

労働市場の状況とインフレの実績と見通しを踏まえ、委員会はFFレートの誘導目標レンジを1.00-1.25%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

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 1-1/4 to 1-1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting strong labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.

In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.

労働市場の状況とインフレの実績と見通しを踏まえ、委員会はFFレートの誘導目標レンジを1.25-1.50%に引き上げることを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、労働市場の強まりと、2%のインフレへの持続的な回帰を支える。誘導目標レンジの今後の調整時期と幅を決定するにあたっては、雇用最大化と2%のインフレという到達点に照らして、経済状況の実績と見通しを評価する。この評価には、労働市場の状況に関するさらなる尺度、インフレ圧力およびインフレ期待を示す指標、金融と国際動向の見通しを含む幅広い情報を考慮する。委員会は対称的なインフレ目標との比較で、イン

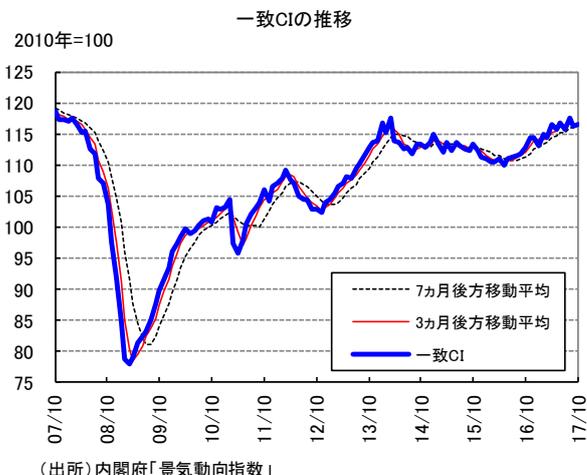
<p>の比較で、インフレの実際の進捗と見通しを注視する。委員会は、経済状況がFFレートの緩やかな引き上げを正当化する形で進むと予測しており、FFレートは当面、長期に達成すると見込まれる水準を下回って推移する可能性が高い。しかしながら、FFレートの実際の道筋は、今後入手するデータによる経済見通し次第である。</p>	<p>フレの実際の進捗と見通しを注視する。委員会は、経済状況がFFレートの緩やかな引き上げを正当化する形で進むと予測しており、FFレートは当面、長期に達成すると見込まれる水準を下回って推移する可能性が高い。しかしながら、FFレートの実際の道筋は、今後入手するデータによる経済見通し次第である。</p>
<p>&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1.25-1.50%に引き上げ</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</li> </ul>	
<p>The balance sheet normalization program initiated in October 2017 is proceeding.</p> <p>バランスシート正常化政策は2017年10月に開始し、継続中である。</p>	<p>(段落削除)</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・バランスシートの縮小に段落は削除された。</li> </ul>	
<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Neel Kashkari; Jerome H. Powell; and Randal K. Quarles.</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、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、クオールズ総裁。</p>	<p>Voting for the FOMC monetary policy action were Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Jerome H. Powell; and Randal K. Quarles. Voting against the action were Charles L. Evans and Neel Kashkari, who preferred at this meeting to maintain the existing target range for the federal funds rate.</p> <p>このFOMCの金融政策に賛成票を投じたのは、イエレン議長、ダドリー副議長、ブレイナード理事、ハーカー総裁、カプラン総裁、パウエル理事、クオールズ総裁。エバンス総裁とカシュカリ総裁は、政策金利すえ置きを主張し、反対票を投じた。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・2名が反対票を投じた</li> </ul>	

主要経済指標レビュー (12/4~12/15)

《日 本》

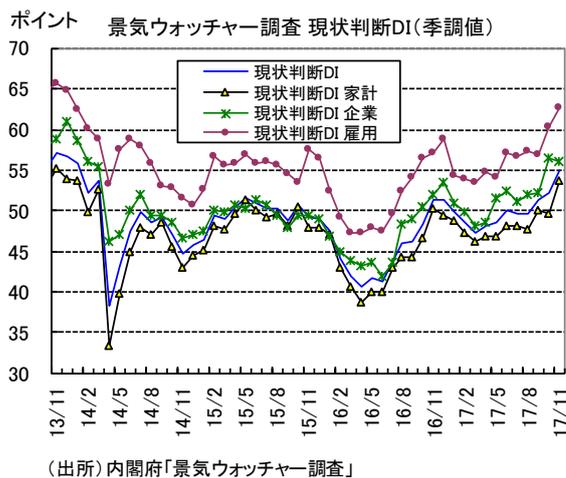
○ 10月景気動向指数 (12月7日)

10月の景気動向指数では、一致CIが116.5(前月差+0.3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」が13ヵ月連続ですえ置かれた。一致指数の個別系列を見ると、7系列中4系列が押し上げに寄与しており、特に有効求人倍率、投資財出荷指数の押し上げが目立った。製造工業生産予測調査によると、11月は前月比+2.8%、12月は同+3.5%と、増産見通しであることなどから、一致CIは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、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。



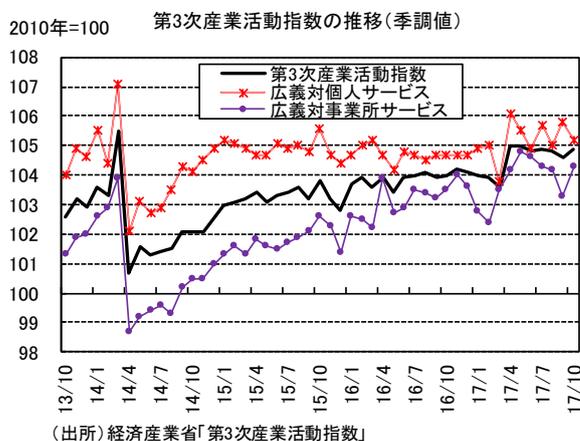
○ 11月景気ウォッチャー調査 (12月8日)

11月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が先月から+2.9ポイントの55.1と、節目の50を3ヵ月連続で上回った。先行き判断DI(季調値)は先月から▲1.1ポイントの53.8と小幅に低下したものの、6ヵ月連続で50を上回った。基調判断は、「着実に持ち直している」から「緩やかに回復している」に上方修正された。10月と比べて11月は概ね天候が安定しており、小売・飲食関連で客数増加に寄与したものとみられる。今後の国内景気は、賃金の伸び悩みが続くなか、個人消費の回復ペースは緩やかとみられるものの、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。



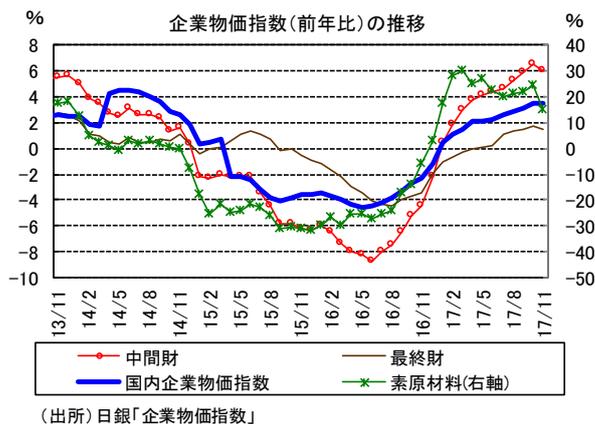
○ 10月第3次産業活動指数 (12月12日)

10月の第3次産業活動指数は前月比+0.3%と、3ヵ月ぶりのプラスで、基調判断は「高い水準で横ばい」がすえ置かれた。内訳では、広義対個人サービスは同▲0.6%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなったものの、広義対事業所サービスは同+1.0%と、5ヵ月ぶりのプラスとなった。業種別では、11業種中、6業種が上昇、5業種が低下という結果。上昇した業種では、情報通信や金融・保険などのプラス寄与が大きかった。一方、低下した業種では、生活娯楽関連サービスや卸売、運輸・郵便などのマイナス寄与が目立った。今後については、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかな改善が続くとみる。



○ 11月企業物価指数（速報値、12月12日）

11月の国内企業物価指数は前年比+3.5%と、11ヵ月連続のプラスとなり、10月の同+3.4%から伸び幅が拡大した。押し上げに寄与した項目では、石油・石炭製品、農林水産物、化学製品などが目立った。押し下げ方向に寄与した項目は、電力・都市ガス・水道。輸出入物価指数（円ベース）を見ると、輸出物価が前年比+9.7%→+6.8%、輸入物価は同+15.4%→+10.2%と、いずれも11ヵ月連続のプラスとなり、交易条件は対前月で悪化した。今後については、世界経済の回復や供給抑制を背景とした国際商品相場の上昇が一服することで、企業物価の上昇ペースは鈍化へ向かうと予想する。



○ 10月機械受注（12月13日）

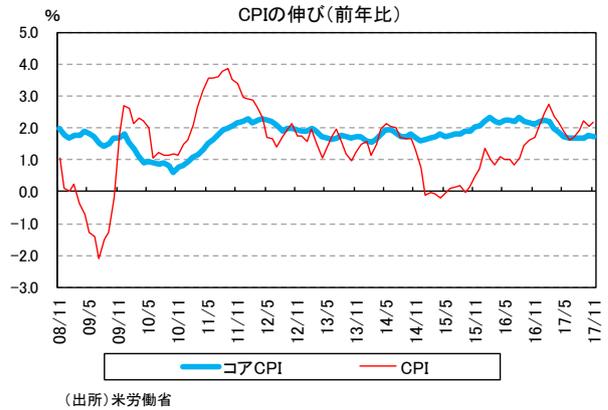
10月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比+5.0%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。9月の同▲8.1%からプラスに転じ、内閣府による基調判断は、「機械受注は、持ち直しの動きがみられる」が維持された。各種調査における設備投資計画自体も強めである。国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみているが、好業績のもと、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、研究開発投資などが今後の設備投資を下支えするとみている。また、非製造業についても、人手不足の強い業種を中心に、合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれ、2018年にかけての設備投資は回復傾向が続くと予想する。



《米 国》

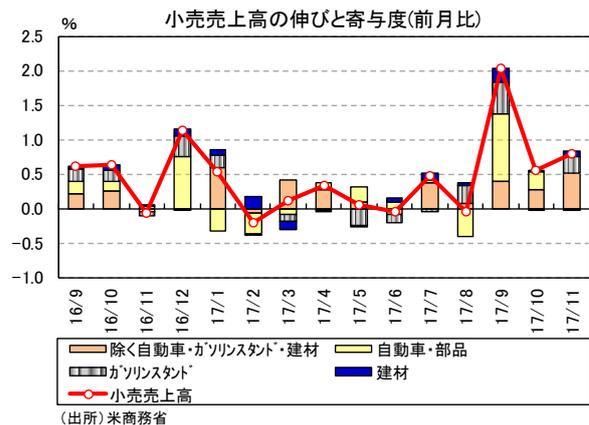
○ 11月CPI（消費者物価指数）（12月13日）

11月のCPIは前月比+0.4%と、5ヵ月連続で上昇した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.1%と、8ヵ月連続で上昇している。前年比で見たCPIは+2.2%と、前月から伸び幅が拡大した。一方、コアCPIは前年比+1.7%と、前月から伸び幅が縮小した。労働市場の需給は引き締まっているものの、賃金の伸びは加速感に欠ける状態が続いていることから、人件費の影響を受けやすいサービス価格の伸びも緩やかなものにとどまっている。ただ、より高い賃金を求めて自発的に離職する労働者の割合は徐々に高まっており、今後は賃金の伸び幅も徐々に上向くとみられ、コアCPIの伸び幅も緩やかに上向いていくと予想する。



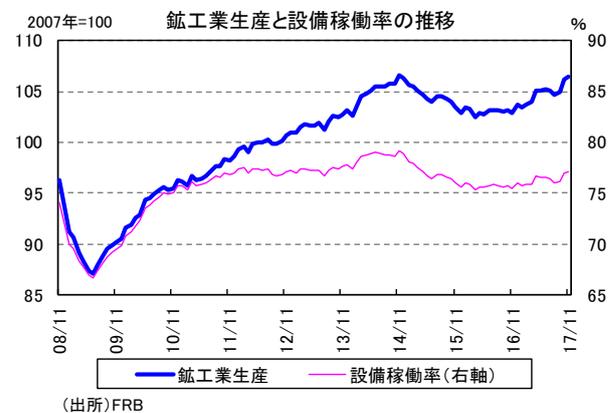
○ 11月小売売上高（12月14日）

11月の小売売上高は前月比+0.8%と、3ヵ月連続で増加した。内訳を見ると、自動車・部品が同+1.2%→▲0.2%と、3ヵ月ぶりに前月比マイナスとなった。自動車・部品の減少は、8月末から9月上旬にかけて米国南部を襲ったハリケーン被害からの復興需要が一服したものとみられる。GDPの算出に使用される「除く自動車・部品、ガソリン、建材ベース」では同+0.8%と、前月の同+0.4%から伸び幅が拡大した。雇用環境の改善が続いていることや、株高を背景とした消費者マインドの改善などを背景に、個人消費は今後も回復傾向が続くと予想する。



○ 11月鉱工業生産（12月15日）

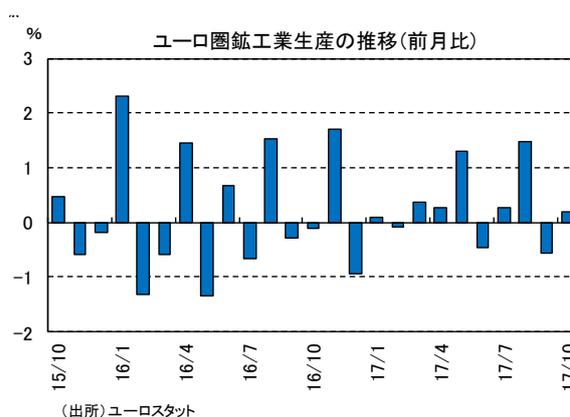
11月の鉱工業生産は前月比+0.2%と、3ヵ月連続で増加した。なお、10月分は同+0.9%→+1.2%へと上方修正されている。産業別に見ると、製造業が同+0.2%、鉱業が同+2.0%、公益事業が同▲1.9%と、公益事業の悪化が全体の伸びを抑制した。設備稼働率は77.1%と、前月の77.0%から小幅に上昇した。個人消費は今後も回復傾向が続くとみられ、企業の設備過剰感も後退するなか、鉱工業生産は目先持ち直し傾向が続くと予想する。



《 欧 州 》

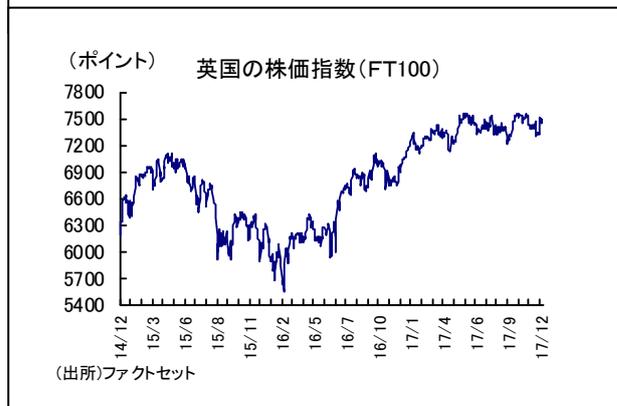
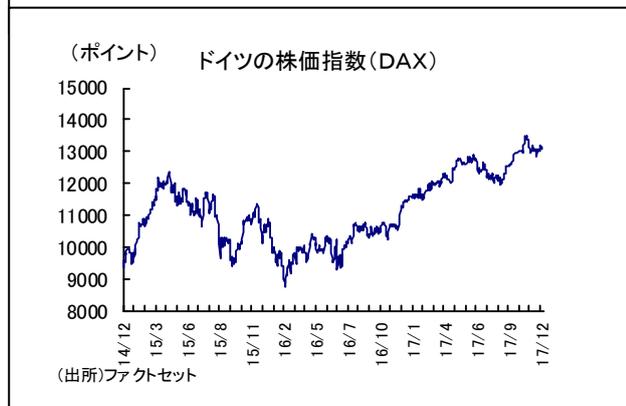
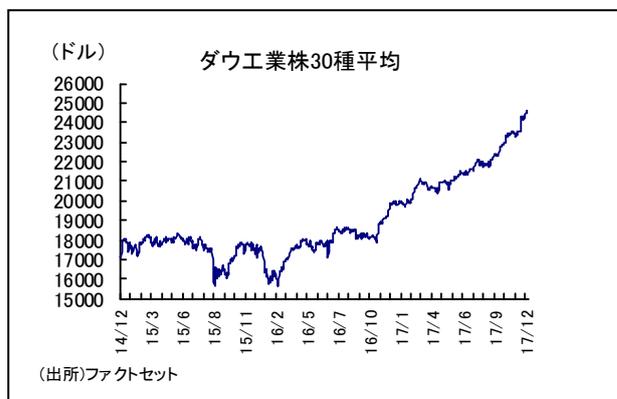
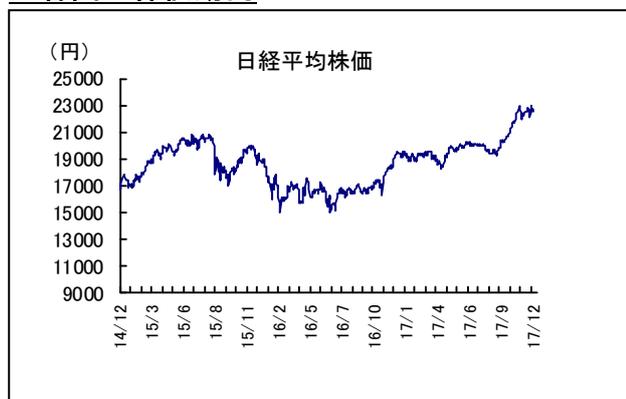
○ 10月ユーロ圏鉱工業生産（12月13日）

10月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.2%と、2ヵ月ぶりに増加した。内訳では、消費財が同+0.2%で変わらず、中間財が同▲0.5%→+0.0%、資本財が同▲1.6%→▲0.3%、エネルギーが同▲0.5%→+0.1%と、マイナス幅が縮小、ないしプラスに転じた。主要国別では、ドイツが同▲1.2%→▲1.4%とマイナス幅が拡大したものの、フランスが同+0.8%→+1.8%、イタリアが同▲1.3%→+0.5%、スペインが同+0.0%→+0.6%と、それぞれ伸び幅が拡大、ないしプラスに転じた。緩和的な金融環境が企業の生産活動を下支えすると見込まれることなどから、ユーロ圏鉱工業生産は回復傾向が続くとみる。

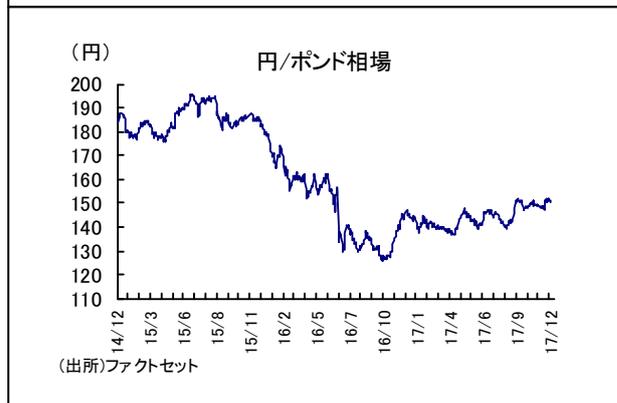
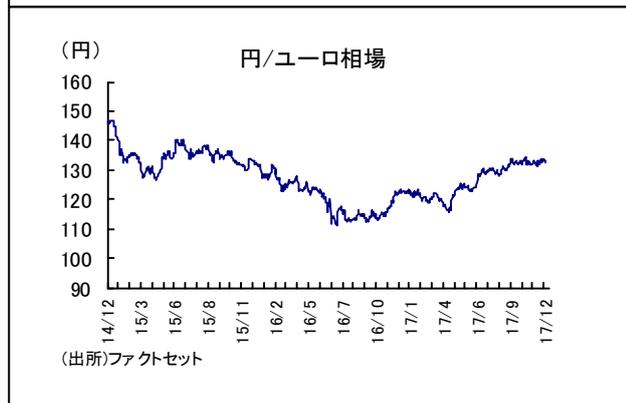
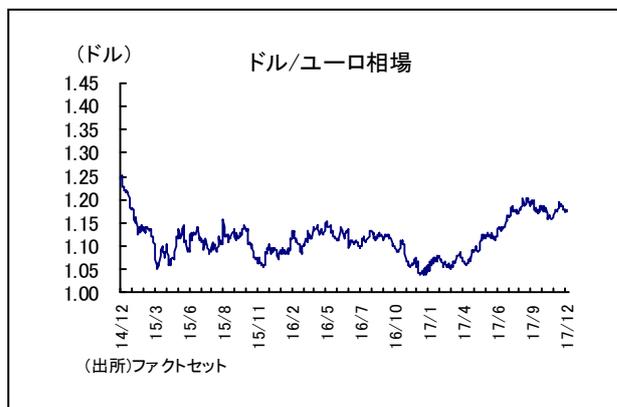
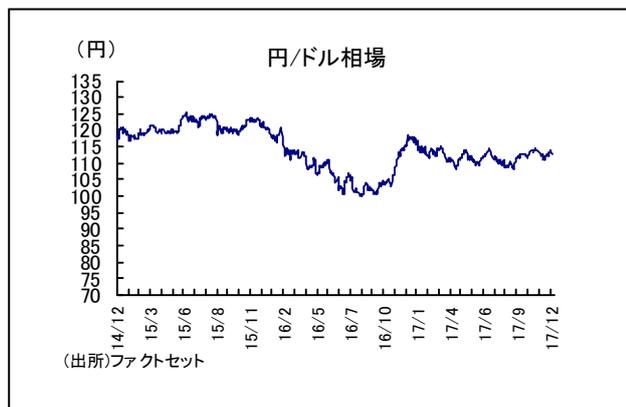


## 日米欧マーケットの動向 (2017年12月18日現在)

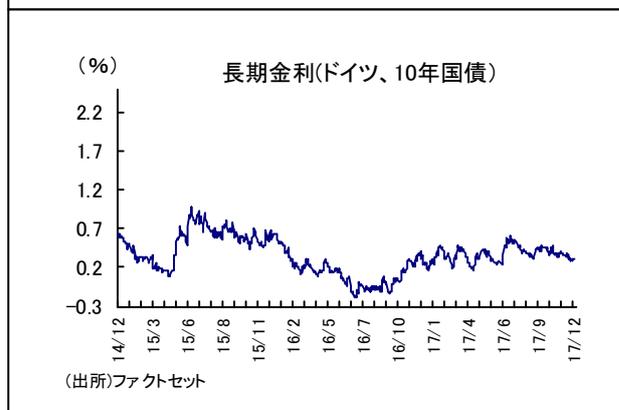
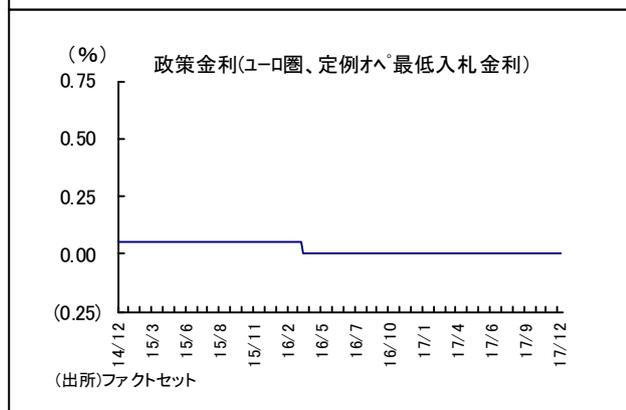
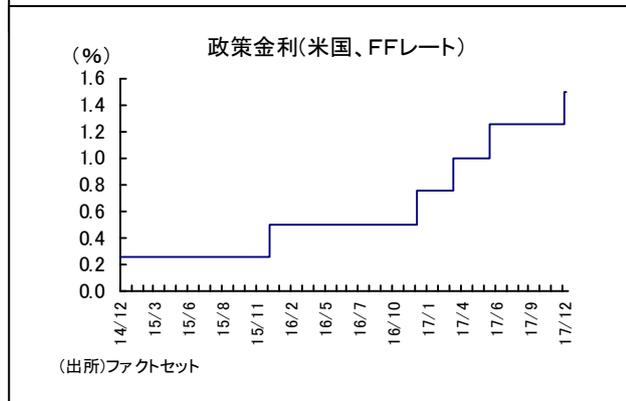
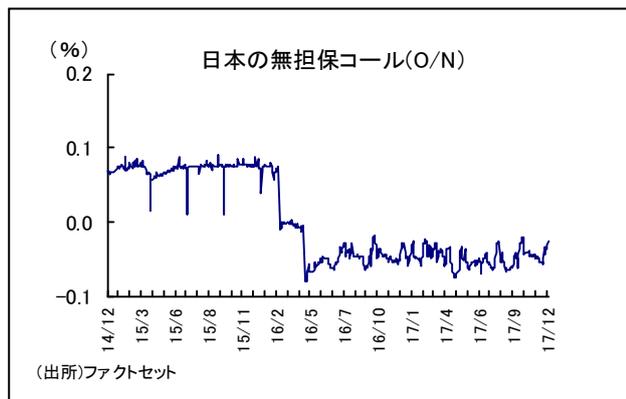
### ▽各国の株価動向



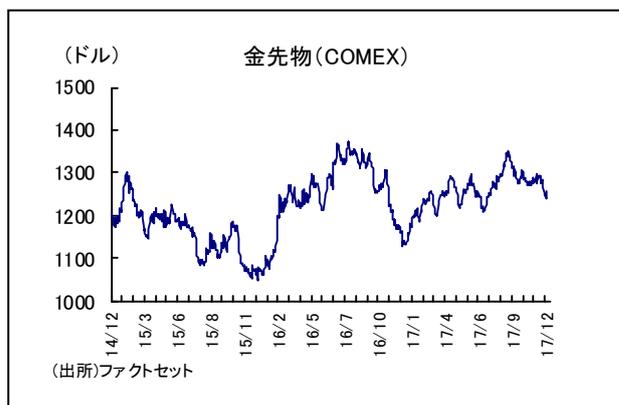
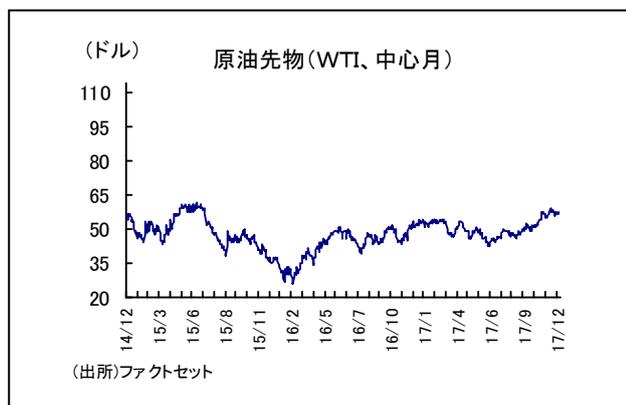
### ▽外為市場の動向



▽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