

## 〈フォーカス〉 毎勤統計問題を経済統計見直しのいい機会に

厚労省が、毎月勤労統計調査を誤った手法で行っていたことの波紋が広がっている。もとより、正確な経済統計なくして、経済の実態を把握することはできず、正しい経済政策のかじ取りもできない。とりわけ安倍政権は、賃上げを経済政策の最重要課題のひとつとして掲げてきたわけで、この点、関連統計のさまざまな処理を長期間にわたり放置してきた厚労省の責任は重い。しかし、逆にこれをいい機会とすべきである。経済統計の重要性を霞が関全体で再認識し、専門人材の育成方法や、統計作成部署の体制のあり方を再検討する前向きなエネルギーに変えていく努力が必要なのではないか。

経済統計は、きわめてマニアックな世界である。何かと重箱の隅をつつくような議論が必要になることから、作成や改定に当たっては高い専門知識が要求される。しかし、日本政府に経済統計の専門家を育成しようとする意識はこれまで乏しかった。例えば、専門家会議の場では、各国から「その道一筋」の統計専門家が多数出席するのに対し、日本からは人事ローテーションでたまたまそのときに統計関連部署にいた官僚が出席するといったケースもまま見られた。新統計の立ち上げや既存統計の大改訂の際は、審議会等の助言のもとで立派なものを作るが、日々の定例作業の段階に移ると、事務方は作成マニュアルに機械的に従うだけなので、発表数値の間違いに気づかなかったり、作成手法の陳腐化に気づかなかったり、本来のやり方と違った方法に変えることの重大性に思いが至らなかつたりする。皆、専門知識の蓄積がないまま 2~3年で異動していくため、後任はまたゼロからのスタートとなる。

日本の経済統計は、量自体は多いが、所管が分散していることもあって、体系性には乏しい。また、個人消費関連のように、GDPの6割を占めるきわめて重要な分野でありながら、いまだに軸となる統計の存在しない分野もある。役所によっては、利用頻度も作成意義も低い統計のために、不釣り合いなほど多くのスタッフを抱えるところも存在する。

また、経済活動の質は時代とともに変化する。IoTの深化、シェアリングエコノミーの拡大など、IT技術の進歩に伴う近年のイノベーションは目覚ましいが、既存の経済統計が、重要な経済活動をカバーできなくなるリスクは年々高まっている。特に、GDPのような二次統計の精度は、使用する一次統計の精度に依存する部分が大いだが、一次統計を所管する省庁が分散していることから、縦割り行政が弊害となって、機動的な見直しが難しくなっている。

この点、「経済統計庁」のような組織を新設するのはひとつの解決策になりうる。専門官庁による経済統計の一元管理が進めば、作成統計の偏り・重複の是正と体系化、専門人材の育成等がより容易になる。2007年に内閣府に統計委員会が設置され、現在では総務省のもとで省庁横断的な案件の仕切りを行なっている。これはセカンドベストの対応だが、各省庁にとって、統計部門が数ある部署の一部のままで、貴重な人的、物的資源を優先的に配分するインセンティブが中々働かないだろう。(Kodama wrote)

## 目次

〈フォーカス〉毎勤統計問題を経済統計見直しのいい機会に……………	1	・FRBは年央以降に再び利上げへ……………	15
・経済情勢概況……………	2	・アジア諸国の経済成長に向けた強みと弱み……………	20
・日米通商交渉の注目点……………	3	・主要経済指標レビュー……………	23
・日銀の「次の一手」が微妙な情勢に……………	7	・日米欧マーケットの動向……………	30
・2018年の日本経済と金融市場を振り返る……………	12		

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、海外景気が腰折れするとは考えておらず、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、耐久消費財の買い替えサイクルによる需要押し上げなどが下支えするも、月例賃金の高い伸びが見込めないことから、力強さには欠ける展開が続くと予想する。住宅投資は、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、更新維持投資や省力化・省人化投資が下支えし、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や被災地復旧工事などが下支えし、底堅く推移すると見込む。

輸出は米国を中心とした堅調な海外景気などに支えられ、底堅く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、原油高による押し上げ効果が薄れることで、消費税の引き上げまでは伸びが鈍化し、2018年度は+0.9%程度、2019年度は+1.2%程度、2020年度は+1.5%程度となると予想する。

**米 国**

米国経済は、堅調に推移している。ただ、今後は2018年の景気を押し上げた大規模減税の効果が徐々に逡減することで、成長ペースは緩やかになると予想する。

個人消費は、所得税減税の効果逡減が見込まれるものの、雇用・所得環境の改善が続くとみられることなどから、緩やかながら回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、雇用環境の改善など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、低調な推移を予想する。

設備投資は、企業の増益基調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ものの、資本ストックの積み上がりなどから増勢は徐々に鈍化すると予想する。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、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれることから増加基調の持続を予想する。ただし、米中貿易摩擦の影響が徐々に顕在化してくることなどから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

FRBは129月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを~~2.00-1.75~~-2.2500%から、2.2500-2.2500%へと引き上げた。~~12月に1回~~、2019年も2回程度の利上げ実施を予想する。

**欧 州**

ユーロ圏経済は、主にマインド面の悪化を背景に、回復ペースが鈍化している傾向が続いている。ただ、ECBの緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や輸出の増加を背景に、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、改善傾向が続くと予想する。ただ、消費マインドが悪化していることから、改善ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

固定投資は、貿易摩擦への懸念から、回復ペースの鈍化を見込む。輸出は、米国向けを中心に、持ち直しが続くと予想する。

ECBは12月の理事会で、これまで示してきたとおり資産買入れ策の年内終了と、現行の政策金利の2019年夏中のすえ置きをアナウンスした。政策金利の引き上げは、2019年9月以降と予想する。

## 日米通商交渉の注目点

### やはり TAG ではなく FTA だった

18年末の12月21日に、米通商代表部（USTR）が来るべき日米貿易交渉の概要と交渉目的を発表した（以下、文書）。法律上、交渉開始の30日前までの作成が要求されているもので、今月下旬以降、交渉開始が可能になる。3月1日を期限とする米中協議がこれから佳境に入ることもあって、実際の交渉開始は3月以降にずれこむ可能性が濃厚とされるが、いずれにせよあと2ヵ月程度で、日本も正念場を迎えることとなる。

今回の文書では、22の交渉項目が列挙されている。それぞれの項目の内容説明に関しては一般論が主で、具体的な対日要求事項が盛り込まれているわけではないが、少なくとも、来るべき交渉が、サービスや投資、知的財産や政府調達等を含むきわめて包括的な内容になることは明らかとなった。これは、日本政府の「FTA（自由貿易協定）ではなく TAG（物品貿易協定）」との説明が誤りだったことを意味する。

確かに、9月の日米の共同声明でも、「TAGの議論完了の後に、他の貿易・投資の事項についても交渉する」とされていた。しかし、「FTAではなくTAG」との説明が、単に交渉の順序を示していたという説明が通るものでもないだろう。米国側の文書では、当然ながら交渉の優先順位はなんら触れられていない。22項目の記載はあくまで並列である。序文に、「9月の共同声明で示されているように、貿易と投資のさらなる拡大と、互恵的な貿易と経済の関係を深める」という一文はあるものの、共同声明について触れた部分もここだけである。実際の交渉が始まれば、どの分野で譲歩して、どの分野で成果を得るかという優先順位を詰める必要が出てくることから、物品の協議が終了するまで、他分野には一切触れないというわけにはいかないのではないかと推察される。始まりはTAG交渉でも、ほどなくFTA交渉に発展していく可能性が高いと推察される。

### 当面は農業、自動車、為替が注目点

当面の日米交渉の注目点は、農業分野の関税、自動車の数量規制、為替条項の3点と考えられる。

農業分野についての問題は、日本政府が最初に、「TPP以上の関税引き下げはしない」と宣言してしまったことで、米国にとっては逆に「TPP並み」が交渉のスタートラインになってしまったという点である。さっそく、「TPP以上の譲歩を日本に求める」（パーデュー農務長官）や、「事前に成果の上限を定めるべきではない」（乳製品業界）といった声が噴出している。業界からの熱心なロビー活動を受けたトランプ大統領の鶴の一声で、簡単に方針転換する可能性もなくはない。政権の良心と言われたマティス氏まで去り、イエスマンだけで脇を固めつつある今、トランプ大統領の気まぐれで方針がころっと変わるリスクは、これまでよりも一段と高まっている。

現に、トランプ大統領は、米・EUの貿易交渉において、首脳間で除外に合意していたはずの農産品を貿易交渉に含める方針を明らかにした。日本としては、9月の日米首脳間合意に反する条件は一切受け入れないとのスタンスで交渉に臨むのだろうが、トランプ大統領に過去の合意を順守しようという熱意はなさそうで、そもそももう覚えてもいないだろう。それでは二国間の関係が成り立たないと嘆いてみても始まらない。結局、最後はもう一度安倍首相が出ていって首脳間で直接話を付けるしかなく、ドナルド・シンゾーの関係頼みということになりそうである。

### 農業関税の TPP 以上の妥協もありか

文書では、約7兆円の対日貿易赤字が「農業や自動車、サービス等の輸出業者が、さまざまな関

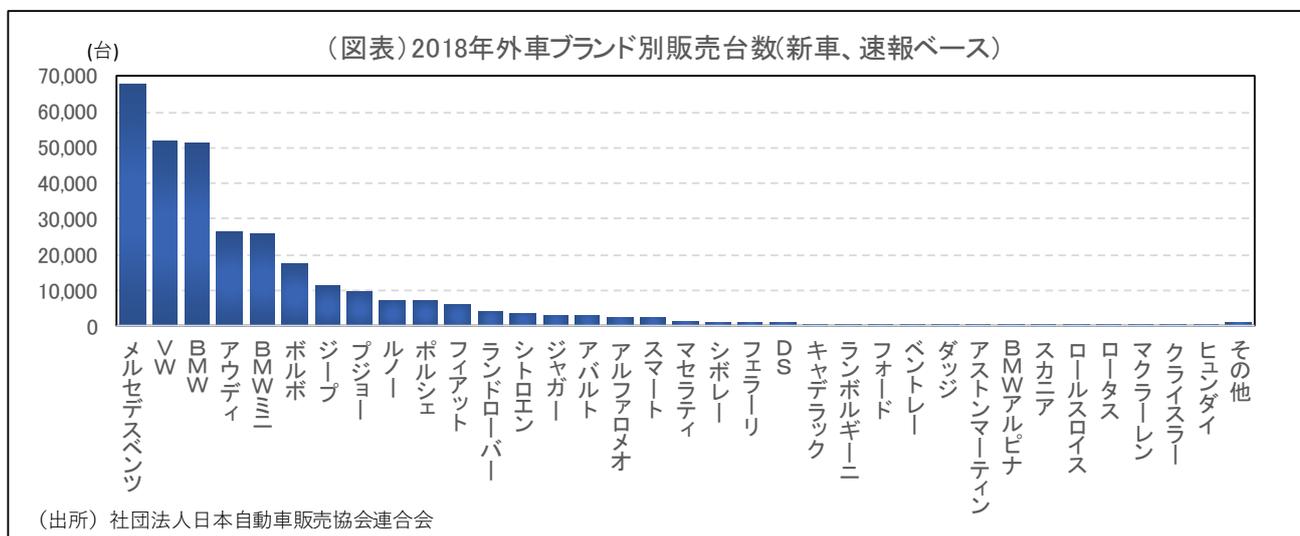
税や規制などの非関税障壁の障害を受け、貿易赤字につながってきた」と説明されている。マクロ的にはこうした説明は誤りであることは言うまでもない。誤りと言えば、そもそも貿易収支を損益の概念と混同しているトランプ大統領の認識が誤りだし、通商交渉でマクロの貿易収支を操作できると考えているのも誤りだし、二国間や産業間で収支がバランスしなければならないというのまぼかげた考えである。しかし、今更正論をぶつけても仕方がない。

もっとも、日本の高関税が不公正な貿易障壁となっているというのは、少なくとも農業については当てはまる。個人的には、この際互いに市場の開放を進め、農業分野の構造改革のテコにするのが、農業にとっても日本経済にとってもプラスになるのではないかと考えるが、日本政府としては、ここで安易な妥協をしてしまったら、農業団体にも TPP11 の 10 カ国にも顔向けできないので、あくまで TPP 並み死守という立場を貫く構えだろう。ただ、はからずも、米国の圧力を受け続ける中国でも、識者の間で、「これまで進まなかった構造改革が進む良い機会になる」と評価する向きがあるのは注目に値する。

### 農業死守なら自動車で妥協が必要

日本が農業分野で重要 5 品目を死守するという態度を貫くのであれば、結局はもうひとつの重要案件である自動車でもより大幅な妥協を受け入れざるをえないということになりそうである。もとより、米国の手口は決まっている。高関税で脅して、数量規制を呑ませるのがパターンであり、新 NAFTA (USMCA) でも対韓国でも同様の手法を取った。交渉中は関税を上げないというのは、文字通り交渉中に限った話であり、高関税を交渉ツールとして駆使してくるのは確実である。ライトハイザー氏自身、かつて 80 年代に USTR の次席代表として来日し、日本に鉄鋼の数量規制を呑ませた経験を持つ。従って、数量規制の上限や期限をどこに置くかというのが交渉のポイントのひとつになりそうである。日本としてはもちろん、できるだけ届かない水準に設定したい。

トランプ大統領は、日本が米国車へ高関税をかけていると再三攻撃してきた。本当に知らないのか知ってて言っているのかは定かではないが、もちろん、日本の自動車輸入関税はゼロである。従って、米国の自動車業界の方は、主として日本の安全基準や環境基準を標的にしている。トランプ大統領も、「日本は米国車のボンネットの 20 フィート上からボーリングの球を落として、へこむと失格にしている」と述べたことがあった。もちろん、日本としては、米国車を特段差別的に扱っているわけではない以上、本来文句を言われる筋合いはないというところである。18 年通年のブランド別輸入車新規登録台数(速報ベース)をみると、ジープの 11,438 台はまだしも、シボレーは 878



台（シボレー・クルーズを除く）、キャデラックは633台、フォードが484台、クライスラーは49台にすぎない（図表）。トランプ大統領が「東京でシボレーを見たことがあるか？」と吠えている通りだが、この台数が日本の貿易障壁のせいではないことは明らかである。よしんば輸入基準の緩和に追い込まれたとしても、米国車の売れ行きが激増することはなさそうで、輸入基準の緩和はとりうる手段である。安易な妥協は欧州等からの批判を浴びるだろうが、政府にとって輸入規制の緩和が切れないカードなのだとすると、どのみち国内の米国車の売上を増やすためのなんらかの仕掛けは不可避である。日本国内の自動車の年間販売台数が530万台であることを考えれば、たとえ米国車の販売台数が2倍3倍に増えたところで、大勢に影響はない。一方、トランプ大統領は自分のおかげで輸出が2倍3倍に増えたと誇ることができる。

### 為替条項も不可避、問題は中身

為替条項が入るのもおそらく避けられない。これについては、条項がどの程度、具体性と拘束性を伴ったものになるかどうか、あるいは条項に沿った運用をどこまで厳しく行なうかという点がポイントになる。文言が入るだけなら別に怖くない。新NAFTAでも「競争的な通貨切り下げを行なわない。金融政策の透明性と説明責任にコミットする」といった一文が入っているが、これだけなら単なる一般論である。G7のコミュニケでも「競争的な切り下げを回避することの重要性を強調」といった文言が毎回入っている。

為替操作にあたる、あるいはあたりそうな政策には、大きく、為替介入と金融政策があるが、より直接的な手法である前者の為替介入については、どのみちもうできる時代ではない。中国すらここ数年は大々的な介入は控えており、為替条項の有無にかかわらず、すでに封印されているようなものである。金融政策についても、条項で踏み込めば踏み込むほど、自分たちの金融政策も縛ることになってしまうことを考えれば、あまり過剰な懸念は必要ないと言えそうだが、トランプ政権のことなので、「自分たちの金融政策は正常だが、長期金利までゼロにすえ置く日本の政策はやりすぎだ」との難癖をつけてくる可能性はなくもない。日本としては、金融政策は為替操作を目的とせず、国内の経済情勢のために行なっているとの建前論で押し切る構えなのだろうが、米国が追求の手を強めるのであれば、建前論では逃げ切れない。日本の金融緩和の主目的のひとつが円安誘導にあることは周知の事実だからだ。筆者自身は、日本の金融緩和が為替相場に与える効果は大きいものではなく、円安が進むかどうかはそのときの相場環境、すなわち時の運に左右される部分が大きいと考えるが、黒田緩和を評価する論者は、だいたい円安進行を真っ先に成果として挙げることが多い。

### YCCは撤廃してもよい

もし米国が日本の金融政策を攻撃するのであれば、むしろいい機会である。日本としてはこの際、YCCの廃止をカードとして切るのも一案である。景気拡張期が続くことが前提になるが、どのみちYCCの副作用が効果を上回りつつあるのは明らかで、日銀自身、振り上げたこぶしの降ろし方がわからずに困っていたところである。過去、日本の政策が大きく動くのは、よくも悪しくもガイアツがかかった時であった。逆に言うと、もし出口への道筋を本気で探りたいのであれば、誰かにトランプ大統領に耳打ちしてもらって、「日銀の政策は怪しからん」と言ってもらうのが一番の近道ということになるが…。それで日銀の説明責任が消えるわけではないが、政策変更のための心理的なハードルは下がる。

最後に、もうひとつ注目点をあげるならば、いわゆる「中国条項」の扱いである。新NAFTAでも、

非市場経済圏と FTA を締結する場合は報告義務があり、違反があれば協定を破棄できるとの取り決めが交わされている。日本にとっては将来的に RCEP（東アジア地域包括的経済連携）の交渉を進める際の足かせになる可能性が高い。日本経済にとって、人口減少で内需の先細りが避けられないなか、世界の成長センターであるアジア市場の重要性は今後一段と増していく。日米協定が成長戦略の妨げとなるような事態は避けたいところである。（担当：小玉）

日銀の「次の一手」が微妙な情勢に

今回は無風の会合

12月19、20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。17年の7月以降、12回連続で同じ表現が続いている(図表1)。個別項目ごとの判断も変わらず(図表2)。先行きの見通しも同じで(図表3)、大方の事前予想通り無風の会合であった。

(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	→	
15年8月7日	緩やかな回復を続けている	→	
15年9月15日	緩やかな回復を続けている	→	
15年10月7日	緩やかな回復を続けている	→	
15年10月30日	緩やかな回復を続けている	→	
15年11月19日	緩やかな回復を続けている	→	
15年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	→	
16年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
16年4月28日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年6月16日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年7月29日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年9月21日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年11月1日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年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	→	
18年6月15日	緩やかに拡大している	→	
18年7月29日	緩やかに拡大している	→	
18年9月19日	緩やかに拡大している	→	
18年10月31日	緩やかに拡大している	→	
18年12月20日	緩やかに拡大している	→	

(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	9月(公表文)	総じてみれば着実な成長が続いている	→
	10月(展望レポート)	総じてみれば着実な成長が続いている	→
	12月(公表文)	総じてみれば着実な成長が続いている	→
輸出	9月(公表文)	増加基調にある	→
	10月(展望レポート)	増加基調にある	→

	12月(公表文)	増加基調にある	→
設備投資	9月(公表文)	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	→
	10月(展望レポート)	企業収益が改善基調をたどり、業況感も良好な水準を維持するもとの増加傾向を続けている	↘
	12月(公表文)	企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとの増加傾向を続けている	→
個人消費	9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	→
	10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	→
	12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	→
住宅投資	9月(公表文)	横ばい圏内で推移している	→
	10月(展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
	12月(公表文)	横ばい圏内で推移している	→
公共投資	9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	→
	10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	→
	12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	→
鉱工業生産	9月(公表文)	増加基調にある	→
	10月(展望レポート)	増加基調にある	→
	12月(公表文)	増加基調にある	→
金融環境 (方向感:緩和方向が↑)	9月(公表文)	きわめて緩和した状態にある	→
	10月(展望レポート)	きわめて緩和した状態にある	→
	12月(公表文)	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	9月(公表文)	横ばい圏内で推移している	→
	10月(展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
	12月(公表文)	横ばい圏内で推移している	→

(出所)日銀

(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	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支出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の循環メカニズムが持続するもとの増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の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	→
	10月(展望レポート)	日本経済の先行きを展望すると、2018年度は海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとの、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、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる	→
	12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支出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の循環メカニズムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済が総じてみれば着実に成長していくことを背景に、基調として緩やかな増加を続けるとみられる	
物価	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がプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる	→
	10月(展望レポート)	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。なお、今回の物価の見通しを従来の見通しと比べると、2018年度を中心に幾分下振れている	→
	12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がプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる	→

(出所)日銀

### 引き続き原田委員と片岡委員が反対票

票決では、引き続き原田委員と片岡委員の二人が YCC (イールドカーブコントロール) に反対した。片岡委員の反対理由は、「先行きの経済・物価情勢に対する不確実性が強まる中、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、金融緩和を強化することが望ましい」というもので、ここまでの金利低下でもまだ不足との認識のようだ。実態としては、市場金利はすでに、副作用が効果を上回る「リバーサルレート」の範疇に入ってきた可能性が濃厚である。債券市場の参加者の間でも、国債市場が瀕死の状態にあるとの声が高まっている。もともと、リフレ派の想定するトランスマッションメカニズムは不明と言われることが多かったが、ここへきて、氏の提案内容が一段と市場の認識から乖離してきた印象は否めない。

会合後の黒田総裁の定例会見でも、「日銀は以前、過度なイールドカーブのフラット化が日本の経済活動にも悪影響を及ぼすと分析していたが、現在のイールドカーブのフラット化をどうみるか」との質問が出された。黒田総裁は、「**欧米の長期金利が下がる中で、日本の長期金利も下がっており、これ自体は何ら問題ではないと思います**」とし、国債市場の機能低下は確認できないどころか、日銀が想定している±0.2%の幅で自由に動く限りは、それはむしろ国債市場の機能が高まっている姿を示しているとの、正反対の認識を示している。

ずいぶん強気のスタンスを示したとの印象を受けたが、7月の政策変更はもともと低すぎる長期金利の上昇容認を念頭においたものであった。物価目標未達下では、上下に同じだけアローアンスを広げないと大義名分がたたないために、▲0.2%～+0.2%としたものだが、逆方向への動きに日銀が困惑しているのは想像に難くない。25日の10年国債は0%をつけ、その後一時マイナス圏にまで低下した。もはや国債市場の機能が高まっていると主張するのは無理があるように思うが、現状のスタンスを変えない限り、▲0.2%までは静観するしかないということで、変動許容幅の拡大が裏目に出た形である。

### 携帯と幼児教育無償化でコア CPI はマイナスのリスク

黒田総裁は、携帯電話の値下げと幼児教育無償化の物価押し下げ効果について、「**基本的な考え方としては、原油価格や携帯電話料金、あるいは幼児教育の無償化等は、一時的なインパクトです**」と述べている。確かにそのとおりなのだが、日銀にとって出口に向けた動きの障害にならないとは言えない。たとえ一時的にせよ、コア CPI や日銀版コア CPI がマイナスに沈むなかで、日銀が出口に向けた政策修正に踏み切れれば、

「日銀、デフレ下で出口に舵を切る」といったたぐいの論評が飛び交うのは確実である。見栄えも聞こえも悪く、国民一般に向けたアカウントビリティの確保は難しくなる。また、黒田総裁が、「**ただ、わが国の場合には、従来から申し上げているように、適合的期待による予想物価上昇率への影響がかなり大きい**」と述べているとおりで、インフレ期待に悪影響を与えるパターンも考えられる。

携帯電話の値下げについては、すでに NTTドコモが2019年4～6月から携帯電話の通信料金を2～4割引き下げると発表しているが、大手各社も追随すると仮定した場合、CPIの押し下げ効果は最大0.6%前後に及ぶ。実際には利用料金を下げる代わりに端末代金の値引きをなくすなどの対応が見込まれるため、当社では、総合CPIへの押し下げ圧力は0.2%程度になると見ているが、現在前年比0.3%の日銀版コア(生鮮食品およびエネルギーを除く総合)はこれだけで0%に近づく。

幼児教育の無償化の押し下げ幅はさらに大きい。幼稚園保育料と保育所保育料のCPIへのウェイト、無償となる認可保育所の入所児童数の占率、3歳以上の割合等を考慮して試算すると、総合CPIへの押し下げ圧力はだいたい0.5%～0.7%程度になることが見込まれる。両者の影響を合わせれば、現在0.9%のコアCPIでも、マイナスに陥る可能性は十分ありうる。

### YCCの持続性がテーマに

こうしたなかでも、19年は、YCCの持続性が問題となりそうである。国債市場が些細な材料で乱高下するなど、機能不全が再び深刻化している。銀行経営にもダメージが蓄積されつつある。今後、主要国の株価が無事反転上昇に向かい、世界景気の腰折れも避けられた場合、遅くとも20年末までには、なんらかの対応が行なわれるとみている。かといって、出口に向けた微修正を行なうたびに、他の政策を付け足して金融緩和の強化に見せかけたりする手法(7月の方法)や、「総括検証」といった言い訳集を付ける手法(YCC導入時の方法)は、そうそう何度もできるものではない。すでに、市場関係者の大半は、日銀の本音と建前の乖離を見抜いており、これからは自らの信任を削り取りながら行なう作業になる。従って、次回の修正は、マイナス金利の修正を含めた大きな枠組み変更にならざるを得ないとみるが、前述のとおり、説明は難しくなる。日銀としては、腹をくくって副作用の増大を政策変更の理由と認めるのか、あくまで緩和強化の建前を維持するのか、明確なアナウンスのないまま崩壊的な政策変更を図るのか、苦しい選択を迫られることになる。

もっとも、首尾よく出口政策の開始にこぎつけたとしても、終了にまでたどり着くのは不可能に近い。全米エコノミスト協会が行なった調査では、6割以上のエコノミストが、20年までに米景気がリセッション入りすると予想している。多少延命したとしても、トランプ財政はいずれ財政赤字と経常赤字、すなわち双子の赤字をもたらす可能性が高く、遅くとも次期大統領の任期中(多分前半)にはこうした構造問題も景気下押し要因として加わる。標榜している25%の高関税を実行に移せば財政は潤うが、その関税を支払うのは中国政府ではなく、ほかならぬ米国民であり、この場合は物価の上昇と景気後退というスタグフレーションのリスクが高まる。

### 米景気失速なら逆に追加緩和に追い込まれる

足元の金融市場の動きを見る限り、米国の景気拡大局面が早期に終了する確率が高まったのは否定できない。日本の景気拡張期は、このままいけば1月で史上最長に達するが、周知のとおり勢いは弱く、かつ外需依存の面が大きいことから、米景気が腰折れに向かえば、運命をともにするのは確実である。そうなれば、日銀は出口どころか、追加緩和という、無い袖を振らなければならない羽目に陥る。たとえ、それまでに多少の金利引き上げに成功していたとしても、いったん景気後退に転じれば、少々の利下げ余地はあつという間に使い果たすのは確実で、いずれにせよ金融政策は早々に行き詰まるだろう。

会見でも、記者から追加緩和手段について問う質問が複数出された。黒田総裁は、「**短期政策金利の引き下げ、長期金利操作目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速など、**

色々なものが考えられると思います」と答えたが、このラインナップを聞いて、逆に手詰まり感を感じない人はいないのではないか。実際には、再びなんらかの新機軸を打ち出してくる可能性もなきにしもあらずだが、ゼロ金利到達以降、乾いた雑巾を絞り続けて20年余、さすがにアイデアも枯渇気味なのではないかと思われる。

結局のところ、これまで実施してきた国債の買い入れ拡大や、マネタリーベースの拡大にしても、量の拡大自体が何かを起こしたというわけではなく、拡張財政の側面支援という点では多少の意味があったという程度にすぎなかった。次回も同じだろう。異次元緩和が限界に達した今、次回の景気後退期における景気対策は、全面的に財政に頼らざるをえない。日銀としては、政府が増発した国債を、再び粛々と買い増していくことになるだろう。ただ、これまでと違うのは、金融政策自体の効果を高らかに喧伝できる余地は残っていないという点である。財政支援と受け止められるのを避けるべく、日銀としては、枠組みや説明方法にいろいろ工夫を凝らすのだろうが、実態としては、ヘリマネ的性格を一段と強めていくと考えられる。片岡委員が、「2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり～」と述べているとおりになるとも言えるが、これは、財政不安を助長するリスクと背中合わせでもある。(担当:小玉)

2018年の日本経済と金融市場を振り返る

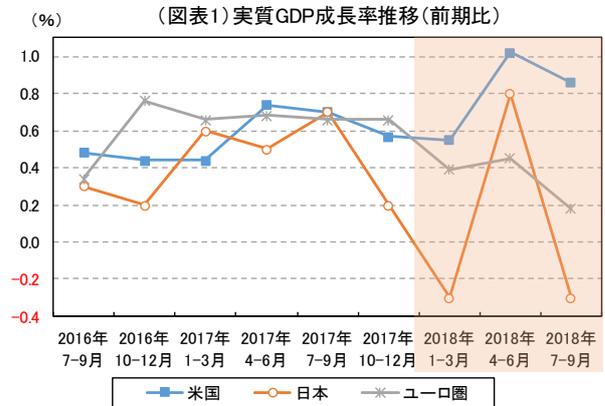
米中貿易摩擦などの数々のリスク要因

2018年は、米中を中心とした貿易摩擦問題が1年を通して世界景気に重くのしかかった年であった。ほかにも、イタリアの政局不安や米国中間選挙、落としどころの見えない英国のEU離脱交渉といった海外政治リスクに加え、国内では7月から9月にかけての西日本豪雨や北海道胆振東部地震といった自然災害など、さまざまなリスクと向き合うことを余儀なくされた。主要国・地域の実質GDP成長率を見てみると、米国が高い成長率を維持する一方、日本は災害の影響もあって乱高下、ユーロ圏は年後半にかけ鈍化傾向をたどるなど、3カ国・地域ともおしなべて良好だった2017年と比べると、地域ごとの足並みの乱れが目立つ結果となった(図表1)。

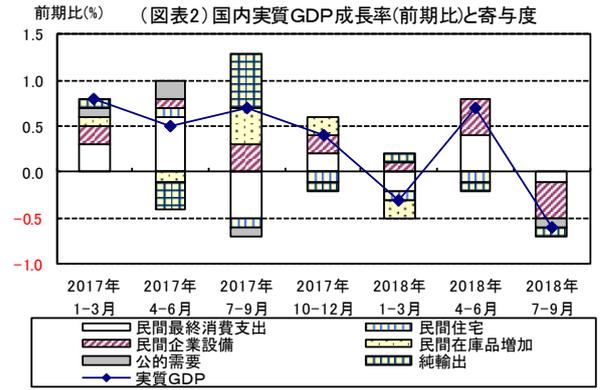
日本景気は回復ペースが鈍化

日本の実質GDP成長率の需要項目別内訳を見ると、7-9月期は自然災害の多発等を背景に、軒並みマイナス寄与となった(図表2)。民間企業設備が9四半期ぶりにマイナスに転じたほか、4-6月期に大きくプラスに寄与した民間最終消費支出がマイナスに転じるなど、内需関連の不振が目立った。また、純輸出も2四半期連続でマイナス寄与となった。貿易統計で輸出数量指数の月毎の推移を追うと、4月以降前年比ベースの伸びは徐々に鈍化、9月にいったんマイナスに転じた後、災害の影響が一巡した11月も再度マイナスとなるなど、輸出のモメンタムが鈍化している様子が示されている(図表3)。米中貿易摩擦が激化するなか、世界景気の拡大ペース鈍化が輸出を下押ししたと考えられる。

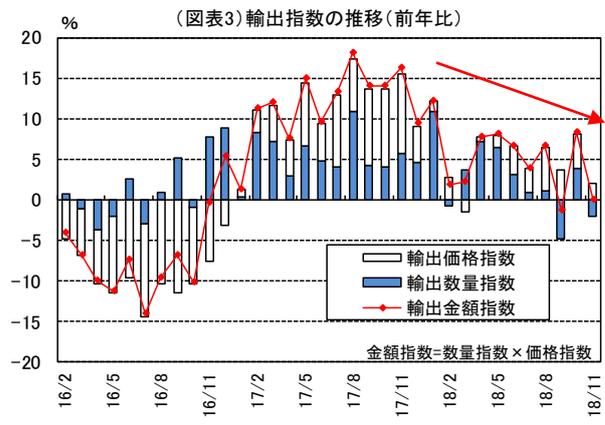
個人消費については、4-6月期の実質GDP成長率に対してはプラス寄与となったが、1-3月期および7-9月期はマイナス寄与となっている。短期的な振れは自然災害によるものだが、趨勢的な伸び悩みが続く主因は賃金の上昇ペースの鈍さである。毎月勤労統計によると、現金給与総額(調査対象の入替えによるサンプルバイアスを除いた共通事業所ベース)の伸びは、2017年以降、横ばい圏での推移が続いている(図表4)。内訳をみると、特別給与については、好調な企業業績を受けた一時金の上昇などを背景に、2月は前年比+25.7%、5月は同+18.7%と高い伸びを示したものの、月例賃金の伸びはいまだ力強さに欠ける。2018年春闘の最終回答集計を見ても、企業の賃上



(出所)内閣府



(出所)内閣府



(出所)財務省「貿易統計」

げ率（定期昇給を含むベース）は前年比+2.07%と、前年をわずか0.09%ポイント上回るにとどまり、政府が要求していた3%の賃上げには程遠い結果に終わった。

設備投資の動向を見ると、更新・維持投資や研究開発投資、人手不足感の強まりを受けた労働代替的な投資が一定程度下支えとなっているものの、世界景気減速懸念が広がり、新規投資に慎重姿勢を示す企業が増加したことで増勢が鈍化した。住宅投資は、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、鈍化傾向で推移した。公共投資は、オリンピック関連工事や災害復旧工事などの需要はあるものの、建設現場の人手不足などを受けて足踏み状態が続いた。総じて、2018年の日本景気は、2017年に比べると回復のモメンタムに陰りが見える状況である。

**アベノミクス相場初の株価下落**

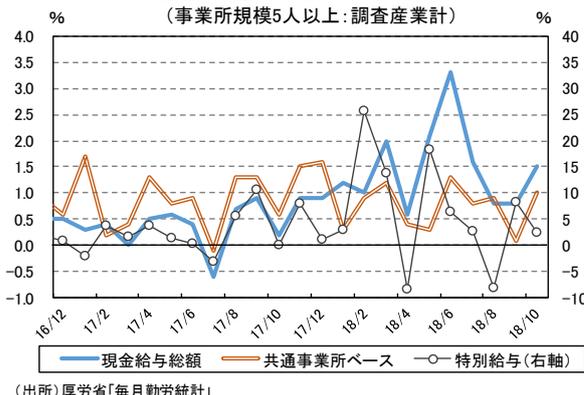
2017年末にかけて上昇相場を演じた日本の株式市場は、1月後半以降下落基調に転じ、2月には米金利の上昇などを背景に急落、3月にはトランプ大統領が中国への関税措置を発表したことでさらに値を下げた。その後はしばらくボックス圏の推移が続いたが、9月以降、円安・ドル高進行などを背景に再び騰勢を強め、9月後半には、日経平均が8日続伸を記録する場面もあった。10月初めには年初来高値を更新したが、直後に米10年国債利回りが3.2%台まで上昇したことで、10月11日には一日で915円もの下落を記録するなど、相場のムードは急速に悪化した。その後、年末にかけては世界景気減速懸念を背景にリスクオフムードが高まり、主要国の株価は軒並み急落、日経平均も12月後半に一時19,000円付近まで値を下げた(図表5)。結局、年末には年初比で▲2,750円と、アベノミクス開始以降初めて、年間で陰線を引く結果となった。

**為替は前年から振れ幅が拡大**

2018年の為替相場は、2017年の安定的な円安ドル高水準から一転、米中貿易摩擦懸念が燃るなか、3月には一時105円程度まで円高が進んだ。その後は、FRBの利上げによる日米金利差拡大観測などを背景に円安トレンドに転じ、9月にはほぼ年初の水準にまで戻ったが、12月以降は、世界景気の先行き不安等を背景としたリスクセンチメントの悪化から再度円高が進んだ(図表6)。対ユーロでは、英国のEU離脱問題やイタリアの財政懸念などから、振れを伴いながらも年間を通じては円高ユーロ安方向に進む結果となった。

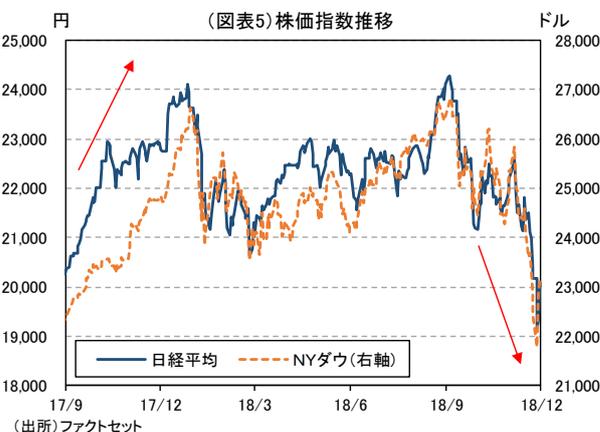
**金利低下圧力が続く**

(図表4) 現金給与総額(前年比)の推移  
(事業所規模5人以上:調査産業計)



(出所)厚労省「毎月勤労統計」

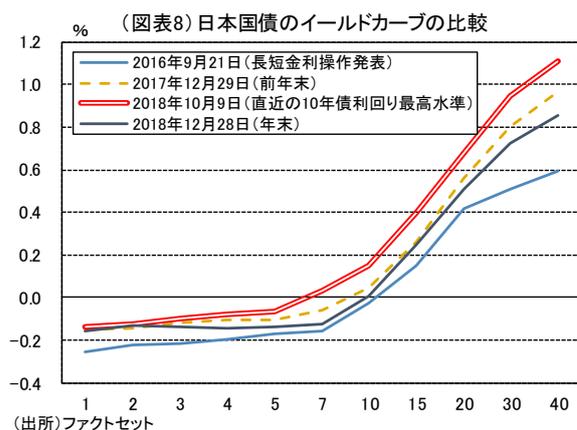
(図表5) 株価指数推移



(図表6) 為替推移



2018年の債券市場を振り返ると、10年国債利回りは、日銀の金融政策正常化観測の高まりなどを背景に、1月下旬に0.1%近辺まで上昇した(図表7)。その後はイタリアの政治不安や、米中貿易摩擦激化への懸念などを背景に金利低下圧力がかかり、上半期は0.05%程度での推移が続いたが、7月の金融政策決定会合において政策の微修正がなされ、長期金利の上昇を容認する方針が確認されたことで急上昇、10年国債利回りは、10月には0.15%程度まで上昇した。しかし、その後は世界景気の先行き不安等を背景に再び低下に転じ、年末には各年限とも2017年末を下回る水準付近まで低下した(図表8)。(担当:柳田)



FRBは年央以降に再び利上げへ

12月FOMCでさらなる利上げ余地は限定的と示唆

12月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2.00-2.25%から2.25-2.50%へ引き上げられた（図表1）。利上げは2018年中4度目であり、今回の利上げ局面では通算9回目となる。

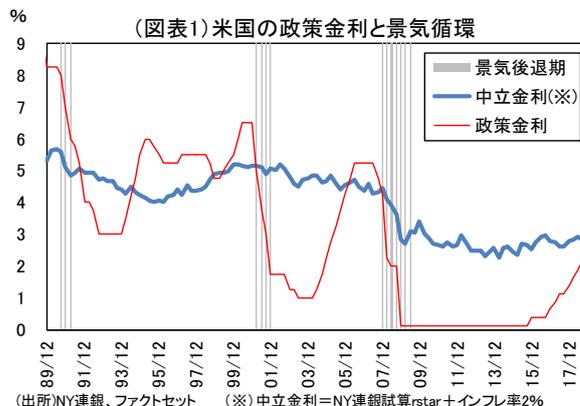
声明文における現状判断部分の変更点は失業率の記述のみだった（下掲「FOMC声明文」）。足元の景気認識については、「力強いペースで拡大」しているとの見方を継続し、景気が堅調に推移している様子を示した。

注目されていた金融政策の先行き部分については、「いくらかのさらなる緩やかなFFレートの目標レンジの引き上げが、経済活動の拡大や労働市場の力強い状況を維持し、インフレ率が中期的に委員会の対称的な目標である2%付近で推移することにつながる」とし、段階的な利上げ継続の必要性について引き続き言及した。ただ、「いくらかの（some）」という文言を追加し、今後の利上げ幅がさほど大きくならない可能性について示唆したのが注目点である。なお、景気見通しに対するリスクは概ね均衡しているとの見方を継続したが、世界景気や金融市場の動向による景気への影響を注視するとの文言を付記し、やや警戒的なスタンスを滲ませた。

ドットチャートを下方修正

同時に発表された経済見通しでは、2018、2019年の景気見通しを9月時点から引き下げ、物価の伸びや失業率の見方も下方修正するなど、やや弱気な内容となった（図表2）。

注目のドットチャートについては、2019年が2.875%、2020、2021年が3.125%（いずれも利上げ見通しの中央値）と、いずれも25bp引き下げられた（図表2,3）。2019年の利上げについては、1回が4人、2回が5人、3回が6人と、予想が拮抗しており、コンセンサスが固まっていない様子が窺える。2020、2021年の25bp引き下げについては、2019年の利上げが年3回から年2回見通しに変更となったことによるもので、2020年に1回の利上げ、2021年はすえ置きとの見方に変更はない。しかしながら、2020年に1回利上げを行なった後は打ち止めの可能性が引き続き示唆されているほか、中央値は同じでも、平均値は2020年より2021年の方が僅かに低いことから（2020年：3.07%、2021年：3.01%）、2021年に利下げ開始を想定するメンバーが相対的に多かったと捉えることもできる。

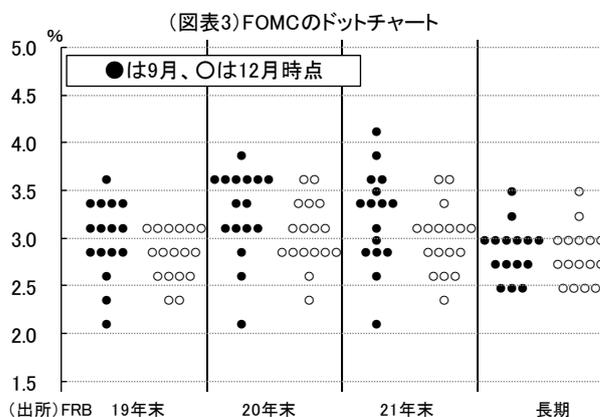


(図表1)米国の政策金利と景気循環

(図表2)12月FOMC経済見通し

(単位: %)	2018	2019	2020	2021	長期
実質GDP成長率	3.0	2.3	2.0	1.8	1.9
(9月予測)	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8
失業率	3.7	3.5	3.6	3.8	4.4
(9月予測)	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5
PCEデフレーター	1.9	1.9	2.1	2.1	2.0
(9月予測)	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
コアPCEデフレーター	1.9	2.0	2.0	2.0	—
(9月予測)	2.0	2.1	2.1	2.1	—
FF金利	2.4	2.9	3.1	3.1	2.8
(9月予測)	2.4	3.1	3.4	3.4	3.0

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



(図表3)FOMCのドットチャート

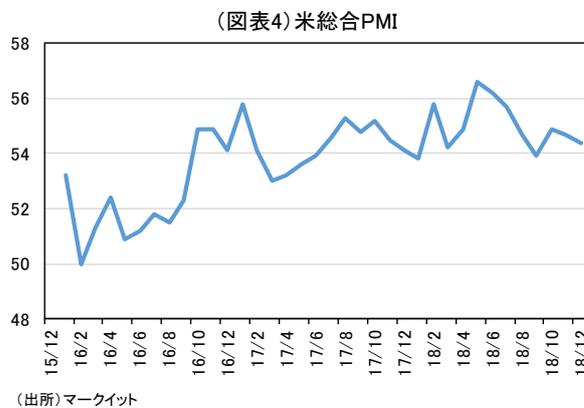
なお、前回引き上げられたLonger Runは3.0%→2.8%に再び引き下げられた。ただ、見通しを提示したメンバーが前回から1名増え、そのメンバーが3%未満の数値を提示したこと、前回3%を提示していた参加者のうち1名が3%未満に下方修正したことによるもので、全体の見方に大きな変更があった訳ではないと考える。もっとも、今後の米長期金利の上昇を抑制する一因とはなりそうだ。

**年央以降、2回の利上げを予想**

12月FOMC以降、年始にかけては、株価が急落し長期金利も急低下、ドル円は一時104円台を記録するなど、金融市場は大荒れとなった。グローバル景気の先行きやFRBの金融政策を巡る不透明感、米中貿易摩擦や米政府機関閉鎖への懸念などといった悪材料を織込み、景気後退を想定するかのような値動きとなった。クリスマスから年末年始の休暇シーズンで市場参加者が少なかったことも、相場変動を助長したとみられる。そうしたなか、パウエルFRB議長は1月4日の講演で、金融市場が発するメッセージに注意深く耳を傾け、景気の下振れリスクを考慮する姿勢を示したほか、景気拡大を持続する上で適切と判断した場合には、金融政策を迅速かつ柔軟に調整する考えを示した。

1月9日に発表されたFOMC議事録でも、追加利上げに慎重な姿勢が示されている。多くの参加者が、インフレ圧力が抑制されているため追加利上げに辛抱強くなれるとの見方を示したほか、追加利上げを行なう前に、最近生じたリスクが経済活動に与える影響を見極めることが重要との認識を示した。また、金融政策について、事前に決められたコース、ペース、終着点はなく、今後の景気見通しとリスク評価次第との姿勢を示している。第1四半期中の利上げは見送られる可能性が高まったとみるべきだろう。

FF金利先物市場では、一時、年内の利上げ織り込みが解消し、利下げ織り込みが高まる場面がみられたが、さすがに景気の先行きに対し悲観に振れ過ぎた可能性が高い。確かに、12月ISM製造業、非製造業景況指数がともに低下し、景気の先行き懸念を高めたものの、指数は依然として好不況の境目とされる50ポイントを上回っている。製造業と非製造業を合わせた総合ベースの企業マインドを把握できるマークイットPMIを見ても、相対的に安定的な推移が続いており、景気の基調に大きな変化を読み取ることはできない(図表4)。また、12月の雇用統計で示されたように雇用・所得環境は堅調に推移しており、米国のGDPの約7割を占める個人消費を今後も下支えする可能性が高い。



NY連銀が発表するr starにインフレ目標の2%を加えた値を名目ベースの中立金利とすると、足元の中立金利は2%台後半となる。1990年以降で振り返ると、景気後退局面が訪れるのは政策金利が中立金利を上回って引き上げられた数年後になる傾向がみられる(前掲図表1)。現状では、政策金利は中立金利に近づきつつある段階とみられることから、景気後退までには時間的猶予があるとみることができる。もっとも、実際の中立金利は正確に把握することが困難であるため、ある程度幅を持ってみる必要がある。仮に中立金利が想定より低かった場合、すでに政策金利が引締めの水準に転じている可能性もなくはない。今後の利上げについては、今まで以上に経済指標の動きをしっかりと確認しながら、ゆっくりとしたペースで慎重に実施していくことになる予想される。

2020年にかけての米景気は、これまで景気を押し上げてきた大規模減税の効果が逡減することで成長ペースの鈍化が見込まれるが、個人消費を下支え役に緩やかながら回復基調を持続すると予想する。貿易摩擦や政治問題などのイベントリスクには注意が必要だが、市場が米国のファンダメンタルズの底堅さを再認識し冷静さを取り戻すなかで、FRBは利上げを再開すると予想する。FRBは今年6、12月に利上げを実施し、中立水準と想定する2.8%付近までFFレートを引き上げて今次利上げ局面を終了すると予想する。(担当：大広)

○FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2018/11/7-8	2018/12/18-19
<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 strong rate. Job gains have been strong, on average, in recent months, and the unemployment rate has <u>declined</u>. Household spending has <u>continued</u> to grow strongly, <u>while growth of business fixed investment has moderated from its rapid pace earlier in the year</u>. On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy remain near 2 percent. Indicators of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</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 strong rate. Job gains have been strong, on average, in recent months, and the unemployment rate has <u>remained low</u>. Household spending has continued to grow strongly, while growth of business fixed investment has moderated from its rapid pace earlier in the year. On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy remain near 2 percent. Indicators of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p>
<p>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、経済活動は力強いペースで拡大していることを示している。雇用者数の増加はここ数ヶ月、均してみると強く、失業率は<u>低下した</u>。個人消費は力強い伸びを<u>継続する一方、設備投資は急速な伸びから緩やかになった</u>。前年比で見たインフレ率と、食品・エネルギーの価格を除いた指標は、2%付近にとどまっている。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>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、経済活動は力強いペースで拡大していることを示している。雇用者数の増加はここ数ヶ月、均してみると強く、失業率は<u>低いままである</u>。個人消費は力強い伸びを継続する一方、設備投資は急速な伸びから緩やかになった。前年比で見たインフレ率と、食品・エネルギーの価格を除いた指標は、2%付近にとどまっている。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>&lt;ポイント&gt;                      ・経済活動は「力強いペースで拡大している」との見方を維持。足元の見方は、失業率のみ微修正。                      ・前回のFOMC以降に発表された失業率が横ばいで推移した現状にあわせて、「失業率は低下した」との見方を「低いままである」に修正。</p>	
<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that</p>	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee <u>judges</u> that</p>

<p>further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee’s symmetric 2 percent objective over the medium term. Risks to the economic outlook appear roughly balanced.</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、さらなる緩やかな FF レートの目標レンジの引き上げが、経済活動の拡大や労働市場の力強い状況を維持し、インフレ率が中期的に委員会の対称的な目標である 2%付近で推移することにつながると予想する。景気見通しに対するリスクは概ね均衡しているとみられる。</p>	<p><u>some</u> further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee’s symmetric 2 percent objective over the medium term. <u>The Committee judges that risks to the economic outlook are roughly balanced, but will continue to monitor global economic and financial developments and assess their implications for the economic outlook.</u></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、<u>いくらかの</u>さらなる緩やかな FF レートの目標レンジの引き上げが、経済活動の拡大や労働市場の力強い状況を維持し、インフレ率が中期的に委員会の対称的な目標である 2%付近で推移することにつながると<u>判断する</u>。委員会は、<u>景気見通しに対するリスクは概ね均衡していると判断しているが、引き続き世界景気および金融市場の動向を注視し、景気見通しへの影響を評価する。</u></p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・「さらなる緩やかな FF レートの目標レンジの引き上げ」との文言を維持したものの、「いくらかの」との文言を追加。利上げスタンスの継続を示唆したものの、今後の利上げ幅は大きくならない可能性も示した。</li> <li>・景気見通しに対するリスクは概ね均衡しているとの見方を継続。ただし、世界景気や金融市場の動向による景気への影響を注視するとの文言を付記。</li> </ul>	
<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 <u>at</u> 2 to 2-1/4 percent.</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 2.00-2.25%に<u>すえ置く</u>ことを決定した。</p>	<p>In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to <u>raise</u> the target range for the federal funds rate <u>to</u> 2-1/4 <u>to</u> 2-1/2 percent.</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 <u>2.25-2.50%に引き上げる</u>ことを決定した。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・政策金利は 2.00-2.25%から 2.25-2.50%に引き上げ。</li> </ul>	
<p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. This assessment will take into account a wide range</p>	<p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. This assessment will take into account a wide range</p>

<p>of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.</p> <p>誘導目標レンジの今後の調整時期と幅を決定するにあたっては、雇用最大化の目標と対称的な2%のインフレ目標に照らして、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。</p>	<p>of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.</p> <p>誘導目標レンジの今後の調整時期と幅を決定するにあたっては、雇用最大化の目標と対称的な2%のインフレ目標に照らして、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。</p>
<p>&lt;ポイント&gt; ・変更なし。</p>	
<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Jerome H. Powell, Chairman; John C. Williams, Vice Chairman; Thomas I. Barkin; Raphael W. Bostic; Lael Brainard; Richard H. Clarida; <u>Mary C. Daly</u>; Loretta J. Mester; and Randal K. Quarles.</p> <p>このFOMCの金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ副議長、バーキン総裁、ボスティック総裁、ブレイナード理事、クラリダ副議長、<u>デーリー総裁</u>、メスター総裁、クオールズ副議長。</p>	<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Jerome H. Powell, Chairman; John C. Williams, Vice Chairman; Thomas I. Barkin; Raphael W. Bostic; <u>Michelle W. Bowman</u>; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Mary C. Daly; Loretta J. Mester; and Randal K. Quarles.</p> <p>このFOMCの金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ副議長、バーキン総裁、ボスティック総裁、<u>ボウマン理事</u>、ブレイナード理事、クラリダ副議長、デーリー総裁、メスター総裁、クオールズ副議長。</p>
<p>&lt;ポイント&gt; ・反対票はなし</p>	

アジア諸国の経済成長に向けた強みと弱み

変化する強みと弱み

2018年12月、トランプ大統領は中国に対する関税引き上げに3ヵ月の猶予を与えると宣言し、その間に米中貿易協議を進めるとした。中国からも、米国産大豆・LNGの輸入目標設定や、知的財産権保護の法整備を進めるなど、米国への譲歩を準備しているとの報道が出ている。ただ、米国の対中保護主義政策の背景には、経済分野にとどまらない米中間の覇権争いがあることから、今回の協議で米中貿易摩擦が完全に決着するとは考えにくい。

こうした状況下、企業サイドは生産拠点を中国以外のアジア諸国に求めるなど、米中貿易摩擦の影響を回避する必要性に迫られている。中国自体も、かつては豊富な労働力と安価な賃金を武器に世界の工場としての地位を確立してきたものの、生産年齢人口が減少局面を迎えていることや、賃金高騰などを背景に、徐々に生産・輸出拠点としての強みを失いつつある。ただ、ASEAN諸国やインドは依然インフラ設備が未整備な国が多く、生産拠点設立のうえでの課題となっている。さらに、近年ではイノベーションの促進など、国家の経済的競争力は量的なものから質的なものへと変化しつつあり、この点では中国、特に深センは依然世界のトップランナーであり、魅力的な投資先となっている。ここでは、アジア諸国の成長に向けた強み・弱みを、①賃金、②インフラ、③イノベーション、の三つの側面から分析する。

中国の賃金はアジア諸国間では中上位

2001年に中国がWTOに加盟して以降、中国の製造業における賃金は上昇し続け、足元ではASEAN諸国やインドよりも高い水準にある(図表1)。エンジニアや中間管理職など、高い教育水準や技能水準が要求される職種については、タイ、マレーシア、インド、パキスタンなどでも中国と大差ない水準の賃金が求められる。しかし、ワーカークラスの賃金については、中国のほぼすべての都市が東南アジア諸国を上回っていることから、労働集約的な産業にとっては、東南アジア諸国に生産拠点を求めるインセンティブが高まっている。2017年1月、トランプ大統領の演説に集まった支持者が被っていた“Make America Great Again”と書かれた赤い帽子の多くがベトナム製、バングラデシュ製であったことなども、労働集約的な産業が東南アジア諸国へ移転していることを象徴するシーンであった。

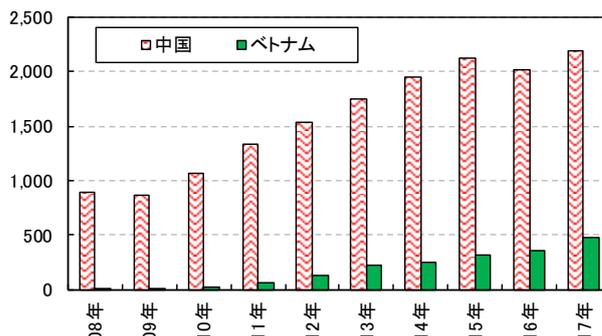
(図表1) アジア諸国の製造業における賃金(2017年、月額、ドル)

	ワーカー (一般工職)	エンジニア (中堅技術者)	中間管理職 (課長クラス)
大阪(日本)	2,829	3,338	4,375
横浜(日本)	2,674	3,433	4,682
名古屋(日本)	2,447	3,345	4,334
東京(日本)	2,406	3,395	4,470
香港(中国)	1,992	2,633	3,878
ソウル(韓国)	1,879	2,294	3,453
シンガポール(シンガポール)	1,630	2,971	4,454
台北(台湾)	1,112	1,409	2,322
北京(中国)	746	1,020	2,015
上海(中国)	560	996	2,205
広州(中国)	537	923	1,804
深セン(中国)	518	928	1,845
重慶(中国)	493	855	1,282
武漢(中国)	484	727	1,335
成都(中国)	472	721	1,114
瀋陽(中国)	455	642	982
大連(中国)	442	647	1,136
ニューデリー(インド)	423	706	1,712
青島(中国)	415	617	1,098
バンコク(タイ)	378	699	1,538
クアラルンプール(マレーシア)	356	784	1,540
アマーダバード(インド)	340	908	1,800
ジャカルタ(インドネシア)	324	494	1,058
パタム(インドネシア)	285	396	873
チェンナイ(インド)	284	575	1,406
ムンバイ(インド)	262	633	1,210
カラチ(パキスタン)	248	615	1,225
ベンガルール(インド)	242	460	1,251
マニラ(フィリピン)	237	387	1,096
ホーチミン(ベトナム)	234	440	970
ハノイ(ベトナム)	204	420	927
セブ(フィリピン)	199	263	771
ダナン(ベトナム)	195	349	683
プノンペン(カンボジア)	170	351	829
コロンボ(スリランカ)	148	331	609
ヤンゴン(ミャンマー)	135	279	772
ビエンチャン(ラオス)	121	374	825
ダッカ(バングラデシュ)	101	241	562

(出所)ジェトロ  
 ※ワーカーは実務3年程度、エンジニアは専門卒・大卒かつ実務5年程度、中間管理職は勤務10年以上  
 ※基本給、諸手当、社会保障、残業代、賞与等含む  
 ※一都市のなかで幅がある場合には平均値を使用  
 ※ワーカー賃金順

中国の主要な輸出品の一つである携帯電話（含むスマートフォン）についても、近年では特にベトナムの輸出の伸びが著しい（図表2）。背景には、韓国大手通信機器メーカーのサムスンが、ベトナムに大規模な生産拠点を設立したことがある。現在のスマートフォンメーカーは中国系、韓国系、米国系が世界シェアの大半を占めているが、ベトナムの賃金がアジア諸国の中でも低位であることや、サムスンの進出に伴う人的資本の蓄積などを背景に、今後はスマートフォンメーカー各社が、ベトナムなど東南アジア諸国を新たな生産拠点として進出する可能性がある。

(図表2) 携帯電話の輸出金額推移(対世界)



(出所) 国際貿易センター

### 東南アジア諸国はインフラ整備が課題

インフラ設備については、世界経済フォーラム（通称ダボス会議）が発行している「世界競争力報告書」が、充実度の順位を公表している（図表3）。ここでいうインフラの充実度とは、輸送インフラの質と量、発電電・水道の質と量を数値化し、順位付けしたものである。これによると、中国のインフラ設備はASEAN諸国を概ね上回る水準で推移している。もっとも、中国政府は、2009年の「4兆元の景気対策」による急速なインフラ開発投資を行なって以降、債務拡大に起因する金融リスクを抑制するために、今後は大規模なインフラ開発投資を控える見込みであり、今後インフラ整備が一段と進む展開は見込み難い。

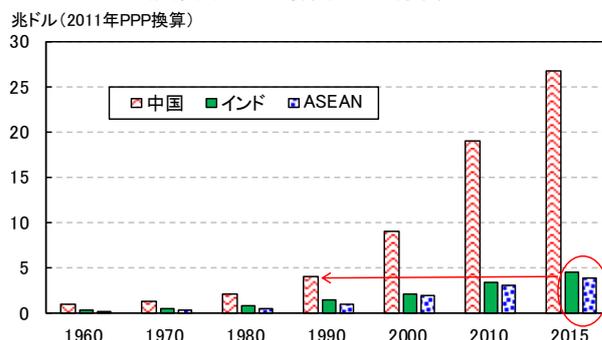
(図表3) アジア諸国のインフラ充実度ランキング・スコア

	2007年版 ランキング	2012年版 ランキング	2018年版 ランキング	2018年版 スコア
シンガポール	3	2	1	95.7
香港	5	1	2	94.0
日本	9	11	5	91.5
韓国	16	9	6	91.3
台湾	20	17	22	82.6
中国	52	48	29	78.1
マレーシア	23	32	32	77.9
タイ	27	46	60	69.7
インド	67	84	63	68.7
スリランカ	73	62	65	68.6
インドネシア	91	78	71	66.8
ベトナム	89	95	75	65.4
フィリピン	94	98	92	59.4
パキスタン	72	116	93	59.0
ラオス	—	—	99	57.5
バングラデシュ	120	134	109	53.4
カンボジア	96	104	112	51.7

(出所) 世界競争力報告書各年版  
※2018年版より計算方法が変更されている

ASEAN諸国やインドでは、インフラが未発達であることが、経済成長のうえでの課題になっている。IMFによると、ASEAN諸国やインドのインフラ基盤（公的資本ストック）は、2015年時点で1990年当時の中国と同程度と見積もられている（図表4）。14億人の国民を擁する中国には、15年時点で26兆ドル（2011年基準PPPドル）の公的資本ストックがある。ASEAN諸国の人口が6.5億人、インドの人口が13億人であることを踏まえ、将来的に中国と同レベルのインフラ基盤を整備すると仮定すると、人口が今後横ばいのままでも、ASEANが8兆ドル、インドが19兆ドルの拡大余地があるということになる。ちなみにADB（アジア開発銀行）は、アジア新興国が現在の経済成長を維持していけば、必要な投資額は2016年から2030年の間に26.2兆ドル、年平均で1.7兆ドルに達すると試算している。ただ、インフラ投資が必要な国は概して経済規模が小さい国が多いことから、現状ではインフラ整備を迅速に行なえる状態には

(図表4) アジア各国の公的資本ストック



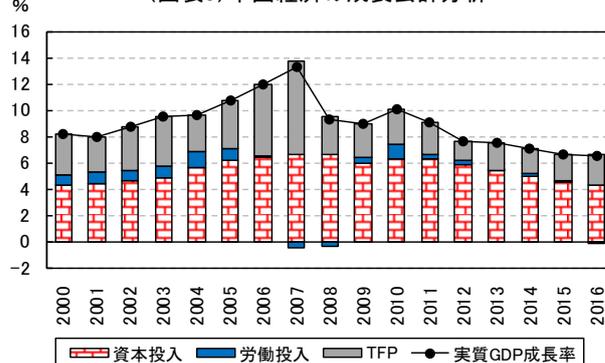
(出所) IMF "Investment and Capital Stock Dataset, 1960-2015"

ない。こうした背景もあって、中国は広域経済圏構想「一帯一路」構想に基づき、他国のインフラプロジェクトへの出資を進めている。中国主導で設立された AIIB(アジアインフラ投資銀行)も 2016年の設立から 2018 年上半期までに 28 件、54 億ドルの融資を実行している（うち他機関との協調案件は 21 件で、金額は 40 億ドル）。AIIB は 2020 年までをスタートアップ期間としており、本格的な稼働にはまだ時間を要する。ASEAN 諸国やインドにとっては、資金調達面で世界銀行や ADB などと協力しながら、インフラ開発投資を推進し、生産性を高められるかが今後の成長の鍵となろう。

TFP の持続的な向上が求められる中国

中国については、前述した賃金の上昇に加え、生産年齢人口の頭打ちなどから、低賃金を武器に外資を呼び込み、輸出を拡大するという従来型の成長モデルは限界を迎えつつある。2016 年は労働投入による成長への寄与が 2008 年以來のマイナスとなった(図表 5)。資本投入についても、足元では過剰生産能力が問題視され、不良債権の拡大が金融リスクに結びつきやすい状況であることを踏まえると、今後とも継続的に増加させられる

(図表5) 中国経済の成長会計分析



(出所) アジア生産性機構

状況にはないとみられる。中国が安定成長を続けていくためには、TFP(全要素生産性)の伸びを高めていくことが不可欠である。中国では AI やロボットの導入による生産性向上の取組みが進められており、2017年の世界の産業用ロボット販売台数 38 万 7,000 台のうち、中国は 3分の1の 13 万 8,000 台(前年比+50%)を占めた。また、TFP の伸びにはイノベーションが不可欠だが、世界知的所有権機関(WIPO)等の調査では、中国のイノベーション・ランキングは世界 17 位と、韓国、日本、香港などの先進国に肉迫している(図表 6)。

(図表6) 世界イノベーション指数(世界ランキングと項目別スコア)

国際 ランキング		法制度	人的資本・ 研究のレ ベル	イノベー ションに必要 なインフラ	資金調達環 境	事業とイ ノベーション の親和性	ハイテク製 品の製造	創造的な製 品の創出
5	シンガポール	94.65	73.28	65.80	72.36	65.08	51.27	39.60
12	韓国	78.49	65.32	62.74	60.42	50.16	53.28	46.41
13	日本	89.76	54.28	68.95	65.29	53.76	48.56	40.43
14	香港	89.44	47.48	68.91	75.74	51.97	36.70	48.37
17	中国	59.41	47.80	56.84	55.62	56.00	56.54	45.42
35	マレーシア	69.44	45.25	50.39	57.15	38.11	33.47	35.04
44	タイ	61.95	32.52	42.28	55.14	30.53	30.78	32.23
45	ベトナム	56.18	30.04	40.36	54.31	29.98	32.35	35.04
57	インド	55.89	32.80	40.44	53.44	30.06	30.29	25.36
67	ブルネイ	77.29	31.30	49.74	58.79	33.12	13.25	18.01
73	フィリピン	52.63	24.56	43.60	39.54	35.35	26.93	21.04
85	インドネシア	50.87	21.32	39.84	47.65	25.94	17.94	27.00
88	スリランカ	49.29	15.02	47.58	42.41	27.02	19.60	22.52
98	カンボジア	48.15	11.51	25.31	54.76	25.59	19.65	21.00
109	パキスタン	43.97	12.23	26.92	38.12	23.99	20.36	18.02
116	バングラデシュ	43.40	9.09	35.55	43.37	19.17	16.49	15.52

(出所) 世界知的所有権機関(WIPO)、米コーネル大学、仏系経営大学院インシアード

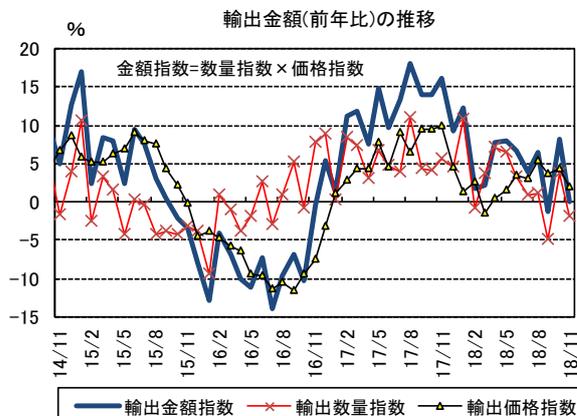
イノベーションの親和性や、ハイテク製品の製造、創造的な製品の創出など、イノベーションの実行面では先進諸国を上回っている。調査会社 CBinsights によると、2019 年 1 月時点で時価総額 10 億ドルを超える未上場企業(ユニコーン企業)は世界で 311 社あるが、米国の 151 社に次いで中国が 85 社ノミネートされている。今後の中国経済は、労働投入や資本投入による潜在成長率の押し上げ効果が逡減していくなかで、イノベーションを通じた新産業の掘り起しや労働生産性の向上を起こしていけるかが、安定成長に移行していくための重要な要素になる。(担当:久保)

主要経済指標レビュー (12/17~1/14)

《日本》

○ 11月貿易統計 (12月19日)

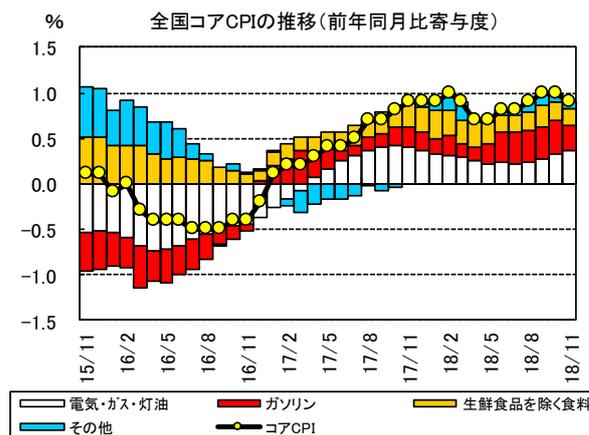
11月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+0.1%と、かろうじてプラスとなった。9月の自然災害の反動で、10月は同+8.2%の高い伸びだったが、こうした振れがほぼ一巡したとみられる11月が低い伸びとなったことで、輸出のモメンタムが鈍っている様子が改めて示された。今後については、引き続き米中通商交渉の行方がかく乱要因となる。中国政府の景気支援策の規模と効果、日米通商交渉の行方にも注意が必要。今のところ、世界経済が早期に腰折れするとは予想していないが、ここへきて弱めの経済指標が増えつつある米欧経済については、より慎重に方向性を見極めていく必要がある。



(出所)財務省「貿易統計」

○ 11月全国消費者物価指数 (12月21日)

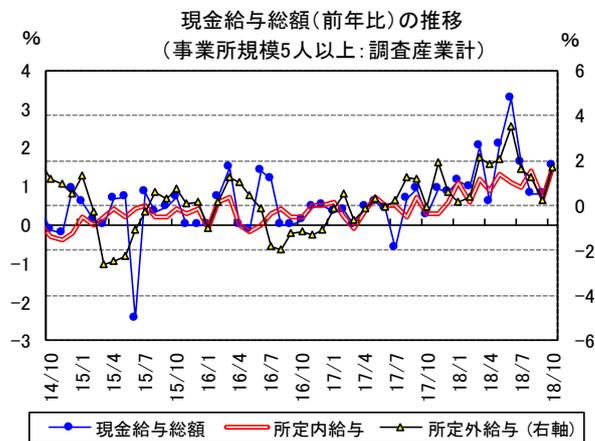
11月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+0.9%と、23ヵ月連続のプラスとなった。伸び幅は10月から0.1%ポイント縮小した。総合指数は同+0.8%と、こちらも10月の同+1.4%から伸び幅が0.6%ポイント縮小した。エネルギーを除いた新型コア指数(生鮮食品およびエネルギーを除く総合)は同+0.3%と、こちらの伸び幅も10月から0.1%ポイント縮小した。今後のコアCPIは、電気代・ガス代など、過去の原油高がラグを伴って波及する品目の影響により、前年比+1%前後で推移するものの、その後、原油高による押し上げ効果が薄れることで増勢は鈍化しよう。日銀が掲げる2%という目標のハードルは依然として高いだろう。



(出所)総務省「消費者物価指数」

○ 10月毎月勤労統計 (確報、12月21日)

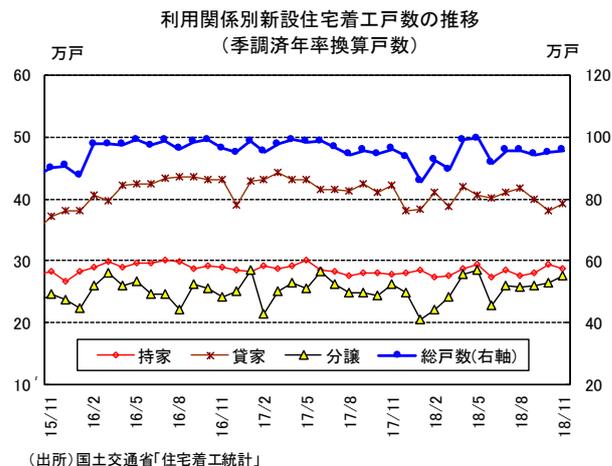
10月の毎月勤労統計では、現金給与総額(事業所規模5人以上:調査産業計)が前年比+1.5%と、15ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、定期給与のうち、所定内給与は同+1.5%と、19ヵ月連続のプラス、所定外給与は同+1.7%と、12ヵ月連続のプラス。また、特別給与は同+2.4%と2ヵ月連続のプラスとなった。ただ、3月からの高い伸びは、調査サンプルの入替えの影響があり、割り引いて見る必要がある。加えて、不適切な調査方法の発覚により、過去の実績値が改定される可能性にも注意が必要。今後については、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみている。



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」

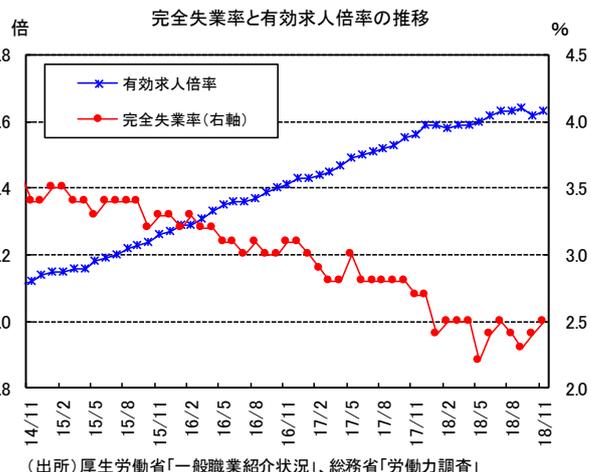
○ 11月新設住宅着工戸数（12月27日）

11月の新設住宅着工戸数（季調値）は前月比+0.8%と、2ヵ月連続のプラスとなった。利用関係別では、持家は同▲2.4%と、3ヵ月ぶりのマイナスになったものの、分譲は同+4.2%と3ヵ月連続のプラス、貸家は同+3.0%と3ヵ月ぶりのプラスとなった。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き、貸家着工は減少傾向で推移するとみられる。2019年10月実施予定の消費増税前に向けて駆け込み需要が見込まれるものの、住宅着工は均せば鈍化傾向で推移すると予想する。



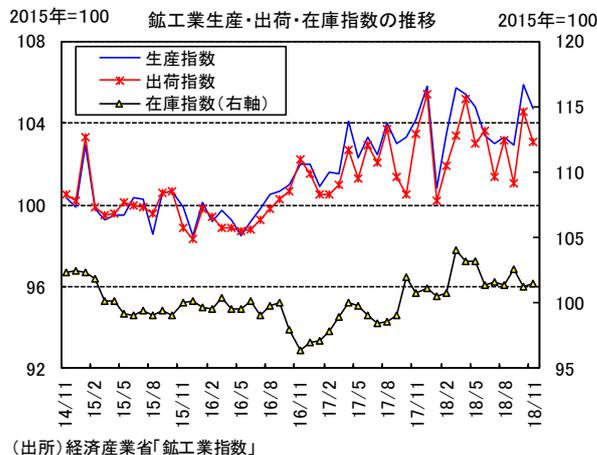
○ 11月雇用関連統計（12月28日）

11月の雇用関連統計は、完全失業率（季調値）が2.5%と、引き続き低水準で推移している。一方、有効求人倍率（季調値）は1.63倍と、前月から0.01ポイントの上昇。引き続き求人数が求職者数を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に上昇していくとは考えにくい。依然として企業側の採用ニーズは、非正規や賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っていることから、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みている。



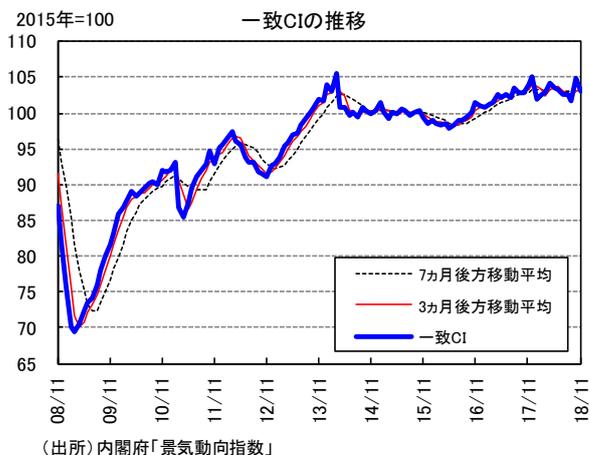
○ 11月鉱工業生産指数（12月28日）

11月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比▲1.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。自然災害による生産の一時的な下振れの反動増により増産となった10月から再び減産に転じた。最新の製造工業生産予測調査を見ると、12月は増産、1月は再度減産と、方向感の乏しい展開が予想されるものの、均して見れば生産の緩やかな持ち直し基調は続くともみている。トランプ政権の通商政策に対する懸念の高まりが企業にとってマインド面での重しになっているものの、海外景気が腰折れするとは考えておらず、基本的には堅調な海外需要にけん引される形で、今後は均せば緩やかな回復が続くと予想する。内需に関しては、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ある程度寄与するとみている。



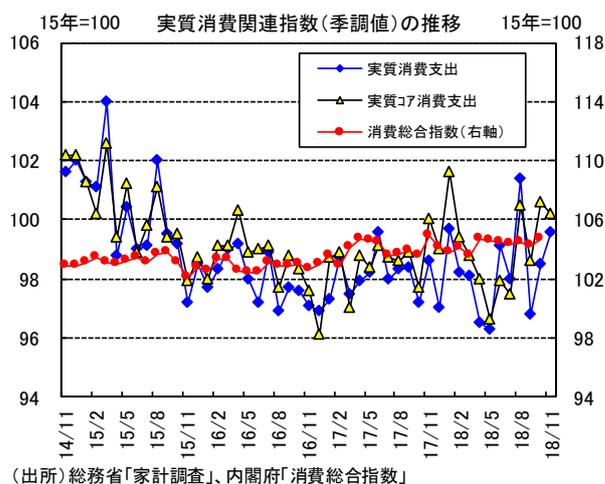
○ 11月景気動向指数 (1月10日)

11月の景気動向指数では、一致CIが103.0(前月差▲1.9ポイント)と、2ヵ月ぶりに低下した。内閣府の基調判断は、9月に下方修正された「足踏みを示している」が維持された。個別系列では、7系列すべてが押し下げに寄与しており、鉱工業用生産財出荷指数、投資財出荷指数(除輸送機械)、商業販売額(卸売業)などのマイナス寄与が大きかった。先行CIは99.3(前月差▲0.3ポイント)と、こちらも2ヵ月ぶりに低下した。今後の国内景気は、米国発の貿易戦争懸念など不安要素は残るものの、米国を中心とした堅調な海外景気や、人手不足を背景とした省力化・省人化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。



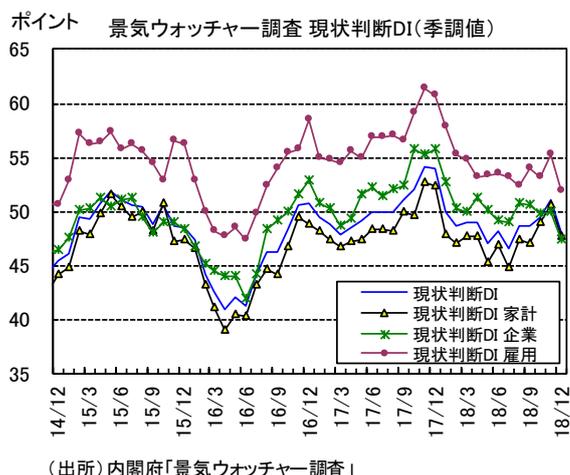
○ 11月家計調査 (1月11日)

11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、3ヵ月連続のマイナスとなった。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は同+0.3%と5ヵ月ぶりのプラス、実質消費支出は同▲1.5%と2ヵ月連続のマイナスとなった。平均消費性向は70.6%(季調値)と前月比+0.6ポイント上昇した。気温の高い日が続き暖房需要が減り、「光熱・水道」が大きくマイナスに寄与したほか、魚介類や肉類の価格上昇により「食料」も振るわなかった。今後の個人消費については、耐久消費財の買い替えサイクルによる需要押し上げなどから回復基調で推移するとみている。ただ、月例賃金の力強い伸びが期待できないことから、回復ペースは引き続き緩慢なものにとどまるとみる。



○ 12月景気ウォッチャー調査 (1月11日)

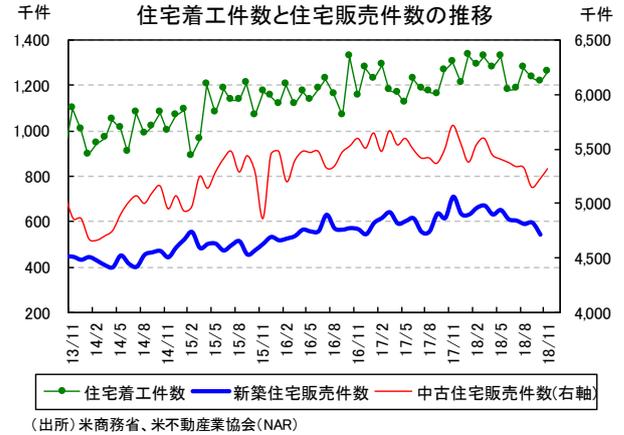
12月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が48.0と、先月から▲3.0ポイントと3ヵ月ぶりに悪化し、節目の50を2ヵ月ぶりに下回った。内訳を見ると、家計DI、企業DI、雇用DIすべてが悪化した。年末にかけての急激な株価下落がセンチメントに大きく影響したものとみられる。基調判断は「緩やかな回復基調が続いているものの、一服感がみられる」に下方修正された。先行き判断指数は前月から▲3.7ポイントの48.5と2ヵ月ぶりに悪化し、こちらも家計DI、企業DI、雇用DIすべてが悪化した。先行きについての景気ウォッチャーの見方は、「海外情勢や金融資本市場の動向等に対する懸念がみられる」とまとめられている。



《米 国》

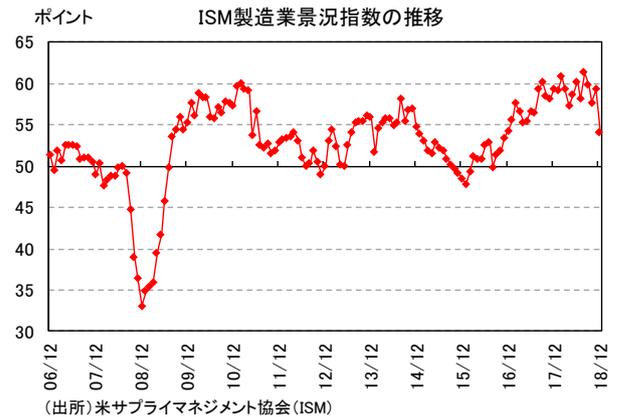
○ 11月住宅着工・販売件数（12月18,19日）

11月新築住宅着工件数は年率換算で125.6万戸、前月比+3.2%と、3ヵ月ぶりに増加した。また、中古住宅販売件数は年率換算で532万戸、同+1.9%と2ヵ月連続で増加した。なお、新築住宅販売件数は、米政府機関閉鎖の影響に伴い、発表が先送りとなっている。住宅着工の先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で132.8万戸、同+5.0%と2ヵ月ぶりに増加したものの減少傾向が続いているほか、住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数も、12月は15年5月以来の水準まで低下した。今後の住宅投資も、人手不足などの供給制約や家計の住宅取得能力の低下などが抑制要因となり、低調な推移が続くと予想する。



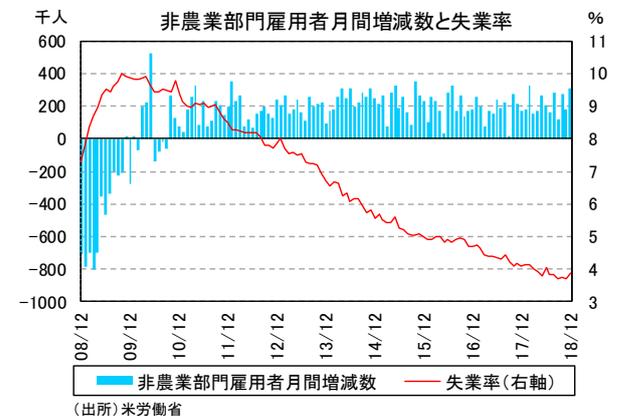
○ 12月ISM製造業景況指数（1月3日）

12月のISM製造業景況指数は54.1と2ヵ月ぶりに低下した。世界景気の不透明感や米政府機関閉鎖の影響などから下落幅は5.2ポイントと大きかった。構成項目別に見ると、生産、新規受注、雇用、在庫、リードタイムすべてが低下した。業種別に見ると、拡大を報告した業種が前月から減少し、縮小を報告した業種が前月から増加しており、企業マインドの改善ペースが鈍化している様子がうかがえる。公表資料で示された回答者のコメントを見ると、引き続き米中貿易摩擦の影響を懸念する声や受注ペースの減速を指摘する声などが聞かれた。貿易摩擦問題など政治面での材料が重しとなるものの、雇用・所得環境の改善を背景に内需は底堅く推移しており、同指数は好不調の境目となる50ポイント超での推移が続くと予想する。



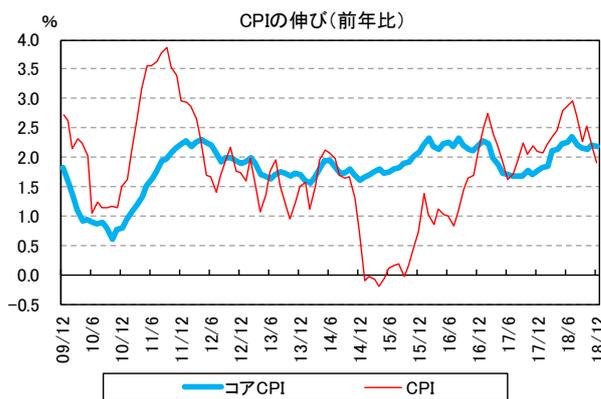
○ 12月雇用統計（1月4日）

12月の非農業部門雇用者数は前月比+31.2万人と大幅な増加となったほか、10,11月分も上方修正された。失業率は3.9%と前月から0.2%上昇（悪化）したものの、自発的失業者の増加が主因となるなど、雇用環境は引き続き良好と言える。注目の時間当たり賃金は前年比+3.2%と前月からプラス幅が拡大した。賃金は失業率の動きに半年程度遅行する傾向が見られることから、今後も上昇傾向が持続しよう。もっとも、法人税減税の効果一巡により企業業績の改善ペースは鈍化が見込まれることなどから、企業は本格的な賃上げに踏み出しにくいと考える。失業率はリーマン・ショック前の水準から大きく改善しているものの、賃金は当面リーマン・ショック前と比べて緩やかな伸びにとどまろう。



○ 12月CPI（消費者物価指数）（1月11日）

12月のCPIは前月比▲0.1%と9ヵ月ぶりにマイナスに転じた。一方、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.2%と、緩やかながら21ヵ月連続の上昇となった。前年比を見ると、CPIは+1.9%（11月:+2.2%）と、エネルギー価格の伸びが減速したことなどから2ヵ月連続でプラス幅が縮小した。一方、コアCPIは同+2.2%と、11月から変わらずだった。今後原油価格が足元の水準で横ばい推移したとしても、前年比ではプラス幅が縮小することとなるため、CPIの前年比は鈍化しよう。一方、賃金が上昇基調にあることから、サービス価格は底堅い推移が見込まれ、コアCPIの前年比は横ばい圏での推移が続くと予想する。

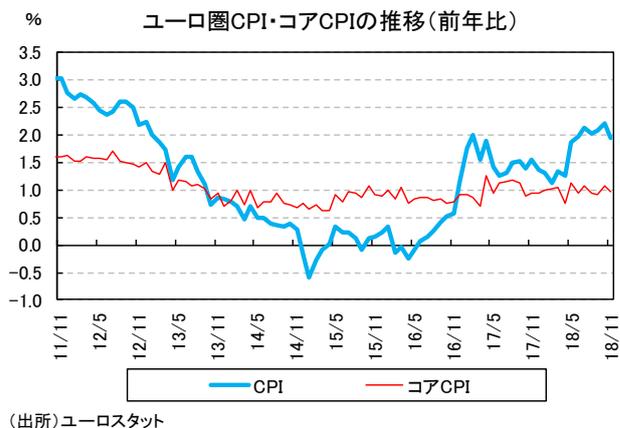


(出所)米労働省

《 欧 州 》

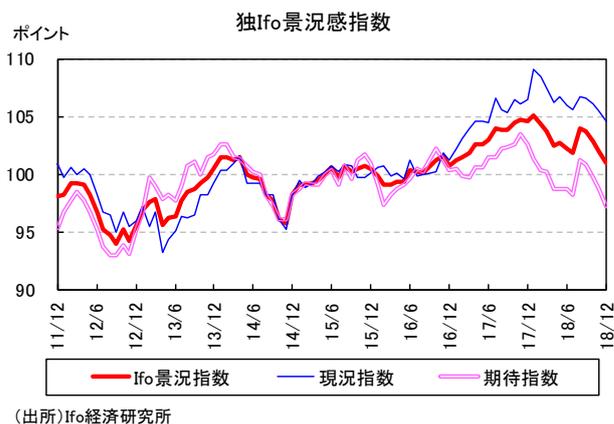
○11月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（12月17日）

11月のユーロ圏CPIは前年比+1.9%と、前月の同+2.2%から伸び幅が縮小した。財価格は、主にエネルギー価格の下落を背景に、同+2.8%→+2.5%と伸び幅が縮小した。サービス価格も同+1.5%→+1.3%と伸び幅が縮小した。国別では、ドイツが同+2.4%→+2.2%、フランスが同+2.5%→+2.2%、イタリアが同+1.7%→+1.6%、スペインが同+2.3%→+1.7%と、それぞれ伸び幅が縮小した。コアCPIはサービス価格の伸びが鈍いことを背景に、前年比+1%前後での推移が続いている。今後原油価格が足元の水準で横ばい推移したとしても、前年比では伸び幅が縮小するため、ユーロ圏CPIの伸び幅も縮小するとみる。



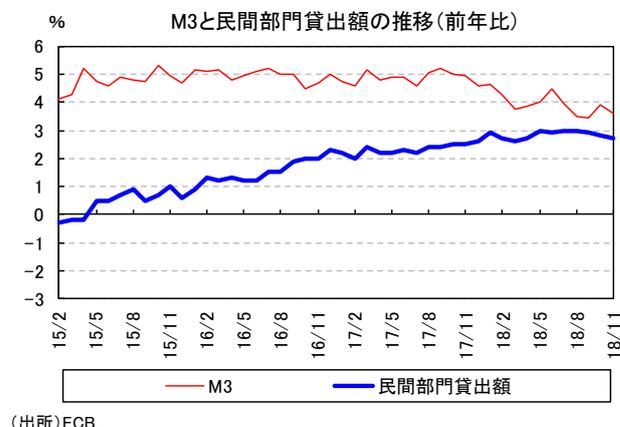
○12月ドイツIfo景況感指数（12月18日）

12月のドイツIfo景況感指数は101.0と4ヵ月連続で低下した。内訳では、現況指数が105.5→104.7、期待指数が98.7→97.3とそれぞれ低下した。産業別では、建設業のみ29.6→29.6で横ばいとなったものの、製造業は17.7→14.8、サービス業は30.7→26.8、小売・卸売業は9.8→9.1とそれぞれ悪化した。同時に公表される「ifo不確実性指数」は高水準での推移が続いており、中国景気の減速懸念、米中貿易摩擦の激化懸念などを背景に、ドイツの企業は先行き慎重な見方を強めている。今後については、堅調な雇用環境を背景に内需は底堅いとみるも、米中貿易摩擦は早期に解決する問題ではないことから、ドイツの景気回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



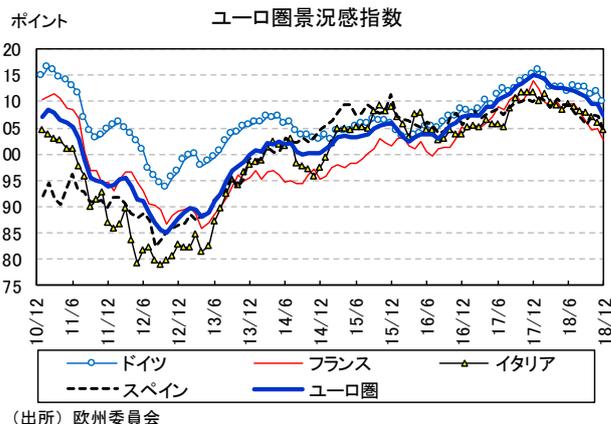
○11月ユーロ圏マネーサプライ（1月3日）

11月のユーロ圏マネーサプライ（M3）は前年比+3.6%と、前月の同+3.9%から伸び幅が縮小した。民間向け貸出額は同+2.7%と、前月の同+2.8%から小幅に伸び幅が縮小した。民間向け貸出額の内訳では、家計向けが同+3.2%と変わらず、非金融企業向けは同+2.8%→+2.9%とわずかに拡大した。ECB（欧州中央銀行）は12月の理事会で、新規の資産購入を2018年末で終了することを決定したものの、現行の政策金利は少なくとも2019年夏の間まではすえ置き、当面の間緩和的な金融環境を維持するとみられる。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る。



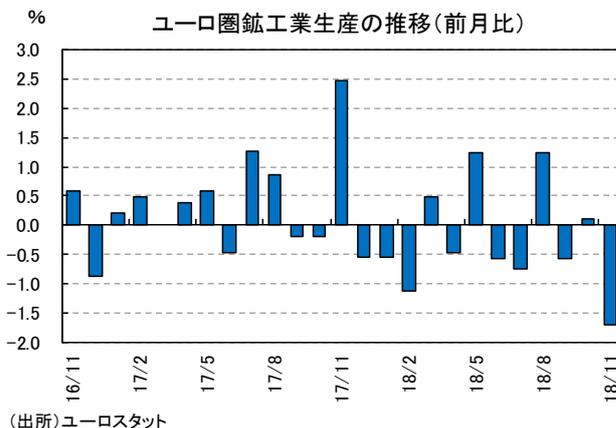
**○12月ユーロ圏景況感指数（1月8日）**

12月のユーロ圏景況感指数は107.3と、12ヵ月連続で前月から低下した。構成項目別では、小売業景況感（▲0.5→0.0）のみ前月から改善したが、鉱工業景況感（3.4→1.1）、サービス業景況感（13.4→12.0）、消費者信頼感（▲3.9→▲6.2）、建設業景況感（8.2→7.2）がそれぞれ悪化した。主要国別では、ドイツ（111.8→109.9）、フランス（104.8→102.8）、イタリア（105.9→104.5）、スペイン（107.1→104.1）といずれも悪化した。米国を中心とした貿易摩擦の影響で家計・企業のマインドは悪化しており、ユーロ圏の景気回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



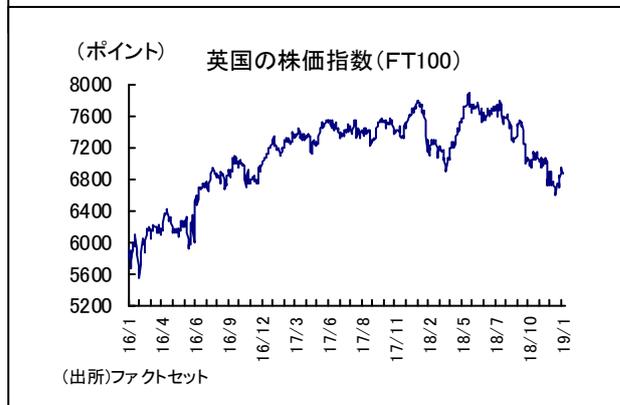
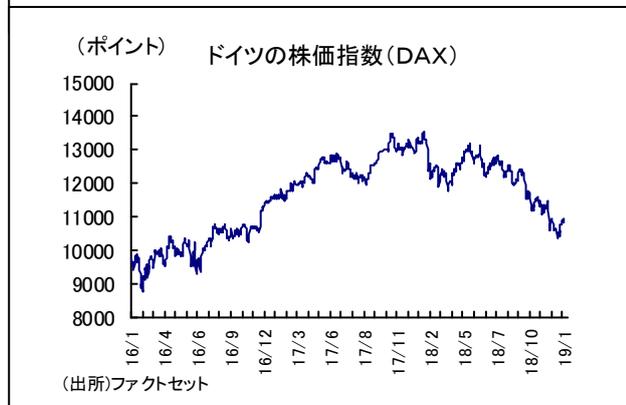
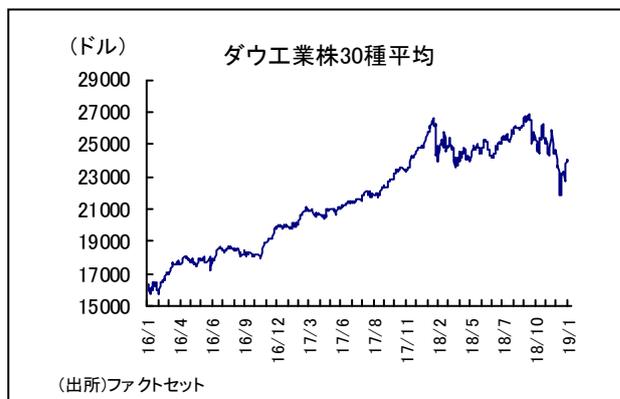
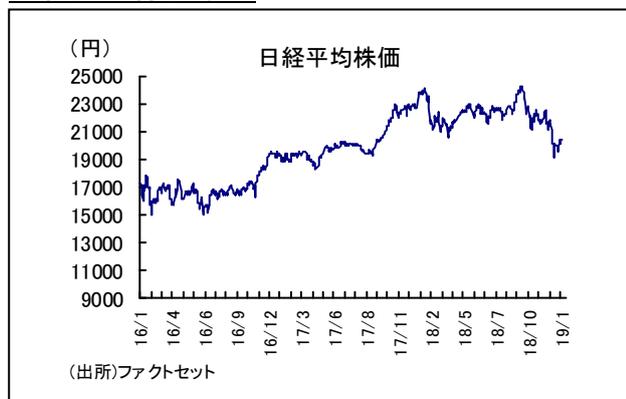
**○11月ユーロ圏鉱工業生産（1月14日）**

11月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲1.7%と、2016年2月以来の大幅なマイナスとなった。財別では、消費財が同▲0.2%→▲1.1%、中間財が同+0.1%→▲1.2%、資本財が同+0.7%→▲2.3%、エネルギーが同▲1.4%→▲0.6%と軒並みマイナスとなった。主要国別でも、ドイツが同▲0.7%→▲1.9%、フランスが同+1.3%→▲1.3%、イタリアは同▲0.1%→▲1.6%、スペインは同+1.1%→▲1.6%と悪化した。米中貿易摩擦を背景に両国間の貿易は縮小しており、欧州発の中間財輸出が減少圧力を受けていることに加え、企業の先行き不透明感から資本財生産や設備投資も減速している。ユーロ圏の生産は当面の間、減速傾向で推移するとみる。

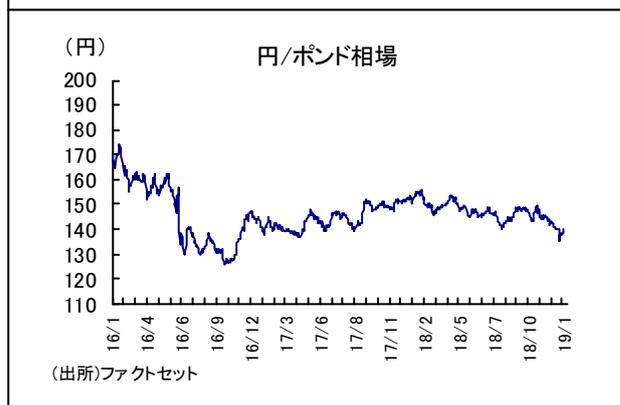
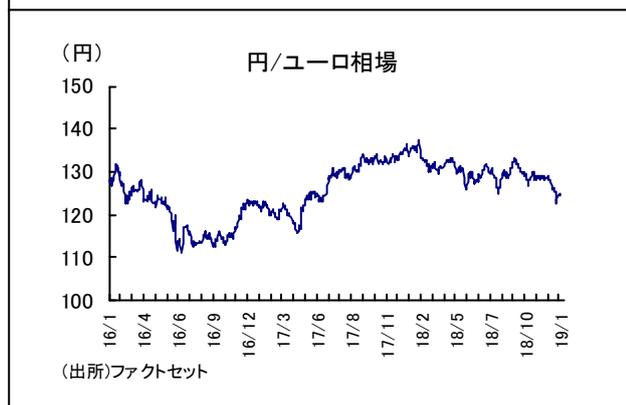
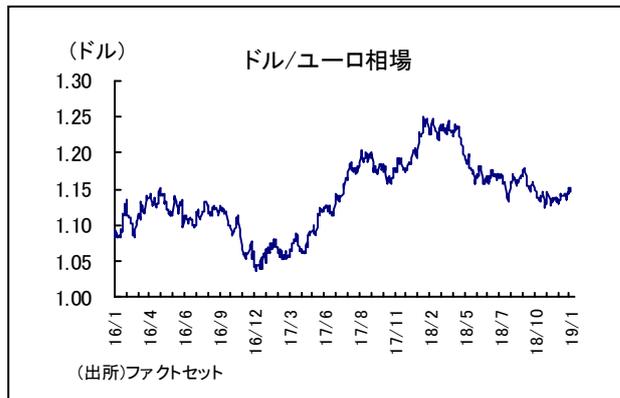


## 日米欧マーケットの動向 (2019年1月15日現在)

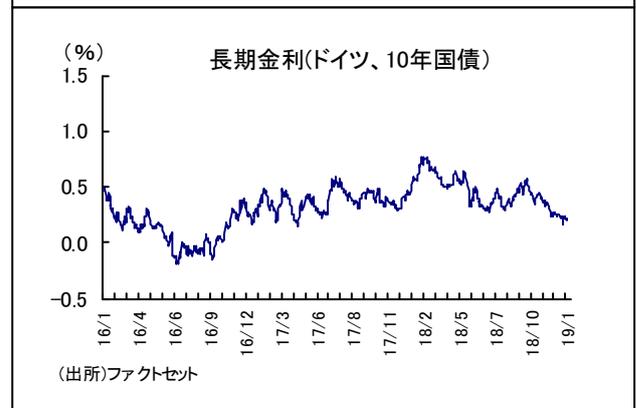
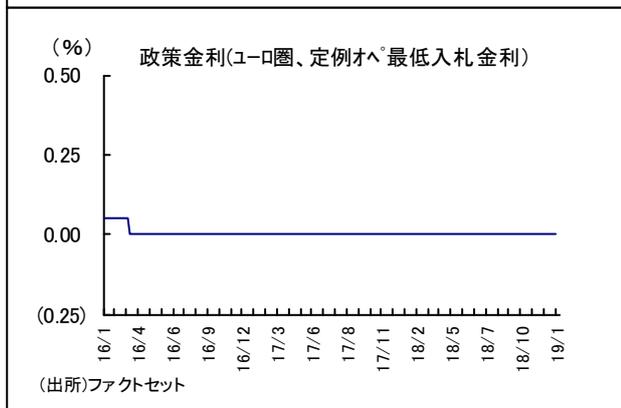
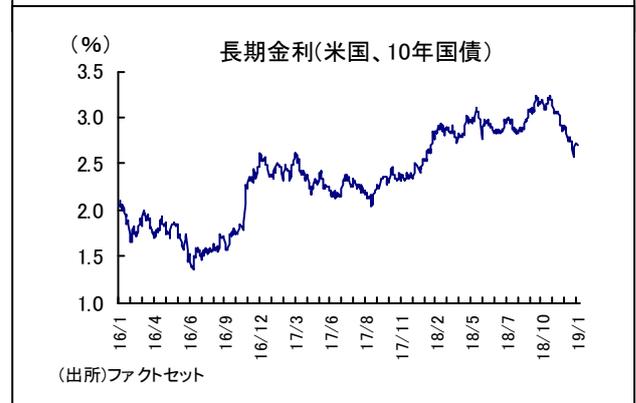
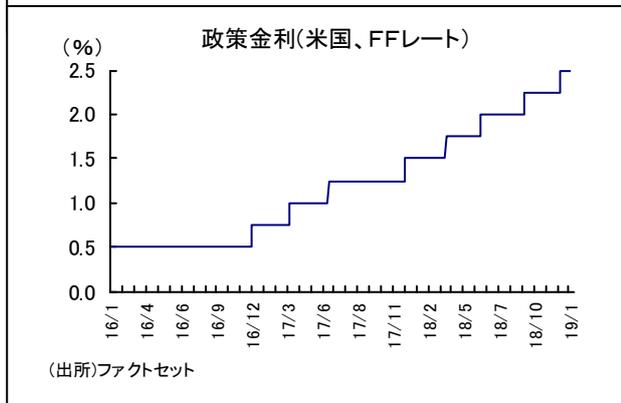
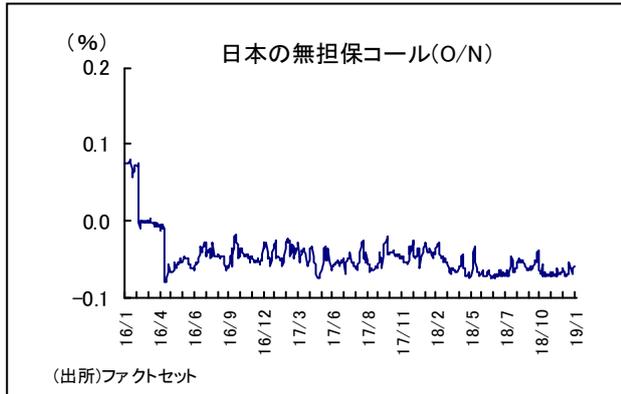
### ▽各国の株価動向



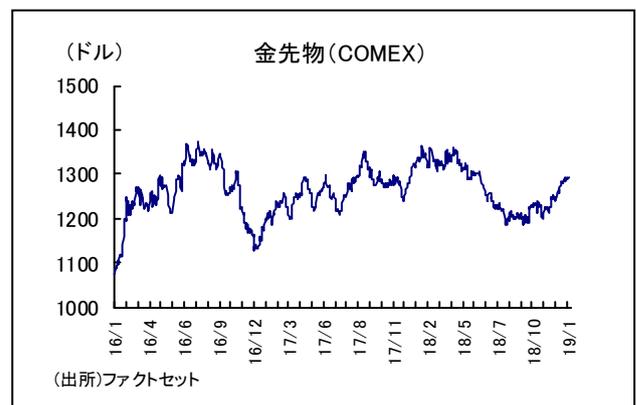
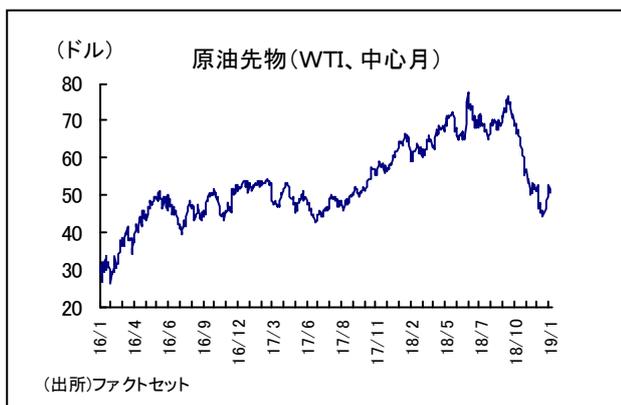
### ▽外為市場の動向



▽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