



## 〈フォーカス〉腑に落ちない日銀の説明

7月28,29日に開催された金融政策決定会合において、日銀はETFの買い増しを決定したが、緩和の背景についての日銀の説明には、いくつか納得しがたい点があった。

まずは、追加緩和の背景である。日銀は公表文の冒頭で、英国のEU離脱問題と新興国経済の減速に伴う国際金融市場の不安定化を追加緩和の理由として挙げている。しかし、英国のEU離脱で、国際金融市場が真に不安定な値動きとなったのは、結果が判明した直後の数日のみである。米国の利上げペースの加速懸念が遠のいたこともあって、新興国の金融市場も最近ではむしろ落ち着きを取り戻している。何より、ブレグジットに揺れるおひざ元のECB(欧州中央銀行)が追加緩和を見送り、FRB(米連邦準備制度理事会)も7月のFOMC(米連邦公開市場委員会)声明文で「目先の景気見通しのリスク要因は減った」と述べるなか、影響がもっとも小さいはずの日本が追加緩和に動かなければならないというのは奇妙な理屈に思える。

二番目に、ポリシーミックスについての説明である。定例会見で黒田総裁は、日銀の金融緩和が財政規律の弛緩につながっているとの指摘に対し、財政支出による市場金利の上昇による民間投資の抑制(クラウドディングアウト)を回避するための金融緩和はポリシーミックスと呼ばれ、マクロ経済政策の一般的な考え方と説明している。今になってこうした入門レベルの話を持ち出すこと自体不自然だが、足元の日本経済がクラウドディングアウトが懸念されるような資金需給が逼迫した状況なのであれば、28兆円もの大型財政が必要であるはずがない。足元の長期金利が理論値からかい離れた債券バブルの状況にあるのは明らかであり、ここからの金利上昇は許さないというのであれば、やはり財政支援と言われても仕方がない。

三番目に、戦力の逐次投入についての説明である。今回の緩和措置は、誰が見ても黒田総裁がやらないと言っていたはずの戦力の逐次投入そのものにみえるが、黒田総裁は「その時々でもっとも適切な政策を行なっているのであれば逐次投入とは言わない」と説明している。規模が小さくても逐次投入ではないのであれば、白川総裁時代の金融緩和とどう違うのかわからない。そもそも、黒田体制でこれまで4度の金融緩和の実施を余儀なくされてきたこと自体、この説明と矛盾しないだろうか。

以上を、日銀の説明力の低下と片付けるのは簡単だが、次なる政策変更へのヒントが隠されていると深読みできなくもない。一番目の点については、物価の下振れ等、真つ当な理由を根拠にすると、早期の追加緩和に道を閉ざすことになる。すなわち、早期追加緩和に含みを残したと言える。二番目の点については、さらなる政府との協調を正当化したとみることもできる。三番目の点については、規模を縮小しても金融緩和の強化だとの説明を可能にするもので、金融政策の枠組み変更に向けた布石を打ったとみることもできる。注目されている「総括」を受け、9月に再び大きな動きがある可能性は低くない。(Kodama wrote)

### 目次

〈フォーカス〉腑に落ちない日銀の説明.....	1	・ 英国景気は減速へ.....	16
・ 経済情勢概況.....	2	・ 主要経済指標レビュー.....	20
・ 日銀は9月に枠組み修正&連続緩和か.....	3	・ 日米欧マーケットの動向.....	26
・ 7月26-27日開催のFOMCについて.....	10		

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、停滞局面が続いている。今後も、引き続き交易条件の改善が下支えするとみるものの、内外需ともけん引役不在のなか、景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

個人消費は、弱めの動きが続いている。原油安に伴う家計の実質購買力の改善が後押しするとみるものの、名目賃金の伸び悩みが続くとみられるなか、今後の持ち直しペースは緩やかと予想する。

住宅投資は回復している。今後は、相続税対策としての貸家の節税需要が減衰するとみられるほか、需要先食いの影響も残ることで、停滞気味の推移をたどると予想する。

設備投資は、製造業の能力増強投資の低迷が続くとみるものの、更新・維持投資の需要が下支えとなつて、均せば緩やかな回復が続くとみる。公共投資は、2016年度本予算の執行や、補正予算の編成が下支えとなり、持ち直しへ向かうとみている。

輸出の回復ペースは鈍い。今後も、世界的な投資の冷え込みなどが下押し要因となつて、伸び悩みが続くと予想する。生産は、輸出や消費の戻りが鈍いなか、回復ペースは緩慢とみている。

消費者物価（コア CPI）は、0%を下回って推移している。需要面からの押し上げ圧力が弱いことで、物価の戻りのペースも鈍いとみており、2016年度のコア CPI は、前年比 ▲0.1±0.2%程度にとどまると予想する。日銀が目標とする「2017年度中に2%程度」の達成も困難とみている。

**米 国**

米経済は、緩慢な回復が続いている。新興国景気の減速などが景気の下押し圧力になるとみるが、雇用環境の改善が続くとみられるほか、ガソリン安によって家計の実質購買力が向上していることなどから、今後は緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、実質所得が改善していることなどから、回復傾向が続くと予想する。

住宅市場は、雇用環境の改善や低金利環境などに支えられ、持ち直し傾向で推移するとみる。

設備投資は、エネルギー関連業種の業況が足かせとなり、当面停滞気味に推移するとみられる。ただ、交易条件の改善が企業収益を下支えすることなどから、年央以降は徐々に回復に向かうと予想する。

輸出は、新興国景気の減速や、ドル高の影響も残ることで、軟調な推移が続くとみる。

FRBは2015年12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0-0.25%から、0.25-0.5%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみており、年内後半に利上げが実施されると予想する。その後も2017年末までは年2回程度のペースで利上げが行なわれるとみる。

**欧 州**

ユーロ圏経済の回復の足どりは鈍い、回復傾向で推移している。ECBによる緩和的な金融政策の継続が見込まれるのに加え、難民対策や景気への配慮もあって、各国の財政スタンスがやや緩和する見通しであることなどから、内需は今後も改善傾向が続くとみる。ただ、輸出は新興国の景気減速などを背景に、伸び悩む展開が続くとみられるほか、英国のEU離脱決定の影響も下押し圧力となることで、ユーロ圏景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

個人消費は、サービス業を中心に雇用者数の増加傾向が続くとみられることなどから、緩やかな回復傾向が続くとみる。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、企業の生産活動の停滞などが足かせとなつて、力強い回復には至らないと予想する。

ECBは3月の理事会で、主要政策金利を0.05%から0%へ、中銀預金金利を▲0.3%から▲0.4%へと引き下げたほか、毎月の資産買入れ額を600億ユーロから800億ユーロに増額することや、長期資金供給オペを実施することなどを決定した。英国のEU離脱決定を受け、景気や物価の下振れ懸念が強まっていることなどから、ECBは年末までには資産買入れ策の実施期間の延長を決定し、2017年3月以降も資産買入れを継続すると予想する。

日銀は9月に枠組み修正 & 連続緩和か

ETFの買い増しを実施

日銀は、7月28, 29日に開催された金融政策決定会合で、追加金融緩和を決定した。しかし、大方の市場予想に反し、主たるメニューはETFの買い増し（保有残高年間3.3兆円増→6兆円増）のみにとどまった（他に米ドル資金供給の拡大を実施）。もちろん、6兆円という額は決して小さな額ではないものの、主要ツールであるマイナス金利の深堀りや国債買い増しに踏み込まなかったことから、市場は逆に黒田緩和の限界を意識する結果となった。なお、景気判断は、「基調としては緩やかな回復を続けている」を維持している（図表1, 2）。

（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
14年4月30日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
5月21日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
6月13日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
7月15日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
8月8日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
9月4日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
10月7日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
10月31日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
11月20日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
12月19日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
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	→	小幅下方修正との解釈も可能
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	→	

（出所）日銀

株高・円安という資産価格ルートがQQEの生命線であることを考えれば、市場の期待が大きく高まるなかで、今回の追加緩和はある程度避けられなかった流れといえる。もし、黒田総裁の普段の

発言どおり、緩和手段がいくらでもあるのであれば、躊躇なくバズーカをぶっ放していたことだろう。しかし、国債の買い増し余地が乏しく、マイナス金利も効果よりむしろ副作用が目立つなか、今回の措置は日銀自身が手段の限界を明確に意識し始めていることの現れと考える。

無理すれば「ラストバズーカ」も不可能ではなかったとみるが、たとえ一時的に株高・円安が進んだとしても、市場はすぐに「今度こそ弾切れ」と考え始める可能性が高く、黒田総裁にはねらいどおり市場を誘導する自信がなかったとも考えられる。かといって、市場の追加緩和期待の大きさを考えれば、ゼロ回答は避ける必要があった。すなわち、黒田総裁は就任後初めて、攻めより守りの姿勢を選んだといえる。しかし、これは黒田総裁がやらないと言っていた「戦力の逐次投入」そのものである。今回の措置に、黒田緩和「らしさ」は微塵も感じられない。

ちなみに黒田総裁は会合後の定例会見で、「その時々でもっとも適切な政策を行なっているのであれば逐次投入とは言わない」と、緩和規模の追求を捨てたとも受けとれる新解釈を示している。苦しい説明としかいいようがないが、これ以上、量の拡大を追求するのが正しいスタンスとは考えられず、歓迎すべき方向転換の兆しと捉えることもできる。

(図表2) 個別項目の現状判断の推移 (下線部は主たる変更箇所)

項目	開催月 (媒体)	評価	方向感
海外経済	4月 (展望レポート)	緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している	→
	6月 (公表文)	緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している	→
	7月 (展望レポート)	緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している	→
輸出	4月 (展望レポート)	足もとでは持ち直しが一服している	→
	6月 (公表文)	持ち直しが一服している	→
	7月 (展望レポート)	<u>横ばい圏内の動きとなっている</u>	↓
設備投資	4月 (展望レポート)	企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある	→
	6月 (公表文)	企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある	→
	7月 (展望レポート)	企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある	→
個人消費	4月 (展望レポート)	一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している	↓
	6月 (公表文)	一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している	→
	7月 (展望レポート)	一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している	→
住宅投資	4月 (展望レポート)	このところ持ち直しが一服している	→
	6月 (公表文)	<u>再び持ち直している</u>	↑
	7月 (展望レポート)	再び持ち直している	→
公共投資	4月 (展望レポート)	高水準ながら緩やかな減少傾向にある	→
	6月 (公表文)	<u>減少ペースが鈍化している</u>	↑

	7月（展望レポート）	下げ止まっている	↑
鉱工業生産	4月（展望レポート）	横ばい圏内の動きを続けているが、足もとでは、地震による影響もみられる	→
	6月（公表文）	地震による影響もあって、横ばい圏内の動きを続けている	→
	7月（展望レポート）	地震による影響もあって、横ばい圏内の動きを続けている	→
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	4月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
	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	→
予想物価上昇率	4月（展望レポート）	やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる	→
	6月（公表文）	やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる	→
	7月（展望レポート）	やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる	→

### 9月会合で枠組み変更&追加緩和か

黒田総裁が9月に、QQEの効果を「総括して検証する」と述べたことが市場の注目を集めている。否定的なトーンが肯定的なトーンを上回ることはないだろうが、おそらくは金融政策の枠組み変更に道を開く内容になるのではないかと。総括だけでは市場の思惑が拡散する一方になってしまうリスクもあるため、同時に金融政策の枠組み変更をアナウンスする可能性が高いとみている。今さら、2%という物価目標を降ろしたり、レンジを変えたりするのは難しいと考えられるものの、少なくとも「2年程度」との期限は撤廃し、中長期的な目標に変更することで、金融政策の柔軟性を高める可能性が高い。このところ政府サイドから、「2年にこだわる必要なし」との、援護射撃的な情報発信が増えはじめているのも追い風である。

緩和手段も軌道修正が図られる可能性が高い。マイナス金利にしても、国債買入れにしても、市場関係者の間でこそ限界に近いのは半ば常識だが、筆者はこれまで、黒田総裁は2%のためならそうした市場や識者の意見は無視して規模の拡大を図ると考えていた。しかし、今回の会合では、「戦力の逐次投入」との批判を受けるのが明白にもかかわらず、ETFの買い取りのみにとどめた。これは、黒田総裁自身、QQEの限界や副作用を予想以上に意識している可能性を示している。いずれは路線変更が必要と考えているのであれば、総括が発表される9月は絶好のチャンスである。

マイナス金利と国債買入れでは、どちらかと言えば前者の方がより持続性が高く、後者がより早く限界に突き当たることを考えると、マイナス金利中心のスキームへの変更が基本線になると考えられる。黒田総裁は会見で、「2%の早期達成に何が必要かを議論する」としていることから、追加緩和も不可避であり、同時にマイナス金利の深堀りが行なわれる可能性が高い。国債買入れについては、残高目標への変更、あるいは40年債の増発に合わせた買入れ年限の長期化等の措置は取られるかもしれないが、フローベースの買入れ額自体は現状より縮小方向となり、事実上のテーパリングの世界に入っていくことになる可能性が高い。この政策ミックスであれば、短期金利は低下、長期金利は上昇の方向に動くことが期待でき、イールドカーブの過度なフラット化の修正が進むことで、マイナス金利の副作用が和らぐ効果も期待できる。短中期ゾーンが十分低位に抑えられていれば、一方的な円高も抑止できる。

こうした政策では、当然ながら株式市場に大きなサプライズを与えることはできない。もともと、余程ヘリマネ色を強めなければ、もはやサプライズは無理だろう。市場では、海外投資家を中心にヘリマネ期待が根強く残っているが、黒田総裁の財政規律へのこだわりは明白で、露骨なヘリマネ政策を受け入れることはまずないとみる。政府サイドも日銀にそこまでは要請しないだろう。日銀自身、サプライズ路線の追及は、半ば断念しつつある可能性が高いとみている。

**奇妙な緩和理由も9月の布石か**

今回の追加緩和の理由について日銀は、公表文の冒頭で、「英国のEU離脱問題や新興国経済の減速を背景に、海外経済の不透明感が高まり、国際金融市場では不安定な動きが続いている。こうした不確実性が企業や家計のコンフィデンスの悪化につながることを防止するとともに、わが国企業および金融機関の外貨資金調達環境の安定に万全を期し、前向きな経済活動をサポートする観点から、日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下の措置を決定した」と説明している。

しかし、英国のEU離脱で、国際金融市場が真に不安定な値動きとなったのは、結果が判明した直後の二日間のみである。「新興国経済の減速を背景とした市場の不安定な動き」も、最近では米国の利上げペースの加速懸念が遠のいたこともあって、むしろ影を潜めている。何より、ブレグジットに揺れる当のECB（欧州中央銀行）が追加緩和を見送り、FRB（米連邦準備制度理事会）も7月のFOMC（米連邦公開市場委員会）声明文で「目先の景気見通しのリスク要因は減った」と述べるなか、影響がもっとも小さいはずの日本が追加緩和しなければならないというのは、奇妙な理屈に思える。もちろん、日銀の金融政策に表向きの理由と裏の理由があるのは市場関係者が承知するところではあるが、「説明力」は、日銀の信認を維持するための重要な要素である。しかし、これも9月の布石と考えるとある程度納得がいく。

筆者は、今回の会合で日銀は、「物価の基調」の下振れを認め、「17年度中」としている物価目標の達成期限を先送りするとみていた。実際、日銀自身が発表しているデータを見ても、物価の基調を示すあらゆる指標が下振れているといっても良い状況である。

[http://www.boj.or.jp/research/research\\_data/cpi/cpirev.pdf](http://www.boj.or.jp/research/research_data/cpi/cpirev.pdf)

しかし今回、物価目標の達成期限については、「2017年度中になるとみられるが、先行きの海外経済に関する不透明感などから不確実性が大きい」という、なんとも中途半端な修正にとどまった。潔く先送りした方が余程すっきりするところだが、今回は是非とも先送りを免れたいという日銀の意志を読み取れなくもない。深読みかもしれないが、物価の下振れを今回の緩和理由に持ってきた場合、9月に政策の枠組み変更とセットで、追加緩和を実施するための大義名分を失う点に配慮したのではないか。次回の会合で達成期限自体を撤廃するつもりなら、今回は無理してでも踏ん張った方が良い。

その理由付けとして渡りに船だったのが、政府の経済対策ということだったかもしれない。そもそも正式発表前の段階で、こうした政策効果を織り込むこと自体が異例だが、展望レポートにおける新たな見通しでは、政府の経済対策の効果をかなり大きく見込んでおり、それは展望レポート

(図表3)展望レポート、中間評価における見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	16年1月 展望レポート	16年4月展 望レポート	16年7月展 望レポート	当社見通し(7 月展望レポ ートの予想)
2016年度	実質GDP	1.5	1.2	1.0	0.9
	コアCPI	0.8	0.5	0.1	0.3
2017年度	実質GDP	0.3	0.1	1.3	0.8
	コアCPI	1.8	1.7	1.7	1.4
2018年度	実質GDP	—	1.0	0.9	1.0
	コアCPI	—	1.9	1.9	1.9

※CPIは消費増税の影響を除いたケース

(出所)日本銀行より明治安田生命作成

の文章にも現れている（図表3,4）。たとえば、コアCPIの見通しを見ると、16年度に関しては、実績の発表が進んでいることもあって0.5%から0.1%へとさすがに大幅下方修正を余儀なくされたものの、一方で17年度は1.7%で4月から変えていない。目標期限を先送りしないためには、これ以上の下方修正は許されないところとはいえ、1.7%は無理筋で、少なくとも1%台前半への下方修正が妥当なところであった（当社自身の予想は0.4%）。成長率見通しについても、駆け込み需要とその反動の影響がなくなるなか、2016年度は1.2%から1.0%へと小幅の下方修正にとどめ、一方で2017年度は0.1%から1.3%へと大幅上方修正した。かなり強気の見通しと言ってよい。

黒田総裁は、日銀の金融緩和が財政規律の弛緩につながっているとの指摘に対し、財政支出による市場金利の上昇による民間投資の抑制（クラウドイングアウト）を回避するための組み合わせはポリシーミックスであり、マクロ経済政策の一般的な考え方と説明している。今さらこうした入門レベルの話を持ち出すこと自体不自然だが、これに関しても、さらなる政府との協調を正当化したと考えればある程度納得がいく。

**引き続き日銀にらみで市場は振れやすい**

前述のような政策の枠組み変更がなされた場合、それはQQEが短期決戦から持久戦へと明確に舵を切ることを意味する。しかし、QQEはもともと市場の期待への働きかけが命で、短期決戦・一気呵成型の枠組みが前提となっていただけに、これでは黒田緩和が黒田緩和でなくなってしまうと言えなくもない。もちろん、行き着くところまで突っ走って突然バタリと倒れられるより、早めに戦線縮小に踏み込んでもらうのがありがたいが、多くの市場関係者は、日銀の事実上の降伏宣言と受け止めるのではないか。マイナス金利の深堀りも、そう何回もできる話ではなく、黒田緩和の事実上の終焉が近づいているとの見方もできそうである。

しかし、所詮黒田総裁の行動様式はわからない。あるいはこうした見方をされることを潔しとせず、なりふり構わず規模の拡大を追求、あるいは何か新機軸を打ち出す可能性がないわけではない。金融市場は引き続き日銀にらみで振れやすい状況が続くそうである。（担当：小玉）

**（図表4）展望レポートの概要**  
**（前回1月との比較、下線部は主たる変更箇所）**

**1. わが国の経済・物価の中心적인見通し**

**(1) 経済情勢**

	前回 (2016/4/28)	今回 (2016/7/29)
現状判断	わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている	わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている
先行き見通し	先行きのわが国経済を展望すると、当面、輸出・生産面に鈍さが残るとみられるが、家計・企業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、国内需要が増加基調をたどるとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加するとみられる。このため、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えられる。	先行きのわが国経済を展望すると、 <u>暫くの間</u> 、輸出・生産面に鈍さが残り、 <u>景気回復ペースの鈍化した状態が続く</u> とみられる。その後は、家計・企業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、国内需要が増加基調をたどるとともに、輸出も、 <u>海外経済が減速した状態から脱していくにつれて</u> 、緩やかな増加に向かうことから、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えられる。

経済見通しの背景にある前提	①金融環境はきわめて緩和した状態が続く ②海外経済が緩やかに成長率を高めていく ③公共投資は徐々に下げ止まり、見通し期間の中盤以降は横ばい圏の動きになる ④企業や家計の中長期的な成長期待は緩やかに高まっていく	①金融環境はきわめて緩和した状態が続く ②海外経済が緩やかに成長率を高めていく ③公共投資はこのところ下げ止まっており、先行きは、 <u>2016年度予算の早期執行や経済対策の効果などから増加に転じる</u> 。見通し期間の中盤以降は、 <u>オリンピック関連投資の本格化もあって、高めの水準を維持する</u> ④企業や家計の中長期的な成長期待は緩やかに高まっていく
前回の展望レポートとの比較	2017年度までの成長率の見通しを従来の見通しと比べると、海外経済の減速に伴う輸出の下振れなどの影響から、幾分下振れている。	財政面での景気刺激策の効果もあって、 <u>見通し期間の前半を中心に上振れている</u> 。なお、2017年4月に予定されていた消費増税の <u>延期</u> に伴い、駆け込み需要とその反動減は均される

(2) 物価情勢

	前回 (2016/4/28)	今回 (2016/7/29)
先行き見通し	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。この間、原油価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、エネルギー価格の寄与度は、現在の-1%強から次第に剥落していくが、2017年度の初めまではマイナス寄与が残ると試算される。この前提のもとでは、消費者物価の前年比が、「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は、2017年度中になると予想される。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる。	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。この間、原油価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、エネルギー価格の寄与度は、現在の-1%強から剥落していくが、2016年度末まではマイナス寄与が残ると試算される。この前提のもとでは、消費者物価の前年比が、「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は、中心的な見通しとしては2017年度中になるとみられるが、先行きの海外経済に関する不透明感などから不確実性が大きい。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる。
前回の展望レポートとの比較	2017年度までの見通しを従来の見通しと比べると、成長率の下振れや賃金上昇率の下振れなどにより、2016年度について下振れている。	今回の物価見通しを従来の見通しと比べると、成長率が上振れる一方、為替円高や中長期的な予想物価上昇率の改善が後ずれしていることなどにより、 <u>2016年度について下振れているが、2017年度、2018年度については概ね不変である</u> 。
物価上昇率を規定する主たる要因	①マクロ的な需給バランスは全体として横ばい圏。16年度後半以降、緩やかにプラス幅を拡大 ②中長期的な予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる ③輸入物価は、原油が押し下げ要因。既往の円安の押し上げ効果は徐々に減衰	①マクロ的な需給バランスは全体として横ばい圏。経済対策の効果もあり、 <u>本年度末にかけてプラスに転じていく</u> ②中長期的な予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる ③輸入物価は、原油が押し下げ要因だが、その影響は減衰していく。為替は最近の円高もあって、 <u>価格上昇圧力を抑制する方向に作用する</u>

2. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

	前回 (2016/4/28)	今回 (2016/7/29)
上振れ要因・下振れ要因	①海外経済の動向に関する不確実性 ②消費税引き上げの影響 ③企業や家計の中長期的な成長期待 ④財政の中長期的な持続可能性	①海外経済の動向に関する不確実性 ②企業や家計の中長期的な成長期待 ③財政の中長期的な持続可能性



(2) 物価情勢

	前回 (2016/4/28)	今回 (2016/7/29)
上振れ要因・下振れ要因	①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向 ②マクロ的な需給バランス ③マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度 ④輸入物価の動向	①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向 ②マクロ的な需給バランス ③マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度 ④輸入物価の動向

3. 金融政策運営

	前回 (2016/4/28)	今回 (2016/7/29)
第一の柱	2017年度中に2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。	2017年度中に2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。
第二の柱	中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクが大きい。物価の中心の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きく、下振れリスクが大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていないほか、低金利に伴う金融機関収益の下押しによって金融仲介が停滞方向に向かうリスクについても、金融機関が充実した資本基盤を備え、前向きなリスクテイクを継続していく力を有していることから、大きくないと判断している。もっとも、政府債務残高が累増するなかで、金融機関の国債保有残高は、全体として減少傾向が続いているが、なお高水準である点には留意する必要がある。	中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクが大きい。物価の中心の見通しについては、先行きの海外経済に関する不透明感や、そのもとでの中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きく、下振れリスクが大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていないほか、低金利に伴う金融機関収益の下押しによって金融仲介が停滞方向に向かうリスクについても、金融機関が充実した資本基盤を備え、前向きなリスクテイクを継続していく力を有していることから、大きくないと判断している。もっとも、政府債務残高が累増するなかで、金融機関の国債保有残高は、全体として減少傾向が続いているが、なお高水準である点には留意する必要がある。
金融政策運営	金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる。	金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる。

(出所) 日銀

## 7月26-27日開催のFOMCについて

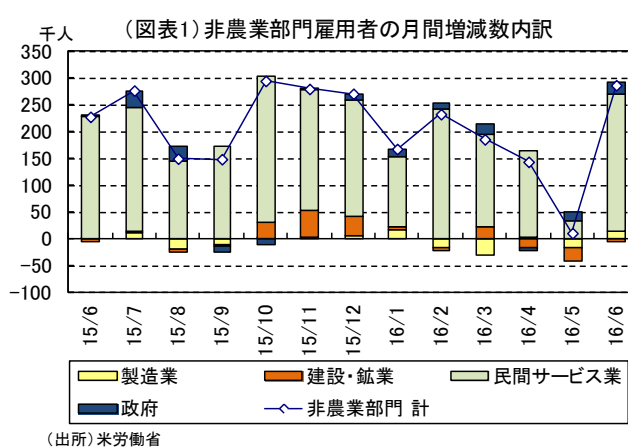
### 政策金利はすえ置き

7月26-27日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジが0.25-0.5%ですえ置かれ、金融政策に変更はなかった。政策金利のすえ置きは5会合連続。声明文では、景気の現状判断が上方修正されたほか、先行きについては「景気見通しに対する短期的なリスクは弱まった」との一文が付け加えられ、前向きな見方が示された。

### 景気の現状判断は上方修正

声明文では、現状の景気判断は、前回（6月14-15日開催のFOMC）の「経済活動の成長は上向いたようにみえるが、労働市場の改善ペースが減速した」から、「労働市場は力強さを増し、経済活動は緩やかな速度で拡大している」へと、上方修正された。

6月の堅調な雇用統計を受け（図表1）、前回の「失業率は低下したが、雇用者数の伸びは鈍化した」との一文が削除された一方、「雇用者数の伸びは、5月は弱かったが、6月には力強さを増した」との一文が付け加えられた。加えて、「総じて、雇用者数と他の労働市場の指標はここ数ヶ月、労働活用がいくらか進んだことを示している」との一文も付け加えられ、労働市場が改善しているとの見方が示された。



需要項目別では、個人消費は「伸びは力強さを増した」から、「力強く伸びている」へと上方修正され、個人消費が堅調であるとの見方が示された。一方、設備投資は「軟調」と、判断がすえ置かれた。

インフレ期待については、「インフレ期待を示す市場の指標は低下した」のうち、「低下した」の部分が「低いまま」へと変更され、インフレ期待の低下を引き続き警戒する姿勢が示された。一方、「大半の調査に基づく長期的なインフレ期待の指標はここ数ヶ月、総じてほとんど変わらなかった」との一文は変わらなかった。

### 景気の先行きに自信

今後の見通しのパラグラフでは、声明文の「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、労働市場の指標は引き続き力強さを増す」との見方に変更はなかった。

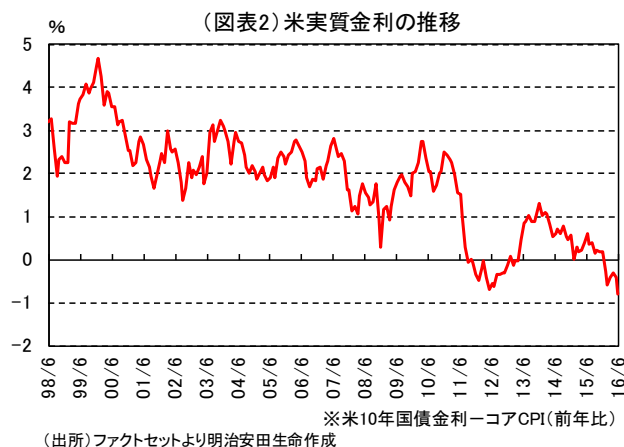
6月23日に行なわれた英国の国民投票でEU離脱（ブレグジット）が決定したものの、「景気見通しに対する短期的なリスクは弱まった」との一文が付け加えられ、先行きに対する前向きな見方が示された。英国国民投票後の米国金融市場が安定していることや、6月の雇用統計が堅調だったことなどから、FRB（米連邦準備制度理事会）は景気の先行きに自信を持っているとみている。

一方、「委員会は、インフレ動向、および世界経済と金融情勢を引き続き注視する」との一文はすえ置かれ、景気下振れリスクへの警戒姿勢はすえ置かれた。

### 年2回程度の利上げペースを予想

前回のFOMC議事録（6月14-15日開催）を見ると、多くのFOMC参加者が「生産性の低さ、人口

トレンドなどから、中立金利が歴史的に低い水準である」とみていることが判明しており、FFレートが長期的に達する水準自体が低下しているとの見方が示された。ブレグジットが決定し、海外景気に先行き不透明感が残ることもあって、FRBは当面慎重姿勢を継続するとみられる。ただ、足元のコアCPI（エネルギーと食品を除く消費者物価指数）は前年比+2.3%であるのに対し、長期金利は1%台半ばであり、実質金利はマイナス圏で推移しており、きわめて緩和的な金融環境が続いている



(図表2)。米景気は回復傾向が続くとみており、FRBは12月13-14日開催予定のFOMCで利上げを行なうと予想する。(担当：信本)

<別紙>FOMC 声明文（下線部は前回と今回の主な相違点）

前回 2016/6/14-15	今回 2016/7/26-27
<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>April</u> indicates that <u>the pace of improvement in the labor market has slowed while growth in economic activity appears to have picked up. Although the unemployment rate has declined, job gains have diminished. Growth in household spending has strengthened. Since the beginning of the year, the housing sector has continued to improve and the drag from net exports appears to have lessened, but business fixed investment has been soft. Inflation has continued to run below the Committee's 2 percent longer-run objective, partly reflecting earlier declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation declined; most survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance, in recent months.</u></p> <p>4月のFOMC会合以降に入手した情報は、<u>経済活動の成長は上向いたように見えるが、労働市場の改善ペースが減速したことを示している。失業率は低下したが、雇用者数の伸びは鈍化した。個人消費の伸びは力強さを増した。年初以降、住宅市場は引き続き改善し、輸出による足かせは和らいだようだが、設備投資は軟調だった。これまでのエネルギー価格とエネルギー以外の輸入物価の低下を一部反映して、委員会の長期的な到達点である2%を下回り続けた。イン</u></p>	<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>June</u> indicates that <u>the labor market strengthened and that economic activity has been expanding at a moderate rate. Job gains were strong in June following weak growth in May. On balance, payrolls and other labor market indicators point to some increase in labor utilization in recent months. Household spending has been growing strongly but business fixed investment has been soft. Inflation has continued to run below the Committee's 2 percent longer-run objective, partly reflecting earlier declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation remain low; most survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance, in recent months.</u></p> <p>6月のFOMC会合以降に入手した情報は、<u>労働市場は力強さを増し、経済活動は緩やかな速度で拡大していることを示している。雇用者数の伸びは、5月は弱かったが、6月には力強さを増した。総じて、雇用者数と他の労働市場の指標はここ数ヵ月、労働活用がいくらか進んだことを示している。個人消費は力強く伸びているが、設備投資は軟調だった。これまでのエネルギー価格とエネルギー以外の輸入物価の低下を一部反映して、委員会の長期的な到達点である2%を</u></p>

<p>フレ期待を示す市場の指標は低下した一方、大半の調査に基づく長期的なインフレ期待の指標はここ数ヵ月、総じてほとんど変わらなかった。</p>	<p>下回り続けた。インフレ期待を示す市場の指標は低いままであり、大半の調査に基づく長期的なインフレ期待の指標はここ数ヵ月、総じてほとんど変わらなかった。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・現状の景気判断は、前回の「経済活動の成長は上向いたようにみえるが、労働市場の改善ペースが減速した」から、「労働市場は力強さを増し、経済活動は緩やかな速度で拡大している」へと、上方修正</li> <li>・6月の雇用統計が堅調だったことを受け、前回の「失業率は低下したが、雇用者数の伸びは鈍化した」との一文が削除された一方、「雇用者数の伸びは、5月は弱かったが、6月には力強さを増した」との一文が付け加えられた。加えて、「総じて、雇用者数と他の労働市場の指標はここ数ヵ月、労働活用がいくらか進んだことを示している」との一文も付け加えられ、労働市場が改善しているとの見方が示された</li> <li>・需要項目別では、個人消費は「伸びは力強さを増した」から、「力強く伸びている」へと上方修正され、個人消費が堅調であるとの見方が示された。一方、設備投資は「軟調」と、判断がすえ置かれた</li> <li>・インフレ期待については、「インフレ期待を示す市場の指標は低下した」のうち、「低下した」から、「低いまま」へと変更され、インフレ期待の低下を引き続き警戒する姿勢が示された。一方、「大半の調査に基づく長期的なインフレ期待の指標はここ数ヵ月、総じてほとんど変わらなかった」との一文は変わらず</li> </ul>	
<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee currently expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market indicators will strengthen. Inflation is expected to remain low in the near term, in part because of earlier declines in energy prices, but to rise to 2 percent over the medium term as the transitory effects of past declines in energy and import prices dissipate and the labor market strengthens further. The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.</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。委員会は現在、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、労働市場の指標は力強さを増すと予想している。インフレは、それまでのエネルギー価格の低下を一因に、短期的には低いままにとどまるが、中期的に、過去のエネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な要因が解消し、労働市場がさらに力強さを増すにつれ、2%へ上昇すると予想される。委員会は、インフレ動向、および世界経済と金融情勢を引き続き注視する。</p>	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee currently expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market indicators will strengthen. Inflation is expected to remain low in the near term, in part because of earlier declines in energy prices, but to rise to 2 percent over the medium term as the transitory effects of past declines in energy and import prices dissipate and the labor market strengthens further. <u>Near-term risks to the economic outlook have diminished.</u> The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.</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。委員会は現在、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、労働市場の指標は力強さを増すと予想している。インフレは、それまでのエネルギー価格の低下を一因に、短期的には低いままにとどまるが、中期的に、過去のエネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な要因が解消し、労働市場がさらに力強さを増すにつれ、2%へ上昇すると予想される。<u>景気見通しに対する短期的なリスクは弱まった。</u>委員会は、インフレ動向、および世界経済と金融情勢を引き続き注視する。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・今後の景気見通しは、「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、労働市場の指標は引き続き力強さを増す」との見方に変更なし</li> <li>・英国の国民投票でEU離脱が決定したが、「景気見通しに対する短期的なリスクは弱まった」との一文が付け加えられ、前向きな見方が示された。一方、「委員会は、インフレ動向、および世界経済と金融情勢を引き続き注</li> </ul>	

視する」との一文はすえ置かれた

Against this backdrop, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 1/4 to 1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting further improvement in labor market conditions and a 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. In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully monitor actual and expected progress toward its inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.

こうした情勢のもと、委員会はFFレートの誘導目標レンジを0.25-0.5%ですえ置くことを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、労働市場のさらなる改善と、2%のインフレへの回帰を支える。

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。インフレが現時点で2%に届いていないことを踏まえ、委員会はインフレ目標に向けた実際の実績と見通しを注視する。委員会は、経済状況がFFレートの緩やかな引き上げしか正当化しない形で進むと予測しており、FFレートは当面、長期に達成す

Against this backdrop, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 1/4 to 1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting further improvement in labor market conditions and a 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. In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully monitor actual and expected progress toward its inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.

こうした情勢のもと、委員会はFFレートの誘導目標レンジを0.25-0.5%ですえ置くことを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、労働市場のさらなる改善と、2%のインフレへの回帰を支える。

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。インフレが現時点で2%に届いていないことを踏まえ、委員会はインフレ目標に向けた実際の実績と見通しを注視する。委員会は、経済状況がFFレートの緩やかな引き上げしか正当化しない形で進むと予測しており、FFレートは当面、長期に達成す

<p>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>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0.25-0.5%ですえ置き</li> <li>・「金融政策のスタンスは引き続き緩和的」、「経済状況がFF レートの緩やかな引き上げしか正当化しない形で進む」、「FF レートは当面、長期に達成すると見込まれる水準を下回って推移する可能性が高い」がいずれも維持され、利上げペースはゆっくりとしたものになるとの見方は変わらず</li> <li>・一方、次回の利上げについては、「経済状況の実績と見通しを評価する」、「今後入手するデータによる経済見通し次第」との一節がすえ置かれ、利上げは今後の経済指標次第との姿勢に変更なし</li> </ul>	
<p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p> <p>委員会は保有する政府機関債や住宅ローン担保証券からの償還資金を住宅ローン担保証券に再投資し、償還を迎える国債を入札でロールオーバーする現在の政策を維持し、FF レートの水準が十分正常化するまで、継続すると予測している。大規模な長期債保有を維持する委員会の政策は、緩和的な金融環境を維持していくことにつながるだろう。</p>	<p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p> <p>委員会は保有する政府機関債や住宅ローン担保証券からの償還資金を住宅ローン担保証券に再投資し、償還を迎える国債を入札でロールオーバーする現在の政策を維持し、FF レートの水準が十分正常化するまで、継続すると予測している。大規模な長期債保有を維持する委員会の政策は、緩和的な金融環境を維持していくことにつながるだろう。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・保有債券の償還資金の再投資は継続</li> <li>・再投資については、「FF レートの水準が十分正常化されるまで、継続すると予測している」がすえ置かれ、FRB のバランスシートを今後も維持するとの方針に変更なし</li> </ul>	
<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; James Bullard; Stanley Fischer; <u>Esther L. George</u>; Loretta J. Mester; Jerome H. Powell; Eric Rosengren; and Daniel K. Tarullo.</p> <p>このFOMC の金融政策に賛成票を投じたのは、イエレン議長、ダドリー副議長、ブレイナード理事、ブラード総裁、フィッシャー副議長、<u>ジョージ総裁</u>、メスター総裁、パウエル理事、ローゼングレン総裁、タルーロ理事。</p>	<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; James Bullard; Stanley Fischer; Loretta J. Mester; Jerome H. Powell; Eric Rosengren; and Daniel K. Tarullo. <u>Voting against the action was Esther L. George, who preferred at this meeting to raise the target range for the federal funds rate to 1/2 to 3/4 percent.</u></p> <p>このFOMC の金融政策に賛成票を投じたのは、イエレン議長、ダドリー副議長、ブレイナード理事、ブラード総裁、フィッシャー副議長、メスター総裁、パウエル理事、ローゼングレン総裁、タルーロ理事。 反対票を投じたのはジョージ総裁で、今回の</p>

	<p>会合で FF レートの誘導目標レンジを 0.5－0.75%へ引き上げるべきとした。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;                  ・ジョージ総裁が2会合ぶりに反対票を投じる</p>	

英国景気は減速へ

英国経済は減速する可能性が高い

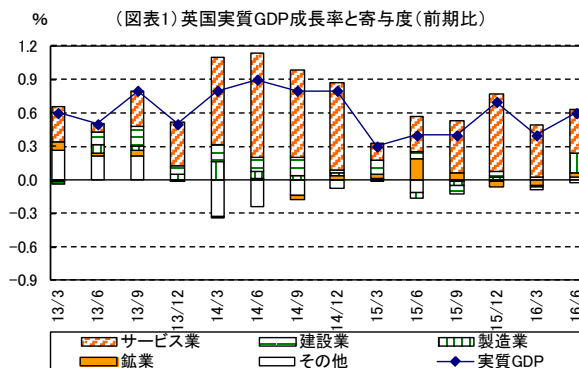
英国景気は緩やかな回復傾向が続いている。4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.6%と、14四半期連続のプラス成長となり、プラス幅も前期の同+0.4%から拡大した(図表1)。産業別に見ると、GDPの約7割を占めるサービス業は同+0.5%と、14四半期連続のプラスとなったものの、前期の同+0.6%から伸び幅がやや鈍化したほか、建設業が同▲0.4%と、前期の同▲0.3%からマイナス幅が拡大した。一方、鉱業は同+2.1%と、3四半期ぶりのプラスとなり、これが全体を押し上げた。

もともと、6月23日の国民投票で、英国のEU離脱(ブレグジット)が決定したことから、ブレグジットを巡る先行き不透明感を背景に、今後の英国経済は減速する可能性が高い。

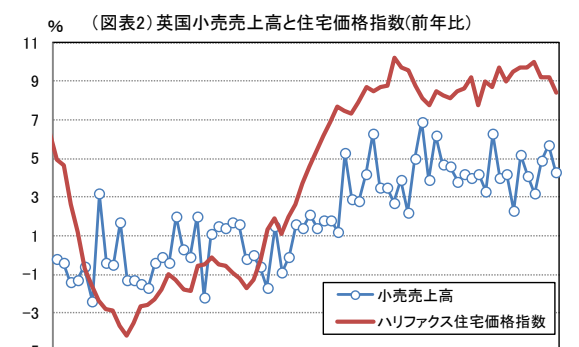
雇用環境の先行きは不透明

英国経済のけん引役である個人消費の動向に関し、供給側の統計である小売売上高(季調済、数量ベース)を見ると、2013年から回復傾向で推移、2014年以降も均せば前年比+5%程度の高めの伸びを維持しており、消費の底堅さが示されている(図表2)。背景には、雇用環境の回復がある。サービス業を中心に企業収益が堅調に推移してきたことなどから、失業率は2011年をピークに低下傾向で推移し、この5月には4.9%と、11年ぶりに5%を下回った(図表3)。雇用者数が前月差+1.8万人と増加する一方、失業者数は同▲25万人の減少となるなど中身も良く、英国の労働市場が引き続き良好なことを示す結果となった。

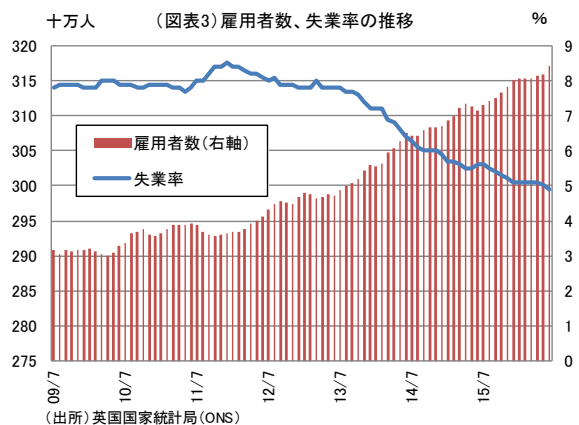
もともと、5月の統計は国民投票前に集計されていることから、EU離脱決定の影響は反映されていない。今後については、EU離脱決定に伴う先行き不透明感を受け、雇用環境の回復ペースは鈍化に向かうとみられ、個人消費には下押し圧力がかかるとみる。英国経営者協会が国民投票後に調査した結果によれば、調査対象企業の半数以上が英国のEU離脱は事業にとって悪影響と回答している。雇用についても、24%が新規採用の凍結を計画すると回答しているほか、5%が雇



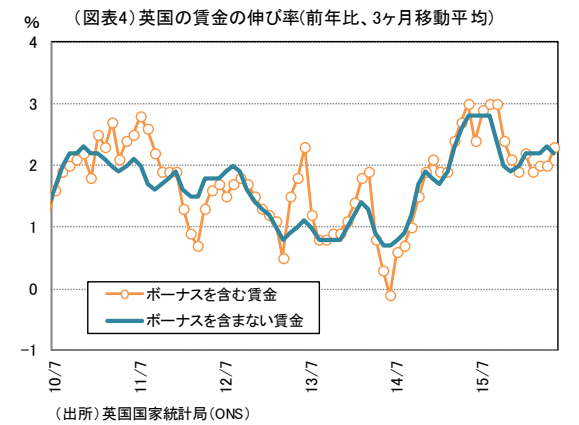
(出所) 英国国家統計局(ONS)



(出所) 英国国家統計局(ONS)、ロイズバンキンググループ



(出所) 英国国家統計局(ONS)



(出所) 英国国家統計局(ONS)



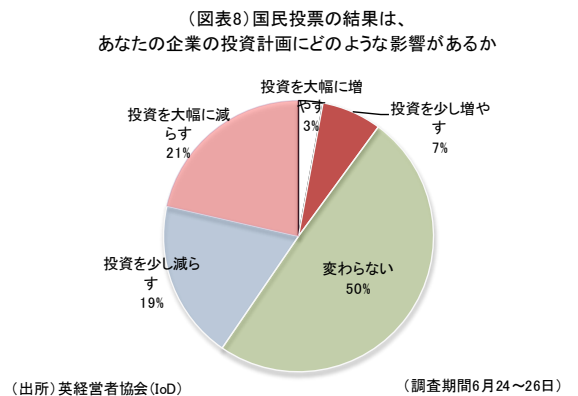
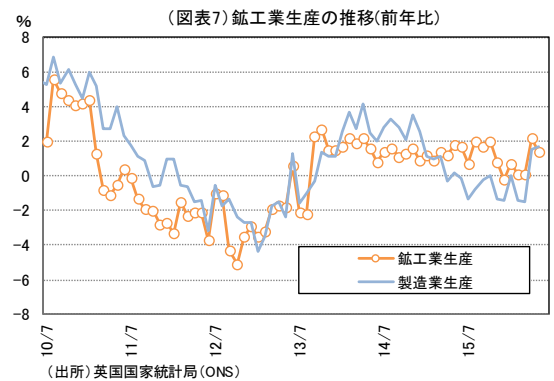
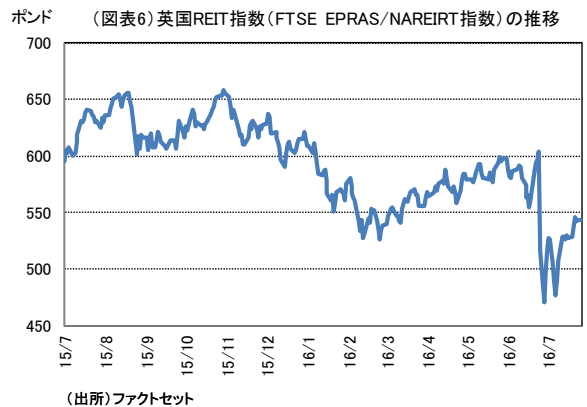
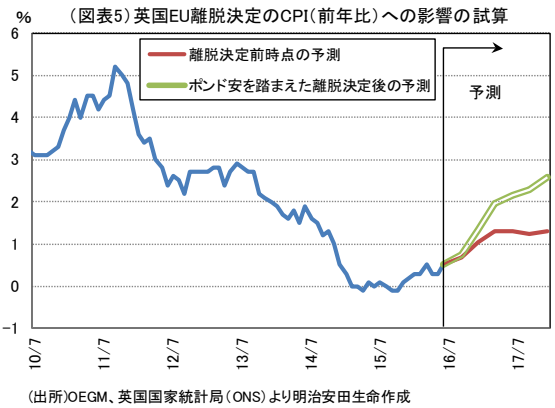
用削減を実施すると回答しており、EU 離脱決定後、企業の採用意欲が後退している様子がうかがえる。

**ポンド安で物価は上昇**

加えて、EU 離脱を受けたポンド安に伴う物価上昇が、消費者の購買意欲を低下させるとみている。英国の消費者物価指数（CPI）は、原油価格や食品価格の低迷などを背景に、2011 年秋ごろから伸び幅が縮小傾向で推移し、イングランド銀行（BOE）の目標である前年比+2%を大きく下回って推移している。物価上昇ペースの鈍さは、英国の賃金が伸び悩むなか（図表4）、実質賃金の改善を通じて、消費を下支えしていた。ただ、足元では原油価格の持ち直しなどを受けて、CPIは上昇傾向にある。5月のCPIは前年比+0.5%と、前月の同+0.3%から伸び幅が拡大した。今後も、ポンド安で輸入物価が押し上げられるとみられ、物価上昇圧力は強まるとみている。当社経済モデルによる試算では、英国離脱を受けてポンド安が続いた場合、CPIは今後も上昇が続き、2017年には同+2%を上回って推移すると見込まれる（図表5）。雇用環境の停滞が懸念されるなか、物価の上昇が続くことで、実質賃金は抑制された状態が続くと予想する。

**個人消費は減速傾向で推移すると予想**

住宅価格の上昇による資産効果もこれまでの個人消費を下支えしてきたが、今後の住宅価格は下落に向かうとみている。英国の不動産価格は、供給が絞られていることなどから、2013 年以降、上昇傾向が続いてきたものの、EU 離脱決定を受けて足元ではすでに低下しつつある。英国 REIT（不動産投資信託）指数は、6月の国民投票日に▲14.5%と大幅に低下するなど、不動産市況の悪化を織り込む動きをみせている（図表6）。今後も、消費者心理の悪化が見込まれるほか、投資家も様子見姿勢をとるとみられ、英国離脱決定が住宅市場に与える悪影響は長期化する可能性が高い。英財務省による投票前の試算では、今後2年間で住宅価格は▲10%下落するとしている。雇用環境の停滞に加え、実質賃金の低迷や、住宅価格下落に伴う逆資産効果が見込まれることなどから、今後の個人消費は減速傾向で推移すると予想する。



固定投資はさらに冷え込む

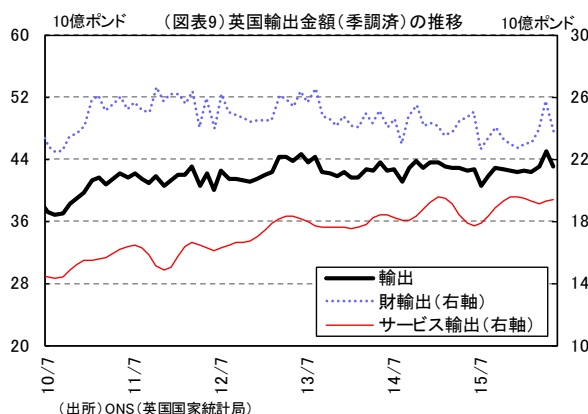
固定投資の回復の足取りも鈍い。外需の不振などから、生産が伸び悩んでいることが背景にある。鉱工業生産を見ると、鉱業・製造業のいずれも伸び悩んでいる（図表7）。鉱業では北海油田も原油安を受けて減産姿勢を続けるとみられるほか、製造業も新興国景気への懸念が残ることで、生産の回復は今後も見込みづらく、企業による設備投資拡大につながる状況には至らないとみる。加えて、EU 離脱懸念も重しとなって、企業の投資マインドは冷え込むことが予想される。企業の景況感を示す英国 PMI を見ると、英国 EU 離脱決定を受け、7月は製造業が 48.2、サービス業が 47.4 と、いずれも好不況の境目である 50 を割り込んだほか、サービス業の低下幅は過去最大となった。英国経営者協会の調査でも、調査対象企業の約 4 割が、EU 離脱決定を受けて投資を減らすと回答している（図表 8）。EU 離脱決定を受けて、オズボーン元財務大臣が法人税を 20% から 15% に引き下げると述べるなど、今後は政府の景気支援策や、低金利環境などが下支え要因になるとみるものの、生産が伸び悩むなか、EU 離脱決定が重しとなって、固定投資は軟調に推移するとみる。

停滞が続く輸出

輸出は停滞が続いている。輸出金額（季調済）の推移を財・サービス別に見ると、全体の 4 割を占めるサービス輸出は堅調に推移しているものの、残りの財輸出は 2013 年半ば以降、均せば減少傾向にある（図表 9）。財輸出の相手先別では、主要相手先である EU 向けが昨年中ごろから持ち直しつつあるほか、中国向けも昨冬以降、回復傾向で推移している。ただ、最大の貿易相手国である米国向けが昨年半ば以降、減少傾向で推移しているのに加え、スイスなどの欧州向けも停滞気味の推移が続いている。

今後の輸出は一進一退の推移を予想

英国の EU 離脱決定の影響については、英国が主張する移民制限を求める場合、EU の単一市場へのアクセスも制限されるとみられ、輸出にかかるコストも増加するとみられる。最終的には英国と EU の交渉次第となるが（図表 10）、EU 側は、EU 懐疑派の拡大を抑制するために安易な妥協は行なわないとみられ、交渉は難航する可能性が高い。EU 域外各国との通商関係についても、新たに交渉する必要があるが、EU と同等の条件で、貿易協定を締結するのは容易ではないとみられる。加えて、これまで堅調に推移してきたサービス輸出も、EEA（欧州経済領域）内で金融機関が自由に事業を行なえるという「シングル・パスポート」制度が英国に適応されなくなることで、英国に進出して



(図表10) EUとの通商関係の主なモデル

モデル	概要
ノルウェー・モデル	・EEA (欧州経済領域) に参加 ・ヒト・モノ・サービス・資本の移動の自由を認める ・EU への拠出金負担あり
スイス・モデル	・EFTA (欧州自由貿易連合) に参加 ・EU と複数の二国間協定を締結 ・サービス市場へのアクセスは限定的
トルコ・モデル	・EU と関税同盟を締結
WTOモデル	・WTO の枠組みを適用 (EU と協定は締結せず)

(出所) 英財務相資料などから明治安田生命作成



る金融機関の規模縮小も見込まれることから、停滞気味の推移を余儀なくされよう。

もっとも、これまで輸出の足かせとなってきたポンド高には、すでに歯止めがかかっている。ポンドの実質実効為替レートを見ると、国民投票前からポンド安傾向で推移し、英国のEU離脱派の勝利が判明したことで急落した（図表11）。足元では2013年2月以来のポンド安水準となっているおり、当面の輸出を下支えするとみている。

加えて、7月に就任したメイ新首相は、「EU理事会に対するEU脱退の通告」を2016年中は行わないとしており、離脱宣言の交渉期間が基本的には2年であることを踏まえれば、向こう2,3年間は、EU離脱に伴う輸出の直接的なコスト増は避けられるとみている。ユーロ圏景気の回復鈍化で輸出には下押し圧力がかかるものの、ポンド安による価格競争力の改善が下支えとなり、今後は一進一退での推移が続くと予想する。

### BOEは年内に追加利下げ

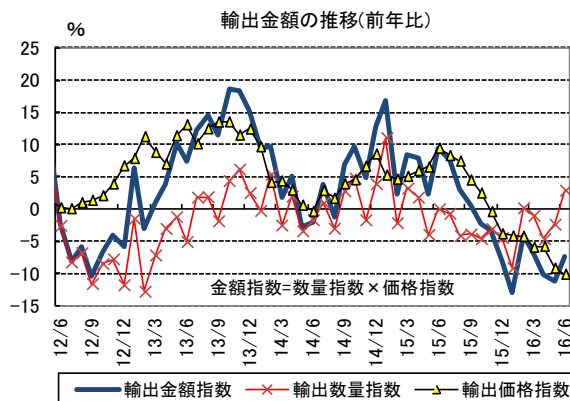
8月の金融政策委員会（MPC）では、政策金利が0.5%から0.25%へと引き下げられたほか、資産購入枠も3,750億ポンドから4,350億ポンドへと拡大され、向こう6ヵ月にわたって拡大分の購入が実施されることとなった。加えて、最大100億ポンド規模の社債買入れを向こう18ヵ月にわたって実施することや、最大1,000億ポンド規模の新たな資金供給スキーム（Term Funding Scheme, TFS）を導入することも決定した。インフレーション・レポートを見ると、実質GDP予想は、2016年が前年比+2.0%と、前回5月時点の見通しがすえ置かれたものの、2017年は同+2.3%→0.8%、2018年は同+2.3%→1.8%と、いずれも大幅に下方修正された。議事録では、向こう数ヵ月間の経済指標が最新の経済予測を裏付ける内容となった場合、大半のMPCメンバーが、年内に政策金利を0%付近まで引き下げることとを支持するとの見通しが示された。今後発表される経済指標は、EU離脱決定を受け、冴えない結果となる可能性が高く、景気への悪影響を和らげるため、イングランド銀行（BOE）は年内に追加利下げを行なうと予想する。（村上、尾家）

主要経済指標レビュー (7/25~8/5)

《日 本》

○ 6月貿易統計 (7月25日)

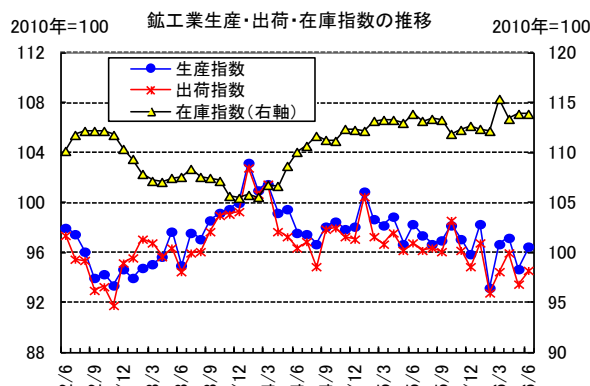
6月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲7.4%と、9ヵ月連続のマイナスとなったが、マイナス幅は4ヵ月ぶりに縮小した。輸出金額の伸び率を価格と数量に分解すると、輸出価格は同▲10.1%と、8ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も前月から拡大した。一方、輸出の実績を示す輸出数量は同+2.9%と、4ヵ月ぶりのプラスと、持ち直しの動きをみせている。ただ、過去12ヵ月で10回マイナスとなっており、輸出の基調的な弱さは、依然として残っているとみている。今後も、新興国景気の減速が下押し圧力になるほか、米国向けは、製造業の投資需要の回復の遅れなどを受け、伸び悩むとみられる。欧州向けも、英国のEU離脱決定の影響が懸念されるとみられることから、輸出は一進一退の推移が続くと予想する。



(出所) 財務省「貿易統計」

○ 6月鉱工業生産 (7月29日)

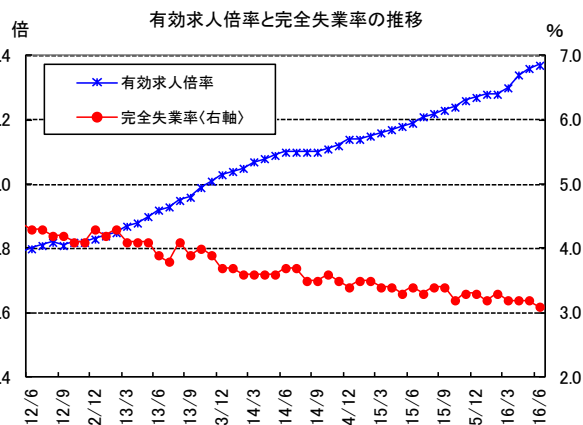
6月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比+1.9%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。四半期ベースで見ると、4-6月は前月比±0.0%と、前月から横ばい。経済産業省による基調判断は、「総じてみれば、生産は一進一退で推移しているが、一部に持ち直しがみられる」とし、前月の「総じてみれば、生産は一進一退で推移している」から上方修正された。生産予測調査では、7月は同+2.4%、8月も同+2.3%と、足元のペースを上回る増産が続く見通しを示している。ただ、世界景気の基調は弱く、日本の輸出の回復が遅れているほか、名目賃金が伸び悩むなかで国内の個人消費も停滞感を強めており、生産の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

○ 6月有効求人倍率・完全失業率 (7月29日)

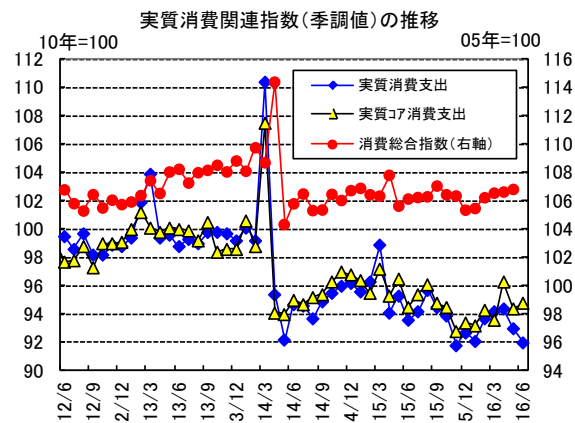
6月の完全失業率(季調値)は3.1%と、前月から0.01ポイント低下した。内訳を見ると、失業者数が減少する一方、就業者数が増加しており、好ましい形での失業率の改善となった。有効求人倍率(季調値)は1.37倍と、前月から0.01ポイント上昇し、1991年8月以来の高水準。ただ、求人は雇用形態や職種の偏りが続いており、就業者の増加も高齢者や女性を中心に、就職した場合でも雇用形態は非正規のケースが多いとみられる。企業側の採用ニーズも、労働集約的な職種が多く、もともと賃金水準などの待遇面でも見劣りしていることなどから、労働需給の引き締めを受けた賃金上昇も、全職種平均では、緩やかなペースにとどまると予想する。



(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

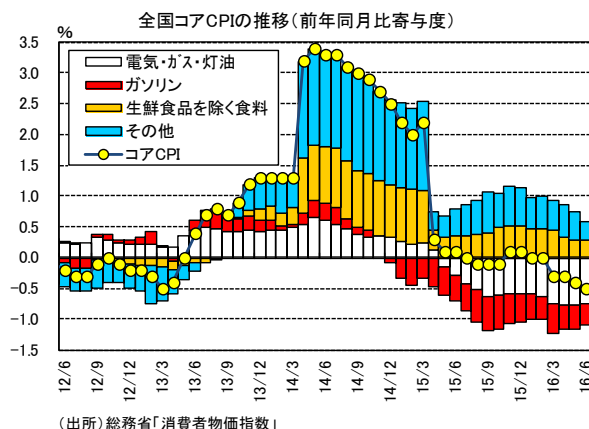
○ 6月家計調査 (7月29日)

6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▲2.2%と、4ヵ月連続のマイナスとなり、5月の同▲1.1%からマイナス幅が拡大した。季調済前月比でも▲1.1%と、2ヵ月連続のマイナス。販売サイドの統計である小売業販売額を見ても、前年比▲1.9%と、4ヵ月連続のマイナスとなり、個人消費は停滞感を強めている。今後については、交易条件の改善に伴う家計の実質購買力の回復が下支えとなるほか、政府による経済対策などが消費者マインドの冷え込みを和らげるとみる。ただ、名目賃金の伸び悩みが続くとみられるなか、個人消費は緩やかな回復にとどまると予想する。



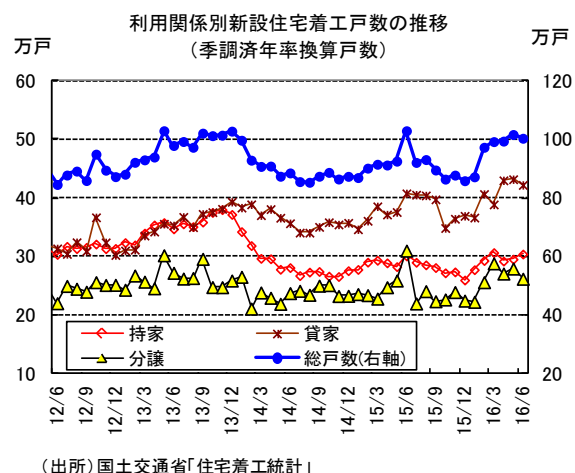
○ 6月全国消費者物価指数 (7月29日)

6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▲0.5%と、4ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も前月の同▲0.4%から拡大した。コアCPI(食料〈酒類除く〉・エネルギーを除く消費者物価指数)も同+0.4%と、前月の同+0.6%からプラス幅が縮小。家庭用耐久財や教養娯楽用耐久財など、為替の影響を受けやすい品目の伸びの鈍化が、押し下げ方向に寄与している。今後は、エネルギー価格のマイナス幅が縮小傾向で推移するとみられることから、年度後半にかけて、コアCPIもプラスに浮上するとみる。ただ、円高による押し下げ圧力に加え、期待インフレが低下傾向にあることや、需要面からの物価の押し上げ圧力も弱いことなどから、その後の物価上昇ペースは緩慢なものにとどまると予想する。



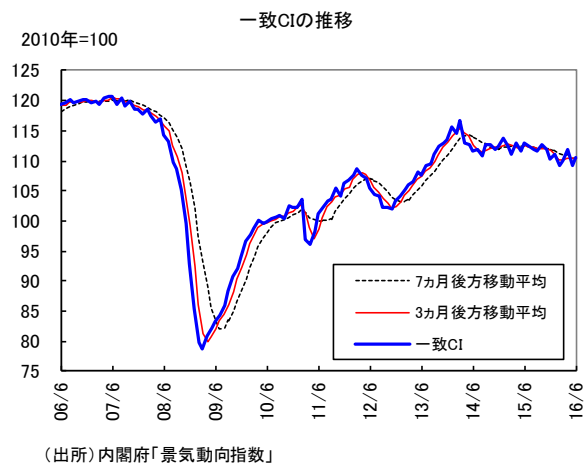
○ 6月新設住宅着工戸数 (7月29日)

6月の新設住宅着工件数(季調済)は前月比▲1.3%と、6ヵ月ぶりのマイナスとなった。利用関係別に見ると、持ち家が同+2.9%と、前月の同+1.1%からプラス幅が拡大したものの、貸家が▲2.3%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなったほか、分譲も▲6.2%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなったことで、全体を押し下げた。今後についても、日銀のマイナス金利政策導入による住宅ローン金利の低下がプラス材料になるとみるものの、2014年4月の消費増税などによる需要先食いの影響が残っているとみられるほか、所得環境の回復ペースが鈍さを受け、消費者は慎重に物件購入を進めると予想する。相続税対策を受けた貸家の節税需要も減衰するとみており、住宅着工は鈍化傾向で推移するとみている。



○ 6月景気動向指数 (8月5日)

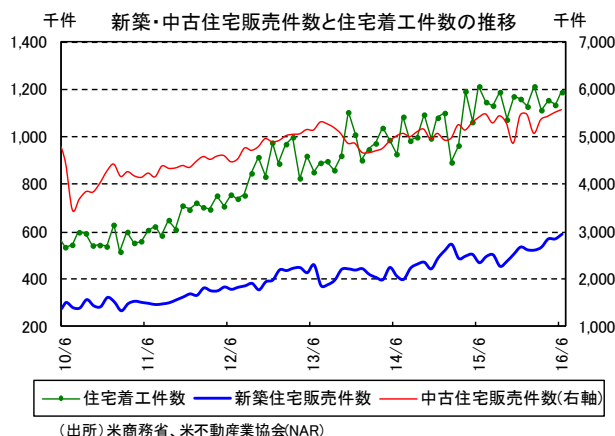
6月の景気動向指数では、一致CIが110.5（前月差+1.3ポイント）と、2ヵ月ぶりに上昇した。先行CIは98.4（同±0.0ポイント）と、前月から横ばい。内閣府の基調判断は、「足踏みを示している」が13ヵ月連続ですえ置かれた。一致CIの個別系列では、生産・出荷関連統計のプラス寄与が大きい。生産予測調査では、7月が同+2.4%、8月は同+2.3%と、増産が続く見通しを示している。生産の実績は予測調査から下振れる傾向にあるとはいえ、持ち直しの動きは続く可能性が高く、一致CIも回復が続くとみている。今後の景気は、輸出の回復ペースは鈍いほか、名目賃金が伸び悩むなかで個人消費も停滞感を強めており、緩やかな回復にとどまると予想する。



《米 国》

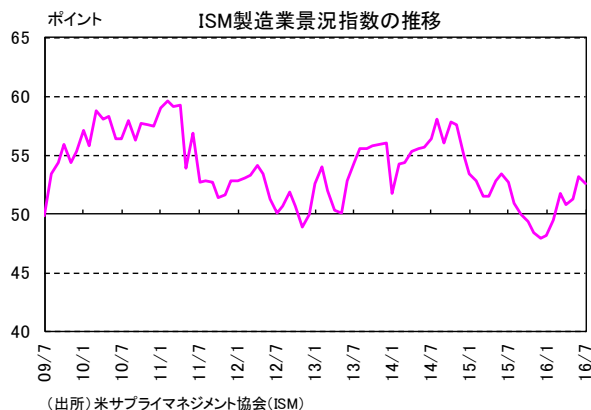
○ 6月住宅販売・着工件数（7月19, 21, 26日）

6月の米新築住宅販売は年率換算で59.2万戸、前月比+3.5%と、2ヵ月ぶりに増加し、2008年2月以来の高水準となった。市場予想（年率換算56.0万戸）を大きく上回り、過去3ヵ月分も計+2.2万戸上方修正されている。中古住宅販売は年率換算で557万戸、同+1.1%と、4ヵ月連続で増加。住宅着工件数は年率換算で118.9万戸、同+4.8%と、2ヵ月ぶりに増加したほか、住宅着工許可件数も年率換算で115.3万戸、前月比+1.5%と、3ヵ月連続で増加した。低金利環境が続いていることや、雇用者数の増加が続いていることなどから、住宅市場は今後も回復基調で推移するとみている。



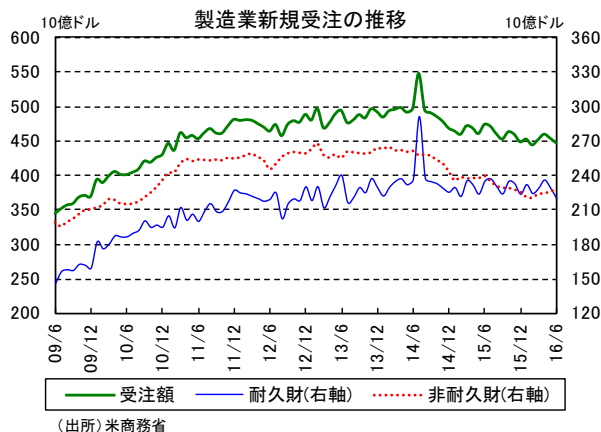
○ 7月ISM製造業景況指数（8月1日）

7月のISM製造業景況指数は52.6と、3ヵ月ぶりに低下し、市場予想（53.0）を下回った。もともと、6月23日の英国国民投票でEU離脱が決定し、先行き不透明感が高まるなか、低下幅は▲0.6にとどまった。構成項目別に見ると、生産が3ヵ月ぶりに上昇した一方、新規受注はほぼ横ばい。雇用は4ヵ月ぶりに低下し、好不況の境目となる50を2ヵ月ぶりに下回った。海外景気の先行き不透明感を背景に、企業景況感には当面、低下圧力がかかるとみられる。ただ、個人消費を中心に内需の改善が続くとみており、冬場以降は持低下圧力が和らぐと予想する。



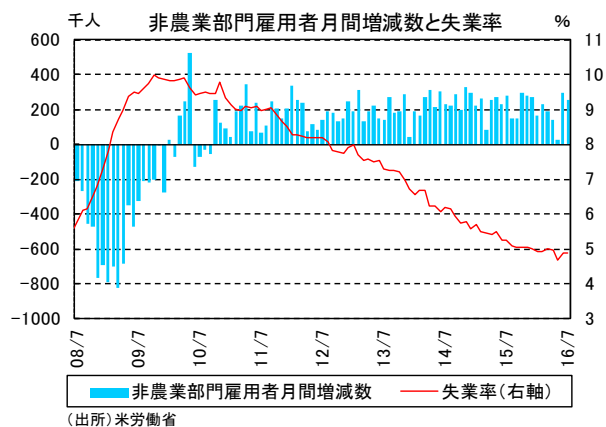
○ 6月製造業新規受注（8月4日）

6月の製造業新規受注は前月比▲1.5%と、2ヵ月連続で減少した。ただ、除く輸送機器ベースでは、同+0.4%と、4ヵ月連続の増加となった。耐久財は同▲3.9%と、輸送機器が落ち込んだ結果、2ヵ月連続で減少。一方、非耐久財は同+1.0%と、石油などが堅調に推移したことで、4ヵ月連続で増加した。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）は同+0.4%と、3ヵ月ぶりの増加となった。今後は、自動車販売の回復などによって、輸送機器が新規受注を下支えするとみるが、海外景気の減速などが下押し要因となることから、停滞気味の推移が続くと予想する。



○ 7月雇用統計 (8月5日)

7月の非農業部門雇用者数は前月比+25.5万人と、増加幅が2ヵ月連続で20万人の大台を超え、市場予想(同+18.0万人)を上回った。過去2ヵ月分も計+1.8万人上方修正されている(5月分は+1.1万人→+2.4万人、6月分は+28.7万人→+29.2万人)。家計調査から集計される失業率は6月の4.9%から変わらなかったが、労働力人口が増加するなか、失業者が減少したのはポジティブな結果。時間当たり賃金も前月比+0.3%と、6月の同+0.1%から伸び幅が拡大した。きわめて緩和的な金融環境が米景気を下支えしており、労働市場は今後も改善傾向が続くと予想する。

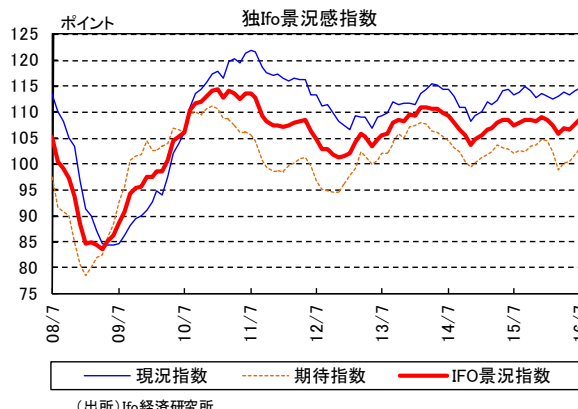




《 欧 州 》

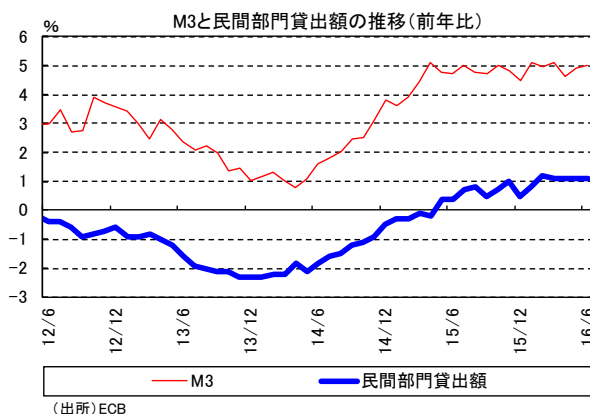
○ 7月ドイツIfo景況感指数 (7月25日)

7月のドイツ Ifo 景況感指数は 108.3 と、前月の 108.7 から 0.4 ポイント悪化した。同指数の悪化は 3 ヶ月ぶり。内訳を見ると、現況指数は 114.6→114.7 と、3 ヶ月連続で改善したが、期待指数は 103.1→102.2 と、5 ヶ月ぶりに悪化。産業別では、建設業が 4.8→5.4、小売業が 8.0→10.2 と、ともに改善したものの、製造業は 10.9→9.8、卸売業は 15.1→11.8 と、いずれも悪化した。ECB (欧州中央銀行) による緩和的な金融政策が引き続き景気を下支えするとみているが、英国の EU 離脱を巡る先行き不透明感や、新興国景気の減速などが重しとなることで、ドイツの景気回復ペースは緩慢ものにとどまると予想する。



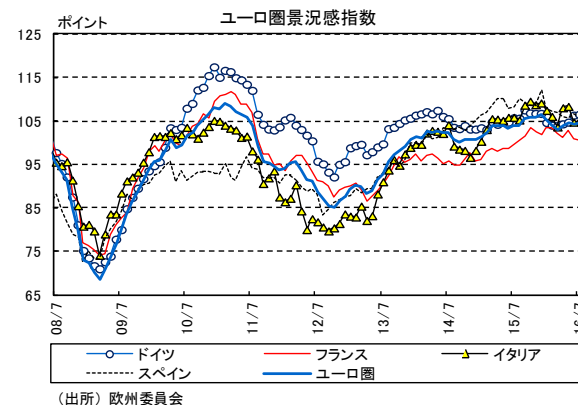
○ 6月ユーロ圏マネーサプライ (7月27日)

6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+4.9%から伸び幅が拡大した。一方、民間向け貸出額は同+1.1%と、伸び幅は前月から変わらず。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同+2.1%→+1.9%と、2 ヶ月連続でプラス幅が縮小したが、非金融企業向けは同+1.2%と、前月と同じ伸び幅となった。ECB (欧州中央銀行) による量的緩和策などを背景に、銀行の貸出態度が緩和しているほか、貸出金利も低下傾向にあることなどから、今後のユーロ圏の民間向け貸出は緩やかな回復傾向で推移するとみている。



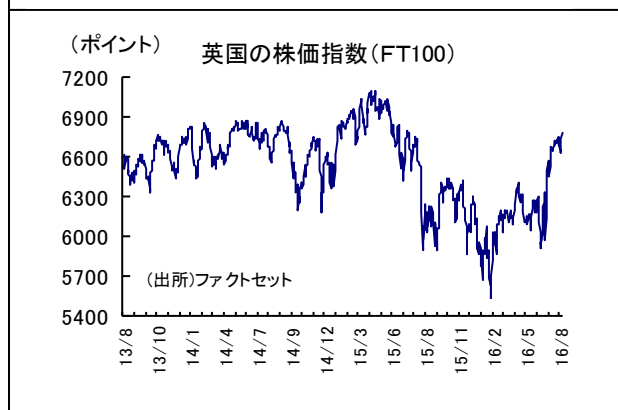
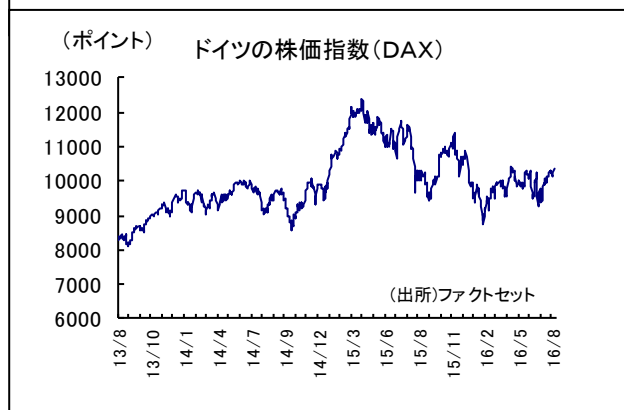
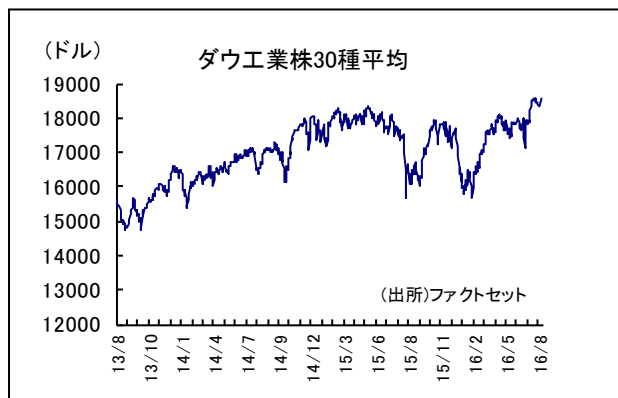
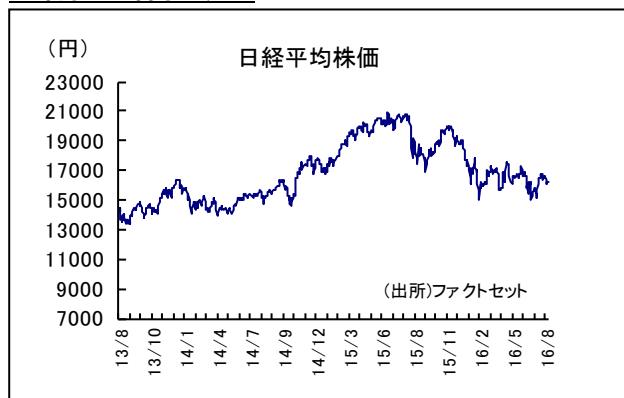
○ 7月ユーロ圏景況感指数 (7月28日)

7月のユーロ圏景況感指数は 104.6 と、2 ヶ月ぶりに改善した。構成項目別に見ると、消費者信頼感が ▲7.2→▲7.9 と、2 ヶ月連続で悪化したものの、鉱工業景況感 ▲2.8→▲2.4、サービス業景況感 10.9→11.1、建設業景況感 ▲18.2→▲16.3、小売業景況感 0.8→1.8 と、いずれも改善した。主要国別では、フランスが 101.0→100.6、スペインが 106.5→106.0 と、ともに悪化した。ドイツは 106.4→106.6、イタリアは 104.8→105.2 と、いずれも改善した。英国の EU 離脱手続きを巡る不透明感や、新興国経済の先行き懸念などが下押し圧力となることで、今後のユーロ圏景況感指数は停滞気味に推移するとみる。

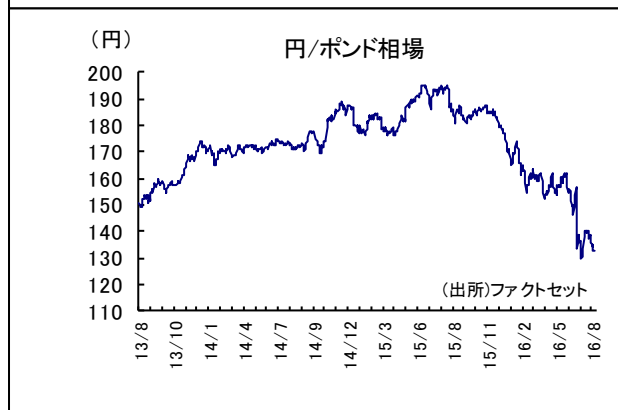
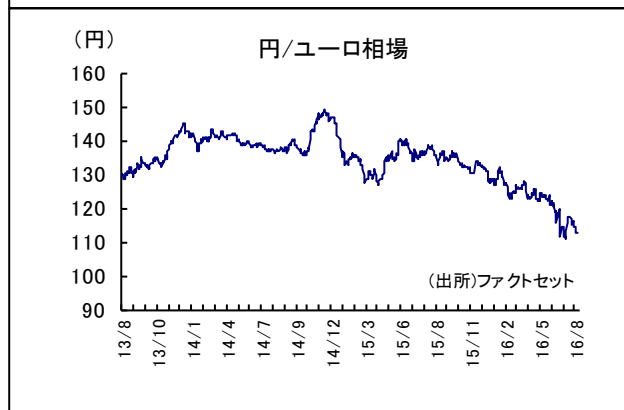
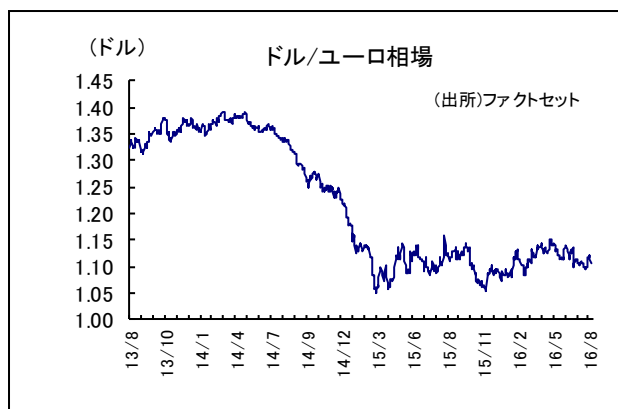
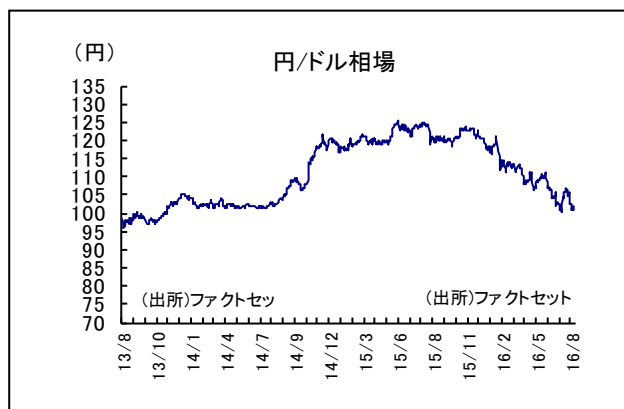


日米欧マーケットの動向 (2016年8月8日現在)

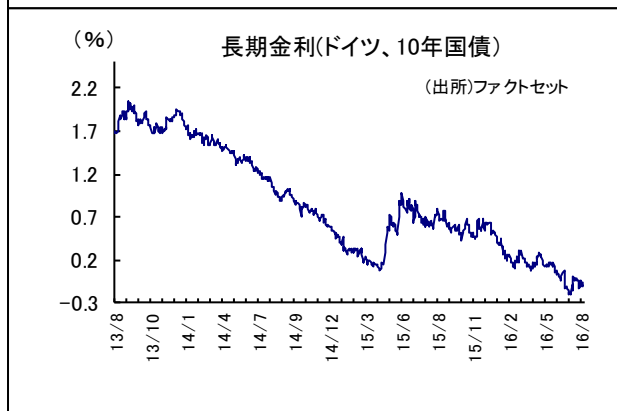
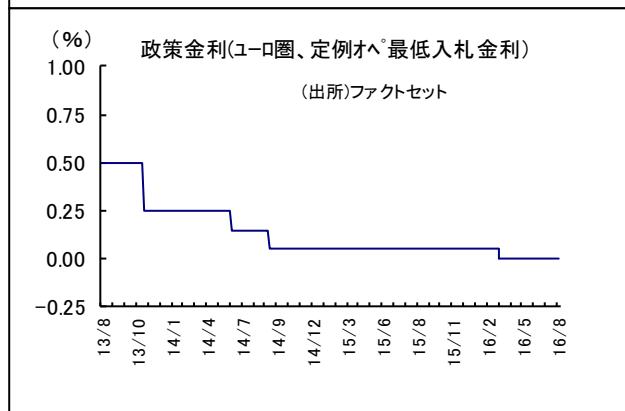
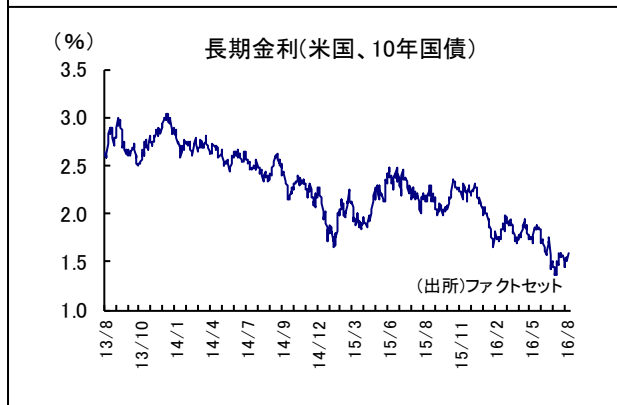
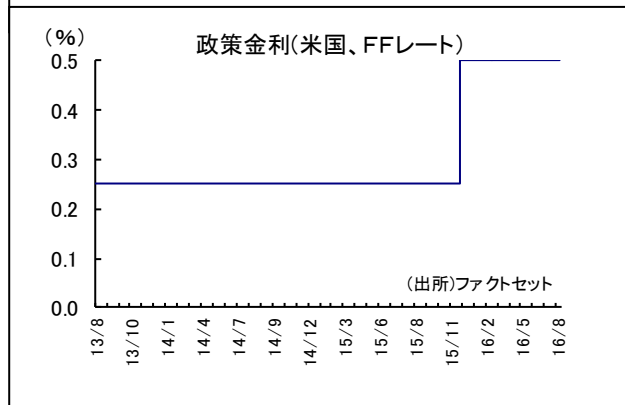
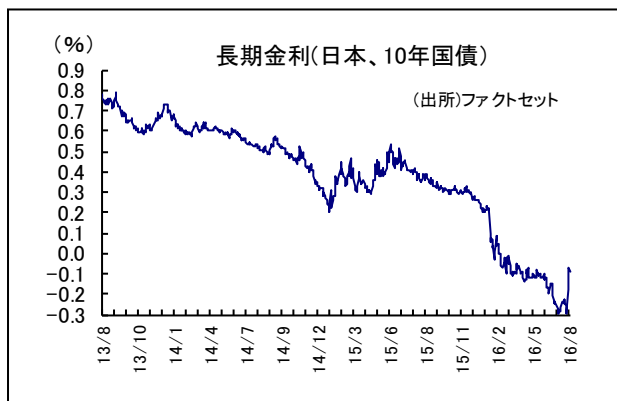
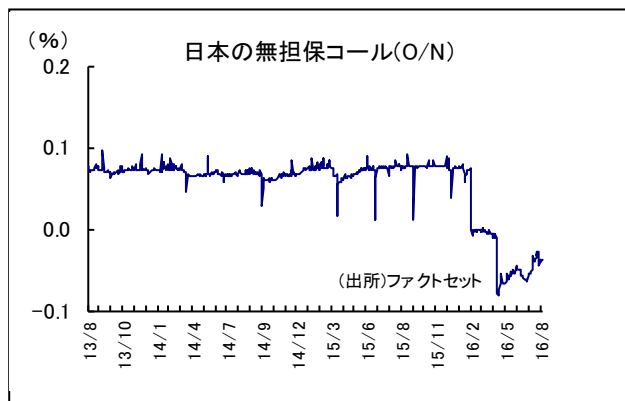
▽各国の株価動向



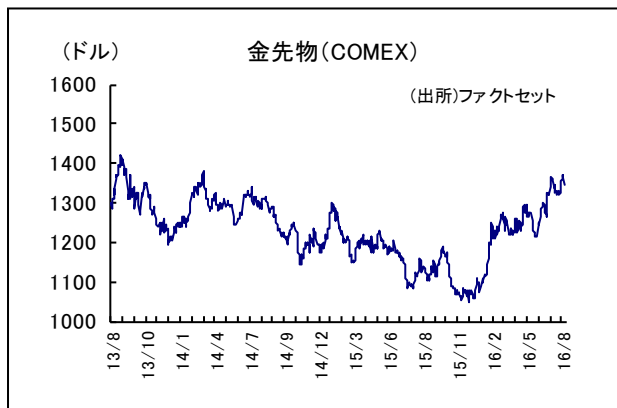
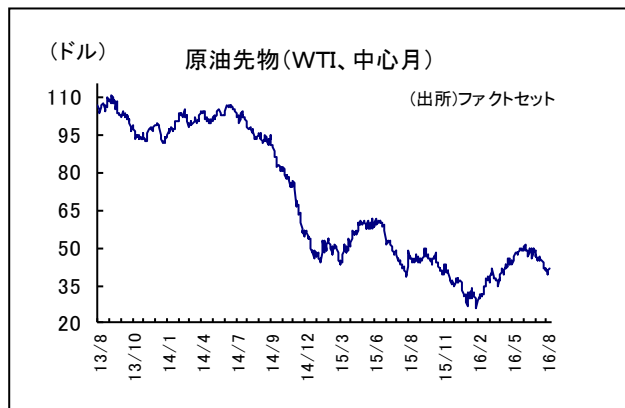
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



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

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内 2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、謝名憲一郎、信本将巳、平野真依子、山口範大、  
尾家小春、開発彰徳、村上梨子、磯部雅人、陳家斉