

## 〈フォーカス〉GDP 統計の改革に向けた研究が進む

SNA(国民経済計算)は、一国の経済状況を、モノとカネ、フローとストックといった側面から総合的に捉えることを目的とした、一国全体の帳簿である。複式簿記の原理に基づき、一国の付加価値がどのような経緯で生産され、所得としてどの経済主体に分配され、消費や投資という支出に供されたかが詳しく記録されている。実物取引の裏側でどういった金融取引の流れが生じ、最終的にどのような資産・負債として家計や企業などの各経済主体に蓄積されたかまで含む、きわめて包括的な統計である。内閣府から年に1度発行される国民経済計算年報は600ページ近くもあり、もっぱら人々の注目を集める経済成長率は、体系のそのほんの一部にすぎないことがわかる。まさに一国の経済情報の宝庫であり、莫大なデータがひとつの統合的な体系のなかで整合的に示されているという点で、経済統計の王様と言ってよい存在である。

SNAは1953年に国連が初めて発表し、その後1968年、1993年、2008年と、経済構造の変化に合わせ3度の大改定を行ってきた。日本は昨年、08SNAへの移行を済ませたばかりで、企業の研究開発費を新たに設備投資に含める点などが改定された。ただ、IT技術の進歩に伴う近年のイノベーションは目覚ましく、改定直後のSNAに限らず、既存の経済統計が、現代の重要な経済活動をカバーしきれていないのはいかとの指摘は根強い。IoT(Internet of Things)の深化、民泊等のシェアリングエコノミーの拡大など、今後も産業・消費構造の変革のスピードが飛躍的に高まることが予想されている。内閣府はこれまで、大改定の時期以外でも、SNAの推計方法の見直しを継続的に実施してきたが、二次統計であることから、その精度については、使用する一次統計の精度に依存せざるをえないという障害があった。日本は、欧州のユーロスタットのような、経済統計を集約的に司る官庁を持たない。ほとんどの一次統計はSNAのために作られているわけではなく、所管する省庁も異なることから、役所の縦割り行政が弊害となって、機動的な見直しができないという時代が長く続いてきた。

ただ、ここへきて、2016年に経済財政諮問会議で「統計改革の基本方針」が、17年に統計改革推進会議で「統計改革推進会議最終取りまとめ」が決定されるなど、基礎統計まで含め、SNAの一体改革を進めるための体制整備が急速に進んでいる。この取組みの一環として、内閣府は、基礎統計の根幹をなす産業連関表の供給・使用表(SUT)を研究するSUT体系研究推進ユニット、価格の把握手法を研究するデフレーターユニット、現行GDPでは把握しきれない新分野を研究する新分野ユニットという複数の研究ユニットを新たに立ち上げ、統計の改善に向けた研究・開発を進めている。

もとより、正しい経済統計なくして正しい経済政策のかじ取りはできない。GDPはその根幹となる数字である。ここまでの政府の努力は評価されるべきだが、今後もSNAをはじめとした経済統計の重要性を霞が関全体で再認識し、人材の育成や、互いに協力しやすい省庁横断的な体制づくりなど、より良い統計を作る工夫が求められている。(Kodama wrote)

## 目次

〈フォーカス〉GDP 統計の改革に向けた研究が進む	1	2017年の日本経済と金融市場を振り返る	8
・経済情勢概況	2	・主要経済指標レビュー	11
・2018年の米国の金融環境シナリオ	3	・日米欧マーケットの動向	15

**経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）**

**日 本**

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

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

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

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

消費者物価（コアCPI）は、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後はエネルギー価格の伸びは鈍化方向に転じると見込まれることや、賃金上昇が見込みづらいことなどから、2017年度のコアCPI上昇率は、前年比+0.5%程度にとどまると予想する。

**米 国**

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

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

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

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

輸出は、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.00-1.25%から、1.25-1.50%へと引き上げた。3月には、追加利上げが実施されると予想する。

**欧 州**

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

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩やかな金融環境が下支えになるとみられるほか、企業の投資意欲が持ち直していることもあって、底堅く推移するとみている。

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

2018年の米国の金融環境シナリオ

米国シナリオが重要

2018年は、好景気と低インフレの共存に裏打ちされた「ゴルディロックス(適温)相場」の持続度が試される年になる。北朝鮮問題やトランプ政権、ビットコインなど、不安材料の列挙にこそ苦労はしないものの、今のところ金融市場で差し迫ったリスクとして意識されているものはない。だからこそ株価も市場最高値を更新し続けているわけだが、外的リスクの有無にかかわらず、足元の好景気とインフレ率の共存が、一種説明のつきにくい現象なのは確かである。FRB(米連邦準備制度理事会)のイエレン議長は、昨年9月の講演で、「労働市場のスラック(需給の緩み)」や「アマゾン」、「バングラディッシュの工場労働者」など、米国の低インフレについて5つの「容疑者」を挙げたものの、結論はあくまで「謎」である。今年一番の注目点は、果たして景気の拡大ペースに見合ったインフレ率の上昇が実現し、両者が正常な関係に戻るのか、あるいは謎が謎のまま推移するのかという点になる。

予想を裏切ったという意味では、米国以上の景気改善が続く欧州のインフレ動向も気になるが、米国の動向が世界景気に与える影響という観点からは最も重要になる。ハイパーインフレや恐慌といったような極端なシナリオを捨象すると、米国の金融シナリオは、景気と物価の上下(2×2)次第で図表1の4パターンに分類できるだろう。以下、順に説明する。

(図表1)米国の景気・相場シナリオ



シナリオ1: 「ゴルディロックス相場の継続」 示現確率 50%

低インフレの謎は、基本的に謎のまま残る。CPIは2%に届かない状況が続くが、引き続き堅調な景気のもと、株価上昇と金利安定の共存が続く。時間当たり賃金の上昇ペースは鈍いものの、年後半にかけ、2%台後半までじりじりと回復、FRBは市場予想どおり、年3回程度の利上げを実施する。株価は、足元までの上昇ペースが急だった分、やや長めの調整局面を挟む可能性は考えられる

ものの、均せば上昇基調を維持し、年末のダウ平均は3万ドル前後に達する。10年国債利回りは2%台半ばで安定推移。ドルは110円/ドル台の後半までじりじりと水準を切り上げるが、日米欧とも金融政策の正常化を進めるなか、一方的なドル高は避けられる。

実質 GDP 成長率：2.0～3.0%    ダウ平均：25,000ドル～32,000ドル、長期金利：2.3～3.0%、ドル・円：110円/ドル～120円/ドル

シナリオ2：「景気一段の加速」    示現確率20%

米減税の効果が予想より早く顕在化。18年の実質 GDP 成長率は3%台を超え、消費者物価指数は2%台前半まで上昇する。FRBは、毎回のFOMCで利上げを実施。長期金利は3%前後まで上昇するが、海外からの資金流入は安定的に続くことで、上昇ペースは短期金利を下回り、イールドカーブはフラット化が進む。為替相場は120円/ドル台までドル高が進展。金利上昇と一段のドル高もあって、株価の上昇ペースは鈍るものの、景気加速に伴う企業業績見通しの一段の改善、限定的なインフレ懸念などから、大幅調整は免れ、年間では陽線を引く結果に。

実質 GDP 成長率：3.0～4.0%    ダウ平均：23,000ドル～30,000ドル、長期金利：2.5%～3.5%、ドル・円：112円/ドル～125円/ドル

シナリオ3：「インフレ本格化で景気失速」    示現確率15%

予想を上回る高成長の持続で、需給ギャップの需要超過方向への拡大が続く。労働市場のスラックは完全に解消し、賃金上昇率は3%を大きく超えるが、インフレ懸念も本格化する。FEDは毎回のFOMCで利上げを実施、50bpの利上げが必要になる回も出てくる。80年代のような本格的なインフレ到来はないものの、市場予想を大きく上回る利上げペースを前にNY株価は急落、9年続いた景気拡大局面は終焉を迎え、19年には逆に利下げに舵を切ることになる。株価は、当初は景気加速を織り込んで一段と吹き上がった後、インフレ顕在化で急落、長期金利は4%前後まで上昇するが、景気後退局面入りに伴うインフレ鎮静化で19年にかけて再度低下する。為替相場は、120円/ドル台半ばまで大きくドル高が進んだ後、インフレ顕在化、およびその後の景気後退のなかで、長期にわたるドル安トレンドを余儀なくされることになる。

実質 GDP 成長率：1.0～4.0%    ダウ平均：18,000ドル～30,000ドル、長期金利：2.0%～4.5%、ドル・円：100円/ドル～125円/ドル

シナリオ4 「デフレリスクの台頭」    示現確率15%

後述する政治的、経済的リスク要因の顕在化で、消費マインド、投資マインドが一気に冷え込み。景気拡大局面は一巡へ。元々低かったインフレ率にはさらなる低下圧力がかかり、デフレ懸念が台頭する。FRBは金融緩和に舵を切るも、すぐに利下げ余地を使い果たし、量的指標への回帰を余儀なくされる。株価は急落、長期金利は過去最低水準に低下、ドル・円は100円/ドル割れ。

実質 GDP 成長率：▲1.0～2.0%    ダウ平均：18,000ドル～28,000ドル、長期金利：1.5%～2.8%、

ドル・円：90円/ドル～115円/ドル

### 各シナリオの蓋然性

現時点で最も可能性が高いのは、シナリオ1のゴルディロックス相場の継続だが、確率は50%程度にとどまると考えたい。各シナリオのカバレッジを厳密に区分できない以上、もとより確率についてはざっくりした目安にすぎないが、現状の適温相場がなんの波乱もなくあと1年続く可能性は低く、実現したらむしろその方が驚きかもしれない。結果としてシナリオ1の範疇に収まるとしても、18年の金融市場、特に債券相場のボラティリティは昨年より高まりやすくなると考えておいたほうがよいのではないか。

今年も適温相場が続くと考える根拠としては、顕現化しそうなリスクが見当たらないというものもさることながら、先進国の低金利には、サマーズ氏が「長期停滞論」で指摘した均衡実質金利の低下という、構造的な要因が働いている可能性が高いと考えられることがある。足元では、主要国の中央銀行はいずれも正常化への道を模索しているが、市場とのコミュニケーションには慎重で、先々の利上げを織り込んで長期金利が上昇する兆しはない。新議長のパウエル氏も、前任者に倣い、金融市場へのショックを与えないよう配慮した慎重なかじ取りを行なうだろう。19年10月に任期を迎えるドラギ総裁の後任総裁の人選には警戒が必要だが、市場が意識するのはもう少し先である。長期金利急上昇のリスクが低いことは、適温相場持続の根拠を頑健にする。

ただ、一部主要国の株価や不動産がいずれもバブル的要素を孕みつつ上昇しているほか、債券相場に関しては、諸事情を考慮してもなおかつ買われすぎとの見方も根強い。従って、イベントリスクには意外に脆いかもしれない。リスク要因の数自体は、北朝鮮や中東情勢、中国景気の軟着陸の成否、米国の中間選挙、ビットコイン市場の動静、不安定な欧州政治等、枚挙にいとまがない（図表2）。このすべてが18年の金融市場を揺るがす要因にならないと考えるのも楽観的にすぎるだろう。

シナリオ1のゴルディロックス相場持続の示現確率は50%だが、同じく相対的に良好なシナリオと考えられるシナリオ2の「景気加速」を加えれば、確率は70%まで上がる。逆にシナリオ3のインフレーションシナリオにシナリオ4のデフレーションシナリオを加えた、相対的に好ましくないシナリオの確率は30%ということになる。

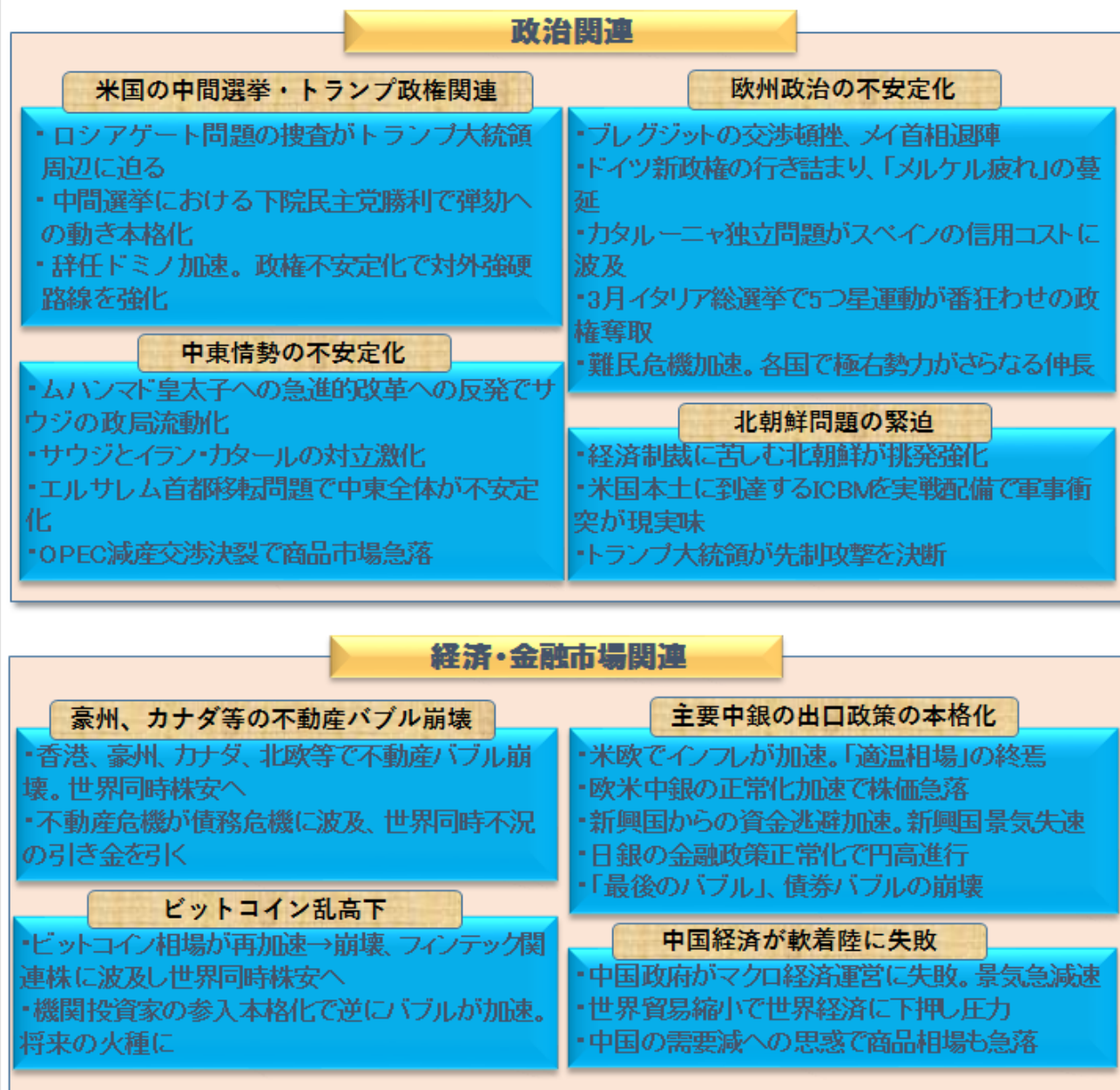
### 考えられるリスク要因

シナリオに影響しそうなリスクを政治面と経済・金融市場面に大別してまとめたのが図表2である。全体的に政治リスクが目立つ印象がある。実際、今ほど政治面でのリスクが顕在化した時期は近年珍しい。金融市場は今のところ政治リスクを無視して動いているが、客観的な情勢に大きな変化がなくとも、特定のイベント次第で突如市場の注目が集中したり離れたりするのギリシャ問題で経験済なので、意識しておく必要がないわけではない。

トランプ米大統領の政権運営の不安定さは変わらない。昨年末の税制改正法案は、初めての大きな経済政策面での成果だったが、見直し機運が広がったのもつかの間、20日には連邦予算が4年ぶりに失効するなど、薄氷の議会運営を余儀なくされる状況は18年も変わらないようだ。足元の世論調査では、民主党が共和党を引き離しつつある。秋に行なわれる中間選挙で民主党が上下両院で多数を抑えるようなことになれば、政権運営はほぼ行き詰まる。特に、下院で民主党が過半数を制した場合、下院が弾劾発議に動くシナリオが現実味を増す。ロシアゲートの捜査がトランプ大統領

の側近に迫る可能性もあるほか、トランプ大統領の身内への放言などが原因で、閣僚の辞任ドミノが加速する可能性もある。内政に行き詰ったトランプ政権が対外強硬姿勢を強化させることで、NAFTA や日米経済対話など、国際通商交渉の緊張が再び高まる可能性があるほか、北朝鮮や、中東の緊張がいつそう高まる展開も考えられる。逆に、中間選挙が終われば民主党の挙党一致の対立姿勢が緩和し、トランプ氏にとってはインフラ投資法案で民主党員を切り崩して成立に持ち込む余地が出てくる可能性もなくはないが、現時点ではそこまで見通せる状況にない。

(図表2)2018年の金融市場の主なリスク



中東では、サウジが数百人におよぶ王族や企業家を腐敗容疑で拘束するなど、強権的な改革を進めるムハンマド皇太子の姿勢が、政情不安定化につながる可能性を孕んでいる。イランやカタールとの対立がさらに深刻化し、軍事衝突につながる可能性も捨てきれない。欧州では、カタルーニャ問題がスペイン国債の格付に影響することで、再度債務問題が蒸し返される可能性も考えられる。イタリアの総選挙が3月に控えている。ポピュリズム政党の五つ星運動が世論調査でトップを走る

が、過半数には届かないとされる。同党は他党との連立を否定しているため政権奪取の可能性自体が低いということになるが、他党も意見対立が激しく、右派・左派の挙国一致内閣の連立失敗で、五つ星運動による少数与党発足も、可能性は低いにしろ全くないわけではない。

経済面のリスクで最も警戒すべきは、一部主要国の不動産バブルと債務拡大である。UBSが昨年発表した不動産価格バブル指数によると、バブル圏と判定された7都市のうち4都市に欧州圏が入っている（ストックホルム、ミュンヘン、ロンドン、アムステルダム）。これまでECB（欧州中央銀行）は市場に対し、巧みに金融緩和の長期化を織り込ませてきたが、こうした点も考慮し、引き締め方向への動きが予想外に加速する可能性が残される。欧州の場合、不動産価格の上昇が民間債務の拡大につながっていないのがまだ救われる点だが、カナダ、豪州、香港等ではバブル的な不動産価格の上昇に加え、債務の拡大も深刻である。豪州やカナダ、韓国等では特に家計債務、中国、香港等では企業債務の拡大が著しい。豪州の家計債務のGDP比は120%超と、日本の倍以上となっているほか、香港の企業債務の同比は230%超と、日本の政府債務残高の対GDP比をも上回る。

今のところは、世界的な低金利で債務の痛みは感じにくくなっているが、主要国の中央銀行が金融引き締め舵を切り、ひとたび金利が上昇を始めれば、金融市場の大きなリスクとして急浮上する可能性は捨てきれない。バブル崩壊には至らないとしても、世界経済がいずれ循環的な終焉を迎えた際に、過大な民間債務が残っていた場合、バランスシート調整に時間がかかる分、次の離陸が遅くなり、かつ回復の勢いも弱くなる可能性にも留意が必要である。

ビットコイン市場はすでに軟調な推移に転じているが、調整一巡後は再び資金が流入することで、今後もアップダウンの激しい相場展開になる展開が予想される。他の主要アセットクラスに比べれば市場規模自体が小さく、他の金融マーケットから隔離されているため影響は大きくないようにも見えるが、フィンテック関連株に波及することで株式市場の押し下げ要因となる可能性もあるほか、逆に機関投資家や一般投資家の参入が加速することで、より大きなバブルが再形成→破裂というルートをたどるリスクも想定しうる。

### ゴルドロック相場そのものがリスク？

最も警戒すべきリスクは、ゴルドロック相場が続くことで台頭する市場の慢心そのものという見方もできよう。「相場は、悲観とともに生まれ、懐疑とともに育ち、楽観とともに成熟し、幸福とともに終わる」という格言に従えば、今はまだおそらく「懐疑のなかで育つ」段階である。その意味で、上昇余地は残っているように思うが、市場がさらに楽観に傾き、主婦などの一般投資家の参入も相次ぐようになればいよいよ上昇相場は終了である。

そもそもゴルドロックは2005～2006年あたりに一度流行った言葉である。結局幻想だったのは周知のとおりだ。当時、おしなべて低下、収束に向かった各国金利についても、「世界の金融市場の統合に伴い、『世界金利』が成立しやすくなった」との解説が人口に膾炙されるくらいで、信用バブルとみる向きは少なかった。バブルは崩壊して初めてバブルとわかる。思えば、90年代後半以降の世界の金融市場は、ITバブル、住宅バブル、信用バブル、原油バブルと、過剰になったグローバルマネーが次々に戦場を変えながら異なるバブルを作り出してきたのが実態だった。次なるバブル崩壊は再び不動産なのか、ビットコインか、株価そのものか、はたまた最後のバブルといわれる債券か、結末はわからない。悲観に流れる必要はないが、慎重ながらも楽観的なスタンスが基本ということになるだろう。（担当：小玉）

2017年の日本経済と金融市場を振り返る

世界的な景気拡大

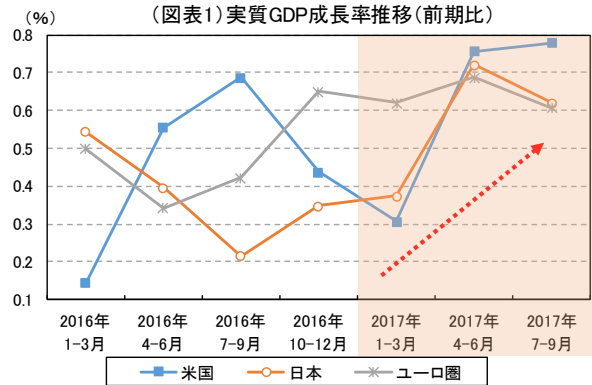
2017年は、1月のトランプ大統領就任もあって、先行き不透明感の強いスタートとなった。ほかにも、年間を通じて不安視された北朝鮮のミサイル発射問題や、スペイン北東部カタルーニャ自治州の独立問題、9月には米軍によるリビア空爆、日本においても突然の衆議院解散など、地政学リスク、政治リスクがつきまとう年であった。ただ、2017年の景気自体は、世界的にきわめて良好であった。主要国・地域の実質GDP成長率も、2017年は堅調に推移した(図表1)。

日本景気は緩やかな回復

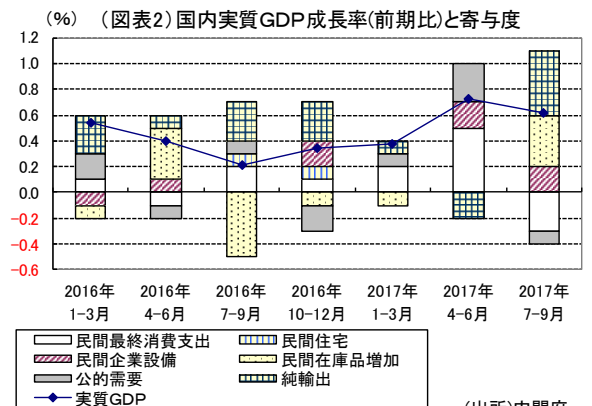
日本の実質GDP成長率の内訳を見ると、7-9月期は純輸出が大きくプラスに寄与している(図表2)。貿易統計によると、輸出金額は前年比で12ヵ月連続のプラスとなっており(図表3)、特に7月以降は前年比で二桁台のプラスが続くなど、世界景気の拡大を背景とした輸出の堅調さが示された。

個人消費は、耐久財の買い替え需要などを受け、1-3月期および4-6月期は実質GDP成長率にプラス寄与したが、7-9月期はマイナス寄与に転じるなど、均せば緩やかな回復にとどまった。背景には賃金の上昇が鈍いことなどがあるが、雇用環境の改善は続いており、足元11月では、有効求人倍率は1.56倍と1974年1月以来の高水準となったほか、正社員の有効求人倍率も1.05倍と、4ヵ月連続で上昇し、節目である1倍を上回っている。完全失業率は2.7%と、1993年11月以来の低水準となった(図表4)。雇用の需給がひっ迫しているにもかかわらず賃金が伸び悩んでいる背景としては、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や省力化技術の進歩など、需給ギャップ以外の構造的抑制要因も働いていると考えられる。

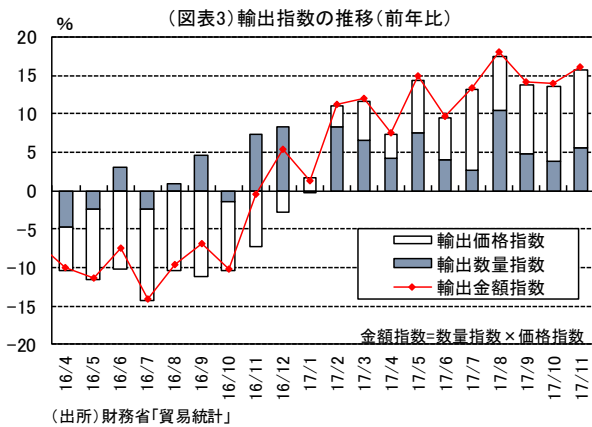
設備投資の動向をみると、企業業績が好調であるにもかかわらず、人口減など将来展望が拓けない下で、前向きな動きを企業が採りづらいものと考えられるなか、国内の能力増強投資は慎重姿勢が続いた。



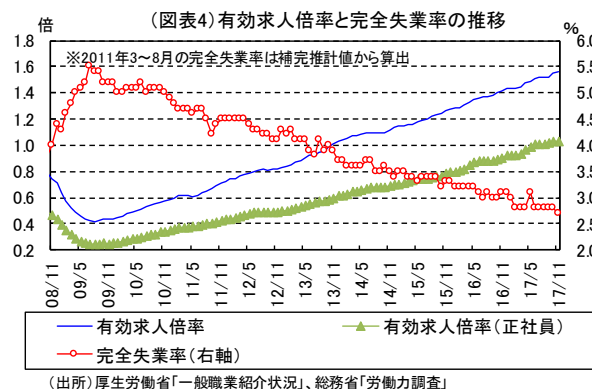
(出展)内閣府等



(出所)内閣府



(出所)財務省「貿易統計」



(出所)厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」



一方で、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下支えし、設備投資自体は回復傾向が続いた。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、建設総合統計の建設工事出来高を見ると、対前年で4月以降プラスが続くなど、底堅く推移した。総じて、2017年の日本景気は緩やかな回復が続いた。

**株高の進行**

金融市場の動きで最も印象的だったのは株高の進行である。米国のダウ平均株価は、年間を通じて上昇基調が続き、税制改革の実現期待なども背景に、年末にかけては過去最高値を更新し続けた。日本の日経平均株価も、衆院解散・総選挙後、米株高などをきっかけに上昇、経済政策への期待などから外国人の資金流入も本格化し、1989年12月末につけた最高値（38,915円）から、2009年3月につけたバブル崩壊後の最安値（7,054円）までの下げ幅の半分をほぼ回復、1992年1月以来、約26年ぶりの水準に達した（図表5）。

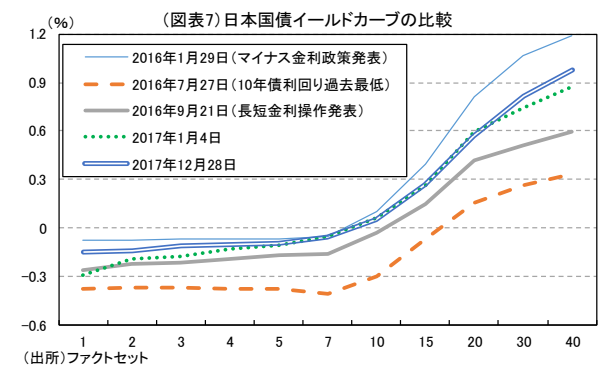
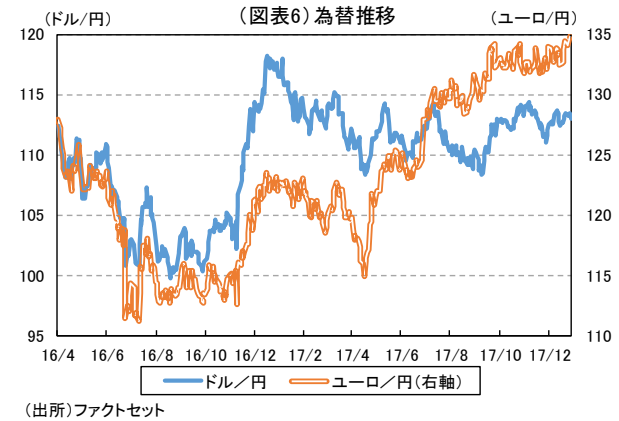
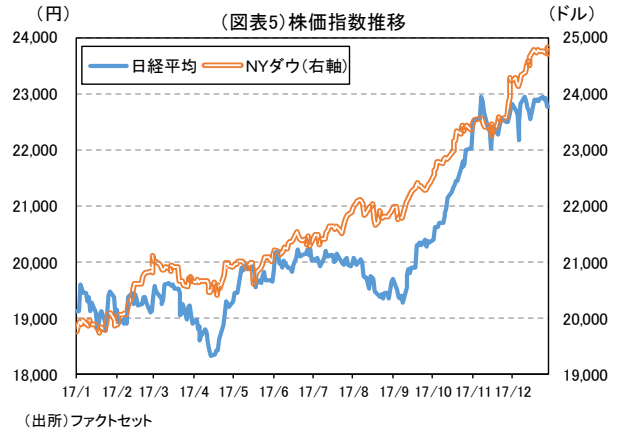
世界的な株高の共通要因として、景気が良好でもインフレが高進しない、世界的な「ゴルディロックス（適温）経済」も挙げられる。12月29日大納会の日経平均株価の終値は22,764円で、19,000円台でスタートしてから年間で約3,650円（+19.1%）上げ、6年連続の上昇となった。

**安定した円安水準**

2017年の為替相場は、一時100円/ドルを割るまで急騰した2016年と比較すれば、年間を通じて振れが小さく、安定的な円安ドル高水準が継続した

（図表6）。米国景気が底堅く推移したことや、FRBの利上げによる日米の金利差拡大への期待などが背景にある。対ユーロでは、フランス大統領選における極右派台頭の懸念など、欧州政治の不透明感から、4月頃まで円高ユーロ安で推移したが、その後は良好な域内経済や、ECB（欧州中央銀行）の金融政策正常化観測などを背景に、円安ユーロ高基調となった。

**低金利の継続**



(図表8) 日銀オペオファー金額(11月1日~12月12日) (単位: 億円)

オファー日	1年以下	1年超 3年以下	3年超 5年以下	5年超 10年以下	10年超 25年以下	25年超
11月1日						
11月2日				4,100	2,000	1,000
11月6日	700	2,800	3,000			
11月8日		2,800	3,000	4,100		
11月10日				4,100	2,000	1,000
11月15日		2,800	3,000	4,100		
11月17日		2,500	3,000		2,000	1,000
11月22日		2,500	3,000	4,100		
11月24日					2,000	900
11月27日	500	2,500	3,000			
11月29日				4,100	2,000	900
12月1日		2,500	3,000	4,100		
12月6日	500			4,100		
12月8日		2,500	3,000		2,000	900

(出所) 日銀公表データより明治安田生命作成

日本の債券市場は、日銀のイールドカーブ・コントロールが継続されるなか、低水準での推移が続いた。足元では超長期ゾーンの金利が若干上昇しているものの、日本国債のイールドカーブは、いまだマイナス金利政策導入発表前の水準を下回って推移している（図表7）。

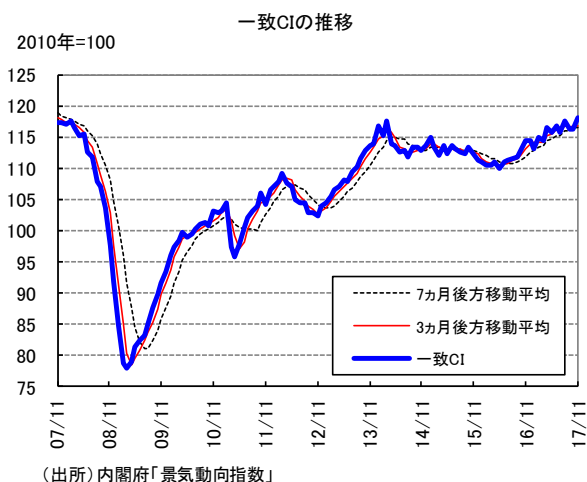
2016年にイールドカーブ・コントロールが導入されて以降、2017年末まで日銀の金融政策の枠組みに変更はなかった。ただ、11月には、金融緩和が行き過ぎると逆に悪影響を与えるという「リバーサル・レート」理論を黒田総裁が紹介したことが話題になった。国債買入れのオファー金額を一部の区分で減額したことなども（図表8）、日銀が出口戦略に向かっているのではないかとの観測を招き、これが長期、超長期金利の上昇につながる場面もあった。（担当：柳田）

主要経済指標レビュー (1/8~1/19)

《日 本》

○ 11月景気動向指数 (1月11日)

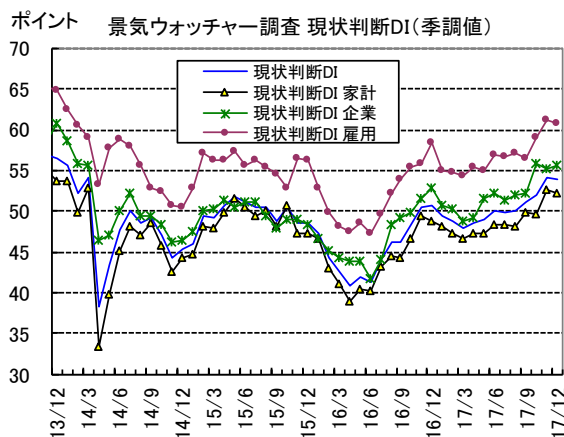
11月の景気動向指数では、一致CIが118.1(前月差+1.7ポイント)と、2ヵ月連続で上昇した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」が14ヵ月連続ですえ置かれた。一致指数の個別系列を見ると、7系列中6系列が押し上げに寄与しており、特に鉱工業用生産財出荷指数、投資財出荷指数(除輸送機械)、商業販売額(小売業)の押し上げが目立った。一方で、有効求人倍率(除学卒)が小幅にマイナスに寄与した。先行CIも108.6と、3ヵ月ぶりに上昇した。今後の国内景気は、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



(出所)内閣府「景気動向指数」

○ 12月景気ウォッチャー調査 (1月12日)

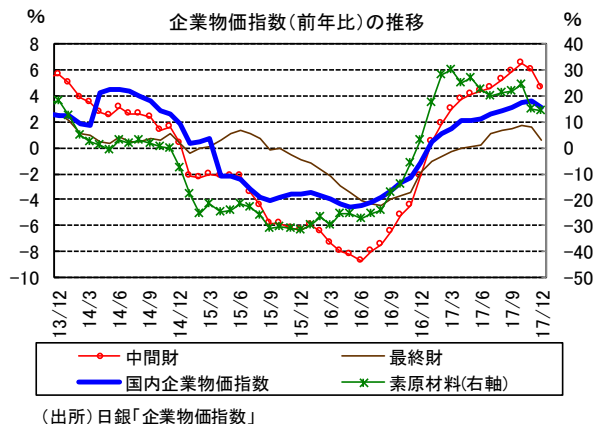
12月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が先月から▲0.2ポイントの53.9と小幅に低下したものの、節目の50を5ヵ月連続で上回った。11月に上昇した家計動向関連と雇用関連で一服感がみられた。先行き判断DI(季調値)も先月から▲0.7ポイントの52.7と低下したものの、8ヵ月連続で50を上回った。基調判断は、「緩やかに回復している」と、上方修正した11月からすえ置かれた。今後の国内景気は、賃金の伸び悩みが続くなか、個人消費の回復ペースは緩やかとみられるものの、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

○ 12月企業物価指数 (速報値、1月16日)

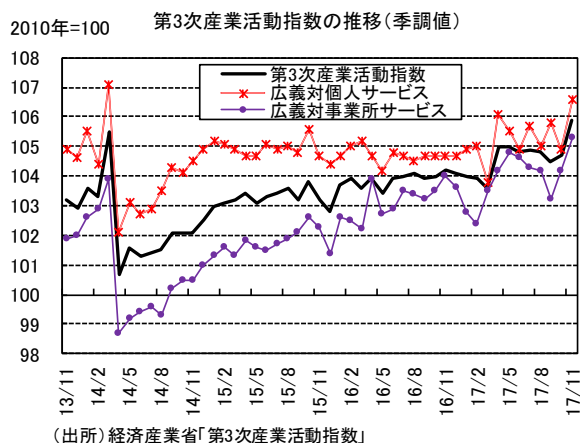
12月の国内企業物価指数は前年比+3.1%と、12ヵ月連続のプラスとなったが、11月の同+3.6%から伸び幅は縮小した。前月比では+0.2%となっており、押し上げに寄与した項目では、石油・石炭製品、化学製品、農林水産物などが目立った。押し下げ方向に寄与した項目は、電力・都市ガス・水道。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比+6.8%→+2.3%、輸入物価は同+10.3%→+7.1%と、プラス幅は縮小したものの、いずれも12ヵ月連続のプラスとなり、交易条件は対前月で悪化した。今後については、世界経済の回復や供給抑制を背景とした国際商品相場の上昇が一服することで、企業物価の上昇ペースは鈍化へ向かうと予想する。



(出所)日銀「企業物価指数」

**○ 11月第3次産業活動指数（1月16日）**

11月の第3次産業活動指数は前月比+1.1%と、2ヵ月連続のプラスで、基調判断は「高い水準で横ばい」から「持ち直しの動きがみられる」に引き上げられた。内訳では、広義対個人サービスは同+1.6%と、2ヵ月ぶりのプラスとなり、広義対事業所サービスも同+1.1%と、2ヵ月連続のプラスとなった。業種別では、11業種中、9業種が上昇、2業種が低下という結果。上昇した業種では、卸売や生活娯楽関連サービスなどのプラス寄与が大きかった。一方、低下した業種は、事業者向け関連サービスと不動産。今後については、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかな改善が続くとみる。



**○ 11月機械受注（1月17日）**

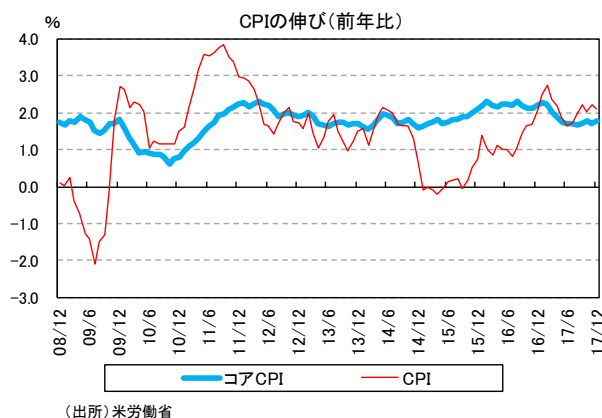
11月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比+5.7%と、2ヵ月連続のプラスとなった。リーマンショック前の08年6月に次ぐ水準まで戻っており、もとより振れの大きい統計ではあるものの、上向きのトレンド形成の蓋然性を高める良好な結果といえる。国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、製造業の能力増強投資は今後も慎重姿勢が続くとみるが、好業績のもと、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、研究開発投資などが今後の設備投資を下支えするとみている。非製造業についても、人手不足の強い業種を中心に、合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれ、2018年にかけての設備投資は回復傾向が続くと予想する。



《米 国》

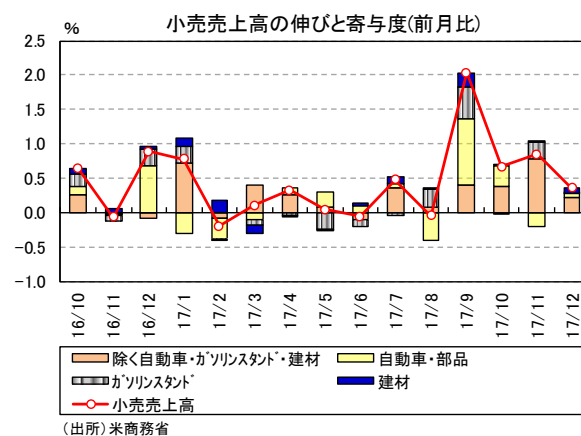
○ 12月CPI（消費者物価指数）（1月12日）

12月のCPIは前月比+0.1%と、6ヵ月連続で上昇した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.3%と、9ヵ月連続で上昇している。前年比で見たCPIは+2.1%と、前月から伸び幅が縮小した。一方、コアCPIは前年比+1.8%と、前月から伸び幅が拡大した。労働市場の需給は引き締まっているものの、賃金の伸びは加速感に欠ける状態が続いていることから、人件費の影響を受けやすいサービス価格の伸びも緩やかなものにとどまっている。加えて、技術革新を背景とした企業の価格決定力の低下など、構造的な要因も残ることから、今後の物価上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみる。



○ 12月小売売上高（1月12日）

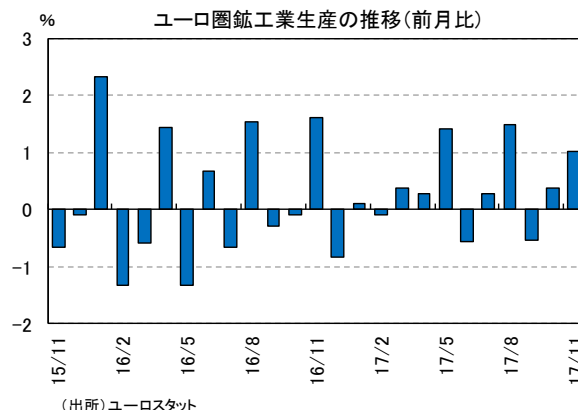
12月の小売売上高は前月比+0.4%と、4ヵ月連続で増加した。自動車・部品は同+0.2%と、前月の同▲1.0%からプラスに回帰した。ハリケーン被害による自動車の買替え需要は9~10月にかけて一巡したとみられ、今後は金融機関によるサブプライム層への自動車ローン貸出態度の厳格化などから、自動車販売は鈍化に向かうとみる。GDPの算出に使用される「除く自動車・部品、ガソリン、建材ベース」では同+0.3%と、前月の同+1.2%から伸び幅が縮小したものの、増加傾向は維持された。雇用環境の改善が続いていることや、株高を背景とした消費者マインドの改善などを背景に、個人消費は今後も回復傾向が続くと予想する。



《 欧 州 》

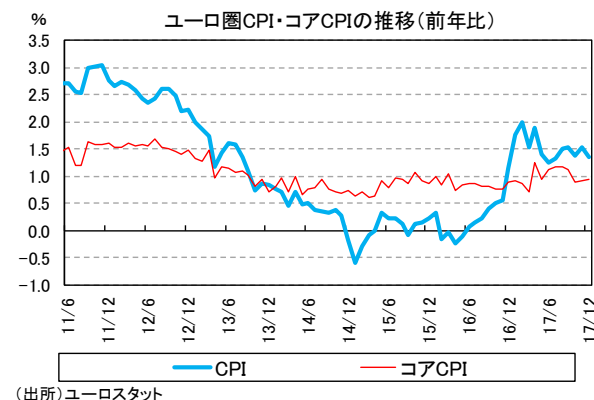
○ 11月ユーロ圏鉱工業生産（1月11日）

11月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+1.0%と、2ヵ月連続で増加した。内訳では、エネルギーのみが同+0.2%→+0.0%と伸び幅が縮小したものの、消費財が同+0.1%→+0.3%、中間財が同+0.3%→+1.1%、資本財が同▲0.2%→+3.0%と、それぞれ改善した。国別では、ドイツが同▲1.2%→+3.6%と、大幅に改善した。ドイツでは、海外景気が回復していることに加え、国内の設備稼働率も上昇しており、国内向け・海外向けの資本財受注が改善基調で推移している。今後とも、ECBによる緩和的な金融環境がユーロ圏の生産活動を下支えするとみられることなどから、ユーロ圏鉱工業生産は回復が続くとみる。



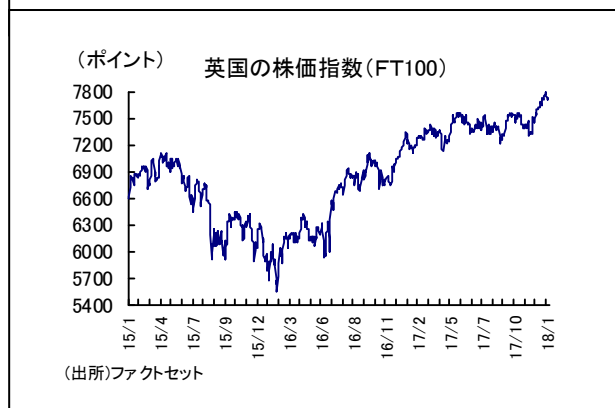
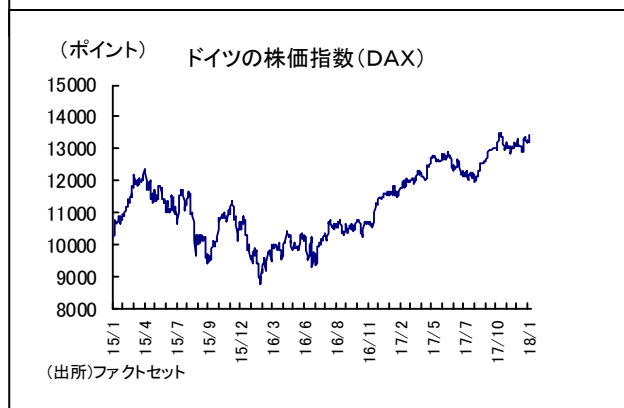
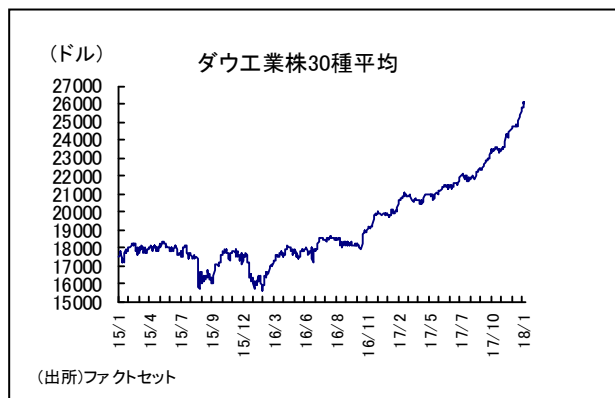
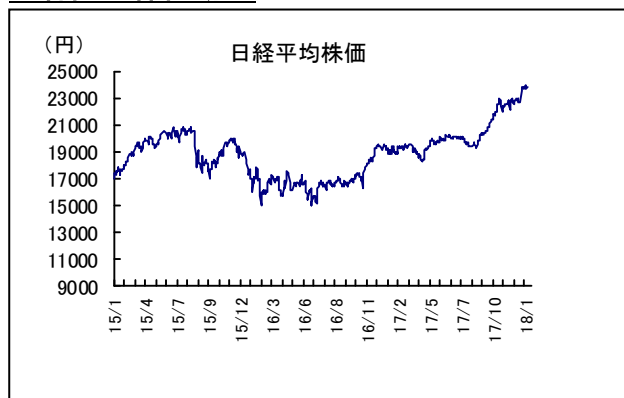
○ 12月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（1月12日）

12月のユーロ圏CPIは前年比+1.4%と、前月の同+1.5%から伸び幅が縮小した。財価格は同+1.8%→+1.5%と、エネルギー価格の伸び幅縮小などから、2ヵ月ぶりに伸び幅が縮小した。サービス価格は同+1.2%と、前月と同じ伸び幅となった。国別では、フランスが同+1.2%と、前月と同じ伸び幅となったものの、ドイツは同+1.8%→+1.6%、イタリアは同+1.1%→+1.0%、スペインは同+1.8%→+1.2%と、いずれも鈍化した。イタリアやスペインなどの国々では、高い失業率を背景に賃金の上昇ペースが緩慢なものにとどまっていることなどから、今後のユーロ圏CPIは伸び悩む展開が続くと予想する。

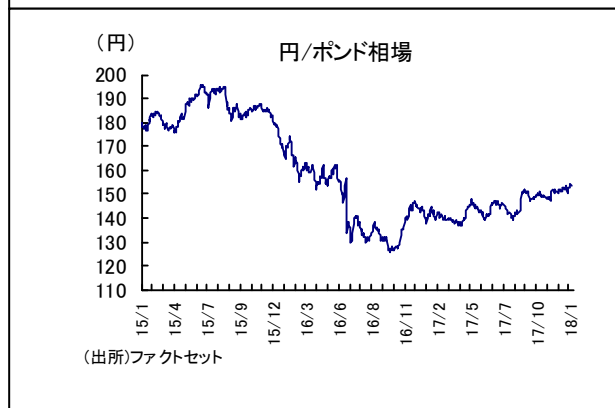
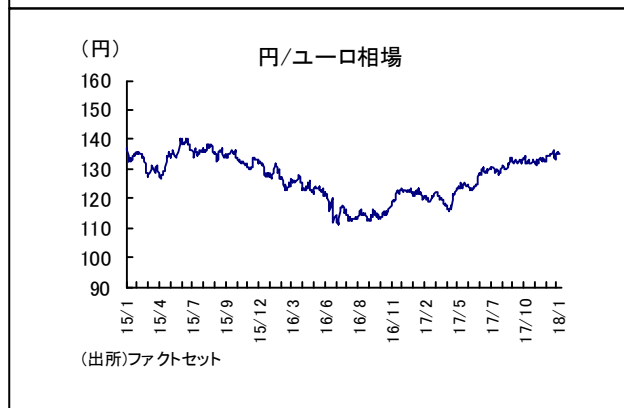
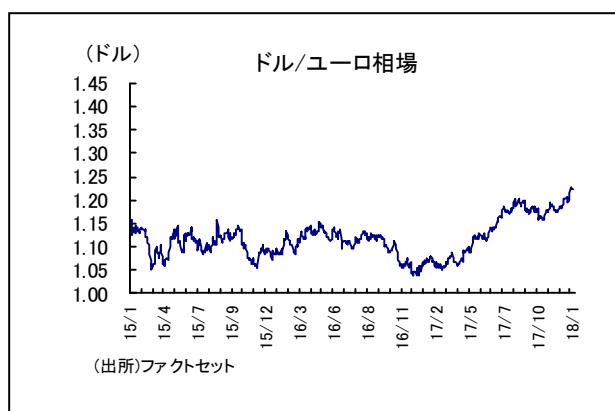
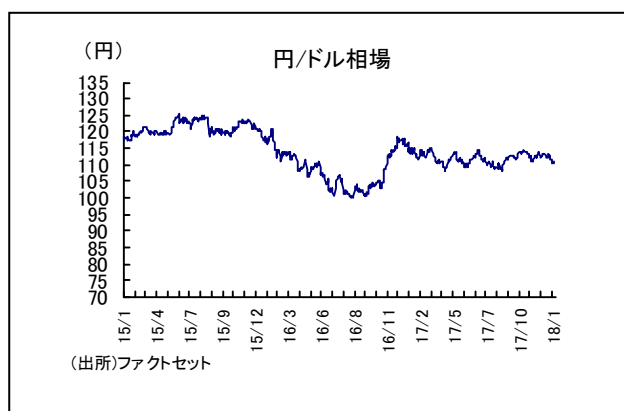


## 日米欧マーケットの動向 (2018年1月22日現在)

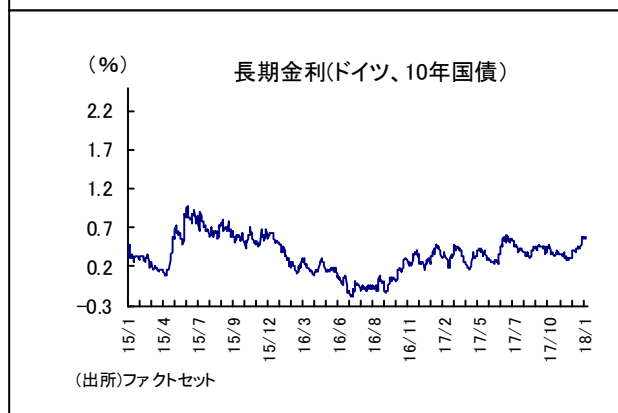
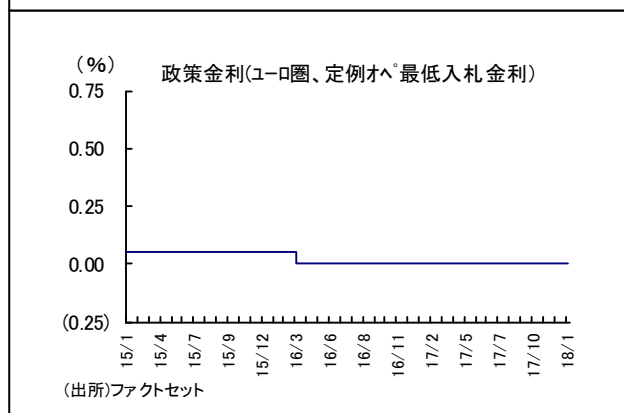
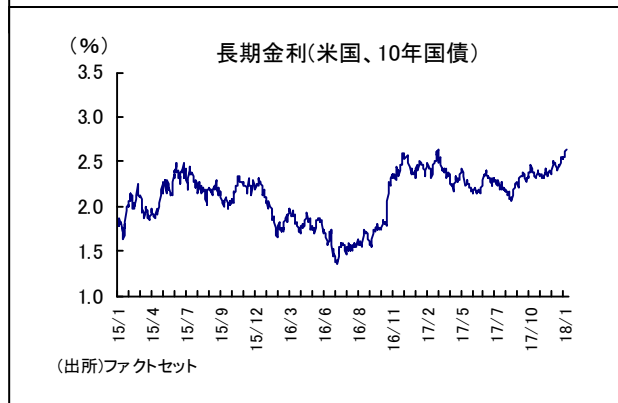
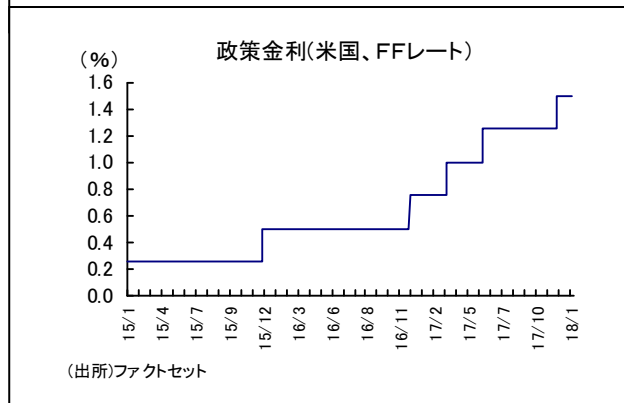
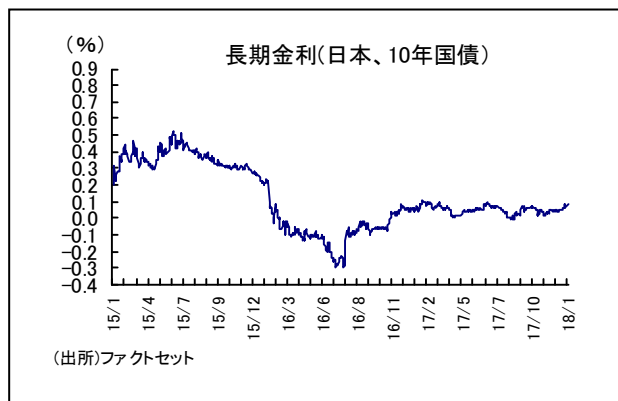
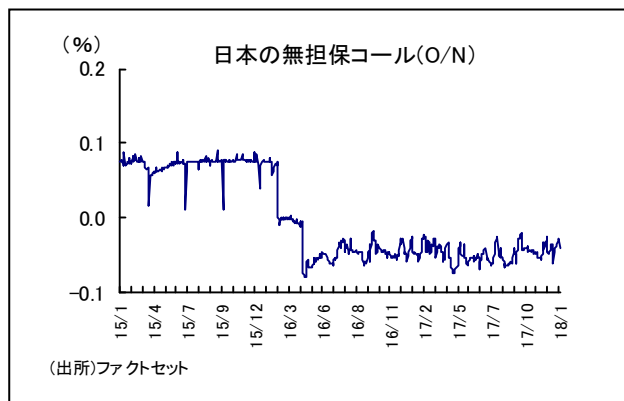
### ▽各国の株価動向



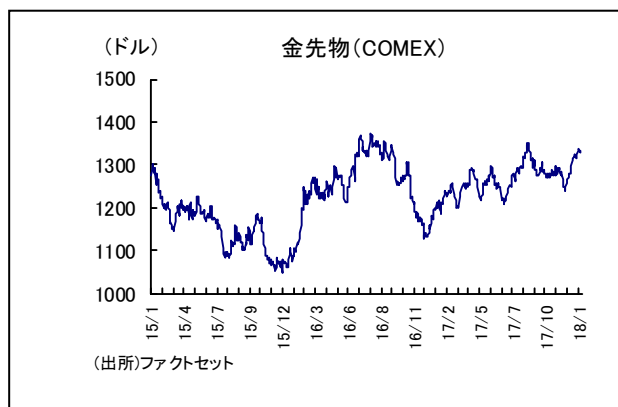
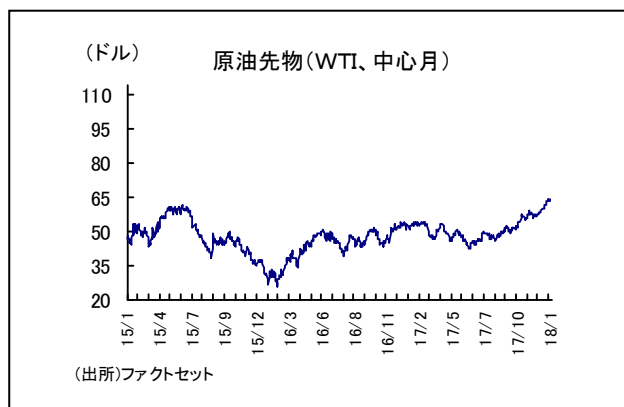
### ▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向





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

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、久保和貴、柳田亮、磯部雅人