



## 〈フォーカス〉 注目薄れる成長戦略

6月15日に、安倍政権の成長戦略である未来投資戦略2018が閣議決定された。しかし、残念ながら、市場ではほとんど無視されている。アベノミクスの「旧」3本の矢のなかで最も重要なのは成長戦略というのが、多くの経済学者、エコノミストの意見が共通するところだが、ここ数年、市場の注目度が下がった感は否めない。毎年期待を下回り続けた結果、いまや市場にとっては、「踏み込み不足」がデフォルトの状態になってしまったため、特段のポジティブサプライズが出てこない限り、反応しなくなったということだろう。

安倍政権が打ち出した初めての成長戦略は13年の「日本再興戦略」だが、このときは、事前の高い期待を裏切る内容と評価され、発表直後から株価が急落、驚いた政府が慌てて追加策の検討に走るという経緯があった。これを受け、14年の成長戦略では、法人税引下げや農協改革、混合診療解禁(患者申出療養)という「大玉」が入り、市場ではそれなりの評価を得た。これで早くも玉切れになったというわけではなからうが、2015年以降は再度尻すぼみとなり、市場の期待値も下がり続けて現在に至っている。今から思えば、市場に期待されるうちが華だったと言えなくもない。

「踏み込み不足」の理由は毎年同じで、安倍首相自身の言葉を借りれば、「成長戦略の一丁目一番地である規制改革」への踏み込みが甘いという点につきる。今年度の成長戦略の「具体的施策」は140ページもあるが、IT関連の流行り言葉は飛び交っているものの、規制改革のように政官財で難しい調整が必要になる取組はほとんど捨象されており、単に各省庁の要望事項を羅列しただけのようにみえる。流行りの分野で言えば、今最も規制改革が必要とされているのはシェアリングエコノミーだが、140ページのうち、まとまって触れられているのはわずか半ページ程度に過ぎない。自然、各々の政策は小粒で、官邸主導の目玉政策といったものはほぼ皆無である。今回の成長戦略からは、「総理大臣である私が先頭に立ち、ドリルの刃となって、あらゆる岩盤規制を打ち破っていく」という安倍首相の気概は微塵も感じられない。

規制改革は、政官財の軋轢を伴う、成果が出るまで時間がかかるといった点で本質的に政治との相性が悪いため、トップダウンで進めないことには、総論賛成・各論反対でなかなか前に進まない。この点、安倍政権はかつてないほど官邸に力があり、改革を推進できるはずであった。実際、政権発足までほとんど動いていなかった分野が、着実に前進してきた点はある程度評価できる。まだ国会審議中だが、働き方改革はその一例だろう。反面、官製市場の岩盤規制の多くはいまだに岩盤のまま横たわっている。憲法改正など、安倍首相にとっては残された任期でより優先させるべき課題が残っていることを考えれば、規制改革に割く政治的資源がどれほど残っているか、疑問視せざるを得ない。これほど力があり、かつ長期間続いた安倍政権でも積み残した改革を、ほかの政権に期待するのは難しい。改革のドライバーを「時代の流れ」や「ガイアツ」といったものに求めざるを得ないのだとしたら、頼りないことこのうえない。(Kodama wrote)

## 目次

〈フォーカス〉注目薄れる成長戦略……………	1	・ ややタカ派的だった6月FOMC……………	15
・ 経済情勢概況……………	2	・ 6月14日のECB理事会について……………	21
・ 黒田総裁は物価情勢の分析を頭出し……………	3	・ 主要経済指標レビュー……………	24
・ 成長力低下と政治の変質が負のサイクルを作る……………	9	・ 日米欧マーケットの動向……………	29
・ 6月短観の業況判断DIは小幅悪化へ……………	11		

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、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などが下支えし、当面底堅く推移すると見込む。

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、原油価格が予想以上の上昇を見せていることで、エネルギー関連品目がコア CPI の押し上げ要因となり、2018年度は+0.9%程度、2019年度は+1.3%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。雇用環境の改善や消費マインドの回復に加え、拡張的な財政政策の効果などから、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の改善が続くとみられることや所得税減税の効果などから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、雇用環境の改善や住宅在庫の水準の低さ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、増勢の鈍化を予想する。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和、法人税減税などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。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、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは ~~6~~3月のFOMCで、FF レートの誘導目標レンジを 1.5025-1.750% から、1.750-2.001.75% へと引き上げた。2018年内に残り 12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、回復傾向が続いている。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、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

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。

ECBは6月の理事会で、資産買入れ策を規模を減額したうえで2018年末まで継続し、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。 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。 ECBは2018年9月に資産買入れ策を終了し、政策金利の引き上げは、2019年9月半ばと予想する。

黒田総裁は物価情勢の分析を頭出し

景気認識は変わらず

6月14, 15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。これで、8回連続で同じ表現となった（図表1）。個別項目の判断も前回の内容がほぼ踏襲された（図表2）。先行きの見通しも「緩やかな拡大を続けるとみられる」で変化なし（図表3）。物価の現状については、「1%程度となっている」から「0%後半となっている」に下方修正されたが、これは事実を述べる部分であり、何か日銀のスタンスが変わったことを意味するわけではない。

（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	→	

（出所）日銀

一部で報道された、物価情勢について日銀が今回の会合で集中的に議論する可能性があるという点について黒田総裁は、CPIについては普段からさまざまな分析を実施しているとし、現在も7月の展望レポートに向けて議論を深めているが、総括的検証の繰り返しのような方法は考えていないとした。筆者自身、新聞を読んで「今さら感が半端ない」と感じていた部分だったが、なにか特別なレポートを提示する予定があるわけではないようだ。7月の展望レポートでは、現在18年度が1.3%となっている物価見通しの下方修正が不可避であることから、それにあわせて、展望レポート内で何かエクスキューズを用意するといったレベルのものにとどまるのかどうか、現時点ではア

ウトプットのレベル感がよくわからない。ただ、内容については、今回の定例会見で黒田総裁自身の口から、ある程度「頭出し」がされたように思う。

(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	3月（公表文）	総じてみれば着実な成長が続いている	↑
	4月（展望レポート）	総じてみれば着実な成長が続いている	→
	6月（公表文）	総じてみれば着実な成長が続いている	→
輸出	3月（公表文）	増加基調にある	→
	4月（展望レポート）	増加基調にある	→
	6月（公表文）	増加基調にある	→
設備投資	3月（公表文）	企業収益や業況感が改善するなかで、増加傾向を続けている	→
	4月（展望レポート）	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	↓
	6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	→
個人消費	3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	→
	4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	→
	6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	3月（公表文）	弱含んで推移している	↓
	4月（展望レポート）	弱含んで推移している	→
	6月（公表文）	弱含んで推移している	→
公共投資	3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	→
	4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	→
	6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	3月（公表文）	増加基調にある	→
	4月（展望レポート）	増加基調にある	→
	6月（公表文）	増加基調にある	→
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	3月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
	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	→
予想物価上昇率	3月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
	4月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
	6月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→

(出所) 日銀

**物価認識の下方修正に含み**

会合後の定例会見では、予想されていた通り、上がらない物価に関する質問が集中した。まず、足元のCPIの鈍化を踏まえ、物価の現状認識と上昇のモメンタムの有無を問う質問については、このところコア、日銀コアとも上昇幅が縮小しているのは事実だとし、短期的な要因として、春先までの円高が耐久消費財の価格低下に寄与しているほか、振れの大きい宿泊費が下がっている点を影響として挙げた。しかし、外食など、サービス業を中心に、賃金の上昇を価格転嫁に結びつける動きも目立っており、物価上昇のモメンタムは維持されているとしている。

現実には、全国CPI、東京都CPIとも伸び幅が縮小している中では、説得力に欠ける点は否めないが、「なお、先行きの物価見通しについては、展望レポートを取りまとめる次回の金融政策決定会



合において、改めて、政策委員の間で十分に議論していくことになりまし」とも付け加えており、現在実施中の物価情勢の分析に基づき、7月会合で新しい認識を示す可能性に含みを残している。

(図表3) 先行きの見通しの推移(直近月の下線部は主たる変更箇所)

項目	開催月(媒体)	評価	方向感
経済	3月(公表文)	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の既往の経済対策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な循環メカニズムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の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。	→
	4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、外需に支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。	→
	6月(公表文)	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府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な循環メカニズムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の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。	→
物価	3月(公表文)	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	→
	4月(展望レポート)	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	→
	6月(公表文)	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	→

(出所) 日銀

### 副作用の説明はより丁寧になる

緩和の副作用については、従来よりも丁寧かつ時間をかけて説明する姿勢が目立った。黒田総裁は、日銀の金融政策の影響で貸出金利が大きく低下したことが、銀行の収益性低下につながっているのは承知しているとし、「金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあることにも注意が必要」と述べた。そのうえで、現状では地銀含め、充実した資本基盤と潤沢な流動性を有しており、貸し出し意欲も依然旺盛で、最近の銀行決算を見ても相応の水準であることから、足元では金融システムへの影響が出ている状況ではないとした。

副作用を踏まえ、現行の金融政策をより持続可能なシステムに変えていく必要はないのかという質問については、今の政策は持続可能な枠組みであり、ただちに変更の必要性は考えていないとし

た。ただ、現行の金融政策を長く続けることで、(負の)影響が累積的な効果を持ちうることは認識していると述べたほか、「**低金利環境が長期化した場合のリスクというものも十分注意していく必要があると考えています**」、「**地域金融機関を含む金融機関の長期的な収益への影響は、今後とも十分注視していきたいと思っています**」と、副作用を警戒していく姿勢も強調している。そのうえで、半年に一度の金融システムレポートで詳細に金融システムの状況を把握していくとし、毎月の会合でも掘り下げた議論を続けていくとしている。現行の政策を継続した場合、今後数年間で、地域金融機関の収益環境が一段と悪化する可能性が高いことを考えれば、妥当なリスク認識であり、いずれは副作用を理由とした方向転換も十分ありうるのではないかと思わせる口ぶりであった。

また、今は出口の時期ではなくとも、出口について市場との対話は続けるのかという質問に対しては、出口について何も語っていないわけではなく、普段から短期金利と日銀のB/Sの規模の二つが課題と言っていると述べた。ただ、どのような手段と手順でいつ実施するかという点については、その時の経済金融情勢を踏まえて行なうものであり、足元のコアCPIがわずか0.7%で、2%までかなり距離があるという状況で、具体的な出口のプロセスを語るのは、市場を混乱させるおそれがあり、時期尚早だと改めて述べている。確かに、「出口」は遠いが、黒田総裁は、出口の課題になるのはあくまで短期金利であり、長期金利の調節が出口の課題とは述べていない。長期金利の調節を出口論議とは切り離して実施できる余地は残したと言えよう。

#### **日本だけ物価が上がらない理由は納得しがたい**

なぜ日本だけ物価があがらないのか、日銀が以前から説明してきたメカニズムの他に、特別なメカニズムが発生しているのかという質問に対しては、従来通り、15年続いたデフレが根強いデフレマインドとして残っている点を最初に挙げた。短期はともかく、中長期のインフレ期待がなかなか現実の物価にあわせて上がらないのが、欧米にないデフレマインドとして残っていると述べている。

黒田総裁は他にも二つの要因を挙げている。まず、失業率を見る限り、労働市場の需給はタイトにみえるが、一方でここ数年、就業者数は大きく増加しており、これは労働参加率の上昇が主因であることから、失業率には現れないスラックが残っている可能性があるとした(職探しをしない人々は非労働力人口に分類される。非労働力人口は失業者に数えない)。また、日本の場合、もともと非製造業の生産性が低いのが問題だったが、省力化投資の効果もあって、ここ数年生産性の上昇率はG7で一番高くなっている。これが、非製造業で賃金が上がっても、物価の上昇に結びつかない要因だとした。

最初の説明は、総括検証で述べた「適応的期待」の議論の繰り返しである。QQEの当初のねらいのひとつは、人々をあっと言わせるような大胆な政策を打ち出すことで、根強く残るデフレマインドを一気にひっくり返そうというものだったが、それには失敗した。今では、辛抱強く低金利政策を続けることで、多少時間をかけてでも人々のマインドが変わるのを待つとの姿勢に変わっているが、人々の「気分」の問題であるがために、いつごろ、どの程度の効果が出てくるのかといった点については、不確実性がきわめて高い。少なくとも現時点ではインフレ期待には目立った変化はなく、この間、副作用は着々と蓄積されているのが現実である。

後半の二つの理由のうち、前者は労働力人口の増加要因であり、後者は生産性が上がるという話なので、いずれも潜在成長率の上昇要因である。特に、賃金は上がっているが、それ以上に生産性が上昇しているために物価が上がらないという後者の説明は、一種のバラ色シナリオと言ってもよい。こうしたバラ色メカニズムが事実なら、しゃにむに2%をめざす意義はないと言えるだろう。

このまま生産性が上がり続ければ賃金の伸びが加速し物価も上がるとの期待も成り立つが、少なくとも足元では、多くの企業は賃上げ圧力をかわすために省力化投資で生産性の向上に勤しんでいるのが現実である。こうした行動の背景には、企業の中長期的な成長期待の低下があるとみられ、必ずしも前向きの姿勢が反映されているわけではないことから、賃上げの加速は容易に訪れない可能性が高い。

もっとも、黒田総裁はこうしたメカニズムで物価が上がると説明しているわけではない。黒田総裁は、新たに労働力化した人々のほとんどは女性と高齢者だとし、女性の就業率もすでに米国以上に上昇しているほか、日本の場合、高齢者の就業率はもともと高く、それがさらに上がっていることから、いつまでも労働市場にスラックは残らないとした。さらに、非製造業の生産性上昇もいつまでも続くものではないことから、何年とか何ヵ月かは言えないが、いずれは賃金の上昇が物価上昇に結び付くとしている。すなわち、供給力のさらなる伸びではなく、供給力の限界が訪れることが賃上げと物価上昇に結び付くとの説明である。

しかし、足元の生産性が顕著に上昇しているのであれば、潜在成長率や企業の成長期待がもっと上がってきてもよさそうなものだが、そうした兆候を確認できる調査や試算はない。生産性が上がってなおかつこの程度なのだとすると、生産性の上昇が止まったら、潜在成長率や企業の成長期待はさらに下がり、賃上げムードは逆に萎むのではないかとの予想も成り立つ。

#### ピーターパンの議論が再び

逆に、各国との共通点について、黒田総裁は、各国や BIS の議論を引用する形で大きく 3 点を挙げた。項目ごとの内容に若干重複感はあるが、①労働市場のスラックが残っている可能性、②グローバルバリエーションの進展で価格競争が激化したこと。特にサービス業含め、グローバルベースで労働市場や需給ギャップを考える必要が出てきたこと、③アマゾン効果と言われる通り、消費者がネット上で、世界ベースで価格を比較できるようになってきたこと、である。主として競争激化にスポットを当てた説明だが、個人的には、企業の成長期待の低下など、後ろ向きの要素のほうが大きいと考える。

また、「飛べるかどうかを疑った瞬間に永遠に飛べなくなってしまう」とのピーターパン発言から 3 年が経過したということで、改めて認識を問う質問も複数出されたが、黒田総裁は笑いながら、「信ぜよさらば救われんというつもりもないが、信じないとなかなか上がらないと思う」と、認識が変わらないことを示している。もっとも、重要なのは総裁が信じるかどうかではなく、国民が信じるかどうかである。量的・質的金融緩和 (QQE) の開始当初から、多くの論者が、人々のインフレ期待の上昇に繋がる経路が不明と指摘してきた。この点については中々変わりそうもない。

#### 4 月会合の議事要旨が発表される

20 日に発表された 4 月 26, 27 日開催分の議事要旨では、4 月の展望レポートにおける物価目標の達成時期の削除を巡る議論の概要が明らかになった。それによると、「多くの委員は、これまで展望レポートに記載していた 2% 程度に達する時期は、あくまで先行きの見通しであるが、市場の一部では、これを 2% の達成期限と捉えたうえで、その変化を政策変更に結びつけるといった見方も根強く残っていると指摘した」とのことである。

そのうえで、「何人かの委員は、現実の物価上昇が予想物価上昇率に波及するまでに相応の時間がかかる可能性があるなど、物価の先行きにさまざまな不確実性がある中であって、計数のみに過度な注目が集まることは、市場とのコミュニケーションの面からも適切とはいえないとの認識を示

した。こうした議論を経て、大方の委員は、2%程度に達する時期が具体的な達成期限ではないことを明確にするため、今回の展望レポートから、そうした時期に関する記述をとりやめることが適当であるとの見解を示した」としている。

総裁会見等ですでに明らかになっていた内容から特段新しい情報が加わったわけではないが、いずれにしても、限りなく敗北宣言に近い内容である。達成時期が目標ではなく予想であることは、ほとんどの市場関係者は認識していたと思われる。政策変更に直接的に結び付ける人もいなかったように思うが、元々の経緯を考えれば、たとえ予想だとしても、それとの対比で達成度を論評されるのは避けられない。それよりも、先送りを繰り返すたびに批判されることに耐えられなくなったというのが本音だろう。

議事録では、片岡委員と思われるひとりが、「2%の達成時期を明記することは、物価上昇率をできるだけ早期に2%にアンカーさせるためのコミットメントとして作用しており、今回の記述の見直しは、その効果を弱めることになりかねない」と述べており、ほかでもない、政策委員の中にもいまだに事実上の目標と捉える向きが存在することを示している。少なくとも、量的・質的金融緩和（QQE）の導入当初は、「2年」は達成期限だったはずである。しかし、期限の2年が迫っても物価が目標水準に近づく気配は一向に見えないことで、時期の方は先送りを余儀なくされる一方、「2年」の文言は残し続けたために、次第に両者のズレが拡大していった。QQEから2年を経過したあたりからは、市場関係者の間でも、日銀の物価目標は、「ローリングターゲット（フレキシブルターゲット）」にシフトしたとの見方が優勢になっていった。このころに、日銀自身が、物価目標の位置づけ変更を自ら明言していたら、「誤解」は残らなかったはずである。しかし、黒田総裁は2年を過ぎた後もしばらくの間、「2年とは、できるだけ早期と言う際に念頭に置いている期間なので、これを変える必要はない」と、理解に苦しむ説明を続けた。当然ながらこの説明もほどなく持続不可能になり、その後の総括検証につながっていくが、すべては、「敗北宣言」を避けるため、小出しの修正を積み重ねたことが招いたミスコミュニケーションである。（担当：小玉）



## 成長力低下と政治の変質が負のサイクルを作る

### 世界的に潜在成長率が低下

堅調な景気を背景に、日米欧とも失業率はほぼ完全雇用の水準に接近しつつあるが、その一方で、賃金の伸びは鈍く、景気回復の高揚感に欠く状況もある程度共通している。国・地域によってそれぞれ異なる事情を抱えているが、要因として共通点をひとつ挙げるとしたら、潜在成長率の低迷であろう（右図）。世界的に、「低体温経済」が常態化した状態と言えるかもしれない。

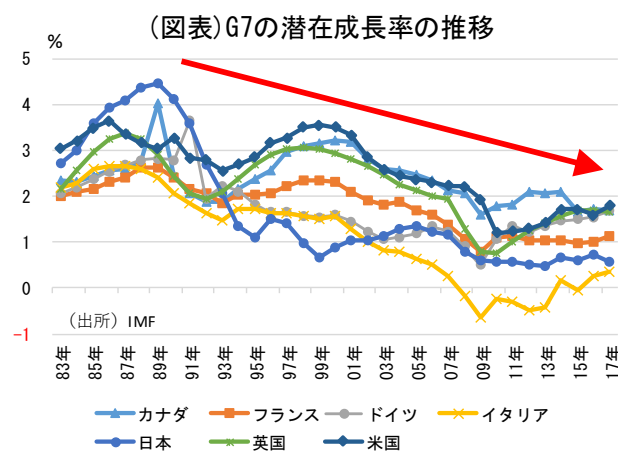
リーマンショック後、諸外国がこぞって超低金利政策を続けたことは、世界経済の下支えに一定の役割を果たしたものの、危機管理策および需要対策の域を出るものではなく、（潜在成長力を伸ばす）供給サイドの強化に寄与するものではなかった。住宅を2件も3件も買う人がいないことを考えてもわかるとおり、金融緩和による景気刺激はそもそも将来の成長力の先取りである。ゾンビ企業の温存（金利を通じた資本の適正配分機能の喪失）、財政規律の弛緩、金融仲介機能の低下等を通じ、逆に潜在成長率の押し下げ要因となってきた可能性も低くない。

潜在成長率の低下は、有望な投資機会の欠乏を意味する。一方で、主要国には大規模緩和が生んだ余剰マネーが溢れている、その結果、マネーの多くはよりてっとり早く収益の得られる資産市場に流れ込んだ。ドルキャリートレード、円キャリートレードといった取引を通じて国境を越えたマネーが、新興国バブルとでもいふべき状況を作り出したほか、カナダ、香港、豪州、北欧等では不動産バブルが深刻化した。ただ、足元では、米国が政策金利の巻き戻しを進めるなか、新興国からの資金逆流が懸念される状況となっている。不動産バブル崩壊も無視できないリスクである。超金融緩和政策が、世界経済をマネーの逆流に脆い、不安定なものとしてしまった点は否めない。

### 処方箋を誤った日本

日本の場合、供給サイドの問題と需要サイドの問題を長年混同し、誤った処方箋を施し続けてきたことが事態をより深刻なものとしている。大型経済対策を繰り返し、巨額の政府債務を積み上げた後は、インフレ率さえ上がればすべてがバラ色になるとの説に飛びつき、結局は途方もない潜在リスクを蓄積している。肝心の成長戦略は、「遅々として進んでいる」程度の成果は上げているものの、岩盤規制の多くはいまだに岩盤のまま横たわっているのが現実である。高度成長期は、拡大を続けるパイのもと、分配政策のもとでもすべての経済主体が分け前の増大にあずかることができた。しかし、いまや誰かの取り分を増やすためには誰かの取り分を減らさなければならない時代となり、税制や社会保障改革等の分配政策や、既得権益の打破を目的とする規制改革がより実行困難な課題となっている。

もともと潜在成長率が低下した理由についても、すでにさまざまな説が出されている。生産年齢人口の減少、技術革新の停滞、金融危機の後遺症、格差拡大とうとうで、これも国によって影響度に濃淡があるが、いずれも構造的な要因に根差しているため、特効薬はない。しかし、人々はより簡単な解決方法を求める。こうしたところも、多くの国でポピュリズム勢力に付け入る隙を作った



要因のひとつと考えられる。各国のアンケート調査をみると、数ある政治課題のなかでも、国民が最も関心が高いのはたいてい経済問題である。

### 不安定な政治が常態化

ポピュリズム勢力にも左派から右派までさまざまなタイプがあり、一義的に定義づけるのは難しい。あえて大胆に、かつ幅広く捉えると、「複雑な課題を簡単なスローガンに置き換え、自分達ならできると甘く囁く政治集団」といったところだろう。目に見えるスケープゴートを仕立て上げるのが国民にとって最もわかりやすい。移民やEU、既成政党、あるいは不公正な貿易のせいにするといった具合である。

悩ましいのは、こうした潮流が一過性の現象ではない可能性が高いことである。同盟国に25%の関税を課すと脅すトランプ大統領とて、本国での支持率はむしろ回復傾向にある。とりわけ共和党の支持層からの支持率は一貫して高水準を保っている。氏はいまや、米国主導で作りに上げてきた戦後の国際秩序を自ら破壊しかねない勢いである。6月初旬のG7サミットは、先進国の協調の枠組みとしてのG7の限界を改めて白日の下にさらした。しかし、数々のスキャンダルにも揺るがないコアな支持層の存在を考えると、トランプ現象は紛れもなく米国民の意思である。たとえ、次期大統領はタイプの違う人物が選ばれたとしても、長い目で見れば、類似の人物が繰り返し登場する可能性が高いということになるのではないか。

### 世界経済はお先真っ暗ではないが

世界経済がお先真っ暗と言いたいわけではない。ハイテク技術の進歩がもたらす第4次産業革命は、足元では大きく花開く過渡期にある。ほんの数年内に、生産性革命のような劇的な進歩をもたらす可能性だってある。ロバート・ゴードン教授が潜在成長率低下の要因として指摘した、技術革新の停滞ははたして錯覚だったということになるのだろうか。3Dプリンターが「家」やセーターをプリントアウトする時代になるなど、目に見える形で技術革新が押し寄せている現状をみると、決して確率は低くないと思う。

問題は、こうした楽観的シナリオの実現に、各国の政策が寄与する部分はあまり大きくなさそうだという点にある。有望な分野には、放っておいても民間資金が流れ込む。もちろん、政府が正しい政策のかじ取りができるに越したことはない。しかし、ポピュリズム勢力の台頭で身動きが取れなくなっている欧州や、マイナス金利で潜在成長率を押し下げている日本、斜陽産業の復権に心血を注ぐトランプ氏等を見ていると、政府が足を引っ張ることこそあれ、世界経済の中長期的な成長トレンドを改善するのに積極的な役割を果たす展開は期待できそうにない。（担当：小玉）

## 6月短観の業況判断DIは小幅悪化へ

### 政府は基調判断を維持

政府は、6月19日に公表した月例経済報告において、基調判断を「景気は、緩やかに回復している」と6ヵ月連続ですえ置いた。先行きについては、「雇用・所得環境の改善が続かなかで、各種政策の効果もあって、緩やかに回復していくことが期待される。ただし、海外経済の不確実性や金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある」としている。米中貿易摩擦懸念や南欧の政局不安など、海外発のリスク要因を意識した表現とみられる。こうした環境下、企業が足元や先行きの景気動向をどのように見ているのか、7月2日に公表される日銀短観（6月調査）の公表が待たれるところである。本稿では、日銀短観と連動性の高いロイター短観、QUICK短観、内閣府の景気ウォッチャー調査などから、その結果を予想した。

### 大企業・製造業の業況判断DIは悪化へ

まず、大企業・製造業の業況判断DIは、3月調査の+23から+22へ、1ポイントの悪化を予想する(図表1)。米国の保護主義的な貿易政策への警戒感や、原材料価格、人件費の上昇などのコスト増が景況感を下押しすると見込む。

大企業・製造業の業況判断DIと関連の高いロイター短観を見ると、6月の製造業の業況判断DIは+26と、3月の+28から2ポイント悪化した(図表2)。月次の推移では、4月は+21(前月から7ポイント悪化)、5月は+22(同1ポイント改善)、6月は+26(同4ポイント改善)となっている。3月23日に米国が中国製品に高関税を課す制裁措置を発表し、日経平均株価が1,000円近く急落したことなどもあり、業況判断DIは4月に大きく落ち込んだ後、6月にかけてやや持ち直している形である。

業種別に前回調査からの動きを見ると、9業種中、5業種(繊維・紙パ、化学、石油・窯業、鉄鋼・非鉄、精密機器)が改善、4業種(食品、金属・機械、電機、輸送用機器)が悪化となった。企業からは「半導体メモリ市況が好調」、「公共工事を中心に需要が伸長」といった世界的な半導体需要の底堅さや、良好な受注環境を指摘する声が挙がっている。一方、「米国、中国を中心とした保護主義的な政策の拡大、南欧の政局不安などを鑑み、顧客の設備投資意欲が高くない」といった海外のリスク要因を懸念する声や、「原材料高騰によるマージン圧縮」といったコスト増の影響についての声も多く、好調な需要の効果を打ち消す形となった。

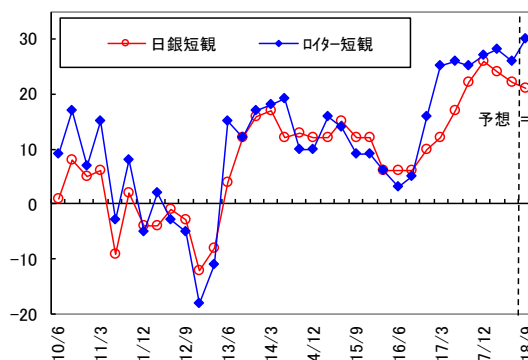
QUICK短観を見ると、製造業の業況判断DIは+29と、3月の+35から6ポイント悪化した。月次の推移を見ると、4月は+29(前月から6ポイント悪化)、5月は+30(同1ポイント改善)、6月は+29(同1ポイント悪化)となっている。4月の特別調査では、世界的な貿易摩擦の強まりが2018年度の業績に与える影響について、「マイナスの影響を受ける」の回答が全体の46%と、「ブ

(図表1)日銀短観(6月調査)業況判断DIの予想

	3月調査実績		6月調査の当社予測値			
	3月最近	6月先行き	6月予測	変化	9月予測	変化
大企業	23	20	22	▲1	21	▲1
製造業	24	20	22	▲2	21	▲1
非製造業	23	20	22	▲1	20	▲2
中小企業	11	7	10	▲1	8	▲2
製造業	15	12	13	▲2	10	▲3
非製造業	10	5	9	▲1	6	▲3

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

(図表2)景況感指数の推移(大企業・製造業)



(出所)日銀、ロイター短観より明治安田生命作成

ラスの影響を受ける」の1%を圧倒的に上回った。貿易摩擦への強い懸念が示されており、4月の業況判断DIを大きく悪化させた主因と考えられる。

以上のように、堅調な海外景気を背景とした好需給環境の継続が、製造業にとってプラスに働くものの、足元で激化懸念が煽っている米中貿易摩擦への不安が、景況感を下押しすると考えられ、日銀短観における大企業・製造業の先行き9月は+21と、6月調査の当社予想(+22)から1ポイント悪化すると予想する。

### 大企業・非製造業の業況判断DIも悪化へ

ロイター短観における非製造業の業況判断DIは、3月の+35から、6月は変わらずだった(図表3)。月次の推移を見ると、4月は+36(前月から1ポイント改善)、5月は+39(同3ポイント改善)、6月は+35(同4ポイント悪化)と、2018年1月以降続いた改善に一服感が出ている。業種別に前回調査からの動きを見ると、6業種中2業種(卸売、通信・情報サービス)が改善、3業種(小売、運輸・電力等、その他サービス)が悪化、1業種(不動産・建設)が横ばいとなった。「五輪・主要都市開発案件が続き、鋼材需要や荷動きが好調」という声があった一方で、「個人消費は盛り上がりこないと、消費が緩慢な回復にとどまっていることを指摘する声もあった。

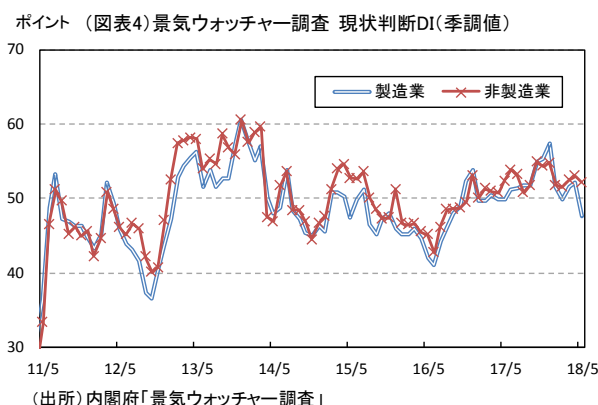
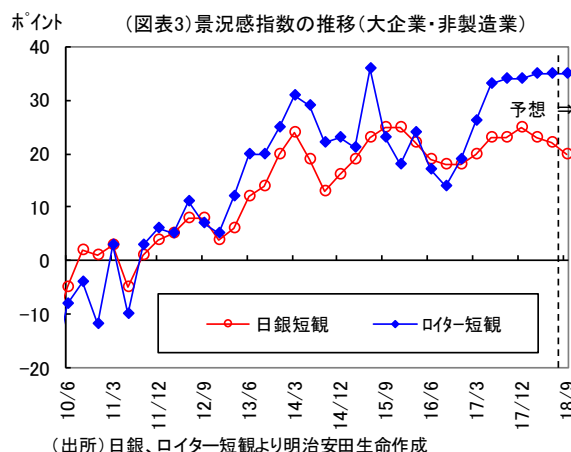
QUICK短観では、非製造業の業況判断DIは、3月の+40から、6月は+38へと、2ポイント悪化した。単月の推移を見ると、4月は+39(前月から1ポイント悪化)、5月は+38(同1ポイント悪化)、6月は+38(前月から変わらず)となった。

慢性的な人手不足などが下押し圧力となり、日銀短観における大企業・非製造業の業況判断DIは、3月調査の+23から+22へと、1ポイント悪化すると予想する。先行きの業況判断DIについても、9月の当社予想(+22)から+20へと、2ポイント悪化するとみている。

### 中小企業の業況判断DIも悪化を予想

5月の景気ウォッチャー調査を見ると、企業動向関連DIが50.1(製造業47.6、非製造業52.2)と、2ヵ月ぶりに悪化した。ウォッチャーの判断理由を見ると、「受注量は引き続き堅調で、やや良い景況感が持続している。方向性としては良い意味での横ばいとなっている。(北海道=通信業)」と、緩やかな景気回復を実感する声や、「5月は、良い天候により、サービス業、小売業共に客足が増え売上が伸びているため、全体的には景気は良くなっている。

(九州=金融業)」といった、冬場の天候不順からマインドが持ち直していることを示す声が挙がっている一方で、「資材価格、燃料価格が徐々に上昇してきている。(東北=農林水産業)」、「以前よりも経費の割合が増え、利益が出にくくなっている。(北関東=不動産業)」など、コスト増を指摘する声も目立つ。「国内景気低迷により国内販売の見通しが落ち込んでおり、受注量が減少





している。（中国＝その他製造業）」と、直接的に景気のピークアウトを指摘する声もあった。

先行きの企業動向関連DIは49.5（前月差▲0.8ポイント）と2ヵ月ぶりに悪化し、9ヵ月ぶりに節目となる50を下回った。ウォッチャーからは、「消費者の低価格化がますます進んでいる。（東北＝繊維工業）」と、家計の節約志向の根強さを指摘する声があるなか、「原材料、人件費、物流費の上昇が避けられない状況だが、販売価格にすべてのコストアップ分を転嫁できない。（四国＝食料品製造業）」と、コストの上昇を価格転嫁しにくい状況を指摘する声や、「海外情勢の影響を受けることが多く、国内景気は安定せず、回復が停滞している印象を受ける。（近畿＝広告代理店）」と、堅調な海外景気を背景に回復してきた日本経済の先行き不透明感を指摘する声もあった。こうした状況を踏まえ、日銀短観における中小企業・製造業の業況判断DIは、6月調査の+15から+13へと2ポイント悪化、先行きについては、人手不足などが引き続き下押し圧力となると見込まれることから、+10と3ポイントの悪化を予想する。中小企業・非製造業も、現状判断は3月調査の+10から+9へと1ポイント悪化、先行きは+6と、3ポイントの悪化を見込む。

**大企業の設備投資計画は上方修正へ**

日銀短観において、業況判断DIと並んで注目度が高いのが設備投資計画である。法人企業景気予測調査では、2018年度の設備投資計画（ソフトウェアを除く、土地を含む）は、1-3月期調査の前年度比▲11.7%から、この4-6月調査では同▲0.3%へと上方修正された。規模別に見ると、大企業が同+6.6%から同+17.9%へ、中小企業が同▲30.0%から同▲24.6%へと上方修正されている。中小企業の設備投資計画は年度末に向けて徐々に固まっていき、上方修正されていく傾向にあり、今回も同様の動きとなっているとみる。

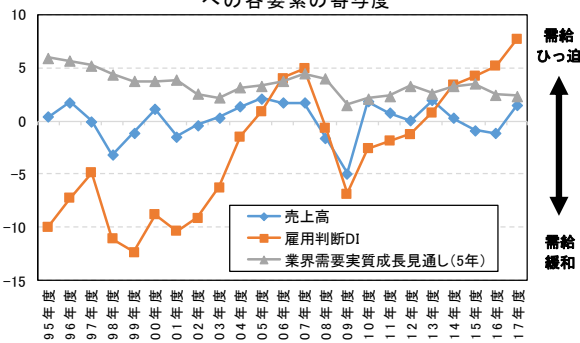
日銀短観でも、企業の設備投資計画は上方修正されると予想する。企業収益の改善傾向が続くなか、人手不足を背景とした合理化・省力化投資などが押し上げ要因になったとみている。当社の試算では、短観の設備判断DIを被説明変数とし、同じく短観の売上実績（前年度比）と雇用判断DI、および内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」における「業界需要の実質成長率見通し（今後5年の見通し）」の3変数を説明変数にとると、高い相関が確認でき（図表5）、各説明変数の設備判断DIの理論値への寄与度を計算すると、人手不足要因の寄与する部分が、2013年度以降大きくプラス幅を拡大させている（図表6）。以上から、2018年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年度比+3.1%と、3月調査の予測値である同▲0.7%から上方修正される

（図表5）短観設備判断DIの決定要因（1995年度～2017年度、年次）

	大企業全産業	大企業製造業	大企業非製造業
説明変数	係数	係数	係数
売上	-0.33 ***	-0.35 ***	-0.14 **
雇用判断DI	0.41 ***	0.64 ***	0.18 ***
業界需要の実質成長率 （今後5年の見通し）	-2.62 ***	-5.32 ***	-1.48 ***
$R^2$	0.98	0.96	0.92

\* :5%基準で有意 \*\* :1%基準で有意 \*\*\* :0.1%基準で有意(t値)  
※設備・雇用判断DIは数値が下がればひっ迫、上がれば緩和なので、符号条件は売上と業界需要の実質成長率がマイナス、雇用判断DIがプラス

（図表6）設備判断DI（大企業/全産業、理論値）への各要素の寄与度



（出所）明治安田生命作成

（図表7）日銀短観設備投資計画予想（全産業・前年比）

	16年度 実績	17年度		18年度	
		3月 調査	6月 当社予測	3月 予測	6月 当社予測
	%	%	%	%	%
全規模	0.4	4.0	3.6	▲0.7	3.1
製造業	2.6	6.5	4.6	6.0	12.3
非製造業	▲0.7	2.7	2.9	▲1.5	▲3.0
大企業	▲2.1	5.2	3.3	2.3	10.0
製造業	4.3	7.3	5.3	4.9	15.0
非製造業	▲5.4	4.0	1.7	0.8	6.2
中小企業	8.8	▲4.2	1.3	▲16.8	▲13.0
製造業	▲6.7	▲2.2	2.3	▲0.1	3.8
非製造業	16.3	▲5.1	0.8	▲25.0	▲20.8

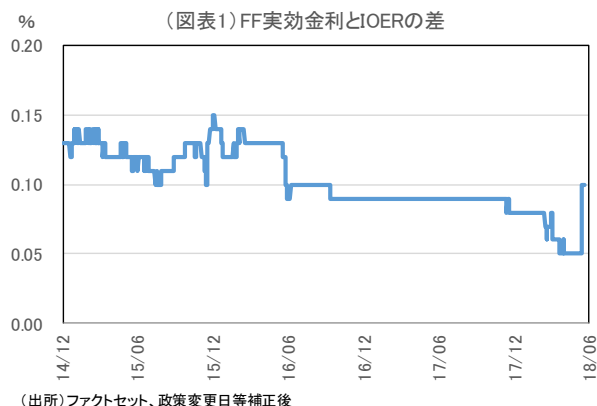
（出所）日銀短観等より明治安田生命作成

と予想する（図表7）。規模別では、大企業が同+2.3%から同+10.0%へ、中小企業が同▲16.8%から同▲13.0%へと、いずれも上方修正されると見込む。（担当：柳田）

ややタ力派的だった6月FOMC

FRBは今年2回目の利上げを実施

6月12-13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金利の誘導目標レンジが、市場予想どおり1.50-1.75%から1.75-2.00%へ引き上げられた。利上げは3月に続いて今年2回目となる。また、従来、FF金利の誘導目標上限に設定されてきたIOER（超過準備預金金利）については、5月のFOMC議事録でも示されていたように、FF実効金利が足元で上昇し、IOERとの乖離幅が縮小している状況を踏まえて、6/14以降、技術的な調整として誘導目標上限の2.00%ではなく1.95%に変更することが発表された。これにより、両金利のスプレッドは会合前と比べてワイド化している（図表1）。



なお、パウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長は会見で、来年1月から会合ごとに記者会見を開くことを表明し、市場との対話をより円滑に行なう方針を示している。

基調判断を上方修正、利上げ継続姿勢を明確化

声明文中における現状判断は、足元の景気の見方を「緩やかに拡大」から「堅調に推移」へ上方修正し、1-3月期の成長率の鈍化が一時的なものであったとの判断を示した。アトランタ連銀が公表するGDPNowでも、4-6月期の成長率は前期比年率+4.7%に拡大する見通しが示されている（6月19日時点）。また、直近5月の失業率が3.8%と、2000年4月以来の水準まで低下したことを受けて、失業率の見方を「低位で推移」から「低下」に上方修正したほか、個人消費の見方も上方修正した。物価に関しては、「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」としながらも、「インフレ期待を示す市場の指標は低いまま」との文言を削除した。ブレイクイーブンインフレの水準が上昇してきた状況を反映したものとみられる。

先行きについては、金融政策のさらなる段階的な「調整」という文言を「上昇」に変更し、今後の利上げ継続姿勢をより明確化した。今回のFOMCで利上げを実施したものの、金融政策のスタンスは引き続き「緩和的」とする見方を維持しており、今後の利上げが景気拡大や堅調な雇用市場を維持し、インフレ率を2%近辺で推移させることにつながると、引き続き利上げ継続の必要性について言及している。

物価の先行きに関する文言は、5月のコアCPIが前年比で+2.2%に上昇したものの、変更はなかった。現時点では、2%を挟んで対称的とされる物価目標の範疇と判断し、今後の動向を見守る意向と考える。

金融政策の正常化を着実に実行

同時に発表されたFOMCメンバーの経済見通しは、2018年の景気見通しが前期比年率+2.7%→+2.8%に上方修正された（図表2）。ただ、2019、2020年は前回3月予測と同じく、2020年にかけて回復ペースが鈍化する見通しとなっている。また、失業率の見方

(図表2) 6月FOMC経済見通し

	2018	2019	2020	長期
実質GDP成長率	2.8	2.4	2.0	1.8
(3月予測)	2.7	2.4	2.0	1.8
失業率	3.6	3.5	3.5	4.5
(3月予測)	3.8	3.6	3.6	4.5
PCEデフレーター	2.1	2.1	2.1	2.0
(3月予測)	1.9	2.0	2.1	2.0
コアPCEデフレーター	2.0	2.1	2.1	—
(3月予測)	1.9	2.1	2.1	—
FF金利	2.4	3.1	3.4	2.9
(3月予測)	2.1	2.9	3.4	2.9

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

(出所) FRB

も上方修正され、緩やかながら低下傾向が続く見通しが示されたが、Longer run（長期）の4.5%は維持されており、賃金に上昇圧力がかかりやすい状況が続くことが想定されている。ただ、物価については、PCE、コアPCEデフレーターともに前年比2%近傍で安定的に推移する見通しとなっており、賃金上昇による物価への波及効果は引き続き限定的とみなしているようだ。

ドットチャート（図表3）については、2018年の利上げ見通し（中央値）に関し、FOMCメンバーのうち1名が今年3回から4回の利上げ予想に変更したことに伴い、3回から4回に引き上げられた。ただ、今年の利上げが3回以内にとどまるとみるメンバーが7名に対し、4回以上とみるメンバーが8名と、見方は依然拮抗している。2019年の利上げは年3回予想と、3月時点から変わらなかったが、2018年の予測値が引き上げられたことで、中央値は2.875%から3.125%にシフトした。一方、2020年の利上げ予想が2回から1回に減少した結果、2020年末の水準は3月時点から変化していない。Longer run（長期）の水準も、2.875%で前回から維持されたが、FF金利がLonger run（長期）を上回るタイミングは2020年から2019年に1年前倒しとなっている。

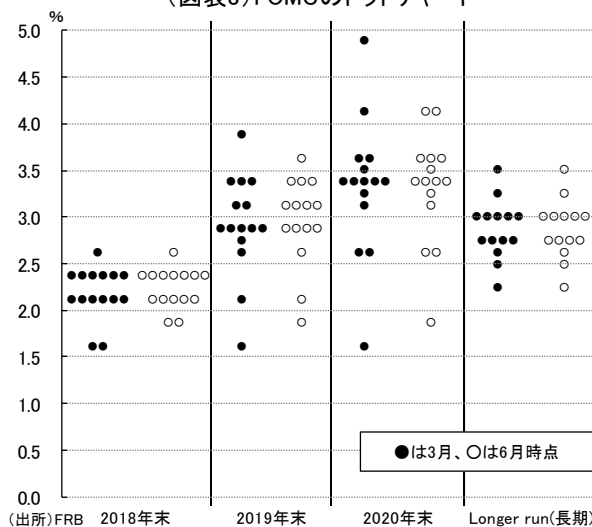
注目されたフォワードガイダンスに関しては、「FF金利は当面、長期に達成すると見込まれる水準を下回って推移する可能性が高い」としてきた文言を削除した。景気回復が続き、インフレも2%近傍へ上昇するなか、FF金利が、FRBが中立と考える水準に徐々に近づいている状況を反映したとみられる。FRBは、金融危機対応からの脱却を目指し、これまで利上げ、バランスシートの縮小を行ってきたが、今回はフォワードガイダンスの削除に踏み切り、金融政策の正常化を着実に進めている。

**今後の見通し**

今回のFOMCでは、ドットチャートが僅かながら上方修正され、フォワードガイダンスも削除されるなど、ややタカ派的な内容だったと考える。FOMC後に市場の利上げ織込みもやや高まった（図表4）。ただ、ドットチャートの修正が行われたとはいえ、FOMCメンバーによる2018年の利上げ見通しは、依然として年3回か4回かで拮抗している。フォワードガイダンスに関しても、5月のFOMC議事録で検討したことが示されていたとおり、現在の米国のファンダメンタルズを考えれば、いずれは取り払われるはずのものだった。

6月18日にニューヨーク連銀総裁に就任した、元サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁は、足元の自然利子率が約0.5%まで低下しており、FRBのインフレ

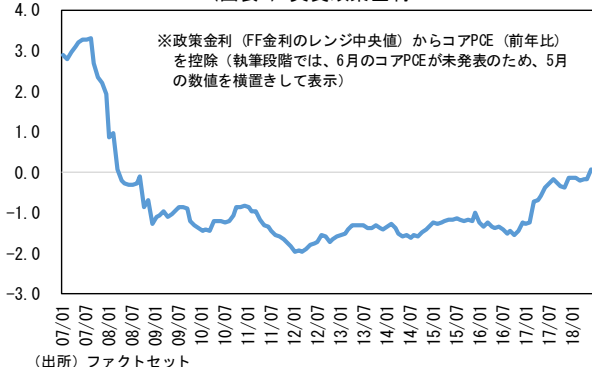
（図表3）FOMCのドットチャート



（図表4）FF金利先物市場の利上げ織込み



（図表5）実質政策金利





目標である 2%が達成されているとすれば、中立的な政策金利は 2.5%程度になるとの考えを示している。同総裁がニューヨーク連銀総裁に就任したことで、FRB 内での影響力が強まることが予想され、今後の利上げに関しては、まず 2.5%という水準が意識されることとなろう。2.5%は、25bp の利上げをあと 2 回行えば到達する水準である。これまでの利上げによって、実質ベースで見た FF 金利はほぼゼロに近づいており、今後、物価の伸びが加速しなければ、さらなる利上げは実質 FF 金利を明確にプラス圏へと押し上げることとなる（図表 5）。今後はこれまでの利上げとは異なり、利上げを検討するごとに、より慎重な対応が求められる領域に近づくといえる。雇用環境の改善は続いているものの、賃金に加速の動きは見られず、イエレン元 FRB 議長が「謎」とした状況は続いていることから、今後の利上げはゆっくりとしたペースが最適解という状態は変わっていない。FRB の利上げは年内に追加で 1 回、来年も 2 回程度にとどまると予想する。（担当：大広）

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2018/5/1-2	2018/6/12-13
<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>March</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising at a moderate rate. Job gains have been strong, <u>on average</u>, in recent months, and the unemployment rate has stayed low. Recent data suggest that growth of household spending moderated from its strong fourth-quarter pace, <u>while</u> business fixed investment <u>continued to grow strongly</u>. On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy have <u>moved close to</u> 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p>	<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>May</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising at a <u>solid</u> rate. Job gains have been strong, on average, in recent months, and the unemployment rate has <u>declined</u>. Recent data suggest that growth of household spending <u>has picked up</u>, while business fixed investment <u>has continued to grow strongly</u>. On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy have moved close to 2 percent. <u>Indicators</u> of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p>
<p><u>3月</u>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、経済活動は緩やかに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ヵ月、均してみると強く、失業率は低位で推移した。最近のデータからは、個人消費の拡大ペースが、前四半期よりは鈍化した<u>一方</u>、設備投資は力強い伸びが続いたことが示された。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、<u>2%に近づいた</u>。インフレ期待を示す市場の指標は低いままであり、調査に基づく長期的なインフレ期待の指標は総じてほとんど変わらなかった。</p>	<p><u>5月</u>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<u>堅調に</u>推移していることを示している。雇用者数の増加はここ数ヵ月、均してみると強く、失業率は<u>低下</u>した。最近のデータからは、個人消費の拡大ペースが<u>加速</u>し、設備投資は力強い伸びが続いていることが示された。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、<u>2%に近づいた</u>。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;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・足元の景気の見方を「緩やかに拡大」から「堅調に推移」へ上方修正。</li> <li>・足元の失業率が改善していることを受けて、「低位で推移」から「低下」に上方修正。</li> <li>・個人消費の見方を上方修正し、1-3月期の鈍化が一時的であったことを示唆。</li> <li>・「インフレ期待を示す市場の指標は低いまま」との文言を削除。</li> </ul>	
<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with further gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace in the medium term and labor market conditions will remain strong. Inflation on a 12-month basis is expected to <u>run near</u> the Committee's <u>symmetric</u> 2 percent objective over the medium term. Risks to the economic outlook appear roughly</p>	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects <u>that 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</u> the Committee's symmetric 2 percent objective over the medium term. Risks to the economic outlook appear roughly balanced.</p>

<p>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、金融政策のスタンスのさらなる段階的な調整によって、経済活動は中期的に緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況は力強い状態が続くと予想している。前年比ベースのインフレ率は、中期的に委員会の<u>対称的な目標である2%付近で推移する</u>と予想している。景気見通しに対するリスクは概ね安定しているとみられる。</p>	<p>法で定められた責務に基づき、委員会は雇用の最大化と物価安定の促進をめざしている。委員会は、<u>FFレートの目標レンジ内におけるさらなる段階的な上昇が、経済活動の拡大や労働市場の力強い状況を維持し</u>、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している。景気見通しに対するリスクは概ね安定しているとみられる。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>金融政策のさらなる段階的な「調整」という文言を「上昇」に変更し、今後の利上げ継続を示唆。今後の利上げが景気拡大や堅調な雇用市場を維持し、インフレ率を2%近辺で推移させることにつながると、利上げ継続の必要性に言及。</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 at 1-1/2 to 1-3/4 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting strong labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.</p> <p>労働市場の状況とインフレの実績と見通しを踏まえ、委員会はFFレートの誘導目標レンジを1.50-1.75%で<u>すえ置く</u>ことを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、労働市場の強まりと、2%のインフレへの持続的な回帰を支える。</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 to <u>1-3/4 to 2 percent</u>. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting strong labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.</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>1.75-2.00%に引き上げる</u>ことを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、労働市場の強まりと、2%のインフレへの持続的な回帰を支える。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>政策金利を1.75-2.00%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 objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant further gradual</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 <u>maximum employment objective</u> and <u>its symmetric 2 percent inflation objective</u>. 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.</p>

<p>increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</p>	
<p>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尺度、インフレ圧力およびインフレ期待を示す指標、金融と国際動向の見通しを含む幅広い情報を考慮する。委員会は対称的なインフレ目標との比較で、インフレの実際の進捗と見通しを注視する。委員会は、経済状況がFFレートの緩やかなさらなる引き上げを正当化する形で進むと予想しており、FFレートは当面、長期に達成すると見込まれる水準を下回って推移する可能性が高い。しかしながら、FFレートの実際の道筋は、今後入手するデータによる経済見通し次第である。</p>	<p>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;          ・「委員会は、経済状況がFFレートの緩やかなさらなる引き上げを正当化する形で進むと予想しており、FFレートは当面、長期に達成すると見込まれる水準を下回って推移する可能性が高い」としてきた、フォワードガイダンス部分を削除。</p>	
<p>Voting for the FOMC monetary policy action were Jerome H. Powell, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; Thomas I. Barkin; Raphael W. Bostic; Lael Brainard; Loretta J. Mester; Randal K. Quarles; and John C. Williams.</p>	<p>Voting for the FOMC monetary policy action were Jerome H. Powell, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; Thomas I. Barkin; Raphael W. Bostic; Lael Brainard; Loretta J. Mester; Randal K. Quarles; and John C. Williams.</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、ダドリー副議長、バーキン総裁、ボスティック総裁、ブレイナード理事、メスター総裁、クオールズ総裁、ウィリアムズ総裁。</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、ダドリー副議長、バーキン総裁、ボスティック総裁、ブレイナード理事、メスター総裁、クオールズ総裁、ウィリアムズ総裁。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;          ・反対票はなし。</p>	



## 6月14日のECB理事会について

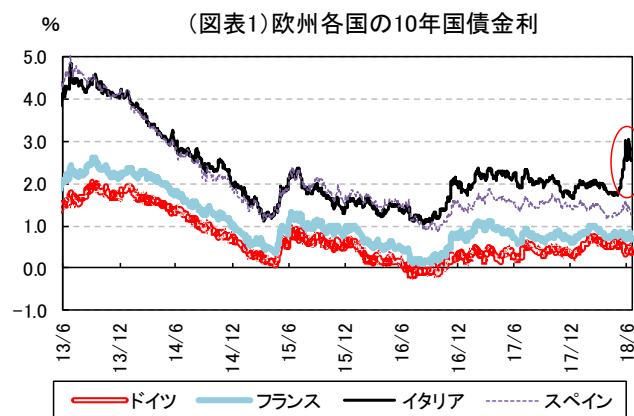
### 緩和縮小へのさらなる一歩

6月14日開催のECB（欧州中央銀行）理事会では、①資産購入策（APP）は10月以降、現行の毎月300億ユーロから150億ユーロへ減額し、2018年末で終了する、②購入した資産の再投資は長期に渡り継続する、③政策金利は少なくとも2019年夏中まで現状水準ですえ置く、という三点が決定された。

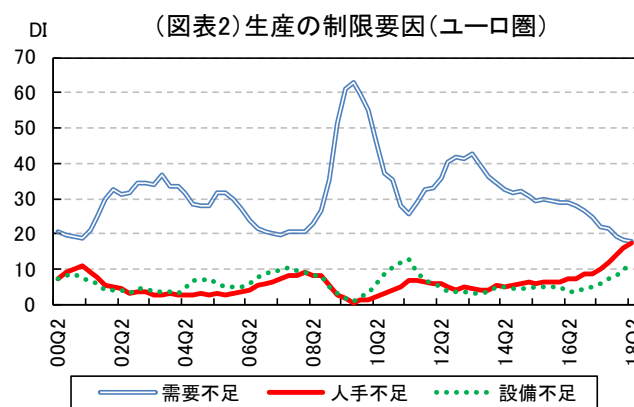
ECBは、昨年10月に資産買入れ額を毎月600億ユーロから300億ユーロに減額した。その際、2018年9月までの政策継続を決定しており、市場では、今回か、あるいは7月の定例理事会で10月以降の計画が示されると考えられていた。年内の買い取り終了自体は市場のコンセンサスどおりだが、イタリアの政局混乱に伴う同国国債金利の急上昇もあって（図表1）、発表自体は7月にずれ込むのではないかとの見方も増えていた。

しかし、結果としては、6月6日にECBのプラト専務理事が「来週の理事会で資産購入策を年内に終了させるか討議する」と述べていたとおりで、2018年末での資産購入策の終了が決定された。ECBの政策が、イタリア一国の政治・財政問題に振り回されてはならないという教条的な理由もあると思われるが、ファンダメンタルズ的にも、ユーロ圏景気の基調的な強さを背景に、インフレ率が中期的に目標に達する経路に乗っている、という自信があることが背景とみられる。ドラギ総裁は会見で、ユーロ圏景気の現状について細かく説明しており、家計消費、設備投資、住宅投資、輸出などが今後も堅調な推移を続けると述べた。大規模な資産購入策にマイナス金利を組み合わせるという「超」金融緩和を背景に、ユーロ圏ではドイツを中心に、すでに需要不足ではなく、労働力や設備の不足が生産のボトルネックとなりつつある（図表2）。このような状態を鑑み、ECBは追加的な資産購入策による景気の下支えは最早不要と判断したということである。

また、イタリアの財政問題を理由に決定を7月に先延ばししたと見做されれば、市場がイタリア問題の深刻さを改めて再認識する機会を与えるという点で、むしろ逆効果となるリスクもあった。イタリア国債金利は依然高止まりしているが、今のところ周辺国への伝播はわずかで、イタリア国内の問題にとどまっている。むしろ世界的には、北朝鮮情勢の緊張緩和や米景気の好調持続もあって、為替相場ではドル買い機運が高まり、先進国の株価も上昇基調と、むしろリスクオンムードが高まりつつあった。従って、金融市場、特に為替相場への影響を最小限にとどめながら、量的緩和の縮小を決定するのであれば、むしろ今月がチャンスとの判断に傾いたものとみられる。



(出所)ファクトセット



(出所)欧州委員会

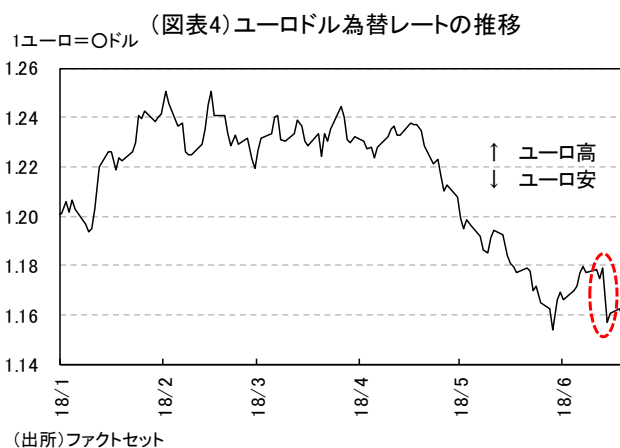
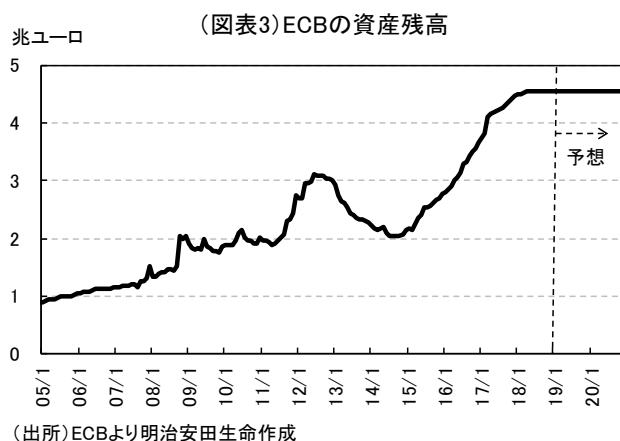
依然として緩和スタンスを維持

ECBは今回、資産購入策の停止を決定したものの、引き締め方向に完全に舵を切ったわけではない。2018年末までにおよそ4.6兆ユーロに達するとみられるECBの資産に関しては、「長期に渡り再投資を継続する」としており、ECBの保有する巨額の国債・社債は市場に還流することはない。ドラギ総裁は記者からの質問に対し、「(終了時期など)再投資政策について討議しなかった」と述べており、再投資政策がどの程度続くのか、利上げと再投資停止のどちらを先に行なうかなどは、依然として未定のみである。

政策金利について、市場のコンセンサスは、だいたい来年央くらいまですえ置きを続けるといったところだったとみられる。ガイダンスの明確化も予想されていなかった。しかし、「夏中まで」と時期をしっかりと述べたことに加え、「少なくとも」とかなり強い表現が加わったことから、低金利の時間軸は逆に伸びる結果となった。報道によれば、一部メンバーは「年央」との文言を主張したとのことだが、他のメンバーからは、2度の利上げを行なった後に利下げを迫られた2011年の轍を踏まないよう、速いペースで動くことへの懸念が示され、最終的には発表された声明の文言で一致したという。こうしたことを総合的に踏まえると、ECBの緩和寄りの政策スタンスは変わっておらず、今理事会での諸々の決定も「緩和度合いの調整」と市場に受け止められたとみられる。

ECBの政策発表を受け、市場、とりわけ為替市場は一瞬ユーロ高に振れたものの、その後は大きくユーロ安方向に推移した(図表4)。もとより、ドラギ総裁の為替相場への関心はきわめて高い。これはドラギ総裁に限ったことではないが、結局、各国の「非伝統的な金融政策」の波及ルートが為替ルートしか期待できないことの裏返しでもある。従って、いかにして市場への影響を最小限にとどめながら、緩和終了を発表するかというのは氏にとって最大の懸案事項であったとみられる。会合後の市場の反応は、ドラギ総裁にとってはしてやったりというところだろう。ECBは、量的緩和の終了を宣言し、かつハト派姿勢をアピールするという難題をクリアした。

こうした反応は、昨年10月のECB理事会で、資産購入策の減額(毎月600億ユーロ→300億ユーロ)を決定した時の反応によく似ている。当時のドラギ総裁の発言を振り返ると、「ユーロ圏のインフレ圧力は引き続き抑制されている」、「大規模な金融刺激が依然として必要」、「テーパリング(緩和縮小)ではなく、ダウンサイジング(小規模化)」と述べるなど、金融緩和路線の変更ではないと伝えることに力を入れていた。こうした一連のメッセージは、ECBは依然としてハト派的(金融緩和に前向き)であるとの解釈を市場に与え、ユーロ圏各国の国債利回りの低下や、為替相場におけるユーロ安につながった経緯がある。



ユーロの見通しを下方修正

今回の ECB の経済予測をみると、特に金利や為替見通しの変更幅が大きくなっている(図表 5)。まず、原油価格の上昇などを背景に、インフレ率が上向きつつある現状を受け、2018、2019 年はインフレ率が前年比 1.4%→1.7%と引き上げられた。コアインフレ率についても、2019 年、2020 年は上方修正されている。前述したユーロ圏内における労働需給の引き締めも含め、物価には上昇圧力がかかりつつあると認識している模様である。また、同時に示された短期金利(3 ヶ月銀行間金利)やユーロドル相場の見通しは、3 月時点に比べ引き下げられた。特にユーロについては、2019、2020 年は対ドルで 5%近く引き下げられている。こうした見通しからは、ECB が今後も低金利政策や再投資政策の継続など、緩和的な政策スタンスを維持し、景気を下支えしていく姿勢を続ける可能性が示唆されている。FRB を参考にすれば、2014 年の資産購入策終了から、2017 年の再投資政策(段階的)停止まで、およそ 3 年の時間を要している。FRB の例がそのままではまるわけではないが、ECB の再投資政策の停止は、やはり 2、3 年後になるとみられる。また、今回の定例理事会の結果を受け、当グループでは、来年 9 月の利上げを予想する。

景気回復の持続性が試される

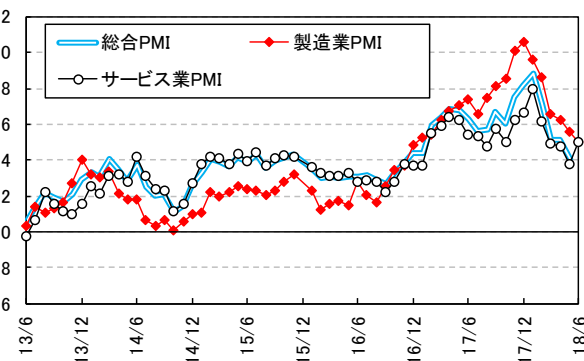
今後は、足元の欧州景気の減速が果たしてソフトパッチでとどまるかが注目材料となる。ソフトデータは軒並み低下している。ユーロ圏の総合 PMI は、6 月は 54.8 ポイント(速報値)と、1 月の 58.8 からピークアウトしている(図表 6)。ユーロ圏景況感指数は 5 ヶ月連続の低下、ドイツ ZEW 期待指数は 3 ヶ月連続の悪化で、特に 6 月は水準的にも 12 年 11 月以来の低さである。貿易戦争を巡る一連の騒動やイタリア政局が影響した形で、ハードデータ自体はまだ大きく揺らいではないものの、マインド悪化が長引けば、企業の投資計画の先送りに繋がる可能性がある。マインド指標が早期に切り返すかどうかは、今後の欧州景気の回復の持続性を占ううえで大きなカギを握ると言えよう。(担当:久保)

(図表5) ECBの経済予測

	2018	2019	2020
実質GDP成長率	↓ 2.1	1.9	1.7
(3月時点)	2.4	1.9	1.7
HICP上昇率	↑ 1.7	↑ 1.7	1.7
(3月時点)	1.4	1.4	1.7
コアHICP上昇率	1.1	↑ 1.6	↑ 1.9
(3月時点)	1.1	1.5	1.8
3ヵ月銀行間金利	▲ 0.3	↓ ▲ 0.2	↓ 0.2
(3月時点)	▲ 0.3	▲ 0.1	0.4
ユーロドル	↓ 1.20	↓ 1.18	↓ 1.18
(3月時点)	1.23	1.24	1.24

(出所)ECB ※ユーロドル以外は%

ポイント (図表6) ユーロ圏総合・製造業・サービス業PMI



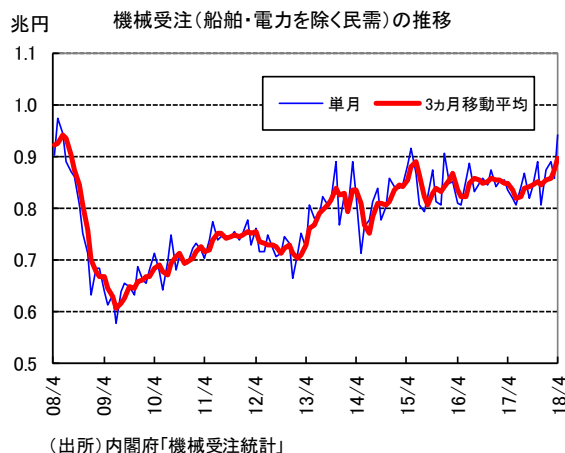
(出所)ファクトセット

主要経済指標レビュー (6/11~6/22)

《日本》

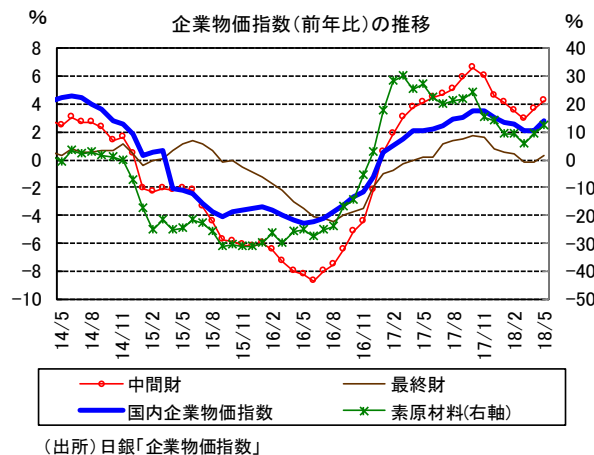
○ 4月機械受注 (6月11日)

4月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比+10.1%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。内閣府による基調判断は、「機械受注は、持ち直しの動きがみられる」から「機械受注は、持ち直している」に上方修正された。5月に公表された4-6月期の見通し(船舶・電力を除く民需)は前期比+7.1%と、1-3月期の同+3.3%を大きく上回る見込みとなっているが、幸先のよいスタートとなった。今後の製造業の設備投資については、好業績のもと、維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えになるとみられ、非製造業でも、人手不足に起因した合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれる。



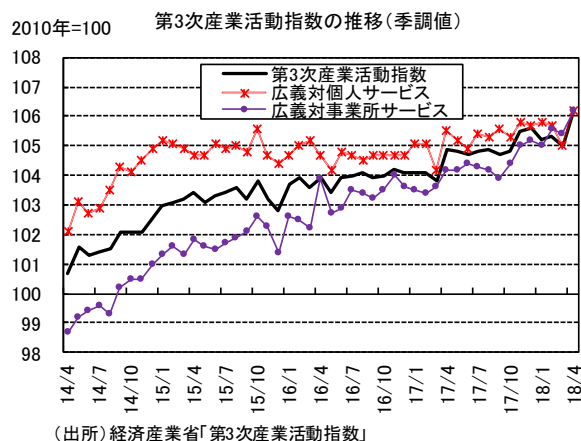
○ 5月企業物価指数 (速報値、6月12日)

5月の国内企業物価指数は前年比+2.7%と、17ヵ月連続のプラスとなり、4月の同+2.1%から伸び幅が拡大した。押し上げに寄与した項目は、石油・石炭製品、電力・都市ガス・水道、化学製品など。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比+2.2%→+2.4%、輸入物価は同+5.0%→+6.5%と、輸出物価が小幅にプラス幅を拡大した一方で、輸入物価は引き続き高い伸びとなっており、交易条件は対前月比で悪化した。今後については、米国のシェールオイルの増産拡大などを背景に、原油相場の上昇が一服することで、石油・石炭製品を中心に企業物価の上昇ペースは鈍化傾向で推移すると予想する。



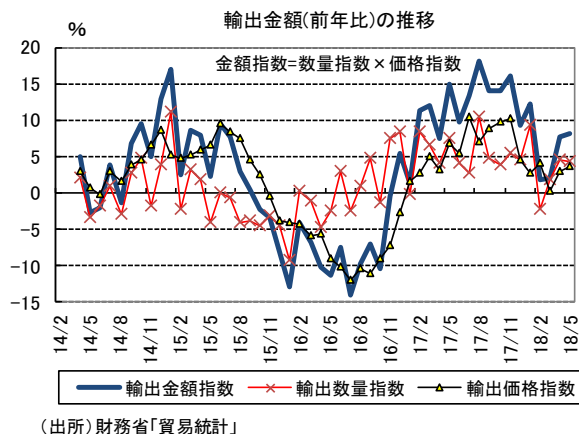
○ 4月第3次産業活動指数 (6月12日)

4月の第3次産業活動指数は前月比+1.0%と、2ヵ月ぶりにプラスとなった。基調判断は「一部に弱さがみられる」から「持ち直しの動きがみられる」に引き上げられた。全体では11業種のうち8業種が上昇し、3業種が低下した。業種別内訳で指数が最も上昇したのは、情報通信業と金融業、保険業であり、いずれも同+2.5%と、前者は3ヵ月ぶり、後者は2ヵ月ぶりのプラス。そのほかでは、小売業が同+2.3%とプラス幅が大きかった。一方で、運輸業、郵便業が同▲0.7%、事業者向け関連サービスが同▲0.5%とマイナスに転じた。今後については、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかながら改善が続くとみる。



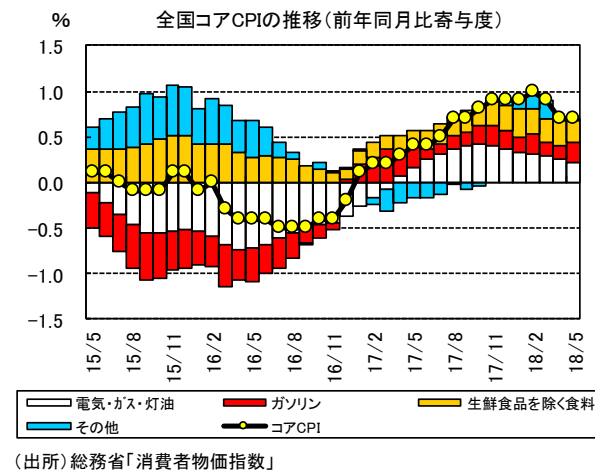
○ 5月貿易統計（6月18日）

5月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+8.1%と、18ヵ月連続のプラスとなった。地域別では、EU向けが落ち込んだものの、中国を中心とするアジア向けや米国向けは、回復トレンドを維持している。今後については、自動車産業の市場開放や、「中国製造2025」構想のもと、中国向けの輸出が引き続きけん引役をはたすとみている。また、米国では減税を受けた設備投資の活発化、EUでは個人消費や固定投資の緩やかな回復が見込まれ、輸出は緩やかな増加基調で推移すると予想する。ただ、貿易戦争が激化するリスクは高まっており、引き続き留意が必要である。



○ 5月全国消費者物価指数（6月22日）

5月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は前年比+0.7%と、17ヵ月連続のプラスとなった。伸び幅は4月から変わらず。総合指数は同+0.7%と、4月の同+0.6%から伸び幅が0.1%ポイント拡大、エネルギーを除いた新型コア指数は同+0.3%と、こちらは前月から伸び幅が0.1%ポイント縮小した。コアCPIへの項目別の寄与度を見ると、エネルギーが+0.43%ポイントと、引き続き上昇幅の大半を占めており、ガソリンなどの上昇幅が拡大した影響により、プラス寄与度は4月から0.02%ポイント拡大した。足元で原油価格は高水準で推移しており、今後しばらくエネルギー関連品目がコアCPIの押し上げ要因となるとみている。

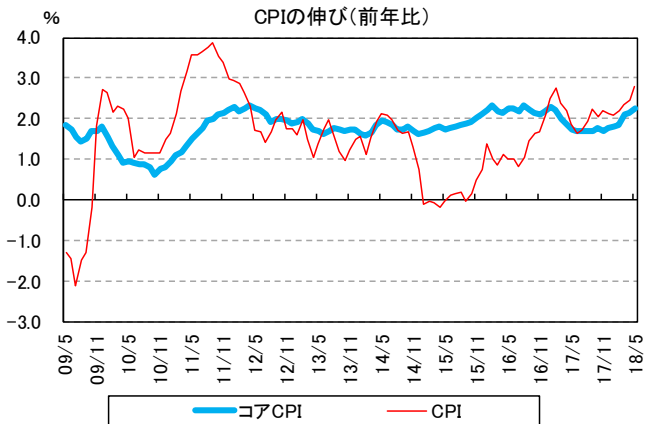




《米 国》

○ 5月CPI（消費者物価指数）（6月12日）

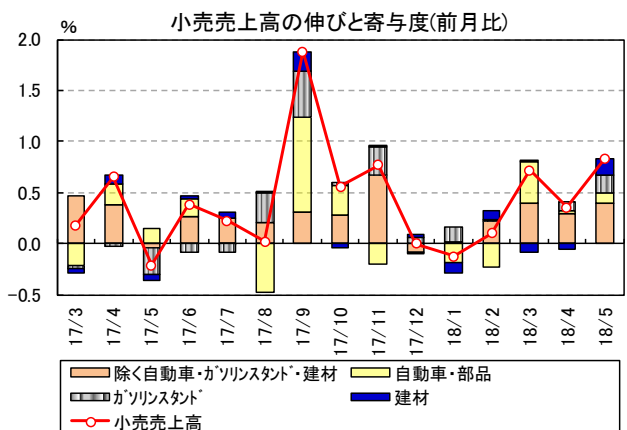
5月のCPIは前月比+0.2%と、2ヵ月連続で上昇した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIも同+0.2%と、緩やかながら14ヵ月連続の上昇となった。前年比では、CPIが+2.8%（4月:+2.5%）、コアCPIも+2.2%（4月:+2.1%）と、ともに伸び幅が拡大した。財別にみると、エネルギーを中心に財価格の伸びの加速が目立った一方、よりウェイトの大きいサービス価格はここ3ヵ月、横ばい圏での推移が続いている。米国の雇用環境が大きく改善しているにもかかわらず、サービス価格に影響を及ぼす賃金の伸びが加速する兆しは見られていない。期待成長率の低下などを背景に本格的な賃上げに慎重となっている企業スタンスなどを考慮すれば、賃金は今後も緩やかな伸びにとどまる可能性が高く、CPIも緩やかな伸びが続くと予想する。



(出所)米労働省

○ 5月小売売上高（6月14日）

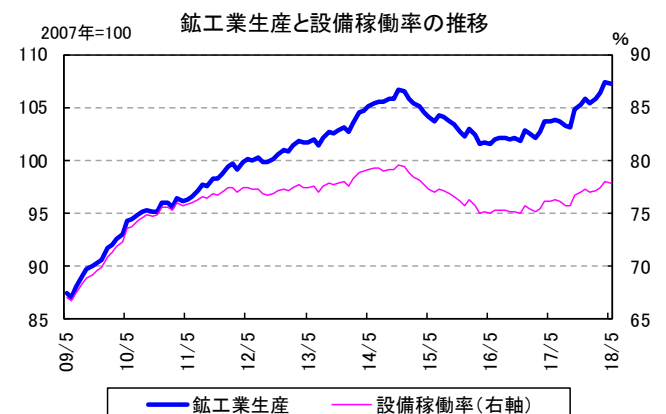
5月の小売売上高は前月比+0.8%と、4ヵ月連続の増加となった。年末・年始は、昨年8、9月のハリケーン被害からの復興需要に伴う反動減などで停滞したが、あくまで一時的な動きだったことが示された。内訳を見ると、建材店が同+2.4%と3ヵ月ぶりに増加したほか、原油価格の上昇を受けてガソリンスタンドも同+2.0%と10ヵ月連続の増加となった。変動の激しい自動車・部品を除いたベースでも同+0.9%と12ヵ月連続の増加となっており、個人消費は堅調に推移している。今後についても、資産価格の上昇などを背景に家計のバランスシートが改善しているほか、良好な雇用・所得環境や所得税減税の効果などを背景に、個人消費は増加基調が続くと予想する。



(出所)米商務省

○ 5月鉱工業生産（6月15日）

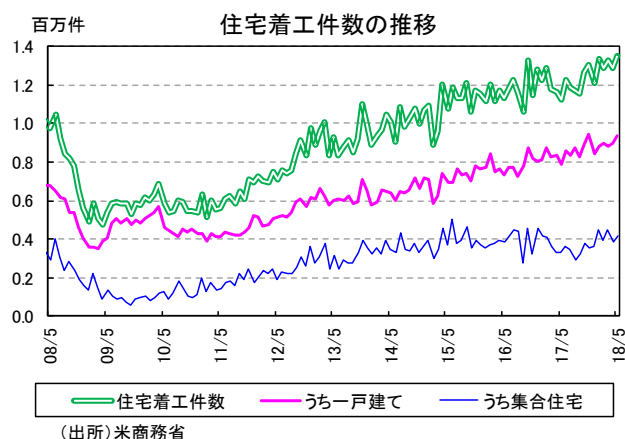
5月の鉱工業生産は前月比▲0.1%と、4ヵ月ぶりの減少となった。産業別に見ると、製造業が同▲0.7%、と2ヵ月ぶりに減少する一方、鉱業が同+1.8%、公益事業が同+1.1%と増加した。製造業では、部品業者の大規模火災に伴う生産減が影響し、自動車中心に輸送機器が同▲3.3%と減少したことが響いた。一方、原油価格の上昇により、シェールオイルの採掘活動が活発化していることもあり、エネルギー生産が同+1.2%と3ヵ月連続で増加し、全体を下支えした。設備稼働率は77.9%と、前月の78.1%から低下したものの、高水準で推移している。堅調な企業業績を背景に設備投資の増加が続くと見込まれるほか、雇用・所得環境の改善などから個人消費も堅調推移が見込まれ、鉱工業生産は回復傾向が続くと予想する。



(出所)FRB

○ 5月住宅販売・着工件数（6月19,20日）

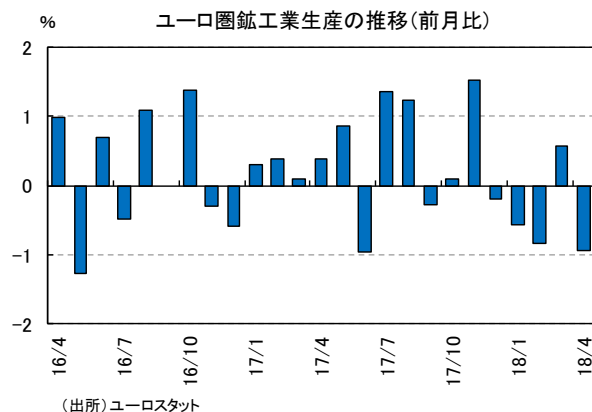
5月の米中古住宅販売件数は年率換算で543万戸、前月比▲0.4%と、2ヵ月連続の減少となった。発表元のNAR（全米不動産協会）によれば、住宅価格の上昇や住宅供給不足などが背景とのことである。一方、新築住宅着工件数は年率換算で135.0万戸、同+5.0%と、2ヵ月ぶりに増加した。ただ、先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で130.1万戸、同▲4.6%と2ヵ月連続のマイナスとなっている。今後の住宅投資については、雇用・所得環境の改善などが下支え要因となるものの、用地・人手不足といった供給制約や住宅ローン控除の対象縮小、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となり、増勢の鈍化を予想する。



《 欧 州 》

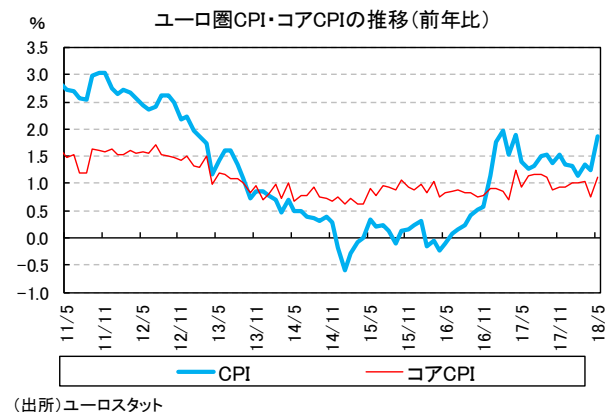
○ 4月ユーロ圏鉱工業生産 (6月13日)

4月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.9%と、2ヵ月ぶりに減少した。内訳では、資本財のみ同▲0.4%→+1.9%と前月から増加したものの、中間財は同▲0.1%→▲0.8%、エネルギーは同+1.0%→▲5.0%、耐久消費財は同+1.5%→▲2.2%、非耐久消費財は同+1.4%→▲1.2%と、それぞれ前月比で減少した。主要国別では、ドイツが同+1.7%→▲1.7%、フランスが同▲0.4%→▲0.6%、イタリアが同+1.2%→▲1.2%、スペインが同+1.1%→▲1.9%と、いずれも前月比で減少した。米国を中心とする保護主義の動きは徐々に拡大しており、企業景況感の悪化などを通じ、目先の鉱工業生産は減速傾向を余儀なくされるとみる。



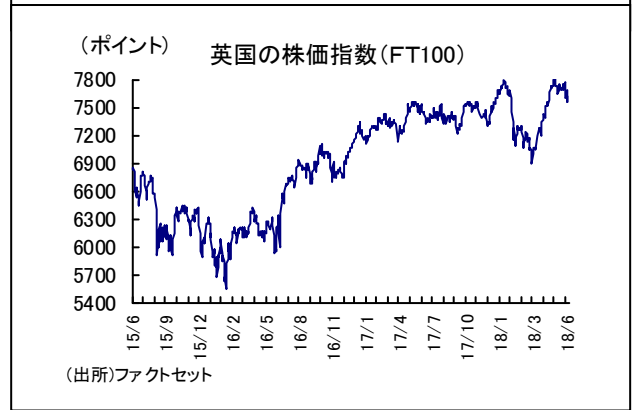
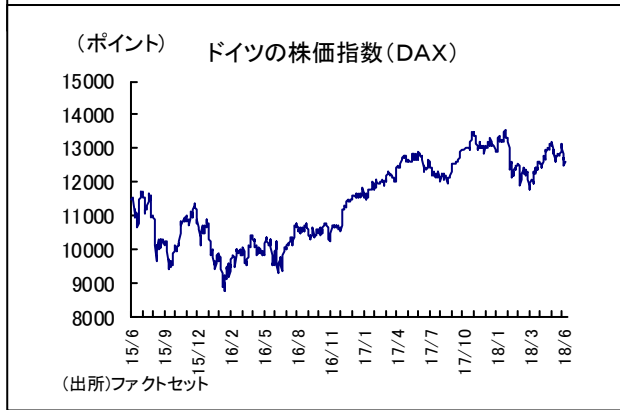
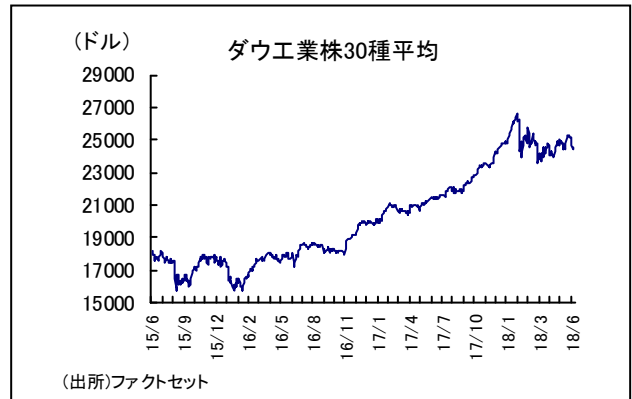
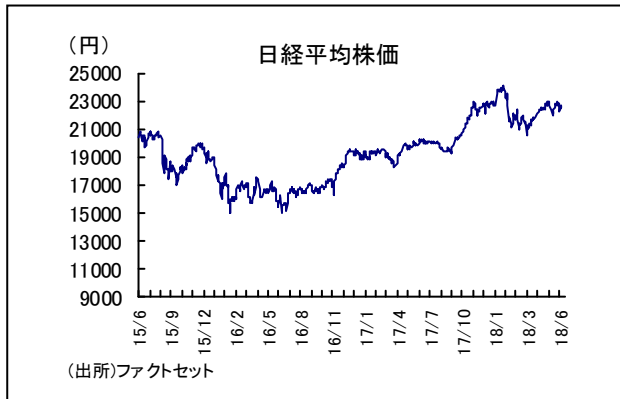
○ 5月ユーロ圏CPI (消費者物価指数) (6月15日)

5月のユーロ圏CPIは前年比+1.9%と、前月の同+1.3%から伸び幅が大きく拡大した。特に財価格は同+1.4%→+2.1%と伸び幅が拡大しており、エネルギー価格の伸び幅拡大(同+2.6%→+6.1%)が大きく寄与したとみられる。国別では、ドイツが同+1.4%→+2.2%、フランスが同+1.8%→+2.3%、イタリアが同+0.6%→+1.0%、スペインは同+1.1%→+2.1%とそれぞれ伸び幅が拡大した。一方、基調的な物価の動きを示すとされるコアCPI(除くエネルギー、食品、タバコベース)は同+1.1%と、加速感に欠ける展開が続いている。ECBは、2018年末に資産購入策を終了することを宣言した。ただ、基調的な物価の動きが鈍いことから、利上げは2019年9月に行なわれると予想する。

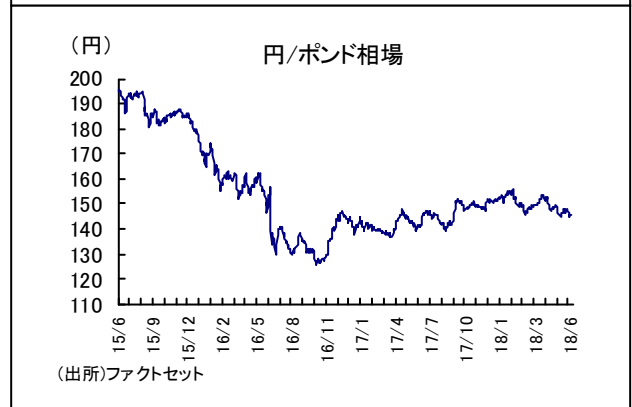
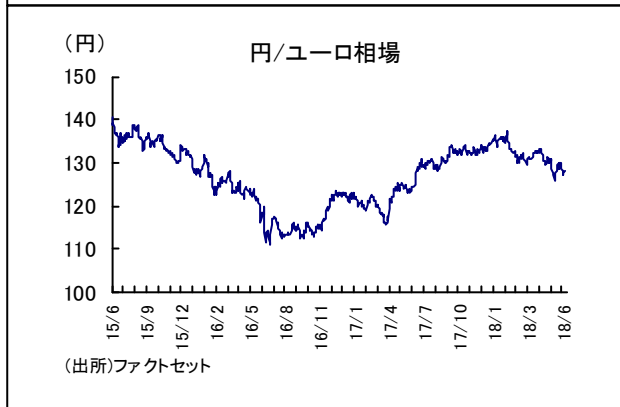
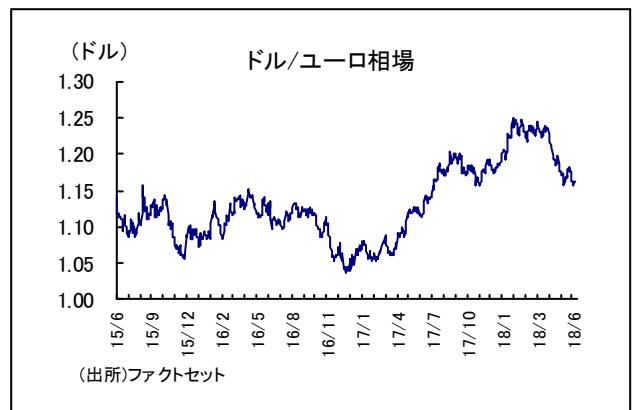
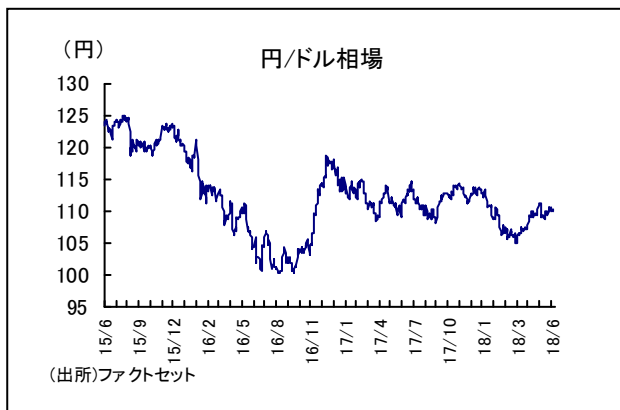


日米欧マーケットの動向 (2018年6月25日現在)

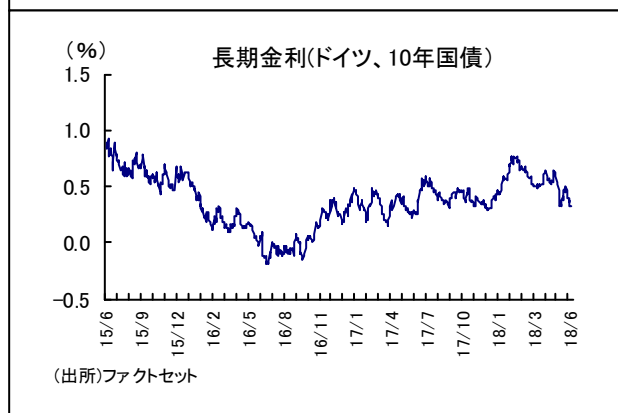
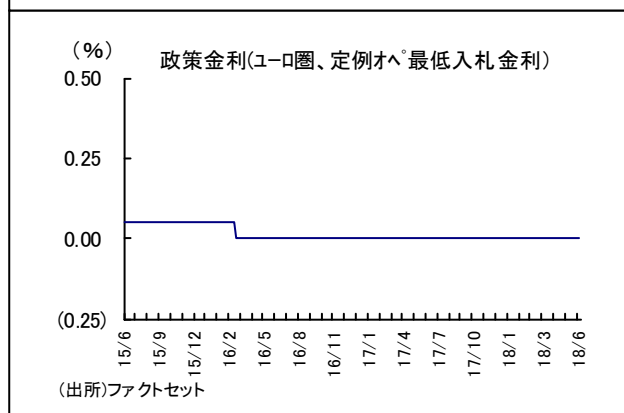
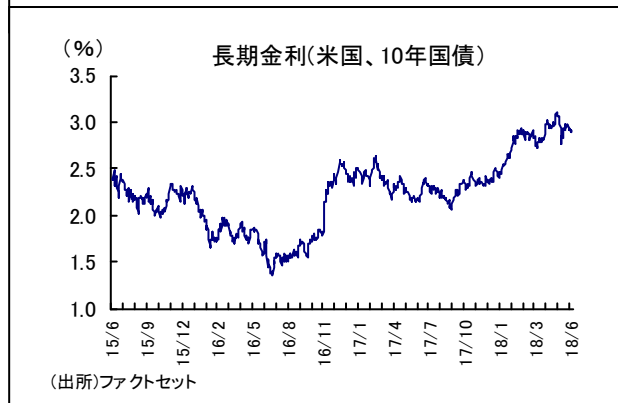
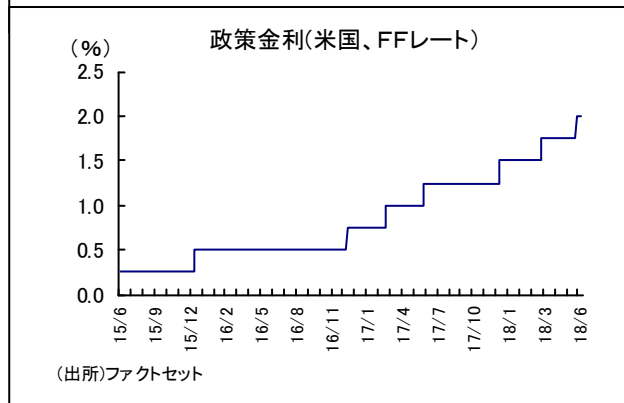
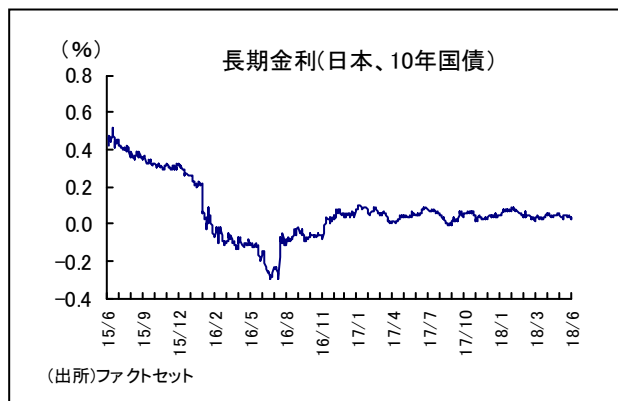
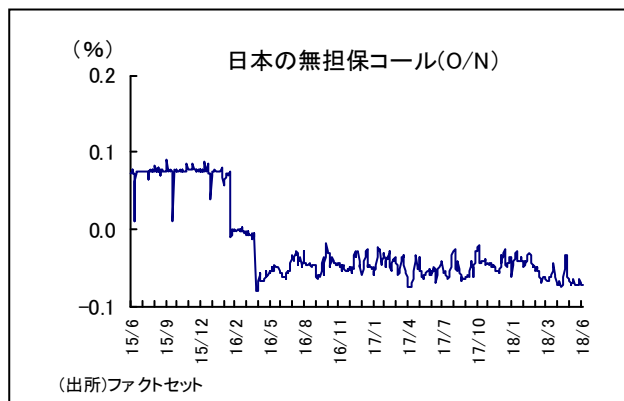
▽各国の株価動向



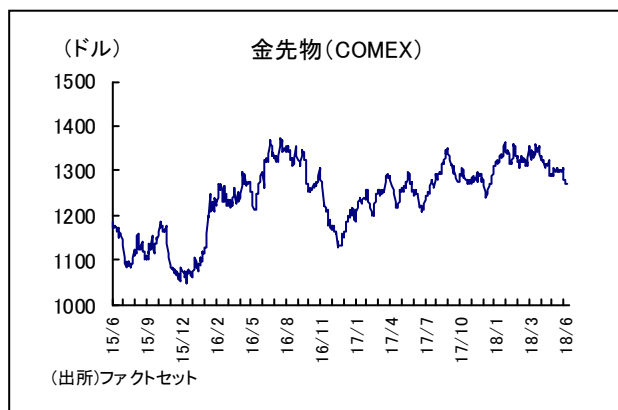
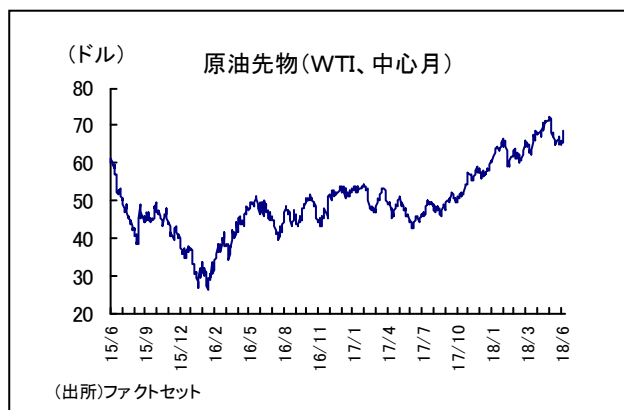
▽外為市場の動向



▽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