

<フォーカス> 中東情勢の緊迫で幕を開けた2020年

年明け早々に舞い込んだ、米国によるイラン司令官殺害のニュースには驚かされた。その後、米国、イランとも抑制的な対応を示したことで、とりあえず世界経済混乱のリスクは遠のいたものの、今年もトランプ大統領の一拳手一投足に世界が振り回されることを予感させられる出来事であった。

今後の展開はなお予断を許さない。イラン革命防衛隊が政府の方針に反して、報復を繰り返す可能性は残る。民間航空機撃墜という不幸な事故を起こしたことで、しばらくは大人しくせざるをえないかもしれないが、これまでのように周辺諸国の親イラン武装勢力を使う手もある。また、早期の事態収束で自信を深めたトランプ大統領が、再びマッチポンプ式の政策を繰り返さないとも限らない。原油価格高騰シナリオは消えたわけではない。

原油価格の上昇が日本経済に与える影響を試算したのが図表1である。為替相場が110円/ドル、原油価格が60ドルで推移した場合、20年度の実質GDP成長率は0.68%となる。これを標準シナリオとし、原油価格が70ドルまで上昇した場合を試算すると、成長率は0.54%まで下がる。この場合は0.14%の低下にとどまるが、実際に地政学的リスクが深刻化する局面では、円高が加速する可能性もある。上記に加え、為替相場が105円/ドルまで円高が進んだ場合の成長率は0.28%となり、標準シナリオからは0.4%の低下となる。100円/ドルまで円高が進んだ場合は▲0.04%とマイナス成長に転落、この場合は差し引き0.72%の押し下げである。円高が進めば、交易条件の改善で原油高の悪影響はある程度相殺されるはずだが、我々のモデルは、外需主導の日本経済にとって、輸出や株価を通じた悪影響の方が上回ることを示している。

もっとも、原油高の主要国別の影響度を比較した場合、一番大きな影響を受けるのは、ほかでもない米国である(図表2)。世界第一の産油国になった米国にとって、原油高は企業収益や株価にプラスとなる面もあるが、同時に車社会である米国にとっては、GDPの約7割を占める個人消費に与える悪影響がより大きいということである。実際、トランプ大統領はこれまでも、原油価格の上昇に対しては非常に神経質な反応を見せてきた。今年好景気維持が至上命題であることを考えれば、サウジへの増産圧力、戦略石油備蓄の放出など、あらゆる手段を使って原油価格の上昇圧力を封じ込めにかかるに相違ない。強硬スタンスも続かないとみられ、原油価格の急騰→景気失速は、現時点ではリスクシナリオの範疇である。(Kodama wrote)

もともと、原油高の主要国別の影響度を比較した場合、一番大きな影響を受けるのは、ほかでもない米国である(図表2)。世界第一の産油国になった米国にとって、原油高は企業収益や株価にプラスとなる面もあるが、同時に車社会である米国にとっては、GDPの約7割を占める個人消費に与える悪影響がより大きいということである。実際、トランプ大統領はこれまでも、原油価格の上昇に対しては非常に神経質な反応を見せてきた。今年好景気維持が至上命題であることを考えれば、サウジへの増産圧力、戦略石油備蓄の放出など、あらゆる手段を使って原油価格の上昇圧力を封じ込めにかかるに相違ない。強硬スタンスも続かないとみられ、原油価格の急騰→景気失速は、現時点ではリスクシナリオの範疇である。(Kodama wrote)

(図表1)原油価格・為替水準と日本の2020年度成長率

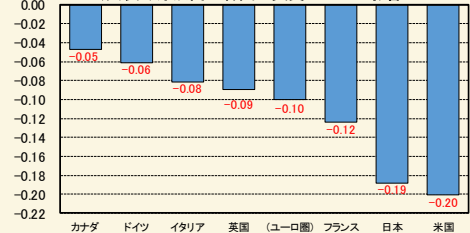
		ドバイ原油価格(ドル/バレル)		
		50	60	70
ドル・円	100	0.23	0.09	-0.04
	105	0.56	0.41	0.28
	110	0.83	0.68	0.54
	115	1.09	0.93	0.79

(前年比、%)

1月9日現在: ドバイ原油:64.3ドル/バレル
 ドル・円:109.2円/ドル

(出所) OEGMより明治安田生命作成

(図表2)原油高の各国の実質GDPへの影響



(出所) OEGMより明治安田生命作成

目次

<フォーカス>中東情勢の緊迫で幕を開けた2020年	1	・物価上昇圧力は鈍く、FRBは様子見継続へ	9
・経済情勢概況	2	・主要経済指標レビュー	12
・日本における自然利利率の推計	3	・日米欧マーケットの動向	16
・2019年の日本経済と金融市場を振り返る	6		

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、2021年度にかけて底堅い米国景気や、省力化投資需要、半導体市況の底打ちなどを背景に、緩やかな成長を維持すると予想する。

個人消費は、政府による経済対策の実施が押し上げに寄与するとみている見込まれるものの、消費増税の負の所得効果に、雇用環境の改善一服が加わることで、停滞気味の推移になると予想する。

設備投資は、米中貿易摩擦の長期化等が抑制要因となると見込まれるものの、維持・補修への投資や、非製造業での人手不足に起因した省力化・省人化投資が下支えし、緩やかながらも増加基調を維持すると予想する。公共投資は、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算が編成されたの編成が見込まれることから、景気の下支え役として機能し続ける展開が予想される。輸出は半導体市場の持ち直しや底堅い米国景気によって、緩慢ながらも回復に向かうとみる。

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、エネルギー価格が当面マイナス寄与で推移することが見込まれ、消費増税を含めても物価上昇圧力は限定的とみている。

米 国

米国経済は、米中貿易摩擦が長期化する可能性が高いほか、2020年11月には大統領選を控えており、政策面での不確実性が家計や企業マインドの重しになり続けるとみられる。もっとも、緩慢ながらも雇用環境の改善や企業の増益基調が続くと見込まれるほか、FRBの予防的利下げの効果もあり、内需をけん引役に拡大基調を持続しよう。

個人消費は、家計のバランスシートが改善しているほか、緩慢ながら雇用・所得環境の改善基調が続くとみられることから、増加基調が続くと予想する。住宅投資は、先行指標が持ち直しているほか、住宅ローン金利の低位推移が見込まれるものの、建設労働者不足等の供給制約が足枷となり、緩やかな増加にとどまろう。設備投資は、米中貿易摩擦への懸念や資本ストックの積み上がりなどにより、減少基調が続くと予想する。輸出は、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれるものの、米中貿易摩擦の影響などから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

金融政策については、米中国発の貿易摩擦や世界景気の減速などを背景とした不確実性が燦るものの、予防的利下げの効果が米景気を下支えするとみられることから様子見姿勢を続けると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、主に英国のEU離脱問題や米中貿易摩擦による実体面、マインド面の悪化が景気の下押し要因となるなか、ECBによる緩和的な金融政策を背景に、これまでのところ雇用環境が悪化を免れていることが、景気を下支えしている。今後については、ECBによる金融緩和や、各国の減税策が景気を下支えするとみるものの、政策効果を除けば好材料に欠ける状況が続き、景気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、政策効果や原油安が下支えすると見込まれるものの、雇用環境の回復が一巡しつつあることが押し下げ要因となるとみる。固定投資は、景気の先行き不透明感が依然根強いことから、停滞するとみる。輸出は、海外景気の減速に伴い、弱めの動きが続くとみる。

ECBは2019年9月の理事会で、階層化を伴った利下げや資産買い入れの再開などの金融緩和措置を発表した。実体経済の弱さに起因するディスインフレ圧力は今後も継続すると見込まれ、ECBは年内に来年春までに追加利下げに動くと予想する。

日本における自然利子率の推計

2019年は世界的に利下げの年に

2019年の主要国の金融政策を振り返ると、FRB（米連邦準備制度理事会）が3度にわたり利下げを実施したほか、ECB（欧州中央銀行）も9月に政策金利を引き下げるなど、再び金融緩和に舵を切る動きが目立った（図表1）。利下げの理由はさまざま、中央銀行によっても異なるが、ある程度共通している背景として、自然利子率の低下が挙げられる。自然利子率とは、均衡実質金利とも称され、その名のとおり、経済や物価に対して中立的な実質金利である。実質ベースの政策金利の均衡水準になることから、自然利子率が下がった状態では、中央銀行が低金利政策から脱却することは困難となる。先進国では、潜在成長率の低下などから、2000年代後半以降に低下した自然利子率が、足元でも引き続き低空飛行を続けているとみられている。

自然利子率は直接観測できないため、何らかの方法により推計する必要がある。先進4カ国・

地域（米国、ユーロ圏、英国、カナダ）について、自然利子率の推計値を定期的に公表しているニューヨーク連銀のデータを見ると、足元ではいずれの国・地域とも、依然としてリーマン・ショック前の水準を大きく下回っていることが分かる（図表2）。特にユーロ圏については、2000年代前半には2%程度だったものの、足元では0.2%と、かなり低い水準にあると推計されている。

自然利子率の推計方法

ニューヨーク連銀による自然利子率の推計値は、Holston, Laubach and Williams (2017)で提唱された方法を用いて定期的にアップデートされているものであり、IS曲線とフィリップスカーブの関係から導かれる。以下、少々テクニカルとなるが、まず、短期の均衡実質金利である自然利子率は、

$$\text{自然利子率} = \text{潜在成長率} + \text{短期変動要因}$$

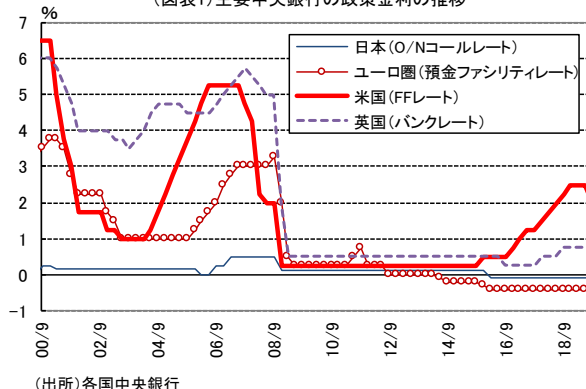
で決まるものと定義する。潜在成長率と、需要ショック等の潜在成長率以外の変動要因を総合した短期変動要因については、いずれもランダムウォークに従うとする。

次に、IS曲線は、

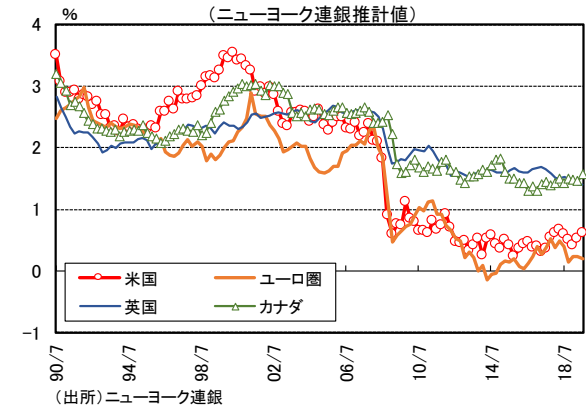
$$\text{需給ギャップ} = 1,2 \text{ 四半期前の需給ギャップ} (+) + 1,2 \text{ 四半期前の金利ギャップ} (\blacktriangle)$$

という関係を想定している。カッコ内はそれぞれの変数の係数の符号を示す。プラスであればその変数と需給ギャップとの間には正の相関関係があり、マイナスであれば負の相関関係がある。需給ギャップとは、実質GDPの潜在GDPからの乖離率である。金利ギャップとは、実質ベースの政策金利から自然利子率を引いた値であり、この値がプラスであれば、政策金利水準が経済に対して引き締めの効果をもたらすことから、係数はマイナスとなる。

(図表1) 主要中央銀行の政策金利の推移



(図表2) 先進国・地域の自然利子率の推移 (ニューヨーク連銀推計値)



フィリップスカーブは、

$$\text{インフレ率} = 1 - 4 \text{ 四半期前のインフレ率実績値 (+)} + 1 \text{ 期前の需給ギャップ (+)}$$

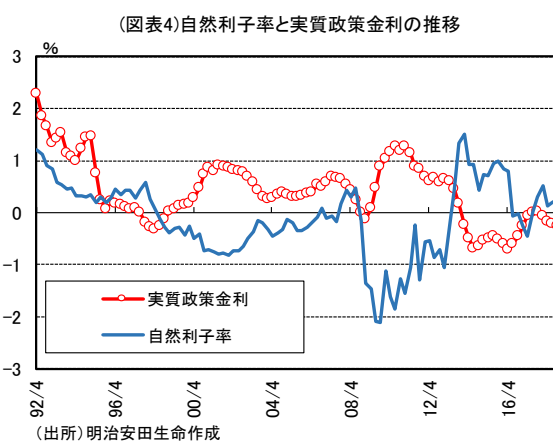
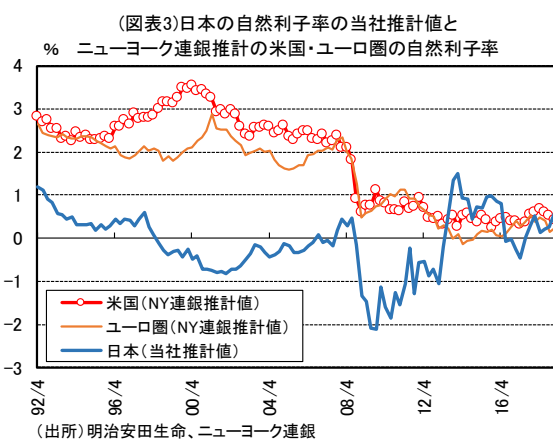
と想定する。これは、足元のインフレ率が、適応的なメカニズムから過去のインフレ率に影響されるほか、需給ギャップがプラスであれば物価を押し上げ、マイナスであれば押し下げる、という関係である。

自然利子率はプラス圏に回帰

以上の関係式を基に、公表されている Holston, Laubach and Williams(2017)モデルの R コードを日本の推計に用いるために一部改変し、カルマンフィルタを用いて日本の自然利子率を推計した(推計の詳細は巻末に記載)。推計結果を見ると、1990年代後半から2000年代前半や、2000年代後半から2010年代前半には、自然利子率が一時的にマイナス圏にあったことが示された。この水準は、米国やユーロ圏に比べても低い(図表3)。もっとも、2013年以降、自然利子率は振れを伴いながらも持ち直し傾向となっており、足元では+0.8%程度との結果を得た。カルマンフィルタを用いた推計では、始点をどこに設定するかによって結果が大きく左右されるため、推計結果は幅をもって見る必要があるが、推計期間を変更した場合でも自然利子率がか数年上昇傾向にあるとの結果に違いはみられない。また、本稿と同様にカルマンフィルタによる手法を用いた新谷・宮尾(2018)や、DSGEモデルを用いた日銀ワーキングペーパー(2018)でも、日本の自然利子率はプラス圏に回帰していることが示されており、今回の推計結果はこれらとも整合的である。

また、実質ベースの政策金利と、推計された自然利子率を比較すると、足元では、政策金利が自然利子率を下回っていることが分かる(図表4)。実質政策金利と自然利子率の間に距離があるという意味では、利上げ余地があるとも評価できないこともない。現実には、直接観測できない自然利子率の推計値をもって日銀が利上げに転じるとは考えにくいのだが、少なくとも、現行の政策金利水準は十分に緩和的であり、実体面から追加の利下げが必要な状況にはないと考えられる。

このように、自然利子率は最適金融政策を考えるうえで重要な材料である。ただ、残念ながら現在、日本の自然利子率の推計値はいずれの機関からも定期的には発表されておらず、今後公表が待たれるところである。(担当：山口)



推計の詳細

自然利子率推計の詳細は以下のとおり。

推計式：

① IS 曲線：
$$\tilde{y}_t = a_{y,1}\tilde{y}_{t-1} + a_{y,2}\tilde{y}_{t-2} + \frac{a_r}{2}\sum_{j=1}^2(r_{t-j} - r_{t-j}^*) + \epsilon_{\tilde{y},t}$$

② フィリップスカーブ：
$$\pi_t = b_\pi\pi_{t-1} + (1 - b_\pi)\pi_{t-2,4} + b_y\tilde{y}_{t-1} + \epsilon_{\pi,t}$$

③ 自然利子率：
$$r_t^* = g_t + z_t$$

④ 潜在 GDP：
$$y_t^* = y_{t-1}^* + g_{t-1} + \epsilon_{y^*,t}$$

⑤ 潜在成長率：
$$g_t = g_{t-1} + \epsilon_{g,t}$$

⑥ 自然利子率の短期変動要因：
$$z_t = z_{t-1} + \epsilon_{z,t}$$

(\tilde{y} ：需給ギャップ、 r ：実質政策金利、 r^* ：自然利子率、 π ：インフレ率、 y^* ：潜在 GDP、 g ：潜在成長率、 ϵ ：誤差項、 $a_{y,1}$ 、 $a_{y,2}$ 、 a_r 、 b_π 、 b_y ：係数)

③式を①式に代入し、代入後の IS 曲線と②式を観測方程式、④・⑤・⑥式を状態方程式とし、カルマンフィルタを用いてパラメータと潜在 GDP、潜在成長率、自然利子率の短期変動要因、そして自然利子率を推計する。各パラメータの推計結果は、 $a_{y,1}$ ：1.024、 $a_{y,2}$ ：▲0.186、 a_r ：▲0.0025 (Holston, Laubach and Williams(2017)同様、制約条件として外生)、 b_π ：1.123、 b_y ：0.039。IS 曲線の 2 四半期前の需給ギャップの係数 ($a_{y,2}$) のみ符号条件を満たさないが、これは 2 四半期前の需給ギャップと当期の需給ギャップは安定的な関係にないものと解釈できる。

参考論文

Holston, Laubach, and Williams. (2017) “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants,” Journal of International Economics.

新谷元嗣・宮尾龍蔵 (2018) 「均衡利子率の推計手法および推定結果について」、NIRA オピニオンペーパー

岡崎陽介・須藤直 (2018) 「わが国の自然利子率—DSGE モデルに基づく水準の計測と決定要因の識別—」、日本銀行ワーキングペーパー

2019年の日本経済と金融市場を振り返る

米中摩擦などのリスク要因に緩和の兆し

2019年は、一昨年に引き続き米中摩擦問題に世界景気、金融市場が振り回された年であった。前半には、米国による第4弾の対中関税の発動表明など、米中摩擦が激化したものの、10月には部分合意が成立し、一度発動された第4弾の関税が引き下げられるなど、対立は緩和ムードへ転じた。加えて、英国総選挙における保守党の単独過半数の獲得によって、落としどころの見えなかった英国のEU離脱問題にも進展がみられるなど、2019年の世界経済や金融市場に大きな影響を及ぼした二大リスク要因に緩和の兆しがみえ始めた。

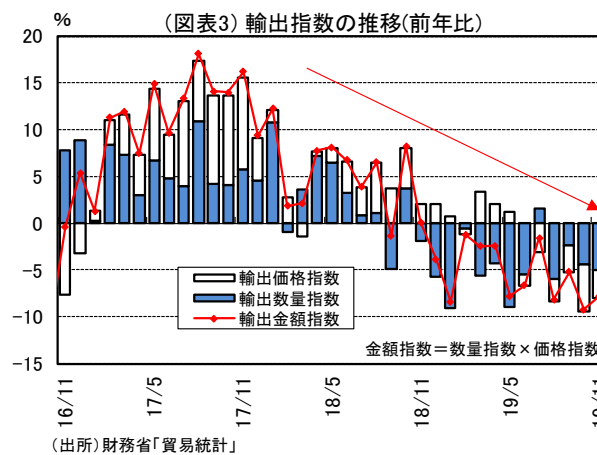
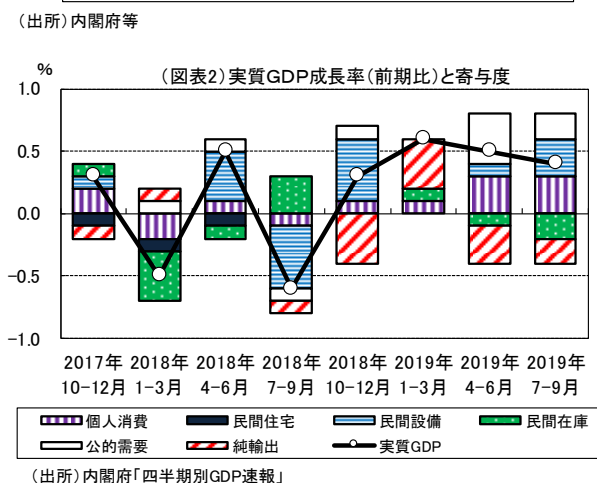
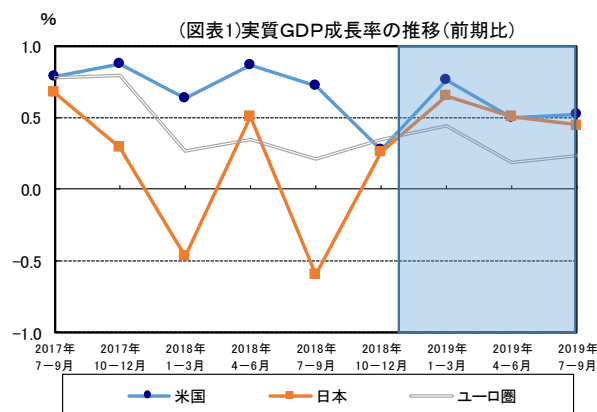
国内では、平成から令和への改元、それに伴う10連休や関連行事、そして日本で初めて開催されたラグビーワールドカップといった明るい話題があった一方、台風19号などの自然災害が各地に深刻な被害をもたらした。また、政治面では、安倍首相が憲政史上最長在任の首相となったほか、政策面では5年半ぶりに消費税率の引き上げが実施された。

こうした中、主要国・地域の2019年の実質GDP成長率を見ると、米国が高めの成長率を維持し、日本も底堅く推移した一方、輸出依存度の大きいユーロ圏は米中摩擦のあおりを受ける形で冴えない動きとなった(図表1)。

日本景気はプラス成長も回復モメンタムは弱い

2019年の日本の実質GDP成長率をみると、1-3月期は輸入の急減等によって、4-6月期は10連休による個人消費の増加等によって、7-9月期は消費増税前の駆け込み需要等によって、前期比でプラス成長が続いた(図表2)。一方、輸出は弱めの推移が続いている(図表3)。米中貿易摩擦が長期化するなか、世界的に設備投資を手控える動きが広がったことで、資本財のウェイトが大きい日本の輸出が打撃を受けた形である。

個人消費は、10連休や、消費増税前の駆け込み需要といった特殊要因を除けば伸び悩んだ。主因は賃金の上昇ペースの鈍さである。設備投資の動向を見ると、更新・維持投資や研究開発投資、人手不足感の強まりを受けた労働代替的な投資が寄与する形で、堅調に推移した。住宅投資は、消費増税前の駆け込み需要等によって増加基調で推移した。公共投資は、災害復旧工事や、国土強靱化のための緊急対策などから、堅調に推移した。



2019年の日本の景気は、消費増税前の駆け込み需要とその反動減の影響もあり、トレンドが見極めにくくなっている。回復のモメンタムが弱まりつつあるのは事実で、内閣府の月例経済報告では「緩やかに回復」との判断が維持される一方、すでに景気後退期にあるとするエコノミストも少なからず存在するのが現実である。

株価は基本的に上昇基調で推移

世界景気の減速懸念を背景に、日本の株式市場は2018年末にかけて急落したが、米中交渉進展期待を背景に1月上旬に下げ止まり、反転上昇に転じた(図表4)。4月から9月までの約半年は、概ねボックス圏での推移が続き、一時的に弱含む場面もあったが、9月以降は、FRBによる予防的利下げの実施や、米中交渉の進展期待で再び上昇に転じた。

12月初めには、企業業績の底入れ期待のほか、米中協議での部分合意の成立、英国総選挙における保守党勝利等によって、日経平均は一時24,000円を上回った。年末には年初差で+3,614円となる23,562円と、年間を通すと2年ぶりの上昇で終えた。

為替は振れ幅の小さい1年に

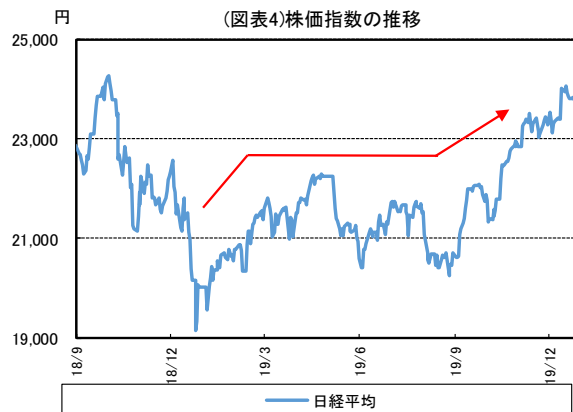
2019年の為替相場は、堅調な米景気や、米中貿易交渉の進展期待から円安方向への推移で始まったが、4月以降は、対中関税発動表明や、それに伴う中国の報復関税の発表、景気後退の予兆と言われる米長短金利差の逆転等が材料視される形で円高が進んだ。8月26日には、一時104円台をつけたが、FRBの予防的利下げが米景気を支えるとの期待や、米中交渉の進展によって再度円安トレンドへ転じ、11月以降は、基本的に108円～109円台での推移となった(図表5)。

対ユーロでは、欧州景気の減速やECBの金融緩和、英国のEU離脱問題への懸念などから、9月までは、均せば円高ユーロ安方向の推移となり、その後はドル円と同様の理由で、円安ユーロ高方向への動きに転じた。

2019年の円・ドルの最高値(円高)は104.4円/ドル(8月26日)、最安値(円安)が112.4円/ドル(4月24日)となり、値幅は10円にも満たず、変動幅は、変動相場移行後最も小さくなった。

金利は低下、日銀は動かず

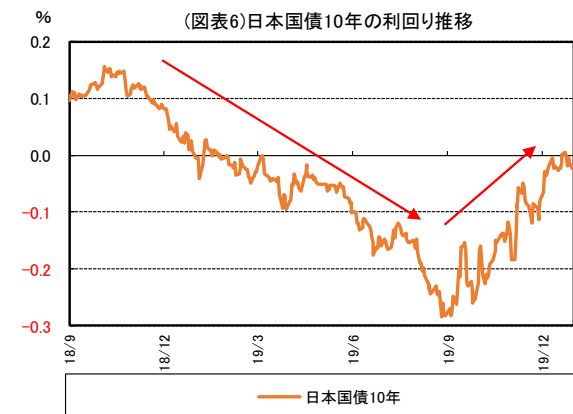
2019年の10年日本国債利回りは、米中貿易摩擦の激化に伴う世界景気の減速懸念などを背景に、9月にかけて低下傾向で推移した。米国による予防的利下げの実施等もあり、8月上旬には、日銀の



(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット

イールドカーブコントロール政策における変動許容幅の下限とみなされている▲0.2%を超え、8月下旬には▲0.3%に接近した(図表6)。その後は、日銀による買いオペの減額、米中交渉の進展や、英国の合意なきEU離脱の可能性低下等によって上昇傾向に転じ、12月上旬には、一時的にマイナス圏を脱する場面もみられた。

2019年は、世界景気の減速懸念を背景に米国、欧州を始めとする各国中銀がこぞって金融緩和へ舵を切った1年だった。日銀は、9月の金融政策決定会合後の声明文で、物価上昇のモメンタムの弱まりを指摘するなど、追加緩和に動く「ポーズ」だけはとったものの、大幅な円高が避けられたこともあり、実際には動かなかった。(担当：西山)

物価上昇圧力は鈍く、FRBは様子見継続へ

米景気は好調も物価上昇圧力は鈍いまま

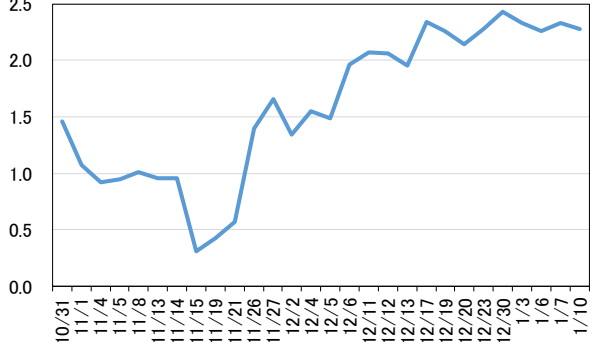
アトランタ連銀が公表する GDPNow によれば、10-12月期の米実質 GDP 成長率は前期比年率+2.3% (図表1、1/10 現在) と、2%弱とされる潜在成長率を上回る伸びが見込まれている。仮にこの数値が実現する場合、2019年の成長率は前年比で+2.3%となり、2017年以降、3年連続で潜在成長率を上回る事となる。トランプ政権発足後の米景気は好調と言える。

それに対して物価の上昇圧力は鈍いままである。11月のコア PCE デフレーターは前年比+1.6%とFRB(米連邦準備制度理事会)が目標とする2%を下回って推移している(図表2)。物価の基調をみるために価格変動の激しい品目を除去した11月のトリム PCE デフレーターは同+2.0%となっているものの、2018年春以降、概ね横ばい圏での推移が続いている。好景気を背景に物価の上昇圧力が高まる兆しはみえない。

川上段階でもインフレ加速はみられず

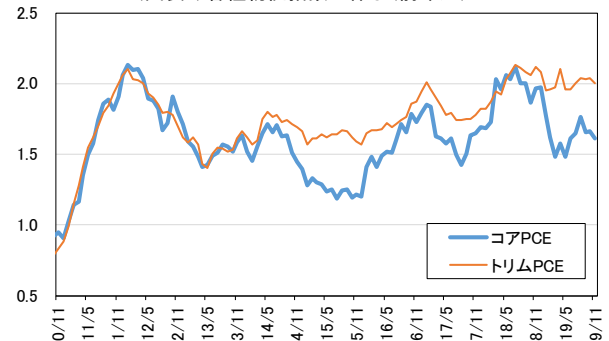
流通段階別にみて消費者物価より川上に位置する輸入物価や生産者物価(PPI)も、上昇圧力が高まる兆しはみられない(図表3)。トランプ大統領は、中国をはじめとした各国・地域との貿易交渉を行なうなかで各種関税を引き上げてきたが、物価全体で見ればそうした影響は軽微なものにとどまっている。背景には、ドル高の進展や、中国の生産者物価が、国内景気の減速などを背景に鈍化傾向をたどっていること等がある(図表4)。もっとも、輸入物価が上昇したとしても消費者物価にそっくりそのまま影響が及ぶ訳ではない。米国における財輸入のGDP比は約10%、消費者物価のうち財が占めるウェイトは約40%であり、仮に輸入物価が5%上昇してそのすべてが消費者物価に転嫁されたとしても、影響は0.2%(=5%×10%×40%)程度にとどまる。加えて、関税引き上げによる物価(前年比)への直接的な影響は、関税が継続して引き上げられない限り、1年を経過すると

前期比年率 (図表1)GDPNow(19年10-12月期GDP予測)



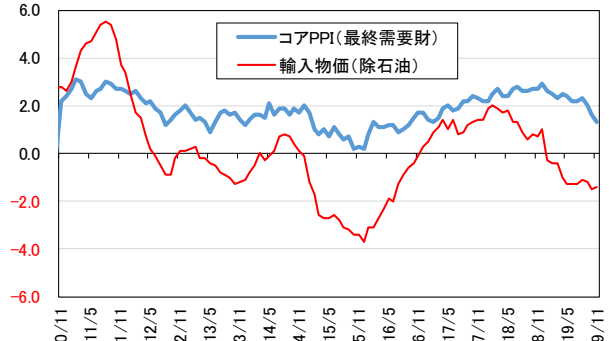
(出所)アトランタ連銀

(図表2)各種物価指数の伸び(前年比)



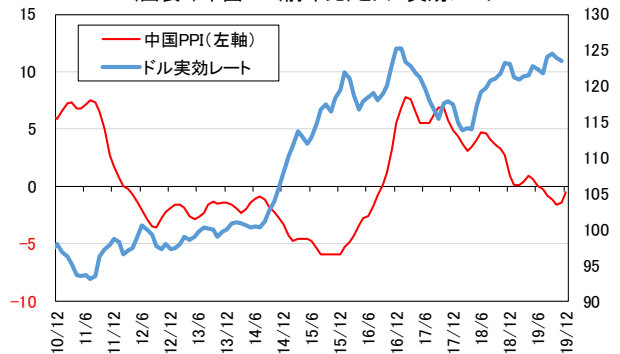
(出所)米商務省、ダラス連銀

(図表3)各種物価指数の伸び(前年比)



(出所)米労働省

(図表4)中国PPI(前年比)とドル実効レート 2010年=100



(出所)BIS等

一巡する。

対中関税に関して言えば、18年7月に第1弾(約340億ドルに25%)、8月に第2弾(約160億ドルに25%)、9月に第3弾(約2,000億ドルに10%)が実施された。その後、19年5月に第3弾が25%に引き上げられたほか、9月には第4弾の一部(約1,100億ドルに15%)が実施された。しかしながら、米中第1段階合意では、第4弾の約1,100億ドルに対する関税が7.5%に引き下げられるほか、当初予定されていた残りの約1,600億ドルに対する関税引き上げが先送りとなっている。今後の米中協議次第であるものの、さらなる関税引き上げが回避されるのであれば、物価に対するこれまでの影響は徐々に剥落していくことが見込まれる。12月のISM製造業価格指数は7ヵ月ぶりに50ポイントを上回ったが、関税引き上げが行なわれた2018年夏場以降低下基調をたどり、現在も50近辺でもみ合う展開が続いている(図表5)。12月ISMの公表資料では、一部セクターでコスト上昇圧力の高まりを示唆する声があったことが示されているものの、全体としてみれば関税引き上げによる影響は限定的と考えられる。

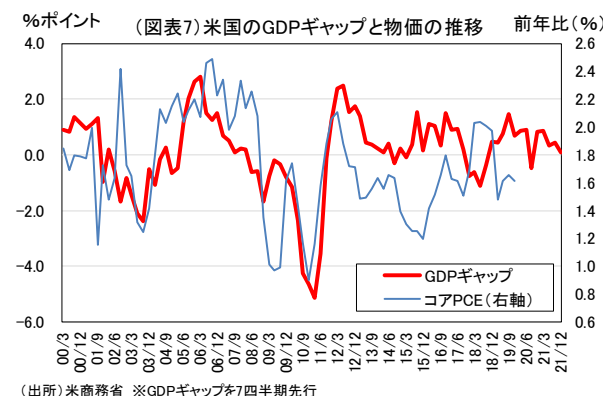
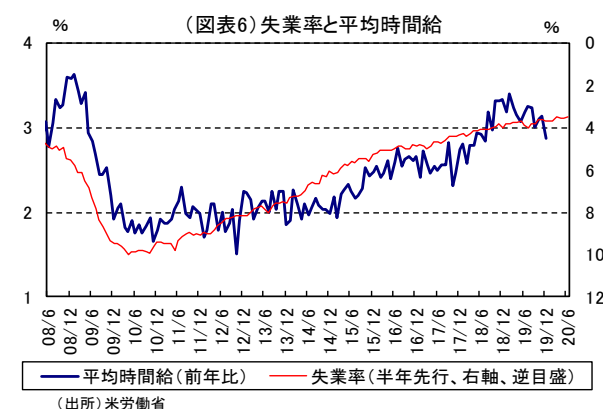
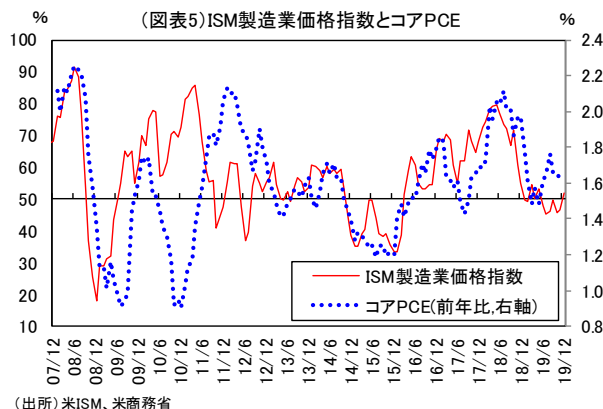
賃金面からのインフレ圧力も鈍いまま

これまでの景気拡大に伴い、12月の失業率が3.5%と約50年ぶりの水準まで低下(改善)するなど、雇用環境が良好であるにもかかわらず、賃金の伸びは足元で鈍化している(図表6)。技術革新に伴い、資本の労働代替が進んでいることや、グローバル化により国際分業が進んでいることに加えて、高齢化の進展に伴い、所得の高い年齢層の雇用比率が低下していることなど、構造的な変化が賃金の伸びを抑制する一因となっている。

もともと、賃金の伸びは失業率の動きに半年程度遅行する傾向がある(前掲図表6)。失業率は緩やかながら低下基調を維持しているため、賃金の伸びがこのまま鈍化傾向をたどると判断するのは時期尚早と考えるが、FRBが長期的に巡航速度とみる失業率のレンジ(3.5~4.5%)の下限で推移している。このため、ここから失業率が大きく改善する状況は見込みにくく、賃金の伸びがプラス幅を一段と拡大させる余地は限られると予想する。

GDPギャップはインフレ率の横ばい推移を示唆

米国のGDPギャップとコアPCEデフレーター(前年比)には緩やかながらも連動性があり、前者が後者に7四半期ほど先行する傾向がみられる(図表7)。ここ数年、GDPギャップは変動を伴いながらも概ね横ばい圏での推移が続いており、コアPCEデフレーター(前年比)も当面は前年比+2%



を大きく上回って推移する可能性は低いと見込まれる。

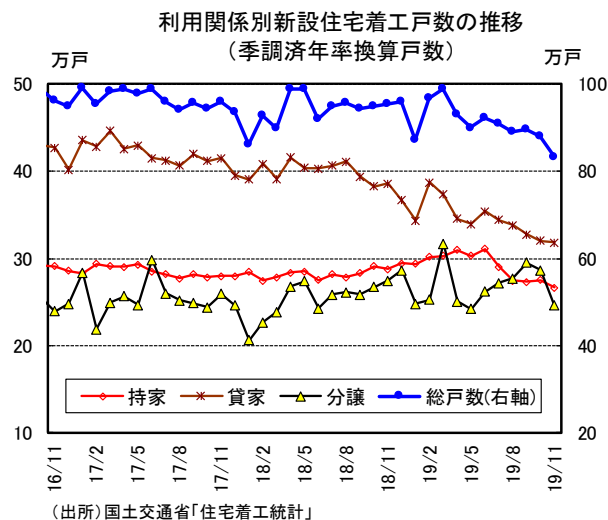
パウエルFRB議長は、12月FOMC（米連邦公開市場委員会）後の記者会見で、今後発表される経済データが想定に沿っているなら、現行の金融政策スタンスが適切と述べたほか、利上げには著しく持続的なインフレ上昇が必要になるとコメントした。物価上昇圧力が鈍いなか、FRBは当面政策金利をすえ置く可能性が高い。（担当：大広）

主要経済指標レビュー (12/23~1/13)

《日本》

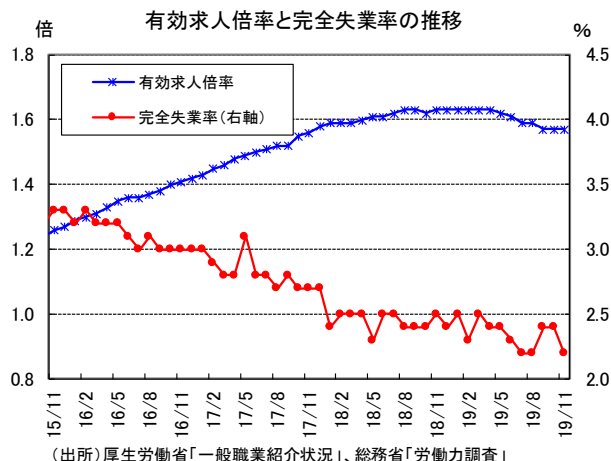
○ 11月新設住宅着工戸数 (12月26日)

11月の新設住宅着工戸数(季調値)は前月比▲5.2%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。利用関係別では、持家が同▲3.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなったほか、貸家が同▲0.5%と、5ヵ月連続のマイナス、分譲も同▲14.1%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。今後については、持家では、消費増税前の駆け込み需要の反動減が出てきているほか、分譲についても、マンション価格の高止まり、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスなどが重しとなり、住宅着工は均せば減少傾向の推移となると予想する。



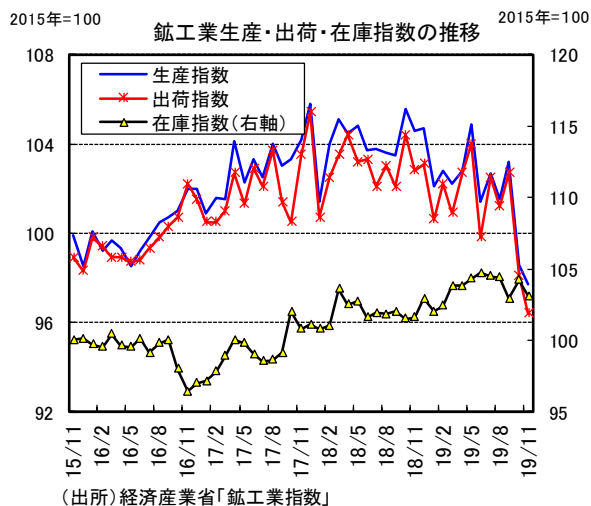
○ 11月雇用関連統計 (12月27日)

11月の完全失業率(季調値)は2.2%と、前月から低下(改善)した。内訳を見ると、就業者が前月差+11万人と、2ヵ月連続の増加、完全失業者も同▲15万人と、2ヵ月連続で減少した。また、11月の有効求人倍率(季調値)は1.57倍と、前月から横ばい、新規求人倍率(季調値)は2.67倍と、前月から0.03ポイントの低下となった。消費増税後の雇用環境が今のところ底堅く推移していることが明らかとなった形。ただ、景気ウォッチャー調査等からは、米中貿易摩擦に端を発する海外景況感の悪化による輸出の低迷が、国内の製造業の雇用に影響を与えている可能性が示唆されており、今後、製造業の雇用環境は弱含みの推移となるとみている。



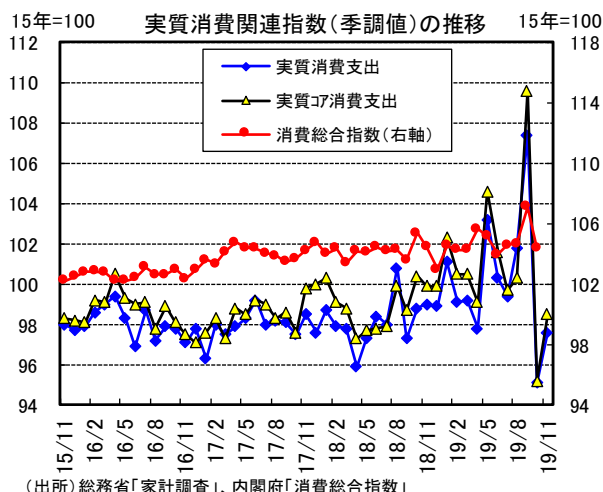
○ 11月鉱工業生産指数 (12月27日)

11月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲0.9%と2ヵ月連続のマイナスとなった。経済産業省による基調判断は、「生産は弱含み」が維持された。製造工業予測指数を見ると、12月は同+2.8%、1月は同+2.5%と増産見通しとなっている。今後の生産については、外需の動向次第だが、半導体市況が底打ちしつつあるほか、FRBの予防的利下げなどを背景に米国景気が底堅く推移すると見込まれることは好材料である。ただ、中国景気は米中摩擦が長期にわたり不透明要因として燻り続けるとみられ、減速基調での推移が見込まれることから、引き続き生産の重しとなり続けよう。



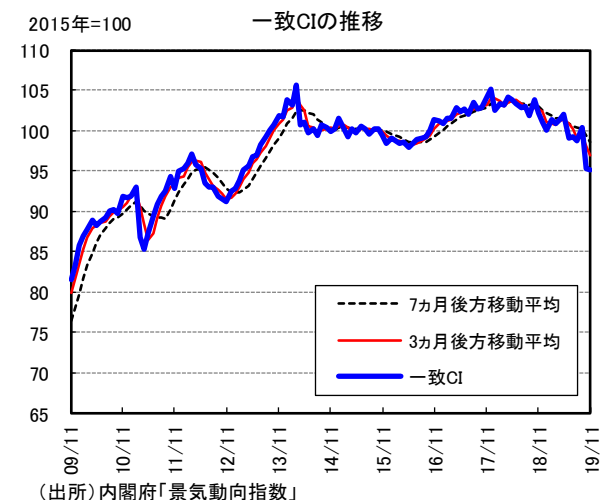
○ 11月家計調査 (1月10日)

11月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出(季調値)は実質ベースで前月比+2.6%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。費目別内訳のわかる前年比ベースを見ると、10品目中、食料、保健医療、教養娯楽を除く品目で前年比マイナスとなっており、消費増税の反動減からの戻りは弱い。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は前年比+2.7%と2ヵ月連続のプラス、実質消費支出は同▲1.4%と2ヵ月連続のマイナス、平均消費性向は66.9%(季調値)となった。今後の個人消費は、消費増税による悪影響が懸念されるものの、政府による経済対策の効果に加え、緩やかながらも賃金が伸びていることから、引き続き均せば緩慢な伸びを維持すると予想する。



○ 11月景気動向指数 (1月10日)

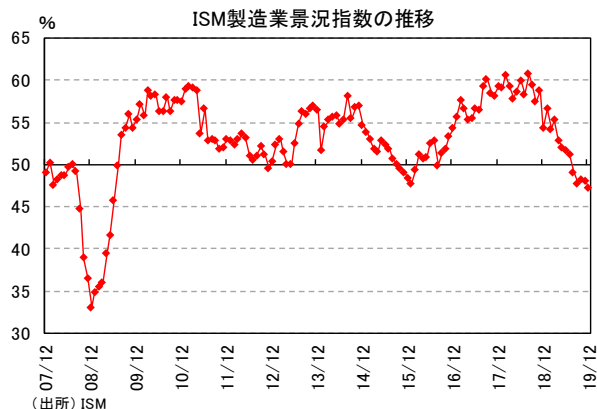
11月の景気動向指数では、一致CIが95.1(前月差▲0.2ポイント)と、2ヵ月連続の低下となった。内閣府の基調判断は、「悪化を示している」にすえ置かれた。個別系列では、7系列中4系列が押し下げに寄与しており、投資財出荷指数(除輸送機械)のマイナス寄与が大きかった。先行CIは90.9(前月差▲0.7)と、4ヵ月連続の低下となった。今後については、底堅い米景気、省力化・省人化投資需要などが下支えになるとみているが、海外情勢の不透明感が残存するなか、消費増税前の駆け込み需要の反動減もあり、下振れするリスクが高まっていることには留意が必要である。



《米 国》

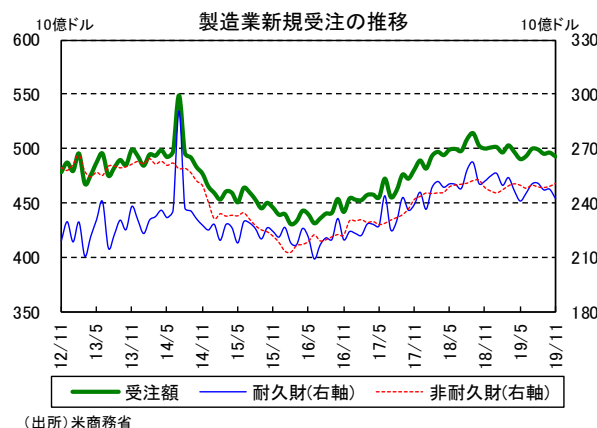
○ 12月ISM製造業景況指数（1月3日）

12月のISM製造業景況指数は47.2となり、2ヵ月連続で前月を下回ったほか、好不調の境目とされる50も5ヵ月連続で下回った。世界景気の減速や米中貿易摩擦の激化などを背景に企業マインドの悪化傾向が続いている。発表元のISMによれば、今回の数値は実質GDPに換算して前期比年率+1.3%成長に相当するとのことである。構成項目別に見ると、生産や新規受注、雇用が低下する一方、リードタイムや在庫が上昇した。製造業は、世界景気の減速に加えて貿易摩擦の影響などから意図せざる在庫増局面にあり、企業マインドを下押ししている。もっとも、景況指数に先行する傾向のみられる新規受注-在庫指数はすでに底を打った可能性を示唆しており、今後は徐々に下げ止まりへ向かうと予想する。



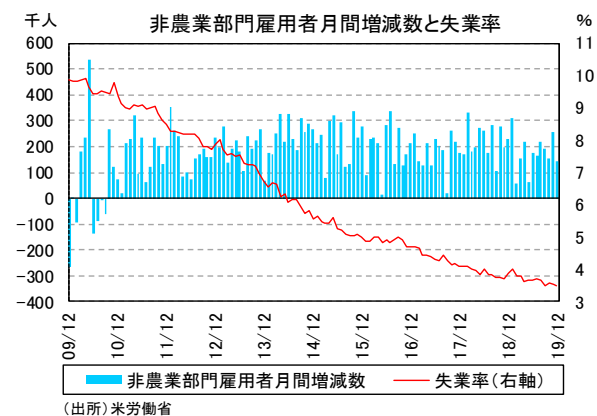
○ 11月製造業新規受注（1月7日）

11月の製造業新規受注は前月比▲0.7%と2ヵ月ぶりに減少した。財別に見ると、耐久財が同▲2.1%と2ヵ月ぶりに減少した。変動の激しい輸送機器が航空機受注の大幅減でマイナスとなったほか、機械や一次金属などが減少した。一方で非耐久財は同+0.6%と2ヵ月連続で増加し、底堅く推移した。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+0.2%と2ヵ月連続で増加したものの、前年比では▲1.2%と2ヵ月連続のマイナスとなっており、世界景気の減速や米中貿易摩擦の影響が顕在化してきている。今後も米中の対立を背景とした景気の先行き不透明感などから、設備投資は減速基調で推移するとみられるが、グローバル景気の先行指標に持ち直しの兆しがみられることもあり、緩やかな減速にとどまると予想する。



○ 12月雇用統計（1月10日）

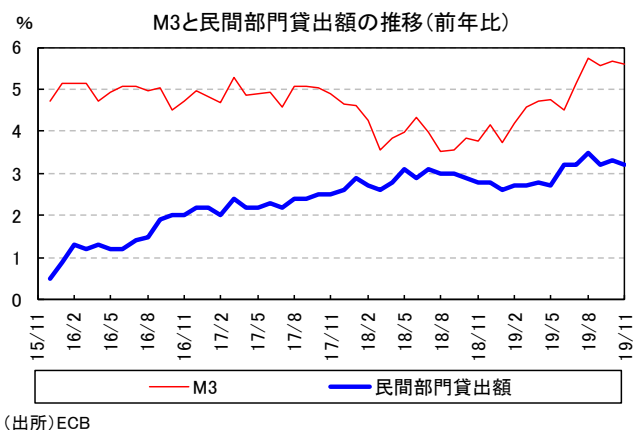
12月の非農業部門雇用者数は前月比+14.5万人と、市場予想を下回る結果となった。ただ、3ヵ月移動平均では同+18.4万人と、引き続き新しい労働力の供給を吸収するのに必要とされる10万人増を上回って推移している。失業率は前月と同じ3.5%で、約50年ぶりの低水準を維持。一方、時間当たり賃金は前年比+2.9%と18年9月以来の3%割れとなった。失業率が改善傾向を維持しているため、賃金の伸びがこのまま鈍化傾向をたどると判断するのは時期尚早と考えるが、米国発の貿易摩擦による影響などが米景気の重しとなるなか、企業収益の伸びも抑制されることが見込まれ、今後の雇用・所得環境の改善は頭打ち傾向が続くと予想する。



《 欧 州 》

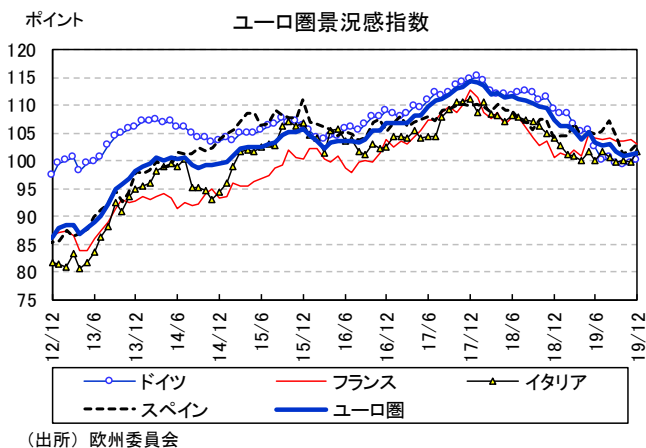
○ 11月ユーロ圏マネーサプライ (1月3日)

11月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+5.6%と、10月の同+5.7%から伸び幅が縮小した。民間向け貸出額(同+3.3%→+3.2%)も2ヵ月ぶりに伸び幅が縮小。民間向け貸出額の内訳では、家計向け(同+3.3%)は前月と同じ伸び幅となったものの、非金融企業向け(同+3.1%→+2.6%)の伸び幅が縮小した。今後については、10月末よりECBによる預金の階層化が適用され、貸出支援策であるTLTROⅢの利用本格化も見込まれることから、貸し出しの伸びは緩やかながら再び拡大すると予想する。



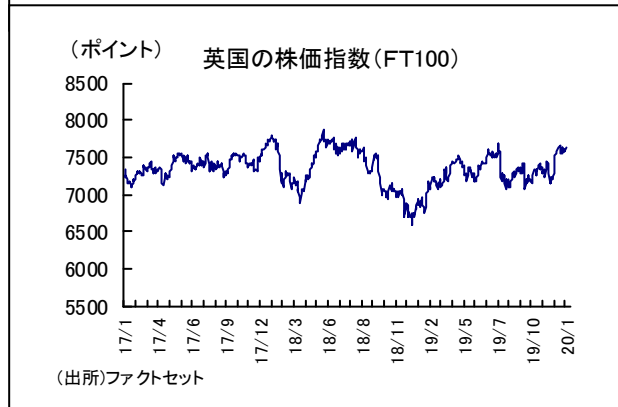
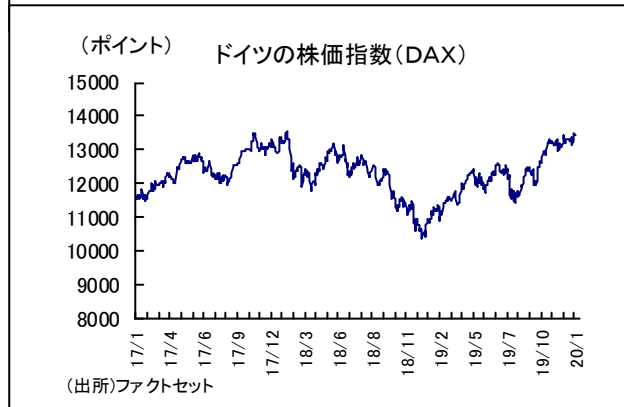
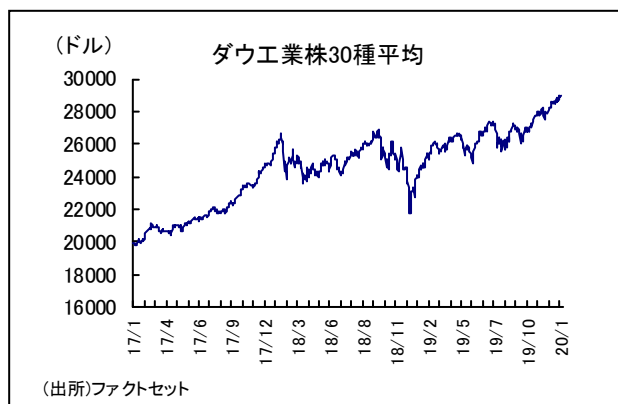
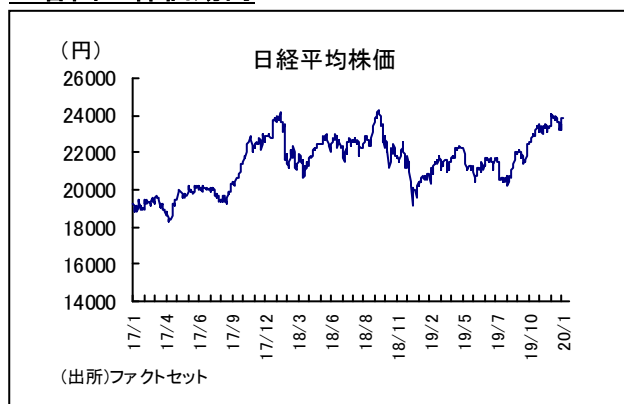
○ 12月ユーロ圏景況感指数 (1月8日)

12月のユーロ圏景況感指数は101.5と、11月(101.2)から2ヵ月連続で改善した。構成項目別では、鉱工業景況感(▲9.1→▲9.3)、消費者信頼感(▲7.2→▲8.1)は悪化したものの、サービス業景況感(9.2→11.4)、小売業景況感(▲0.2→0.8)、建設業景況感(2.8→5.0)は、いずれも改善している。主要国別では、フランス(103.9→103.0)を除き、ドイツ(99.6→100.0)、イタリア(99.9→101.6)、スペイン(101.9→103.2)は改善した。ユーロ圏景気は最悪期を脱しつつあるものの、政策効果を除けば好材料に欠けるなかで、今後の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

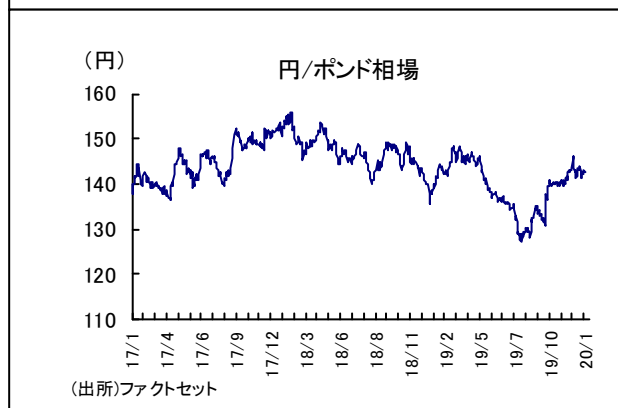
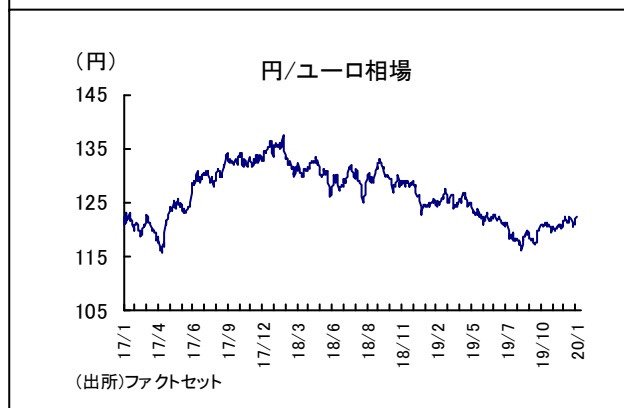
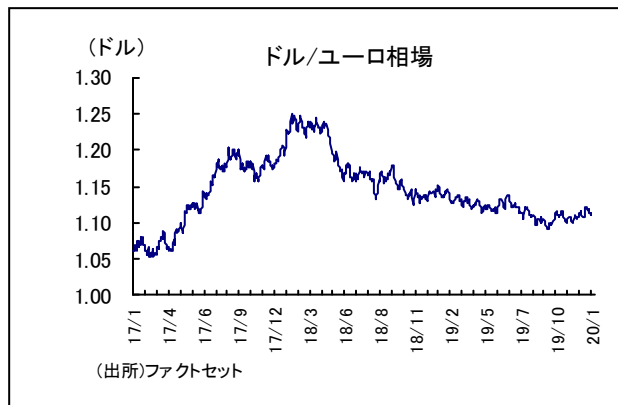
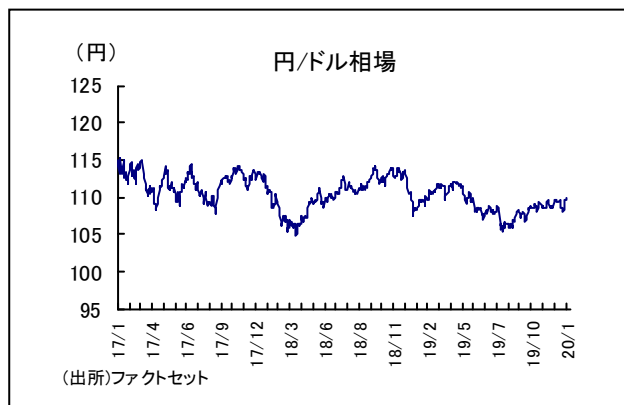


日米欧マーケットの動向 (2020年1月14日現在)

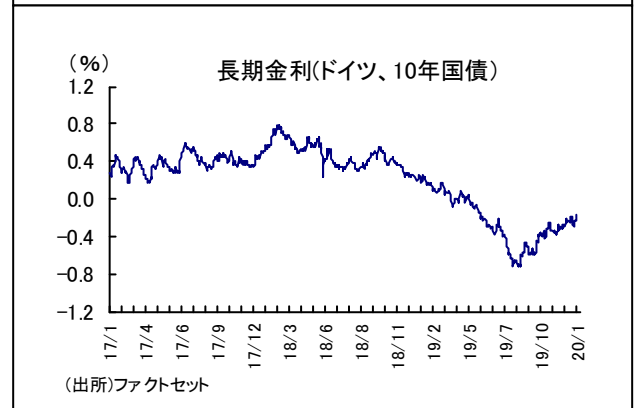
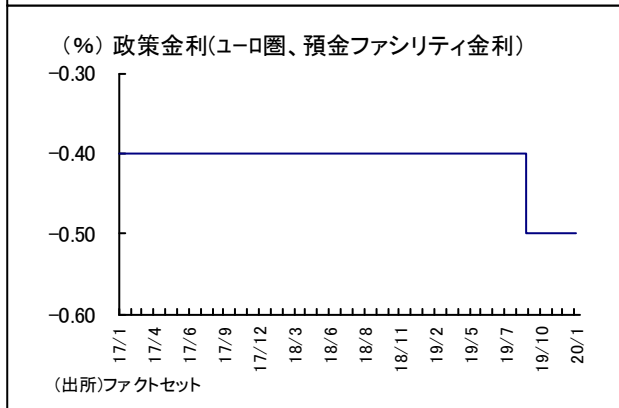
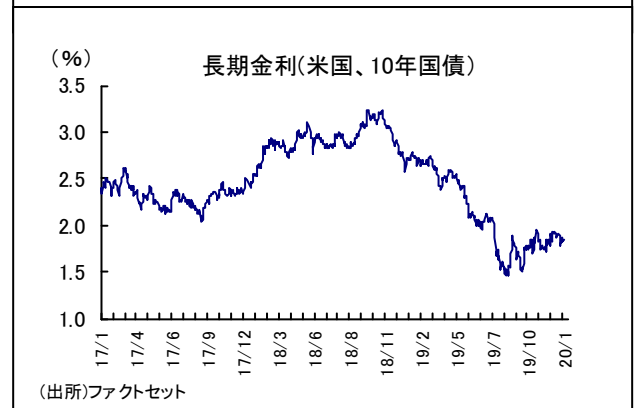
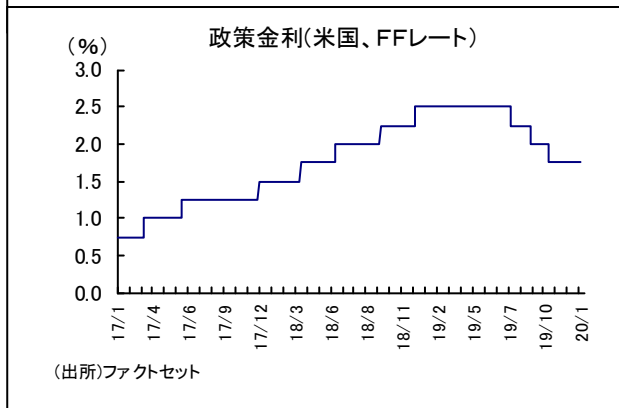
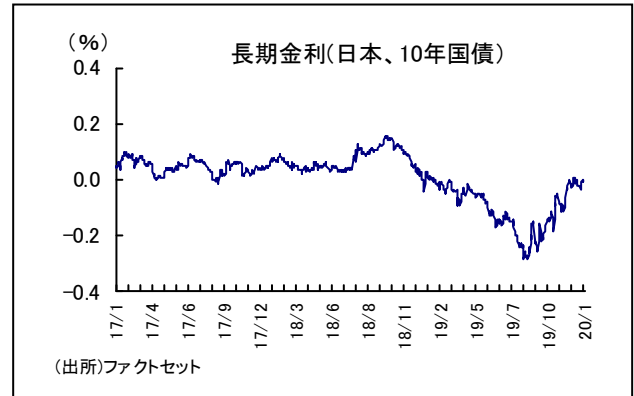
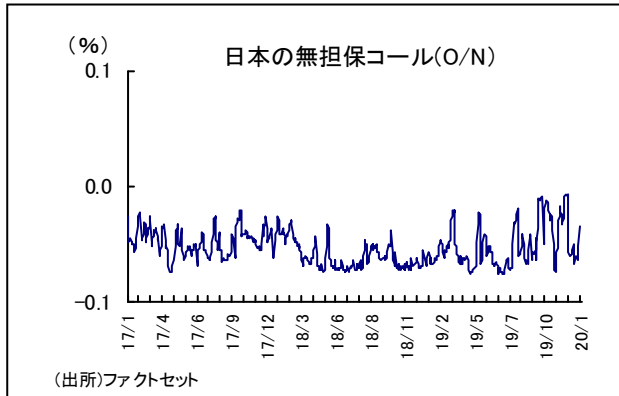
▽各国の株価動向



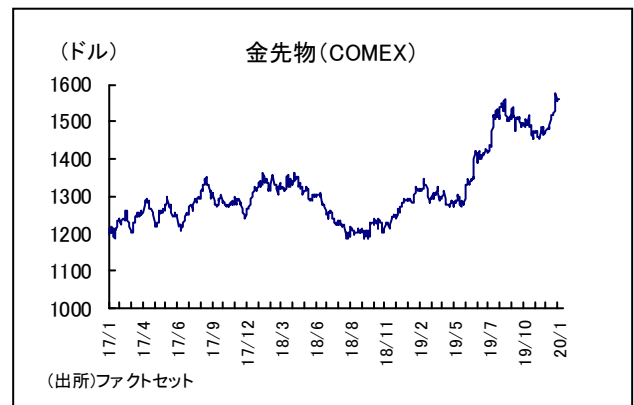
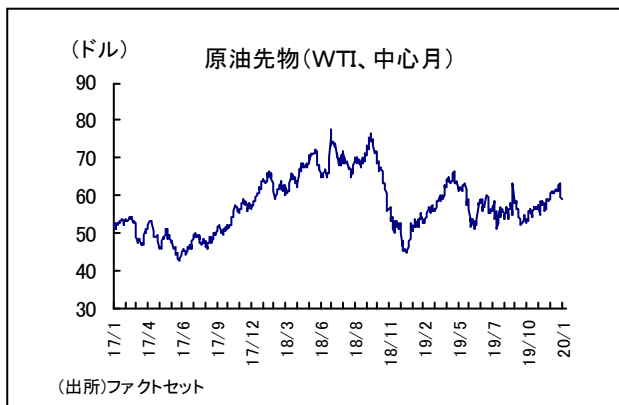
▽外為市場の動向



▽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、山口範大、
西山周作、木下裕太郎