一生涯のパートナー
第一生命
Dai-ichi Life Group

第一生命 年金通信

第一生命経済研究所レポート selection

No.2017－34

2017 年 6 月 20 日
団 体 年 金 事 業 部

【四半期特別ﾏｰｹｯﾄﾚﾎﾟｰﾄ】2017 年 7 月以降の市場環境見通し
～不透明要因続々到来も景気回復の流れは変わらず～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の嶌峰首席エコノミストが四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者向けに特別レポートを作成しております。

本年金通信では、「2017 年 7 月以降の市場環境見通し～不透明要因続々到来も景気回復の流れは変わらず～」をお届けします。是非ご一読下さい。（別添参照）

Summary

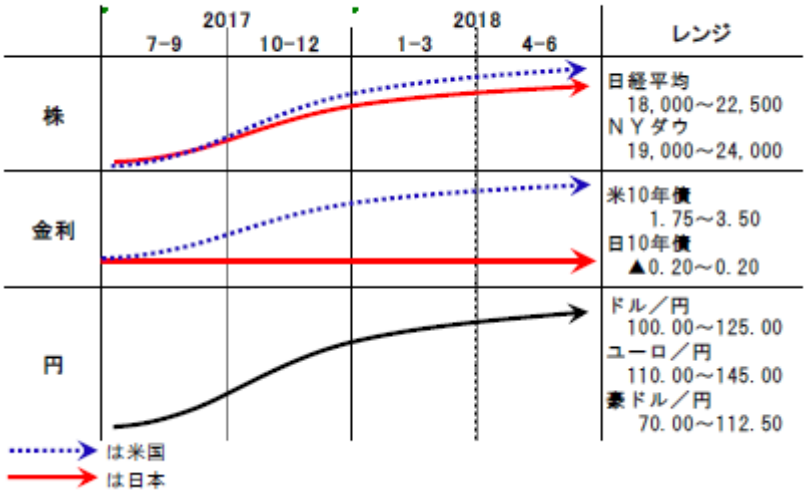
■経済概況：不透明要因続々到来も景気回復の流れは変わらず

アメリカの生産活動は今後一層加速すると予想されています。消費者の自動車購入意欲は高水準にあり、自動車を除く消費は堅調に推移すると見込まれます。また、賃金上昇率の加速傾向は今後より明確化すると予想されています。ユーロ圏の生産活動は持ち直し傾向にあり、消費者物価は低安定が続いていると判断されています。中国の生産活動は、回復傾向にある輸出により堅調に推移すると予想されています。物価の伸びが低位安定している一方、消費は堅調に推移すると予想されています。日本の生産活動は加速傾向が続くと予想される一方、消費活動は低迷が続くと予想されています。

■トピック：FRBの金融政策の変化について

■市場見通し：超金融緩和が徐々に薄まるマーケット～世界的な株高・金利上昇・円安基調～

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



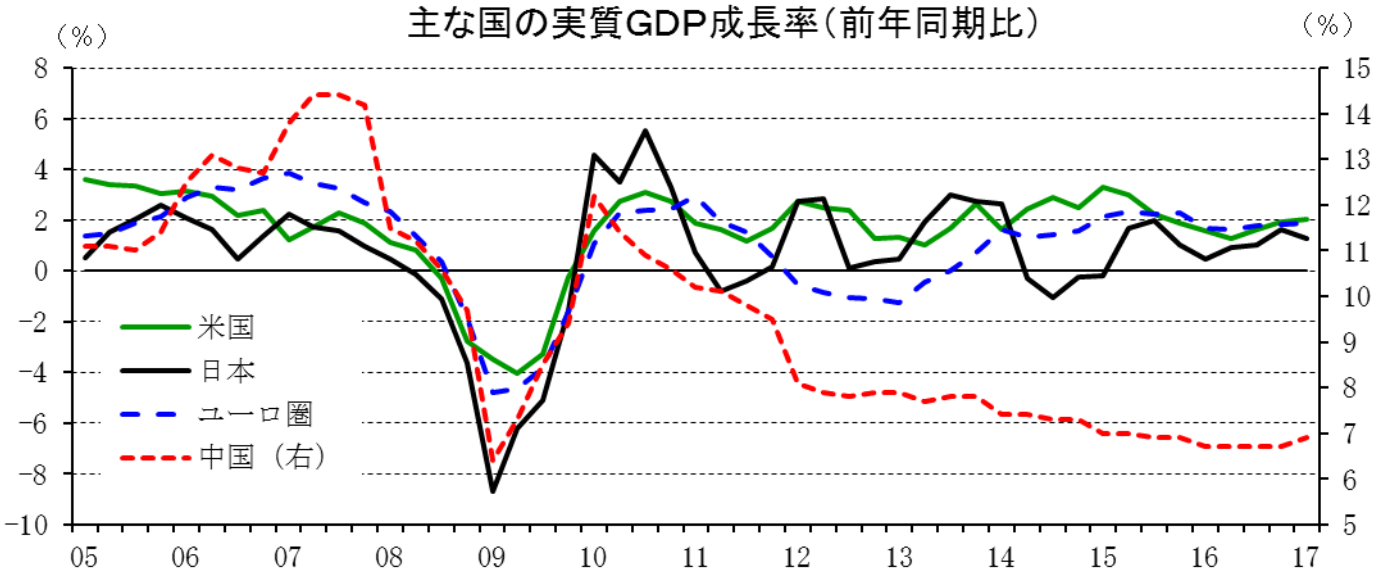
四半期特別マーケットレポート

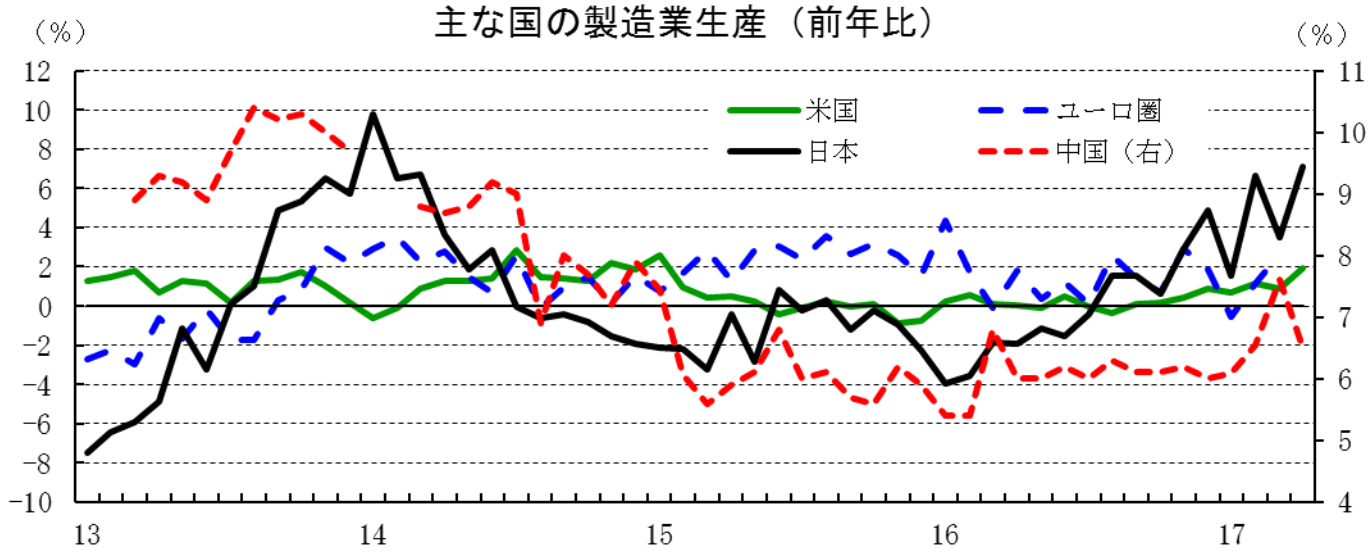
テーマ：**2017年7月以降の市場環境見通し**　　発表日：2017年6月19日（月）

～不透明要因続々到来も景気回復の流れは変わらず～

第一生命経済研究所　経済調査部
担当　嶌峰　義清　(03-5221-4521)

【世界経済】



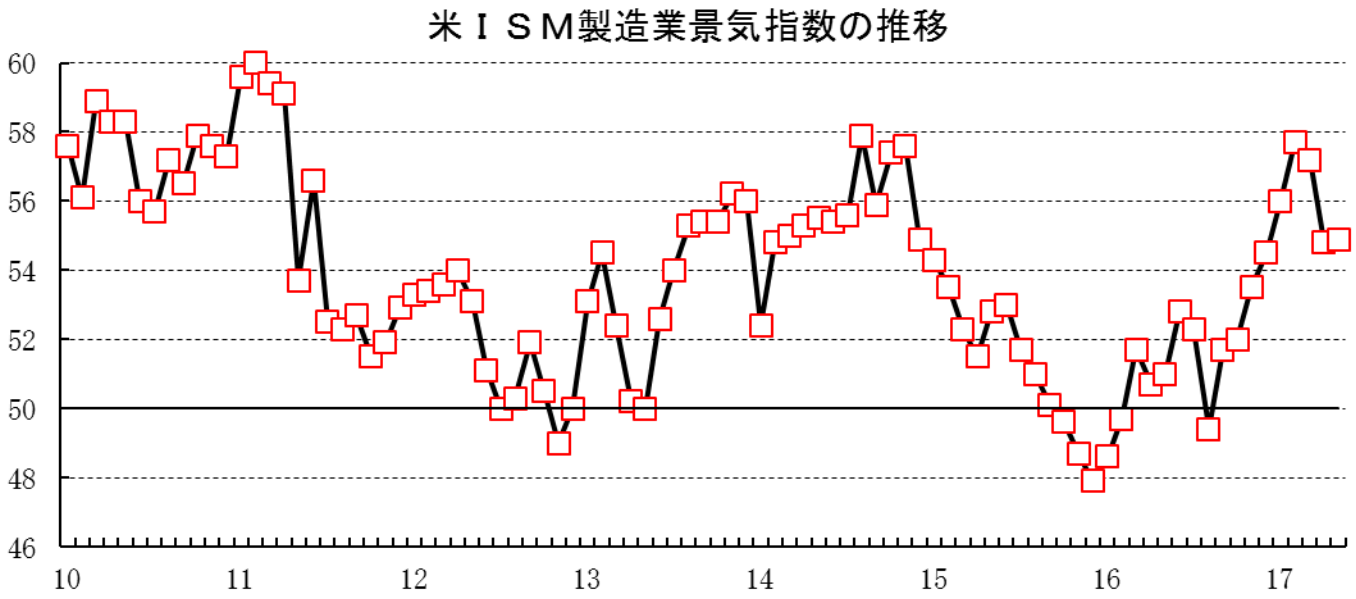


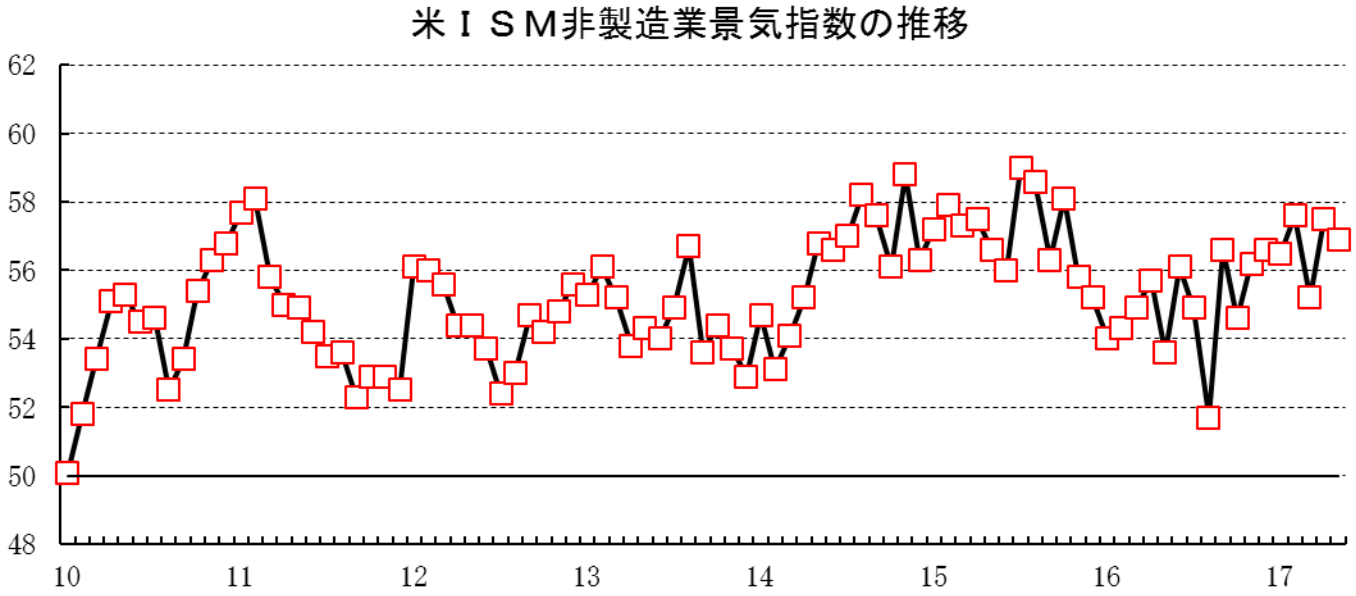
17年１～３月期の主要国の実質ＧＤＰ成長率は、米国で前期比年率＋1.2%（10～12月期：同＋2.1%）、ユーロ圏で同＋2.3%（同＋2.1%）、日本で同＋1.0%（同＋1.4%）、中国で前年同期比＋6.9%（同＋6.7%）となった。米国では３四半期ぶりの１%台の成長にとどまったが、在庫調整の進展によって押し下げられた側面があり、内容的には前向きに評価されるべき鈍化といえる。世界的な景気回復を背景に、輸出の成長押し上げ寄与が高まる傾向にある。

生産活動については、在庫調整の完了を背景に各国とも徐々に伸び率が加速してきた。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【米国】

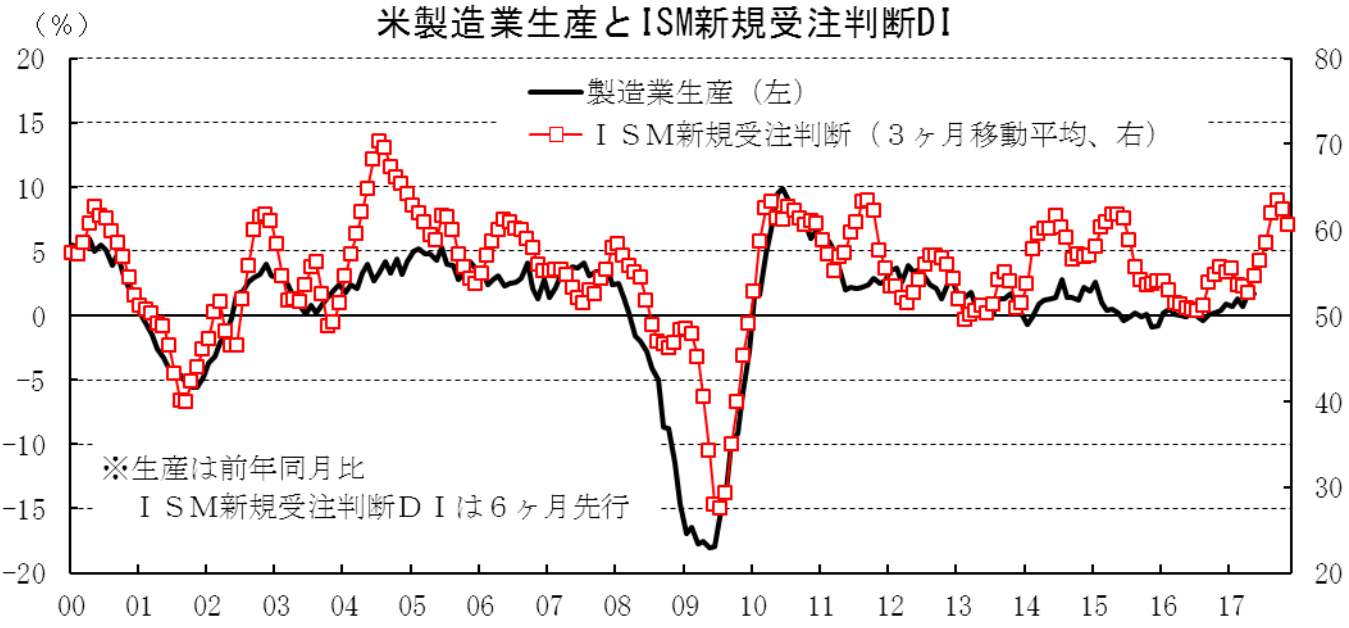


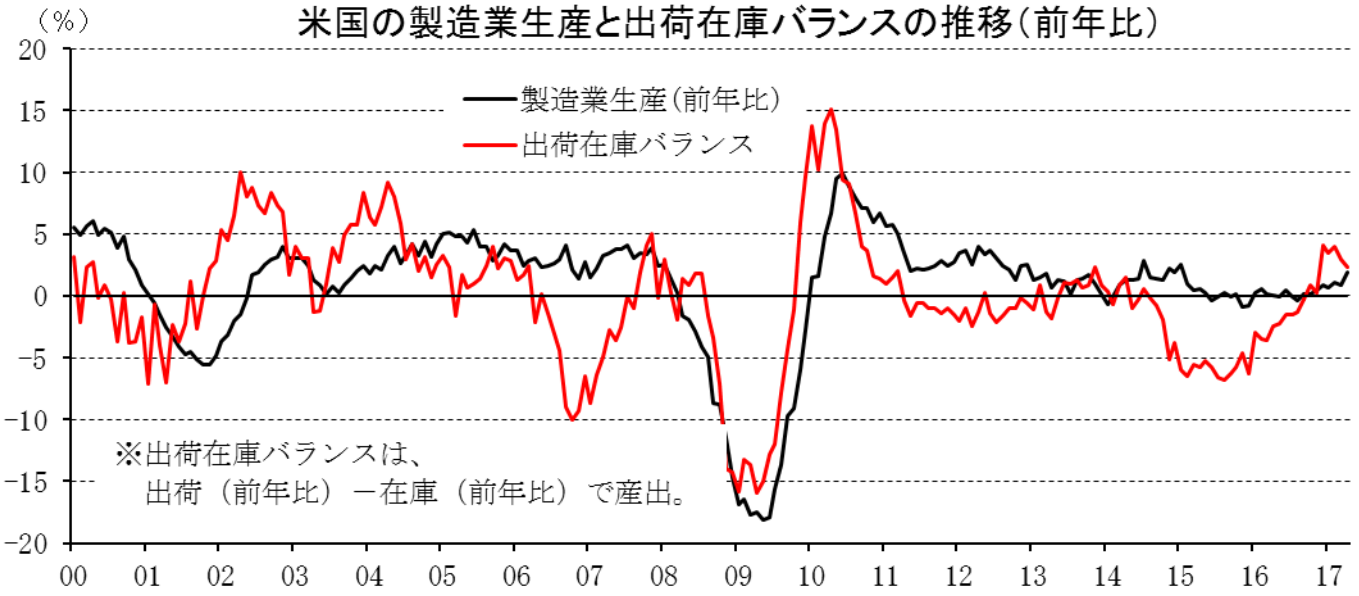


米国のＩＳＭ製造業景況指数は、５月には54.9ポイントと９ヶ月連続で景況感が［良い・悪い］の判断基準の分かれ目となる50を上回った。２月につけた57.7ポイントをピークに鈍化傾向にあり、景況感改善のモメンタムは低下しているようにもみられるが、在庫調整が完了して積み増し局面に移行していることなどを勘案すれば、製造業を取り巻く環境は引き続き好調に拡大していると判断される。

一方、非製造業の景況指数は56.9ポイントと、2010年１月以来判断基準の分かれ目となる50超えが続いている。堅調な消費を背景に、非製造業を取り巻く環境は好調さを保っていると判断される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

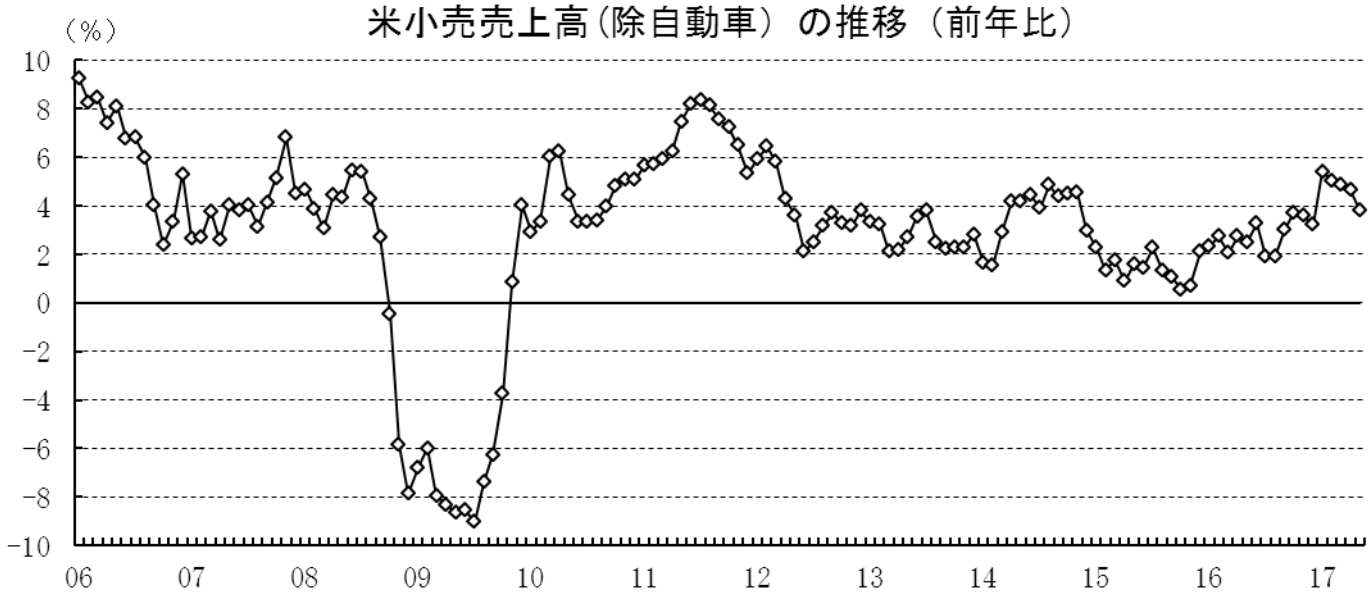




米国の生産活動に半年程度先行するＩＳＭ製造業新規受注判断ＤＩは、５月は 59.5 ポイントとなった。ここ数ヶ月は一進一退ながらも、60 ポイント前後の高水準での推移が続いており、生産活動が今後一段と加速する可能性が高いことを示唆している。

出荷在庫バランス（出荷の前年同月比伸び率から在庫の同伸び率を引いたもの）を見ると（下図赤いライン）、４月は＋2.3 ポイントと前月の＋2.9 ポイントから低下した。低下は２ヶ月連続。前月対比の動きでみると、在庫は昨年末にかけてやや伸びが高まったあと、年明け後は低めの伸びで推移している。一方で、製造業の出荷に相当する売上の月ごとのブレが大きいことが、ここのところの出荷在庫バランスの不安定な動きに繋がっている可能性がある。需要面では鈍化傾向を辿っていくとは見込み難く、むしろ堅調な推移が期待されることから、当面は在庫が積み上がって調整に至るとは考えにくい。

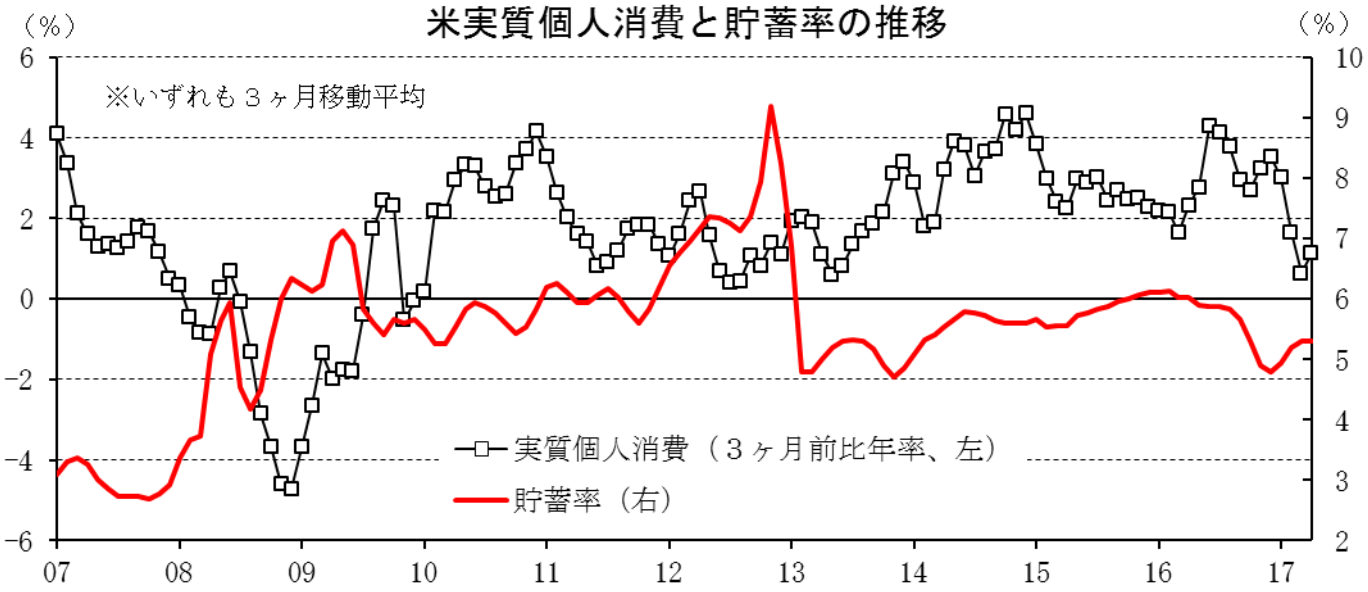
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

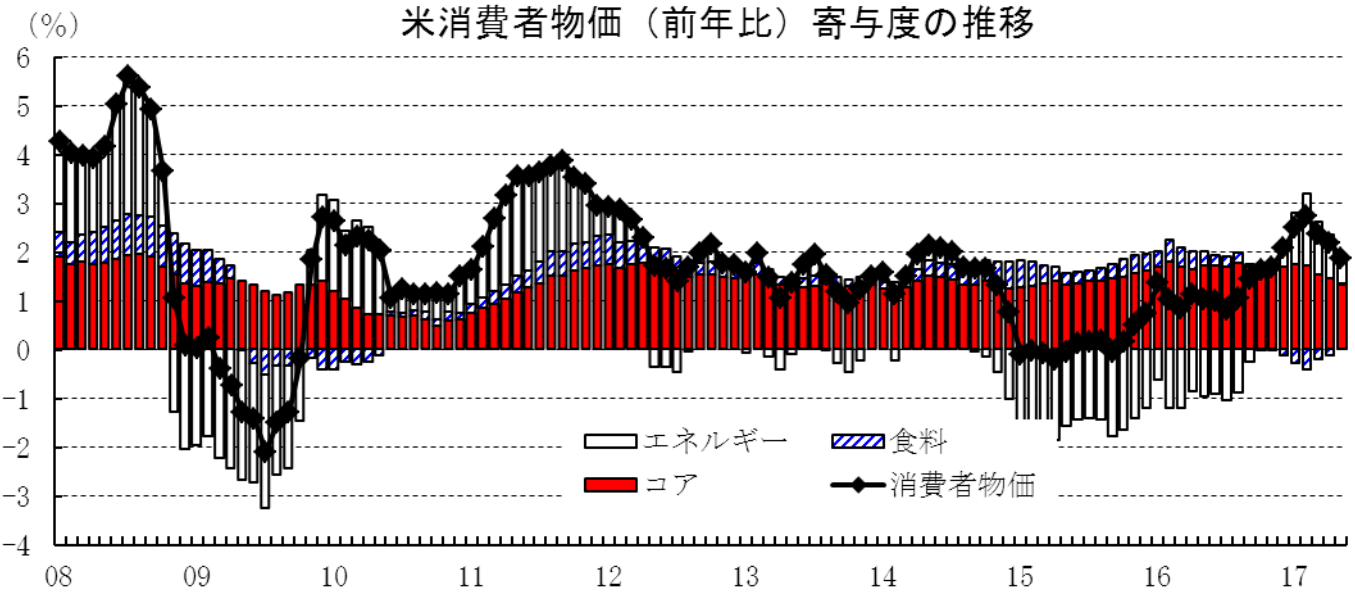


米小売売上高は５月には前月比▲0.3%、前年同月比＋3.8%と３ヶ月ぶりに前月対比減少した。自動車を除くベースでは、前月比＋0.3%、前年同月比＋4.5%を記録した。前年対比伸び率は、今年１月をピークに鈍化しているが、引き続き高水準を維持しており、消費が全般的に堅調に推移していることが窺われる。

自動車販売台数は、５月には1,666万台となった。直近ピークとなった2016年12月の1,843万台からは水準が低下しているものの、歴史的に見れば超高水準での推移が続いている。消費者信頼感統計における消費者の先行き自動車購買計画をみると、前回ピークであったＩＴバブル時の90年代後半を大きく上回る水準での推移が続いており、消費者の自動車購入意欲は歴史的な高水準にあることがわかる。一方で、金融機関の自動車ローン貸し出し基準はここのところやや引き締まり始めたとはいえ、未だ僅かであり、自動車ローンの借入が困難になっているとは考えにくい。ＦＲＢは利上げを行っているものの、金利の水準自体は非常に低く、当面は高水準での推移が続く見込み。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

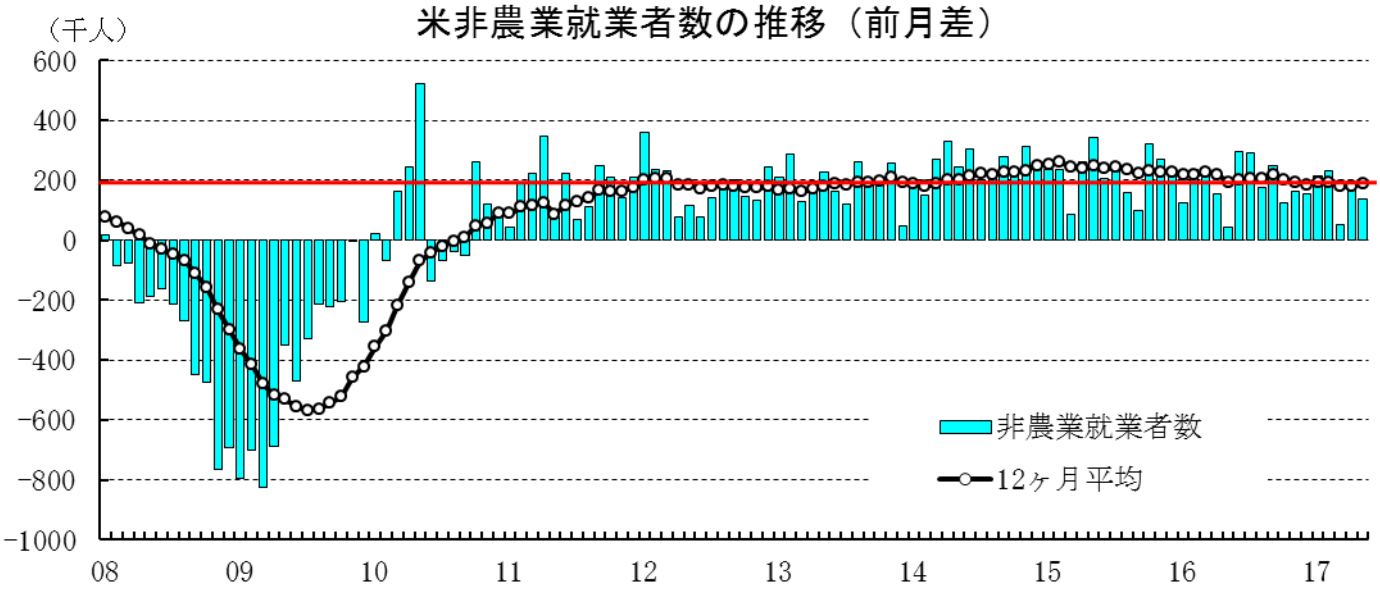




米国の実質個人消費は、４月には前年同月比＋2.6%となった。３ヶ月移動平均・３ヶ月前対比年率（四半期末月の伸びがその四半期の前期比年率ベース伸び率に相当）では＋1.1%となった。前月比では＋0.2%と２ヶ月連続で前月対比増加した。消費性向は91～92%の高水準を保っており、消費意欲は引き続き旺盛とみられる。雇用・所得環境も好調に推移していることから（詳細は後述）、ここのところの消費の鈍化は一時的なものと判断される。

米国の消費者物価は、５月には前年同月比＋1.9%となった。エネルギーと食料品を除いたコアベースでは同＋1.7%と、４ヶ月連続で伸び率が鈍化した。ＦＲＢが物価統計の参考指標としている個人消費デフレーター（ＰＣＥデフレーター）も４月には前年同月比＋1.7%と２ヶ月連続で伸びが鈍化した。２月には同＋2.1%と、ＦＲＢが目標としている２%を一時的に上回ったものの、物価の上昇圧力はそれほど高くはなっていないことが示された。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



５月の米雇用統計では、非農業就業者数は前月差＋13万８千人と、好不調の分かれ目といえる＋20万人を３ヶ月連続で下回った。また、失業率は4.3%と2001年５月以来の低水準にまで低下した。米国の自然失業率は５%程度とされており、余剰労働者が極端に不足している完全雇用状態が続いていると判断される。完全雇用下においては就業者の増加余地は限定的となることから、足元での就業者のペースの鈍化もこうした要因によるところが大きく、景気の減速を示唆しているものではないと考えられる。労働参加率（16歳以上人口に占める労働力人口の割合）は62.7%と歴史的低水準にとどまっていることから、職探しの再開を促して労働力人口を増やしてくために、賃金の引き上げなど労働条件の改善を図って人材を確保しようとする企業が増えてくるものと考えられる。

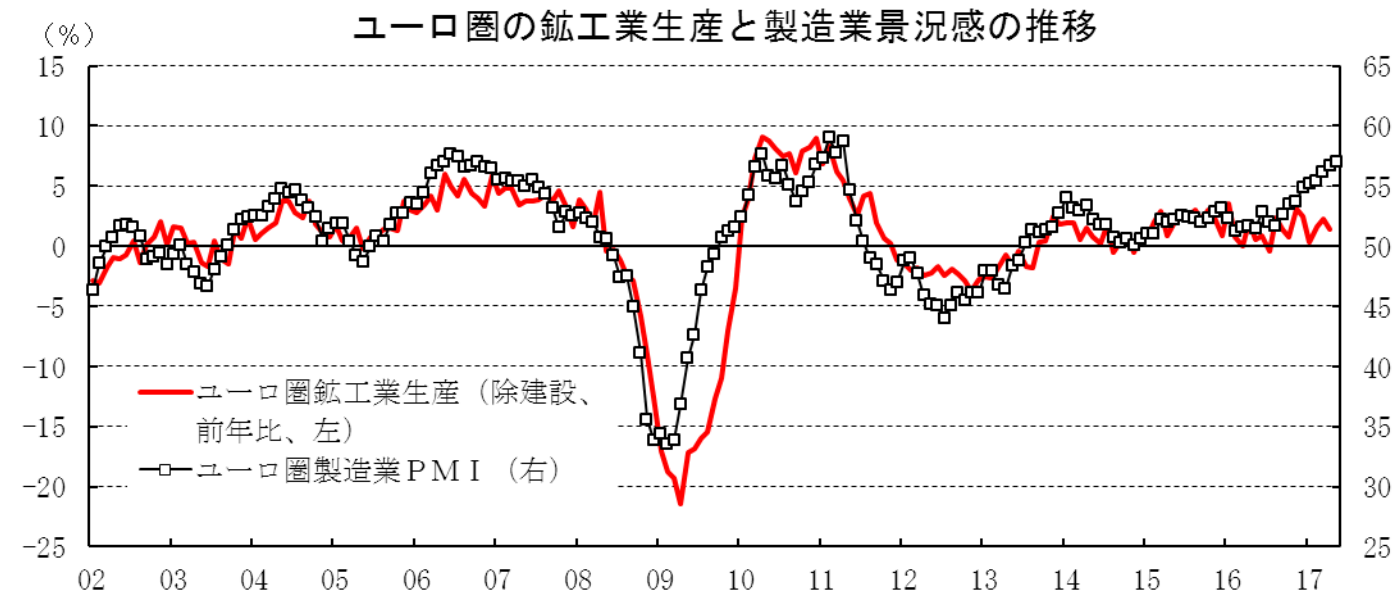
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

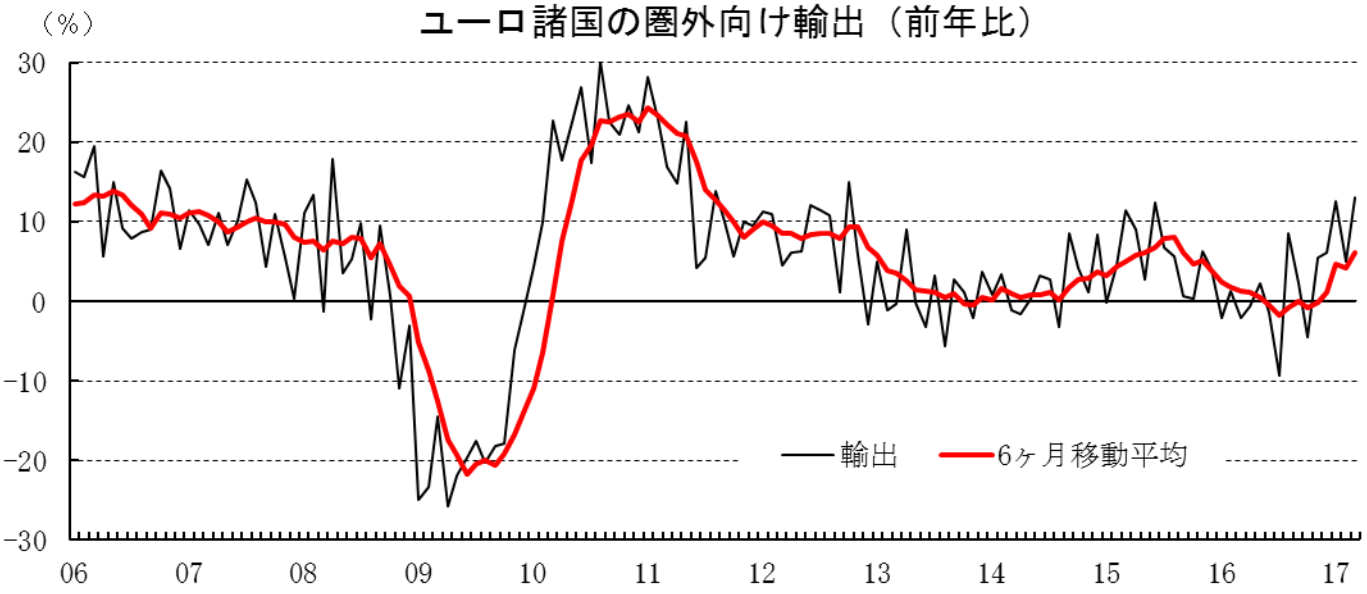
米国の時間あたり賃金（非農業部門）は、５月には前年同月比＋2.4%の上昇となった。ここのところ、２%台半ばでの物価上昇率を小幅上回る堅調な伸びが続いている。民間部門でも同＋2.5%と同様の展開が続いている。完全雇用下で労働不足感が極端に強いこと、賃金水準が相対的に高い製造業で在庫調整完了を背景に雇用が拡大傾向に転じていることを勘案すれば、今後賃金上昇率の加速傾向はより明確なものとなると見込まれる。

消費者の景況感を示す消費者信頼感指数は、５月には117.9ポイントとなった。３月に124.9ポイントと2000年12月以来の高水準をつけたあとはやや鈍化しているものの、引き続き歴史的な高水準にある。トランプ大統領の経済政策に対する期待が消費者の景況感を押し上げており、その期待が剥落すれば悪化すると懸念する剥きもあるが、足元の好調な雇用環境や株式市場の動向でも十分に説明がつく水準であり、実態に即していると考えられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【欧州】

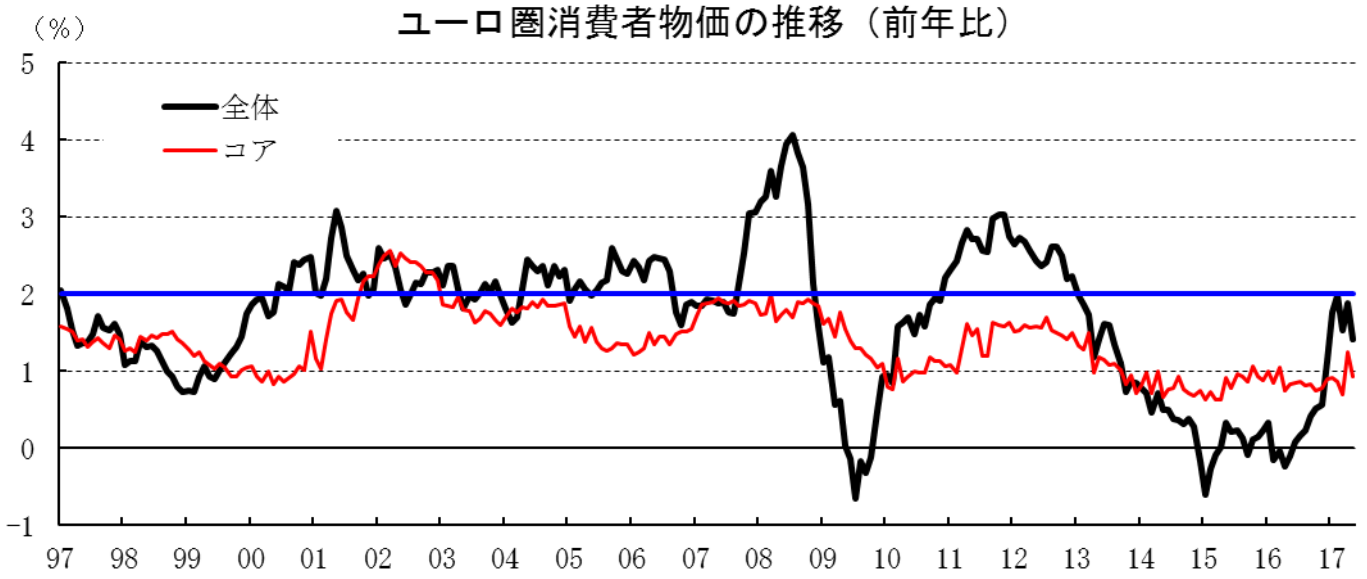




ユーロ圏の鉱工業生産は、４月には前年同月比＋1.4%となった。月ごとのブレが比較的大きい統計であることを勘案すれば、生産活動は昨年春から秋にかけて底を打ち、その後は緩やかながらも持ち直し傾向にあると判断される。生産活動と連動する傾向が強いユーロ圏製造業ＰＭＩは、５月には57.0ポイントと2011年４月以来の水準にまで上昇した。このことから、ユーロ圏の鉱工業生産の持ち直しは足元にかけてさらに明確化している公算が大きい。

圏外向けの輸出は、３月には前年同月比＋13.1%となった。月ごとのフレを除去するために６ヶ月移動平均ベースで見ると、圏外向けの輸出は昨年夏から秋にかけて底を打ち、その後は日米をはじめとした域外景気の回復を背景に改善傾向が明確化してきた。なお、ユーロ域内向けの輸出は同＋11.7%となった。今後も海外経済の持ち直しを背景に、輸出は緩やかに回復していくものと予想される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

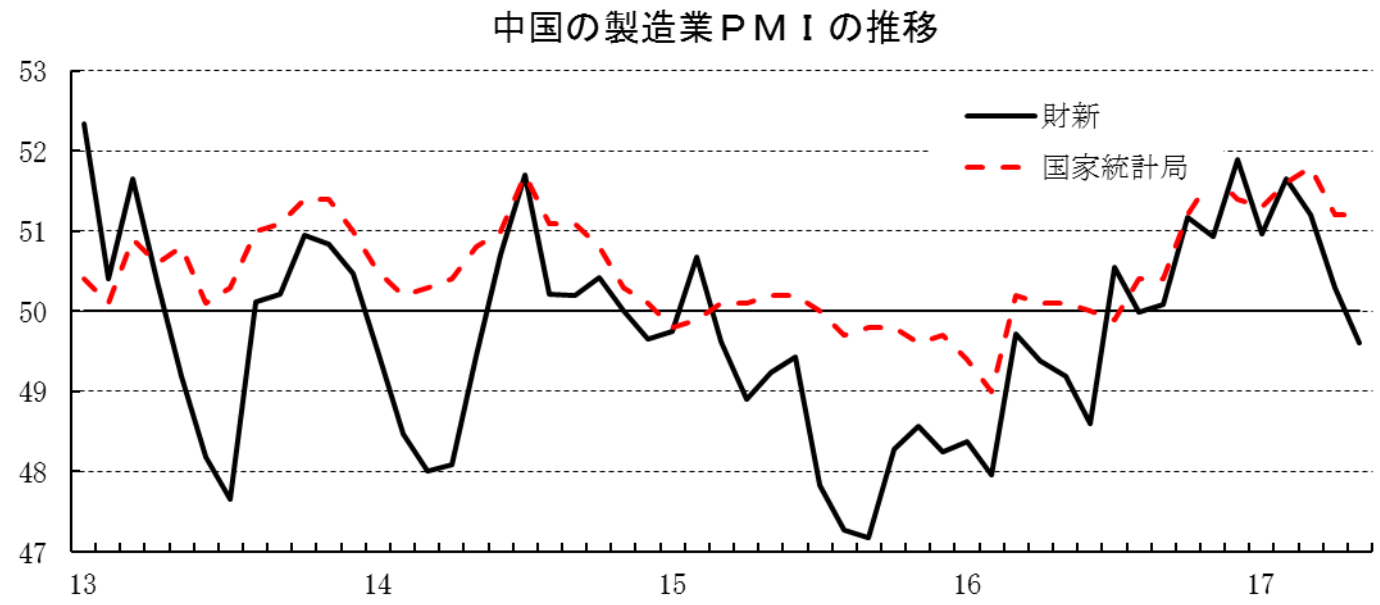


ユーロ圏の実質小売売上高は、４月には前年同月比＋2.5%となった。2016年に入ってからは鈍化傾向にあったが、昨秋に２%程度まで鈍化したところで下げ止まり、その後は持ち直しに転じ始めている。季節調整済み前月比の伸びは＋0.1%で、ここ４ヶ月連続して増加するなど堅調に推移している。

ユーロ圏の消費者物価は、５月には前年同月比＋1.4%となった。２月に同＋2.0%と、ＥＣＢが政策目標としている物価上昇率の上限に達したあとは、伸び率は鈍化している。原油価格の上昇が一服し、やや軟調に推移していることなどが背景。エネルギーや食料品を除いたコア物価は同＋0.9%となった。４月には同＋1.2%と伸びが高まったが、再び１%以下の伸び率に戻った格好となり、引き続き低位安定が続いていると判断される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

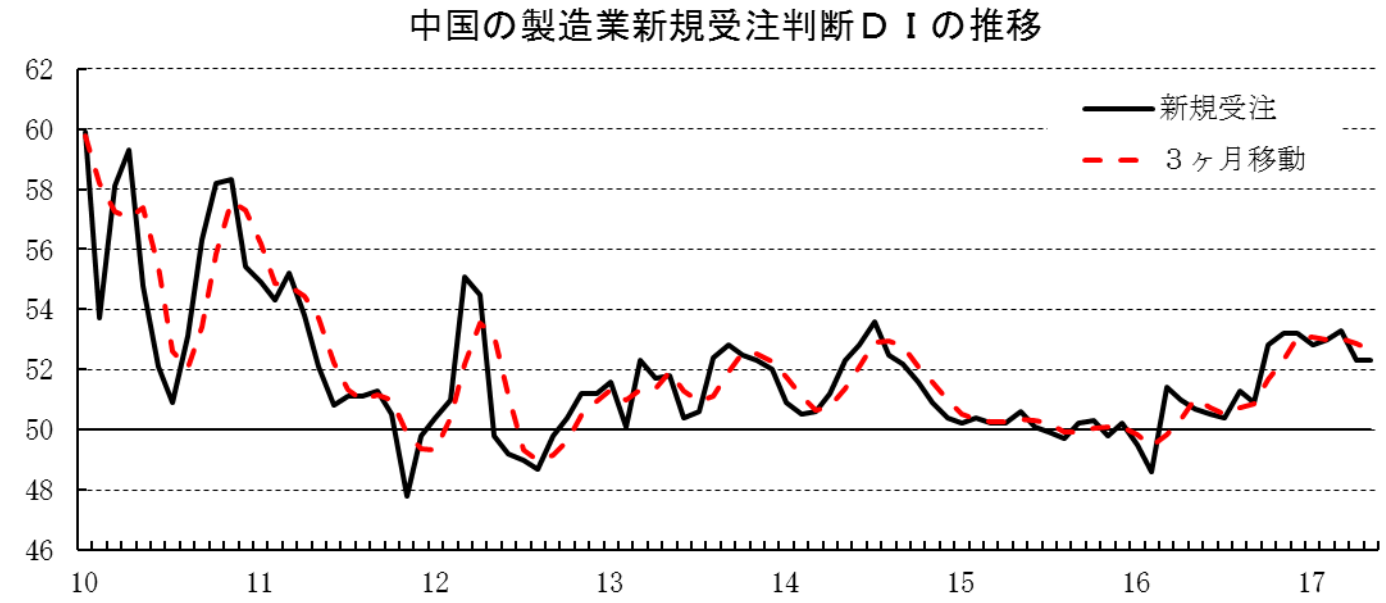
【中国】

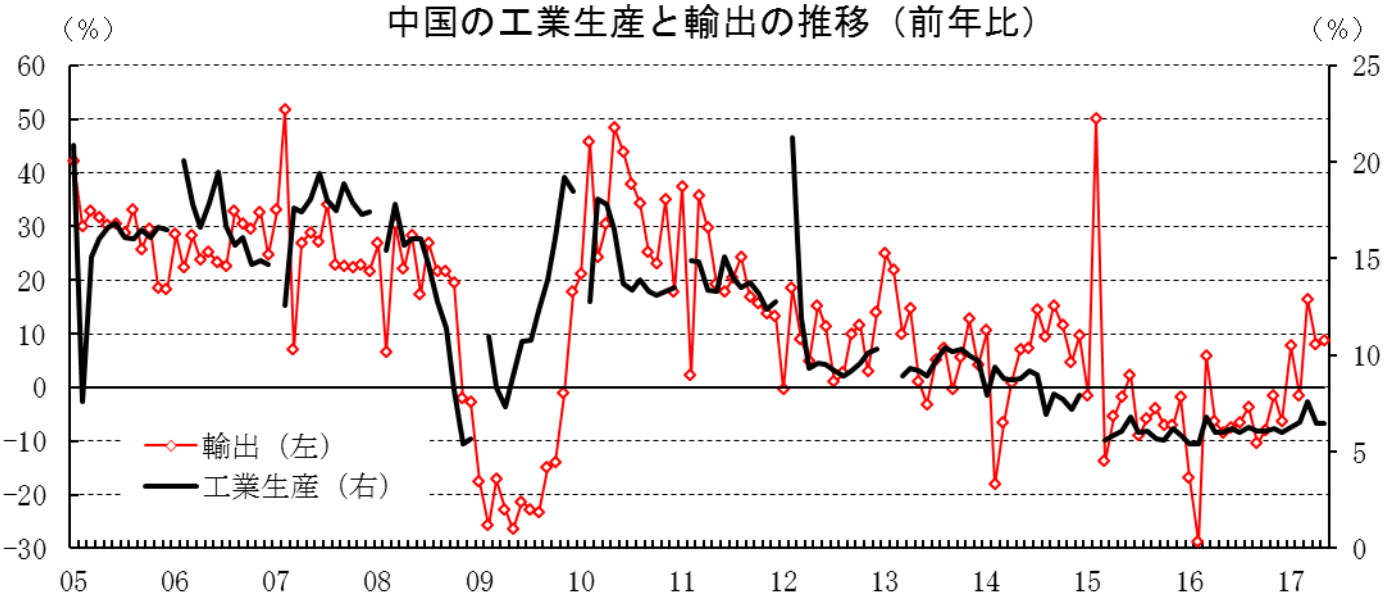


中国の製造業ＰＭＩは、５月には国家統計局ベースで51.2ポイント、財新ベースでは49.6ポイントなった。国家統計局ベースでは10ヶ月連続で判断基準の分かれ目となる50を上回ったものの、財新ベースでは11ヶ月ぶりに50を下回った。いずれもここへきてピークアウト感が出ているが、背景には2016年春以降行われてきた大型公共投資（景気対策）による押し上げ効果が一巡している影響が出ているものと考えられる。

信用度が高い統計の一つとされている電力消費量は４月には前年同月比＋6.1%、年初からの累積ベースで前年同期比＋6.7%となった。伸び率は高めとなったが、単月ベースでは２ヶ月連続での鈍化となった。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

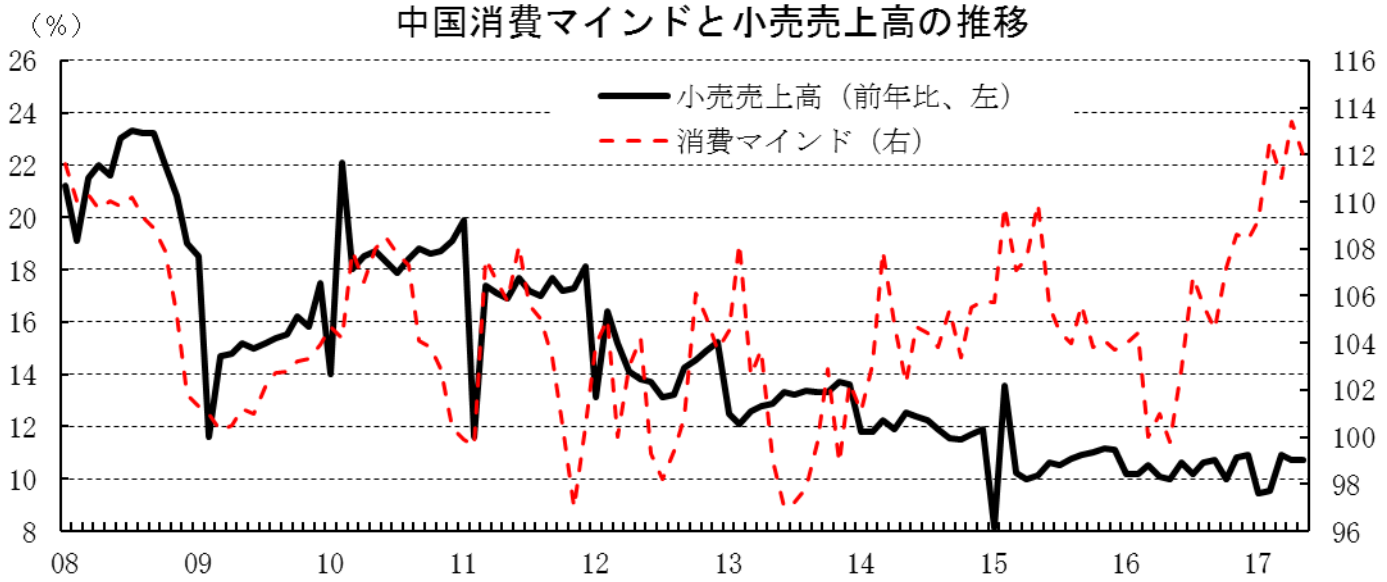


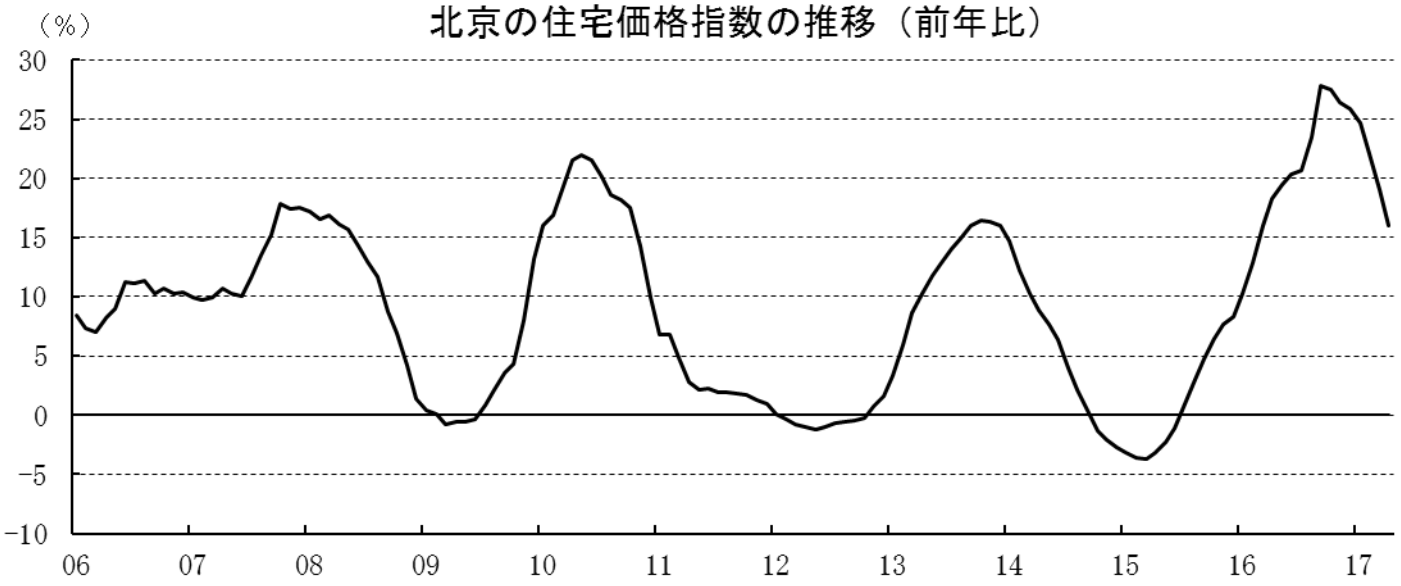


中国国家統計局が発表する製造業ＰＭＩの一項目である新規受注判断ＤＩは、５月には52.3ポイントとなった。2016年10月以降は53.0ポイント前後での推移が続いており、判断基準の分かれ目である50超えは15ヶ月連続。同ＤＩは生産活動の先行指標にあたるため、生産活動は当面堅調に推移すると見込まれる。

一方、輸出（ドルベース）は５月に前年同月比＋8.7%となった。人民元建てでは同＋15.5%。先進国を中心とした世界経済の回復を背景に、輸出は回復傾向が明確化している。輸出に先行するＰＭＩ輸出受注判断ＤＩは５月には50.7ポイントと、７ヶ月連続で判断基準の分かれ目となる50を超えた。一方、工業生産は５月には前年同月比＋6.5%となった。３月に同＋7.6%と高めの伸びとなった以外は、今年に入ってからは６%台半ばでの堅調な伸びガスついている。当面は、海外経済の回復を背景に、輸出は堅調に推移して中国の生産活動を下支えすると見込まれる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



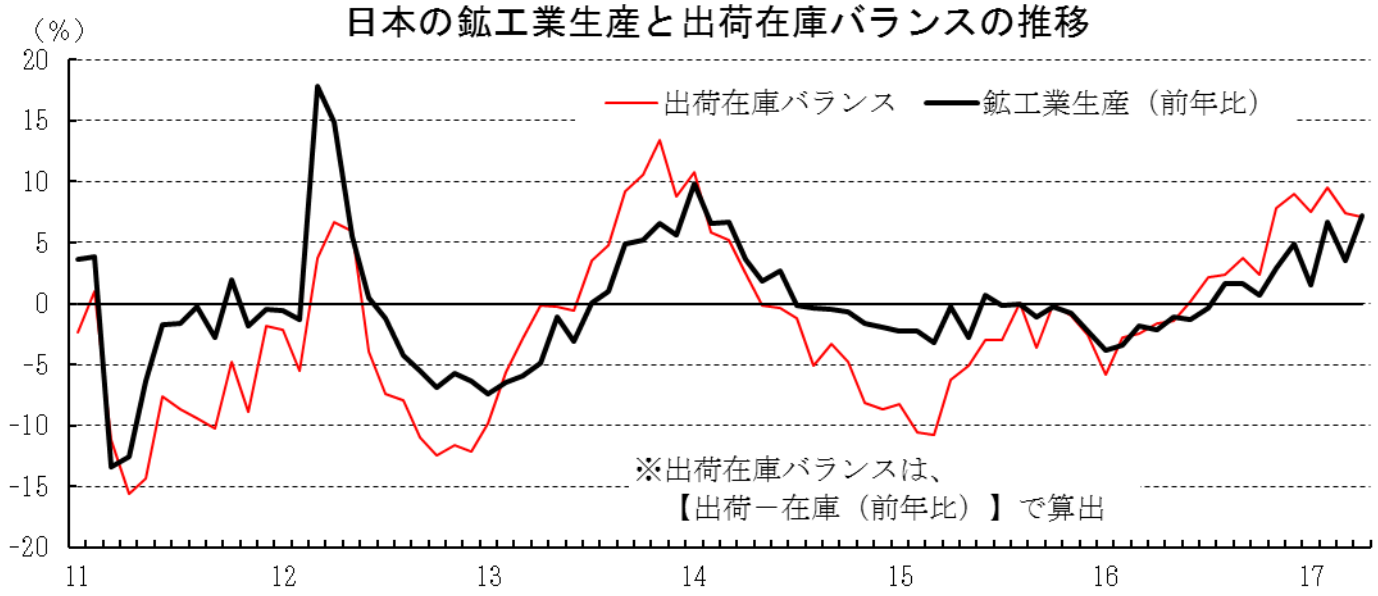


中国の小売売上高は５月に前年同月比＋10.7%と、３月以降は３ヶ月連続で二桁の伸びを記録した。物価の伸びを差し引いた実質ベースでは同＋9.0%と底堅く推移している。一方、消費者マインドは５月に112.0ポイントと、高水準での推移が続いている。物価の伸びが低位安定している一方で、消費者の景況感は良好なことから、当面消費は堅調に推移すると予想される。

中国の不動産市況の先行指標となる北京の住宅価格は４月に前年同月比＋16.0%と、2016年９月につけた同＋27.8%をピークに７ヶ月連続で伸び率が鈍化した。昨年行われた不動産投資規制策の効果によるものと考えられ、今後も鈍化傾向が続こう。ただし、周辺地域では逆に不動産需要が拡大しており、全体としての不動産バブル的な状況を沈静化するには至っていない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

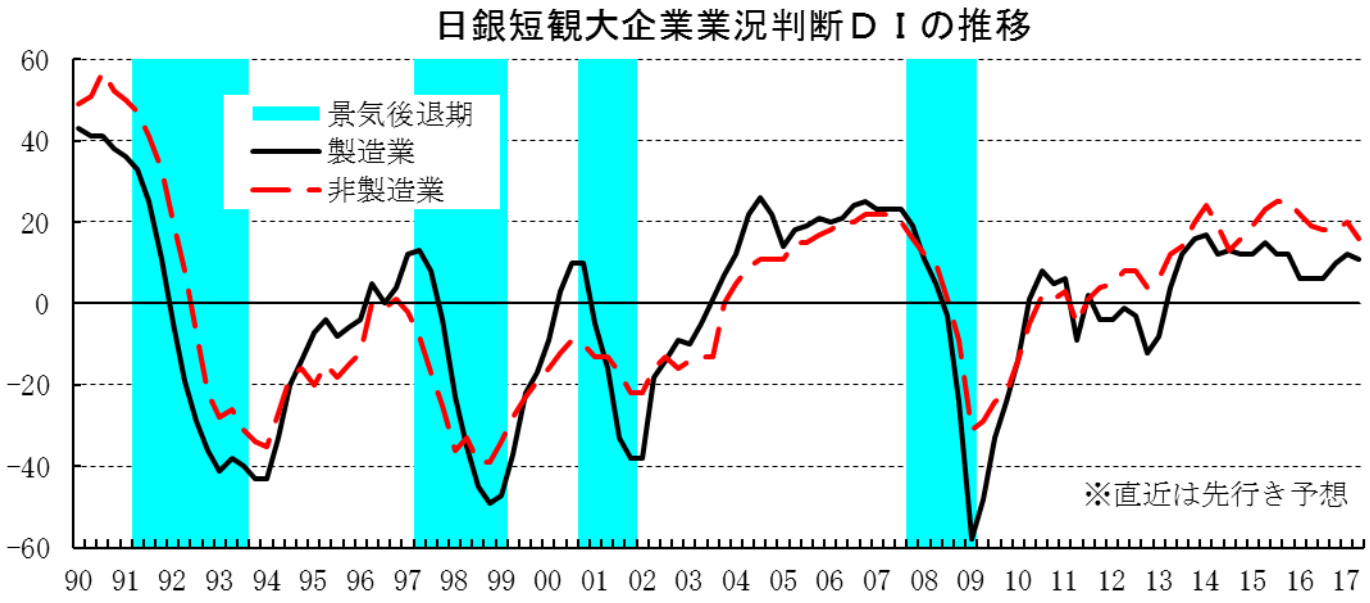
【日本】



日本の４月の鉱工業生産指数は前月比＋4.0%となった。前年対比の伸び率では＋7.2%と９ヶ月連続で前年水準を上回り、伸び率の拡大傾向が続いている。先行きについての生産計画となる製造業予測指数は、５月は前月比▲2.5%、６月は同＋1.8%となっている。基調としては、生産活動の加速傾向が今後も続く見通しとなっている。

在庫調整圧力を示す出荷・在庫バランス（出荷の伸びから在庫の伸びを引いたもの）をみると、＋7.1ポイントと８ヶ月連続のプラスを記録した。出荷在庫バランスのプラス圏入りは、在庫循環でいえば景気の谷を越えたことに相当するため、在庫調整は昨秋には完了し、その後は［意図せざる在庫減少局面］に入っていると考えられる。ここのところプラス幅は頭打ちとなってはいるものの、海外経済の持ち直しなどに牽引されて、高水準での推移が続く公算が大きいと判断される。

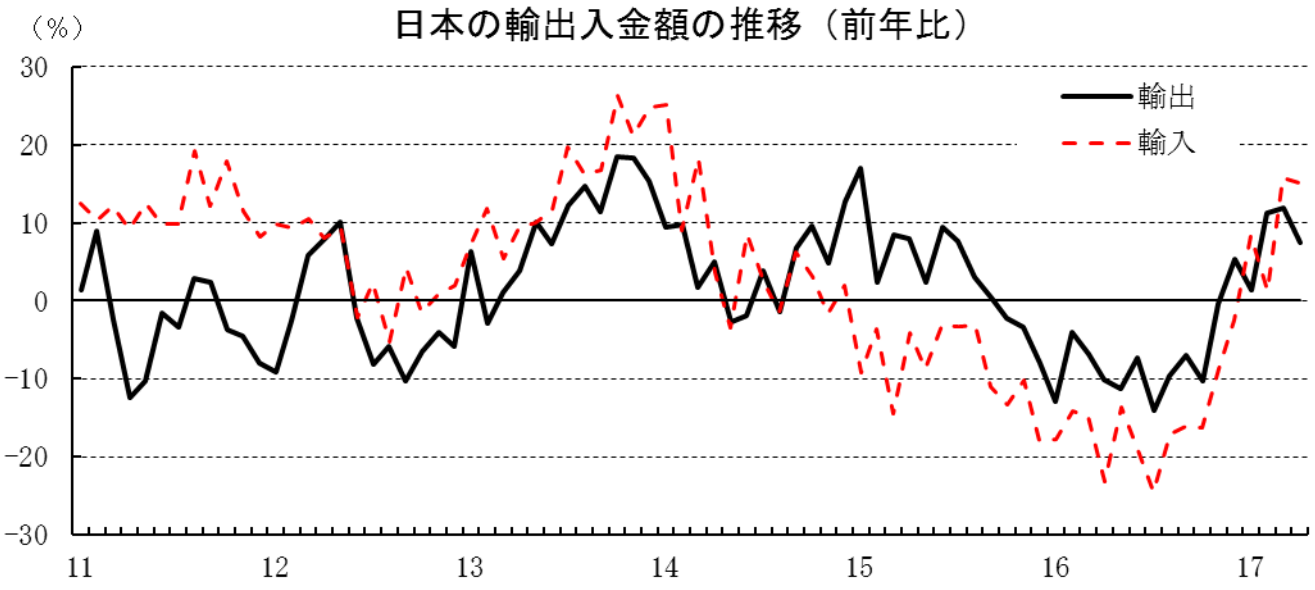
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

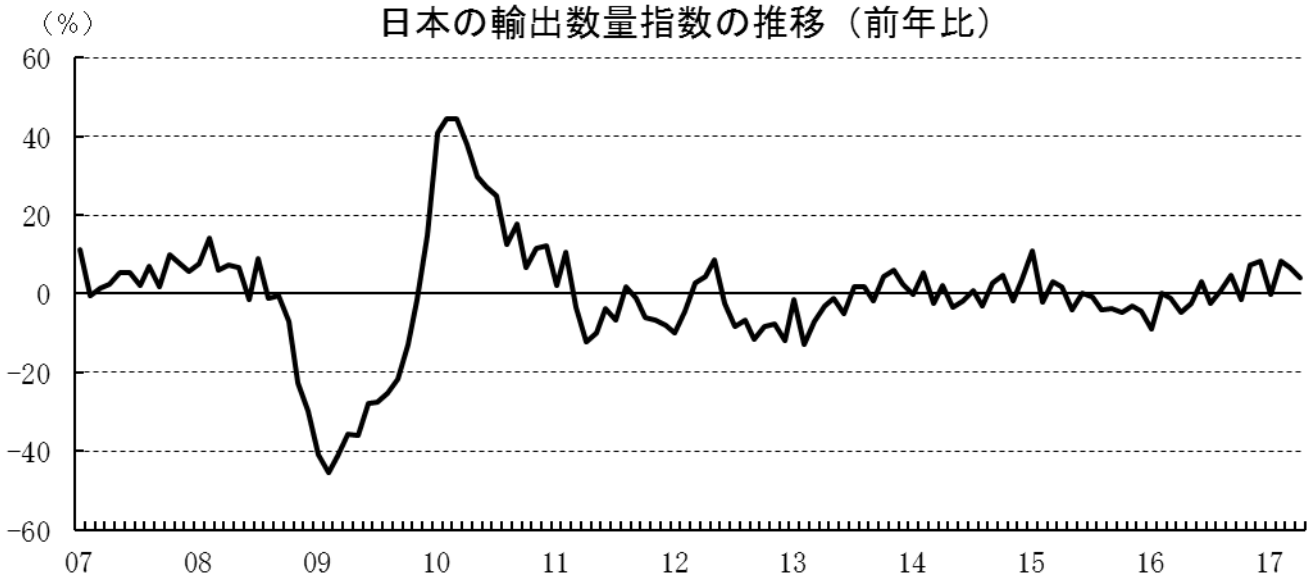


３月調査の日銀短観によれば、大企業製造業の業況判断ＤＩは＋12ポイントと2015年10～12月期以来の水準となった。先行き判断ＤＩは＋11ポイントと小幅低下が見込まれているものの、回復傾向が続いていると判断される。一方、非製造業の業況判断ＤＩは＋20ポイントと、こちらは2016年１～３月期以来の水準に回復した。先行き判断ＤＩは＋16ポイントへの低下が見込まれているものの、個人消費などに底打ち感が出ていることなどを勘案すれば、今後も堅調な推移が見込まれる

設備投資の先行指標となる機械受注（船舶・電力除く民需）は、４月には前年同月比＋3.6%と２ヶ月ぶりに前年水準を上回った。このところ一進一退が続いているが、水準としては2015年以降高止まりが続いており、設備投資も当面は高水準での推移が続く公算が大きい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

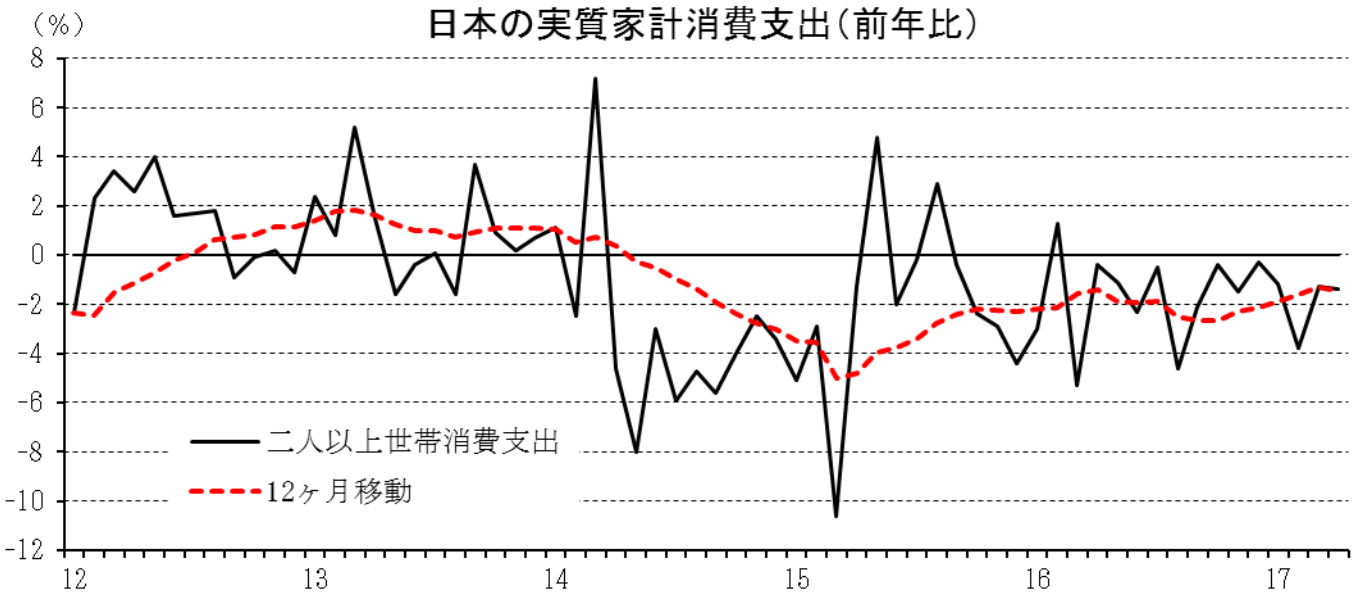




日本の輸出金額（円ベース）は、４月に前年同月比＋7.5%となった。伸び率は前月から鈍化したものの、これで５ヶ月連続で前年同月水準を上回ったことになる。輸出の実勢を示す輸出数量指数は、４月には前年同月比＋4.1%となった。前年対比プラスは３ヶ月連続。月ごとのブレを抑えた３ヶ月移動平均ベースでみると、９ヶ月連続で前年水準を上回っており、輸出の持ち直し傾向が続いていることが示された。

輸出金額が持ち直しに転じたのは、海外経済の回復を受けて輸出数量の拡大が続いていることによる。今後も、同様の環境の中で、輸出の拡大傾向が続く公算が大きい。

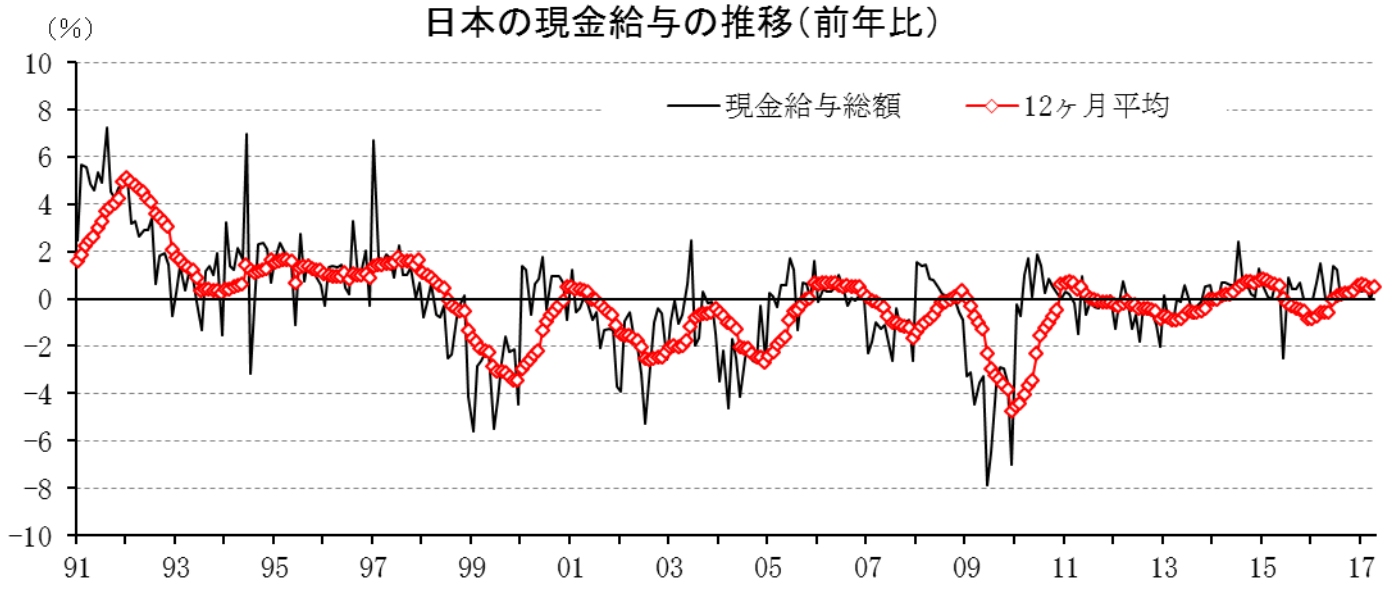
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

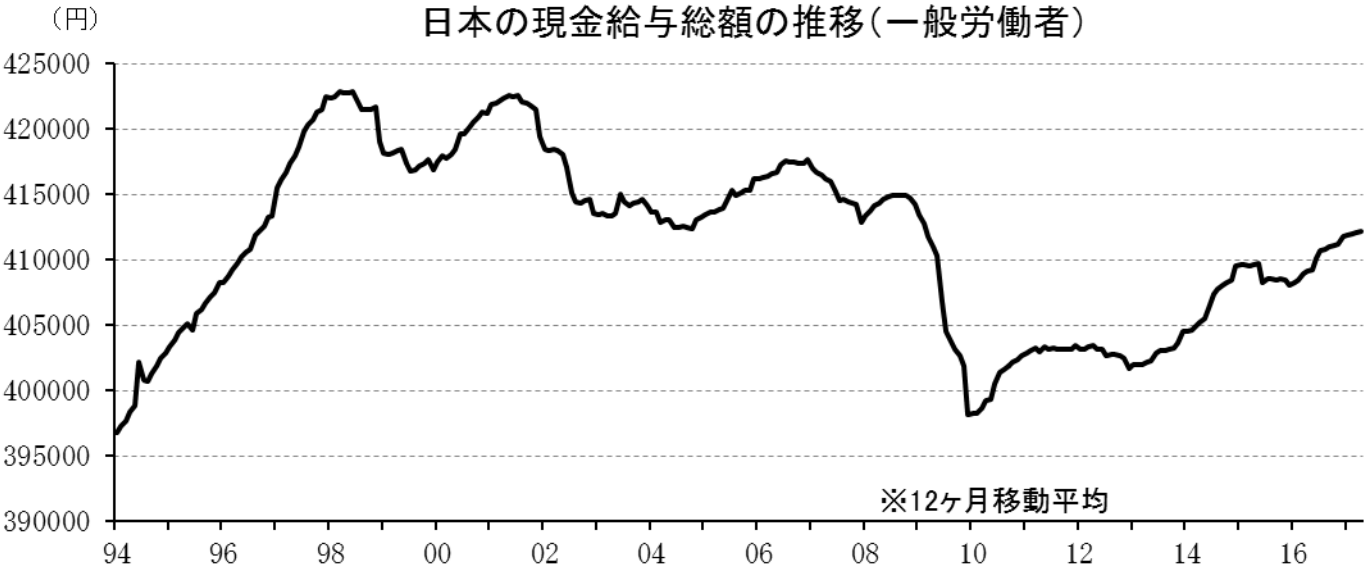


日本の実質家計消費支出（二人以上世帯）は、４月に前年同月比▲1.4%と14ヶ月連続での前年割れとなった。依然として消費の低迷が続いていることが裏付けられる格好。

消費関連統計を合成して算出することで、より総合的に消費の動向を把握することができるとされる消費総合指数（実質）では、４月は前月比＋0.8%となった。こちらも、水準は消費増税前の駆け込み需要で押し上げられる以前の2013年とほぼ同レベルにとどまっているものの、消費水準は緩やかに回復していることが示唆されている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

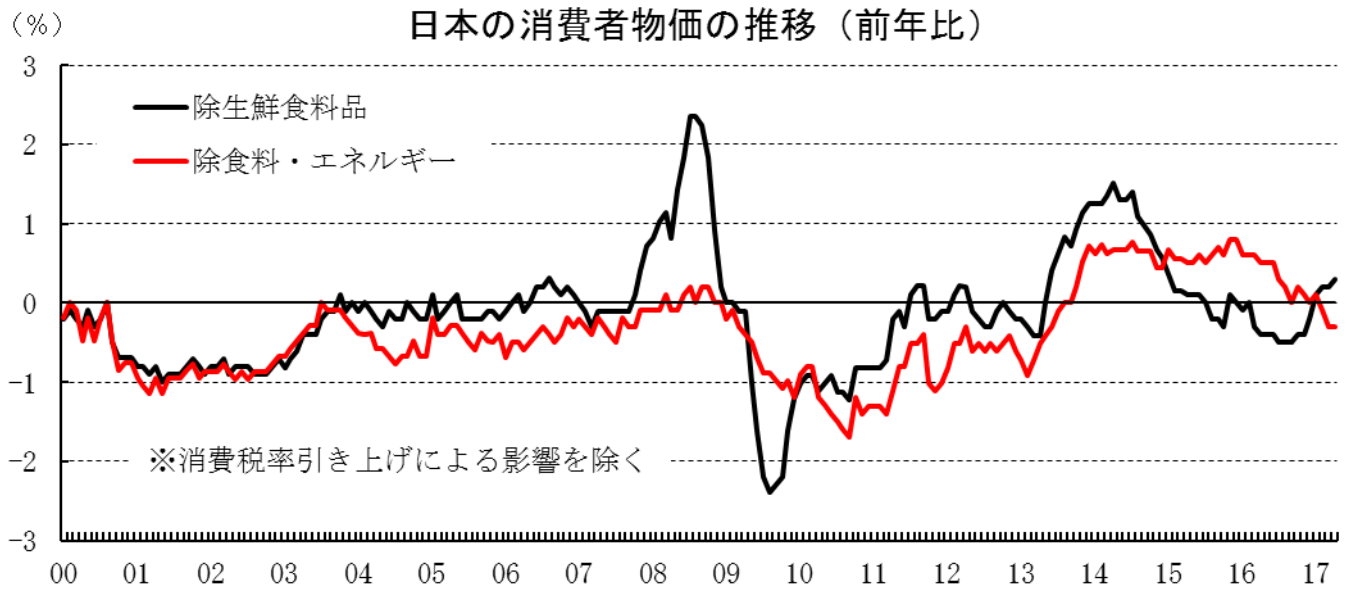




４月の日本の現金給与総額は前年同月比＋0.5%と、小幅ながらも11ヶ月連続で前年水準を上回った。春闘の結果などを勘案すれば、今後も同率程度のペースでの回復が続くものと見込まれる。内訳を見ると、所定外給与が残業時間の減少を背景に前年水準を下回る傾向が続いている一方で、所定内給与や特別給与が押し上げている。

平均給与の（見かけ上の）押し下げ要因とされている、パートタイマーを除いた常用労働者の給与水準を見ると、2010年に入ってからは改善傾向が続き、とくに2013年以降は増加傾向が明確化しているものの、未だリーマンショック前の水準には至っていないことがわかる。一方で、増税もあって物価水準が切り上がってきたことから、生活実感が苦しくなり、消費の長期抑制傾向に繋がっている可能性が高い。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



４月の日本の消費者物価指数（生鮮食料品を除く）は、前年同月比＋0.3%と４ヶ月連続で前年水準を上回った。ただし、原油価格の持ち直し傾向によってエネルギー関連価格が前年水準を上回っていることによって押し上げられている側面が強く、エネルギーと食料品を除いた欧米型コアベースでは同▲0.3%と、３ヶ月連続で下落している。このことから、物価の上昇圧力は小さく、引き続き不安定であると判断される。

消費者の景況感を示す消費者態度指数は、５月には43.6ポイントとなった。きわめて緩やかではあるものの、持ち直し傾向にあると判断される。内訳を見ると、［暮らし向き］や［収入の増え方］、［耐久財の買い時］といった項目では低迷が続く一方で、［雇用環境］に対する判断の改善傾向が続いている。人口減少の影響もあって全国的に労働需給が引き締まっていることが同項目の改善に繋がっていると判断されるが、それが収入の増加などの改善に、実感としては繋がっていないことが示されている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【トピックス：ＦＲＢの金融政策の変化について】

６月 14 日に行われたＦＯＭＣで、ＦＲＢは市場予想通りとなる＋25bp の利上げを実施、ＦＦ金利の誘導目標水準を 1.00～1.25%に引き上げた。イエレン議長をはじめとした最近のＦＲＢ当局者の発言などから、６月ＦＯＭＣでの利上げは市場でほぼ織り込まれていたもので、これ自体にサプライズはなかった。むしろ注目されていたのは、ＦＯＭＣメンバーによる先行きの政策金利見通し（ドットチャート）で、前回公表された３月ＦＯＭＣ時から何らかの変化があるかどうかであった。

ＦＯＭＣメンバーによる2017年末の政策金利予想

（人）

年間利上げ回数		0		1		2		3		4		5		6
ＦＦ金利	0.500	0.625	0.750	0.875	1.000	1.125	1.250	1.375	1.500	1.625	1.750	1.875	2.000	2.125
2016年9月		2		1		7		1		2	1	2		1
2016年12月				2		4		6		3	1			1
2017年3月				2		1		9		4				1
2017年6月						4		8		4				

ＦＯＭＣメンバーによる2018年末の政策金利予想

（人）

ＦＦ金利	～1.5	1.625	1.750	1.875	2.000	2.125	2.250	2.375	2.500	2.625	2.750	2.875	3.000	3.125	3.250	3.375
2016年9月	1	2		7		1				2	2	1		1		
2016年12月	1	1		5		3		2		2			1		1	1
2017年3月	1	1		1		6		3		1		1	1		1	1
2017年6月	1	1		2		5		2		3	1			1		

しかし、今回公表された最新のメンバー予測は、前回から基本的には変わっておらず、年内はあと１回の利上げを予想する向きが最多となり、これを前提とすれば来年も３回の利上げ予想が最多という結果となった。これは、かなり緩やかな利上げでインフレなどへの対応は可能というＦＲＢの見解を示唆している。

ただし、足元で一部の米経済指標が市場予想を下回り、なかでもインフレ率や、将来的なインフレ圧力に繋がる可能性がある賃金上昇率が安定的に推移している中で、市場には予想の下方修正を期待する向きもあったようだ。しかし、今回の結果、そしてＦＯＭＣ後に行われたイエレンＦＲＢ議長の記者会見などからは、ＦＲＢは米景気について引き続き好調と判断しているほか、労働需給の逼迫により将来的には賃金の上昇ペースが加速する可能性は十分にあり、それに対応する体制を整えておくべきとの趣旨が示された。

本稿前号（四半期特別マーケットレポート「2017 年 4 月以降の市場環境見通し～世界同時景気回復と米国の利上げが焦点～」2017/3/14）でも述べたが、「雇用の最大化」と「インフレの安定」というＦＲＢに課せられた目標に近づいた現状では、その状態を保つことがＦＲＢの仕事であり、そのためには金利水準を中立金利（米国の場合は名目ＦＦ金利で 3.0～3.5%程度と試算される）に誘導する必要がある。足元では失業率は 4.3%と、完全雇用水準を示す自然失業率とされる５％を大幅に割り込んでいる。一方、インフレ率（ＰＣＥデフレーター）は一時２％を超えたものの、足元ではこれを下回る水準でやや鈍化している。原油価格の上昇は一服してやや軟調に推移する局面があるほか、コアベースの物価上昇率は２％に達していないことから、物価目標を達成したとは言い難いが近づいていることは間違いない。

理屈から言えば、失業率が完全雇用水準を下回って“超労働需給逼迫状態”にあることを勘案すれば、それでも将来的には賃金上昇ペースの加速は“起こらない”と考えるのは誤りだ。また今回に限って賃金上昇は起こらないとする筋の通った理屈も見当たらない。さらに、賃金上昇率が加速すれば、それはやがて物価を押し上げると考えるのが理屈で、押し上げないと考える根拠はない。たとえば、海外との価格競争が厳

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

しい製造業では起こりにくいかもしれないが、そうではないサービス業では人件費の上昇を価格に転嫁する動きが強まる可能性は十分にある。とくに、賃金水準が改善することで消費が好調な下では、価格転嫁を選択する企業は多くなるだろう。

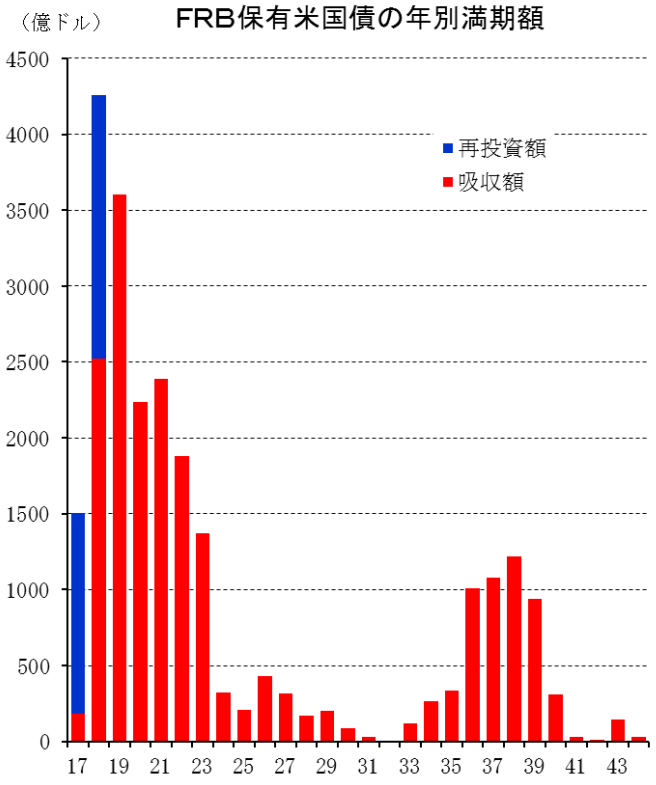
ＦＲＢの仕事は、あくまでも理屈をベースに、足元の環境を考慮しながら行われるべきであり、そうしていると考えられる。そうでないならば、インフレの抑制が効かなくなるとの市場の期待（懸念）を高めることで、長期ゾーンを中心とした金利の上昇に繋がる恐れが出てくる。行き過ぎた金利の上昇は景気にとってはマイナスとなるため、それ自体が金融政策の目標から逸脱することになる（たとえば景気が大幅に減速すれば、失業率が上昇して完全雇用状態ではなくなってしまう）。ＦＲＢが、ＦＯＭＣメンバーによる将来の政策金利予想を提示するなどしているのは、金融政策の変更リスクを市場に織り込ませることで、市場が激変してファンダメンタルズに（予想外の）悪影響などが及ばないようにする目的があるはずだ。

しかし、米経済に対する市場の見方とＦＲＢの見方に乖離があることで、おそらくはＦＲＢが期待するような利上げの効果が出るような環境からはほど遠くなっているのが現状だ。つまり、ＦＲＢに比べて市場の米経済やインフレ懸念に対する見方が慎重なため、ＦＲＢの利上げという行動が将来のインフレ懸念をさらに後退させることで、金利が思うように上昇してこない現実がある。象徴的な動きが、６月ＦＯＭＣ当日の債券利回りの大幅低下である。ＦＯＭＣ直前に発表された消費者物価統計などが弱めだったことで、ＦＲＢの利上げがインフレ懸念を一層後退させ、当日の米 10 年債利回りは前日比▲10bp 近い低下となった。景気にブレーキをかけるほどの高い水準への利上げ時ならばともかく、実質金利でマイナス圏にあるなかでの利上げによってここまで金利が低下することは非常にまれといえよう。利上げ初期段階における債券利回りと政策金利との乖離幅はかつて無いほどに低いままにとどまっており、これがドル高への進展を遅らせている主因である。同時に、米景気過熱リスクを抑制する力をも失わせる可能性がある。

このようななかで、ＦＲＢは３月頃から議論を始めていたバランスシートの縮小について、６月ＦＯＭＣでは早くも具体策を提示した。それによれば、バランスシートの縮小、すなわち①保有国債のうち満期償還金分による米国債への再投資縮小を開始するのは年内から、②当初は月 60 億ドルを再投資抑制の上限額すること、③上限額は３ヶ月ごとに 60 億ドル拡大すること、④月 300 億ドルに達した段階で再投資抑制額は固定すること、が提示された。

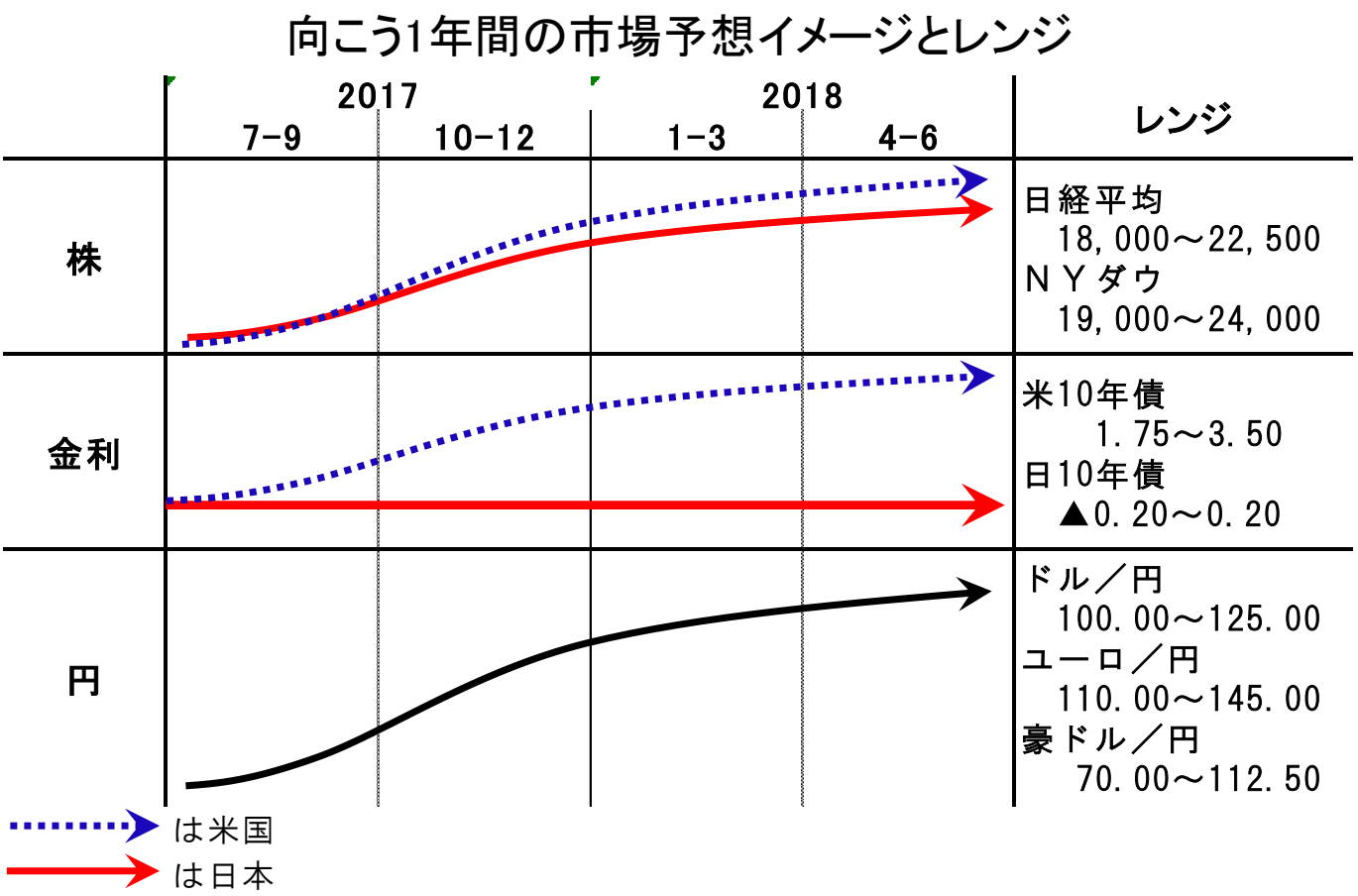
開始時点は明記されていないものの、仮に今年 10 月から行われた場合、今年の再投資見送り額は最大で 180 億ドルにとどまるが、18 年は最大で 2,520 億ドルに達する。これは、同年に発生するＦＲＢ保有国債の償還金のうち約６割に達する。さらに、19 年以降はほぼ満額が再投資されずに吸収されることとなる。再投資されない部分を債券市場の需給悪化要因とすれば、特に世界経済は好調で世界的に金利に上昇圧力がかかりやすい局面では、予想以上に米金利を押し上げる可能性がある。

今後、ＦＲＢが今のような“緩やかな利上げ”にとどめたとしても、バランスシートの縮小によって金利に思わぬ上昇圧力がかかる可能性がある点には要注意だろう。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【市場見通し】



さまざまな不透明要因が発生するたびに市場の動きは膠着し、一時的にリスクオフによる株安・金利低下・円高が進展する局面が繰り返されている。

しかし、景気は順調に拡大基調を保っており、その動きは新興国を含めた世界的なものとなっている。したがって、世界的な株高・金利上昇・円安基調は継続していると考えられ、一つの不透明要因が払拭するたびに、市場はリスクオンの流れへ回帰している。

これら不透明要因は、市場に一時的には影響を及ぼしうる一方、景気の流れを変えるほどの悪化をもたらさないことを前提とすれば、景気回復の流れを受けた各市場の動きが予想される。米金利については、来年半ばまでに３回の利上げを前提とするが、バランスシート縮小によりそれ以上の金利押し上げ効果が生じると予想される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。