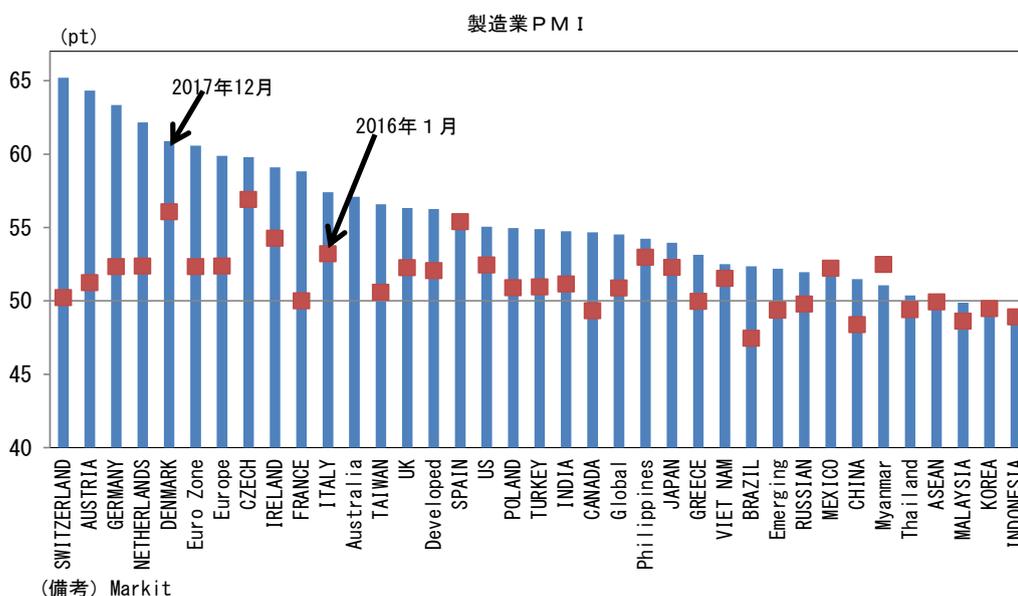


## 景気拡大は後半戦 日銀はFEDに追随 ～ポイントはいンフレ率～

2018年1月18日（木）

、第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 藤代 宏一  
TEL 03-5221-4523

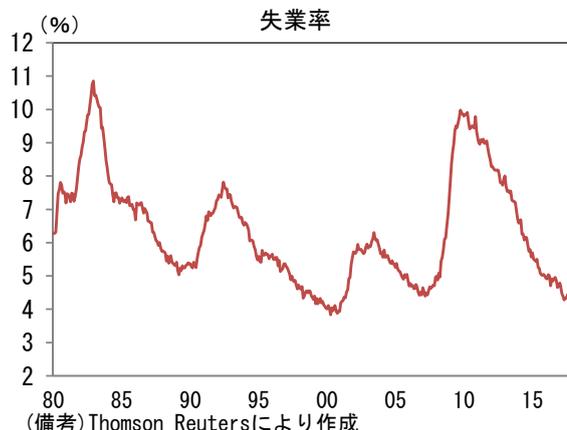
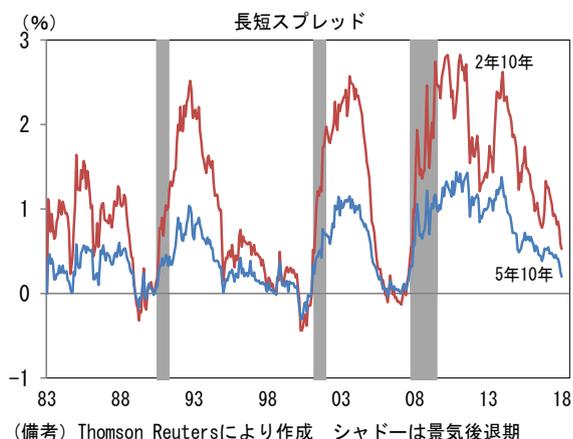
グローバル製造業PMIは2017年12月に54.5と2011年2月以来の高水準に到達。先進国の製造業PMIが56.3へと0.5pt上昇し2011年2月以来の高水準、新興国のそれも52.2へと0.5pt改善して2013年1月以来の高水準となった。先進国は米国、欧州、日本が揃って潜在成長率を明確に上回る成長軌道にあり、新興国は2013年央のテーパータントラム以降、FEDの引き締めを主背景に厳しい資本流出圧力に直面してきたものの、その後は米長期金利の低位安定を追い風に耐性を強め、それを克服した格好となる。実体経済は明確に好転し、製造業PMIは中国（51.5）、インド（54.7）、ロシア（52.0）、メキシコ（51.7）、ブラジル（52.4）、トルコ（54.9）など大部分が50超を達成。このように世界経済は不気味なほど順調に推移している。



もっとも、それと同時に世界の景気循環が着々と「頂上」に近づいていることは認識しておきたい。世界の景気循環を把握する際、最重要視すべきは米国経済である。米国経済は2009年6月に景気後退が終了して以降、2018年7月で景気拡張期間の10年目突入が確実視されるなど息の長い成長を達成している。しかしながら、さすがに足もとでは景気のピークアウトを意識せざるを得ない兆候が認められており、市場関係者の注目も高まりつつある。米債市場では長短金利差の縮小傾向が顕著。FEDの断続的な利上げにもかかわらず、長期金利（10年金利）が低位で安定しており、今や2年10年スプレッドは50bp、5年10年スプレッドは20bp近傍までタイトニングし、逆イールドが視野に入る水準にある。一般的に逆イールドは利上げサイクルの終盤で観察される現象で、それは景気拡大期の最終段階に概ね一致する。今回の長短金利差縮小は、長期金利が過去の局面に比べて抑制気味で、長短金利差が縮小し易いという特殊事情はある。FEDが2012年から政策金利の予想を示していることから金融政策の予見可能性が高まりタームプレミア

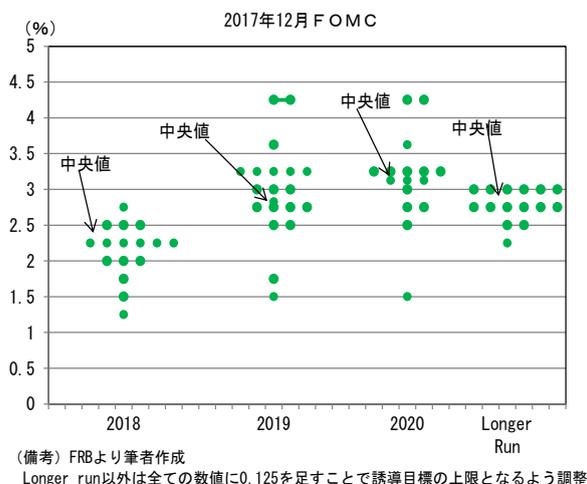
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

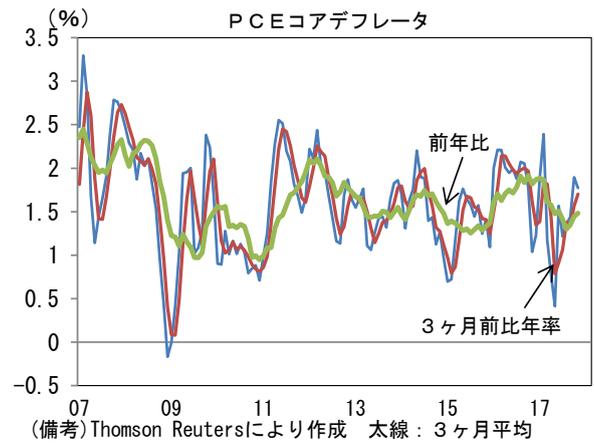
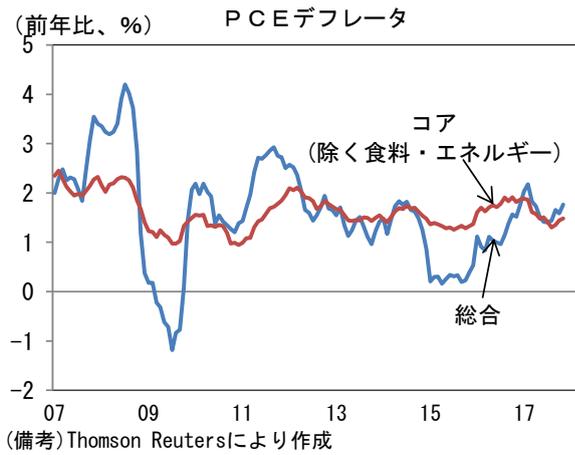
ムが縮小しているほか、F E Dが金融引き締めへ転じるのをよそに日銀とE C Bが緩和的な金融政策を維持していることが背景にある。そのため“例外扱い”にする根拠があることにはある。しかしながら、過去3回の景気後退期において、何れもその2年ほど前に逆イールドが観察されていた事実は軽視すべきではないだろう。失業率が4%近傍まで低下するなど、経済の伸びシロが縮小している現状において、市場参加者が景気のピークアウトに備えたポジション構築を進めている可能性は意識しておきたい。



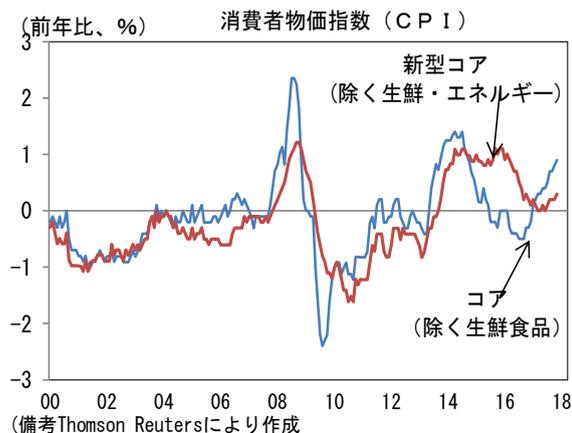
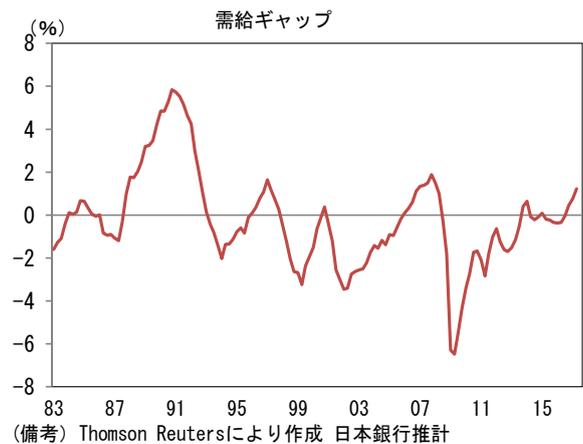
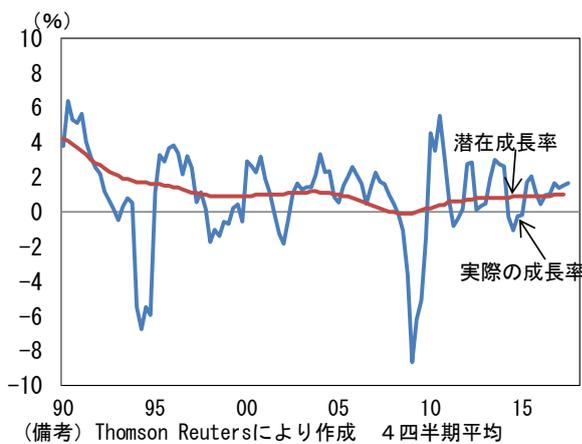
そうした下で、F E Dの金融引き締めは続く。2017年12月F O M Cで示されたドットチャートによるとF E Dは2018年に3回の利上げを計画している。その第一弾は3月に実施される可能性が高く、現時点で金利先物が織り込む利上げ確率は90%程度（ブルームバーグ算出）と既に高水準にあり、市場参加者の間でも3月の利上げが既定路線になりつつある。このように3月の利上げそのものはもはや新味に乏しいテーマになりつつあるのだが、問題は利上げの足かせとなっているインフレ率が底を打った場合だろう。そうなれば、利上げ計画が一段と上方修正される可能性が高まる。

そうした観点から11日のダドリーNY連銀総裁の発言は押さえておきたい。同総裁は「労働市場の需給が現在よりはるかにひっ迫した場合、インフレが当局の目標を大幅に上回るリスクが高まるだろう」、「そうなれば当局は利上げペースを速めざるを得なくなり、リセッションを招く恐れがある」として景気が堅調である以上、予防的な利上げが正当化されるとの見解を示している。同総裁は、年央頃までに後継者を選んだ後に早期退任する意向を示しているとは言え、F E Dの中枢を成す重要人物であることに変わりはない。金融市場の楽観が行き過ぎとの指摘が増えるなか、インフレ指標の底打ちが利上げ計画の上方修正に繋がり易いという現状を認識しておく必要があるだろう。現時点でF E Dの金融引き締めが資産市場で強く効いているとは言い難いが、引き締めペースが強まれば、打撃を被る可能性が高まる。



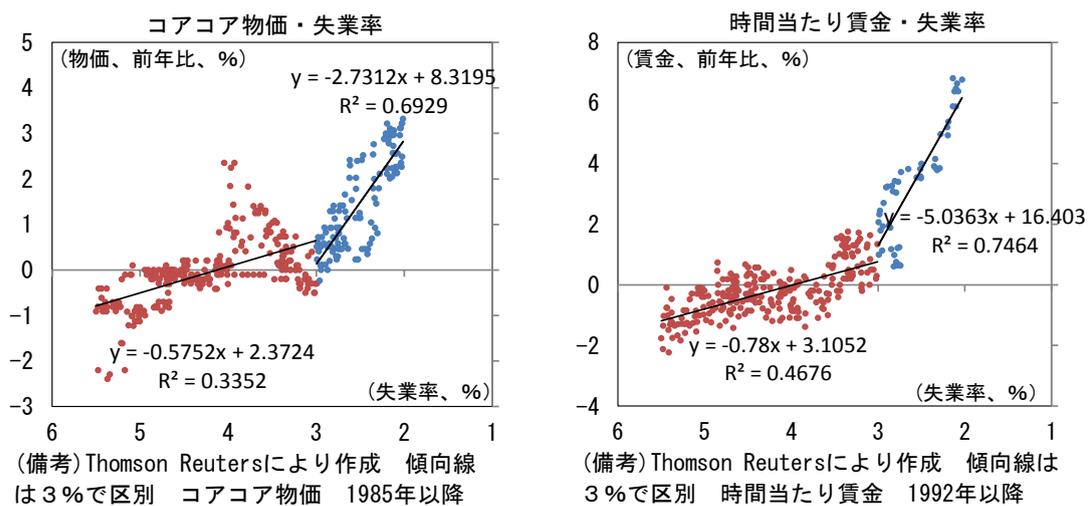


次に日本の実体経済と日銀の金融政策とマーケットの関係を整理しておきたい。折しも年明け早々に日銀のオペ減額が話題となったこともあって、今年は日銀の出口戦略が話題となりそうだ。2018年の日本経済の一大テーマはインフレ動向だろう。実質GDPが数四半期にわたって潜在成長率を上回るなかで、労働市場は完全雇用近づき、マイナスの需給ギャップはプラスに転じた。しかしながら賃金・物価に目を向けると、毎月勤労統計の所定内給与は0%台半ばで推移、消費者物価統計はコア（除く生鮮食品）こそ+0.9%と上昇基調にあるものの、そこからエネルギーを除いた新型コア（除く生鮮・エネルギー）は辛うじてプラス圏を維持するに留まるなど、日銀の希望をよそにインフレ圧力に乏しい状況にある。

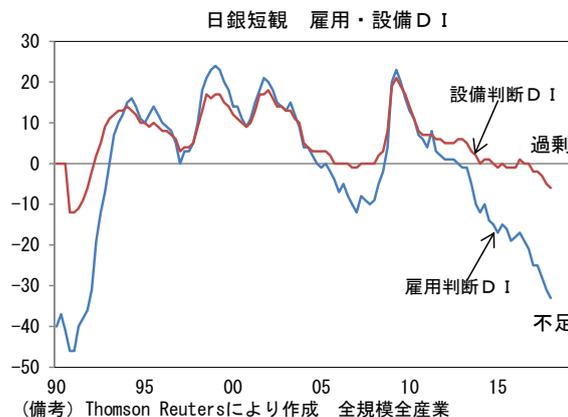


人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか？2017年はこの「謎」を解明すべく多くの議論があった。①制度面で価格にキャップが設定されている医療・介護分野の存在感が（経済全般で）高まっているという構造的要因、②労働者が雇用の安定を重視する傾向が強まり、業績拡大時においても会社側に強気な賃上げを求めなくなった、③人手不足解消を優先課題とする企業は（新規の）人員確保に人件費を振り分けるため、既存労働者への還元が消極的になっている、等といった景気循環と関係のない要因が数多く指摘された。また物価面では④携帯電話料金の値下げ、⑤消費者物価統計の家賃や公共料金が景気変動に関係なく粘着的な動きをしていること、等の特殊要因が多く指摘された。

確かに上記要因がインフレ抑制的に作用している可能性はある。ただし景気とインフレの関係はリニアではない。実際、日本の失業率とインフレの関係は失業率3%近辺を閾値として、それ以下の水準では賃金・物価が加速度的に上昇するという傾向が観察されている。こうした関係が最後に観察されたのは1990年代前半まで遡ることから、その後の構造変化等を経て現在もこの関係が生きているかは判然としない。とはいえ、失業率が2017年後半に3%を割ってからのタイムラグを考慮すれば、現段階でインフレ率が高まらないことを不可解な事象として殊更大きく取り扱う必要がないようにも感じられる。



また非常に単純かつ重要な論点として、2014年4月の消費増税と、2015年央以降から2016年央にかけての世界経済減速に伴う日本経済減速が大きく関係しているだろう。これによって需給ギャップの解消が遅れたことが現在の低インフレを上手く説明しているように思える。日銀短観では、その時期の雇人員判断D I、設備投資判断D Iが双方ともマイナス圏に向けての動きが一服していた。2016年後半から世界経済が息を吹き返し、日本経済の拡大軌道が加速しつつあることを踏まえると、相応のラグを伴って日本のインフレ率が加速する可能性があるだろう。そうなれば、政府はデフレ脱却に自信を深め「デフレ脱却宣言」を、日銀は金融緩和からの出口に向かうことが想定される。現在、0%台前半で推移している新型コア物価が1%に向けて上昇を開始した場合、日銀は「2%への道筋がみえた」として出口戦略を具体化するだろう。それに伴って金融市場全般のボラティリティが上昇する展開を想定しておきたい。



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。見直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。