

中間選挙の年の米国経済と金融政策

— トランプがゴルディロックスを破壊する —

2018(平成30)年4月25日

岡三証券株式会社 チーフ・エコノミスト

愛宕 伸康

2006年11月	日本銀行・須田美矢子審議委員のスタッフ
2010年09月	日本銀行・調査統計局・物価統計課長
2011年07月	日本経済研究センター主任研究員(短期予測主査)
2014年07月	日本銀行に復帰し、横浜国立大学講師、総務人事局・人材開発課長
2015年12月	岡三証券(株)チーフエコノミスト

Keywords: 循環、Amateur化、左傾化、右傾化、自縄自縛

【昨年はこんな感じだったのに・・・ワシントンDC】



【17年2月5日、トランプタワー】



【18年4月8日、トランプタワー】

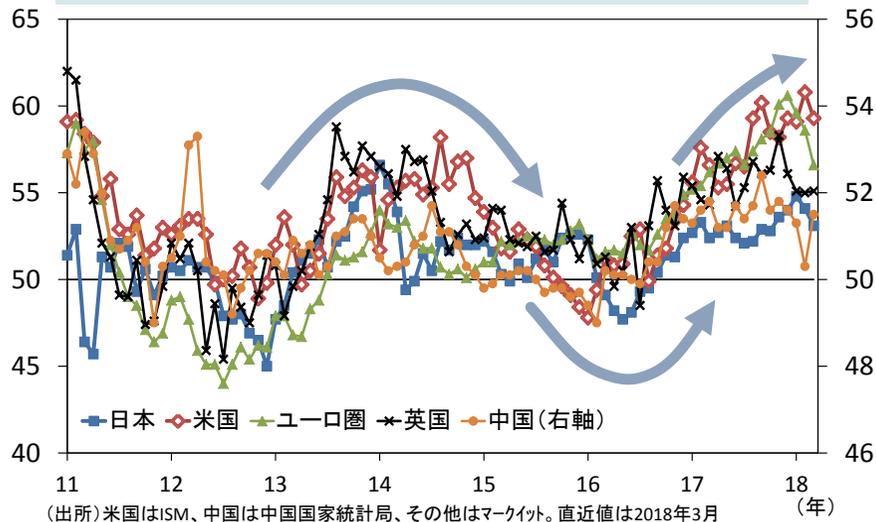


【17年2月10日、日米首脳会談】

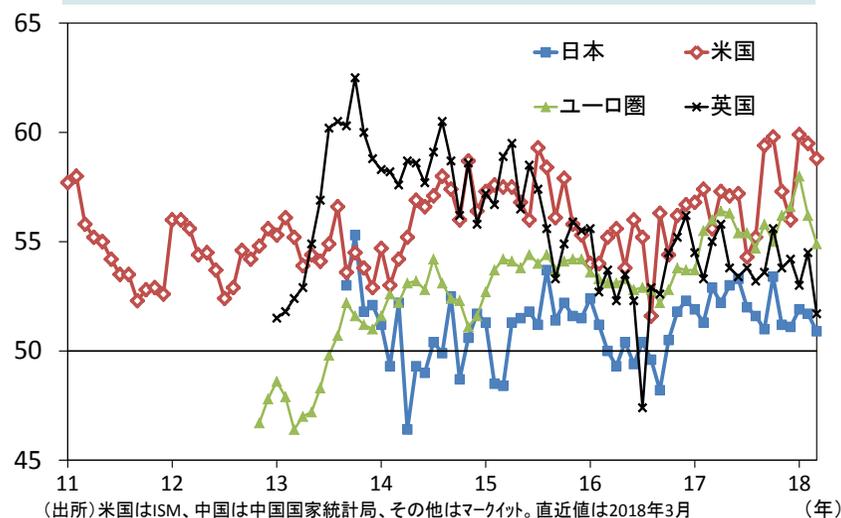


製造業景気はグローバルに連動－徐々にピークアウト？－

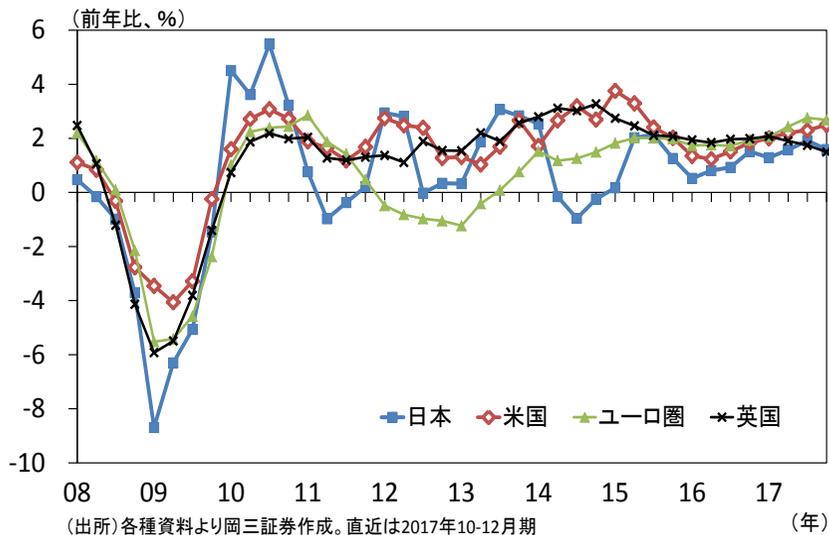
PMI製造業景気指数



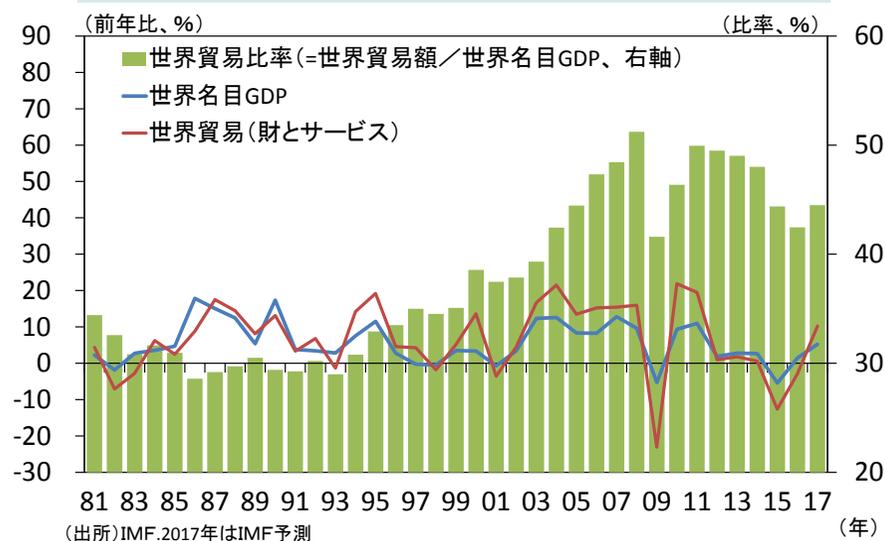
PMI非製造業景気指数



実質GDP成長率

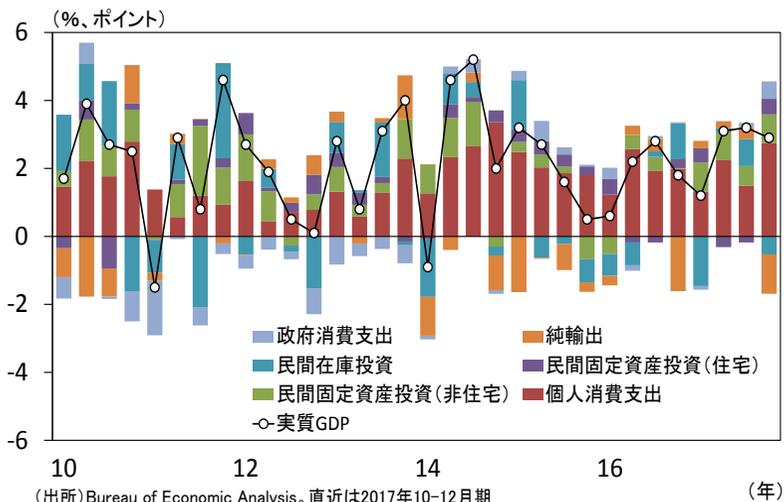


世界のGDPに占める貿易比率

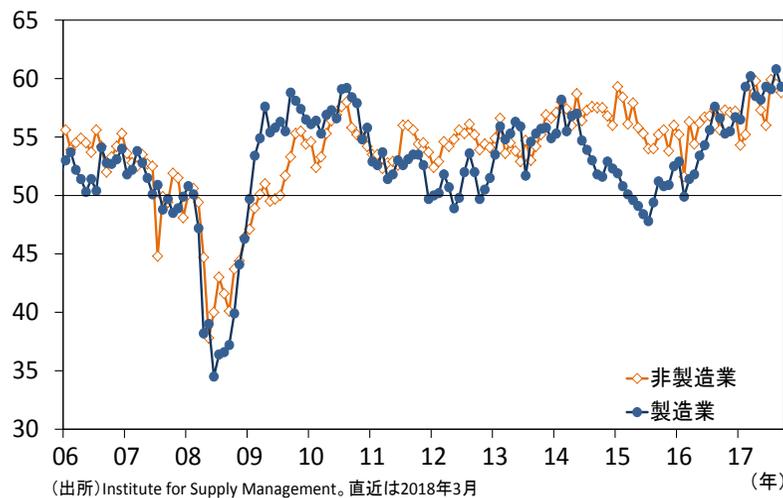


米国経済は好調に推移—足元の指標に死角なし？—

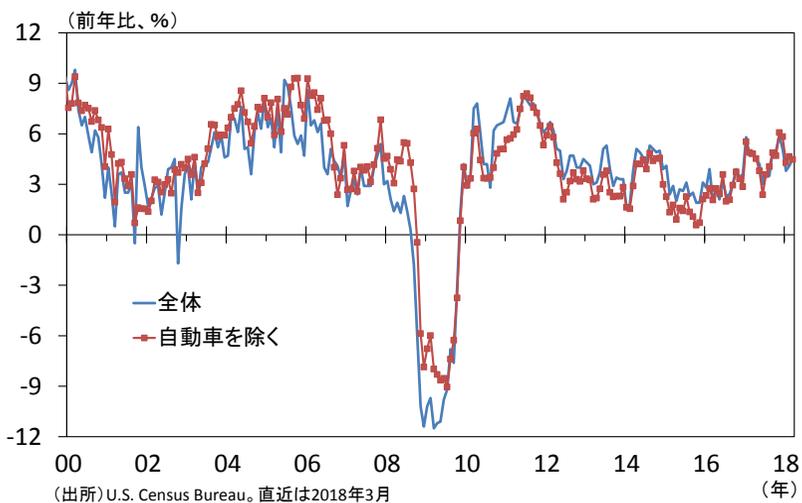
実質GDP(前期比年率)



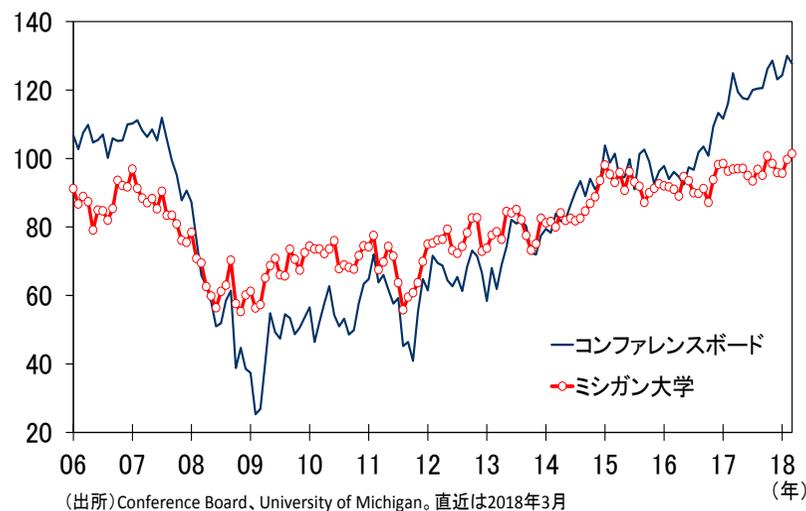
ISM景況感指数



小売売上高

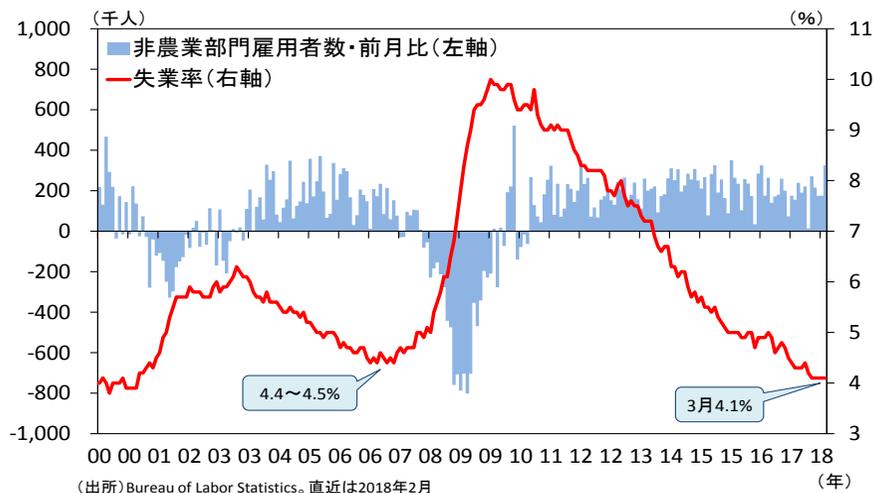


消費者マインド

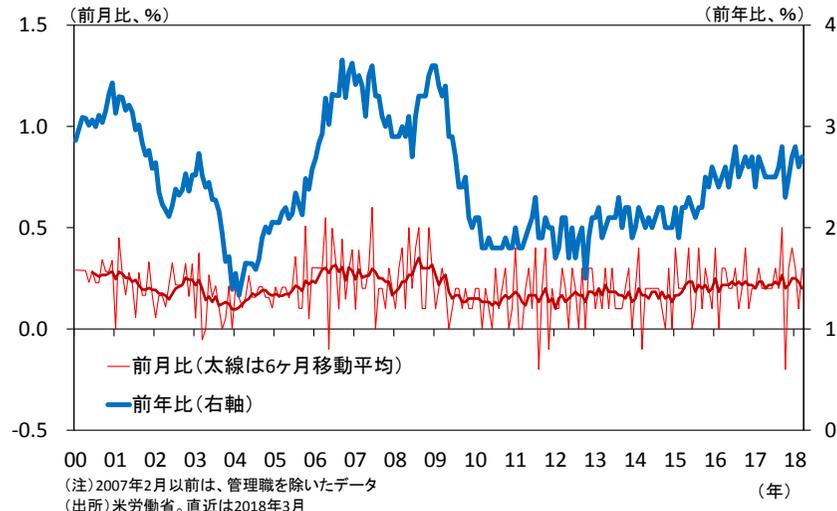


雇用環境は良好—賃金伸び悩みも好材料に—

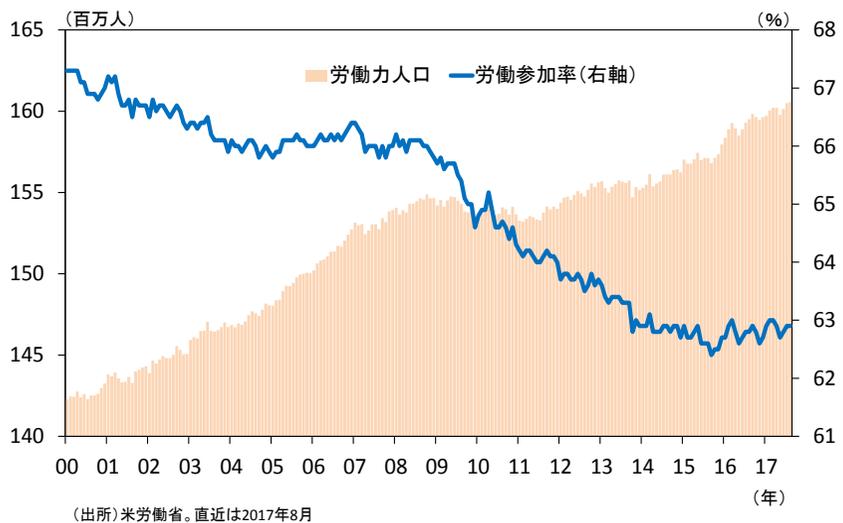
雇用者数と失業率



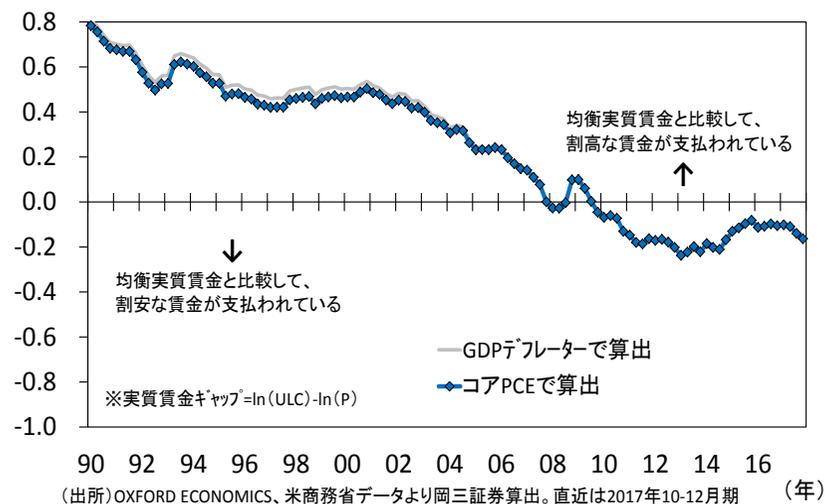
平均時給



労働力人口と労働参加率

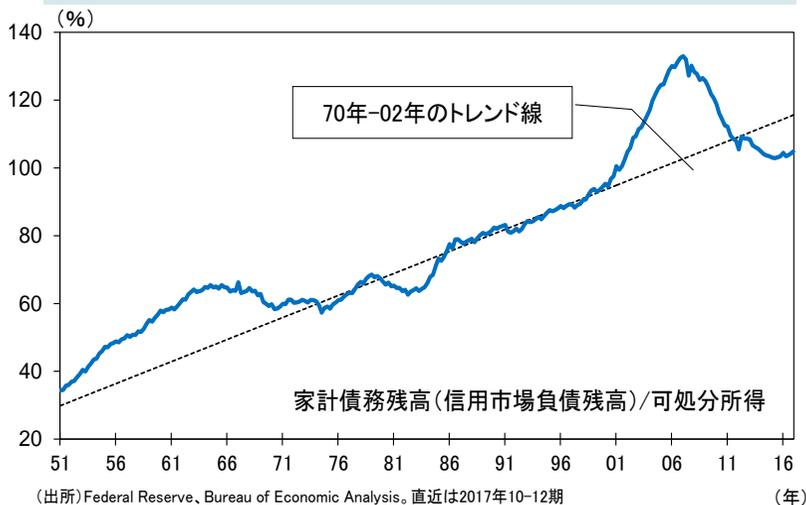


実質賃金ギャップ

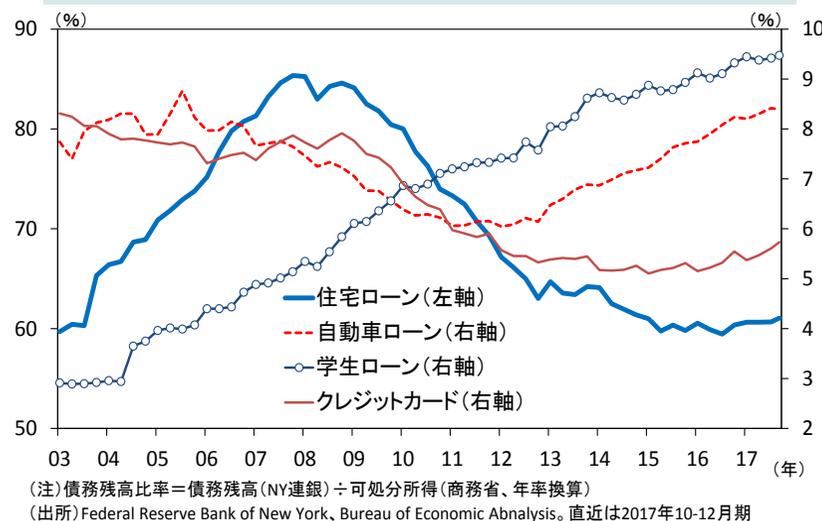


バブル崩壊により痛んだ家計のバランスシートは正常化

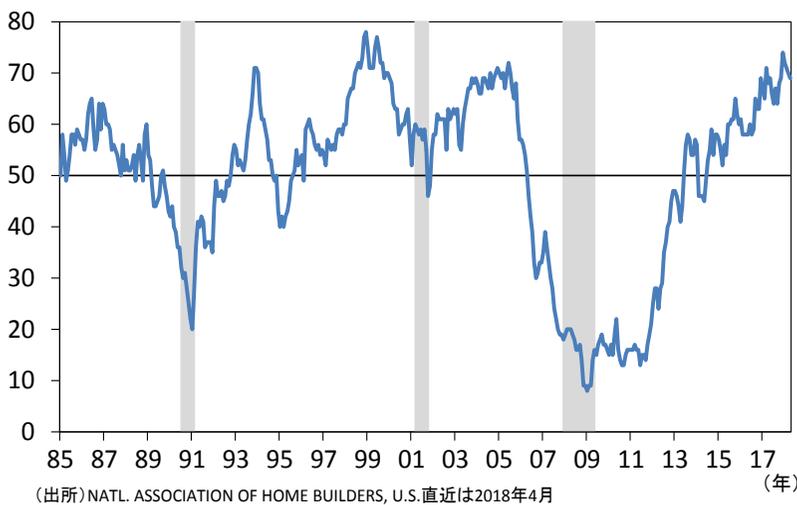
家計のレバレッジ



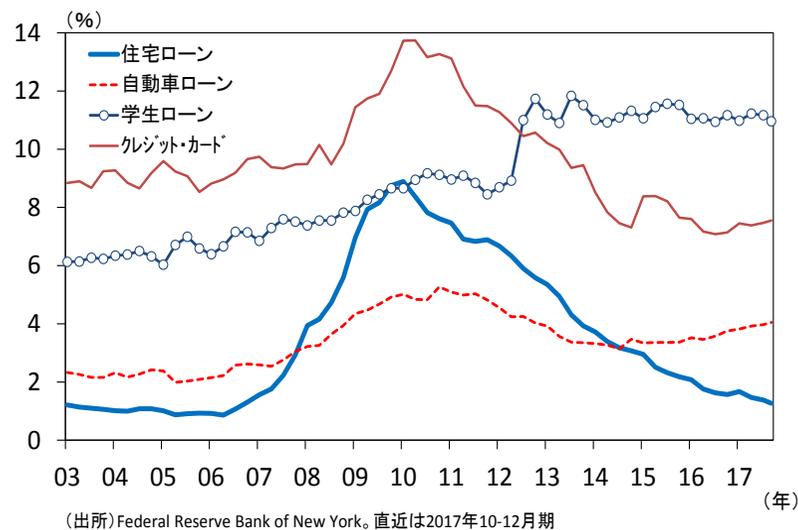
家計の債務残高比率



住宅市場指数

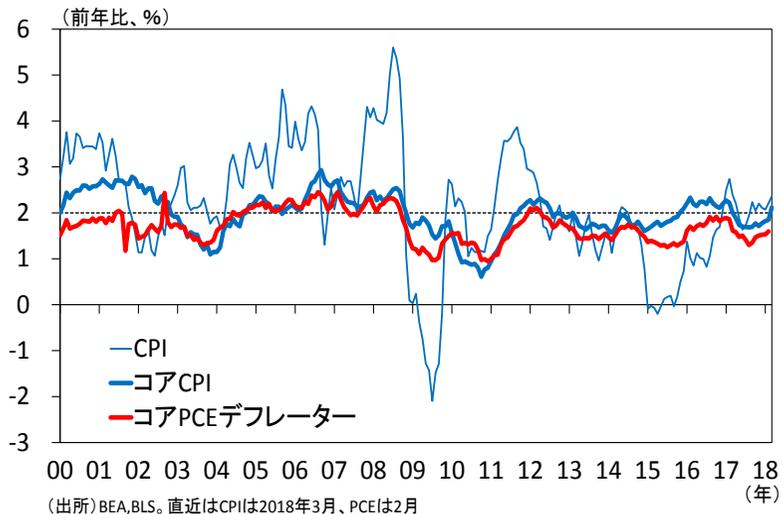


家計債務の延滞率

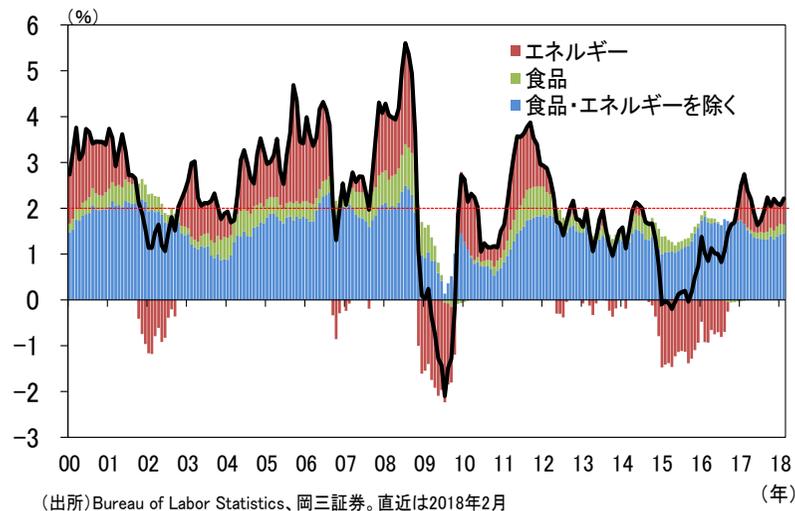


強いサービス価格、弱い財価格－物価伸び悩みが利上げを抑制－

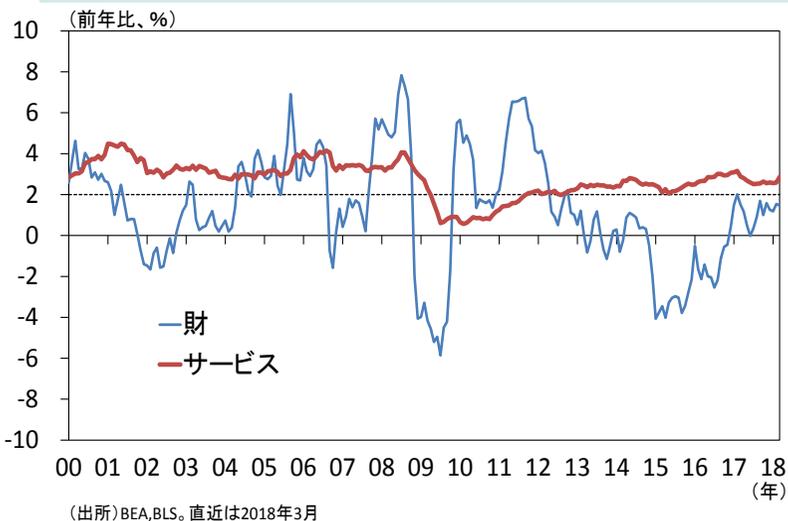
物価指数の推移



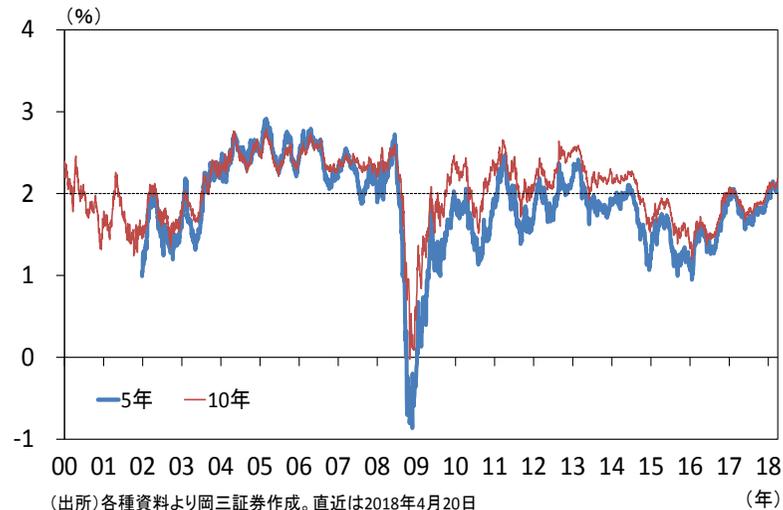
消費者物価の内訳



CPIの「財」と「サービス」



ブレイクイーブンインフレ率



長期金利抑制による株高のメカニズムーゴルドロックスー

長期金利の決定要因

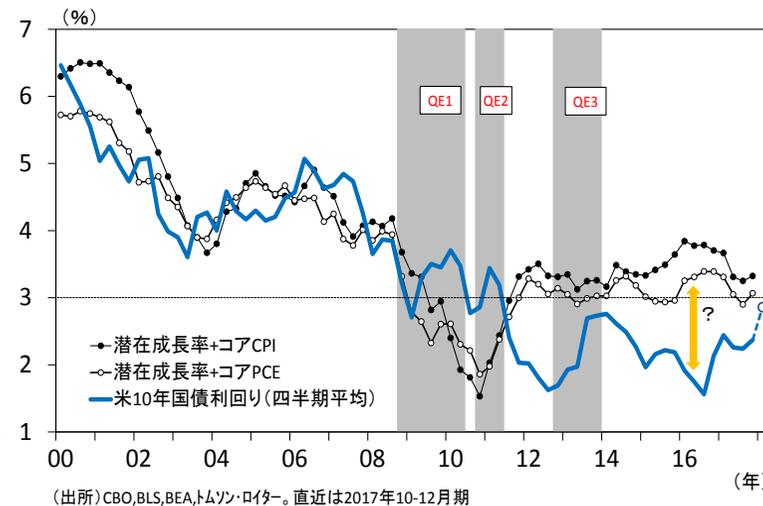
長期金利

$$= \text{自然利子率} + \text{インフレ期待} + \text{財政プレミアム}$$

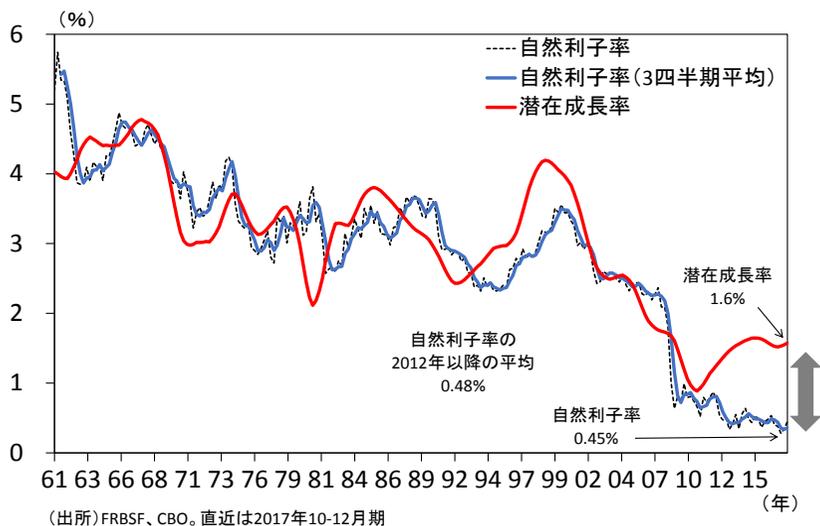
(\equiv 潜在成長率)

- FRBによる国債買入れ
- 自国の低金利に伴う海外投資家のニーズ

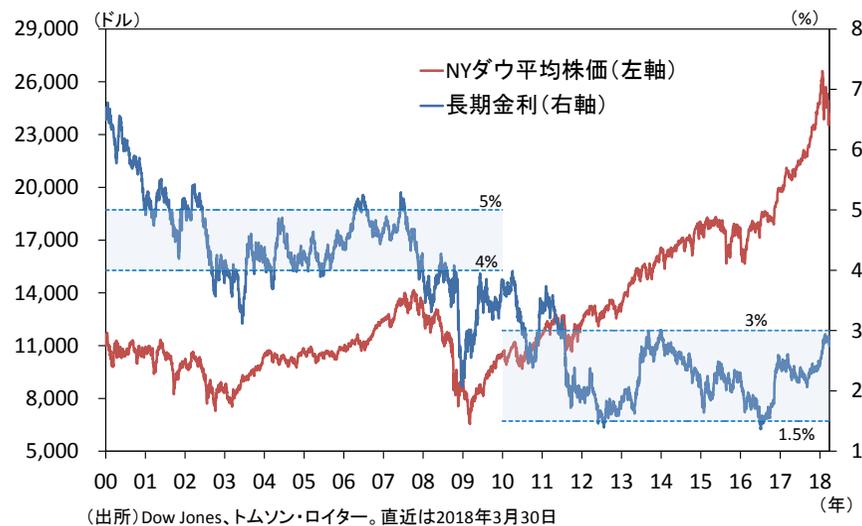
リーマンショック後に大きな変化



自然利子率が大幅に低下

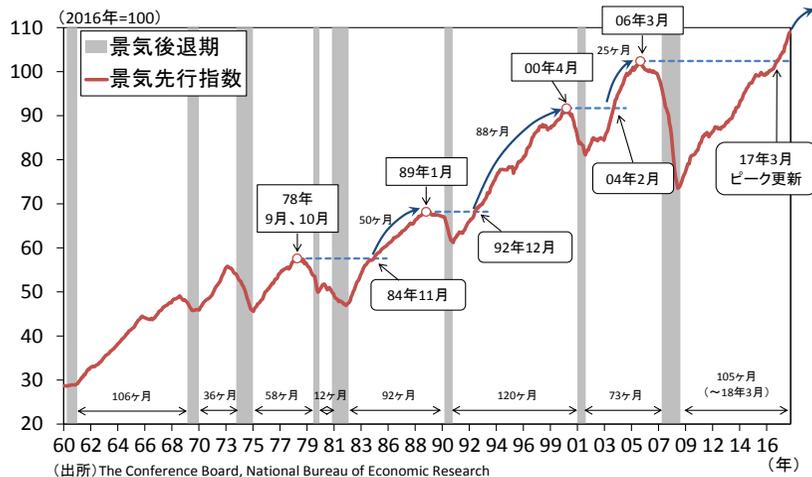


ゴルドロックによる株高

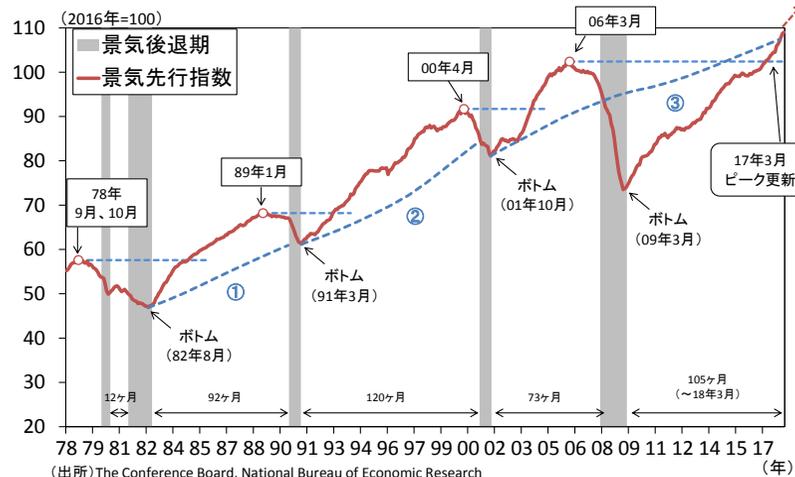


景気拡大は19/6月に過去最長に並ぶーバブルの兆候はない？ー

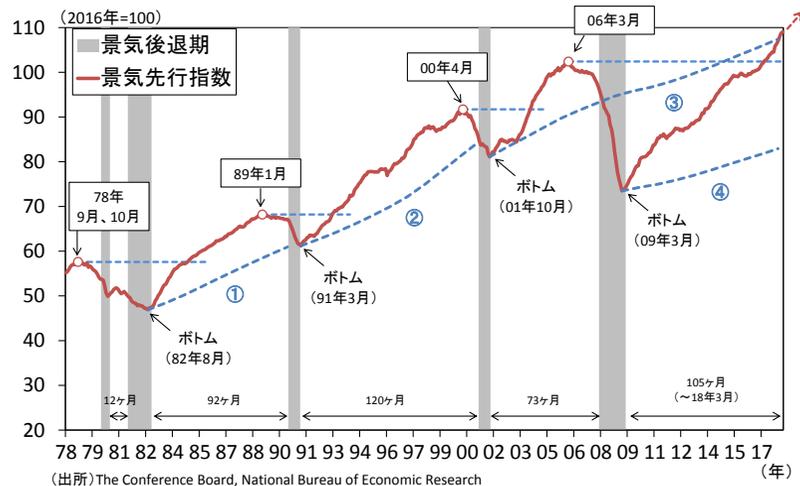
景気先行指数のパターン



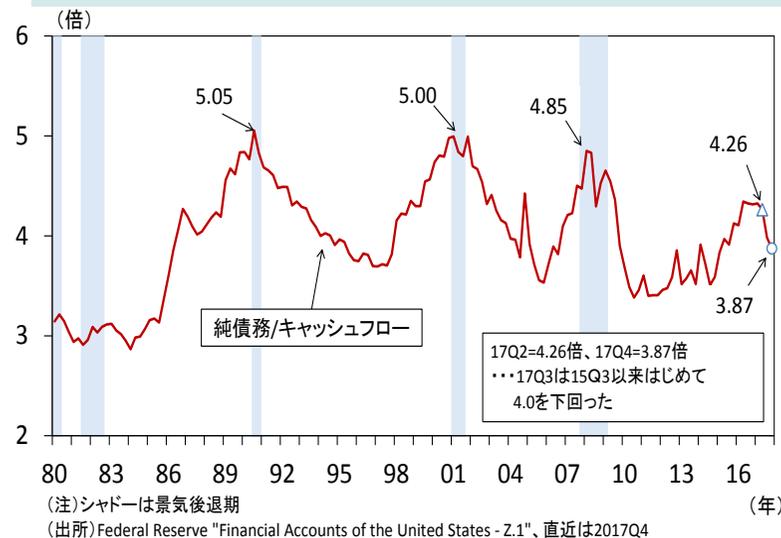
バブルのリリース



現在もそのリスクはある？

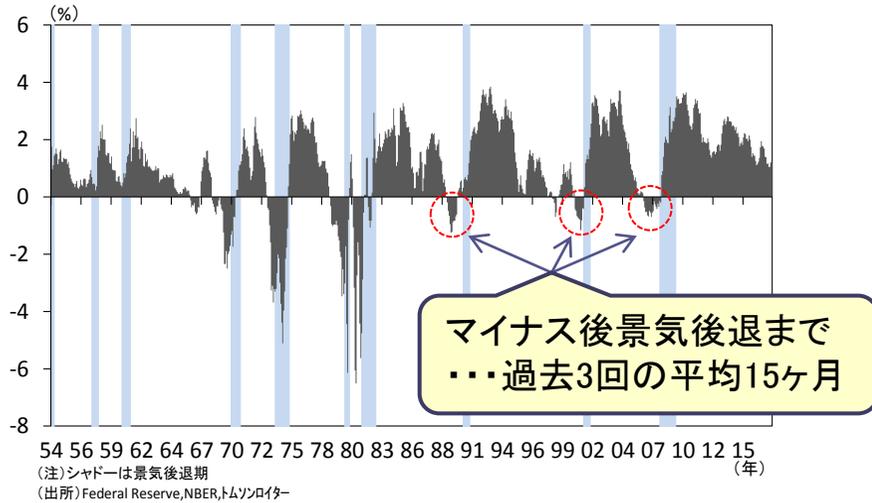


企業の財務レバレッジ



景気後退確率が高まるのは19年後半かーFRBはインフレ圧力警戒ー

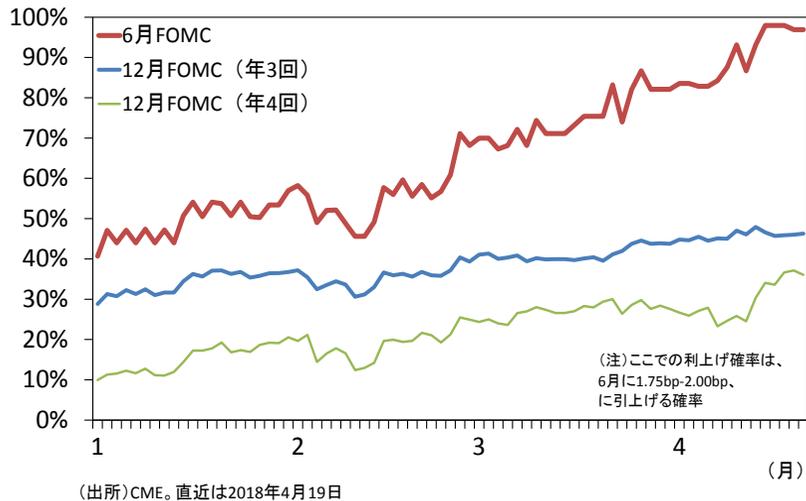
長短金利スプレッドと景気循環



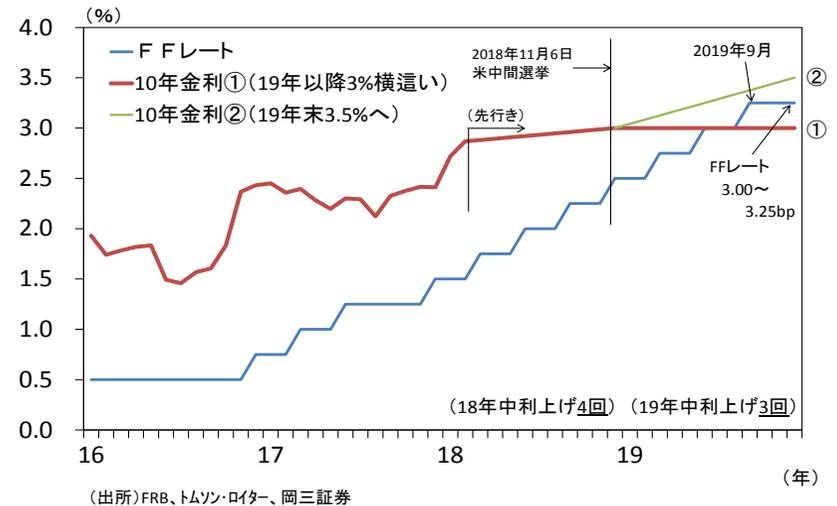
FRBの見通しは18年3回、19年3回

Variable	Median ¹				Central tendency ²			
	2018	2019	2020	Longer run	2018	2019	2020	Longer run
Change in real GDP	2.7	2.4	2.0	1.8	2.6-3.0	2.2-2.6	1.8-2.1	1.8-2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	1.8	2.2-2.6	1.9-2.3	1.7-2.0	1.8-1.9
Unemployment rate	3.8	3.6	3.6	4.5	3.6-3.8	3.4-3.7	3.5-3.8	4.3-4.7
December projection	3.9	3.9	4.0	4.6	3.7-4.0	3.6-4.0	3.6-4.2	4.4-4.7
PCE inflation	1.9	2.0	2.1	2.0	1.8-2.0	2.0-2.2	2.1-2.2	2.0
December projection	1.9	2.0	2.0	2.0	1.7-1.9	2.0	2.0-2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.9	2.1	2.1		1.8-2.0	2.0-2.2	2.1-2.2	
December projection	1.9	2.0	2.0		1.7-1.9	2.0	2.0-2.1	
Memo: Projected appropriate policy path								
Federal funds rate	2.1	2.9	3.4	2.9	2.1-2.4	2.8-3.4	3.1-3.6	2.8-3.0
December projection	2.1	2.7	3.1	2.8	1.9-2.4	2.4-3.1	2.6-3.1	2.8-3.0

市場が織り込む利上げ確率



長短金利の逆転は19年半ば



予算決議が可決されるまでの道のり

日程	議会	ホワイトハウス・大統領府
前年の3~4月		OMB、各省庁 (executive agencies) にガイダンスを送付
9月		各省庁 (executive agencies) から OMB に第1次予算要求提出
10~11月		OMB による査定、回答
12月		復活折衝
当該年の1月	CBO による財政・経済見通し (The Budget and Economic Outlook) 公表	
2月第1月曜日		大統領、予算教書を議会に提出
2月15日	CBO、予算教書を分析、結果を予算委員会に提出	
3月	予算教書提出から6週間以内に、上下両院の各委員会から予算委員会に意見と見積もりを提出。上下両院の予算委員会は予算決議案を作成。	
4月1日	上院予算委員会、予算決議案を本会議に提出	
4月15日	上下両院で予算決議可決、成立	
6月10日	下院歳出委員会、年次歳出法案を提出	
6月15日	財政調整法案 (reconciliation) の可決	
6月30日	下院、年次歳出法案可決	
8月	夏季休会 (summer recess)	
10月1日	新年度入り	

OMB: 大統領府にある行政管理予算局
Office of Management and Budget

CBO: 議会の付属機関である議会予算局
Congressional Budget Office

ちなみに、...
上院で有名なフィリバスター (議事進行妨害) は、予算決議に対しては使えない。

- 予算作成作業は前年春から始まり、OMBが10ヵ月程度かけて取りまとめた予算教書が、2月第一月曜日に大統領から発表される。
- その後、両院の予算委員会で審議し、歳入・歳出の大枠を決める予算決議が上院・下院別に作成され、それぞれの本会議に提出される。
- 両院の本会議で可決された予算決議が、両院協議会を通じて統一され、4月15日までに予算決議が成立する。
- その予算決議を基に、12本の歳出法案が12の小委員会で審議される。
- 12の小委員会の歳出法案が全て本会議を通過すれば、大統領に送られ、署名されて成立となる。

18年3%成長(需要先食い)、インフレ率2%達成、長期金利は4%へ

CBOの経済見通し(2018年4月)

Table 1-1.

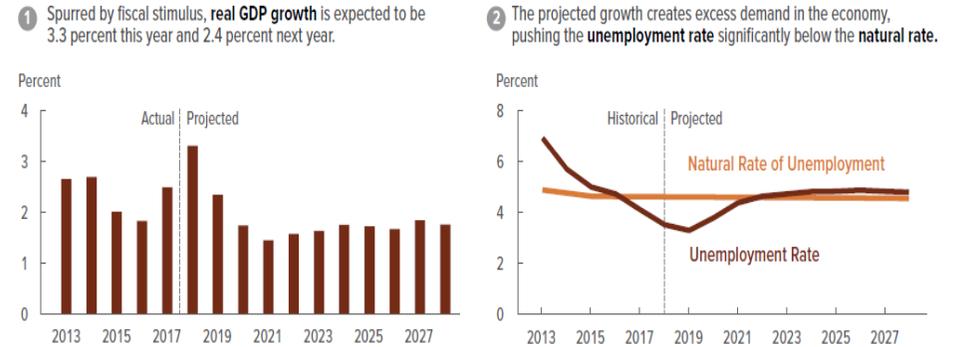
CBO's Economic Projections for Calendar Years 2018 to 2028

	Actual, 2017	2018	2019	2020	Annual Average	
					2021-2022	2023-2028
Percentage Change From Fourth Quarter to Fourth Quarter						
Gross Domestic Product						
Real ^a	2.6	3.3	2.4	1.8	1.5	1.7
Nominal	4.5	5.2	4.5	3.9	3.7	3.9
Inflation						
PCE price index	1.7	1.8	2.0	2.1	2.1	2.0
Core PCE price index ^b	1.5	1.9	2.1	2.2	2.1	2.0
Consumer price index ^c	2.1	2.0	2.3	2.4	2.5	2.4
Core consumer price index ^b	1.7	2.3	2.5	2.6	2.5	2.4
GDP price index	1.9	1.8	2.1	2.1	2.2	2.1
Employment Cost Index ^d	2.8	3.1	3.6	3.6	3.4	3.2
Fourth-Quarter Level (Percent)						
Unemployment Rate	4.1	3.5	3.3	3.8	4.6 ^e	4.8 ^f
Percentage Change From Year to Year						
Gross Domestic Product						
Real ^a	2.3	3.0	2.9	2.0	1.5	1.7
Nominal	4.1	5.0	4.9	4.1	3.7	3.9
Inflation						
PCE price index	1.7	1.8	1.9	2.1	2.1	2.0
Core PCE price index ^b	1.5	1.8	2.0	2.2	2.2	2.0
Consumer price index ^c	2.1	2.2	2.2	2.4	2.5	2.4
Core consumer price index ^b	1.8	2.1	2.4	2.6	2.6	2.4
GDP price index	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.1
Employment Cost Index ^d	2.6	2.9	3.4	3.6	3.5	3.2
Annual Average						
Unemployment Rate (Percent)	4.4	3.8	3.3	3.6	4.4	4.8
Payroll Employment (Monthly change, in thousands) ^g	181	211	182	62	25	57
Interest Rates (Percent)						
Three-month Treasury bills	0.9	1.9	2.9	3.6	3.7	2.8
Ten-year Treasury notes	2.3	3.0	3.7	4.1	4.1	3.7
Tax Bases (Percentage of GDP)						
Wages and salaries	43.1	43.2	43.5	43.9	44.1	44.3
Domestic corporate profits ^h	8.9	9.5	9.6	9.0	8.4	8.0

Sources: Congressional Budget Office; Bureau of Economic Analysis; Bureau of Labor Statistics; Federal Reserve.

Figure 1-1.

CBO's Economic Forecast at a Glance



需要項目の見通し

Table 1-3.

Projected Growth of Real GDP and Its Components

	Actual, 2017	2018	2019	2020	Annual Average	
					2021-2022	2023-2028
Real GDP	2.6	3.3	2.4	1.8	1.5	1.7
Components of Real GDP						
Consumer spending	2.8	2.5	2.7	2.0	2.0	2.0
Business investment	3.9	8.5	2.5	0.8	0.8	2.6
Business fixed investment	6.3	5.9	3.1	1.6	0.9	2.5
Residential investment	2.6	5.0	4.9	4.8	3.0	-0.2
Purchases by federal, state, and local governments	0.7	3.6	1.1	0.4	0.0	0.5
Federal	1.0	6.9	0.9	-0.5	-1.4	0.3
State and local	0.5	1.6	1.3	1.0	0.8	0.6
Exports	5.0	2.9	2.9	2.6	2.5	2.7
Imports	4.7	4.4	3.6	2.1	2.4	2.4
Memorandum:						
Net Exports (Change in billions of 2009 dollars)	-22.8	-63.1	-41.5	-3.6	-13.7	-10.0

潜在成長率を2%に上方修正、GDPギャップは19年に1%まで拡大

前回(2017年6月)からの変更点

Table 1-4.
Comparison of CBO's Current and Previous Economic Projections for Calendar Years 2017 to 2027

	2017 ^a	2018	2019	Annual Average		Total, 2017-2027
				2017-2021	2022-2027	
Percentage Change From Fourth Quarter to Fourth Quarter						
Real GDP ^b						
April 2018	2.6	3.3	2.4	2.3	1.7	2.0
June 2017	2.2	2.0	1.5	1.8	1.9	1.8
Nominal GDP						
April 2018	4.5	5.2	4.5	4.3	3.9	4.1
June 2017	4.0	4.0	3.4	3.8	4.0	3.9
PCE Price Index						
April 2018	1.7	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
June 2017	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Core PCE Price Index ^c						
April 2018	1.5	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0
June 2017	1.8	2.0	2.0	1.9	2.0	2.0
Consumer Price Index ^d						
April 2018	2.1	2.0	2.3	2.3	2.4	2.4
June 2017	2.1	2.3	2.4	2.3	2.4	2.4
Core Consumer Price Index ^c						
April 2018	1.7	2.3	2.5	2.4	2.4	2.4
June 2017	2.1	2.3	2.3	2.3	2.4	2.3
GDP Price Index						
April 2018	1.9	1.8	2.1	2.0	2.1	2.1
June 2017	1.8	2.0	1.9	1.9	2.1	2.0
Employment Cost Index ^e						
April 2018	2.8	3.1	3.6	3.3	3.2	3.2
June 2017	3.1	3.3	3.4	3.2	3.1	3.2
Real Potential GDP						
April 2018	1.7	2.0	2.1	2.0	1.8	1.9
June 2017	1.6	1.7	1.8	1.7	1.9	1.8
Annual Average						
Unemployment Rate (Percent)						
April 2018	4.4	3.8	3.3	3.8	4.8	4.3
June 2017	4.4	4.2	4.4	4.5	4.9	4.8
Interest Rates (Percent)						
Three-month Treasury bills						
April 2018	0.9	1.9	2.9	2.6	2.9	2.8
June 2017	0.9	1.5	2.2	2.0	2.8	2.4
Ten-year Treasury notes						
April 2018	2.3	3.0	3.7	3.5	3.8	3.6
June 2017	2.4	2.8	3.2	3.1	3.7	3.4

潜在成長率の推移とGDPギャップ

Figure 1-4.

Determinants of the Growth of Real Potential GDP

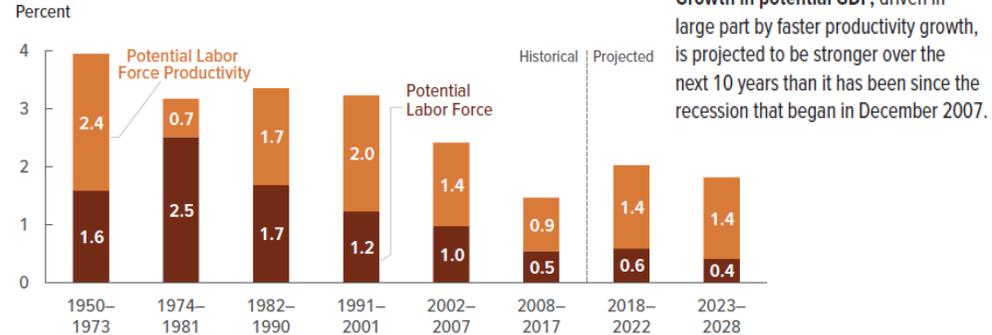
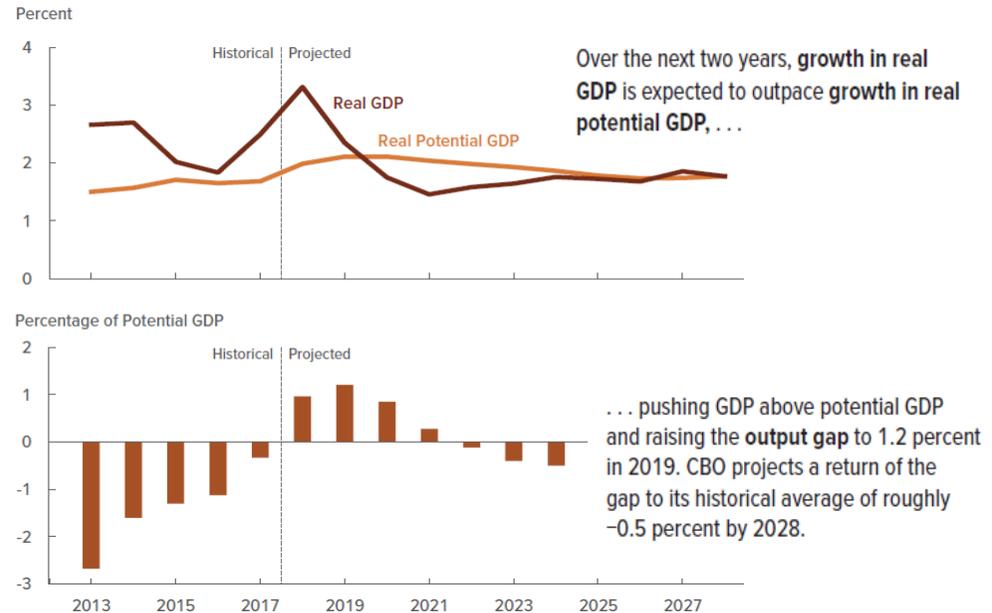


Figure 1-5.

Growth of Real GDP and Real Potential GDP and the Size of the Output Gap



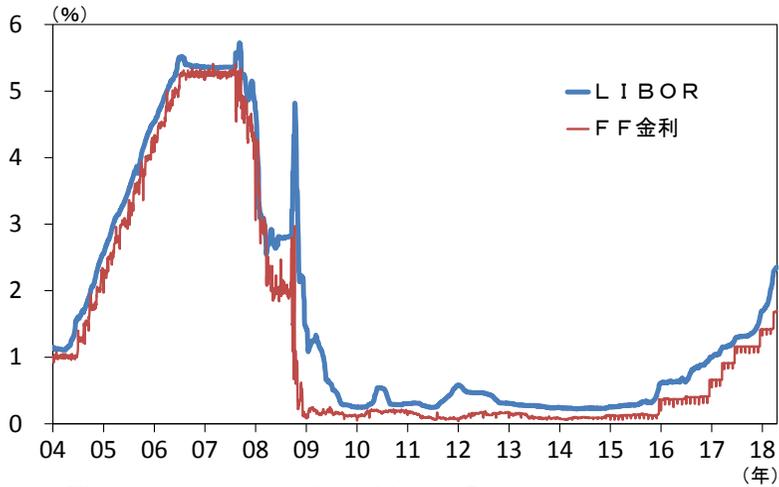
IMFの見通しは、世界計3.9%、米国2.9%

暦年、実質GDP	(前年比、%)					(ポイント)	
	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年 (予測)	2018年 (1月からの修正幅)	2019年
世界GDP	3.5	3.2	3.8	3.9	3.9	-	-
先進国	2.3	1.7	2.3	2.5	2.2	0.2	-
米国	2.9	1.5	2.3	2.9	2.7	0.2	0.2
ユーロ圏	2.1	1.8	2.3	2.4	2.0	0.2	-
日本	1.4	0.9	1.7	1.2	0.9	-	-
発展途上国	4.3	4.4	4.8	4.9	5.1	-	0.1
中国	6.9	6.7	6.9	6.6	6.4	-	-
インド	8.2	7.1	6.7	7.4	7.8	-	-
ASEAN-5	4.9	5.0	5.3	5.3	5.4	0.1	0.1
ブラジル	-3.6	-3.5	1.0	2.3	2.5	0.4	0.4
メキシコ	3.3	2.9	2.0	2.3	3.0	-	-
ロシア	-2.5	-0.2	1.5	1.7	1.5	-	-
世界消費者物価	2.8	2.8	3.1	3.3	3.3	N.A	N.A
先進国	0.3	0.8	1.7	2.0	1.9	N.A	N.A
発展途上国	4.7	4.3	4.0	4.6	4.3	N.A	N.A
原油価格 (WTI, ドル/バレル)	48.7	43.2	49.0	48.8	48.8	N.A	N.A
財・価格	-35.3	-10.0	12.3	-0.1	-0.2	N.A	N.A
財・燃料価格	-44.8	-16.5	17.3	-0.7	0.1	N.A	N.A
財・非燃料価格	-17.5	19.3	6.5	-0.5	1.0	N.A	N.A
財・飲食料価格	-15.8	1.3	2.3	1.0	-0.4	N.A	N.A

(出所) IMF

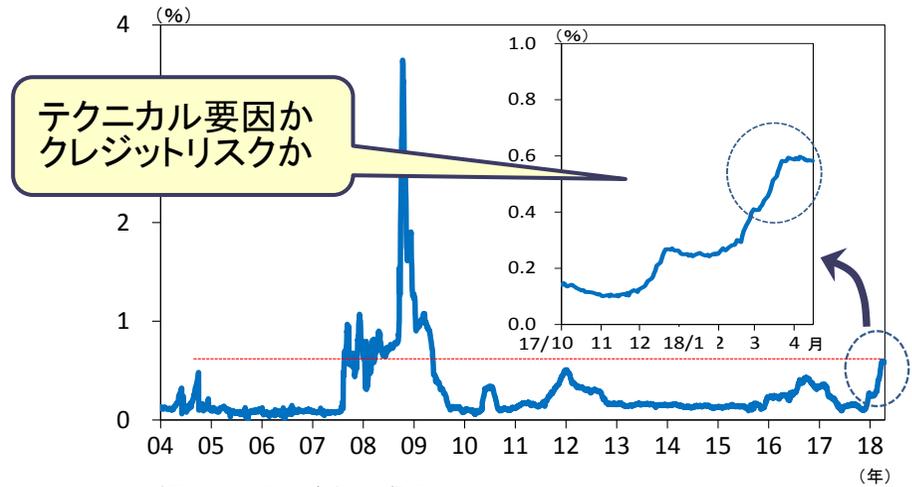
意識される短期金利の上昇と財政政策限界説

LIBORが上昇傾向



(出所) Federal Reserve、トムソン・ロイター。直近は2018年4月16日

LIBOR-OISスプレッドが09年5月以来の水準



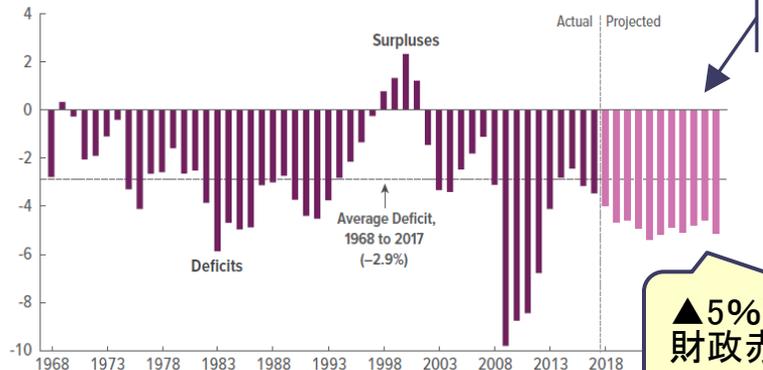
(出所) ICE、トムソン・ロイター。直近は2018年4月16日

財政赤字拡大

Figure 4-1.

Total Deficits or Surpluses

Percentage of Gross Domestic Product



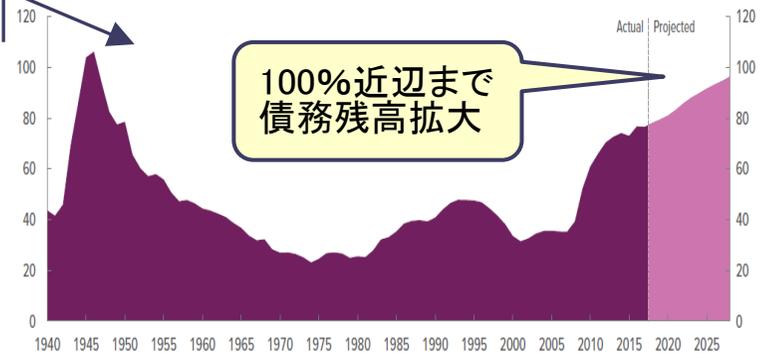
Source: Congressional Budget Office.

膨らむ連邦政府の債務残高

Summary Figure 2.

Federal Debt Held by the Public

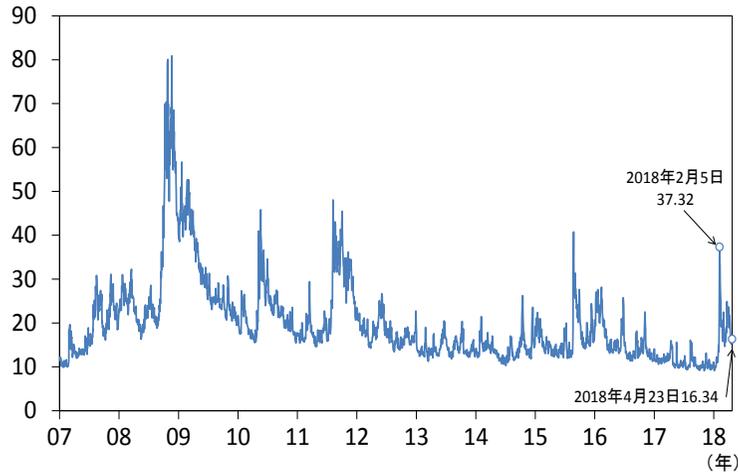
Percentage of Gross Domestic Product



Source: Congressional Budget Office.

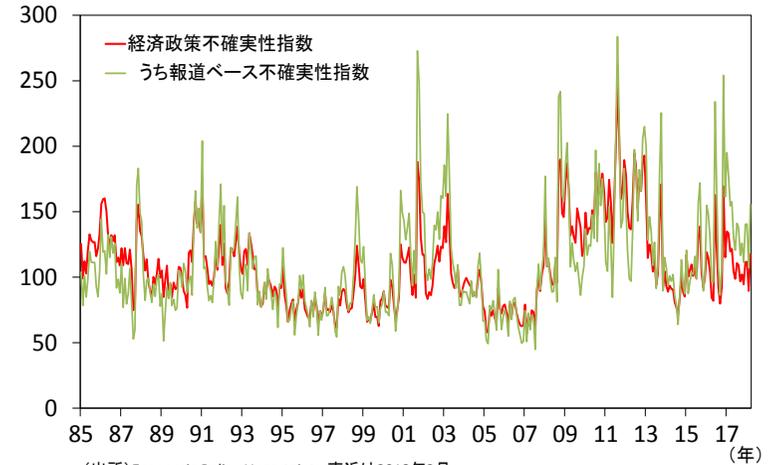
高止まる地政学リスク指数、気になるタームプレミアム

VIX指数(恐怖指数)



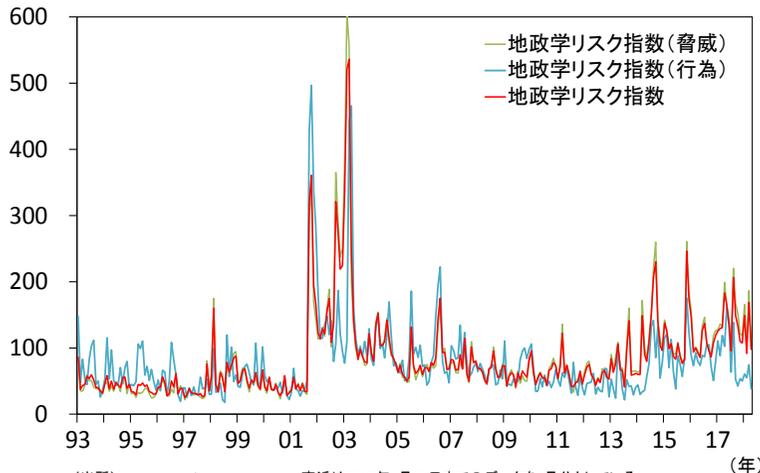
(出所)CBOE。直近は2018年4月23日

不確実性指数



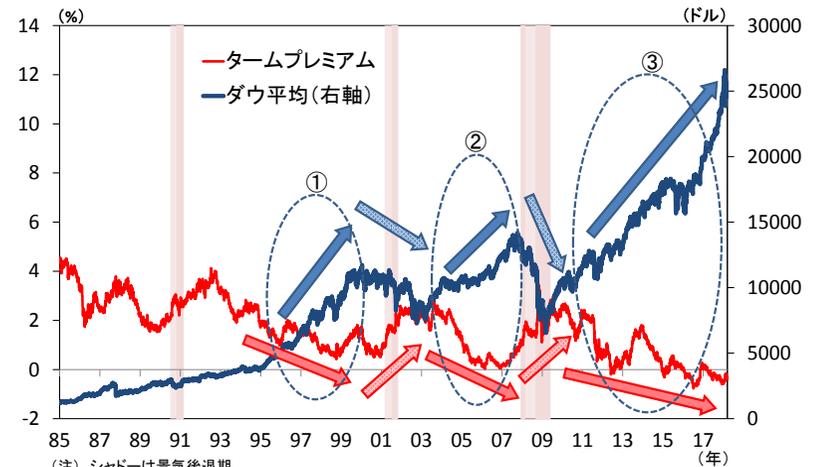
(出所)Economic Policy Uncertainty。直近は2018年3月

地政学リスク指数



(出所)Economic Policy Uncertainty。直近は2018年4月10日までのデータを4月分としている

タームプレミアムと株価



(注) シャドーは景気後退期
(出所) Federal Reserve Bank of New York, Dow Jones, トムソン・ロイター、直近は2018年3月15日

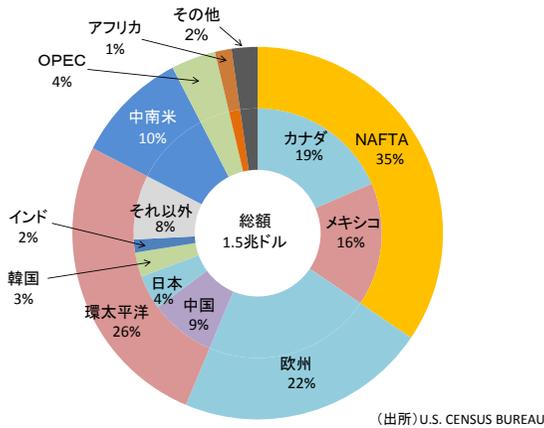
米国通商法に基づく制裁措置発動とNAFTA再交渉

	安全保障への脅威を理由とする鉄鋼・アルミ輸入関税	知的財産権の侵害等を理由とする対中制裁
根拠	通商拡大法232条 <ul style="list-style-type: none"> 鉄鋼・アルミの輸入が米国産業を弱体化 米国の安全保障の脅威 	通商法301条 <ul style="list-style-type: none"> 中国企業への技術移転を目的とした中国政府の規制・干渉 市場原理に則ったライセンスや技術契約への妨害 先端技術や知財の取得を目的とした政府の指示や不当な支援 米国へのサイバー攻撃に対する中国政府の関与又は支援
予定	3月23日施行、適用免除国を決定	3月22日報告書とともに制裁発表
内容	<ul style="list-style-type: none"> 鉄鋼・鉄鋼製品に25%、アルミニウム及びその製品に10%の関税を賦課 カナダ・メキシコ・オーストラリア・韓国・EU・ブラジル・アルゼンチンは適用除外 	<ul style="list-style-type: none"> WTO提訴、中国との二カ国間協議に入る手続きを開始 25%の関税賦課 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 500億ドル相当の対象品目を5月22日までパブリックコメント ✓ 法律上の実施期限は9月18日 対米投資制限
各国対応	<ul style="list-style-type: none"> 韓国は大筋合意も、トランプ大統領は米朝会談まで合意事項を保留する意向 中国は報復を開始 日本は適用除外を求めて交渉中 	<ul style="list-style-type: none"> 中国はWTO提訴を対抗措置を表明

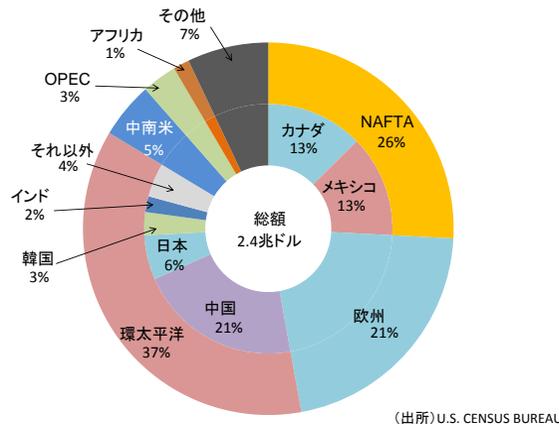
NAFTA再交渉項目	論点
原産地規制(自動車・部品)	域内調達率引き上げ、米国産品の調達率導入、非原産材料のトレーシング対象品目拡大
サンセット条項	定期的な協定効果の評価メカニズムの導入
紛争解決	投資家対国家の紛争解決手続きに選択制(オプト・イン、オプト・アウト)導入
紛争解決・貿易救済	アンチダンピング関税措置、補助金相殺関税措置に関する紛争解決手続き廃止
移民政策	トランプ大統領はメキシコに対して不法移民対策を合意の条件として提示

米国の貿易構造と米中の貿易関係

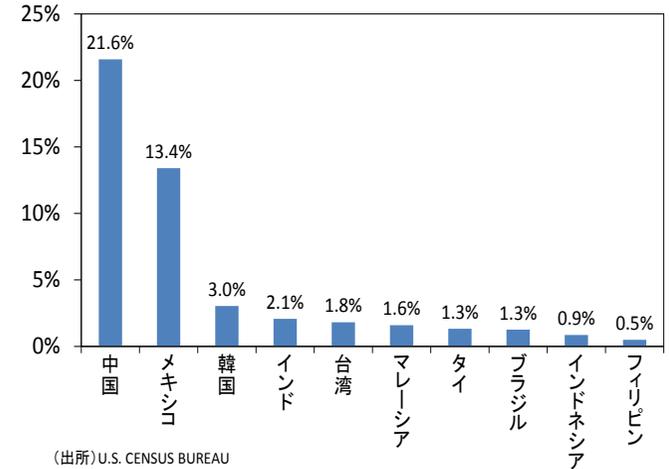
米国の国別輸出額(2017年)



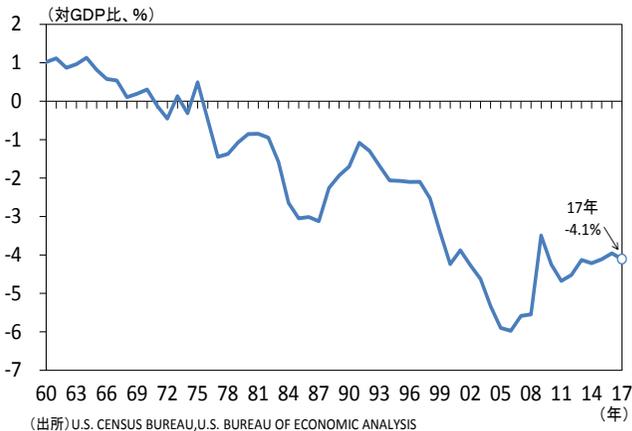
米国の国別輸入額(2017年)



新興国の米国向け輸出比率(2017年)



米国の貿易収支



米中の貿易関係(2017年)

	貿易収支 (億ドル)		
	総額(A)	対中国(B)	B/A (%)
米国	-7,971	-3,752	47.1
中国	4,480	2,788	62.2

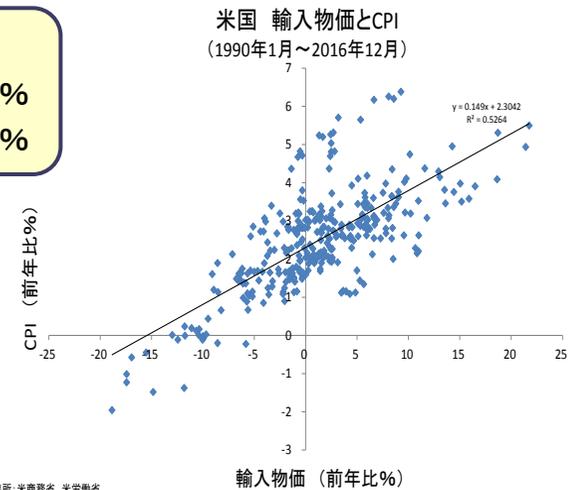
	輸出 (兆ドル)		
	総額(C)	対中国(D)	D/C (%)
米国	1.55	0.13	8.4
中国	2.28	0.43	19.0

	輸入 (兆ドル)		
	総額(C)	対中国(D)	D/C (%)
米国	2.34	0.51	21.6
中国	1.83	1.55	8.5

(出所) IMF

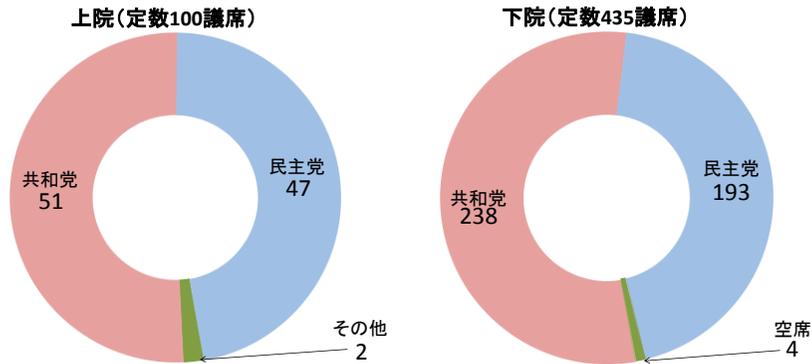
「500億ドル」
米国輸出額の3.2%
中国輸出額の2.2%

米国CPIと輸入物価の関係



議会(上院・下院)の構成と中間選挙の行方

上院・下院の勢力図

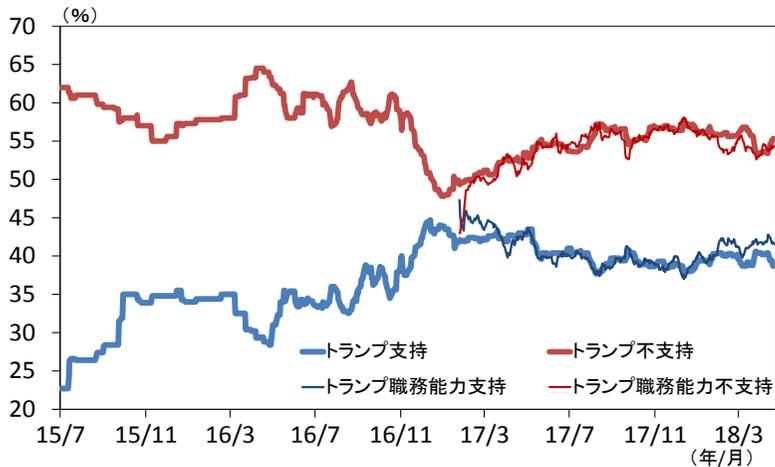


中間選挙11月6日

<上院> 改選35議席(共和9、民主26<ミネソタ州とミシシッピ州の補選含む>)

<下院> 改選435議席

トランプ支持率



(出所) RealClearPolitics

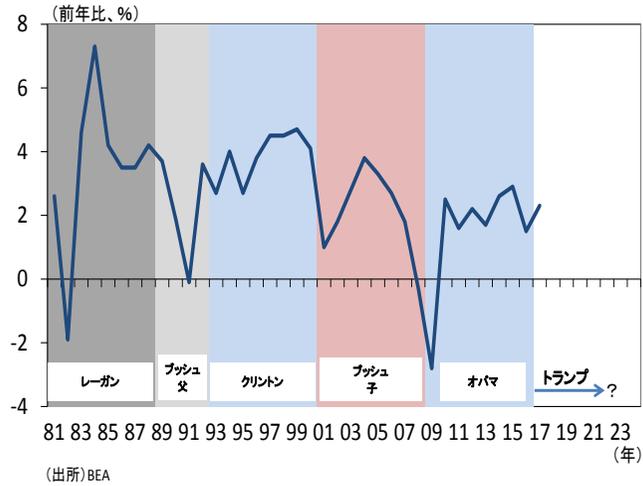
過去の政権党と多数党

選挙年	大統領	米国議会 会期	上院			下院		
			民主党	その他	共和党	民主党	その他	共和党
1990年	ブッシュ(父)	102	56	0	44	267	1	167
1992年	クリントン	103	57	0	43	258	1	176
1994年	クリントン	104	48	0	52	204	1	230
1996年	クリントン	105	45	0	55	206	1	228
1998年	クリントン	106	45	0	55	211	1	223
2000年	ブッシュ	107	50	0	50	212	2	221
2002年	ブッシュ	108	48	1	51	205	1	229
2004年	ブッシュ	109	44	1	55	202	1	232
2006年	ブッシュ	110	49	2	49	233	0	202
2008年	オバマ	111	57	2	41	257	0	178
2010年	オバマ	112	53	0	47	193	0	242
2012年	オバマ	113	55	0	45	201	0	234
2014年	オバマ	114	44	2	54	188	1	246
2016年	トランプ	115	46	2	52	193	4	238

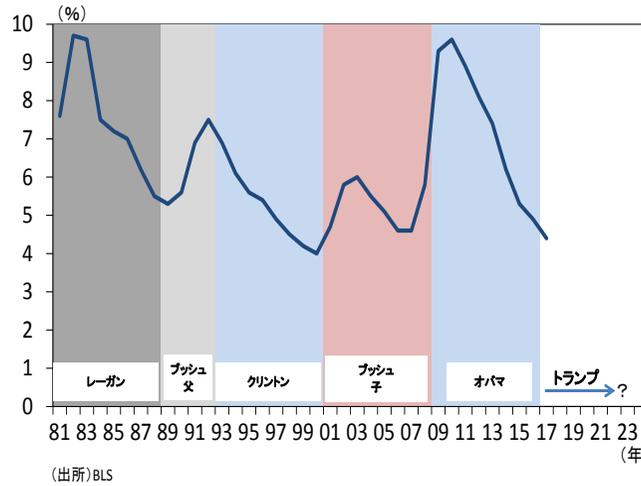
- 上院は各州2名ずつの100名。任期6年で2年ごとに3分の1ずつ改選される。
- 下院は各州の人口比率に合わせて議員数が配分され、現在は435名。設立当初(1789年)は65名。2年ごとにすべての議員が改選される。

政権ごとの米国経済指標

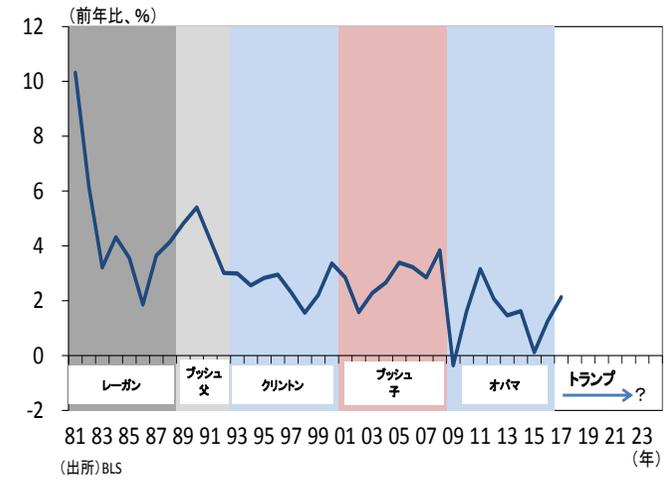
実質GDP成長率



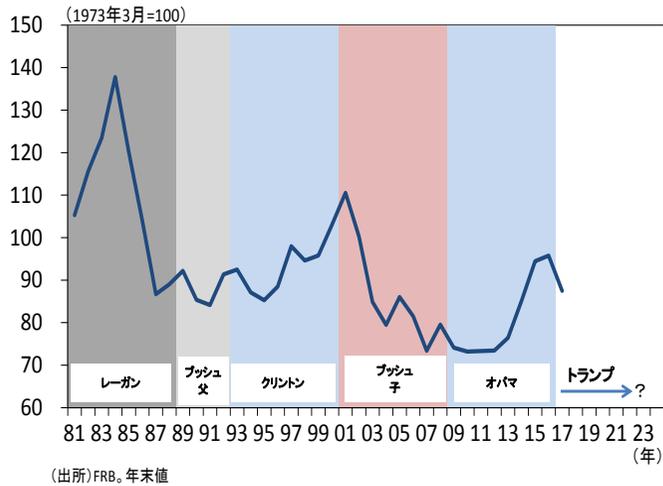
失業率



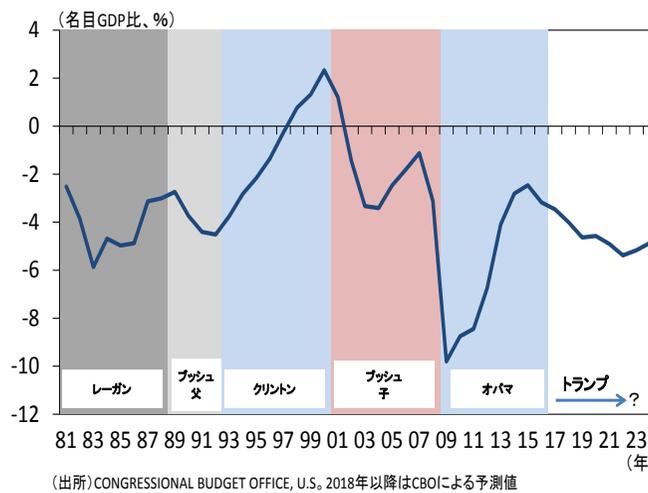
CPI上昇率



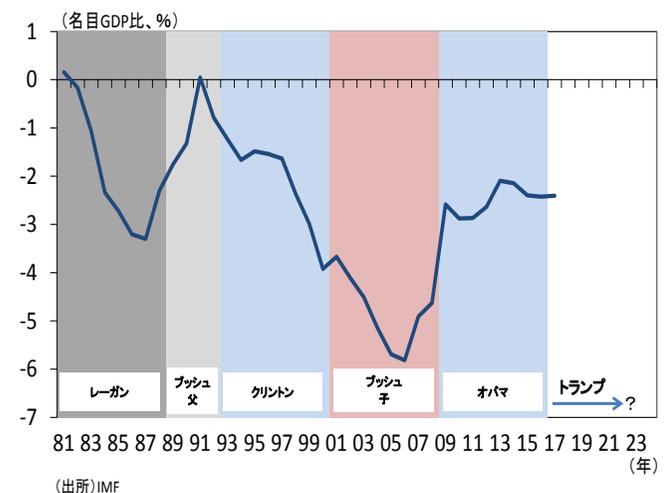
ドル指数



財政収支

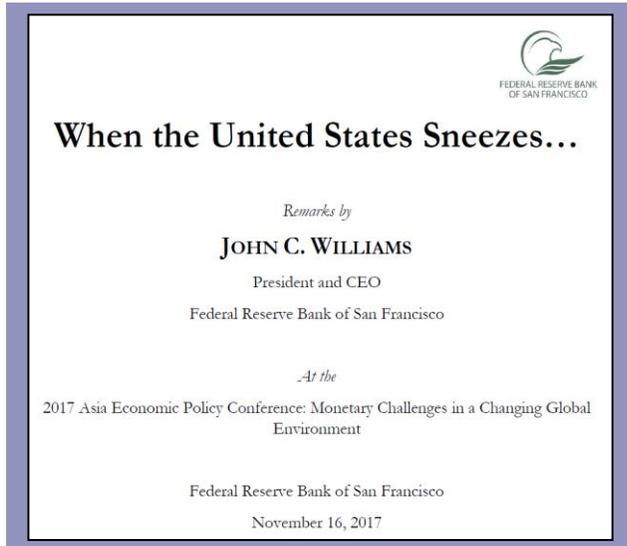


経常収支



ウィリアムズ次期FOMC副議長の主張－物価水準目標とは－

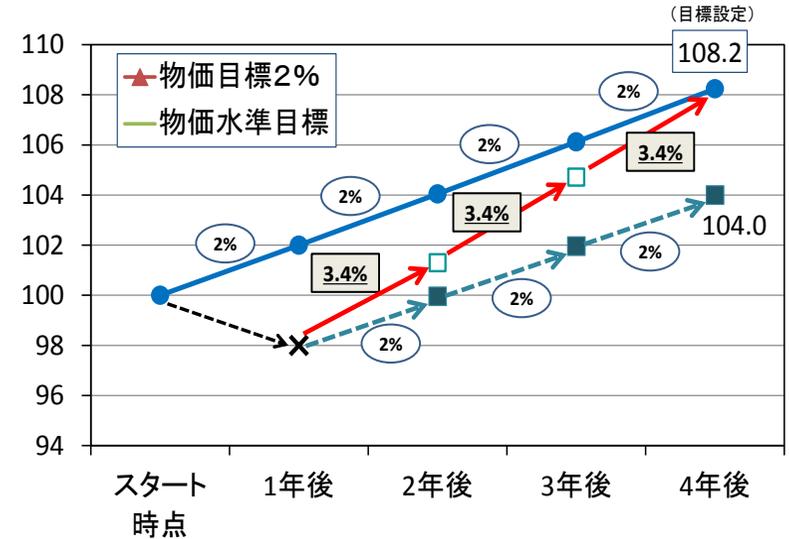
ウィリアムズSF連銀総裁の講演



次の景気後退への対応を意識

- 私は次の景気後退に備えるために何をすべきかについて話したい。・・・いつか景気後退が来ることは歴史が教えている。
- 自然利子率が上昇しない場合、対処方法がいくつかある。一つ目は非伝統的政策に頼ること、二つ目は、金利の下限をさらにマイナス方向に深掘りすること、三つ目はインフレ目標を引き上げること、四つ目はインフレ目標を物価水準目標あるいは名目所得目標に変更すること。
- 金融政策をいきなり変更しようと言うのではなく、議論を深めたいからだ。

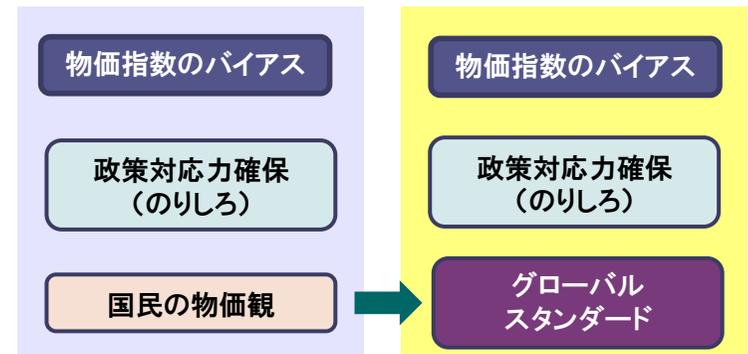
物価水準目標とは



「物価安定目標」2%の理由

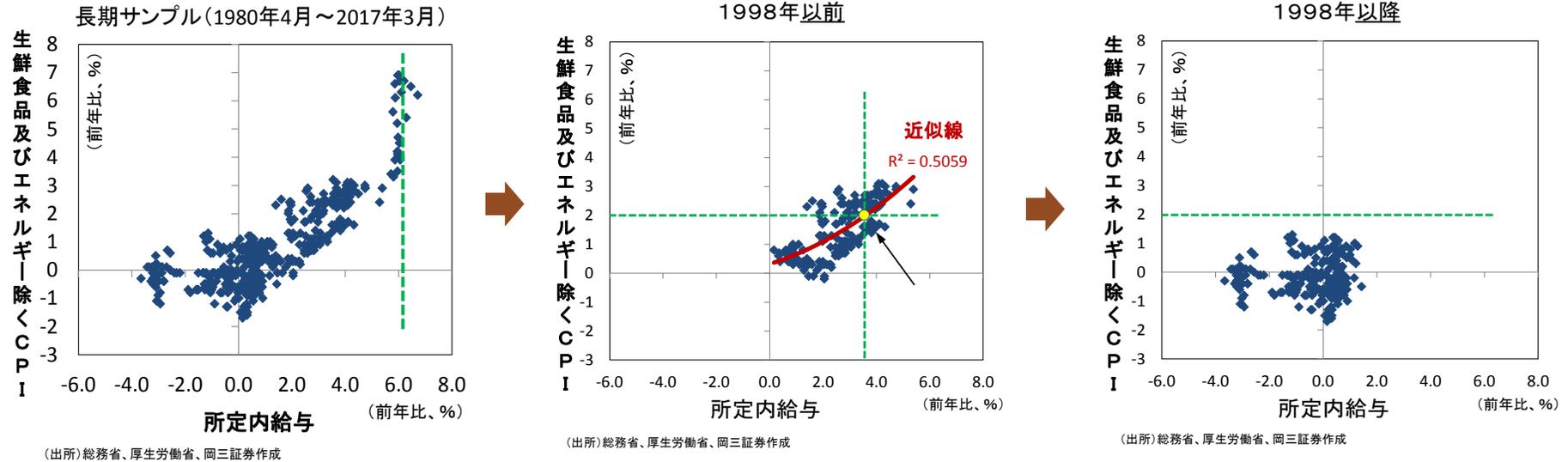
<物価安定目標導入時>
2013年1月22日

<現在(大阪講演)>
2017年9月25日

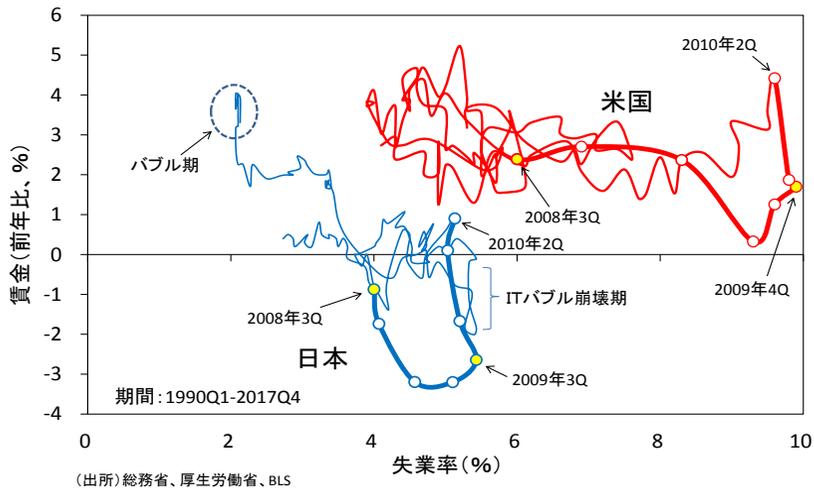


賃金伸び悩みで消費低迷－CPI2%には4%程度の賃金上昇が必要－

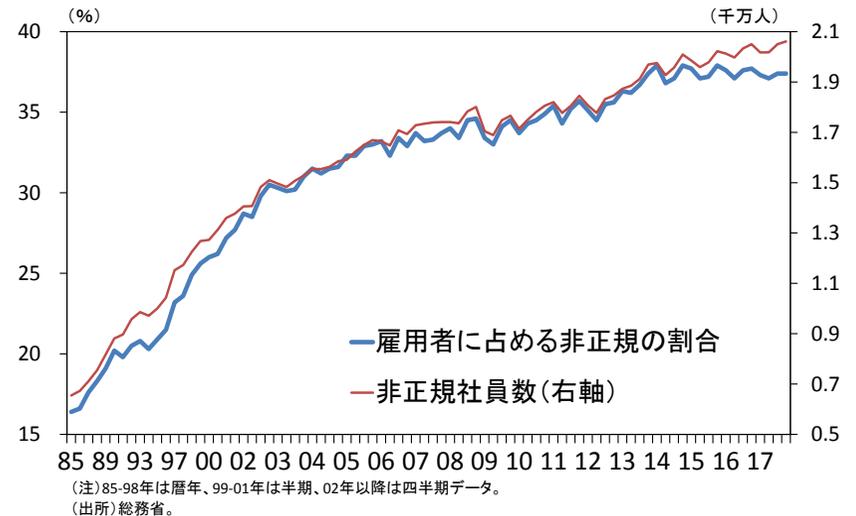
1998年以降、賃金の下方硬直性が消失、景気拡大期でも賃金は上昇しなくなった



米国は雇用カット、日本は賃金カット



賃金の低い非正規雇用が大幅増加



「物価安定目標」は達成できず、金融政策はエスカレート

エスカレートする日本の金融政策

【2013年4月『量的質的金融緩和』】QQE

- 物価安定目標2%を2年程度を念頭に実現させる。
- マネタリーベース・コントロール採用
…年間約60~70兆円に相当するペースで増加させる(2012年末138兆円⇒2014年末270兆円)
- 長期国債の保有残高を、年間約50兆円に相当するペースで増加させる。
- ETFとJ-REITの保有残高を、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加させる。

【2014年10月『量的質的金融緩和』拡大】QQE II

- マネタリーベースを年間約80兆円に相当するペースで増加させる。
- 長期国債の保有残高を、年間約80兆円に相当するペースで増加させる。
- ETFとJ-REITの保有残高を、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加させる。

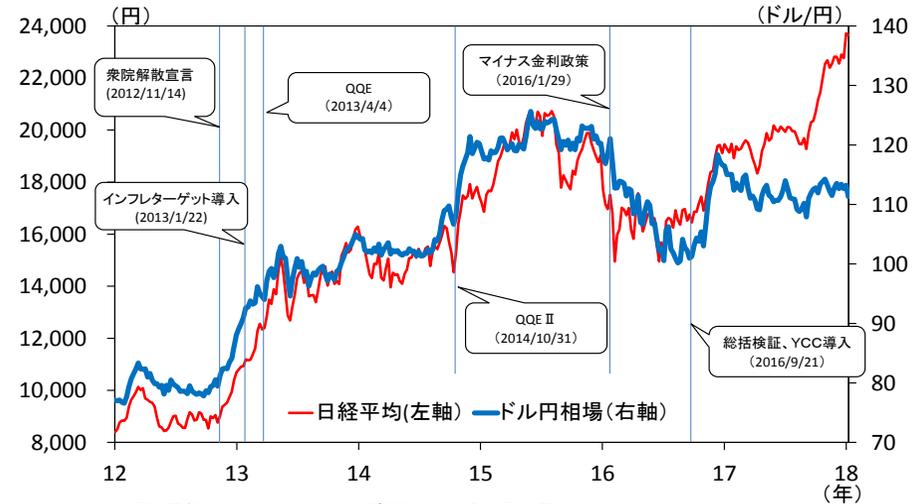
【2016年1月『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』】

- 金融機関が日本銀行に預ける「日銀当座預金」の一部(20数兆円)に▲0.1%のマイナス金利を課す。

【2016年9月『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』】

- 総括検証…物価目標が達成できていない理由を説明
- イールドカーブコントロールを導入。
 - ① 短期金利操作目標…▲0.1%
 - ② 長期金利操作目標…10年金利ゼロ程度
- 長期国債は保有残高の増加額年間約80兆円をめどとして、ETFとJ-REITは保有残高がそれぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう、買入れを行なう。

金融政策の変更と株価・為替



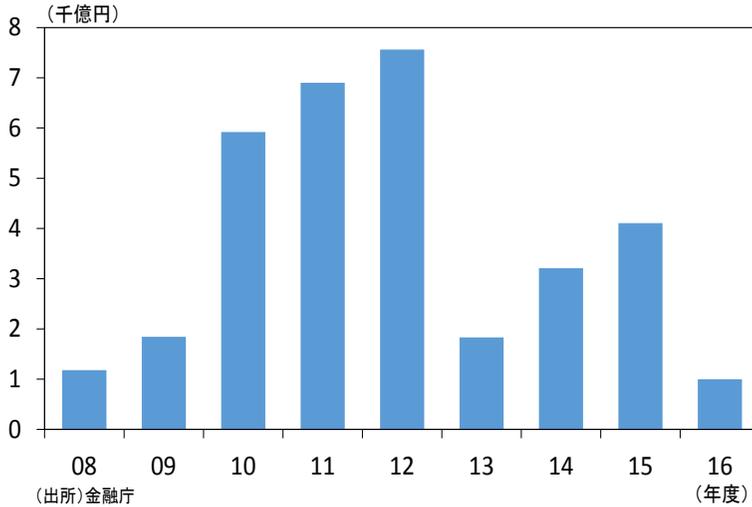
膨張する日銀のバランスシート

<2013年3月末>			<2017年12月末現在>		
資産		負債および純資産	資産		負債および純資産
金地金	0.4	銀行券	0.4	銀行券	106.7
現金	0.3	当座預金	0.2	当座預金	368.5
国債	125.4	その他預金	440.7	その他預金	20.1
CP等	7.2	政府預金	2.2	政府預金	15.5
社債	2.9	引当金勘定	3.2	引当金勘定	4.9
ETF	1.5	資本金	17.2	資本金	1億円
J-REIT	0.1	準備金	0.4	準備金	3.2
信託財産株式	1.4		信託財産株式	1.1	
貸付金	25.5		貸付金	48.5	
外国為替	5.0		外国為替	6.7	
合計	164.3	合計	521.4	合計	521.4

(出所) 日本銀行

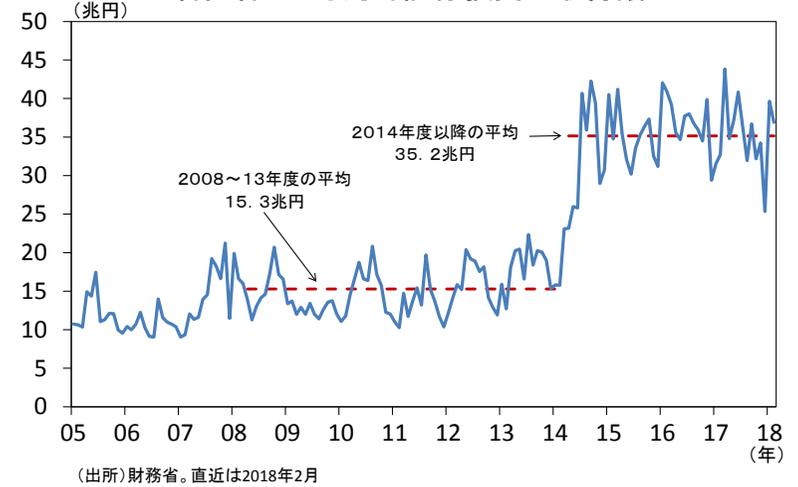
金融システムの脆弱性が潜在的に高まっている

主要銀行の債券等関係損益

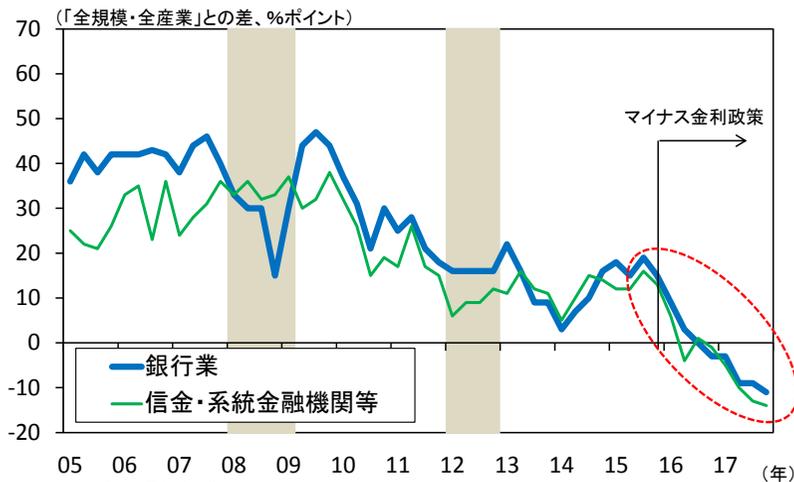


進む金融機関のリスクテイク

居住者による対外証券投資の取得額

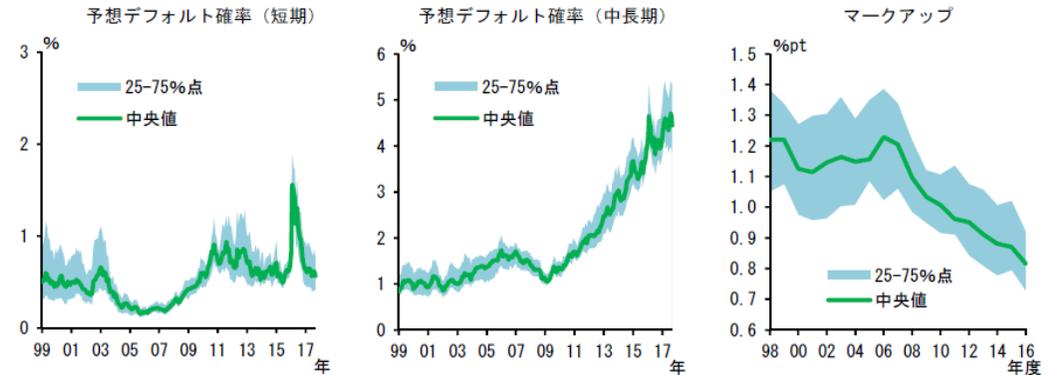


銀行等の業況は低迷したまま



金融システムレポート(17年10月)より

図表VI-3-15 地域銀行の予想デフォルト確率とマークアップ

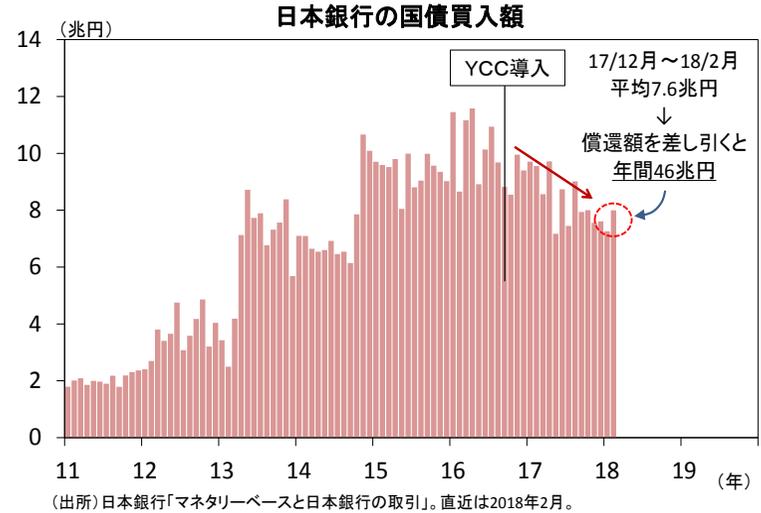


「長期金利操作目標」の調整に向けて情報発信が変化したが...

総裁・副総裁の発言に変化

政策委員	発言内容
黒田総裁 9/25日大阪	● 日本銀行の金融政策運営において目指しているのは、単に「 <u>物価を上昇させること</u> 」ではありません。
中曽副総裁 10/18日NY	● 日本銀行では、均衡金利の概念を拡張して「 <u>均衡イールドカーブ</u> 」を計測し、...こうした分析の成果も活用しながら、先行き、 <u>経済・物価・金融情勢</u> を踏まえつつ、必要であればイールドカーブの <u>形状</u> についても調整を行っていく方針です。
黒田総裁 11/6日名古屋	● 日本銀行は、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すれば、 <u>金融仲介が停滞方向</u> に向かうリスクがあることも認識しています。
黒田総裁 11/13日スイス	● 金融仲介機能への影響という点では、最近、「 <u>リバーサル・レート</u> 」の議論が注目を集めています。 ● 低金利環境が金融機関の経営体力に及ぼす影響は累積的なものであるため、引き続き、こうしたリスクにも注意していきたいと思えます。 ● 日本銀行は、各種の <u>定性的な情報</u> も考慮しながら、...最も適切と考えられるイールドカーブの形状を不断に追求していく方針です。
黒田総裁 12/7日きさらぎ会	● どういうイールドカーブが最も適切か、実務的には難しい分析になる。リバーサルレートも学術的段階で実証的裏付けはまだない。 ● <u>三つの基準</u> (貸出・社債金利への波及、経済への影響、金融機能への影響)の判断は当然変わる。 ● 今後は量的・質的緩和からの <u>出口に関する</u> ことがかなり重要な論点になると思う。

ステルス・テーパリング



「正常化」の気配を察知して円高に



自然利子率は1%超え？ ⇒均衡イールドカーブも上方シフト？

自然利子率の再推計(英語版のみ)



Bank of Japan Working Paper Series

Natural Rate of Interest in Japan — Measuring its size and identifying drivers based on a DSGE model —

Yosuke Okazaki
yosuke.okazaki@boj.or.jp

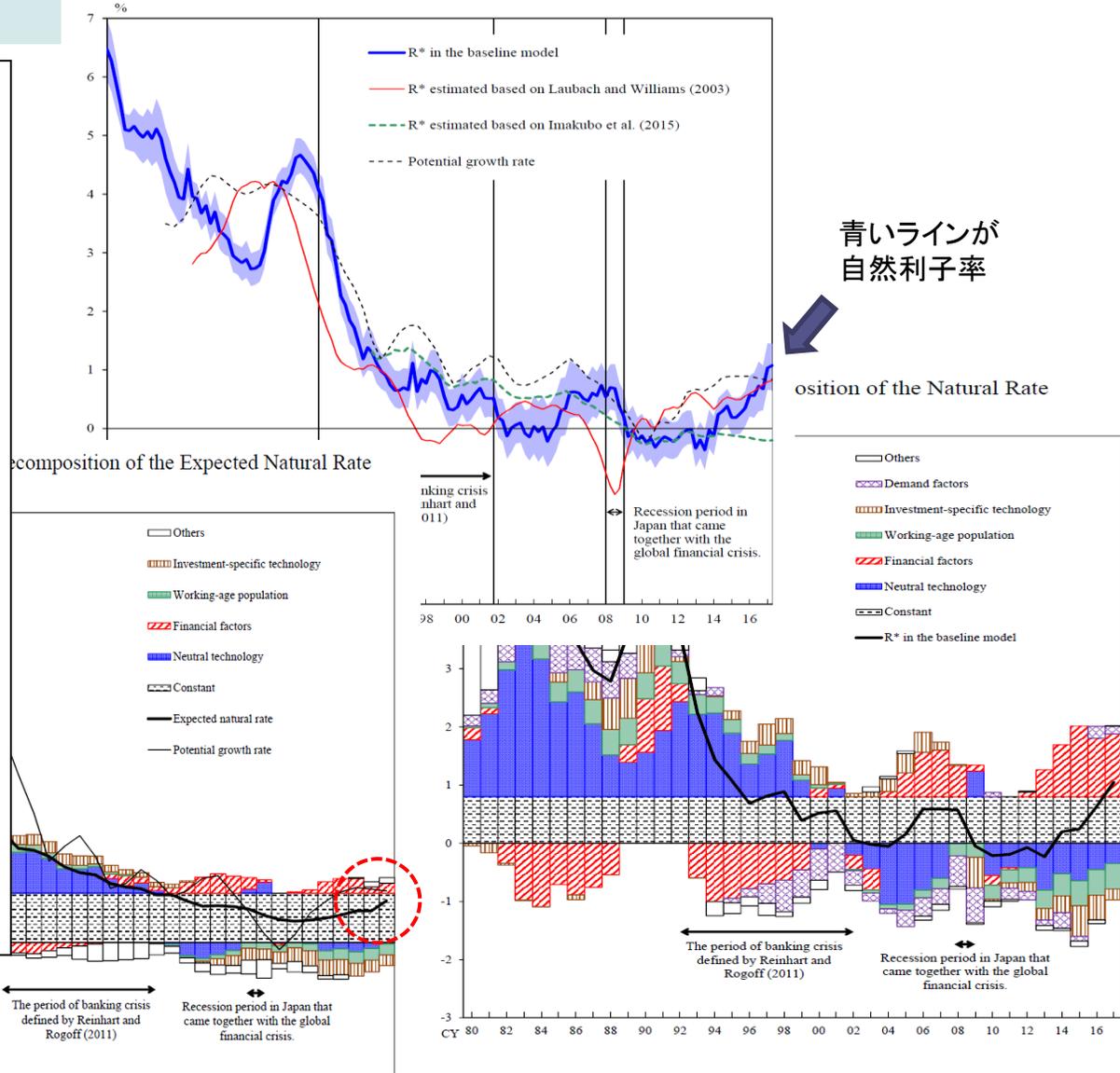
Nao Sudo**
nao.sudou@boj.or.jp

No.18-E-6
March 2018

Bank of Japan
2-1-1 Nihonbashi-Hongokuchō, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

* Monetary Affairs Department
** Monetary Affairs Department

Figure 3: Estimated Level of Natural Rate



黒田日銀の真価が問われるのは2期目ー遠い「出口」ー

真価が本当に問われるのは19年度以降

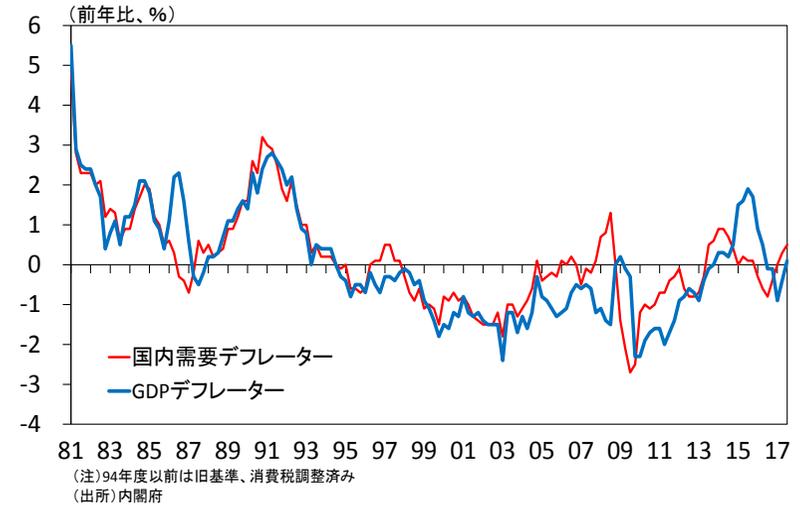
「出口」への道筋

- どのような順序で、どのようなタイミングで開始するか
- 金融市場(為替や株価)との折り合いをどうつけるか
- 市場との対話はー情報発信の改善ー
- 政府との関係はー「デフレ脱却宣言」ー
- 19年10月の消費税率引き上げは大丈夫か

景気減速(後退)への対応

- 19年10月の消費税率引き上げの影響
- 景気循環との関係(生産、設備投資)
- 東京オリンピック特需の反動
- 打つ手はあるのか
- 金融市場や金融機関に対する影響は

GDP(内需)デフレーター



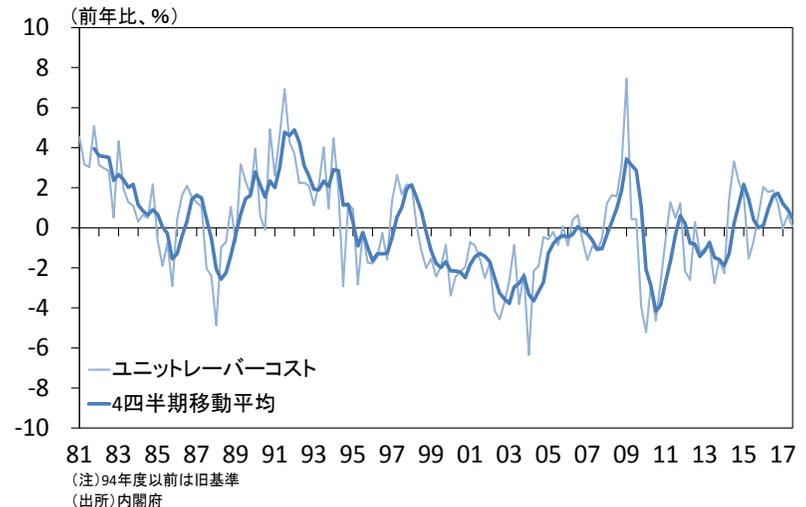
ハードルが高い政府のデフレ脱却宣言

デフレ脱却の定義と判断

- 「デフレ脱却」とは、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」
- その実際の判断に当たっては、足元の物価の状況にくわえて、再び後戻りしないという状況を把握するためにも、消費者物価やGDPデフレーター等の物価基調や背景(注)を総合的に考慮し慎重に判断する必要。
(注)例えば、需給ギャップやユニット・レーバークスト(単位当たりの労働費用)といったマクロ的な物価変動要因
- したがって、ある指標が一定の基準を満たせばデフレを脱却したといった一義的な基準を示すことは難しく、慎重な検討が必要。

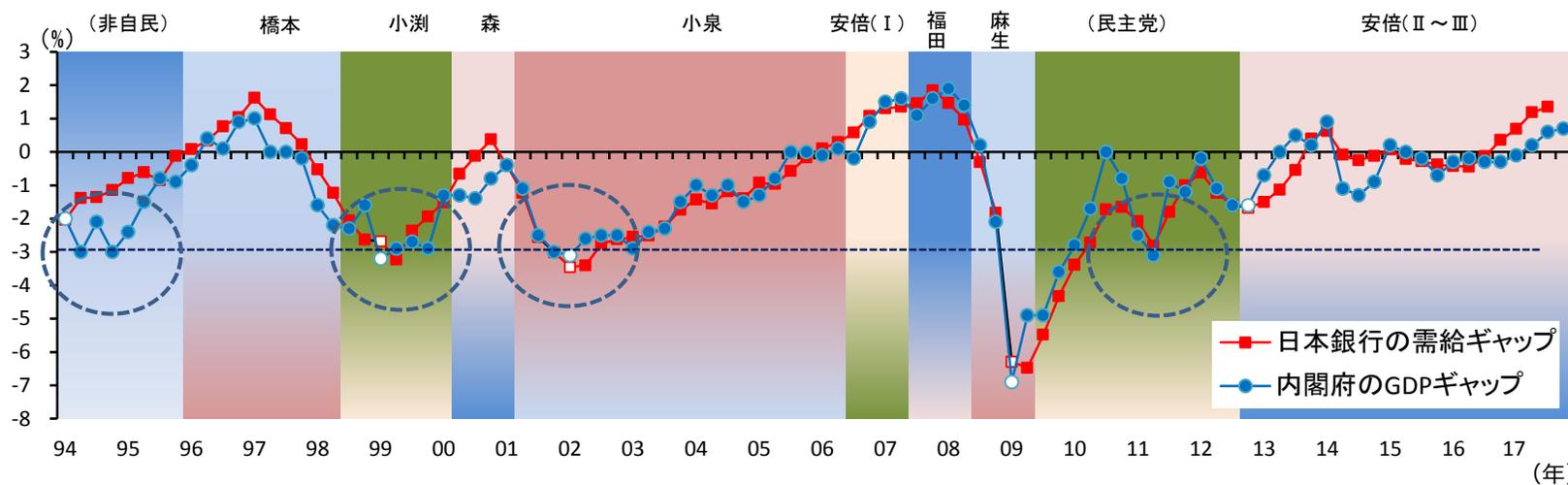
(出所)「月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料」(平成25年12月24日、内閣府)

ユニットレーバークスト(単位労働費用)



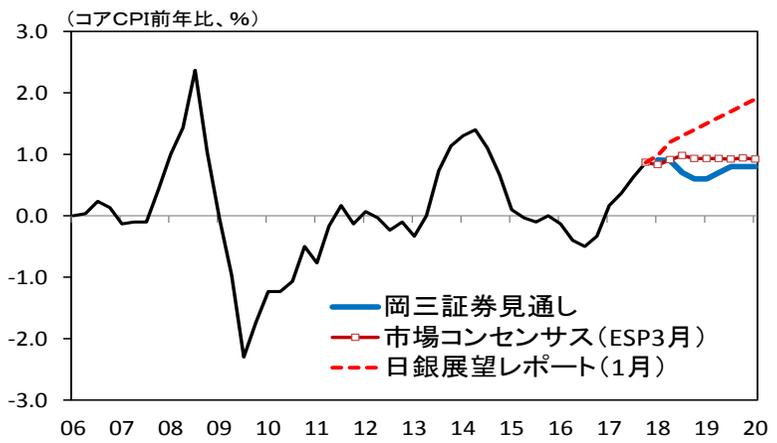
そもそも日本にとって適正な物価目標は・・・

景気後退期のGDPギャップのボトムは-3%

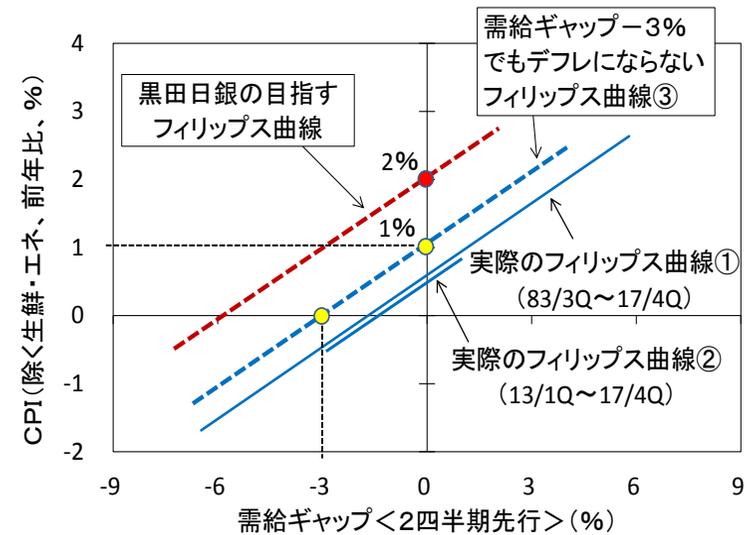


GDPギャップがマイナス3%でもデフレにならないフィリップス曲線は・・・

非現実的な日銀の物価見通し

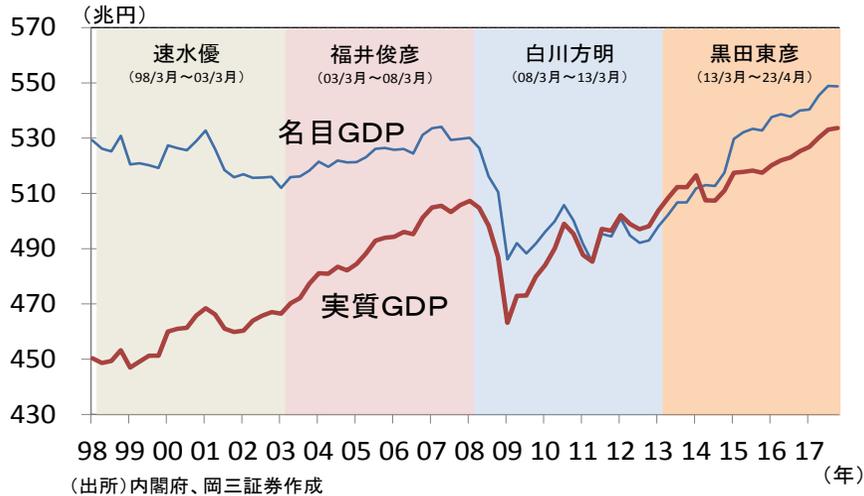


日本に目指すべきフィリップス曲線

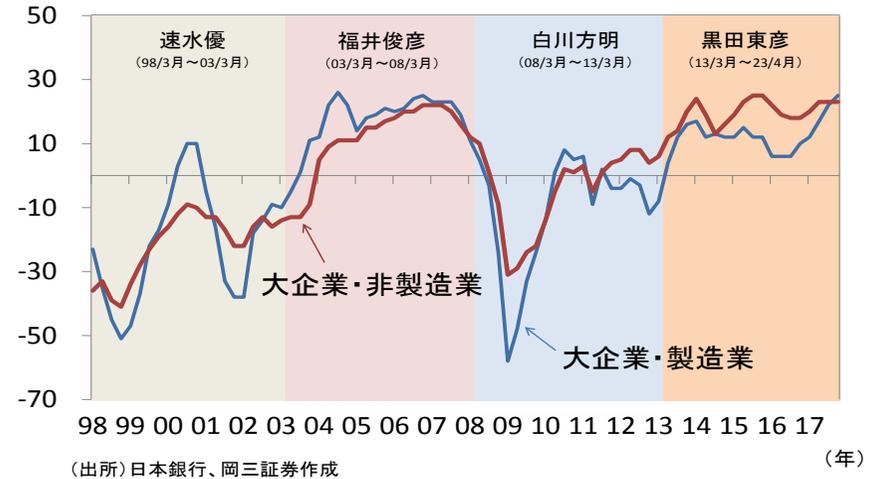


さてさて、これからどんな5年間を迎えるのか

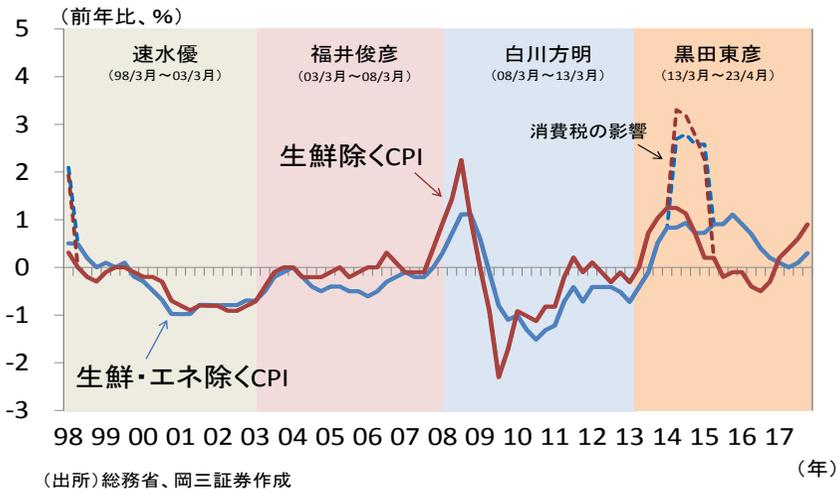
歴代総裁とGDP



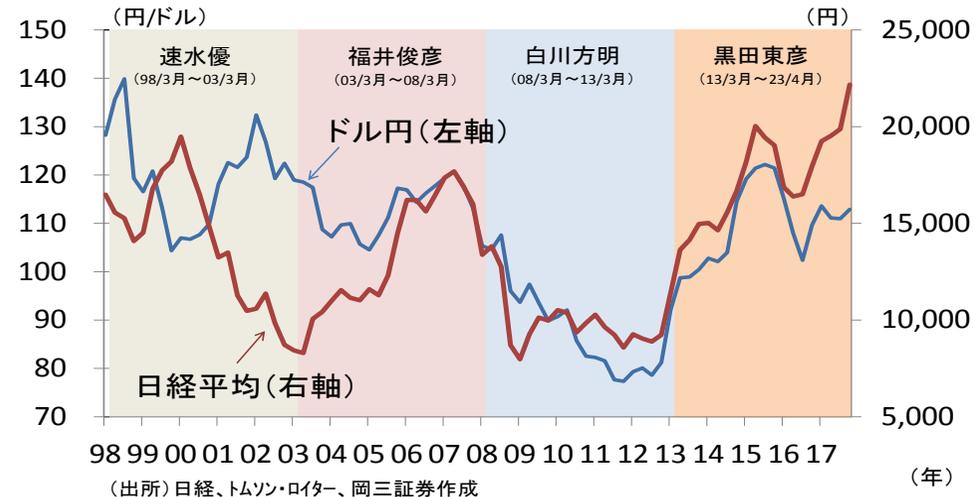
歴代総裁と短観・業況判断



歴代総裁と物価



歴代総裁と為替・株価



重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,240円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,240円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいたしません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,480円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.242%(税込み)(手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.242%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.35%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。

※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。

・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。

・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。

- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.08%(税込み)(手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.78%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.2312%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.242%(税込み)(手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 平成49年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号
加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法(以下、「取引所法」)に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみ配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有しておりません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2017年7月改定)