



〈フォーカス〉 金融政策の行き過ぎは逆に弊害

日本経済の回復のために、緩和的な金融環境が必要なことは論を待たないが、何事も過ぎたるはなお及ばざるがごとしである。量的・質的緩和(QQE)には、効果、手段、出口という三つの大きな問題がある。まず、効果という点では、「期待の抜本的転換」を通じた円安・株高ルートに頼る部分が大いだが、世界の金融市場の大きな流れには所詮抗えないことが明らかになった。そもそも、為替相場に与える影響という点では、日銀よりもFRBがどう動くかのほうがはるかに重要である。

よしんば円安が進んでも、日本経済に大きなメリットはない。ドル・円相場は、理論値からすでに20円前後円安に振れた。当社の経済モデルを利用した試算では、70円/ドルから80円/ドルまでの円安は実質成長率を0.2%押し上げる効果を持つが、120円/ドルから130円/ドルまでの押し上げ効果は0.03%にすぎず、それ以上は、輸入企業への打撃が上回ることで景気には逆にマイナスとなる。

二つ目は手段の問題である。マイナス金利は、マネタリーベース目標との両立が本質的に難しい。金融機関への影響を考えると、今後、マイナス金利幅の拡大は手探りで進めざるをえず、市場にサプライズを与えるためには、量的拡大との合わせ技で実施する必要がある。ただ、このままのペースでも、18年には日銀の国債保有比率が50%を超えることを考えれば、14年10月の追加緩和時のような30兆円もの国債買増しは不可能である。ETFの買増しも、日経平均に占めるウェイトが高い一部企業では、日銀が事実上の大株主として躍り出る事態を招いていることを考えれば、買増し余地は限定的である。

三つ目は、遠い未来の話かもしれないが、出口の問題である。今のところ物価目標の達成には全く目途がたたないが、それでもいずれ出口はやってくる。ただ、国債市場が崩壊するリスクを考えると、出口の局面でも国債の売りオペを行なうのは難しく、超過準備のスムーズな吸収は困難をきわめる可能性が高い。巨額の損失をだれが負担するかも問題となる。支払準備率を引き上げれば銀行、付利金利を引き上げれば日銀の損失が最終的には国民負担となるが、これは日銀の一存では決められない、財政民主主義上の問題でもある。

こうなると、処方箋が正しいのかをもう一度吟味する必要がある。日本を含め、世界の先進国の景気停滞の背景にあるのが、サマーズ教授が述べたような自然利率の低下であるならば(長期停滞論)、金融政策だけで景気を安定的な回復軌道に乗せるのはきわめて難しくなる。サンフランシスコ連銀の方法を踏襲した当Gの試算でも、日本の自然利率は2000年代半ば以降、マイナスに陥っている可能性が有力である。自然利率を引き上げるための需要追加策を実施しようにも、財政事情が厳しい日本の場合、追加的な財政支出におのずから限度がある。したがって、いかに迂遠であっても、成長戦略をしっかりと進める以外に道はない。金融政策に過剰な期待や注目が集まる現状は健全とはいえない。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉金融政策の行き過ぎは逆に弊害.....	1	3月15-16日開催のFOMCについて.....	15
・経済情勢概況.....	2	・ECBは包括的な追加金融緩和を決定.....	21
・日銀はマイナス金利の適用範囲を縮小.....	3	・主要経済指標レビュー.....	23
・導入から1ヵ月を経たマイナス金利政策.....	9	・日米欧マーケットの動向.....	27

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、停滞局面が続いている。今後も、引き続き交易条件の改善が下支えするとみるものの、内外需ともけん引役不在のなか、景気の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、弱めの動きが続いている。名目賃金に力強い伸びが期待できないなか、昨秋以降の原油安に伴う家計の実質購買力の改善が後押しすることで、今後も均せば緩やかな回復傾向で推移するとみる。

住宅投資の持ち直しペースは鈍い。今後も、貸家の節税需要が減衰するとみられることから、消費増税前後を均せば停滞気味の推移が続くと予想する。

設備投資は、更新・合理化投資が下支えとなるものの、製造業の能力増強投資の低迷が続くことで、今後も緩慢な回復にとどまるとみる。公共投資は、来年度予算がほぼ前年並みとなる見込みのなか、一進一退の推移が続くとみている。

輸出の回復ペースは鈍い。今後も、米国向けの力強い回復が期待できないなか、中国景気の減速の影響を受け、伸び悩みが続くと予想する。生産は、在庫調整が終盤に近づいていることで、持ち直し傾向で推移するとみている。

消費者物価（コア CPI）は、0%付近での推移が続いている。需要面からの押し上げ圧力が弱いなか、物価の戻りのペースも鈍いとみられ、2016年度もコア CPI は前年比+0.5%前後にとどまるとみられることから、日銀が目標とする「2017度前半頃に2%程度」の達成は難しいとみている。

米国

米経済は、緩慢な回復が続いている。新興国景気の減速などを背景に、当面は低めの成長率にとどまるとみるが、雇用環境の改善が続くとみられるほか、ガソリン安によって家計の実質購買力が向上していることなどから、春以降は緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、実質所得が改善していることなどから、回復傾向が続くと予想する。

住宅市場は、雇用環境の改善や低金利環境などに支えられ、持ち直し傾向で推移するとみる。

設備投資は、エネルギー関連業種の業況が足かせとなり、当面停滞気味に推移するとみられる。ただ、交易条件の改善が企業収益を下支えすることなどから、年央以降は徐々に回復に向かうと予想する。

輸出は、新興国景気の減速や、ドル高の影響も残ることで、軟調な推移が続くとみる。

FRBは2015年12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0-0.25%から、0.25-0.5%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみるが、インフレ圧力が強まるまでにはしばらく時間がかかるとみており、2017年末までの利上げペースはせいぜい年1,2回程度にとどまると予想する。

欧州

ユーロ圏経済の回復の足どりは鈍い。雇用環境の改善などを背景に、個人消費は回復傾向が続くとみるが、新興国の景気減速などを受け、輸出は引き続き伸び悩むとみられることなどから、ユーロ圏景気の持ち直しペースは今後も緩慢なものにとどまると予想する。

個人消費は、サービス業を中心に雇用者数の増加傾向が続くと見込まれるのに加え、原油価格の下落や銀行貸出態度の緩和などを背景に、家計の資金繰りも改善しているとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

固定投資は、緩和的な金融環境などが下支えになるとみるが、生産活動の停滞や企業景況感の改善の遅れなどから、引き続き今後の回復ペースは緩慢なもの回復にとどまると予想する。

ECBは2015年12月の理事会で、主要政策金利を0.05%から0%まで、中銀預金金利を▲0.30-2%から▲0.40-3%まで引き下げたほか、毎月の資産買入れ額を600億ユーロから800億ユーロに増額することや、長期資金供給オペを実施することなどを決定策の実施期間を6ヵ月間延長し、2017年3月末までとした。今後については、ECBは包括緩和の政策効果を見極めるため、当面様子見姿勢をとる原油価格が軟調に推移するなか、ECBは3月の政策理事会で金融政策のスタンスを見直す姿勢を示しており、次回3月の理事会では、中銀預金金利の引き下げなどの追加金融緩和に踏み切ると予想する。

日銀はマイナス金利の適用範囲を縮小

マイナス金利の適用範囲を縮小

日銀は、3月14、15日に開催された日銀金融政策決定会合において、大方の市場関係者の予想どおり、金融政策をすえ置いた。

今回の会合では、マイナス金利の適用範囲の緩和が発表された。まず、MRFについては、証券取引における決済機能を持っていることに鑑み、受託残高相当額をマクロ加算残高（ゼロ金利が適用）に加算することで、マイナス金利の対象外とすることが決定された。ただし、資金の抜け道として使われることを防止するため、昨年受託残高が上限となる。また、「貸出支援基金」および「被災地金融機関支援オペ」の残高を増加させた金融機関については、増加額の2倍の金額を、同じくマクロ加算残高に加算することが決定された。黒田総裁は会合後の定例会見で、MRFについて、「**関係する業界団体等から様々な陳情、あるいはご意見がありまして～**」と、金融機関からの要請に対応した政策変更であることを認めている。マイナス金利政策は導入後1ヵ月半にして早くも一步後退を余儀なくされたと言えなくもない。

今後は、3ヵ月ごとにマクロ加算残高の見直しを行なうとのことだが、黒田総裁は、政策金利残高の部分は概ね10～30兆円になるよう運用するとしている。したがって、マイナス金利の銀行収益への影響は、それだけでは致命的な規模になるわけではない。もともと日銀は、当座預金の限界的な部分のみマイナス金利とすれば、市場金利への効果は発揮できるため、政策金利残高は少額で構わないとの立場である。したがって、金融機関にとっても市場金利の低下に伴う利鞘の圧迫のほうがより深刻な問題となる。貸出金利回りおよび、国債、地方債、社債利回りがそれぞれ0.05%ずつ低下することを前提とした運用調査Gの試算によると、都銀の減益幅は▲11%、地銀は▲17%に及ぶ。黒田総裁も会見で、「**マイナス金利自体では収益への非常に大きな影響はないですが、今後、金利水準が全体として下がっていく中で、貸出に基づく収益の圧迫要因になることは事実です**」と述べている。

デフレマインドを煽るマイナス金利

世間一般のマイナス金利の評判は今のところ芳しくない。8日に発表された景気ウォッチャー調査では、「今回の日銀のマイナス金利は、地方銀行にとって最悪である。この政策が資金需要の増加につながることは全く思えない。これは景気に悪い影響を与えると思う（南関東＝金融業）」、「マイナス金利の影響として、企業の立場からするといくら金利が低くても設備投資などの実需がなければ借入はしないし、個人の立場からも住宅ローン金利が低くなっても、個人所得の増加傾向が期待できない限り、将来の返済見込みが立たず、借入はしないと考える（北陸＝一般機械器具製造業）」、「マイナス金利政策による景気の先行き不安から、消費の冷え込みにつながる可能性がある（近畿＝家電量販店）」などの意見が寄せられ、数のうえでは、ネガティブなコメントがポジティブなコメントを大きく上回っていた。

現状では、マイナス金利が家計や企業のデフレマインドの助長につながっているようにしか見えないが、黒田総裁は会見で、足元の金利低下が今後物価、景気に波及していけば、「**評価もポジティブなものとして定まっていくのではないかと考えています**」と、強気の見通しを示している。しかし、預金金利をマイナスにしない限り、すでに大きく下がっている貸出金利の低下余地は限られている。多くの企業にとって、0コンマ数ポイントの借入金利の低下よりも、投資プロジェクトの

採算性の不確実性の方がよほど大きな問題である。住宅ローンも借り換えの動きが盛んだが、消費増税前の駆け込み需要を経験した後ということもあり、新規の借り入れ需要は盛り上がっていない。頼みの円安も長続きしなかった。黒田総裁の思惑どおり、マイナス金利が景気、物価に順調に波及していく展開となる可能性は低い。

景気判断は下方修正が目立つ

逆に、今回の公表文の景気判断は、下方修正のオンパレードとなった。まず、現状判断については、1月の、「わが国の景気は、企業部門・家計部門ともに所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用するもとで、緩やかな回復を続けており」から、「わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている（下線部筆者、以下同様）」へと下方修正された。「緩やかに回復」との基本部分は変わらないが、「基調としては」の断り書きが入ったほか、「新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの」との文言が加わったことで、足元では回復のスピードが鈍っているとの認識が示された形である。「所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用するもとで」との一節も削除されているが、会合後の定例会見では、黒田総裁は引き続き前向きの循環メカニズムを強調している。

(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
14年1月22日	緩やかに回復している	→	
2月18日	緩やかに回復している	→	
3月11日	緩やかに回復している	→	
4月8日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	消費増税にあわせた変更
4月30日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
5月21日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
6月13日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
7月15日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
8月8日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
9月4日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
10月7日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
10月31日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
11月20日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
12月19日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
15年1月21日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
2月18日	緩やかな回復基調を続けている	→	小幅上方修正との解釈も可能
3月17日	緩やかな回復基調を続けている	→	
4月8日	緩やかな回復基調を続けている	→	
4月30日	緩やかな回復基調を続けている	→	
5月22日	緩やかな回復を続けている	↑	明白な上方修正は、一昨年9月以来
6月19日	緩やかな回復を続けている	→	
7月15日	緩やかな回復を続けている	→	
8月7日	緩やかな回復を続けている	→	
9月15日	緩やかな回復を続けている	→	
10月7日	緩やかな回復を続けている	→	
10月30日	緩やかな回復を続けている	→	
11月19日	緩やかな回復を続けている	→	
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	→	
3月15日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	小幅下方修正との解釈も可能

(出所) 日銀

個別の判断項目を見ると、まず海外景気は、「新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている」から、「海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している」へと下方修正された。一見、書き方の順序が変わっただけのように見えるが、1月は、景気減速は新興国のみという書き方なのに対し、2月は全体的に減速しているとの判断が変わっている。これを踏まえ、輸出については、「一部に鈍さを残しつつも、持ち直している」から、「足もとでは持ち直しが一服している」へと下方修正されている。

内需に目を向けると、設備投資については、「企業収益が明確な改善を続けるなかで、緩やかな増加基調にある」から、「企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある」へと、企業収益の部分が若干下方修正となっている。住宅投資は、「持ち直している」から「持ち直しが一服している」へと明確に下方修正された。

個人消費については、「雇用・所得環境の着実な改善を背景に底堅く推移」との判断を維持、公共投資の「高水準ながら緩やかな減少傾向」、鉱工業生産の「横ばい圏内の動きが続いている」との判断も変更はなかった。個人消費については、10-12月期の民間最終消費支出が前期比▲0.8%の大幅マイナスとなり、家計調査も弱めの推移が続いている現状を見ると、なぜこうした判断が可能なのか、理解に苦しむところではある。また、予想物価上昇率については、「このところ弱めの指標もみられているが、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる」から、「やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる」へと下方修正された。ようやくというべきか、足元では弱含んでいることを認めた形である。

追加緩和は遠くない

過去2回の追加緩和はいずれもインフレ期待の下振れリスクが理由にされていたことを考えると、これだけで追加緩和の理由にされてもおかしくないが、黒田総裁は先行きの見通しは変更しておらず、基調は変わっていないとの趣旨の発言をしている。ブレイクイーブンインフレ率（BEI）の下振れ等を指摘する質問に対しては、インフレ期待を図る指標にはさまざまなものがあり、例えば企業の価格決定スタンスや 生鮮食品・エネルギー除く総合（新型コア指数）は堅調であることから、「予想物価上昇率はやや長い目で見れば全体として上昇しているとみられるという判断に変わりはありません」とのことである。

ただ、これらの指標を含め、物価の基調の下振れがさらに明確になってくれば、再度追加緩和せざるをえないということになるだろう。短観の物価見通しの概要を見ても、ここ半年の企業のインフレ期待の下振れ傾向は明らかで、同じく日銀の「生活意識に関するアンケート調査」や内閣府の消費動向調査からは、家計のインフレ期待の下振れも確認できる。

新型コア指数が堅調とはいっても、一昨年10月の追加緩和時に進んだ円安に伴う、コストプッシュ的な上昇という側面が大きい。当社の試算では、円安の効果はすでにはく落しつつあり、今後は「物価の基調」も徐々に変調をきたす可能性が高い。4月の展望レポートまではなんとか乗り切れても、7月あたりには再び正念場を迎えるということになるのではないかと。もちろん、「影の政策変数」である為替相場が大きく動けば4月もありうる。為替相場は当然直接の緩和理由にはできないが、今回の会合で、すでに追加緩和の大義名分は十分立つだけの下方向修正はなされている。

手段が問題に

定例会見では、欧州ではドラギ総裁がさらなるマイナス金利幅の拡大を否定するなか、日銀にその余地はあると考えているのかとの質問も出された。これに対し黒田総裁は、ECB（欧州中央銀行）

はマイナス0.4%なのに対し日銀はまだ0.1%であること、しかも3層構造で、直接的なマイナス金利の影響は最小限であること、日本の金融機関の財務基盤は強く、量・質・金利の3つの面から追加緩和は十分可能としている。なお、追加緩和にあたっては、特定な手法を前もって決め打ちで考えず、3つの政策を適切な組み合わせで実施するとしている。

今回の公表文から、「必要な場合、さらに金利を引き下げる」との文言が落ちたことで、金利引き下げの優先順位が下がったのではないかとの質問も出たが、黒田総裁はこの点について、「新しく「金利」という次元を入れたので、その点を念のために断ったわけです。私どもの考え方は全く変わっていません」と述べており、マイナス金利の幅拡大を政策オプションから排除したわけではないことを強調している。もっとも、マイナス金利幅の拡大については今後も手探りで進めていかざるをえず、それだけで市場にサプライジングなインパクトを与えることはきわめて困難である。したがって、今回の追加緩和は、量・質・金利の3次元すべてを強化するという手法を取ってくるのとみるのが自然である。しかし、それでも余程大きな規模でなくては、市場を驚かせるのは難しい。日銀の事務方が知恵を絞って、再び誰も思いもつかないような新機軸を打ち出してくる可能性もあるが、それでも、残された手段が「いくらでもある」ようにはみえない。サプライズ重視の黒田総裁の緩和手法は着実に限界に近づいている。(担当：小玉)

(図表2) 会合後の公表文の前回との比較

※下線部は主たる変更箇所

2016/1/29	2016/3/15
<p>1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。今後は、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で緩和手段を駆使して、金融緩和を進めていくこととする。</p> <p>(1)「金利」：マイナス金利の導入(賛成5反対4) 金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。 具体的には、日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する。 貸出支援基金、被災地金融機関支援オペおよび共通担保資金供給は、ゼロ金利で実施する。</p> <p>(2)「量」：金融市場調節方針(賛成8反対1) 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。</p> <p>(3)「質」：資産買入れ方針(賛成8反対1) 資産の買入れについては、以下のとおりとする。 ①長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年~12年程度</p>	<p>1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下のとおり決定した。</p> <p>(1)「量」：金融市場調節方針(賛成8反対1) 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。 マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。</p> <p>(2)「質」：資産買入れ方針(賛成8反対1) 資産の買入れについては、以下のとおりとする。 ①長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年~12年程度とする。 ②ETFについて、保有残高が、3月末までは年間約3兆円、4月からは年間約3.3兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。J-REITについては、保有残高が、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う。 ③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。</p> <p>(3)「金利」：政策金利(賛成7反対2) 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。</p>

<p>とする。</p> <p>②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、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するよう買入れを行う。</p> <p>③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。</p> <p>(4)「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続</p> <p>日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる。</p>	
<p><筆者コメント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・前回の会合では5:4の僅差の票決でマイナス金利を導入。今回は白井委員と石田委員が賛成に回ったため、マイナス金利に賛成したのは木内委員と佐藤委員の2名に減少 ・「今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる」との一文は削除。ただし黒田総裁は会見でマイナス金利の拡大を政策オプションから外したわけではなく、前月からスタンスは変わらないと説明 	
<p>2. わが国の景気は、企業部門・家計部門ともに所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用するもとで、緩やかな回復を続けており、物価の基調は着実に高まっている。もっとも、このところ、原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなっている。このため、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大している。</p>	<p>2. わが国の景気は、<u>新興国経済の減速の影響</u>などから<u>輸出・生産面に鈍さがみられるものの</u>、基調としては緩やかな回復を続けている。海外経済は、緩やかな成長が続いているが、<u>新興国を中心に幾分減速している</u>。そうしたもとで、<u>輸出は、足もとでは持ち直しが一服している</u>。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。一方、<u>住宅投資はこのところ持ち直しが一服しており、公共投資も高水準ながら緩やかな減少傾向にある</u>。以上の内外需要を反映して、<u>鉱工業生産は、横ばい圏内の動きが続いている</u>。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる。</p> <p>3. 先行きのわが国経済については、当面、輸出・生産面に鈍さが残るとみられるが、家計、企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、国内需要が増加基調をたどるとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加するとみられる。このため、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。</p> <p>4. リスク要因としては、中国をはじめとする新興国や資源国に関する不透明感に加え、米国経済の動向やそのもとの金融政策運営が国際金融資本市場に及ぼす影響、欧州における債務問題の展開や景気・物価のモメンタム、地政学的リスクなどが挙げられる。こうしたもとで、金融市場は世界的に不安定な動きが続いており、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマイ</p>

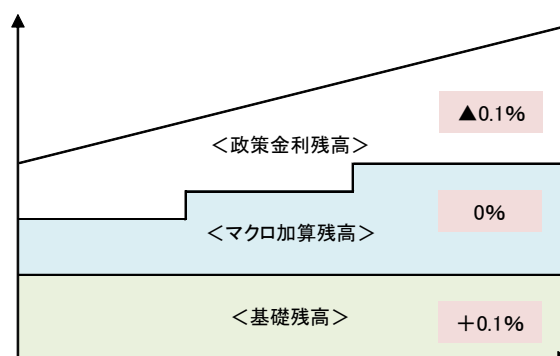
	<p>ンドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及びリスクには引き続き注意する必要がある。</p>
<p><筆者コメント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・現状判断については、1月の、「わが国の景気は、企業部門・家計部門ともに所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用するもとの、緩やかな回復を続けており」から、「わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている」と下方修正された ・「緩やかに回復」との基本部分は変わらないが、「基調としては」との断り書きが入ったほか、「新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの」との文言が加わったことで、足元では回復のスピードが鈍っているとの認識が示された ・「所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用するもとの」との一節も削除 ・個別の判断項目は、1月展望レポートと比較するのが適当。詳細は本文のとおり 	
<p>3. 日本銀行は、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することとした。日本銀行当座預金金利をマイナス化することでイールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていく。また、この枠組みは、従来の「量」と「質」に「マイナス金利」を加えた3つの次元で、追加的な緩和が可能なスキームである。日本銀行は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもと、2%の「物価安定の目標」の早期実現を図る。</p>	<p>5. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる。</p> <p>6. また、日本銀行は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を円滑に実施する観点から、実務的な対応を決定した。すなわち、①0%の金利を適用する「マクロ加算残高」の見直しを原則として3か月毎に行う、②MRFの証券取引における決済機能に鑑み、MRFを受託する金融機関の「マクロ加算残高」に、受託残高に相当する額（昨年の受託残高を上限とする）を加える、③金融機関の貸出増加に向けた取り組みをより一層支援するため、今後「貸出支援基金」および「被災地金融機関支援オペ」の残高を増加させた金融機関については、増加額の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算することとした。</p>
<p><筆者コメント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・MRFをマイナス金利の対象から除外（ただし昨年の受託残高が上限） ・「貸出支援基金」および「被災地金融機関支援オペ」の残高を増加させた金融機関については、増加額の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算することに決定 	

導入から1ヵ月を経たマイナス金利政策

日銀によるマイナス金利政策の導入

日銀は1月の金融政策決定会合で、従来の「量的・質的金融緩和（QQE）」から「マイナス金利付きQQE」へと、緩和手段を拡大することを発表、2月16日から開始した。この「マイナス金利付きQQE」では、日銀当座預金を①基礎残高、②マクロ加算残高、③政策金利残高の3階層に分割したうえで、基礎残高には+0.1%、マクロ加算残高には0%、政策金利残高には▲0.1%の金利が適用されることとなっている（図表1）。それぞれの

（図表1）「マイナス金利付きQQE」のスキーム



（出所）日本銀行資料より明治安田生命作成

階層の内訳については、①基礎残高は、QQEのもと、2015年通年で金融機関が積み上げた平均残高<当初は約210兆円（日銀発表）>、②マクロ加算残高は、所要準備額相当分と貸出支援オペ・被災地支援オペにかかる残高、両オペ残高の今後の増加分の2倍相当額（*）、MRF受託分相当額（*）、①の基礎残高に「掛目」を掛けて算出される額<当初は約40兆円、3ヵ月毎に見直し（*）>、③当座預金残高のうち、①と②を除いた残高<当初は約10兆円>となっている（*付項目は3月に追加で発表）。

日銀によれば、マイナス金利付きQQEの導入により、イールドカーブの起点を押し下げることで、大規模な長期国債の買入れとあわせ、イールド全体が低下するとしている。今後は、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で緩和手段を駆使することで、2%の物価安定目標の実現をめざすとしている。

マイナス金利政策に関する見解

日銀は、短期金利がゼロまで低下し、それ以上の引き下げができなくなるなか、追加的な金融緩和効果を得るため、2013年4月のQQEの導入時点で従来の無担保コール翌日物为目标とする金利政策を放棄し、マネタリーベースの増加という量的目標を導入した経緯がある。そのため、今回のマイナス金利の導入で、一見すると金融政策のフロンティアが拡大し、金融政策のゼロ下限がなくなったかのような印象をも受ける。ただ、マイナス金利政策が実施される幅と、その政策効果については、学会からの懐疑的な声も少なくない。

マイナス金利が導入可能となる理由は、マイナス金利下での金利負担コストが、現金の保有コストを下回ることにある。そのため、政策金利の下限は、金利負担コストが現金の保有コストを上回り、預金から現金への資産のシフトがはじまるところとなる。すなわち、マイナス金利政策は、金融政策の「ゼロ下限」が厳密にはゼロではなく、小幅なマイナス圏にあることによって導入が可能である政策であり、現金を廃止することなどにより、預金から現金へシフトする誘因を取り除かない限り、ゼロ下限を打破するものではない。ニューヨーク連銀のマカンドリュース氏の言葉を借りれば、ゼロ下限とは、「陸地と海の境界を示す標識」のようなものであり、陸地側から海に向かって歩いてゆくと、標識を超えても、海底に足がつく限り、多少なら歩き続けることができる（=0%を超えて利下げは可能）のだが、歩くたびに水の抵抗（=緩和のコスト）は大きくなる。海が深くなり、海底に足がつかなくなる点が、政策金利の真の下限を意味する。また、このマイナス金利政

策の下限について、元リクスバンク副総裁で現在はストックホルム商科大学で教鞭をとるスヴェンソン教授は、下限は可変的だが、▲0.75%を大きく超えて利下げが実施できたならば「驚嘆に値する」と発言している。

マイナス金利政策の効果については、米FRB（米連邦準備制度理事会）副議長のフィッシャー氏は「（マイナス金利導入国で）同時に実施されている他の政策の効果との識別は困難だが、長期の資産や高リスク資産にも効果が波及したと考えられる」ほか、「金融市場への副作用は限定的なものにとどまった」と評価している。一方で、先述のスヴェンソン教授は、「マイナス金利政策の実体経済への効果は『分からない』」、「銀行がマイナス金利を預金金利に転嫁しない場合、政策効果は小さくなるのではないかと」と、効果に疑問を抱いている。また、米ノートルダム大学のエリック・シムズ教授も、「マイナス金利は実体経済にプラスに働くだろうが、その効果が格段に大きいという訳ではない」、「マイナス金利政策は万能薬ではない」と指摘しており、マイナス金利政策の効果を過大評価すべきでないとの見解を示している。

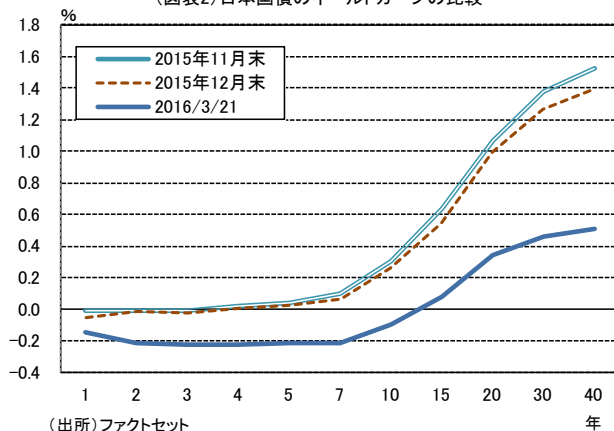
マイナス金利導入後の市場動向

マイナス金利導入後の市場動向を見ると、債券市場では、これまでのところ、概ね期待どおりの金利押し下げ政策効果が得られていると評価できる。足元の国債のイールドカーブの形状を導入前の昨年末と比較すると、10年債までマイナス圏となるなど、短期国債から長期国債まで幅広い年限の利回りが低下している（図表2）。

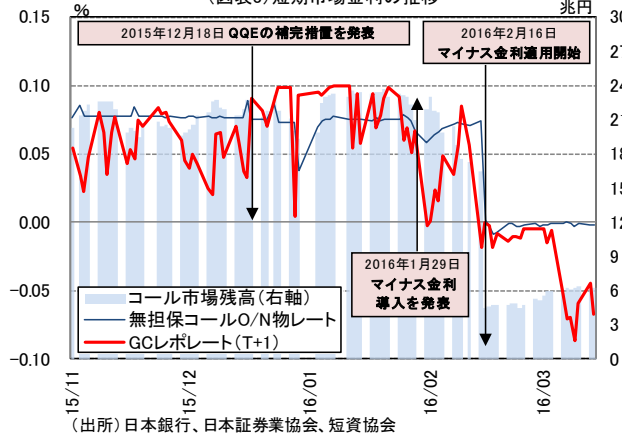
短期市場では、マイナス金利が実際に適用された2月16日以降、主要短期金利である無担保コール翌日物はゼロからマイナス圏で推移している（図表3）。また、銘柄を指定しない債券レポ取引であるGCレポレートは、コールレートを下回る推移が続いており、債券需給がひっ迫していることが示唆される。一方、取引量を見ると、コール市場残高はマイナス金利導入発表前の4分の1程度まで縮小しており、短期市場の取引自体が大きく減少している。

株価については、マイナス金利導入発表の翌々週に生じた欧州金融セクターの信用不安など、他の要因も影響しているため、政策効果の識別が難しいところではあるが、導入発表前日の1月28日からの4日間（営業日ベース）の株価の推移を見ると、金利低下の恩恵が大きいセクターと、金利低下がマイナスに寄与するセクターで動きが

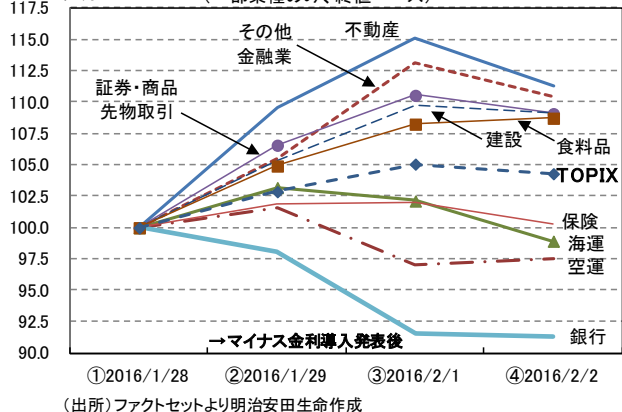
（図表2）日本国債のイールドカーブの比較



（図表3）短期市場金利の推移



（図表4）マイナス金利発表前後のTOPIXの業種別株価の推移
2016年1月28日=100（一部業種のみ、終値ベース）



正反対となっている（図表4）。不動産やノンバンク（その他金融業）では、株価が2日間で10%以上上昇した一方で、銀行では10%近く下落した。TOPIX全体では小幅上昇と、株式市場はマイナス金利の導入をある程度評価した模様である。

為替については、1月の決定会合後、一時円安方向へ振れたものの、世界的にリスク回避姿勢が強まったことで、翌週には決定会合後の円安幅を戻し、さらに円高が進んだ（図表5）。そのため、非伝統的金融政策の有力なチャンネルが自国通貨の押し下げであると考えれば、マイナス金利導入の政策効果が弱まっていることが示唆される。

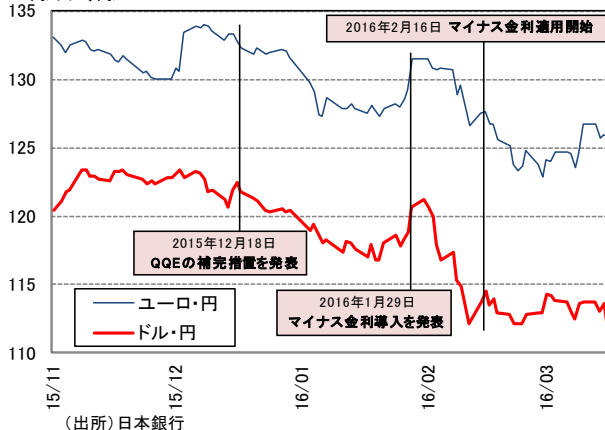
欧州ではマイナス金利が資産価格バブルにつながった例も

マイナス金利政策は、日銀に先行して欧州諸国で導入されていたため、次に欧州の状況を概観する。欧州では、ECB（欧州中央銀行）のほか、スウェーデン、デンマーク、スイスの中央銀行がマイナス金利政策を導入している（図表6）。マイナス金利が適用される範囲は各国で異なるものの、日銀同様、中銀預金や、過剰流動性に対しマイナス金利が付利される仕組みとなっている（図表7）。

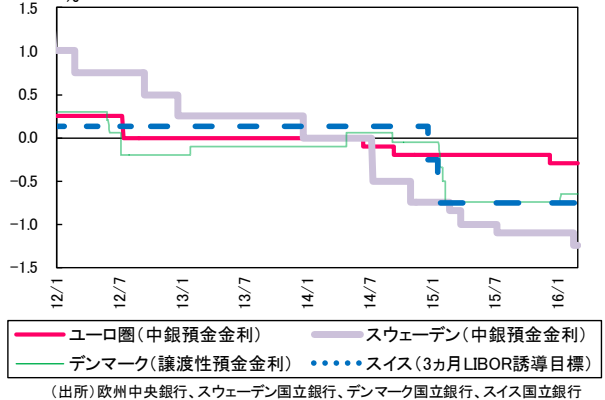
時系列を追って見ると、マイナス金利を導入している4地域のうち、最も早く政策金利をマイナスとしたのはデンマークである。同國中銀は、通貨高に対処するため、2012年7月に他国に先駆けて譲渡性預金金利をマイナスとした。2014年6月には、ユーロ圏でも中銀預金金利が0%→▲0.1%へと引き下げられた。背景には、域内のデフレ懸念が高まっていたことや、銀行貸出残高の減少傾向が続いていたことなどがある。ECBのマイナス金利導入を受け、スウェーデンとスイスでも順次マイナス金利が導入されたほか、一時的に政策金利をプラス圏に戻していたデンマークも、再び利下げを実施した。

マイナス金利の貸出への影響を把握するため、貸出金利の推移を見ると、デンマークとスイスは概ね横ばいでの推移が続いている一方、ユーロ圏

（図表5）為替相場の推移



（図表6）欧州各国の政策金利の推移



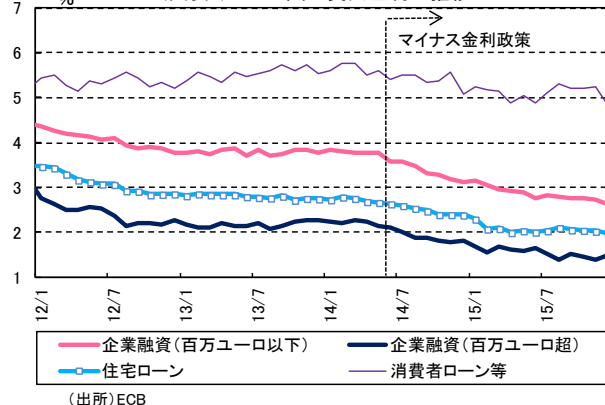
（図表7）欧州各国のマイナス金利政策の概要

	マイナスとなっている主な政策金利と、2016年2月末時点の水準	マイナス金利の対象となる預金	マイナス金利導入時期
欧州中央銀行	中銀預金金利(▲0.3%)	預金ファシリティと超過準備	2014年6月
スウェーデン国立銀行	レボ金利(▲0.5%) 中銀預金金利(▲1.25%)	預金ファシリティ(※1)	2014年7月(※2)
デンマーク国立銀行	譲渡性預金金利(▲0.65%)	譲渡性預金(※3)	2014年9月(※4)
スイス国立銀行	3か月物Libor誘導目標(▲0.75%)	当座預金のうち、上限額を上回る部分(※5)	2014年12月(※6)

※1 中銀証券オペなどで余剰資金を吸収する場合にも、マイナス金利が適用される
 ※2 政策金利のうち、レボ金利がマイナスとなったのは2015年2月から
 ※3 当座預金のうち、中銀の設定する上限額を上回る部分は譲渡性預金に振り替えられる
 ※4 2012年7月からマイナス金利政策を導入しているが、2014年4月にはいったんプラスとなった
 ※5 国内の銀行の上限額は、法定準備の20倍に現金保有額の変動を加味して算出
 ※6 2015年1月から預金へのマイナス金利(手数料の徴収)を適用している

（出所）ECB、スウェーデン国立銀行、デンマーク国立銀行、スイス国立銀行

（図表8）ユーロ圏の貸出金利の推移



（出所）ECB

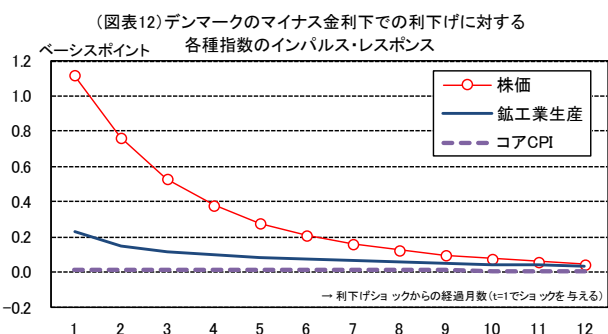
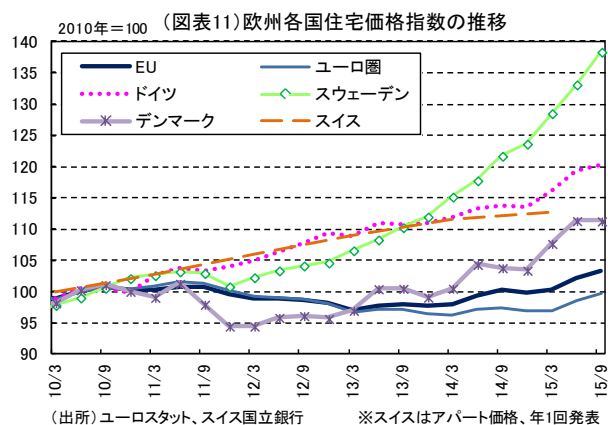
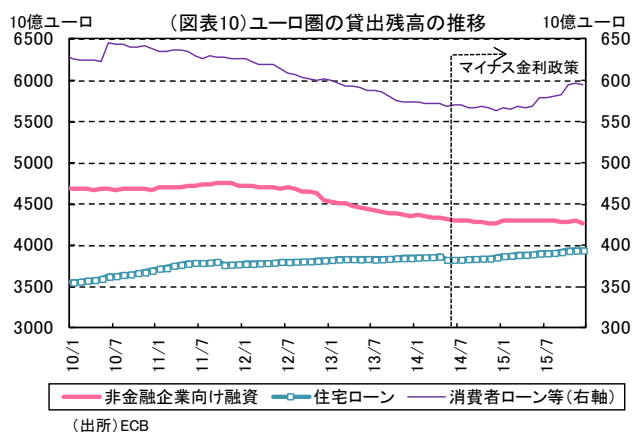
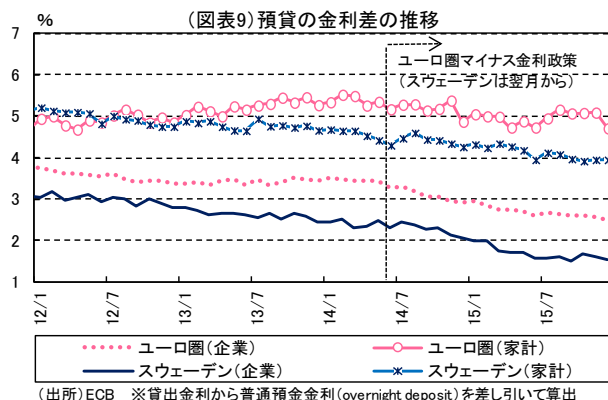
とスウェーデンは、マイナス金利導入以降、緩やかな低下傾向が続いている。貸出先別で見ても、ユーロ圏では、消費者ローン金利、住宅ローン金利、企業向け金利のいずれも低下基調で推移している（図表8）。

一方、貸出と普通預金の金利差を見ると、ユーロ圏とスウェーデンでは、貸出金利が預金金利よりも大きく引き下げられたことによって、預貸の金利差は縮小しており、貸出利鞘も縮小傾向となっている（図表9）。特に、対企業向けの預貸金利差は、マイナス金利導入後に低下傾向が強まっており、マイナス金利政策が銀行収益に悪影響を与えていることが示唆される。

次に、銀行貸出残高を見ると、貸出金利低下の効果で、ユーロ圏では貸出が持ち直しつつあることがわかる。ユーロ圏では消費者ローン残高が2010年夏ごろから、非金融企業向けの融資残高が2012年初ごろから、減少傾向となっていたが、2014年冬にはいずれも下げ止まり、消費者ローン残高については増加に転じている（図表10）。貸出金利の低下や、銀行の貸出態度の緩和などが、貸出の持ち直しにつながるとみられる。スウェーデン、デンマーク、スイスでも、貸出は個人向けを中心に、概ね持ち直している。

また、マイナス金利政策を導入している各国では、資産価格が上昇している。なかでも、スウェーデンの住宅価格の上昇が著しく、マイナス金利導入後の1年間で、13%以上上昇した（図表11）。同国のコアCPI（消費者物価指数）は、2014年通年で前年比+0.4%、2015年通年で+0.9%と、一般物価の上昇圧力が強まらないなかで、住宅価格が急上昇しており、ストックホルムを中心に住宅バブルの懸念が高まっている。

計量分析からも、マイナス金利政策が資産価格を引き上げた一方で、实体经济への影響がそれほど大きくない可能性が示される。マイナス金利の導入から比較的時間が経過しているデンマークについて、同国でほぼゼロ～マイナス圏



政策金利(CD金利)、株価(コペンハーゲン株価指数、対数値)、鉱工業生産(季調値、対数値)、コアCPI(X12ARMAにより当社季調、対数値)からSVARモデルを構築。SICIにより、1次のラグを設定。インパルス・レスポンスの導出は同順のコレスキー分解を利用、500回のモンテカルロ・シミュレーションにより標準誤差を計算。
 分析期間: 12年1月-15年12月
 (出所) デンマーク統計局、中央銀行、コペンハーゲン証券取引所より明治安田生命作成

での政策金利が続いた2012年から2015年の期間のデータを用いて、VAR（ベクトル自己回帰）モデルを構築し、マイナス金利下での利下げに対する株価、鉱工業生産、コアCPIのインパルス・レスポンスを導出すると、政策金利のマイナス幅の拡大に対し、株価は上昇していることが確認できる（図表12）。一方、コアCPIへの影響はほとんどみられず、鉱工業生産の上昇は有意ではない。同国の例からは、マイナス金利政策は、資産価格に対しては影響が確認できたものの、実体経済や物価への影響は薄い可能性が示唆される。

銀行収益は悪化か

続いて、視点を日本に戻し、マイナス金利導入による銀行収益の悪化について考える。銀行では、「政策金利残高」にかかるマイナス金利の負担のほか、広範な金利の低下が収益の下押し圧力となる。

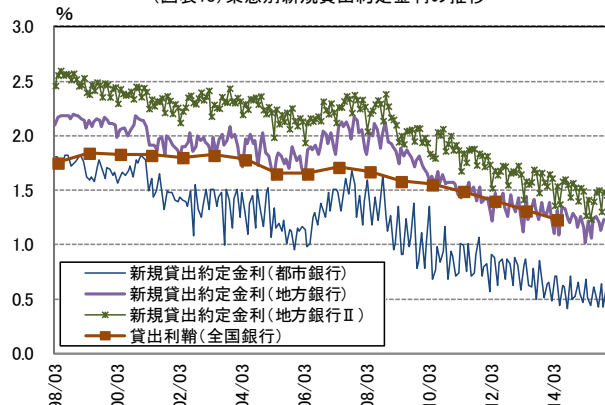
前者については、銀行間・業態間の差はあるとみられるものの、全体として見ればさほど大きな影響はないとみられる。一方、後者の広範な金利低下による経営環境への影響は大きい。金融危機以降、日本の貸出金利は低下傾向が続いており、銀行の貸出利鞘も縮小が続いている（図表13）。特に、經常収益に占める貸出金利息や有価証券利息配当金収入のウェイトが大きい地方銀行や第二地銀では、金利低下による減収の影響が相対的に大きいとみる。

また、国内銀行市場の構造の違いから、日本と欧州ではマイナス金利政策の銀行業への帰結が異なる可能性がある。大手4行の預金のシェアが6割超のスウェーデンや、メガ2行で同50%を占めるスイスと比較すると、日本は、都銀等と地銀で貸し出しの8割程度が占められているが、行数ベースでは74行となっており、預貸率も低下傾向にあるなか、過当競争を強いられている（図表14）。90年代後半の金融危機時のように、金融システムの不安定化が実体経済に悪影響を与える懸念は、今後もくすぶり続けるとみられる。

マイナス幅はどこまで拡大できるか

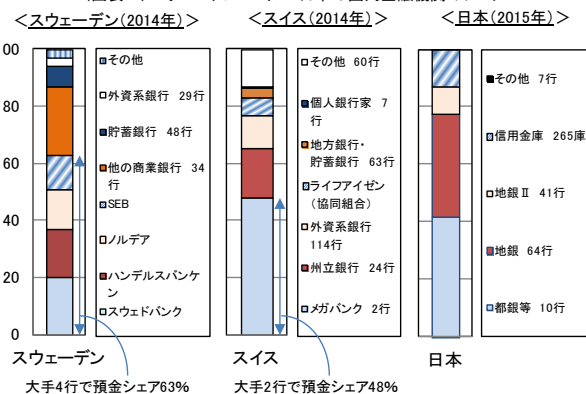
3月の決定会合では、金融政策がすえ置かれたものの、今後の日銀の金融政策の方向性を考えるうえでの前提となる日本経済は、今後、内外需ともに確たるけん引役が不在ななか、景気回復ペースが緩慢なものにとどまるとみる。加えて消費者物価も、円安による押し上げ効果のはく落もあり、伸び悩みが続く可能性が高い。こうしたなか、足元の為替相場は円高圧力が高まっていることから、日銀の次の一手も追加緩和とみられる。日銀のQ&A資料では、マイナス金利は何%まで可能かという問いに対し、「（日銀と）同様に階層構造を採用しているスイスでは▲0.75%、スウェーデンでは▲1.1%、デンマークでは▲0.65%など、大きめのマイナス金利が適用されている」とも指摘しており、さらなるマイナス金利幅の拡大が示唆されている。

（図表13）業態別新規貸出約定金利の推移



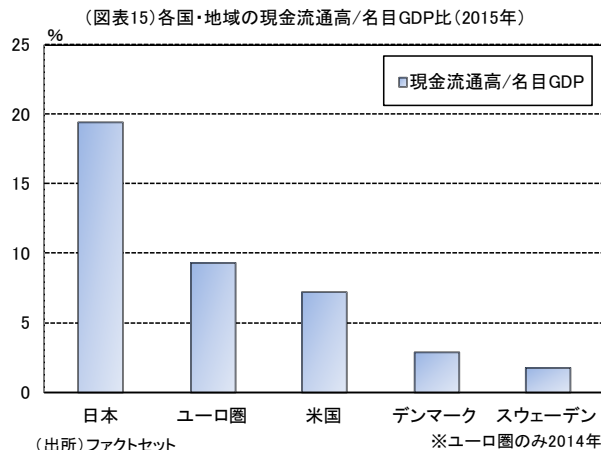
（出所）日本銀行「貸出約定平均金利の推移」、全国銀行協会より明治安田生命作成

（図表14）スウェーデン・スイス・日本の国内金融機関のシェア



※スウェーデン、スイスは預金シェア、日本は貸出シェア
（出所）各国銀行協会、日本銀行「貸出・預金動向」より明治安田生命作成

ただ、FRBのフィッシャー副議長も指摘しているが、深めのマイナス金利を設定している北欧諸国は、電子決済の発達などにより、現金保有が少ないことで、中央銀行がマイナス金利の導入を円滑に進めやすい側面があると考えられる。例えば、政策金利のマイナス幅が最も大きいスウェーデンでは、市中銀行の支店にも現金を置いていないケースがあるほか、小売店では現金による支払いが拒否される場合すらあるほどに電子決済化が進んでおり、マイナス金利が仮に預金に転嫁された場合でも、個人が銀行預金から現金保有へとシフトする要因が乏しい。実際、スウェーデンやデンマークの貨幣流通高は、名目GDP対比で3%に満たない(図表15)。このように、預金から現金へのシフトが起きにくい地合いが整っていれば、マイナス金利の下限は低いと考えられるが、一方、日本の現金流通高/名目GDP比は20%程度と高く、ユーロ圏や米国をも上回っている。これは、日本では社会的に現金の保有のコストが相対的に低く、裏を返せば導入可能なマイナス幅が北欧諸国よりも小さい可能性があることを示しているとも捉えられる。2月のマネースtock統計を見ても、現金通貨の伸びが前年比+6.7%(1月:同+6.4%)となるなど、家計の現金シフトがじわじわとはじまっている可能性もある。マイナス金利政策は、先例に乏しい政策であるため、未だ不確実な部分が多いが、現行の枠組みを維持したまま、北欧諸国同様の「大きめの」マイナス金利がスムーズに導入可能かについては、議論の余地がある。(担当:山口、尾家)



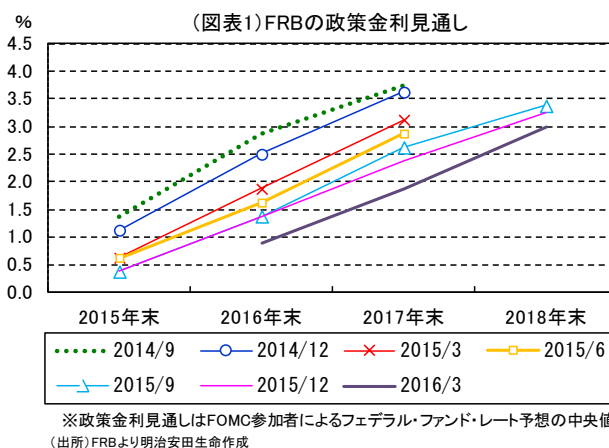
3月15-16日開催のFOMCについて

海外情勢への懸念を示す

3月15-16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レートの誘導目標レンジが0.25-0.5%ですえ置かれ、金融政策に変更はなかった。声明文では、前回（1月26-27日開催のFOMC）の「委員会は、世界経済と金融動向を注視し、労働市場とインフレ、見通しに対するリスク・バランスへの影響を評価している」が削除されたものの、「世界経済と金融情勢は、引き続きリスクをもたらす」との一文が付け加えられ、海外情勢への懸念が残るとの見方が示された。

政策金利の見通しを下方修正

今回更新されたFFレートの見通し（FOMC参加者の予想中央値）では、2016年末が1.375%から0.875%、2017年末が2.375%から1.875%、2018年末が3.25%から3.00%、長期見通しが3.5%から3.25%へと、いずれも下方修正された（図表1）。FRB（米連邦準備制度理事会）内で利上げのペースがより緩やかなものになるとみるFOMC参加者が増えた。FRBのイエレン議長は記者会見で、「世界経済の成長見通しがやや下振れていることや、スプレッドの拡大といった信用状況が多少引き締まったこと」がFFレート見通し下方修正の主因と述べた。一方、「FOMC参加者によるFFレートの予想は、中央値を含め、将来の政策の予定ではなく、政策に既定の道筋はない」とも述べ、利上げペースは今後の経済指標次第との姿勢を強調した。



景気の現状判断は上方修正

一方、声明文では、景気の現状判断は、前回の「経済成長が年末に減速したにもかかわらず、労働市場の状況はさらに改善した」から、「ここ数ヶ月の世界経済と金融情勢にもかかわらず、経済活動が緩やかなペースで拡大してきた」へと上方修正された。需要項目別では、個人消費は「緩やかなペースで増加」、住宅は「一段と改善」、輸出については「軟調」と、いずれも判断がすえ置かれた。一方、設備投資は「緩やかなペースで増加」から、「軟調」へと下方修正。ただ、在庫投資は「減速した」が削除され、上方修正された。

労働市場については、「最近の幅広い労働市場の指標は、労働資源の活用不足がさらにいくらか縮小したことを示している」との一文が、「最近の幅広い指標は、労働市場がさらに力強さを増したことを示している」へと変更され、労働市場の改善が続いているとの見方が示された。

インフレについては、「ここ数ヶ月、上向いてきた」との見方が付け加えられた。ただ、「インフレ期待を示す市場の指標はさらに低下した」のうち、「さらに低下した」が「低いまま」へと変更され、インフレ期待低下への警戒感が示された。一方、「調査に基づく長期的なインフレ期待の指標はここ数ヶ月、総じてほとんど変わらなかった」との一文はすえ置かれた。

利上げペースは緩やかとの姿勢は変わらず

今後の見通しのパラグラフでは、「金融政策のスタンスを緩やかに調整することによって、経済活動は緩やかなペースで拡大」、「労働市場の指標は引き続き力強さを増す」との見方がすえ置か

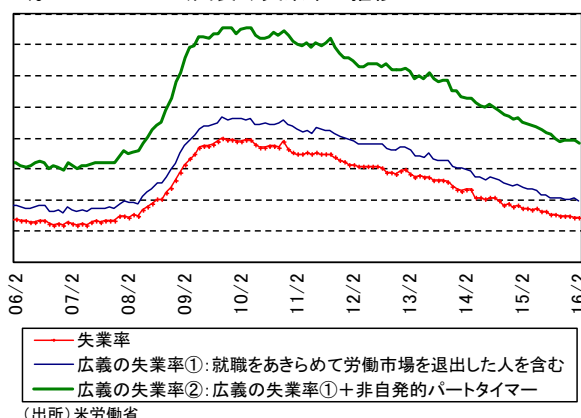
れた。今後の金融政策については、「金融政策のスタンスは引き続き緩和的」、「経済状況がFFレートの緩やかな引き上げしか正当化しない形で進む」、「FFレートは当面、長期に達成すると見込まれる水準を下回って推移する可能性が高い」がいずれもすえ置かれ、利上げペースは緩やかなものになるとの見方は変わらず。FRBが保有する債券の償還資金の再投資についても、「FFレート水準が十分正常化されるまで、継続すると予測している」との一文に変更なく、FRBはバランスシートの規模を維持し、緩和的な金融環境を継続するとの姿勢が引き続き示された。

年1,2回の利上げペースを予想

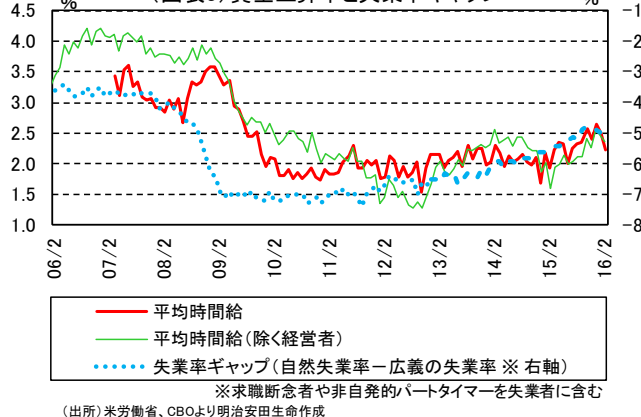
2月雇用統計では、2月の失業率は4.9%と、すでにFRBによる失業率の長期見通しのレンジである4.7-5.0%に達している(図表2)。一方、広義の失業率(非自発的パートタイマーや求職断念者などを失業者に含む)は足元で9.7%と、2010年4月の17.1%をピークに低下傾向が続いているものの、現状のペースで改善が続いても、住宅バブル崩壊前の水準まで改善するのは、早くも2016年後半から2017年中ごろになる。平均時間給を見ても、2月は前年比+2.2%と、1月の同+2.5%から伸び幅が縮小した(図表3)。昨夏以降、伸び幅が拡大する兆しが出ていたが、住宅バブル崩壊前の同+3~4%台を依然として下回っており、足元の賃金インフレは抑制されている。

一方、輸入物価指数の推移を見ると、2月は前年比▲6.1%と、19ヵ月連続のマイナスとなっている(図表4)。除く石油ベースでも、同▲2.9%と、15ヵ月連続のマイナスであり、輸入物価によるデフインフレ圧力もかかり続けている。賃金の回復ペースが緩やかなものにとどまっているに加え、新興国景気の減速などから、輸入物価指数は今後も低調に推移する可能性が高い。労働需給の引き締めにより、賃金上昇率が加速し、インフレ圧力が強まるまでにはしばらく時間がかかるとみており、利上げペースはせいぜい年1,2回程度にとどまると予想する。(担当:信本)

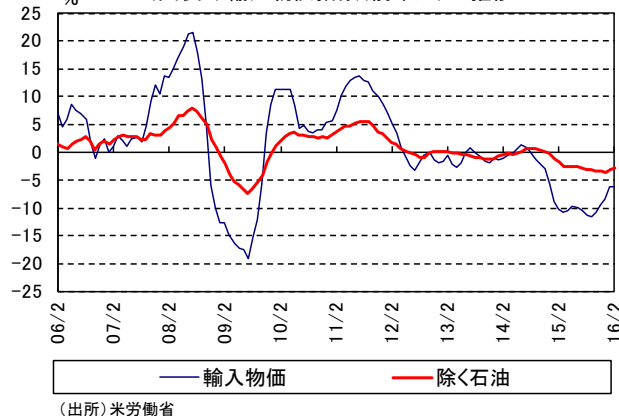
(図表2) 失業率の推移



(図表3) 賃金上昇率と失業率ギャップ



(図表4) 輸入物価指数(前年比)の推移



<別紙>FOMC 声明文 (下線部は前回と今回の主な相違点)

前回 2016/1/26-27	今回 2016/3/15-16
Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>December</u> suggests that <u>labor market conditions improved further</u>	Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>January</u> suggests that economic activity has been expanding at a

<p><u>even as economic growth slowed late last year. Household spending and business fixed investment have been increasing at moderate rates in recent months, and the housing sector has improved further; however, net exports have been soft and inventory investment slowed. A range of recent labor market indicators, including strong job gains, points to some additional decline in underutilization of labor resources. Inflation has continued to run below the Committee's 2 percent longer-run objective, partly reflecting declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation declined further; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance, in recent months.</u></p> <p><u>12月のFOMC会合以降に入手した情報は、経済成長が年末に減速したにもかかわらず、労働市場の状況はさらに改善したことを示唆している。個人消費と設備投資はここ数ヶ月、緩やかなペースで増加し、住宅市場は一段と改善した。しかしながら、輸出は軟調であり、在庫投資は減速した。力強い雇用者数の増加を含め、最近の幅広い労働市場の指標は、労働資源の活用不足がさらにいくらか縮小したことを示している。インフレは、エネルギー価格とエネルギー以外の輸入物価の低下を一部反映して、委員会の長期的な到達点である2%を下回り続けた。インフレ期待を示す市場の指標はさらに低下した一方、調査に基づく長期的なインフレ期待の指標はここ数ヶ月、総じてほとんど変わらなかった。</u></p>	<p><u>moderate pace despite the global economic and financial developments of recent months. Household spending has been increasing at a moderate rate, and the housing sector has improved further; however, business fixed investment and net exports have been soft. A range of recent indicators, including strong job gains, points to additional strengthening of the labor market. Inflation picked up in recent months; however, it continued to run below the Committee's 2 percent longer-run objective, partly reflecting declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance, in recent months.</u></p> <p><u>1月のFOMC会合以降に入手した情報は、ここ数ヶ月の世界経済と金融情勢にもかかわらず、経済活動が緩やかなペースで拡大してきたことを示唆している。個人消費は緩やかなペースで増加し、住宅市場は一段と改善した。しかしながら、設備投資と輸出は軟調だった。力強い雇用者数の増加を含め、最近の幅広い指標は、労働市場がさらに力強さを増したことを示している。インフレはここ数ヶ月、上向いてきた。しかしながら、エネルギー価格とエネルギー以外の輸入物価の低下を一部反映して、委員会の長期的な到達点である2%を下回り続けた。インフレ期待を示す市場の指標は低いままである一方、調査に基づく長期的なインフレ期待の指標はここ数ヶ月、総じてほとんど変わらなかった。</u></p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・現状の景気判断は、前回の「経済成長が年末に減速したにもかかわらず、労働市場の状況はさらに改善した」から、「ここ数ヶ月の世界経済と金融情勢にもかかわらず、経済活動が緩やかなペースで拡大してきた」へと上方修正 ・需要項目別では、個人消費は「緩やかなペースで増加」、住宅は「一段と改善」、輸出については「軟調」と、いずれも判断がすえ置かれた。一方、設備投資は「緩やかなペースで増加」から、「軟調」へと下方修正。ただ、在庫投資は「減速した」が削除され、上方修正された ・労働市場については、「最近の幅広い労働市場の指標は、労働資源の活用不足がさらにいくらか縮小したことを示している」との一文が「最近の幅広い指標は、労働市場がさらに力強さを増したことを示している」へと変更され、労働市場の改善が続いているとの見方が示された ・インフレについては、「ここ数ヶ月、上向いてきた」との見方が付け加えられた。ただ、「インフレ期待を示す市場の指標はさらに低下した」のうち、「さらに低下した」が「低いまま」へと変更され、インフレ期待低下への警戒感が示された。一方、「調査に基づく長期的なインフレ期待の指標はここ数ヶ月、総じてほとんど変わらなかった」との一文はすえ置かれた 	
<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee currently expects that, with gradual adjustments in the</p>	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee currently expects that, with gradual adjustments in the</p>

<p>stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market indicators will continue to strengthen. Inflation is expected to remain low in the near term, in part because of <u>the further declines in energy prices, but to rise to 2 percent over the medium term as the transitory effects of declines in energy and import prices dissipate and the labor market strengthens further. The Committee is closely monitoring global economic and financial developments and is assessing their implications for the labor market and inflation, and for the balance of risks to the outlook.</u></p>	<p>stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market indicators will continue to strengthen. <u>However, global economic and financial developments continue to pose risks.</u> Inflation is expected to remain low in the near term, in part because of <u>earlier declines in energy prices, but to rise to 2 percent over the medium term as the transitory effects of declines in energy and import prices dissipate and the labor market strengthens further. The Committee continues to monitor inflation developments closely.</u></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。委員会は現在、金融政策のスタンスを緩やかに調整することによって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の指標は引き続き力強さを増すと予想している。インフレは、エネルギー価格のさらなる低下を一因に、短期的には低いままにとどまるが、中期的に、エネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な要因が解消し、労働市場がさらに力強さを増すにつれ、2%へ上昇すると予想される。委員会は、<u>世界経済と金融情勢を注視し、労働市場とインフレ、見通しに対するリスク・バランスへの影響を評価している。</u></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。委員会は現在、金融政策のスタンスを緩やかに調整することによって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の指標は引き続き力強さを増すと予想している。<u>しかしながら、世界経済と金融情勢は、引き続きリスクをもたらす。</u>インフレは、<u>それまでのエネルギー価格の低下を一因に、短期的には低いままにとどまるが、中期的に、エネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な要因が解消し、労働市場がさらに力強さを増すにつれ、2%へ上昇すると予想される。</u>委員会は、<u>インフレ動向を引き続き注視している。</u></p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・今後の景気見通しは、「金融政策のスタンスを緩やかに調整することによって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の指標は引き続き力強さを増す」との見方がすえ置かれた ・「委員会は、世界経済と金融情勢を注視し、労働市場とインフレ、見通しに対するリスク・バランスへの影響を評価している」との一文が削除。ただ、「世界経済と金融情勢は、引き続きリスクをもたらす」との一文が付け加えられ、海外情勢への懸念が残るとの見方が示された 	
<p>Given the economic outlook, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 1/4 to 1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting further improvement in labor market conditions and a return to 2 percent inflation.</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 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</p>	<p><u>Against this backdrop,</u> the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 1/4 to 1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting further improvement in labor market conditions and a return to 2 percent inflation.</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 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</p>

<p>pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully monitor actual and expected progress toward its inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual 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>pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully monitor actual and expected progress toward its inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual 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>経済見通しを踏まえ、委員会はFF レートの誘導目標レンジを 0.25-0.5%ですえ置くことを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、労働市場のさらなる改善と、2%のインフレへの回帰を支える。</p>	<p>こうした状況のもと、委員会はFF レートの誘導目標レンジを 0.25-0.5%ですえ置くことを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、労働市場のさらなる改善と、2%のインフレへの回帰を支える。</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さらなる尺度、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。インフレが現時点で2%に届いていないことを踏まえ、委員会はインフレ目標に向けた実際の実績と見通しを注視する。委員会は、経済状況がFF レートの緩やかな引き上げしか正当化しない形で進むと予測しており、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さらなる尺度、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。インフレが現時点で2%に届いていないことを踏まえ、委員会はインフレ目標に向けた実際の実績と見通しを注視する。委員会は、経済状況がFF レートの緩やかな引き上げしか正当化しない形で進むと予測しており、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><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・FF レートの誘導目標レンジは 0.25-0.5%ですえ置き ・「金融政策のスタンスは引き続き緩和的」、「経済状況がFF レートの緩やかな引き上げしか正当化しない形で進む」、「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」がいずれも維持され、利上げペースはゆっくりとしたものになるとの見方は変わらず ・一方、次回の利上げについては、「経済状況の実績と見通しを評価する」、「今後入手するデータによる経済見通し次第」との一節がすえ置かれ、利上げは今後の経済指標次第との姿勢に変更なし 	
<p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal</p>	<p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal</p>

<p>funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p> <p>委員会は保有する政府機関債や住宅ローン担保証券からの償還資金を住宅ローン担保証券に再投資し、償還を迎える国債を入札でロールオーバーする現在の政策を維持し、FF レートの水準が十分正常化するまで、継続すると予測している。大規模な長期債保有を維持する委員会の政策は、緩和的な金融環境を維持していくことにつながるだろう。</p>	<p>funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p> <p>委員会は保有する政府機関債や住宅ローン担保証券からの償還資金を住宅ローン担保証券に再投資し、償還を迎える国債を入札でロールオーバーする現在の政策を維持し、FF レートの水準が十分正常化するまで、継続すると予測している。大規模な長期債保有を維持する委員会の政策は、緩和的な金融環境を維持していくことにつながるだろう。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・保有債券の償還資金の再投資は継続 ・再投資については、「FF レートの水準が十分正常化されるまで、継続すると予測している」との一文に変更なく、FRB のバランスシートを今後も維持するとの見方がすえ置かれた 	
<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; James Bullard; Stanley Fischer; <u>Esther L. George</u>; Loretta J. Mester; Jerome H. Powell; Eric Rosengren; and Daniel K. Tarullo.</p> <p>この FOMC の金融政策に賛成票を投じたのは、イエレン議長、ダドリー副議長、ブレイナード理事、ブラード総裁、フィッシャー副議長、<u>ジョージ総裁</u>、メスター総裁、パウエル理事、ローゼングレン総裁、タルーロ理事。</p>	<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; James Bullard; Stanley Fischer; Loretta J. Mester; Jerome H. Powell; Eric Rosengren; and Daniel K. Tarullo. <u>Voting against the action was Esther L. George, who preferred at this meeting to raise the target range for the federal funds rate to 1/2 to 3/4 percent.</u></p> <p>この FOMC の金融政策に賛成票を投じたのは、イエレン議長、ダドリー副議長、ブレイナード理事、ブラード総裁、フィッシャー副議長、メスター総裁、パウエル理事、ローゼングレン総裁、タルーロ理事。 <u>反対票を投じたのはジョージ総裁で、FF レートの誘導目標を 0.5-0.75%へ引き上げるべきとした。</u></p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・ジョージ総裁が反対票を投じる 	

ECBは包括的な追加金融緩和を決定

市場予想を上回る追加緩和を決定

ECB（欧州中央銀行）は3月10日の政策理事会で、中銀預金金利（▲0.3%→▲0.4%）を引き下げたほか、主要政策金利であるリファイナンス金利（0.05%→0.00%）と限界貸出金利（0.30%→0.25%）も引き下げた（図表1）。中銀預金金利の引き下げは3ヵ月ぶり、リファイナンス金利と限界貸出金利の引き下げは15ヵ月ぶりである。限界貸出金利の引き下げ幅（▲0.05%）よりも中銀預金金利の引き下げ幅（▲0.1%）の方が大きかったことから、コリドーの幅（限界貸出金利－中銀預金金利）は60bpから65bpに拡大した。一方、一部で導入が予想されていたマイナス金利の階層構造については、採用が見送られた。

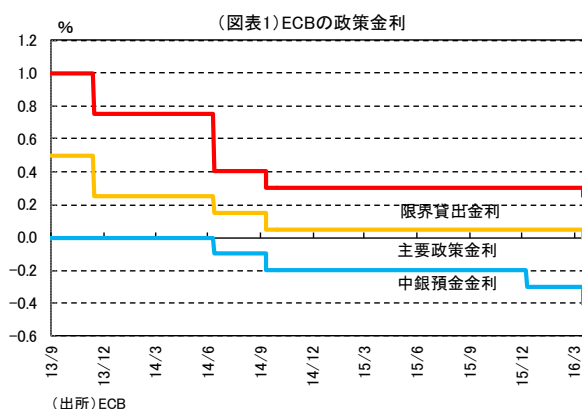
資産買入れ策については、毎月の買入れ額を600億ユーロから、800億ユーロへと増額したほか、買入れ対象資産に非金融企業の投資適格社債を加えることも決定した。あわせて、国際機関などが発行する機関債の銘柄および発行体ごとの購入上限については、発行残高の33%から、50%へと引き上げられた。

加えて、4年物の長期資金供給オペ（TLTRO2）を実施することも決定した。オペは2016年6月から、四半期ごとに1回、計4回実施する。金利は借入れ時点のリファイナンス金利（現時点では0.0%）が適用されるが、銀行の貸出状況によって引き下げられ、最大限引き下げられた場合、中銀預金金利と同水準になる可能性があるとしている。

低インフレへの警戒感が背景

今回追加緩和に踏み切った背景には、インフレ低下への警戒感がある。3月のECBスタッフ予想では、原油価格の下落などを背景に、インフレ見通し（2016年：1.0%→0.1%、2017年：1.6%→1.3%、2018年：1.6%）が大きく下方修正された（2018年は今回初めて発表）（図表2）。ECBのドラギ総裁はインフレ率について、「今後数ヵ月間はマイナス圏にとどまり、上向くのは今年の遅い時期になるだろう」と述べ、インフレ低下への警戒感を示した。加えて、「賃金や価格の設定に対して、低インフレの影響が定着しないように注視する」とも述べ、低インフレの二次的な影響の定着を防ぐため、引き続きインフレの上昇に注力するとの姿勢を示した。

今回のスタッフ予想では、経済見通し（2016年：1.7%→1.4%、2017年：1.9%→1.7%、2018年：1.8%）も下方修正された（2018年は今回初めて発表）。難民の流入などを受け、政府消費が上方修正されたものの、新興国景気の減速などを背景に、輸出が大きく下方修正された。ドラギ総裁は「新興国景気の減速や、不安定な金融市場、多くのセクターにおけるバランスシート調整、構造改革の遅れが、ユーロ圏の景気回復を妨げている」と指摘したほか、「ユーロ圏の成長見通しに



(図表2) ECBスタッフ予想

	3月予想			12月予想	
	2016	2017	2018	2016	2017
実質GDP成長率	1.4	1.7	1.8	1.7	1.9
インフレ率	0.1	1.3	1.6	1.0	1.6
USD/EUR	1.11	1.12	1.12	1.09	1.09
原油(ドル/1バレル)	34.9	41.2	44.9	52.2	57.5

(出所) ECB

対するリスクは引き続き下向きである」とも述べ、景気の下振れリスクへの懸念を示した。

ECBは当面様子見姿勢をとると予想

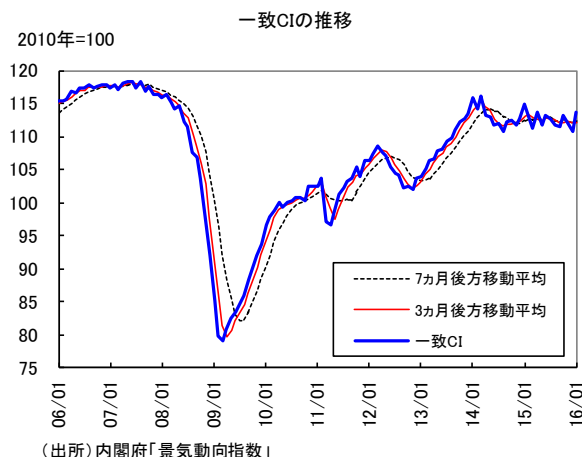
ドラギ総裁は今回決定した金融緩和政策について、「金融環境を一段と緩和し、信用供与を促すことで、ユーロ圏の景気回復の勢いを強め、インフレ率が目標に向けて加速することを下支えする」と述べ、銀行貸出の増加などを通じて、景気回復や、インフレ率の上昇などの効果が見込まれるとの見方を示した。一方、同総裁は今後の金融政策について、「現在の見通しや、今回決定した政策が経済成長やインフレを支援することを勘案すると、一段の利下げが必要になるとはみていない」と述べ、追加利下げは必要ないとの見方を示した。ECBは今回決定した金融緩和の政策効果を見極めるため、当面、様子見姿勢をとると予想する。（担当：尾家）

主要経済指標レビュー (3/7~3/18)

《日 本》

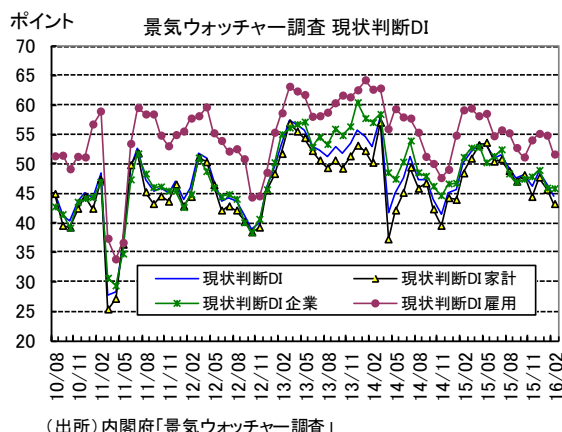
○ 1月景気動向指数 (3月7日)

1月の景気動向指数では、一致CIが113.8(前月差+2.9ポイント)と、3ヵ月ぶりの上昇となった。生産・出荷関連指標の押し上げが目立つが、鉱工業生産統計の予測調査を見ると、2月は大幅減産見込みで、1-3月期でも前期比マイナスが有力なことから、一致指数も安定的な上昇が見込める状況ではない。製造業の在庫調整局面は終盤に近づいているとみられるものの、世界経済は当面力強さに欠く推移が続くと見込まれるほか、春闘の要求水準が全体として下がるなか、2016年度も個人消費は伸び悩むとみられることから、在庫調整の一巡後も、景気回復ペースは緩慢なものにとどまる可能性が高い。



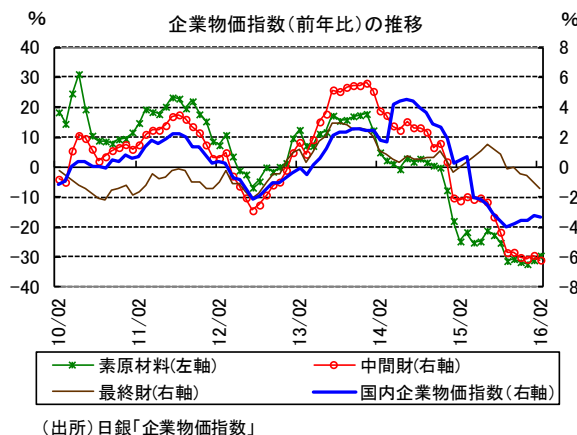
○ 2月景気ウォッチャー調査 (3月8日)

2月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが前月差▲2.0ポイントの44.6と、横ばいを示す50を7ヵ月連続で下回った。ウォッチャーの判断理由を見ると、年明け以降の金融市場の混乱の影響のほか、マイナス金利の採用が、日銀の狙いとは裏腹に、家計や企業の景況感の大きな下押し要因となっている様子がうかがえる。株式市場の調整はようやく一巡した雰囲気だが、マイナス金利を巡る混乱は今後もしばらく続く可能性が高い。また、賃金の伸び悩みを背景に今後も個人消費の回復力は鈍いとみられるほか、新興国景気の不振の長期化を背景に輸出も停滞する可能性が高く、内外需ともけん引役不在のなか、景気回復ペースは引き続き緩慢なものにとどまると予想する。



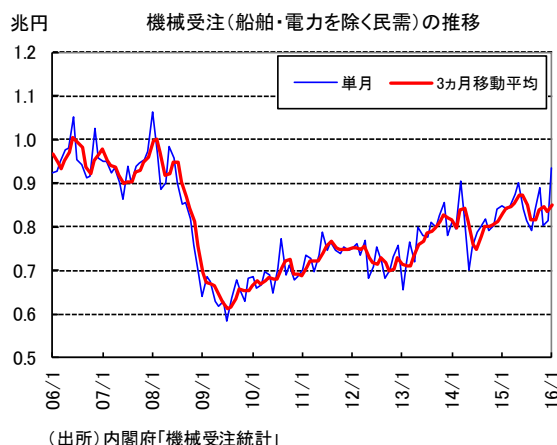
○ 2月企業物価指数 (3月10日)

2月の国内企業物価指数は前年比▲3.4%と、前月の同▲3.2%からマイナス幅が拡大した。23種目中、8業種が押し上げに寄与、11業種が押し下げに寄与、4業種が前月と同じとなった。押し下げに寄与した業種では、石油・石炭製品(1月:同▲20.0%→2月:同▲21.8%)、電力・都市ガス・水道(同▲11.0%→▲12.5%)などのマイナス幅拡大が目立つ。一方、はん用機械(同+0.7%→+1.0%)のプラス幅が拡大したほか、生産用機械(同▲1.2%→▲0.3%)、非鉄金属(同▲14.0%→▲12.5%)のマイナス幅の縮小などが押し上げに寄与した。足元では、原油価格は底打ちしつつあるものの、為替水準が円高方向に振れているほか、国内最終需要の弱さもあって、今後も企業物価は低下傾向が続くと予想する。



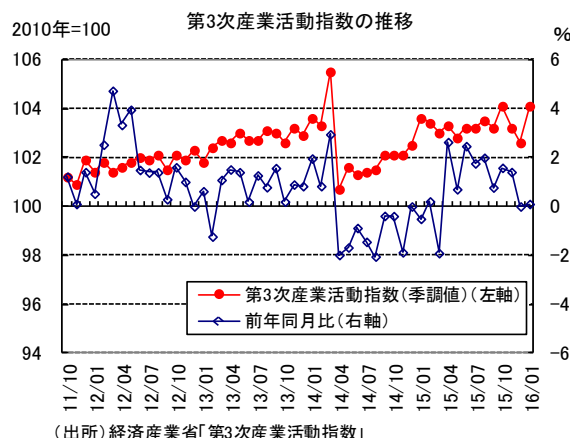
○ 1月機械受注 (3月14日)

1月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比+15.0%と、12月（同+1.0%）からプラス幅が拡大した。比較できる2005年4月以降で、過去最大のプラス幅となった。ただ、製造業では鉄鋼業に大型案件が入ったことによる影響が大きく、特殊要因を除けば、製造業の持ち直しペースは緩慢とみられる。企業は、中国を中心とする新興国景気の減速などを受け、設備投資に慎重姿勢を強めているとみられることなどから、日銀短観の設備投資計画も、3月調査では下方修正を余儀なくされるとみる。今後の設備投資は、更新・維持投資や合理化・省力化投資が下支えするとみるものの、世界景気の先行き不透明感に加え、国内の中長期的な低成長予想が定着していることもあって、回復ペースは鈍いものととどまると予想する。



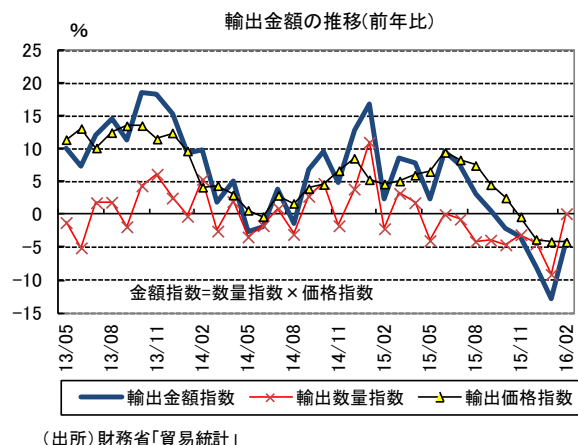
○ 1月第3次産業活動指数 (3月15日)

1月の第3次産業活動指数は前月比+1.5%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。内訳では、広義対個人サービスが同+0.7%、広義対事業所サービスが同+2.2%と、いずれも3ヵ月ぶりの上昇。業種別に見ると、11業種中、8業種で上昇、2業種で低下、1業種で前月から横ばいとなった。上昇した業種は、卸売、金融・保険、事業者向け関連サービスなど。卸売では鉱物・金属材料卸売などが、金融・保険では流通業務などが、事業者向け関連サービスでは、土木・建築サービスなどが押し上げに寄与した。一方、低下した業種は、生活娯楽関連サービスと情報通信。今後については、所得環境の回復ペースの鈍さを背景に、対個人サービス関連の活動が一進一退で推移するとみており、第3次産業活動指数全体でも、均せば緩やかな回復にとどまると予想する。



○ 2月貿易統計 (3月17日)

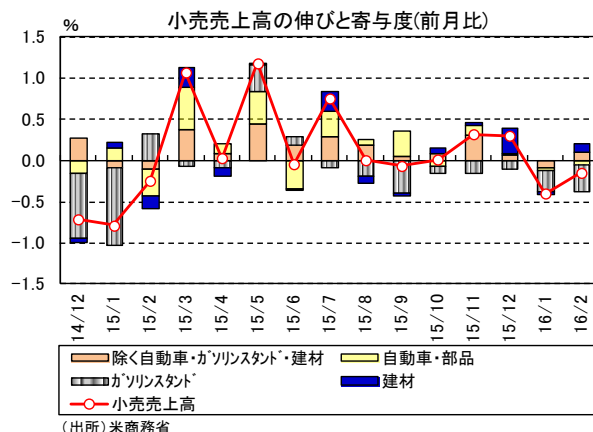
2月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲4.0%と、5ヵ月連続のマイナスとなった。輸出の実勢を示す数量指数は同+0.2%と、8ヵ月ぶりのプラスとなったものの、中国向けが前年同月に大幅マイナスとなった反動の影響が大きい。米国向けは前月からマイナス幅が縮小、欧州向けもプラスに転じるなど、回復の兆しはみられたものの、基調的な弱さは続いているとみている。今後についても、中国を中心とする新興国景気の低迷が下押し圧力となるとみられるほか、米国向けについても、エネルギー関連業種の低迷などもあって、資本財を中心に伸び悩むとみており、当面の輸出は一進一退の推移が続くと予想する。



《米 国》

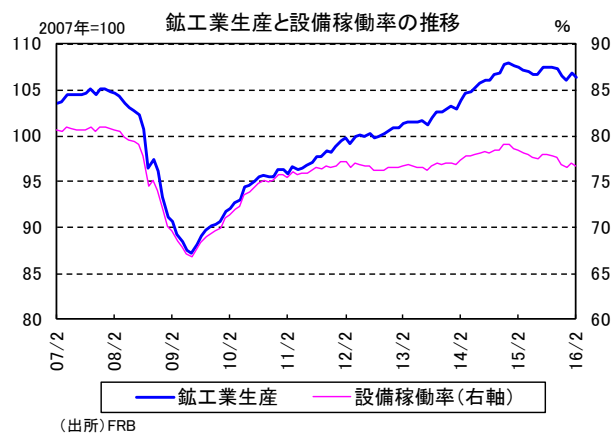
○ 2月小売売上高 (3月15日)

2月の小売売上高は前月比▲0.1%と、2ヵ月連続で減少した。市場予想(同▲0.2%)を上回ったものの、1月分が大幅下方修正された(同+0.2%→▲0.4%)。ガソリン価格の下落を背景に、ガソリンスタンドが同▲4.4%と8ヵ月連続で減少し、全体を押し下げた。一方、GDPの算出に使用される「除く自動車・部品、ガソリン、建材ベース」では、同+0.2%と、2ヵ月ぶりに増加した。ガソリン安などを背景に、家計の実質購買力が向上していることや、雇用環境の改善が続いていることなどから、個人消費は引き続き回復傾向を維持すると予想する。



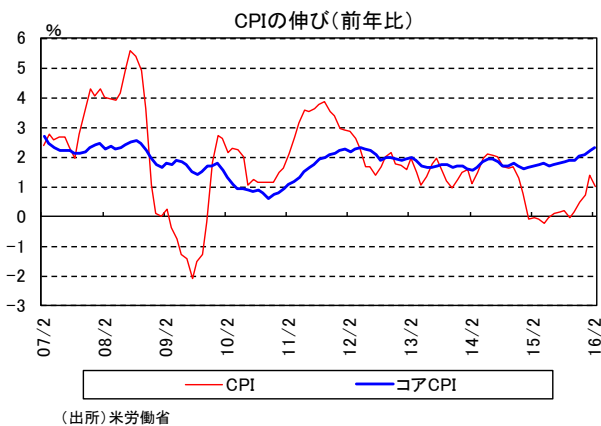
○ 2月鉱工業生産 (3月16日)

2月の鉱工業生産は前月比▲0.5%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなり、市場予想(同▲0.3%)をも下回った。産業別に見ると、製造業が同+0.2%と、2ヵ月連続でプラスとなったものの、石油掘削などの鉱業は同▲1.4%と、6ヵ月連続でマイナス。ガス・電気などの公益事業は同▲4.0%と、例年より気温が高かったことで、暖房需要が減少したことを背景に、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。海外景気の減速が続いていることや、原油安を背景にエネルギー関連業種の業況が低調に推移していることなどから、生産は今後も停滞気味の推移を余儀なくされるとみる。



○ 2月CPI (消費者物価指数) (3月16日)

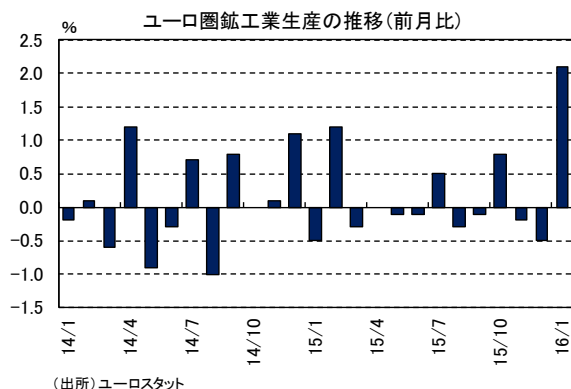
2月のCPIは前月比▲0.2%と、2ヵ月ぶりに低下した。エネルギーが同▲6.0%と3ヵ月連続で低下し、全体を押し下げた。前年比では+1.0%と、1月の同+1.4%から伸び幅が縮小。一方、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは前月比+0.3%と、1月の同+0.3%から伸び幅は変わらなかったが、市場予想(同+0.2%)を上回った。前年比でも+2.3%と、1月の同+2.2%から伸び幅が拡大し、市場予想(同+2.2%)を上回った。アパレルなどの伸び幅が拡大した影響が大きい。商品価格が軟調であるほか、ドル高などから、今後の物価上昇圧力は抑制的なものとみられている。



《 欧 州 》

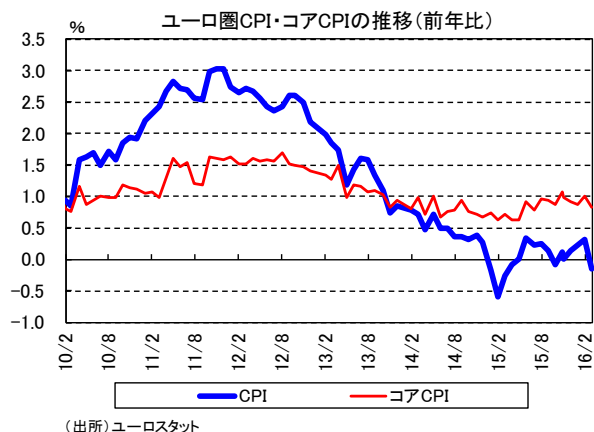
○ 1月ユーロ圏鉱工業生産 (3月14日)

1月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+2.1%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。財別で見ると、消費財が同0.0%→+2.3%、中間財が同▲0.3%→+0.9%、資本財が同▲0.6%→+3.9%と、軒並みプラス。主要国別では、スペインが同0.0%→▲0.2%と、5ヵ月ぶりのマイナスとなったものの、ドイツは同▲0.2%→+2.9%、フランスは同▲0.6%→+1.4%、イタリアは同▲0.6%→+1.9%と、いずれもプラスとなった。ユーロ圏の個人消費は改善傾向で推移しているものの、輸出は新興国向けを中心に伸び悩みが続くとみられることなどから、今後の鉱工業生産は停滞気味に推移すると予想する。



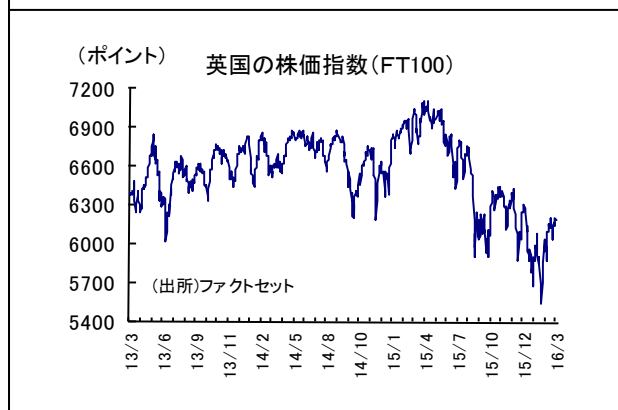
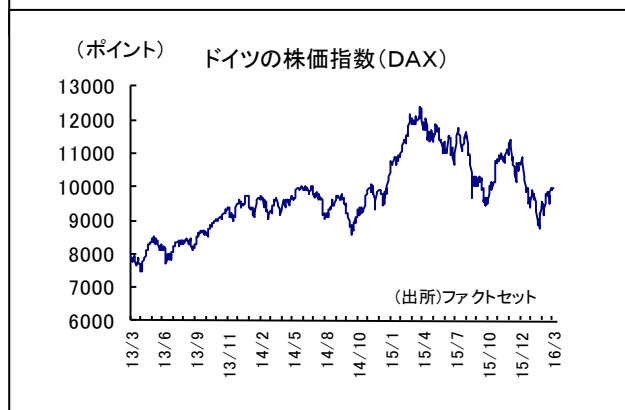
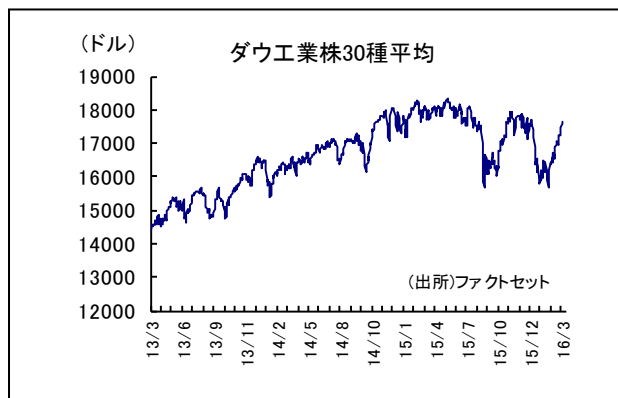
○ 2月ユーロ圏CPI (消費者物価指数) (3月17日)

2月のユーロ圏CPIは前年比▲0.2%と、5ヵ月ぶりのマイナスとなった。財価格のうち、食品価格が同+0.7%→+0.4%と、4ヵ月連続でプラス幅が縮小したほか、エネルギー価格は同▲5.4%→▲8.1%と、5ヵ月ぶりにマイナス幅が拡大。サービス価格も同+1.2%→+0.9%と、2ヵ月ぶりにプラス幅が縮小した。国別では、ドイツが同+0.4%→▲0.2%、フランスが同+0.3%→▲0.1%、イタリアが同+0.4%→▲0.2%、スペインが同▲0.4%→▲1.0%と、いずれもマイナスとなった。昨冬以降の原油安や、景気回復ペースの鈍さなどを背景に、ユーロ圏のCPIは今後も停滞気味の推移が続くと予想する。

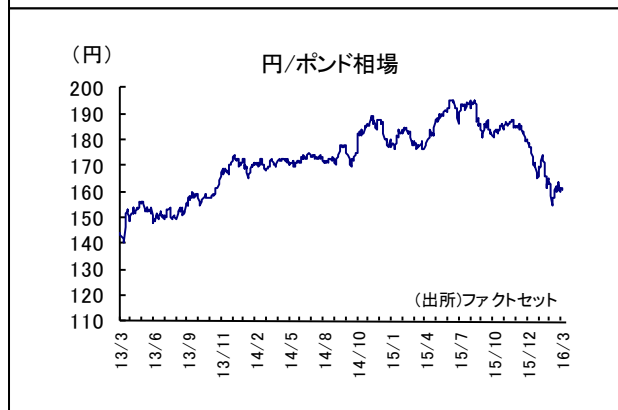
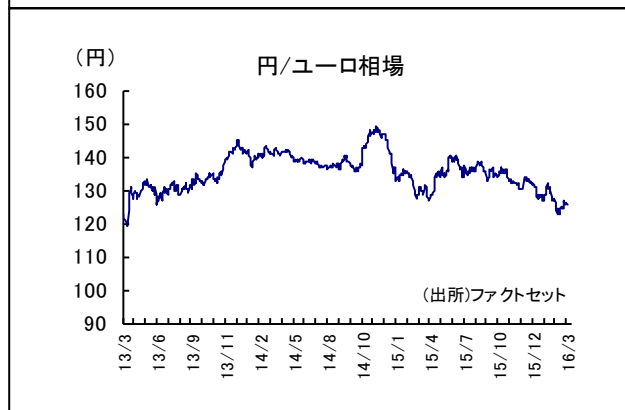
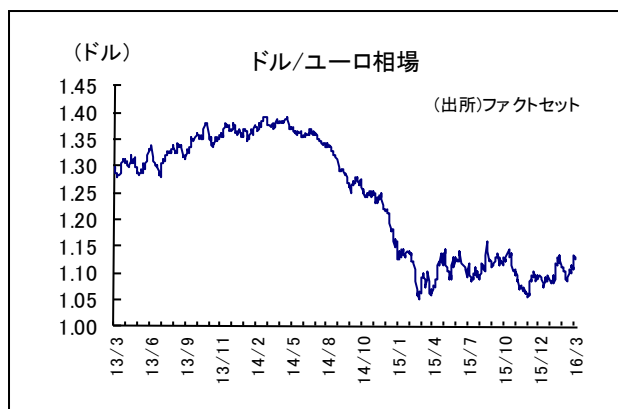
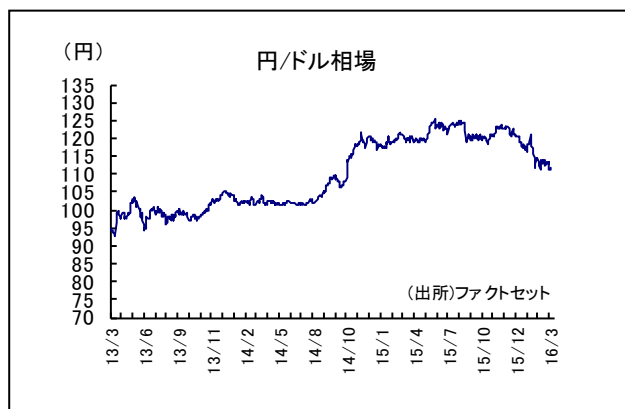


日米欧マーケットの動向 (2016年3月22日現在)

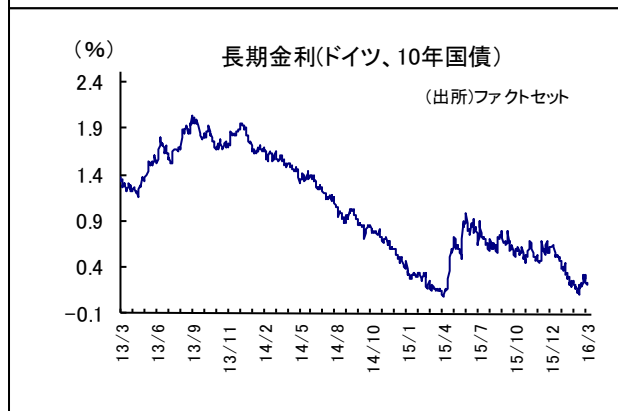
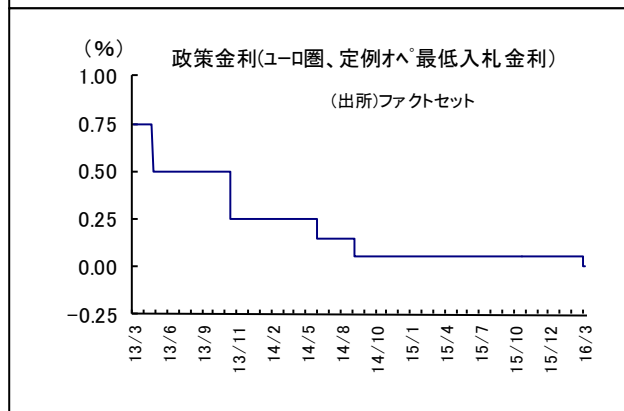
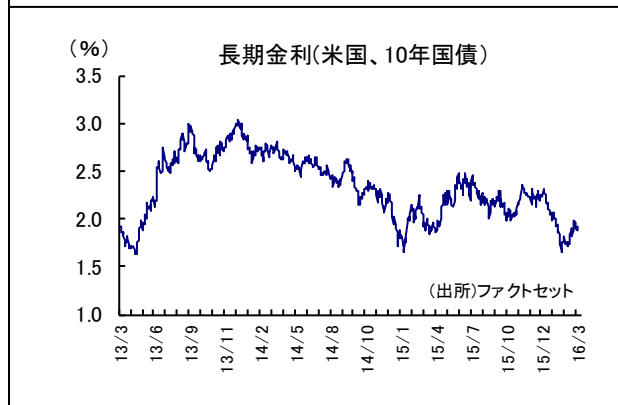
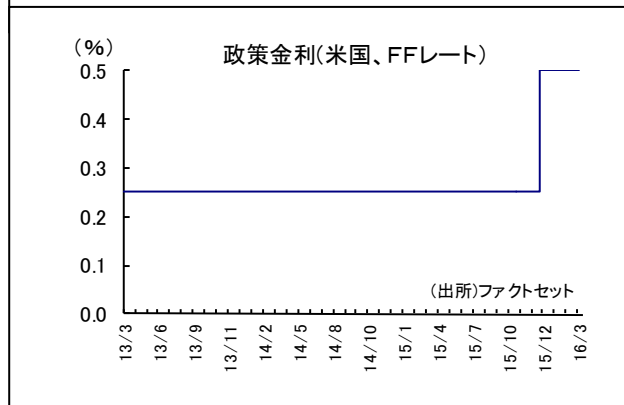
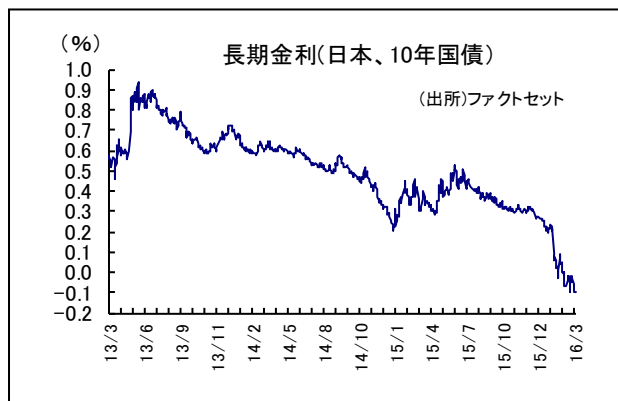
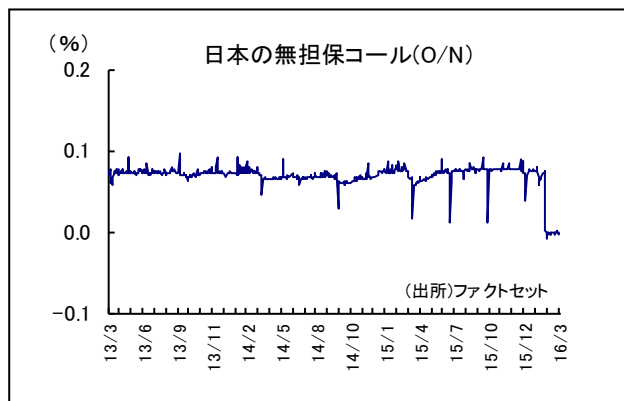
▽各国の株価動向



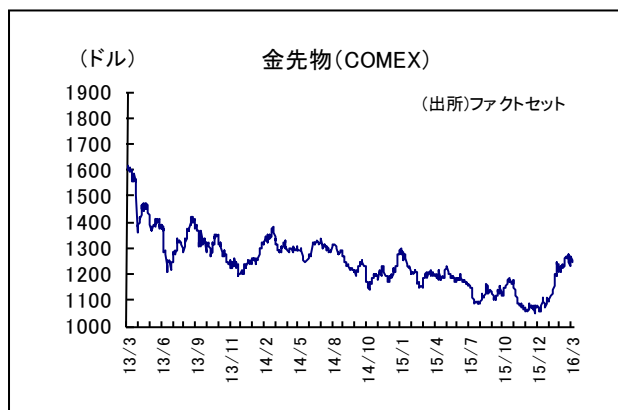
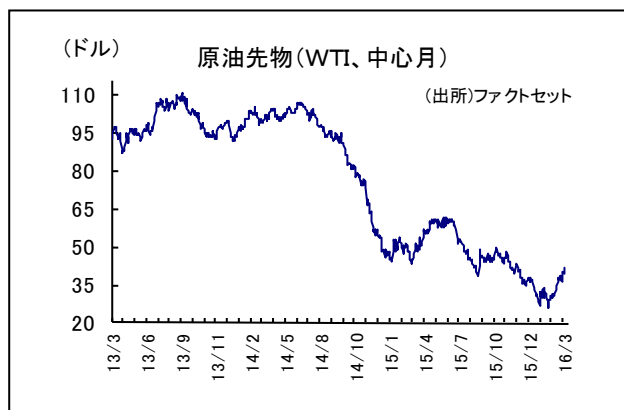
▽外為市場の動向



▽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、謝名憲一郎、信本将巳、平野真依子、山口範大、
尾家小春、安藤卓康、玉置菜摘、開発彰徳、村上梨子