



## 〈フォーカス〉 最終年に入る黒田日銀

黒田総裁が就任してから4年が経過したことで、改めて「黒田緩和」の評価を試みる向きが増えている。個人的には、「2年で2%」という、自ら掲げた最も重要な目標が達成できなかった以上、及第点を与えるのは難しいと考える。消費税や原油価格のせいにするのは釈然としない。条件付きの目標なら誰でも立てられるし、当初は条件次第とは一言も言っていなかった。そもそも5年の間、何の外的ショックもない状態を期待するのは無理である。白川前総裁は、リーマンショック、東日本大震災、欧州債務危機という未曾有の外的ショックを経験してきたのであり、これでは白川体制を批判できない。

量的・質的緩和(QQE)は、当初から、効果、手段、出口という三つの大きな問題を抱えていた。まず、効果という点では、当初から「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きかった。この点、初期段階で大幅な円安・株高を実現したのは大きな成果だったが、バズーカ第2弾以降の市場動向からは、いかに大胆な政策でも所詮、金融市場の大きな流れには抗えないことが明らかになった。初期の効果も、たまたまタイミングと運に恵まれただけの可能性が濃厚で、どこまでが金融政策の成果かはわからない。また、現状ではいつ、「トランプ砲」の餌食になってもおかしくないリスクをも孕んでいる。

二つ目は手段の問題である。18年には日銀の国債保有比率が50%を超えることが予想されるなど、国債買入れは着実に限界に近づきつつあるほか、マイナス金利は金融機関の収益や消費マインドに悪影響を与えるという副作用もあった。日銀は当面金融政策をすえ置く腹積もりとみられるが、米景気や為替動向次第では、再び金融緩和圧力が強まる展開も考えられないわけではない。しかし、もはやマイナス金利の深堀りも国債買い増しも、QQEが限界に至る時期を早めるだけに終わる可能性が高い。また、昨年9月のイールドカーブ・コントロールの導入は、自らを窮屈な立場に追い込んでしまった。足元では長期金利に上昇圧力がかけやすくなっているが、物価目標未達前の操作目標の利上げはハードルが高く、現状では緩和、引締めどちらにも動けない状況に陥っている。

まだ遠い先かもしれないが、最後に来るのが出口(金融引き締め)の問題である。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(銀行が預金金利にしわ寄せすれば預金者)、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。

足元では、QQEの効果も副作用が上回りつつある段階と考えられる。日銀はすでにアベノミックスのフロントランナーの地位を静かに降りようとしているが、今後は、物価目標の達成が見通せない状況で、いかにして市場の失望を呼ぶことなく、金融政策の正常化を進めることができるかが課題となる。(Kodama wrote)

### 目次

〈フォーカス〉最終年に入る黒田日銀……………	1	・3月14-15日開催のFOMCについて……………	11
・経済情勢概況……………	2	・主要経済指標レビュー……………	17
・黒田総裁は任期満了まで動かずか……………	3	・日米欧マーケットの動向……………	22
・貿易赤字=損失ではない……………	8		

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、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な米国景気や、政府の経済対策の効果などが後押しし、次第に景気の回復ペースをあげていくと予想する。

個人消費は、弱めの動きが続いている。今後も、雇用需給の引き締まりが名目賃金の緩やかな上昇につながると思われるものの、原油価格の持ち直しに伴う家計の実質購買力の低下などから、緩慢な回復にとどまると予想する。

住宅投資は回復が一服している。今後は、相続税対策としての貸家の節税需要が減衰するとみられるほか、所得環境の回復ペースの鈍さもあって、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、均せば回復が続くと予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しし、底堅い推移を見込む。

輸出は回復に向かっている。今後も、堅調な米国景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コア CPI）は、1月に13ヵ月ぶりのプラスとなった。引き続きエネルギー価格が押し上げ方向に寄与すると見込まれるほか、昨秋以降の円安の影響もあって、2017年度のコア CPI は、前年比+0.7%程度まで伸び幅が拡大すると予想する。

**米 国**

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や、緩和的な金融環境に支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。10-12月期以降は、減税策などの効果が見込まれることから、景気回復ペースを次第に早めるとみる。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどから、堅調に推移するとみる。

住宅投資は、雇用者数の増加などに支えられ、緩やかながら持ち直し傾向で推移するとみる。

設備投資は、企業収益の改善などを背景に、回復基調が続くと予想する。

輸出は、海外景気の先行き不透明感が残ることから、伸び悩むとみる。

FRBは2016年12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.50-0.750、25=0.50%から、0.75-1.000、50=0.75%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみており、次回の利上げは年後半に1回行なわれる年2回程度のペースで利上げが行なわれると予想する。

**欧 州**

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩和的な金融政策の継続に加え、各国の緊縮的な財政運営の見直しなどを背景に、今後も景気回復が続くと予想する。ただ、企業部門のバランスシート調整圧力が残ることなどから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

個人消費は、雇用環境の持ち直しなどに支えられ、改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、企業債務の高止まりなどを背景に、緩慢な回復が続くとみる。

ECBは2016年12月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を6ヵ月延長し、少なくとも2017年9月末までとしたほか、4月からの買入れ額を月額800億ユーロから600億ユーロへ減額することなどを決定した。買入れ資産の不足に対応するため、年後半に資産買入れ額を縮小するとともに、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

## 黒田総裁は任期満了まで動かさずか

### 景気判断は前回と変わらず

3月15日～3月16日に開催された日銀金融政策決定会合は、大方の予想どおり金融政策の変更はなかった。景気の現状判断は「緩やかな回復を続けている」が維持された(図表1)。個別項目ごとの判断もほぼ1月から横ばいであった。ある意味日銀の思惑どおりと考えられるが、このところ、金融政策への市場の関心は着実に下がっている。

(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
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(2015年)の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
4月28日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
6月16日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
7月29日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
9月21日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
11月1日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
12月20日	緩やかな回復を続けている	↑	小幅上方修正
17年1月31日	緩やかな回復を続けている	→	
17年3月16日	緩やかな回復を続けている	→	

(出所) 日銀

### 長期金利の操作目標は当面すえ置きを示唆

会合後の定例会見では、市場で根強く予想されている、10年債利回りの操作目標の引き上げについての質問が集中した。黒田総裁は、「現状では2%の「物価安定の目標」までには、まだなお距離がありまして、これをできるだけ早期に実現するためには、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を推進していくことが適切だと考えています」と述べ、当面は、現行の政策を続ける方針を示した。近い将来、物価目標が達成できる可能性はほとんどないことを考えると、このロジックに従う限り、黒田総裁の任期中は、目標水準の引き上げはないということになりそうである。

黒田総裁は、イールドカーブ・コントロール(以下YCC)の目標について、「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に、最も適切と考えられるイールドカーブの形成を促す」

ことだとしている。したがって、物価目標未達下で10年国債利回りの操作目標を引き上げるのであれば、そのほうが物価目標の達成に近づくと言うための理屈付けが必要である。しかし、黒田総裁はYCCの波及チャネルについて、「**実質金利を十分に下げて、投資あるいは消費にプラスの影響を及ぼし、経済が成長し、雇用が拡大することを通じて、賃金や物価を押し上げていくチャネル**」とも述べている。操作目標を引き上げれば実質金利が上がることになる以上、合理的な理屈付けはきわめて難しい。

現実には、政策委員の中にも、イールドカーブがもう少し立っても問題はなく、金融システムの安定という観点からはむしろ望ましいと考える向きが少なからず存在すると考えられる。ただ、物価目標の達成が最重要課題である以上、金融システムを操作目標引き上げの大義名分にはできない。昨年9月の総括検証でも、「短期金利が下がった方が、長期金利が下がるより景気刺激効果が大きい」というのが精いっぱい、さすがに、長期金利を引き上げた方がプラスとは言えなかった。説明がついたらついで、これまでの政策の誤りを認める必要が出てくる。それはできない相談で、黒田総裁は、上記のような言い方で、当面政策変更をする意思がないことを示したと考える。

### 引き上げに向けたガイダンスも考えず

記者からは、「長期金利について、どのような条件になれば長期金利を引き上げるのか、その条件のようなものを将来整備する、あるいは対外的に示す、といったお考えはありますでしょうか」と、引き上げに向けたなんらかのガイダンスを作る予定はあるのかという質問も出された。これに対しては、「**ヘッドラインの物価上昇率あるいはコア、コアコアといった指標がある数値に達したからといって、直ちに長期金利の操作目標を変えるということにはなりません**」と述べ、引き上げはあくまで総合判断で、決定会合で都度議論するとのスタンスを示している。

どのみち、「適切なイールドカーブ」の定義づけが困難な以上、ガイダンスの作成も困難である。会見では、「**昨年9月にイールドカーブ・コントロールを導入した時に、適切なイールドカーブを実現するように長期国債の買入れを進め、必要があれば指値オペも実施しますと申し上げ、それに沿って運営してきて、適切なイールドカーブ・コントロールは実現できています**」と述べているが、景気に中立的なイールドカーブは、長短金利の組み合わせ次第で無数に存在することを考えれば、適切な10年債利回りが、0.1%でも0.2%でもなく、0%でなければならぬ合理的な説明は難しい。日銀としては、「具体的な理由は言えないが適切」とのスタンスを押し通すしかない。もちろん、物価目標の達成が見えてくれば、操作目標引き上げの合理的な理由にできるが、それは当面考えにくい。

### 変動許容幅の拡大が限度か

YCCは本来、過度な金利低下を防ぐための枠組みだったが、予想以上に早く長期金利に上昇圧力がかかり始めたのは日銀にとって誤算だったと考えられる。しかし、いったんこうした政策を採用し、しかも操作目標を引き上げる大義名分が立たない以上、簡単には変えられない。変えるとしたら昨年9月同様、複雑な枠組み変更の中に、本音を紛れ込ませる手法しかないように思うが、マイナス金利、YCCとすでに何度も枠組みを変更していることを考えれば、黒田体制下での再度の変更はハードルが高い。政策の継続性にこだわる必要のない後任の総裁は（だれが就任するかにもよるが）、就任次第枠組みを変える可能性が高いとみるが、おそらく来年4月の黒田総裁の任期満了までは、現状の政策を維持する可能性が高いとみている。後任の総裁は、再度金融政策の持続性に直



面する可能性が高いほか、場合によっては出口戦略の立案、遂行という、QQEの最後にして最大の課題を手がけなければならなくなる可能性もある。失礼な言い方にはなるが、黒田総裁にとっては、「デフレの状況ではなくなった」のを花道に、再任されず「勝ち逃げ」するのが、個人的には正しい戦略になるように思われる。

早期に枠組み自体の変更を余儀なくされるとしたら、10年債利回りを維持するために国債の買い増しを余儀なくされるケースである。YCCは国債の買入れを縮小したいがためのスキームという側面もあり、YCC維持のために買い増しを余儀なくされる展開は日銀にとって耐えがたいだろう。ただ、そこまで必要になる可能性は小さいのではないかと。日銀はすでに国債発行残高の4割を保有している。黒田総裁自身も述べているように、今後、一単位の買い増しが及ぼす金利押し下げ効果はどんどん増していくはずである。2月初旬の国債市場の一時的な混乱は、明らかにコミュニケーションの失敗である。買入れ日程の公表をとりあえず市場は好感している。市場との丁寧な対話を心がければ、すぐにオペ面の限界が到来する状況ではなく、当面の債券相場のボラティリティは抑えられよう。

黒田総裁は会見で、「**長期金利の操作目標については、ぴったりゼロ%程度に釘付けするというようなことではなくて、ゼロ%程度とっています**」と述べており、これは重要なヒントであり、できるとしても、変動許容幅をなし崩し的に広げる程度が限度と考えられる。

### 合格点は与えられない

総裁就任からほぼ4年が経過したということで、会見では「2年で達成できるとおっしゃっていた4年前に比べて、金融政策の効果や可能性について、認識が変わったところがあれば教えて下さい」と、これまでの実績を振り返る質問も出された。

黒田総裁が「**物価が持続的に下落するという意味でのデフレではなくなった、と思います**」と述べた点はそのとおりで、確かに黒田体制下での日銀の成果である。「**ただ、一方で2%の物価安定の目標は実現できていません**」と、目標がいまだ達成できていないことも認めている。評価基準はいろいろあるにせよ、自ら掲げたもっとも重要な目標である「2年で2%」が達成できてない以上、黒田日銀に及第点を与えるのは難しい。黒田総裁は理由として、「**昨年9月に公表した総括的な検証でも示した通り、原油価格の下落、消費税率引上げ後の需要の弱さ、新興国発の市場の不安定化などの逆風によって、実際の物価上昇率は下落し、もともと過去の物価上昇率に引きずられやすい予想物価上昇率が、横ばいから弱含みに転じたということ、そうした逆風が昨年の半ば頃まで続いたわけですが、そうしたことが主な原因であると考えています**」と述べている。しかし、原油価格や消費税を理由にするのはフェアではない。そもそも黒田総裁は消費増税推進派であり、そうしたもともとも物価目標は日銀がしっかり責任を持つとのスタンスを示していた。条件付きの目標ならだれでも建てられるし、負の外的ショックが5年間何もないことを期待するのは僥倖に近い。そもそも当初はそうした言い方はしていなかった。物価はマネタリーな現象であり、日銀が資金供給さえしっかり行なえば、何があっても物価目標は達成できるというのがリフレ派の主張だったはずである。今となつては誰もそうしたことは言った覚えがないと言うかもしれないが、だからこそ、リフレ派は白川体制を批判できたのではないかと。原油にしても、消費税にしても、「この程度のこと」が目標未達の言い訳になるのであれば、リーマンショック、東日本大震災、欧州債務危機と、超弩級の外的ショックにさらされた白川総裁を批判できないはずである。QQEが微害微益で済むならまだいいが、日本経済にとつてもないリスクを背負わせている可能性もある点が怖い（担当：小

玉)。

(図表2) 個別項目の現状判断の推移 (下線部は主たる変更箇所)

項目	開催月 (媒体)	評価	方向感
海外経済	12月 (公表文)	新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている	↑
	1月 (展望レポート)	新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている	→
	3月 (公表文)	新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている	→
輸出	12月 (公表文)	持ち直している	↑
	1月 (展望レポート)	持ち直している	→
	3月 (公表文)	持ち直している	→
設備投資	12月 (公表文)	企業収益が高水準で推移し、業況感も幾分改善するなかで、緩やかな増加基調にある	↑
	1月 (展望レポート)	企業収益が高水準で推移し、業況感も幾分改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
	3月 (公表文)	企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
個人消費	12月 (公表文)	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	↑
	1月 (展望レポート)	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	→
	3月 (公表文)	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	→
住宅投資	12月 (公表文)	持ち直しを続けている	→
	1月 (展望レポート)	持ち直しを続けている	→
	3月 (公表文)	横ばい圏内の動きとなっている	↓
公共投資	12月 (公表文)	横ばい圏内の動きとなっている	→
	1月 (展望レポート)	横ばい圏内の動きとなっている	→
	3月 (公表文)	横ばい圏内の動きとなっている	→
鉱工業生産	12月 (公表文)	持ち直している	↑
	1月 (展望レポート)	持ち直している	→
	3月 (公表文)	持ち直している	→
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	12月 (公表文)	きわめて緩和した状態にある	→
	1月 (展望レポート)	きわめて緩和した状態にある	→
	3月 (公表文)	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	12月 (公表文)	弱含みの局面が続いている	→
	1月 (展望レポート)	弱含みの局面が続いている	→
	3月 (公表文)	弱含みの局面が続いている	→

(図表3) 先行きの見通しの推移 (下線部は主たる変更箇所)

項目	開催月 (媒体)	評価	方向感
経済	12月 (公表文)	緩やかな拡大に転じていくとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型財政政策による財政支出などを背景に、企業・家計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の、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の改善を背景として、基調として緩やかに増加するとみられる。	↑
	1月 (展望レポート)	わが国経済は、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとの、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型経済対策の効果などを背景に、2018年度までの見通し期間を通じて、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。	→
	3月 (公表文)	緩やかな拡大に転じていくとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計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の、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の改善を背景として、基調として緩やかに増加するとみられる。	→
物価	12月 (公表文)	消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	→
	1月 (展望レポート)	消費者物価 (除く生鮮食品) の前年比は、エネルギー価格の動きを反映して <u>0%程度から小幅のプラスに転じたあと</u> 、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	↗
	3月 (公表文)	消費者物価の前年比は、エネルギー価格の動きを反映して0%程度から小幅のプラスに転じたあと、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	→

(出所) 日銀

## 貿易赤字＝損失ではない

### 古くて新しい貿易不均衡問題

トランプ大統領の登場で、貿易不均衡問題に再び注目が集まっている。筆者自身、この問題については過去何度もレポートを書いているが、今一度ポイントを整理したい。

貿易収支や経常収支といった国際収支の不均衡問題は、古くて新しいテーマである。日本にとっては、高度成長期以降、巨額の貿易黒字が国際交渉の場で問題とされる時代が長く続き、米国との間で、繊維、自動車、半導体と、数々の貿易摩擦を生み出す元となった。1985年のプラザ合意では米国の貿易赤字是正のため、主要国の間でドル安誘導の合意がなされたほか、1986年のいわゆる前川レポートでは、内需拡大と貿易黒字の縮小が国策となった。近年ではサブプライム問題に端を発した金融危機も、国際収支の不均衡拡大が原因の一つとされている。

### 貿易赤字＝損失ではない

一方で、国際収支は、黒字・赤字の意味や不均衡の原因をめぐり、経済の専門家と一般の人々との間の認識ギャップが生じやすい分野でもある。まず、語感に惑わされやすいが、黒字・赤字は損益の概念とは別物である。個別企業を一国に見立てた場合、銀行から金を借りて機械設備を購入する行動は、この企業にとっての貿易赤字要因となる。しかし、こうした資金フローは、この企業が損失を計上しているかどうかとは関係がない。したがって、貿易黒字＝勝ち、貿易赤字＝負けというわけではない。トランプ氏は貿易赤字を、「ロス」と表現しているが、こうした点にも氏の認識の誤りが良く現れている。

黒字、赤字という不均衡が生じる原因についてはどうか。一般の人々は、その国に国際競争力が強い産業や企業が多ければ貿易黒字となり、逆なら貿易赤字になるという漠然とした理解をしているケースが多いかもしれない。しかし、これも誤りである。それは、世界に冠たる企業が名を連ねているにもかかわらず、長

(図表 1) 比較優位の理論の概要

- ・A国とB国という2つの国があり、それぞれがワインと毛織物を生産する。A国は1人あたりワインを2本、毛織物を8枚生産でき、B国は1人あたりワインを1本、毛織物を1枚しか生産できないとする。
- ・ワインと毛織物のどちらもA国の方が生産性が高い。この時、A国はワイン、毛織物のどちらの生産においても「絶対優位」を持っていると言う。B国にとっては、輸出するものがないように見えるが、実際はそうはならない。
- ・たとえば、A国、B国にはそれぞれ20人の労働者がいるとする。A国、B国でそれぞれ10人がワインを生産し、10人が毛織物を生産すると、A国では20本のワインと80枚の毛織物が、B国では10本のワインと10枚の毛織物が作られる。
- ・この時、A国の毛織物3枚とB国のワイン1本が交換可能だとすると、B国は20人でワインだけを20本生産し、そのうち10本をA国に輸出することにより、ワインの消費量(10本)を減らすことなく、貿易前より20枚多い毛織物を手にすることができる。
- ・一方、A国は10本のワインを輸入するため、10本分の労働力である5人を毛織物の生産に回すことができ、毛織物をさらに40枚生産できる。ここから30枚の毛織物を輸出すると、ワインの消費量を減らすことなく、毛織物を10枚多く手にすることができる。つまり、A国だけではなく生産性の劣るB国でも、利益を上げることができる。このとき、B国はワインに「比較優位」を持つという。

比較優位と貿易の利益

		A国		B国	
		ワイン	毛織物	ワイン	毛織物
貿易しない場合	生産量＝消費量	20本	80枚	10本	10枚
貿易する場合	生産量	10本	120枚	20本	0枚
	消費量	20本	90枚	10本	30枚
貿易した場合の消費量の増分		±0本	+10枚	±0本	+20枚

(出所) プロフェッショナル用語辞典「経済・金融」 明治安田生命運用調査グループ編著



年の間巨額の貿易赤字を計上し続けている米国自身が雄弁に物語っている。一方、アジア新興国の多くは逆に貿易黒字を計上している。

貿易黒字でも赤字でも、当事者は貿易によりメリットを受けている。古典的な貿易理論である比較優位の理論からは、たとえあらゆる製品で貿易相手国に生産性が劣る場合でも、貿易で双方にメリットが生じることが示される(図表1)。製品ごとに、生産性が大きく劣っているか、少しだけ劣っているかという程度の違いがあればいいということで、「少しだけ劣っている」製品がその国にとって比較優位にあるということになる。しかし、一般の議論では比較優位と絶対優位が混同されて用いられるケースがほとんどである。

**輸入減少で GDP が自動的に増えるわけではない**

トランプ大統領の経済政策のブレーンであるピーター・ナバロ氏とウィルバー・ロス商務長官は、昨年発表された論文の中で、米国の貿易赤字を削減すれば米景気が回復して数百万もの雇用が創出され、政府歳入が数兆ドル単位で生まれると主張した。しかし、主流派の経済学者でこうした考えを支持する向きは皆無に近い。元財務長官のL・サマーズ氏も、「ブードゥー(まじない)経済学」と揶揄している。

ナバロ氏は、先週3月6日に行なった講演でも改めて、「実質GDPの成長率は次の4つの要因にもっぱら依存している。消費、歳出、企業投資、純輸出の4つだ。したがって、厳しくかつ賢い交渉を通じて貿易赤字を減らすことが、純輸出額を引き上げ、ひいては経済成長率を高める方法の1つとなる」と述べた。

確かに、 $GDP = (\text{消費} + \text{投資} + \text{政府支出}) + (\text{輸出} - \text{輸入})$  というのは、どんな場合にでも成り立つ恒等式であるが、輸入を減らせば自動的にGDPが増えるわけではない。この式は本来、輸入を左辺に移項して、 $GDP + \text{輸入} = \text{消費} + \text{投資} + \text{政府支出} + \text{輸出}$ 、とみるべきものである(図表2)。左辺が総供給、右辺が総需要を示す。すなわち、輸入が減るからGDPが増えるのではなく、総需要が増えるから、GDPも輸入も増えるのである。事実、米国の場合、景気がいい時にはむしろ貿易赤字は拡大する傾向がある。輸入は供給項目なのであり、「 $\text{輸出} - \text{輸入} = \text{外需}$ 」と呼ぶ習慣がそもそもの誤解のもとになっている。中国との交渉で、知的財産の侵害等を議論するならわかるが、貿易赤字の規模自体を(しかも2国間で)問題にするのは明らか

**(図表2) GDP と貿易収支、経常収支の関係**

GDPを出発点に考えると、一国の総供給は、国内における総生産物(GDP)に、海外の生産物の購入である輸入を加えたものである。これが、消費や設備投資などの内需、あるいは外需(=輸出)のいずれかの形で支出に付されていく。すなわち、次式が成り立つ

$$GDP + \text{輸入} = \text{内需} + \text{外需(輸出)} \dots\dots ①$$

①式の左辺が総供給、右辺が総需要である。輸入を右辺に、内需を左辺に移行すると、

$$GDP - \text{内需} = \text{輸出} - \text{輸入} \dots\dots ②$$

となる。これは国内生産物のうち、内需以外の部分が、貿易収支に一致することを示している。

次に、国民全体の所得を捉えるために、海外で働く国民の賃金や、国民が海外に保有する資産からの利子や配当を加えるとともに、国内で働く外国人の賃金や、外国人が国内で保有する資産の利子・配当を控除する(海外からの所得の純受取)。GDPに海外からの所得の純受取を加えたものがGNI(国民総所得)である。すなわち、

$$GDP + \text{海外からの所得の純受取} = \text{GNI(国民総所得)} \dots\dots ③$$

②③式から、

$$\text{GNI(国民総所得)} - \text{内需} = \text{輸出} - \text{輸入} + \text{海外からの所得の純受取} \dots\dots ④$$

が成り立つ。④式の左辺が一国の貯蓄投資バランスに、右辺が経常収支に相当する。

(出所) 筆者作成

かに間違っている。

### 問題になるのは借金がかさむケース

貿易赤字が問題になるとしたら、上で述べた個別企業の例で言えば、借金で首が回らなくなるケースである。こうした議論をする場合、貿易収支ではなく、一国の資金収支全体を示す経常収支を使うのが正しいので、以下は経常収支という用語を用いるが、一国全体で大幅な経常赤字を計上し続けることは、支払いのための外貨の枯渇を招き、新興国などでしばしば通貨危機の引き金を引く要因となる。金融危機時でなくとも、新興国通貨が全般的に売られる局面では、経常赤字の国が狙われることが多い。しかし、自国通貨が国際取引の決済通貨（基軸通貨）である米国は、相手がドルを受け取ってくれる限り、とりあえず赤字を続けることができる。

### 日本の場合は財政問題が絡む

経常収支が黒字か赤字かという姿は、外需を成長の源泉とするのか、あるいは資本流入を成長の源泉とするのか、一国の成長モデルとも密接に関係しており、それぞれ一長一短がある。「国際収支の発展段階説」によれば、経済発展に応じて、一国の収入と支出のバランスが変化することにより、①未成熟な債務国（経常赤字）→②成熟した債務国（経常赤字）→③債務返済国（経常黒字）→④未成熟な債権国（経常黒字）→⑤成熟した債権国（経常黒字）→⑥債権取り崩し国（経常赤字）と移り変わっていくとされる。たとえば、未成熟な債務国の段階では、国内貯蓄が不十分なため、投資のために海外からの資本流入が必要で、経常赤字となるが、先進国からの資本流入には、先端技術を導入できるといったメリットも期待できる。また、この理論に従う限り、米国が経常赤字化するの歴史の必然でもある。

日本の場合、将来的な経常赤字化が財政不安に直結しかねないことが大きな問題となる。これまでは、日本国債の9割以上を国内投資家が購入するという安定した保有構造が、長期金利の低位安定要因の1つとなってきた。しかし、経常赤字は国内の貯蓄不足を意味するため、海外投資家により多くの国債消化を仰がなければならなくなる可能性が高まる。為替リスクを負う海外投資家は、国内投資家より高いリスクプレミアムを要求する。こうして金利が上昇に向かうことが、財政不安に拍車をかけるかもしれない。したがって、日本にとっては経常黒字が続いている間に財政再建への道筋をつける努力が不可欠となる。

ただ、こうした点はトランプ氏とそのチームが指摘している点とは関係がない。ナバロ氏が、「貿易赤字を1ドル減らせば、GDPがその分増える」と明言しているように、関心事はもっと素朴な景気との関係である。それにしても、あれだけ多くのノーベル賞を受賞した経済学者が名を連ねているにもかかわらず、誰一人大統領も国民も説得することができないとは、経済学とはなんと非力な学問なのかという印象を禁じ得ない。今は、できるだけ多くの経済学者が、象牙の塔から飛び出すべき時期のように思われる。（担当：小玉）

### 3月14-15日開催のFOMCについて

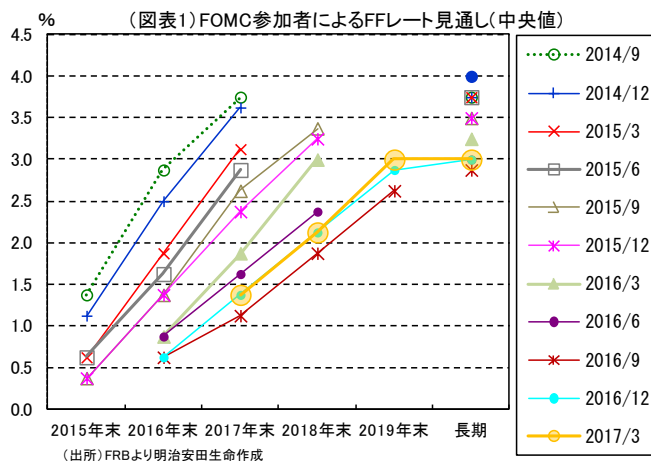
#### 昨年12月以来の利上げ

3月14-15日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、事前の市場予想どおり、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジを0.50-0.75%から、0.75-1.00%（中央値0.875%）へと引き上げることが決定した。利上げは、昨年12月以来2会合ぶり。

FRB（米連邦準備制度理事会）のイエレン議長は記者会見で、「利上げを待ち過ぎることは、いつか将来、急速な利上げに迫られ、これが金融市場の混乱と景気後退というリスクを高める可能性が高い」と述べ、利上げを待ち過ぎるべきではないとの見方を示した。同議長は「経済の堅調さと衝撃に対する回復力に自信を持っている」とも述べ、米国景気の先行きに自信を深めている様子を示した。

#### FFレートの見通しは上方修正

今回更新されたFFレートの見通し（FOMC参加者17名の予想中央値）を見ると、2017年末が1.375%、2018年が2.125%と、いずれもすえ置かれた（図表1）。2019年は2.875%から3.000%へと、上方修正されたものの、長期見通しも3.000%が維持された。1回の利上げ幅が今回の利上げと同じ0.25%となる場合、FOMC参加者の多くは2017年末までに追加で2回の利上げがあるとみていることになる。



一方、同議長は「新政権の経済政策の時期、規模、中身について多くの不確実性がある」と述べ、トランプ大統領が提唱する政策の実現性を引き続き見きわめる姿勢を示した。ただ、「FOMC参加者のなかには、見通しに何らかの財政政策を加味した」とも述べ、一部のFOMC参加者がすでに財政政策の変更を織り込んだとの見方を改めて示した。

#### インフレの現状判断は上方修正

声明文では、現状の景気判断は、前回（1月31-2月1日開催のFOMC）の「労働市場は力強さを増し続け、経済活動が緩やかなペースで拡大し続けてきた」がすえ置かれた。労働市場についても、「雇用者数の伸びは引き続き堅調」との一節がすえ置かれた。失業率は「最近の低水準近くにとどまった」から、「ここ数ヵ月ほとんど変わらなかった」へと変更されたが、低水準であるとの判断に変更はなかった。需要項目別では、個人消費は「緩やかに増加した」との判断がすえ置かれた。一方、設備投資は「軟調」から、「幾らか安定したようだ」へと、上方修正された。

1月のPCEデフレーターが前年比+1.9%となったこと受け、物価の現状判断は「委員会の長期的な到達点である2%を下回っている」から、「委員会の長期的な到達点である2%へ近づいた」へと、上方修正された。ただ、「エネルギーと食品の価格を除くと、インフレはほとんど変わらず、2%を幾らか下回っている」との一文が付け加えられ、コアインフレは2%へ近づいていないとの判断が示された。

今後の見通しのパラグラフ以降でも、インフレは「中期的に2%へ上昇する」から、「中期的に

2%付近で安定する」へと変更され、2%付近での推移が続くとの見方が示された。加えて、前回の「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進捗と見通しを注視する」との一文が「委員会は対称的なインフレ目標との比較で、インフレの実際の進捗と見通しを注視する」へと変更された。この変更についてイエレン議長は記者会見で、「2%は上限ではない」と述べ、インフレが一時的に2%を超えることを許容する可能性を示した。

**利上げペースが加速するとの解釈をけん制**

今後の利上げペースについては、声明文の「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」との一文が「委員会は、経済状況がFFレートの緩やかな引き上げを正当化する形で進む」へと変更された。この変更について同議長は「小さな変更で過剰に解釈すべきでない」と述べ、利上げペースは緩やかであるとの見方を強調した。

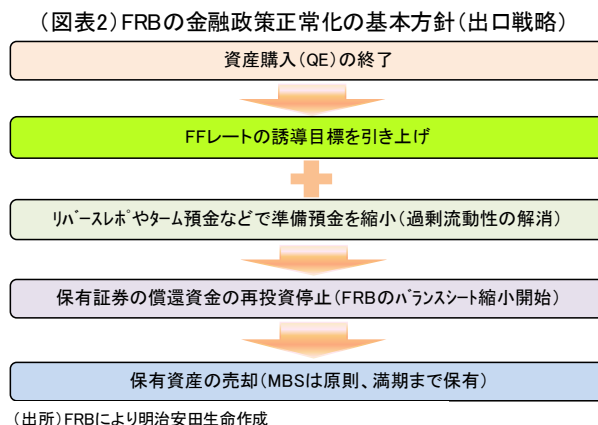
2月22日に公表された1月31-2月1日開催のFOMCの議事録では、「今後の会合で、国債の再投資、機関債とMBSの償還からの出口戦略（再投資の停止）について、政策変更を正当化する経済状況、政策変更の導入や公表方法の議論を開始する」ことが判明しているが、同議長は「再投資の方針をいずれ変更することについて協議した」と述べるにとどまった。

**今後はFRBの出口戦略とトランプ大統領の経済政策が焦点**

FRBは2011年6月に出口戦略に関する基本方針を示し、2014年9月には修正版（金融政策正常化の原則と計画）を公表しているが、今後のFOMCでも、金融危機後の資産買入れ策によって積み上がった保有資産（約4兆ドル）の縮小を検討し、年内に政策プロセスを事前に公表するとみている（図表2）。

一方、トランプ大統領が提唱する減税策やインフラ投資について同議長は、「生産性を高め、経済成長の潜在力を向上する政策が必要」と述べ、潜在成長率を引き上げる経済政策への期待感を示した。

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2010年4月の17.1%をピークに改善傾向で推移するなど、労働市場の需給改善が続いているほか、トランプ大統領が掲げる減税策なども期待できることから、米国景気は回復基調が続く可能性が高い。もっとも、トランプ大統領の主張する巨額の経済政策については、歳出削減を掲げる共和党議会との合意が得られなければ、議会での立法化は難しいことから、経済政策の規模は縮小されるとみている。加えて、経済政策の内容が潜在成長率の向上につながらなければ、潜在成長率に見合った水準で決まる中立金利に影響を与えることはできず、政策金利が中長期的に到達する水準は低いままにとどまる。2017年の利上げは、年後半に1回行なわれると予想する。（担当：信本）



**<別紙>FOMC 声明文（下線部は前回と今回の主な相違点）**

前回 2017/1/31-2/1	今回 2017/3/14-15
Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>December</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has	Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>February</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has



<p>continued to expand at a moderate pace. Job gains remained solid and the unemployment rate <u>stayed near its recent low</u>. Household spending has continued to rise moderately while business fixed investment <u>has remained soft</u>. <u>Measures of consumer and business sentiment have improved of late</u>. Inflation increased in recent quarters <u>but is still below</u> the Committee's 2 percent longer-run objective. Market-based measures of inflation compensation remain low; <u>most</u> survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p> <p>12月のFOMC会合以降に入手した情報は、労働市場は力強さを増し、経済活動が緩やかなペースで拡大し続けてきたことを示している。雇用者数の伸びは引き続き堅調であり、失業率は最近の低水準近くにとどまった。個人消費は緩やかに増加し続けたが、設備投資は引き続き軟調だった。消費者と企業の景況感を示す指標は最近、改善した。インフレはここ数四半期で上昇したが、委員会の長期的な到達点である2%を下回っている。インフレ期待を示す市場の指標は低いままであり、<u>大半の</u>調査に基づく長期的なインフレ期待の指標は総じてほとんど変わらなかった。</p>	<p>continued to expand at a moderate pace. Job gains remained solid and the unemployment rate <u>was little changed in recent months</u>. Household spending has continued to rise moderately while business fixed investment <u>appears to have firmed somewhat</u>. Inflation <u>has increased in recent quarters, moving close to</u> the Committee's 2 percent longer-run objective; <u>excluding energy and food prices, inflation was little changed and continued to run somewhat below 2 percent</u>. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p> <p>2月のFOMC会合以降に入手した情報は、労働市場は力強さを増し、経済活動が緩やかなペースで拡大し続けてきたことを示している。雇用者数の伸びは引き続き堅調であり、失業率は<u>ここ数ヵ月ほとんど変わらなかった</u>。個人消費は緩やかに増加し続け、設備投資は<u>幾らか安定したようだ</u>。インフレはここ数四半期で上昇し、委員会の長期的な到達点である2%<u>へ近づいた</u>。エネルギーと食品の価格を除くと、<u>インフレはほとんど変わらず、2%を幾らか下回っている</u>。インフレ期待を示す市場の指標は低いままであり、調査に基づく長期的なインフレ期待の指標は総じてほとんど変わらなかった。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・現状の景気判断は、前回の「労働市場は力強さを増し、経済活動が緩やかなペースで拡大し続けてきた」がすえ置かれた。</li> <li>・労働市場については、「雇用者数の伸びは引き続き堅調」との一節がすえ置かれた。失業率は「最近の低水準近くにとどまった」から、「ここ数ヵ月ほとんど変わらなかった」へと変更されたが、低水準であるとの判断に変更なし</li> <li>・需要項目別では、個人消費は「緩やかに増加した」との判断がすえ置かれた。一方、設備投資は「軟調」から、「幾らか安定したようだ」へと、上方修正された</li> <li>・昨年11月の大統領選後の堅調な経済指標を受けて付け加えられた「消費者と企業の景況感を示す指標は最近、改善した」との一文は削除</li> <li>・1月のPCEデフレーターが前年比+1.9%となったこと受け、物価の現状判断は「委員会の長期的な到達点である2%を下回っている」から、「委員会の長期的な到達点である2%へ近づいた」へと変更され、インフレが上向いているとの見方が示された</li> <li>・一方、「エネルギーと食品の価格を除くと、インフレはほとんど変わらず、2%を幾らか下回っている」との一文が付け加えられ、コアインフレは2%へ近づいていないとの判断が示された</li> </ul>	
<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, labor market conditions will strengthen somewhat further, and inflation will <u>rise to</u> 2 percent over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. The</p>	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, labor market conditions will strengthen somewhat further, and inflation will <u>stabilize around</u> 2 percent over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. The</p>

<p>Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.</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、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、労働市場の状況はさらに幾らか力強さを増すとともに、インフレは中期的に<u>2%へ上昇</u>すると予想している。景気見通しに対する短期的なリスクは概ね安定しているとみられる。委員会は、インフレ動向、および世界経済と金融情勢を引き続き注視する。</p>	<p>Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.</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、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、労働市場の状況はさらに幾らか力強さを増すとともに、インフレは中期的に<u>2%付近で安定</u>すると予想している。景気見通しに対する短期的なリスクは概ね安定しているとみられる。委員会は、インフレ動向、および世界経済と金融情勢を引き続き注視する。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・今後の見通しについては、「経済活動は緩やかなペースで拡大」、「労働市場の状況はさらに幾らか力強さを増す」との見方はすえ置かれた</li> <li>・一方、インフレについては、「中期的に2%へ上昇する」から、「中期的に2%付近で安定する」へと変更され、2%付近での推移が続くとの見方が示された</li> </ul>	
<p>In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to <u>maintain</u> the target range for the federal funds rate at <u>1/2</u> to <u>3/4</u> percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening 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 pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. <u>In light of the current shortfall of inflation from 2 percent</u>, the Committee will carefully monitor actual and expected <u>progress toward</u> its inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant <u>only</u> 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>In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to <u>raise</u> the target range for the federal funds rate to <u>3/4</u> to <u>1</u> percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a <u>sustained</u> 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 pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee will carefully monitor actual and expected <u>inflation developments relative to its symmetric inflation goal</u>. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant 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>労働市場の状況とインフレの実績と見通しを踏まえ、委員会はFFレートの誘導目標レンジを<u>0.50-0.75%ですえ置く</u>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幾らかの強まりと、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。<u>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進捗と見通しを注視する。</u>委員会は、経済状況がFFレートの緩やかな引き上げ<u>しか</u>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>労働市場の状況とインフレの実績と見通しを踏まえ、委員会はFFレートの誘導目標レンジを<u>0.75-1.00%へ引き上げる</u>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幾らかの強まりと、2%のインフレへの<u>持続的な</u>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。委員会は<u>対称的なインフレ目標との比較で、インフレの実際の進捗と見通しを注視する。</u>委員会は、経済状況がFFレートの緩やかな引き上げを<u>正当化する</u>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>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>FFレートの誘導目標レンジは0.50-0.75%から、0.75-1.00%へと引き上げ</li> <li>前回の「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進捗と見通しを注視する」との一文が、「委員会は対称的なインフレ目標との比較で、インフレの実際の進捗と見通しを注視する」へと変更。この変更についてイエレン議長は記者会見で、「2%は上限ではない」と述べ、インフレが2%を一時的に超えることを許容する可能性を示した</li> <li>今後の利上げペースについては、「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」との一文が「委員会は、経済状況がFFレートの緩やかな引き上げを正当化する形で進む」へと変更。この変更についてイエレン議長は「小さな変更で過剰に解釈すべきでない」と述べ、利上げペースは緩やかであるとの見方を強調</li> </ul>	
<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 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レート的水準が十分正常化するまで、継続すると予測して</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 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レート的水準が十分正常化するまで、継続すると予測して</p>

<p>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>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>&lt;ポイント&gt;                  ・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」がすえ置かれ、FRB のバランスシートを今後も維持するとの方針に変更なし</p>	
<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; <u>Neel Kashkari</u>; Jerome H. Powell; 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、エバンス総裁、フィッシャー副議長、ハーカー総裁、カプラン総裁、<u>カシュカリ総裁</u>、パウエル理事、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; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Jerome H. Powell; and Daniel K. Tarullo. <u>Voting against the action was Neel Kashkari, who preferred at this meeting to maintain the existing target range for the federal funds rate.</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、エバンス総裁、フィッシャー副議長、ハーカー総裁、カプラン総裁、パウエル理事、タルーロ理事。  <u>反対票を投じたのはカシュカリ総裁で、今回の会合でFF レートの誘導目標レンジをすえ置くべきとした。</u></p>
<p>&lt;ポイント&gt;                  ・ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁が反対票を投じる</p>	

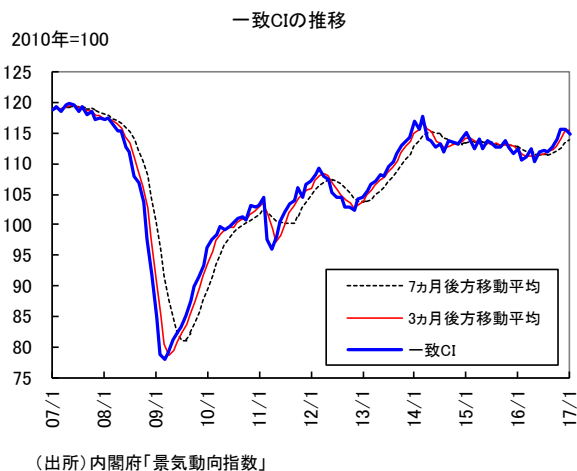


主要経済指標レビュー (3/6~3/17)

《日本》

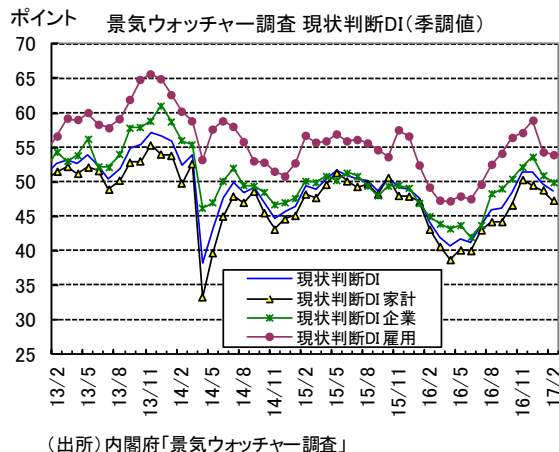
○ 1月景気動向指数 (3月8日)

1月の景気動向指数では、一致CIが114.9(前月差▲0.7ポイント)と、2ヵ月連続で低下した。内閣府の基調判断は、前月の「改善を示している」がすえ置かれた。一致指数の個別系列を見ると、卸売販売額、小売販売額が押し上げに寄与した一方、生産出荷関連指標や有効求人倍率(除学卒)が押し下げに寄与した。製造工業生産予測調査によると、2月は前月比+3.5%の増産見込み、3月は同▲5.0%と減産計画の見通しとなっている。今後の国内景気は、堅調な米国景気を背景に、輸出の回復が見込まれるほか、政府による経済対策も下支えとなって、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。



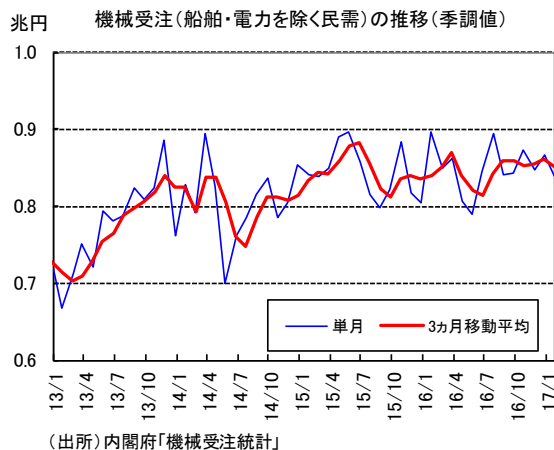
○ 2月景気ウォッチャー調査 (3月8日)

2月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が前月差▲1.2ポイントの48.6と、2ヵ月連続で低下し、横ばいを示す50も2ヵ月連続で下回った。一方、先行き判断DI(季調値)は前月差+1.2ポイントの50.6と、3ヵ月ぶりに上昇。節目の50も2ヵ月ぶりに上回り、目先の街角景況感が一進一退の推移をたどる可能性が示された。基調判断は「持ち直しが続いているものの、引き続き一服感がみられる」と、前月から事実上横ばい。ウォッチャーからは、インバウンド需要の好調を指摘する声のほか、地方を中心に人手不足の深刻さを指摘する声などが多く挙げられている。今後の国内景気は、堅調な主要国・地域経済に支えられ、外需主導で緩やかな回復が続くと予想する。



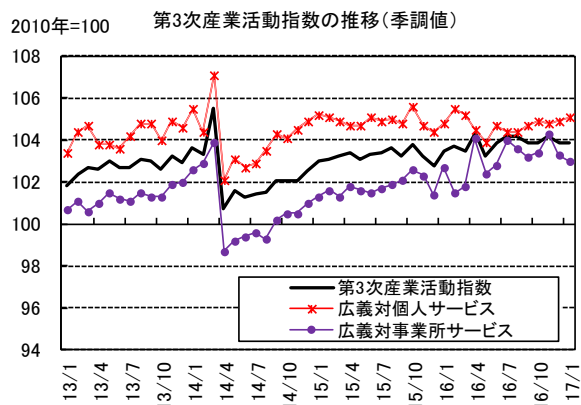
○ 1月機械受注 (3月13日)

1月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比▲3.2%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。内閣府による基調判断は、5ヵ月連続で「機械受注は、持ち直しの動きに足踏みがみられる」が維持された。業種別では、製造業が同▲10.8%と、4ヵ月ぶりのマイナス、非製造業(除船・電)は同+0.7%と、2ヵ月連続のプラスとなっており、製造業の素材業種を中心とする落ち込みが足を引っ張った。今後については、製造業の能力増強投資は伸び悩むとみるが、更新・維持や、合理化・省人化投資などが下支えするとみられるほか、訪日外国人数の増加を受けた投資も拡大傾向で推移する見込まれることから、設備投資は、均せば緩やかな回復を予想する。



○ 1月第3次産業活動指数 (3月13日)

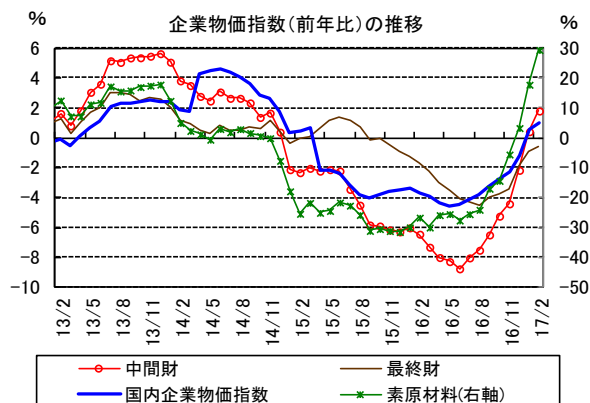
1月の第3次産業活動指数は前月比±0.0%と、前月から横ばいとなった。内訳では、広義対個人サービスが同+0.2%と、2ヵ月連続のプラスとなったものの、広義対事業所サービスは同▲0.3%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。業種別では、11業種中、8業種が上昇、3業種が低下という結果。上昇した業種では、医療、福祉、事業者向け関連サービスなどのプラス寄与が大きかった。一方、低下した業種では、卸売業、金融業、保険業などのマイナス寄与が大きかった。今後については、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスが持ち直すことで、第3次産業活動指数は全体でも改善に向かうとみている。



(出所) 経済産業省「第3次産業活動指数」

○ 2月企業物価指数 (速報値、3月13日)

2月の国内企業物価指数は前年比+1.0%と、2ヵ月連続のプラスとなった。23種目中、13項目が前月から押し上げに寄与、7項目が押し下げに寄与、3項目は前月と同じ伸びとなった。押し上げ方向に寄与した項目では、石油・石炭製品、化学製品、電力・都市ガス・水道などが目立った。押し下げ方向に寄与した項目は、生産用機器など。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が同0.0%→▲0.5%と、6ヵ月ぶりのマイナスとなる一方、輸入物価は同+1.8%→+0.7%と、6ヵ月連続のプラスとなったことを受け、交易条件は悪化した。今後も、原油価格の持ち直しや昨秋以降の円安などを背景に、企業物価は上昇傾向が続くとみる。

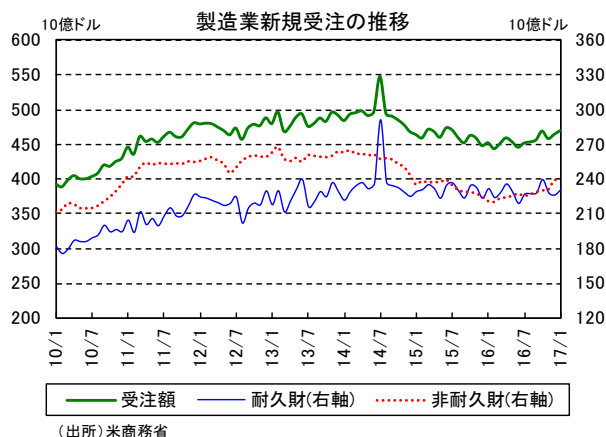


(出所) 日銀「企業物価指数」

《米 国》

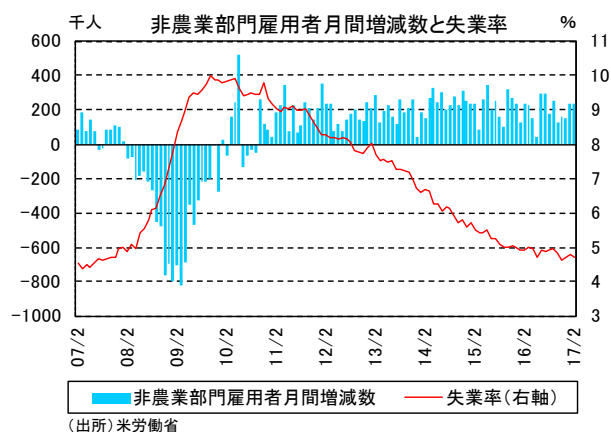
○ 1月製造業新規受注 (3月6日)

1月の製造業新規受注は前月比+1.2%と、2ヵ月連続で増加した。除く輸送機器ベースでも、前月比+0.3%と、6ヵ月連続の増加となった。耐久財は同+2.0%と、航空機が堅調に推移した結果、3ヵ月ぶりに増加したほか、非耐久財も同+0.4%と、石油などに支えられ、6ヵ月連続で増加した。ただ、設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注(除く航空機)は同▲0.1%と、4ヵ月ぶりに減少した。海外景気の先行き不透明感などが引き続き新規受注への下押し要因となるとみるが、エネルギー関連企業の業績悪化傾向には歯止めがかかっていることから、今後も改善傾向が続くと予想する。



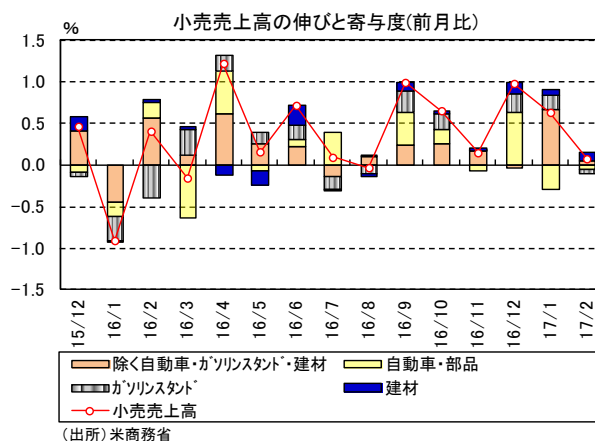
○ 2月雇用統計 (3月10日)

2月の非農業部門雇用者数は前月比+23.5万人と、増加幅が2ヵ月連続で20万人の大台を超え、市場予想(同+20.0万人)をも上回った。過去2ヵ月分も計+0.9万人上方修正されている。失業率は1月の4.8%から4.7%へと、3ヵ月ぶりに改善。時間当たり賃金も前年比+2.8%と、1月の同+2.6%から伸び幅が拡大した。2月の雇用統計は、雇用者数の回復基調が続いたほか、賃金の伸び(前年比)も拡大するなど、雇用環境の堅調さを示す結果であり、3月14-15日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)での利上げを後押しする内容となった。



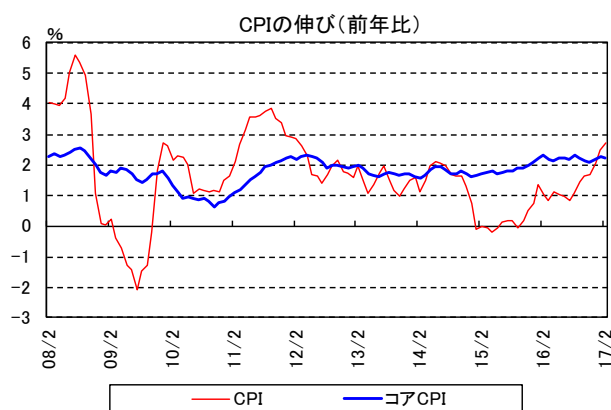
○ 2月小売売上高 (3月15日)

2月の小売売上高は前月比+0.1%と、6ヵ月連続で増加した。1月分も上方修正されている(同+0.4%→+0.6%)。内訳を見ると、ガソリンスタンドが同▲0.6%と、6ヵ月ぶりに減少したほか、飲食店も同▲0.1%と、2ヵ月ぶりに減少した。一方、建材は同+1.8%と、6ヵ月連続で増加。無店舗販売は同+1.2%と、25ヵ月連続で増加した。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、前月比+0.1%と、2ヵ月連続の増加となった。賃金が改善傾向で推移しているほか、減税策が期待できることなどから、個人消費は今後も回復基調が続くとみる。



**○ 2月CPI（消費者物価指数）（3月15日）**

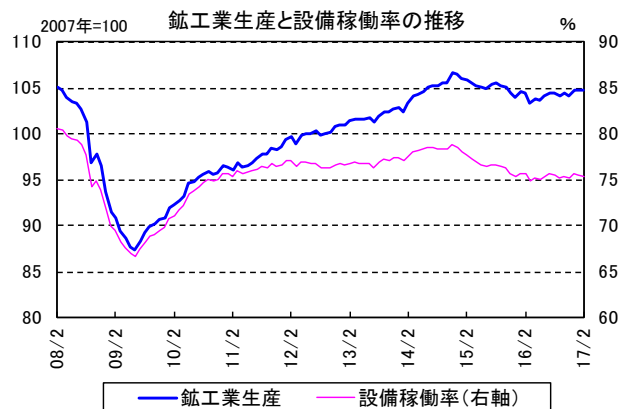
2月のCPIは前月比+0.1%と、7ヵ月連続で上昇した。前年比では+2.7%と、1月の同+2.5%から伸び幅が拡大。エネルギーが同+15.2%と、1月の同+10.8%から伸び幅が拡大し、全体を押し上げた。一方、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは前月比+0.2%と、1月の同+0.3%から伸び幅が縮小。前年比でも+2.2%と、1月の同+2.3%から伸び幅が縮小した。アパレルや医療などの伸び幅が縮小した影響が大きい。賃金の改善傾向が続くとみられることなどから、コアインフレの上昇率は今後も2%台の安定的な推移が続くと予想する。



(出所)米労働省

**○ 2月鉱工業生産（3月17日）**

2月の鉱工業生産は前月比横ばいとなった。産業別に見ると、製造業が同+0.5%と、6ヵ月連続のプラスとなったほか、石油掘削などの鉱業も同+2.7%と、2ヵ月連続のプラスとなった。一方、電気・ガスなどの公益事業は同▲5.7%と、例年より気温が高かったことで、暖房需要が減少した結果、2ヵ月連続のマイナスとなった。設備稼働率は75.4%と、2ヵ月連続で低下した。エネルギー関連企業の業績悪化傾向に歯止めがかかっていることなどから、今後の生産は持ち直し傾向で推移するとみている。



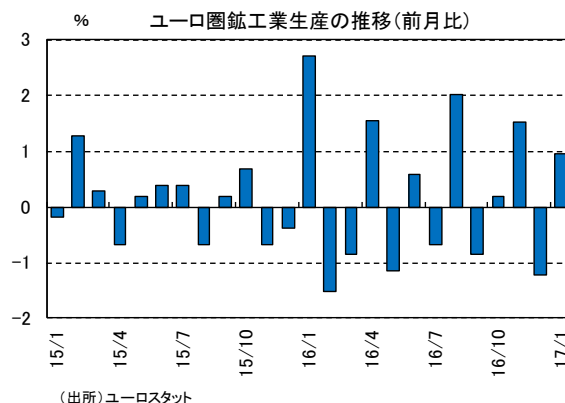
(出所)FRB



《 欧 州 》

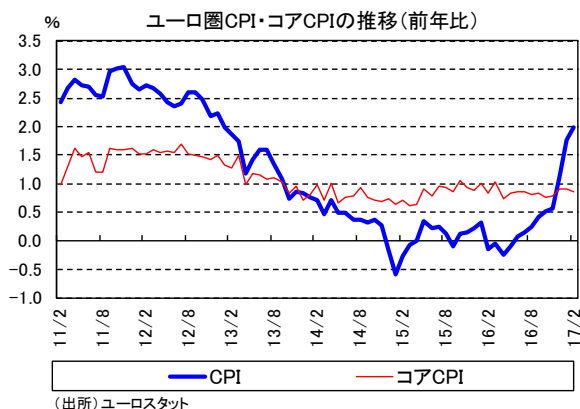
○ 1月ユーロ圏鉱工業生産 (3月14日)

1月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.9%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。財別で見ると、消費財は同+0.2%→▲0.6%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなったほか、中間財は同▲0.1%→▲0.4%と、2ヵ月連続でマイナス。一方、資本財は同▲2.8%→+2.8%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。主要国別では、フランスが同▲1.1%→▲0.3%、イタリアが同+1.4%→▲2.3%、スペインが同▲0.4%→+0.3%と、いずれもマイナスとなったものの、ドイツが同▲2.4%→+3.3%と、プラスとなり、全体を押し上げた。緩和的な金融環境に支えられ、今後のユーロ圏鉱工業生産は持ち直し傾向で推移するとみる。



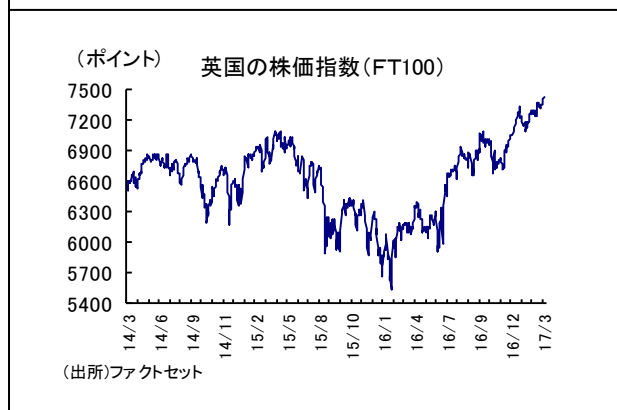
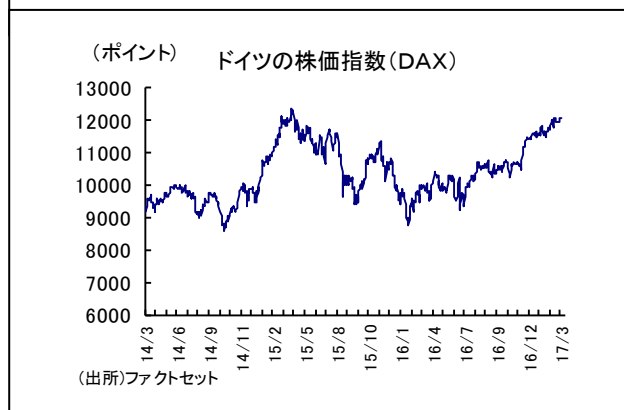
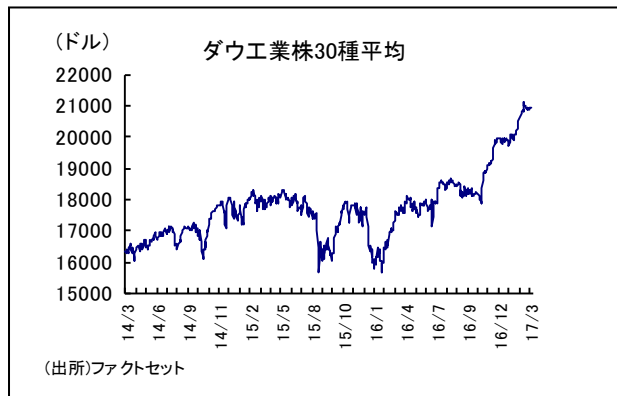
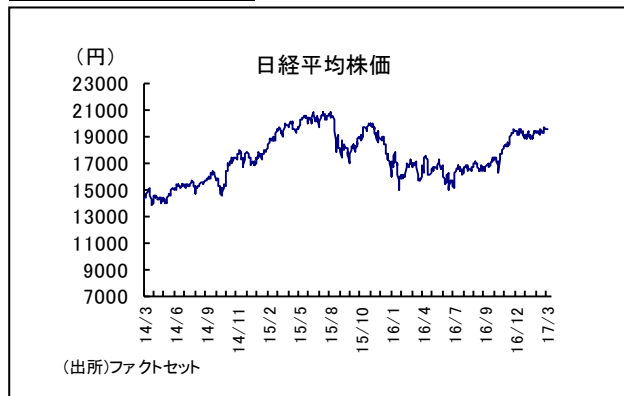
○ 2月ユーロ圏CPI(消費者物価指数) (3月16日)

2月のユーロ圏CPIは前年比+2.0%と、前月の同+1.8%から伸び幅が拡大し、2013年7月以来の伸びとなった。財価格は同+2.2%→+2.6%と、エネルギーや食品などが上昇したことで、伸び幅が拡大。サービス価格も同+1.2%→+1.3%と、伸び幅が2ヵ月ぶりに拡大した。国別では、フランスが同+1.6%→+1.4%と、伸び幅が縮小したものの、ドイツが同+1.9%→+2.2%、イタリアが同+1.0%→+1.6%、スペインが同+2.9%→+3.0%と、いずれも伸び幅が拡大した。今後は、原油価格上昇の影響が和らぐとみており、CPIの伸びは縮小傾向で推移すると予想する。

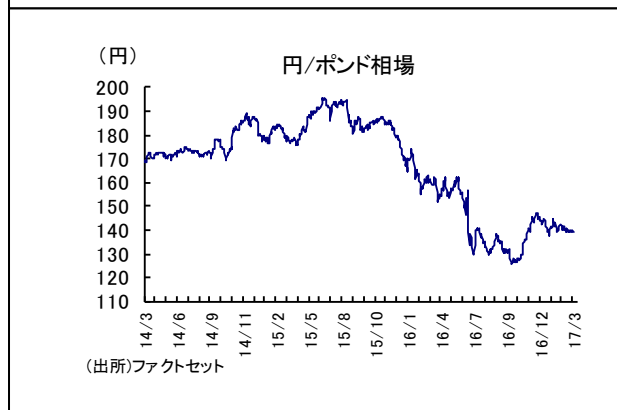
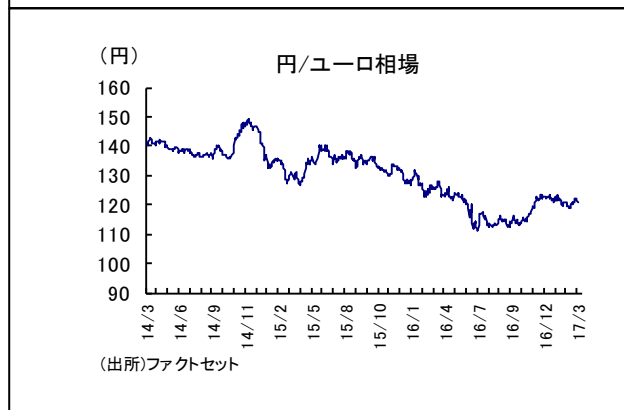
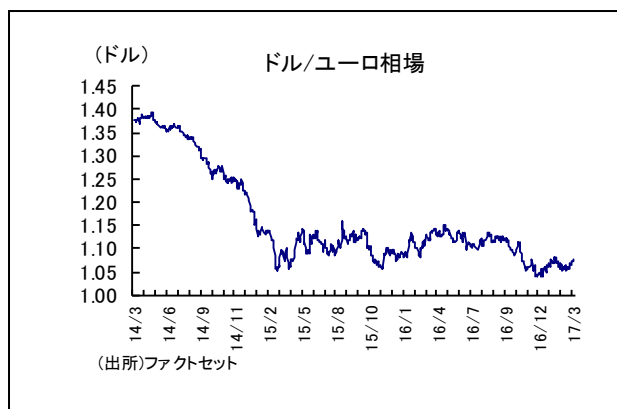
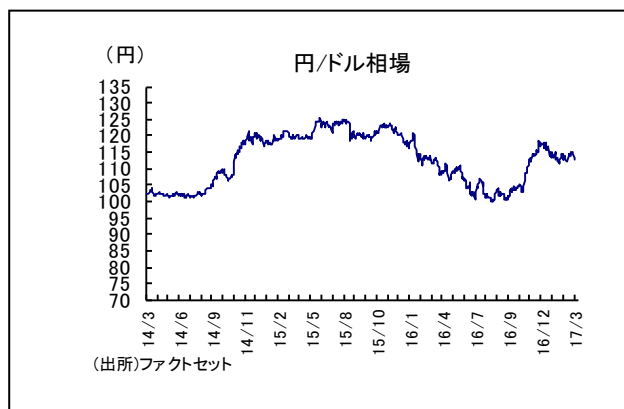


## 日米欧マーケットの動向 (2017年3月21日現在)

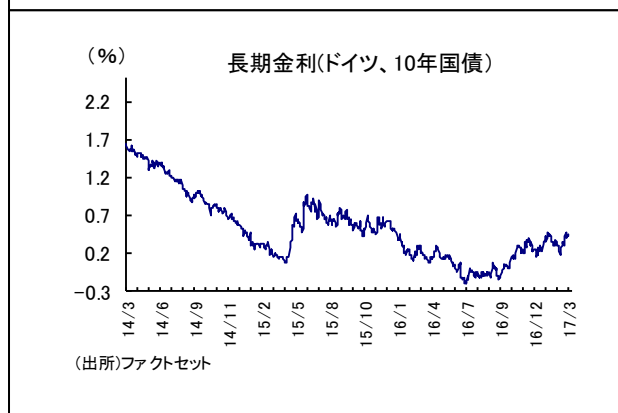
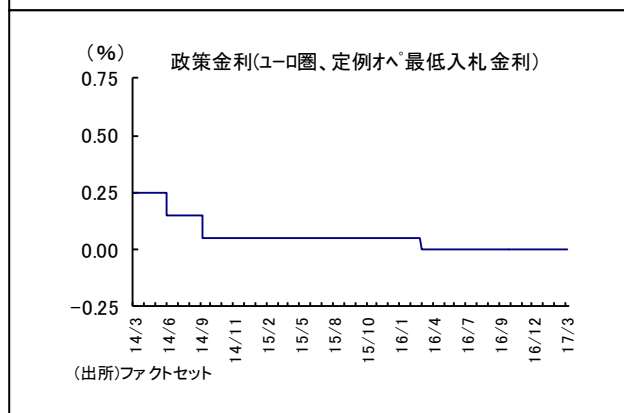
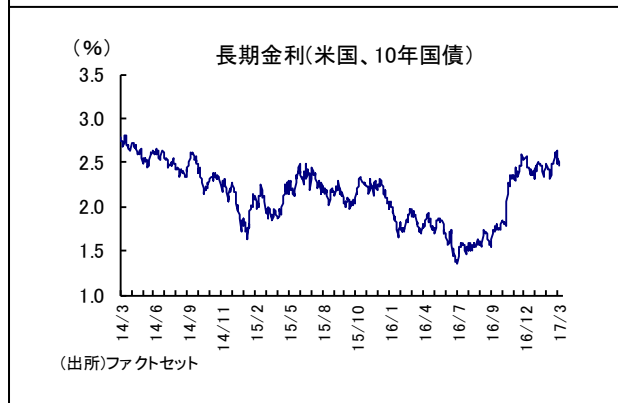
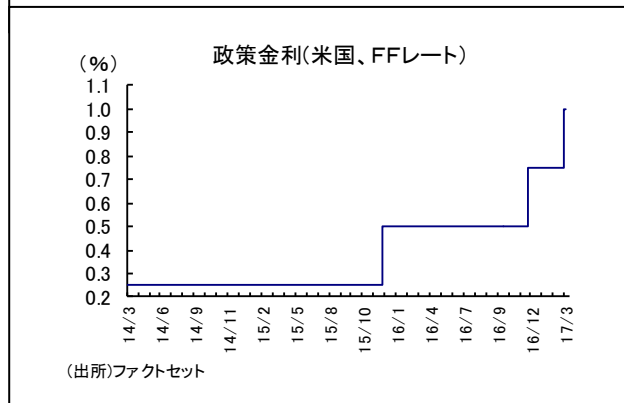
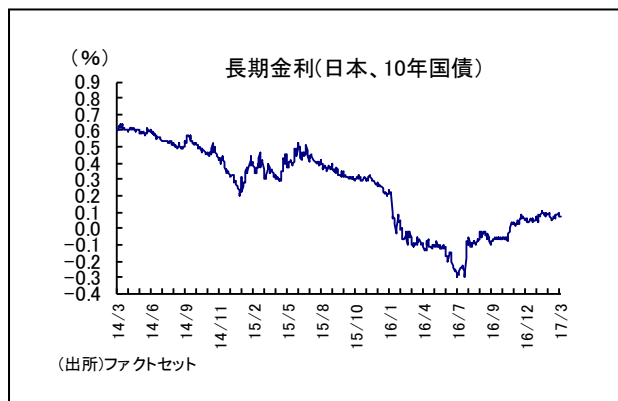
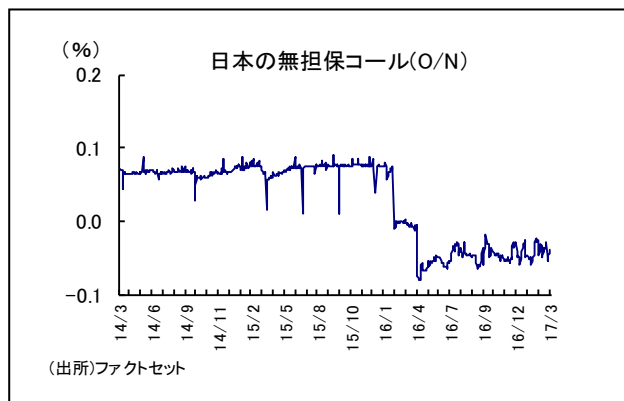
### ▽各国の株価動向



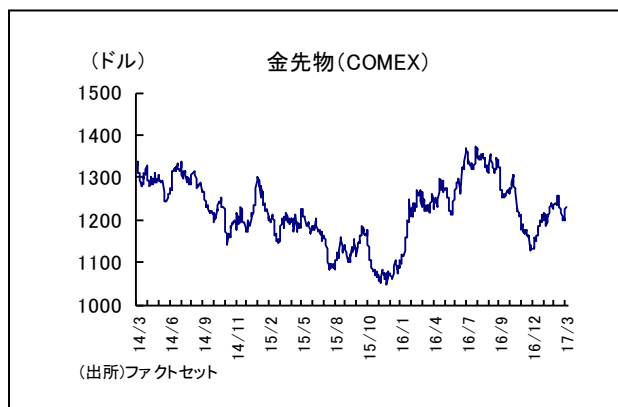
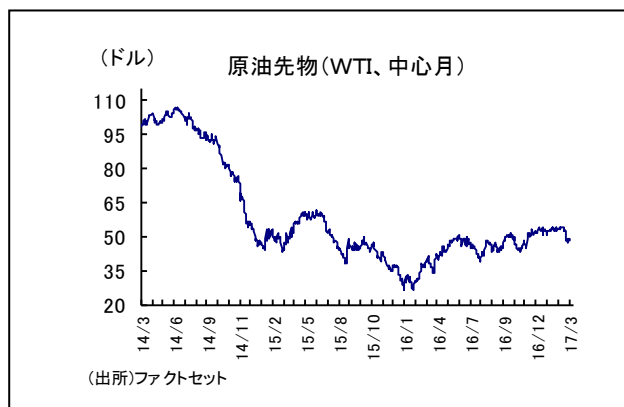
### ▽外為市場の動向



▽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、尾家小春  
開発彰徳、村上梨子、磯部雅人、陳家斉