

## 〈フォーカス〉米国の長短金利差が逆転

3月19-20日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、その急激なハト派化ぶりが市場の先行き不安を増幅するという、皮肉な結果となった。前回12月のFOMCでは、メンバー17人のうち、2019年の利上げ回数の予想は0回が2人、1回が4人、2回が5人、3回が6人と、最頻値は3回だったのに対し、今回は0回が11人、1回が4人、2回が2人と、いきなり6割超が利上げなしに転じるという豹変ぶりである。この間、米国景気にそれほど大きなトレンド変化があったようには見えず、FRBと市場のコミュニケーションが混乱をきたすのも無理はない。22日には3ヵ月-10年の長短金利差が逆転し、これが世界的な株売りに拍車をかけた。景気の先行指標としてより一般的な2年-10年はまだ逆転していないが、過去の推移を見ても同時期に相前後して逆転するケースが多く、今後同様の推移をたどる可能性は低くない。もっとも、長短金利の逆転→景気後退が信頼できる経験則とは言っても、過去30年で3回しか起きていない点には注意する必要がある。しかも、過去、景気後退の要因としては、イラク戦争、ITバブル崩壊、金融危機という、その時々で別個の外的ショックが働いていた。

長期金利のバランスが変化した要因も時代によって異なり、型にはまったパターンがあるわけではない。80年代の米国は、元々二桁の高みにあった長短金利が低下トレンドに転じ、その過程でS&L危機が勃発したことがさらなる金利低下圧力となった。90年代後半は、財政収支の改善に加え、アジア危機、ロシア・ブラジル危機といったグローバル金融市場の混乱が、米国債への「質への逃避」につながった。2000年代は、新興国の過剰貯蓄という、いわゆる「グローバルインバランス」が米国債市場への資金流入を促した。

今回に関しては、ここ数年期間プレミアムが縮小し続けているのはデータで確認できる。金融危機後に、主要国の中央銀行が軒並み超金融緩和策を採用し、長短金利がおしなべて低下に向かうなか、債券市場のボラティリティが低下したことが一因と考えられる。また、低金利下で世界的な「イールドハント」が顕著になり、先進国のなかでいち早く利上げに転じた米国の国債が買いを集めやすい構図となっている。

景気循環とは離れた、より中長期的な米国経済の成長性についての疑念も、長期金利の水準に影響を与えている。景気への影響が緩和的でも引締めの的中立金利は低下傾向にあり、実質ベースではあるいはマイナス圏にあるとの説は、サマーズ氏が長期停滞論で論じたとおりである。

今回の長短金利逆転が、景気後退の予兆かどうかは、所詮、事後的にしか確認できないが、昔よりも景気以外の理由でイールドカーブがフラット化しやすい時代になった可能性は考慮する必要がある。少なくとも長短金利の逆転そのものが景気の下押し圧力として働くわけではなく、これを見て株を売り買いするのは自分の尻尾を追う犬のようなものだろう。個人的には、米景気の余命は大方の予想以上に残っていると考えるが、FRBの立場からは、いったん正常化路線の軌道修正を余儀なくされた今、たとえ景気回復が続いても、インフレ圧力が余程高まらない限り、再度の路線修正が難しくなったのは確かである。(Kodama wrote)

目次	
〈フォーカス〉米国の長短金利差が逆転……………	1
・経済情勢概況……………	2
・日銀は3項目の判断を下方修正……………	3
・3月短観の業況判断DIは製造業が大幅悪化へ……………	11
・ハト派姿勢がより鮮明となった3月FOMC……………	14
・主要経済指標レビュー……………	19
・日米欧マーケットの動向……………	24

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、海外景気が腰折れするとは考えておらず、省力化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、引き続き良好な雇用環境や、各種イベントが下支えとなり、底堅い推移を予想する。住宅投資は、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、更新維持投資や省力化・省人化投資が下支えし、回復傾向が続くと予想する。公共投資は、オリンピック関連工事や被災地復旧工事などが下支えし、底堅く推移すると見込む。

輸出は海外景気の減速で景気のけん引役になるほどの力強さは期待できないものの、底堅く推移すると予想する。生産は、輸出の緩やかな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、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後は、原油高による押し上げ効果が薄れることで、消費税の引き上げまでは伸びが鈍化し、2019年度は+0.7%程度、2020年度は+1.0%程度となると予想する。

**米 国**

米国経済は、堅調に推移している。ただ、今後は2018年の景気を押し上げた大規模減税の効果が徐々に逓減することで、成長ペースは緩やかになると予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の改善基調が続くとみられるものの、所得税減税の効果逓減などから、増勢鈍化を予想する。住宅投資は、先行指標が悪化しており、目先は冴えない動きが続くものの、住宅取得能力の持ち直しにより徐々に下げ止まりへ向かおう。

設備投資は、法人税減税の効果逓減で企業収益の伸び鈍化が見込まれるほか、米中摩擦やねじれ議会下の政策運営に対する不透明感などから増勢は徐々に鈍化すると予想する。

輸出は、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれることから増加基調の持続を予想する。ただし、米中貿易摩擦の影響が徐々に顕在化してくることなどから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

FRBは12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを2.00-2.25%から、2.25-2.50%へと引き上げたが、1,3月FOMCでは利上げ休止を示唆した。米国経済は緩やかながら拡大基調が続くと見込まれるほか、中国では大規模な景気対策が実施されることなどから、今後FRBは利上げの再開時期を模索しよう。FRBの次の一手は、市場が織り込む「利下げ」ではなく、「利上げ」を予想するFRBは6月以降、1~2回程度の利上げを実施し、中立水準と想定される2.8%付近までFFレートを引き上げて今次利上げ局面を終了しよう。

**欧 州**

ユーロ圏経済は、主にマインド面の悪化を背景に、回復ペースが鈍化している。ただ、ECBの緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や輸出の増加を背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、改善傾向が続くと予想する。ただ、消費マインドが悪化していることから、改善ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

固定投資は、貿易摩擦への懸念から、回復ペースの鈍化を見込む。輸出は、米国向けを中心に、持ち直しが続くと予想する。

ECBは3月の理事会で、現行の政策金利を2019年を通じてすえ置くことと、2019年9月に条件付き長期資金供給オペ（TLTROⅢ）を実施することをアナウンスした。ただ、インフレ率は鈍化しており、域内景気も減速していることから、政策金利の引き上げは、2020年後半と予想する。

日銀は3項目の判断を下方修正

金融政策はすえ置き

3月14、15日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、金融政策はすえ置かれた。景気の現状判断も、一昨年（2017年）の7月以来続いている「緩やかに拡大している」との表現が維持された（図表1）。今回は、新聞報道の影響もあり、フォワードガイダンスの強化等、市場の一部で事前に金融緩和の強化を予想する向きがあったため、公表文の発表直後に一瞬円が買われた。しかし、ドル・円が安定的に推移し、かつ景気失速が定まったわけでもないなか、今回あえて動く理由はないと考える方が自然であり、大半はすえ置きと予想していた。少なくとも大規模な追加緩和が必要な状況ではないのは確かで、かといって「戦力の逐次投入」的なことをしても意味がない。とりうる緩和手段も乏しくなっているなかでは、フォワードガイダンスの強化とて、単独で切るには惜しいカードである。日銀としては、大幅な円高が進むか、景気の失速がさらに明確になるのであれば、しばらく現状維持で耐え忍ぶ腹積もりだろう。もし緩和が必要になった暁には、ある程度まとまったパッケージとして打ち出す手法をとるものと思われる。

（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7月15日	緩やかな回復を続けている	→	
15年8月7日	緩やかな回復を続けている	→	
15年9月15日	緩やかな回復を続けている	→	
15年10月7日	緩やかな回復を続けている	→	
15年10月30日	緩やかな回復を続けている	→	
15年11月19日	緩やかな回復を続けている	→	
15年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	→	
16年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
16年4月28日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年6月16日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年7月29日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年9月21日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年11月1日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年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	→	
17年4月27日	緩やかな拡大に転じつつある	↑	3ヵ月ぶりの上方修正
17年6月16日	緩やかな拡大に転じつつある	→	
17年7月20日	緩やかに拡大している	↑	
17年9月21日	緩やかに拡大している	→	
17年10月31日	緩やかに拡大している	→	
17年12月21日	緩やかに拡大している	→	
18年1月23日	緩やかに拡大している	→	
18年3月9日	緩やかに拡大している	→	
18年4月27日	緩やかに拡大している	→	
18年6月15日	緩やかに拡大している	→	
18年7月29日	緩やかに拡大している	→	
18年9月19日	緩やかに拡大している	→	
18年10月31日	緩やかに拡大している	→	
18年12月20日	緩やかに拡大している	→	
19年1月23日	緩やかに拡大している	→	

19年3月15日	緩やかに拡大している	→	
----------	------------	---	--

(出所) 日銀

**海外景気、輸出、生産を下方修正**

今のところ、日銀の景気判断が後手に回っているように見えるのは確かである。個別主要項目の現状判断のうち、今回は海外景気、生産、輸出が下方修正されたが(図表2)、いずれも前回1月の会合時点ですでに現状維持が苦しくなっていた項目であり、筆者も違和感を指摘していた。前回の定例会見で黒田総裁は、「足許アジア向けの輸出のハードデータに大きな影響は出ていません」、「米中経済は今の時点でそれほど減速していません」と述べたが、当時すでに弱含んでいた中国向け輸出はその後一段と悪化、中国景気の失速ぶりもより鮮明なものとなっている。日本の鉱工業生産も弱含みの推移が続き、直近1月まで3ヵ月連続の前月比マイナス、経産省の基調判断も下方修正された。1月の展望レポートでも、海外景気の下振れリスクについての警戒感を示す文言が随所に追加されており、その意味で下方修正に向けた布石は打たれていたわけだが、ワntenポずつ遅れている印象は否めない。

今後の注目点は、総合判断の下方修正の可能性である。すえ置きだった今回の総合判断も、全文を見ると、「わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している」から、「わが国の景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している(下線部筆者)」へと、但し書き的な要素が追加されている。下方修正バイアスがかかった形といえ、実際、こうした但し書きが加えられた場合は、過去、最終的に判断自体も下方修正に追い込まれるケースが多かった。次回4月、および7月の展望レポートが日銀にとって正念場になるだろう。総合判断が下方修正されれば、「前向きの循環メカニズムが持続」との説明も難しくなることから、追加緩和なしにはしのぎ切れないと推察される。個別項目の下方修正が増えるだけでも、市場の追加緩和期待が一段と強まるだろう。こう考えると、判断の修正が遅れ気味なものも納得がいく。

(図表2) 個別項目の現状判断の推移(直近月の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)	総じてみれば着実な成長が続いている	→
	1月(展望レポート)	総じてみれば着実な成長が続いている	→
	3月(公表文)	<u>減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している</u>	↓
輸出	12月(公表文)	増加基調にある	→
	1月(展望レポート)	増加基調にある	→
	3月(公表文)	<u>足もとでは弱めの動きとなっている</u>	↓
設備投資	12月(公表文)	企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとの、設備投資は増加傾向を続けている	→
	1月(展望レポート)	企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとの、設備投資は増加傾向を続けている	→
	3月(公表文)	<u>企業収益や業況感が総じて良好な水準を維持するもとの、増加傾向を続けている</u>	→(↘)
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、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	1月(展望レポート)	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→

	3月（公表文）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
住宅投資	12月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
	1月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
	3月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
公共投資	12月（公表文）	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
	1月（展望レポート）	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
	3月（公表文）	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
鉱工業生産	12月（公表文）	増加基調にある	→
	1月（展望レポート）	増加基調にある	→
	3月（公表文）	<u>足もとでは弱めの動きとなっているが、緩やかな増加基調にある</u>	↓
金融環境 (方向感緩和方向が↑)	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）	横ばい圏内で推移している	→
	1月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
	3月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→

(出所) 日銀

(図表3) 先行きの見通しの推移（直近月の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）	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、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、海外経済が総じてみれば着実に成長していくことを背景に、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。	→
	1月（展望レポート）	日本経済の先行きを展望すると、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとの、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、2020年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。	→
	3月（公表文）	先行きのわが国経済は、 <u>当面、海外経済の減速の影響を受けるものの</u> 、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、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、 <u>当面、弱めの動きとなるものの</u> 、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくことを背景に、基調としては緩やかに増加していくとみられる。	↓
物価	12月（公表文）	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	→
	1月（展望レポート）	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続ける	→

		ことや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に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、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	→

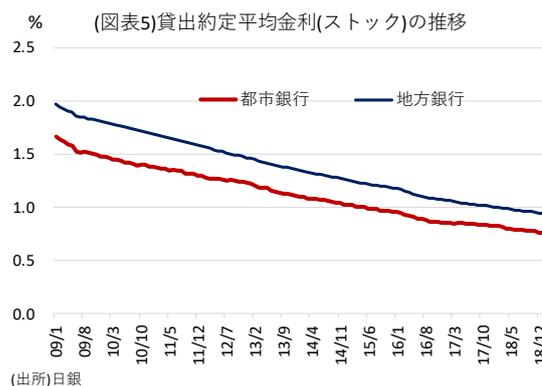
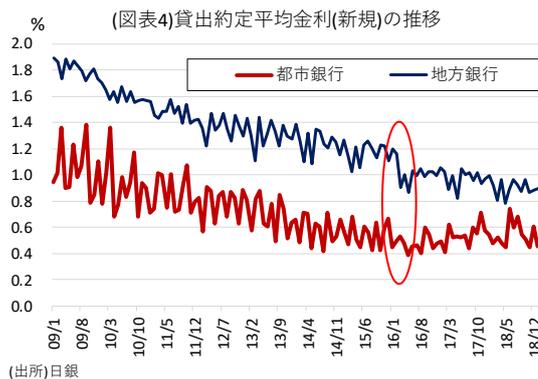
(出所) 日銀

### 乏しい緩和手段

情勢は微妙だが、筆者自身は、堅調な米国景気を背景に、追加緩和に追い込まれる事態はなんとか免れるのではないかとみている。ただ、もし緩和に追い込まれたところで、とりうる手段はいよいよ乏しくなっているのが現実である。黒田総裁は12月の会見で、「**緩和の手段として短期政策金利の引き下げ、長期金利目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速などのさまざまな対応が考えられます**」と述べていたが、いずれもこれまで、インフレ期待の醸成にほとんど効果がないことが証明された手段ばかりである。もと来た道に戻るだけでは、市場の期待に働きかける効果も乏しく、金融市場の反応も冷淡だろう。

黒田総裁も今回の会見で「**金融緩和が、市場機能、金融仲介機能に与える影響なども考慮する必要があります**」と述べているとおりで、

副作用も問題となる。量から金利に操作目標を戻した現行の枠組みのもとでは、追加緩和手段としては、マイナス金利の深堀りが第一候補となる。ただ、これ以上のマイナス金利の深堀りはもちろんのこと、現状の政策を継続していくだけでも、銀行の体力は着実に失われていく。現状では、都銀、地銀ともマイナス金利が適用される政策金利残高はほとんど保有しておらず、収益を圧迫しているのはもっぱら利ざやの縮小である。16年1月のマイナス金利導入の際は、地銀を中心に、マイナス金利ショックともいべき貸出金利の大幅低下がみられた(図表4)。都銀に関しては低下傾向に歯止めがかかっているように見えるが、地銀の新規貸出金利はいまだにじりじりと低下傾向を続けている。また、より低金利の貸出債権への入替えが続いている結果、ストックベースの貸出金利は都銀、地銀とも低下トレンドが続いており(図表5)、



預金金利の低下余地がないなか、ダイレクトに利ざやの縮小につながっている。すでに、地銀の約半数で、本業の稼ぎを示す実質業務純益がマイナスに転じている。多くの地方銀行はここ数年、有価証券売却益で利益を確保してきたが、その捻出の余地も狭まりつつあり、黒田総裁もこれまでの会見でこうした事実を認めている。このままいけば、3~4年後にはトータルで見た地銀の業務純益はほぼ枯渇するとの試算もある。この間、景気後退に陥れば、倒産企業の増加で与信コストが跳ね上がり、利ざや縮小とのダブルパンチで多くの地銀が経営危機に陥る可能性も出て来よう。

将来的なリスクまで考えた場合、これ以上のマイナス金利の深堀りは、弊害の方が大きくなる可能性が高い。原田審議委員は、3月6日の講演で「大胆な金融緩和によって日本経済全体に良いことが起きているのだから、それが金融機関にはやって来ないというのは妙なことだと思います」と述べたが、今景気拡張期の日本の総需要の伸びに占める輸出の割合が4割を超えていることを考えても、「良いこと」は基本的に海外からやってきていると考えるのが自然で、マイナス金利の方は弊害が勝りつつあるのが現実と考えられる。

### 日銀貸し出しのマイナスは可能か

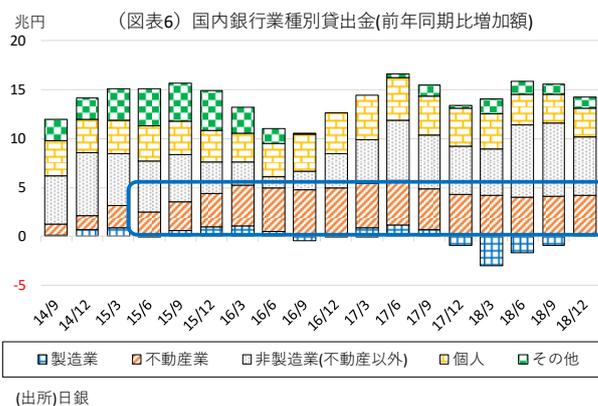
最近の市場では、負債サイドの日銀当座預金ではなく、資産サイドの日銀貸出でマイナス金利を採用する案も取りざたされている。民間銀行にとって、日銀から借りれば借りるほど利益が出るという奇策である。金融システムの機能不全という副作用を和らげつつ、緩和効果を発揮できるのがポイントとされる。

しかし、このスキームとて機能するかどうかは疑わしい。民間銀行が日銀からマイナス金利で信用供与を受けることができるということになれば、事業会社から貸出金利の大幅ディスカウント要請に曝されるのは確実で、結局、収益環境は改善しない可能性が高い。この点、金融危機時から長く続いている「貸出支援基金」にしても、発足当初から有難迷惑との声はあった。操作目標を10年債から5年債に変更するなどの手法で、10年債利回りの変動を自由化し、長短スプレッドの拡大を促せば、金融システムの機能維持との両立は図れるが、日銀が追加緩和を余儀なくされる環境下で、こうした手段をとってもイールドが立つかどうか不透明なものに加え、立ったら立って命綱である資産価格ルート、特に為替相場へ与える影響が不透明になる。別にマイナス金利導入時も円安が進んだわけではなく、筆者自身は、為替相場がどう動くかは所詮そのときのムード次第と考えるが、日銀が追加緩和を余儀なくされる環境は、ただでさえ強い円買い圧力がかかっている場面である。日銀としては、火に油を注ぐ可能性を警戒せざるを得ないのではないか。

また、すでに金利が設備投資の制約要因でなくなって久しいことを考えれば、金利チャネルを通じた実体景気への効果はわずかなものにとどまりそうである。上述のように今度はインフレ期待も上がると信じる理由はなく、実質金利の低下余地も限られよう。これで収益性の低い投資案件が増えるようなことになれば、逆に将来的な成長力の阻害要因にもなりうる。マイナス金利の際も、伸びたのはもっぱら不動産業界向けと個人の住宅ローンの借り換え需要だったことを考えれば（図表6）、単に都市部の不動産バブルを深刻化させるだけに終わる可能性も捨てきれない。

### 国債市場の機能不全も進む

国債市場の価格発見機能も失われて久しく、機能不全は深刻化しつつある。足元では、10年国債利回りまでマイナス圏内に沈んでいる。背景には、ドルを元手に資金調達することで、マイナス金利でも利ざやを得ることが可能な海外投資家が、日本国債を選好する動きが続いていることがある。米国の利上げ停止観測が高まったことや、ECBの政策変更に伴う欧米金利の低下も、こうした動きに拍車をかけている。国内銀行がマイナス金利を嫌って政策金利残高を保有せず、郵貯や農林中金



(その他の準備預金制度適用先)も保有額を落とし続けるなか、外銀は逆にマイナス金利を積極的に負担しており、18年後半以降、外国銀行とその他の準備預金制度適用先との政策金利残高のシェアは逆転している(図表7)。

日銀は、国債発行残高の4割以上を保有しているが、年限別の保有シェアをみると、5年債では7割以上に達している(図表8)。これでは、前述のように5年債に操作目標を移すのも難しいかもしれない。今のところ、日銀は国債市場をコントロール下においているが、今後も流動性の低下が続いた場合、市場にどのようなボラティリティが生じるかは予断を許さない。国債市場は需給相場の様相をますます強めつつあるが、さすがにオーバーシュート気味の印象は否めない。日銀は、3月の国債買入れ方針で、実質的な減額姿勢を示すなど、市場に買われ過ぎとのシグナルを送っているように見えるが、今のところ市場が反応する気配はない。ただ、海外投資家も利益確定売りのタイミングを見極めてみるとみられ、ふとしたきっかけで相場が乱高下する可能性は残る。

日銀は、国債買入れに関しては、ここまで順調な正常化路線を歩んできたといえる。80兆円をめぐってしてきた年間の積み増し額は、すでに3分の1程度のペースにまで鈍化している。政府の新発国債発行額が新年度予算で33兆円まで減少していることを踏まえれば、日銀の保有シェアはこれ以上上がる状況にはない。しかし、これまでの日銀買入れに伴うストック効果が金利低下圧力として効き続けているのに加え、追加緩和で国債の買い増しに踏み切った場合は、これまでの努力が水の泡となる。

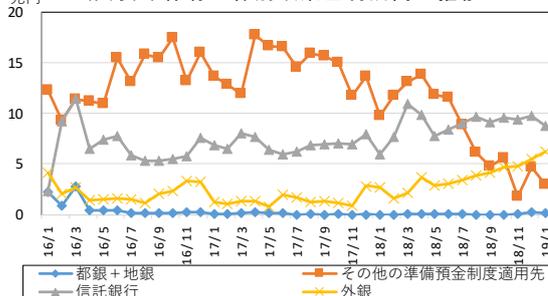
**財政リスクも無視できず**

より長い目で見た場合、低金利で財政が麻痺状態に陥っている弊害も指摘しないわけにはいかない。

低金利が常態化してきたことで、これまでは政府債務残高の膨張のリスクが過小評価され、それが財政再建意欲の弛緩につながってきたことは否定できない。1987年から2017年までの30年間の推移を見ると、公債残高は152兆円から853兆円へと6倍近くに拡大したにもかかわらず、利払い費は10.4兆円から7.9兆円へと逆に2割以上も減少した(図表9)。1987年の

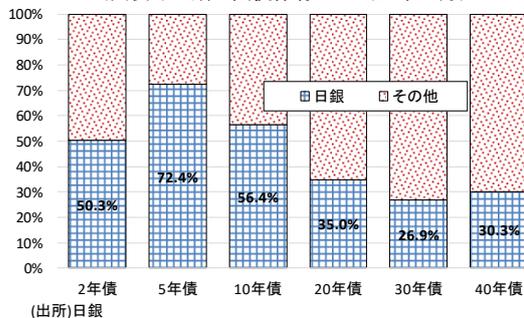
時点では国債の利率加重平均が6.48%だったのが、17年には0.98%と、債務残高とは逆に6分の1以下にまで低下してきた影響にほかならない。今後、債務拡大のペースが変わらない場合、それを上回るペースで金利低下が進むのはさすがにありえないことから、利払い費は徐々に拡大する可能性が高く、すでにその兆候は現れている。利払い費が上がってはじめて、政府・国民は、政府債務

(図表7) 保有主体別政策金利残高の推移



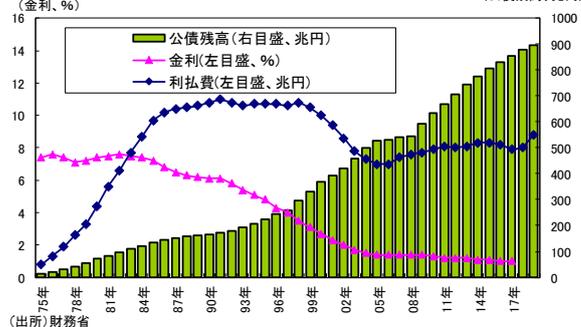
(出所)日銀

(図表8) 日銀の国債保有シェア(18年11月)



(出所)日銀

(図表9) 利払い費と金利の推移



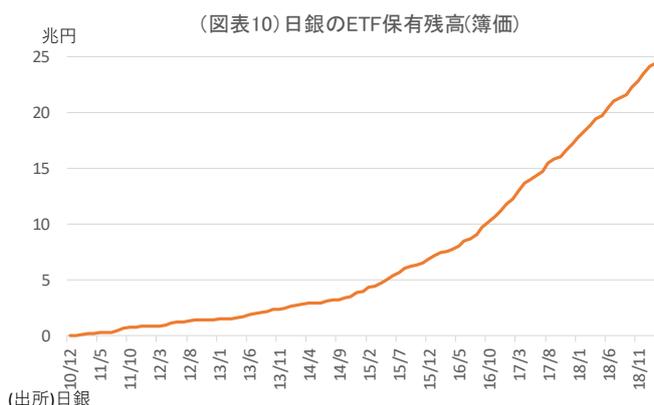
(出所)財務省

残高が GDP の 2 倍近くに達していることの意味を突きつけられることになるかもしれない。長期金利は基本的に市場が決めるべきものである。これを政策的にコントロールするという政策に慣れてしまうと、景気回復後も日銀に国債を買わせ続けるといった、筋悪な方向に議論が流れやすい（金融抑圧）。また、日銀が必ず長期金利を押さえられるわけではない。いったん財政ファイナンスと市場にみなされれば、大量買取りで市場取引が細っている分、金利はむしろ上がりやすくなるかもしれない。

日本の政府債務は、すでに発散過程にある可能性が高い。徴税権を持っている政府は、B/S や P/L の悪化度合いが破綻に直結するわけではなく、政府の財政のかじ取りへの信頼性が維持できるかどうか大きく依存しているが、ここまでくれば、経常収支の赤字化、国債の格下げ、日銀の引き締め姿勢への転換など、どれもきっかけになる可能性がある一方で、欧州債務問題のとき同様、相場の認識が唐突かつ非連続的に変化する可能性も高い。不謹慎だが、東海大地震の予想と同じで、1年後か、5年後か10年後かはわからないが、いずれはやってくるイベントのようにも思われる。増税余地も歳出削減余地も十分に残されていること、産業基盤がしっかりしていることを考えれば、日本の場合はハイパーインフレの可能性はないと思うが、金融インフラが棄損し、景気の低迷と潜在成長率の低下が日本経済の成長力を長期にわたって蝕むパターンであれば十分ありうる。

**ETF 買入れが株式市場を歪める**

日銀が ETF 購入を始めたのは、白川前総裁時代の 10 年 12 月からで、足元では 9 年目に突入している。買入れ額は段階的に増額、英国が EU 離脱を決めた直後の 16 年 7 月に、3.3 兆円を 6 兆円に拡大して今に至る。現状ではほぼ目標通り買入れを続けており、日銀の保有残高は、18 年 9 月末で 21.8 兆円に達している（図表 10）。時価ベースでは 29.0 兆円である。黒田総裁は今回、「**ETF を通じた日本銀行の株式保有割合は、現時点でも株式市場全体の 4%程度にとどまっています。—中略—**



**現時点では株式市場の機能に何か影響を及ぼしているということはないと思います」と説明しているが、投資信託協会が発表している株式追加型ETFの純資産残高は、9月時点で37.4兆円であり、これとの比較では単純計算で78%を保有していることになる。すでに上場企業の4割で上位10位以内の大株主になっているほか、ファーストリテイリングの浮動株に占めるシェアは9割前後にまで達している模様で、歪みがないとは言えないだろう。**

株式市場における日銀の存在は、株価の調整局面では、投資家の心理的な下支え要因になってきたが、そもそも株式購入のような資源配分にかかわる仕事が、中央銀行の「矩(のり)」を超えていることは論を待たない。償還期限がある国債とは異なり、ETFは売却しない限り日銀の資産として残る。すでに簿価ベースで自己資本の5倍に達しており、株価下落時には多額の含み損を計上する恐れもある。中央銀行は、民間会社と違って債務超過に陥ったとしても、インソルベントになるわけではなく、ただちに金融政策の遂行に問題が生じるわけではないが、中長期的には円の信認に

影響する可能性は捨てきれない。これ以上のETF買い増しは説明責任という点で次第に難しくなると考えられる。

また、東京証券取引所は、東証1部の上場・降格基準を厳格化し、「プレミアム」市場と位置付けて対象企業を絞り込む方針を固めている。これにより、日銀の買入れ対象となるETFから外れる企業は売りが殺到する展開も予想される。それまで買入れが続けばではあるが、今後はどうやって継続性を担保していくかが課題となる。

こうみると、どの手段も問題が大きいが、どのような政策パッケージをとるにしても、次なる景気後退局面では、財政が主役とならざるをえないだろう。日銀はその事実上の側面支援として国債を買い増していくことになると考えられる。結局、日銀は、黒田総裁が会見で否定した「現代金融理論(Modern Monetary Theory、MMT)」の妥当性を試す役割の片棒を担がざるをえないのかもしれない。(担当：小玉)

### 3月短観の業況判断DIは製造業が大幅悪化へ

#### 政府は「景気回復」の判断を維持

政府は、3月20日に公表した月例経済報告において、基調判断を「緩やかに回復している」から「このところ輸出や生産の一部に弱さもみられるが、緩やかに回復している」に変更した。2016年3月以来、3年ぶりに表現を下方修正しつつも、景気回復の判断は維持した形である。先行きについても「当面、一部に弱さが残るものの、雇用・所得環境の改善が続くなかで、各種政策の効果もあって、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、通商問題の動向が世界経済に与える影響や、中国経済の先行き、海外経済の動向と政策に関する不確実性、金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある（下線部筆者）」としている。こうした環境下、企業が足元や先行きの景気動向をどのように見ているのか、4月1日に公表される日銀短観（2019年3月調査）が待たれるところである。本稿では、日銀短観と連動性の高いロイター短観、QUICK短観、内閣府の景気ウォッチャー調査などから、その結果を予想した。

#### 大企業・製造業の業況判断DIは悪化へ

まず、大企業・製造業の業況判断DIは、12月調査の+19から+14へ、5ポイントの悪化を予想する（図表1）。米中貿易摩擦、中国経済の減速、世界的なITセクターの調整等が景況感を下押しすると見込む。

大企業・製造業の業況判断DIと相関の高いロイター短観を見ると、3月の製造業の業況判断DIは+10と、12月の+23から13ポイント悪化した（図表2）。月次の推移では、1月は+18（前月から5ポイント悪化）、2月は+13（同5ポイント悪化）、3月は+10（同3ポイント悪化）となっており、昨秋に世界景気後退懸念が高まって以降、下落基調が続いている。

業種別に12月調査からの動きを見ると、9業種中、6業種（石油・窯業、鉄鋼・非鉄、食品、金属・機械、電機、精密機器）が悪化、1業種（化学）が改善、2業種（繊維・紙パ、輸送用機器）が横ばいとなっている。企業からは「半導体製造装置、IT関連の冷え込みが業績にネガティブ」といった半導体需要の落ち込みを指摘する声や、「中国自動車市場が失速している」といった海外需要の減退をうかがわせる声が挙がっている。一方で、「世界市場は昨年から急速に縮小したが、下げ止まりを見せており、さほど悪くない状況に戻りつつある」（機械）という、景況感の悪化トレンドの不服を期待させるコメントも見受けられる。

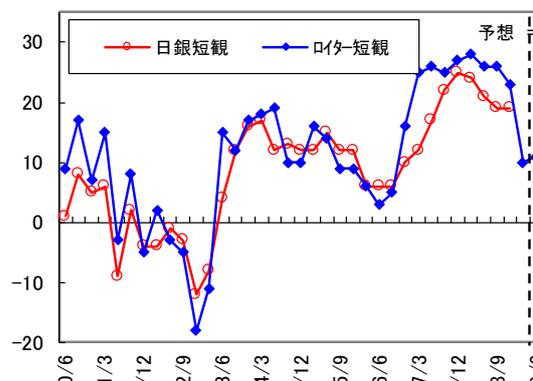
QUICK短観を見ると、製造業の3月の業況判断DIは+12と、12月の+20から8ポイント悪化した。月次の推移を見ると、1月は+16（前月から4ポイント悪化）、2月は+11（同5ポイント悪化）、

（図表1）日銀短観（3月調査）業況判断DIの予想

	12月調査実績		3月調査の当社予測値			
	12月最近	3月先行き	3月予測	変化	6月予測	変化
大企業	21	18	18	▲3	17	▲1
製造業	19	15	14	▲5	13	▲1
非製造業	24	20	23	▲1	22	▲1
中小企業	12	6	9	▲3	6	▲3
製造業	14	8	9	▲5	7	▲2
非製造業	11	5	10	▲1	6	▲4

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成

（図表2）景況感指数の推移（大企業・製造業）



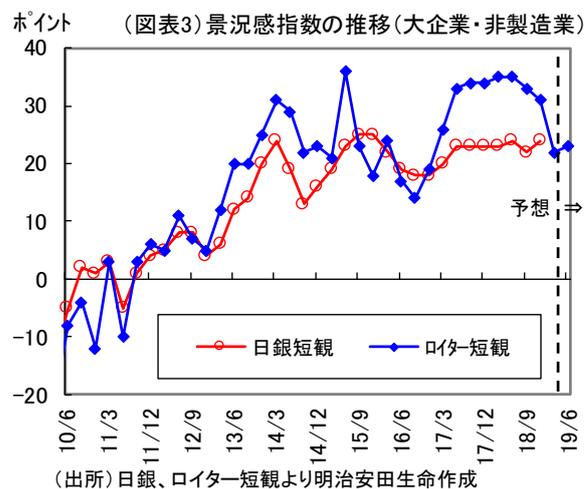
（出所）日銀、ロイター短観より明治安田生命作成

3月は+12（同1ポイント改善）となっている。3月調査に寄せられたコメントを見ると、「米中貿易戦争の影響がじわじわと出始めてきている」、「Brexitの影響で、欧州全体の経済が落ち込み、世界経済に伝播する可能性がある」など、海外要因による下押しを懸念する声が挙がっている。

世界景気の悪化トレンドに変化の兆しがみられるとはいえ、こうした不安が簡単に払しょくされるとも考えにくく、日銀短観における大企業・製造業の先行き6月は+13と、3月調査の当社予想（+14）から1ポイント悪化すると予想する。

**大企業・非製造業の業況判断DIも小幅悪化へ**

ロイター短観における3月の非製造業の業況判断DIは+22と、12月の+31から9ポイント悪化した（図表3）。月次の推移を見ると、1月は+31（前月から横ばい）、2月は+22（同9ポイント悪化）、3月は+22（同横ばい）と、2月に大幅悪化したあとは横ばいとなっている。業種別に12月調査からの動きを見ると、6業種中4業種（不動産・建設、卸売、通信・情報サービス、運輸・電力等）が悪化、2業種（小売、その他サービス）が改善となった。コメントを見ると、「人員不足の影響で



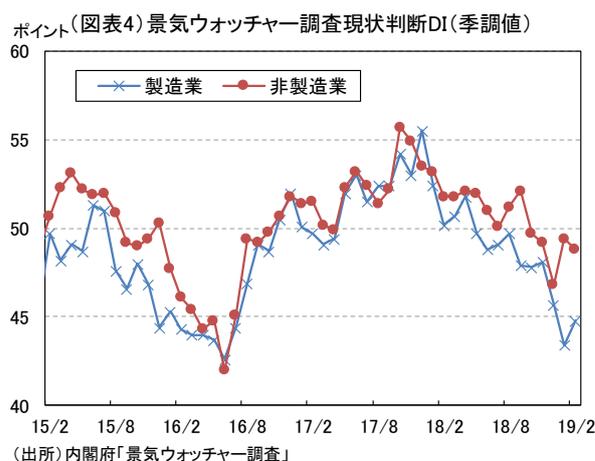
工事の進捗が遅延気味であるうえ、資・機材高騰が顕著となり、利益を押し下げている」、「人件費、外注費の高騰により業績が圧迫されている」など、人手不足やコスト増が依然として下押し圧力となっていることがわかる。「米中貿易摩擦で得意先の中国向け案件が止まっている」、「インバウンド売り上げが失速し、衣料品の不振も継続している」など、製造業同様、海外の政情不安や景気減速による悪影響にも言及されている。

QUICK短観では、非製造業の業況判断DIは、3月は+35と、12月から横ばいだった。単月の推移を見ると、1月は+36（前月から1ポイント改善）、2月は+34（同2ポイント悪化）、3月は+35（同1ポイント改善）となった。

日銀短観における大企業・非製造業の業況判断DIは、製造業と比較すると悪化の度合いは緩やかなものになるとみるものの、慢性的な人手不足などが下押し圧力となり、12月調査の+24から+23へと、1ポイント悪化すると予想する。先行きの業況判断DIも+22と、3月からさらに1ポイント悪化するとみている。

**中小企業の業況判断DIも悪化を予想**

2月の景気ウォッチャー調査を見ると、企業動向関連DIが46.9（製造業44.8、非製造業48.8）



と、2ヵ月連続で改善したものの、節目の50は5ヵ月連続で下回った（図表4）。ウォッチャーの判断理由を見ると、「東京オリンピックに向けて、周囲の明るさや、いろいろな環境整備がされることで活気付くきっかけとなり、気持ちが前向きになっている」（東海＝通信業）、「平成の終わりが近づき、祝賀ムードによる好景気が見込まれる」（南関東＝税理士）など、各種イベントを控

え明るいムードも出始めている。一方で、「製造業の設備投資需要などは、底堅く推移しているものの、一部で米中貿易摩擦の影響が出始めている」（甲信越＝金融業）といった海外要因の下押しを指摘する声や、「消費税増税前の駆け込み需要はなく、むしろお金を使うことに消極的である」（北関東＝広告代理店）など、増税前の駆け込みが予想以上に盛り上がっていない様子などもうかがわれる。

先行きの企業動向関連DIは48.7（前月差+1.9ポイント）とこちらも2ヵ月連続で改善したものの、節目の50を5ヵ月連続で下回っている。ウォッチャーからは、「米国の動向、北朝鮮問題、英国のEU離脱問題などが世界を不安定にしている。直接の影響はないにしろ消費マインドを上向かせるような材料に乏しく、しばらくは景気の低迷が続く」（北海道＝家具製造業）、「米中貿易摩擦の影響がIT関係を中心に顕在化してきており、関連業界においても当面は売上が低迷する」（南関東＝金融業）、「まれにみる国際的な不安要因のほか、国内にも政治問題が広がっているため、とても安心はできない」（近畿＝電気機械器具製造業）といった、先行き不透明感が広がっている様子が見てとれる。また、「人手不足がさらに深刻になり、人件費の上昇もまだしばらく続く」（南関東＝その他サービス業）など、人手不足の深刻化を危惧する声もある。

こうした状況を踏まえ、日銀短観における中小企業・製造業の業況判断DIは、12月調査の+14から+9へと5ポイント悪化、先行きについては、人手不足などが引き続き下押し圧力となると見込まれることから、+6とさらに3ポイントの悪化を予想する。中小企業・非製造業も、現状判断は12月調査の+11から+10へと1ポイント悪化、先行きは+6と、4ポイントの悪化を見込む。

### 大企業の設備投資計画は下方修正へ

日銀短観において、業況判断DIと並んで注目度が高いのが設備投資計画である。法人企業景気予測調査では、2018年度の設備投資計画（ソフトウェアを除く、土地を含む）は、10-12月期調査では前年度比+6.2%、この1-3月調査でも同+6.2%と横ばいであった。規模別に見ると、大企業が同+17.2%から同+17.3%へ、中小企業が同▲6.5%から同▲4.9%へとそれぞれ上方修正されている。中小企業の設備投資計画は年度末に向けて

徐々に固まってくるとともに上方修正される傾向があり、今回も同様の動きになるとみる。一方、2019年度の設備投資計画は同▲12.1%と、2018年1-3月調査における2018年度計画の同▲11.7%と比較して、やや弱めのスタートが見込まれている。

日銀短観でも、世界景気減速懸念などを背景に、企業の設備投資計画は下方修正されると予想する。2018年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年度比+9.0%と、12月調査の予測値である同+10.4%から下方修正されよう（図表5）。規模別では、大企業が同+14.3%から同+11.4%へ下方修正、中小企業は同▲3.7%から同▲1.1%へと逆に上方修正されると見込む。また、企業の先行き不透明感が強まっていることから、2019年度の設備投資計画は、全規模・全産業ベースで同▲4.7%と、昨年（2018年度計画：同▲0.7%）よりも弱めのスタートを見込む。（担当：柳田）

（図表5）日銀短観設備投資計画予想（全産業・前年比）

	17年度 実績	18年度				19年度	
		3月 調査	6月 調査	9月 調査	12月 調査	3月 当社予測	3月 当社予測
		%	%	%	%	%	%
全規模	4.4	▲0.7	7.9	8.5	10.4	9.0	▲4.7
製造業	6.3	6.0	16.0	16.5	15.4	12.4	0.3
非製造業	3.4	▲4.5	3.3	4.0	7.5	6.9	▲7.8
大企業	4.1	2.3	13.6	13.4	14.3	11.4	▲0.1
製造業	6.3	4.9	17.9	17.5	15.6	10.5	4.0
非製造業	2.9	0.8	11.2	11.0	13.5	12.0	▲3.0
中小企業	0.6	▲16.8	▲11.8	▲8.4	▲3.7	▲1.1	▲19.3
製造業	▲1.0	▲0.1	7.6	11.6	15.2	14.0	▲13.5
非製造業	▲0.5	▲25.0	▲21.2	▲18.1	▲12.8	▲8.0	▲22.0

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成

## ハト派姿勢がより鮮明となった3月FOMC

### 政策金利は当面すえ置き

3月19-20日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、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が2.25-2.50%ですえ置かれた（図表1）。

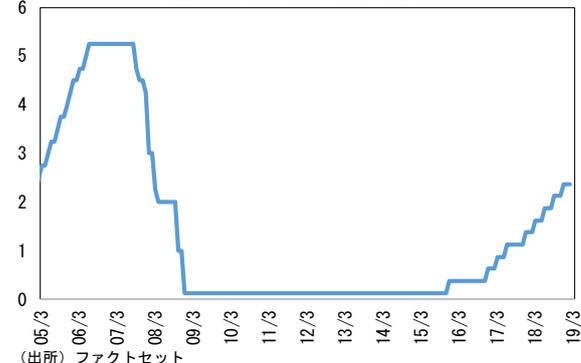
今回の声明文における変更点は、現状判断部分の認識のみで、経済活動は「底堅いペースで拡大している」としてきた前回の見方を、「第4四半期の底堅いペースから減速している」に下方修正した。アトランタ連銀のGDPNowでも、1-3月期の成長率予想が前期比年率+0.4%（3/13現在）と、ほぼゼロ成長が見込まれており、足元の景気が10-12月期に比べて鈍化していると判断したうえでの修正である。ほかには、「第一四半期は個人消費や設備投資の伸びが鈍化している」と指摘したほか、2月の雇用統計が低調な結果だったことを踏まえて、足元の雇用の見方を「強い」から「底堅い」に下方修正した。インフレ（前年比）については、コアベースは2%付近にとどまっているものの、総合ベースは主にエネルギー価格の下落によって低下したとの認識が示された。

金融政策の先行き部分では、「世界景気や金融動向、インフレ圧力の低下を考慮すると」、「FFレートの目標レンジに対する今後の調整に我慢強くなるだろう」との文言を踏襲し、当面の利上げ休止を引き続き示唆した。パウエル議長は記者会見で、「我慢強くなれるとは、判断を急ぐ必要がないという意味」と説明し、「雇用やインフレの見通しが、政策変更が必要となるくらい変化するまでには、時間がかかりそうだ」と発言した。

### 経済見通しを下方修正

同時に発表されたFOMCメンバーの経済見通し（図表2）では、2019年（前年比2.3%→2.1%）、2020年（同2.0%→1.9%）が、前回12月予測からともに下方修正される一方、2021年（同1.8%）とLonger run（同1.9%）はすえ置かれた。失業率は2019~2021年まで小幅ながら引き上げられた（2019年：3.5%→3.7%、2020年：3.6%→3.8%、2021年：3.8%→3.9%）。最近の失業率は、昨年11月の3.7%が最低水準となっているが、そこからさらに低下するという予想ではなく、むしろ緩やかに上昇（悪化）していく姿が示されている。物価については、PCE（前年比）デフレーターの前予想が引き下げられた（2019年：前年比1.9%→1.8%、2020年：同2.1%→2.0%、2021年：同2.1%→2.0%）。ただ、修正幅は小幅で、引き続き2%付近で推移するとの見方は変わらない。コアPCEデフレーターも、3年間にわたり同2.0%と安定推移が見込まれている。

（図表1）米政策金利（中央値）



（図表2）3月FOMC経済見通し

（単位：％）	2019	2020	2021	長期
実質GDP成長率	2.1	1.9	1.8	1.9
（12月予測）	2.3	2.0	1.8	1.9
失業率	3.7	3.8	3.9	4.3
（12月予測）	3.5	3.6	3.8	4.4
PCEデフレーター	1.8	2.0	2.0	2.0
（12月予測）	1.9	2.1	2.1	2.0
コアPCEデフレーター	2.0	2.0	2.0	—
（12月予測）	2.0	2.0	2.0	—
FF金利	2.4	2.6	2.6	2.8
（12月予測）	2.9	3.1	3.1	2.8

（出所）FRB ※実質GDP成長率、（コア）PCEデフレーターは前年比（％）。

**年内の利上げ見通しはすえ置きが大勢**

ドットチャートについては、2019年が2.375%、2020、2021年が2.625%（いずれも利上げ見通しの中央値）と、前回からいずれも大きく（50bp）引き下げられた（図表3）。2019年の利上げ見通しが年2回から利上げなしに変更されたことによるもので、2020年に1回、2021年はすえ置きとの見方に変更はなく、2020年中の利上げ打ち止めの可能性が引き続き示唆されている。なお、2019年の利上げについては、メンバー17人のうち、0回が11人、1回が4人、2回が2人と、金利すえ置きが大勢を占める結果となった。Longer Runについては2.75%と前回から変わらなかったものの、平均値は2.84%→2.80%に低下しており、厳密には下方修正されたと判断できる。

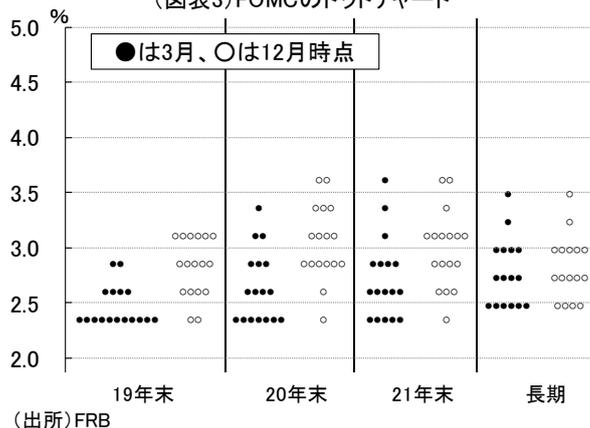
**B/S 縮小策は9月末で終了**

注目されていたバランスシート正常化策に関しては、同時に発表された文書で変更方針が示された。保有国債については、現在月300億ドルのペースで減額しているが、5月からは月150億ドルに縮小し、9月末で縮小を停止することがアナウンスされた。その後は、金融政策を効率的かつ効果的に実施するため、ポートフォリオの規模を当面ほぼ一定に保つ可能性が高いとしている。この方針を前提とすれば、FRBのバランスシートは9月末に約3.8兆ドルまで縮小するが、依然として金融危機前の水準である0.9兆ドルを大きく上回った状態が続くこととなる（図表4）。保有MBSについては、10月以降に償還を迎えたものを最大で月200億ドル分、米国債へ切り換え、200億ドルを超える部分については、引き続きMBSに再投資する方針が示された。

**引き続き次の一手は利上げを予想**

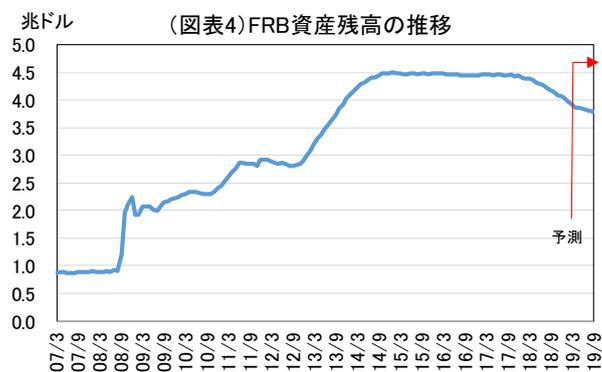
今回のFOMCでは、当面、金融政策については様子見を続ける姿勢が改めて示された。パウエル議長は記者会見で、国内外の情勢がどう変化していくか注視していると述べたが、筆者は、2020年にかけての米景気が、これまで景気を押し上げてきた大規模減税の効果が逡減することで成長ペースが鈍化するものの、個人消費を下支え役に緩やかながら回復基調を持続すると予想している。中国政府が景気を下支えするため、大規模な経済対策を実施する方針を示したことも後押しとなろう。貿易摩擦や政治問題などのイベントリスクには注意が必要だが、市場が米国のファンダメンタルズの底堅さを再認識するなかで、FRBは利上げの再開時期を模索すると予想する。FRBの次の一手は、市場が織り込む「利下げ」ではなく（図表5）、引き続き「利上げ」とみている。（担当：大広）

（図表3）FOMCのドットチャート



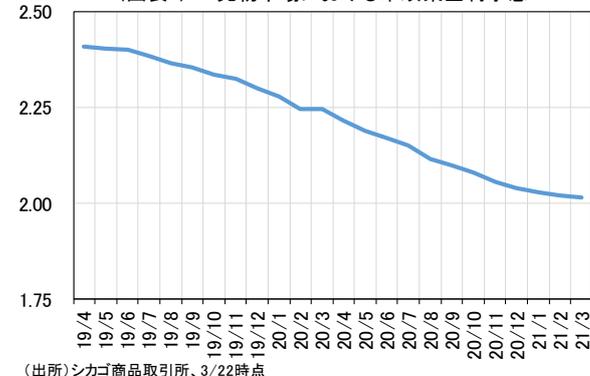
（出所）FRB

（図表4）FRB資産残高の推移



（出所）ファクトセット

（図表5）FF先物市場における米政策金利予想



（出所）シカゴ商品取引所、3/22時点

○FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2019/1/29-30	2019/3/19-20
<p>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 been rising at a <u>solid</u> rate. Job gains have been strong, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. Household spending has continued to grow strongly, while growth of business fixed investment has moderated from its rapid pace earlier <u>last year</u>. On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy remain near 2 percent. <u>Although market-based measures of inflation compensation have moved lower in recent months, survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</u></p>	<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>January</u> indicates that the labor market <u>remains strong but that growth of economic activity has slowed from its solid rate in the fourth quarter</u>. <u>Payroll employment was little changed in February, but</u> job gains have been <u>solid</u>, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. <u>Recent indicators point to slower growth of household spending and business fixed investment in the first quarter</u>. On a 12-month basis, <u>overall inflation has declined, largely as a result of lower energy prices</u>; inflation for items other than food and energy remains near 2 percent. <u>On balance, market-based measures of inflation compensation have remained low in recent months, and survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</u></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続け、経済活動は<u>底堅い</u>ペースで拡大していることを示している。雇用者数の増加はここ数ヵ月、均してみると強く、失業率は低いままである。個人消費は力強い伸びを継続する一方、設備投資の伸びは<u>昨年</u>の急速なペースから緩やかになった。前年比で見たインフレ率と、食品・エネルギーの価格を除いた指標は、2%付近にとどまっている。<u>市場ベースのインフレ指標はここ数ヵ月間で低下しているが、サーベイベースの長期的なインフレ期待はほとんど変わらなかった。</u></p>	<p>1月のFOMC会合以降に入手した情報は、労働市場は力強い<u>ままだが</u>、<u>経済活動の伸びは第4四半期の底堅いペースから減速している</u>ことを示している。2月の就業者数は小幅の伸びに留まったが、雇用者数の増加はここ数ヵ月、均してみると<u>底堅く</u>、失業率は低いままである。<u>最近の経済指標は、第1四半期に個人消費や設備投資の伸びが鈍化していることを示している。前年比で見たインフレ率は、主にエネルギー価格の下落が原因で低下した。</u>食品・エネルギーの価格を除いた指標は、2%付近にとどまっている。市場ベースのインフレ指標はここ数ヵ月間<u>低いままだが</u>、サーベイベースの長期的なインフレ期待はほとんど変わらなかった。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;  <ul style="list-style-type: none"> <li>・第4四半期に比べて経済活動が減速していると、足元の景気の見方を下方修正。個人消費や設備投資の伸びの鈍化を指摘。</li> <li>・2月の雇用統計が低調な結果だったことを踏まえて、足元の雇用の見方を「強い」から「底堅い」に下方修正。</li> <li>・エネルギー価格の下落により総合ベースのインフレ率が低下したことを明記。</li> </ul> </p>	
<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. <u>In support of these goals,</u></p>	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. <u>In support of these goals,</u></p>

<p>the Committee decided to <u>maintain</u> the target range for the federal funds rate <u>at</u> 2-1/4 to 2-1/2 percent. The Committee <u>continues to view</u> sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective <u>as the most likely outcomes</u>. <u>In light of</u> global economic and financial developments and <u>muted inflation pressures</u>, the Committee <u>will be patient as it determines what future adjustments to the target range for the federal funds rate may be appropriate to support these outcomes</u>.</p>	<p>the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 2-1/4 to 2-1/2 percent. The Committee continues to view sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective as the most likely outcomes. In light of global economic and financial developments and muted inflation pressures, the Committee will be patient as it determines what future adjustments to the target range for the federal funds rate may be appropriate to support these outcomes.</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。<u>これらの目標をサポートするため、委員会はFFレートの誘導目標レンジを2.25-2.50%にすえ置くことを決定した。</u>委員会は、経済活動の持続的な拡大や労働市場の力強い状況、委員会の対称的な目標である2%に近いインフレ率という結果がもたらされる可能性が高いと引き続きみている。世界景気および金融動向、<u>インフレ圧力の落ち着きを考慮すると、これらの結果をサポートするため適切であろう今後のFFレートの目標レンジの調整に対して、委員会は我慢強くなるだろう。</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。これらの目標をサポートするため、委員会はFFレートの誘導目標レンジを2.25-2.50%にすえ置くことを決定した。委員会は、経済活動の持続的な拡大や労働市場の力強い状況、委員会の対称的な目標である2%に近いインフレ率という結果がもたらされる可能性が高いと引き続きみている。世界景気および金融動向、インフレ圧力の落ち着きを考慮すると、これらの結果をサポートするため適切であろう今後のFFレートの目標レンジの調整に対して、委員会は我慢強くなるだろう。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・変更なし。</li> <li>・政策金利は2.25-2.50%ですえ置き。</li> <li>・政策金利の今後の調整に「我慢強く」なれるとの文言を踏襲し、当面の利上げ休止を引き続き示唆。</li> </ul>	
<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 maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. 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.</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 maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. 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.</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、雇用最大化の目標と対称的な2%のインフレ目標に照らして、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。</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、雇用最大化の目標と対称的な2%のインフレ目標に照らして、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。</p>
<p>&lt;ポイント&gt; ・変更なし。</p>	
<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Jerome H. Powell, Chairman; John C. Williams, Vice Chairman; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; <u>James Bullard</u>; Richard H. Clarida; <u>Charles L. Evans</u>; <u>Esther L. George</u>; Randal K. Quarles; and <u>Eric S. Rosengren</u>.</p> <p>このFOMCの金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ副議長、ボウマン理事、ブレイナード理事、<u>ブラード総裁</u>、クラリダ副議長、<u>エバンス総裁</u>、<u>ジョージ総裁</u>、クオールズ副議長、<u>ローゼングレン総裁</u>。</p>	<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Jerome H. Powell, Chairman; John C. Williams, Vice Chairman; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; Esther L. George; Randal K. Quarles; and Eric S. Rosengren.</p> <p>このFOMCの金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ副議長、ボウマン理事、ブレイナード理事、<u>ブラード総裁</u>、クラリダ副議長、<u>エバンス総裁</u>、<u>ジョージ総裁</u>、クオールズ副議長、<u>ローゼングレン総裁</u>。</p>
<p>&lt;ポイント&gt; ・反対票はなし</p>	

主要経済指標レビュー (3/11~3/22)

《日本》

○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▲5.4%と3ヵ月連続のマイナスとなった。内閣府による基調判断は、前月に下方修正された「機械受注は、足踏みがみられる」が継続。2月に公表された1~3月見通し(前期比▲0.9%)に対して、下振れする可能性が高まったとみられる。製造業については、中国など世界景気の減速を受けて、慎重姿勢に転じる動きが広まる可能性があるが、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、合理化・省力化投資への需要の高まりが下支えになるとみられる。非製造業も、人手不足に起因した合理化・省力化投資などが押し上げ要因になるとみており、均してみれば、設備投資の緩やかな回復傾向は続くとする。

兆円 機械受注(船舶・電力を除く民需)の推移

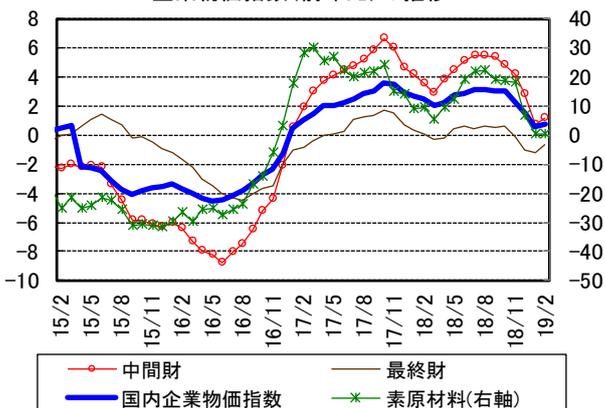


(出所)内閣府「機械受注統計」

○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+0.8%と、26ヵ月連続のプラスとなり、伸び幅は1月の同+0.6%から小幅に拡大した。前月比で押し上げに寄与した項目は、石油・石炭製品、農林水産物、電力・都市ガス・水道などで、昨年秋以降の原油安の影響に一服感が見られる。一方、押し下げに寄与した項目は、電気機器など。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比▲3.4%→▲1.7%と3ヵ月連続のマイナス、輸入物価は同▲1.8%→▲0.7%と2ヵ月連続のマイナスとなり、交易条件は悪化した。今後については、原油安による石油製品の下落には歯止めがかったものの、過去の燃料価格が遅れて反映される電力価格の伸びも鈍化するとみられ、企業物価の伸びは鈍化傾向で推移するものとみている。

% 企業物価指数(前年比)の推移

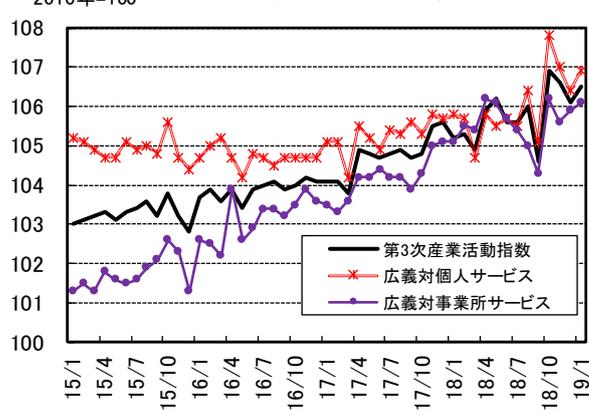


(出所)日銀「企業物価指数」

○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+0.4%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。基調判断は「持ち直しの動きがみられる」が維持された。全11業種のうち4業種が上昇し、4業種が低下、3業種が横ばい。業種別内訳で最もプラス寄与が大きかったのは生活娯楽関連サービスで、同+2.4%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。また、卸売業も同+1.6%と3ヵ月ぶりのプラス。一方で、小売業が同▲1.8%、電気・ガス・熱供給・水道業が同▲2.4%と、どちらも2ヵ月ぶりのマイナスとなった。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の持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかながら改善が続くとみる。

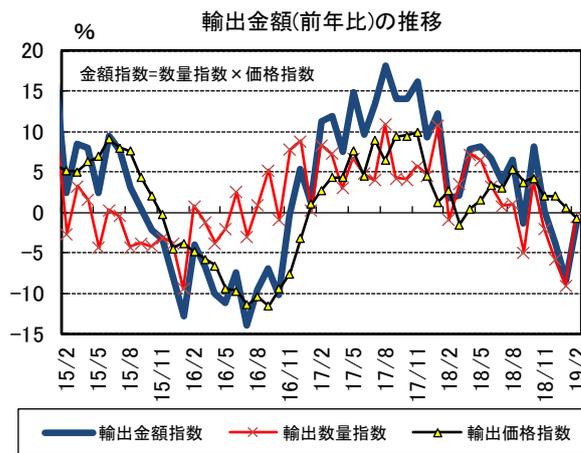
2010年=100 第3次産業活動指数の推移(季調値)



(出所)経済産業省「第3次産業活動指数」

○ 2月貿易統計 (3月18日)

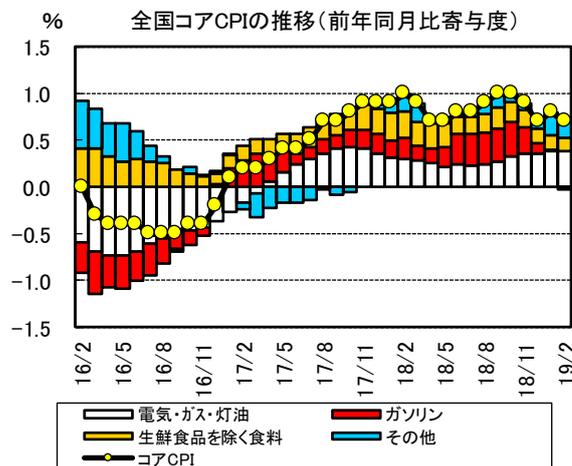
2月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲1.2%と、3ヵ月連続のマイナスとなった。地域別では、米国向けがプラスを維持したほか、EU向けや中国向けがプラスに転じたものの、中国を含むアジア向けが4ヵ月連続のマイナスとなった。1、2月は春節による振れなどもあるものの、中国の景気減速を背景に輸出のモメンタムが弱い様子が示された。今後については、世界景気の拡大ペースは徐々に鈍化しつつも総じて拡大基調を維持するとみており、輸出の緩やかな増加基調は持続するとみる。中国の景気対策の効果が徐々に顕在化してくると考えられることも下支えするだろう。ただ、通商交渉を巡る不透明感も強く、景気回復のけん引役を果たすほどの力強さは期待できないだろう。



(出所) 財務省「貿易統計」

○ 2月全国消費者物価指数 (3月22日)

2月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コア CPI）は前年比+0.7%と、伸び幅は1月から0.1%ポイント縮小した。ガソリンがマイナス寄与に転じるなど、引き続きエネルギーの寄与度が縮小したほか、日並びの影響により1月に上昇した宿泊料もプラス寄与幅が縮小した。新型コア指数は同+0.4%、総合指数は同+0.2%と、伸び幅はどちらも1月から横ばいだった。今後のコア CPI は、2018年10月以降の原油安の影響により、エネルギー価格のプラス寄与が縮小傾向で推移することで、消費増税までは鈍化傾向で推移するとみており、引き続き日銀の目標である2%の達成は困難な状況が続くだろう。

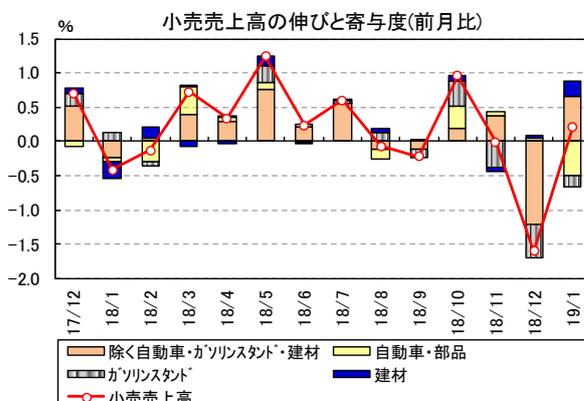


(出所) 総務省「消費者物価指数」

《米 国》

○ 1月小売売上高 (3月11日)

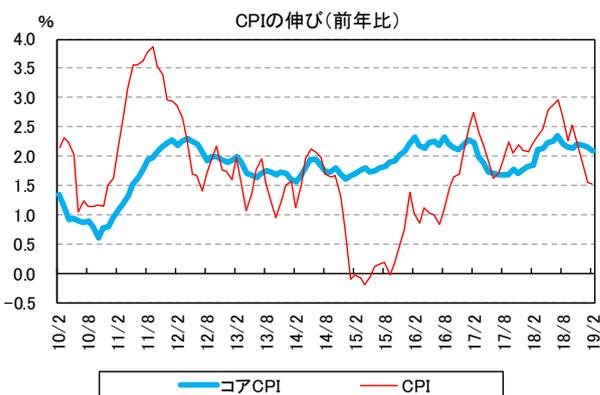
1月の小売売上高は前月比+0.2%と、3ヵ月ぶりに増加したものの、2009年9月以来の落ち込みとなった12月(同▲1.6%)からの戻りは鈍かった。変動の激しい自動車・部品、ガソリンスタンド、建材店を除くベースでも、1月は同+1.0%の増加となったが、12月(同▲1.9%)に比べて小幅の伸びにとどまった。内訳を見ると、自動車・部品やガソリンスタンドが減少する一方、建材店や一般雑貨店、飲食店などの売上が増加し、全体を下支えた。12、1月の小売売上高は政府機関の閉鎖や金融市場の変動などを背景にやや弱めの結果となった。もっとも、雇用・所得環境の改善が続いているほか、年明け以降の株価反発に伴い消費者マインドも持ち直していることから、小売売上高の落ち込みは一時的なものにとどまると予想する。



(出所)米商務省

○ 2月CPI (消費者物価指数) (3月12日)

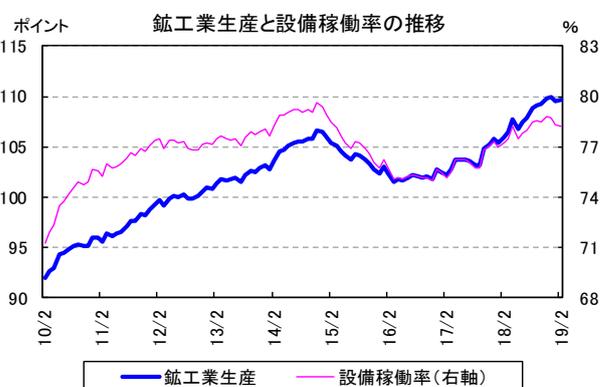
2月のCPIは前月比+0.2%と、3ヵ月連続で横ばいにとどまった後、プラスに転じた。エネルギーと食料品を除いたコアCPIも同+0.1%と、小幅ながら23ヵ月連続でプラスとなった。前年比を見ると、CPIは+1.5%(1月:+1.6%)と、自動車価格の伸び鈍化などから4ヵ月連続でプラス幅が縮小した。また、コアCPIも同+2.1%と鈍化した。住居関連価格が伸びる一方、輸送や娯楽サービス価格の軟化が足を引っ張った。今後原油価格が足元の水準で横ばい推移した場合、秋ごろまでは前年比の押し下げ要因として寄与することから、CPIの前年比は低位で推移しよう。一方、賃金が上昇基調にあることなどから、サービス価格は底堅い推移が見込まれ、コアCPIの前年比は横ばい圏での推移を予想する。



(出所)米労働省

○ 2月鉱工業生産 (3月15日)

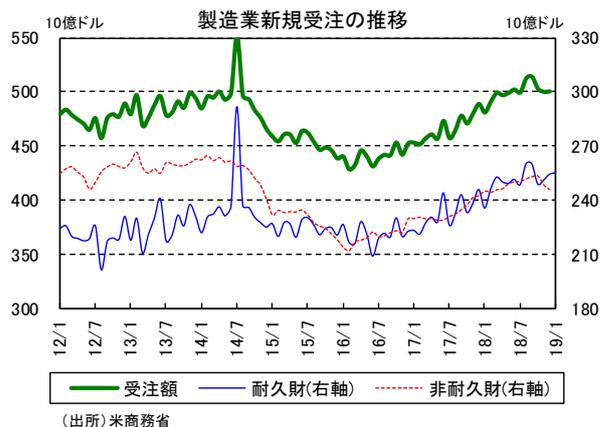
2月の鉱工業生産指数は前月比+0.1%と、2ヵ月ぶりに上昇した。産業別に見ると、公益事業が同+3.7%と3ヵ月ぶりに上昇したほか、鉱業が同+0.3%と小幅ながら13ヵ月連続で上昇したものの、製造業が同▲0.4%と2ヵ月連続で低下し、全体の足を引っ張った。製造業では、化学などの非耐久財(同▲0.7%)の落ち込みが目立ったほか、一般機械中心に耐久財(同▲0.1%)もマイナスとなった。設備稼働率は78.2%と、依然高水準ながら3ヵ月連続で低下した。貿易摩擦による影響が懸念されるものの、企業の増益基調を背景に設備投資は緩やかながら増加傾向が続くほか、雇用・所得環境の改善などから個人消費も増加が見込まれ、鉱工業生産は増産傾向を持続しよう。



(出所)FRB

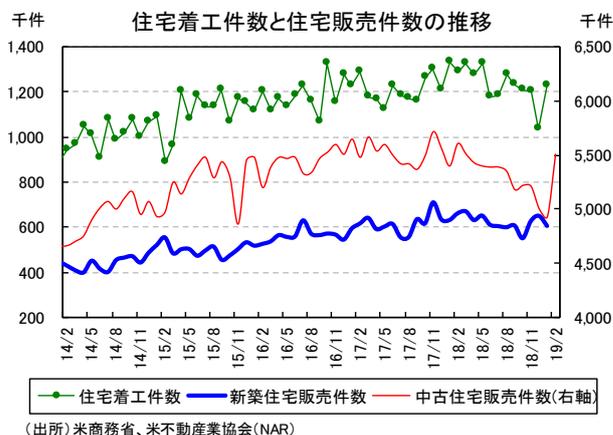
○ 1月製造業新規受注 (3月19日)

1月の製造業新規受注は前月比+0.1%と小幅ながら2ヵ月連続で増加した。一方で変動の激しい輸送機器を除くベースでは同▲0.2%と3ヵ月連続の減少となった。財別に見ると、航空機受注の増加などにより耐久財が3ヵ月連続で増加(同+0.3%)したものの、非耐久財が同▲0.2%と3ヵ月連続の減少となり、全体の足を引っ張った。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+0.8%と、3ヵ月ぶりに増加したものの、増勢は鈍化傾向をたどっている。企業の増益基調は続いているものの、法人税減税の効果逓減により増益率の鈍化が見込まれるほか、通商問題への懸念も煽っていることから、非防衛資本財受注(除く航空機)は、今後も鈍化傾向が続くと予想する。



○ 1,2月住宅販売件数 (3月14, 22日)

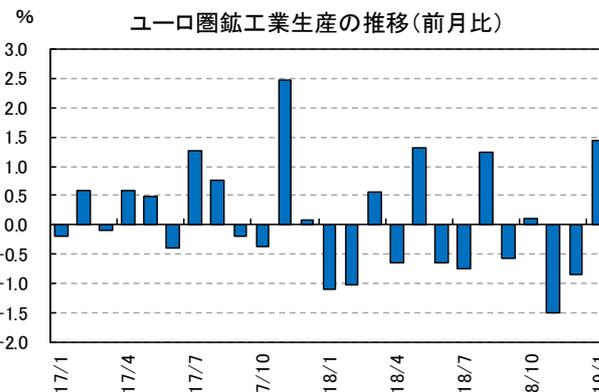
1月の新築住宅販売件数は、年率換算で60.7万戸、前月比▲6.9%と3ヵ月ぶりに減少した。一方で、2月の中古住宅販売件数は、年率換算で551万戸、同+11.8%と4ヵ月ぶりに増加した。6ヵ月以内に住宅を購入しようとする家計が減少傾向にあることから、住宅市場の回復には今暫く時間がかかるとみられる。ただ、住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数は、昨年の落ち込みから反発しているほか、6ヵ月先の販売見通しが12月を底に3ヵ月連続で改善するなど明るい材料が見られるようになってきている。住宅ローン金利が低下していることや、新築住宅価格の下落基調が続いていることなどから、住宅投資は徐々に底入れ時期をうかがう展開になると予想する。



《 欧 州 》

○1月ユーロ圏鉱工業生産（3月13日）

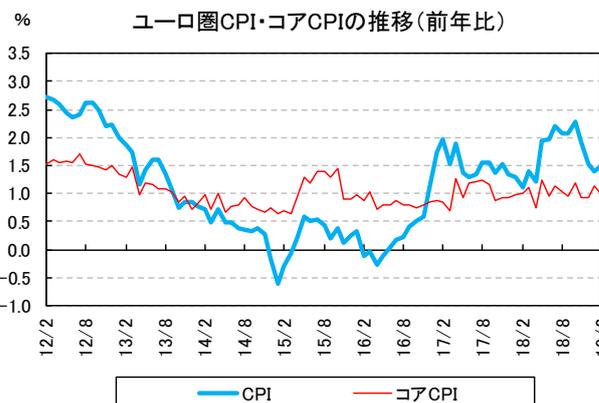
1月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+1.4%と、3ヵ月ぶりに前月比プラスとなった。財別では、消費財が同▲1.9%→+2.4%、中間財が同+0.3%→+0.2%、資本財が同▲1.1%→+0.9%、エネルギーが同▲0.6%→+2.4%と軒並みプラスとなった。主要国別では、ドイツのみ同+0.9%→▲0.9%と減少したものの、フランスが同+0.0%→+1.3%、イタリアは同▲0.7%→+1.7%、スペインは同▲1.2%→+3.6%と増加した。ドイツについては、欧州内外の政情不安を背景に、顧客側が発注の意思決定を遅らせている模様である。ドイツでの減産が足枷となり、ユーロ圏の生産は当面の間、減速傾向で推移するとみる。



(出所)ユーロスタット

○2月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（3月15日）

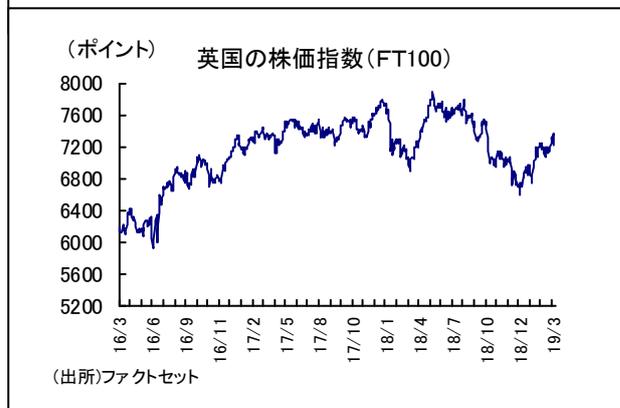
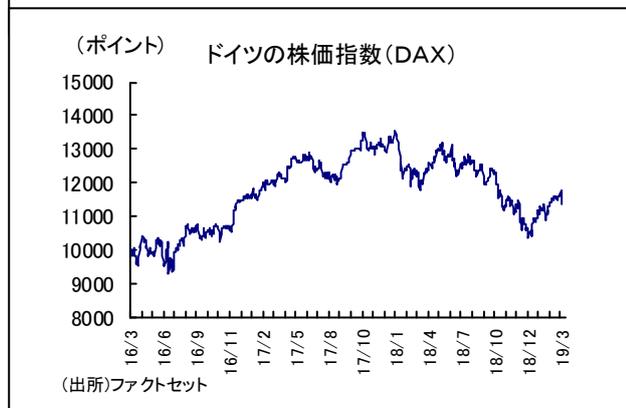
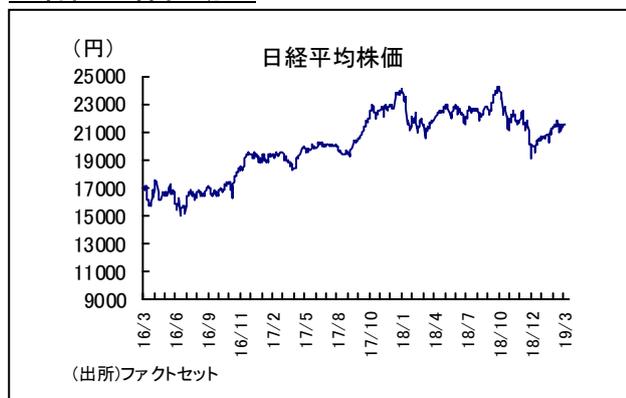
2月のユーロ圏CPIは前年比+1.5%と、前月の同+1.4%から伸び幅が拡大した。コアCPIは同+1.0%と、前月の同+1.1%から伸び幅が縮小した。サービス価格は同+1.6%→+1.4%と伸び幅が縮小したものの、財価格はエネルギー価格の持ち直しを背景に、同+1.2%→+1.6%と、伸び幅が拡大した。国別では、ドイツのみ同+1.7%と伸び幅横ばい、フランスは同+1.4%→+1.6%、イタリアは同+0.9%→+1.1%、スペインは同+1.0%→+1.1%と、それぞれ伸び幅が拡大した。エネルギー価格には持ち直しの兆しがみられるものの、ユーロ圏景気は減速しており、需要が価格を引き上げる力は弱まっていると考えられることから、ユーロ圏CPIの上昇ペースは鈍いものにとどまると予想する。



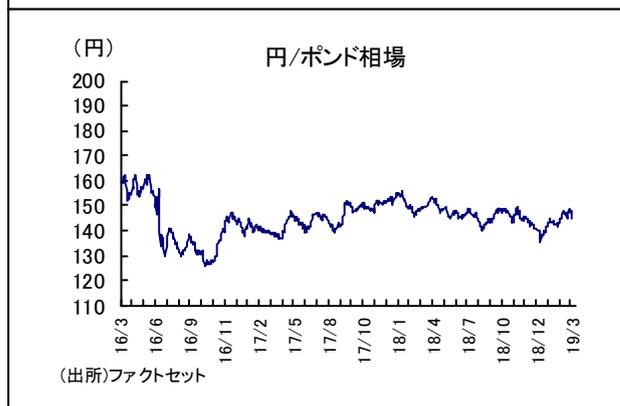
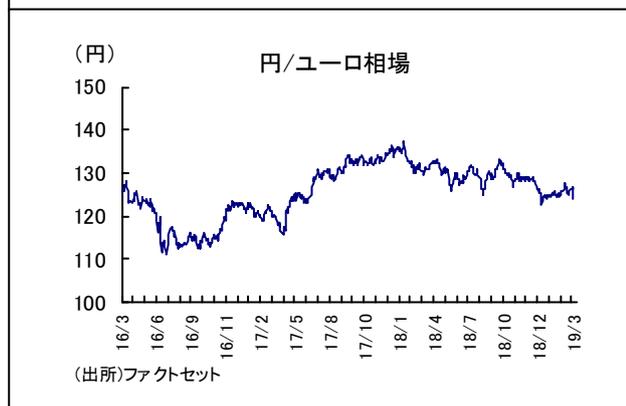
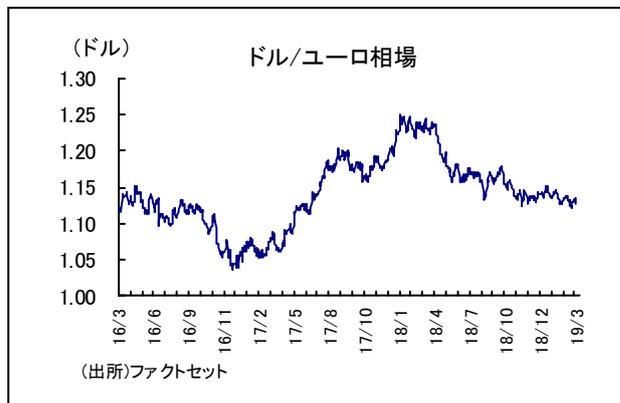
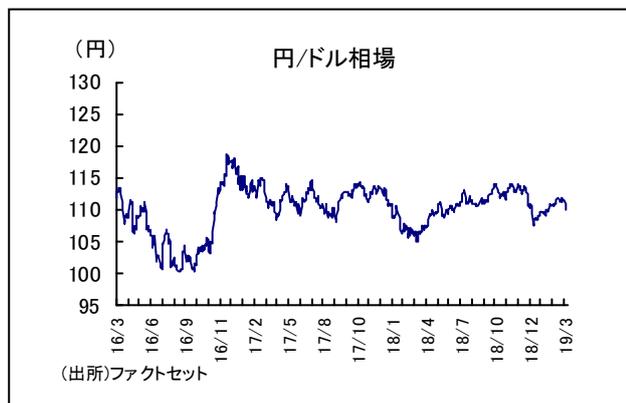
(出所)ユーロスタット

日米欧マーケットの動向 (2019年3月25日現在)

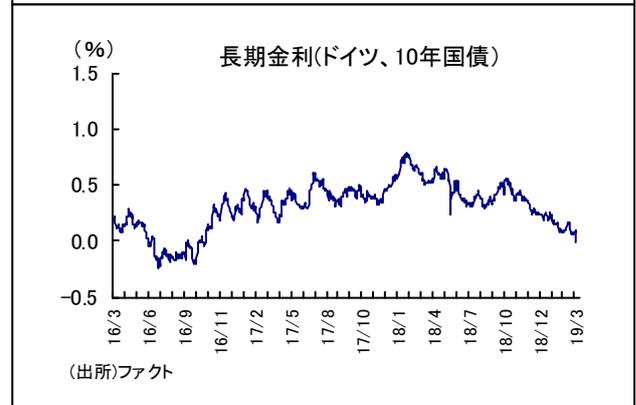
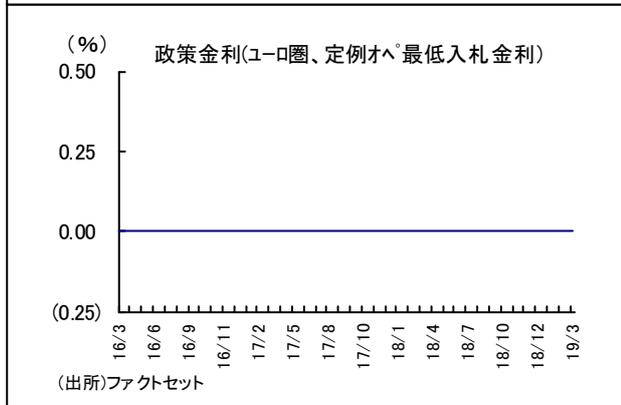
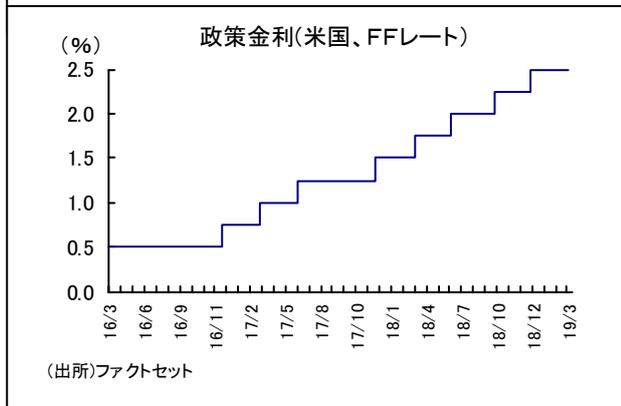
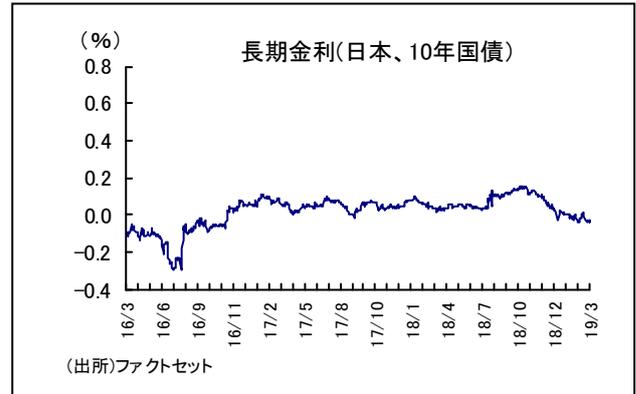
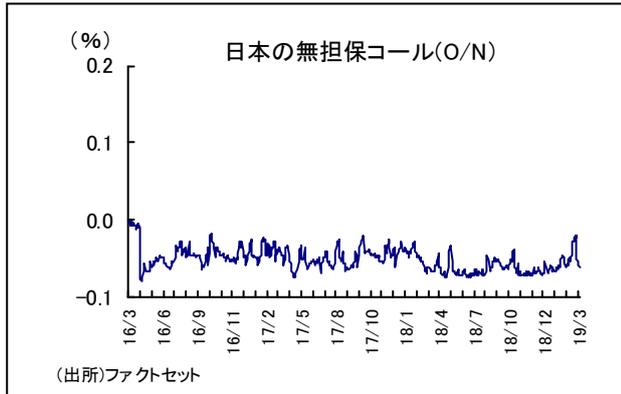
▽各国の株価動向



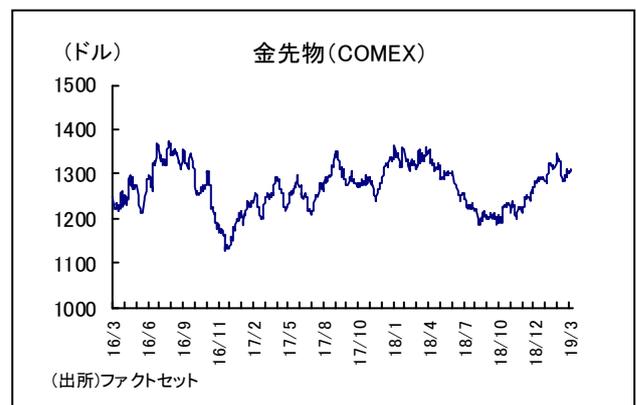
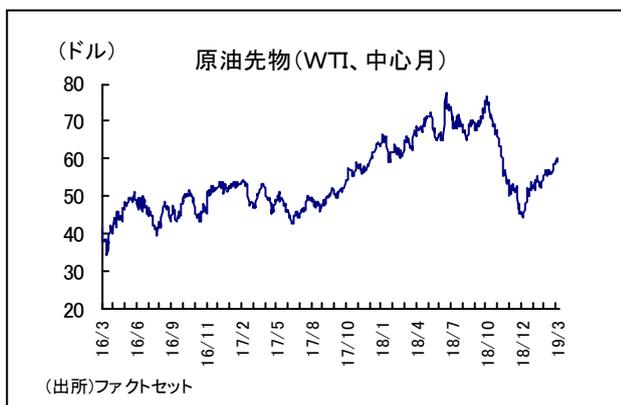
▽外為市場の動向



▽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、松下定泰、大広泰三、久保和貴、柳田亮、  
西山周作、木下裕太郎