



〈フォーカス〉 オリンピックイヤーの日本経済はようになるか

12月20日に発表された月例経済報告では、景気判断が「景気は、輸出を中心に弱さが長引いているものの、緩やかに回復している」から、「景気は、輸出が引き続き弱含むなかで、製造業を中心に弱さが一段と増しているものの、緩やかに回復している」へと下方修正された。「緩やかに回復」という結論部分はかろうじて維持したものの、但し書きだけがどんどん長くなり、もはや降伏寸前といった文体である。ただ、日本経済が仮にもう景気後退局面に入っていたとしても、それで何か実態が変わるわけではない。問題は来年に向けての方向性である。

消費増税の影響を見極めるためには、少なくとも年末くらいまでの個人消費統計の発表を待つ必要がある。10月の落ち込みは予想以上だったが、同月の乗用車販売が前年比25%の大幅減少となったことをみても、台風の影響が大きかったのは明らかである。今のところ消費の落ち込みは駆け込みの範囲内である。手厚い消費増税対策がとられていることを考えれば、このまま腰折れに至る可能性は低いとみる。

来年はいよいよオリンピックイヤーを迎える。今年はラグビーワールドカップが予想以上に盛り上がり、ホテル稼働率が上がるなどの経済効果も確認できたが、オリンピックのインパクトははるかに大きくなることが期待される。景気の「気」の面での寄与も小さくないだろう。過去にオリンピックを開催した国の多くが、その後反動的な景気悪化を余儀なくされたが、主に建設不況であり、日本の場合それはありえない。オリンピックと相前後して期限の切れる経済対策の多くも、必要とあらば延長されるとみられ、オリンピックの終了が景気失速要因となる可能性も高くないとみる。

2019年は、米中貿易交渉の話題に振り回された1年だった。新年も引き続き大きな材料のひとつではあるが、注目度は下がるだろう。大統領選を控え、トランプ大統領が一段と景気重視のスタンスにシフトすることが確実なためである。まだ第一弾が大筋合意に至ったばかりだが、中国は、国営企業の補助金など、国家資本主義の根幹にかかわる構造問題では今後も絶対譲らない。かといってトランプ大統領も関税を引き上げるわけはいかず、交渉は膠着状態となる可能性が高い。氏はとりあえず、農産物の輸入拡大確約という、支持者への最低限の手土産は確保した。年明け以降は本格的な選挙モードに入っていくため、交渉にかかわる時間的、精神的余裕もなくなる。

貿易摩擦が小休止でも、日本の外需の回復は鈍そうだ。世界景気は底打ちの可能性が高まっているが、回復のモメンタムという点ではあまり期待できない。加えて、米国の対中関税の多くは残ったままになるとみられることから、世界的なスロートレードの流れが続くだろう。ただ、日銀短観を見ると、製造業の業況は輸出の不振を背景に悪化する一方、非製造業部門は底堅い推移が続いている。製造業とて設備投資意欲が大きく減退しているわけではない。経済対策にも支えられ、粘り腰を見せる内需が、2020年も引き続き景気を支えるとみる。大きなリスクは米大統領選後の新大統領の政策のかじ取りである。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉オリンピックイヤーの日本経済はようになるか……………	1	・様子見継続を示唆した12月FOMC……………	14
・経済情勢概況……………	2	・保守党の大勝に終わった英総選挙……………	19
・黒田総裁は超長期金利の低下を問題視……………	3	・主要経済指標レビュー……………	22
・内需の底堅さを示唆した12月短観……………	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、2021年度にかけて底堅い米国景気や、省力化投資需要、半導体市況の底打ちなどを背景に、緩やかな成長を維持すると予想する。

個人消費は、政府による経済対策の実施が見込まれるものの、消費増税の負の所得効果に、雇用環境の改善一服が加わることで、停滞気味の推移になると予想する。

設備投資は、米中貿易摩擦の長期化等が抑制要因となると見込まれるものの、維持・補修への投資や、非製造業での人手不足に起因した省力化・省人化投資が下支えし、緩やかながらも増加基調を維持すると予想する。公共投資は、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算の編成が見込まれることから、景気の下支え役として機能し続ける展開が予想される。輸出は半導体市場の持ち直しや底堅い米国景気によって、緩慢ながらも回復に向かうとみる。

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、エネルギー価格が当面マイナス寄与で推移することが見込まれエネルギー価格のマイナス寄与拡大によって、消費増税を含めても物価上昇圧力は限定的とみている。

米国

米国経済は、米中貿易摩擦が長期化する可能性が高いほか、2020年11月には大統領選を控えており、政策面での不確実性が家計や企業マインドの重しになり続けるとみられる。もっとも、緩慢ながらも雇用環境の改善や企業の増益基調が続くと見込まれるほか、FRBの予防的利下げの効果もあり、内需をけん引役に拡大基調を持続しよう。

個人消費は、家計のバランスシートが改善しているほか、緩慢ながら雇用・所得環境の改善基調が続くとみられることから、増加基調が続くと予想する。住宅投資は、先行指標が持ち直しているほか、住宅ローン金利の低位推移が見込まれるものの、建設労働者不足等の供給制約が足枷となり、緩やかな増加にとどまろう。設備投資は、米中貿易摩擦への懸念や資本ストックの積み上がりなどにより、減少基調が続くと予想する。輸出は、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれるものの、貿易摩擦の影響などから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

金融政策については、米国発の貿易摩擦や世界景気の減速などを背景とした不確実性が燻るものの、予防的利下げの効果が米景気を下支えするとみられることから様子見姿勢を続けると予想する。

欧州

ユーロ圏経済は、主に英国のEU離脱問題や米中貿易摩擦による実体面、マインド面の悪化が景気の下押し要因となるなか、ECBによる緩和的な金融政策を背景に、これまでのところ雇用環境が悪化を免れていることが、景気を下支えしている。今後については、ECBによる金融緩和や、各国の減税策が景気を下支えするとみるものの、政策効果を除けば好材料に欠ける状況が続き、景気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、政策効果や原油安が下支えすると見込まれるものの、雇用環境の回復が一巡しつつあることが押し下げ要因となるとみる。固定投資は、景気の先行き不透明感が依然根強いことから、停滞するとみる。輸出は、海外景気の減速に伴い、弱めの動きが続くとみる。

ECBは9月の理事会で、階層化を伴った利下げや資産買い入れの再開などの金融緩和措置を発表した。実体経済の弱さに起因するディスインフレ圧力は今後も継続する一段と高まると見込まれ、ECBは来年春までに追加利下げに動くと予想する。

黒田総裁は超長期金利の低下を問題視

今回の決定会合は無風

12月18、19日に開催された日銀金融政策決定会合では、市場予想通り金融政策はすえ置き、景気判断も「基調としては緩やかに拡大している」がすえ置かれた（図表1）。前回10月の会合では、ある意味日銀のコミュニケーションの失敗で、1週間前の時点で約3割が追加緩和を織り込むという状況だったが、今回に関しては、事前に政策変更を予想する向きはほぼ皆無だった。

個別項目ごとの判断に関しては、生産が「横ばい圏内の動きとなっている」から、「自然災害などの影響もあって、足もとでは減少している」へと下方修正されたほか、公共投資は逆に「横ばい圏内で推移している」から「緩やかに増加している」へと上方修正された（図表2）。

（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
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	→	
19年4月25日	基調としては緩やかに拡大している	↓	16年3月以来の小幅下方修正
19年6月20日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年9月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年10月31日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年12月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	

（出所）日銀

（図表2）個別項目の現状判断の推移（下線部は直近月変更箇所）

項目	開催月（媒体）	評価	方向感
海外経済	9月（公表文）	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	→
	10月（展望レポート）	減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長している	→
	12月（公表文）	減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長している	→
輸出	9月（公表文）	弱めの動きとなっている	→
	10月（展望レポート）	弱めの動きが続いている	→

	12月（公表文）	弱めの動きが続いている	→
設備投資	9月（公表文）	企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向が続いている。	→
	10月（展望レポート）	企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向が続いている。	→
	12月（公表文）	企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向が続いている。	→
個人消費	9月（公表文）	振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している	→
	10月（展望レポート）	消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している	→
	12月（公表文）	消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している	→
住宅投資	9月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
	10月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
	12月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
公共投資	9月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
	10月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
	12月（公表文）	緩やかに増加している	↑
鉱工業生産	9月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	10月（展望レポート）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	12月（公表文）	自然災害などの影響もあって、足もとでは減少している	↓
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	9月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
	10月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
	12月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	9月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
	10月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
	12月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→

（出所）日銀

景気対策の主役は財政に

先行きに関しては、「きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支え」という、前向きな循環メカニズムの背景の部分が、「きわめて緩和的な金融環境や積極的な政府支出による下支えなどを背景に」へと変更された。「政府支出」の前に「積極的な」を加え、政府の景気対策への期待感示す形となっている。

政府は、財政規模で13.2兆円という大型の景気対策を打ち出したばかりである。消費増税後の景気下振れへの警戒感が高まっているおりでもあり、以前であれば政治サイドから日銀にも共同歩調を求める声が挙がるころだが、そうした動きはまったくない。逆に、日銀にFRBのような「予防的利下げ」ができるだけの緩和余地があれば、政府がこれほど大きな経済対策を打つ必要はなかったともいえる。いずれにしても景気対策の主役は、すでに金融政策から財政政策に移っている。

（図表3）先行きの見通しの推移（下線部は直近月変更箇所）

項目	開催月（媒体）	評価	方向感
経済	9月（公表文）	先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調としては緩やかな拡大が続けるとみられる。国内需要は、消費税率引き上げなど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、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で、増加基調をたどると考えられる。輸出も、当面、弱めの動きとなるものの、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。	→
	10月（展望レポート）	日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、2021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みられる。輸出は、当面、弱めの動きが続くものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとで、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、消費税率引き上げなど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、増加基調をたどると見込まれる。	→
	12月（公表文）	先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、基調としては緩やかな拡大が続けるとみられる。国内需要は、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や積極的な政府支出などを背景に、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で、増加基調をたどると考えられる。輸出も、当面、弱めの動きが続くものの、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	9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。	→
	10月（展望レポート）	消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、見通し期間を通じて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。	→
	12月（公表文）	消費者物価の前年比は、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、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

海外リスクの評価を上方修正

リスク要因のパラグラフでは、「海外経済を巡る下振れリスクは高まりつつあるとみられ」という、前回10月の展望レポートにおける書きぶりを、「海外経済を巡る下振れリスクは引き続き大きいとみられ」とし、下振れリスクの方向性が横ばいへと上方修正する形となった。会見で海外経済のリスクについて問われた黒田総裁は、「**海外のリスクがひと頃に比べて若干低下したというか、やや明るい兆しがみえてきたことは事実ですが、依然としてかなりリスクは高い水準にあり、引き**

続き注意していく必要があると思います」とし、状況が幾分好転したことを認めつつも、「引き続き、緩和方向を意識した政策運営を行っていくことが適当ではないかと考えています」とも述べ、緩和バイアスを変えないことも強調した。

ETF 貸出の開始と貸出支援基金の借り換え許可を発表

今回は、4月に導入検討を明らかにしていたETF貸し付け制度について、正式に導入を決定した。貸し付け期間は1年である。黒田総裁は会見で、「ETFの市場については、流動性の低さというのが1つの課題として指摘されてきたわけです」と、改めて導入理由について説明している。日本では制度上・実務上の問題から、元々ETF貸借市場が活発ではなかったのに加え、日銀の大量買入れに伴い、日銀が7~8割を保有する状況になっていたことから、ETF市場の流動性が枯渇する状況に陥っていた。4月の発表後、市場参加者と入念に調整を重ねたうえでの枠組み構築ということで、ETF市場の流動性の回復に寄与することが期待される。

また、貸出増加支援資金供給の20年4月1日以降の償還分について、貸出先の貸出残高の推移に応じ、全部または一部の借り換えを認める見直しも実施した。貸出増加支援資金供給は、成長基盤強化を支援するための資金供給とともに、貸出支援基金を構成する。営業毎旬報告によれば、12月12日時点の残高は、貸出増加支援資金供給が40.7兆円、成長基盤強化を支援するための資金供給が9.1兆円、貸出支援基金全体で49.8兆円である。資金循環勘定によれば、9月末の預金取扱機関の非金融法人企業向けの貸出残高は295.3兆円であり、単純計算で2割弱が貸出支援基金由来ということになる。

低金利環境が続く中で、企業の借入需要はすでに十分掘り起こされており、特別な基金を用意する意義は薄れつつあるようにも思えるが、銀行からの需要は根強いようだ。ただ、0%という日銀からの借入金利自体、企業への貸出金利の引き下げ競争を招いて、民間銀行の収益圧迫要因になっている面がないとは言えない。いかに日銀から低利で借り入れることができようと、銀行の負債の大半は下限がゼロの預金であり、貸出金利の低下は利鞘の圧迫要因となる。将来的に追加緩和が必要になった暁には、貸出支援基金の金利をマイナスにする案も取りざたされているが、こうした政策は逆効果となる可能性も高い。

低金利関係の質問が相次ぐ

今回の総裁定例会見では、マイナス金利政策や、それに関係した金利低下に関する質問が相次いだ。まず、「今、一部の銀行で口座維持手数料の導入を検討するような動きも出始めているということなのですが、こうした動きについてはどのようにご覧になっていますでしょうか」という質問に対しては、「各金融機関の経営判断にかかることなので、具体的な個別案件のコメントは差し控えたい」としつつも、「マイナス金利と直結して、こういうことが起こることではなく、そもそも金融機関の提供するサービスについては、当然そのコストに見合った手数料というものが徴求されることは普通のことだと思います」と、マイナス金利の影響を否定している。銀行業界から怒りの声が挙がりそうなコメントだが、一方で、「マイナス金利が非常に大きなものとなり、それが金融機関の収益に大きな影響を与えるということになれば、金融仲介機能にもマイナスの影響があり得ます」と、マイナス金利政策の限界についても一応コメントしている。ただ、「今のところ、そういう水準では全くありませんので、マイナス金利の深掘りというもの、金融政策として必要な事態になれば十分あり得ると思います」と、マイナス金利の深掘りが依然、有力な追加緩和手段であることも強調している。

超長期ゾーンは上がってもいいとコメント

「今のイールドカーブの形状についてどういうふうにご覧になっているのか、一部では超長期がフラット化していることについて少し懸念もあるようですが」との質問に対しては、「私も、超長期のところはもう少しスティープになってもいいのではないかと思っています」と、ここはあっさり足元のイールドカーブを、黒田総裁自身、適正とは考えていないことを認める形となった。会見では、身振り手振りを交え、時折苦笑のような表情を浮かべながら、超長期の金利は上がってもいいという点に何度も言及していたのが印象的だった。

そもそも、日銀は10月にフォワードガイダンスを強化したばかりで、それで金利低下をけん制するのは、矛盾していると言われても仕方がない。あるいはそういうところからくる苦笑だったかもしれない。超長期金利を上げたいのであれば、金融政策の正常化に舵を切るのが簡単だが、それができないところに日銀の苦しさがある。今、日銀が最も恐れているのは、なんらかの理由で円高が進行して、マイナス金利の深堀りに追い込まれることであろう。そのためには、上記のように緩和バイアスの維持を強調し続けなければならない。一方で、いまや金利低下の副作用の方が大きくなりつつあることは、日銀としては公に認めるわけにはいかないが、市場関係者の間では共通認識である。従って、日銀は、緩和バイアスを続けながら長期金利の過度な低下を防ぐという、きわめて微妙な政策のかじ取りを行なわなければならない。

当面は、今回のような口先介入と、運用上の調節でしのぐしかない。例えば10年国債利回りであれば、0%から上下0.2%が暗黙の変動許容範囲となっているが、上昇に向かう分には国債買いオペを増額してまで無理に押さえつけることはしないとみられる。なにしろ、国債の年間の保有残高の増加ペースが20兆円台まで落ちても、「80兆円をめど」は変えないと強弁するくらいである。説明責任に困難が伴う政策変更は極力避け、オペ上の調節で事実上の政策変更を行なうといった手法を取る可能性が高い。それとて、政策変更のアナウンスなしには、あまり極端なことはできない。

IMFの提言への見解も問われる

記者からは、10年物よりも短い金利をターゲットに変えたらどうかとのIMFからの提言について見解を問う質問も出された。黒田総裁が「今、そういうことをする必要もないし適切でもないと思っています」と述べたのは、こう言うしかないということだが、もし実施する場合はやはりアカウンタビリティが問題となる。

まずは、目標金利の設定の仕方が難しい。足元の5年国債は▲0.1%近辺で推移しており、これより高い水準に目標金利を設定すれば引き締めと言われてしまう。かといって、マイナス圏内に設定すれば、マイナス金利のターゲットを短期のみならず5年にも設定するという点で、マイナス金利政策の強化になってしまい、長期ゾーンにさらなる低下圧力となる可能性もある。

また、物価目標未達化で、引き締め方向とみなされる政策変更を行なうのであれば、なんらかの大義名分が必要である。金融緩和の強化、例えばマイナス金利の深堀りをセットで実施するのは一案だが、マイナス金利自体が長期・長期超長期ゾーンにとって強い引き下げ圧力になるのはここまでの動きで証明されている。また、日銀自身、すでに5年国債の7割前後を保有しているとのデータもあり、果たしてターゲット金利を適切にコントロール可能なのかという疑問も残る。景気が好転し、物価も上昇し、出口に向かう環境が明らかに整ったという状況下であればできそうだが、単なる副作用対策としての採用は難しい。

リクスバンクがマイナス金利を解除

会見では、同日、スウェーデンのリクスバンクがマイナス金利を解除する見通しだったことに鑑み、主要国の間に広がっているマイナス金利の有効性への懐疑論への見解を問う質問も出された。

実際、リクスバンクは、総裁会見の行なわれた19日夜、政策金利であるレポレートを▲0.25%から0%に引き上げ、2015年2月11日にマイナス金利政策を導入以来、約5年ぶりに解除した。すでに数ヶ月前から政策変更をアナウンスしており、この決定自体は直前の市場予想通りである。イングベス総裁は、マイナス金利政策は景気押し上げ効果があったものの、きわめて長期にわたり続く場合、経済に何が起こるかは全く別の問題だと説明しており、マイナス金利のもたらす副作用が解除の理由であることを認めている。

黒田総裁は「スウェーデン経済は、比較的順調・堅調に推移しており、成長率の面からも物価上昇率の面からも、好ましい状況が既に実現しています」と、日本とは環境が異なることを強調したが、確かにそのとおりで、同じロジックで日銀が追随するのは難しい。

まず、スウェーデンのCPIは、足元では物価目標の2%をやや下回っているものの、2017年以降、均せば2%前後の推移が続いている。物価目標に実績が遠く及ばない日本の場合、まず目標自体になんらかの修正を施さない限り、引き締め方向への政策変更は大義名分が立たない。当初の「2年で2%」から、次第に中長期的な目標へと徐々に位置づけを変えてきたとはいえ、正式に変更をアナウンスしたわけではなく、あくまでも「できるだけ早期」というのが建前である。「物価目標未達なのに引き締めへ転じるのか」との批判は免れない。

副作用の質も異なる。日本のマイナス金利の副作用は、もっぱら金融システムの弱体化だが、スウェーデンの問題点としては、金融システムもさることながら、不動産価格の高騰と家計の借金体質がより大きい。リクスバンクは、金融政策決定会合後の声明文の中で、家計は「heavily indebted」と指摘している。これはスウェーデンだけの問題ではなく、いまや多くの国で企業や家計の債務膨張が問題となっている。身近なところでは、韓国でも家計債務残高がGDP比で100%に近づいている。

しかし、日本では、どの国よりも長く超緩和策を続けてきたにもかかわらず、家計債務残高の対名目GDP比は過去15年、対GDP比で60%前後とほとんど動きがない。預金金利がほとんどつかないにもかかわらず、家計の金融資産の約半分が現預金という資産構成も変わらない。老後2000万円問題以来、多少意識が変わってきた可能性があるとはいえ、「運用も嫌いだが借金も嫌い」という日本の家計の行動様式は、もっと研究対象になってもいいのではと思わせるほど強固である。これは、ポートフォリオバランスをめざす黒田緩和の目標達成の阻害要因となってきた一方、副作用の膨張を防ぐ役割も果たしてきたといえる。

当面はすえ置き

日銀は今後も可能な限り金融政策のすえ置きを続け、できることなら次の一手は正常化にしたいと考えているだろう。日銀の金融政策の予想は為替相場の予想とほとんど同義なので、近い将来であればともかく、半年先、1年先の予想は難しい。また、為替相場は日本経済よりも、米国経済やFRBの行動に大きく左右される。ただ、表紙（フォーカス）で述べた通り、筆者は米中貿易交渉についてはいったん小休止で、為替相場の波乱要因になる可能性は低下したと考えている。日本の景気回復基調も世界景気の持ち直しに従い維持されると考えており、安定した為替相場の下で、日銀の金融政策も、来年末まですえ置きが続くというのが現時点でのメインシナリオである。（担当：小玉）

内需の底堅さを示唆した12月短観

大企業・製造業の現状判断DIは大きく悪化

12月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の現状判断DIが±0と、9月調査から5ポイントの大幅悪化となった(図表1,2)。4四半期連続の悪化で、悪化幅も市場予想の▲3ポイントより大きかった。DIの水準は、好不況の境目である0まで低下したが、プラスでなくなったのは、アベノミクス始動ま

(図表1)日銀短観業況判断DI

	9月調査実績		12月調査実績				12月調査の当社予測値			
	9月	12月	12月		3月		12月		3月	
	最近	先行き	最近	変化	先行き	変化	予測	変化	予測	変化
大企業	13	8	9	▲4	8	▲1	9	▲4	10	1
製造業	5	2	0	▲5	0	0	2	▲3	4	2
非製造業	21	15	20	▲1	18	▲2	16	▲5	16	0
中小企業	5	▲3	1	▲4	▲4	▲5	▲1	▲6	▲2	▲1
製造業	▲4	▲9	▲9	▲5	▲12	▲3	▲6	▲2	▲8	▲2
非製造業	10	1	7	▲3	1	▲6	4	▲6	2	▲2

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

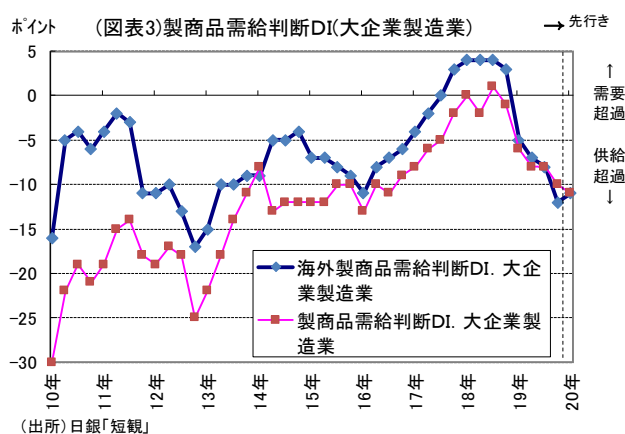
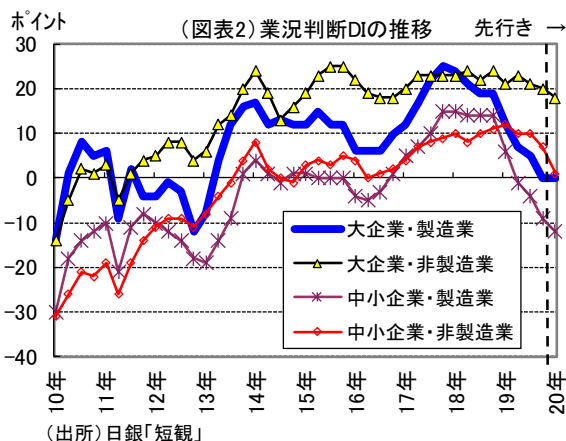
ない13年3月以来、6年9ヵ月ぶりのこと。ただ、今回むしろ印象深かったのは、大企業・非製造業の現状判断DIが+20と、9月からわずか1ポイントの悪化にとどまった点である(市場予想は5ポイントの悪化)。結果として20台という高めの水準をキープできたのはポジティブサプライズといえる。輸出の低迷が日本経済の足を引っ張る一方、底堅い内需が支えている構図が改めて明らかになった形であり、7-9月期GDPの内容とも平仄がとれている。全規模全産業ベースでは+4とプラス圏を確保しているところからみても、足元の日本経済がまだまだ景気後退入りを免れている可能性は高いとみる。

製造業は特に海外需給が悪化

大企業・製造業の国内外別の需給判断DIをみると、海外での製商品・サービス需給判断は4ポイントの悪化、国内での製商品需給判断は2ポイントの悪化で(図表3)、海外における需給判断の悪化が製造業の業況の悪化要因となっている様子が見て取れる。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、12月は「米中貿易摩擦の影響などから、取り巻く環境が全般的に悪く、引き合い・受注獲得に苦戦している」といった、米中貿易摩擦等の悪影響を指摘する声が幅広い業種から挙がっていた。また、月次ベースで発表されるロイター短観では、台風被害による生産への悪影響が現れた11月に、大幅な悪化を記録したことが明らかになっている。国内の需給判断悪化には、台風の影響もかなり大きく働いたと考えられる。

素材業種より加工業種の悪化が大きい

大企業・製造業の主要16業種中、現状判断DIが改善したのは4業種、悪化が11業種、横ばいが1業種という結果。素材、加工別にみると、素材業種が2ポイントの悪化、加工業種が6ポイント



の悪化で、加工業種の悪化がより目立っている(図表4)。下落幅が大きかった業種は、業務用機械(+16→±0、▲16)、自動車(+2→▲11、▲13)、窯業・土石製品(+14→+3、▲11)、鉄鋼(+7→▲2、▲9)といったところ(図表5,6)。業務用機械は、前回9月は+8ポイントの改善だったが、その2倍のマイナス幅で水準も0に戻った。また、自動車は14四半期ぶり、鉄鋼は12四半期ぶりにマイナスに転落した。いずれも軟調な外需を反映した面が大きいと考えられる。自動車については、米中摩擦の影響の他、東南アジアにおける自動車ローン審査厳格化の動き等も影響した可能性がある。鉄鋼については、鋼材の需要低迷に価格下落が追い打ちをかけた可能性がある。

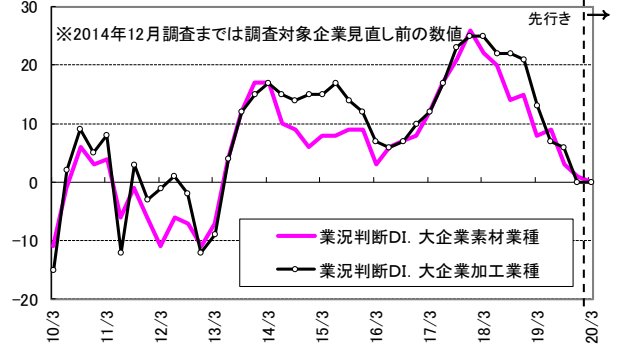
3月は5四半期ぶりの上昇もありうる

大企業・製造業の3月の先行き判断DIは、12月から横ばいの0となった。主要16業種中、改善が9業種、悪化が5業種、横ばいが2業種という結果。素材業種が1ポイントの悪化、加工業種は横ばい。もともと振れの大きい木材・木製品(+6→▲12、▲18)が大幅悪化となったほか、鉄鋼(▲2→▲13、▲11)が2期連続の大幅悪化となったことが全体の足を引っ張った。ただ、数の上では改善した業種の方が多く、世界景気の底打ち観測が下支えした可能性がある。ロイター短観でも、「半導体市場でDRAM向け需要が急激に改善している」と、世界的な半導体市況の底打ちを指摘する声が挙がっていた。なお、大企業・製造業の19年度の想定為替レートは107.83円/ドルとある程度保守的に見積もっているが、米中交渉の進展期待と、英国の総選挙における保守党の大勝で、足元の為替相場は円安方向への動きを強めている。この流れが続けば、次回の短観では現状判断DIの反発も見えてくる。

非製造業は底堅さを示す

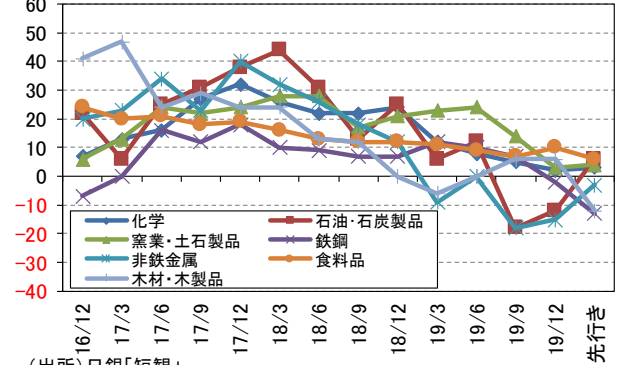
大企業・非製造業の現状判断DIは前述のとおり+20と、9月から1ポイントの悪化にとどまった。ロイター短観からも、「国土強靱化政策に伴う公共事業と、首都圏のほか札幌・福岡などの中核都市で民需も堅調に推移している」と、内需の好調を指摘する声が挙がっている。業種別に見ると、主要12業種中、5業種で改善、6業種で悪化、1業種で横ばいという結果(図表7,8)。悪化幅が相対的に大きかったのは小売(+4→▲3、▲7)、不動産(+40→+35、▲5)、建設(+41→+37、▲4)といったところ。消費増税の影響で小売が大きく悪化するのは予想された動き。消費関連業種では対個人サービス(+27→+25、▲2)も2ポイントの悪化となっている。足元の公共投資が堅調

ポイント (図表4)製造業、素材業種・加工業種別業況判断DI (大企業)



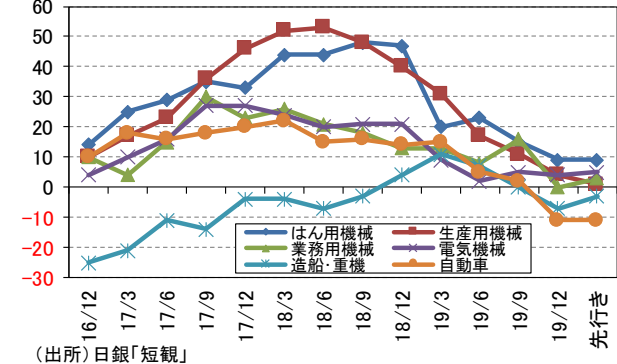
(出所)日銀「短観」

ポイント (図表5)大企業・製造業の主要素材業種の業況判断DI



(出所)日銀「短観」

ポイント (図表6)大企業・製造業の主要加工業種の業況判断DI



(出所)日銀「短観」

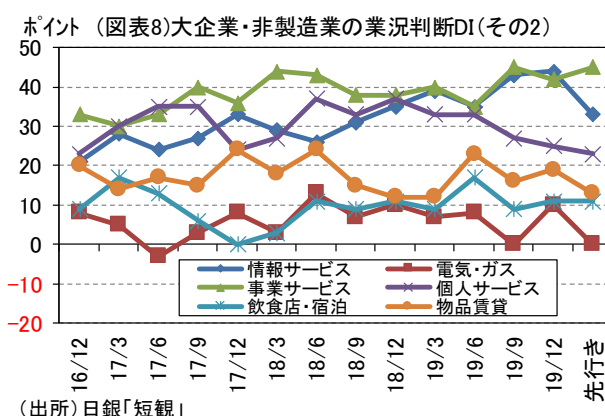
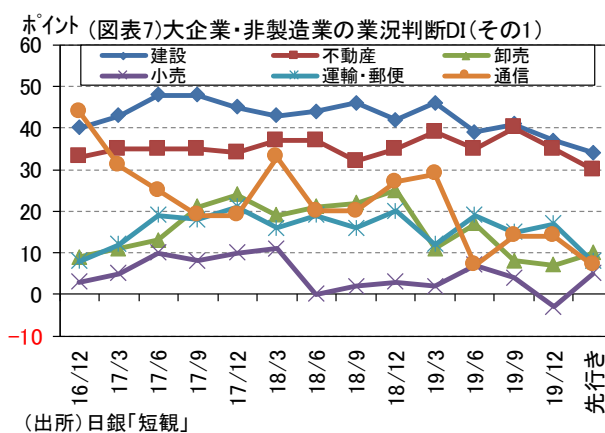
に推移していることを考えれば、不動産と建設の悪化はやや意外だが、DIの水準自体は高い。オリンピック関連の工事一巡や資材価格の高止まり、消費増税の駆け込み需要の反動減が影響した面はあったかもしれない。ただ、今後は大型経済対策の効果が期待できる。一方、改善幅が大きかったのは電気・ガス（±0→+10、+10）だが、先行きは同じだけのマイナス幅となっており、持続的な改善が見込まれているわけではない点には注意が必要。16年4月の小売り全面自由化以降、電力各社の価格競争は激化しており、特に大手では原子力発電所の安全対策費が収益の圧迫要因となっている。

大企業・非製造業の先行き判断DIは▲2ポイントの悪化となった。非製造業には、慢性的な人手不足に悩まされている業種が多く含まれていることが、恒常的な下押し圧力となっている面もある。業種別にみると、情報サービス（+44→+33、▲11）、電気・ガス（+10→±0、▲10）、運輸・郵便（+17→+8、▲9）、物品賃貸（+19→+13、▲6）といった業種のマイナス幅が相対的に大きい。情報サービス産業や物品賃貸については増税前のシステム改修やレジのリプレースといった消費増税関連需要の一巡が影響した可能性があるだろう。運輸・郵便は貿易摩擦や消費税に絡んだ国内外の荷動きの悪化を反映した可能性がある。

中小企業・製造業の傾向は大企業と同じ

中小企業に目を向けると、まず、中小企業・製造業の現状判断DIは▲9と、9月調査から5ポイントの悪化となり、市場予想を2ポイント下回った。主要16業種中、2業種で改善、13業種で悪化、1業種で横ばいという結果。素材業種が3ポイントの悪化、加工業種が5ポイントの悪化となっており、傾向は大企業と同じ。マイナス幅が大きかったのは、鉄鋼（▲9→▲20、▲11）、生産用機械（+2→▲8、▲10）、木材・木製品（▲4→▲12、▲8）、造船・重機等（+13→+6、▲7）、自動車（+5→▲1、▲6）、金属製品（±0→▲6、▲6）など。中小企業の業況と相関の高い景気ウォッチャー調査の現状判断DIは、10月に前月比で▲10ポイントの大幅悪化となっていたが、同月のウォッチャーの判断理由を見ると、「前月までは消費税の引き上げ前の駆け込み需要で10%ほどの売上があったが、今月はその反動減により、3ヵ月前と比較して5~10%売上が落ちている（出版・印刷・同関連産業）」、「台風19号や大雨の影響により、鉄道や高速道路が不通となった。来県者が大幅に減少した（甲信越＝食料品製造業）」など、やはり消費増税や台風の影響を挙げる声が多かった。ただ、11月の同DIは持ち直しており、これらの影響は比較的短期間にとどまる可能性もある。

一方、中小企業・非製造業の現状判断DIは+7で、9月から3ポイント悪化した。主要12業種のうち、3業種で改善、8業種で悪化、1業種で横ばいという結果。先行きは▲6ポイントの+1と、さらに大幅な悪化が予想されているが、これは最近のパターンで、実際はそれほどの悪化とならな



いケースも多い。10月の景気ウォッチャー調査をみると、「当地は台風19号の被害はなかったが、交通機関の不通によるツアーキャンセル、一般、個人旅行の取り止めにより、来客数は大きく減少している（甲信越＝観光名所）」と、観光産業で（図表9）日銀短観設備投資計画（全産業・前年度比）

台風被害を指摘する声があった一方、「被害からの復旧工事が進むことにより、入居率の上昇が見込める。また、冬が近づき空調工事などの受注が増える可能性もある（北関東＝不動産）」と、公共工事の増加に期待する声も挙がっている。

設備投資計画も底堅い

2019年度の大企業・製造業の設備投資計画は、前年比+11.3%となった（図表9,10）。昨年同時期の同+15.6%を大きく下回ったが、前回9月の同+11.8%からは比較的小幅の下方修正にとどまった。大企業・全産業ベースでは同+6.8%で、市場予想の同+6.0%を上回っている。全規模・全産業ベースでは同+3.3%となった（図表9,11）。こちらも前年同時期の同+10.4%を大きく下回ってはいるが、9月の同+2.4%からは小幅上方修正された。年度始時点では投資計画が固まっていない中小企業は、順を追って上方修正される傾向があるが、12月は中小企業・非製造業が、9月の同▲10.5%から同▲3.8%へと、比較的大きめの上方修正となったことが全体を下支えした。総じて、内外景気に不透明感が漂う中では、意外に底堅いとの印象を受ける。生産・営業用設備判断DIをみると、全規模・全産業で横ばい（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）だが、水準は▲3ポイントとマイナス圏で、設備の不足感は依然として強い（図表12）。先行きは1ポイントの低下である。今後も合理化・省力化需要が一定程度設備投資を下支えすると考えられるほか、米中交渉の進展次第では、設備投資意欲がさらに上向き可能性も出てこよう。

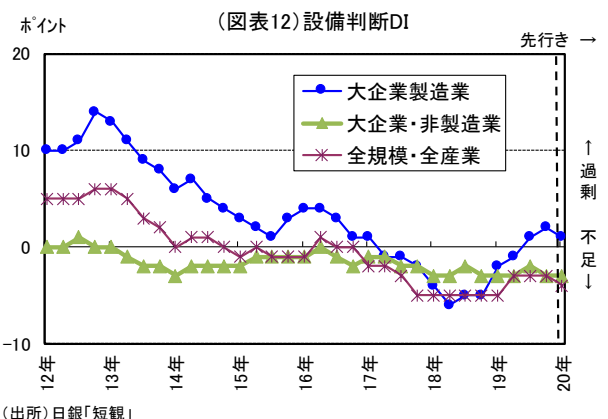
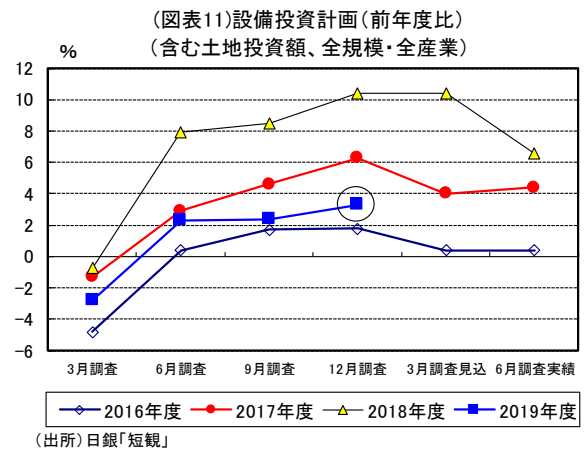
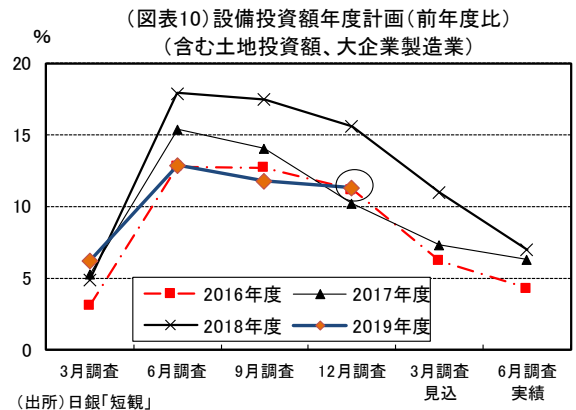
製造業の雇用需給は若干緩む

雇用人員判断DI（過剰－不足）は、全規模・全産業ベースで▲31と、9月調査から1ポイントの上昇となった（数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和）（図表13）。大企業・製造業は1ポイントの上昇（▲12→▲11、+1）、非製造業は横ばい（▲31→▲31、±0）。

製造業では、大企業よりも中堅企業と中小企業の

	18年度実績	19年度				
		3月調査	6月調査	9月調査	12月調査	12月当社予測
		%	%	%	%	%
全規模	6.6	▲2.8	2.3	2.4	3.3	2.3
製造業	8.6	2.0	7.7	7.3	6.8	6.9
非製造業	5.4	▲5.6	▲0.8	▲0.4	1.2	▲0.4
大企業	7.3	1.2	7.4	6.6	6.8	5.5
製造業	7.0	6.2	12.9	11.8	11.3	9.1
非製造業	7.4	▲1.6	4.2	3.6	4.3	3.1
中小企業	2.6	▲14.9	▲9.3	▲6.7	▲2.2	▲4.8
製造業	17.2	▲6.1	▲3.0	▲0.1	0.5	0.8
非製造業	▲4.4	▲20.1	▲13.0	▲10.5	▲3.8	▲7.6

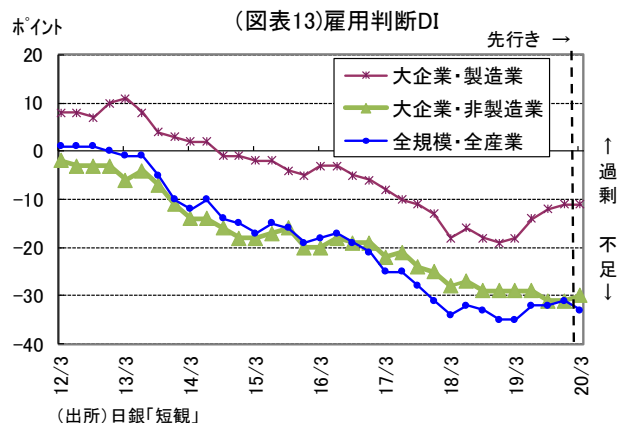
（出所）日銀短観等より明治安田生命作成



上昇幅が大きくなっており、全規模・製造業ベースでは3ポイントの上昇(▲20→▲17、+3)と、製造業全体では、雇用の需給が緩み始めている様子がうかがえる。一方、非製造業は全規模ベースでも横ばい(▲40→▲40、±0)。▲40という水準を見ても、非製造業の雇用のひっ迫感はまだまだ強い。先行きに関しては、全規模・製造業は2ポイントの低下、全規模・非製造業は3ポイントの低下となっており、非製造業では、人手不足が業況感の下押し要因のひとつとなり続ける可能性を示している。

日銀は引き続き様子見

今回の日銀短観では、大企業・製造業の現状判断DIが予想以上の悪化となったものの、大企業・非製造業の悪化幅は予想よりも小幅にとどまった。輸出の悪化が日本経済の下押し圧力となる一方、底堅い内需が下支え役となっている様子が改めて示された形。ここへきて世界景気に底打ちの兆しが見えてきたこと、米中交渉と英国の政治情勢がいずれも、金融市場にとってリスクオンの反応する方向に進んできたことで、次回3月の業況判断DIは5四半期ぶりの上昇となる可能性も出てきた。円高が進まない限り日銀も動く理由がなく、引き続き様子見姿勢を続けるだろう。(担当：小玉)



様子見継続を示唆した12月FOMC

全会一致で4会合ぶりに政策金利をすえ置き

12月10、11日に開催された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市場予想どおり、1.50-1.75%ですえ置かれた（図表1）。すえ置きは4会合ぶりで、前回10月FOMCで利下げに反対票を投じたカンザスシティ連銀のジョージ総裁、ボストン連銀のローゼングレイン総裁両名も賛成に回り、全会一致で決定された。

今回、声明文の現状判断部分についての修正は行なわれなかった。足元の経済活動については、前回同様、「緩やかなペースで拡大し続けている」と景気回復が継続しているとの判断を維持した。各項目についても、個人消費は力強いペースで増加する一方、設備投資と輸出は弱いままとの見方を踏襲したほか、労働市場については「力強いまま」、物価についても「2%を下回って推移している」との見方を維持した。

現政策スタンスが適切とし、様子見継続を示唆

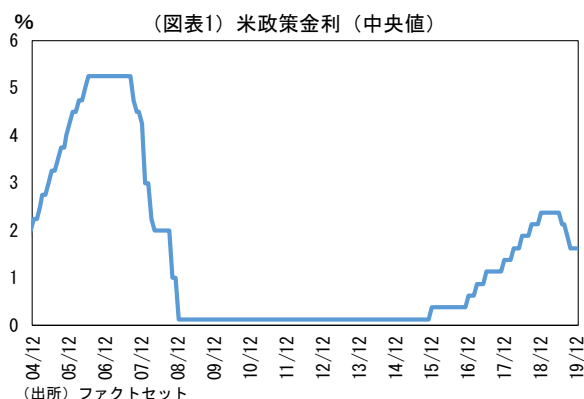
金融政策の先行き部分では、「現在のスタンスが、経済活動の持続的な拡大や労働市場の力強い状況、委員会の対称的な目標である2%付近のインフレ率をサポートするために適当と判断する」とし、当面、様子見姿勢を続ける方針を示した。前回まで記載されていた「見通しに対する不確実性は残っている」との文言を削除したものの、「グローバルな成長や落ち着いたインフレ圧力」といった注目材料を挙げて、引き続き「経済見通しに対する新たな情報の影響を注意深く監視し続ける」考えを示した。

パウエル議長は、今後発表される経済データが想定に沿っているなら、現行の金融政策スタンスは適切と述べ、引き続き追加利下げには経済見通しの見直しが必要になるとの考えを示した。また、過去の予防的利下げ局面と比較し、現在は失業率とインフレ率の関係性が希薄化していることから、利上げの必要性が小さいとの考えも示し、個人的な見解として、利上げには著しく持続的なインフレ上昇が必要になるとコメントした。

失業率の見通しを改善方向に修正

同時に発表されたFOMCメンバーの経済見通しをみると、GDP成長率については、前回9月時点の予測から変更なしとなり、2022年にかけて成長率が緩やかに鈍化していく見通しが引き続き示された（図表2）。

失業率については、2022年にかけて各年とも引き下げられたほか、Longer runも4.2%→4.1%に修正された。直近11月の失業率は3.5%と、約50年ぶりの水準まで低下しているが、現在がほぼピークであり、2022年にかけて緩やかに上昇（悪化）していく見通しが示されている。とは言え、



(図表2) 12月FOMC経済見通し

(単位: %)	2019	2020	2021	2022	長期
実質GDP成長率	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
(9月予測)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
失業率	3.6	3.5	3.6	3.7	4.1
(9月予測)	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2
PCEデフレーター	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
(9月予測)	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.6	1.9	2.0	2.0	—
(9月予測)	1.8	1.9	2.0	2.0	—
FF金利	1.6	1.6	1.9	2.1	2.5
(9月予測)	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5

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

Longer run を下回る水準での推移が見込まれており、雇用環境は良好な状態が続くとの見通しである。

物価については、PCE（前年比）が変更なしとなる一方、コア PCE（前年比）は 2019 年のみ +1.8% から +1.6% に下方修正され、足元のインフレ圧力の弱さが示された。2020 年は同 +1.9%、2021、2022 年は同 +2.0% と予想されており、2020 年にかけては 2% を下回るものの、その後は 2% に回帰するとの見方が踏襲されている。雇用環境は半世紀ぶりの良好な状態が続くものの、物価の上昇圧力は大きく高まらないとの見立てである。

ドットチャートも当面のすえ置きを示唆

ドットチャートについては、2020 年が 1.625%、2021 年が 1.875%、2022 年が 2.125%（いずれも政策金利見通しの中央値）と、いずれも 9 月 FOMC 時点から 25bp ずつ引き下げられた（図表 3）。ただ、さらなる利下げ予想はゼロだった。

2020 年については、17 名中 13 名がすえ置きを予想（25bp の利上げを見込む向きが 4 名）しており、大半が当面は利下げも利上げも不要との見方である。一方、

2021 年については、すえ置きが 5 名、利上げ 1 回が 4 名、2 回が 5 名、3 回が 3 名と、利上げ派が大勢となっているほか、2022 年はすえ置きが 1 名にとどまった。政策金利は 2020 年まですえ置かれるものの、2021 年以降は年 1 回 25bp ずつ利上げが見込まれており、利上げサイクルに回帰するとの見方が参加メンバーのコンセンサスとなっている。会見では、インフレ見通しが 2022 年にかけて 2% に戻るだけなのに、ドットチャートで利上げ見通しが示されたことに対する質問がなされたが、パウエル議長は、インフレが目標を達成するなら、政策金利を中立方向に戻すのが適切との考えが反映されているのだろうとする一方、2021 年以降の経済については誰もわからないとした。なお、Longer Run については前回の 2.5% が維持された。

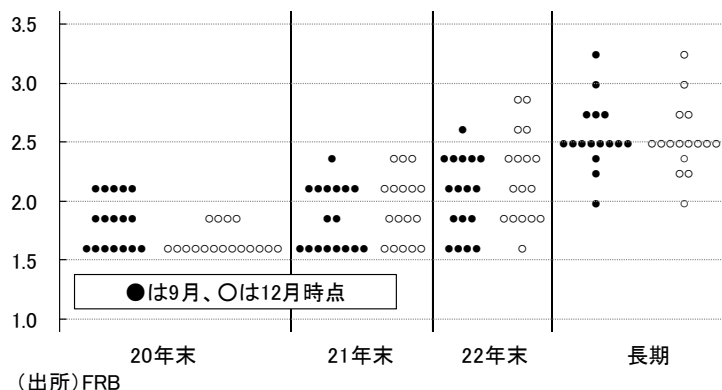
当面、様子見継続へ

今回の FOMC では 4 会合ぶりに政策金利がすえ置かれ、様子見を継続する姿勢が示された。声明文では、今後発表されるデータが経済見通しに与える影響を注意深く監視し続ける方針が示された。

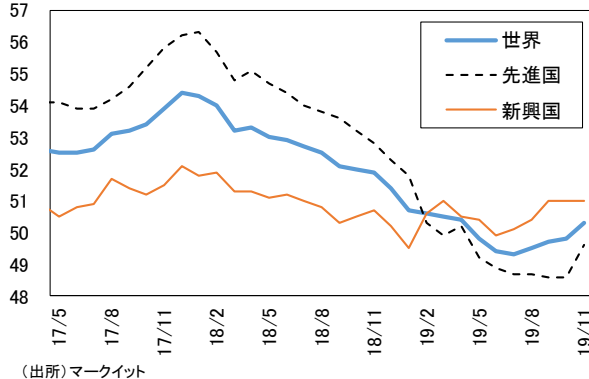
足元では、OECD 景気先行指数やグローバル製造業 PMI が反発しつつあるなど（図表 4）、景気循環面で一部明るさがみえつつあることから、米中対立のさらなる激化が避けられれば、市場が織り込む追加利下げは回避されよう。ただ、これまで

FRB がインフレ水準目標等、物価の上昇を一定程度許容する枠組みが検討されていることなどを踏まえると、過去の予防的利下げ局面後と比べて緩和的な状況が長期にわたり維持される可能性が高い。米中協議の動向次第ではあるもの、FRB は政策金利を当面すえ置くと予想する。（担当：大広）

(図表3)12月FOMCのドットチャート



(図表4)グローバル製造業PMI



○FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2019/10/29-30	2019/12/10-11
<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>September</u> indicates that the labor market remains strong and that economic activity has been rising at a moderate rate. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. Although household spending has been rising at a strong pace, business fixed investment and exports <u>remain weak</u>. On a 12-month basis, overall inflation and inflation for items other than food and energy are running below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</p> <p>9月のFOMC会合以降に入手した情報は、労働市場は力強いままであり、経済活動は緩やかなペースで拡大し続けていることを示している。雇用者数の増加はここ数ヵ月、均してみると底堅く、失業率は低いままである。個人消費は力強いペースで増加しているが、設備投資と輸出は弱いままである。前年比で見た総合インフレ率と食品・エネルギーを除いたインフレ率は2%を下回って推移している。市場ベースのインフレ指標は低いままである。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っていない。</p>	<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>October</u> indicates that the labor market remains strong and that economic activity has been rising at a moderate rate. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. Although household spending has been rising at a strong pace, business fixed investment and exports remain weak. On a 12-month basis, overall inflation and inflation for items other than food and energy are running below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</p> <p>10月のFOMC会合以降に入手した情報は、労働市場は力強いままであり、経済活動は緩やかなペースで拡大し続けていることを示している。雇用者数の増加はここ数ヵ月、均してみると底堅く、失業率は低いままである。個人消費は力強いペースで増加しているが、設備投資と輸出は弱いままである。前年比で見た総合インフレ率と食品・エネルギーを除いたインフレ率は2%を下回って推移している。市場ベースのインフレ指標は低いままである。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っていない。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・変更なし。 ・景気は緩やかなペースで拡大し続けているとの見方を維持。 ・個人消費は力強いペースで増加する一方、設備投資と輸出は弱いままとの見方を踏襲。労働市場やインフレの見方も変化なし。 	
<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. In light of the implications of global developments for the economic outlook as well as muted inflation pressures, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate to <u>1-1/2 to 1-3/4</u> percent. This action supports the Committee's view that sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective are the most likely outcomes, but uncertainties about this outlook remain. <u>The Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook as it</u></p>	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee decided to <u>maintain</u> the target range for the federal funds rate <u>at</u> 1-1/2 to 1-3/4 percent. <u>The Committee judges that the current stance of monetary policy is appropriate to support sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective. The Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook, including global developments and muted inflation pressures, as it assesses the appropriate path of the target range for the federal funds rate.</u></p>

<p><u>assesses the appropriate path of the target range for the federal funds rate.</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。世界経済の動向が経済見通しに与える影響とインフレ圧力の弱さを考慮して、委員会はFFレートの誘導目標レンジを <u>1.50-1.75%</u>に引き下げることを決定した。こうした行動は、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%付近のインフレ率という結果がもたらされる可能性が高いとの委員会の見方をサポートするが、この見通しに対する不確実性は残っている。<u>委員会はFFレートの誘導目標レンジの適切なパスを評価するにあたり、経済見通しに対する新たな情報の影響を注意深く監視し続ける。</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FFレートの誘導目標レンジを <u>1.50-1.75%</u>に<u>すえ置く</u>ことを決定した。<u>委員会は、金融政策の現在のスタンスが、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%付近のインフレ率をサポートするために<u>適当と判断する。</u>委員会はFFレートの誘導目標レンジの適切なパスを評価するにあたり、<u>グローバルな成長や落ち着いたインフレ圧力など、経済見通しに対する新たな情報の影響を注意深く監視し続ける。</u></u></p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・4会合ぶりに政策金利をすえ置き。 ・金融政策の現在のスタンスが、経済活動の持続的な拡大や労働市場の力強い状況、2%付近のインフレ率をサポートするために適当とし、当面様子見を続ける姿勢を示す。 ・見通しに対する不確実性は残存するとの見方を削除。 ・経済見通しに対する新たな情報の影響を注意深く監視し続ける姿勢を継続するとのスタンスを改めて示すなか、グローバルな成長や落ち着いたインフレ圧力といった具体的な注目材料を明記。 	
<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指標、インフレ圧力およびインフレ期待を示す指標、金融動向と国際情勢の見通しを含む幅広い情報を考慮する。</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指標、インフレ圧力およびインフレ期待を示す指標、金融動向と国際情勢の見通しを含む幅広い情報を考慮する。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・変更なし。 	
<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice</p>	<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice</p>

<p>Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; <u>James Bullard</u>; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; and Randal K. Quarles. Voting against <u>this</u> action were: Esther L. George and Eric S. Rosengren, who preferred at this meeting to maintain the target range at <u>1-3/4 percent to 2 percent</u>.</p> <p>こ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ynaード理事、<u>ブラード総裁</u>、クラリダ副議長、エバンス総裁、クオールズ副議長。ジョージ総裁、ローゼングレン総裁は、今回の会合で目標レンジを <u>1.75-2.00%</u> にすえ置くことを支持した。</p>	<p>Chair; 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ynaード理事、ブラード総裁、クラリダ副議長、エバンス総裁、<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><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・全会一致。 	

保守党の大勝に終わった英総選挙

12月12日の総選挙は保守党が大勝

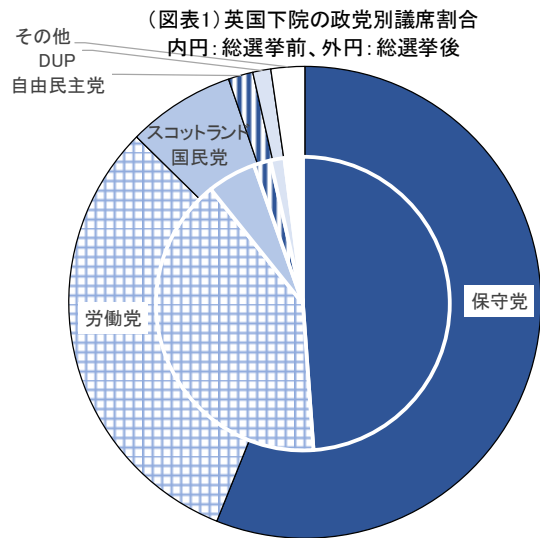
英国では、10月末に可決された解散総選挙法に基づき、12月12日に下院総選挙が実施された。解散以前の英国議会では、保守党が少数与党であったため、北アイルランドの地方政党である DUP から閣外協力を仰ぐなど、政権運営が不安定な状況となっていた。

選挙結果は、保守党の大勝に終わった(図表1)。保守党は下院全650議席のうち、365議席(解散前:317議席)を獲得、過半数を握り、単独政権を樹立した。事前の世論調査からも保守党の勝利が見込まれていたが、予想以上の大差がついたこともあって、選挙結果が出そろった12月13日には、“sell the fact”とはならず、英ポンド・株価ともに上昇した。金融市場はジョンソン第2次政権による今後の離脱交渉の進展に期待しているようだ(図表2)。もっとも、ジョンソン首相が離脱法案の修正に言及した17日には再びポンド安に転じるなど、足元では依然として不安定な相場が続いている。

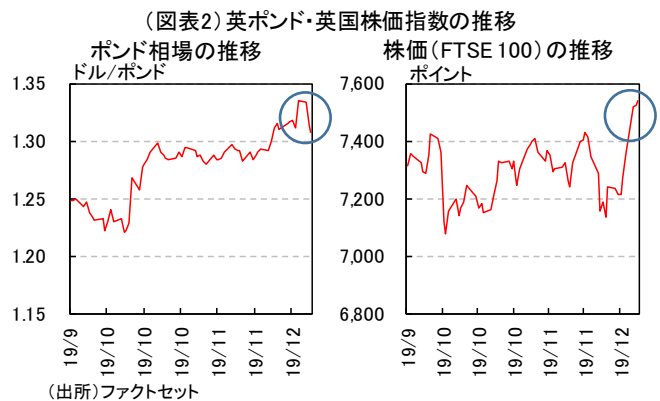
世論調査も保守党勝利を予想

単純小選挙区制を採用している英国では、デュヴェルジュ法則により、2大政党に有利に働く一方、死票が多く発生することから、世論調査の支持率から最終的な勝者を予想することが困難であることが知られている。実際、前回2017年の総選挙では、多くの世論調査が保守党の単独過半数を予想していたにもかかわらず、結果は過半数割れとなり、世論調査への信頼が揺らぐ事態となった。

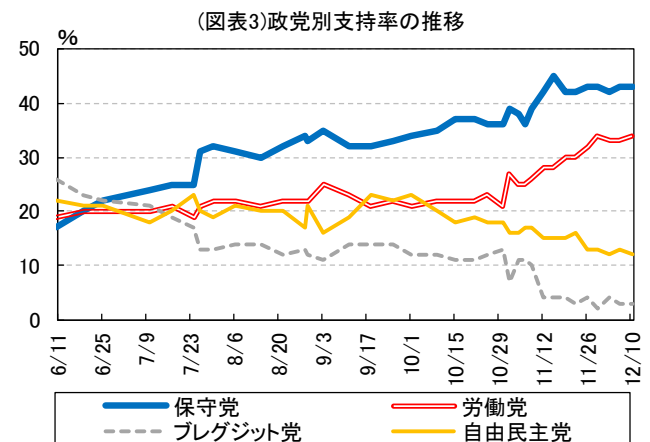
世論調査のうち、信頼性が高いと考えられている調査機関 YouGov による調査では、MRP (Multilevel Regression and Post-stratification) という統計手法が用いられている。MRP は選挙区ごとの特性を加味して予想を作成する手法で、従来の調査に比べ予測精度が高いとされており、金融市場でも YouGov の調査発表に特に注目が集まっていた。総選挙直前に労働党がやや支持率を高め、保守党との支持率の差が縮



(出所) 各種報道より明治安田生命作成



(出所) ファクトセット



(出所) yougov ※最新の調査は12/10、全英対象のためスコットランド地方政党であるSNPは集計対象外

小した場面では警戒感から株価が下落する局面もあったものの、最終的には保守党がリードを保ち、そのまま勝利した（図表3）。

労働党と自由民主党は議席減、スコットランドでは SNP が躍進

保守党以外の政党の結果では、労働党の議席減が特に目立つ。労働党は、法人増税や国有化政策などの社会主義的公約が支持を集められなかったほか、最後まで EU 離脱／残留に関して党の方向性を決定できなかったこと、反ユダヤ的な発言が問題視されたことなどから、59 議席を喪失する歴史的な大敗を記録、総選挙後コービン党首は辞任を表明した。リベラル政党の自由民主党についても、党首自身が議席を失うなど、支持拡大にはつながらなかった。

一方、スコットランドの地方政党である SNP は、「予想以上の結果（スタージョン党首）」で勝利し、議席を 35 議席から 48 議席に伸ばした。これは、スコットランドの全選挙区 59 議席中 8 割強に達する（図表 4）。SNP の躍進の背景には、1 月末の EU 離脱が現実になりつつあるなかで、SNP の掲げるスコットランドの英国からの独立を巡る住民投票の再実施が広く支持を集めたことがある。スコットランドは 2016 年の EU 離脱を巡る国民投票でも EU 残留支持の割合が英国 4 地域で最も高く、今回の総選挙でも、EU 離脱実現を掲げる保守党や、離脱／残留の立場を

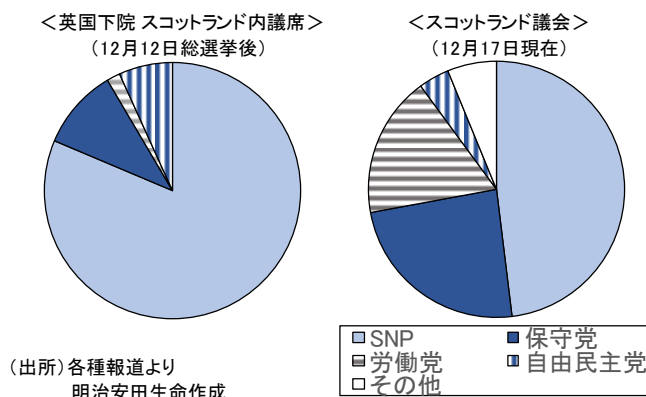
決めなかった労働党から SNP へと一定の票が流れたものと推測される（図表 5）。SNP はすでにスコットランド議会でも全 129 議席中 62 議席を占める最大勢力となっており、今回の英国下院での議席増により、スコットランドの第一党としての存在感が増している。スタージョン党首は総選挙後、スコットランド独立を巡る住民投票の実施を首相に求めると早々に宣言している。ジョンソン首相は住民投票の実施にはっきりと反対したものの、ブレグジットに加えて、今後スコットランド問題が再燃することも懸念される。

第 2 次ジョンソン内閣は EU 離脱、貿易交渉へ

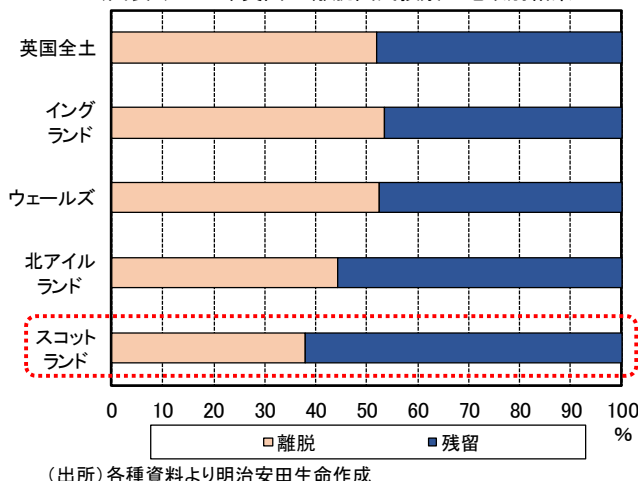
選挙結果を受け、第 2 次ジョンソン政権にとっては、政府案について議会の承認を得ることが容易となるため、EU との貿易交渉を円滑に進めることができると期待されている。今後のスケジュールとしては、まず 2020 年 1 月 9 日までに、英国議会で関連法案含め、離脱法案が再採決される予定である。保守党が下院の過半数を獲得したため、ここでは波乱なく法案が通過する可能性が高い。なお、この修正離脱法案では、移行期間（原法：2020 年末まで）の延長を禁止する文言が加えられ、離脱後の貿易体制を巡る貿易交渉の期限が厳格化されることになる。

1 月 31 日以降は、EU 離脱後、貿易協定が結ばれるまでに経済・社会の急激な変化を緩和するため

(図表4) 英国下院のスコットランド内選挙区、およびスコットランド議会の政党別議席割合

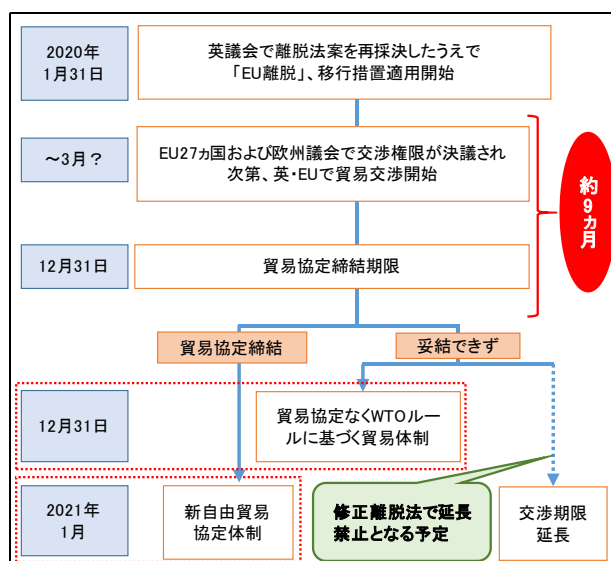


(図表5) 2016年英国EU離脱国民投票の地域別結果



に設定された移行期間が開始され、EU 各国および欧州議会で交渉権限が決議され次第、正式に英国と EU の間で貿易交渉が開始される見込みである（図表 6）。貿易交渉の期限は、12月31日とされており、この日までに協定を妥結できなければ、2021年以降、EU との間で貿易協定が存在しない形となり、特惠関税のない WTO ルールに則ることとなる。このため、移行措置から自由貿易体制へ円滑にシフトするためには、ジョンソン政権は、通常 3-5 年程度を要するとも言われる貿易協定の締結を約 9 ヶ月の短期間で取りまとめる必要がある。国民投票で離脱が決定された 2016 年から 4 年を経て、ブレグジット交渉は離脱の実施から離脱後の体制構築へと、新たな局面を迎えることとなる。（担当：山口）

（図表6）EU離脱・貿易協定締結へ向けた今後のスケジュール

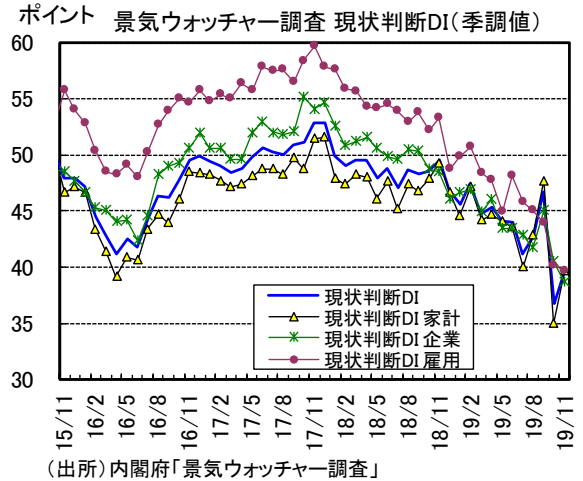


主要経済指標レビュー (12/9~12/20)

《日本》

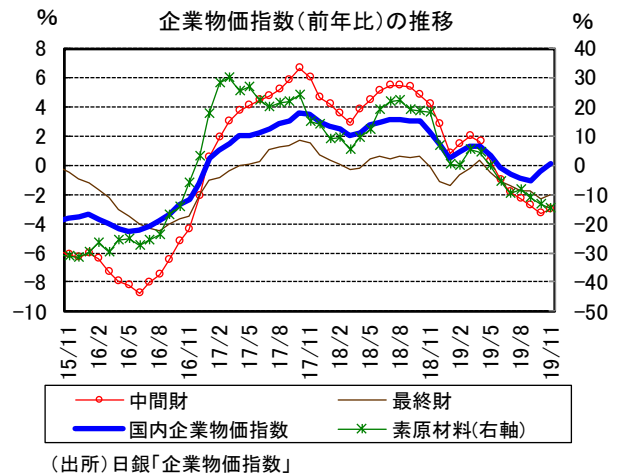
○ 11月景気ウォッチャー調査 (12月9日)

11月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が39.4と、2ヵ月ぶりに上昇した。内訳をみると、企業DI、雇用DIは低下したものの、家計DIが全体を押し上げた格好。景気ウォッチャーの見方は、前月追記された「台風19号等による影響」が削除され、「このところ回復に弱い動きがみられる。なお、消費税率引上げに伴う駆け込み需要の反動による影響が一部にみられる」となった。先行き判断DIは45.7と2ヵ月連続で上昇した。内訳をみると、企業DIが低下したものの、家計DIと雇用DIが押し上げた。先行きの見方については、「先行きについては、海外情勢等に対する懸念もある一方、持ち直しへの期待がみられる」と、前月から変更なかった。



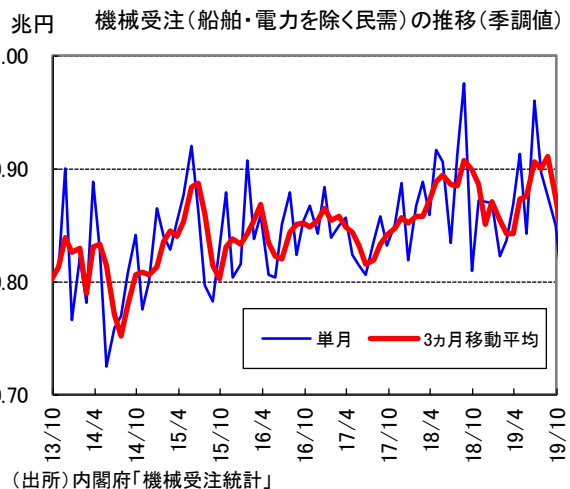
○ 11月企業物価指数 (速報値、12月11日)

11月の国内企業物価指数は前年比+0.1%と、6ヵ月ぶりのプラスとなった。経過措置品目の消費増税分が11月から反映された影響によるところが大きく、消費増税を除くベースでは、同▲1.5%となった。輸出入物価指数(円ベース)をみると、輸物価が同▲6.2%→▲5.9%と7ヵ月連続のマイナス、輸入物価は同▲10.7%→▲11.2%とこちらも7ヵ月連続のマイナスとなり、交易条件は改善した。今後について、消費増税が押し上げに寄与する一方、過去の燃料価格が遅れて反映される電力価格のマイナス寄与が拡大すると見込まれるため、目先の企業物価は前年比0%前後で推移するとみている。



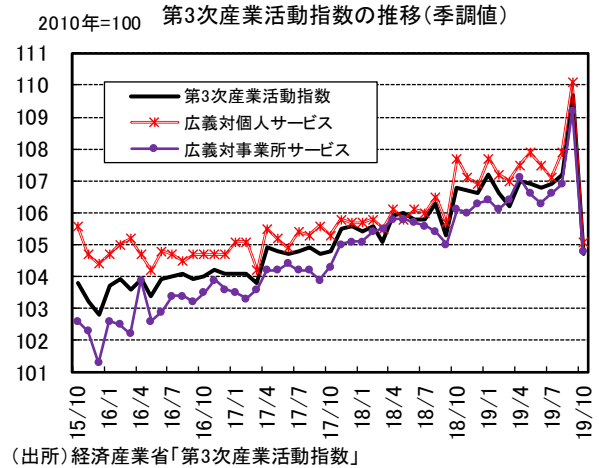
○ 10月機械受注 (12月12日)

10月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比▲6.0%と4ヵ月連続のマイナスとなり、2015年8月以来の低水準になった。基調判断は、「持ち直しの動きに足踏みがみられる」から「足踏みがみられる」に変更された。今後の設備投資は、製造業では、維持・更新投資などが、非製造業では、合理化・省力化投資などが押し上げ要因となることで、緩やかながらも回復基調を維持するとみている。ただ、米中交渉の行方如何では、企業の投資マインドが想定以上に冷え込む可能性には注意が必要である。また、設備のストック調整局面が近づきつつあること、内需型の企業を中心に中長期的な成長期待が高まりにくい状況が続くことから、力強さを欠く展開となる可能性が高い。



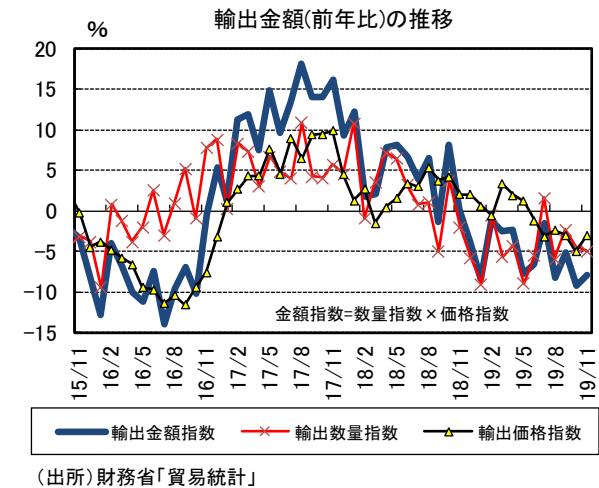
○ 10月第3次産業活動指数 (12月16日)

10月の第3次産業活動指数は前月比▲4.6%と、4ヵ月ぶりのマイナスとなり、2010年基準で、過去最大の低下幅となった。基調判断は「持ち直しの動き」から「足踏みがみられる」へ下方修正された。業種別にみると、全11業種すべてで低下となった。マイナス寄与が大きかった業種は小売業(同▲16.0%)、卸売業(同▲9.2%)など。消費増税の反動減による影響のほか、台風19号による影響も下押ししたとみられる。今後について、世界経済に底打ちの兆しがみられることから、国内景気は緩やかな回復基調を維持するとみており、第3次産業活動指数も均せば緩やかながらも改善傾向で推移するとみる。



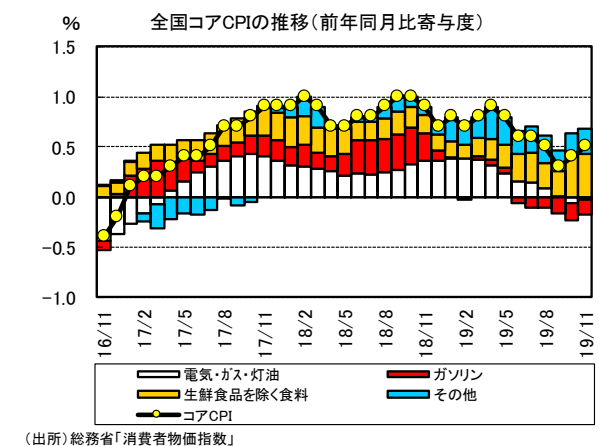
○ 11月貿易統計 (12月18日)

11月の貿易統計によると、輸出数量指数は前年比▲5.0%と4ヵ月連続のマイナスとなった。米国向け、EU向け、アジア(中国含む)向けすべてマイナスとなっており、輸出は減少基調が続いている。今後の輸出のカギを握る米中貿易摩擦の行方だが、12月に米中両国は、「第一段階」合意に達し、歩み寄りの姿勢を見せている。ただ、米中摩擦は、経済分野にとどまらない可能性があることから、今後も世界景気のかく乱要素になり続けることが懸念される。今後については、中国の景気刺激策の効果や半導体市況の改善、底堅い米景気が押し上げ材料となると見込まれる一方、欧州景気の弱さや、世界的な資本財需要の減衰などが引き続き下押し圧力となるとみられ、輸出の回復ペースは緩慢と予想する。



○ 11月全国消費者物価指数 (12月20日)

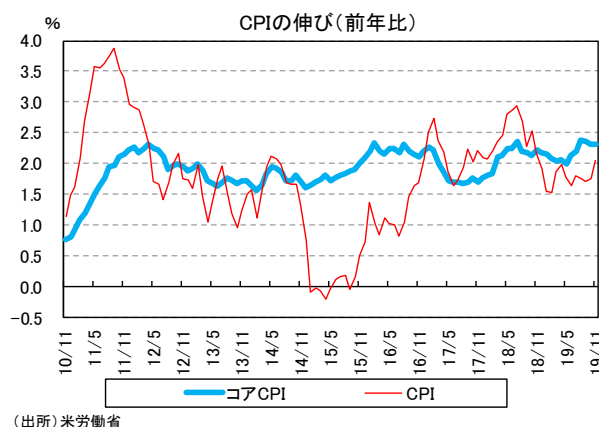
11月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は、前年比+0.5%と、10月から伸び幅が0.1%ポイント拡大した。総合指数は同+0.5%と、10月から伸び幅が0.3%ポイント拡大、新型コア指数(生鮮食品およびエネルギーを除く総合)は同+0.8%と、伸び幅は10月から0.1%ポイント拡大した。経過措置品目(電気代、携帯電話通信料等)について、11月分から増税分が反映された影響が大きい。経過措置の影響を除けば、コアCPIの伸びはほぼ横ばいとみられる。今後については、エネルギー価格が当面マイナス寄与で推移することが見込まれるほか、2020年4月の高等教育無償化による下押し(前年比▲0.1%ポイント程度)もあり、物価上昇は鈍いものにとどまる可能性が高い。



《米 国》

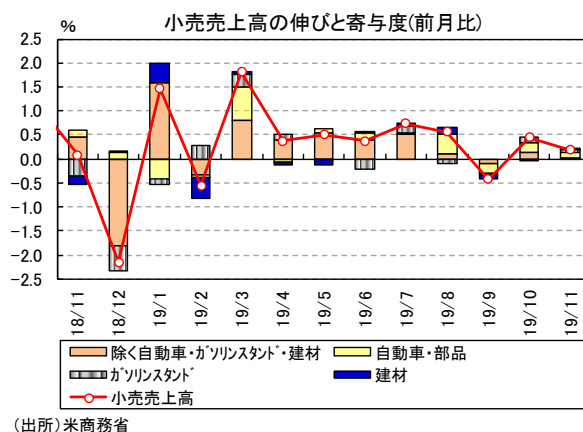
○ 11月CPI（消費者物価指数）（12月11日）

11月のCPIは前月比+0.3%となったほか、エネルギーと食料品を除いたコアCPIも同+0.2%のプラスとなった。前年比をみると、CPIは+2.1%とエネルギー価格の持ち直しなどにより前月からプラス幅が拡大した一方、コアCPIは同+2.3%と不変だった。今月は通信価格が上昇に転じたほか、衣料品価格の落ち込み幅が和らぐ一方、自動車価格の下落が下押しした。9月1日に対中関税第4弾の一部が発動され、消費者に直結する品目の関税引き上げが実施されたが、CPIへの影響は限られている。今後も米中対立の影響が景気の重しになるとみられるほか、生産者物価等、川上段階での価格上昇圧力が依然として鈍いことから、CPIの基調は緩慢な伸びが続くと予想する。



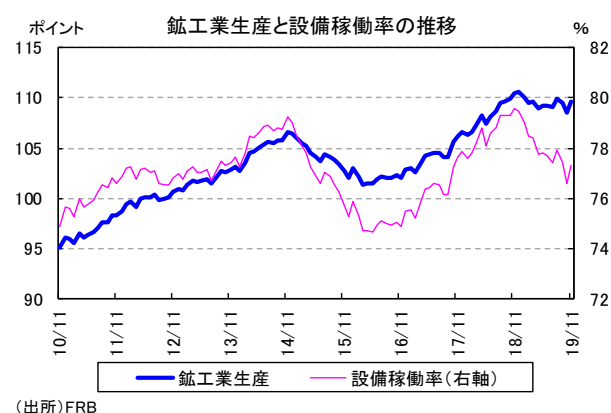
○ 11月小売売上高（12月13日）

11月の小売売上高は前月比+0.2%と2ヵ月連続で増加した。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同+0.1%と、小幅ながら2ヵ月連続で増加した。増勢はともに前月から鈍化したが、今年の感謝祭の休日（11月28日）が例年に比べて後倒しとなり、年末商戦の恩恵を例年ほど取り込めなかったことで、季節調整が上手くできなかった可能性が考えられる。業態別に内訳をみると、衣料・装飾品店や飲食店が減少したものの、自動車・部品やガソリンスタンド、電器店などが増加した。今後の個人消費は、緩やかながら雇用・所得環境の改善が続いていることや、家計のバランスシートが改善していることなどから増加基調が続くと予想する。



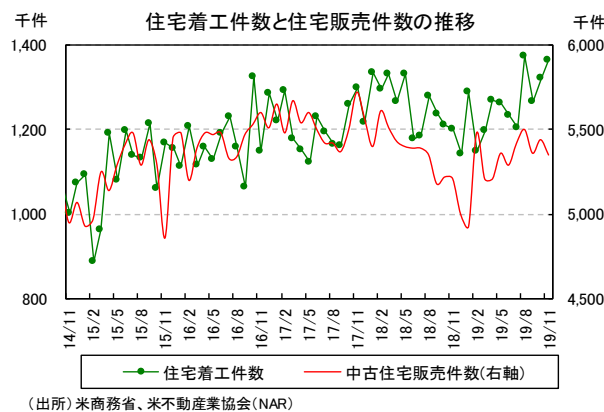
○ 11月鉱工業生産指数（12月17日）

11月の鉱工業生産指数は前月比+1.1%と、3ヵ月ぶりに上昇した。産業別にみると、鉱業が同▲0.2%と3ヵ月連続で低下したものの、10月に終結した大手自動車会社のストライキによる反動増で輸送機器が大きく増加したことなどから製造業が同+1.1%となり、全体をけん引した。公益事業も同+2.9%と押し上げに寄与した。設備稼働率は77.3%と、同じく輸送機器の反動増で前月の76.6から大きく上昇したものの、昨年11月をピークに低下傾向が続いている。在庫循環をみると、足元では意図せざる在庫増局面に突入している。米中対立が続くなか、11月のISM製造業景況指数は好不調の境目とされる50ポイントを4ヵ月連続で下回った。鉱工業生産は当面低調な推移が続くと予想する。



○11月住宅着工・中古住宅販売件数(12月17, 19日)

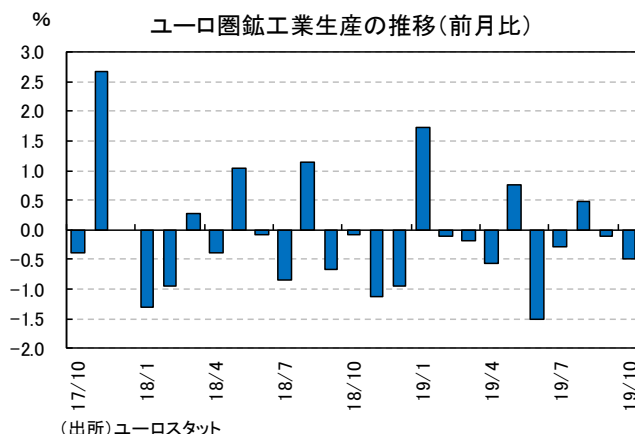
11月の中古住宅販売件数は、年率換算で535万戸、前月比▲1.7%と2ヵ月ぶりに減少した。一方、11月の住宅着工件数は、年率換算で136.5万戸、前月比+3.2%と2ヵ月連続で増加した。住宅着工件数の内訳をみると、戸建が同+2.4%、振れの激しい集合住宅も同+4.9%と、ともに2ヵ月連続で増加した。住宅着工件数に先行するとされる住宅着工許可件数は同+1.4%と、右肩上がりのトレンドを維持している。また、建設業者の景況感を表すNAHB住宅市場指数が、12月に販売現況と購買見込み客足の改善などを背景に約20年ぶりの高水準を記録した。住宅投資は低金利などを背景に増加基調が続くと予想する。



《欧 州》

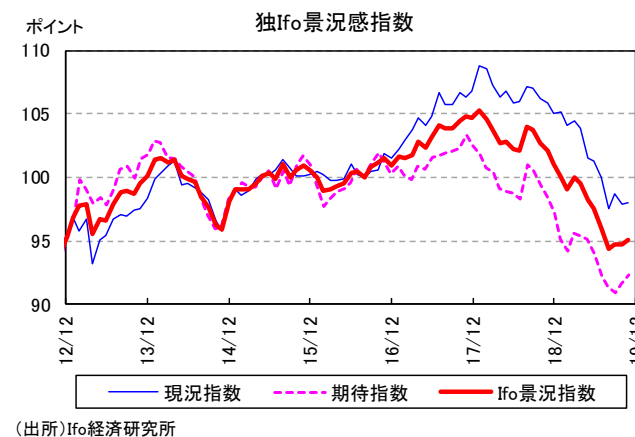
○ 10月ユーロ圏鉱工業生産（12月12日）

10月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.5%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。消費財（同+0.8%→+0.6%）のプラスが続いたほか、中間財（同▲0.8%→+0.6%）がプラスに転じたものの、資本財（同+0.7%→▲2.0%）がマイナスとなり、全体を押し下げた。主要国別は、フランス（同+0.4%→+0.5%）を除き、ドイツ（同▲1.2%→▲1.5%）、イタリア（同▲0.4%→▲0.3%）、スペイン（同▲0.9%→▲0.4%）と、軒並みマイナスとなった。製造業の新規受注等の先行指標にも力強さは見られず、今後のユーロ圏の鉱工業生産は一進一退の推移となるとみる。



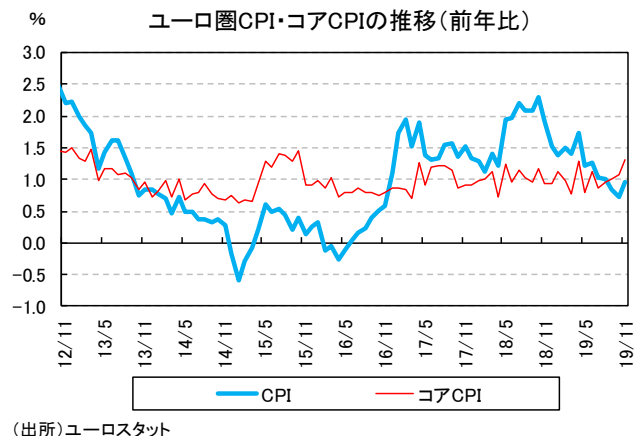
○ 12月ドイツIfo景況感指数（12月18日）

12月のドイツIfo景況感指数は96.3と、11月（95.1）から2ヵ月連続で改善した。内訳では、期待指数が92.3→93.8と、3ヵ月連続で改善したほか、現況指数も98.0→98.8と、2ヵ月連続で改善した。産業別景況感では、卸売・小売（0.9→0.0）、建設業（20.3→17.9）が悪化した一方、製造業（▲5.8→▲5.0）、サービス業（17.4→21.3）が改善した。製造業では、現況指数がやや悪化したものの、期待指数が改善したことが全体を押し上げており、景況感の悪化に歯止めがかかりつつある様子が見え始める。今後については、製造業の不振一巡から、ドイツ景気は底打ちへ向かうとみられるものの、内外需ともけん引役に欠くなかで、停滞気味の推移が続くと予想する。



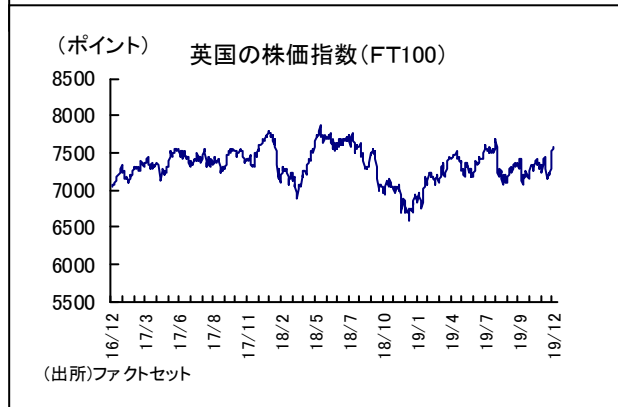
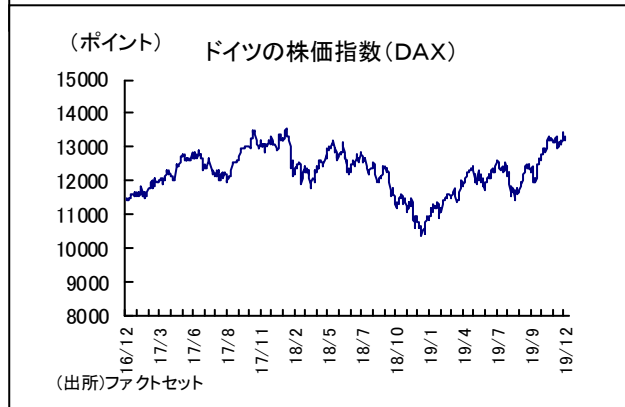
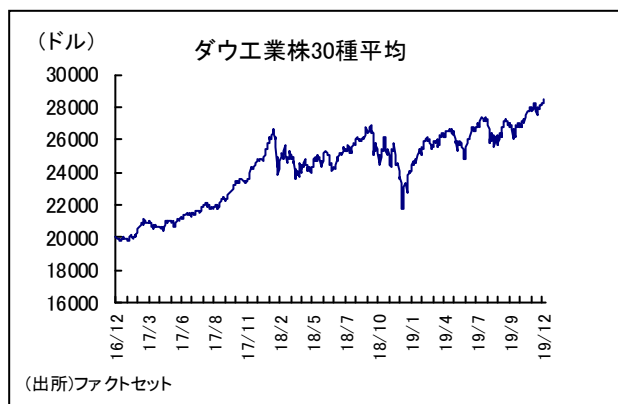
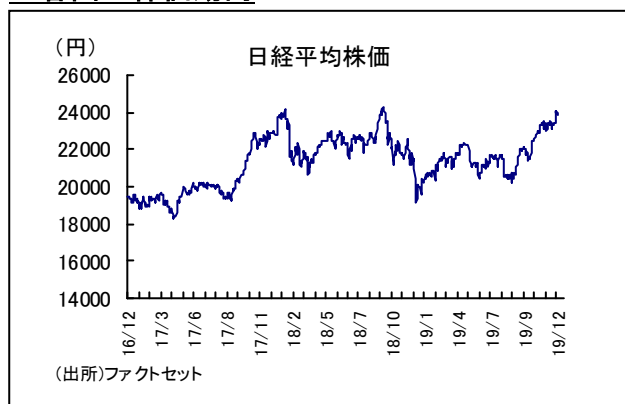
○ 11月ユーロ圏CPI（12月18日）

11月のユーロ圏CPI（消費者物価指数）は前年比+1.0%と、前月（同+0.7%）から伸び幅が拡大した。コアCPIは同+1.3%と、前月（同+1.1%）から伸び幅が拡大。主要国別では、イタリア（同+0.2%→+0.2%）は前月と同じ伸び幅にとどまったものの、ドイツ（同+0.9%→+1.2%）、フランス（同+0.9%→+1.2%）、スペイン（同+0.2%→+0.5%）では伸び幅が拡大した。ただ、エネルギー価格の下落の影響が当面は続く見込みであるほか、ユーロ圏景気の回復ペースが緩慢なものにとどまるなか、需要が価格を引き上げる力は弱いものとみられ、今後も物価はECBの中期的な目標（前年比+2.0%程度）を下回る推移が続くと予想する。

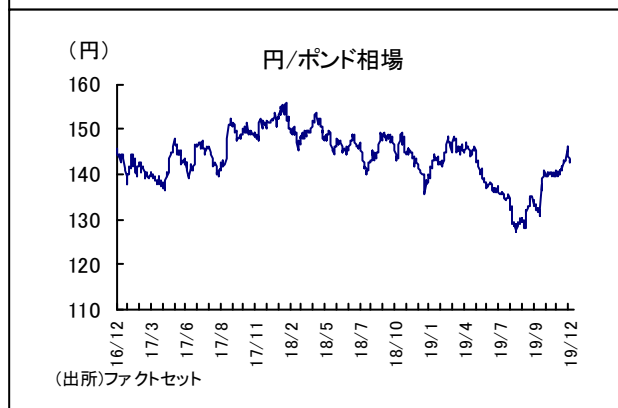
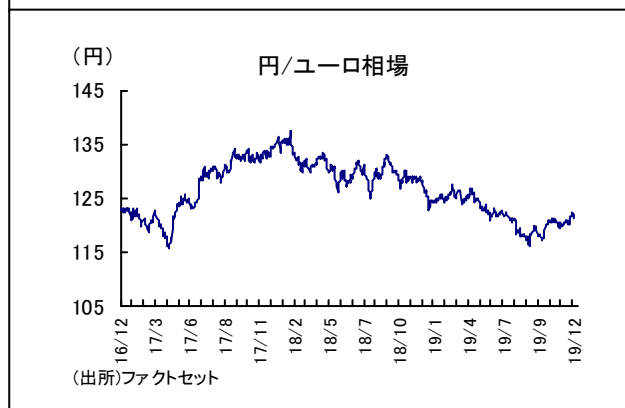
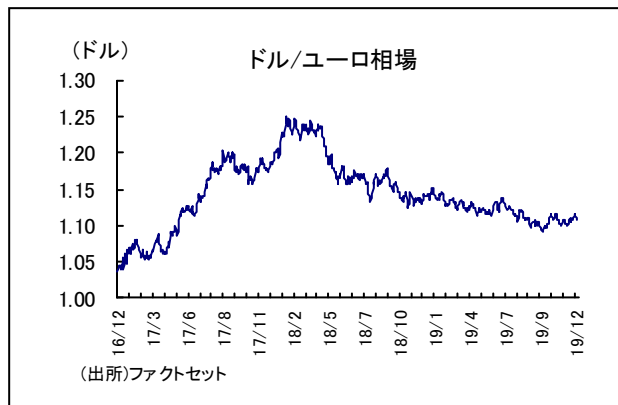
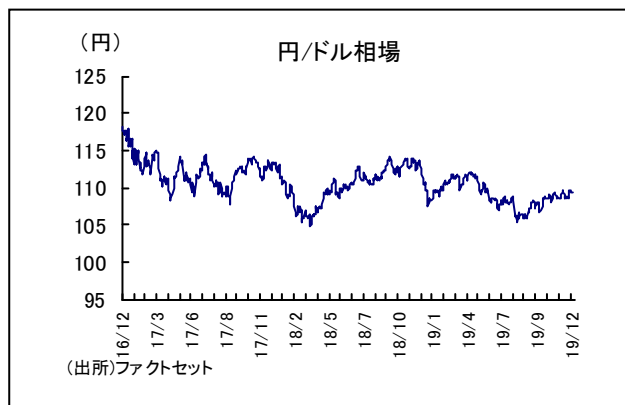


日米欧マーケットの動向 (2019年12月23日現在)

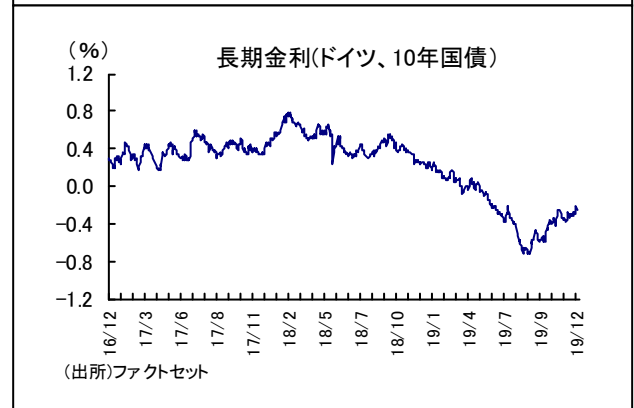
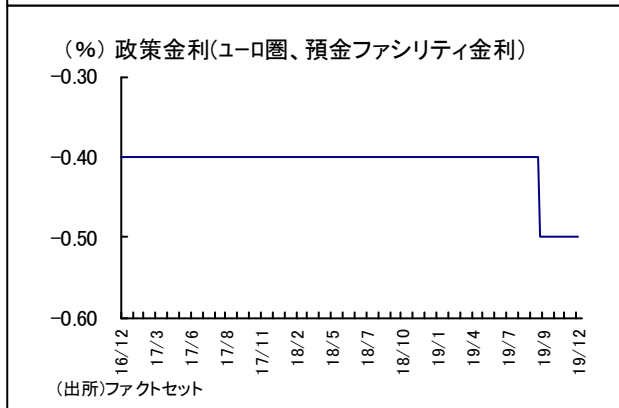
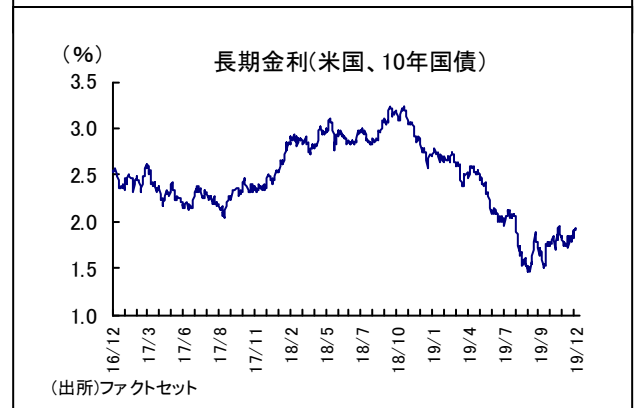
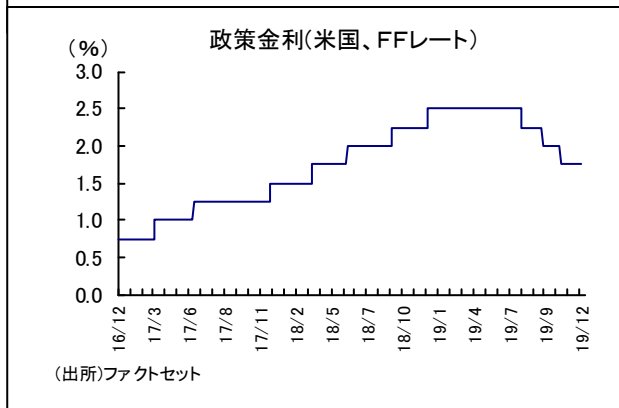
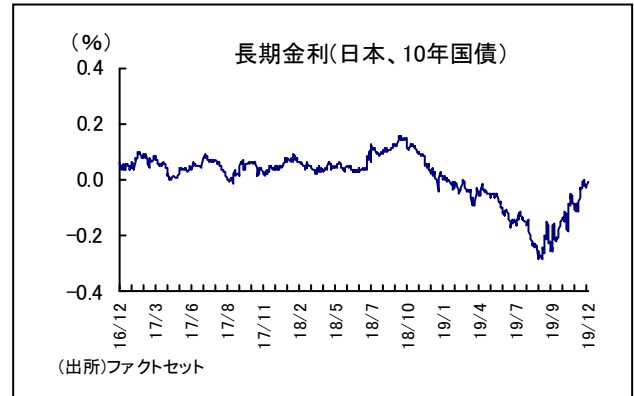
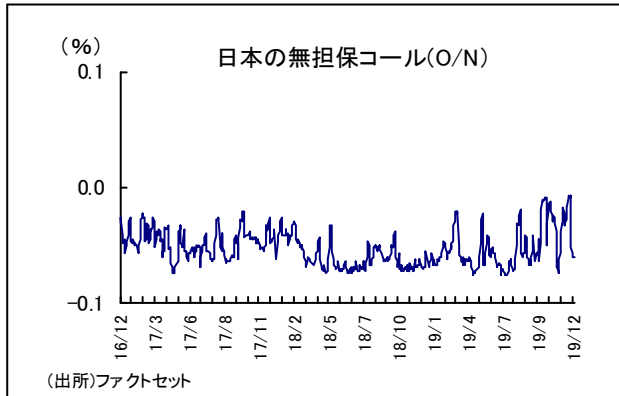
▽各国の株価動向



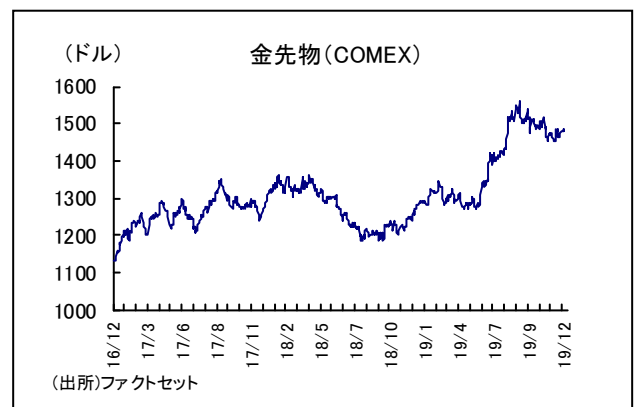
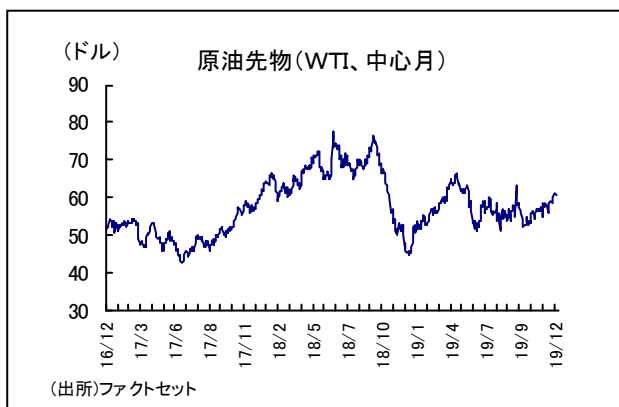
▽外為市場の動向



▽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、山口範大、
西山周作、木下裕太郎