

〈フォーカス〉 危機対策はスピード重視で

経済対策を考えるにあたっての基準には、内容、規模、対象、スピードといったものがあるが、差し当たり最優先すべきはスピードだろう。まずは、金融システムと企業金融の安定確保である。この点、16日に日銀が緊急決定会合を開いて発表した各種の流動性供給策は、大きなサプライズを狙うことなく、金融機関のドル調達や企業の資金繰り等、足元の課題に焦点を当てた冷静かつ適切な対応だった。

企業金融については、政府による実質無利子・無担保融資が17日より始まったが、今後は社会保険料や法人税の延納、雇用調整助成金の一段の拡充も検討対象になるだろう。自粛が長期化している間に、企業の倒産や廃業が増加し、失業者が増えれば、経済への打撃がより大きなものになるばかりでなく、感染終息後も長く後遺症が残ってしまう。技術の承継が途絶されれば、中長期的な潜在成長率を押し下げる要因ともなる。経済活動の自粛下でも、企業の存続と雇用の確保は極力担保されねばならない。

消費者対策としては、生活保障と景気対策を分けて考える必要があり、まず必要なのは生活保障である。手段としては、時間のかからない一律現金給付が適当と考えられる。景気対策が目的ではないので、この段階では一部が貯蓄に回る可能性は考慮する必要がない。筋論から言えば、低所得者により手厚く給付すべきだが、それでは時間がかかる。すでに、大手企業の中にも雇用調整に踏み切る企業が出ており、事態は一刻を争う。一律給付では一人当たりの金額を抑えざるを得ないが、この点、第一段階は一律給付、第二段階で低所得者への重点給付という、2段階給付を一つのパッケージとして打ち出すのも一案である。この間、低所得者や失業者に対しては、無利子の貸付等で時間的猶予を得る工夫も必要となろう。

経済活動の再開にある程度目途がついて初めて、景気対策の出番となる。規模の問題もさることながら、消費者対策に的を絞った集中支援という観点が重要になるだろう。時限的な所得減税や、的を絞った(子育て世代等)給付金、キャッシュポイント還元策の拡充等が選択肢になると考えられる。ただ、消費税率の引き下げについては慎重に判断すべきではないか。国民へのメッセージ性という意味では期待できるが、引き下げ前の買い控えと反動増、再引き上げの際の駆け込みとその反動減という波を2回も作ることになる。たださえ、個人消費が記録的な冷え込みとなる中、買い控えが先に来るのは事業者にとって痛い。レジシステムの対応などのメニューコストも無視できない。

何より、消費税は社会保障制度の財源であり、その財源確保は将来世代への責任である。たとえ引き下げるにしても、再引き上げが再び政争の具となる事態を避けるべく、あらかじめ条件を定めて、クリアした暁には機械的に引き上げられるような仕組みを作っておくことが肝要と考えられる。いかに危機下でも、中長期的な課題を完全に忘れ去っていいわけではない。出口政策を考えておく必要があるという点は、他の政策についてもあてはまるだろう。(Kodama wrote)

目次	
〈フォーカス〉 危機対策はスピード重視で……………	1
・ 経済情勢概況……………	2
・ 日銀が緊急会合実施もサプライズはなし……………	4
・ 3月短観の業況判断 DI は大幅悪化へ……………	8
・ ECBは2週連続で金融緩和を実施……………	11
・ 機械学習による長期金利の予測……………	14
・ 主要経済指標レビュー……………	17
・ 日米欧マーケットの動向……………	22

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、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大によって、当面目先低迷するとみている。 新型コロナウイルスによる混乱一巡後は、世界経済の底打ち、5G関連需要の本格化、政府の経済対策などを背景に、基本的に緩やかな回復基調をたどると予想する。

新型コロナウイルスの影響一巡後の個人消費は、外出の手控え、イベントの中止等、新型コロナウイルスの感染拡大阻止策によって、当面落ち込むとみている。 感染拡大に伴う影響一巡後は、雇用・所得環境の改善が下支えとなる一方、消費増税の負の所得効果も残るため、緩慢な回復にとどまると予想する。 設備投資は、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大を背景に当面手控えられるとみている。 海外景気の先行き不透明感が残ることが企業マインドの重しとなるものの、更新投資、省力化投資、5G関連投資、研究開発投資等への需要は根強く、持ち直し傾向での推移を予想する。 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、大型の補正予算が編成されたことから、景気の下支え役として機能し続ける展開が予想される。 輸出は世界的な新型コロナウイルスの感染拡大によって、当面弱含むとみているが、混乱一巡後は、半導体市場の持ち直しや中国の景気刺激策の効果によって、年央以降は緩慢ながらも次第に回復へ向かうとみる。

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、中長期的な成長期待が低迷するなか、新型コロナウイルスの感染拡大による需要の減少が物価の押し下げ圧力となり、消費増税を含めても前年比0%前後での推移になる物価上昇圧力は限定的とみている。

米国

米国経済は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う影響により悪化を余儀なくされよう。 今後の感染拡大がどの程度の規模・期間にわたるか不透明ではあるものの、拡大の動きが収まれば、財政・金融政策の効果などが下支えとなり、景気は緩やかに回復軌道へ回帰すると予想する。 米中摩擦や新型コロナウイルスの影響、大統領選の行方など各種不確実性が家計や企業マインドの重しになるとみられる。 もっとも、FRBが実施した利下げの効果もあり、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、内需をけん引役に拡大基調を持続しよう。

個人消費は、イベントの自粛や外出制限などが行なわれているほか、消費者マインドへの影響も懸念されることから目先は縮小する可能性が高い。 ただ、影響一巡後は、政府の景気対策の効果が下支えとなり、緩やかに持ち直すと予想する。 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、景気の先行き不透明感が燦るなかで新たに債務を増やす動きは限定されよう。 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、サプライチェーンの停滞や感染拡大米中摩擦や新型コロナウイルス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、世界景気の悪化を背景に低調な推移が続く米中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、利下げの効果が米景気を下支えするとみられるものの、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う不確実性の高まりを受けて、3月3日の緊急利下げに加えて、3月FOMC（米連邦公開市場委員会）でも追加利下げが行なわれる。 3月の150bpに及ぶ緊急利下げで打ち止めとみるものの、感染拡大に伴う影響が一段と広がる場合は資産買入れの拡大や流動性供給策の強化などを実施すると予想する。

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ってきたなかでいる。今後については、目先にかけてイタリアを中心にユーロ圏全域で新型コロナウイルス肺炎の感染拡大に伴う混乱が景気の大幅な下押し圧力となるとみられる。 混乱一巡後についても、各国の減税策等の財政出動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、足元については、多くの国で外出が禁止されるなか、大幅な落ち込みが避けがたいほか政策効果や原油安が下支えすると見込まれるものの、雇用環境の冷え込みが予想される増が一巡しつつあるなか、混乱一巡後も回復ペースは緩慢とみる。固定投資は、業績の悪化に加え、貿易摩擦やブレグジットへの警戒感も引き続きが企業マインドの重しとなることで、減速を予想する。輸出は、新型コロナウイルス肺炎の影響を受け、アジア向けを中心に目先停滞が避けられないとみる。

ECBは2019年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。~~新型コロナウイルスの感染拡大へ対処するため、3月の理事会では、TLTROⅢの条件緩和による銀行のファンディングコストの引き下げや、量的緩和の拡大策等の追加緩和を実施した~~と予想する。ECBは金融システム不安の抑制のため、今後量的緩和の一段の拡大を実施すると予想する。

日銀が緊急会合実施もサプライズはなし

日米とも緊急会合を開催

FRB（米連邦準備制度理事会）が日本時間の16日早朝、100bpの緊急利下げを実施した。3月3日に続き、1ヵ月で2度目の緊急利下げである。これで政策金利は0.00%~0.25%となり、2015年12月以来、約4年ぶりにゼロ金利政策に戻った。量的緩和政策も復活させた。今後数ヵ月で米国債を少なくとも5,000億ドル買い入れ、MBSも2,000億ドル購入する。

次いで、同日の正午、日銀がFRBに続き緊急の金融政策決定会合を実施し、追加金融緩和策を発表した。主たる内容は下記の4項目である。

- ①6ヵ国中銀が協同で実施する、米ドル資金供給の拡充
- ②新型コロナウイルスにかかわる企業金融支援特別オペの導入
- ③CP・社債買い入れの増額
- ④ETF・J-REITの積極的な買い入れ

信用緩和的な流動性供給策が中心で、目を見張るようなメニューはないが、いたずらにサプライズを狙うことなく、企業金融や市場の安定といった足元の課題に焦点を当てた冷静な対応と言える。マイナス金利の深堀りや国債買い入れ額の増加がなかった点も評価できる。

信用緩和的な政策が中心

①の米ドル資金供給策は、当日の朝、日銀から発表された、カナダ、英国、日本、ユーロ圏、米国、スイスの各中銀による「グローバルな米ドル流動性供給を拡充するための中央銀行の協調行動」に沿った内容であり、決定会合の議決事項ではない。6中銀が歩調をあわせて、米ドル・スワップ金利を25bp引き下げる。新たな金利水準は、米ドルOISレート+25bpの水準となる。

②の企業金融支援特別オペは、マスコミの事前報道もあり、市場でも広く予想されていた。新型コロナウイルス関連で影響を受けている企業とそうでない企業を峻別することはできないので、事実上、貸出支援基金の拡充といえる。民間企業債務を担保（約8兆円、20年2月末）とし、これまで同様、残高の2倍の金額を、マイナス金利を要求しないマクロ加算残高に加算する。20年9月までの時限措置だが、これはあくまで感染拡大の状況次第であろう。

銀行への貸出金利は、市場へのサプライズを狙うのであれば、マイナス金利もありうると見ていたが、0%となった。どのみち、マイナス金利にしたところで、企業への貸出金利が平行移動で下がるだけで、銀行の利鞘は拡大しない可能性が高い。インセンティブや副作用対策としては日銀当座預金を使う手法の方が良く、日銀も良識的な判断に落ち着いた。議決は全員一致で、リフレ派委員のなかにもマイナス金利貸出を主張する向きはなかった模様である。

③については、CP、社債の追加買い入れ枠を1兆円ずつ計2兆円追加し、CPは3.2兆円、社債は4.2兆円とする。増加分は別枠管理で、20年9月までの時限措置である。既存のCP、社債の買い入れについてはこれまで通り、約2.2兆円、約3.2兆円を維持するとしている。ここも全員一致で、買い取り額の大幅拡大や、恒久措置を主張する委員はいなかったようだ。

ETFの買い入れ額を拡大

④は、4項目のなかで唯一サプライズを狙ったように見える政策であり、最も「金融緩和的」な

政策でもある。ETFとJ-REITの買入れ額の上限を、それぞれ年間12兆円、1,800億円にするというもので、これまでの6兆円、900億円からそれぞれ2倍になる。

もっとも、注意書きを見ると「ETFおよびJ-REITの原則的な買入れ方針としては、引き続き、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行ない、その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行なう観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする」とされている。12兆円はあくまで上限であり、新たな目標値になるわけではない。現状でも「市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする」とされており、政策変更のアナウンスなしに買入れ額を大幅に増やすことができないわけではない。確かに、今回の公表文のどこにも「買入れの増額」とは明記されておらず、「積極的な買入れ」という表現にとどまっている。

黒田総裁は会見で、少なくとも当面の間、これまでの2倍のペースで買入れを続ける方針を示しているが、目標額を引き上げなかったのは、まず、あくまで「当面」の措置であり、現時点では年間を通じての買入れ額が12兆円に達することを想定していないことがある。また、目標額を引き上げると、買入れ縮小の際は再度アナウンスが必要になり、「金融引き締め」とみなされるリスクがあるため、政策変更の柔軟性を確保したかったとも考えられる。政策の柔軟性の確保は、最近の日銀の他の政策にも共通する姿勢であり、今回のスキームも良く考えられている。日銀自身、ETFとJ-REITの大量買取の長期化の弊害を認識していることを示唆している内容と言えるだろう。

今後はFRBと為替次第

景気判断は、「基調としては緩やかに拡大している」から、「このところ弱い動きとなっている」へと11ヵ月ぶりに下方修正された。「拡大」との表現が3年ぶりに消えた。先行きについても、当面、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響から弱い動きが続くとされている。

(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
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	→	
20年1月21日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年3月16日	このところ弱い動きとなっている	↓	11ヵ月ぶりの下方修正

(出所) 日銀

(図表2) 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)	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を続けるとみられる。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の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。	→
	1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残るものの、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もとの、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、足もとの消費税率引き上げや自然災害などの影響から減少しているものの、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、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見込まれる。	→
	3月 (公表文)	先行きのわが国経済は、当面、 <u>新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響から弱い動きが続く</u> とみられる。その後は、各国の対応などにより <u>感染症拡大の影響が和らいでいけば</u> 、所得から支出への前向きの循環メカニズムに支えられて、緩やかな拡大基調に復していくと考えられる。	↓
物価	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。	→
	1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、既往の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。	→
	3月 (公表文)	消費者物価の前年比は、 <u>当面、原油価格の下落の影響もあって弱含む</u> とみられる。その後は、経済が緩やかな拡大基調に復していけば、そのもとの徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	↓

(出所) 日銀

今回、マイナス金利の深堀りや、国債買い入れの増額がなかったのは予想通りだが、これを提案

したリフレ派委員がおらず、かつ、新たに導入した政策がすべて全会一致だった点もやや意外だった。金融政策の限界への認識が、主流派だけではなく、リフレ派を含め、政策委員全体である程度共有されてきたことを示している可能性があるだろう。市場にも期待する向きが少ないマイナス金利の深堀りは、今後も余程のことがなければ実施されないと考えられる。

今後の日銀は引き続き、為替相場にらみ、FRBにらみである。今回の臨時会合も、FRBの緊急利下げを受け、決定会合までに円高が進むことを警戒して同日に設定したものであろう。幸い、3月13日時点のドル・円は108円/ドル台まで円安に戻しており、臨時FOMC後の円高も限定的だったことが、日銀に冷静な判断を下す余裕を与えたとも言える。

もっとも、米国の金融緩和策がこれで終了するとは考えにくい。今後、FRBが資産買い入れの一段の拡大や、イールドカーブコントロールのような政策の導入に踏み切れば、ターム物の金利が一段と低下して、円高ドル安圧力の再来を招く可能性は残る。金融市場の影響力と言う点では、日銀はFRBに及ばない。打つ手も限られている中では、万が一大幅な円高ドル安が進行した暁には、為替介入に頼らざるを得ないという声が強まるかもしれない。（担当：小玉）

3月短観の業況判断DIは大幅悪化へ

日銀は景気認識を下方修正

日銀は、3月16日に実施した臨時の金融政策決定会合において、「わが国の景気は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、このところ弱い動きとなっている」と、前回までの「基調としては緩やかに拡大している」から景気認識を下方修正した。先行きについては、「当面、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響から弱い動きが続くとみられる」とした。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（2020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は大幅悪化へ

まず、大企業・製造業の業況判断DIは、12月調査の±0から▲10へ、10ポイントの大幅悪化を予想する（図表1）。新型コロナウイルスの感染拡大によるサプライチェーンの混乱や世界的な景況感の悪化が大幅低下につながったと見込む。

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▲20と、昨年12月の▲6から14ポイント悪化した（図表2）。月次の推移を見ると、1月は▲6（前月から横ばい）、2月は▲5（同1ポイント改善）、3月は▲20（同15ポイント悪化）となっており、新型コロナウイルスの感染拡大による景況感の悪化を背景に、3月に急低下した。

業種別に12月調査からの動きを見ると、9業種中7業種（繊維・紙パ、化学、鋼鉄・非鉄、食品、金属・機械、電気、輸送用機器）が悪化、2業種（石油・窯業、精密・その他）が改善となった。企業からは「新型肺炎の発生により、受注が様子見となり減少傾向。また、中国との物流が停滞気味で原料調達が不安定な状態となり新製品の販売を延期」、「世界経済の動向や新型肺炎の影響などにより、製造業の設備投資計画に一部延期や中止が発生しており、受注動向の予測が難しい。特に中国、台湾・韓国など近隣国への渡航制限が厳しくなり、継続中の商談も進みにくい環境になっている」といった、国内外での新型コロナウイルスの感染拡大の影響を指摘する声が挙がっている。

QUICK短観を見ると、製造業の3月の業況判断DIは▲5と、12月の+2から7ポイント悪化した。月次の推移を見ると、1月は+5（前月から3ポイント改善）、2月は+1（同4ポイント悪化）、3月は▲5（同6ポイント悪化）となっている。

QUICK短観を見ると、製造業の3月の業況判断DIは▲5と、12月の+2から7ポイント悪化した。月次の推移を見ると、1月は+5（前月から3ポイント改善）、2月は+1（同4ポイント悪化）、3月は▲5（同6ポイント悪化）となっている。

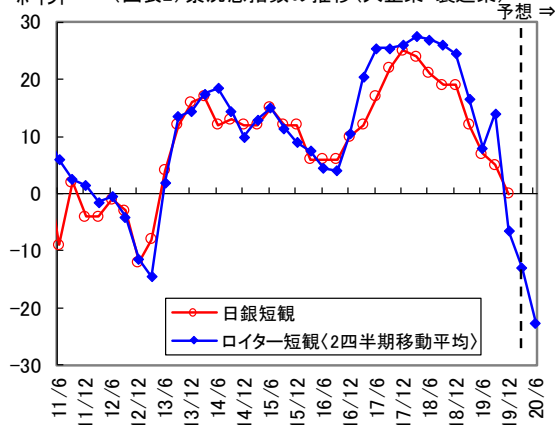
新型コロナウイルスは、世界的に感染拡大が続いている。中国において、新規感染者数の増加が鈍化し、中国政府も「感染のピークは過ぎた」との認識を示すなど、明るい兆しが無いわけでもな

（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	9	8	▲3	▲12	▲4	▲1
製造業	0	0	▲10	▲10	▲11	▲1
非製造業	20	18	5	▲15	3	▲2
中小企業	1	▲4	▲14	▲15	▲17	▲3
製造業	▲9	▲12	▲18	▲9	▲21	▲3
非製造業	7	1	▲10	▲17	▲14	▲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

いが、欧州ではまだ終息の兆しが見えていない。新型コロナウイルス感染拡大の収束見通しが不透明なか、4月以降の景況感のさらなる悪化は避けられないとみている。日銀短観における大企業・製造業の先行きDIは▲11と、3月調査の当社予想（▲10）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も大幅悪化へ

ロイター短観における3月の非製造業の業況判断DIは▲10と、12月の+14から24ポイントの悪化となった（図表3）。月次の推移を見ると、1月は+14（前月から横ばい）、2月は+15（同1ポイント改善）、3月は▲10（同25ポイント悪化）と、イベント等の自粛による消費の落ち込み、インバウンド消費の減少などに伴い、製造業同様3月に急低下した。

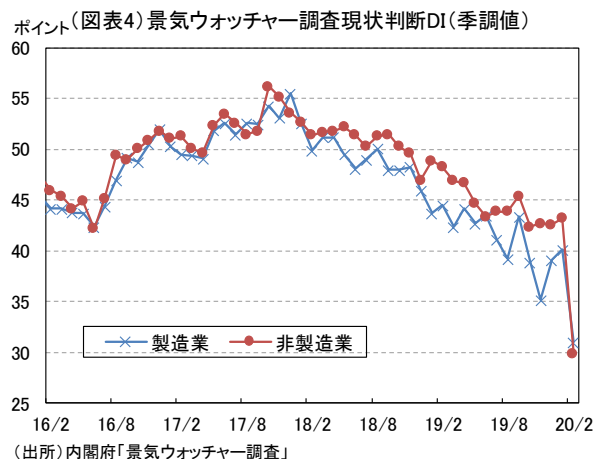
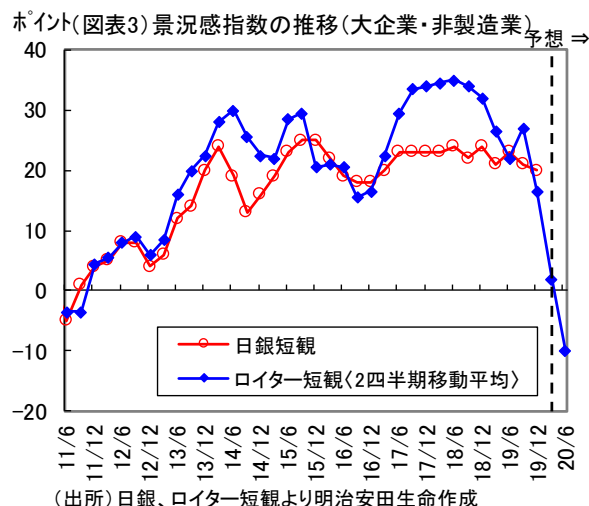
業種別に12月調査からの動きを見ると、6業種すべてが悪化した。コメントを見ると、「消費増税の影響に加えて、暖冬、少雪。春物商戦での挽回は、新型コロナウイルスによる自粛ムードにより頓挫」、「米中貿易摩擦の根本問題が未解決で、新型コロナウイルス感染終息の見通しが不透明」など、これまであった消費増税や暖冬等の下押し要因に新型コロナウイルスが加わったことが、一段と景況感を悪化させている様子がうかがえる。

QUICK短観では、非製造業の業況判断DIは、3月は+11と、12月の+19から8ポイント悪化した。単月の推移を見ると、1月は+23（前月から4ポイント改善）、2月は+24（同1ポイント改善）、3月は+11（同13ポイント悪化）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、ロイター短観やQUICK短観の結果から、製造業と比較すると悪化の度合いは大きなものになると見込んでいる。消費増税による個人消費の低迷に加え、国内での新型コロナウイルスの感染拡大による消費への悪影響もあって、12月調査の+20から+5へと、15ポイント悪化すると予想する。新型コロナウイルスの終息にめどが立たない中、先行きの業況判断DIも+3と、3月調査の当社予想（+5）からさらに2ポイント悪化するとみている。

中小企業の業況判断DIも大幅悪化を予想

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30.1（製造業31.0、非製造業29.9）と、前月差▲11.6の大幅悪化となった（図表4）。ウォッチャーの判断理由を見ると、「新型コロナウイルスの影響は大きい。特に、中国から商品を輸入して国内流通させる寄託者の受注量の減少は、顕著である（九州＝輸送業）」、「新型コロナウイルスの影響により、当社受注のイベントが複数中止になっている。また、冬の恒例イベントを始めとした大型催事における来場者が減少しており、観光産業、飲食業などの落ち込みも大きくなっている（北海道



＝広告代理店）」など、2月時点から新型コロナウイルスによる景気への悪影響を指摘する声が多くみられた。

先行きの企業動向関連DIは26.3（前月差▲14.6ポイント）と、こちらも1月から急低下している。ウォッチャーからは、「新型コロナウイルスの影響で、中国から商品、原材料の入荷が止まる。自社製品の製造、仕入商品の供給ができなくなることが懸念される（四国＝食料品製造業）」、「鋼材、建材類の荷動きが良くなる要素が見えないため、今後の景気はやや悪くなる。さらに、新型コロナウイルス感染拡大の影響が輸出入貨物の動きにも出てくる懸念される（北海道＝輸送業）」など、やはり新型コロナウイルスの景気への悪影響の継続を懸念している声が多い。

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▲9から▲18へと9ポイント悪化、先行きについても、新型コロナウイルスの感染拡大による需要減少の継続が見込まれることから、▲21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+7から▲10へと17ポイント悪化、先行きは▲14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を見ると、2019年度の設備投資計画（ソフトウェアを除く、土地を含む、全規模・全産業）は、10-12月期調査では前年度比+3.3%、1-3月調査では同+1.0%とプラス幅を縮小させた。規模別に見ると、大企業が同+11.5%から同+8.4%へと下方修正、中小企業も同▲7.6%から同▲10.9%へと下方修正されており、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大によって企業の設備投資姿勢が慎重化している様子がうかがえる。一方で、法人企業景気予測調査の2020年度設備投資計画（ソフトウェアを除く、土地を含む、全規模・全産業）は同▲3.1%と、2019年1-3月調査における2019年度計画の同▲12.1%と比較すると、強めのスタートとなっている。法人企業景気予測調査の調査時点が2月15日であることから、新型コロナウイルスの影響を十分に織り込んでいないほか、2019年度に先送りを決定した設備投資が2020年度分に加算されている可能性がある。世界的な新型コロナウイルスの感染拡大の影響を踏まえた設備投資関連指標の発表が待たれるところである。

日銀短観の設備投資姿勢も慎重化するとみており、2019年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年度比+1.9%と、12月調査の予測値である同+3.3%から下方修正されよう（図表5）。今回から発表される2020年度の設備投資計画は、全規模・全産業ベースで同▲6.9%と、昨年（2019年度計画：同▲2.8%）よりも弱めのスタートを見込む。（担当：西山）

（図表5）日銀短観設備投資計画予想（全産業・前年比）

	18年度 実績	19年度					20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	6.6	▲2.8	2.3	2.4	3.3	1.9	▲6.9	
製造業	8.6	2.0	7.7	7.3	6.8	3.6	▲4.2	
非製造業	5.4	▲5.6	▲0.8	▲0.4	1.2	1.0	▲8.5	
大企業	7.3	1.2	7.4	6.6	6.8	5.6	▲2.1	
製造業	7.0	6.2	12.9	11.8	11.3	8.9	▲0.5	
非製造業	7.4	▲1.6	4.2	3.6	4.3	3.6	▲3.0	
中小企業	2.6	▲14.9	▲9.3	▲6.7	▲2.2	▲0.4	▲17.6	
製造業	17.2	▲6.1	▲3.0	▲0.1	0.5	▲0.1	▲13.0	
非製造業	▲4.4	▲20.1	▲13.0	▲10.5	▲3.8	▲0.5	▲20.0	

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成

ECBは2週連続で金融緩和を実施

ECBは2週連続で金融緩和を実施

ECB（欧州中央銀行）は3月12日、定例理事会で金融緩和策を発表した（図表1）。主な内容は、①2020年末にかけて、計1,200億ユーロの資産買入れの拡大、②預金ファシリティ金利水準で銀行に資金を供与する追加LTROの実施、③TLTRO IIIについて、預金ファシリティ金利から25bpを引いた水準まで適用金利を引き下げ、利用可能枠も拡大するなどの条件緩和の実施、の3点である。また同日、ECBの銀行監督委員会は、銀行資本規制要件の緩和を発表、マクロプルーデンス政策面からも、信用縮小を防止する姿勢を示した。

翌週の3月18日には、ECBは臨時の電話会合を開き、追加緩和を実施した（図表2）。ここでは、①「パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）」の新設による7,500億ユーロ規模の資産買入れの拡大、②（①）を含めたすべての資産買入れプログラムにおける買入れ対象の拡大、③適格担保の要件緩和、が発表された。プレスリリースでは、「ECBの使命において、必要なことはすべて実施する（will do everything necessary within its mandate）」との文言が掲載されており、2012年のドラギ前総裁の「ユーロを守るため、いかなることも実施する用意がある（ready to do whatever it takes to preserve the euro）」との発言を彷彿させる。

一連のECBの対応では、量的緩和（資産買入れ）の拡大と信用緩和（LTROの拡充等）が軸であり、マイナス金利の深堀りには踏み込まなかった点が印象的である。3月12日の記者会見では、ラガルド総裁は前回に引き続きユーロ圏はリバーサルレート水準にはないと発言しているものの、政策金利のすえ置きを含め今回の政策は全会一致とのことであり、ECB理事会が、利下げに対して消極的となっている様子が窺える。

一連の発表により、資産買入れは、従来の200億ユーロ/月の買入れ増加ペースに加え、年内に合計で8,700億ユーロ分が追加されることとなった。これを受け、単純に資産買入れの増分を足し合わせた場合、2020年末時点でECBのバランスシート規模は約6兆ユーロ、GDP比50%程度にまで増加する見込みである（図表3）。さら

資産買入れに柔軟性を持たせる

一連の発表により、資産買入れは、従来の200億ユーロ/月の買入れ増加ペースに加え、年内に合計で8,700億ユーロ分が追加されることとなった。これを受け、単純に資産買入れの増分を足し合わせた場合、2020年末時点でECBのバランスシート規模は約6兆ユーロ、GDP比50%程度にまで増加する見込みである（図表3）。さら

（図表1）3月12日のECB理事会決定事項

<p>①政策金利：すえ置き</p> <ul style="list-style-type: none"> 預金ファシリティ金利：▲0.5%、主要リファイナンス金利：0.0%、限界貸出ファシリティ金利+0.25% フォワードガイダンスも9月の「インフレ見通しが力強く目標に回帰するまで政策金利を現状かそれ以下に保つ」から変更なし
<p>②量的緩和：拡大</p> <ul style="list-style-type: none"> APP全体で200億ユーロ/月の資産規模拡大ペースを維持＋年内に1,200億ユーロの追加枠を設定 追加枠については、「社債買入れが大きな割合を占めるよう運営」
<p>③信用緩和：拡大</p> <ul style="list-style-type: none"> 2020年6月にかけて、預金ファシリティ金利水準で銀行に資金を供与する追加LTROの実施 TLTRO IIIについて、預金ファシリティ金利から25bpを引いた水準まで適用金利を引き下げ、利用可能枠を拡大（適格ローンの30%→50%）するなど、条件を緩和
<p>④銀行資本規制の緩和（銀行監督委員会）</p> <ul style="list-style-type: none"> 銀行の自己資本および流動性要件に関する規制（「第2の柱」）における要求資本水準や流動性基準の一時的な割込みを容認 個別行検査の延期、資料提出期限の延長

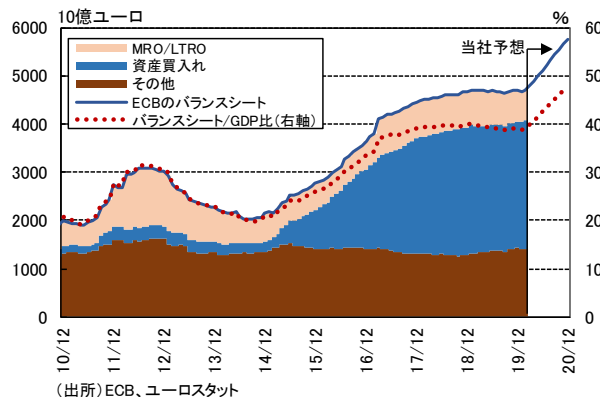
（出所）ECBより明治安田生命作成

（図表2）3月18日の臨時ECB理事会決定事項

<p>①量的緩和規模の拡大</p> <ul style="list-style-type: none"> パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）の新設、年内に7,500億ユーロの追加買入れを実施 PEPP内のソブリン債部分はECB出資比率に基づき按分するもの、買入れのタイミングや対象について柔軟に変動すると明記 通常の買入れでは対象外のギリシャ国債も買入れ対象とする
<p>②量的緩和の対象拡大</p> <ul style="list-style-type: none"> PEPPを含む全資産買入れプログラムにおいて、非金融社債を買入れ対象に含める
<p>③適格担保の要件緩和</p> <ul style="list-style-type: none"> オベの適格担保のうち、「追加信用債権（ACC）」の対象に企業向け債権を追加

（出所）ECBより明治安田生命作成

（図表3）ECBのバランスシートの推移



（出所）ECB、ユーロスタット

に、18日の追加緩和では、「資産買入れについて、必要に応じて規模の拡大や内訳の変更の用意がある」としており、今後も必要に応じて規模が拡大される可能性が示唆されている。

ECBによる資産買入れでは、買入れの8割強を占める国債・政府機関債の買入れ（公的部門買入れプログラム、PSPP）について、原則、ECB出資比率に沿って買入れが行なわれてきた。現在の出資比率はドイツが1/4、フランスが1/5であるのに対し、イタリアは17%程度にとどまる（図表4）。また、買入れ対象が投資適格または金融支援プログラム対象国に限られているため、ギリシャ国債等は含まれない。このため、従来通りの運営のもとでの量的拡大では、買入れ上限の33%が近づくドイツ国債の買入れがさらに拡大し、政策の寿命を自ら短縮する結果となってしまう一方で、対独スプレッドが高騰していたイタリアやギリシャ債には十分な資金が行き渡らなくなることが課題であった（図表5,6）。

この問題に対処するため、今回のPEPPでは、ECB出資比率をベンチマークとすること自体は変更しなかったものの、買入れのタイミングや対象について柔軟に変更するとしたほか、ギリシャ国債も買入れ対象とする旨を発表した。ECBは目先にかけて、資本比率から逸脱する形で周辺国債を集中的に買入れ、スプレッドの抑え込みに動くと思われる。

次の一手も量の拡大か

今回の一連のECBの発表からは、今後も政策対応にあたり、ECBが利下げ以外の手段を優先する可能性が示唆される。欧州では、新型コロナウイルスの感染が急激に拡大、特にイタリアでは感染者が5万人を上回っており、感染拡大防止のため全土で外出が禁止されるなど、経済活動面でも大きな打撃を受けている（図表7）。イタリア政府はすでに3月5日に75億ユーロ、3月11日に250億ユーロの財政出動を発表したが、かねてより非大手銀行を中心に財務脆弱性が指摘されていたイタリアでは、景気の一段の冷え込みが金融システム不安につながることも懸念される。

ECBは次の一手として、金融システム不安の抑制のため、今回のPEPPの一段の拡大を実施するとみられる。マーケットの状況によっては、OMTの際のような、ある一定の条件を課したうえで

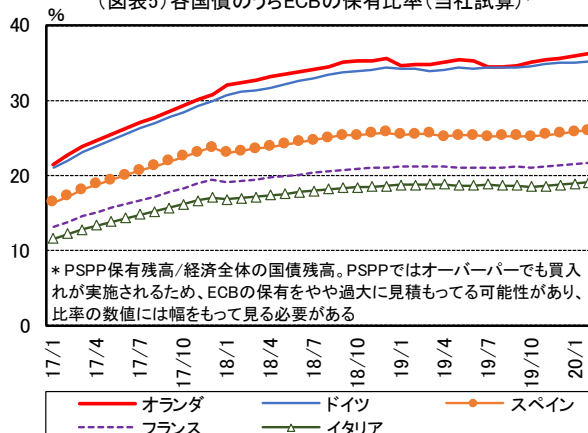
（図表4）ECB出資比率
（2019年1月以降、ユーロ圏のみ）

ドイツ	26.38
フランス	20.41
イタリア	16.95
スペイン	11.98
オランダ	5.84
ベルギー	3.63
オーストリア	2.92
ギリシャ	2.48
ポルトガル	2.35
その他	7.05

(%)

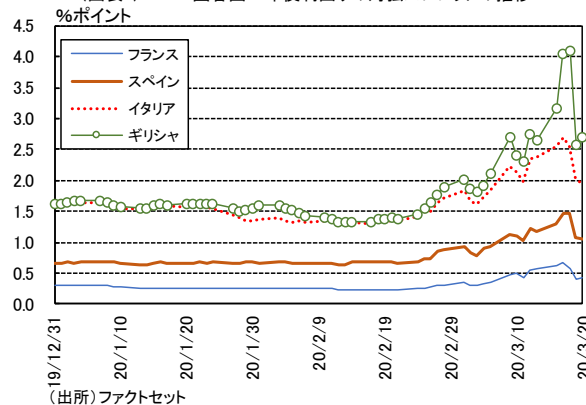
（出所）ECB

（図表5）各国債のうちECBの保有比率（当社試算）*



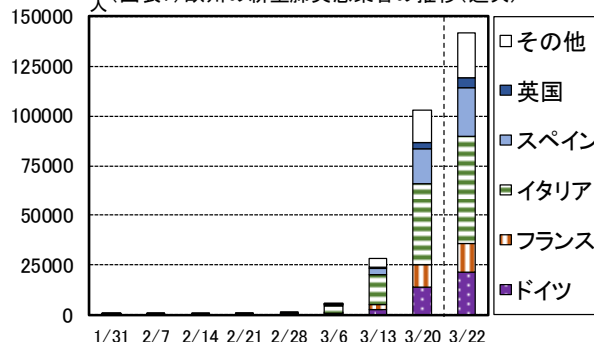
（出所）ECB、ユーロスタットより明治安田生命作成

（図表6）ユーロ圏各国10年債利回りの対独スプレッドの推移



（出所）ファクトセット

（図表7）欧州の新型肺炎感染者の推移（週次）



（出所）ECDC「COMMUNICABLE DISEASE THREATS REPORTS」, 「Situation Update」より明治安田生命作成

の無制限の買入れ宣言も予想される。障壁となる33%の買入上限ルールも撤廃ないし一時緩和されよう。一方、政策金利については、マイナス金利一段の深堀りは、銀行収益への悪影響が逆に信用縮小につながる懸念が残るため、現行水準ですえ置かれると予想する。（担当：山口）

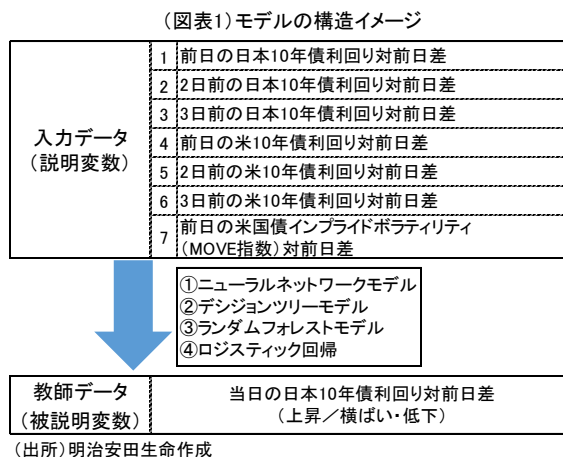
機械学習による長期金利の予測

機械学習による長期金利の予測

本稿では、機械学習の手法を用いて長期金利の日次予測に取り組んだ。使用した機械学習モデルは、①ニューラルネットワークモデル、②デシジョンツリーモデル、③ランダムフォレストモデルの3つである。加えて、従来の計量経済学的手法である④ロジスティック回帰も実施し、それぞれのモデルのパフォーマンスを比較した。

モデルの構造

今回の分析は各モデルのパフォーマンスの比較が主目的のため、入力データ（説明変数）と教師データ（被説明変数）はすべてのモデルで統一している。入力データは、1. 前日の日本10年債利回り対前日差、2. 2日前の日本10年債利回り対前日差、3. 3日前の日本10年債利回り対前日差、4. 前日の米10年債利回り対前日差、5. 2日前の米10年債利回り対前日差、6. 3日前の米10年債利回り対前日差、7. 前日の米



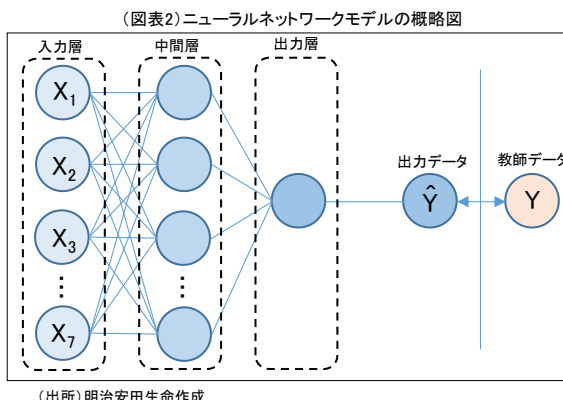
国債インプライドボラティリティ (MOVE 指数) 対前日差、の7つであり、教師データは当日の日本10年債利回りの変化方向（上昇／横ばいまたは低下）である（図表1）。機械学習による分析では、教師データを1/0の二項分類とする必要があるため、教師データは上昇、それ以外＝横ばいまたは低下、とした。

サンプル数は直近日次データ2,000である。通常万単位のサンプルが必要とされる機械学習にしてはやや少ないが、日次データによる分析である以上、サンプル数を増やすことと、サンプル期間内に状態変化が生じている可能性にはトレードオフが生じるため、今回は直近約10年のデータに絞って分析を実施した。

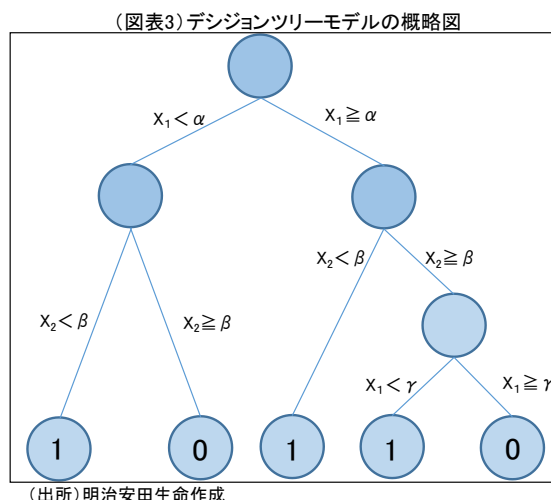
手法の概観

今回使用した各分析手法の概観は以下のとおりである。

まず、ニューラルネットワークモデルとは、人間の脳内の神経回路網を模して簡略化したモデルであり、入力層と出力層の間に中間層が加わることで、線形の回帰分析よりも複雑な表現が可能となる（図表2）。最終的には、出力データと教師データの差が最小化されるよう、中間層から出力層の間の関係性と入力層から中間層の間の関係性が決定される。なお、今回のように中間層が一つの場合は「3層ニューラルネットワークモデル」、中間層が複数の場合は「深層ニューラルネットワークモデル」と呼ばれ、深層ニューラルネットワークを学習させることをディープラーニングと称される。今回の分析では3層ニューラルネットワークモデルを用いた。

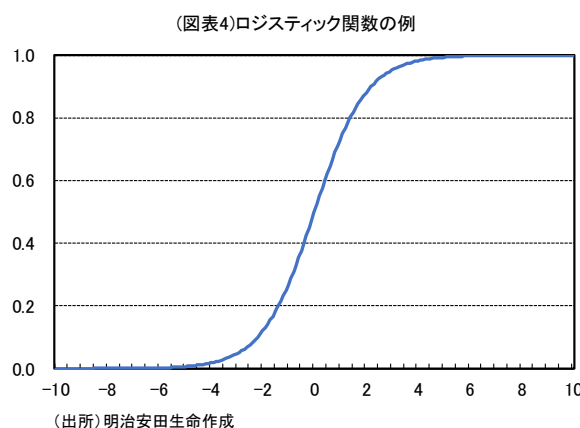


次に、デシジョンツリーモデルとランダムフォレストモデルは、ニューラルネットワークモデルのような回帰的な手法ではなく、分類的な手法である。デシジョンツリーモデルでは、各変数が閾値を超えるか否かにより、分岐を発生させる。クレジットプロファイルなど、因果関係がはっきりとしている事象に対して有効とされる手法であり、因果関係が明確ではない（例：金利低下が何日続くかは相場の局面に依存）金利予測でどの程度有効かは未知数だが、今回は手法の一つとして分析に加えた。



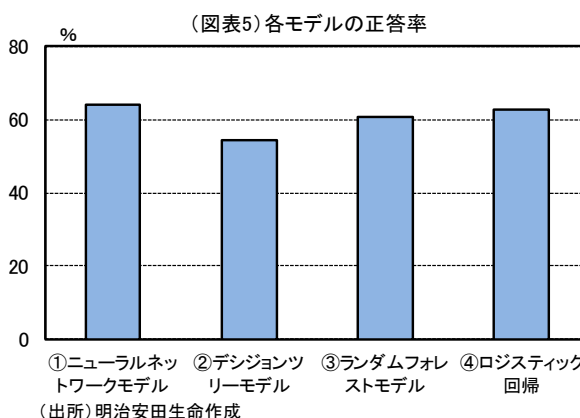
ランダムフォレストモデルは、デシジョンツリーの発展であり、入力データをランダムに抽出し、それぞれの抽出グループにデシジョンツリーモデルを適用、最終的に各ツリーの平均で出力データを決定するものである。ランダム化により予測精度が改善するとされている。

最後に、ロジスティック回帰は、機械学習よりも計量経済学の分野で扱われるモデルである。被説明変数が二項分類である回帰式について、各説明変数の係数を推計するが、通常の線形回帰ではなく、S字型のロジスティック関数を用いることに特徴がある。これにより、出力データは常に0から1の間に収まるため、説明変数から被説明変数の発生確率を予測する際に有用な手法である（図表4）。



結果の比較

以上の4つの手法について、過去データを学習期間：テスト期間＝2：1に区切り、学習期間の当てはまり度合いを比較した（図表5）。結果を見ると、①ニューラルネットワークモデル、④ロジスティック回帰、③ランダムフォレストモデル、②デシジョンツリーモデルの順に予測精度が高い。ニューラルネットワークモデルの正答率が6割強であるのに対し、デシジョンツリーモデルの正答率は5割強にとどまった。小幅ではあるが、



機械学習に優位性があることが示されたほか、分類モデルであるデシジョンツリーやランダムフォレストは、変数間の因果関係が明確ではない金利予測には向かないことが示唆された。

相対的には機械学習モデルが優位であることが確認できたが、正答率の6割という数値をどうみるべきだろうか。前日（すわなち日本国債の取引がはじまる数時間前）の米金利や、米国債のボラティリティ指数をモデルに加えているため、もう少し説明力が高いものと期待していたが、思った

よりも成績が振るわないというのが筆者の率直な感想である。ポジティブに捉えるのであれば、日次の日本国債の動きには、内外金融市場の過去情報からは予測できない部分が4割あるとも解釈できる。例えば、金融政策の変更、入札・オペの予想対比実績、取引時間内の新たなニュースの発現等がこの部分に当たると考えられ、これは過去のマーケット情報のみからモデルを構築することの限界とも言える。

拡張のアイデア

機械学習モデルの拡張の方向性としては、入力データの再検討のほか、オルタナティブ・データの活用が挙げられる。オルタナティブ・データとは、ソーシャルネットワーク上の投稿情報や、生産設備の稼働状況、クレジットカードの利用状況といった、従来の金融市場分析では利用されてこなかったデータの総称である。マーケットデータや経済統計だけによるモデルでは、機械学習の手法を用いたとしても、時系列分析の範疇を大きく超えているとは言い難く、現に予測精度の差も驚くほどではない。プログラミングソフトの高度な処理能力を活用し、これまで活用できていなかった情報を考慮してマーケットを予測するという観点からは、さらなるモデル拡張が課題となる。

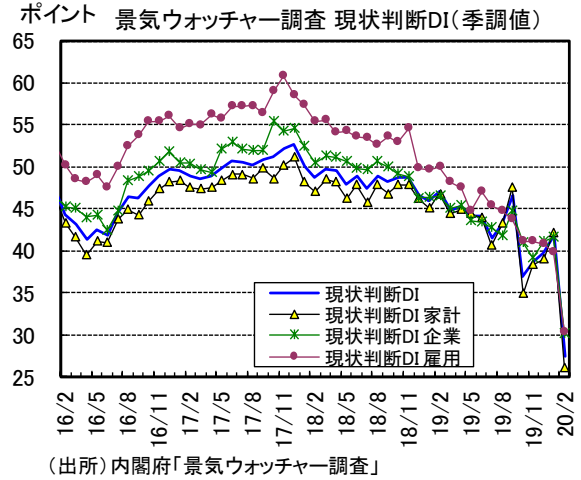
(担当：山口)

主要経済指標レビュー (3/9~3/20)

《日本》

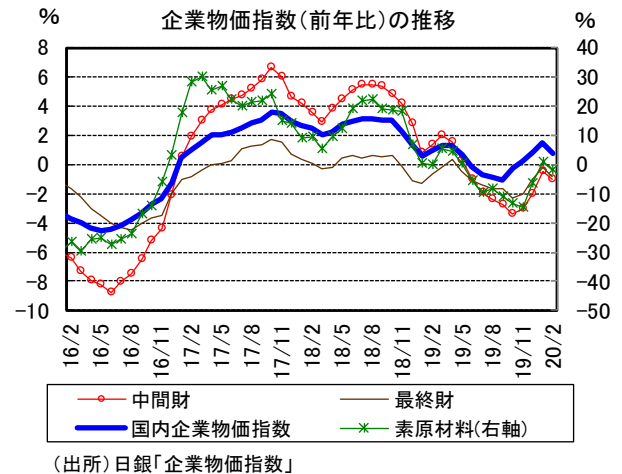
○ 2月景気ウォッチャー調査 (3月9日)

2月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が27.4と、4ヵ月ぶりに低下し、前月差14.5ポイントの大幅低下となった。内訳をみると、家計DI、企業DI、雇用DIすべてで低下した。景気ウォッチャーの見方は、「このところ回復に弱い動きがみられる」から「新型コロナウイルス感染症の影響により、急速に厳しい状況となっている」へ変更となった。先行き判断DIは24.6と3ヵ月ぶりに低下し、こちらも前月差17.2ポイントの大幅低下。内訳をみると、家計DI、企業DI、雇用DIすべてが低下した。先行きの見方については、「新型コロナウイルス感染症の拡大等に対する懸念がみられる」から「一段と厳しい状況になるとみている」へと、こちらも変更となった。



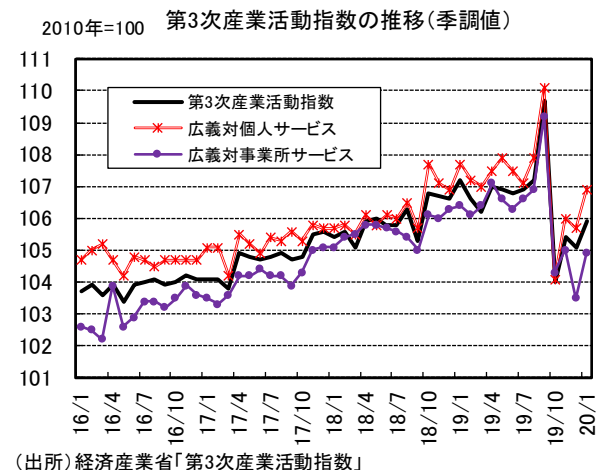
○ 2月企業物価指数 (速報値、3月12日)

2月の国内企業物価指数は前年比+0.8%と、4ヵ月連続のプラスとなった。ただ、消費増税を除くベースでは、中国での新型コロナウイルスの感染拡大に伴う、原油需要の減少観測を背景とした原油安等によって、同▲0.8%と2ヵ月ぶりにマイナスとなった。輸出入物価指数(円ベース)をみると、輸出物価が同▲1.5%→▲2.1%と10ヵ月連続のマイナス、輸入物価は同▲0.8%→▲1.8%と、こちらも10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、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大や、原油価格の急落等が押し下げに寄与し、企業物価は鈍化するとみている。



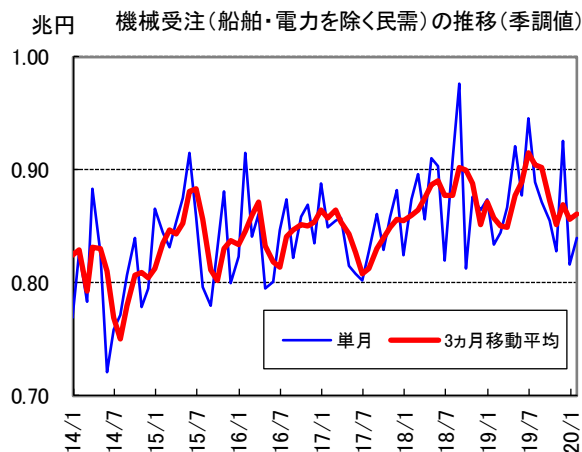
○ 1月第3次産業活動指数 (3月16日)

1月の第3次産業活動指数は前月比+0.8%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。基調判断は「足踏みがみられる」にすえ置かれた。業種別にみると、11業種中7業種で上昇、4業種で低下となった。プラス寄与が大きかった業種は、暖冬・好天による来客数の増加を背景とした生活娯楽関連サービス(同+2.4%)、先月大幅低下の反動がみられた運輸業、郵便業(同+2.4%)など。一方で、製造業活動や輸出入取引等が弱含むなか、卸売業(同▲1.4%)のマイナス寄与が目立った。今後について、世界的な新型コロナウイルスの感染者数の拡大に伴う、経済活動の低迷によって、同指数は当面弱含むと見込んでいる。



○ 1月機械受注 (3月16日)

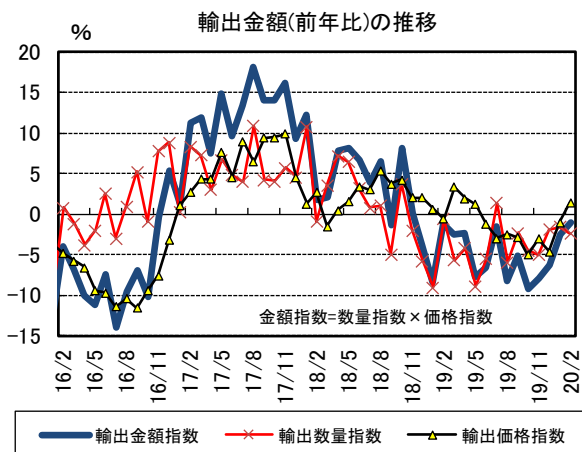
1月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比+2.9%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。内閣府による基調判断は、「機械受注は、足踏みがみられる」がすえ置かれた。1-3月期の受注見通しは前期比▲2.0%と、マイナス見込みであるが、この見通しには1月末以降に深刻化した新型コロナウイルスの影響を含んでおらず、目先の受注は大きく落ち込む可能性が高い。製造業では、設備老朽化に伴う維持・補修への投資などが、非製造業では、人手不足を受けた合理化・省力化投資、5G関連投資などが押し上げ要因となるものの、足元の企業業績の悪化や新型コロナウイルスの感染拡大による世界的な経済活動の低迷が抑制要因となり、当面弱含んで推移すると見込む。



(出所)内閣府「機械受注統計」

○ 2月貿易統計 (3月18日)

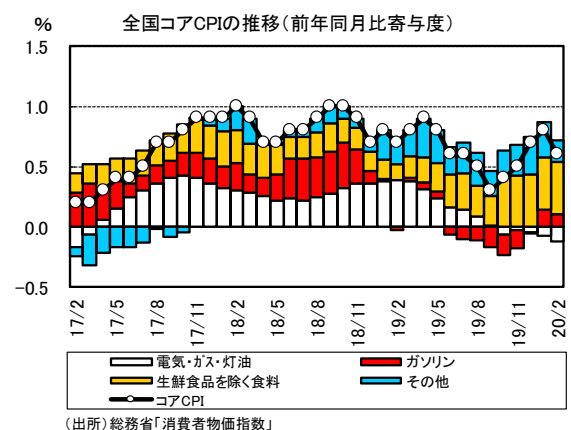
2月の貿易統計によると、輸出の実勢を示す数量ベースが7ヵ月連続のマイナスとなった。米国向け、アジア向けの落ち込みが縮小したものの、EU向けが拡大した。今後は、新型コロナウイルスの感染拡大による景気、輸出への影響が懸念される。中国では足元で発表となった経済指標が総崩れとなっており、1-3月期はマイナス成長に陥る可能性が高まっているほか、米国でも3月のニューヨーク連銀製造業景況指数が過去最大の落ち込みを記録するなど、海外の経済指標で新型コロナウイルスの影響が顕在化しつつある。各国の景気刺激策が下支え要因となるものの、輸出は今暫く低調な推移が続きそうだ。



(出所)財務省「貿易統計」

○ 2月全国消費者物価指数 (3月19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+0.6%と、1月から伸び幅が0.2%ポイント縮小した。総合指数は同+0.4%と、伸び幅が0.3%ポイント縮小した。エネルギー価格がマイナス寄与に転じたほか、宿泊料や外国パック旅行費の下落による影響が大きい。より物価の基調を表すと考えられる新型コア指数(生鮮食品およびエネルギーを除く総合)の前年比は0.2%ポイントの低下となったほか、消費税調整済ベースの新型コア指数では同+0.4%と、こちらも前月から0.2%ポイント縮小しており、物価上昇圧力は鈍化した。今後は、新型コロナウイルスの国内での感染拡大による需要減が物価の下押し圧力になることが見込まれる。

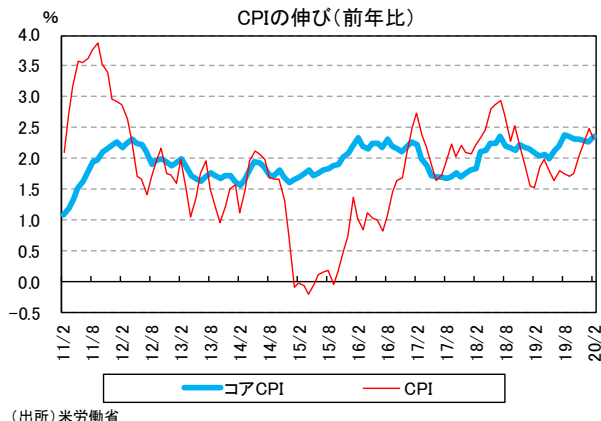


(出所)総務省「消費者物価指数」

《米 国》

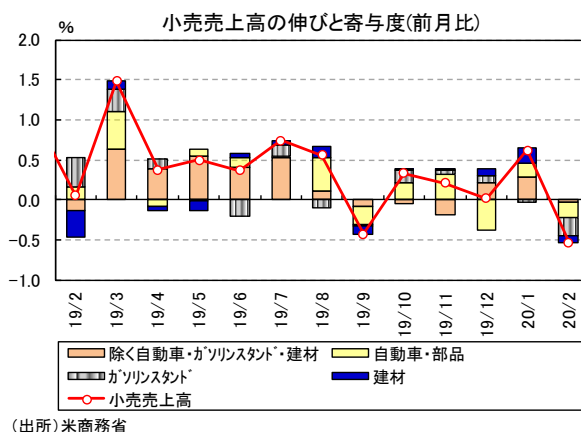
○ 2月CPI（消費者物価指数）（3月11日）

2月のCPIは前月比+0.1%、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.2%となった。前年比をみると、CPIは+2.3%と、エネルギー価格の下落などにより前月からプラス幅が縮小した一方、コアCPIは同+2.4%とプラス幅が拡大した。コアCPIは、自動車やアパレル価格の下落幅縮小により、コア財価格のマイナス幅が縮小したことが押し上げ要因となった。生産者物価等、川上段階での価格上昇圧力は依然として鈍いほか、新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、世界景気の減速懸念が高まっている。物流停滞による供給面での制約が懸念されるものの、同時に個人や企業活動の抑制により需要の減退が見込まれることから、CPIは緩やかな伸びが続くと予想する。



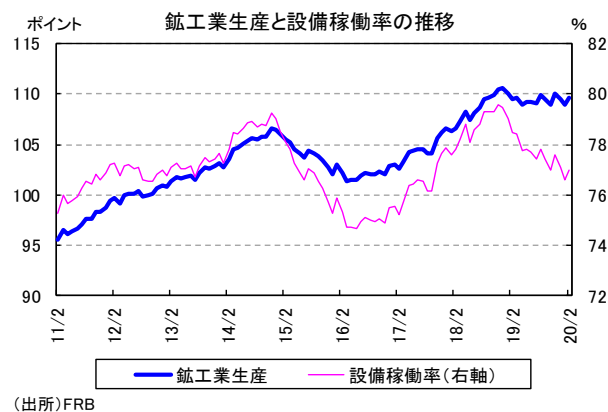
○ 2月小売売上高（3月17日）

2月の小売売上高は前月比▲0.5%と5ヵ月ぶりに減少した。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小幅ながら3ヵ月ぶりの減少となった。業態別に内訳をみると、原油価格の下落などからガソリンスタンドが大幅マイナスとなったほか、自動車・部品や建材店、電器店や飲食店など大半の業態でマイナスとなった。一方でネット通販を含む無店舗販売や生活必需品を取り扱う食料・飲料店は底堅く推移した。2月は総じて低調な結果となったが、足元では新型コロナウイルスの感染拡大を受けて各種イベントの中止やレストラン・ホテルの休業などが広がっており、3月の個人消費も減少基調が続くことが見込まれる。



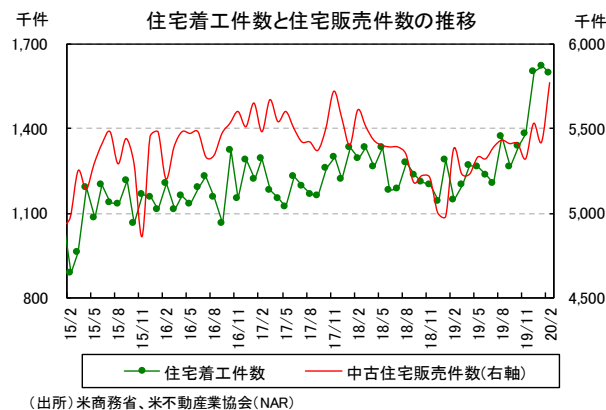
○ 2月鉱工業生産指数（3月17日）

2月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%と、3ヵ月ぶりに上昇した。産業別にみると、暖冬によるエネルギー需要の低迷などにより12,1月と落ち込んだ公益事業が、反動増で同+7.1%と大きく上昇し全体をけん引した。製造業は、自動車やPC・電子品の上昇により同+0.1%と小幅ながらプラスとなる一方、鉱業は同▲1.5%と3ヵ月ぶりに低下した。設備稼働率は77.0%と3ヵ月ぶりに上昇したものの、18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が続いている。新型コロナウイルスの感染拡大による影響や米大統領選の行方など、各種の不確実性が企業マインドの重しとなる可能性が高く、鉱工業生産は低調な推移が続くと予想する。



○ 2月住宅着工・中古住宅販売件数 (3月18, 20日)

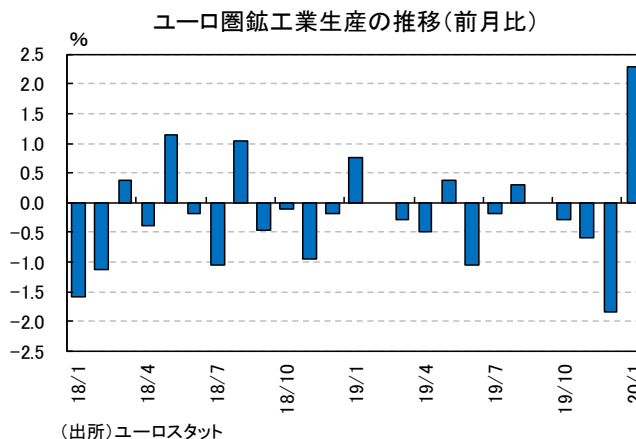
2月の住宅着工件数は、年率換算で159.9万戸、前月比▲1.5%と5ヵ月ぶりに減少した。もともと、住宅着工件数は12月に2ケタ増と大幅な伸びを示し、1月もさらに増加したことを踏まえれば2月は小幅の下落にとどまったといえ、引き続き高水準で推移している。2月の中古住宅販売件数は、年率換算で577万戸、同+6.5%と2ヵ月ぶりに増加し、約13年ぶりの高水準を記録した。低金利を背景に足元の住宅市場は好調だ。ただ、3月に入り米国でも新型コロナウイルスの感染が拡大しており、今後はその影響が懸念される。建設業者の景況感を表す住宅市場指数は、高水準ながらも3ヵ月連続で低下しており、住宅投資の増勢も徐々に弱まると予想する。



《 欧 州 》

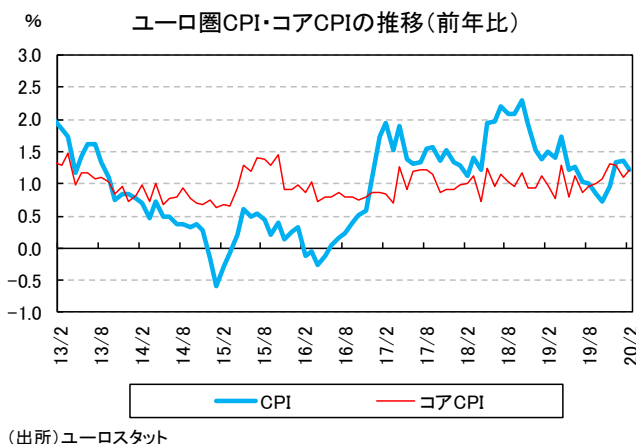
○ 1月ユーロ圏鉱工業生産 (3月12日)

1月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+2.3%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。財別では、消費財(同▲0.4%→+0.9%)、中間財(同▲1.9%→+3.2%)、資本財(同▲3.3%→+2.6%)いずれもプラス。国別でも、ドイツ(同▲2.0%→+2.7%)、フランス(同▲2.5%→+1.2%)、イタリア(同▲2.6%→+3.7%)、スペイン(同▲0.8%→+0.1%)と、いずれもプラスに転じた。ただ、今後については、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大によるサプライチェーン寸断の影響や、各国の外出禁止令の影響が顕在化することで、目先は大幅な減産に転じると予想する。



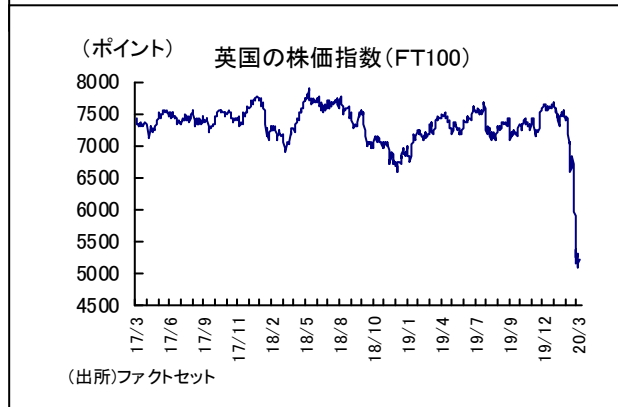
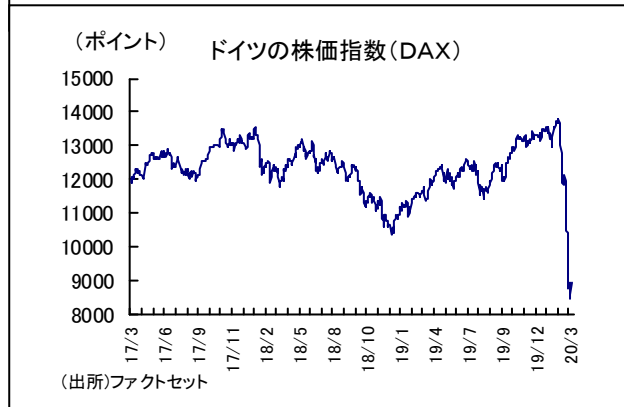
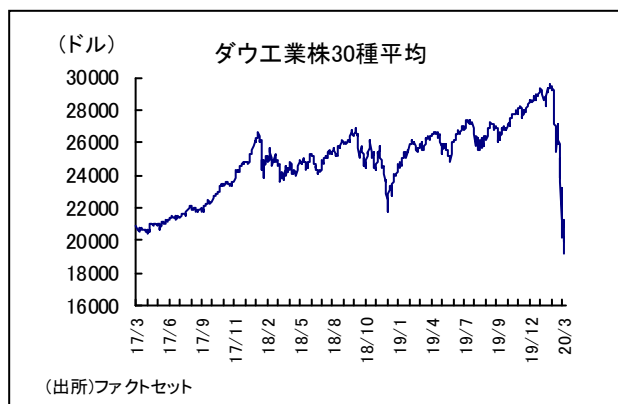
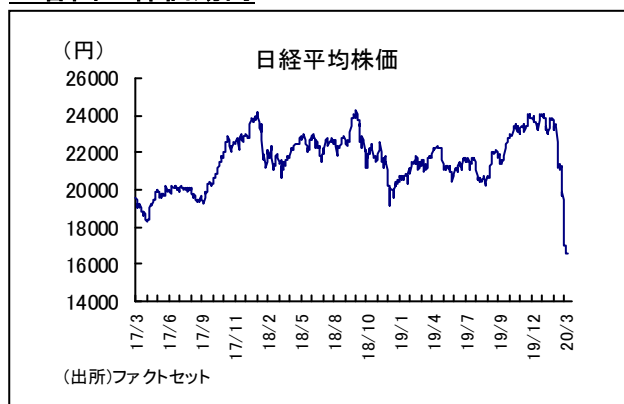
○ 2月ユーロ圏CPI (3月18日)

2月のユーロ圏CPI(消費者物価指数)は前年比+1.2%と、前月(同+1.4%)から伸び幅が縮小した。コアCPIは同+1.2%と、前月(同+1.1%)から伸び幅が小幅拡大しており、エネルギーが全体を押し下げた形。主要国別では、ドイツ(同+1.6%→+1.7%)の伸び幅が拡大した一方、フランス(同+1.7%→+1.6%)、イタリア(同+0.4%→+0.2%)、スペイン(同+1.1%→+0.9%)では伸び幅が縮小した。今後については、エネルギー価格の押し下げが拡大すると見込まれるほか、新型コロナウイルスの影響一巡後もユーロ圏景気は停滞気味な推移が続くとみられるなかで、需要が価格を引き上げる力は弱いものとどまるとみられ、CPIは伸び悩むと予想する。

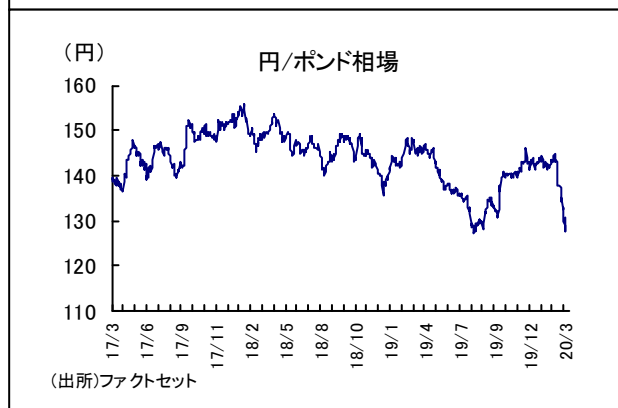
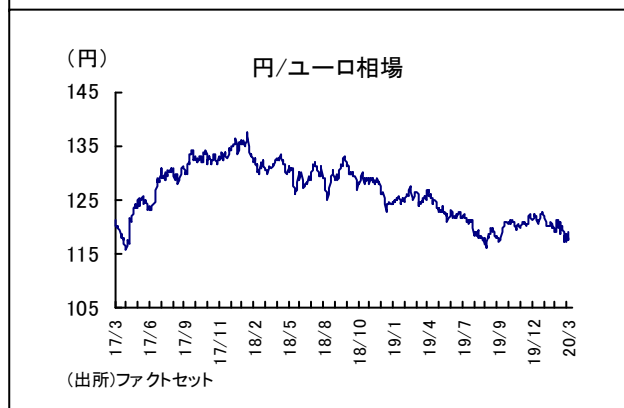
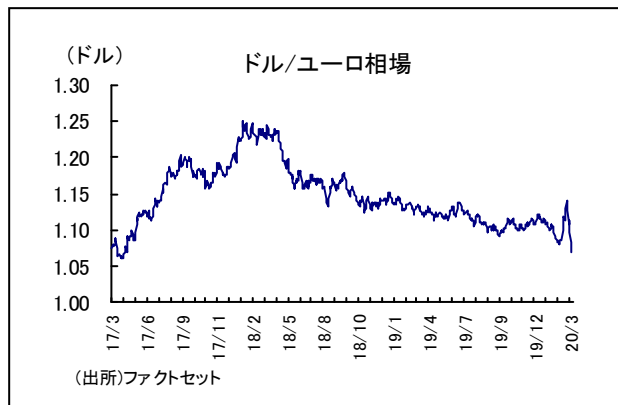
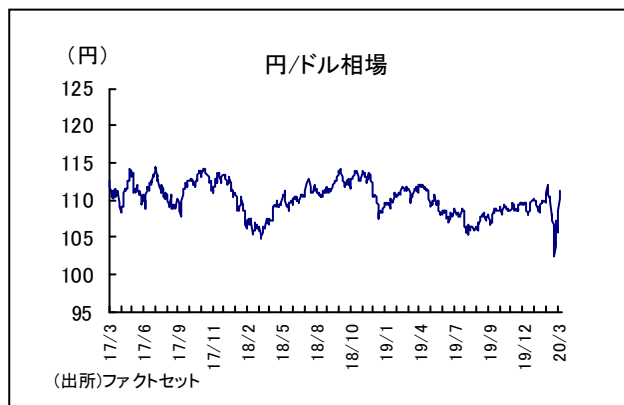


日米欧マーケットの動向 (2020年3月23日現在)

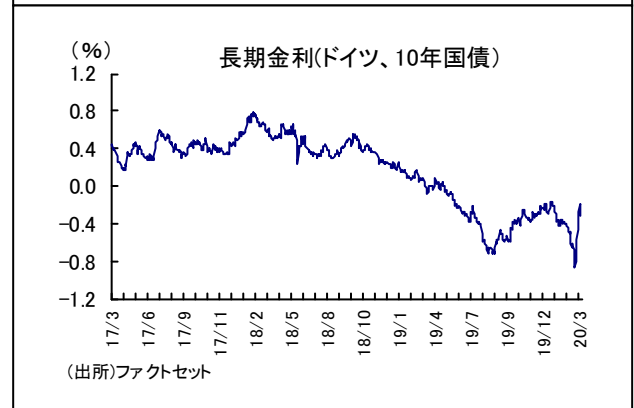
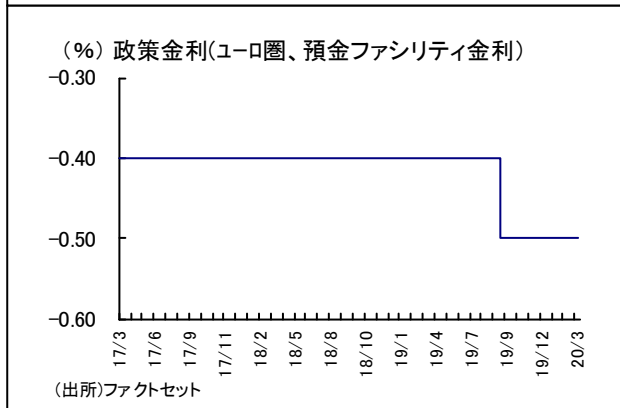
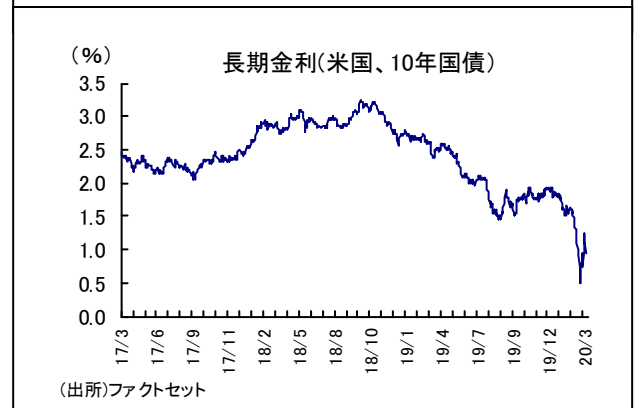
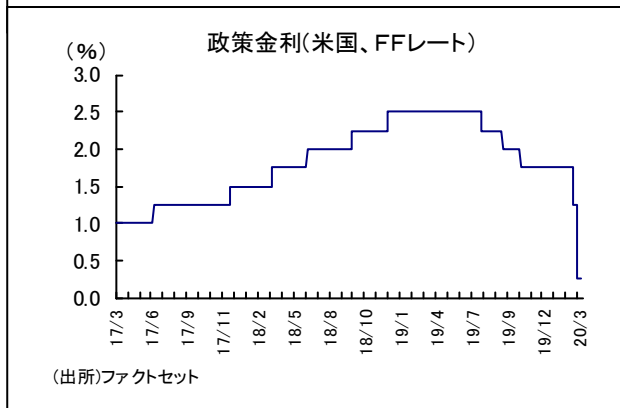
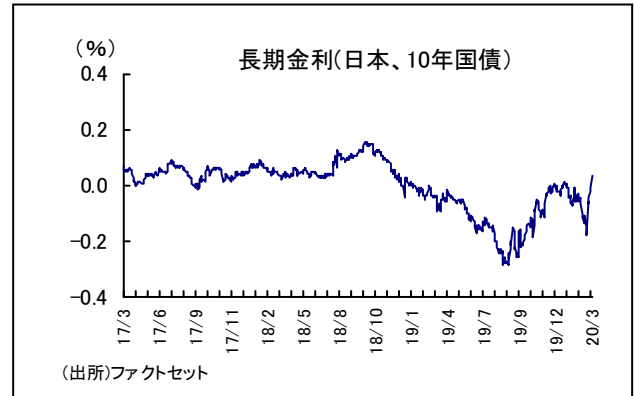
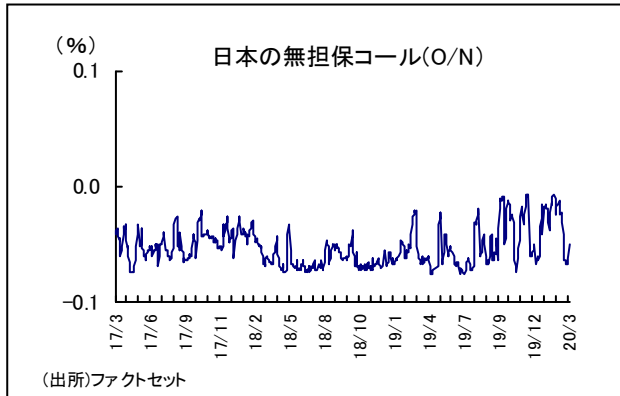
▽各国の株価動向



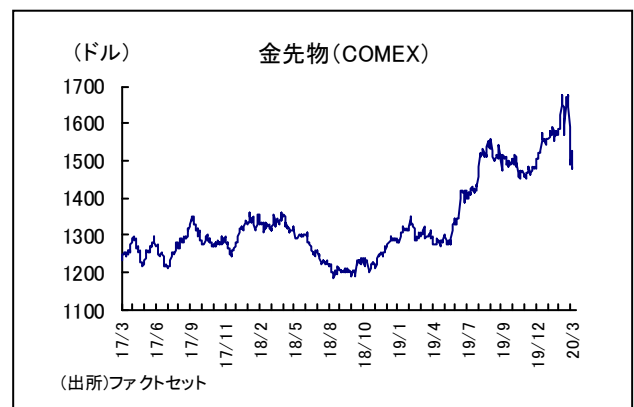
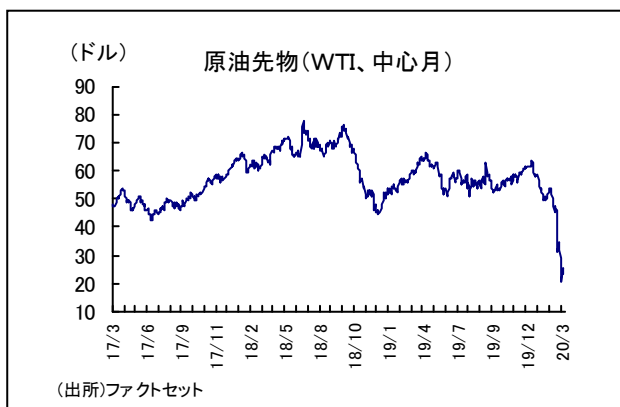
▽外為市場の動向



▽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● 2020年3月31日まで
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

2020年4月1日以降
株式会社明治安田総合研究所 政策・経済研究部
東京都千代田区九段北3-2-1 1 TEL03-6261-7947