

第一生命経済研究所レポート selection

2018 年 12 月 21 日
団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2018 年 12 月以降の市場環境見通し ～一強の米国経済が崩れるのか～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の眞峰首席エコノミストが四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者向けに特別レポートを作成しております。本年金通信では、「【四半期特別マーケットレポート】2018 年 12 月以降の市場環境見通し～一強の米国経済が崩れるのか～」をお届けします。是非ご一読下さい。（別添参照）

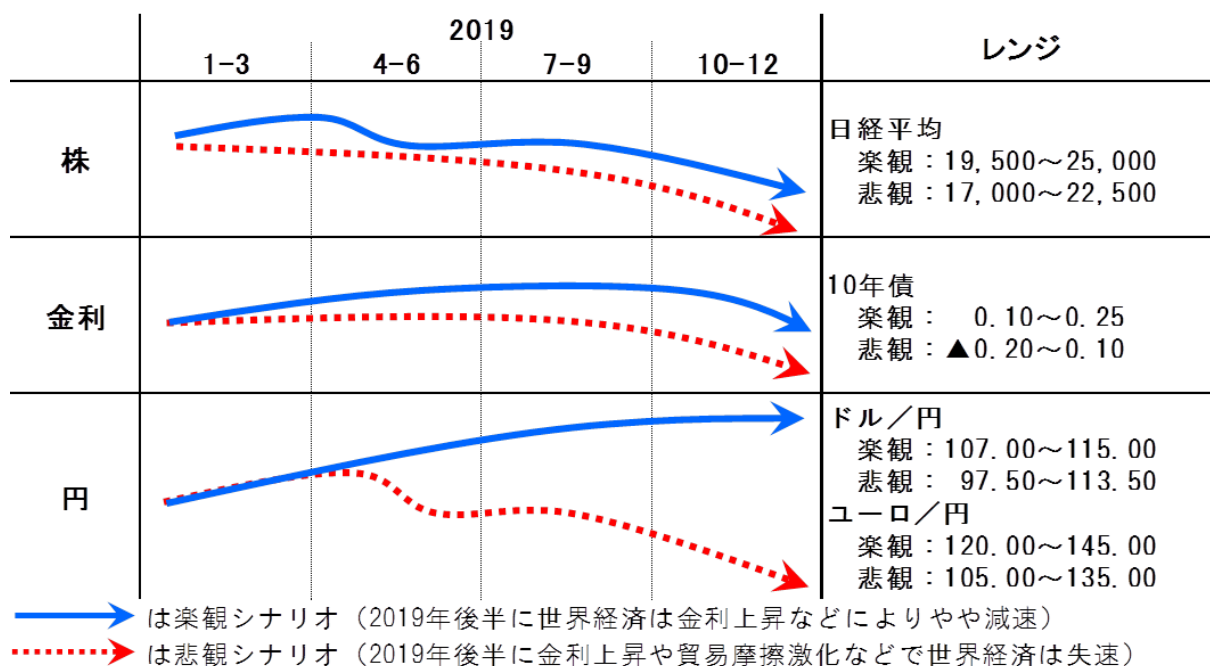
内容

■経済概況：世界・米国・欧州・中国・日本

■トピックス：米金融政策と 2019 年の市場環境について

■市場見通し：リスク回避への動きが優勢

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



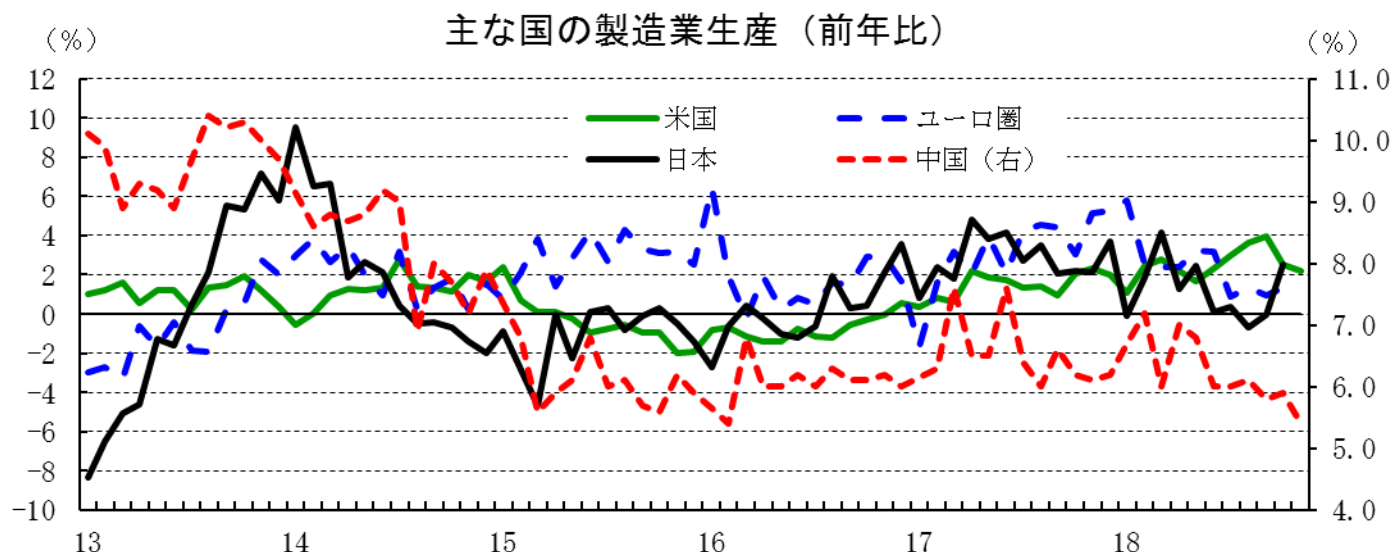
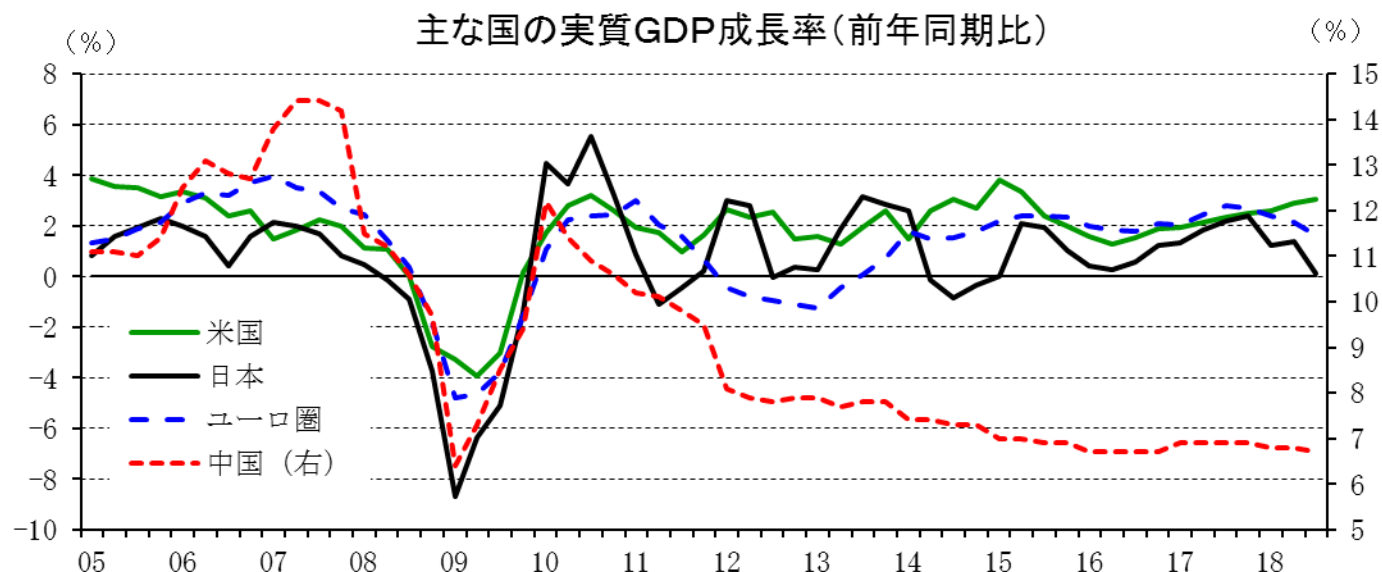
四半期特別マーケットレポート

テーマ：2018年12月以降の市場環境見通し
～一強の米国経済が崩れるのか～

発表日：2018年12月21日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 巖峰 義清 (03-5221-4521)

【世界経済】

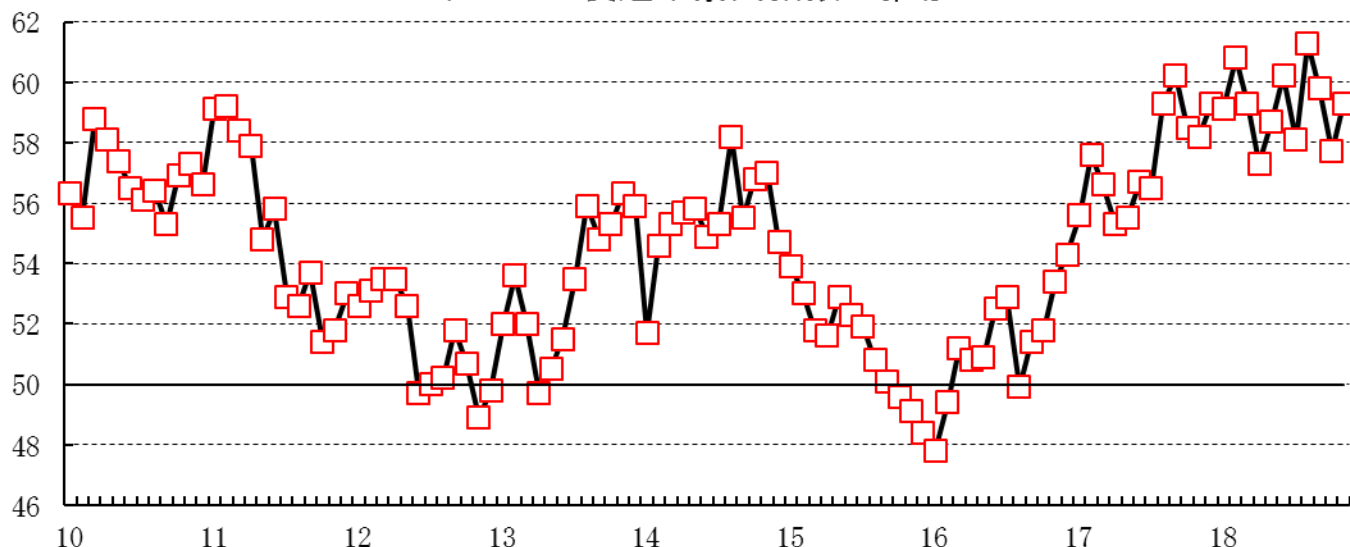


18年7～9月期の主要国の実質GDP成長率は、米国で前期比年率+3.5%（4～6月期：同+4.2%）、ユーロ圏で同+0.6%（同+1.7%）、日本で同▲2.5%（同+2.8%）、中国で前年同期比+6.7%（同+6.8%）となった。米国では前期から伸び率が鈍化したものの、10四半期連続で潜在成長率（米議会予算局（CBO）試算によると直近で+1.8～2.0%程度）を上回る高成長を維持した格好となった。これに対し、日本では悪天候などの一時的な要因による押し下げの影響はあったものの、米国以外の地域では経済成長率は冴えない数字となった。

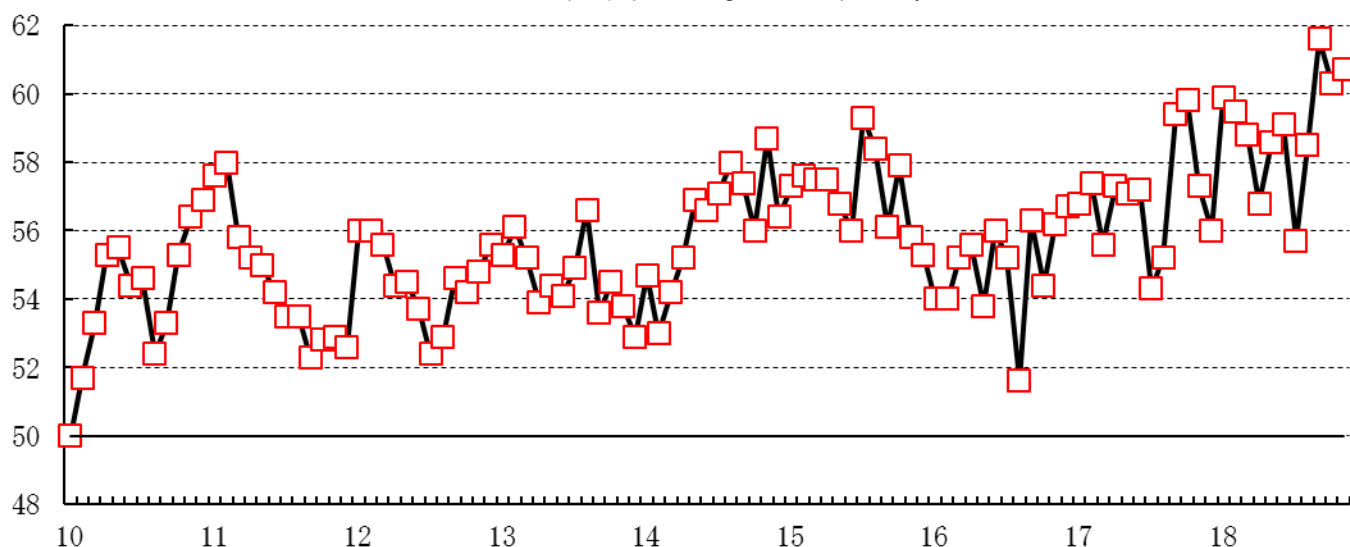
生産活動については、米国では好調な伸びが続いている一方、ユーロ圏や中国では伸びの鈍化が目立ち始めている。また日本では直近（10月）においては高めの伸びとなったものの、夏場の悪天候による悪化からの反動増によるところが大きく、趨勢としては拡大ペースが弱まってきている。

【米国】

米 I S M製造業景気指数の推移

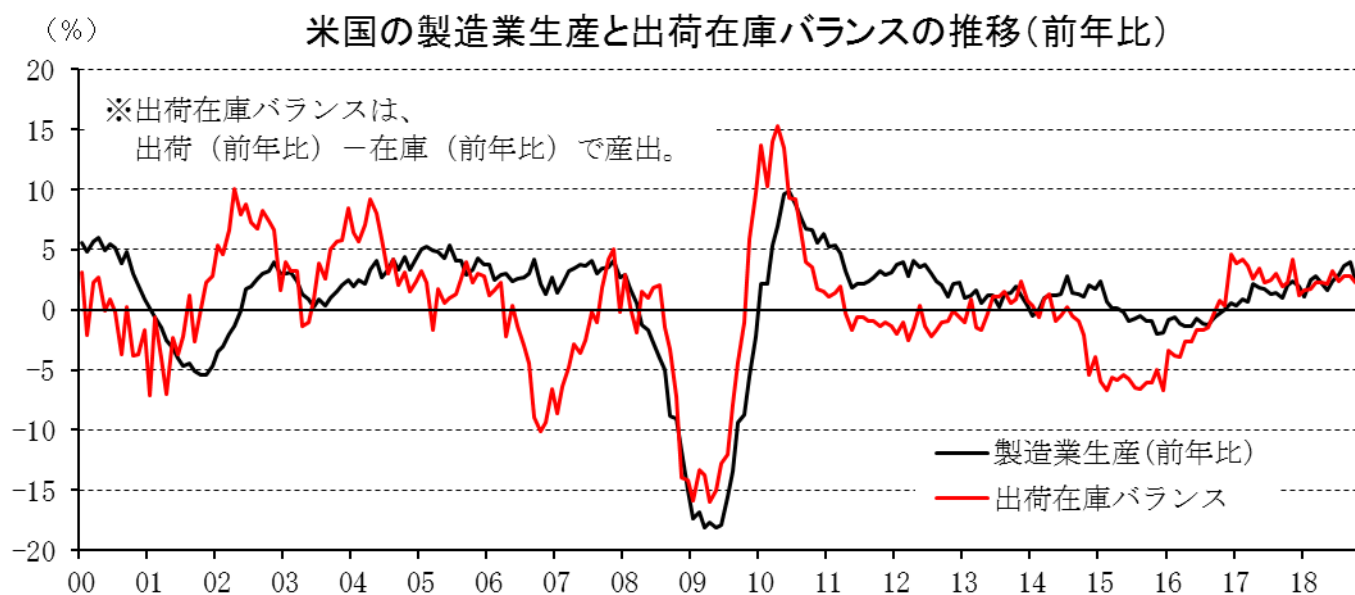
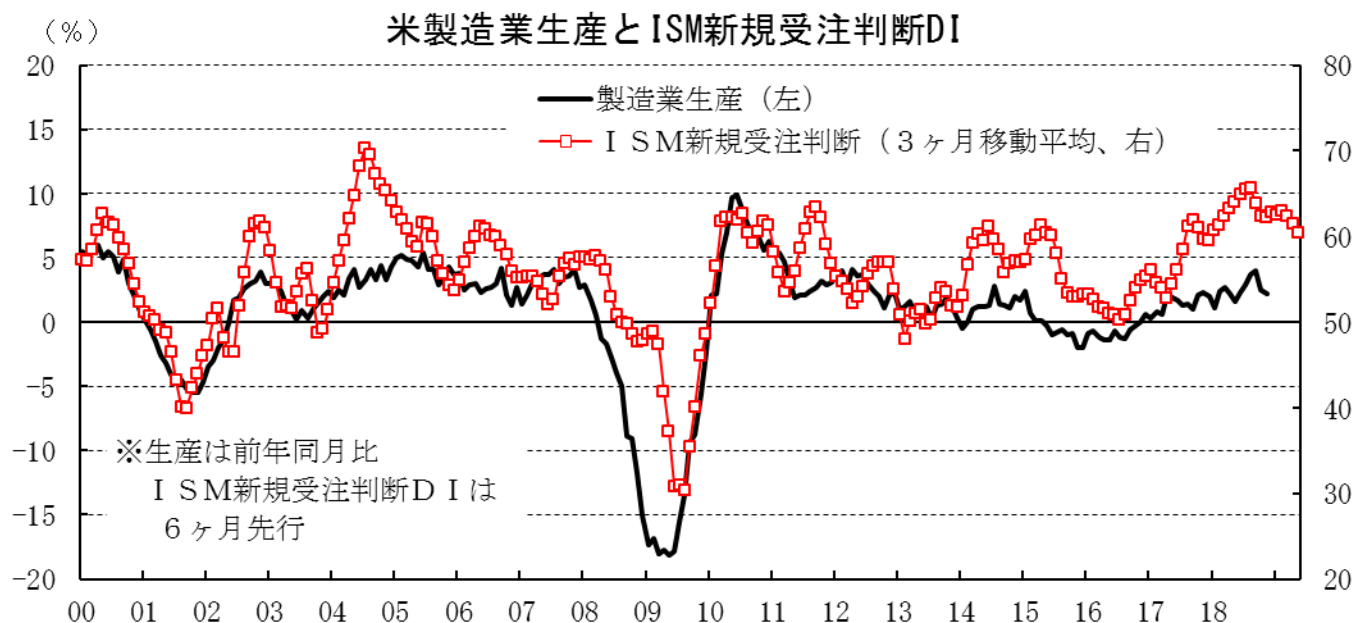


米 I S M非製造業景気指数の推移



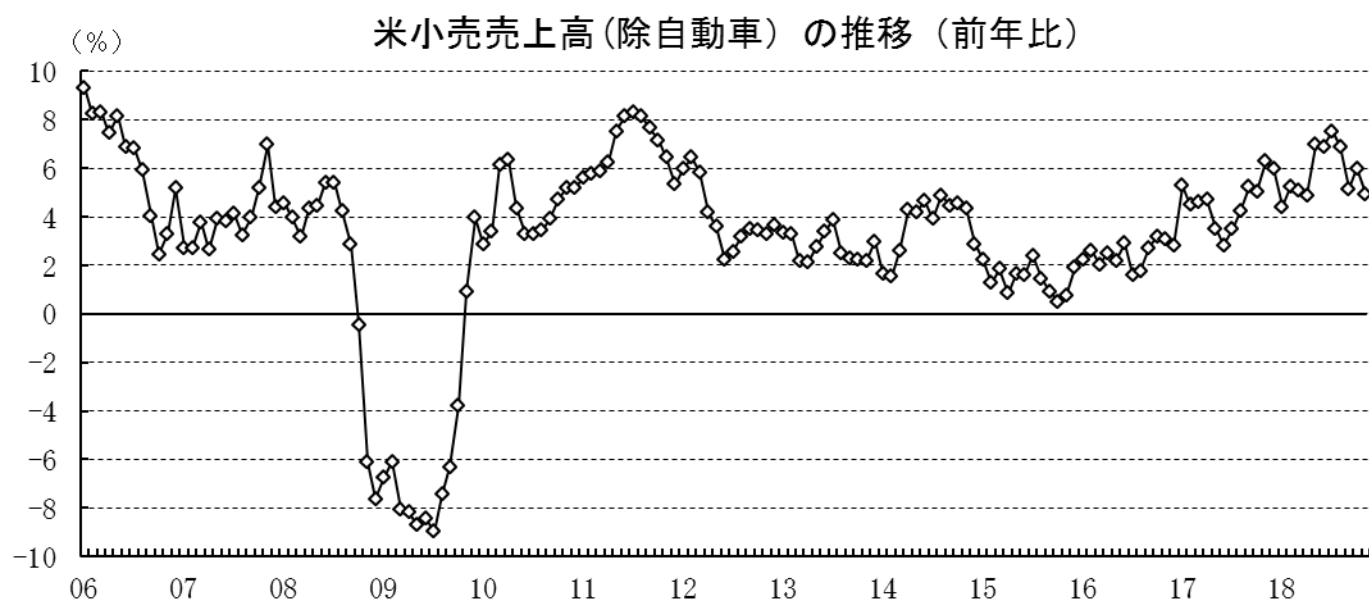
米国の I S M製造業景況指数は11月には59.3ポイントと、景況感が「良い・悪い」の判断基準の分かれ目となる50を27ヶ月連続で上回った。2015年12月につけた47.9ポイントを底に、製造業の景況感は改善傾向が続いている。ただし、60ポイント台は過去の景気拡大局面においてもピーク圏であり、モメンタム的には米景気の加速余地は小さくなっている公算がある。

一方、非製造業の景況指数は11月に60.7ポイントとなった。2010年1月以来判断基準の分かれ目となる50超えが続いている。とくに直近3ヶ月は60ポイントを超える水準での推移が続いているが、60ポイント台に乗せたのは05年8月以来となる。また、3ヶ月連続で60ポイント台をつけたのは、統計開始となる1997年7月以降で初めてとなり、非製造業を取り巻く環境（主に国内個人消費）が記録的な好調さを示していることが示唆されている。



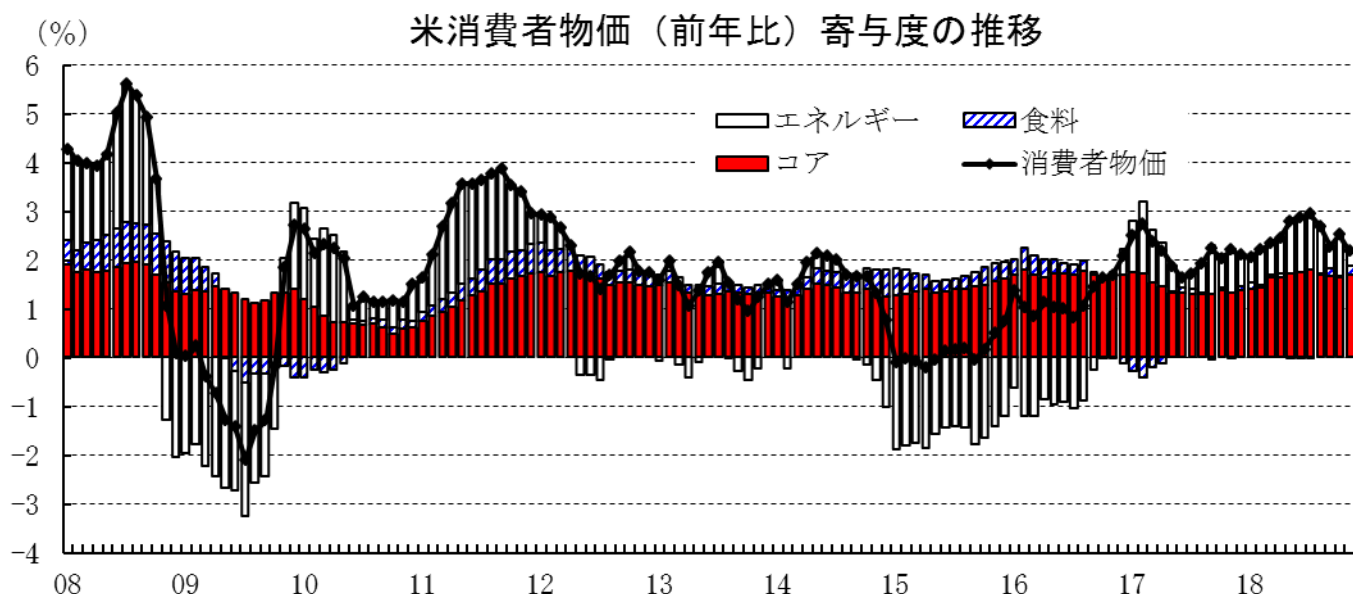
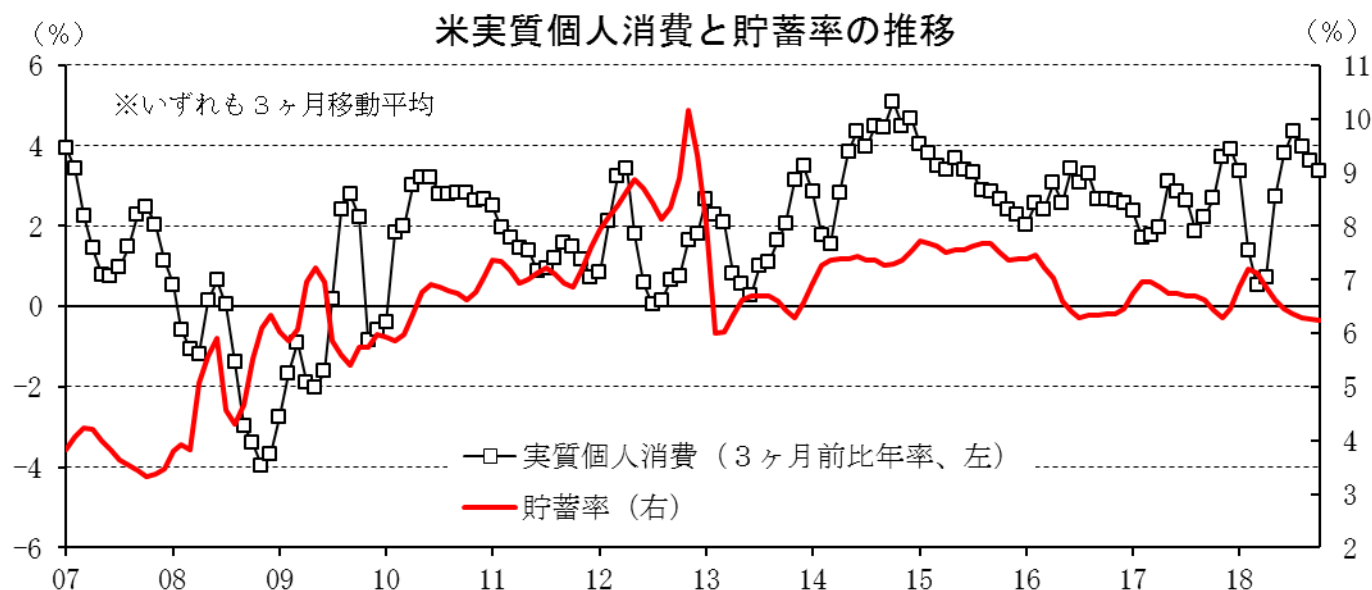
米国の生産活動に半年程度先行するISM製造業新規受注判断DIは、11月は62.1ポイントと今年8月以来の高い水準となった。判断基準の分かれ目となる50を大幅に上回る水準での推移が続いているが、17ヶ月連続で続いていた60超えは、10月に57.4ポイントとなったことで一旦途切れた。基調を映す3ヶ月移動平均ベースでみると、超高水準にあるものの年初をピークとした水準の低下傾向が続いており、生産活動のモメンタムも落ち着いた可能性があることを示唆している。

出荷在庫バランス（出荷の前年同月比伸び率から在庫の同伸び率を引いたもの）を見ると（下図赤いライン）、10月は+2.2ポイントと8、9月の+2.8ポイントからはやや低下したものの、比較的高い水準を保っている。出荷在庫バランスがプラス圏にあるということは、在庫循環上は米国の生産活動は“在庫積み増し”局面にあり、需要以上の生産を行って積極的に在庫を積み増すという、景気では最も過熱感が出やすい局面が続いていることを示している。



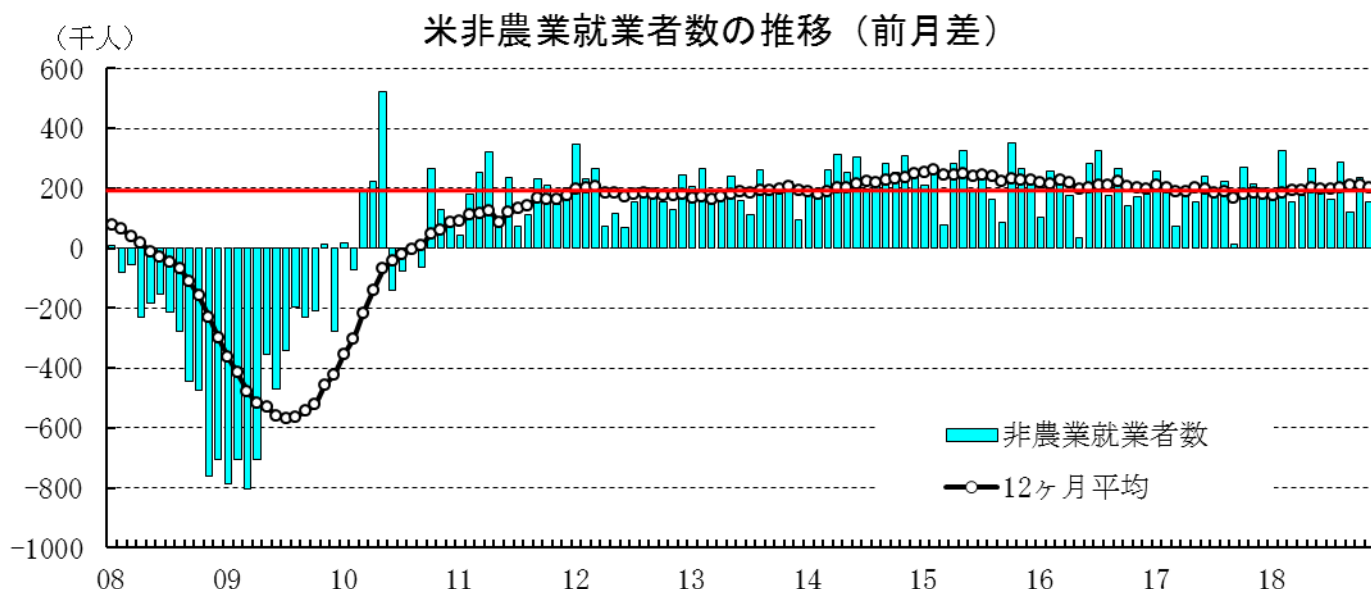
米小売売上高は11月には前月比+0.2%、前年同月比+4.2%となった。前年対比伸び率は5月から8月にかけて6%台の高い伸びを保っていたが、9月以降は4%台へとやや鈍化した。もっとも、夏から秋口にかけては悪天候という一時的特殊要因により抑制された側面があるほか、足元ではガソリン価格の下落も小売売上高の減少要因となっている。業態別には通信販売や食品・飲料などが好調さを保っている。なお、自動車を除くベースでは、前月比+0.2%、前年同月比+4.9%となった。また、物価上昇率を差し引いた実質小売売上高は前年同月比+2.2%となった。

自動車販売台数は、11月には年率1,749万台と、3ヶ月連続で1,700万台超えを記録した。工場の高稼働率維持のために行ってきたとされるフリート販売（リース会社買い戻し条件付きで車を販売すること。買い戻し水準が割高で設定されていることが多く、自動車会社には将来の収益悪化要因となる）が減少していることで自動車販売台数は頭打ちからピークアウトの懸念が出ているが、消費者の購買意欲は引き続き高く（消費者信頼感統計より）、消費面からは自動車が押し下げ要因になる状況にはない。



米国の実質個人消費は、10月には前年同月比+2.9%となった。3ヶ月移動平均・3ヶ月前対比年率（四半期末月の伸びがその四半期の前期比年率ベース伸び率に相当）では+3.4%と高い伸びとなったが、3ヶ月連続で伸びは鈍化した。もっとも、夏場から秋口にかけての悪天候によって下ブレしている側面もあり、基調としては引き続き強い状態が続いていると判断される。所得面に目を移すと、実質可処分所得は2016年半ば頃を底に伸び率の拡大傾向が続き、足元では前年対比3%弱程度の推移となっている（10月は前年同月比+2.8%）。ただし、金利支払い費は16ヶ月連続で前年対比2ケタの伸びを記録、9月は同+15.9%、10月は同+15.8%と07年6月以来の高い伸びを記録した。可処分所得に対する利払い費の割合は10月で2.22%と、2010年3月以来の高水準となった（リーマンショック前のピークは2007年6月の2.82%）。今後もFRBの利上げが続くと見込まれる中で、消費者の利払い負担の増加が消費を圧迫するリスクには要注意だ。

米国の消費者物価は、11月には前年同月比+2.2%と18年2月以来の水準へ鈍化した。上昇率鈍化は、原油価格下落によるエネルギー価格の下落によるところが大きい。エネルギーと食料品を除いたコアベースでは同+2.2%と、こちらは2%台前半で一進一退の伸びとなっている。なお、FRBが物価統計の参考指標としている個人消費デフレーター（PCEデフレーター）は10月には同+2.0%と、FRBが目標とする2%に8ヶ月連続で達している。

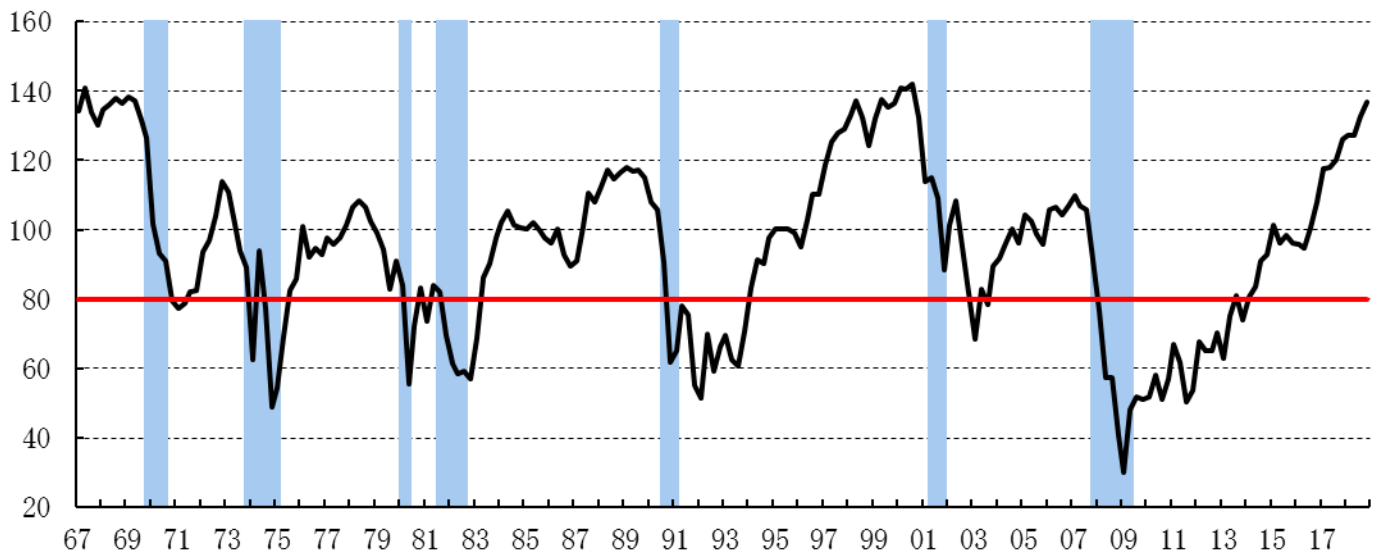


11月の米雇用統計では、非農業就業者数は前月差+15万5千人となった。好不調の分かれ目とされる+20万人を下回ったものの、完全雇用状態とされる中では就業者の増加余地は小さく、好調さを保っていると評価できる。失業率は3ヶ月連続で3.7%と、1969年12月以来約半世紀ぶりとなる低水準にあり、余剰労働者が極端に不足している完全雇用状態が一段と強まっていると判断される。一方、雇用環境が改善するとより良い労働条件を求めて積極的に転職をする気運が高まることから上昇傾向をみせる自発的失業率は11.8%と、3ヶ月連続で低下した。時間あたり賃金（次頁）を含めた労働条件の改善が寄与しているのか、雇用環境悪化の兆候を示しているのかは現段階では判断が難しいものの、米景気が引き続き好調であること、雇用は景気に運行する性質があることを勘案すれば、前者の雇用環境の改善傾向によるものである可能性が高い。

米時間あたり賃金の推移（前年比）



米国消費者信頼感指数の推移

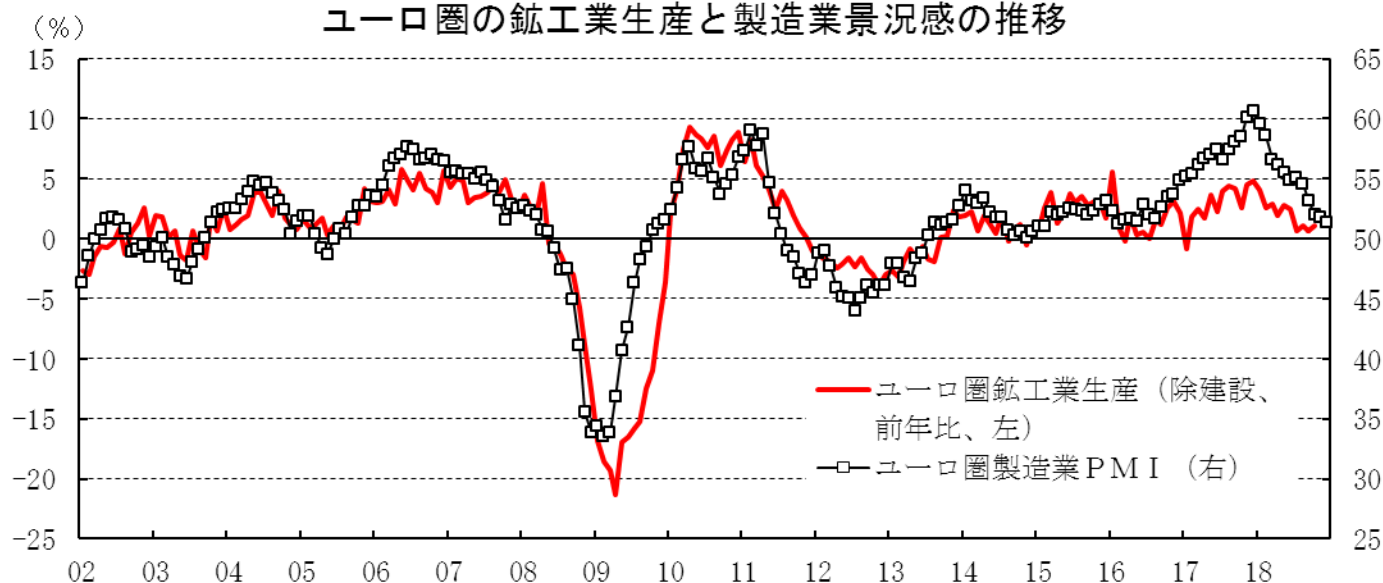


米国の時間あたり賃金（非農業部門）は、11月には前年同月比+3.2%の上昇となった。一方、民間部門に限定した時間あたり賃金の伸びは2ヶ月連続で同+3.1%となった。民間部門の賃金上昇率は2009年4月以来の高さで、労働需給逼迫の影響が徐々に賃金上昇率の加速となって現れ始めている可能性がある。

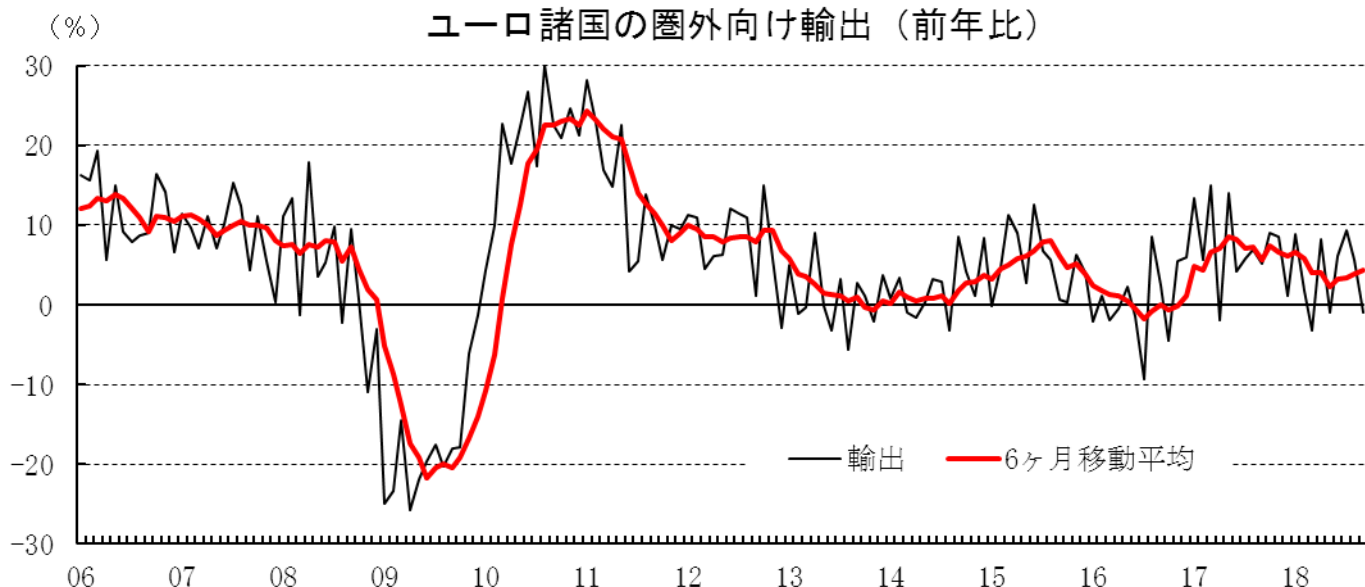
消費者の景況感を示す消費者信頼感指数は、11月には135.7ポイントと前月からは小幅低下した。もっとも前月の水準は2000年9月以来の高さで、足元の消費者マインドは歴史的な高水準を維持しており、消費者の景況感の強さが維持されていることを示唆している。雇用や景気の先行きに対する見方など全般的に楽観的な見方が強まっている一方で、金利上昇を背景に住宅購買計画（半年以内に住宅を購入する計画があると応えた人の割合）は低下傾向を辿っており、金利敏感部門では先行き減速感が出てくる可能性がある。

【欧州】

ユーロ圏の鉱工業生産と製造業景況感の推移



ユーロ圏諸国の圏外向け輸出（前年比）



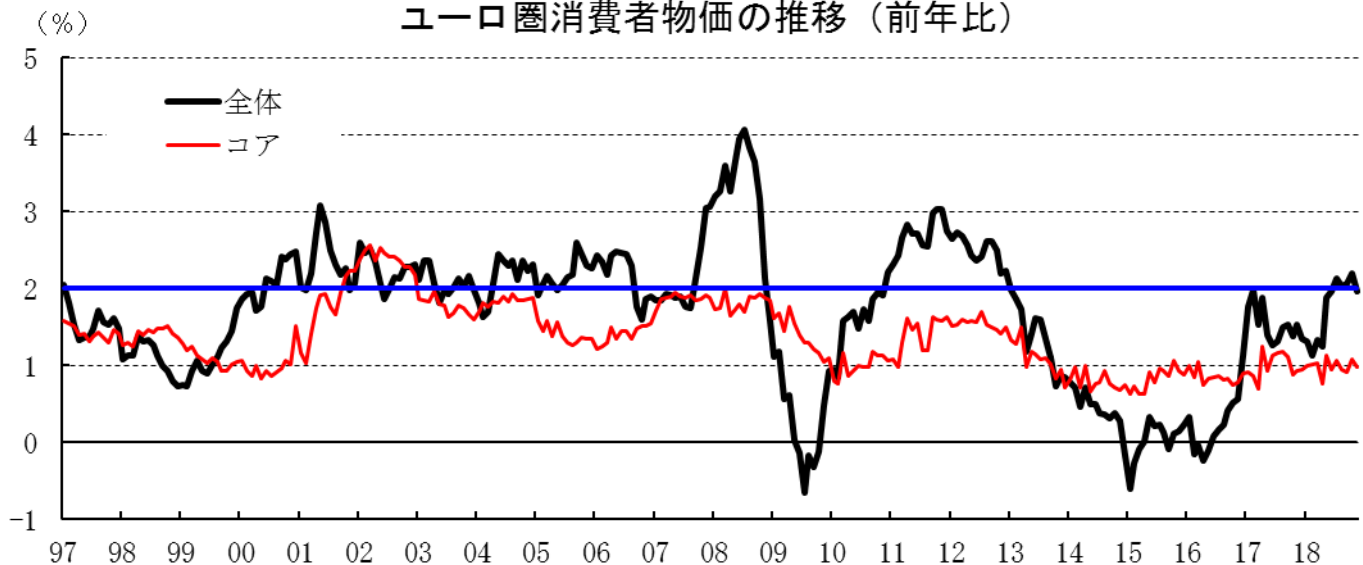
ユーロ圏の鉱工業生産（除建設業）は、10月には前年同月比+1.0%となった。ここ4ヶ月は前年対比でプラス圏は維持しているものの、1%以下の低い伸びでの推移が続いている。生産活動と連動する傾向が強いユーロ圏製造業PMIは12月には51.4ポイントと、16年2月以来となる低い水準をつけた。1997年6月の統計開始来最高水準を記録した昨年12月をピークに低下傾向が続いている。景況感は引き続き判断基準の分かれ目である50を上回っているものの、ピークアウト後の低下は連続的で、且つ幅も大きく、ユーロ圏内の生産活動は鈍化傾向に転じたと判断される。

圏外向けの輸出は、9月には前年同月比▲0.9%と4ヶ月ぶりに前年水準を下回った。ただし、6月から8月にかけては好調に推移している。月ごとのブレを除去するために6ヶ月移動平均ベースで見ると、9月は同+4.4%となっている。地域別に基調をみると、米国向けは好調に推移しているものの、中国向けが鈍化傾向を辿っている。なお、ユーロ圏内向けは9月は同+2.2%と堅調な推移が続いている。

ユーロ圏実質小売売上高の推移（前年比）



ユーロ圏消費者物価の推移（前年比）

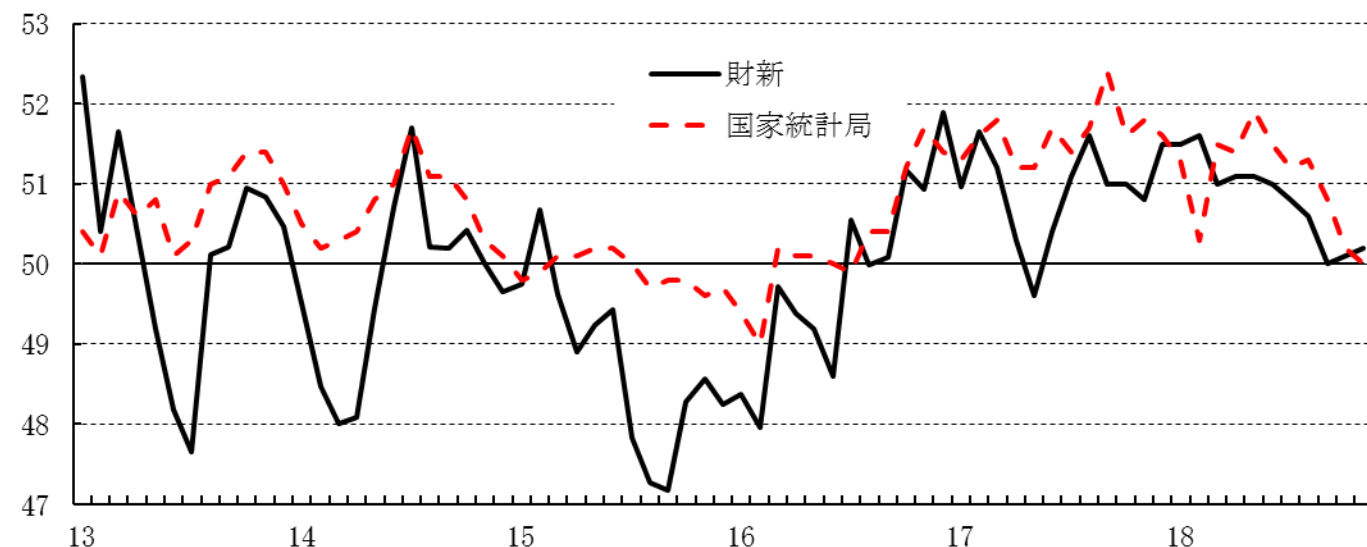


ユーロ圏の実質小売売上高は、10月には前年同月比+1.7%となった。今年に入ってから概ね前年対比1%台での伸びが続いており、ユーロ圏内の個人消費は2017年半ばをピークに緩やかながらも鈍化傾向を辿っていると判断される。もっとも、雇用・所得環境は良好で、金利など市場の動きからも消費に対して逆風の圧力は強まっておらず、当面は低めの伸びながらも底堅い推移が予想される。

ユーロ圏の消費者物価は、11月には前年同月比+2.0%となった。6月以降はECBが“+2.0%を超えないようにするが、できるだけ近い伸びとする”という金融政策目標を上回る水準での推移が続いている。もっとも、物価上昇率を押し上げている主因は原油価格上昇によるエネルギー関連価格の上昇で、エネルギーと食料品を除いたコアベースの物価は同+1.0%と、ここ数年続いている1%前後での伸びから加速する気配もない。ECBは年内での量的緩和政策の打ち切りを決定、利上げについては来年夏まで判断を保留するとしたが、こうした決定の背景にはコアベースでの物価の安定傾向が続いていることが挙げられる。

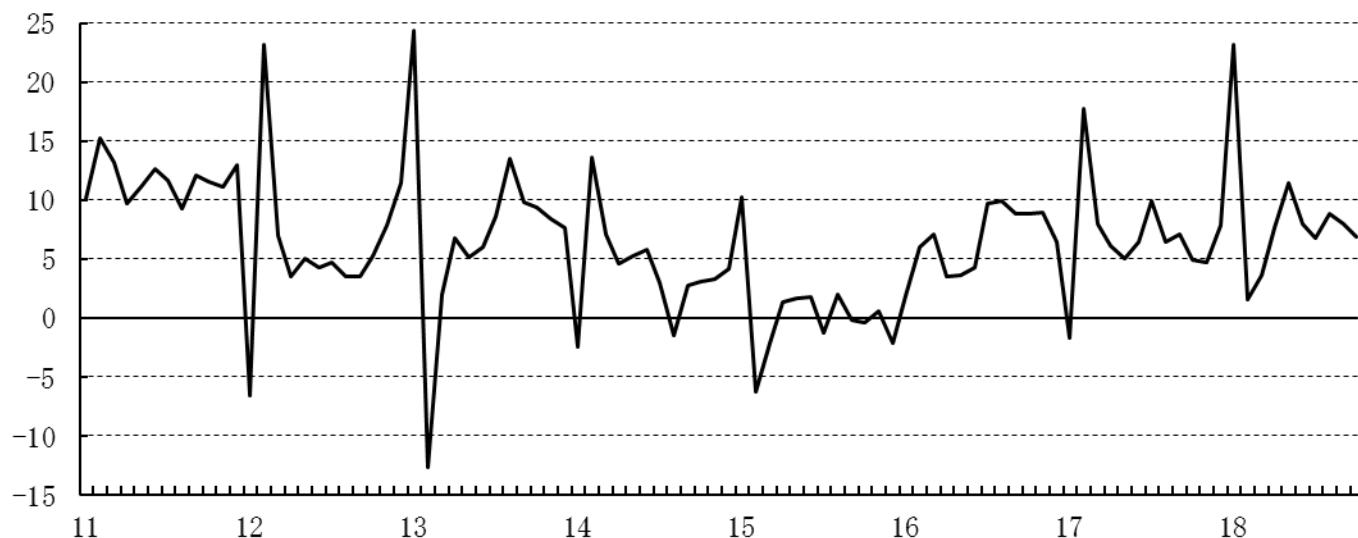
【中国】

中国の製造業PMIの推移



(%)

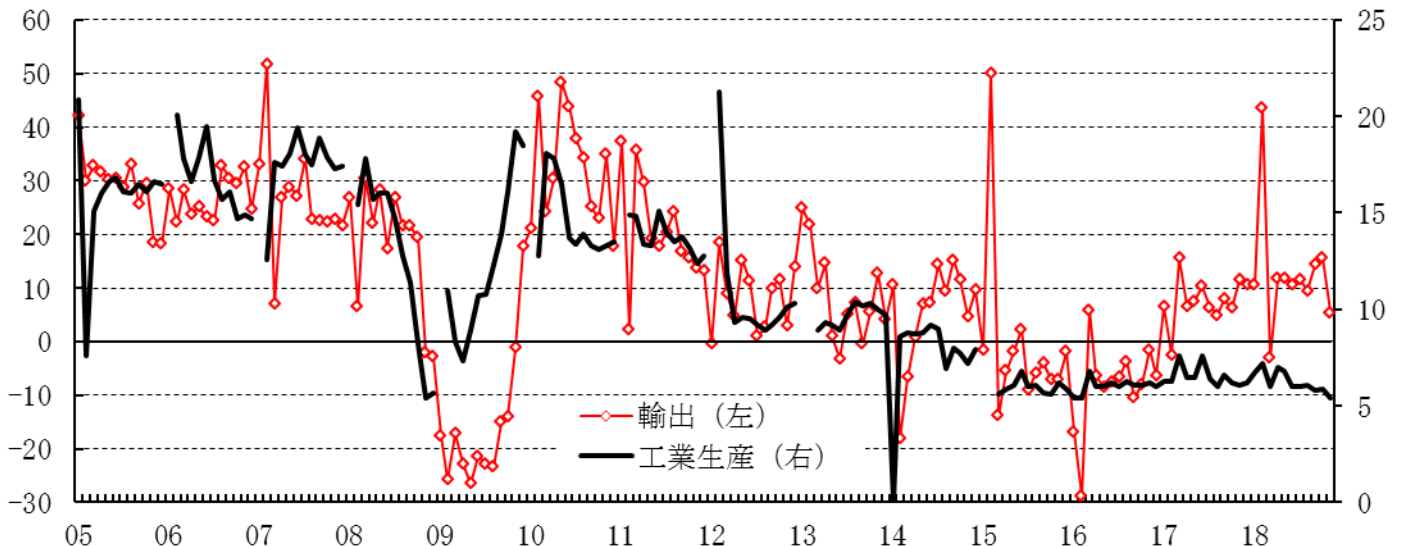
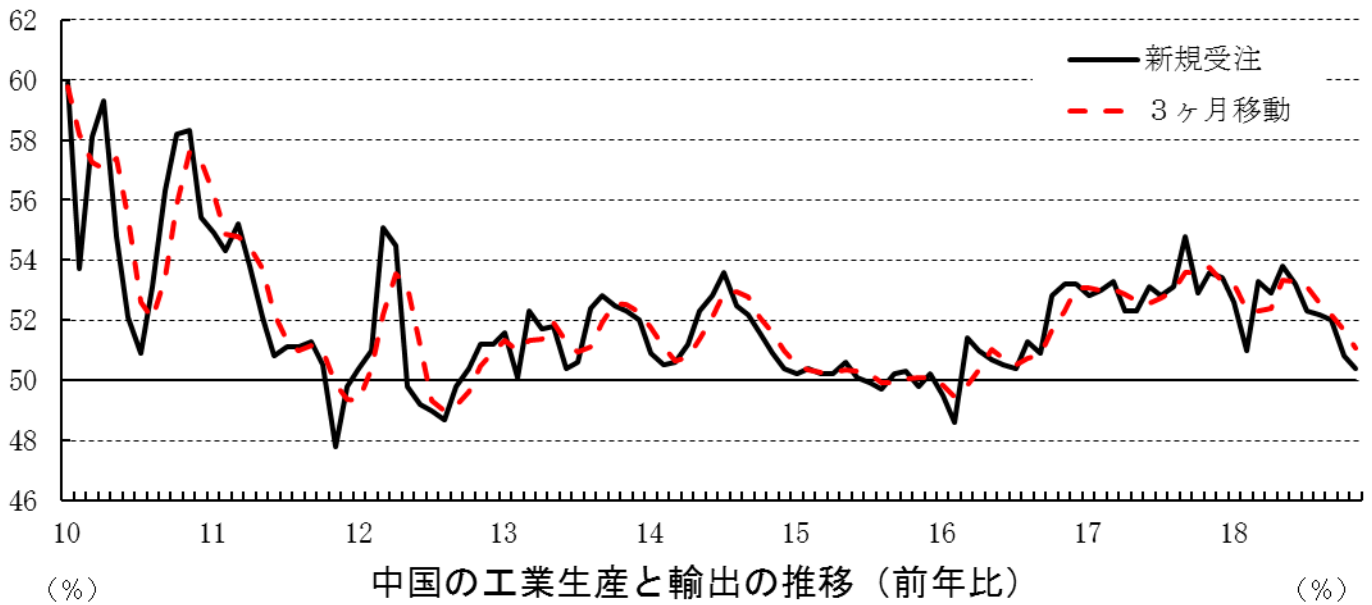
中国の電力消費量の推移 (前年比)



中国の製造業PMIは、11月には国家統計局ベースで50.0ポイント、財新ベースでは50.2ポイントになった。2017年後半をピークに鈍化傾向が続いており、国家統計局ベースでは28ヶ月連続、財新ベースでは18ヶ月連続で判断基準の分かれ目となる50を上回ったものの、遂に分水嶺となる水準にまで低下した。米国との間で続く貿易摩擦の高まりに加え、内需の鈍化傾向も続いており、今後は判断基準の50を割り込むリスクもある。

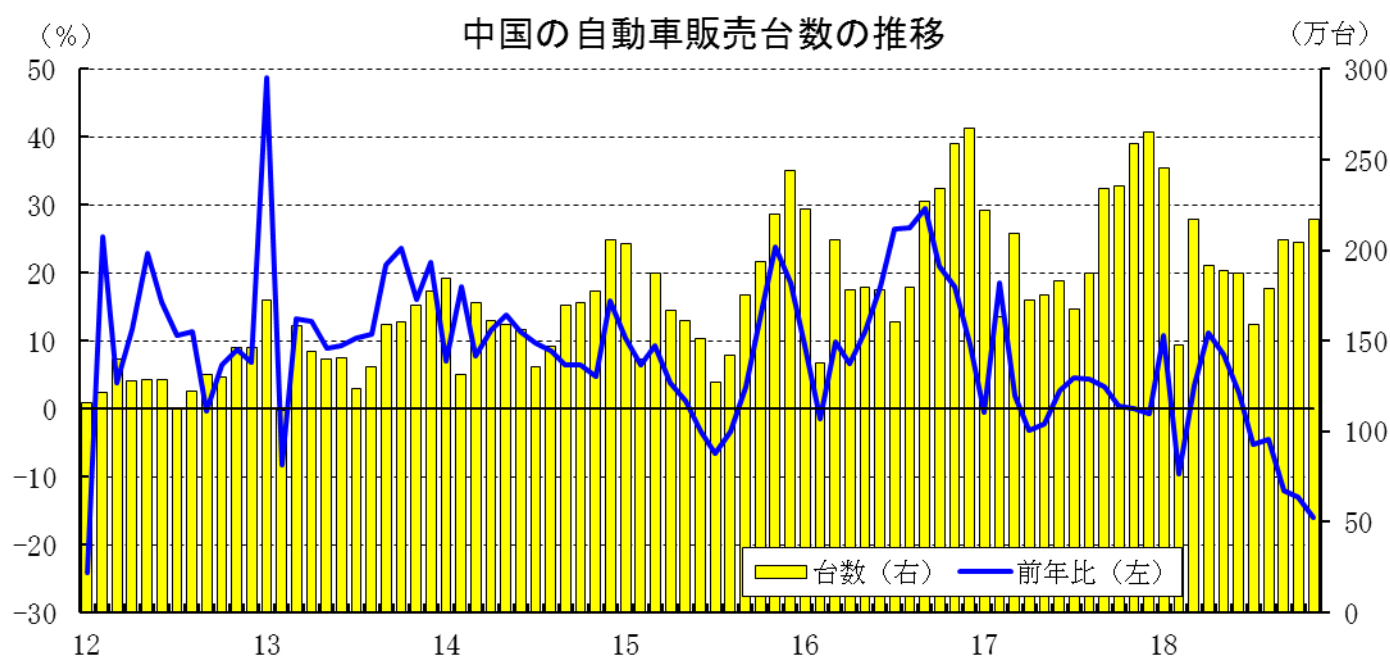
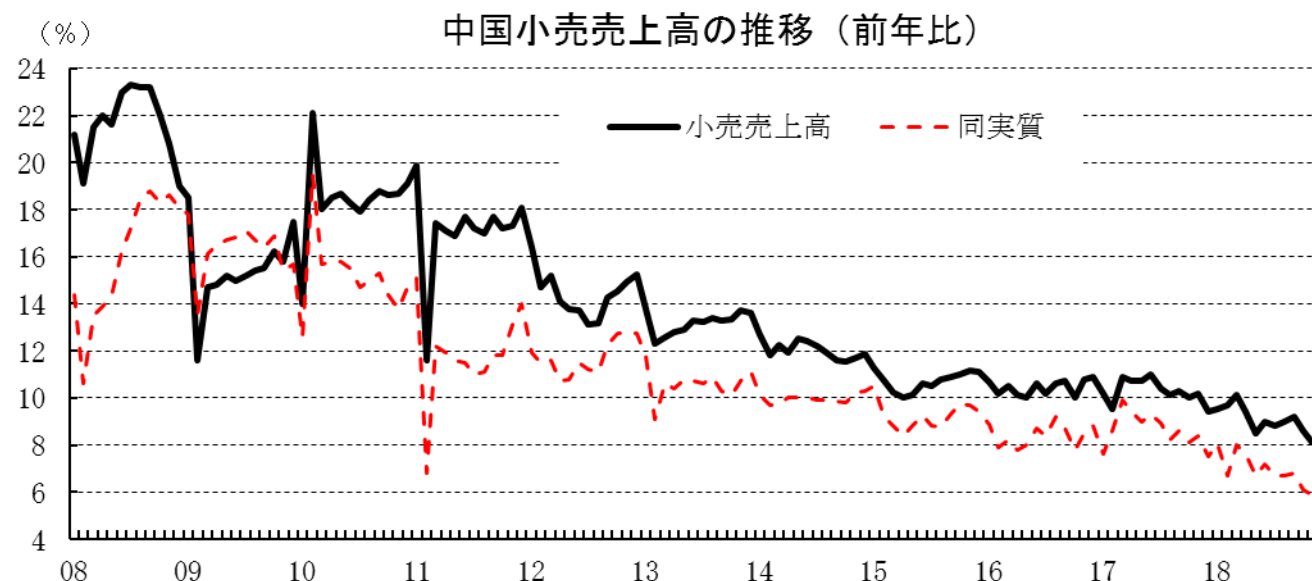
信用度が高い統計の一つとされている電力消費量は、10月には前年同月比+6.8%、年初からの累積ベースで前年同期比+8.7%と高めの伸びを保っている。

中国の製造業新規受注判断D Iの推移



中国国家统计局が発表する製造業PMIの一項目である新規受注判断D Iは、11月には50.4ポイントとなった。33ヶ月連続で判断基準の分かれ目である50を超えたものの、秋以降急速に水準が低下してきた。同D Iは生産活動の先行指標にあたるため、今後生産活動が一段と鈍化する可能性があることを示唆している。

一方、輸出（ドルベース）は11月に前年同月比+5.4%と、18年3月以来の低い伸びとなった。人民元建てでは同+10.2%。米国との貿易摩擦の激化から、双方で関税を引き上げる措置が執られたことなどの影響が出つつあると判断される。輸出に先行するPMI輸出受注判断D Iは11月には47.0ポイントと16年1月以来の水準にまで低下、判断基準の分かれ目となる50を6ヶ月連続で下回った。今後については輸出の伸びがもう一段鈍化する可能性が高い。一方、工業生産は11月には前年同月比+5.4%と、16年2月以来の低い伸びとなった。経済規模拡大に伴い、10%ペースの高度成長期から安定成長期への移行局面にあり、生産活動や消費の伸びが趨勢的に鈍化傾向を辿っていく中ではあるものの、このところはやや下ブレが強くなっていると判断される。



中国の小売売上高は11月に前年同月比+8.1%、物価の伸びを差し引いた実質ベースでは同+5.9%となった。いずれも03年5月以来となる低い伸び。急速に拡大しているネットを通じた消費を補足できていない側面はあるものの、こここのところの消費の伸びの鈍化は、消費が減速傾向を辿っていることを示唆していると判断される。

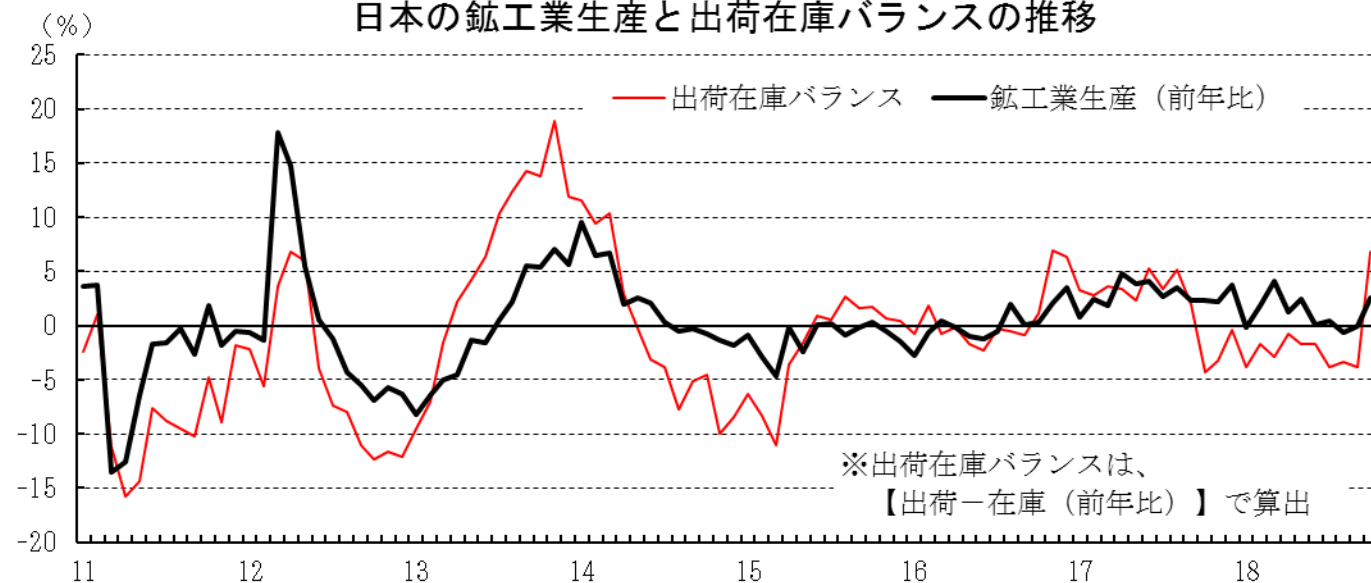
自動車販売台数は11月に217万台（前年同月比▲16.1%）と5ヶ月連続で前年割れとなった。伸び率のマイナス幅が急速に拡大している背景には、比較対象となる昨年後半は年末に打ち切られる小型車減税に向けての駆け込み需要によって販売台数が急増しており、そこからの反動減という側面がある。もっとも、1～11月までの累計ベースでも前年同期比▲3.0%となっており、2018年の自動車販売が前年割れとなるのは確実な情勢だ。自動車販売低迷の要因として、株価や不動産（マンション）価格の下落による逆資産効果を上げる声もあり、実際に高級車ほど販売が低迷していることを勘案すれば、自動車販売低迷が小型車減税打ち切りという特殊要因だけでは説明できないといえる。

【日本】

日本の鉱工業生産指数の推移



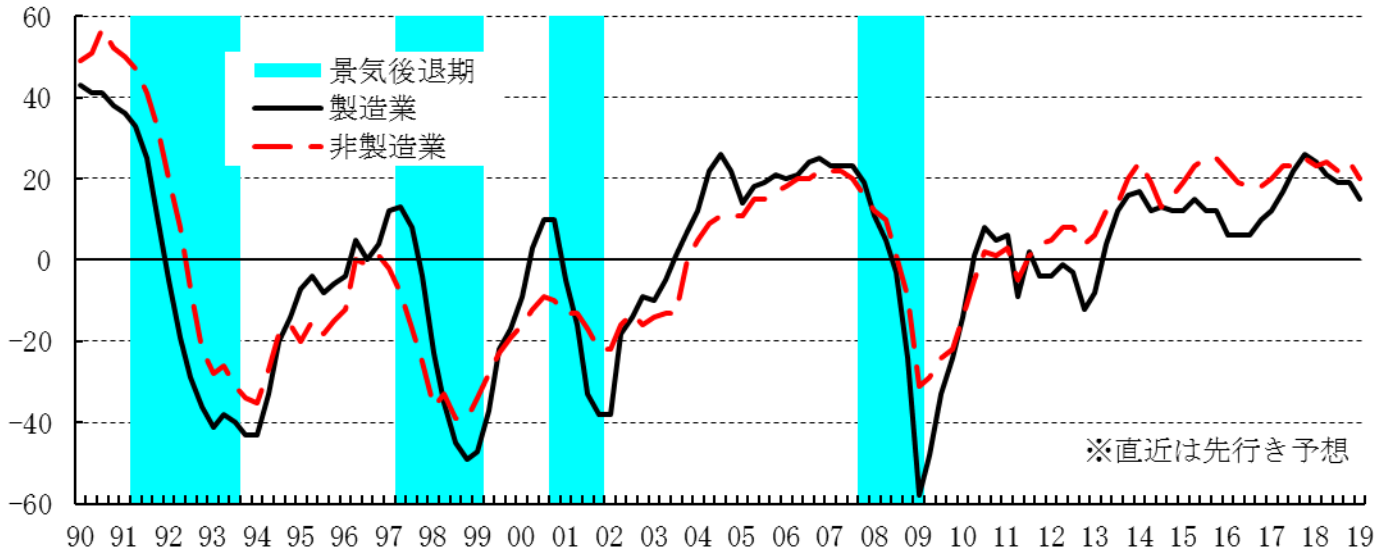
日本の鉱工業生産と出荷在庫バランスの推移



日本の10月の鉱工業生産指数は前月比+2.9%と15年1月以来の高い伸びをつけた。ただし、秋口に相次いで台風が上陸するなどの悪天候によって生産が滞ったことからの反動増による側面が大きい。今年に入ってから鉱工業生産指数は、10ヶ月中6ヶ月が前月割れとなるなど、拡大に歯止めがかかり始めている。先行きについての生産計画となる製造業予測指数は、11月は前月比+0.6%、12月は同+2.2%と拡大継続が予想されているものの、実現率は低く、予想対比下ぶれるリスクが大きい。

在庫調整圧力を示す出荷・在庫バランス（出荷の伸びから在庫の伸びを引いたもの）をみると、10月は+6.9ポイントと13ヶ月ぶりにプラスに転じた。ただし、生産と同様に悪天候からの反動増によって一時的に改善した可能性がある。特殊要因による効果を除けば、出荷在庫バランスは小幅マイナス圏での推移から脱却できていない可能性が高い。したがって、生産活動は出荷や在庫の動向を睨みながらの慎重な活動が続くものと見込まれる。

日銀短観大企業業況判断D I の推移

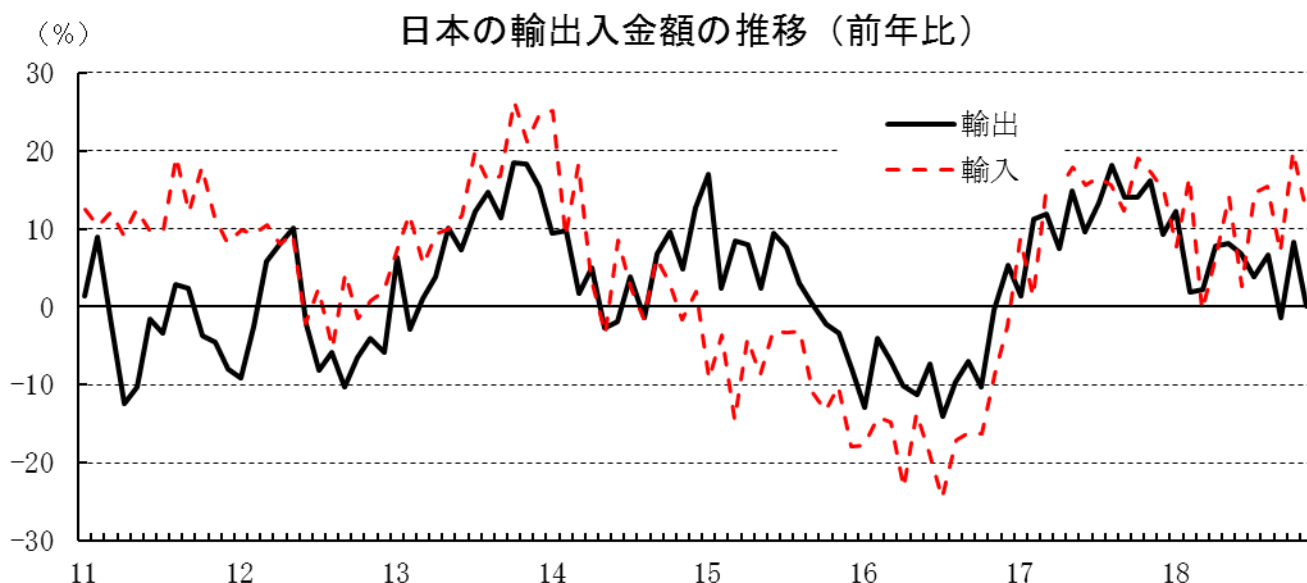


機械受注(船舶電力を除く民需)の推移



12月調査の日銀短観によれば、大企業製造業の業況判断D Iは+19ポイントと、前回調査(9月)から横ばいとなった。先行き判断D Iは+15ポイントと小幅悪化が見込まれている。一方、非製造業の業況判断D Iは+24ポイントと、前回調査から2ポイント上昇した。先行き判断D Iは+20ポイントへの低下が見込まれている。大企業製造業、大企業非製造業とも景況感はピークからは若干低い水準にあるものの、引き続き高めの水準を維持しており、企業の景況感からみた日本の景気は全般的に引き続き好調さを保っていると判断される。

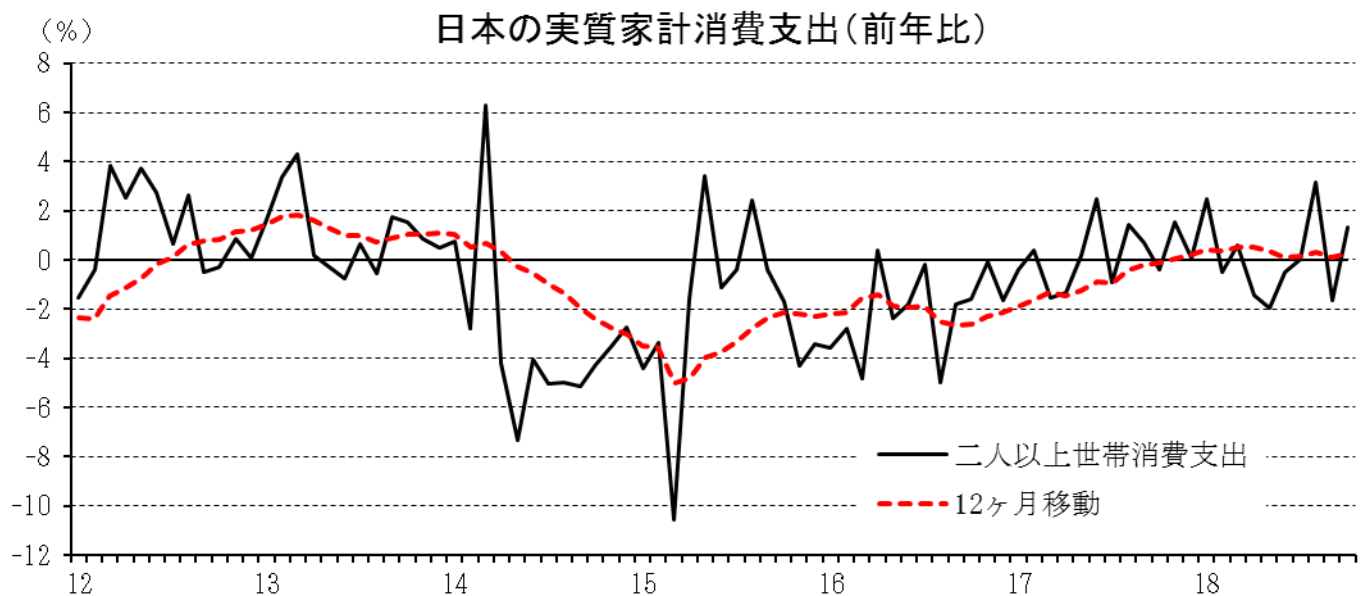
設備投資の先行指標となる機械受注(船舶・電力除く民需)は、10月には前年同月比+2.5%と2ヶ月ぶりに前年水準を上回った。9月には9ヶ月ぶりに前年割れとなったものの、すぐに盛り返しており、趨勢としては好調な推移が続いていると判断される。当面は設備投資は好調に推移する可能性が高い。



日本の輸出金額（円ベース）は、11月に前年同月比+0.1%となった。9月に22ヶ月ぶりに前年割れとなったあとは、2ヶ月連続で前年水準を上回る形となった。9月の落ち込みは台風上陸などの悪天候による一時的な要因の影響が大きく、趨勢として輸出金額は堅調な推移が続いていると判断される。しかし、輸出の実勢を示す輸出数量指数は、11月には前年同月比▲1.9%と2ヶ月ぶりに前年割れとなった。とくに中国向けを中心としたアジア向けにブレーキが掛かり始めており、米中貿易摩擦や中国経済減速の影響が足を引っ張っていると判断される。今後については、米景気が好調なことからこのまま落ち込んでいくことは考えにくい一方で、米政府が保護主義的な姿勢を強めていることによる影響には注意が必要だ。

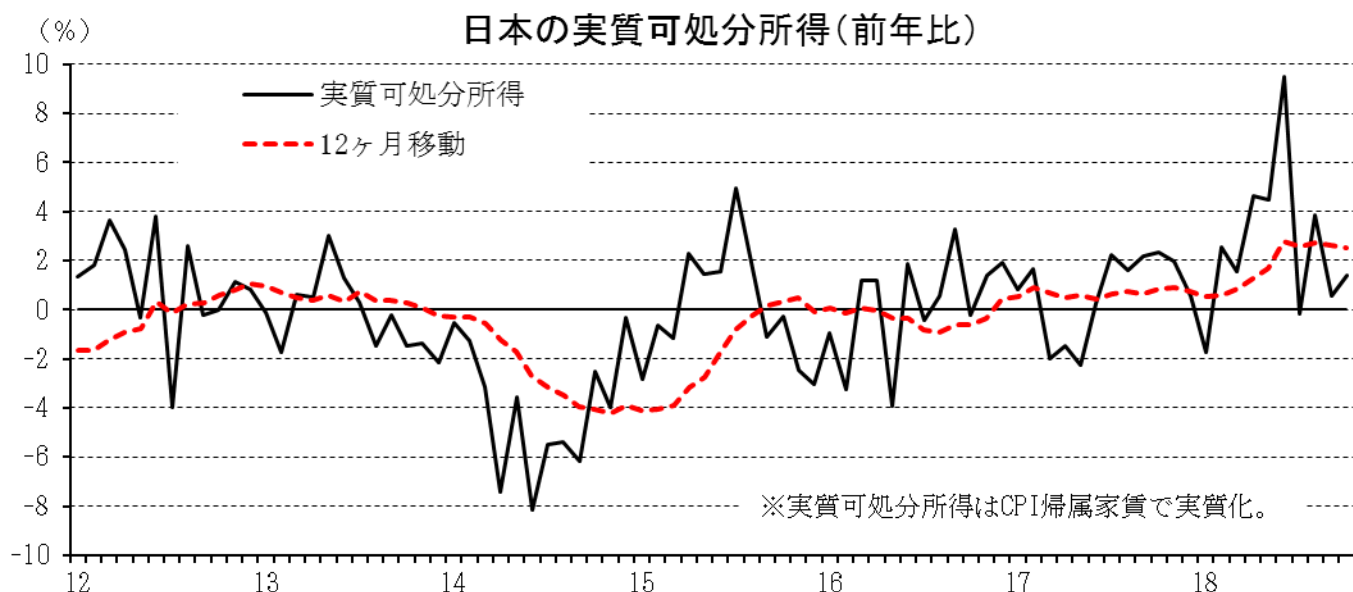
一方、輸入金額（円ベース）は、原油価格が高水準で推移していた影響から、原油や石油製品の輸入金額拡大を主因に11月は同+12.5%と高い伸びを記録した。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



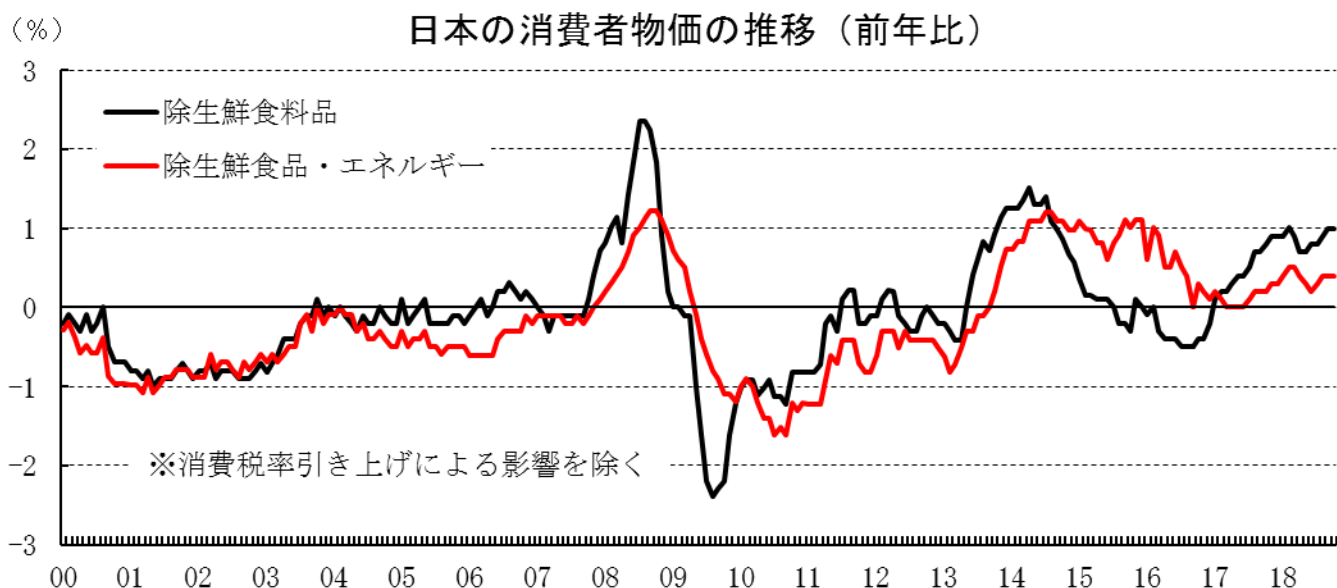
日本の実質家計消費支出（二人以上世帯）は、10月に前年同月比+1.3%となった。前年対比プラスとなるのは2ヶ月ぶり、こここのところは前年とほぼ同水準での推移が続いている。月毎の変動が大きいため12ヶ月移動平均ベースでみると、10月は同+0.3%と12ヶ月連続で前年水準を上回ってはいるものの、こここのところの伸び率はわずか0.5%未満で、実体的にはほぼ横ばい圏での推移が続いているといえる。2014年の消費税率引き上げ後、長らく家計支出の低迷が続き、2017年後半以降はようやく持ち直し感も見えてきていたが、早くも再び消費は頭打ちとなっているようだ。一方、勤労者世帯の実質家計消費支出は同▲0.4%と3ヶ月ぶりに前年水準を下回った。12ヶ月移動平均ベースでは5ヶ月連続で前年水準を下回っている。

消費関連統計を合成して算出することで、より総合的に消費の動向を把握することができるとされる消費総合指数（実質）では、10月は前月比+0.3%となった。こちらの統計でも個人消費の動きはこここのところ一進一退で水準的には頭打ちとなっている姿がうかがわれる。



10月の日本の現金給与総額は前年同月比+1.5%と、15ヶ月連続で前年水準を上回った。定期給与が同+1.4%と19ヶ月連続で前年水準を上回るなど、堅調な推移が続いている。平均給与の(見かけ上の)押し下げ要因とされている、パートタイマーを除いた常用労働者の給与水準をみると、10月は同+1.5%と15ヶ月連続で前年水準を上回った。なお、給与統計はサンプル替えの影響から数字が上ぶれており、旧ベースでは現金給与総額は同+1.0%、定期給与は同+0.9%などとなっている。趨勢的には回復傾向を辿っていること自体は変わりなく、今後についても労働需給の逼迫傾向は続いていることから、当面は堅調な推移が見込まれる。

10月の勤労者世帯実質可処分所得は前年同月比+1.4%となった。調査方法の変更により今年分から可処分所得の伸びが上振れており、その影響を除くと同▲2.4%となる。実体的には可処分所得が伸び悩んでいる姿がうかがわれる。



10月の日本の消費者物価指数（生鮮食料品を除く）は、前年同月比+1.0%と22ヶ月連続で前年水準を上回った。ただし、エネルギー関連価格が前年水準を上回っていることによって押し上げられている側面が強く、エネルギーと食料品を除いた欧米型コアベースでは同+0.2%と前年対比ほぼ横ばいにとどまっている。このことから、物価の上昇圧力は小さく、引き続き不安定であると判断される。

消費者の景況感を示す消費者態度指数は、11月には42.9ポイントと2ヶ月連続で低下した。水準自体は比較的高水準を保っているものの、年初からはやや水準が低下しつつある。内訳を見ると、[暮らし向き]に対する判断が徐々にではあるものの悪化傾向を辿っており、結果として[耐久財の買い時]に対する判断指標も停滞、消費者の財布の紐が緩んでいない状況にあることがうかがわれる。暮らし向きに対する評価が低下傾向にある背景には、原油価格の上昇や夏場の不安定な天候によって、ガソリン代や葉物野菜などの価格が上昇している影響などが考えられる。

【トピックス：米金融政策と2019年の市場環境について】

足元で、金融市場はF R Bの金融政策への失望から、混迷の度を増している。12月のF O M Cを受け、F R Bの金融政策スタンスは市場が期待したほどには“ハト派”的ではなかったと受け止められたためだ。

F R Bは12月のF O M Cで、政策金利であるF F金利の誘導目標水準を0.25%引き上げ2.25~2.50%とした。同時に発表されたメンバーによる将来の金利見通しでは、2019年末時点でのF F金利予測値（メンバー予想の平均値）は2.85%と、前回9月発表時の3.02%から下方修正された。これを利上げの回数で表現すれば、9月時の見通しでは2019年の利上げ回数は3回とするのがF R Bのコンセンサスだったのに対し、12月時には2回の利上げがコンセンサスへと引き下げられた格好だ。

こうした下方修正にもかかわらず市場が失望した背景には、それまでに市場が織り込んでいた2019年の利上げ回数は1回にとどまるというものであったためだ。市場の予想よりも「1回多い」という点で、市場のイメージよりも“タカ派”的であると解釈された形だ。さらに言えば、トランプ大統領の利上げ牽制発言などもあって、F O M C直前にはF R Bが利上げ打ち止めを示唆するのではないかといった見方も台頭するなど、期待が過剰に高まっていたことも挙げられる。

一方で、F R Bのスタンスは報道されているほどには“下方修正”していないともいえる。それは、2019年末のF F金利水準を3.125%（3.00~3.25%の中間値）と予測した回答者が6名と最も多いためだ。前回9月時の予測では、2.875%（2.75~3.00%）と3.125%、3.375%（3.25~3.50%）とする予測者が4名ずつで最多票を分け合っていた格好だった。今回は3.125%が単独トップとなっていることからすれば、2019年の利上げ回数は予測されるファンダメンタルズからは最低2回実施され、3回の利上げが実施される可能性もそれなりに高いといえよう。

F R Bの長期見通しに基づくF F金利の中立金利は、これまで3.0%とされてきたものが、今回は2.8%へと下方修正された。これは、あと2回の利上げで到達する水準で、これをもって景気への影響は中立的と解釈することができる。逆に言えば、それ以下の金利水準では、現状の需給の逼迫傾向を緩め、将来的なインフレ圧力の強まりを軽減することにはリスクが残るといえる。理屈で考えれば、米国の経済成長率が潜在成長率（直近の米商務省の試算によれば2%弱）をしばらく下回るような状況とならない限り、少なくともあと2回の利上げは避けがたいといえよう。

F O M Cメンバーによる2019年末の政策金利予想

年間利上げ回数	(人)															
F F金利	~2.0	2.125	2.250	2.375	2.500	2.625	2.750	2.875	3.000	3.125	3.250	3.375	3.500	3.625	3.750	3.875~
2017年9月	2	1		2	1	2	1	2		2	1	2				
2017年12月	2			2		4	1	3		1		2		1		
2018年3月	1	1				1	1	5		2		3				1
2018年6月	1	1				1		4		4		3		1		
2018年9月		1		1		1		4		4		4		1		
2018年12月				2		4		5		6						

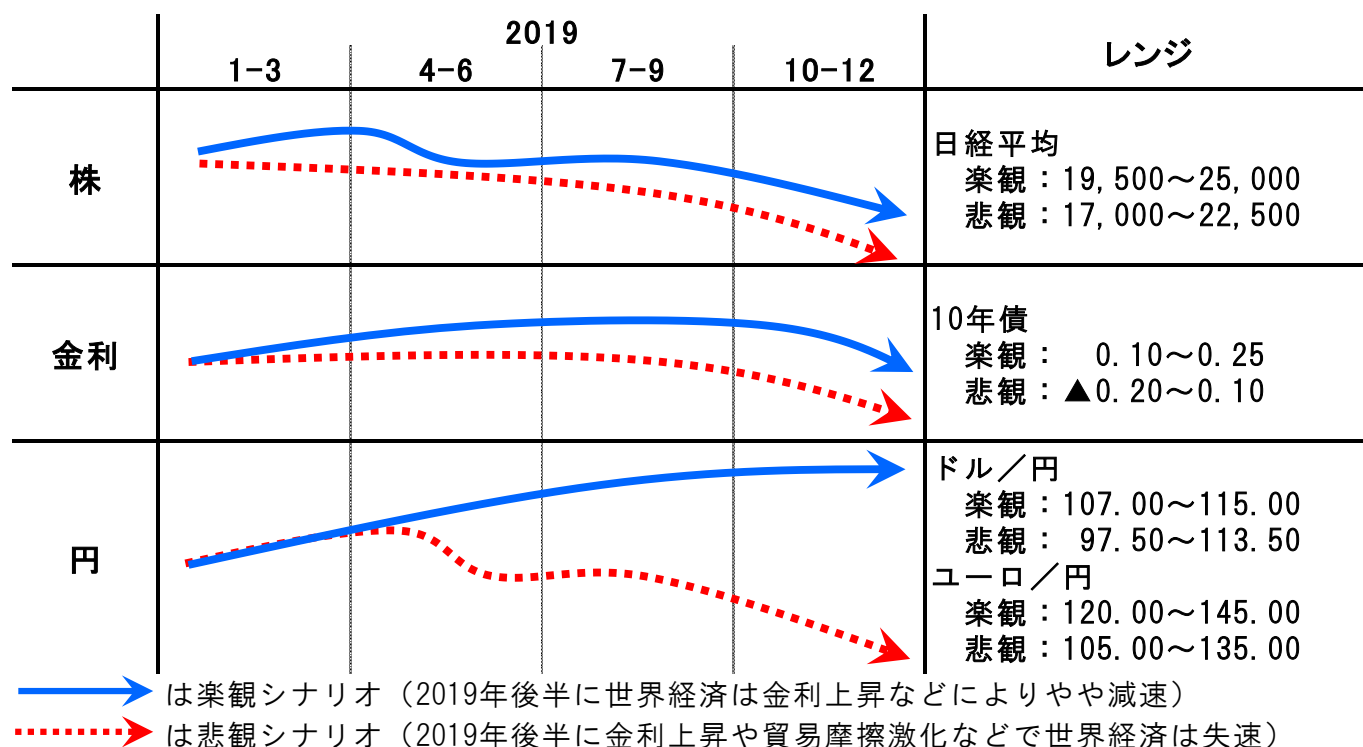
※赤枠は、F R Bメンバーによる長期的な平均F F金利水準（中立F F金利水準）。

もっとも、現実的には資産価格が大きく下落することなどにより、金利が中立金利水準に達していなくても、景気にブレーキがかかることは十分にあり得る。しかし、だからといって中央銀行が市場動向を過分に考慮に入れて金融政策を執り行うことは、（市場での期待は強いものの）あまり考えない方がいいだろう。失業率が半世紀ぶりの水準にまで低下して完全雇用下にあるうえ、G D Pギャップはプラスに転じて物価上昇圧力が高まっていることを示唆している中で、景気の減速が確認されていない中でたとえば利下げを行うような政策を執ることは、いわゆる悪い金利上昇を招いて景気を必要以上に悪化させるリスクがあるためだ。

すなわち、F R Bが潜在的なインフレリスクを放置して景気に配慮しすぎれば、期待インフレ率の上昇を通じて市場金利を押し上げさせかねない。とくに、トランプ政権下では財政赤字の拡大に配慮しないような財政政策が執られており、潜在的には金利上昇リスクが高い状態にあると判断される。こうした状況も、F R Bのスタンスをややタカ派寄りにさせる要因となり得る。

2019年の市場環境は、景気面では日欧や中国など新興国の景気に陰りが見え始めたなかで米一人勝ちの様相を呈しているだけに、米国の金利水準が中立ゾーンに入ってくことで、推進力が失われるような環境となろう。循環的な側面からも、2019年の景気は調整に入る時期にある。したがって、基本的には株などのリスク性資産価格には調整圧力が働き、国債などの安全性資産に資金が環流する傾向が強くなると判断される。その調整幅は、景気が単なる減速にとどまるのか、それとも後退局面（リセッション）にまで至るかどうかで決まってくる。各国の今景気拡大局面が記録的な長期間に至っていることや、米国の金融政策などを勘案すれば、後者となるリスクが高いのではないかと考えられる。

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



足元のマーケットは、米国を含めた世界景気に対する不安感と不透明な政治情勢（主に米保護主義の問題）を背景に、リスク回避の動きが優勢となっている。とくに、FRBの12月利上げ以降は、ファンダメンタルズに対する不安感がより強まっており、リスク性資産は価格水準の調整圧力が強まっている。

今後は、景気循環的には来年半ば以降は減速感が強まる可能性が高く、年明け後は景気の減速、ないしは失速を意識したリスク回避への動きがさらに強まる公算が大きい（上図悲観シナリオ）。とくに、米国の利上げが続くなかで米長短金利（10年債利回りと2年債利回り）の逆転などが生じれば（試算上では、年末から年始にかけて発生する可能性）、市場では“リセッションのシグナル”として意識され、リスク回避の動きが急激に強まるリスクもあり要注意だ。