

第一生命経済研究所レポート selection

2019 年 3 月 11 日

団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2019 年 3 月以降の市場環境見通し ～柔軟な F R B に寄せる強い期待が市場を支える～

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。

本年年金通信では、「2019 年 3 月以降の市場環境見通し～柔軟な F R B に寄せる強い期待が市場を支える～」をお届けします。是非ご一読下さい。（別添参照）

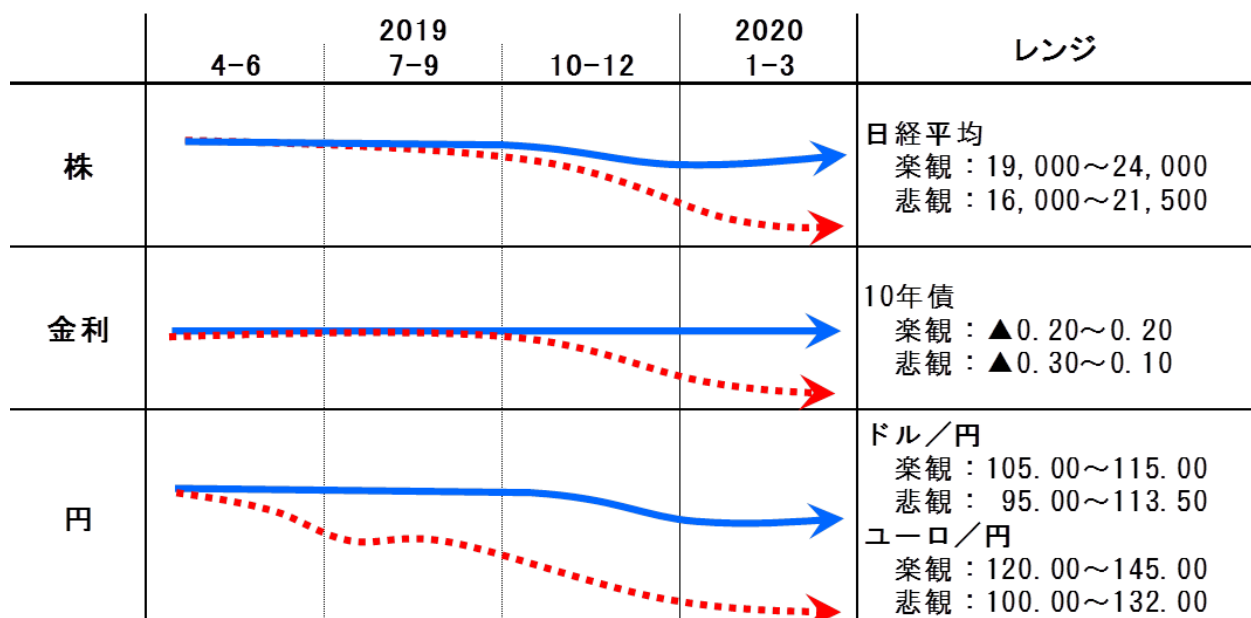
内容

■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2

■市場見通し

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



→ は楽観シナリオ（2019年後半に世界経済は金利上昇などによりやや減速）
→ は悲観シナリオ（2019年後半に金利上昇や貿易摩擦激化などで世界経済は失速）

四半期特別マーケットレポート

テーマ：2019年3月以降の市場環境見通し

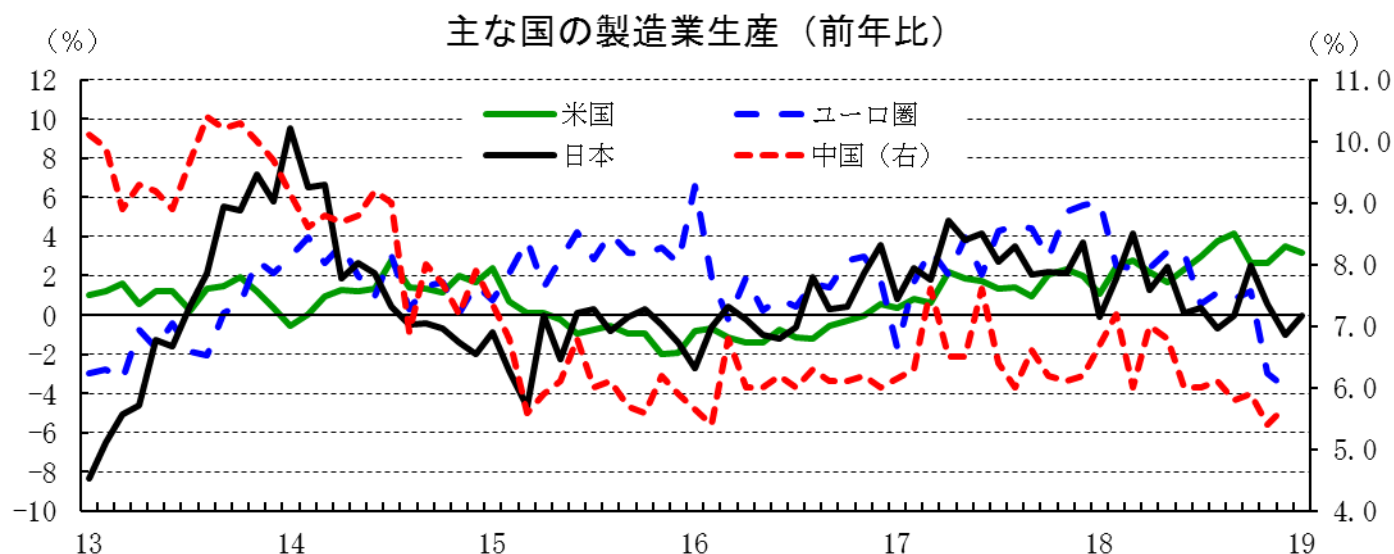
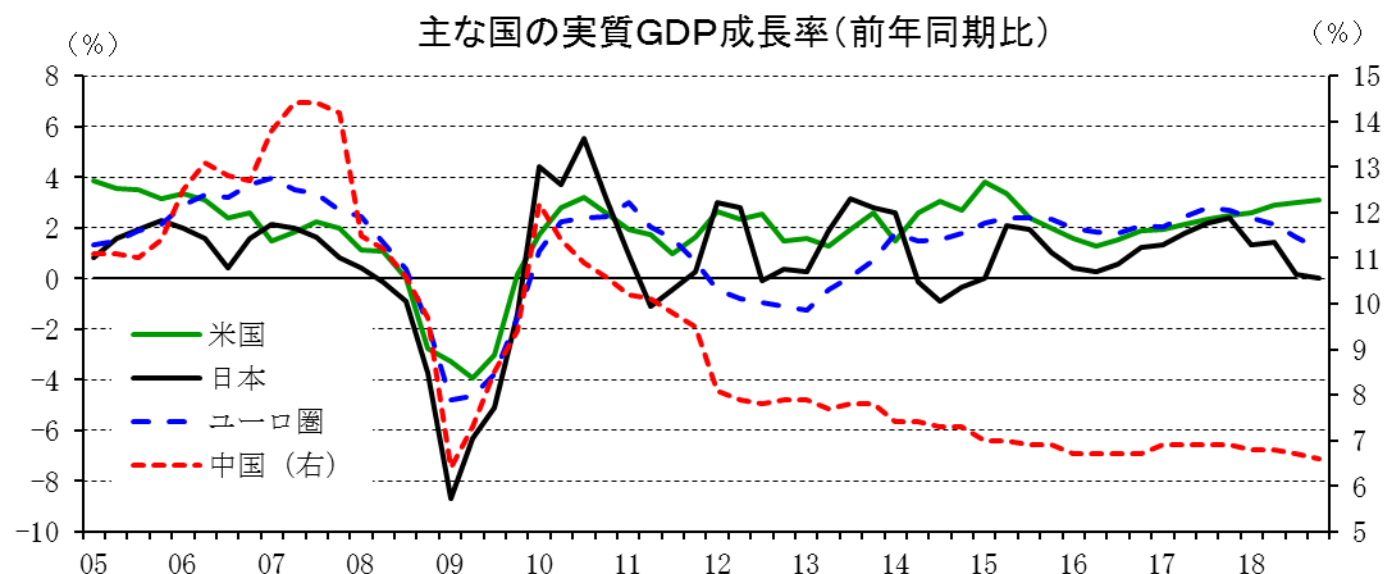
発表日：2019年3月11日（月）

～柔軟なFRBに寄せる強い期待が市場を支える～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

【世界経済】



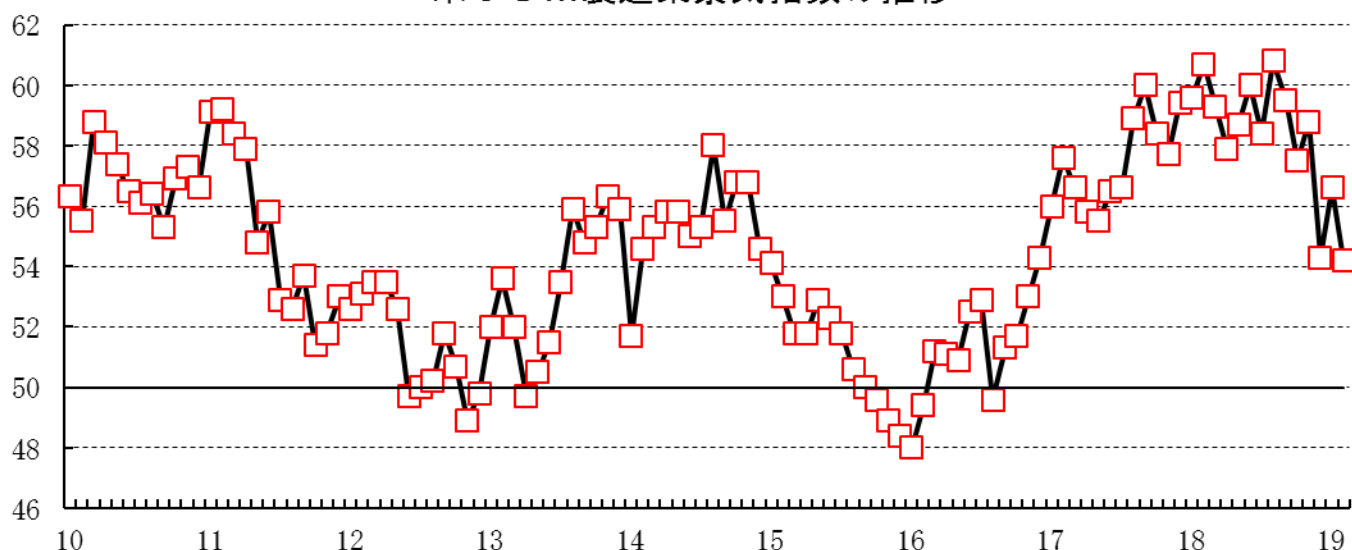
18年10～12月期の主要国の実質GDP成長率は、米国で前期比年率+2.6%（7～9月期：同+3.4%）、ユーロ圏で同+0.8%（同+0.6%）、日本で同+1.4%（同▲2.6%）、中国で前年同期比+6.6%（同+6.7%）となった。米国では2四半期連続で前期から伸び率が鈍化したものの、11四半期連続で潜在成長率（米議会予算局（CBO）試算によると直近で+1.8～2.0%程度）を上回る高成長を維持、前年同期比では+3.1%と15年4～6月期以来の高い伸びとなった。これに対し、日本とユーロ圏、中国では前年対比の伸び率は鈍化傾向を辿っており、日本では同伸び率は0.0%、中国では28年ぶりの低い伸びにまで鈍化しており、景気の減速が一段と明確化してきた。

生産活動についても、米国以外の地域では減速傾向が続いている。一方、加速傾向を保ってきた米国でも、伸び率は頭打ちに転じつつある。

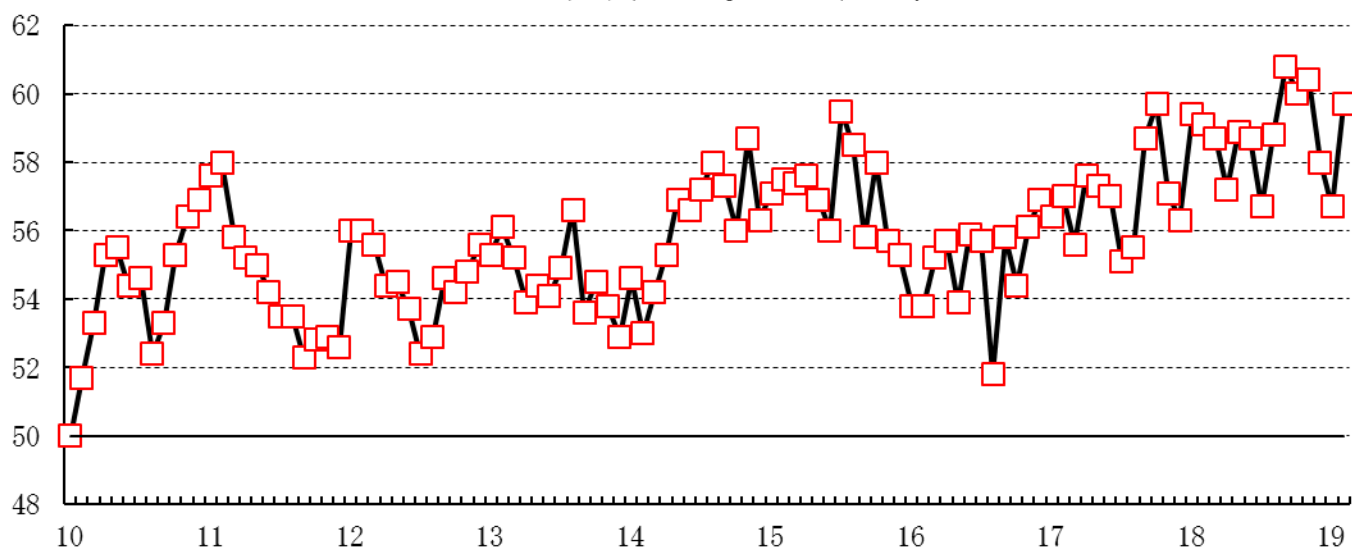
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【米国】

米 I S M製造業景気指数の推移

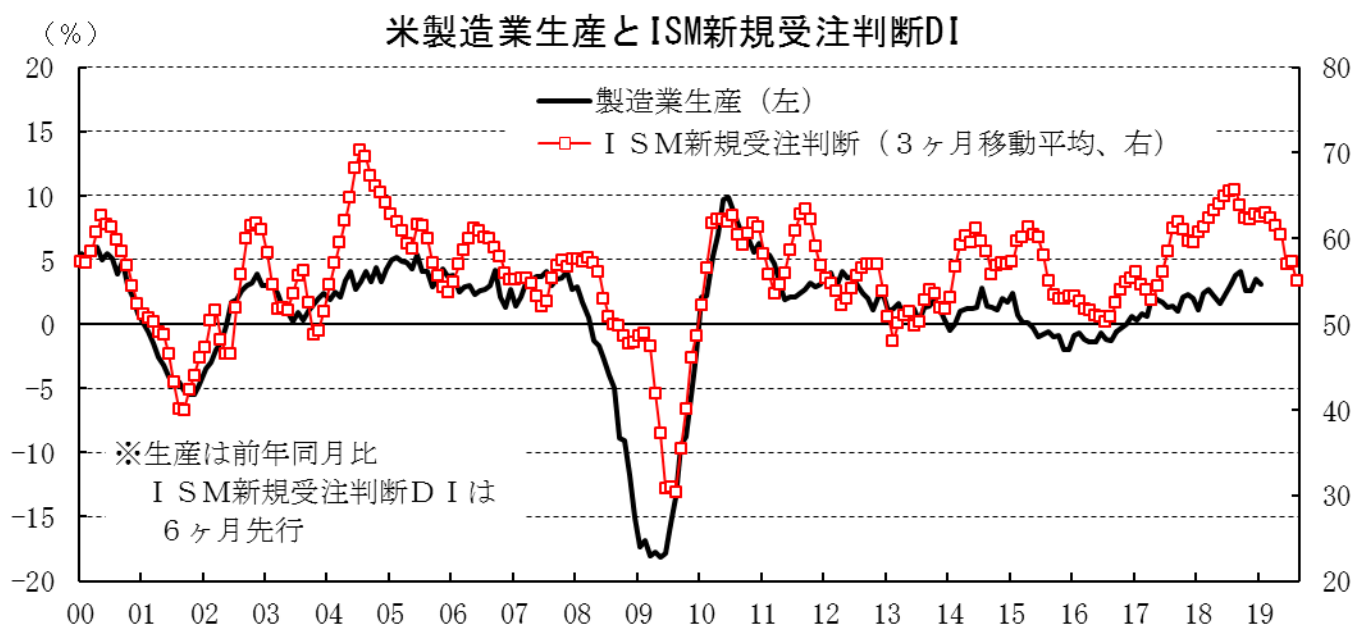


米 I S M非製造業景気指数の推移



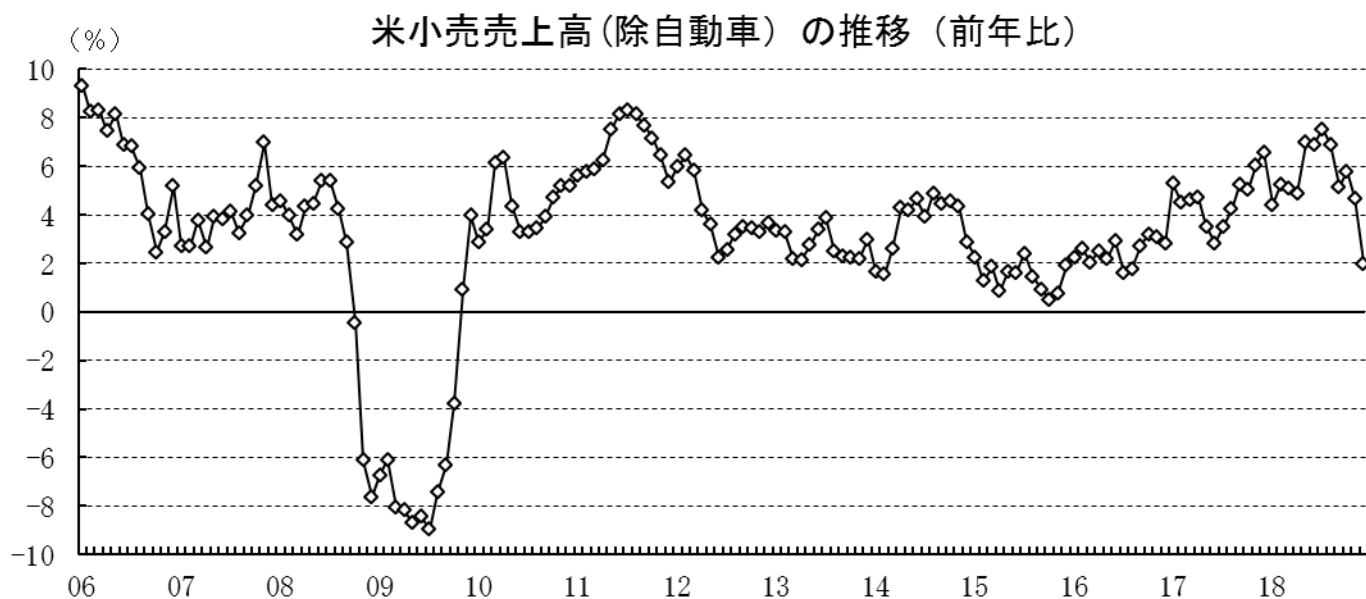
米国の I S M製造業景況指数は2月には54.2ポイントと、景況感が「良い・悪い」の判断基準の分かれ目となる50を30ヶ月連続で上回った。ただし、その水準は2018年8月をピークに鈍化傾向にある。とくに、昨年12月以降はそれまでの60ポイント前後の水準から“脱落”しており、製造業の活動に減速感が現れ始めたことを示唆している。

一方、非製造業の景況指数は2月に59.7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。昨年12月と今年1月には水準が低下したが、これは政府機関の一時閉鎖による影響によるところが大きかったことが、2月の反発で確認されたといえる。引き続き、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。



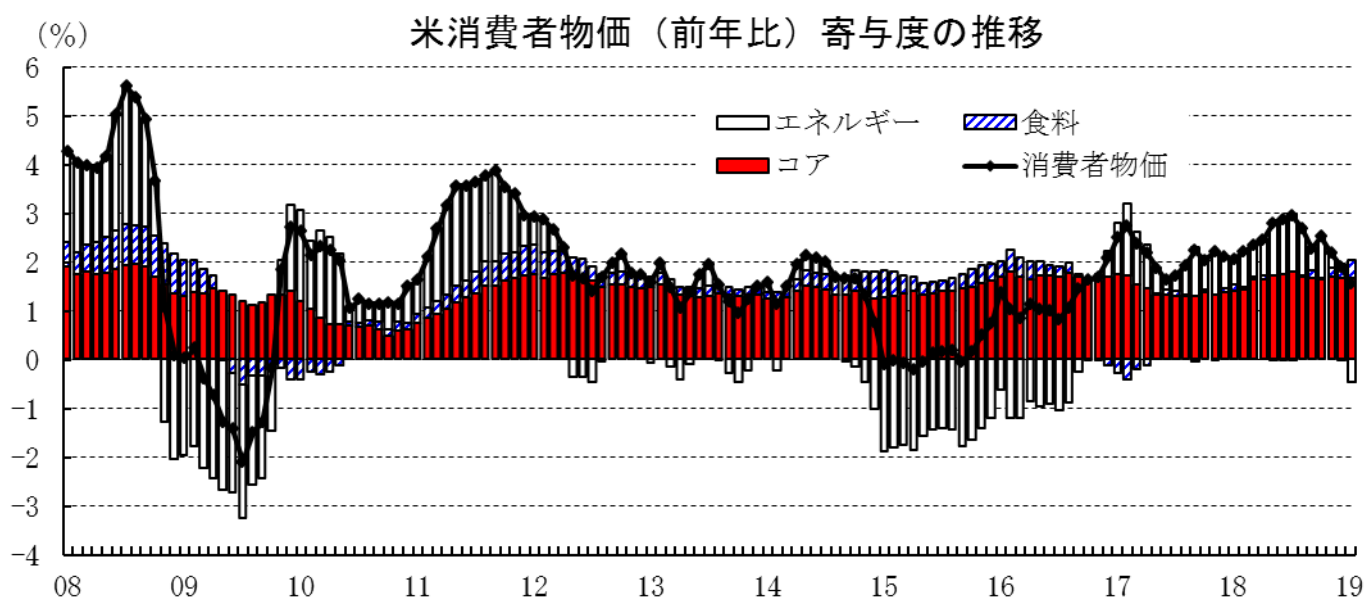
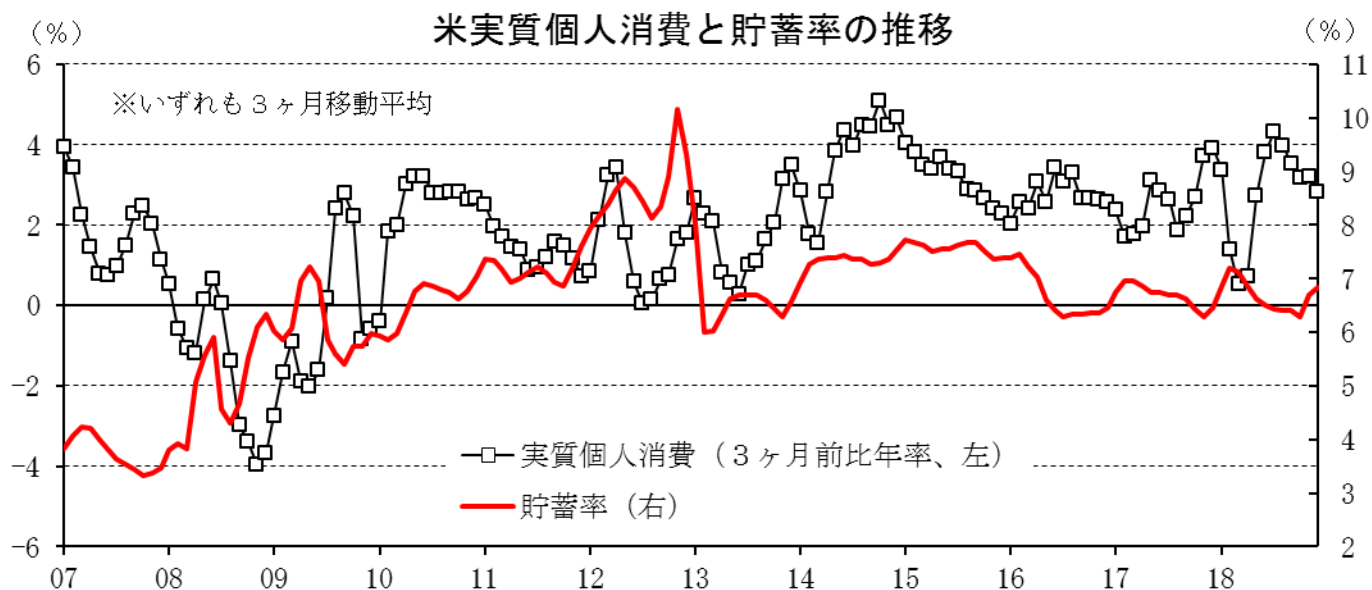
米国の生産活動に半年程度先行するISM製造業新規受注判断DIは、2月は55.5ポイントと昨年12月以来の低い水準をつけた。判断基準の分かれ目となる50を超える推移は維持しているものの、その水準は徐々に低下している。今後、製造業の生産活動も減速傾向を辿っていく公算が大きいと判断される。

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）、12月は+0.7ポイントと前月からは小幅拡大したものの、2ヶ月連続での1.0ポイント割れとなった。水準的には在庫調整を終えて生産活動の回復期に入り始めた時期に当たる2016年10～12月期以来の低水準となった。今後は、マイナス圏にまで落ち込むかどうか景気の減速度合いを測る上で一つの焦点となるが、生産活動が出荷在庫バランスに遅行していく傾向から判断すれば、生産活動のモメンタムはほぼピークアウトしたとみて良いだろう。



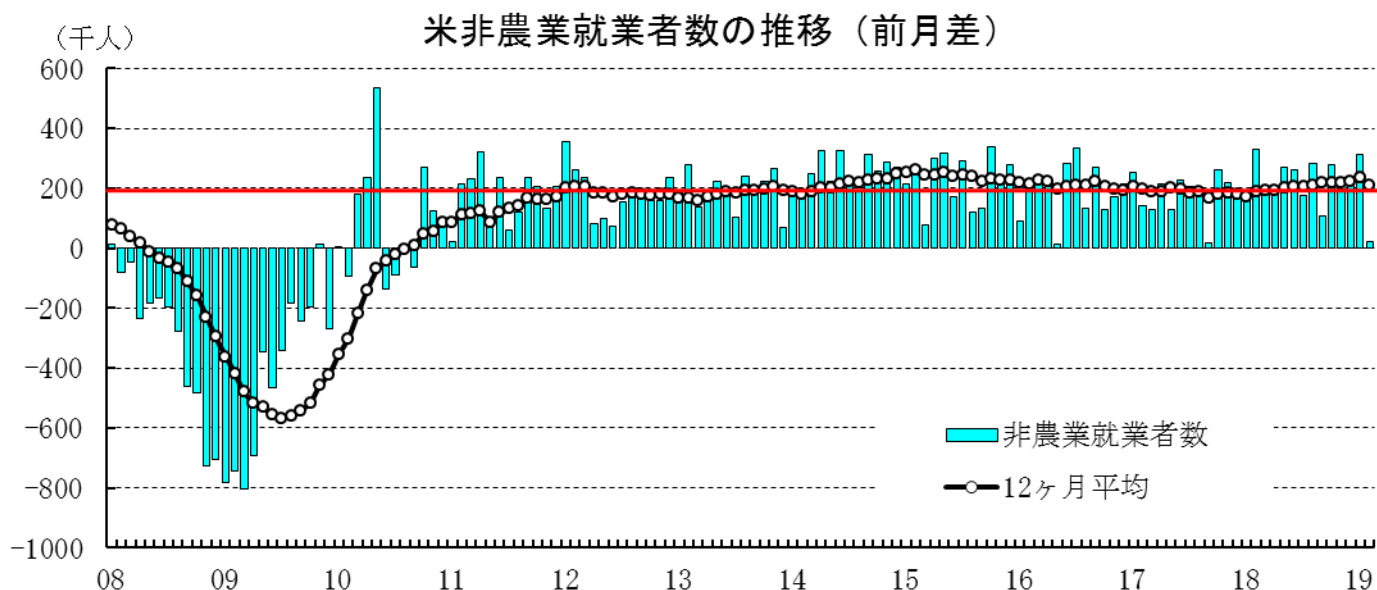
米小売売上高は12月には前月比▲1.2%、前年同月比+2.3%と大幅な落ち込みとなった。もっとも、クリスマスセールスは好調なものに終わり、各種関連統計も同月の個人消費はこれまでの基調通り好調に推移したことを示唆していることから、政府機関の閉鎖やガソリン価格の下落による影響が、消費実態とは乖離するような格好で大きく算出されたものと考えられる。

自動車販売台数は2月には年率1,657万台と、2ヶ月連続で水準が低下した。歴史的にみれば高い水準を保っており、消費者の自動車購買意欲も衰えていないことから、当面は好調な推移が継続する見込み。



米国の実質個人消費は、12月には前年同月比+2.2%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+2.8%と、高い伸びではあるものの7ヶ月ぶりに3%を割り込んだ。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、12月には同+3.9%と2015年9月以来の高い伸びを記録した。旺盛な消費意欲を背景に嵩んでいる金利支払い費は18ヶ月連続で前年対比2ケタの伸びを記録、12月は同+15.4%となった。可処分所得に対する利払い費の割合は12月で2.25%と一段と上昇、2010年2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%）。ただし、FRBは利上げの一旦打ち止めを示唆しており、金利支払い費の伸びは徐々に鈍化すると見込まれる。

米国の消費者物価は、1月には前年同月比+1.6%と17年6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12月には同+1.7%と、FRBが目標とする2%を2ヶ月連続で下回った。



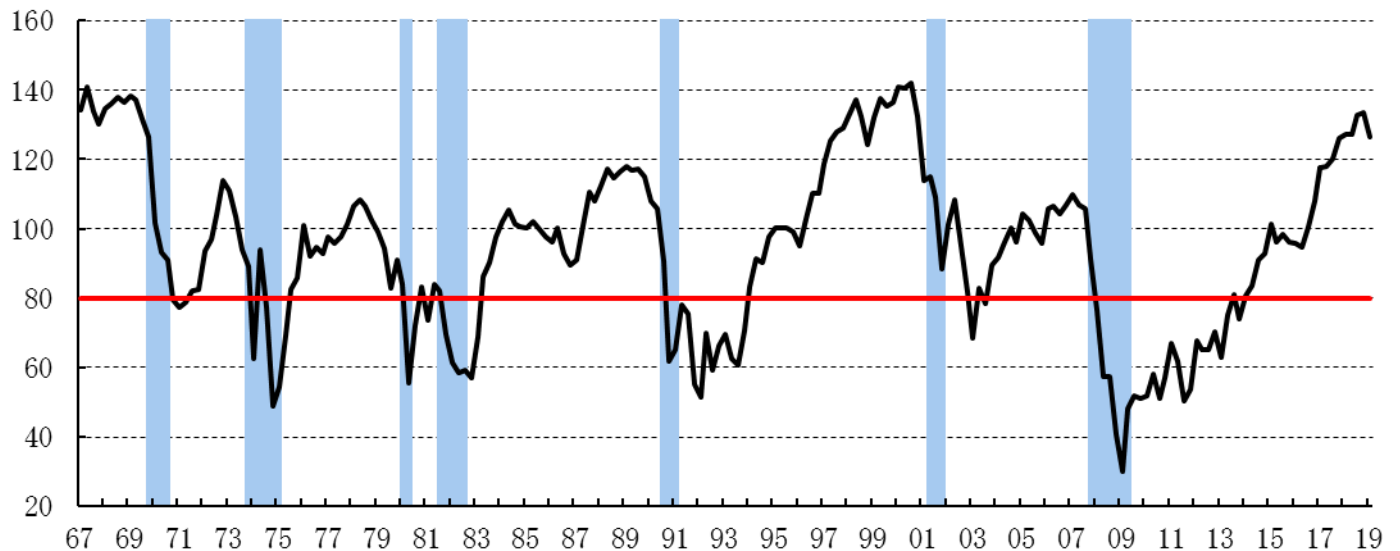
2月の米雇用統計では、非農業就業者数は前月差＋2万人、失業率は3.8%となった。就業者の増加幅が大幅に縮小したが、政府機関閉鎖の間接的な影響など特殊要因によって押し下げられている側面もある。直近3ヶ月の平均増加率は＋18万6千人となっており、引き続き20万人前後での増加ペースが続いている。

このところ、失業率がやや上昇する一方で、就業者の増加ペースが拡大する傾向が続いた。この背景としては、労働参加率の上昇が影響していると考えられる。リーマンショック以降、労働参加率の低迷が続いていたが、ここへきてようやく改善基調を辿り始めている。職探しを始める（労働市場に参入する）人が増えることによって、職に就く人が増える（就業者の増加要因）と同時に、容易には職にありつけずに職探しを続ける人も増える（失業者の増加＝失業率の上昇要因）。ここへきて職探しを始める人が増えてきた背景には、就業条件が魅力的になってきたことも考えられる。

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

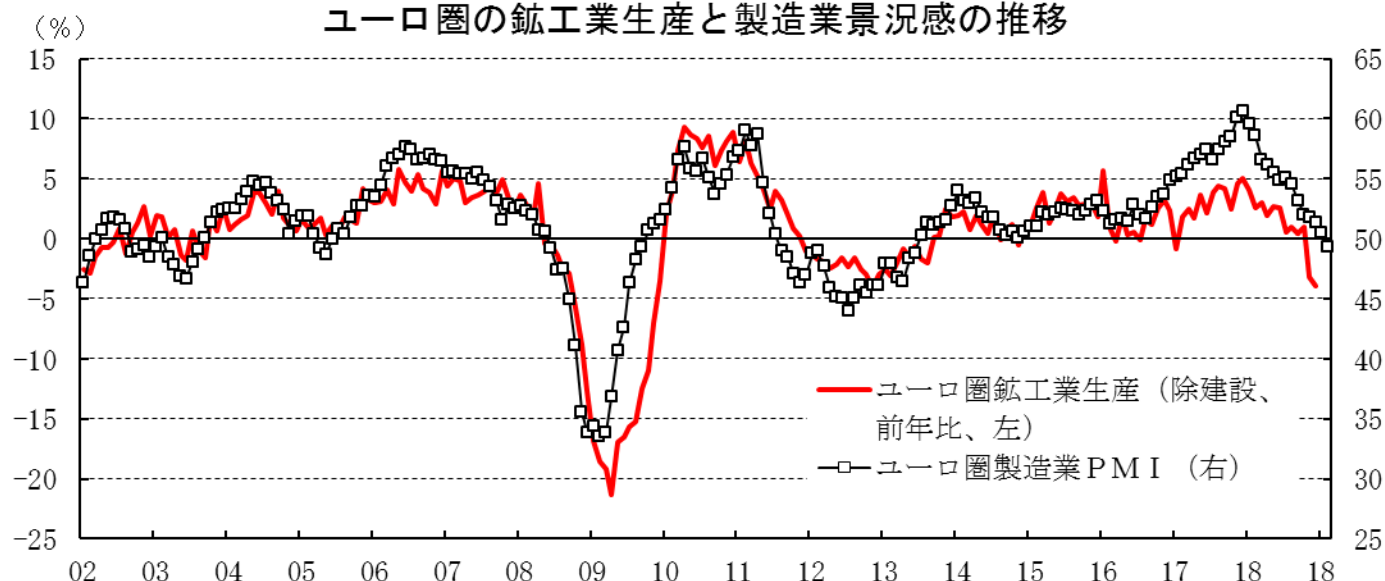


米国の時間あたり賃金（非農業部門）は、2月には前年同月比+3.5%の上昇となった。一方、民間部門に限定した時間あたり賃金の伸びは同+3.4%となった。民間部門の賃金上昇率は2009年4月以来の高さで、労働需給逼迫の影響が徐々に賃金上昇率の加速となって現れ始めている可能性がある。

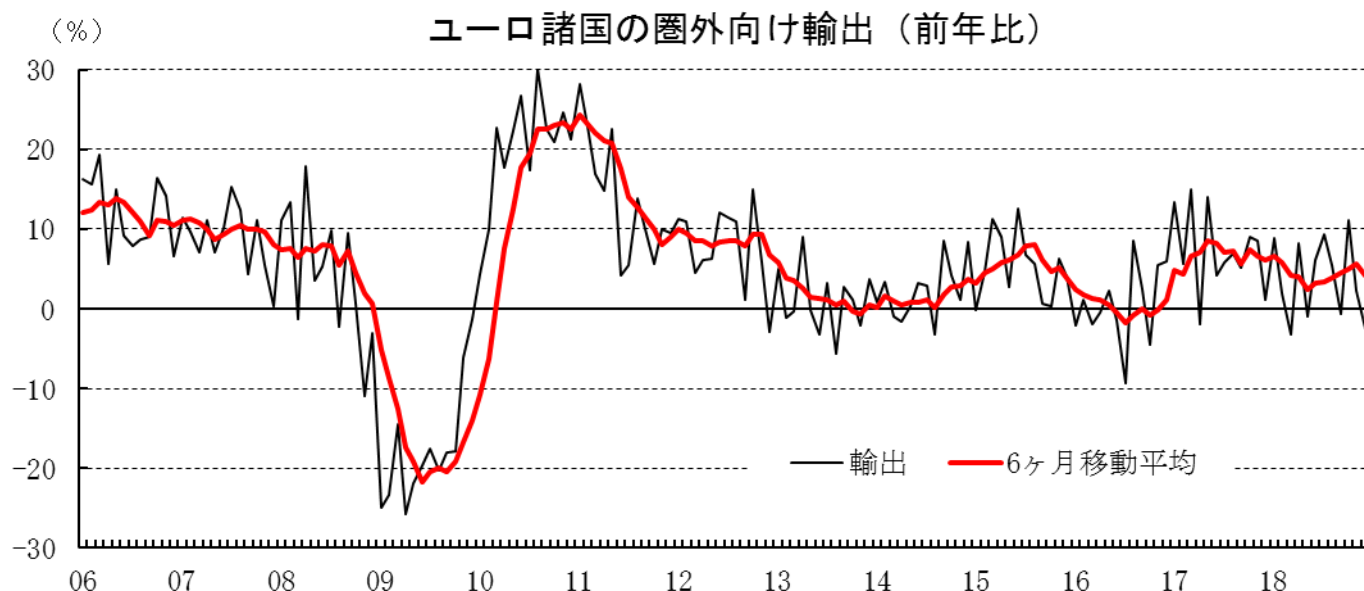
消費者の景況感を示す消費者信頼感指数は、2月には131.4ポイントと前月大幅に上昇した（1月は121.7）。同指数は昨年12月と今年1月に2ヶ月連続で低下したが、その後2月に低下前の水準近くにまで上昇したことから、年末年始の消費者信頼感の低下が同期間の政府機関閉鎖によるところが大きかったと判断される。

【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）



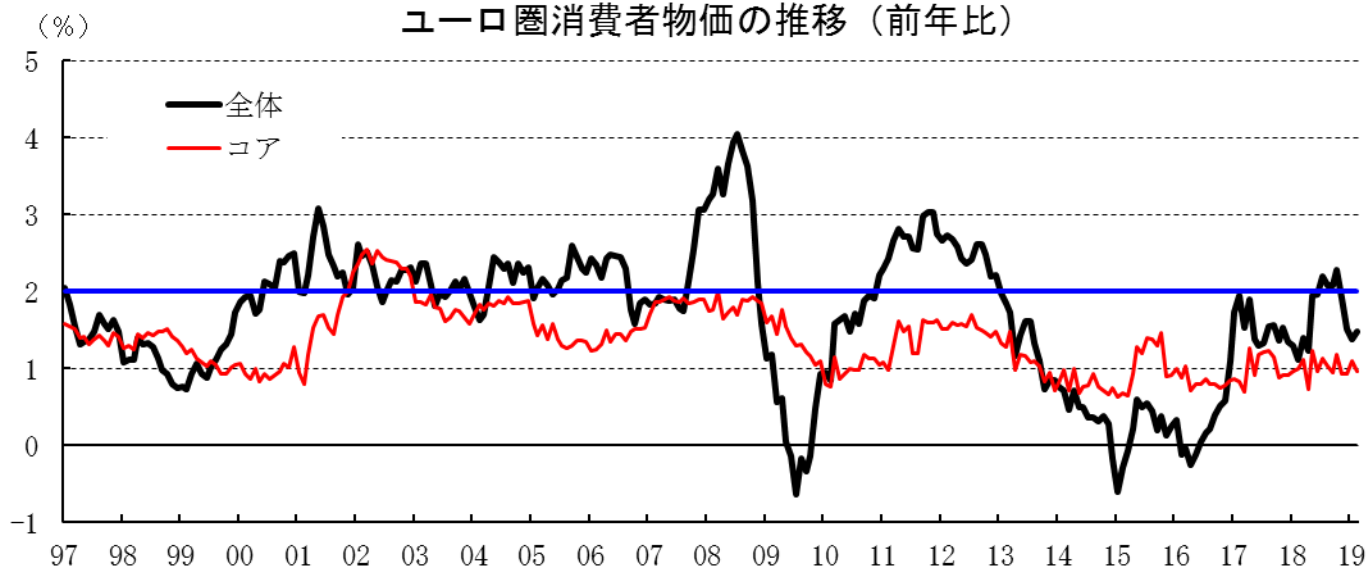
ユーロ圏の鉱工業生産（除建設業）は、12月には前年同月比▲3.9%となった。11月に2017年1月以来となる前年割れ（同▲3.0%）を記録したが、2ヶ月連続での前年割れは2013年8月以来となる。ユーロ圏最大の経済規模を誇るドイツでも直近5ヶ月中4ヶ月で前年割れとなっており（12月は同▲4.0%）、欧州では生産活動に急ブレーキがかかった格好となっている。生産活動と連動する傾向が強いユーロ圏製造業PMIは2月には49.3ポイントと、判断基準の分かれ目となる50を割り込んだ（2013年6月以来の50割れ）。

圏外向けの輸出は、12月には前年同月比▲2.5%と3ヶ月ぶりに前年水準を下回った。このところは一進一退の推移が続いており、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、12月は同+4.2%となっている。地域別に基調をみると、中国向けが鈍化傾向を辿っており、12月には同▲5.0%と7ヶ月ぶりに前年割れとなった一方、米国向けや日本向けは好調に推移している。今後は、世界的な景気減速のもとで徐々に勢いは衰えてくるものと見込まれるが、EPA（経済連携協定）が2月に発効した日本に対しては、一部商品で輸出の増加も見込まれる。

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）

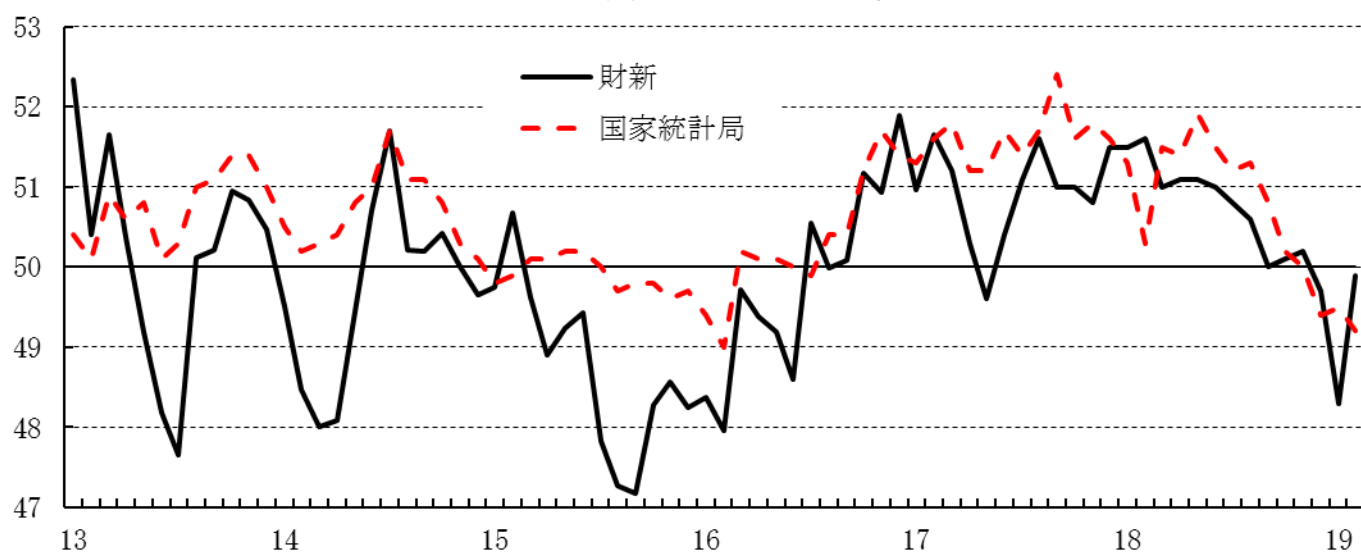


ユーロ圏の実質小売売上高は、1月には前年同月比+2.2%となった。昨年半ば以降は概ね前年対比1%台半ばでの伸びが続いている。ユーロ圏内の個人消費は2017年半ばをピークにやや鈍化したものの、このところは底堅く推移しているようだ。引き続き、雇用・所得環境は良好で、金利など市場の動きからも消費に対して逆風の圧力は強まっておらず、当面は低めの伸びながらも底堅い推移が予想される。

ユーロ圏の消費者物価は、2月には前年同月比+1.5%となった。原油価格が下落したことによる影響が大きく、コアベースでは同+1.0%と物価の上昇ペースにほとんど変化はみられない。

【中国】

中国の製造業PMIの推移



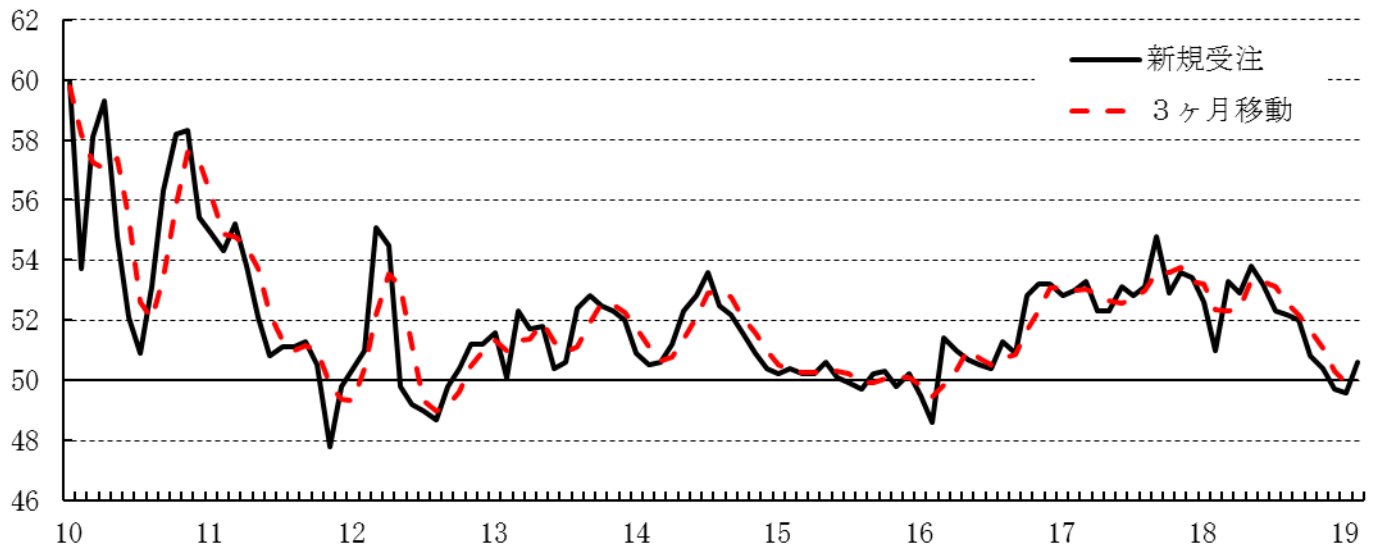
中国の電力消費量の推移（前年比）



中国の製造業PMIは、2月には国家统计局ベースで49.2ポイント、財新ベースでは49.9ポイントと、それぞれ3ヶ月連続で判断基準の分かれ目となる50を下回った。50超えは国家统计局ベースでは28ヶ月連続、財新ベースでは18ヶ月連続で終わったことになる。世界経済の減速や米国との間で続く貿易戦争、失速気味の内需など、企業景況感を取り巻く環境は暫く厳しい環境が続く公算が大きい。

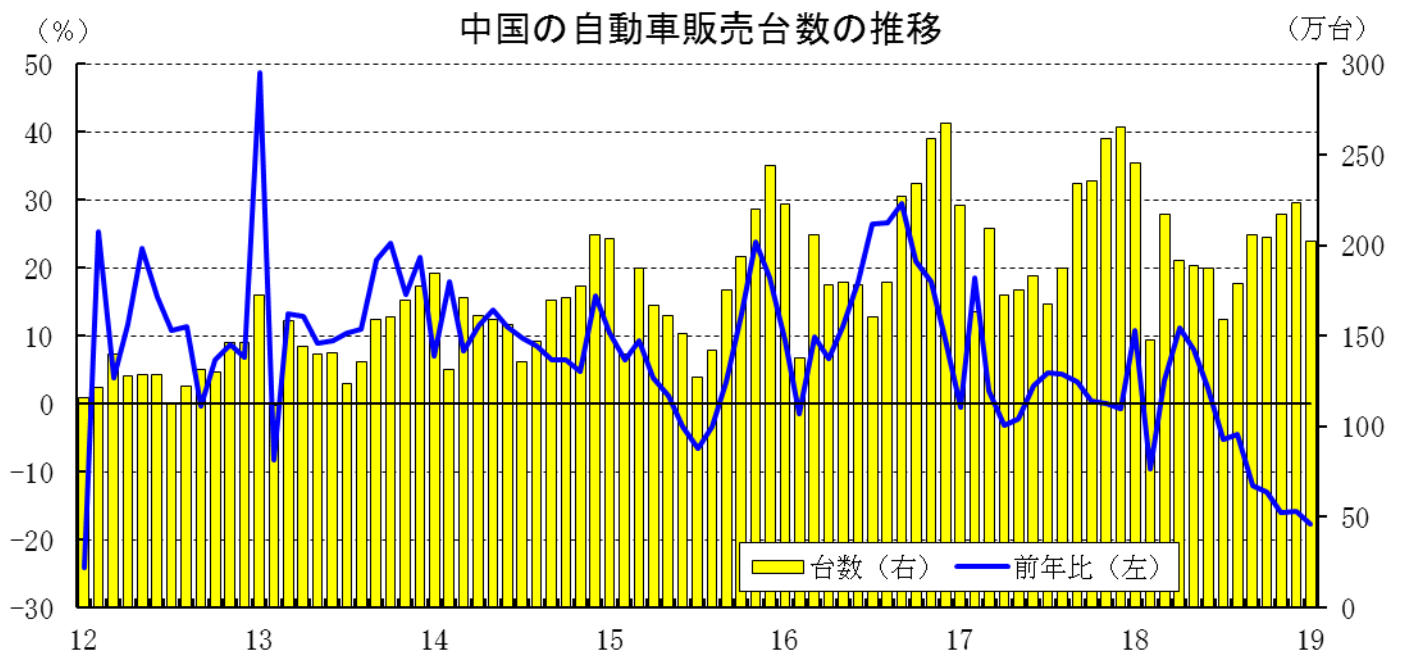
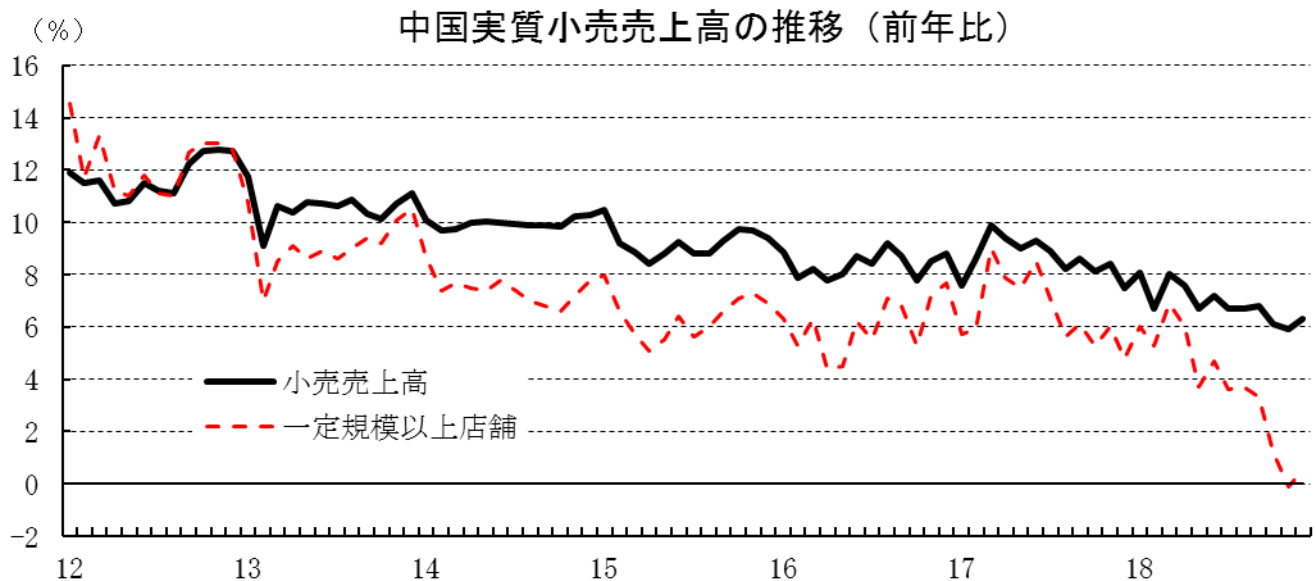
信用度が高い統計の一つとされている電力消費量は、11月には前年同月比+8.8%、年初からの累積ベースで前年同期比+8.5%と高めの伸びを保っている。

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、2月には50.6ポイントとなった。昨年12月、今年1月と2ヶ月連続で50を割り込んだが（割り込んだのは35ヶ月ぶり）、2月はやや戻した格好だ。改善が継続的なものなのかどうかは現段階では判断が付きにくいだが、政府が相次いで打ち出している景気対策の効果によるものであれば、今後も50を上回る推移が続く可能性がある。

一方、輸出（ドルベース）は2月に前年同月比▲20.7%となった。昨年12月に9ヶ月ぶりとなる前年割れ（同▲4.4%）となったあと、1月にはカレンダー要因（春節が2月上旬であったため、1月中に輸出の駆け込みがあり押し上げられた。これに対し2018年は春節が2月中下旬であったため、1月中には駆け込みはなかった）によって一旦前年対比増加に転じたものの、再び落ち込んだ格好。2月の落ち込みはカレンダー要因による反動減によって過度に押し下げられている部分もあるが、趨勢としては米中貿易戦争の悪影響のほか、世界的な景気減速の影響から、輸出は低迷が続くと予想される。



中国の小売売上高は12月に前年同月比+8.2%、物価の伸びを差し引いた実質ベースでは同+6.3%となった。引き続き消費の鈍化傾向が続いている。消費統計として信頼性が高いとされている一定規模以上の店舗（小規模店舗を除く）による小売売上高の伸びはさらに低く、12月は名目ベースで同+2.4%、実質ベースでは同+0.5%にとどまった。実質ベースでの伸びは11月に同▲0.1%と前年割れを記録しており、消費実態は極めて厳しい局面にあると判断せざるを得ない。

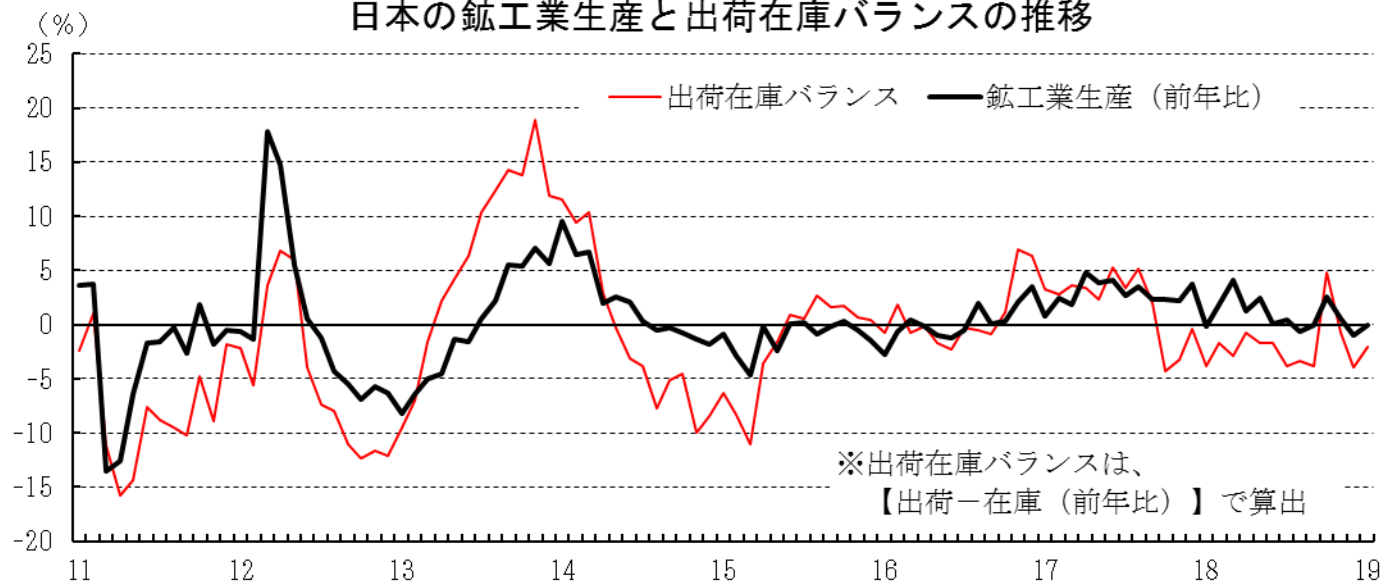
自動車販売台数は1月に202万台（前年同月比▲17.7%）と7ヶ月連続で前年割れ、うち直近の5ヶ月連続で二ケタのマイナスを記録するなど、急激に落ち込んでいる。小型車減税打ち切りによる反動減の影響によって前年対比マイナス幅が大きめに算出される18年末を過ぎても、落ち込むペースの拡大に歯止めがかかっていない。中国政府は1月末に、農村部での車の買い換えや電気自動車への支援拡大、中古車市場の規制緩和策などを発表した。今後は、それがどの程度自動車販売を押し上げるのかを見極める格好となる。

【日本】

日本の鉱工業生産指数の推移



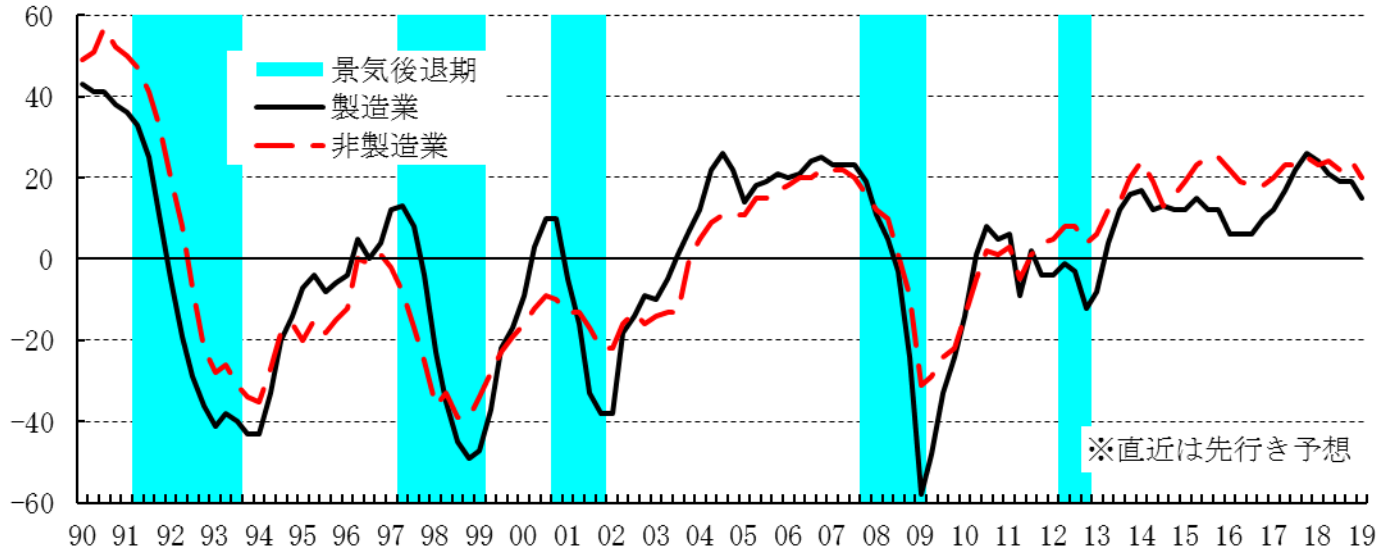
日本の鉱工業生産と出荷在庫バランスの推移



日本の1月の鉱工業生産指数は前月比▲3.7%と、2018年1月以来の低い伸びを記録した。今年は、中国の春節が早めだったことにより、1月の生産が抑制された側面がある。もっとも、海外経済の減速など生産活動を取り巻く環境は総じて悪化しており、いわゆる特殊要因だけでは片付けられない。なお、先行きについての生産計画となる製造業予測指数は、2月は前月比+5.0%、3月は同▲1.6%となっているが、実現率は低い状態が続いており、少なくとも2月については大幅に下方修正される可能性には注意が必要だ。

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、1月は▲2.1ポイントと3ヶ月連続でマイナスとなった。悪天候からの反動増によって一時的に改善した10月を除けば、マイナス圏での推移は2017年10月から継続している。2017～18年前半は米国を筆頭に世界的に景気は拡大ペースを加速させており、出荷が堅調に推移していたことで生産活動も拡大傾向を維持していた。しかし、鉱工業出荷もこのところ落ち込みが続いており、生産活動は抑制圧力の強い状態でしばらく調整が続く可能性が高い。

日銀短観大企業業況判断DIの推移

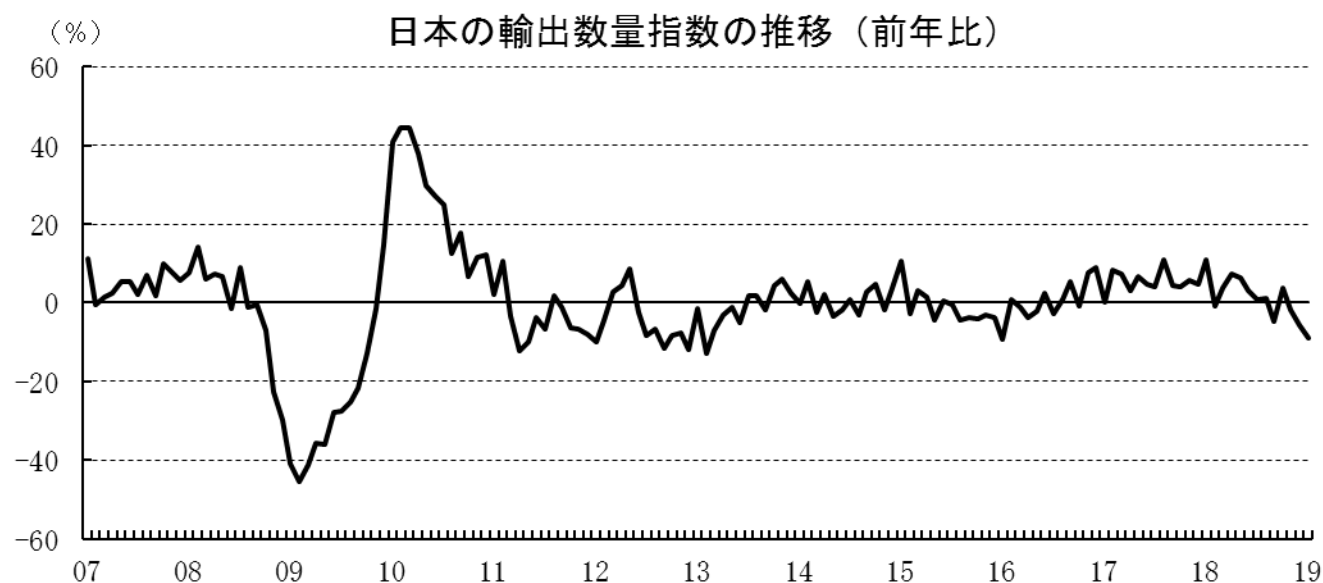
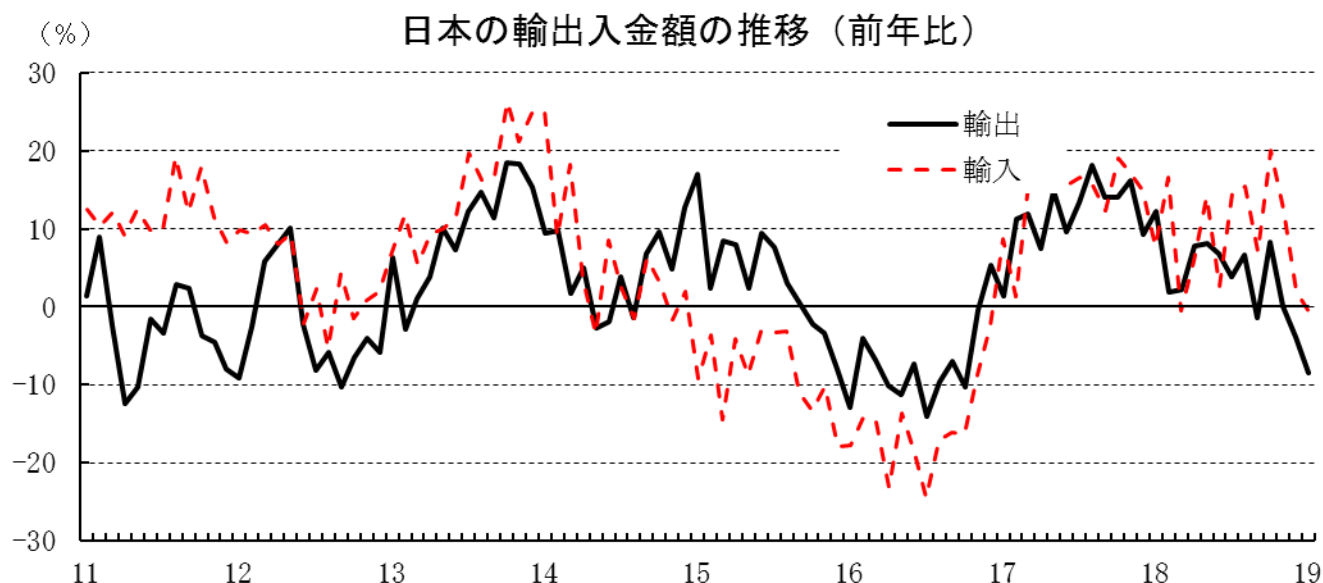


機械受注(船舶電力を除く民需)の推移



12月調査の日銀短観によれば、大企業製造業の業況判断DI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DI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DI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DI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、12月には前年同月比+7.0%と2ヶ月ぶりに前年水準を上回った。9月以降は前月対比で一進一退の推移となっており、水準はやや切り下がってきている。設備投資は、AIやIoTなどの先端技術への対応を目的とした研究開発や技術革新のための投資が好調に推移している一方で、生産環境の悪化を背景に生産設備の整備（更新や能力増強など）は抑制されていくと見込まれる。



日本の輸出金額（円ベース）は、1月に前年同月比▲8.4%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ったものの、その後はマイナス圏に落ち込み、マイナス幅も拡大している。輸出の実勢を示す輸出数量指数は、1月には同▲9.1%と3ヶ月連続で前年割れを記録、マイナス幅も拡大傾向を辿っており、総じて輸出は減少傾向に転じ始めたとみられる。背景には世界経済の減速が挙げられるほか、昨年よりも時期が早かった中国春節の影響も一部足を引っ張ったものと考えられる。

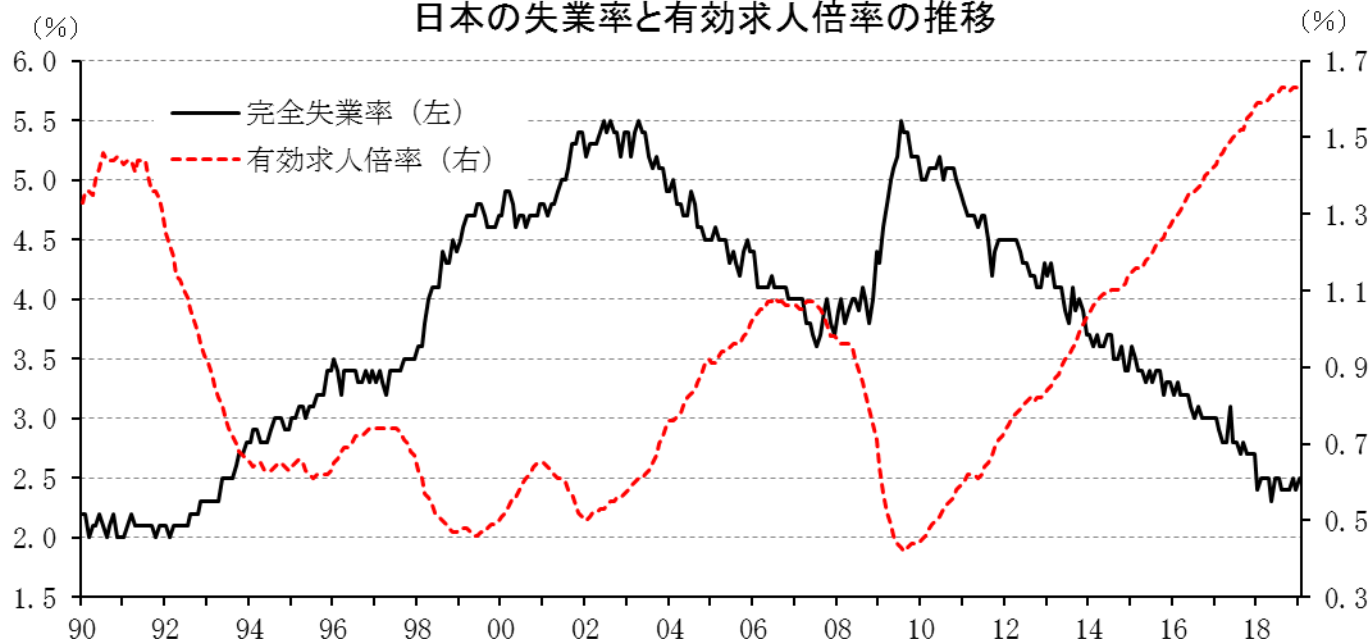
一方、輸入金額（円ベース）は、1月には同▲0.6%と10ヶ月ぶりの前年割れとなった。減少の背景には輸入価格の下落が挙げられる。もっとも、貿易収支（季調値）は▲3,700億円と、輸出の減少の影響が大きく、7ヶ月連続の赤字となった。



日本の実質家計消費支出（二人以上世帯）は、1月に前年同月比+2.0%と2ヶ月連続で前年水準を上回った。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、1月は同+0.3%と13ヶ月連続で前年水準を上回ってはいるものの、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。一方、勤労者世帯の実質家計消費支出は同+1.7%と4ヶ月ぶりに前年水準を上回った。12ヶ月移動平均ベースでは8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、12月は前月比▲0.5%と2ヶ月連続でマイナスとなり、前年同月比でも▲0.3%と7ヶ月ぶりの前年割れを記録した。こちらの統計でも個人消費の動きは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。

日本の失業率と有効求人倍率の推移

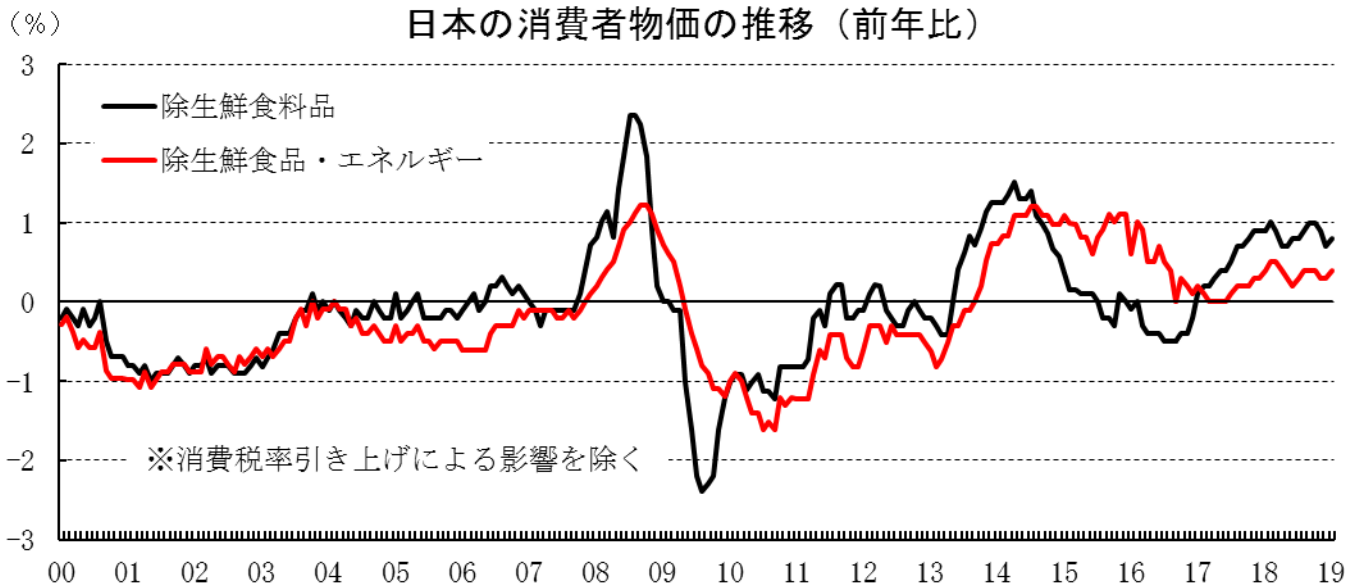


日本の現金給与総額の推移(一般労働者)



1月の日本の失業率は2.5%と、前月から0.1ポイント上昇（悪化）した。就業者は前月から32万人減少した一方で、失業者は同8万人増加しており、内容的にも芳しくない。失業率は引き続き約25年ぶりの低水準にあるものの、こここのところは低下に歯止めがかかっている。有効求人倍率は1.63倍と前月対比横ばいとなった。こちらも歴史的な高水準にあるものの、こここのところは求人数自体が頭打ちとなっており、改善に歯止めがかかりつつある。

1月の日本の現金給与総額は前年同月比+1.2%と、18ヶ月連続で前年水準を上回った。定期給与が同+0.6%と22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、1月は同+1.4%と18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、共通事業所ベースでは現金給与総額は同+0.8%にとどまっている。このほか、残業代に当たる所定外給与は同▲1.0%（共通事業所ベースでは同▲1.4%）と2ヶ月連続で前年水準を下回った。働き方改革による残業時間削減の影響もあるが、ここへきての落ち込みの背景には景気減速の影響も出始めている可能性が高い。



1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+0.8%と25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+0.3%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、2月には41.5ポイントと5ヶ月連続で低下し、2016年11月以来の水準となった。水準自体は比較的高水準を保っているものの、鈍化基調は明確となってきた。内訳を見ると、「暮らし向き」に対する判断が低下傾向を強めており、財布の紐を締める圧力が増している姿が伺われる。軟調な株価の動向や消費税引き上げに対する懸念なども、消費者の景況感にマイナスとなっている可能性がある。

【トピックス：米金融政策と2019年の市場環境について2】

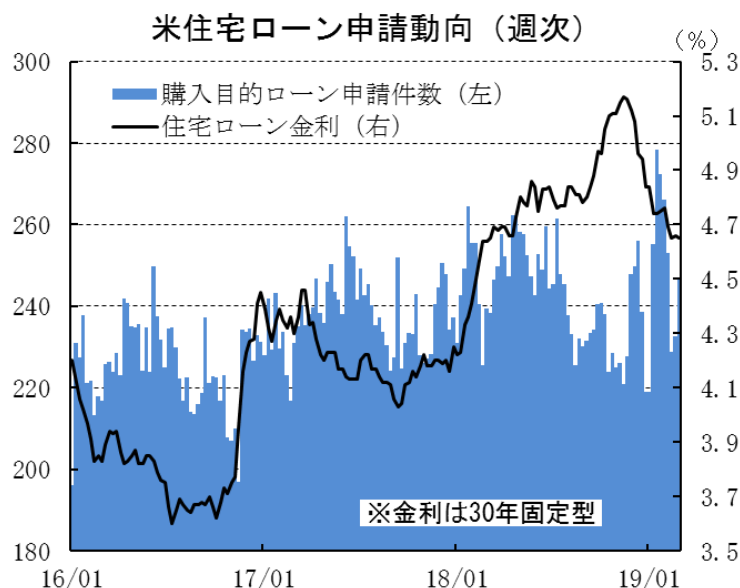
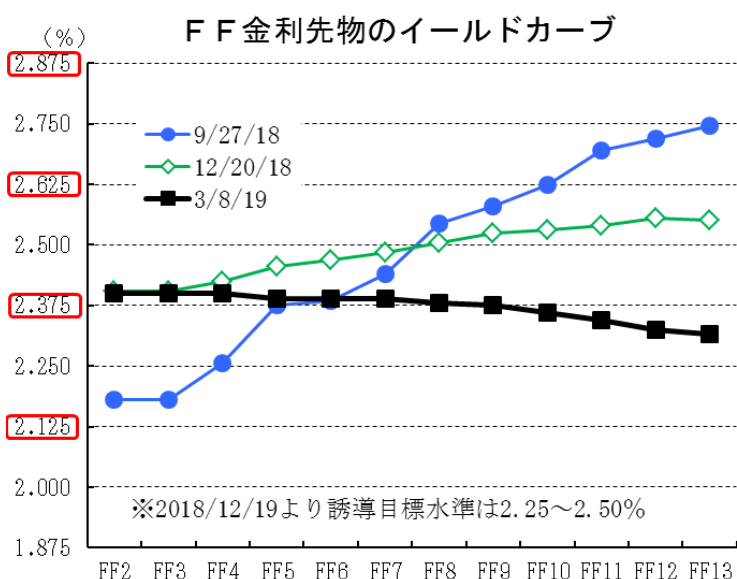
前号（2018年12月発行）で述べた【トピックス：米金融政策と2019年の市場環境について】の前提となるFRBの金融政策方針が大きく転換したため、あらためて米金融政策の動向と経済や市場に与える影響などについてまとめる。

FRBメンバーによる利上げ継続の見通しが明らかとなった2018年12月のFOMC以降、金融市場は不安定さを増した。これを受け、1月4日にパウエルFRB議長は「（12月FOMC時に開示したFRBメンバーによる利上げ見通しは）既定路線ではない」と述べて、市場の不安の火消しに回った。そして1月のFOMC声明文では、それまで1年以上にわたり記載されていた「FF金利目標レンジを漸進的にさらに幾分か引き上げることが（中略）合致すると判断している」という、追加利上げを示唆する部分を削除し、代わりに「今後FF金利誘導目標レンジにどのような調整が適切なのかを判断する上で、委員会は辛抱強くなる」と、利上げ打ち止めを示唆する一文を挿入した。さらに、2021年末まで継続するとしていたバランスシートの縮小についても「（終了時期は）今後数回開かれるFOMCで最終決定する。当初想定したよりも早期に終了するだろう」とした。その後発表された議事録においては、その時期は「年内」を想定していることも明らかとなった。

これにより、当面は追加利上げの可能性はほぼなくなり、FRBの次の一手は“経済状況次第”ということとなった。FF金利先物価格からみた市場の“金融政策予想”は、年末には利下げを僅かながらも織り込む格好となるなど、先行き利上げを織り込んでいた昨年9月や12月の状況とは様変わりとなっている。足元で、中国を中心に世界経済は減速傾向を辿り始めており、米国についても先行き減速の兆候が始めている。FRBの次の一手が利下げとなる見通しを市場が織り込んでいるのは、現在の経済状況に適ったものといえよう。

さて、現行水準で政策金利が据え置かれる場合、景気にはどのような影響が及ぶのか。理屈からいえば、足元のFF金利は2.25～2.50%で、FRBが景気に対して抑制も刺激効果もない中立金利水準（2.75%）を下回る。中立金利水準以下ということなので、景気には幾分かではあるが“刺激効果”があることになる。もっとも、その差は僅かだ。そもそも、中立水準という概念は理論的なものであり（一般的には潜在成長率＋中立的なインフレ率で算出）、どのような経済状況でも当てはまるとはいえない。たとえば、足元の米国では個人の負債が非常に大きいため、金利の影響も大きいと考えるのは自然だろう。

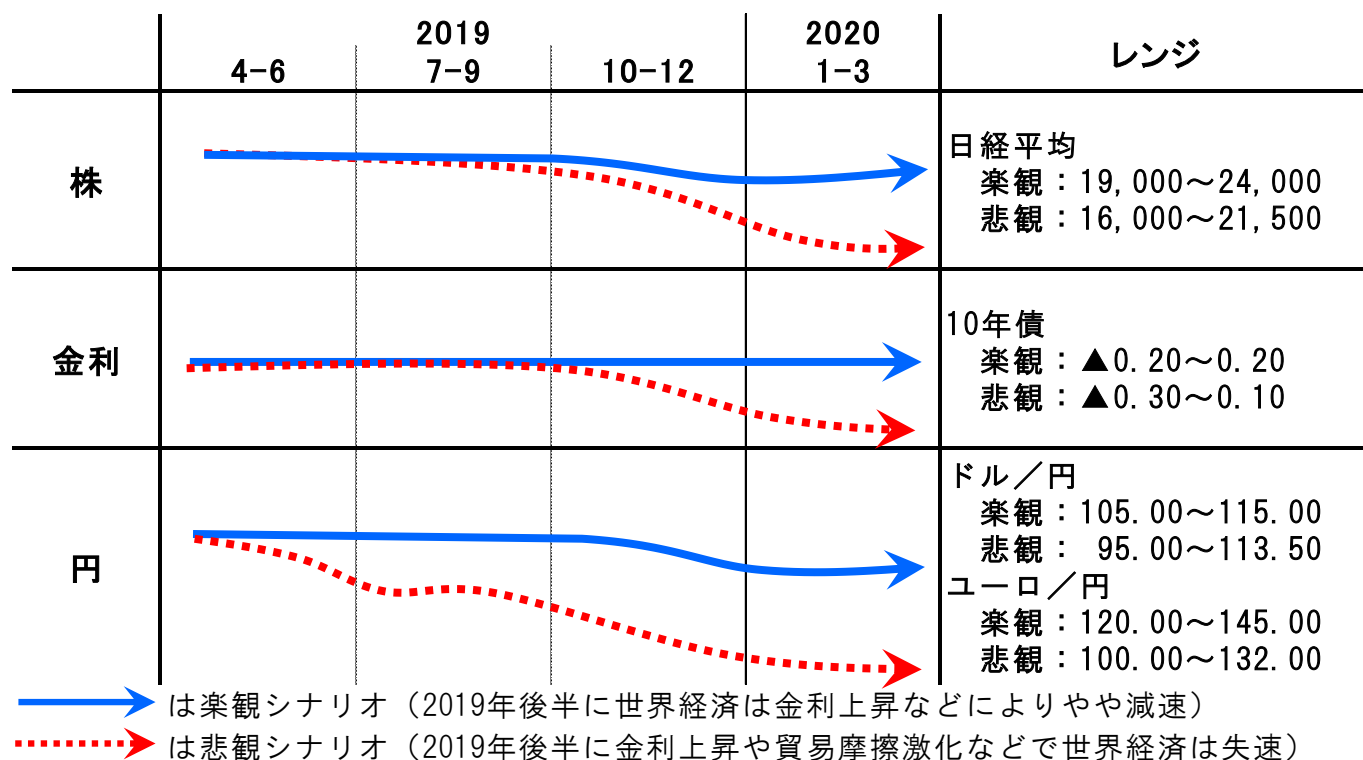
すでに、住宅市場では金利上昇の影響によって、需要がピークアウトし始めている。景気減速懸念などを背景に債券利回りが幾分低下していることで、住宅ローン金利もピーク



からは0.5%程度低下している（30年固定型金利）。これにより、住宅ローンの申請件数は一時回復したが、これは金利が高水準から低下したことによる“駆け込み”的なものであった可能性も捨てきれない。今後、今の金利水準で米景気が失速を免れるかどうかは、金利に最も敏感な住宅ローンの動向を注意深く見ていく必要がある。

むしろ、市場が期待を寄せているのは、F R Bが柔軟性をみせたことである。1月の時点で得られたデータの多くが、米国経済が足元では好調を維持していることを示していた。ただし、海外経済の状況や米中貿易摩擦、ブレグジットや米議会動向など、不透明かつ景気に押し下げに働く要素も多かったことも事実である。そして何よりも、米金融市場が（おそらくはF R Bの予想外に）混乱し始めたことがパウエル議長にとって“リスク”と感じられたのではないか。わずか1ヶ月で金融政策見通しを大きく転舵させたことで、市場はパウエルF R Bの柔軟性を評価したといえよう。そうであれば、今後米経済が足元の金利水準では“もたない”ことを示唆する経済指標が目立ってくれば、直ちに利下げに転じるだろうと市場が期待を寄せるのも無理はないだろう。循環的には、そろそろ米経済も減速圧力が増してくる時期に入る。秋には消費を押し上げてきた減税の効果も切れてくるとされている。そのような局面では（筆者は夏～秋頃を想定）、米債券利回りは一段と低下し、一方で株式市場はF R Bの動向を睨みながら、底入れのタイミングを計る格好となろう。半世紀ぶりとされる超労働需給逼迫がコア物価の上昇率を支えているもとの、どこまで実際に利下げ余地があるのかどうか疑わしい部分はある。しかし、市場がF R Bに信任を寄せている間は0.25%×2回程度の僅かな利下げでも市場を歓喜させる効果を持つ。

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、世界的な景気減速度合いの見極めをはかる形で、リスク性資産は頭が重い展開が続いている。米中貿易問題やブレグジット、国内では消費税引き上げなど、引き続き不透明要因も多い。リスクを取りにくい環境においては、悪材料に反応しやすく、時折リスク回避の動きが強まるような局面が訪れる可能性がある。一方で、下支え材料となっているのが米国を中心とした柔軟な金融政策で、景気失速を回避できる気運が高まれば、リスク性資産に資金が向かう“潜在力”を秘めている。

F R Bが利上げ打ち止めの方針へと転じたこともあり、米経済は失速を回避する可能性がでてきた。そのため、上図における楽観シナリオの蓋然性が高まったと判断される。もっとも、日本については消費増税の取り扱い次第（増税の可否、ポイント還元など対策の内容）で、市場の動きも変わりうる点には要注意だ。