



〈フォーカス〉 薄れゆく財政赤字への警戒感

財務省のスキャンダルで若干雲行きが怪しくなりつつあるが、もし、19年10月に予定どおり消費増税を実施する場合、安倍首相は前後に大型財政をぶつけることで、景気の下押し圧力を緩和する方針のようだ。一方で、税と社会保障の一体改革など、中長期的な財政改革に向けた動きは相変わらず鈍い。財政問題は社会保障問題とニアリーイコールである。この点、豪州では年金支給開始年齢を70歳まで引き上げたのをはじめ、ドイツは67歳、英国は68歳まで引き上げている。本来こうした議論は、世界最速で高齢化への道を突き進む日本が真っ先に始めなければならないはずが、元々100年安心との触れ込みなので、今のところは禁句のようにになっている。

内閣府の新しい財政試算では、楽観的なシナリオのもとでも、27年までに基礎的財政収支の黒字は実現しない。利払い費を含めた財政収支は赤字のままである。一方で、ここ数年財政への危機感は募るところかむしろ薄れつつあるように見える。この点、日銀のマイナス金利政策が、国債市場を麻痺させ、潜在的な財政リスクの蓄積に一役買っている面があることは無視できない。実際、国債発行残高は、1990年以降、5倍以上に増えたが、金利が逆に6分の1以下になった結果、利払い費は25%も減少している。

統合政府で政府と日銀の債権債務をネットアウトすれば、日銀が買い取る分はチャラとの議論があるが、統合政府で考えればなおさら、負債サイドの国債が日銀当預に置き換わることで、日銀の行動は統合政府の債務を短期化しているにほかならないという構図が浮かび上がる。結果として統合政府のB/Sが金利上昇に脆弱になっている。日銀の場合、債務超過になってもインソルベントになるわけではなく、時間をかければ資産サイドもより金利の高い資産に入れ替わるため、債務超過を放置しても問題ないとの意見もあるが、市場がそうした説明で納得するかどうかはわからない。財政破綻するかどうかは結局政府と市場との信頼関係が維持できるかどうかで決まる。日銀が買い続ければいつまでも長期金利を低位に押さえつけられるとも限らない。市場が放漫財政に見切りをつけ、いったん海外への資金逃避が始まったら、こうした「金融抑圧的政策」は機能しなくなる。

財政は、景気拡大期には税収が増えることに安心して再建への意欲が失われ、景気後退期には景気対策が必要になるという形で、恒常的に拡張圧力がかかりやすい宿命にある。緊急時の自由度を確保する必要はあるにしろ、景気拡張期の緊縮財政を義務づけるなど、なんらかのシステムティックなルールに基づいて財政再建が可能になるようなスキームづくりが必要なのではないか。しかし、1997年の橋本内閣における「財政構造改革法」という苦い前例もある。これは成立の時期が悪かったこともあって、短期間で改正を繰り返した末、翌年には停止に追い込まれてしまった。日本の問題は、過去、再建計画を立てては反故にすることを繰り返してきた点にあり、法律を作っても同じと考えられる。そうであればいつそのこと、憲法改正にあたり、ついでに財政条項も盛り込むわけにはいかないものだろうか。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉薄れゆく財政赤字への警戒感……………	1	・人口減少期を迎える中国 ～迫る転換点～……………	11
・経済情勢概況……………	2	・主要経済指標レビュー……………	17
・日銀の第一期黒田体制が終了へ……………	3	・日米欧マーケットの動向……………	21
・最終年度は動かなかった黒田総裁……………	7		

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日 本

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の上昇が引き続き鈍いことから、緩慢な回復にとどまる。住宅投資も、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、回復傾向が続くと予想する。公共投資は、オリンピック関連工事などが下支えし、当面底堅く推移すると見込む。

輸出は回復が続いている。今後も、堅調な海外景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コア CPI）は、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後は、原油価格が予想以上の上昇を見せていることで、エネルギー関連品目がコア CPI の押し上げ要因となり、2017年度のコア CPI 上昇率は、前年比+0.7%程度、2018年度は+0.9%程度となると予想する。

米 国

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や消費マインドの回復に加え、税制改革も成立したことなどから、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、人手不足などが回復の足かせとなっているものの、雇用者数の増加などに支えられ、持ち直しに向かうとみる。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。なお、インフラ開発投資は、財政均衡派への配慮から、ある程度規模を縮小したうえで実現すると予想する。

輸出は、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.00-1.25%から、1.25-1.50%へと引き上げた。3月には、追加利上げが実施されると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や企業収益の増加を背景に、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えになるとみられるほか、企業の投資意欲が持ち直していることもあって、底堅く推移するとみている。

ECBは2017年10月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を9ヵ月延長し、少なくとも2018年9月末までとしたほか、1月からの買入れ額を月額600億ユーロから300億ユーロへ減額することなどを決定した。ECBは2018年9月に資産買入れ策を終了し、政策金利の引き上げは、2019年半ばと予想する。2018年7月には、資産買入れ額の縮小と、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

日銀の第一期黒田体制が終了へ

物価目標は達成できず

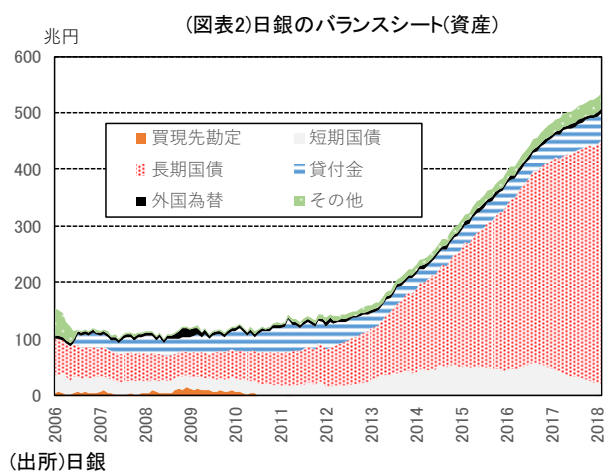
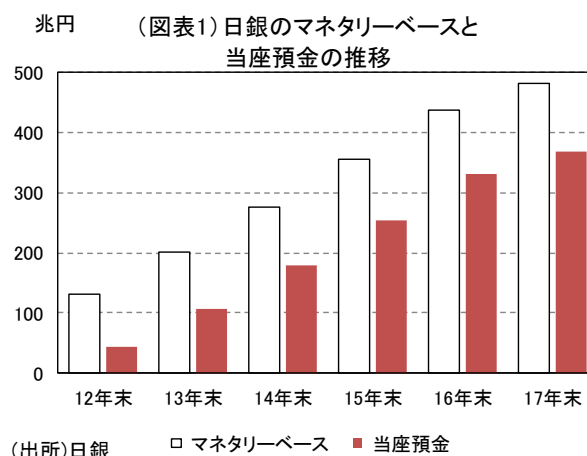
壮大な実験で始まった日銀の第一期黒田体制が終わろうとしている。この5年間の金融政策については、さまざまな論者がさまざまな評価軸から評価している。ただ、もし自己評価というのが存在するのであれば、自ら掲げた最も重要な物価目標が2年どころか5年かけても達成できなかった以上、落第ということになるはずである。就任直後に発表した量的・質的緩和（以下QQE）における「マネタリーベースを2倍」との発表は市場を驚かせたが、その後4倍近くにまで伸びたにもかかわらず（図表1, 2）、コアコアCPIはいまだに前年比ゼロ%近辺をさまよっている。

ただ、筆者は、「あれだけのことをやっても達成できなかった」ということが確認できたのは逆に大きな成果ではないかと考えている。事実上の金融政策正常化路線への第一歩である「イールドカーブ・コントロール（以下YCC）」の採用にみられるとおり、いまや黒田総裁以下の日銀主流派も、それまでの手法への限界を認めているようにみえる。一方で、政府の方針のもと、「物価目標が達成できないのは金融緩和が足りないから」と考えるメンバーが次々に政策委員に加わっているのが現状なので、たとえ微修正であっても、金融政策の方向性を変えるのは容易ではない。

疑問符がついた説明能力

日銀は5年間で、物価目標の達成時期の予想を6度にわたって先送りしたが、一連の説明は、日銀の「アカウンタビリティ」に疑問符を突きつけるものであった。当初しきりに言及されたのが、14年後半以降の原油価格の急落だったが、相対物価の動きにかかわらず、マネーの量さえ管理すれば全体で2%の達成は可能というのが元々のリフレ派の主張であったはずである。だからこそ期限を区切った目標設定が可能だったのではないか。条件付きの目標なら誰でも立てられる。リーマンショック後の世界の金融経済の激動ぶりを見れば、2年の間、世界経済が無風で推移するのは僥倖を期待するようなものである。原油価格や消費税が理由になるのであれば、リーマンショック、東日本大震災、欧州債務危機と、黒田日銀をはるかに上回る外的ショックを経験した白川日銀のパフォーマンスを批判できなかったはずである。

16年9月の「総括検証」で、デフレの長期化からくる低インフレ期待の定着、すなわち、適応的期待が大きいのが目標達成の障害との整理は、まだ納得できるものであったが、今さら感が否定できなかったのに加え、そうしたマインドが、マネタリーベースを4倍にしても変わらなかった以上、



先行きの達成可能性への不透明感もきわめて高いと言うことになる。岩田副総裁は就任時の会見で、「説明責任を果たせない場合、最高の責任の取り方は辞任」としていた。「最高の」という断り書きがついている以上、辞任しなかったのは公約違反とまではいえないが、一方で岩田副総裁は「なるべく言い訳をしないことが重要」とも述べていた。この5年間の日銀の説明は、「説明」と「言い訳」が紙一重であることも明らかにした。

困難なコミュニケーションの立て直し

現代の中央銀行は、市場との言葉のコミュニケーションが重視されている。特にゼロ金利到達後、多くの中銀が大なり小なり言葉で市場の期待を操作することで経済を運営しようとしてきた。バーナンキ元FRB議長が、「金融政策は98%がトークで、わずか2%がアクション」と自嘲気味に語ったとおりで、文化人類学者の故D・R・ホルムズ教授（ニューヨーク州立大学）はこれを「言葉の経済」と描写した。黒田総裁も、最後の決定会合における定例会見で、「市場あるいは国民一般とのコミュニケーションが、金融政策においてはきわめて重要」と述べたが、サプライズ戦略を繰り返すことで市場とのコミュニケーションを難しくしたのは当の黒田総裁本人である。「付利の引き下げについては検討しておらず、近い将来考えが変わる可能性もない」と述べた3ヵ月後にマイナス金利を導入したという経緯を考えれば、市場関係者が黒田総裁の発言をまともに取り合わなくなっても当然だろう。

16年9月の「総括検証」では、市場とのコミュニケーションの立て直しに腐心している様子が確認できたものの、直後のYCCでは、事実上の正常化路線に舵を切ったにもかかわらず、金融緩和強化の建前を維持する必要があったことで、多くの市場関係者は日銀の本音と建前は違うとの認識を深めた。黒田総裁や日銀に限った話ではなく、中銀高官の本音と建前の乖離を読むのが中銀ウォッチャーの仕事だが、黒田日銀の場合、その乖離がどんどん広がっている印象は否めない。

金利低下余地がなかったのが悲劇

当初から、マネタリーベースの拡大が、いかなるトランスミッションメカニズムでインフレ期待の上昇につながるのか疑問視する向きは多かった。この点、黒田総裁からも納得できる説明があったとは言い難い。黒田総裁は当初、「長めの金利や資産価格のプレミアムへの働きかけ」、「リスク資産運用や貸出を増やすポートフォリオ・リバランス効果」、「市場・経済主体の期待を抜本的に転換させる効果」という3つのルートがあるとしたが、金利低下幅には限度があり、ポートフォリオ・リバランス効果も、積極的にリスクを追い求めるというより、資産の逃がし場所を探すという消極的な動きにとどまった。結局、「抜本的な期待の転換」を通じた資産価格ルートに頼らざるを得ないことが徐々に明らかになり、その後もサプライズ政策を繰り返すことになった。

QQEの企画立案に携わった雨宮新副総裁は、所信聴取で、「私自身はサプライズを狙って政策を考えたことはない」としたが、これはサプライズ政策が失敗だったことを逆説的に認めた発言ともいえる。黒田総裁がQQEの発表当日の会見で、「量的にみても、質的にみても、これまでとは全く次元の違う金融緩和」、「市場参加者の常識を超えるきわめて巨額なもの」とわざわざ言及したとおり、市場を驚かせる意図は明白であった。これを「レジームチェンジ」というと聞こえはいいが、市場の期待はもとより不安定である。QQE開始からわずか1ヵ月後の13年5月には日経平均は早くも1000円を超える暴落を経験したほか、14年10月のバズーカ第2弾、16年1月のマイナス金利導入の際は、相場に思ったような影響を与えることはできなかった。もとよりサプライズ政策は何度も通用するものではない。また、日銀がジャブジャブお金を刷れば、需給の関係上円安が進むと

いうロジックはあまりにわかりやすいが、ベースマネーと為替が関連すると言う為替決定理論はない。相関があるとしたらマネーストックだが、マネーストックの伸びはベースマネーに比べればはるかに低い。アベノミクス発足後の累計のM2の伸び(20%)は同時期の米国のそれ(35%)を大きく下回っており、むしろ円高要因である。結局、偽薬(プラシーボ)効果ということになるのだが、市場の誤解にいつまでも頼り続けることはできない。

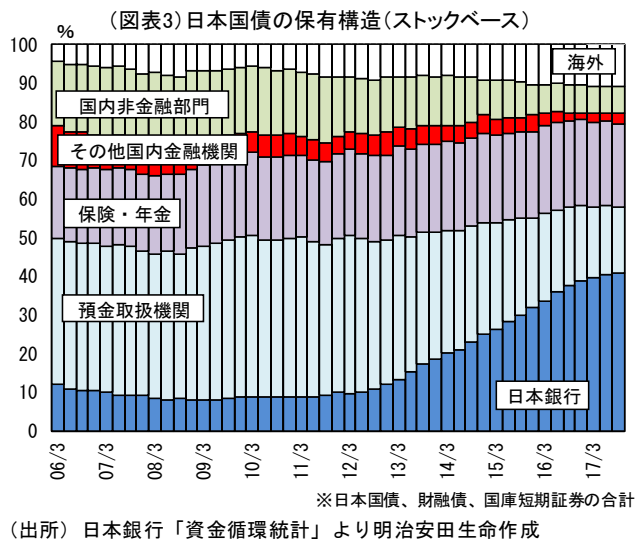
また、バーナンキ元FRB議長もかつて、「中央銀行のB/Sの規模がインフレ期待に与える影響は皆無であることを明らかにしておきたい」と述べていたとおりで、金融市場に一時的なインパクトは与えられても、量の拡大がインフレ期待に及ぼす効果はごくわずかであった。

結局、「いかに非伝統的な手段であっても、景気に伝わるルートは伝統的なルート、すなわち金利である」との白川前総裁の指摘は正しかった。日銀が市場から国債を買い入れれば、日銀当座預金の残高は増える。ゼロ金利下でなければ、ここで準備預金増加→銀行間金利低下→貸出増加という波及ルートが期待できるが、銀行間金利にこれ以上低下余地がないなかでは、波及効果は限られている。短期国債を買って準備預金を供給しても、同質の資産の交換にすぎない。QQEでは、国債買い入れ年限の長期化で直接長期金利を押し下げるという「質的側面」からの効果も狙うとしたが、量的・質的緩和導入時に10年国債利回りはすでに1%を割り込んでいた。非伝統的政策の導入当時、まだ十分に金利低下余地が十分あった欧米と異なり、日本の場合、追加的にコンマ数ポイントの世界で金利が下がったところで、実体経済に目を見張るような効果は出てくるはずもなかった。加えて、日銀当座預金の大半には0.1%という、足元の10年国債利回りよりもむしろ高い付利がついている。これでは、長期国債を買って日銀当預を銀行に供給しても、単に銀行の保有金融資産の満期構成の短縮化を実施しているにすぎない。もちろん、付利がなければ、国債買い入れはここまで円滑に進まなかつただろう。

看過できない副作用

日銀は結局、量の拡大に見切りをつける形で、16年1月にマイナス金利を導入した。ターゲットを金利に戻す発想自体は正しかったとはいえ、長期金利の低下余地に限界があるという構図が変わるわけではなかった。むしろ、中長期ゾーンまでマイナスに突入するほどの過度な金利低下が、金融システムへ与える負荷は大きく、これとて永続可能な措置ではないことがすぐに明らかになってきた。

確かに、アベノミクス開始当初の景気は回復したように見えたが、これは安倍首相が就任直後に打ち出した10兆円規模の補正予算の効果が大きかった。実際、13年末には早くも息切れが鮮明になったのが実態で、翌年4月の消費増税のインパクトを吸収できなかった。この点、14年の景気が、内閣府から後退局面との判定を受けるのを免れたのは幸いであったといえる。QQEも、大型財政を、国債買い取りという形で側面支援したという意味では貢献したが、これはマネタイゼーション(財政ファイナンス)と背中合わせである(図表3)。大規模緩和が微害微益であればまだいいが、金融システムへのス



トレスに加え、金融市場からの警告を封じ込めることで、財政が麻痺状態になっているという潜在的なリスクは現在進行形で膨らみ続けている。

その後、足元まで曲がりなりに5年以上景気回復が続いているのも、海外経済の堅調に助けられた面が大きい。実際、今景気拡張期（第16循環）の実質GDP成長率における輸出の寄与度は約半分に達している。QQEが導いた円安も寄与していないわけではないが、リーマンショック後、為替相場と輸出の相関は著しく下がっている。

困難な今後の5年

新体制下でも、引き続き、物価目標の達成にはめどがつかないことが想定される一方で、金融システムへのストレスなどの副作用は増していく。特に地方の中小金融機関の経営は、あと何年も耐えられる状況にはない。2%達成前の「出口」は禁句にしる、YCCの時同様、緩和強化の建前を維持しながら、実際には正常化に軸足を移していくナローパスを歩いていく工夫が求められる。2%という「振り上げたこぶし」は今さら降ろせないし、購買力平価上、円高容認と受け止められないようにするという意味で、諸外国と同じ水準の目標を掲げ続ける点には意味がある。ただ、2%についてはあくまで中長期的な目標ということで「神棚に祭り上げ」、目先の金融政策運営のかじ取りとは徐々に切り離していく必要があるのではないか。

デフレ脱却の先に何があるのかという問題もある。日本経済の真の問題は、1%を割り込む水準にまで低下していると言われる潜在成長率とも考えられる。このままだと、たとえデフレを脱却しても、低成長は脱却できないということにもなりかねない。金融政策で構造問題は解決できない。金融政策は所詮時間稼ぎしかできず、十分時間を稼いだという点では黒田日銀は合格点である。正副総裁人事に見える政府の意図は、当面は現行政策の維持を求めているというものだ。確かに、インフレ目標の達成如何にかかわらず、政府にとって現状の金融環境はきわめて居心地がいい。しかし、構造改革の遂行が難しいから金融政策を代わりに用いるとの発想から脱却できないのであれば、アベノミクスが後世、成功との評価を得るのは難しくなるだろう。（担当：小玉）

最終年度は動かなかった黒田総裁

景気判断はすえ置き

3月8,9日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、景気の現状判断が「緩やかに拡大している」ですえ置かれた。これで、6回連続で同じ表現となった（図表1）。個別項目別の判断は、海外経済が「緩やかな成長」から「着実な成長」へと上方修正される一方で、住宅投資が「横ばい圏内の動きとなっている」から「弱含んで推移している」へと下方修正された。他の項目はすえ置きで、小幅な修正にとどまった（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
15年7月15日	緩やかな回復を続けている	→	
8月7日	緩やかな回復を続けている	→	
9月15日	緩やかな回復を続けている	→	
10月7日	緩やかな回復を続けている	→	
10月30日	緩やかな回復を続けている	→	
11月19日	緩やかな回復を続けている	→	
12月18日	緩やかな回復を続けている	→	
16年1月29日	緩やかな回復を続けている	→	
3月15日	基調としては緩やかな回復を続けている	↓	小幅下方修正
4月28日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
6月16日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
7月29日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
9月21日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
11月1日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
12月20日	緩やかな回復を続けている	↑	小幅上方修正
17年1月31日	緩やかな回復を続けている	→	
17年3月16日	緩やかな回復を続けている	→	
17年4月27日	緩やかな拡大に転じつつある	↑	3ヵ月ぶりの上方修正
17年6月16日	緩やかな拡大に転じつつある	→	
17年7月20日	緩やかに拡大している	↑	
17年9月21日	緩やかに拡大している	→	
17年10月31日	緩やかに拡大している	→	
17年12月21日	緩やかに拡大している	→	
18年1月23日	緩やかに拡大している	→	
18年3月9日	緩やかに拡大している	→	

（出所）日銀

（図表2）個別項目の現状判断の推移（直近月の下線部は主たる変更箇所）

項目	開催月（媒体）	評価	方向感
海外経済	12月（公表文）	総じてみれば緩やかな成長が続いている	→
	1月（展望レポート）	総じてみれば緩やかな成長が続いている	→
	3月（公表文）	総じてみれば着実な成長が続いている	↑
輸出	12月（公表文）	増加基調にある	→
	1月（展望レポート）	増加基調にある	→

	3月（公表文）	増加基調にある	→
設備投資	12月（公表文）	企業収益や業況感が改善するなかで、増加傾向を続けている	↑
	1月（展望レポート）	企業収益や業況感が改善するなかで、増加傾向を続けている	→
	3月（公表文）	企業収益や業況感が改善するなかで、増加傾向を続けている	→
個人消費	12月（公表文）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	↑
	1月（展望レポート）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	3月（公表文）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
住宅投資	12月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	1月（展望レポート）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	3月（公表文）	弱含んで推移している	↓
公共投資	12月（公表文）	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	↓
	1月（展望レポート）	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
	3月（公表文）	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
鉱工業生産	12月（公表文）	増加基調にある	→
	1月（展望レポート）	増加基調にある	→
	3月（公表文）	増加基調にある	→
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	12月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
	1月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
	3月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	12月（公表文）	弱含みの局面が続いている	→
	1月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	↑
	3月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→

(出所) 日銀

引き続き出口を巡る質問が目立つ

黒田総裁にとって最後の決定会合となった日の定例会見では、引き続き、金融政策の見直しの可能性について問う質問が目立った。このうち、「金利の誘導目標を多少微修正して、上げたからといって、緩和効果は変わらないので出口ではない、というようなロジックや考え方は成り立つのかどうか」という質問に対しては、「**理屈としては成り立つとは思いますが、今、そのようなことを考えているわけではありません**」と、少なくとも理屈としては成り立つことを認めている。早期の変更の可能性は改めて強く否定したものの、「**2%まで何も変えないわけではない**」とも述べている以上、市場における出口観測は根強く残るだろう。

また、決定会合における副総裁の投票行動のあり方については、「**副総裁は総裁を補佐するということになっています。ですから、総裁と副総裁とが同じ決定に参加する、同じ方向に向いているというのが望ましいとは思いますが、法律は違った意見、違った決定に参加することを妨げないことになっています**」と述べ、基本的には同じ投票行動をとるのが望ましいとの考えを示した。

若田部新副総裁にとっては、就任前にくぎを刺された形である。どのみち、副総裁である以上、片岡委員のように毎回独自の追加緩和を提案するのは不可能との見方が多かったが、これでさらに難しくなったといえる。今後は議論で、金融政策決定会合をどのようにリフレ方向にリードしていくのかが注目されるが、副総裁就任後、めっきり存在感が薄れた岩田規久男氏同様の道をたどる可能性も低くない。

コミュニケーションの立て直しは難しい

「金融政策の進め方やコミュニケーションのあり方について、もっとこうすればよかったとか、反省したり悔いたりしていることが、結果論も含めて何かおありかどうか教えてください」という質問に対しては、「**市場あるいは国民一般とのコミュニケーションが、金融政策においては極めて重要である、という点は、本当に一致していたと思います**」と述べた。ただ、サプライズ政策を繰り返すことで、市場とのコミュニケーションを難しくしてきたのは、ほかならぬ黒田総裁自身である。16年9月の総括検証では、市場とのコミュニケーションを立て直す意図がうかがえたものの、直後に打ち出したイールドカーブコントロール（YCC）に関しては、量的・質的金融緩和（QQE）の事実上の延命策にもかかわらず、緩和の強化と述べざるを得なかったことで、市場関係者にとって、本音と建前は違うとの印象をさらに強いものとした。

今回の会見でも、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入を緩和強化としたコミュニケーションが、本当に正しかったのか」という質問に対し、「**強力な金融緩和を持続するという意味では、明らかに強い金融緩和だと思えます**」と答えている。さすがに「追加緩和である」とまでは述べなかったあたり、苦しい言い回しだが、これを真に受ける市場関係者は少ないだろう。

YCC導入の意図についての黒田総裁の説明は、「マイナス金利導入以降の経験により、日本銀行当座預金へのマイナス金利適用と長期国債の買入れの組み合わせが有効であることが明らかになった」というものだった。しかし、多くの市場関係者が感じた本音は、「国債の大量買い入れはもう続けられない。何か別の方法を考えるしかない。そのためにもっともらしい理屈を後付けせねば」というものではなかったか。また、量の目標と金利の目標は本来両立不可能であり、政策目標を量から金利に戻したのであれば、量の目標は本来不要になるはずであった。これが「80兆円をめど」と、中途半端な形で残ったことに対しては、「我が国の予想物価上昇率は、「適合的な期待形成」の要素が強い。この状況に対応するため、予想物価上昇率をより強力な方法で高めていくことが必要である」という苦しい説明であった。これについても、市場関係者が嗅ぎ取った本音は、「金利目標と量の目標の並立が矛盾しているのは承知である。ただ量重視の政策委員の顔は立てなければならぬ」というところではなかったか。実際、量の目標を残さなければ、リフレ派の賛同を得るのは難しかったと考えられる。

本音と建前が違うのは黒田総裁時代に始まった話ではなく、日銀に限った話でもない。その行間を読むのが中銀ウォッチャーの仕事でもあるが、黒田日銀の場合、サプライズ路線に加え、YCCで

も市場を煙に巻くような説明をせざるをなかったことで、その乖離が大きくなった。第2期体制下でも、コミュニケーションの立て直しは容易ではなさそうだ。

正副総裁所信聴取総括

正副総裁人事の国会承認に先だって、今月2日以降、順次所信聴取が行なわれた。まず、黒田総裁の所信聴取は全体的に無難だった。市場で燻る出口観測に対し、超緩和策の継続を強調したのは予想どおりである。物価目標が「短期と言うより長めの目標であることは事実」、「すぐに実現しないといけないものではない」と、中長期的目標であることを認め、現行の政策について、「物価目標達成まで一切変えないわけではない」と、柔軟性を見せた点は評価できる。一方、質疑応答の流れのなかで「言わされた」発言ではあるものの、「19年度には出口を確信」との発言が市場の振れにつながった点は減点要因だろう。また、任期中に物価目標が達成できなかった点に関する答弁は、説明というより言い訳の印象が強く、5年間の適切な総括とは言い難かった点も積極的な評価はできなかった点である。

若田部昌澄氏については、生粋のリフレ派としての持論をむやみに披露せず、抑制気味にした点は評価できるものの、学者時代の主張との整合性を問う質問にはうまく答えられず、全体的に「逃げ」の印象が目立った。若田部氏によれば、過去の発言はあくまで「学者としての発言」とのことだが、今後副総裁として、中央銀行の実務や金融政策の現場に密接に携わっていくなかで、これまでの持論と実際の行動との整合性をどうとるのか、あるいは岩田副総裁同様、考え自体が「進化」していくのが注目される。

雨宮正佳氏に関しては、安定感のある、バランスのとれた答弁だったと言える。20年に渡り、金融政策の企画立案に携わってきた経験に裏打ちされた深い知識や洞察、自信が言外に伝わる答弁であった。「サプライズ狙いで政策を打ったことはない」との発言は事実と反するという意味で、唯一評価できない部分。サプライズ政策が成功裡に推移していたら、こういう発言は出なかったとみられ、ある意味逆説的に失敗を認めた発言とも言える。雨宮氏が、金融政策の理論、実務、経験、あらゆる面で他の政策委員に抜きん出た力量を有しているのは疑いのないところで、先行きの金融政策のかじ取りに関し主導的な役割を果たしていくことが期待される。これまでも、市場予想の一步も二歩も先を行く数々の新機軸を考案してきた実績を考えれば、正常化路線に関しても、適切な方向性を与えてくれるだろう。（担当：小玉）

人口減少期を迎える中国 ～迫る転換点～

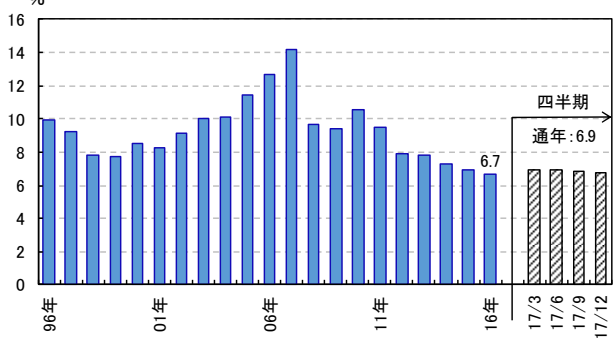
2017年の中国景気は内外需揃った回復に

2017年10-12月期の中国実質経済成長率は前年比+6.8%と、前期と同じ伸び幅となった。2017年通年で成長率は同+6.9%と、2016年の同+6.7%を上回った。暦年ベースで前年から成長率が上向いたのは、2010年以來7年振りである(図表1)。2017年の成長率が上振れた背景には、①10月に共産党大会が予定されていたことで、多くの地方政府が「実績づくり」のためにインフラ開発など景気対策を執行したこと、②趨勢的な都市人口比率の上昇により消費が堅調に推移したこと、③先進国景気回復を背景に輸出が持ち直したこと、の三点があるとみられる。特に、③の輸出の持ち直しは幸運だった。中国の輸出金額は2015~2016年にかけて前年比マイナス圏で推移していたが、2017年に入りプラス圏に急浮上した(図表2)。背景にあるのは、欧米など先進国景気回復と、世界的なITサイクルの改善(≒半導体需要の増加)である。裏を返せば、もし、世界的なITサイクルの持ち直しがなければ、たとえ前述の①②のような条件下でも、中国景気は減速感を強めていた可能性が高い。

労働力人口は減少に転じる見込み

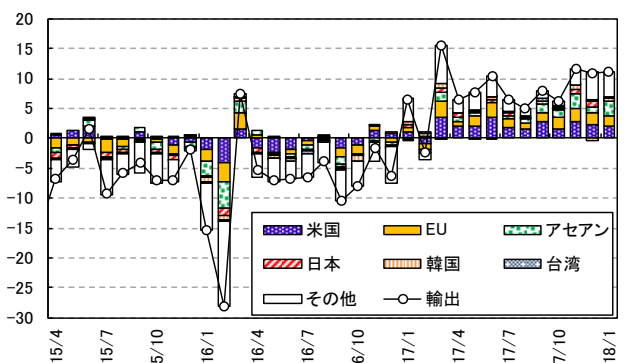
今後の中国景気については、いまのところ、「リスクを孕みつつも底堅い推移になる」との見方が広がっている。当社も同様の見方である。企業債務残高は金融リスクへの警戒を要するレベルに積み上がっているものの、依然として底堅い個人消費や、持ち直しが続く輸出に下支えされ、2018年は前年比+6.6%、2019年は同+6.4%程度の成長率になると予想している。IMFも中国の景気見通しを2016年の秋以降徐々に引き上げている(図表3)。ただ、中国経済は足元で大きな転換点に差し掛かっている。中国の生産年齢人口は、足元ですでにピークアウトした可能性が高い(図表4)。国際連合発表の人口推計(中位推計)では、中国の生産年齢人口(20~60歳と仮定)は

(図表1)中国の実質GDP成長率



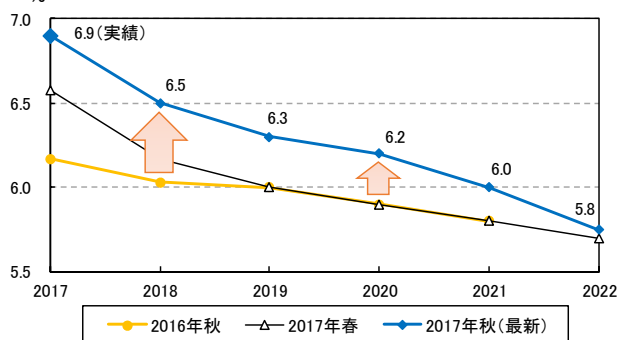
(出所) 中国国家統計局

(図表2)輸出相手国別寄与度(前年比)



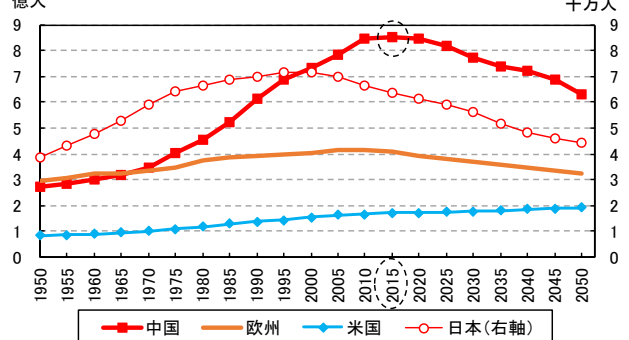
(出所) 中国海関総署

(図表3)IMFの中国経済見通し



(出所) IMF

(図表4)各国の生産年齢人口の推移



(出所) 国際連合 ※各国とも20-60歳を生産年齢人口とした

2015年前後にピークを迎えたと見積もられている。2010年代に入り、日系含む外資系企業がアセアン諸国に生産拠点を移転させる動きが増加したが、背景には、中国における労働力の枯渇が、賃金に上昇圧力をかけたことがある。

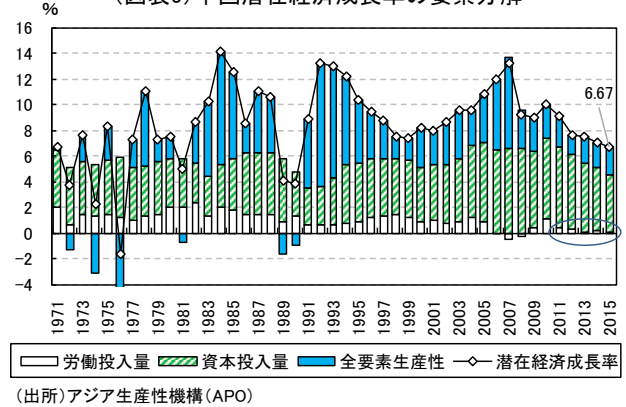
人手不足による賃金上昇は、需要面からは家計の購買力を増加させ消費を刺激する効果があるが、供給面からは、上記のような企業行動を通じ、中長期的な成長のボトルネックとなる可能性がある。アジア生産性機構（APO）が試算する中国の潜在経済成長率における労働投入の寄与も、足元数年ではほぼゼロとみられている（図表5）。これは、

「安価な労働力を大量に投入し、大量生産することで価格競争力を高め、市場を席巻する」という従来までの中国の成長モデルが機能しなくなりつつあることを意味する。労働力減少が見込まれるなか、中国の供給能力（潜在成長率）を高める方法は、資本投入量の増加か全要素生産性（TFP）の引き上げの二点となる。このうち、資本投入量の増加は政策的には容易である。計画経済の性格を色濃く残している中国にとっては、政府による資本投下の自由度は自由主義経済諸国に比して高い。ただ、産業構造等の諸条件によって最適な資本装備率は異なることから、仮に政策的な資本投入（インフラ開発や国有企業による政策的な設備投資）を強化したところで、短期的な設備投資需要の高まりは別として、潜在成長率の引き上げにつながるかは疑わしい。前述のアジア生産性機構による試算では、中国の資本生産性は2008年以降に一貫して低下傾向が続いている（図表6）。2008年のリーマン・ショック以降、インフラ開発や不動産開発などが中国経済を牽引したものの、そうした需要刺激策の裏で、投資による供給力増強効果は徐々に低下していたとみられる。その結果が、現在中国が抱えている「過剰生産能力問題」であり、企業（ないし地方政府）債務の積み上がりであり、不良債権化と金融リスクへの懸念である。

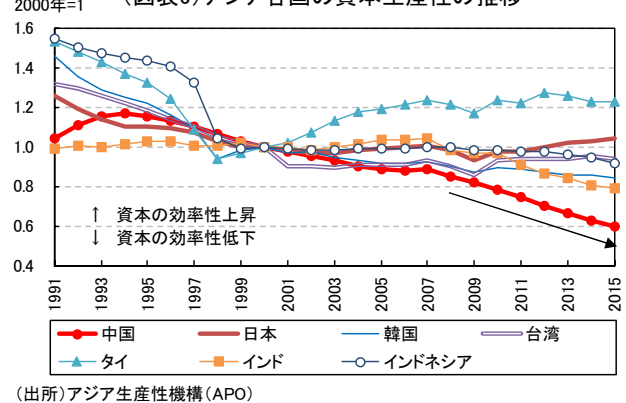
「供給側改革」の重要性が高まる

かかる状況下、2016年3月の第13次五か年計画において、「供給側改革」というスローガンが打ち出され、①過剰生産能力の解消、②企業負担の軽減、③不動産在庫の解消、④供給の拡大、⑤金融リスクの防止および解消、の五つが重点項目として取り上げられた。供給側改革は、新規設備投資の抑制など、短期的には景気に対して下押し圧力をかける。しかし、労働力人口のピークアウトが見込まれ、資本の生産性も低下している中国においては、成長のエンジンを量から質へと転換し、全要素生産性（TFP）の引き上げを図るという意味で、至上命題にも近い政策である。その後、供給側改革には、「国有資本の経営体制の改革」、「ビッグデータやシェアリング・エコノミーなどの育成」、「応用基礎研究（R&D）への注力」などが追加された。国有企業の生産性の低さについては、以前から中国の成長の足枷となっているとの批判が内外からなされている。特に重厚長大

(図表5) 中国潜在経済成長率の要素分解

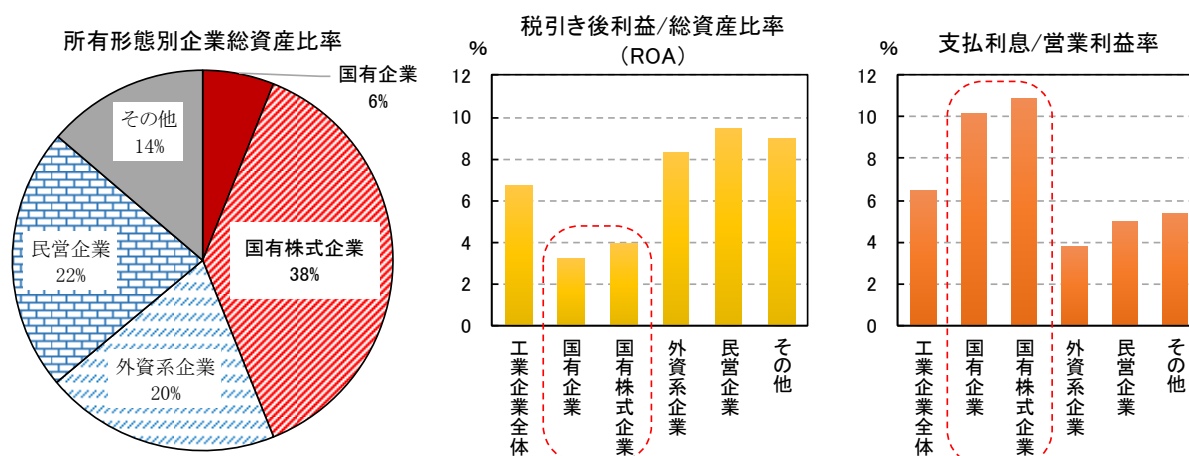


(図表6) アジア各国の資本生産性の推移



産業において、産業の勃興期には重要なロールモデルを果たしたとみられる国有企業も、今では低い利益率や財務体質の悪化などが問題視されている（図表7）。中国政府も国有企業の混合所有制の推進（国有企業を株式公開し、民間資本を調達する）を謳ってはいるものの、結局は政府が筆頭株主であり、政府への忠誠を誓い、政府のために行動する、という行動原則は変わっておらず、この問題にメスを入れないことには、中国の企業がさらなる付加価値を追求することは困難とみられる。この点については、最終的には市場原理による資本の効率性追求と、13億人の人口と多様な民族を抱える中国の統治形態（共産党による支配）との見合いである。急激な転換は困難とみられるものの、国有企業・国有株式企業（政府・政府系金融が筆頭株主である株式会社）の経営改革は、いずれかの時点で必要になるとみられる。

（図表7）中国における国有系企業の規模・利益率・金利負担（2017年）



（出所）中国国家统计局より明治安田生命作成 ※一定規模以上企業

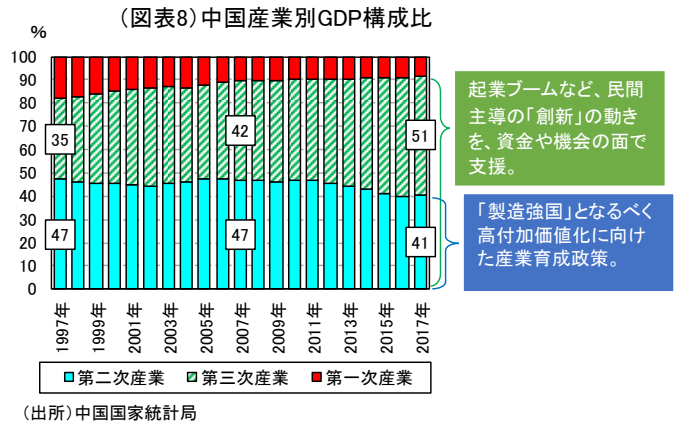
また、中国政府は自動運転技術、5G通信などで世界の主導権を握るべく、補助金をはじめとする産業振興策を打ち出しており、「デジタル中国」の成立をめざすとしている。特に、これまで沿岸部に比して経済発展が遅れていた内陸部も、安価な土地と寒冷な気候を活かし、スーパーコンピュータやデータセンター特区として生まれ変わりつつある（スパコンやデータセンターの冷房費が大幅に節約できるため）。貴州省には、2017年6月に米アップル社が「iCloud」のデータセンターを10億ドルかけて開設するなど、これまで沿岸部に集中していた発展の恩恵が、デジタル産業振興に向けたインフラ整備という経路を経て、徐々に内陸部にも浸透しつつある。こうした取組みは、ゆっくりではあるが着実に効果を発揮していくと見込まれ、中国における新産業の原動力になることが期待される。

3月5日に開幕した中国全国人民代表大会（全人代）では、2018年の成長率目標は+6.5%とされ、財政赤字も2017年の▲3.0%から▲2.6%へ縮小することが決まった。鉄道敷設など、インフラ開発投資については額を縮小するほか、鉄鋼や石炭などの過剰生産能力の削減、シャドー・バンキングなどの金融リスクの抑制が引き続き取り上げられている。住宅価格についても、「住宅は投機のためのものではない」という見方が堅持されている。全体のトーンとしては、「経済はやや引き締め気味に運営し、リスク抑制に注力する」との評価が可能だろう。一方で、いわゆる「供給側改革」についても、ビッグデータや人工知能（AI）の研究開発を強化し、多くの分野で「インターネットプラス」戦略を推進するとしている。集積回路、次世代通信規格「5G」、航空エンジン、新エネルギー車、新素材などの産業を発展させるなど、いわゆる「製造強国」にむけた取組みを強化するとしており、こうした取組みからは、中国経済の進むべき方向を見据えた攻めの姿勢が窺える。

製造業の高付加価値化に課題

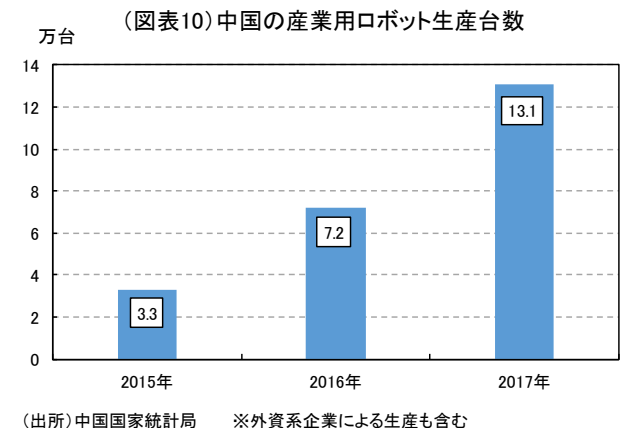
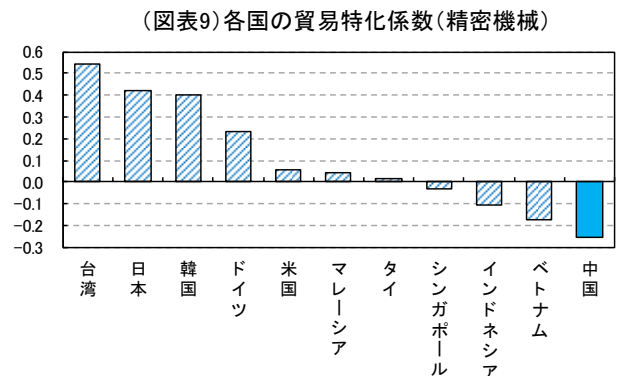
中国のGDPを供給側からみると、①第二次産業の寄与度低下と、②第三次産業の寄与度増大という二つの傾向が確認できる(図表8)。第二次産業の寄与度が低下している要因としては、過剰生産能力の解消の促進や、住宅建設の動きが鈍っていることなど、政策的な要因が挙げられる。背後には、これまでの中国の製造業が、安価な労働力をフル活用した大量生産による価格競争力に頼ってきたことの限界が現れているという事実も垣間見える。ハイテク製品などはいまだに多くの部品を輸入に頼っており、部品の内製化や国内でのサプライチェーンの構築など、高付加価値化が依然課題となる。2016年1月に李克強首相は「我が国はボールペンのペン先すら輸入に頼っている」と嘆いたが、ペン先に限らず、中国の精密機械分野における競争力は諸外国に比べ劣後している(図表9)。例えば、現在のドローン市場は中国製が席巻しているが、モーターなど駆動システムや姿勢感知・制御システムには日本製やドイツ製の部品が採用されるケースが多い。精密機械分野には、光ファイバー、液晶デバイス、計器類、制御システム、光学機器など、産業高度化に必須な財が多く用いられており、安価な労働力の大量供給にも限界が見えるなか、中国製造業が技術面での付加価値を高めないことには、その将来は明るいとは言い難い。

こうした人手不足と産業技術高度化という課題への切り札として期待されているのが、産業用ロボットである。現在、中国における産業用ロボット生産台数は1年ごとに倍増するなど、急速に普及している(図表10)。国際ロボット連盟の調査では、2016年時点で労働者1万人あたりのロボット台数は、韓国が600台程度、日本とドイツが300台程度、米国が200台程度である一方、中国では68台とのことであり、中国政府はロボットの導入とIoTの活用(ロボットとインターネットの接続)により、労働力面と技術面の両方の課題をクリアすることを目指している。ただ、自動車産業などで用いられる多関節型のロボットは、前述の駆動・制御技術の問題により、中国系企業のシェアが低いとされる。中国の大手家電メーカーの美的(ミデア)集団は2016年にドイツの世界的な自動車ロボットメーカー(KUKA)を買収しており、今後は技術の習得と普及を進めていく方針とみられる。



起業ブームなど、民間主導の「革新」の動きを、資金や機会の面で支援。

「製造強国」となるべく高付加価値化に向けた産業育成政策。



中国の「アニマル・スピリット」

中国では新興のスタートアップ企業が数多く誕生しており、「起業ブーム」到来との評価も多い。米国の投資調査機関 CB Insight によれば、「ユニコーン企業」と呼ばれる、企業価値が 10 億ドルを超えているのに上場をしていない企業数、時価総額ともに、中国は米国に次いで 2 位である (図表 11)。例えば、米国では Uber や Airbnb などが有名なユニコーン企業である。非上場である理由はさまざまだが、一般的には非上場である方が経営の自由度が高く、ユニークなビジネスを展開しやすいため、新興企業ほどユニコーン状態を維持することが多いとされる。業種は E コマース、ライドシェア (相乗り)、ソーシャルメディア、フィンテック、クラウド、AI、顔認証システム、サイバーセキュリティ、ソフトウェア、自走型無人コンビニなど多岐にわたるが、総じてインターネットやテクノロジーを使った新サービスが多い。スタートアップのメッカである深センに

は中国の大学の出先機関 (研究所など) が多く進出しており、産学の連携を取りやすい環境が整備されている。無論、失敗して退出する企業は無数にあるが、一方で夢を求めて地方から深センなどに移住する若者も後を絶たない。中国の新興企業はユニコーン企業になるまで平均 4 年との調査結果もあり、米国の 7 年に比べて勝敗が決まるまでが早いことも、中国における新サービス・新産業が生まれる速さにつながっているようだ。社会主義国の中国が企業のスタートアップで世界 2 位となったことは皮肉であるが、現在の米国を代表する有名企業群が 2、30 年前には存在していなかった事実を鑑みると、こうした企業の新陳代謝が民間主導で進められている点は、中国経済の新たな強みとなる。

一帯一路と資本市場開放

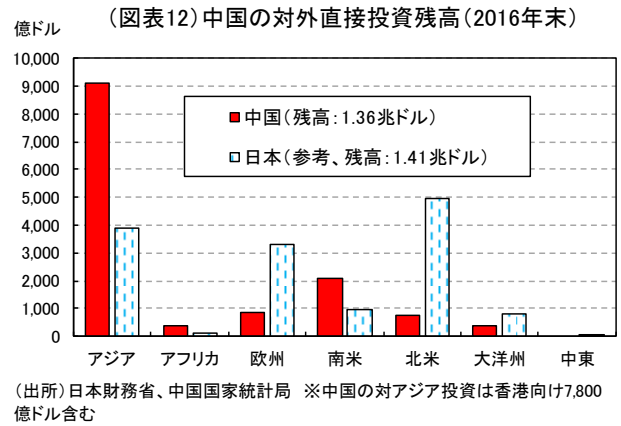
経済構造が大きく転換しつつあるなか、政府は一帯一路 (the Belt and Road) 構想を打ち立て、アジア、アフリカ、欧州などでインフラ開発投資を盛んに行なっている。また、2015 年には AIIB (アジアインフラ投資銀行) を設立し、アジアのみならず欧州からも参加国を集めたことは記憶に新しい。その後 AIIB は WB (世界銀行)、ADB (アジア開発銀行)、EIB (欧州投資銀行)、EBRD (欧州復興開発銀行) など、各地域の政府系金融と協調融資を行なう体制を整えている。こうした動きは、中国の国際的な影響力増大という外交的な側面だけではなく、中国で過剰に生産されている鉄鋼やセメントの輸出先の育成や、中国国内に滞留する巨額のマネーの外交利用という側面も持ちあわせている。中国の M2 は、2018 年 1 月時点でおおよそ 27 兆ドルであり、これは米国やユーロ圏の 14 兆ドル、日本の 8 兆ドルをはるかに上回る水準である。このことは、中国という (ほとんど) 閉ざされた金融市場のなかで、世界最大規模の資金が不動産、株式、債券といった資産を回遊するだけで簡単にバブルが発生し、その度に当局はバブル退治に腐心する羽目になることを意味している。

(図表 11) 各国ユニコーン企業数

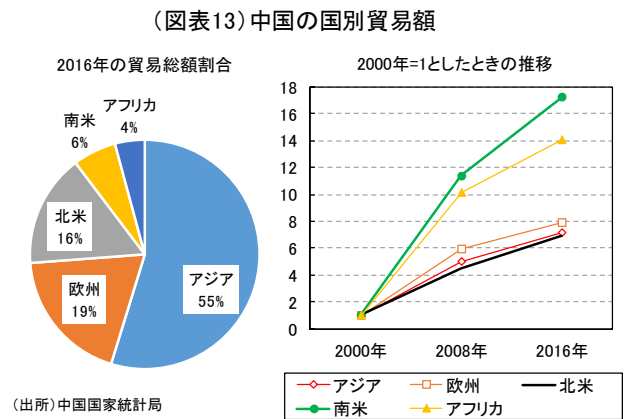
	現在のユニコーン企業		2009年以降IPOや買収で「卒業」した企業	
	企業数	時価総額 (億ドル)	企業数	時価総額 (億ドル)
United States	114	3,971	117	4,014
China	62	2,772	21	2,529
United Kingdom	13	253	7	149
India	10	355	0	0
Germany	4	109	5	238
South Korea	3	108	1	30
Israel	3	41	1	53
Sweden	2	110	0	0
Indonesia	2	38	0	0
Netherlands	2	33	3	99
France	2	27	1	17
Switzerland	2	20	0	0
Singapore	1	60	2	63
Malta	1	25	0	0
Brazil	1	20	1	12
United Arab Emirates	1	12	0	0
Colombia	1	12	0	0
Luxembourg	1	11	0	0
Nigeria	1	10	0	0
Australia	1	10	1	11
Czech Republic	1	10	0	0
Japan	1	10	1	72
(EU勢)	26	579	16	503

(出所)CB insights (2018年2月時点)

特に、今後景気が減速するなかでは、大量に供給されたマネーの行き場として、資本を対外開放する意義は大きいとみられる。中国政府としても、資本市場の対外・対内開放という大方針は堅持しているとみられるものの、2016年初には人民元の先安観を背景に急速な資本逃避が発生し、国際金融市場が混乱したことから、当局も資本市場の開放には及び腰になっている。今後は、一帯一路構想のような政府主導によるプロジェクトファイナンスが、中国の対外直接投資のけん引役になろう。中国の対外直接投資はアジア、アフリカ、南米などで存在感を発揮しており、前述の一帯一路構想やAIIBなどが、今後こうした動きに弾みをつけるとみられる(図表12)。また、中国からの投資により同国経済が発展し、中国との貿易が厚みを増していくことで、世界貿易の中における中国の立場も徐々に変容していくものとみられる。中国の対外貿易額(輸出+輸入)の規模と推移をみると、日本、韓国、台湾、アセアンを擁する対アジア貿易が最大である一方で、南米やアフリカとの貿易も過去16年間で14~17倍の規模となっている(図表13)。中国発の資金が多くの新興国に流入、浸透することで、そうした国々が中国の貿易相手として育っていくのを助けている構図である。一帯一路構想の最終的な政策目標や、投資した資金の回収可能性など、中国の対外投資政策にはいまだに不透明な点が多いものの、これまではリスクが高いとみなされ、国際金融市場から疎外されていた新興国に中国がシードマネーを注入することは、新興国への国際金融市場からの資金流入の呼び水となっている。こうした中国の行動が、新興国経済の発展に寄与するとともに、世界中の企業にとって新興国需要の掘り起こしにつながる展開が期待される。



中国の対外貿易額(輸出+輸入)の規模と推移をみると、日本、韓国、台湾、アセアンを擁する対アジア貿易が最大である一方で、南米やアフリカとの貿易も過去16年間で14~17倍の規模となっている(図表13)。中国発の資金が多くの新興国に流入、浸透することで、そうした国々が中国の貿易相手として育っていくのを助けている構図である。一帯一路構想の最終的な政策目標や、投資した資金の回収可能性など、中国の対外投資政策にはいまだに不透明な点が多いものの、これまではリスクが高いとみなされ、国際金融市場から疎外されていた新興国に中国がシードマネーを注入することは、新興国への国際金融市場からの資金流入の呼び水となっている。こうした中国の行動が、新興国経済の発展に寄与するとともに、世界中の企業にとって新興国需要の掘り起こしにつながる展開が期待される。



中国は労働力人口の減少という歴史的な転換点を迎えるなか、新産業の育成と旧産業の淘汰という「供給側改革」の必要性に直面し、対策を急いでいる。また、今後中長期的には潜在成長率の低下が避けられないとみられるなか、国内に滞留するマネーを対外投資に活用し、資産バブルの抑制につなげたいとの考えも透けて見える。こうした取組みがすべて成功するとは限らないが、中国政府の変革に向けた意欲は窺える。

ただ、その過程で「自由主義経済をどの程度容認するか」という根本的な問いに直面することは免れない。前述した工業系企業で総資産の4割を占める国有系企業が高付加価値体質へと変わらないことには、中国経済のエンジンの再点火は描きづらい。逆に、昨年からは民間企業にも党組織の設置を盛り込むよう指導を行なっているとのものであり、経済の自由化どころか統制色を強めている中国で、多くのイノベーションが起きるのかどうか疑問は残る。今年の全人代で習近平主席は、憲法改正により自身を含む主要ポストの任期撤廃を行なった。習主席が着実に権力を固めるなかで、標榜しているとおり今世紀半ばまでに中国を「社会主義現代化強国」に変える役目を担うのは、絶

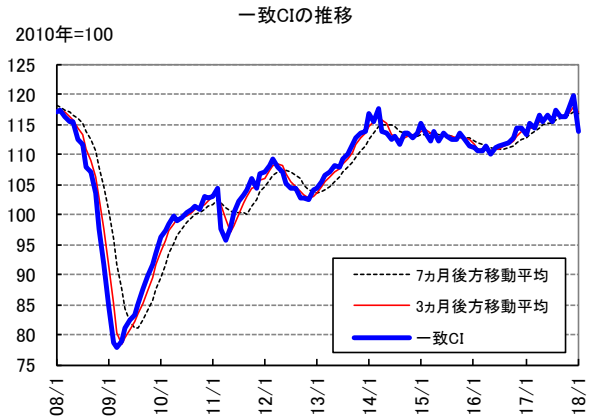
対的な権力を握る習主席その人か、統制経済寄りの習主席の思想を受け継ぐ人間しかいなくなると考えられる。中国経済は今後緩やかに減速していくとみられるものの、中国と貿易・投資関係で結ばれている諸外国は、足元の中国の成長率に一喜一憂することなく、長期的な観点から政治・経済の潮流の変化を慎重に分析し、リスクを見極める姿勢が求められる。（担当：久保）

主要経済指標レビュー (3/5~3/16)

《日本》

○ 1月景気動向指数 (3月7日)

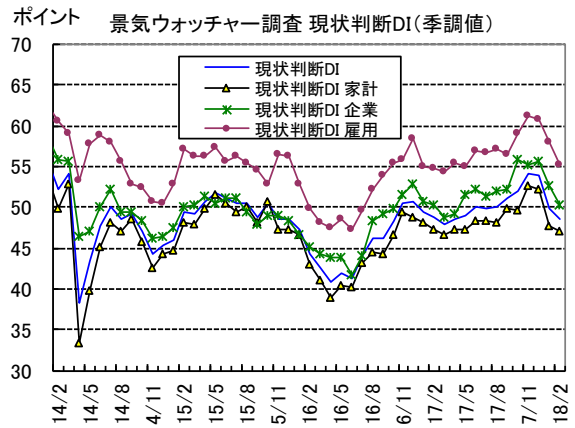
1月の景気動向指数では、一致CIが114.0(前月差▲5.7ポイント)と、4ヵ月ぶりに低下した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」が16ヵ月連続ですえ置かれた。一致指数の個別系列を見ると、7系列すべてが押し下げに寄与しており、特に生産指数(鉱工業)、鉱工業用生産財出荷指数、耐久消費財出荷指数、投資財出荷指数(除輸送機械)の押し下げが目立った。先行CIは104.8(前月差▲1.8ポイント)と、2ヵ月連続で低下した。中国の春節の時期がずれたことや、一部地域では大雪の影響などが見られるものの、今後の国内景気は、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



(出所)内閣府「景気動向指数」

○ 2月景気ウォッチャー調査 (3月8日)

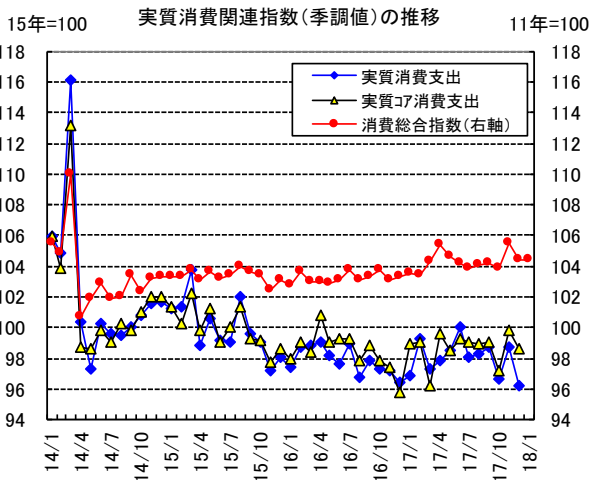
2月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が先月から▲1.3ポイントの48.6に低下し、節目の50を2ヵ月連続で下回った。株価の下落や円高の進行など、金融市場の動向が悪影響をおよぼした可能性がある。基調判断は「天候要因等により一服感がみられるものの、緩やかな回復基調が続いている」にすえ置かれた。先行き判断指数は先月から▲1.0ポイントの51.4と4ヵ月連続で悪化したものの、節目の50は10ヵ月連続で上回った。今後の国内景気は、賃金の伸び悩みが続くなか、個人消費の回復ペースは緩やかとみられるものの、堅調な海外景気や、設備投資需要の高まりなども背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

○ 1月家計調査 (3月9日)

1月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比+2.0%と、2ヵ月ぶりにプラスに転じた。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は同▲1.7%と、8ヵ月ぶりのマイナス。一方、実質消費支出は同+1.7%と2ヵ月ぶりのプラス、平均消費性向も同+3.0ポイントとプラスになっており、1月は所得環境の改善は鈍化したものの、個人消費は緩やかながら回復の傾向を見せている。今後については、政府による3%の賃上げ要請などが個人消費の下支えになると見込まれる一方で、年金給付額がすえ置かれることで、高齢者世帯の消費を押し下げるとみられる。個人消費は引き続き緩やかな回復にとどまると予想する。

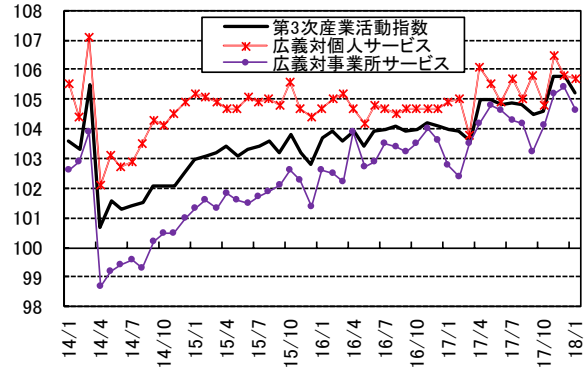


(出所)総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」

○ 1月第3次産業活動指数 (3月13日)

1月の第3次産業活動指数は前月比▲0.6%と、4ヵ月ぶりのマイナス。基調判断は「持ち直しの動きがみられる」にすえ置かれた。全体では11業種のうち6業種が低下し、5業種が上昇した。内訳では、卸売業が同▲4.1%と、2ヵ月連続で大きく上昇した反動もあって、大きくマイナスに転じた。そのほか医療・福祉業が同▲1.7%、小売業が同▲1.4%と大きくマイナスに寄与した。一方で、生活娯楽関連サービスが同+1.4%と、最も指数の押し上げに寄与した。今後については、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかな改善が続くとみる。

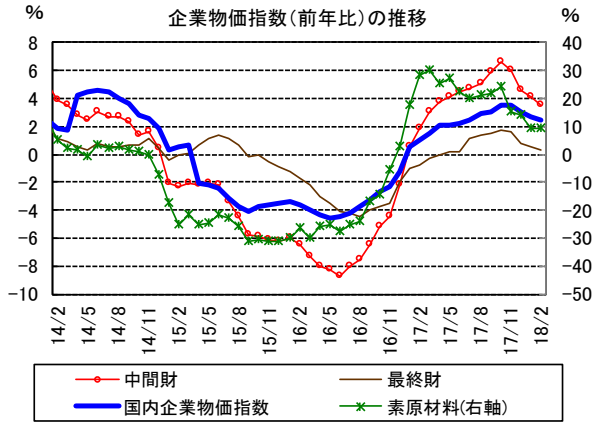
2010年=100 第3次産業活動指数の推移(季調値)



(出所) 経済産業省「第3次産業活動指数」

○ 2月企業物価指数 (速報値、3月13日)

2月の国内企業物価指数は前年比+2.5%と、14ヵ月連続のプラスとなったが、1月の同+2.7%から伸び幅は縮小した。前月比では+0.0%となっており、押し上げに寄与した項目では、化学製品、電力・都市ガス・水道などが目立った。押し下げ方向に寄与した項目は、石油・石炭製品、非鉄金属など。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比+1.7%→+0.8%、輸入物価は同+5.0%→+4.4%と、プラス幅は縮小したものの、いずれも14ヵ月連続のプラスとなり、交易条件は対前月で悪化した。今後については、米国のシェールオイルの増産懸念を背景に原油相場の上昇が一服することで、企業物価の上昇ペースは鈍化へ向かうと予想する。



(出所) 日銀「企業物価指数」

○ 1月機械受注 (3月14日)

1月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比+8.2%と、大幅プラスとなった。内閣府による基調判断は、11月と同じ「機械受注は、持ち直しの動きがみられる」に修正された。一方、1-3月期の見通し(船舶・電力を除く民需)は前期比▲1.5%と3四半期ぶりのマイナスで、非製造業(除船・電)は持ち直しの動きがみられるものの、製造業は増勢に一服感がみられる。今後の製造業の設備投資は、国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、能力増強投資の増加は見込みにくいものの、好業績のもと、維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えになるとみられる。非製造業でも、人手不足に起因した合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれる。

兆円 機械受注(船舶・電力を除く民需)の推移

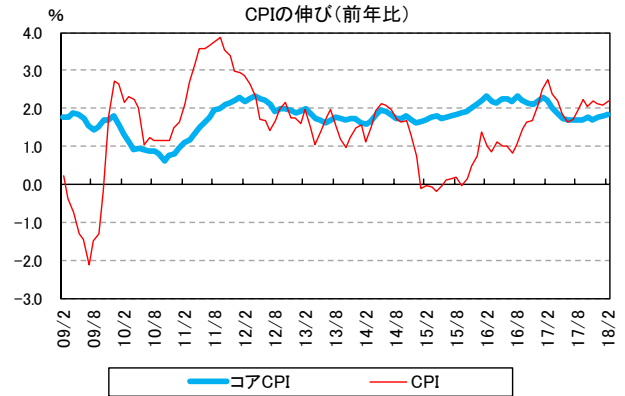


(出所) 内閣府「機械受注統計」

《米 国》

○ 2月CPI（消費者物価指数）（3月13日）

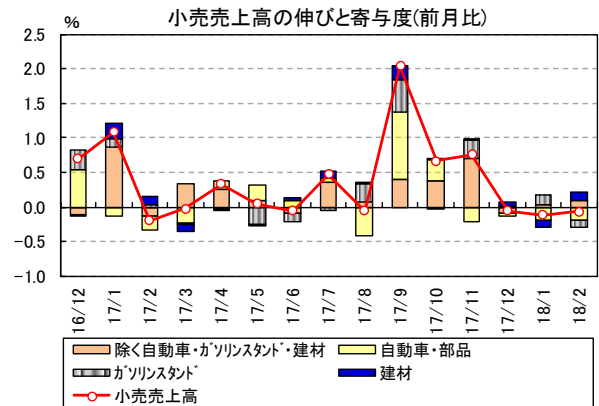
2月のCPIは前月比+0.2%と、9ヵ月連続で上昇したものの、前月の同+0.5%からは鈍化した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.2%と、前月の同+0.3%から伸び幅が縮小した。前年比で見たCPIは+2.2%と前月の+2.1%から伸び幅が拡大、コアCPIは+1.8%と前月と同じ伸び幅となった。2月にインフレ率が前月比で減速した背景には、原油価格の上昇が一服したことなどがあるとみられる。ただ、ドル安による輸入物価の上昇が次第に消費者物価にも影響を与えるとみられ、労働市場でも平均時給の伸びが緩やかに拡大するとみられることから、コアCPIの伸び幅は、2018年中には前年比+2%程度に達すると予想する。



(出所)米労働省

○ 2月小売売上高（3月14日）

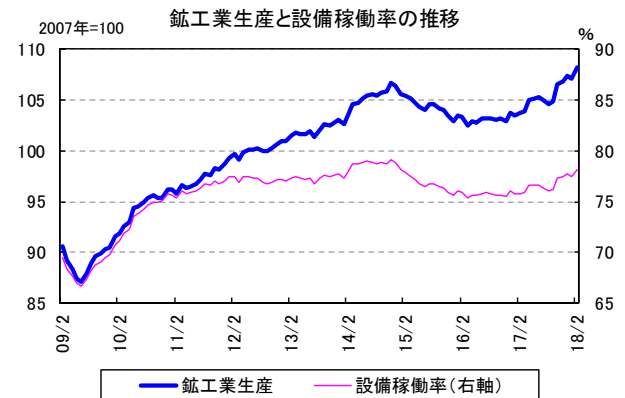
2月の小売売上高は前月比▲0.1%と、3ヵ月連続で減少した。内訳を見ると、建材が▲1.7%→+1.9%と、前月の寒波による落ち込みから回復したものの、自動車・部品は同▲0.9%と、4ヵ月連続で減少が続いた。自動車販売が軟調に推移している背景には、昨年9、10月にハリケーンからの復興需要で自動車が大量に販売されたことの反動が続いていることがあるとみられる。また、税還付が今年は遅れていることも、消費を押し下げている可能性もある。足元では米国株は不安定な推移が続いているものの、消費マインドは堅調に推移していることから、個人消費は持ち直しに向かうと予想する。



(出所)米商務省

○ 2月鉱工業生産（3月16日）

2月の鉱工業生産は前月比+1.1%と、2ヵ月ぶりに増加した。産業別に見ると、公益事業が同▲4.7%と減少したものの、製造業が同+1.3%、鉱業が同+4.3%と増加したことで全体を押し上げた。製造業のうち、PC・電子部品は同+1.5%と2ヵ月連続で改善しており、世界的なITサイクルの改善を背景に製造業を下支えしている様子が読み取れる。また、原油価格の上昇により、シェールオイルの採掘活動も活発化しているとみられる。設備稼働率は78.1%と、前月の77.4%から上昇した。個人消費は回復傾向が続くとみられ、設備過剰感の後退から設備投資も活発化するとみられることから、今後の鉱工業生産は回復傾向が続くと予想する。

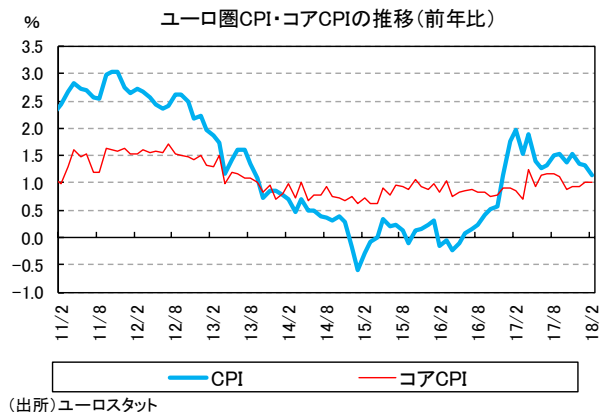


(出所)FRB

《 欧 州 》

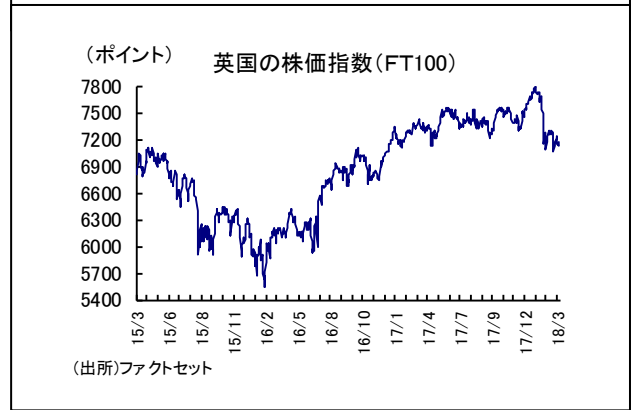
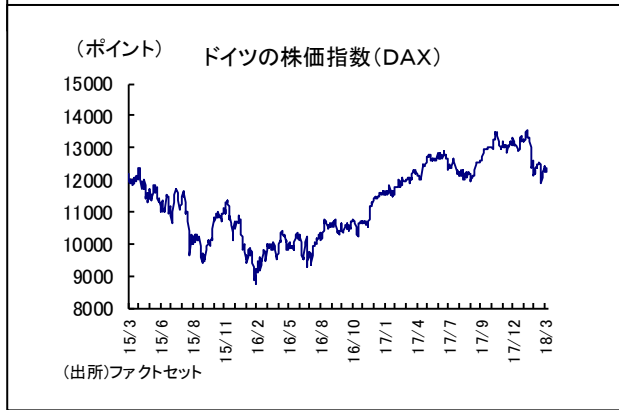
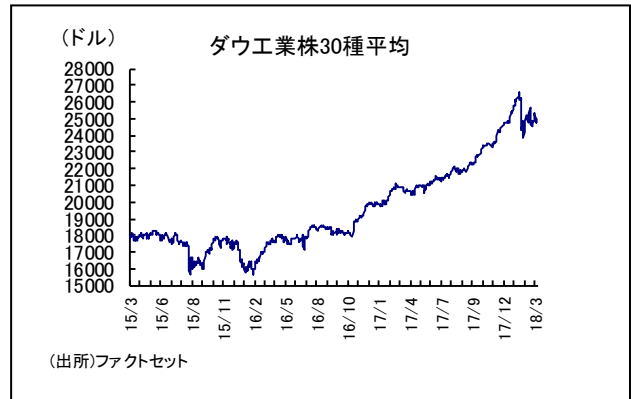
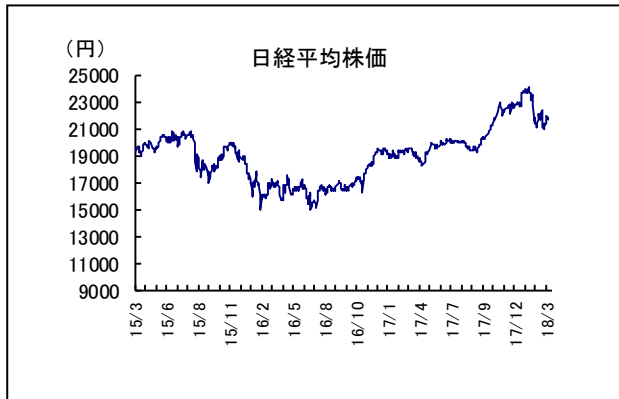
○ 2月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（3月16日）

2月のユーロ圏CPIは前年比+1.1%と、前月の同+1.3%から伸び幅が縮小した。財価格は同+1.4%→+1.0%と、エネルギー価格の伸び幅縮小などから、3ヵ月連続で伸び幅が縮小した。サービス価格は同+1.3%と、前月の同+1.2%から伸び幅が小幅に拡大した。国別では、スペインのみ同+0.7%→+1.2%と加速したものの、ドイツは同+1.4%→+1.2%、フランスは同+1.5%→1.3%、イタリアは同+1.2%→+0.5%と、それぞれ鈍化した。イタリアやスペインなどの国々では、高い失業率を背景に賃金の上昇ペースが緩慢なものにとどまっていることなどから、今後のユーロ圏CPIは伸び悩む展開が続くと予想する。

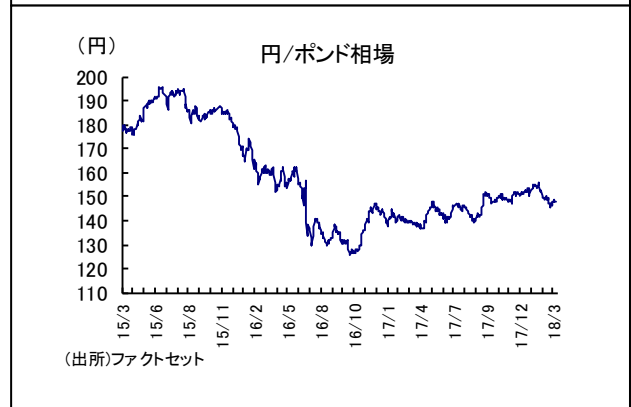
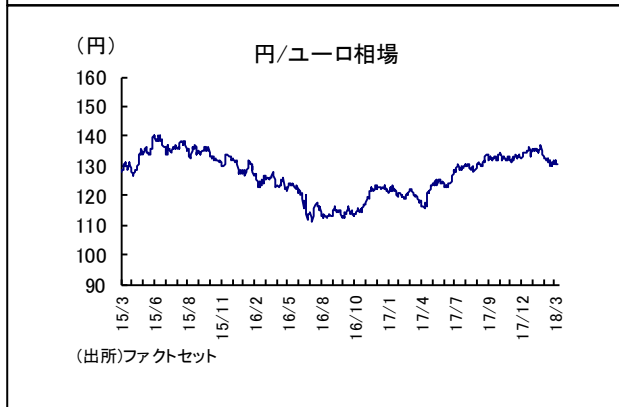
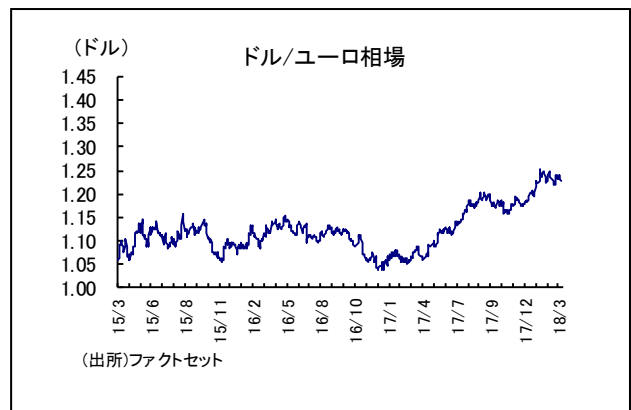
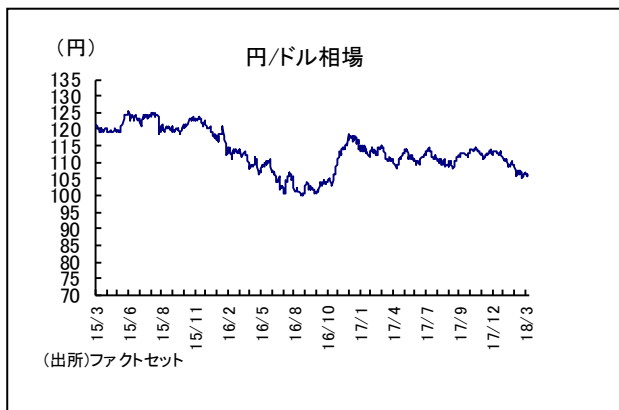


日米欧マーケットの動向 (2018年3月19日現在)

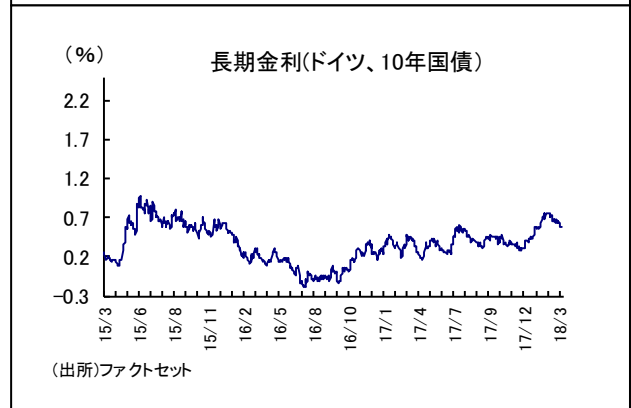
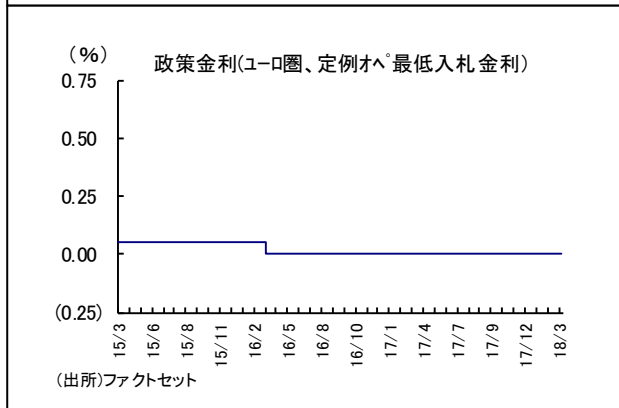
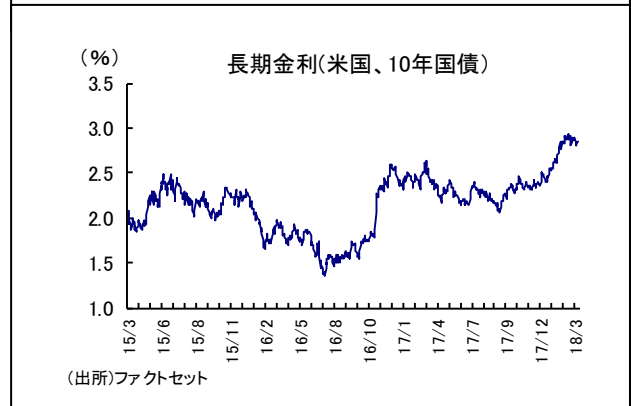
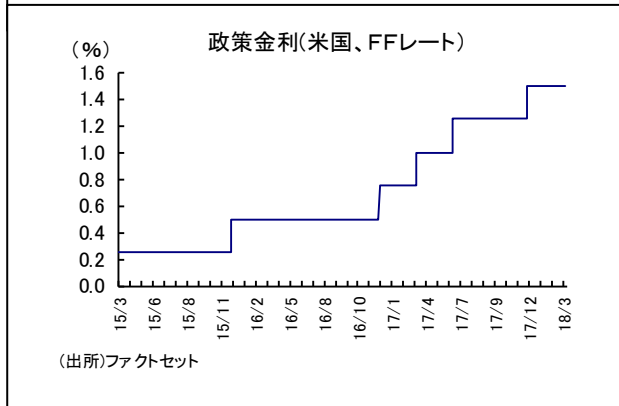
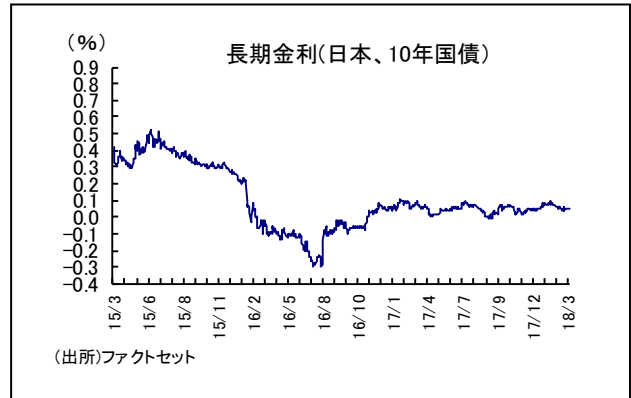
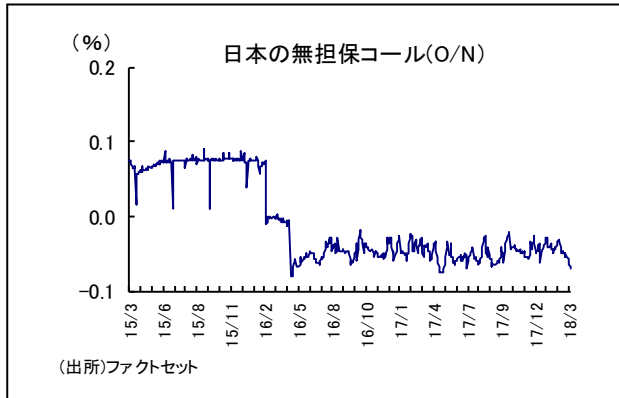
▽各国の株価動向



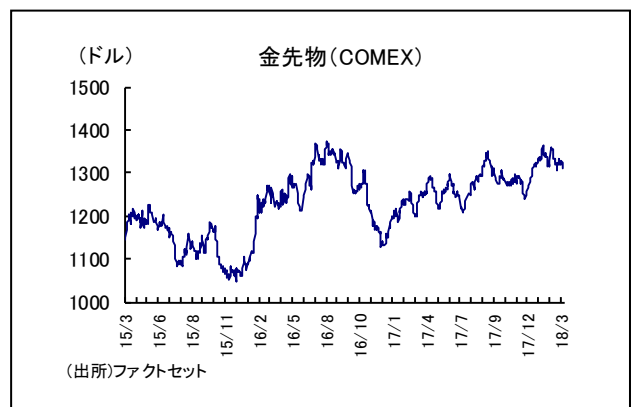
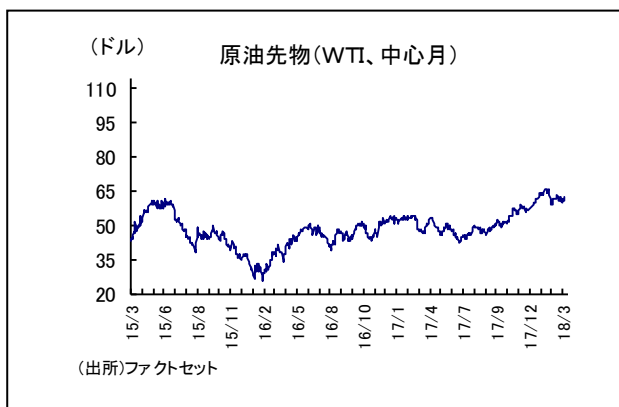
▽外為市場の動向



▽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、久保和貴、柳田亮、磯部雅人