

## 〈フォーカス〉 史上最長の景気拡大に残された課題

安倍政権誕生の前月に当たる12年11月から始まった今景気拡張局面は、この1月で74カ月に達し、戦後最長となった模様である。景気基準日付検討委員会による正式な判定は1年程度後ずれするが、1月29日に発表された月例経済報告で、「緩やかに回復」との景気判断が維持されたことで、ほぼ確定と言えそうだ。

今景気拡張期の特徴として挙げられるのが、前向きのモメンタムの弱さである。実際、この間の0.3%という平均

成長率は、90年のバブル崩壊以降の5回の景気拡張期のなかでは最も低い。この間、ミニ景気後退局面とも言える時期を含んでいたのが一因だが(図表)、その期間を除いても一致CIの動きは鈍い。

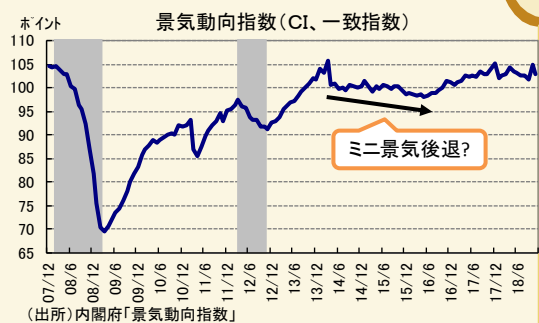
輸出依存度が高いのも特徴である。90年代のバブル崩壊後の5回の景気拡張期の総需要に占める輸出の寄与率(総需要の伸びを100%と置いた場合の占率)を見ると、21%、25%、54%、45%、45%と、直近3回の拡張期は概ね半分程度を輸出に頼っている。この点、政権発足後6年間にわたり海外景気がおしなべて良好だったという点で、安倍首相は幸運に恵まれたといえよう。反面、個人消費の寄与率は、40%、42%、37%、38%、20%と、今拡張期は格段に低い。実感なき景気回復と言われる所以である。

こうした状況下でも、労働市場の引き締めは著しい。失業率はきわめて低く、多くの企業は人手不足にあえいでいる。これは低成長の要因が景気ではなく、潜在成長率の低さにあることを示している。

潜在成長率の引き上げは、労働力人口、および一人当たり生産性の増加によって可能となる。人口が全体として減少に向かうなか、労働力人口を増やすのは難しいが、高齢者と女性、外国人材の活用で減少ペースを鈍らせることはできる。高齢者の活用を、社会保障制度の効率化と同時並行的に進めることで、同じく中長期的な成長の制約要因である財政赤字の拡大にも歯止めをかけられる。

生産性向上に向けた課題も多い。まず、単なる時短運動になりつつある働き方改革を、一人当たり生産性の向上という本来の目的に近づけていく必要がある。産業政策でいえば、観光戦略はアベノミクスの成長戦略のなかで、成功している数少ない項目のひとつであり、一段と強化したい。人口減少が続くなか、内需の先細りはある程度避けられない流れだが、「アジア内需」のポテンシャルは大きく、これは観光に限らない。また、第4次産業革命は今後数年でさらに大きく花開く可能性を秘めている。日本は今のところ世界の動きに遅れ気味だが、国として効率的に支援したい。

すでに長年言われ続けているが、医療・介護、教育、農業といった官製市場における岩盤規制の改革も不十分である。官邸に力がなくては手掛けられない分野だが、安倍政権は11月には桂太郎内閣を抜き、憲政史上最長の政権となる。それにふさわしいレガシーをぜひ経済分野で残してほしい。(Kodama wrote)



目次	
〈フォーカス〉史上最長の景気拡大に残された課題……………	1
・経済情勢概況……………	2
・日銀が物価見通しを再び大きく下方修正……………	3
・引き続き住宅投資が米景気の抑制要因に……………	9
・10-12月期GDPを受けた中国経済見通し……………	11
・主要経済指標レビュー……………	14
・日米欧マーケットの動向……………	18

**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、海外景気が腰折れするとは考えておらず、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、耐久消費財の買い替えサイクルによる需要押し上げなどが下支えするも、月例賃金の高い伸びが見込めないことから、力強さには欠ける展開が続くと予想する。住宅投資は、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、更新維持投資や省力化・省人化投資が下支えし、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や被災地復旧工事などが下支えし、底堅く推移すると見込む。

輸出は米国を中心とした堅調な海外景気などに支えられ、底堅く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、原油高による押し上げ効果が薄れることで、消費税の引き上げまでは伸びが鈍化し、~~2018年度は+0.9%程度~~、2019年度は+0.7-1.2%程度、~~2020年度は+1.0-1.5%程度~~となると予想する。

**米 国**

米国経済は、堅調に推移している。ただ、今後は2018年の景気を押し上げた大規模減税の効果が徐々に逡減することで、成長ペースは緩やかになると予想する。

個人消費は、所得税減税の効果逡減が見込まれるものの、雇用・所得環境の改善が続くとみられることなどから、緩やかながら回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、雇用環境の改善などが下支え要因となるものの、人手不足といった供給制約や、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となり、低調な推移を予想する。

設備投資は、企業の増益基調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ものの、資本ストックの積み上がりなどから増勢は徐々に鈍化すると予想する。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、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれることから増加基調の持続を予想する。ただし、米中貿易摩擦の影響が徐々に顕在化してくることなどから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

FRBは12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを2.00-2.25%から、2.25-2.50%へと引き上げた。2019年も2回程度の利上げ実施を予想する。

**欧 州**

ユーロ圏経済は、主にマインド面の悪化を背景に、回復ペースが鈍化している。ただ、ECBの緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や輸出の増加を背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、改善傾向が続くと予想する。ただ、消費マインドが悪化していることから、改善ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

固定投資は、貿易摩擦への懸念から、回復ペースの鈍化を見込む。輸出は、米国向けを中心に、持ち直しが続くと予想する。

ECBは12月の理事会で、これまで示してきたとおり資産買入れ策の年内終了と、現行の政策金利の2019年夏中のすえ置きをアナウンスした。政策金利の引き上げは、2019年9月以降と予想する。

日銀が物価見通しを再び大きく下方修正

今回も無風の会合

1月22、23日に開催された日銀金融政策決定会合(以下、会合)は、大方の予想通りほぼ無風に終わった。パウエルFRB議長が年明けに、今後は金融政策をより柔軟に運営していくと表明したことが株式相場のムードを変えたこともあって、一部市場関係者の間では黒田総裁の株価フレンドリーな発言に期待する向きもあったが、空振りに終わった。

どのみち、円高・株安トレンドはすでに一巡しつつある。効果的な追加緩和手段も見当たらないなかでは、日銀にとって会合前に下手に追加緩和期待が盛り上がる展開は避けたかったところで、12月の会合以降、大きく進んだ円高・株安が一巡した後に次の会合を迎えることができたのは、日銀にとって幸運だったといえる。

(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
15年7月15日	緩やかな回復を続けている	→	
15年8月7日	緩やかな回復を続けている	→	
15年9月15日	緩やかな回復を続けている	→	
15年10月7日	緩やかな回復を続けている	→	
15年10月30日	緩やかな回復を続けている	→	
15年11月19日	緩やかな回復を続けている	→	
15年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	→	
16年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
16年4月28日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年6月16日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年7月29日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年9月21日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年11月1日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年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	→	
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	→	

(出所)日銀

海外景気への警戒感を示す

今回、景気の現状判断は「緩やかに拡大している」ですえ置かれた。17年7月以降、13回連続で同じ表現が続いている(図表1)。個別項目ごとの判断も変わらないが(図表2)、世界経済が全体として減速傾向を

辿っていることもあって、そろそろすえ置きとの判断に違和感を覚える項目も出てきている。特に、輸出と生産の「増加基調にある」との判断は苦しい。黒田総裁は定例会見で、「**足許アジア向けの輸出のハードデータに大きな影響は出ていません**」と述べたが、当日朝に発表された財務省の貿易統計では、12月の中国向け輸出数量は前年比▲13.8%の大幅マイナス、アジア全体でも▲10.3%のマイナスであった。全体の輸出数量指数は11、12月と2ヵ月連続の前年比マイナスで、直近4ヵ月のうち3ヵ月で前年比マイナスという結果である。

(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	10月(展望レポート)	総じてみれば着実な成長が続いている	→
	12月(公表文)	総じてみれば着実な成長が続いている	→
	1月(展望レポート)	総じてみれば着実な成長が続いている	→
輸出	10月(展望レポート)	増加基調にある	→
	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	→
設備投資	10月(展望レポート)	企業収益が改善基調をたどり、 <u>業況感も良好な水準を維持するも</u> とで、増加傾向を続けている	↘
	12月(公表文)	企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとで、設備投資は増加傾向を続けている	→
	1月(展望レポート)	企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとで、設備投資は増加傾向を続けている	→
個人消費	10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	→
	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	→
住宅投資	10月(展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
	12月(公表文)	横ばい圏内で推移している	→
	1月(展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
公共投資	10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	→
	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	→
鉱工業生産	10月(展望レポート)	増加基調にある	→
	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	→
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	10月(展望レポート)	きわめて緩和した状態にある	→
	12月(公表文)	きわめて緩和した状態にある	→
	1月(展望レポート)	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	10月(展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
	12月(公表文)	横ばい圏内で推移している	→
	1月(展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→

(出所) 日銀

黒田総裁は、「米中経済は今の時点でそれほど減速していません」とも述べたが、中国の10-12月期実質GDP成長率は6.4%と、リーマンショック以来の低い伸びとなっている。中国にとって主力輸出品のひとつである集積回路の生産は、16~17年にかけては前年比2~3割の高い伸びが続いていたが、昨年8月にトランプ大統領が関税率を25%に引き上げてからは失速、足元ではマイナス圏に沈んでいる。GDPの公表数値以上に実体景気が悪化している可能性も十分である。

国内生産の基調も弱まりつつある。11月の鉱工業生産は2ヵ月ぶりの前年比マイナスとなった。夏場の自然災害の影響が一巡した後のリバウンドの動きも、期待されたほどには出ていない。はん用・業務用機械工業、電気・情報通信機械工業、電子部品・デバイス工業等が弱く、この顔ぶれは、中国向け輸出の減速が足かせとなっている様子を示唆している。このままであれば、次回3月の会合で、輸出、生産とも下方修正される可能性は捨てきれない。

展望レポートでは、海外景気の下振れリスクについての警戒感が随所にちりばめられており、下方修正に備えた布石が打たれているとみることできる。まず、「経済の中心的な見通し」のパートでは、海外経済の、「総じてみれば着実な成長」との見通しは変わらなかったものの、「海外経済は、米中貿易摩擦など最近の様々な動きには注意を要するが」との断り書きが追加された。「経済のリスク要因」のパートでも、①海外経済の動向、②消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性の4点が挙げられている点は変わらないが、「海外経済の動向」において「海外経済を巡る下振れリスクは、このところ強まっているとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある」との一文が追加されている。今後数ヵ月の海外景気の動向次第では、総合判断に影響を与える可能性もある。

(図表3) 先行きの見通しの推移 (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
経済	10月(展望レポート)	日本経済の先行きを展望すると、2018年度は海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとで、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。2019年度から2020年度にかけては、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を背景に、成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる	→
	12月(公表文)	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済が総じてみれば着実に成長していくことを背景に、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。	→
	1月(展望レポート)	日本経済の先行きを展望すると、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとで、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、2020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見込まれる	→
物価	10月(展望レポート)	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと	→

		考えられる。	
	12月（公表文）	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる	→
	1月（展望レポート）	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	→

（出所）日銀

### 展望レポートでは物価見通しを下方修正

展望レポートの見通しでは、18年度の成長率が10月の1.4%から0.9%へと大幅に下方修正された。自然災害の影響で、7-9月期のGDPが大きく下振れていたことから、これは大方の予想通りの変更である。ただ、持続的な鈍化を予想しているわけではなく、19年度は前回10月の0.8%から0.9%へ、20年度は0.8%から1.0%へと逆に上方修正している。20年度の上方修正幅がより大きくなっているのは、11月以降発動される消費増税対策の影響を織り込んだためと考えられる。

（図表4）展望レポートにおける見通し（政策委員の大勢見通しの中央値）

	前年比(%)	18年7月展望レポート	18年10月展望レポート	19年1月展望レポート	19年1月展望レポート（当社予想）
2018年度	実質GDP	1.5	1.4	0.9	1.0
	コアCPI	1.1	0.9	0.8	0.8
2019年度	実質GDP	0.8	0.8	0.9	0.8
	コアCPI	1.5	1.4	0.9	1.3
2020年度	実質GDP	0.8	0.8	1.0	0.8
	コアCPI	1.6	1.5	1.4	1.4

（出所）日本銀行より明治安田生命作成

コアCPIについては、19年度が1.4%から0.9%へと大幅に下方修正されたのが目を引く。18年度についても0.9%から0.8%へと下方修正されている。CPIの下方修正自体、もはや年中行事だが、今回はいずれも原油価格の下落が主因との説明である。展望レポート冒頭の「概要」の中の、前回10月の見通しとの比較を述べるパラグラフでは、「物価については、原油価格の下落を主因として、2019年度を中心に下振れている」とされているほか、「物価の中心的な見通し」のパートでは、「昨秋以降、原油価格は下落に転じており、これが2019年度の消費者物価の前年比を押し下げる要因として作用する」と説明されている。原油価格の影響が剥落する20年度には再び1.4%まで戻って来るとの見通しで、黒田総裁も会見で、「物価見通し自体が2020年度に向けて大きく変わったわけではありません」と述べている。物価目標の達成時期についても、「前回の展望レポートと比べて先送りになったということではありません」とのことだが、物価目標の具体的な達成時期についての記述をすでに昨年4月に削除しているため、あまり意味のあるコメントとは言えない。実態としてはどんどん達成時期が先送りされているものと考えられ、具体的な時期の削除により、日銀にとっては達成時期の先送りを認めることなく気楽に物価見通しを下方修正できる状況になっている。

### 日銀資産サイドのマイナス金利は可能か

もし、追加緩和が必要な情勢になった場合のアイデアとして、日銀当預ではなく、日銀信用供与面でマイナス金利を採用する可能性が取り沙汰されている。銀行にとって、日銀から借りれば借りるほど利益が出るという奇策だが、金利が設備投資の制約要因でなくなって久しいことを考えれば、実体景気への効果はどのみち限定的なものにとどまりそうである。これにより収益性の低い投資案件が採用されるケースが増えるようであれば、むしろ将来的な成長力に悪影響を与えることにもなりかねない。マイナス金利採用の際も、伸びたの

はもっぱら不動産業界向けと個人の住宅ローンの借り換え需要だったことを考えれば、単に都市部の不動産バブルを深刻化させるだけに終わる可能性もある。

銀行にとって、負債の大宗は依然ゼロ金利が下限の預金であり、新政策で貸出金利の一段のディスカウントが進むであろうことを考えれば、収益性に与える効果は限定的か、むしろ悪化する可能性も考えられる。これについては、「貸出支援基金」発足のころから、銀行にとっては有難迷惑との声が夙に聞かれた。預金金利のマイナス化を認めるなど、より大胆な政策に踏み込めば別だが、金融システムのことだけ考えるのであれば、マイナス金利+YCCを撤廃した方が早い。機能するスキームとするためには、かなり慎重に工夫する必要性がありそうである。(担当:小玉)

(図表5) 展望レポートの概要(前回との比較、下線部は主たる変更箇所)

1. わが国の経済・物価の中心적인見通し

(1) 経済情勢

	前回 (2018/10/31)	今回 (2019/1/23)
現状判断	わが国の景気は、緩やかに拡大している	わが国の景気は、緩やかに拡大している
先行き見通し	日本経済の先行きを展望すると、2018年度は海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとで、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。2019年度から2020年度にかけては、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を背景に、成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。	日本経済の先行きを展望すると、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとで、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、2020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見込まれる。
前回の展望レポートとの比較	従来の見通しと比べると、成長率については、概ね不変である。物価については、 <u>2018年度を中心に幾分下振れている。</u>	従来の見通しと比べると、成長率については、 <u>2018年度は下振れているが、2019年度、2020年度は概ね不変である。</u> 物価については、 <u>原油価格の下落を主因として、2019年度を中心に下振れている。</u>

(2) 物価情勢

	前回 (2018/10/31)	今回 (2019/1/23)
先行き見通し	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。
物価見通しの背景	①マクロ的な需給ギャップは、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景にプラス幅を拡大しており、先行きについても、比較的大幅なプラスで推移するとみられる。 ②中長期的な予想物価上昇率は、「適合的な期待形成」の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていく、「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になる。 ③輸入物価についてみると、原油価格の上昇は、2018年度の消費者物価の押し上げ要因として作用するが、その影響は緩やかに減衰していく。	①マクロ的な需給ギャップは、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景にプラス幅を拡大しており、先行きについても、比較的大幅なプラスで推移するとみられる。 ②中長期的な予想物価上昇率は、「適合的な期待形成」の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていく、「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になる。 ③輸入物価についてみると、 <u>既往の原油価格上昇は2018年度の消費者物価を押し上げてきたが、昨秋以降、原油価格は下落に転じており、これが2019年度の消費者物価の前年比を押し下げる要因として作用すると予想され</u>

		る。
--	--	----

2. 上振れ要因・下振れ要因

	前回 (2018/10/31)	今回 (2019/1/23)
経済の上振れ要因・下振れ要因	①海外経済の動向 ②消費税率引き上げの影響 ③企業や家計の中長期的な成長期待 ④財政の中長期的な持続可能性	①海外経済の動向 ②消費税率引き上げの影響 ③企業や家計の中長期的な成長期待 ④財政の中長期的な持続可能性
物価の上振れ要因・下振れ要因	①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向 ②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度 ④今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向	①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向 ②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度 ④今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向

3. 金融政策運営

	前回 (2018/10/31)	今回 (2019/1/23)
第一の柱	消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因については注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる	消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因については注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる
第二の柱	経済の見通しについては、 <u>海外経済の動向</u> を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強化を示す動きは観察されていない。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、 <u>先行きの動向には注視していく必要がある。</u>	経済の見通しについては、 <u>海外経済の動向</u> を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強化を示す動きは観察されていない。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、 <u>先行きの動向には注視していく必要がある。</u>
金融政策運営	金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。	金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

(出所) 日銀



## 引き続き住宅投資が米景気の抑制要因に

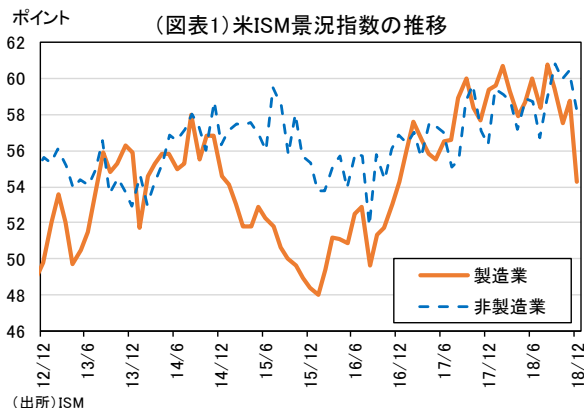
### 米景気は急速に悪化している訳ではない

12月から年始にかけての金融市場は、株価が急落し長期金利も急低下、ドル円は一時104円台を記録するなど大荒れとなった。グローバル景気の先行きやFRBの金融政策を巡る不透明感、米中貿易摩擦や米政府機関閉鎖問題などといった悪材料を織込み、景気後退を想定するかのような値動きとなった。年明けに発表された12月米ISM景況指数は、製造業、非製造業ともに大きく低下し、市場の不安に油を注いだ(図表1)。特に製造業の落ち込みが顕著だったが、指数自体は好不調の境目とされる50ポイントを上回っているほか、製造業よりもGDPに占めるウェイトの高い非製造業は依然として高水準で推移している。業種別ではなく、米国企業全体のマインドを把握するため総合ベースのPMIを見ると、12月は小幅の低下にとどまり、1月(速報)は逆に小幅ながら上昇している(図表2)。少し長い目で見ても、同PMIは横ばい圏で推移しており、足元で米企業全体の景況感が急速に冷え込んでいる様子は見られない。今後の米景気は、減税効果が逡減するため成長ペースの鈍化が見込まれるものの、鈍化ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

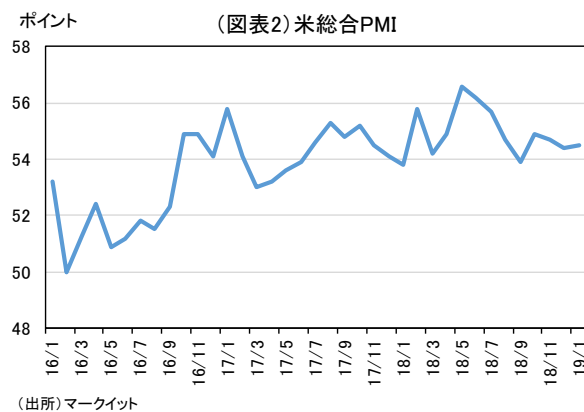
### 住宅投資は短期的に持ち直し

そうしたなか、足元では住宅投資の減少に歯止めがかかりつつある。実質GDPベースの住宅投資は2018年7-9月期に前期比年率▲3.6%と、3四半期連続のマイナスとなったが、10、11月平均の住宅着工件数は7-9月期平均比で+0.2%と、小幅ながらプラスに転じている(本レポート作成時、政府機関一部閉鎖の影響により、12月以降のデータ発表が延期中)。昨年秋のハリケーン被害に伴う復興需要が徐々に顕在化している可能性があるほか、住宅ローン申請指数(購入目的)の急反発が示すとおり、昨年11月以降の長期金利低下に伴い、住宅ローン金利が約8年来の高水準から低下したことが寄与している可能性が高い(図表3)。住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数は昨年末に大きく低下して

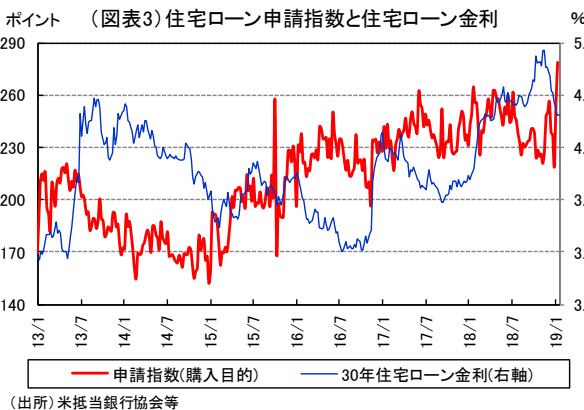
(図表1)米ISM景況指数の推移



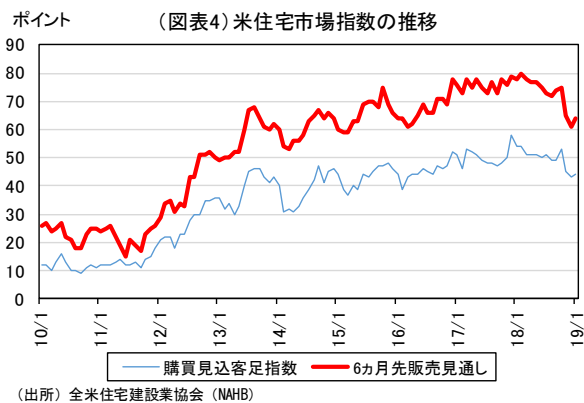
(図表2)米総合PMI



(図表3)住宅ローン申請指数と住宅ローン金利



(図表4)米住宅市場指数の推移



おり、12月は2015年5月以来の低水準となったが、1月は3ヵ月ぶりに上昇した。発表元のNAHB（全米住宅建設業協会）によれば、同指数の上昇は住宅ローン金利の低下が一因であり、今年初めにかけて金利低下が住宅市場を支える要因になると指摘している。

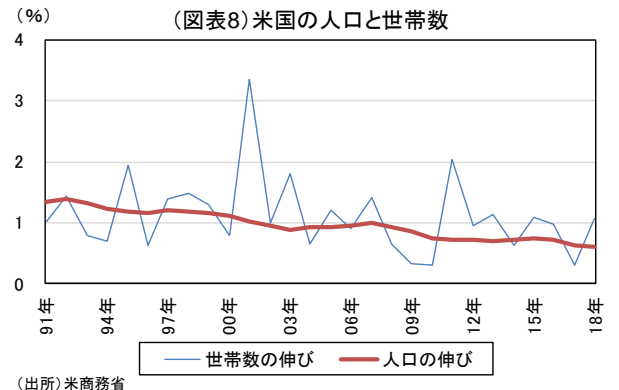
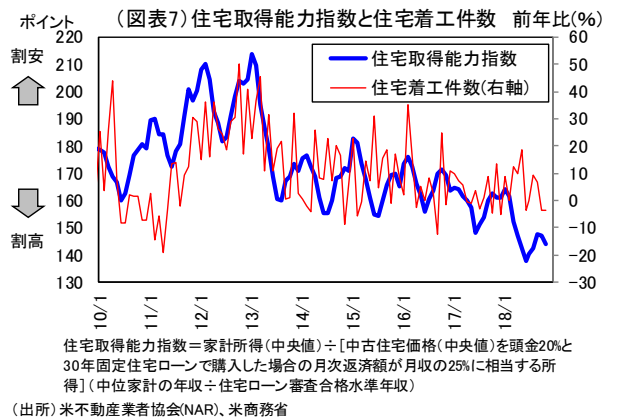
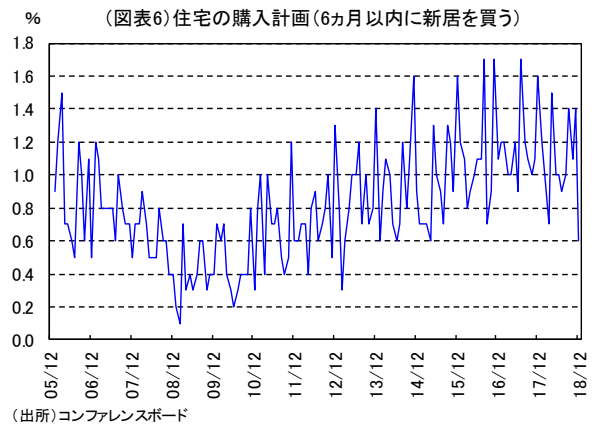
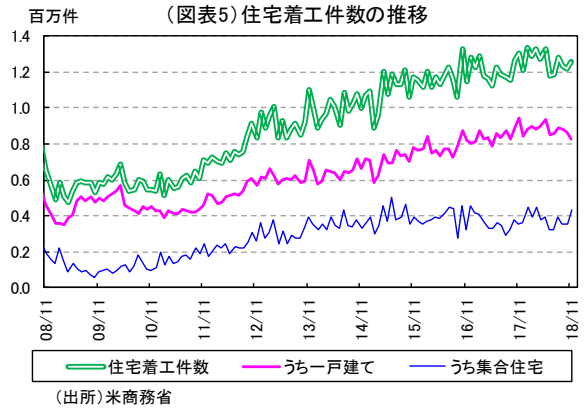
**住宅投資の先行指標は弱含み**

ただ、復興需要は短期的な押し上げ要因に過ぎないほか、金利の低下についても、米景気の先行懸念などを背景にFRBの利下げ観測が台頭するなど、過度に悲観的なムードが漂うなかでの行き過ぎた動きである可能性が高い。住宅市場指数の購買見込み客足指数、6ヵ月先の販売見通しは、ともに低下傾向で推移している（図表4）。住宅着工の内訳を見ても、10、11月平均が7-9月期平均比でプラスに転じたのは、振れの激しい集合住宅が11月に伸びた影響が大きく、ウェイトの大きい戸建住宅は11月まで3ヵ月連続のマイナスとなっている（図表5）。

コンファレンスボードが行なった調査によれば、6ヵ月以内に新居を購入するとの回答が減少傾向をたどっているほか（図表6）、住宅着工件数の先行指標とされる住宅着工許可件数は11月に同5.0%と2ヵ月ぶりに増加したものの、増減を繰り返しながら減少傾向で推移している。加えて、新築住宅の在庫は約10年ぶりの水準に上昇した。

家計の住宅取得能力指数を見ても、過去10年間で最も割高な水準で推移している（図表7）。所得環境の改善に加え、住宅ローン金利の低下といった追い風があるものの、住宅購入に積極的になるためには住宅市場の割高感が緩和する必要がある。また、商務省の人口推計では緩やかながら人口の伸びの鈍化が予想されており、今後、世帯数の伸びの鈍化が見込まれることも住宅投資の制約要因となりうる（図表8）。

10、11月の住宅着工の持ち直しは住宅投資の増加トレンドへの転換を示唆するものではなく、一時的な動きと考える。住宅投資は今後も米国景気の抑制要因として寄与しよう。（担当：大広）



## 10-12月期 GDP を受けた中国経済見通し

### 3 四半期連続の減速

10-12月期の中国実質 GDP 成長率は前年比+6.4%と、3 四半期連続で減速した（図表 1）。また、2018 年通年での成長率は同+6.6%と、およそ 28 年ぶりの低成長となった。米中貿易摩擦が激化するなか、輸出産業を中心に生産活動が減速した影響が大きいとみられる。

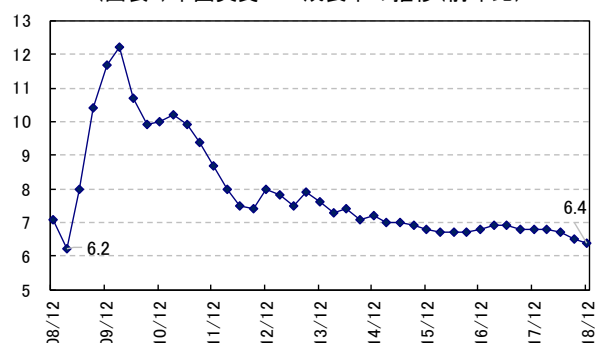
企業マインドは悪化している。12月の国家統計局版の製造業 PMI は 49.4 と、好不況の境である 50 を割り込んだ（図表 2）。特に、新規輸出受注 PMI が大きく低下しており、米国による対中関税引き上げや世界的な景気減速など、外部要因の悪化が生産活動を下押ししたとみられる。

景気の下振れリスクが高まるなか、当局は金融緩和や個人向け・企業向け減税などを立て続けに打ち出し、景気の下支えを図っている。今後の中国景気は、各種政策による景気押し上げ効果と、貿易摩擦による景気下押し圧力の綱引きとなり、2019 年から 2020 年にかけて成長率は緩やかに減速していくと見込む。ただ、米中貿易摩擦が一段と激化した場合には、景気下振れリスクが高まるとみる。

### 個人消費は緩やかな減速へ

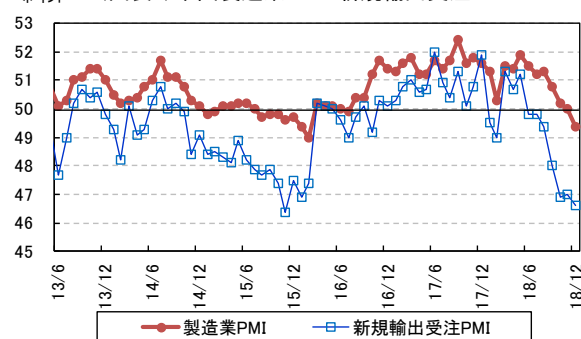
12月の実質小売売上高は前年比+6.9%、10-12月期平均では同+6.1%と、7-9月期平均の同+6.5%から減速した（図表 3）。中国の個人消費を巡る、「農村から都市への移住により可処分所得が増加して消費が伸びる」という基礎的な下支え要因に大きな変化は無いと考えられる。ただ、足元では、2017 年末で終了した自動車減税策による需要の先食いが、個人消費に大きな下押し圧力をかけている。中国の個人消費に占める自動車のウェイトは 10%程度とみられ、自動車販売の動向が消費動向に及ぼす影響は大きい。自動車販売の推移を見ると、小型車減税に伴う需要の先食いの影響で、2018 年半ば以降、反動減が顕在化している（図表 4）。2018 年の新車販売台数は 2,808 万

(図表1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)



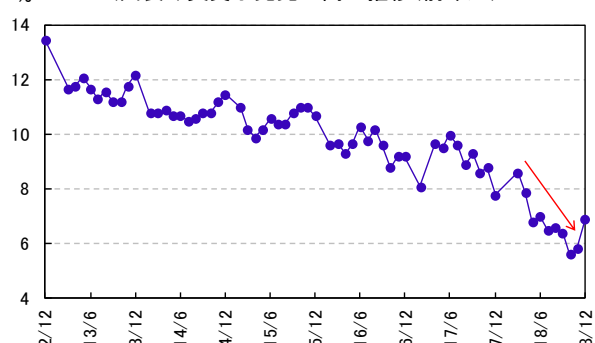
(出所) 中国国家統計局

(図表2) 中国製造業PMIと新規輸出受注PMI



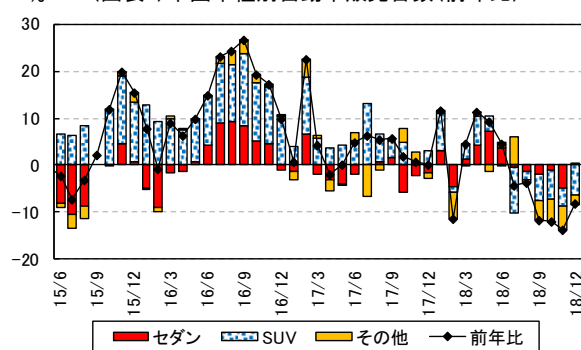
(出所) 中国国家統計局 50が拡大/縮小の境目とされる

(図表3) 実質小売売上高の推移(前年比)



(出所) 中国国家統計局

(図表4) 中国車種別自動車販売台数(前年比)



(出所) 中国汽車工業協会

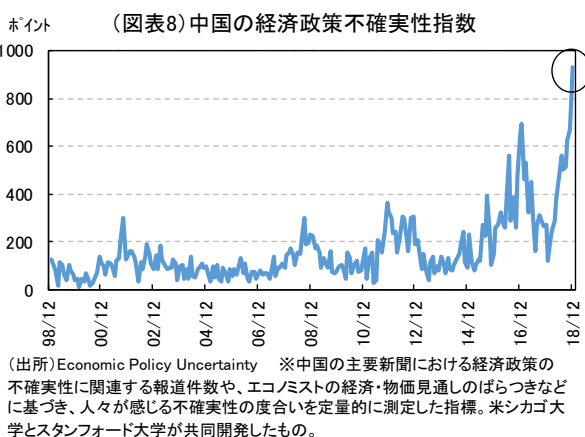
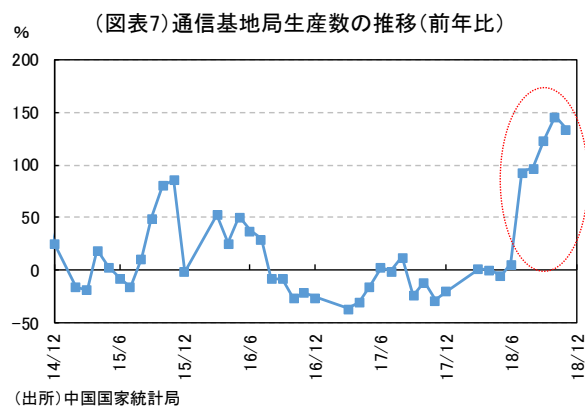
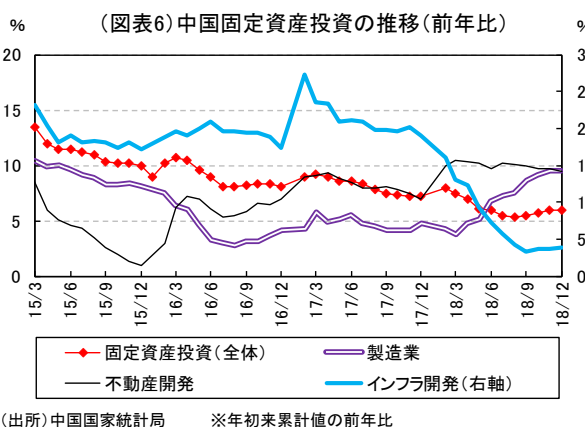
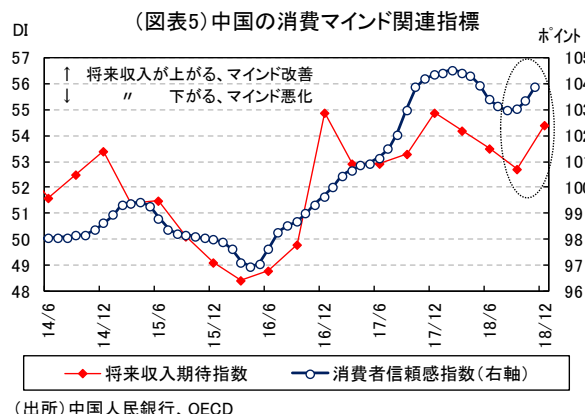
台で前年比▲2.8%と、28年ぶりのマイナスに転じた。

一方で、中国では貿易摩擦の激化や株価の急落などを背景に悪化していた消費マインドが、昨冬から持ち直しつつある（図表5）。背景には、昨年10月に中国が所得減税を実施したことがあるとみられる。今年1月には追加的に個人向け減税を実施する予定であることから、可処分所得の増加とともに、消費マインドは一段と上向くと予想する。今後の個人消費は、政府による減税など政策効果により下支えされ、減速ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

**固定資産投資は緩慢な回復にとどまる**

1-12月期の固定資産投資は前年比+5.9%と、1-9月期の同+5.4%から伸び幅が拡大した（図表6）。背景には、これまで減速が続いていたインフラ開発投資が同+3.8%と、1-9月期の同+3.3%から持ち直したことがある。インフラ開発投資については、12月の中央経済工作会议で、2019年も特別地方債発行により地方政府のインフラ開発投資を促進させるとの方針が示された。インフラ開発投資は、今後緩やかに伸び幅を拡大させていくと予想する。

製造業投資については、2018年以降、伸び幅が拡大傾向で推移している。背景には、政府が打ち出した産業技術高度化政策である「中国製造2025」を受けて、ハイテク産業への補助金が交付されているとみられる。特に通信産業においては、2019年を「5G元年」と位置付けている中国政府、および大手通信会社が、5G通信に対応した通信基地局の建設に力を入れており、2018年半ば以降急増している（図表7）。1月10日、中国工業情報相は、2019年後半には5G通信に対応したスマートフォン・タブレット端末が市場に投入され、車の自動運転も実用化されるとの見通しを示した。今後とも5G基地局の建設が、製造業投資を下支えするとみる。

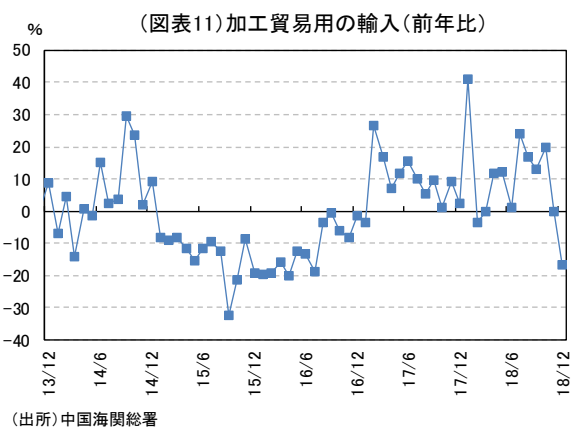
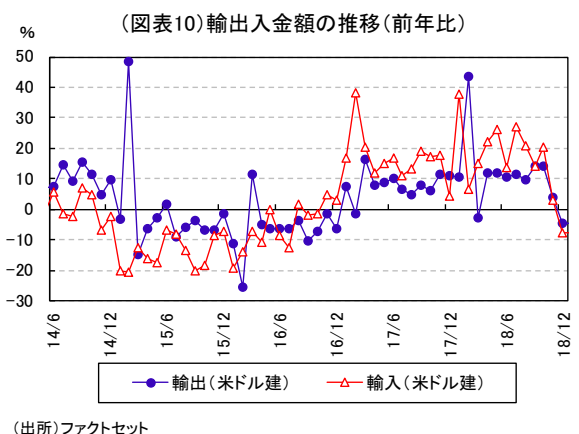
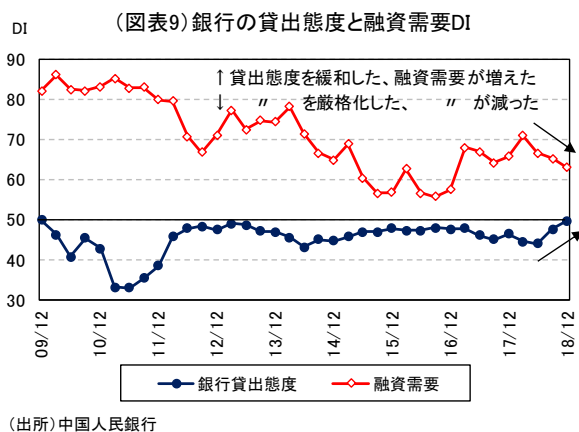


ただ、中国人投資家の間では、米中貿易摩擦の激化を背景に、経済政策に対する不透明感が歴史的な水準にまで高まっている（図表 8）。特に、米国による「中国製造 2025」関連製品をねらい撃ちにした関税引き上げや、米国を中心に「国家安全保障の理由」から中国製通信機器を排除する動きが出てきたことなども、投資家に中国での投資を躊躇させる要因となっている。こうした先行き不透明感の高まりもあって、中国人民銀行が行なっている預金準備率の引き下げなどを背景に銀行の貸出態度が緩和しているにもかかわらず、投資の誘発効果は限定的なものにとどまっている（図表 9）。今後の固定資産投資は、地方政府によるインフラ開発投資や 5G 基地局の設立が下支えになるとみるが、先行き不透明感の高まりから民間部門による投資は抑制され、全体としては緩慢な回復にとどまると予想する。

**輸出は減速が見込まれる**

10-12 月期の輸出は前年比+4.6%と、7-9 月期の同+11.7%から大きく減速した。12 月単月では輸出入ともに前年比マイナスに落ち込むなど、下向きのモメンタムが強まっている（図表 10）。輸出が急減速した背景には、トランプ米大統領が 2019 年から 2,000 億ドル相当の中国製品の関税引き上げを予定していたことで、対米輸出が駆け込みで増加、その反動減が顕在化したことがある。輸入については、中国が米国産大豆に高関税をかけたことで、米国からの輸入額が急減した影響が大きい。また、前述した米国の対中関税引き上げを控え、加工貿易用の輸入に駆け込みと反動減が発生したことも影響した（図表 11）。

今後については、世界景気の減速を背景に、輸出は減速傾向で推移するとみる。なお、足元では米中通商協議が 2 月末を期限に行なわれており、これまで盛んに指摘されてきた「外国企業からの技術移転強要の禁止」を中国側で法制化する動きもみられる。ただ、米国の対中保護主義政策の背景には、経済分野にとどまらない米中間の覇権争いがあることから、今回の協議で完全に決着するとは考えにくく、米中貿易摩擦は今後とも中国、ひいては世界貿易のかく乱要因になるとみる。（担当：久保）

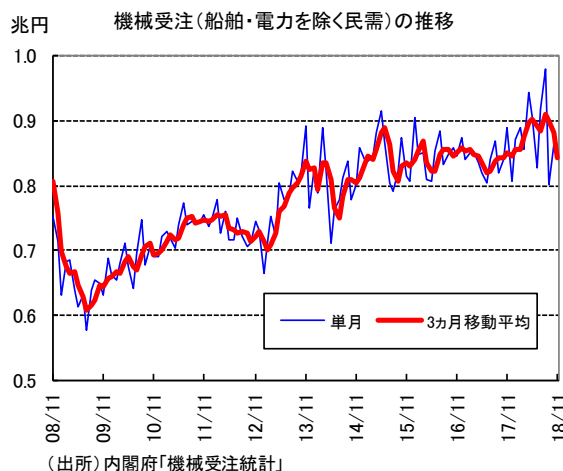


主要経済指標レビュー (1/15~1/25)

《日本》

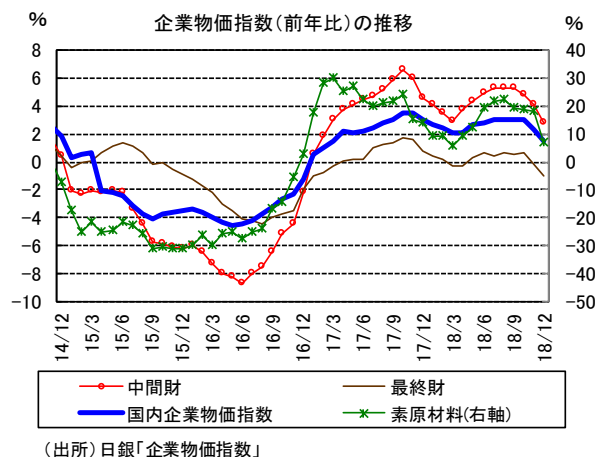
○11月機械受注(1月16日)

11月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比▲0.0%と2ヵ月ぶりのマイナスとなった。基調判断は、前月に下方修正された「機械受注は、持ち直しの動きに足踏みが見られる」がすえ置かれた。前月10月は自然災害により落ち込んでいた9月からの反動増が鈍かったが、今月も目立った戻りは見られなかった。法人企業景気予測調査では、10-12月期の設備投資が底堅く推移する可能性が示唆されていたなど、過度に悲観視する必要はないものの、モメンタムに陰りが見え始めているのには注意が必要である。機械受注はもとより振れの大きい統計であり、トレンドの見極めは慎重に行なう必要はあるが、増加基調自体は崩れておらず、設備投資の緩やかな回復傾向は続くと予想する。



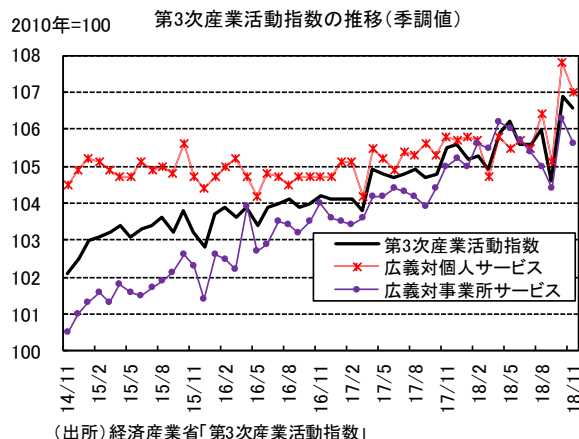
○12月企業物価指数(速報値、1月16日)

12月の国内企業物価指数は前年比+1.5%と、24ヵ月連続のプラスとなったが、伸び幅は10月の同+2.3%から縮小した。前月比で押し上げに寄与した項目は、電力・都市ガス・水道、パルプ・紙・同製品。一方、押し下げに寄与した項目は、石油・石炭製品や化学製品などで、引き続き原油安が影響している。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出入物価が前年比+0.6%→▲1.2%と9ヵ月ぶりにマイナスとなり、輸入物価は同+9.5%→+3.3%とプラス幅を縮小させ、交易条件は改善した。今後については、10月以降の原油価格の下落を受け、過去の燃料価格が遅れて反映される電力価格の伸びも鈍化すると考えられ、企業物価の伸びは鈍化傾向で推移するものとみている。



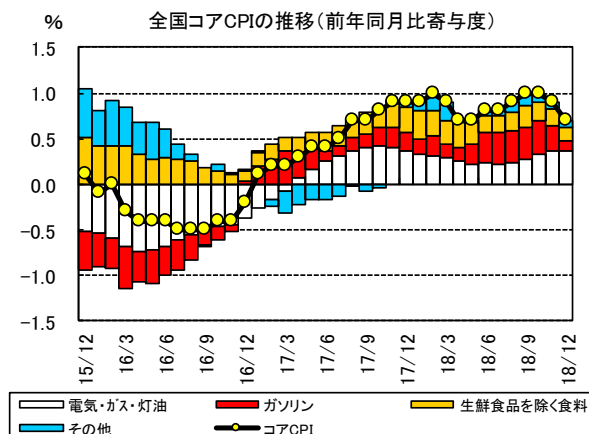
○11月第3次産業活動指数(1月16日)

11月の第3次産業活動指数は前月比▲0.3%と、2ヵ月ぶりにマイナスとなった。基調判断は前月上方修正された「持ち直しの動きがみられる」がすえ置かれた。全11業種のうち3業種が上昇し、8業種が低下した。業種別内訳で最もプラス寄与が大きかったのは事業者向け関連サービスで、同+2.6%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。一方で、金融業、保険業が同▲2.2%と3ヵ月ぶりのマイナスとなった。株取引の減少で金融商品取引業が低下した。今後については、自然災害からの戻りに一服感が見られるものの、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がら改善が続くとみる。



○ 12月全国消費者物価指数（1月18日）

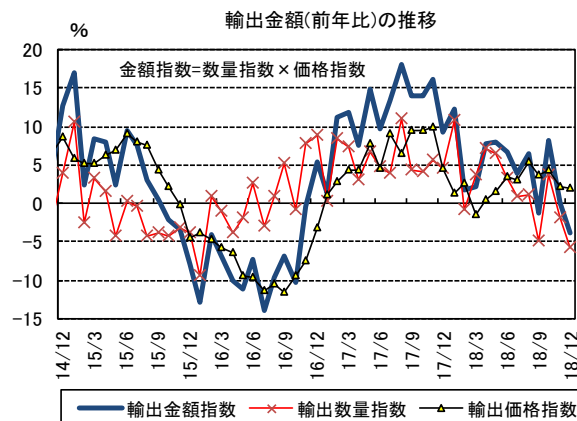
12月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は前年比+0.7%と、伸び幅は11月から0.2%ポイント縮小した。昨秋以降、軟調な推移に転じた原油価格の影響が大きい。新型コア指数は同+0.3%で変わらず。労働需給のひっ迫にもかかわらず、いまだに賃上げの動きは鈍く、一般物価全体が上昇に向かう兆しは乏しい。日銀は1月22、23日の金融政策決定会合で、CPIの見通しを大きく下方修正した。日銀の見通しには、消費増税に加えて幼児教育無償化の影響も考慮されているが、織り込まれていない携帯電話の通信料金値下げも考慮すると、コアCPIが再びマイナスに陥る可能性もある。



(出所)総務省「消費者物価指数」

○ 12月貿易統計（1月23日）

12月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲3.8%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。輸出金額の季調済前月比は▲1.3%、輸出金額から価格変動要因を除いた輸出数量の伸びは前年比▲5.8%と、いずれも2ヵ月連続のマイナスとなった。中国向け輸出が大きくマイナスとなっており、中国の景気減速が要因として考えられる。今後については、引き続き米中通商交渉の行方がかく乱要因となる。中国政府の景気支援策の規模と効果、日米通商交渉の行方にも注意が必要。今のところ、世界経済が早期に腰折れするとは予想していないが、ここへきて弱めの経済指標が増えつつある中国、欧州経済については、より慎重に方向性を見極めていく必要があるだろう。

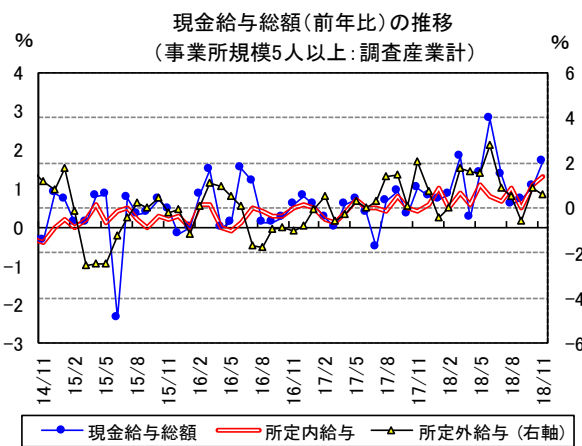


(出所)財務省「貿易統計」

○ 11月毎月勤労統計（確報再集計値、1月23日）

11月の毎月勤労統計では、現金給与総額（事業所規模5人以上：調査産業計）が前年比+1.7%と、16ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、定期給与のうち、所定内給与は同+1.3%と、30ヵ月連続のプラス、所定外給与は同+0.6%と、2ヵ月連続のプラス。また、特別給与は同+8.7%と3ヵ月連続のプラスとなった。今後については、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみている。

※なお、不適切な調査方法発覚を受けて公表された再集計値に基づいて記載

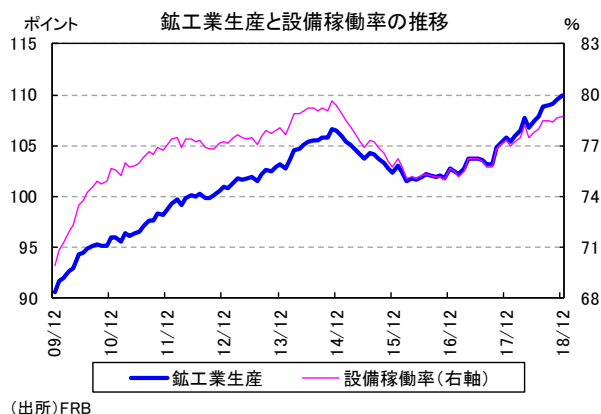


(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」 ※従来公表値ではなく、再集計値

《米 国》

○ 12月鉱工業生産（1月18日）

12月の鉱工業生産指数は前月比+0.3%と、7カ月連続で上昇した。産業別に見ると、公益事業が同▲6.3%と暖冬の影響などから3カ月ぶりに低下する一方、製造業が同+1.1%、鉱業が同+1.5%と、ともに2カ月連続で上昇し、全体をけん引した。製造業では、輸送機器やPC・電子部品などの耐久財が2カ月連続で増加したほか、化学や食品などの非耐久財も5カ月ぶりに増加した。設備稼働率は78.7%と前月の78.6%から小幅ながら上昇し、引き続き高水準で推移している。貿易摩擦による影響が懸念されるものの、企業の増益基調を背景に設備投資は緩やかながら増加傾向が続くほか、雇用・所得環境の改善などから個人消費の増加が見込まれ、鉱工業生産は増産基調を持続しよう。

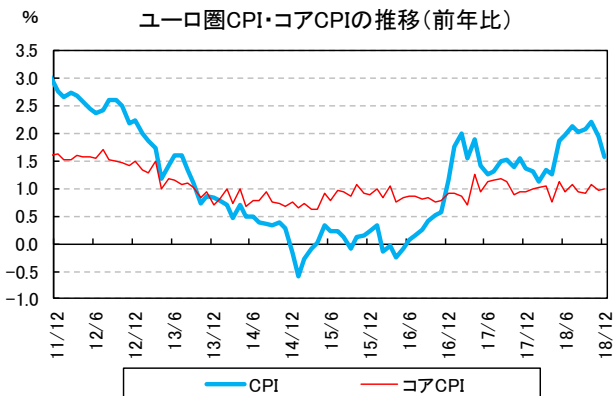




《 欧 州 》

○12月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（1月17日）

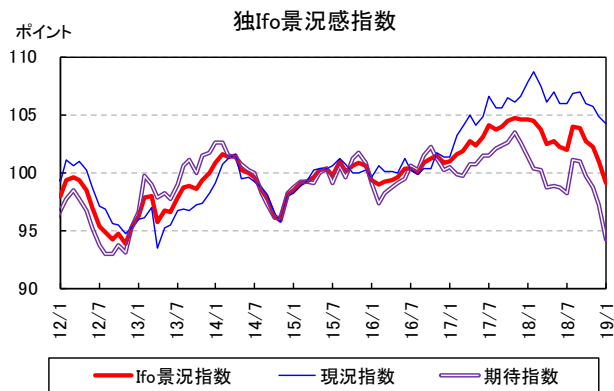
12月のユーロ圏CPIは前年比+1.6%と、前月の同+1.9%から伸び幅が一段と縮小した。財価格はエネルギー価格の下落を背景に、同+2.5%→+1.8%と伸び幅が縮小した。サービス価格は同+1.3%と伸び幅は変わらなかった。国別では、ドイツが同+2.2%→+1.7%、フランスが同+2.2%→+1.9%、イタリアが同+1.6%→+1.2%、スペインが同+1.7%→+1.2%と、それぞれ伸び幅が縮小した。コアCPIはサービス価格の伸びが鈍いことを背景に、前年比+1%前後での推移が続いている。今後原油価格が足元の水準で横ばい推移したとしても、前年比では伸び幅が縮小するため、ユーロ圏CPIの伸び幅も縮小するとみる。



(出所)ユーロスタット

○1月ドイツIfo景況感指数（1月25日）

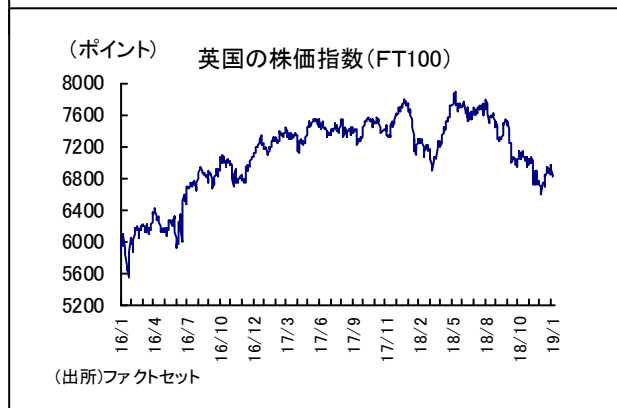
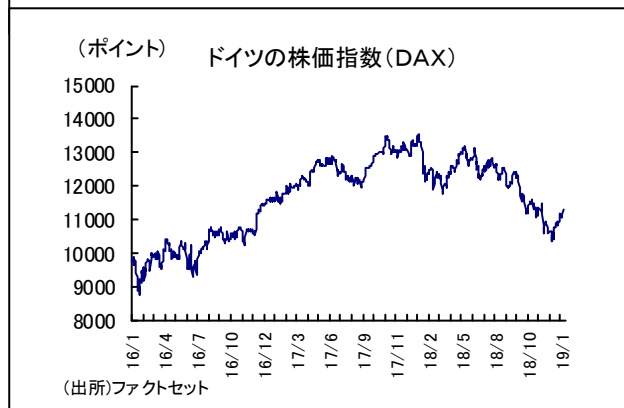
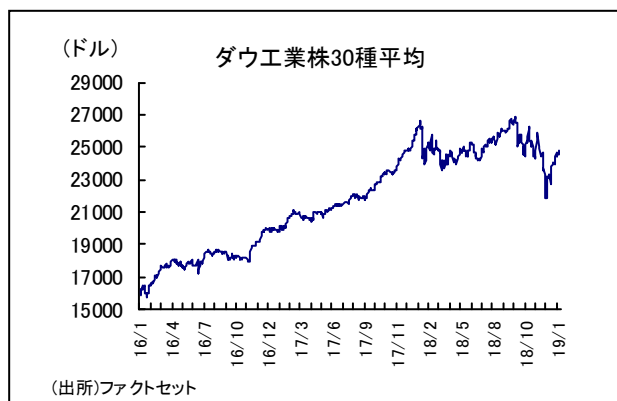
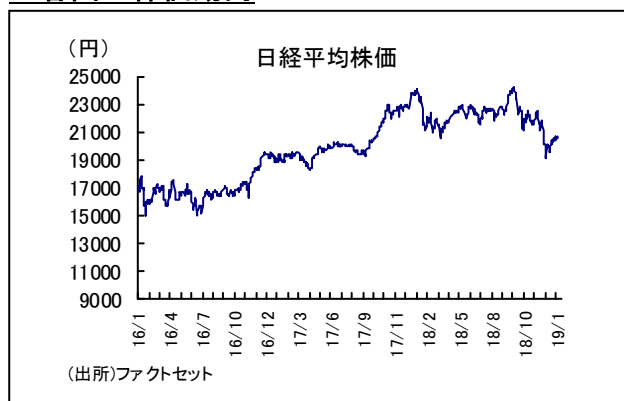
1月のドイツIfo景況感指数は99.1と5ヵ月連続で低下した。内訳では、現況指数が104.9→104.3、期待指数が97.3→94.2とそれぞれ低下した。特に、期待指数は2012年12月以来の低水準となった。産業別では、製造業は14.9→11.2、サービス業は27.0→24.5、小売・卸売業は9.2→4.6、建設業は29.3→20.0とそれぞれ悪化した。同時に公表される「Ifo不確実性指数」は高水準での推移が続いており、中国景気の減速懸念、米中貿易摩擦の激化懸念などを背景に、ドイツの企業は先行き慎重な見方を強めている。今後のドイツ景気は、堅調な雇用環境を背景に内需は底堅いとみるも、米中貿易摩擦は早期に解決する問題ではないことから、回復ペースは緩やかなものと予想する。



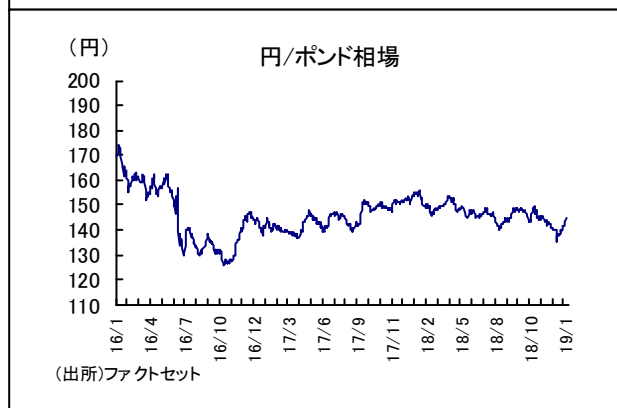
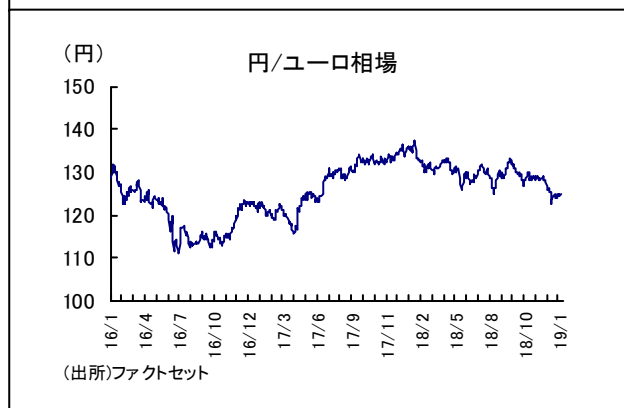
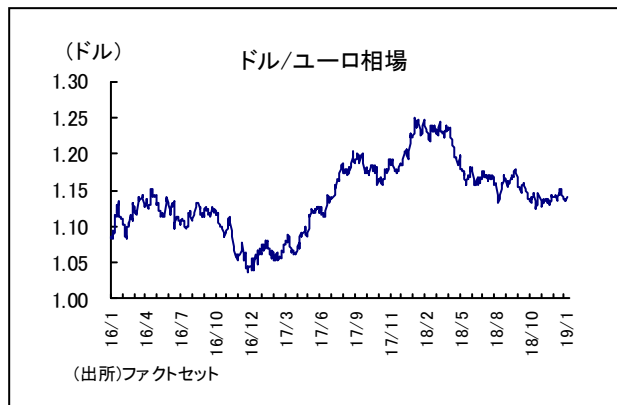
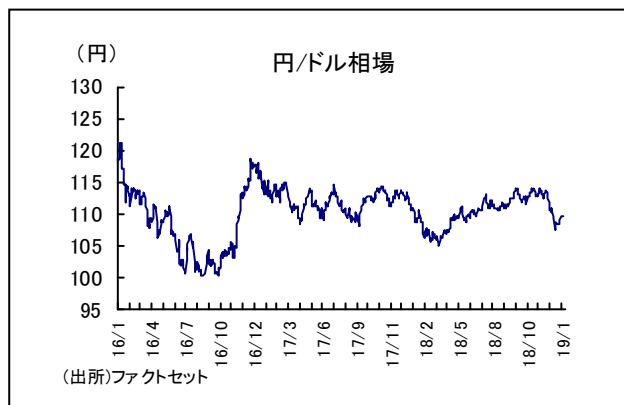
(出所)Ifo経済研究所

## 日米欧マーケットの動向 (2019年1月28日現在)

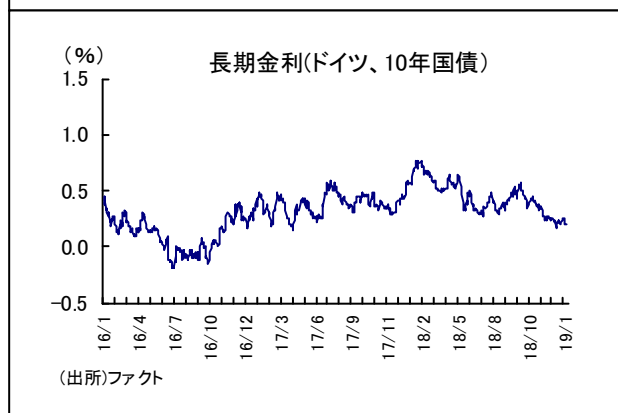
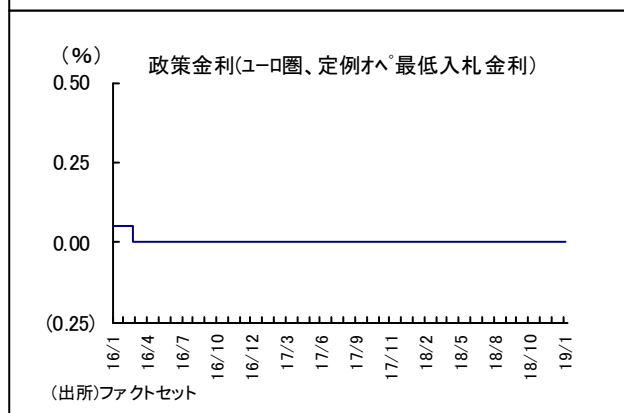
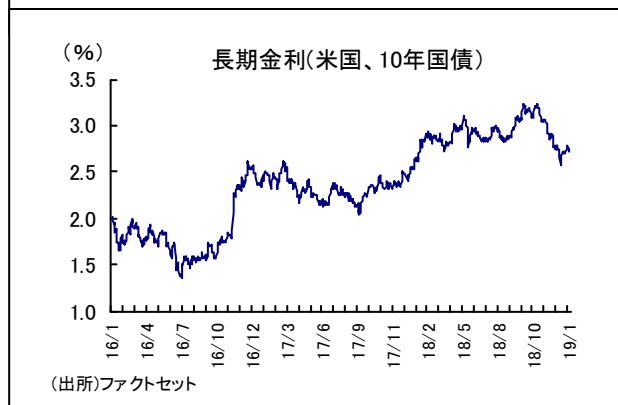
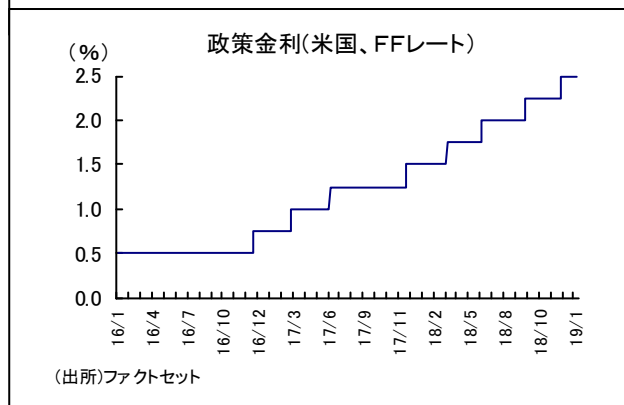
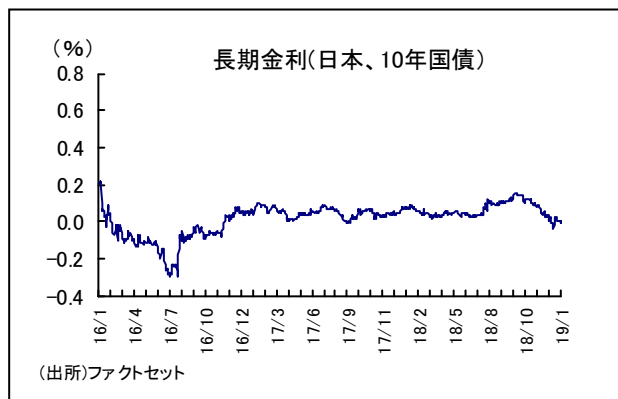
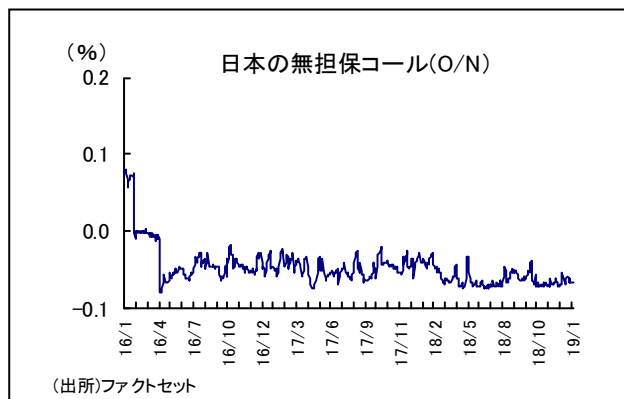
### ▽各国の株価動向



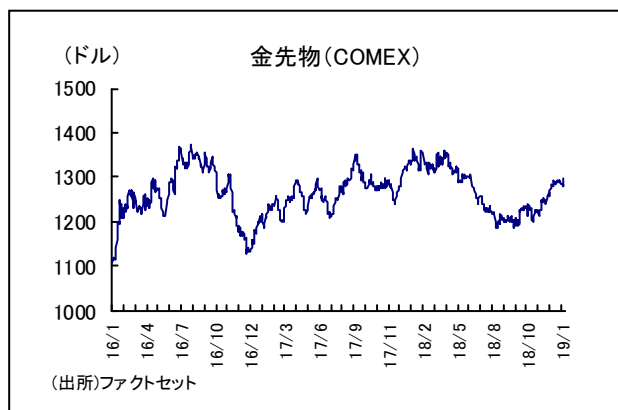
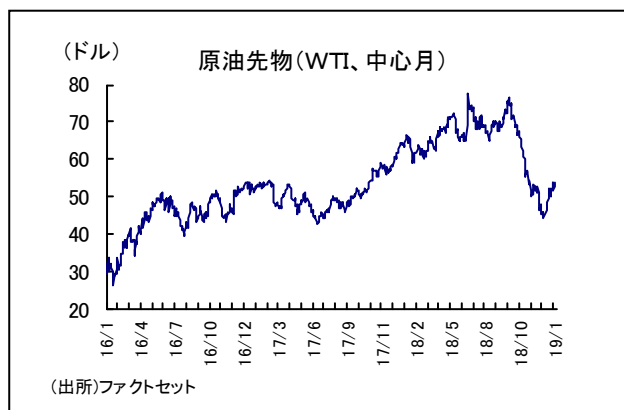
### ▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査 G が情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者:小玉祐一、松下定泰、大広泰三、久保和貴、柳田亮、  
西山周作、木下裕太郎