

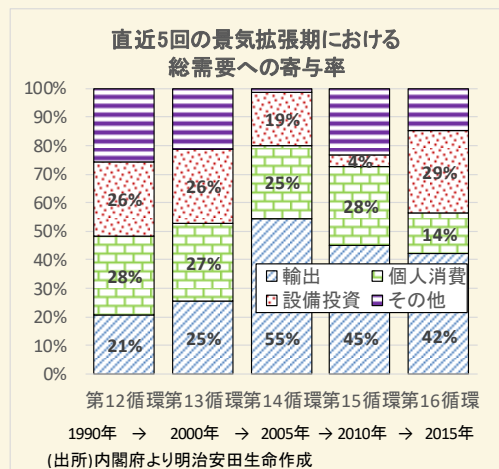
## 〈フォーカス〉「戦後最長景気」が揺らぐ

「戦後最長景気」が幻だったのではないかとの議論が盛んになっている。1月の一致CIが、鉱工業生産の落ち込み等を反映して前月比▲2.7%の大幅マイナスとなり、基調判断も「足踏み」から「下方への局面変化」へと下方修正されたためだ。実際の景気循環は、一致DIの各採用系列から作られるヒストリカルDIに基づき、概ね1年～1年半後に決定される。足元の一致CIの低下は14年の消費増税後の「疑似」景気後退時と比べても急角度で、微妙なのは確かである。ただ、当社では今のところ、カギとなる米国景気の堅調推移を背景に、なんとか景気後退は免れるとのシナリオをメインに据えている。

米国の2月雇用統計では、非農業部門の雇用者数が2万人の増加にとどまったが、寒波と政府機関閉鎖による一時的な振れの可能性が高い。失業率は3.8%まで低下したほか、賃金の伸びも3.4%と、いずれも予想を上回っている。原油価格も落ち着いており、GDPの7割を占める個人消費が早期に腰折れに向かう懸念は小さい。中国も新年度は30兆円規模の財政政策を打ち出す構えで、将来的な不均衡蓄積への懸念はともかく、米中貿易交渉さえ一段落すれば、景気は底を打つ可能性が強まっている。株安の再来を避けたいトランプ氏、輸出減に苦しむ習氏とも交渉を妥結に導く動機があり、致命的な高関税発動は避けられる可能性が高い。

もちろん、日本の景気拡張期がまだ続いていたとしても、実感のなさ、モメンタムの弱さという本質的な問題が解決されていない以上、安堵していいわけではない。今拡張期(第16循環)の平均実質成長率は、バブル崩壊後の5回の景気拡張期のなかで最も低い。しかも、総需要の伸びの4割程度を輸出に頼っている(図表)。つまり、6年もの間景気拡張期が続いた理由は、この間の海外景気が概ね順調だったからにすぎない。アベノミクスを全否定するつもりはないが、景気の谷をつけたのが政権発足の直前だったという点を考えても、運に恵まれていたことは否定できない。逆に、海外景気が腰折れすれば、政府がどんな景気対策を打ち出そうと、日銀がどんな異次元の金融緩和に踏み切ろうと、日本の景気も必ず腰折れするだろう。2000年台以降の日本経済には、常にそうした心もとなさがつきまとっている。

こうした状況にもかかわらず、労働市場の引き締めは著しい。失業率は歴史的な低水準で、多くの企業は人手不足にあえいでいる。これは低成長の問題が需給ギャップではなく、潜在成長率の低さにあることを示している。政府としても、消費税対策という近視眼的政策に拘泥するのではなく、増税の影響を均した後に、いかに安定的な成長軌道を描けるかという観点から成長戦略を考える姿勢が肝要である。(Kodama wrote)



〈フォーカス〉「戦後最長景気」が揺らぐ……………	1	目次	
・経済情勢概況……………	2	・3月7日のECB理事会 ～TLTROⅢを導入……………	9
・インバウンド消費の増勢に陰り……………	3	・主要経済指標レビュー……………	11
・中国全人代 ～安定成長の陰で育つ灰色のサイ……………	6	・日米欧マーケットの動向……………	17

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、省力化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、引き続き良好な雇用環境や、各種イベントが下支えとなり、底堅い推移を予想する。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。

輸出は海外景気の減速で景気のけん引役になるほどの力強さは期待できないものの、底堅く推移すると予想する。生産は、輸出の緩やかな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、2019年度は+0.7%程度、2020年度は+1.0%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逓減することで、成長ペースは緩やかになると予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の改善基調が続くとみられるものの、所得税減税の効果逓減などから、増勢鈍化を予想する。住宅投資は、先行指標が悪化しており、目先は冴えない動きが続くものの、住宅取得能力の持ち直しにより徐々に下げ止まりへ向かおう。

設備投資は、法人税減税の効果逓減で企業収益の伸び鈍化が見込まれるほか、米中摩擦やねじれ議会下の政策運営に対する不透明感などから増勢は徐々に鈍化すると予想する。

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%へと引き上げたが、1月FOMCでは利上げ休止を示唆した。FRBは6月以降、1~2回程度の利上げを実施し、中立水準と想定される2.8%付近までFFレートを引き上げて今次利上げ局面を終了しよう。

**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。

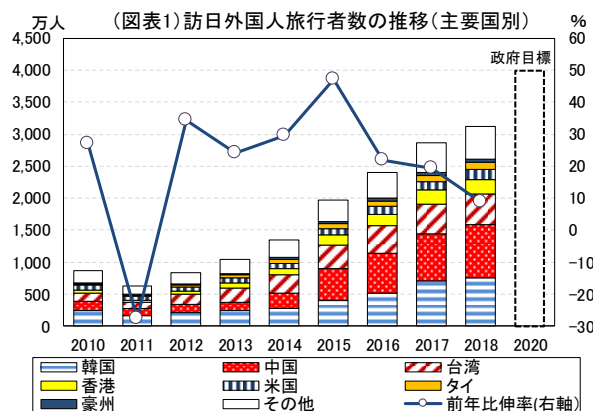
固定投資は、貿易摩擦への懸念から、回復ペースの鈍化を見込む。輸出は、米国向けを中心に、持ち直しが続くと予想する。

ECBは3月12日の理事会で、これまで示してきたとおり資産買入れ策の年内終了と、現行の政策金利を2019年を通じて2019年夏中のすえ置くことと、2019年9月に条件付き長期資金供給オペ（TLTRO III）を実施することきをアナウンスした。ただ、インフレ率は鈍化しており、域内景気も減速していることから、政策金利の引き上げは、2020年後半以降と予想する。

## インバウンド消費の増勢に陰り

### 2018年の訪日外国人旅行者数は伸びが鈍化

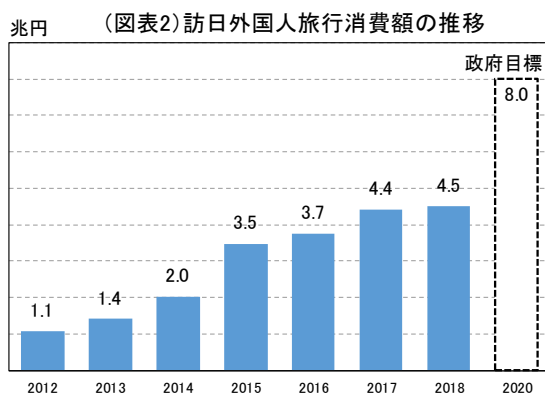
日本政府観光局（JNTO）の統計によると、2018年通年の訪日外国人旅行者数は初めて3,000万人を突破したが、2012年以降初めて前年比一桁台の伸びとなった（図表1）。昨年夏以降に相次いだ自然災害による空港閉鎖や風評被害の影響で、9月単月の訪日外国人旅行者数は前年比▲5.3%とマイナスに転じた。その後持ち直しつつあるものの、10月以降はプラス幅が一桁台にとどまっており、政府が掲げる2020年に4,000万人という目標の達成に向けては、同年に開催を控えている東京オリンピック頼みという状況となっている。



(出所) 日本政府観光局(JNTO)

### 訪日外国人旅行消費額の目標達成は困難

観光庁が公表している訪日外国人旅行消費額を見ると、2012年以降7年連続で前年比プラスを維持し、2018年は4兆5,402億円（速報ベース）と過去最高に達した（図表2）。ただ、2017年からの伸び幅はわずかであり、政府目標（2020年に8兆円）の達成は訪日外国人旅行者数以上に厳しくなっている。前述のとおり、自然災害による下押しが背景にあるものの、けん引役の中国人訪日客の消費低迷も要因として挙げられる。2018年の訪日外国人旅行消費額全体における中国の割合は34.1%

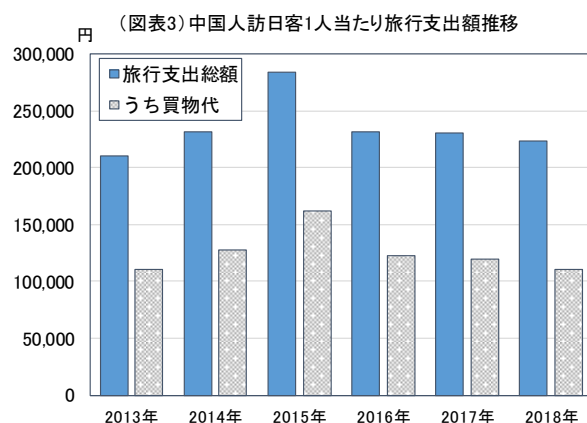


(出所) 観光庁

と、2位である韓国、台湾（ともに13.0%）と比較すると圧倒的に高いものの、中国人訪日客の1人当たり消費額は2015年をピークに減少傾向で推移している（図表3）。

### 中国人訪日客の消費低迷の背景

中国人訪日客の消費低迷の背景には、2016年4月に中国で実施された税制改正が主な要因として挙げられる。行郵税と呼ばれる、個人が海外で買い物をしたものに対して課せられる税率が全体的に引き上げられ、中国人が日本などの海外で買い物をするメリットが薄れたためである。さらに2019年1月には中国電子商取引法（新EC法）が施行され、EC出店者などに政府への登録および納税が義務付けられた。ECでの転売を目的に日本で商品を購入する「代理購入者」も登録対象者とされたことで、転売目的の商品購入が減少したと考えられる。



(出所) 観光庁

中国の景気減速も中国人訪日客の消費低迷に寄与していると考えられる。中国の2018年の実質GDP成長率は6.6%と、28年ぶりの低水準となった。3月5日から開催された全国人民代表大会（全人代）では、2019年の経済成長率の目標が「6.0~6.5%」とされ、2018年の「6.5%前後」から引き下げられた。当社では、中国政府の景気支援策により景気減速ペースは緩やかなものにとどまるとみているものの、好景気を背景とした訪日消費の大幅増加は見込みづらい状況である。

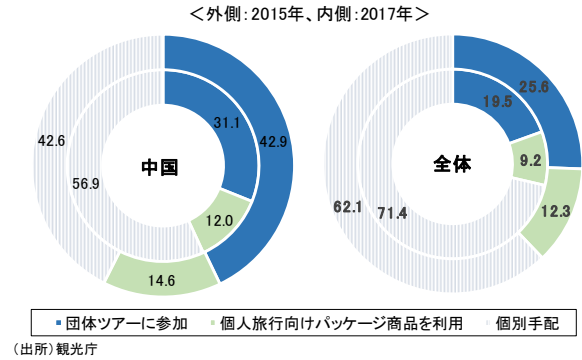
中国人の旅行スタイルの変化も旅行消費額の減少につながっていると考えられる。観光庁の「訪日外国人消費動向調査」で訪日客の旅行手配方法を見ると、中国は「団体ツアーに参加」が2015年の時点で42.9%と、他の国を含む全体（25.6%）に比しウェイトが大きかったが、2017年には31.1%と、11.8%ポイントも低下した（全体は6.1%ポイント低下、図表4）。中国では一時期「爆買いツアー」が過当競争となり、ツアー業者は料金抑制のため、日本の店舗で買い物をした際の店舗からのキックバックを追及した。その結果、ツアー参加者に限界まで買い物をさせることがツアー業社の目的となり、まともに観光もできないようなツアーを中国人が敬遠しているという事情もあると考えられる。「爆買い」は過去の言葉となりつつあるが、以上のような背景を考えると、今後も中国人訪日客の1人当たり消費額は緩やかな減少傾向をたどるとみている。

政府目標達成に向けて

「モノ消費」から「コト消費」へのシフトは中国に限った話ではない。観光庁による訪日旅行の意識調査によれば、「訪日前に期待していたこと」の1位は「日本食を食べること」であり、ショッピングを上回っている（図表5）。また、「次回したいこと」では、興味関心の裾野がコト消費の方面に広がっている様子が確認できる。特に、「温泉入浴」は14.7%ポイント上昇しているほか、「四季の体感」にいたっては17.4%ポイントも上昇し、順位も訪日前の12位から6位に浮上している。訪日リピーターの安定的な確保という観点からも、コト消費の充実が必要不可欠である。

訪日外国人旅行消費額の科費目別構成比について、2015年と2018年を比べると、買物代は41.8%から34.7%に低下しているのに対して、宿泊費が25.8%から29.3%へ、飲食費が18.5%から21.7%へ、それぞれ4%ポイント前後上昇している（図表6）。ただ、娯楽サービス費の占める割合は2018年でも3.8%ポイントと低い。ホスピタリティの高い高品

(図表4)旅行手配方法の割合の変化

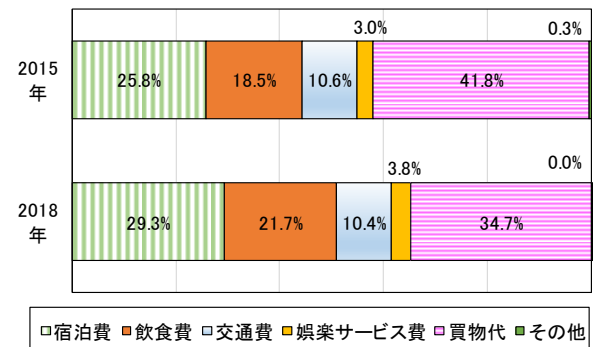


(図表5)訪日旅行に関する意識調査結果 (単位: %)

訪日前に期待していたこと	順位	次回したいこと	順位
1 日本食を食べること	68.3	1 日本食を食べること(1)	55.4
2 ショッピング	53.4	2 ショッピング(2)	43.2
3 自然・景勝地観光	45.4	3 自然・景勝地観光(3)	42.9
4 繁華街の街歩き	39.9	4 温泉入浴(5)	41.2
5 温泉入浴	26.5	5 繁華街の街歩き(4)	30.3
6 日本の酒を飲むこと(日本酒・焼酎等)	22.0	6 四季の体感(花見・紅葉・雪等)(12)	29.0
7 旅館に宿泊	18.1	7 旅館に宿泊(7)	26.0
8 日本の歴史・伝統文化体験	16.7	8 日本の歴史・伝統文化体験(8)	25.9
9 テーマパーク	16.4	9 テーマパーク(9)	23.4
10 日本の日常生活体験	14.2	10 日本の酒を飲むこと(日本酒・焼酎等)(6)	22.6
11 美術館・博物館	12.7	11 日本の日常生活体験(10)	21.6
12 四季の体感(花見・紅葉・雪等)	11.6	12 美術館・博物館(11)	17.4
13 日本のポップカルチャーを楽しむ	9.3	13 スキー・スノーボード(16)	16.1
14 自然体験ツアー・農漁村体験	5.6	14 自然体験ツアー・農漁村体験(14)	15.6
15 映画・アニメ縁の地を訪問	4.5	15 日本のポップカルチャーを楽しむ(13)	14.3
16 スキー・スノーボード	4.2	16 舞台鑑賞(歌舞伎・演劇・音楽等)(17)	12.2
17 舞台鑑賞(歌舞伎・演劇・音楽等)	3.9	17 映画・アニメ縁の地を訪問(15)	10.8
18 スポーツ観戦(相撲・サッカー等)	2.1	18 スポーツ観戦(相撲・サッカー等)(18)	9.2
19 その他スポーツ(ゴルフ等)	1.9	19 その他スポーツ(ゴルフ等)(19)	7.0
20 治療・健診	0.8	20 治療・健診(20)	3.8

※いずれも複数回答。「次回したいこと」の( )は「訪日前に期待していたこと」の順位  
(出所)観光庁

(図表6)訪日外国人旅行消費額の科費目別構成比



(出所)観光庁



質なサービスは外国から高く評価されており、訪日後の満足度も非常に高いにもかかわらず、消費額に結びついていないのが課題である。政府は2016年3月に策定した「明日の日本を支える観光ビジョン」において、日本の豊富で多様な観光資源を磨き上げ、その価値をわかりやすく伝えていくことが必要という課題認識を挙げている。観光地としての魅力を高めることや、通訳案内士の配置による受入体制の構築等により、コト消費を増加させていくことが、旅行消費額達成のためにはますます必要となってくるだろう。

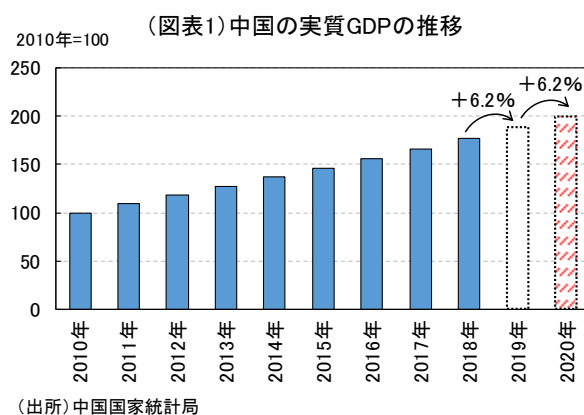
2019年1月から新たに「出国税」の課税がスタートした。日本を出国する際に、外国人観光客や日本人は問わず、1人当たり1,000円が航空券代に含まれて請求される仕組みである。水準の違いはあるものの、海外では多くの国がすでに導入している税金であり、出国税の課税がインバウンドの下押しになるとは考えにくい。徴収した出国税は入出国時における顔認証システムの増設や、訪日客向けの多言語案内板の設置に充てるとされており、逆に、訪日客の利便性向上によるプラス効果が期待できる。

足元のペースでは、訪日外国人旅行消費額の2020年の目標達成は困難であり、訪日外国人旅行者を増やし、かつ滞在時期を伸ばして消費を促す対策が必要になる。これは2019年のラグビーワールドカップ日本大会や、2020年の東京オリンピック、2025年の大阪万博など、インバウンド消費の後押しが期待される各種イベントを控えたインフラ整備などとも重なる取組みである。各種イベントの成功のためにも、訪日客の利便性向上などに向け、今後さらなる取組みが必要となるだろう。(担当：柳田)

## 中国全人代 ～安定成長の陰で育つ灰色のサイ

### 成長率目標は6.0～6.5%

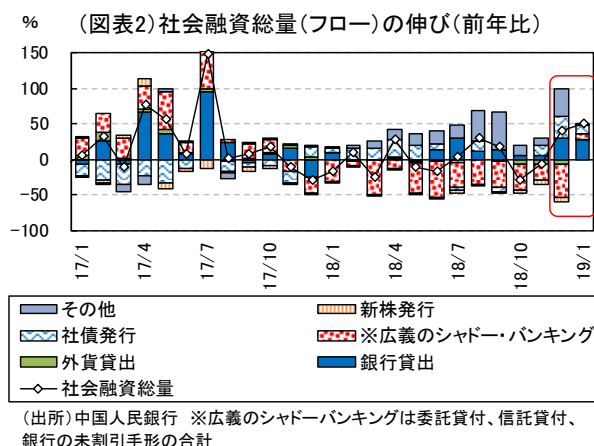
3月5日、中国において全国人民代表大会が開幕した。成長率目標は当社の事前予想どおり「6.0～6.5%」とレンジをもった表現がなされ、昨年目標である「6.5%前後」から一段引き下げられた。ただ、財政赤字は昨年度のGDP比▲2.6%から▲2.8%へ拡大させるとの方針が示され、具体的な金額は2兆7,600億元（約46兆円）とされた。企業向け減税やインフラ開発投資の促進なども表明しているあたり、「景気は小幅に減速するものの、失速は回避する」とのメッセージと読み取れる。金融政策については「穏健（≒緩和）と引き締めを適度なものにする必要がある」とされた。2月に李克強首相は「洪水のような金融政策」はしないと述べている。こうした金融政策にやや慎重ともとれる発言が出ている背景には、中国の最重要課題の一つである金融リスクをこれ以上膨らませないとの方針があるとみられる。2016年から始まった第十三次五ヵ年計画も折り返しとなる2018年を過ぎ、「2020年までに、国内総生産および住民1人当たり所得を2010年の2倍にする」といった数値目標についても着地点が見えてきた。2018年までの実績からは、2019年、2020年は平均して前年比+6.2%成長と、これまでに比べてやや低めの成長率でも計画は達成できる（図表1）。米中貿易摩擦の激化など、先行きの不確実性は高まっているが、中国政府は今後も経済の安定運営を志向していくものとみられる。



### 「灰色のサイ」

目下、中国経済最大のリスクは、膨張した債務が景気減速を背景に不良債権化し、金融危機に結びつくことである。習近平主席自身、中国の債務に付随するリスクを、「ありふれた存在だが、今のところは落ち着いている（≒暴れだすと手が付けられない）」との意味で「灰色のサイ（グレイ・リノ）」と呼んでいる。IMFなど国際機関の試算によれば、中国の企業債務のうち、14～15%が「※潜在的不良債権」であるとされている（※支払利息/EBITDAが1を超える企業の債務残高としている）。

ただ、金融リスクを抑制したい中国政府の意図とは別に、融資全体の動きには昨年末から加速感が出ている。1月の社会融資総量は前年比+50.5%と、12月の同+39.5%から一段と加速。1月の新規銀行貸出額は3.23兆元（約53.6兆円）と、統計開始以来の最高額となった（図表2）。同統計からは、銀行貸出だけでなく、銀行割引手形などいわゆる広義のシャドーバンキング・システムを通じた資金の流れや、社債発行による資金調達の拡大も確認された。

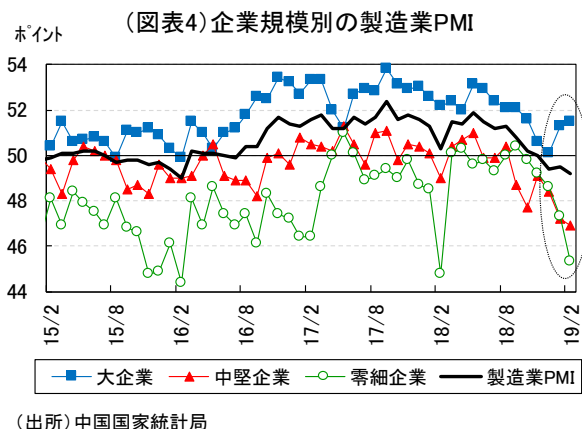
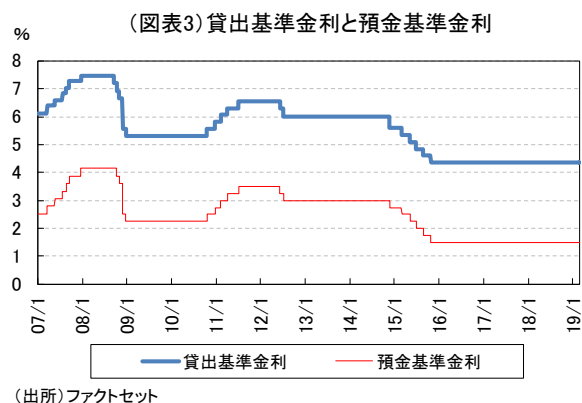


社債については、2018年に中国政府が①シャドーバンキング規制によるデレバレッジ、②地方政府によるインフラ開発投資の規制、などを行なっ

た結果、同年の社債デフォルト額は過去最大の1,105億元と、前年比4倍に膨れ上がった。シャドーバンキング・システムやインフラ開発投資の受注に資金繰りを依存していた企業が多かったことの証左と言える。前述の全人代で、2019年に中国はインフラ開発投資を緩やかに促進する方針を示している。金融リスクを抑制しつつ景気安定を図るためには、銀行のリスク管理能力を向上させ、不透明な資金の流れであるシャドーバンキング・システムを縮小させると同時に、慎重に融資を拡大させていくことが求められる。

ただ、そのためには、銀行の貸出金利と預金金利の本質的な自由化が不可欠である。中国人民銀行は、銀行の貸出基準金利を4.35%、預金基準金利を1.50%に設定し、現在も公表を続けている(図表3)。中国人民銀行は、2015年に市中銀行による金利設定の自由化を表明したが、その後も当局から金利についての窓口指導が入るなど、現在も二つの基準金利がベンチマークとして機能している。銀行側も、基準金利に従っていれば利ザヤが稼げるため、経営が安定している大企業や政府による暗黙の補償がある国有企業に貸出が集中しやすく、結果的に中小企業はシャドーバンキング・システムによる資金調達に頼らざるを得ない状態になっている。なお、中国がいまだに貸出/預金基準金利を設定している理由は、金利を自由化すると市場原理が働き、利ザヤが薄くなることで、一部の銀行の経営が悪化し、最悪の場合金融不安を招く恐れがあるためと考えられている。銀行の安定経営のために統制的な金融行政を行なっていることが、逆説的に金融システム全体のリスクを高めてしまっている。こうした状況下でインフラ開発投資を促進すれば、なし崩し的にシャドーバンキング経由の資金も増加するとみられ、「灰色のサイ」は一段と大きくなる。逆にシャドーバンキング・システムを厳格に規制すれば、中小企業に資金が行き届かず、政府が掲げている雇用の安定、ひいては中国景気の安定運営も危うくなる。

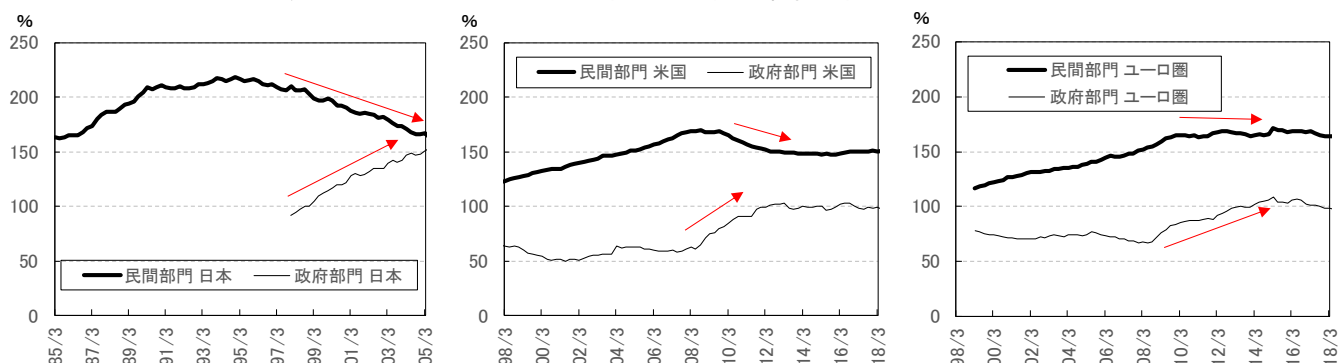
足元の製造業PMIは、米中貿易摩擦や、中国国内のデレバレッジの影響などにより、3ヵ月連続で好不況の境となる50を下回った。企業規模別では、中堅・零細企業の悪化が全体を押し下げている(図表4)。一方、大企業については2018年末を底に直近2ヵ月連続で景況感が上向いている。背景には、前述した社会融資総量の多くが大企業に向かう一方で、中堅・零細企業は依然資金繰りに苦しんでいることがあるとみられる。中国人民銀行も、昨年12月に「TMLF(的を絞った中期貸出制度)」を新設し、銀行による中小企業向け貸出を支援する低金利融資を実行している。ただ、今後とも銀行から中小企業への融資が十分に上向かなければ、政府は2020年までの景気安定を優先させ、シャドーバンキングを通じた中小企業への資金の流れが復活する可能性がある。



最後は政府が肩代わりか

「灰色のサイ」を抱えた中国では、将来のいずれかの時点において金融システム不安が発生する蓋然性が高い。過去に金融システム不安を経験した日本、米国、ユーロ圏では、民間部門がデレバレッジに舵を切ると同時に、政府部門の債務が増加に転じた（図表5）。政府による民間部門への

（図表5）日本・米国・ユーロ圏の民間部門・政府部門の債務の推移（対GDP比）

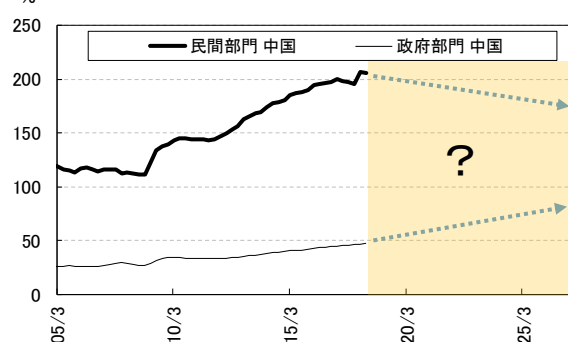


（出所）国際決済銀行

資金援助（≒公的資金注入）や減税策、公共事業の活性化などを通じ、民間部門の債務を政府部門が「肩代わり」することで、民間部門の回復を促す政策を実施してきた結果である。

こうした先進国での経験を踏まえば、中国でも民間部門でのデレバレッジの痛みを緩和するために、政府部門が民間部門の債務を肩代わりするような政策が、今後時間をかけて行なわれる蓋然性は高いと思われる（図表6）。無論、その間に中国は、債務拡大に頼らずとも経済成長が可能な体質に変わる必要がある。イノベーションなど技術革新が起りやすい環境整備のほか、前述した銀行の金利自由化により、中小企業にも資金が行き渡り、かつ非効率な企業には退出を促すことが必要である。

（図表6）中国の民間部門・政府部門の債務（対GDP比）



（出所）国際決済銀行

中国景気の2020年までの安定運営は「国是」であり、短期的に中国景気が失速する可能性は低いとみられる。ただ、中期的には民間部門の過剰債務問題をどう解決するかが、中国经济の行く末を大きく左右する状況に変わりはない。第十三次五ヵ年計画の総仕上げである2020年に、過剰債務問題の解決に向けた何らかのビジョンが示されるかどうか、中国政府の動きを今後注視していく必要がある。（担当：久保）



### 3月7日のECB理事会 ～TLTROⅢを導入

#### 追加緩和に舵を戻した ECB

3月7日に開催された ECB 理事会では、これまでの政策に大きく二つの修正が加えられた。まず政策金利については、これまでは「少なくとも2019年夏の間を通じては変更しない」とのフォワードガイダンスを、「少なくとも2019年の終わりまでは変更しない」と、利上げを3～6ヵ月程度先送りにする形に変更した。あわせて、2019年のユーロ圏の成長率見通し、およびインフレ率見通しを、それぞれ大きく下方修正した(図表1)。

実際、ユーロ圏景気は、製造業の景況悪化を背景に、減速傾向が続いている(図表2)。EU内で自動車の排ガス規制が強化されたこと、米中貿易摩擦の激化、中国の景気減速、欧州における政情不安など、さまざまな要因が複合的に働いた結果である。2018年10-12月期の経済成長率をみると、ドイツが前期比+0.0%、イタリアは2四半期連続のマイナスと、主要国の景気が軒並み悪化している。

#### TLTROⅢの導入

二つ目の大きな変更点は、2017年3月をもって終了していたTLTRO(条件付き長期資金供給オペ)の復活である(TLTROⅢ)。プラート専務理事など、ECB高官から再三示唆されていたことから、市場でも3月、ないし6月の理事会で公表されると予想されていた。

TLTROは、前身となったLTROも含めれば、これまで三度にわたり打ち出されてきた政策であり、効果と副作用を見極めながら、徐々に条件を見直してきた経緯がある。まず2011年末に導入されたLTROは、イタリアやスペインの国債利回りの急騰に対処することが目的で、金利は政策金利準拠、期間は3年間で、総額1兆ユーロの資金がイタリア、スペインの銀行を中心に供給された(図表3)。

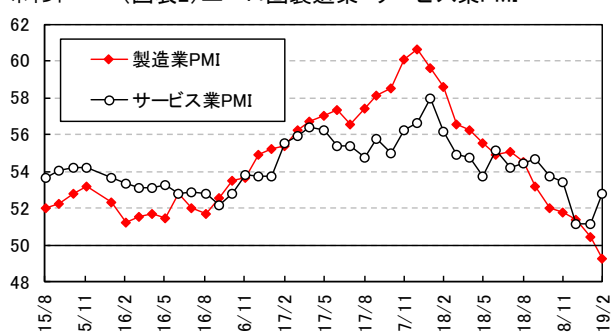
この措置は、銀行の資金調達難を緩和し、金融不安への懸念を鎮静化させたが、低利で供給された流動性の多くが高利回りの南欧国債に向かい、利ザヤを稼ぐキャリー・トレードが活発化した。その結果、財政懸念国の国債が欧州中の銀行に保有され、その後の財政危機と銀行危機の負の連鎖を助長したことや、供給された資金が企業への貸出に向かわなかったことが問題視された。そのため、2014年に実施されたTLTROでは「貸出を増やすこと」という条件(Target)が付け加えられ、貸出を一定規模増やさなかった銀行には早期償還が求められることとなった。ただ、民間部門から

(図表1) ECBの成長率、インフレ率見通し(前年比)

	2019年		2020年		2021年	
		(前回)		(前回)		(前回)
実質GDP成長率	1.1	1.7	1.6	1.7	1.5	1.5
インフレ率	1.2	1.6	1.5	1.7	1.6	1.8

(出所) ECB

(図表2) ユーロ圏製造業・サービス業PMI



(出所) ファクトセット

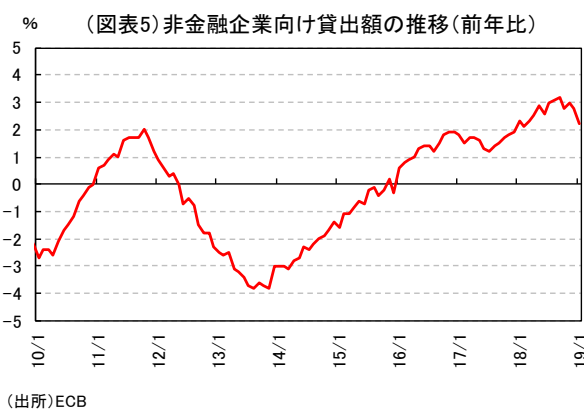
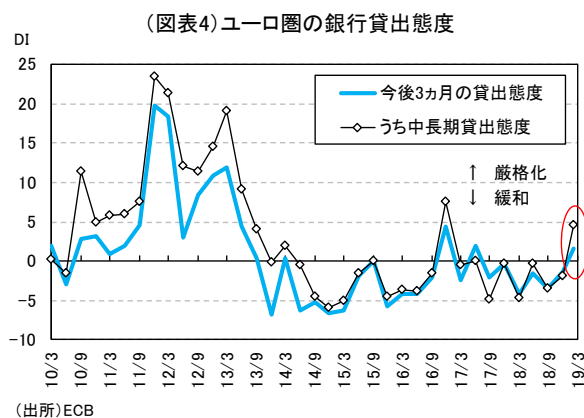
(図表3) 過去のLTRO, TLTROの実績

実施日	応募行数	割当金額 (億ユーロ)	期間(日)	償還日
<b>LTRO</b>				
2011年12月22日	523	4,892	1,134	2015年1月29日
2012年3月1日	800	5,295	1,092	2015年2月26日
合計		<b>10,187</b>		
<b>TLTRO</b>				
2014年9月24日	255	826	1,463	2018年9月26日
2014年12月17日	306	1,298	1,379	2018年9月26日
2015年3月25日	143	978	1,281	2018年9月26日
2015年6月24日	128	738	1,190	2018年9月26日
2015年9月30日	88	155	1,092	2018年9月26日
2015年12月16日	55	183	1,015	2018年9月26日
2016年3月30日	19	73	910	2018年9月26日
2016年6月29日	25	67	819	2018年9月26日
合計		<b>4,320</b>		
<b>TLTRO II</b>				
2016年6月29日	514	3,993	1,456	2020年6月24日
2016年9月28日	249	453	1,463	2020年9月30日
2016年12月21日	200	622	1,456	2020年12月16日
2017年3月29日	474	2,335	1,456	2021年3月24日
合計		<b>7,402</b>		

(出所) ECB

の資金需要が少なかったことから、銀行の多くはこの条件をクリアすることは困難と判断、結果として資金供給額は4,320億ユーロと前回の4割にとどまった（前掲図表3）。こうした反省を踏まえ、2016年に打ち出されたTLTRO IIは、貸出を増やさなかった銀行に早期償還を求めるというペナルティを科すものではなく、貸出額が基準を上回った銀行には、当時の政策金利0%ではなく、預金ファシリティ金利の▲0.4%を一部適用するという、貸出にインセンティブを持たせる形で実施された。その結果、オペに応じた銀行は増加し、資金供給額も7,402億ユーロと前回から大きく増加した（前掲図表3）。

足元では、ユーロ圏の銀行は貸出態度が厳格化の方向に傾きつつあり、特に中長期貸出についてその傾向が顕著である（図表4）。背景として筆頭に挙げられるのが、欧州内部の政情不安である。イタリアでは、2018年5月にポピュリズム政党の五つ星運動が連立与党として政権に参画し、バラマキ色の強い財政運営を巡ってEUと激しく対立する場面が見られた。その後、イタリア側が予算案を修正する形でEUとの対立は下火になったが、EUの財政規律を公然と批判する政権が誕生したことにより、イタリアの国債利回りは依然高水準で推移している。また、イタリアにとっては、フランスで燃料税引き上げ反対デモ（イエローベスト運動）が拡大し、マクロン大統領が譲歩する形で燃料税引き上げを中止、EUがそれを追認したことも、「何故フランスは責められないのか」とEUへの不満を倍加させる要因となった。加えて、英国のEU離脱期限が迫るなか、依然として英国国内



で世論がまとまらず「合意なき離脱」へのリスクが日ごとに高まっていることや、米中貿易摩擦など、先行き不透明感が濃い霧のように立ち込めていることが、銀行の企業向け貸出の減速に繋がっている（図表5）。TLTRO IIIは、こうした先行き不透明感を背景とした銀行の貸出態度の萎縮に対し、貸出にインセンティブを与えることが期待される。

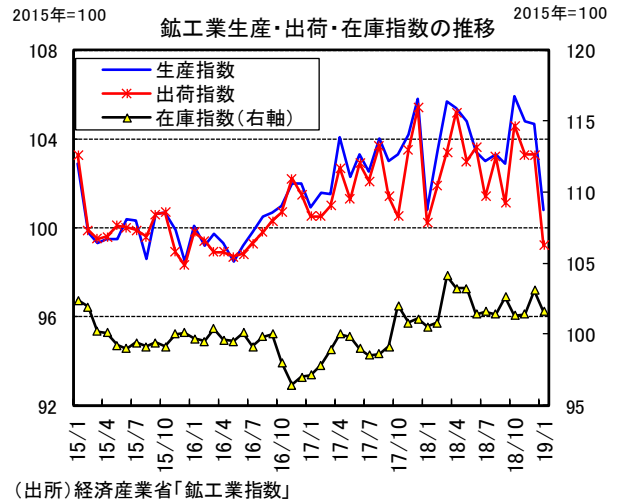
ECBの金融政策の歴史は、本来政治で解決すべき問題を押し付けられてきた歴史でもある。政治レベルでも、EFSF（欧州金融安定基金）やESM（欧州安定メカニズム）の設立など、財政統合や危機対応に向けた対応が進んできたのは確かだが、加盟国の財政不安や銀行の信用不安がユーロ圏全体に広がる構造上、ECBの役割は特定国の財政支援の色彩がどうしても濃くならざるをえない。特にイタリアでは、不良債権処理が進まないことが成長の足枷となっており、公的資金を自由に投入できない制約の下、イタリア政府は銀行再編に対し手詰まりに近い状態となっている。景気の先行きが見通せないなか、イタリア財政の維持可能性については疑問符がついており、今後ともECBは金融環境の安定という名目のもと、事実上のイタリア債利回り抑制策である流動性供給を迫られ続ける可能性が高い。今年10月に任期が終わるドラギ総裁の後任にとっては、ECBの出口戦略に関し、宿題が増えた形である。（担当：久保）

主要経済指標レビュー (2/25~3/8)

《日本》

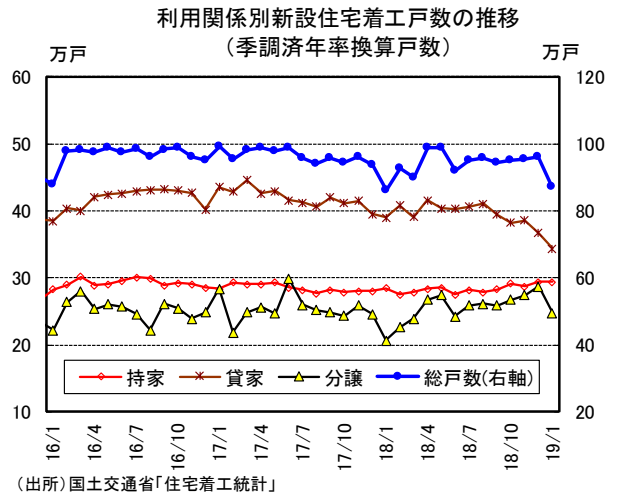
○ 1月鉱工業生産指数 (2月28日)

1月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲3.7%と、3ヵ月連続のマイナスとなり、基調判断は「生産は緩やかな持ち直し」から「生産は足踏みをしている」に下方修正された。正月休みの日並びによる工場の生産停止や、中国の春節による振れの影響といった一時的な要因はあるものの、中国景気の減速が下押しになっている。引き続き、米中貿易摩擦等の動向には留意が必要であるが、米国を中心とする海外景気は腰折れするとは考えておらず、海外需要にけん引される形で、今後の鉱工業生産は底堅さを維持すると予想する。内需に関しては、個人消費の力強い伸びは見込みづらいが、更新維持・省力化投資を中心とする設備投資の回復が生産の伸びにある程度寄与するとみている。



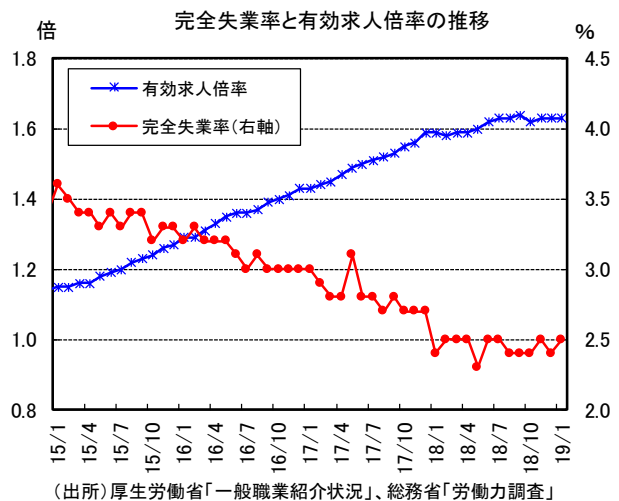
○ 1月新設住宅着工戸数 (2月28日)

1月の新設住宅着工戸数(季調済)は前月比▲9.3%と、4ヵ月ぶりのマイナスとなった。利用関係別では、貸家が同▲6.4%と2ヵ月連続のマイナスとなったほか、持家も同▲0.1%と2ヵ月ぶりのマイナスとなった。分譲も同▲13.6%と4ヵ月ぶりのマイナスになり、消費増税を見据えた着工増の動きが一服した格好。なお、10月実施予定の消費増税による駆け込み需要と反動減といった振れは、政府の手厚い住宅取得支援策により、前回の増税時よりも大きく抑制されるとみている。今後については、マンション価格の高止まり、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスなどが重しとなり、住宅着工は均せば減速傾向の推移となると予想する。



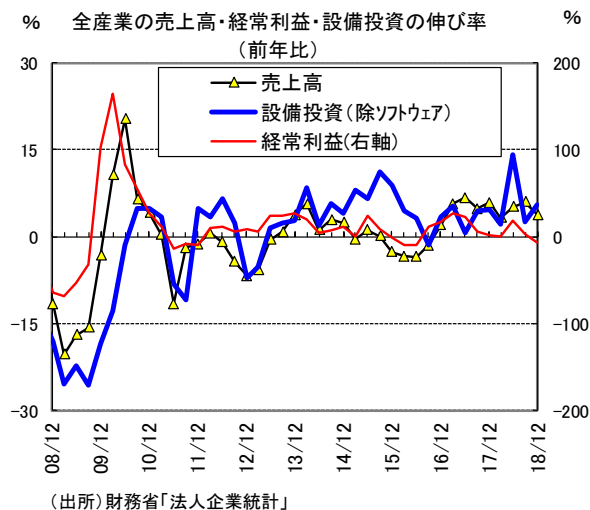
○ 1月雇用関連統計 (3月1日)

1月の完全失業率(季調済)は2.5%と、前月から0.1%ポイント上昇(悪化)した。就業者(季調済)は前月差▲32万人と、6ヵ月ぶりの減少だった12月に続き、2ヵ月連続の減少で、雇用市場の需給がやや軟化しつつある様子を示している。完全失業者数が2ヵ月ぶりの増加、労働力人口は2ヵ月連続の減少、非労働力人口は2ヵ月連続の増加で、いずれも好ましくない方向に動いている。有効求人倍率(季調済)は1.63倍と、前月から横ばい。分子の有効求人数、分母の有効求職者数がいずれも減少するなかでの横ばいで、こちらも内容的には良いとは言えない。雇用市場が今後加速度的に悪化するとは見ていないが、平均賃金の伸びは引き続き緩慢なものにとどまろう。



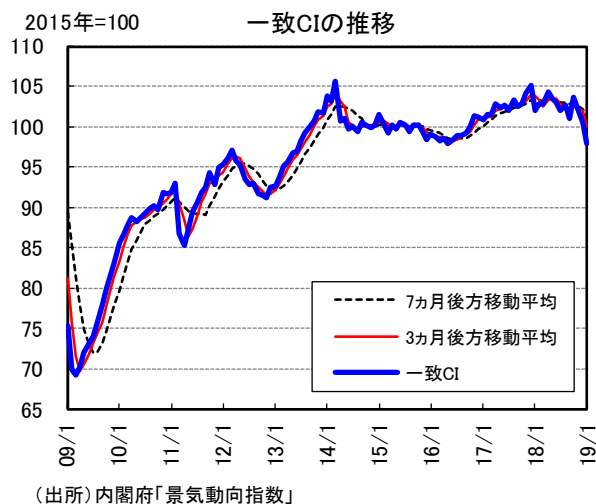
○ 10-12月期法人企業統計 (3月1日)

10-12月期の法人企業統計では、売上高が前年比+3.7%と9四半期連続の増収を維持したものの、経常利益は同▲7.0%と10四半期ぶりの減益となった。中国および欧州景気の減速、不安定な金融市場といった不透明要素が残るものの、基本的には海外需要にけん引される形で、企業業績は底堅い推移が続くと予想する。また、設備投資(金融・保険業を除く全産業ベース、土地・ソフトウェアを除く)は9四半期連続のプラスを維持した。季調済前期比ベースでも、2四半期ぶりのプラスとなり、設備投資の堅調さが示された。今後の設備投資は、中長期的な内需の拡大基調持続が見込みにくいものの、非製造業を中心に、人手不足を受けた合理化・省力化投資などが押し上げ要因となることで、緩やかな回復傾向が続くと予想する。



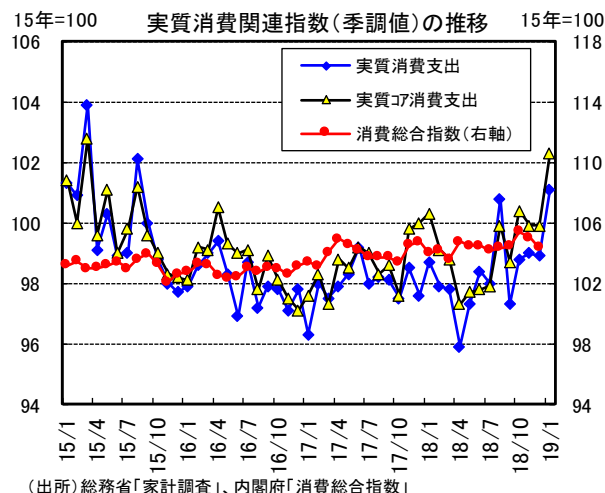
○ 1月景気動向指数 (3月7日)

1月の景気動向指数では、一致CIが97.9(前月差▲2.7ポイント)と、3ヵ月連続で低下した。内閣府の基調判断は、「足踏みを示している」から「下方への局面変化を示している」に下方修正された。個別系列では、7系列すべてが押し下げに寄与しており、投資財出荷指数(除輸送機械)、生産指数(鉱工業)、耐久消費財出荷指数、鉱工業用生産財出荷指数などのマイナス寄与が大きかった。先行CIは95.9(前月差▲1.3ポイント)と、5ヵ月連続で低下した。今後については、米国をはじめとする海外景気が腰折れするとまでは考えておらず、国内景気は、省力化・省人化投資需要の高まりなどを背景に緩やかな回復が続くと予想するものの、下振れするリスクが高まっていることには留意が必要である。



○ 1月家計調査 (3月8日)

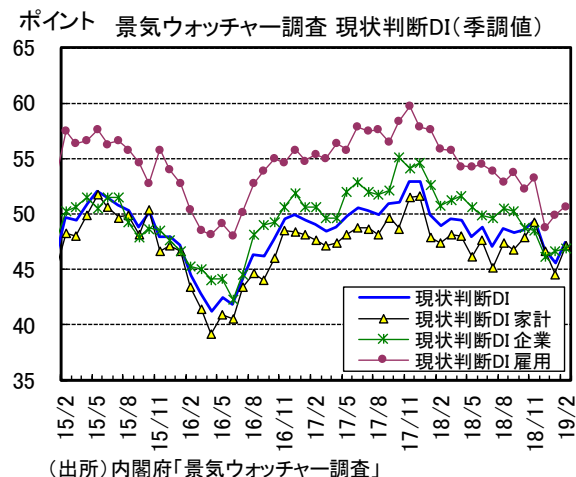
1月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比+2.0%と、2ヵ月連続のプラスとなった。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は同+3.9%と3ヵ月連続のプラス、実質消費支出は同+1.7%と4ヵ月ぶりのプラスとなった。平均消費性向は70.4%(季調値)と前月比+4.9ポイント上昇した。前月同様に住居の設備修繕・維持などが大きく増えた一方で、光熱・水道等が引き続き減少した。今後の個人消費については、企業の期待成長率が高まらないなかで、月例賃金の力強い回復が期待できないことから、基調自体は強くないものの、引き続き良好な雇用環境や、各種イベントの経済波及効果が下支えとなり、底堅く推移するとみている。





○ 2月景気ウォッチャー調査 (3月8日)

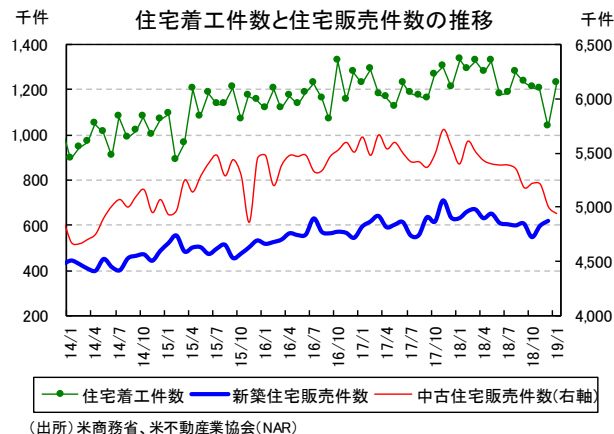
2月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が47.5と、先月から+1.9ポイントと3ヵ月ぶりに改善したものの、節目の50を14ヵ月連続で下回った。内訳を見ると、家計DIが大きく改善し、企業DI、雇用DIも改善した。大きく改善した家計動向関連では、気温の上昇により衣料販売が好調だったなどの声が挙がっている。基調判断は「緩やかな回復基調が続いている」と「一服感がみられる」との文言が削除された。先行き判断指数は前月から▲0.5ポイントの48.9と2ヵ月ぶりに悪化した。内訳を見ると、企業DI、雇用DIは改善したものの、家計DIは悪化した。先行きについての景気ウォッチャーの見方は、「海外情勢等に対する懸念もある一方で、改元や大型連休等への期待がみられる」とまとめられている。



《米 国》

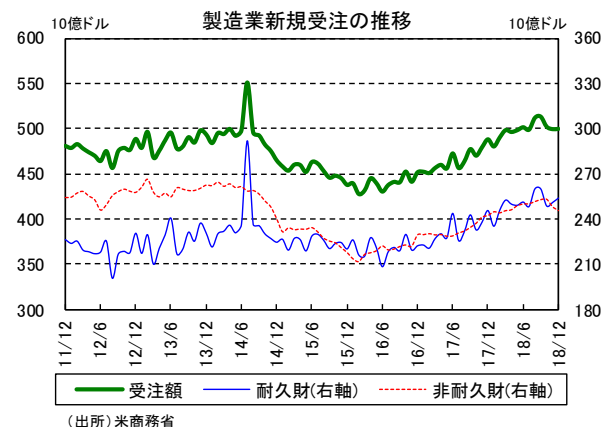
○12,1月住宅着工・販売件数(2月26日、3月5,8日)

政府機関閉鎖の影響で公表が遅れていた住宅関連統計が発表された。12月の新築住宅販売件数は、年率換算で62.1万戸、前月比+3.7%と2ヵ月連続で増加した。住宅着工件数は12,1月分が発表され、12月は年率換算で103.7万戸、同▲14.0%と大幅減となったものの、1月は天候に恵まれたこともあって年率換算で123.0万戸、同+18.6%と急増した。住宅着工の先行指標とされる住宅着工許可件数が、1月に年率換算で134.5万戸、同+1.4%と3ヵ月連続の増加となったほか、住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数も反発するなど明るい材料が散見される。2月の着工件数は、天候が悪かったこともあって減少が見込まれるものの、金利が低位で推移していることや、新築住宅価格の下落基調が続いていることなどから、住宅投資は徐々に底入れ時期をうかがう展開になると予想する。



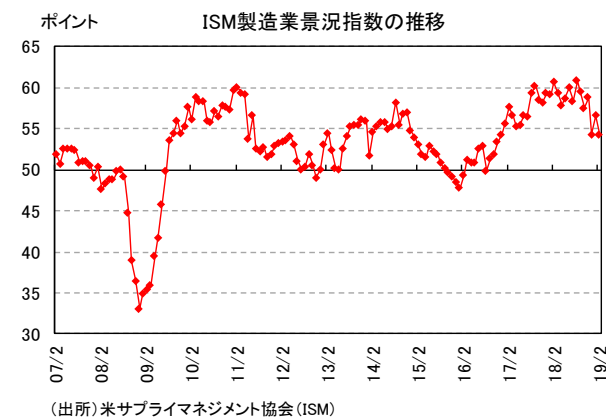
○12月製造業新規受注(2月27日)

12月の製造業新規受注は前月比+0.1%と3ヵ月ぶりに増加した。一方、変動の激しい輸送機器を除くベースは同▲0.6%と2ヵ月連続の減少となった。財別に見ると、自動車や航空機受注の増加により耐久財が同+1.2%と2ヵ月連続で増加したものの、非耐久財が同▲1.0%と2ヵ月連続のマイナスとなった。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注(除く航空機)も同▲1.0%と、2ヵ月連続で減少した。昨年8月以降、5ヵ月中4ヵ月で前月割れとなっており、設備投資の増勢が弱まっている現状を示している。今後は、法人税減税の効果が逡減することで企業収益の鈍化が見込まれるほか、米中通商摩擦の影響なども煽ることなどから、非防衛資本財受注(除く航空機)は鈍化傾向が続くと予想する。



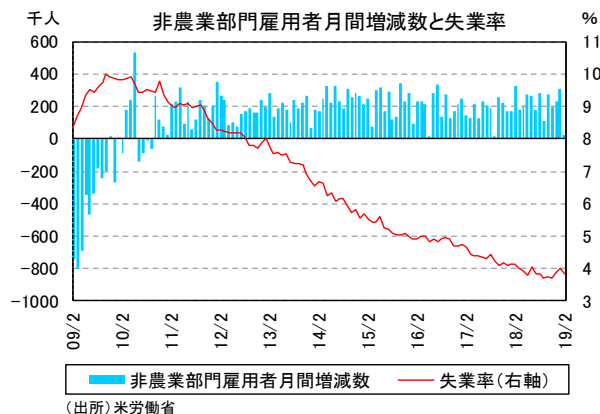
○2月ISM製造業景況指数(3月1日)

2月のISM製造業景況指数は54.2と2ヵ月ぶりに低下し、企業マインドの楽観度合いが弱まっている様子を示した。構成項目別に見ると、在庫が上昇する反面、生産、新規受注、雇用、リードタイムが低下した。業種別では、18業種中で拡大を報告した業種が16と、前月の14から増加しており、明るい面も見られた。公表資料で示された回答者のコメントでは、輸出市場の弱さを指摘する声が聞かれる一方、国内市場の堅調ぶりを示す声が聞かれた。ねじれ議会に伴う政策運営や通商問題に関する不透明感など政治面での材料が重しとなるものの、雇用・所得環境の改善を背景に内需は底堅く推移しており、同指数は好不調の境目となる50ポイント超での推移が続くと予想する。



○ 2月雇用統計 (3月8日)

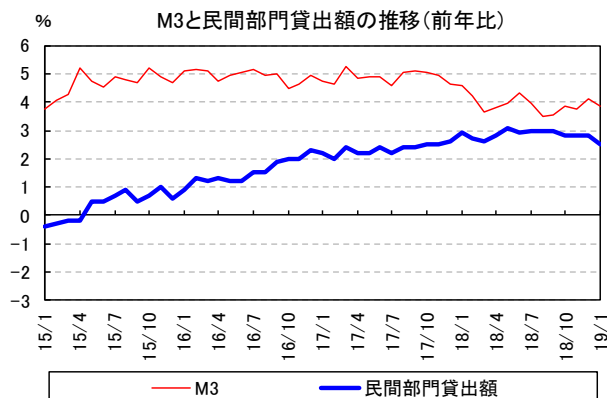
2月の非農業部門雇用者数は前月比+2.0万人と市場予想を大きく下回る小幅の伸びにとどまった。雇用統計は一時的に大きく振れる傾向があることから、今回の結果だけをもって堅調だった雇用環境が変調をきたしたと判断するのは早計と考える。足元の景気減速を反映した可能性はなくはないが、3ヵ月移動平均では同+18.6万人と高水準を維持しているほか、大きく伸びた1月の反動が出た可能性もあることから、現時点では雇用環境は引き続き堅調と判断している。失業率は3.8%と政府機関閉鎖の影響を受けた前月から0.2%改善したほか、時間当たり賃金は前年比+3.4%とプラス幅を拡大するなど明るい面も見られた。もっとも、減税効果の逡減などにより米景気の回復ペースが緩やかになるなか、企業収益の伸びも減速することが予想されることから、今後は雇用・所得環境の改善にも徐々に歯止めがかかろう。



《 欧 州 》

〇1月ユーロ圏マネーサプライ (2月27日)

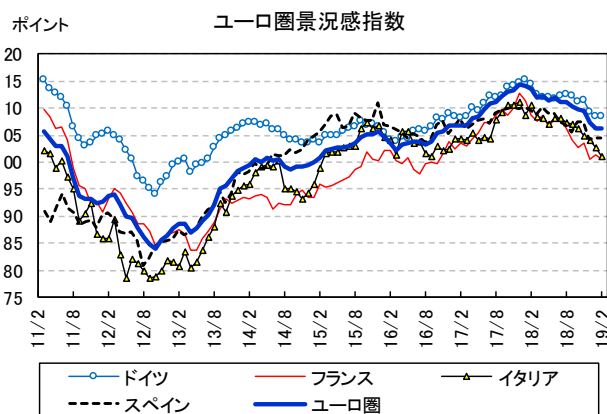
1月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+3.8%と、前月の同+4.1%から伸び幅が縮小した。民間向け貸出額は同+2.5%と、前月の同+2.8%から伸び幅が縮小した。民間向け貸出額の内訳では、家計向けは住宅ローンを中心に同+3.0%→+3.2%と伸びが加速したものの、非金融企業向けは同+2.8%→+2.2%と伸び幅が大きく縮小した。ECB(欧州中央銀行)は3月の理事会で、「現行の政策金利は少なくとも2019年内はすえ置く」と利上げを先送りし、2019年9月にはTLTROⅢを導入するなど、緩和的色彩を強めている。ユーロ圏の企業向け貸出は、今後とも緩やかながらも前年比プラス圏で推移すると予想する。



(出所)ECB

〇2月ユーロ圏景況感指数 (2月27日)

2月のユーロ圏景況感指数は106.1と、8ヵ月連続で前月から低下した。構成項目別では、サービス業景況感(11.0→12.1)、消費者信頼感(▲7.9→▲7.4)、小売業景況感(▲2.1→▲1.6)が改善したものの、鉱工業景況感(0.6→▲0.4)、建設業景況感(8.4→6.4)が悪化した。主要国別では、スペイン(104.4→104.4)のみ横ばい、ドイツ(108.5→108.4)、フランス(101.4→100.5)、イタリア(102.8→101.2)が悪化した。英国のEU離脱問題は解決の道筋が依然不透明であり、米中貿易摩擦は一段と激化するおそれもあることから、家計・企業のマインドは悪化の一途をたどっている。世界景気の先行き不透明感の高まりを背景に、ユーロ圏の景気回復ペースは当面の間、緩慢なものにとどまると予想する。

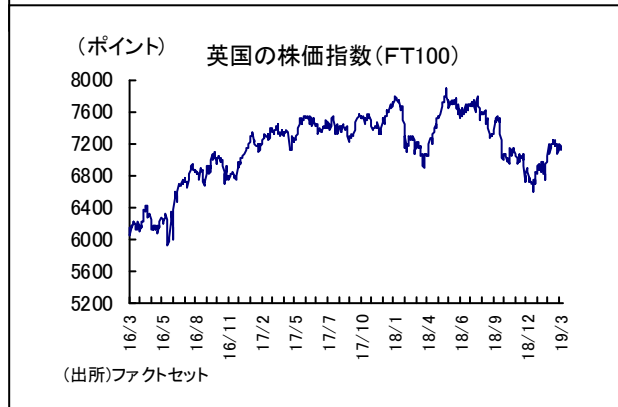
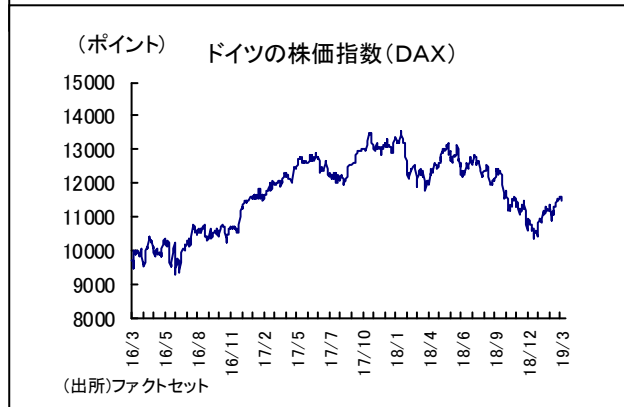
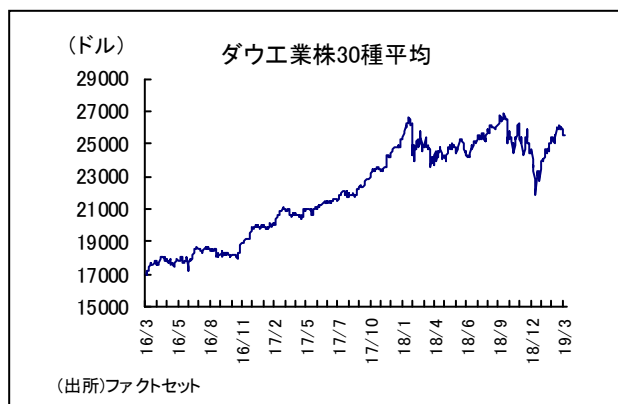
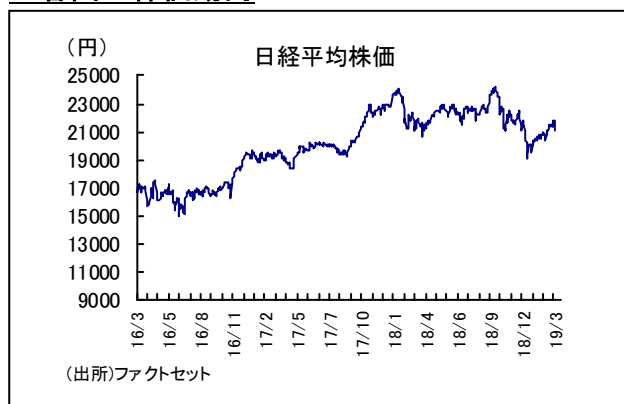


(出所) 欧州委員会

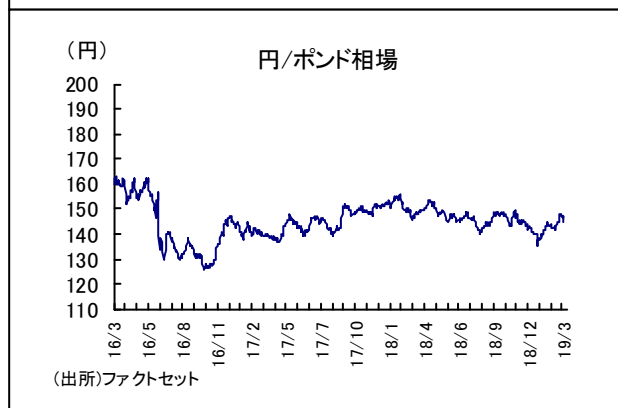
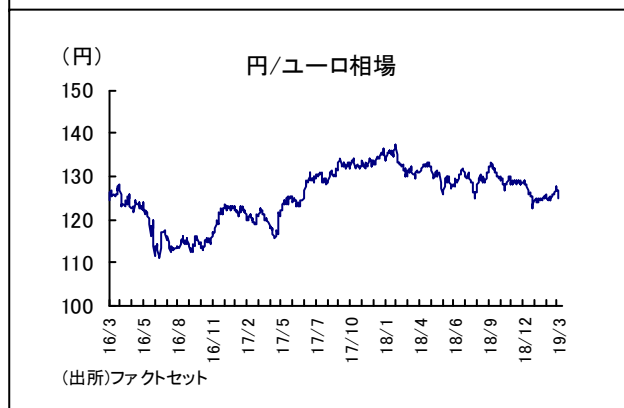
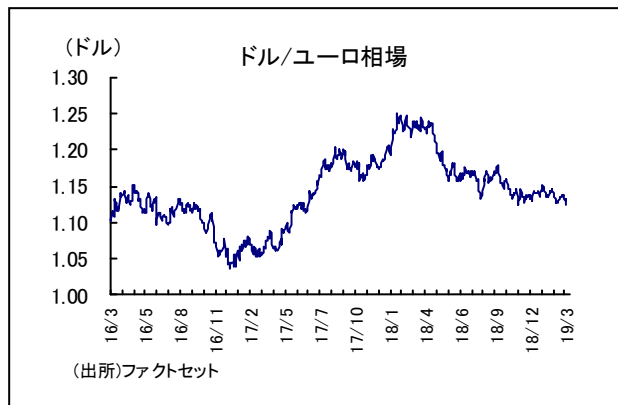
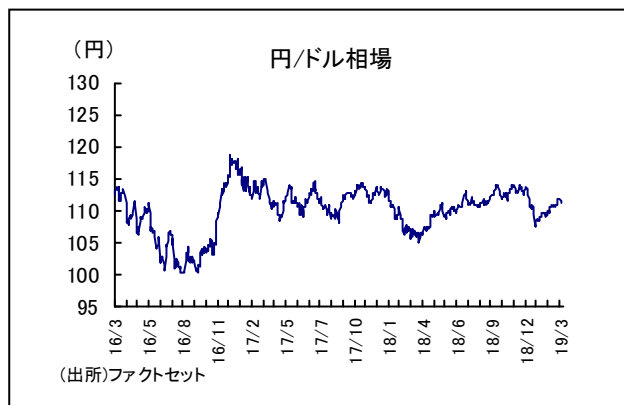


日米欧マーケットの動向 (2019年3月11日現在)

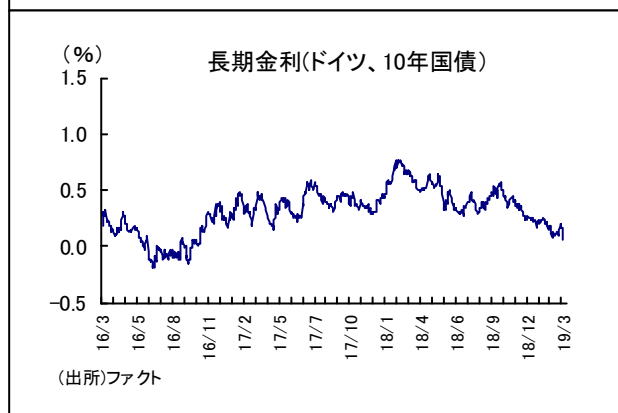
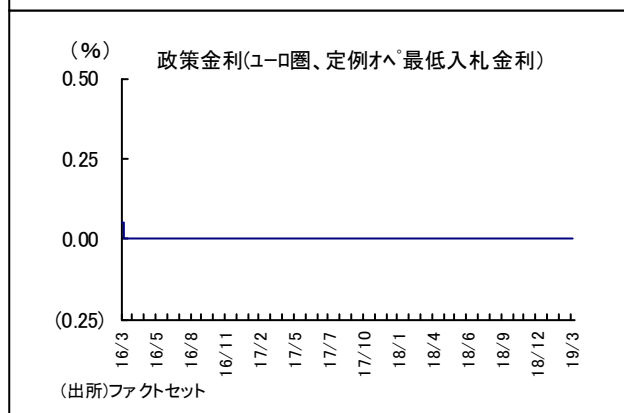
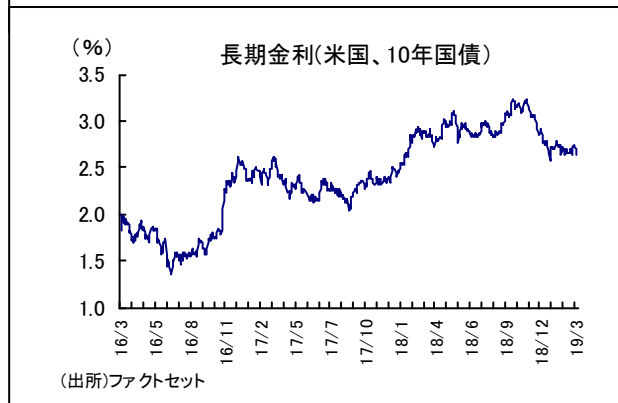
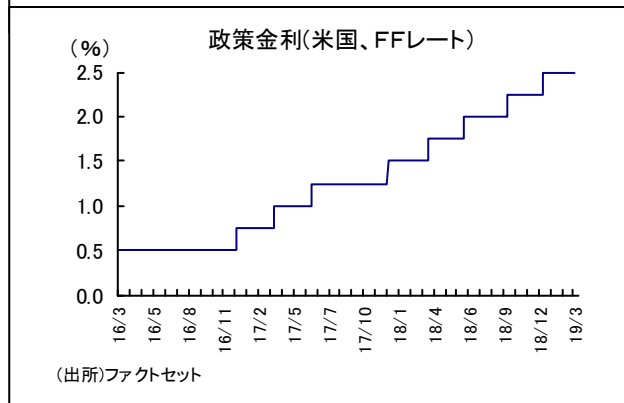
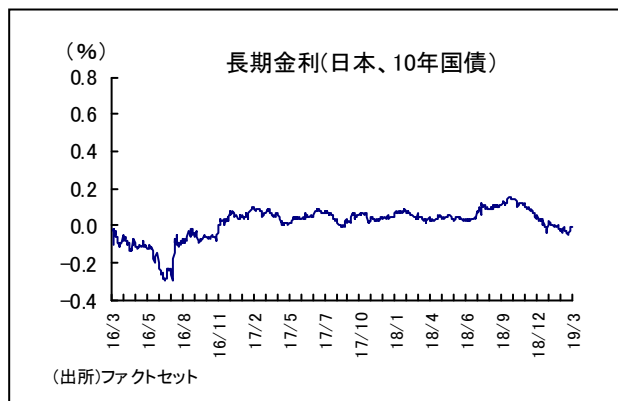
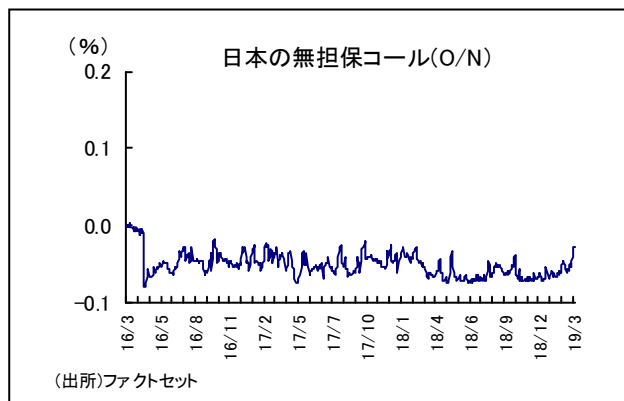
▽各国の株価動向



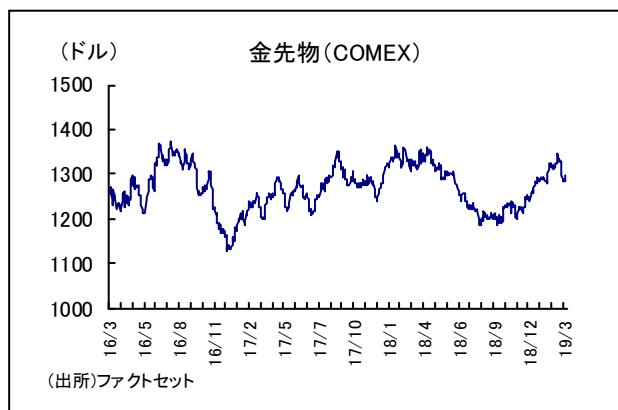
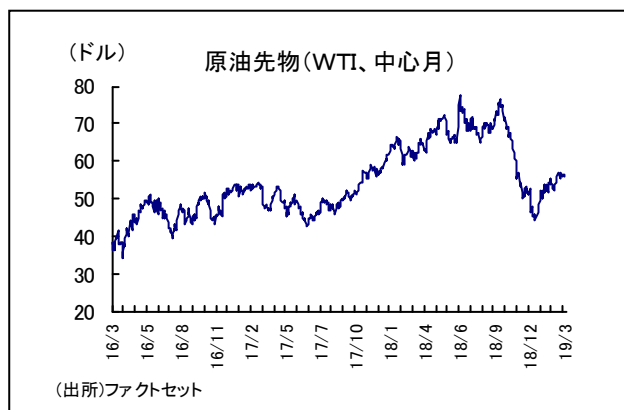
▽外為市場の動向



▽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