



## <フォーカス> 問われる「予防的財政」の是非

政府が3年ぶりに大規模な経済対策を打ち出した。財政規模は13.2兆円で、国費と地方費を合わせたいわゆる「真水」は9.4兆円、民間支出分も含めた総事業費は26兆円である。政府自身、曲がりなりにも「緩やかな景気回復」との判断を維持している中で、これほど大規模な対策を打ち出すのは異例だが、足元の日本経済が消費増税後の景気悪化に備えた「保険」の追加を必要としているのは確かである。日本の場合、米国のような「予防的利下げ」が難しいので、「予防的財政」で対応したということになるだろう。

本来、駆け込みがあった分、反動減が生じるのが当たり前であり、財政政策で均すべきものではないというのが正論である。ただ、前回の消費増税の際は、大方の予想以上に個人消費の落ち込みが大きく、かつその影響も長引いた。今回はポイント還元など、増税分をほぼ相殺するだけの対策をあらかじめ積み上げてきたにもかかわらず、10月以降の個人消費関連統計は軒並み大きく悪化している。これについては台風等の自然災害の影響も大きいとみられるほか、落ち込み幅自体、現時点でまだ駆け込みの範囲にとどまっていることから、トレンドを見極めるには、少なくともあと数ヶ月分の統計の発表を待つ必要がある。しかし、それでは新年度予算の編成に間に合わない。また、足元までの景気減速の主因は消費ではなく輸出の減少だが、このタイミングで景気が失速したら、すべて消費税のせいとされるのは必定で、下手をしたら追加増税の議論は今後10年くらいできなくなってしまう。いささか逆説的ではあるものの、将来的な財政改善のための「予防的財政」ということであれば、やむなしということになる。

規模感という意味ではどうか。今回は、さまざまな政治家の相場観が飛び交う中で、当初の政府自身の意図を超えて拡大した面があった。ただ、15ヵ月予算の中で効果が薄められる点を考えれば、必ずしも大きすぎるとは言えない。今回、補正予算からの一般会計の拠出額は4.3兆円である。本予算分にしても、あらかじめ予定されていた支出が経済対策に振り替わった部分もあるだろう。赤字国債の発行が避けられたのも、規模に自制が働いた証拠である。

ワイズスペンディングが必要との声も大きいですが、その定義は人によって幅がある。誰もが考えるのは成長戦略的内容であり、今回でいえば「未来への投資」のパートが該当する。しかし、ここで挙げられているポスト5Gに向けた基盤対策や、小中学校のパソコン整備等の政策は、いずれも即効性に乏しい。そもそもこうした政策は本来、経済対策として打ち出すべきものではなく、成長戦略に基づき毎年の本予算に計画的に組み込むべきものである。今回の経済対策の目的は景気の腰折れ防止であり、ここは割り切って、防災対策を中心とした公共投資や、消費者対策等、即効性のある需要対策こそワイズスペンディングとみなすべきである。成長戦略は味付け的な内容で良く、規模はむしろもっと小さくても良い。逆に、消費者対策はもっとあっても良かった。筆者はどちらかといえば財政再建重視の立場だが、今回の対策に関しては(残念ながら)不可避であり、規模、内容とも概ね許容範囲と考える。(Kodama wrote)

### 目次

<フォーカス>問われる「予防的財政」の是非……………	1	・米国景気は底堅い推移が続く……………	11
・経済情勢概況……………	2	・ラガルドECBの次の一手を探る……………	14
・気になる増税後の消費動向……………	3	・主要経済指標レビュー……………	18
・12月調査の日銀短観予測……………	8	・日米欧マーケットの動向……………	22

**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、2021年度にかけて底堅い米国景気や、省力化投資需要、半導体市況の底打ちなどを背景に、緩やかな成長を維持すると予想する。

個人消費は、政府による経済対策の実施が見込まれるものの、消費増税の負の所得効果に、雇用環境の改善一服が加わることで、停滞気味の推移になると予想する。

設備投資は、米中貿易摩擦の長期化等が抑制要因となると見込まれるものの、維持・補修への投資や、非製造業での人手不足に起因した省力化・省人化投資が下支えし、緩やかながらも増加基調を維持すると予想する。公共投資は、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算の編成が見込まれることから、景気の下支え役として機能し続ける展開が予想される。輸出は半導体市場の持ち直しや底堅い米国景気によって、緩慢ながらも回復に向かうとみる。

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、エネルギー価格のマイナス寄与拡大によって、消費増税を含めても物価上昇圧力は限定的とみている。

**米 国**

米国経済は、米中貿易摩擦が長期化する可能性が高いほか、来年11月には大統領選を控えており、政策面での不確実性が家計や企業マインドの重しになり続けるとみられる。もっとも、緩慢ながらも雇用環境の改善や企業の増益基調が続くと見込まれるほか、FRBの予防的利下げの効果もあり、内需をけん引役に拡大基調を持続しよう。

個人消費は、家計のバランスシートが改善しているほか、緩慢ながら雇用・所得環境の改善基調が続くとみられることから、増加基調が続くと予想する。住宅投資は、先行指標が持ち直しているほか、住宅ローン金利の低位推移が見込まれるものの、建設労働者不足等の供給制約が足枷となり、緩やかな増加にとどまろう。設備投資は、米中貿易摩擦への懸念や資本ストックの積み上がりなどにより、減少基調が続くと予想する。輸出は、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれるものの、貿易摩擦の影響などから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

金融政策については、米国発の貿易摩擦や世界景気の減速などを背景とした不確実性が燦るものの、予防的利下げの効果が米景気を下支えするとみられることから様子見姿勢を続けると予想する。

**欧 州**

ユーロ圏経済は、主に英国のEU離脱問題や米中貿易摩擦による実体面、マインド面の悪化が景気の下押し要因となるなか、ECBによる緩和的な金融政策を背景に、これまでのところ雇用環境が悪化を免れていることが、景気を下支えしている。今後については、ECBによる金融緩和や、各国の減税策が景気を下支えするとみるものの、政策効果を除けば好材料に欠ける状況が続き、景気回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

個人消費は、政策効果や原油安が下支えすると見込まれるものの、雇用環境の回復が一巡しつつあることが押し下げ要因となるとみる。固定投資は、景気の先行き不透明感が依然根強いことから、停滞するとみる。輸出は、海外景気の減速に伴い、弱めの動きが続くとみる。

ECBは9月の理事会で、階層化を伴った利下げや資産買い入れの再開などの金融緩和措置を発表した。実体経済の弱さに起因するディスインフレ圧力が今後一段と高まると見込まれ、ECBは来年春までに追加利下げに動く予想する。

## 気になる増税後の消費動向

### 個人消費のトレンドが不透明に

消費増税に伴う駆け込みとその反動減に、台風の影響まで加わったことで、足元の個人消費のトレンドがつかみにくくなっている。駆け込みの存在にもかかわらず7-9月期の民間最終消費支出が伸び悩んだことや(図表1)、10月の個人消費関連統計が軒並み予想以上の減少を示したことで、足元の個人消費が失速しつつあるのではないかとの不安も出てきている。まだ、トレンドを判断するためのデータが十分揃っていないとはいえない段階だが、現時点で入手できる統計から、足元の消費動向を概観する。

### 商業動態統計の反動減は駆け込みの範囲内

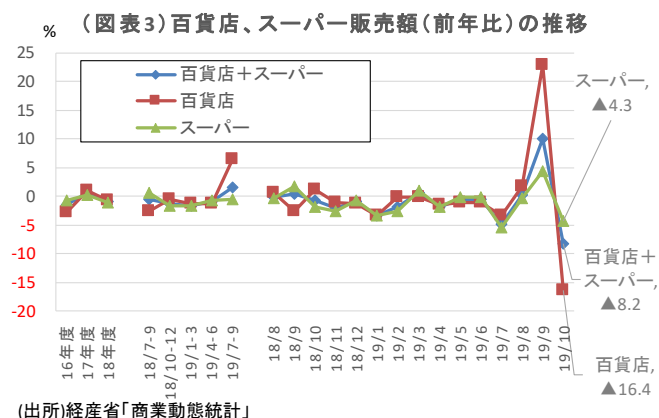
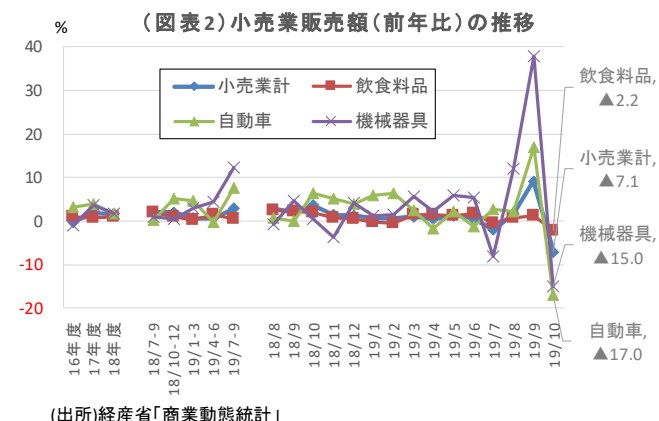
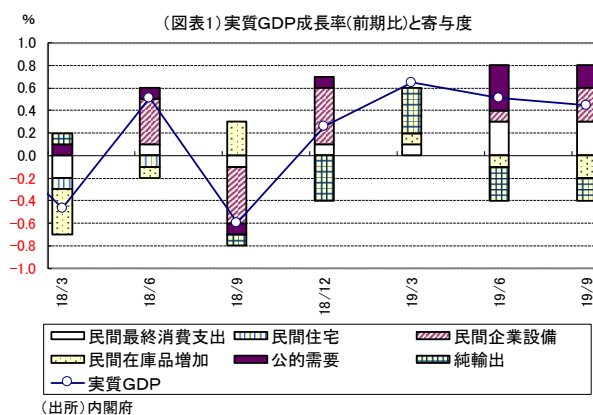
まず、駆け込み需要が集中する財(モノ)の販売動向は、経産省の商業動態統計で確認できる。10月の結果をみると、小売販売額は前年比▲7.1%の大幅マイナスとなった(図表2)。ただ、今のところマイナス幅は9月のプラス幅(同+9.2%)より小さい。金額ベースでは10月が前年比▲8,530億円、9月が同+1兆600億円で、とりあえず単月ベースの反動減は、直前月の駆け込みの範囲内に収まっているとの解釈も可能である。

駆け込みの規模が相対的に大きい耐久財関連業種をみると、自動車小売業は同▲17.0%(9月:同+16.9%、8月:同+2.2%)で、こちらは9月の増加幅と10月の減少幅がほぼトントンである。機械器具小売業は同▲15.0%(9月:同+37.8%、8月:同+12.1%)で、こちらは直前の増加幅よりも減少幅の方がはるかに小さい。自動車小売業に関しては、後述する11月の自動車販売統計を見る限り、11月も落ち込みが続く公算が高く、11月の結果までを均せば増税後の減少幅の方が大きくなる懸念がある。ただ、これは台風等の10月の自然災害の影響も考慮する必要がある。逆に、家電製品が太宗を占める機械器具小売業に関しては、駆け込みの「貯金」を吐き出すまでにはまだ余裕がありそうである。

一方、小売業の約3割を占める飲食料点小売業の10月の結果は前年比▲2.2%(9月:同+1.2%、8月:同+0.7%)となっている。酒以外は基本的に軽減税率の対象になることから、駆け込みとその反動減の規模が相対的に小さくなるのは予想された結果である。

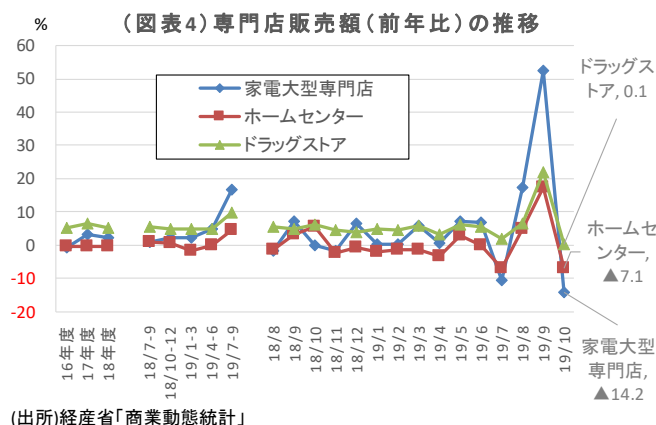
### 百貨店、家電量販店が苦戦

業態別にみても業種別と同様の傾向が見て取れる。



10月の百貨店・スーパー売上高（既存店）は前年比▲8.2%（9月：同+10.0%、8月：同+0.3%）となった（図表3）。このうち、百貨店は同▲16.4%（9月：同+22.8%、8月：同+1.8%）で、駆け込み、反動減の規模とも2割前後と大きかったのに対し、スーパーは同▲4.3%（9月：同+4.4%、8月：同▲0.3%）で、増税前後の凸凹は百貨店よりはるかに小さい。軽減税率の対象である食品や、日々揃える必要のある日用品のウェイトが相対的に高いことが主因と考えられる。コンビニの10月は逆に同+3.3%と、今年度に入り最も高い伸びを記録している（9月：同▲0.2%、8月：同+1.9%）。こちらも食品のウェイトが高いこともあって、駆け込みはほとんどなく、むしろポイント還元策の恩恵が10月に入り出てきた様子がみてとれる。

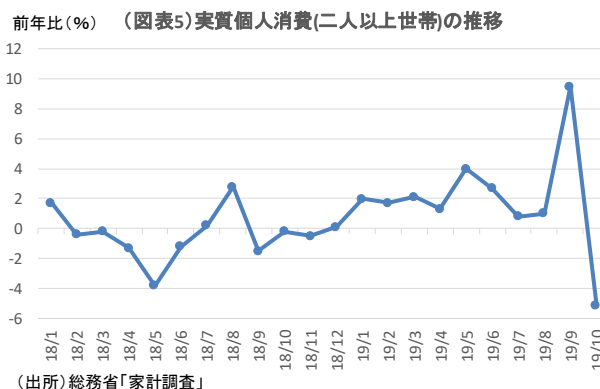
3 専門業態の10月の結果をみると、家電大型専門店が同▲14.2%（9月：同+52.4%、8月：同+17.4%）、ホームセンターが同▲7.1%（9月：同+17.5%、8月：同+4.7%）、ドラッグストアが同+0.1%（9月：同+21.8%、8月：同+6.5%）となっている（図表4）。家電大型専門店に関しては、2カ月前から駆け込み需要が盛り上がった様子が見られるが、その合計のプラス幅に比べれば、10月のマイナス幅ははるかに小さい。ホームセンターも同様の傾向で、11月以降、この貯金をどの程度食いつぶすかが焦点となる。ドラッグストアは反動減とは無縁で、駆け込み直後の月も前年比プラスを保っている。



以上、増税後の1ヵ月だけみれば、反動減は総じて駆け込みの範囲内に収まっているものの、11月、12月の結果次第で評価はどうとでも変わりうる。特に、自動車や家電製品といった耐久財の駆け込み需要に関しては、時期的に冬のボーナス払いで対応した家計も少なくないとみられるため、当面軟調な推移が続く可能性は低くない。少なくとも年末までの販売動向まで確認しないことには、トレンドの見極めは難しいという印象である。

### 家計調査では食料のマイナス寄与が大きい

総務省が発表した10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▲5.1%と、9月の同+9.5%から一転して大幅マイナスとなった（図表5）。これは市場予想の同▲3.2%を下回った。商業動態統計は基本的に財のみだが、家計調査はサービス等、世帯が消費するものをより幅広く含む。元々振れが大きい統計ではあるものの、個人消費全体の動向を確認できる。



品目別（大分類）にみると、マイナス寄与度の大きかったのは、食料（前年比▲3.9%、寄与度▲1.04%）、教育（同▲15.9%、▲0.94%）、交通・通信（同▲6.3%、▲0.92%）、住居（同▲12.7%、▲0.83%）、家具・家事用品（同▲16.3%、▲0.61%）といったところ。軽減税率の効果で食料のマイナス幅が小さくなるのは予想された結果だが、ウェイトが大きいせいで（約3割）、意外にもマイナス寄与幅は最も大きくなっている。軽減税率の対象外である外食や酒類が足を引っ張った模

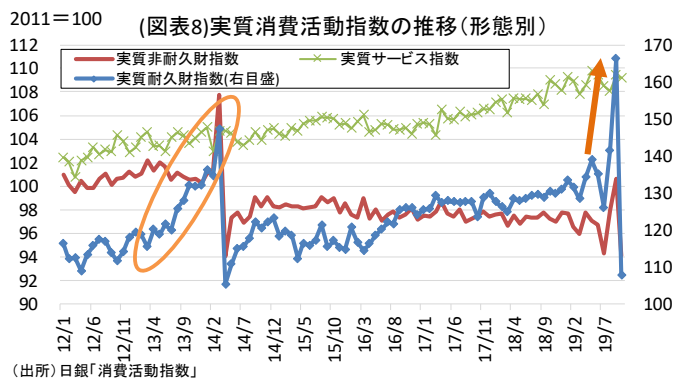
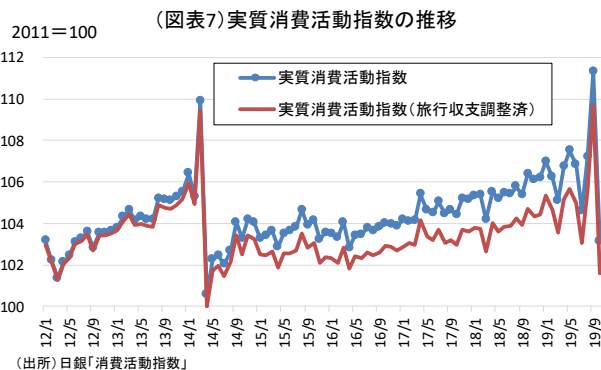
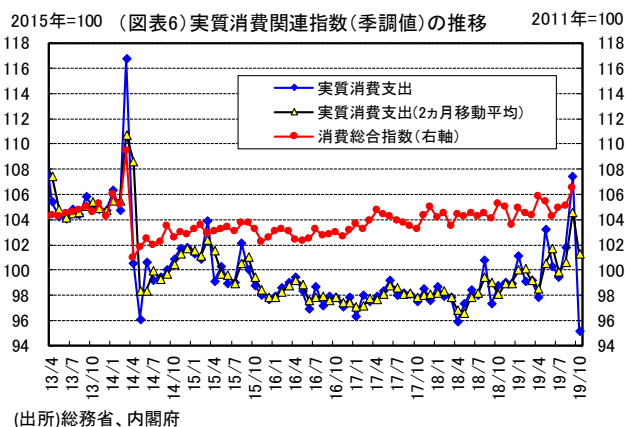
様である。交通・通信は定期代だけでマイナス寄与が▲0.43%と、交通・通信のマイナス寄与度の約半分に達している。住居は、家賃地代や設備修繕・維持の減少が足を引っ張っている。家具・家事用品は幅広い品目で減少しているが、そのなかでも比較的マイナス寄与幅が大きかったのは、電気冷蔵庫や電子レンジといった家庭用耐久財である。ただ、洗濯用洗剤やトイレットペーパーといった家事用消耗品のマイナス寄与幅も案外大きく、多くの家計が9月にまとめ買いに走った反動減が出たようだ。実際、筆者の家の近所のドラッグストアでも、9月30日にはレジに長い列ができていた。

2人以上世帯の消費支出についても、10月単月の前年比のマイナス幅は、9月のプラス幅の半分程度であり、消費税の影響を見極めるためには今後数ヵ月の動向を見極める必要がある。季調済前月比では▲11.5%で、9月の同+5.5%を大きく下回っているが、前月比という性質上、前月の数字が大きければ反動でマイナス幅が大きくなるのは避けられない。前回の消費増税直後の水準も下回ったという事実はショッキングではあるものの、9、10月の平均値の対8月比では▲0.5%で、通常の振れの範囲内に収まっている(図表6)。

**日銀消費活動指数も大幅マイナス**

日銀の発表している消費活動指数は、財とサービスに関する各種の販売・供給統計を基礎統計としており、振れ幅も比較的小さく、国民経済計算の確報の家計消費と近い動きを示すことで知られる。先週末に発表された10月の実質消費活動指数は、前年比で▲3.1%の大幅マイナスとなった。9月が同+5.7%、8月が同+1.4%だったので、前年比ベースでみる限りは、こちらも一応、直前の駆け込みの規模の範囲内にとどまっている。

前月比では▲7.4%と、9月の同+3.8%、8月の+2.5%を大きく下回るマイナスとなっている。水準的には16年4月まで逆戻りした形である(図表7)。これは、耐久財が前月比で▲35.2%の大幅マイナスとなった影響が大きい(図表8)。旅行収支調整済み(除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費)の数字に至っては、前回の消費増税直後の14年7月の水準まで下がる形となっている。ただ、家計調査の項で述べたとおりで、前月比の場合、大きく伸びた後のマイナス幅は実態以上に大きく見える。季調値の2ヵ月連続平均では前月比▲1.9%、3ヵ月連続平均では同▲0.5%で、今のところ、均せば大きく落ち込んでいるわけではない。消費が腰折れしているのかどうかはやはりあと数ヵ月の結果を見極める必要がある。

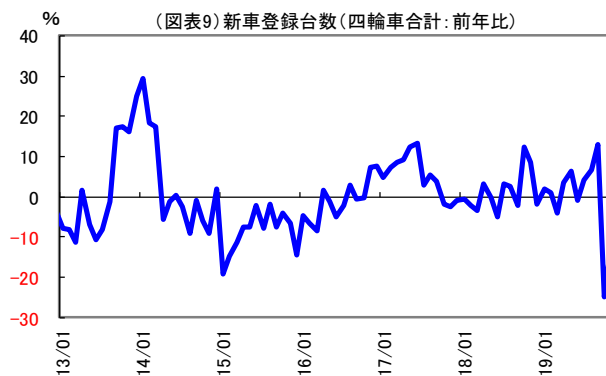


新車販売統計は11月分まで発表

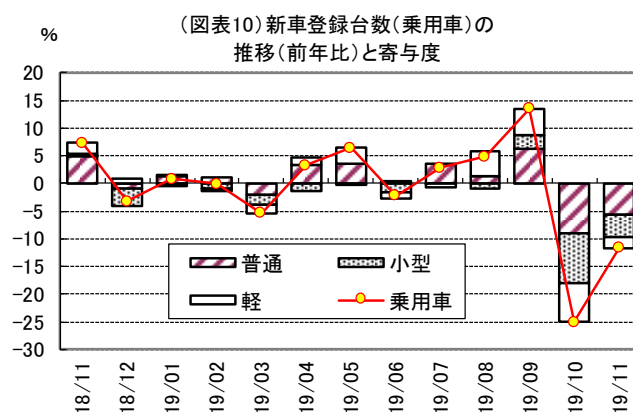
月次ベースの統計では最も速報性の高い消費関連統計のひとつである新車販売統計では、11月の速報値がすでに確認できる。これによると11月は、四輪車合計の登録台数で前年比▲12.7%と、10月の同▲24.9%に次ぐ大幅マイナスとなった(図表9)。ただ、10月の大幅マイナスが前年に比し約4分の1の減少というのは、消費増税の影響としては大きすぎる。完成検査問題の一巡で前年同月が好調だった反動に加え、台風19号などの災害による影響が加わっているために実勢が見えにくくなっている面がありそうである。発表元の日本自動車販売協会連合会(自販連)も、10月の統計発表時に、減少の要因として大きいのは消費税よりも台風などの天候要因や災害だと説明していた。車種別にみると軽自動車のマイナスが大きく足を引っ張っているが(図表10)、発表元の全国軽自動車協会連合会(全軽自協)も、2ヵ月連続の減少が消費増税の影響とみるには時期尚早との見解を示している。11月の新車販売統計を見る限り、同月の個人消費関連統計も弱めの結果となる可能性が有力だが、11月末にはかなり顧客が戻ってきたと証言するディーラーもあり、やはりおおまかな方向性を判断するにあたっては、12月の販売動向まで見極めたいところである。

個人消費はおそらく腰折れしていない

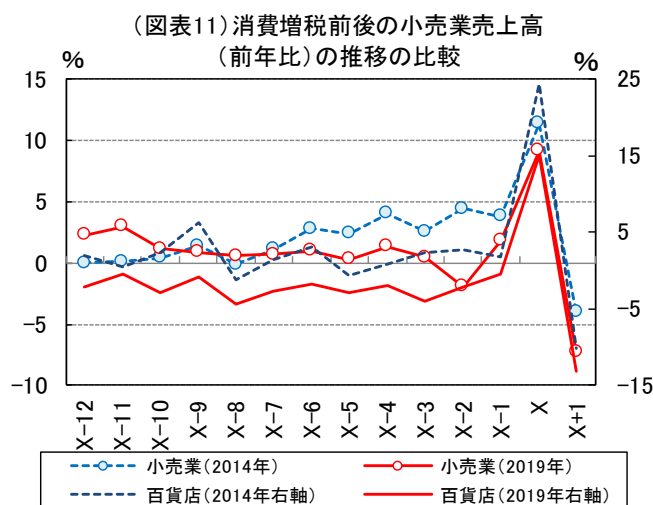
以上見てきたように、10月の個人消費関連統計の落ち込みは、今のところ総じて9月までの駆け込みの範囲内に収まっているが、今後落ち込みがどこまで続くのかがわからない点に加え、駆け込みの規模自体、正確な測定が困難な点も不透明要因となる。図表11をみると、14年増税時は増税の半年前から徐々に駆け込み需要が盛り上がったのに対し、今回は前月の9月に集中したように見える。しかし、8月以前の数字に関しては、駆け込みがあったにもかかわらず弱かったとの見方もありうる。7-9月期のGDPベースの民間最終消費支出が予想ほどに伸びなかったのも、駆け込みの規模が小さかったわけではなく、個人消費のトレンド自体が下方屈折していたと考えれば、足元の個人消費の評価は下方修正が必要ということになる。



(出所)日本自動車工業会



(出所)(社)日本自動車工業会



※ 2014年4月と2019年10月の消費増税前後の売上高(前年比)を比較。Xは2014年3月と2019年9月を示す。±1~12は3月と9月からの月数

(出所)経済産業省「商業販売統計」

ただ、駆け込みが直前9月に集中したのは、商業動態統計だけではなく、ほかの統計でも確認できる。また、7-9月期の個人消費が予想以上に弱かったのは、月次統計からみると、6,7月にかけて消費の勢いが鈍ったことが四半期ベースのゲタを押し下げ、9月の伸びを相殺したためである。これについてはトレンドの下方屈折というより、4-6月期の10連休の反動が現れただけの可能性が高い。4-6月期のGDP統計速報における形態別国内家計消費支出を見ると、耐久財の伸びは前期比同+4.6%で、7-9月期の同+3.1%を上回っていた。10月の自動車販売の落ち込みが、発表元も言及している通り、自然災害の影響による部分が大きかったのだとすれば、10月の減少幅が、駆け込みが集中した9月の増加幅よりも小さかったという結果は、むしろ健闘したと言えなくもない。

日本の個人消費は、駆け込みが顕在化するかなり前からある程度底堅い推移を続けてきた（前掲図表6）。今年度に入ってから雇用・所得環境が大きく悪化しているわけではない点を考えると、消費増税前の個人消費がすでに腰折れしていたと考える理由は乏しい。増税直前の個人消費が弱めだったのは、やはり駆け込みの規模が予想よりも小さかったためとみるべきだろう。ちなみに、速報値では前期比+0.4%だった民間最終消費支出は、9日発表の改定値で同+0.5%まで上方修正されている。

今後、警戒すべきは駆け込みと反動減という代替効果よりも、増税に伴う物価上昇分、実質所得が低下するという所得効果の方である。特に、個人消費の原資を貯蓄の取り崩しに頼る高齢者の占率が年々上昇している分、負の所得効果が残りやすくなっている点については、トレンドの下押し要因として、注視していく必要がある。（担当：小玉）

## 12月調査の日銀短観予測

### 政府は「景気回復」との基調判断を維持

政府は、11月22日に公表した月例経済報告において、基調判断を「景気は、輸出を中心に弱さが長引いているものの、緩やかに回復している」にすえ置いた。先行きについても「緩やかな回復が続く」としている。こうした環境下、企業が足元や先行きの景気動向をどのように見ているのか、12月13日に公表される日銀短観（2019年12月調査）が待たれるところである。本稿では、日銀短観と連動性の高いロイター短観、QUICK短観、内閣府の景気ウォッチャー調査などから、その結果を予想した。

### 大企業・製造業の業況判断DIは悪化へ

まず、大企業・製造業の業況判断DIは、9月調査の+5から+2へ、3ポイントの悪化を予想する（図表1）。引き続き米中貿易摩擦や海外景気の不透明感が下押ししたと見込む。

大企業・製造業の業況判断DIと相関の高いロイター短観を見ると、12月の製造業の業況判断DIは▲6と、9月の▲7から3ヵ月で1ポイント悪化している（図表2）。月次の推移を見ると、10月は▲5（前月から2ポイント改善）、11月は▲9（同4ポイント悪化）、12月は▲6（同3ポイント改善）となっており、台風被害による生産への影響が大きく現れた11月に大幅な悪化を記録した。

業種別に9月調査からの動きを見ると、9業種中4業種（繊維・紙パ、食品、電機、鉄鋼・非鉄）が改善、5業種（化学、石油・窯業、金属・機械、輸送用機器、精密・その他）が悪化となった。コメントでは、「米中貿易摩擦の影響などから、取り巻く環境が全般的に悪く、引き合い・受注獲得に苦戦している」といった、米中貿易摩擦等の悪影響を指摘する声が幅広い業種から挙がっている。

QUICK短観を見ると、製造業の12月の業況判断DIは+2と、9月の+3から1ポイント悪化した。月次の推移を見ると、10月は+4（前月から1ポイント改善）、11月は0（同4ポイント悪化）、12月は+2（同2ポイント改善）と、ロイター短観と似通った動きとなっている。

先行きについては、「半導体市場でDRAM向け需要が急激に改善している（ロイター短観）」等、世界的な半導体市況の底打ちを指摘する声など、先行きへの明るい見方も聞かれたことから、日銀短観における大企業・製造業の先行き予測は+4と、12月調査の当社予想（+2）から2ポイント改善すると予想する。

### 大企業・非製造業の業況判断DIも悪化へ

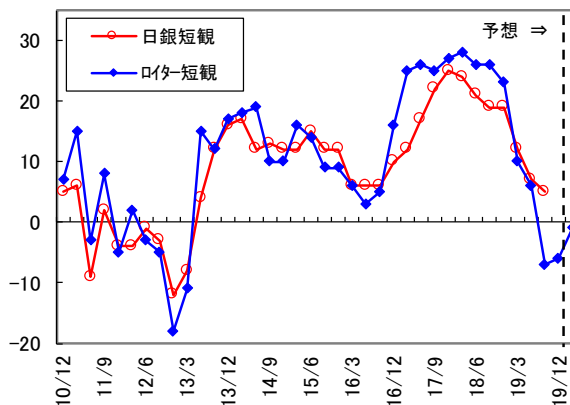
ロイター短観における12月の非製造業の業況判断DIは+14と、9月の+19から5ポイントの悪

（図表1）日銀短観（12月調査）業況判断DIの予想

	9月調査実績		12月調査の当社予測値			
	9月最近	12月先行き	12月予測	変化	3月予測	変化
大企業	13	8	9	▲4	10	1
製造業	5	2	2	▲3	4	2
非製造業	21	15	16	▲5	16	0
中小企業	5	▲3	▲1	▲6	▲2	▲1
製造業	▲4	▲9	▲6	▲2	▲8	▲2
非製造業	10	1	4	▲6	2	▲2

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成

（図表2）景況感指数の推移（大企業・製造業）



（出所）日銀、ロイター短観より明治安田生命作成



化となった(図表3)。月次の推移を見ると、10月は+25(前月から6ポイント改善)、11月は+12(同13ポイント悪化)、12月は+14(同2ポイント改善)と、消費増税の実施を挟んで大きく振れているが、3カ月の累計では悪化となっている。

業種別に9月調査からの動きを見ると、6業種中1業種(不動産・建設)が改善、2業種(小売、運輸・電力等)が悪化、3業種(卸売、通信・情報サービス、その他サービス)が横ばいとなった。コメントを見ると、「国土強靱化政策に伴う公共事業と、首都圏のほか札幌・福岡などの中核都市で民需も堅調に推移している。これらに加え、台風19号災害の復旧工事が広範囲で発生している」と、公共工事の増加を指摘する声が聞かれた一方、「消費増税の影響で、顧客の低価格志向がみられる」と、消費増税後の消費が弱いことを示唆するコメントも出ている。

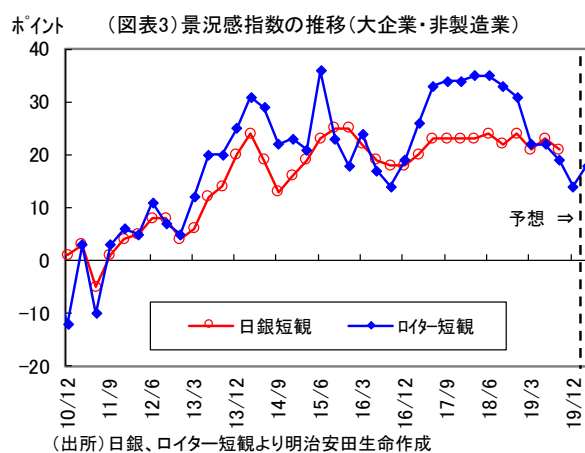
QUICK短観では、非製造業の業況判断DIは、12月は+19と、9月の+27から8ポイント悪化した。単月の推移を見ると、10月は+30(前月から3ポイント改善)、11月は+24(同6ポイント悪化)、12月は+19(同5ポイント悪化)となった。

日銀短観における大企業・非製造業の業況判断DIは、予算の執行の進捗を受けて、公共工事の増加が押し上げに寄与したとみるものの、消費増税前の駆け込み需要の反動に加え、台風の影響もあって、9月調査の+21から+16へと、5ポイント悪化すると予想する。先行きの業況判断については、政府による景気対策への期待などから下げ止まり、12月調査の当社予想から横ばいの16ポイントを見込む。

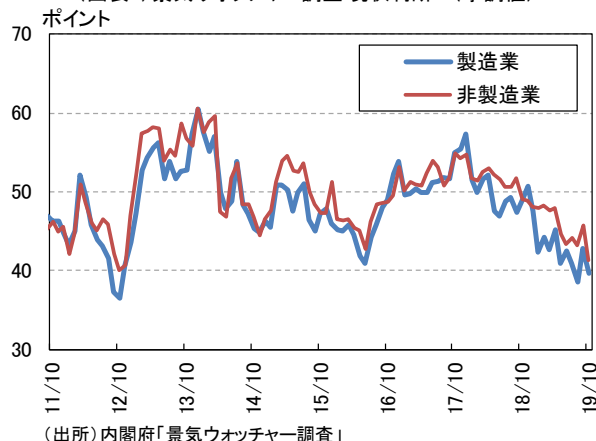
**中小企業の業況判断DIも悪化を予想**

10月の景気ウォッチャー調査を見ると、企業動向関連DIが40.5(製造業38.6、非製造業41.8)と、2ヵ月ぶりに悪化し、節目の50は13ヵ月連続で下回った(図表4)。ウォッチャーの判断理由を見ると、「前月までは消費税の引き上げ前の駆け込み需要で10%ほどの売上があったが、今月はその反動減により、3ヵ月前と比較して5~10%売上が落ちている(出版・印刷・同関連産業)」など、消費増税の影響を指摘する声が聞かれたほか、「台風19号や大雨の影響により、鉄道や高速道路が不通となった。来県者が大幅に減少した(甲信越=食料品製造業)」、「当地は台風19号の被害はなかったが、交通機関の不通によるツアーキャンセル、一般、個人旅行の取り止めにより、来客数は大きく減少している(甲信越=観光名所)」など、台風の影響が製造業・非製造業いずれについても現れている様子が窺える。

先行きの企業動向関連DIは44.0(前月差+5.4ポイント)と、こちらは3ヵ月ぶりに改善したものの、節目の50は13ヵ月連続で下回っている。ウォッチャーからは、「被害からの復旧工事が進むことにより、入居率の上昇が見込める。また、冬が近づき空調工事などの受注が増える可能性も



(図表4) 景気ウォッチャー調査 現状判断DI(季調値)



ある（北関東＝不動産業）」と、公共工事の増加に期待する声が聞かれた。一方で、「消費税増税の影響が今後出てきて、売上が減少するところが出てくる（南関東＝金融業）」、「増税後は物価は上昇傾向で、受注は減少傾向にある。景気は一時的に悪くなる（甲信越＝建設業）」など、消費税増税の影響が続くことを警戒する声が多く聞かれたほか、「米中貿易摩擦の影響は輸出企業を中心に拡大しており、引き続き景気の低迷は避けられない（中国＝化学工業）」など、海外景気への一段の警戒感を指摘する声も出ている。

こうした状況を踏まえ、日銀短観における中小企業・製造業の業況判断DIは、9月調査の▲4から▲6へと2ポイント悪化、先行きについては▲8とさらに2ポイントの悪化を予想する。中小企業・非製造業も、消費税増税前の駆け込み需要の反動や、台風の影響もあり、現状判断は9月調査の+10から+4へと6ポイント悪化、先行きは+2と、2ポイントの悪化を見込む。

**大企業の設備投資計画は小幅下方修正へ**

日銀短観において、業況判断DIと並んで注目度が高いのが設備投資計画である。法人企業景気予測調査を見ると、2019年度の設備投資計画（ソフトウェアを除く、土地を含む）は、4-6月期調査では前年度比+1.8%、7-9月期調査では同+2.7%とプラス幅を拡大させた。規模別に見ると、大企業が同+12.7%から同+12.4%へと小幅下方修正されたものの、中小企業が同▲15.3%から同▲10.9%へと上方修正されている。10-12月期調査については本稿執筆時点では未発表だが、内外景気の不透明感が足かせとなり、大企業では製造業、非製造業とも下方修正されたとみている。中小企業の設備投資計画は年度末に向けて徐々に固まるとともに上方修正される傾向があり、今回も同様の動きになるとみる。日銀短観の2019年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年度比+2.3%と、9月調査の予測値である同+2.4%から小幅下方修正されよう（図表5）。規模別では、大企業が同+6.6%から同+5.5%へ下方修正、中小企業は同▲6.7%から同▲4.8%へと上方修正されると見込む。（担当：山口）

（図表5）日銀短観設備投資計画予想（全産業・前年比）

	18年度 実績	19年度			
		3月 調査	6月 調査	9月 調査	12月 当社予測
	%	%	%	%	%
全規模	6.6	10.4	▲2.8	2.4	2.3
製造業	8.6	11.1	2.0	7.3	6.9
非製造業	5.4	10.0	▲5.6	▲0.4	▲0.4
大企業	7.3	13.9	1.2	6.6	5.5
製造業	7.0	11.0	6.2	11.8	9.1
非製造業	7.4	15.7	▲1.6	3.6	3.1
中小企業	2.6	▲0.7	▲14.9	▲6.7	▲4.8
製造業	17.2	12.7	▲6.1	▲0.1	0.8
非製造業	▲4.4	▲7.1	▲20.1	▲10.5	▲7.6

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成

## 米国景気は底堅い推移が続く

### 個人消費は底堅く推移

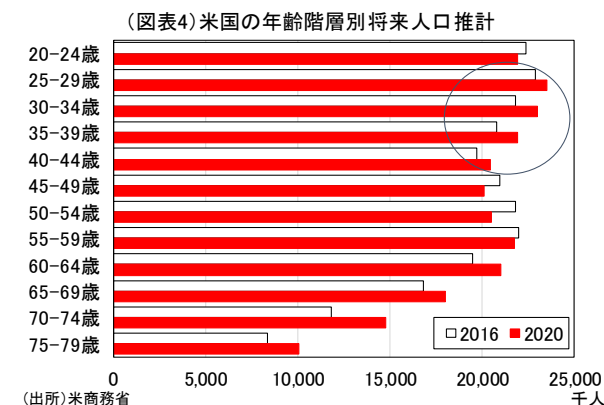
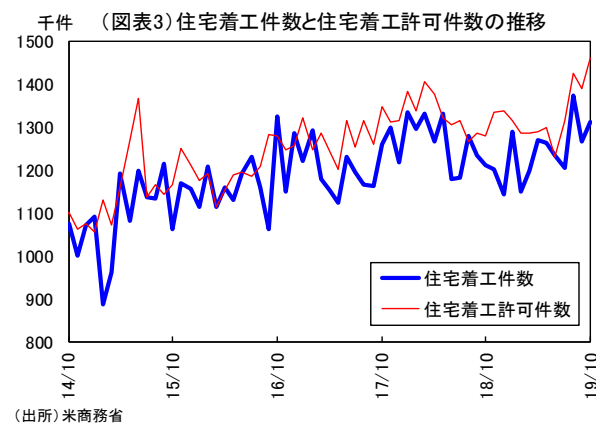
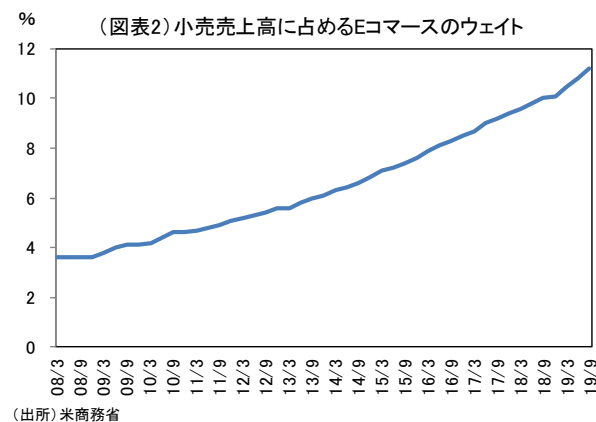
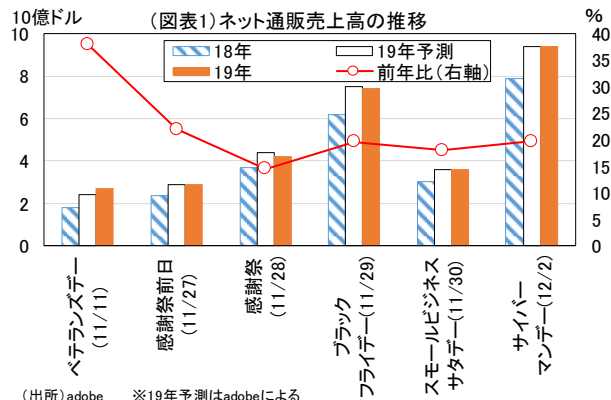
米国の年末商戦がスタートしたが、滑り出しは好調のようだ。アドビ・アナリティクスのおよよめによると、感謝祭翌日のブラックフライデーにおけるネット通販売上高は前年比+19.6%増となったほか、感謝祭週末明けのサイバーマンデーの売上高も同+19.7%と高い伸びを記録した。同社によれば、2019年の年末商戦のネット通販売上高は同14.1%増と2桁増を見込んでおり、足元までの進捗は同社の予測に概ね沿って推移している(図表1)。ブラックフライデー当日は、店頭がさほど混雑しなかったと一部で報じられていたが、近年はネット通販の利用が徐々に拡大している(図表2)。7-9月期の米実質GDP成長率は個人消費がけん引役となったが、足元の個人消費も堅調のようだ。雇用・所得環境が緩やかながらも改善していること、バランスシートの改善により家計の消費余力が高まっていることなどから、個人消費は底堅い推移が続くと予想する。

### 住宅投資も増加基調を継続

米住宅着工件数は、2018年にいったん弱含んだものの、2019年に入り、増加基調をたどっている(図表3)。同件数に先行する着工許可件数やNAHBの住宅市場指数も、ローン金利の低下や雇用・所得環境の改善を背景に上昇基調をたどっており、住宅着工は今後も増加基調が続くと予想する。

年齢構成の変化も住宅投資を下支えしよう。米商務省の将来人口推計で米国の人口ピラミッドをみると、2020年にかけて60歳以上や25-44歳の年齢層で人口増加が見込まれている(図表4)。前者は、第二次世界大戦後の出生増で誕生したベビーブーマ世代の高齢化が進展している様子を、後者はその子供達であるミレニアル世代が社会人として存在感を増しつつある様子を示している。特に後者は、ベビーブーマー世代に代わって米国で最大の年齢層となっており、その動向が景気に大きな影響を与えるようになってきている。

住宅市場からの視点でみると、この年齢層は住宅

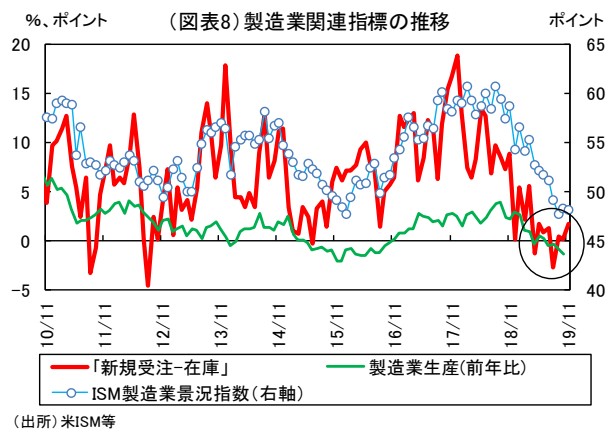
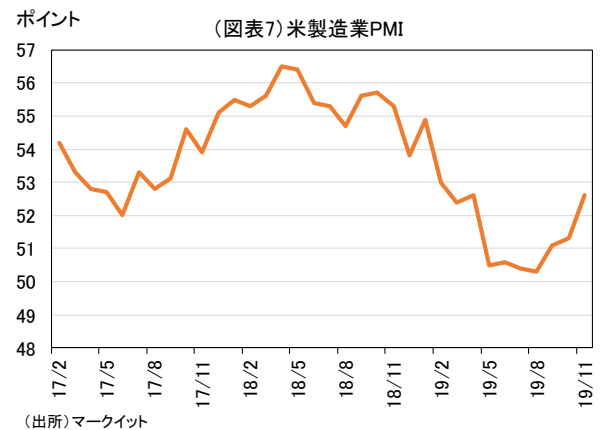
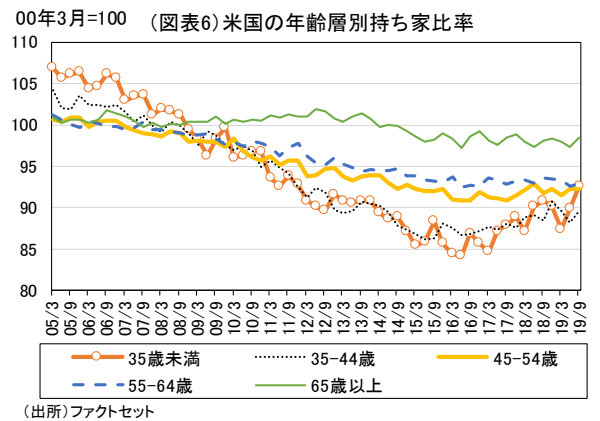
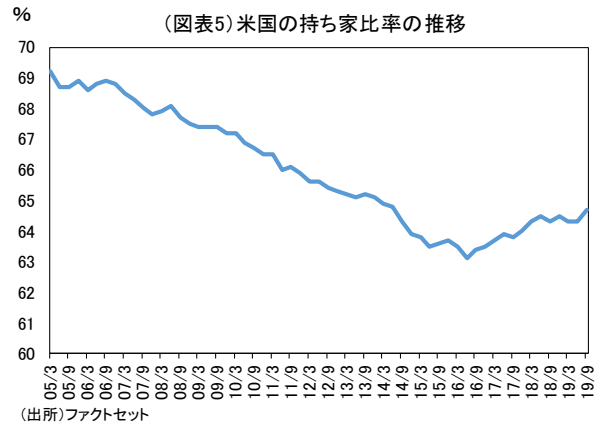


取得適齢期に該当する。ただ、同世代は、リーマン・ショック後の不況の影響を受けたほか、学費高騰のあおりで多額の債務を抱えたと言われており、これまで住宅取得に二の足を踏んできた。しかしながら、米国の持ち家比率をみると、ここ数年、緩やかながら上昇傾向に転じており、特に35歳未満の年齢層で持ち家を取得する人が増えている(図表5,6)。米大手金融機関の調査によれば、人生において最も重要なものは何かという質問に対し、ミレニアル世代では「退職後の生活が維持できること」、に次いで「持ち家の購入」と回答する人が多かったとのことである。今後の住宅投資は、建設労働者不足などの供給制約が重しとなるものの、低金利やミレニアル世代の住宅需要などを背景に緩やかながら増加傾向が続くと予想する。

**設備投資は目先低調も、次第に下げ止まりへ**

個人消費や住宅投資が増加基調をたどるなか、貿易摩擦や世界景気減速の影響を受けやすい製造業の企業マインドは落ち込みが目立っている。11月のISM製造業景況指数は好不調の境目となる50を4ヵ月連続で下回った。11月は、9,10月に行なわれたGMのストライキが終了したことなどを受けて、市場では持ち直しが期待されていたが、期待に反する低調な結果にとどまった。

もっとも、ISMよりカバレッジの広い製造業PMIは50割れを回避し続けているほか、8月を底に3ヵ月連続で上昇している(図表7)。11月のページブックでも、製造業の拡大を報告した地区が前回調査より増えたとされており、ISMとは異なる動きを示している。ISMの調査対象にはPMIと比べて大規模かつ海外展開する企業が多く含まれると言われており、米中対立の影響をより大きく受けている可能性がある。足元では中国製造業PMIやグローバル製造業PMIが底打ちしているほか、ISM製造業景況指数や生産に先行する傾向のみられる「新規受注指数-在庫指数」もすでに底を打った可能性が示唆されている(図表8)。今後の米中協議の動向次第ではあるものの、ISM製造業景況指数や生産も緩慢ながら徐々に持ち直しへ向かう可能



性が高く、足元で減少トレンドが続く設備投資も次第に下げ止まりへ向かうと予想する。米国景気は底堅い推移が続こう。（担当：大広）

## ラガルド ECB の次の一手を探る

### ECB は 9 月に 3 年半ぶりに利下げを実施

ECB（欧州中央銀行）は、9月の理事会で、利下げや資産買い入れプログラムの再開などからなる金融緩和措置を発表した（図表1）。これにより、中銀預金金利（▲0.4%→▲0.5%）は3年半ぶりに引き下げられた。利下げに当たっては、準備預金の階層化を実施し、銀行収益に配慮した。また、資産買い入れプログラムについては、期限を時間軸で区切らない形で再開を宣言、TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペ）についても、ペナルティ金利の撤廃などの条件の緩和を発表した。

### ラガルド新総裁が就任

11月1日には、ドラギ前総裁の任期満了に伴い、ラガルド元 IMF 専務理事が新総裁に就任、フランス人としては歴代2人目の ECB 総裁が誕生した（図表2）。ラガルド氏は IMF 専務理事時代に EU、ECB とともにトロイカの一角としてギリシャの救済に尽力した経験があり、その政治的手腕に高い期待が寄せられている。総裁就任後早々の11月13日には、加盟国中銀総裁を招集してディスカッションを実施するなど、ドラギ前総裁下で亀裂が入りつつあった理事会の求心力の改善に取り組んでいる模様である。

ラガルド氏は元々弁護士出身である。これまでの歴代 ECB 総裁とは異なり、加盟国中央銀行での勤務経験がないことから、複雑化した現代の金融政策への理解を疑問視する声も一部では聞かれる。ラガルド氏は、就任前に、「きわめて緩和的なスタンスを長期にわたり継続する」と、ハト派的な見解を示す一方、「マイナス金利の効果のプラスとマイナスのバランスについて問うことが必要になる瞬間があるだろう」と、政策の費用対効果を問うような発言や、就任直前にはドイツやオランダに財政出動を求める発言もあり、金融政策の限界を意識しているという意味でもドラギ前総裁の路線を踏襲するとみられる。

### 物価上昇圧力は鈍い

ECB は物価目標の定義として、ユーロ圏消費者物価指数（CPI）が「中期的に前年比+2%未満であるがその近傍」にあることとしており、実務上は、期待インフレ率を特に重視する形で政策運営を行なっている。9月の緩和措置も、5年先5年物ブレイクイーブン・インフレ率が史上最低値付近での推移が続いたなかで実施された（図表3）。CPIの実績値の低迷には、エネ

（図表1）9月のECB理事会で発表された金融緩和措置

①利下げ	預金ファンリシティ金利を▲0.4%から▲0.5%へ引き下げ、主要リファイナンス金利(0.0%)、限界貸出金利(0.25%)はすえ置き。コリドーの幅は65bpから75bpに拡大
②フォワードガイダンスの変更	「少なくとも2020年前半を通じて政策金利を現状かそれ以下に保つ」から、「インフレ見通しが力強く目標に回帰するまで政策金利を現状かそれ以下に保つ」に変更
③準備預金の階層化	中銀準備預金を2階層に分割し、超過準備部分に対してはマイナス金利を付加しない形に。銀行収益に配慮した形
④資産買い入れプログラムの再開	11月より月200億ユーロのペースで再開。従来のように期間を時間軸で区切らず、「利上げ直前まで継続する」とした
⑤TLTROⅢの条件緩和	金利のペナルティ分を廃止。貸出額が基準を上回った銀行については、最も低いケースで預金ファンリシティ金利(現在:▲0.5%)での借入れが可能に

（出所）ECBより明治安田生命作成

（図表2）ECBの歴代総裁

	氏名	出身国	就任期間	就任前の主な経歴
初代	ウィム・ドイセンベルク	オランダ	1999-2003	オランダ中銀総裁・同財務大臣
2	ジャン＝クロード・トリシェ	フランス	2003-2011	フランス中銀総裁
3	マリオ・ドラギ	イタリア	2011-2019	イタリア中銀総裁
4	クリスティーヌ・ラガルド	フランス	2019-	IMF専務理事・フランス財務大臣

（出所）ECB、各種資料より明治安田生命作成

（図表3）ユーロ圏の期待インフレ率の推移



ルギー価格の下落も影響しているが、ECBはインフレ率低迷の持続による、「適格的期待形成」を通じた期待インフレの低下を警戒したものとみられている。

ただ、期待インフレ率は9月の金融緩和実施後も大きな変化が見られない。CPIの実績値についても、食品とエネルギーを除いたコア部分は比較的底堅い動きとなっている一方で、エネルギーが全体を押し下げる構図が続いている(図表4)。エネルギーについては国際原油価格の下落が影響しており、今後も当面マイナス寄与が続くことが見込まれる。

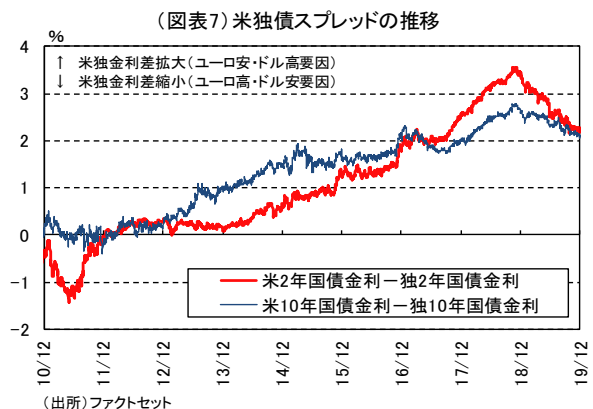
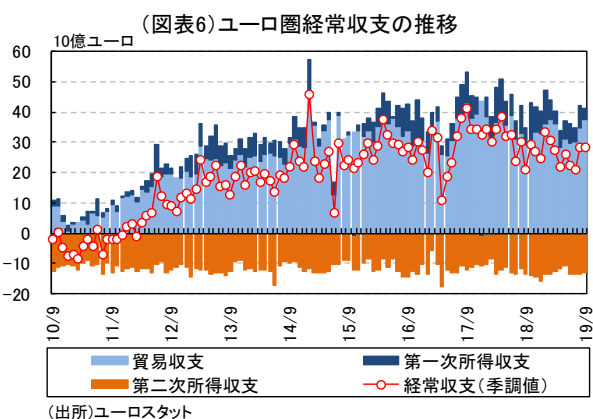
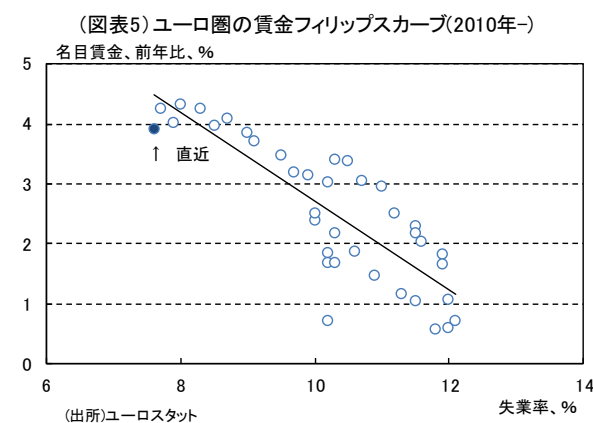
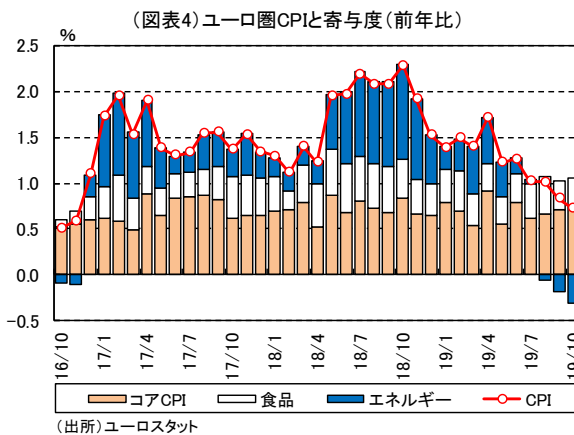
また、これまでコアCPIが底堅い伸びとなってきた背景には、雇用の引き締まりを背景に、賃金の伸びが高水準で推移してきたことがある。賃金フィリップスカーブからも、ユーロ圏の失業率と名目賃金上昇率の間に安定的な関係があることが見て取れる(図表5)。もっとも、先行きの雇用環境については、各種雇用関連のマインド指標が弱含んでいるほか、ドイツでは求人数も頭打ちになるなど、労働需給はやや緩和方向へ向かう可能性がある。賃金上昇率についても今後は伸びが鈍化傾向となり、コアCPIの伸びも抑制されると見込まれる。

### 高まるユーロ高圧力

ECBの影の政策変数であるユーロ相場を見ると、9月以降、1.09-1.12ドル/ユーロのレンジ内での膠着状態が続いている。ただ、ユーロ相場に影響を与える要因それぞれを見ていくと、ユーロ高に振れやすい状況となっているように見える。

まず、経常収支については、ユーロ圏は2012年以降、大幅な貿易黒字に支えられる形で恒常的に経常黒字を計上している(図表6)。一国が経常黒字の場合、恒常的に自国通貨買い圧力がかかるため、自国通貨高につながりやすい。

また、短期的な為替相場に影響を与える金利差を見ても、米独利回り格差はこのところのドイツ金利の上昇から縮小方向に動いており、こ



ちらもユーロ高方向に働きやすくなっている（図表7）。

加えて、ブレグジットの不透明感が一巡しつつあり、12月の英国総選挙の結果次第では一段の英ポンド高が見込まれることも、これまでブレグジット懸念がユーロ相場の重しとなってきたことを踏まえれば、潜在的なユーロ高要因と言え、いずれの要因ともユーロ高に振れやすい地合いを形成していると言える。

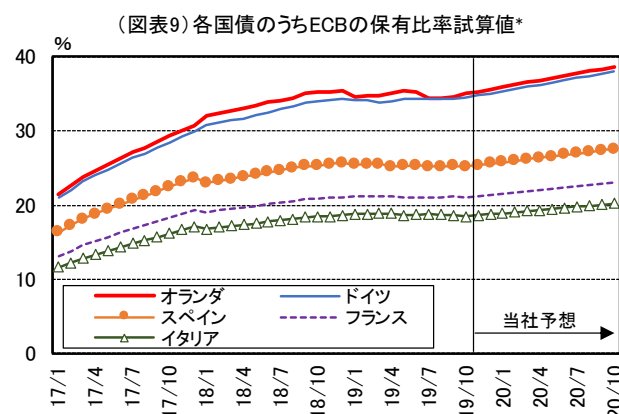
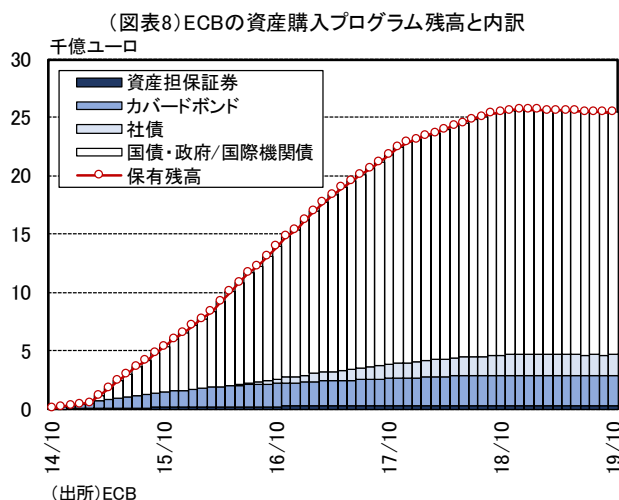
**量的緩和は限界が近い**

インフレ圧力が高まらず、また重要な政策変数である為替についてもユーロ高圧力が続くと見込まれるなか、ECBの次の一手は追加緩和となるだろう。追加緩和に当たっては、量的緩和の拡大かマイナス金利の深掘りが有力な手段となるが、このうち量的緩和については、ECB固有の事情から拡大は困難と見込まれる。

量的緩和では、「資産購入プログラム（APP）」のもと、現在では国債と社債を中心に買入れが実施されており、規模の面では圧倒的に国債・政府債・国際機関債の買入れプログラム（PSPP）

の残高が大きい（図表8）。11月からは9月の決定に従い、200億ユーロ/月規模での追加買入れが実施されている。

APPでは、国債買入れにあたり、集団行動条項の発動を阻止できる各発行体・銘柄の発行残高比33%が買入れの上限とされている。各国債の残高とECBによる買入れ状況から、ユーロ圏主要国債のECB保有比率を試算すると、ドイツやオランダについてはすでに上限に抵触しつつある水準にあり、一定の条件のもとで試算すると、現状のペースで買入れを続けた場合、来年秋にはドイツ・オランダ国債のECB保有比率が40%近くまで上昇してしまう可能性が示される（図表9）。また、毎月の買入れにあたっては、ECBへの出資比率から乖離しないようオペレーションを実施するよう定められており、買入れ余地のあるフランス・イタリア債の比重を高めることも原則として禁じられている。ECB保有比率の試算については、オーバーパーでの買入れ分が存在することなどから、テクニカルにはやや過大に見積もっている可能性があるほか、年限銘柄別にみれば上限に達していないものもあると



\* PSPP保有残高÷国債残高。予想では、国債残高が一定の前提のもと、11月からの月次買入れのうち、従来通り93%がPSPP、そのうち9割が国債買入れとし、出資比率通りに各国債を買い入れると想定。ただし、PSPPではオーバーパーでも買入れが実施されるため、ECBの保有をやや過大に見積もっている可能性があるほか、先行きの国債の増発分を考慮していないため、試算結果には幅をもって見る必要がある（出所）ECB、ユーロスタットより明治安田生命作成

みられるが、今後これ以上の買入れペースの拡大は困難と考えられる。買入れ資産を国債以外に広げることも考えられるが、非ソブリン債の購入は政治的な軋轢を生みやすいほか、市場規模からして少額となってしまうため、緩和策の目玉にするには難しい。



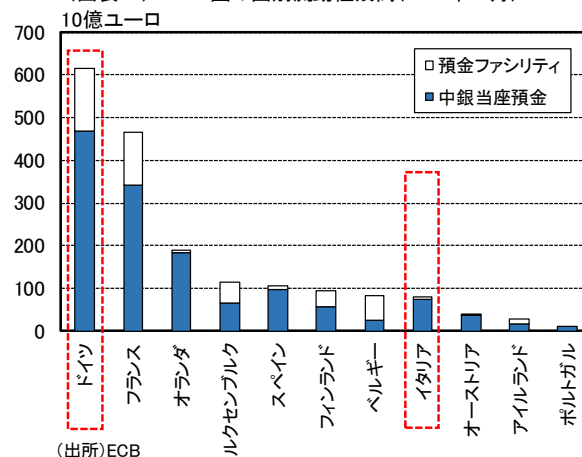
次の一手は利下げと予想

もう一つの有力候補であるマイナス金利の深堀りについても、すでに預金ファシリティ金利が▲0.5%まで引き下げられており、限界は近づいている。米プリンストン大学のブルネルマイヤー教授らの推計によれば、銀行収益への悪影響により、それ以上の利下げが引き締め効果に転じてしまう「リバーサル・レート」の水準は、ユーロ圏では▲1.0%付近とのことである。事実ならまだ余裕があるようにも見えるが、同教授の論文では、低金利が長期化すると、銀行が保有する債券の価格上昇による収益へのプラスの効果が薄れてゆくため、リバーサル・レート水準は時間の経過とともに上昇するとされている。また、ユーロ圏では、流動性に国ごとの偏りが大きいことも問題となる。例えば、中銀当座預金の残高が少ないイタリア等の銀行にとっては、10月末から導入された中銀準備預金の階層化措置による負担緩和効果が大きいため、さらなる利下げへの抵抗は少ないとみられる。一方で、同残高や預金ファシリティの残高が多いドイツやフランス等の銀行については、依然としてマイナス金利負担が大きく、これらの国はマイナス金利の深堀りに反発する可能性がある(図表10)。以上の状況を考慮すれば、10ベーシス刻みの緩和であっても、可能な利下げ回数はせいぜい2,3回と見込まれる。

ユーロ圏景気については、各種マインド指標が足元で底を打ちつつあることから、2020年には最悪期を脱し、徐々に回復に向かう展開が見込まれる。世界景気回復が予想以上に早く、株式相場への逆風も収まれば、追加緩和を実施せずに逃げきれの可能性もゼロではない。ただ、景気回復がハードデータとして確認できるまでには依然時間を要し、追加緩和によるディスインフレ圧力へのテコ入れが要請される状況は当面続くこととみられることから、時間稼ぎのために

ECBは2020年春までに一度利下げを実施すると予想する。その後は景気下支えのため、かなり長期間にわたり政策金利がすえ置かれるとみる。量的緩和については、現状、「利上げの直前まで継続する」としているものの、遅くとも2020年後半には買入れの限界が到来するとみられ、来年半ばには規模拡大の終了が模索されるとみている。(担当：山口)

(図表10)ユーロ圏の国別流動性残高(2019年10月)

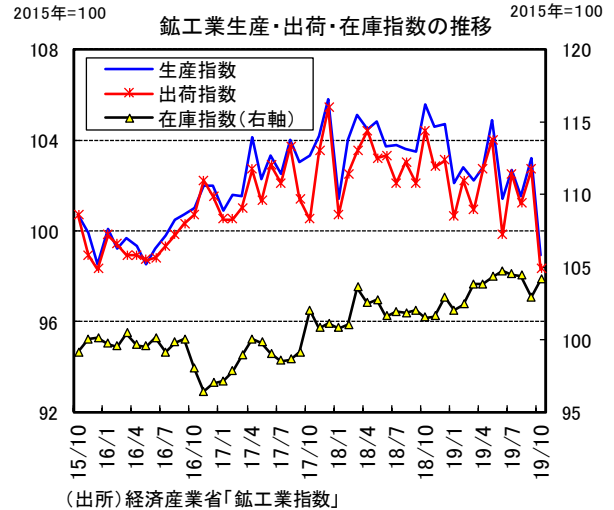


主要経済指標レビュー (11/25~12/6)

《日本》

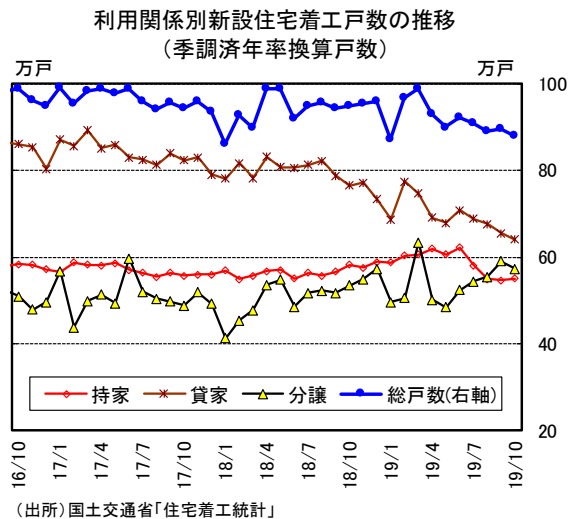
○ 10月鉱工業生産指数 (11月29日)

10月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲4.2%と2ヵ月ぶりのマイナスとなった。台風19号の影響も減産につながった可能性がある。経済産業省による基調判断は、「生産はこのところ弱含み」から「生産は弱含み」へ変更された。製造工業予測指数を見ると、11月は同▲1.5%、12月は同+1.1%と冴えない動きが予想されている。今後の生産については、外需の動向次第だが、半導体市況が底打ちしつつあるほか、FRBの予防的利下げなどを背景に米国景気が底堅く推移すると見込まれることが好材料である。ただ、中国景気は米中貿易摩擦が長期にわたり不透明要因として燻り続けるとみられ、減速基調で推移すると見込まれることから、引き続き生産の重しとなり続けよう。



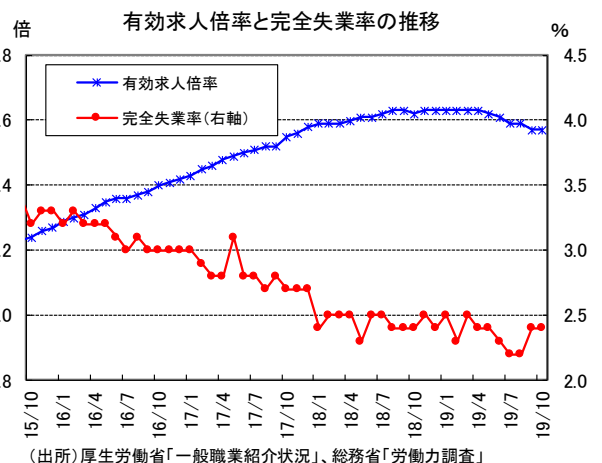
○ 10月新設住宅着工戸数 (11月29日)

10月の新設住宅着工戸数(季調済)は前月比▲2.0%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。利用関係別では、持家が同+0.6%と、4ヵ月ぶりのプラスとなったものの、貸家が同▲2.3%と、4ヵ月連続のマイナスとなったほか、分譲も同▲3.0%と、5ヵ月ぶりのマイナスとなった。今後については、持家では、消費税率引き上げ前の駆け込み需要がピークアウトしているほか、分譲についても、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。



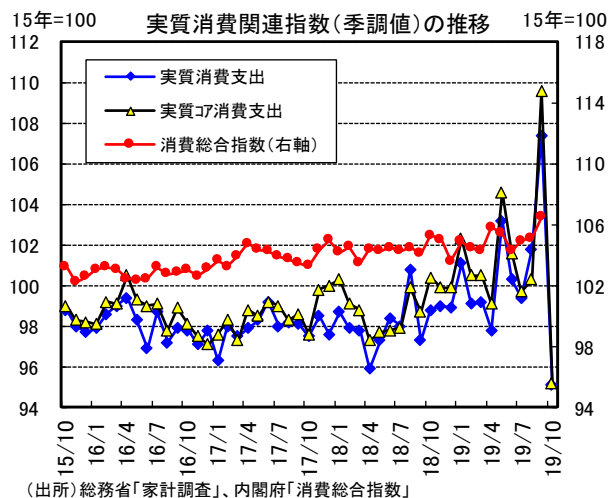
○ 10月雇用関連統計 (11月29日)

10月の完全失業率(季調済)は2.4%と、前月から横ばいとなった。内訳を見ると、就業者が前月差+28万人と、2ヵ月ぶりの増加となった一方、完全失業者が同▲1万人と、3ヵ月ぶりに減少した。また、10月の有効求人倍率(季調済)は1.57倍、前月から横ばい、新規求人倍率(季調済)は2.44倍と、前月から0.16ポイントの上昇となった。消費増税後の雇用環境が今のところ底堅く推移していることが明らかとなった形だが、景気ウォッチャー調査からは、米中貿易摩擦に端を発する海外景況感の悪化が、ここに来て国内の製造業の雇用に影響を与えている可能性が示唆され、今後については、雇用環境は弱含みの推移となるとみている。



○ 10月家計調査 (12月6日)

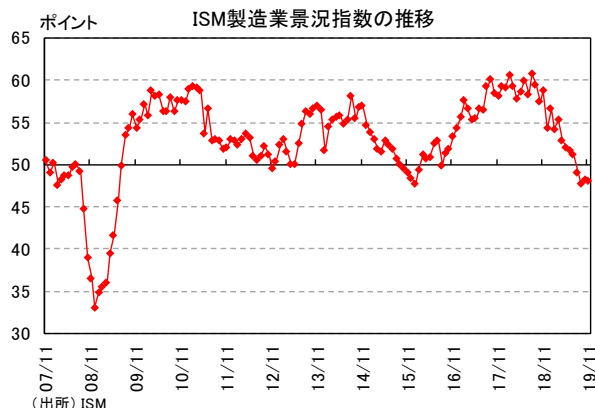
10月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出(季調値)は実質ベースで前月比▲11.5%と、2カ月ぶりのマイナスとなった。費目別内訳のわかる前年比ベースを見ると、10品目中、その他消費支出を除く品目で前年比マイナスとなっており、幅広い品目で消費が手控えられた様子がうかがえる。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は前年比+0.1%と3カ月ぶりのプラス、実質消費支出は同▲5.2%と6カ月ぶりのマイナス、平均消費性向は68.4%(季調値)となった。今後の個人消費は、消費増税による悪影響が懸念されるものの、ポイント還元等の景気対策の効果に加え、労働需給のひっ迫が賃金の伸びを支えることから、引き続き均せば緩慢な伸びを維持すると予想する。



《米 国》

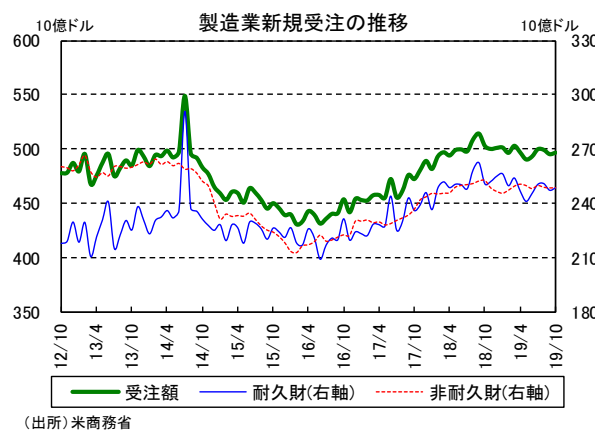
○ 11月ISM製造業景況指数 (12月2日)

11月のISM製造業景況指数は48.1となり、2ヵ月ぶりに前月を下回ったほか、好不調の境目とされる50も4ヵ月連続で下回った。世界景気の減速や米中貿易摩擦の激化などを背景に企業マインドの悪化傾向が続いている。発表元のISMによれば、今回の数値は実質GDPに換算して前期比年率+1.5%成長に相当するとのことである。構成項目別に見ると、生産やリードタイムが上昇したものの、新規受注や雇用、在庫が低下した。製造業は、世界景気の減速に加えて貿易摩擦の影響などから意図せざる在庫増局面に突入しており、企業マインドを下押ししている。もっとも、景況指数に先行する傾向のみられる新規受注-在庫指数はすでに底を打った可能性を示唆しており、今後は徐々に下げ止まりへ向かうと予想する。



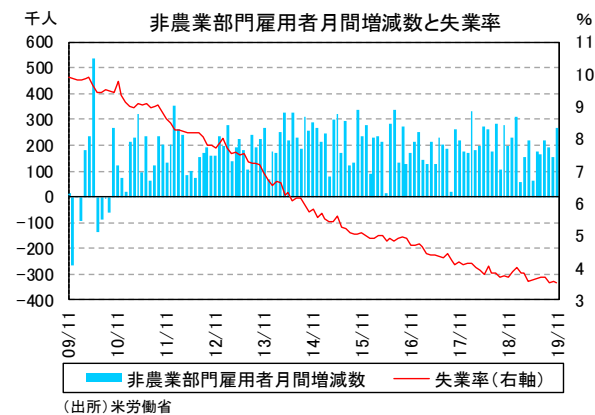
○ 10月製造業新規受注 (12月5日)

10月の製造業新規受注は前月比+0.3%と3ヵ月ぶりに増加した。財別に見ると、耐久財が同+0.5%と2ヵ月ぶりに増加した。変動の激しい輸送機器が航空機受注の大幅増でプラスに転じたほか、加工金属や機械などが増加した。一方で非耐久財は同0.0%と横ばいにとどまった。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)は、同+1.1%と3ヵ月ぶりに増加したものの、前年比では▲0.5%とマイナスに転じており、世界景気の減速や米中貿易摩擦の影響が顕在化してきている。今後も米中の対立を背景とした景気の先行き不透明感から、設備投資は減速基調で推移するとみるが、グローバル景気の先行指標に持ち直しの兆しがみられることもあり、緩やかな減速にとどまると予想する。



○ 11月雇用統計 (12月6日)

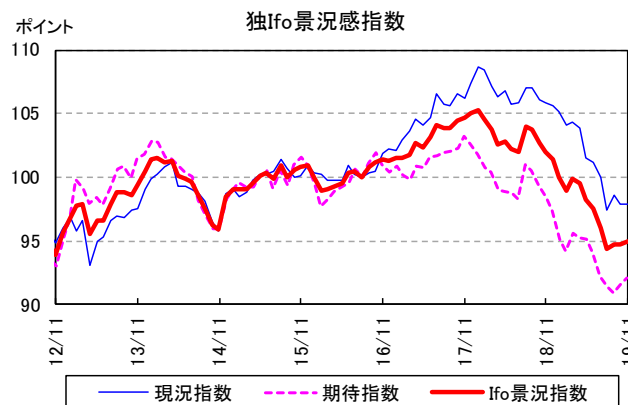
11月の非農業部門雇用者数は前月比+26.6万人と、市場予想を大幅に上回った。前月のGMのストライキからの反動増といった一時的な要因があったものの、9,10月分が上方修正され、3ヵ月移動平均でも同+20.5万人と高水準の伸びを示した。失業率が3.6→3.5%と再び改善し、1969年12月以来、約50年ぶりの水準を記録した9月に一致したほか、時間当たり賃金も3%台の伸びを維持するなど、改めて雇用・所得環境の堅調さを示す結果となった。ただ、米国発の貿易摩擦による影響などが米景気の重しとなるなか、企業収益の伸びも抑制されることが見込まれ、今後の雇用・所得環境の改善は頭打ち傾向が続くと予想する。



《 欧 州 》

○ 11月ドイツIfo景況感指数 (11月25日)

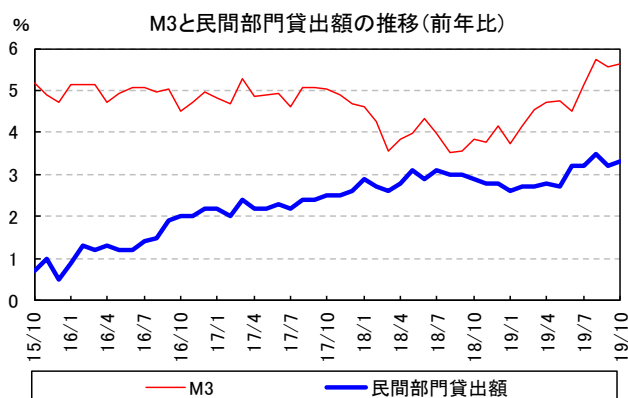
11月のドイツIfo景況感指数は95.0と、10月(94.7)から2ヵ月ぶりに改善した。内訳では、期待指数が91.6→92.1と、2ヵ月連続で改善したほか、現況指数も97.8→97.9と、2ヵ月ぶりに改善した。産業別景況感では、製造業(▲5.3→▲5.9)、建設業(21.0→20.4)が悪化した一方、サービス業(16.7→17.3)、卸売・小売(▲3.3→0.9)が改善した。大きく改善した卸売・小売では、クリスマス商戦が好調となることが期待されている。今後については、製造業の不振一巡から、ドイツ景気は底打ちしつつあるとみられるものの、外需環境が弱いなか、ドイツ景気は停滞気味の推移が続くと予想する。



(出所) Ifo経済研究所

○ 10月ユーロ圏マネーサプライ (11月28日)

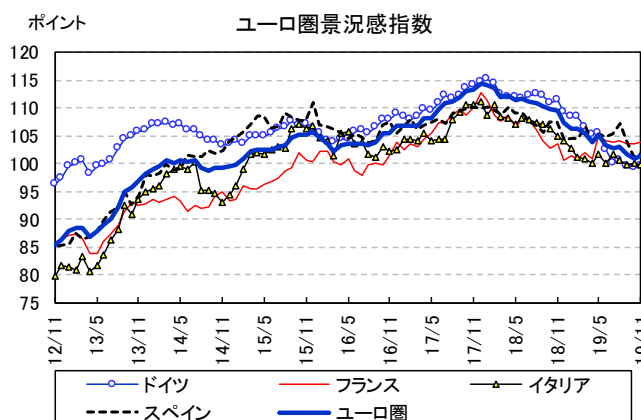
10月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+5.6%と、9月と同じ伸び幅となった。民間向け貸出額(同+3.2%→+3.3%)は2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した。民間向け貸出額の内訳では、家計向け(同+3.2%→+3.3%)、非金融企業向け(同+2.9%→+3.1%)とも伸び幅が拡大した。今後については、10月末よりECBによる預金の階層化が適用され、貸出支援策であるTLTROⅢの利用本格化も見込まれることから、貸し出しの伸びは緩やかながら再び拡大すると予想する。



(出所) ECB

○ 11月ユーロ圏景況感指数 (11月28日)

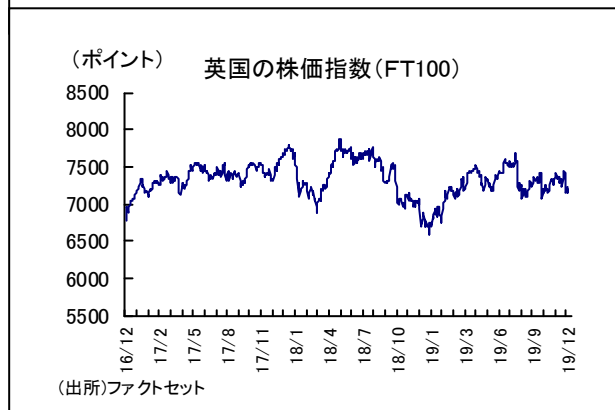
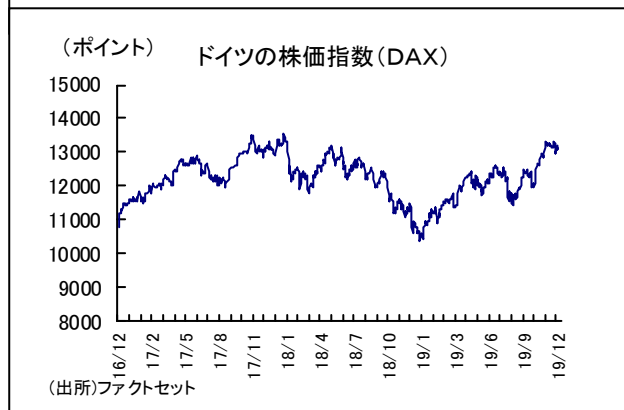
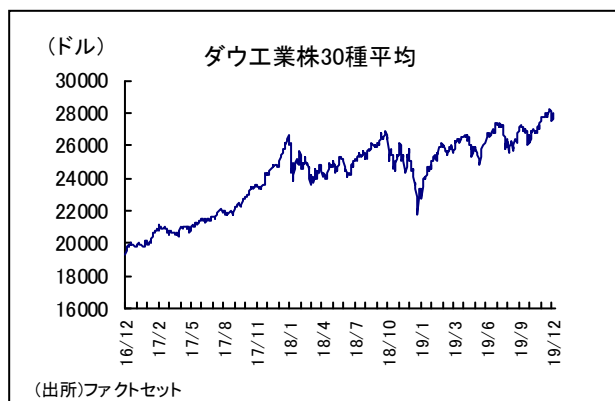
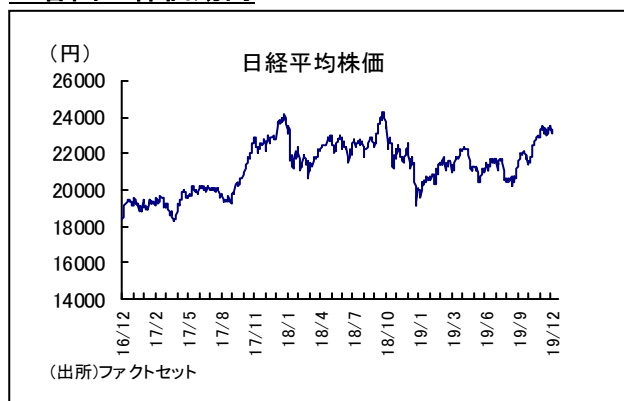
11月のユーロ圏景況感指数は101.3と、10月(100.8)から3ヵ月ぶりに改善した。構成項目別では、建設業景況感(4.4→3.1)が悪化したものの、鉱工業景況感(▲9.5→▲9.2)、サービス業景況感(9.0→9.3)、消費者信頼感(▲7.6→▲7.2)、小売業景況感(▲0.9→▲0.2)は、いずれも改善している。主要国別では、イタリア(100.0→99.9)が小幅悪化となったものの、ドイツ(99.2→99.6)、フランス(103.5→103.9)、スペイン(101.2→101.9)は改善した。ユーロ圏景気は最悪期を脱しつつあるものの、政策効果を除けば好材料に欠けるなかで、今後の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。



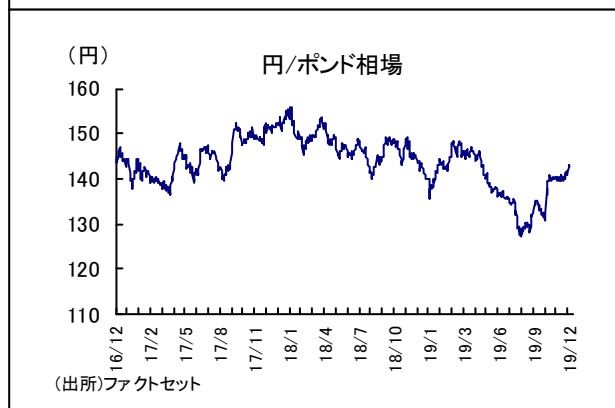
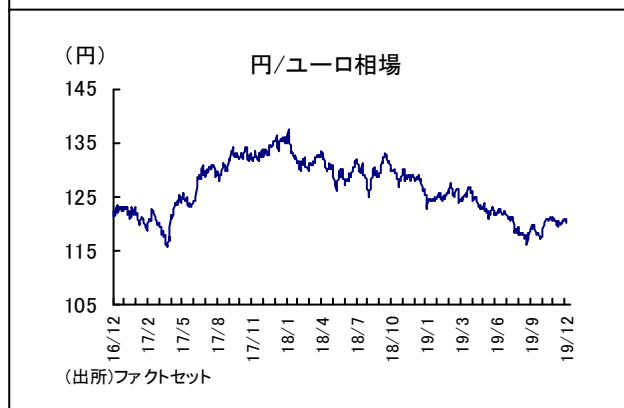
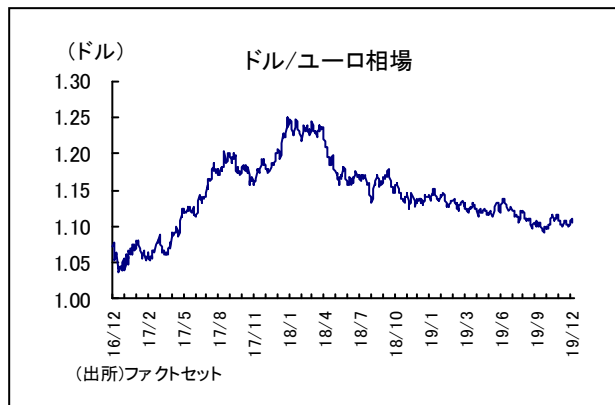
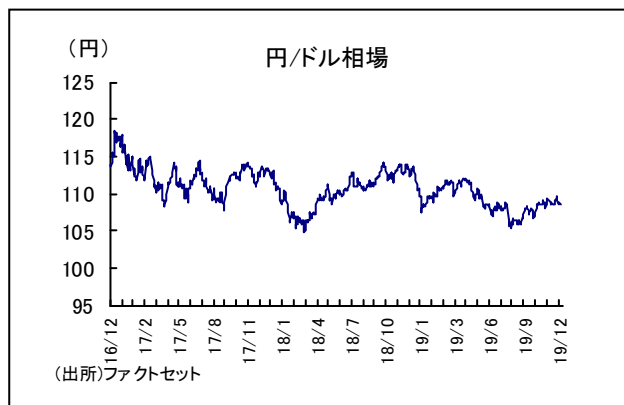
(出所) 欧州委員会

## 日米欧マーケットの動向 (2019年12月9日現在)

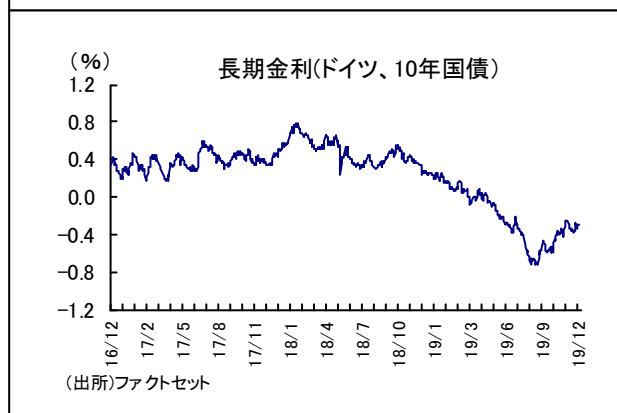
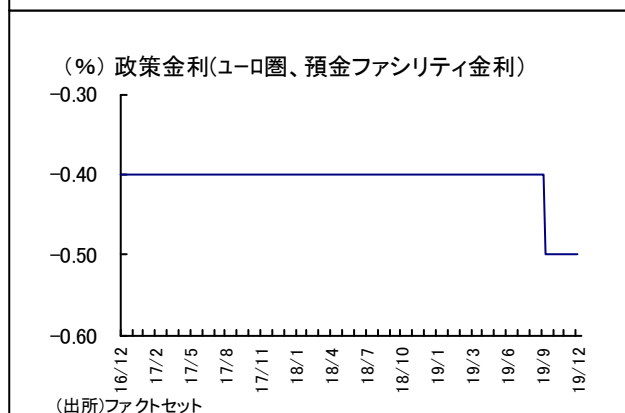
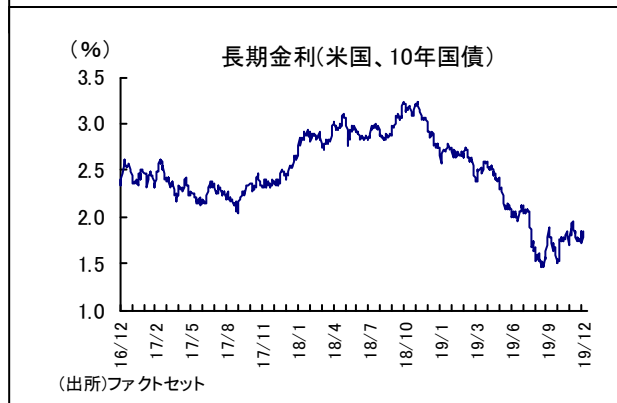
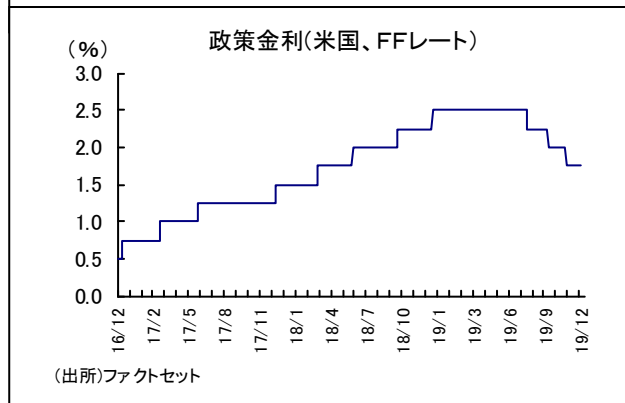
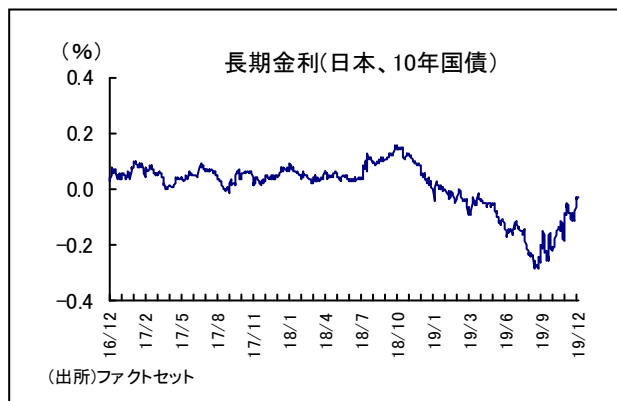
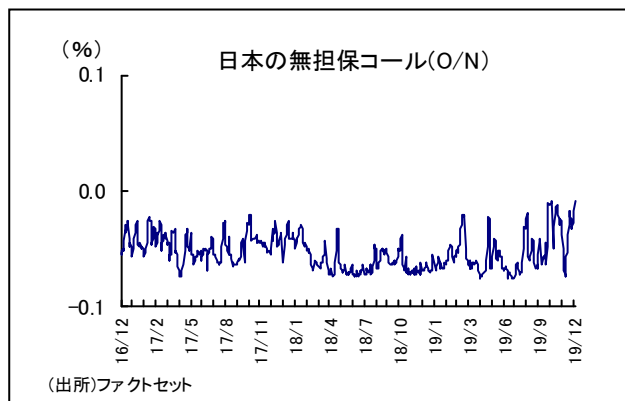
### ▽各国の株価動向



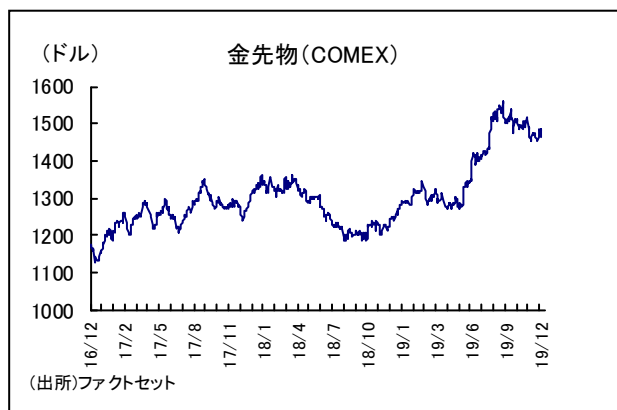
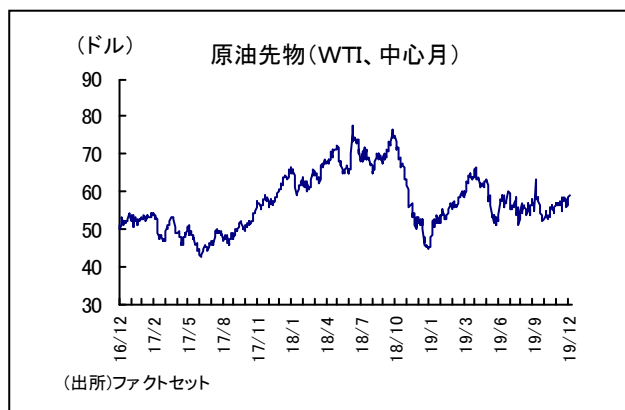
### ▽外為市場の動向



▽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、山口範大、  
西山周作、木下裕太郎