

## 〈フォーカス〉 米国第一の下で深まる世界の混迷

米大統領選の幕開けとなるアイオワ州の民主党の党員集会は、弱冠 38 歳のプティジェッジ氏が制した。不足気味の選挙資金をあえて初戦に集中し、知名度と資金力向上の相乗効果を狙った戦略が成功した形である。メディアもこぞ取り上げており、今後、候補者指名争いの台風の目となりそうな勢いである。

米大統領選は、今年の世界政治経済シーン最大のイベントである。まだ選挙戦は始まったばかりで、経済への影響を占うのは早すぎるが、例えば、トランプ氏が再選された場合、3 選がない分、ある意味心置きなく中国に対し強硬手段をとる可能性が懸念されている。もっとも、中国政府が国家資本主義の根幹にかかわるマターで折れる可能性は低いのに対し、さらなる高関税は米国景気に打撃になるという構図はこれまでと同じである。トランプ大統領とて、再選を果たしたら今度はレガシーづくりが気になるはずで、自身最大の成果として胸を張る景気への影響を無視した行動は最終的には避けると考えるのが妥当に思える。

一方、サンダース氏やウォーレン氏といった左派の人材が大統領の座に就いた場合、富裕層増税や規制強化等の急進的政策が株価や景気の下押し圧力となる可能性が指摘されている。ただ、こうした政策は大統領職とともに、上下両院を民主党が制しなければ実現は難しい。大統領たるもの、いくら信念を通すためとはいえ、座して自国の景気後退を容認するとも考えにくく、臨機応変に政策メニューを変える可能性も考えられる。最近では、ウォーレン氏も演説で産業政策等に触れる機会が増えてきたとも聞く。

結局、大統領選後になってみないとわからないということだが、変わりそうにないのが、国内の分断である。分断をエネルギー源とするトランプ大統領の登場により、国内の党派対立はもはや修復不能なレベルにまで達した感が強い。弾劾裁判を巡る顛末や、一般教書演説の際の壇上のトランプ大統領とナンシー・ペロシ下院議長の振る舞いは象徴的だった。地政学的な混迷・混乱にも拍車がかかっている。トランプ大統領の中東戦略が見えないなか、地域の不安定化は加速している。歴史的な米朝会談も、今となっては北朝鮮に着々とミサイル開発を進める猶予を与えただけに見える。国際協力の枠組みも弱体化した。G7では共同声明を作成できない事態が頻発、WTOは上級委員がひとりとなって事実上の機能停止に追い込まれ、NATOも存在意義が問われる事態となっている。すべてがトランプ大統領のせいではないにしろ、元々底流にあった問題が、米大統領が学級委員長からガキ大将に成り下がったのを機に一気に噴き出してきたということなのかもしれない。いったん開いたパンドラの箱は、たとえ新大統領が誕生しても閉まらない。

米国による保護主義的政策は世界の潜在成長率を押し下げている。呼応するかのように各国で誕生したポピュリズム政権が近視眼的な政策に走ったのも手伝って、社会不安の深刻化と成長力の低下が負のループを形成している。こうした構造的な動きは、短期的な景気の波動とは分けて考える必要があり、これをもって 2020 年の景気がお先真っ暗だと言いたいわけではないが、世界政治、経済の混迷が常態化する中、エコノミストもリスクシナリオばかり説明しなければならぬ環境が当面続きそうである。(Kodama wrote)

### 目次

〈フォーカス〉米国第一の下で深まる世界の混迷……………	1	・コロナウイルスにより方針転換を迫られる中国…………	10
・経済情勢概況……………	2	・主要経済指標レビュー……………	14
・新型肺炎の日本および世界経済への影響……………	3	・日米欧マーケットの動向……………	18
・米個人消費は緩慢ながら増加基調持続と予想……………	8		

**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押し上げに寄与するとみているものの、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、大型の補正予算が編成されたことから、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、エネルギー価格の寄与が振れを伴いつつも今暫くマイナス基調で推移することが見込まれ、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、米中摩擦が長期化する可能性が高いほか、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、米中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、米中摩擦や世界景気の減速などを背景とした不確実性が燻るものの、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。

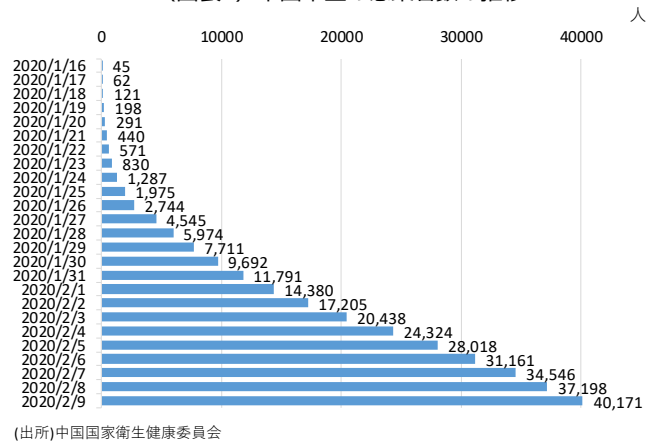
ECBは2019年9月の理事会で、階層化を伴った利下げや資産買い入れの再開などの金融緩和措置を発表した。金融政策の限界が意識されるなか、ECBは政策枠組みのレビューに着手しており、金融政策をすえ置くと予想する。

新型肺炎の日本および世界経済への影響

感染拡大が止まらず

年明けの中東緊迫がなんとか鎮静化に向かったのもつかの間、今度は新型肺炎と、2020年の世界経済は波乱続きの船出となった。本稿執筆時点で、中国国内の感染者はまだ加速度的な増加を続けており、終息の兆しは見えない(図表1)。1月の半ば過ぎまでは、市場でもほとんど話題になっていなかった新型肺炎だが、ほんの1週間足らずで世界経済のトップリスクに浮上する事態となっている。

(図表1) 中国本土の感染者数の推移



今後の感染拡大可能性について筆者に言えることは限られているが、ここまでの動きでわかってきたことのひとつは、新型コロナウイルスは、感染力は高い一方、致死率はそれほど高くないという点である。SARS(重症急性呼吸器症候群)の場合、2002年11月から、終息に至る2003年7月までの累計の感染者は8,098人だったが(図表2)、新型コロナウイルスの場合、感染が確認された1月中旬からわずか2週間で1万人を超えた。また、SARSの死亡率は9.6%で、香港やカナダでは17%に達したが、当初3%前後だった新型肺炎の致死率は、感染者の数が拡大するにつれて逆に下がり、足元では2.2%となっている。

(図表2)SARSの感染者(02/11/1~03/7/31)

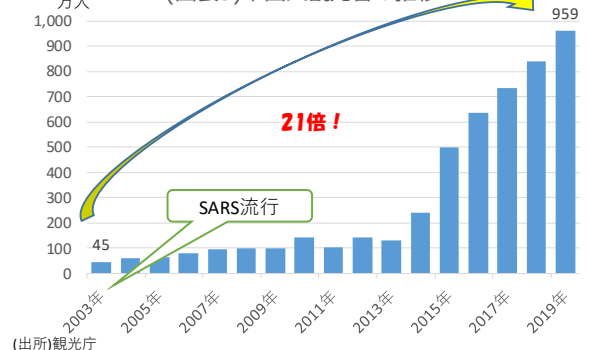
	感染者	死者	死亡率
中国	5,327	349	6.6%
香港	1,755	299	17.0%
台湾	346	37	10.7%
シンガポール	238	33	13.9%
カナダ	251	43	17.1%
ベトナム	63	8	12.7%
米国	29	0	0.0%
他22カ国	89	5	5.6%
合計	8,098	774	9.6%

出所:WHO

金融市場が落ち着きを取り戻すのはいつか

新型肺炎の死亡者の属性についての情報は限られているが、誰でも想像できる通りで、病弱者や高齢者の割合が多い模様である。罹患したら最後、健常者であってもたちまち重症化してコロリと逝くという類の毒性はなさそうだ。感染者数自体はまだまだ増え続ける可能性が高い。1月中にチャーター機で武漢から日本に帰ってきた計3便の565人のうち、2月5日時点で9人が罹患していることが判明しているが(1.6%)、この比率が人口1,108万人(2018年)の武漢にも当てはまると仮定した場合、18万人程度の感染者がいるはずということになる。実際、諸外国のなかでも、10万人以上が感染しているとの予測を出している専門機関は多い。これ自体深刻ではあるが、感染者数に比し、重症者や死亡者の数は、相対的に正確に把握されている可能性が高いので、実際の致死率はもっと低いということになる。感染者の数が多分、中国国内における死亡者の数はすでにSARSを上回っているものの、感染そのものを極度に恐れる必要はないとの認識が広がれば、消費者や企業の過度なマイナスイメージにも徐々に歯止めがかかるかもしれない。

(図表3)中国人観光客の推移



また、中国以外への感染拡大は今のところきわめて限定的な規模にとどまっている。中国の次に多い日本の感染者が35人（2月5日時点）である。そもそも、国内ではインフルエンザ関連だけで毎年1万人前後が亡くなっていることを考えれば、インフルエンザ以上に恐れる理由は乏しいと言えなくもない。足元の主要国の株価は日々新しいニュースに反応する形で乱高下しているが、今後は次第に慣れてくるとも考えられる。もちろん、今後の展開は予断を許さないものの、金融市場の高ボラティリティはおそらく今がピークで、3月にかけて徐々に落ち着きを取り戻すとのシナリオをメインと考えておきたい。

**インバウンドへの影響はすでに顕在化**

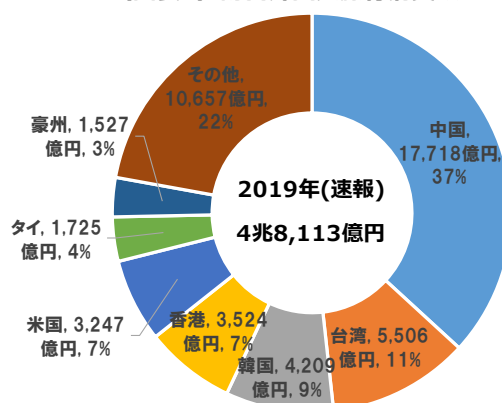
日本経済への影響として、すでに顕在化しつつあるのがインバウンド需要の減少である。SARS流行時とは中国との経済的な結びつきが飛躍的に深まっているのがこうしたケースでは逆にネックとなる。なにしろ、SARSの流行した2003年の中国からの観光客は45万人に過ぎなかったのに対し、2019年は959万人と、実に21倍に拡大している（図表3）。さしあたり、大きな影響を被るのは小売業界である。中国政府は、1月27日からすでに海外団体旅行を禁止しており、中国からの旅行者は目下急減している。

観光庁が発表している訪日外国人消費動向調査の2019年速報によれば、中国からの旅行者の消費額（買物代のほか、宿泊料金、飲食費等を含む）は1兆7,718億円で、前年比14.7%増、外国人全体の36.8%を占める（図表4）。中国人旅行者の「爆買い」パワーは一時よりも衰えたとはいえ、依然健在である。中国以外の国・地域の旅行消費額合計に占める買物代が24%にすぎないのに対し、中国人旅行者の買物代は53%と、旅行消費額合計の半分以上を超える（図表5）。外国人旅行者全体の買物代の実に56%が中国本土で占められる計算である（図表6）。中国本土に台湾、香港を含めれば、外国人の買物金額の75%が中国系で占められる。すでにデパート業界からは、春節のシーズンの売上が前年比で二桁以上減少したとの報告が相次いでおり、宿泊やメーカーも含め、インバウンドへの依存度の高い業種への打撃は大きい。

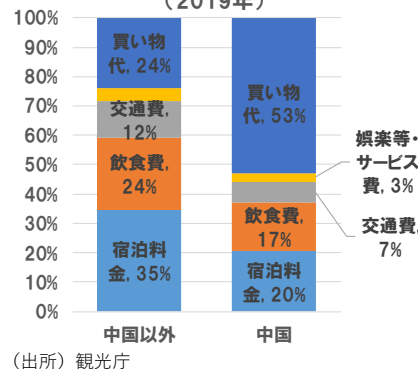
**インバウンド減の経済全体への影響も軽視できず**

韓国からの観光客の急減に続き、アベノミクスの成長戦略のなかで数少ない成果であるインバウンド需要に再び思わぬ逆風が吹く展開となってしまった形だが、経済全体への影響も軽視できない。海外旅行者の消費額は、GDP統計において、「非居住者家計の国内での直接購入」に含まれる。この項目は民間最終消費支出の控除項目となる一方、輸出の一部

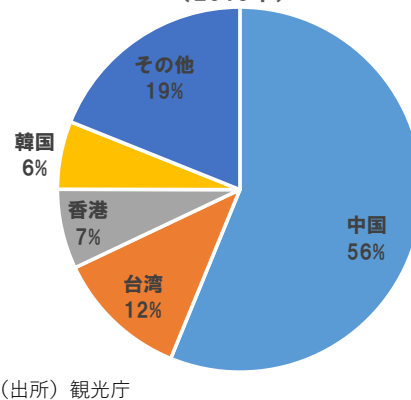
（図表4）訪日外国人旅行消費額



（図表5）日本での費目別消費額（2019年）



（図表6）「買物代」の国別内訳（2019年）



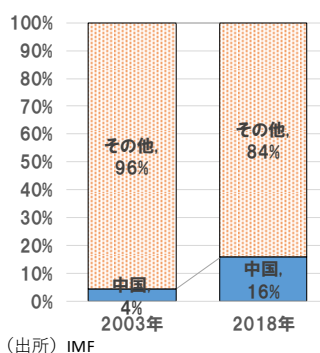
として計上されるが、2018年の10-12月期から、2019年7-9月期までの直近1年間の累計で、実質GDPの0.8%を占める。2019年の韓国からの旅行客の消費額は、日韓関係悪化の影響で▲28.4%の大幅マイナスとなったが、仮に、2020年の中国系3地域（中国本土、台湾、香港）からの旅行消費額が同程度の比率で減少した場合、単純計算で、年間の実質GDPには▲0.12%の直接的な押し下げ効果が働く。東京オリンピックの存在も考えれば、これほどの減少になるのは新型肺炎が夏場まで収束しない場合に限られるが、可能性がないわけではない。

**世界経済への影響のシナリオ別試算**

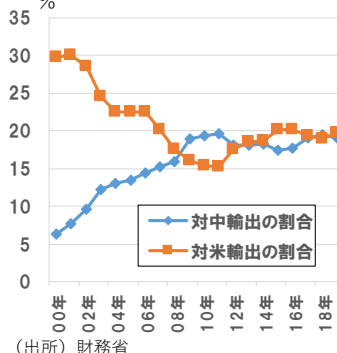
インバウンド需要だけではない。中国経済がこの問題で大幅な減速を余儀なくされれば、日本経済も輸出の減少や企業業績の悪化を通じて影響を受ける。東日本大震災のとき同様、サプライチェーンの寸断が世界の生産活動の下押し圧力となる可能性も懸念されている。

中国の名目GDPの世界GDPに占めるウェイトは、2003年の4%から、2018年の16%

(図表7) 世界GDPへのウェイト



(図表8) 日本からの輸出割合



へと4倍に拡大している(図表7)。(図表9)中国経済のシナリオ(実質GDP成長率、前年比%)

日本から中国向けの輸出金額の全体に占めるウェイトも、2003年の12%から、2019年には19%まで拡大した(図表8)。中国経

	20年	21年	2020年				2021年			
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
ベースラインシナリオ	6.0	5.8	6.0	6.0	6.0	6.0	5.8	5.8	5.9	5.8
シナリオ1(メイン) 50%	5.3	5.8	4.0	4.9	6.0	6.0	5.8	5.8	5.9	5.8
シナリオ2(悲観) 25%	4.0	5.3	4.0	4.0	4.0	4.0	4.8	5.1	5.4	5.8
シナリオ3(楽観) 25%	5.7	5.8	4.0	6.2	6.4	6.0	5.8	5.8	5.9	5.8

(出所)OEGMより明治安田生命作成

済の減速の度合いは、新型肺炎の展開次第であるため、以下では大きく3つのシナリオを想定し(図表9)、当社のモデルで世界経済への影響を試算する。

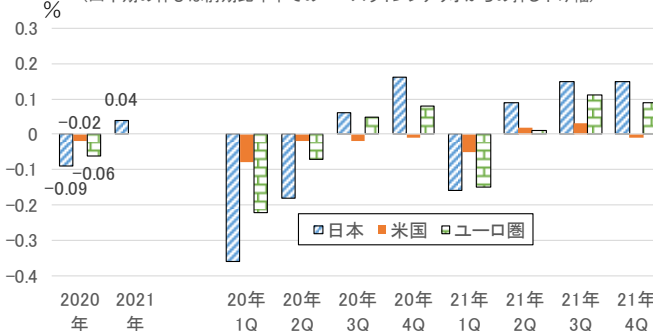
シナリオ1(メインシナリオ)：示現確率50%

中国国内の新型肺炎の感染者数、死者数とも目先は増加が続くものの、諸外国の感染拡大については、各国の水際対策や感染者の追跡・隔離政策が奏功する形で、これまで通り限定的なものにとどまる。中国国内についても、春先以降、気温が上昇するにつれ感染者数の拡大ペースは鈍化、4月には拡大はほぼ止まり、SARS同様、7月までにはWHOが終息宣言を出すに至る。

1-3月期の中国の実質GDP成長率は物流の停滞、工場の操業停止と言った供給ショックの影響が大きく、前年比+4.0%まで低下するが、4-6月期はペントアップディマンドの顕在化もあって同+4.9%まで回復、7-9月期には同+6.0%と、夏場にはほぼ巡航速度まで戻る。2020年通年の成長率は同+5.3%まで低下するが、2021年は同+5.8%まで回復する。

(図表10) 日米欧GDPへの影響(シナリオ1)

(四半期の伸びは前期比年率でのベースラインシナリオからの押し下げ幅)



(出所)OEGMより明治安田生命作成

世界の株価は当面振れの大きい状態が続くが、死亡率が2%から上がってこないことや、感染者の拡大ペースの鈍化を好感する形で、3月までには概ね落ち着きを取り戻す。日本の実質GDPには1-3月期は前期比年率で▲0.36%、4-6月期は▲0.18%の下押し圧力がかかるものの、中国経済の回復に伴い、7-9月期は逆に+0.06%、10-12月期は+0.16%の押し上げ効果が顕在化するため、年間の成長率は、▲0.09%のマイナスにとどまる(図表10)。2021年のGDPに与える影響は軽微なものにとどまる。

米国については、もともと中国向けの輸出は多くなく、インバウンド需要に依存する割合も日本よりはるかに小さいことから、20年通年の実質GDPへの下押し圧力は▲0.02%と、影響はさらに軽微となる。一方、欧州の20年の実質GDPには▲0.06%の下押し圧力がかかる。日本同様、年後半には反動による押し上げ効果が顕在化することから、やはり年間の下押し圧力はそれほど大きなものにはならない。

シナリオ2 (悲観シナリオ) 示現確率: 25%

中国国内の感染者数、死者数は大方の予想を上回るペースで拡大が続き、春以降も収束の兆しを見せない。物流および人の移動の停滞、設備稼働率の低下、個人消費の落ち込みが長引き、中国の実質GDP成長率は年間を通じて前年比+4%前後の推移が続く。2021年に入ってからようやく回復し、21年後半の成長率は同+6%近辺まで戻るが、年間の成長率は20年が同+4.0%、21年が同+5.3%にとどまる。中国以外でのパンデミックはなんとか避けられるが、日本でも感染者数が大きく拡大、東京オリンピックの海外からの観光客も当初予想を大幅に下回る。

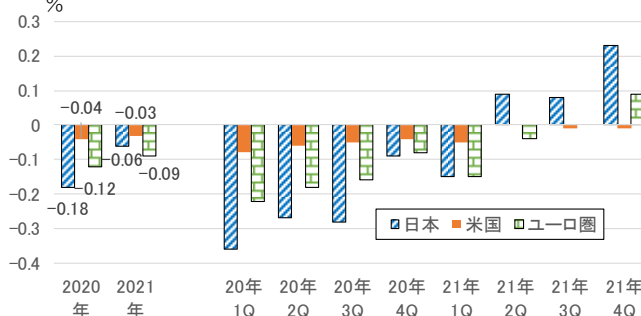
世界経済の先行きへの悲観的な見方が広がり、株式市場の低迷は夏場まで続く。日本の実質GDPには年間を通じて下押し圧力がかかり、20年の成長率はベースラインから▲0.18%低下、中国経済が徐々に正常化する2021年も▲0.06%の下押し圧力がかかる(図表11)。米欧については20年がそれぞれ▲0.04%、▲0.12%、21年がそれぞれ▲0.03%、▲0.09%の下押し圧力がかかる。

シナリオ3 (楽観シナリオ) 示現確率: 25%

中国政府による、新病院の新設等の感染者の隔離対策が成功する。治療薬も早期開発にめどが付き、予想よりも早く、4~5月にはほぼ終息に向かう。1-3月期の実質GDP成長率は前年比+4.0%まで下がるものの、ペントアップディマンドによる反動増もあって、実質GDP成長率は、4-6月期には同+6.2%、7-9月期には同+6.4%と、一時

(図表11) 日米欧GDPへの影響(シナリオ2)

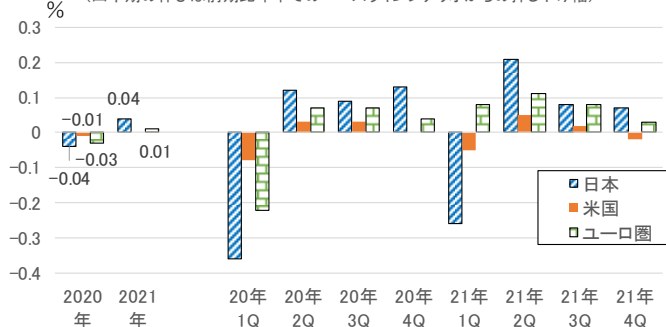
((四半期の伸びは前期比年率でのベースラインシナリオからの押し下げ幅))



(出所)OEGMより明治安田生命作成

(図表12) 日米欧GDPへの影響(シナリオ3)

((四半期の伸びは前期比年率でのベースラインシナリオからの押し下げ幅))



(出所)OEGMより明治安田生命作成

的にトレンド成長率を上回る伸びにまで回復する。10-12月期以降は同+6%前後のほぼ巡航速度に戻る。2020年通年の成長率は同+5.7%、2021年は同+5.8%と、ほぼ巡航速度並みの成長率を確保する。

株式市場は2月中に底打ち、その後反転上昇に向かう。2020年の年間の日米欧の成長率への下押し圧力は、それぞれ▲0.04%、▲0.01%、▲0.03%と軽微なものにとどまる。

### シナリオ分析のダウンサイドとアップサイド

世界 GDP (実質) への影響は図表 13 のとおりで、2020年の実質 GDP 成長率に対しては、シナリオ 1 で▲0.17%、シナリオ 2 で▲0.41%の下押し圧力がかかる。以上の結果からは、世界経済への影響はそれほど破滅的なものにはならないとの印象を受ける向きが多いかもしれない。しかし、モデルには織り込み切れないくつかのダウンサイドには注意が必要である。

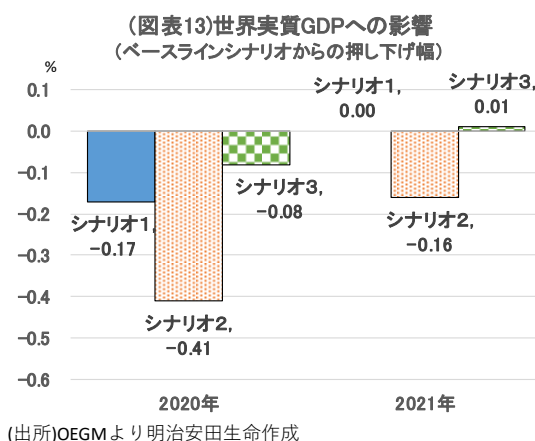
まず、中国の成長率については、悲観シナリオであるシナリオ 2 でも前年比+4%未満には下がらないことを前提にしているが、これは悲観シナリオとしては

甘いかもしれない。実際問題、同+4%という成長率を中国が発表することは考えにくいものの、試算では中国政府が GDP 統計について正確な数字を発表することを前提にしている。中国の GDP 統計は不自然なほど振れが乏しいが、実態としては、昨年以降、すでに同+6%を割り込んでいるはずとの見方もある。真に悲観的な成長率を想定するなら、マイナス成長という前提も荒唐無稽ではないだろう。その意味では、シナリオ 2 よりも世界経済の影響が大きくなるパターンもありうる。

また、諸外国への波及メカニズムは、主として中国の景気悪化が、輸出やインバウンドの減少を通じ順次内需に波及していくルートである。モデルの性質上、あくまで過去の変数間の関係性を基にした計算であり、感染拡大への恐怖から各国の企業マインドが予想以上に委縮して設備投資が大きく落ち込む場合や、人々が外出を過度に控えることによる個人消費の底割れ、金融市場が大きく悲観に触れて株価が暴落する場合など、マインド面での振れが通常の景気後退時よりも大きくなる可能性は十分織り込んでいない。また、東日本大震災時のルネサスエレクトロニクスの存在のように、基幹部品の欠乏が世界中でサプライチェーンの寸断をもたらす可能性についても十分に織り込んでいない。

また、いずれのシナリオでも、中国以外の国々で新型肺炎のパンデミックが起きる事態は想定していない。中国以外の各国でも人や物の動きが大幅に制限され、工場が操業停止に追い込まれるような事態になれば、世界経済への影響ははるかに大きなものになるが、ここでは中国経済減速の影響が各国に与える影響を示すにとどめている。

逆にアップサイドとしては、原油価格の下落が挙げられる。足元の WTI (ウェスト・テキサス・インターメディアート) は 50 ドルを一時割り込んだ。当社のモデルでは、原油価格 (年間の平均価格) が 60 ドルから 50 ドルに下落した場合、日本の GDP を+0.15 ポイント押し上げる効果がある。原油価格の低迷が長期化するようであれば、その分、景気下押し圧力は緩和される。(担当: 小玉)



## 米個人消費は緩慢ながら増加基調持続と予想

### 足元の個人消費は増勢が鈍化

10-12月期の米実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+2.1%と、2%弱とされる潜在成長率を小幅ながら上回った。需要項目別にみると、設備投資の減少が続くなかで個人消費や住宅投資などが増加し、景気を下支えした(図表1)。

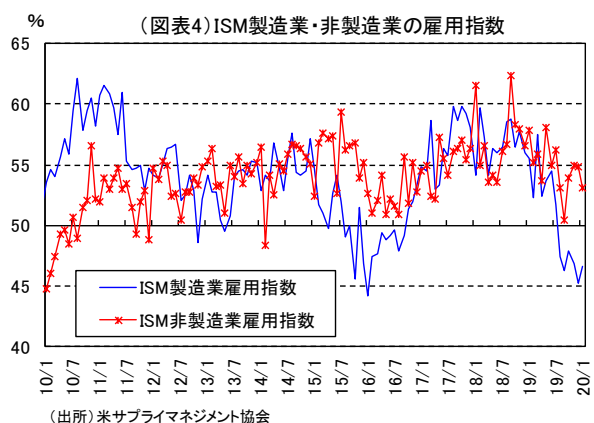
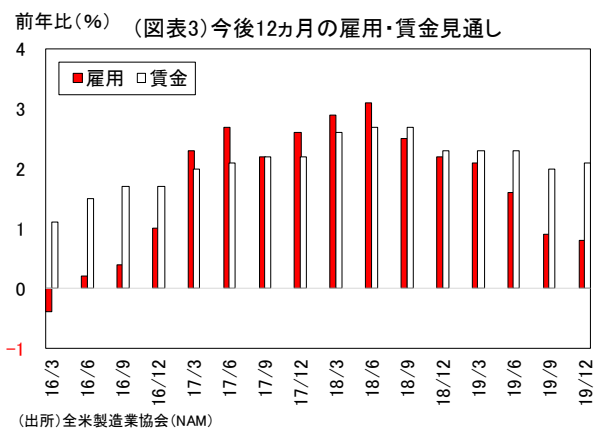
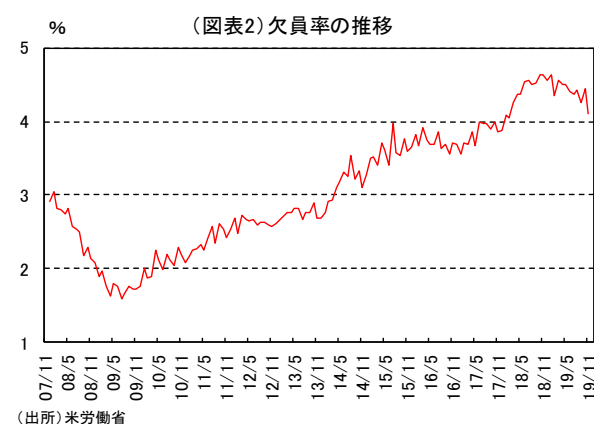
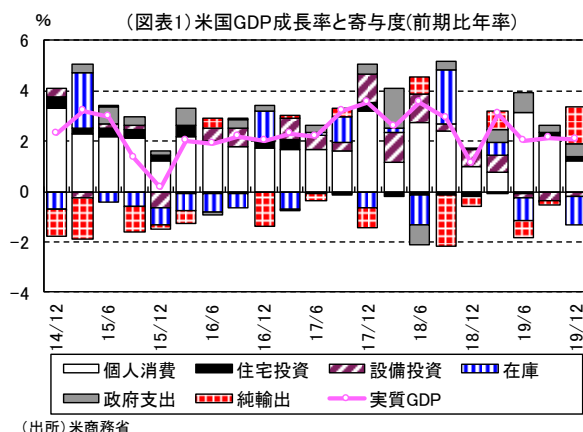
ただ、個人消費については、増加基調を維持したものの、高い伸びとなった7-9月期からは鈍化した(前期比年率+3.2%→+1.8%)。株高を背景とした資産効果などが押し上げ要因となる一方、雇用・所得環境の改善に頭打ち感がみられたことや、9月から対中関税第4弾の一部が実施され、関税の引き上げが消費財に及んできたことなどが消費者マインドを抑制した可能性があるともみている。

### 雇用環境は改善基調が続く見込み

今後の雇用・所得環境については、緩やかなながらも改善基調が続くと予想する。

まず、雇用面については、企業の欠員率がピークアウトしているほか(図表2)、全米製造業協会(NAM)が行なった2019年第4四半期の製造業予測調査からは、今後12ヵ月の雇用見通しが鈍化傾向で推移していることが確認できる(図表3)。しかし、欠員率については、過去と比較して引き続き高水準にあることから、企業の採用意欲は決して弱くないと考えられる。NAM調査の雇用見通しに関しても、世界景気の減速や米中対立といった悪材料があったなかでも増加見通し自体は維持されていることが重要である。

ISM雇用指数をみると、昨年夏場以降、製造業に比し非製造業の方が高水準で推移している(図表4)。米中対立の影響を相対的に受けやすいと考えられる製造業でも雇用増が見込まれていることを踏まえれば、もし非製造業で同様の調査が実施された場合は、さらに楽観的な見方が示される可能性が高い。リフィニティブの調査によれば、2020年にかけての企業利益は増益が続くことが見込まれており、雇用環境は緩やかながら改善基調が続くと予想する。





賃金も緩やかな伸びを予想

所得面をみると、失業率が約50年ぶりの低水準で推移するなか、賃金の伸びはこれまで限られたものにとどまってきた。背景としては、技術革新に伴い資本による労働代替が進んでいること、グローバル化により国際分業が行なわれていること、相対的に賃金水準の低い業種や若年・老年層で雇用が増加したこと、雇用が所得水準の低い女性を中心に増加していることなど、複数の要因があると考えられる(図表5,6)。

業種別に欠員率をみると、女性の雇用比率が高い業種で欠員率も高い傾向がみられる(図表7)。女性労働者への潜在的な需要の高さを示しているが、女性の相対的な所得水準の低さを考慮すれば、短期的には賃金の伸びを抑制する要因となる可能性が高い。

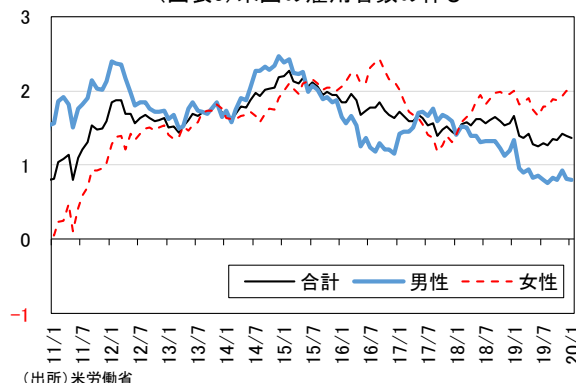
もっとも、米国では2018年11月の中間選挙の結果、下院の女性議員数が過去最高となったほか、女性が企業で役員を占める割合も上昇傾向にあるなど、昨今、女性の活躍が推進されている。足元では、男性の労働参加率が横ばい圏で推移しているのに対し、女性の労働参加率が徐々に上昇してきており(図表8)、女性の社会進出意欲の高まりを表している可能性がある。中長期的な視点で見れば、こうした動きは、女性の所得水準の向上につながるとみられることから、個人消費を下支えする要因となる。

新型肺炎の影響拡大がリスク

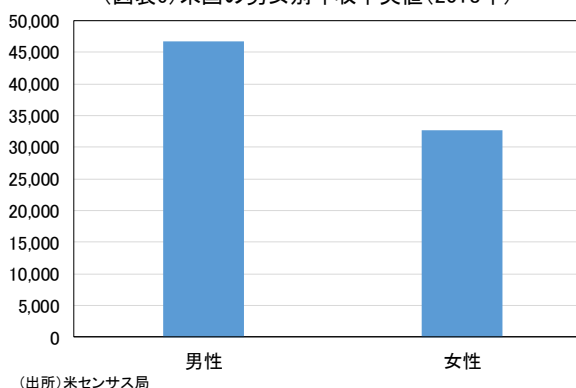
今年に入り、中国で新型肺炎が蔓延し感染が拡大するなか、中国の生産や物流が停滞し、世界景気に悪影響を及ぼす懸念が高まっている。ただ、当社の経済モデルによる試算によれば、米国景気への影響は軽微なものにとどまりそうだ(P3「新型肺炎の日本および世界経済への影響」参照)。もっとも、この結果はさまざまな前提を置いたうえでの試算値であり、幅を持つてみる必要がある。

今後の米国の個人消費は、雇用・所得環境の緩やかな改善や良好な家計のバランスシート等を背景に増加基調が続くというのがメインシナリオだが、新型肺炎の影響拡大で実体経済や金融市場が一段と混乱し、個人消費を下押しするリスクには一定の留意が必要である。(担当：大広)

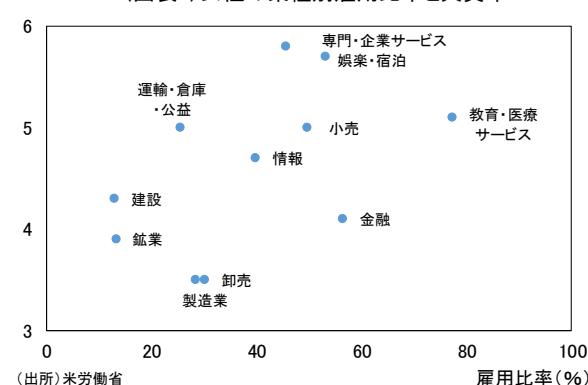
前年比(%) (図表5)米国の雇用者数の伸び



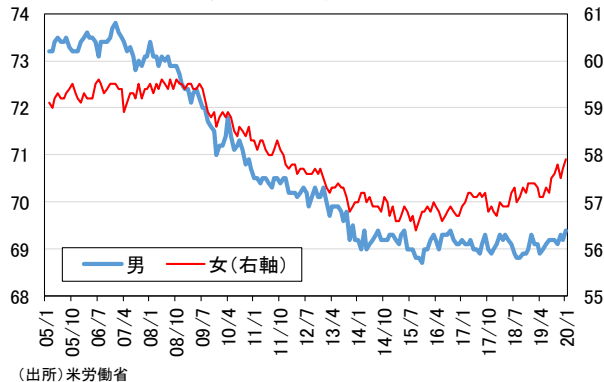
ドル (図表6)米国の男女別年収中央値(2018年)



欠員率(%) (図表7)女性の業種別雇用比率と欠員率



(図表8)米国の労働参加率



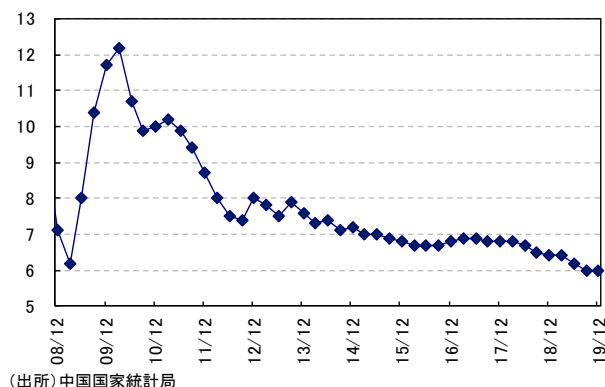
## コロナウイルスにより方針転換を迫られる中国

### 2019年のGDP成長率は目標レンジ内に収まる

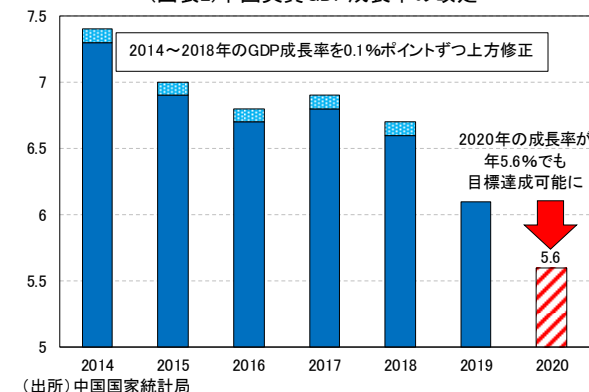
10-12月期の中国実質GDP成長率は前年比+6.0%と、前期から横ばいで推移した(図表1)。米中摩擦の激化を背景に輸出が減少したほか、個人消費や設備投資が手控えられたこと等を要因に、2019年を通じての成長率は同+6.1%と、前年(同+6.7%)を下回る伸びにとどまった。2019年3月開催の全国人民代表大会(全人代)で設定された成長率目標「+6.0~6.5%」は達成したものの、景気減速を改めて印象付ける結果となった。

2020年は中国にとって、第13次五カ年計画の最終年であるとともに、中国共産党結党100周年(2021年)に向けた節目の年と位置付けられている。政府は、2020年までに2010年比でGDPを倍増させる長期目標を掲げており、目標実現の成否が注目されている。そのようななか、中国国家统计局は5年に1度の経済センサス調査を実施し、過去の実質GDPの改定を行なった。2014~18年のGDP成長率はそれぞれ0.1%ポイントずつ上方修正され、この改定をもとに計算すると、2020年は

(図表1)中国実質GDP成長率の推移(前年比)



(図表2)中国実質GDP成長率の改定



+5.6%の成長でGDP倍増目標を達成できることになる(図表2)。中国政府にとっては目標達成のハードルが下がり、6%以上の成長にこだわって無理な景気対策に踏み出す必然性が薄れている。

### 中央経済工作会議では「安定維持」を強調

12月10~12日に行なわれた年1度開催の中央経済工作会議では、2020年の経済政策の基本方針について、小康社会(ややゆとりのある社会)の実現、第13次五カ年計画の達成のほか、雇用・金融など「6つの安定」の確保が示された。正式に発表されていないが、この時点では2020年の成長率目標は前年の「+6.0~6.5%」から「+6%前後」に引き下げられたとみられている。

財政政策については、積極的に継続するとともに、質と効率の向上に注力するとした。ただ、前年に示された「更なる大規模な減税」について今回は言及されなかった。

金融政策については、前年の「緩和・引き締めを適度に」から「適度に柔軟に」と変更され、若干緩和的なニュアンスが強まった。ただ、「社会融資規模の伸びは経済発展に適応したものにする」との文言もあり、過剰にアクセルを踏み込むことはしないスタンスも示した。また、不動産政策については「住宅は住むためのもので、投機のためのものではない」と、住宅市場加熱への警戒感を改めて表した。

### 年末には景気底入れの兆しもみられた

米中通商交渉が第一段階の合意に至り、米中摩擦がさらなる激化をたどるシナリオがひとまず回避されたことで、景況感は改善している。製造業PMIをみると、国家统计局版では3ヵ月続けて50

以上を維持し、財新版でも9月以降高水準で推移している(図表3)。

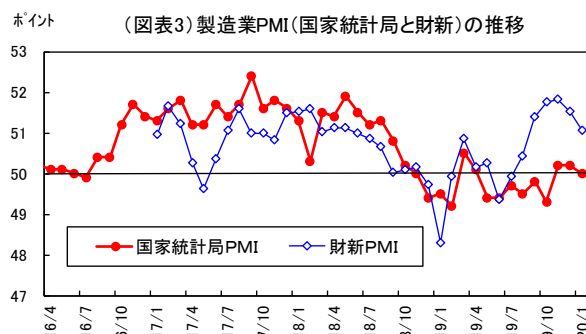
マインド面の改善は設備投資意欲の回復にも表れ始めており、12月の製造業投資は年初来累計前年比+3.1%と前月(同+2.5%)から持ち直しの動きがみられ、固定資産投資全体の伸び幅も6ヵ月ぶりに拡大した(図表4)。鉱工業生産に関しては、半導体サイクルの進展による集積回路生産の伸びに加え、自動車生産も排ガス規制による落ち込みからの回復を受け、2ヵ月連続でプラスとなった(図表5)。

個人消費については、小売売上高は減少傾向で推移しているものの、雇用に向けて、都市部の登録・調査失業率は、2019年の全人代でそれぞれ「4.5%以下」・「5.5%前後」と目標設定された水準を下回って推移している(図表6)。

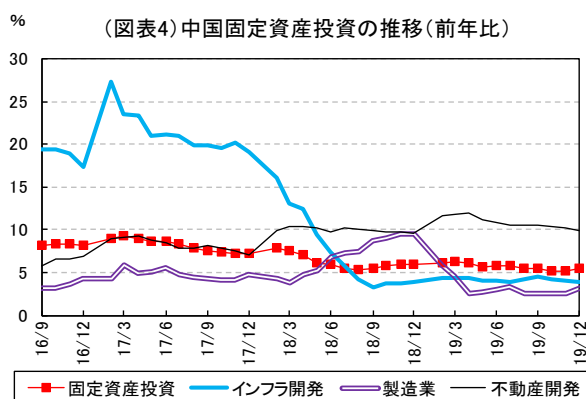
12月の経済活動に関しては、春節の時期が例年より早いことで、本来1月に行なわれるはずのものが前倒しされた可能性がある。結果として経済データが上振れしたとも考えられるため、幅をもって考える必要があるものの、全体として底打ち感のみられるものとなった。

### コロナウイルスにより大幅な方針転換か

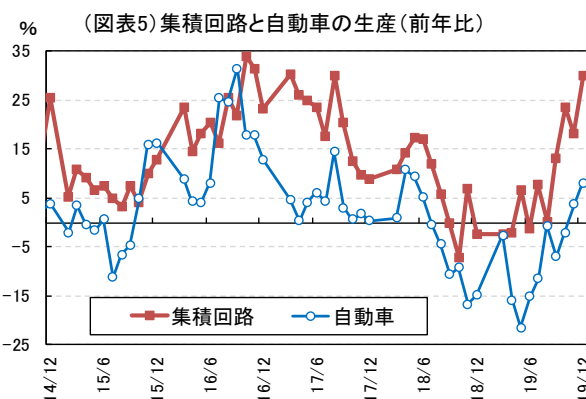
すでに中国は生産年齢人口にピークアウト感が出てきており、労働力要因による経済成長の押し上げ効果が限られるほか、賃金上昇に伴い、「世界の工場」としての優位性が失われつつある。このような構造的な要因により、中長期的にみれば成長の減速は避けられない。さらに、リーマン・ショック時に打ち出した4兆円規模の大型景気対策を契機に積み上がった過剰債務に対処すべく、2017年ごろからはデレバレッジ(債務圧縮)政策に本格的に舵を切っていることも、ここ数年の成長率減速の要因となっている(前掲図表1)。過剰債務問題が解消されていない状況下で、中国がこれまでと同等以上の成長率を追求することは考えにくい。2020年の経済政策運営に関しては、GDP倍増目標に必要な水準が下がったことや、米中合意による景況感の改善と実体経済底入れの兆しか



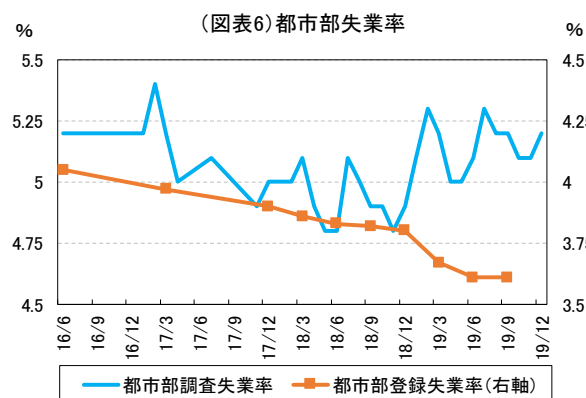
(出所)ファクトセット



(出所)中国国家统计局 ※年初来累計値の前年比



(出所)中国国家统计局、ファクトセット



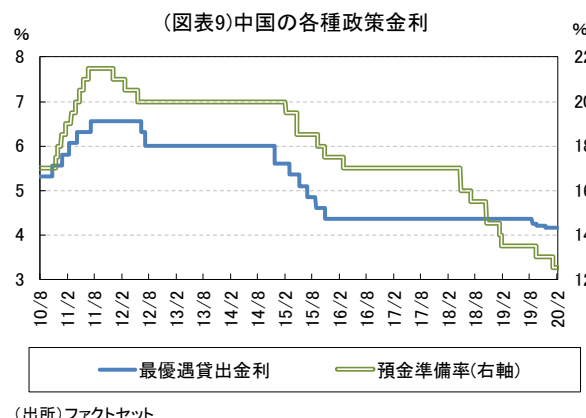
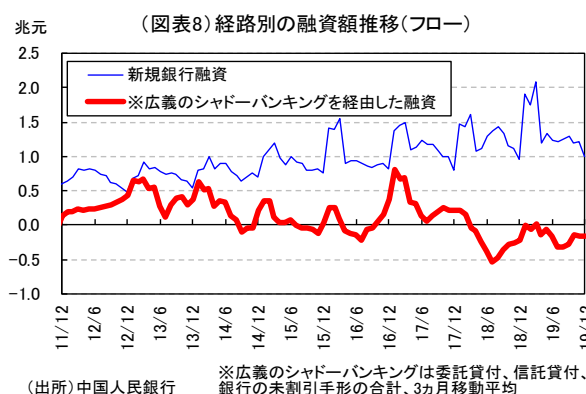
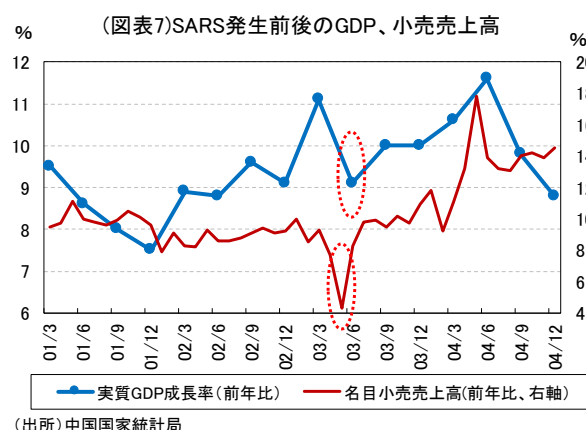
(出所)中国国家统计局

ら、政府は経済工作会議で示した方針のとおり、安定性を重視した比較的健全なものを目指していたと見られる。

しかしながら、新型肺炎の拡大により、政府は大きな方針転換を迫られる可能性が高い。湖北省武漢市で発生し、現在も国内外で感染拡大を続ける新型コロナウイルスは、少なくとも1-3月期の中国景気を大きく押し下げる可能性が非常に高い。2003年に猛威を振ったSARSの事例では、物流や観光・宿泊業等の停滞から、4-6月期のGDP成長率は前期から減速した（前年比+11.1%→同+9.1%）。消費マインドの悪化も顕著で、5月の名目小売売上高は前年比+4.3%（4月：同+7.7%）と大きく鈍化した（図表7）。ただ、その後感染の一服とともに景気が持ち直したことで、2003年通年の成長率は同+10.0%と、前年（同+9.1%）から加速して終えており、中国経済全体への影響は一時的かつ限定的なものにとどまったといえる。

今回の場合、すでに感染者数がSARS時（8,096人）を大きく上回り、現時点で収束の目処がたっていない。また、落ち込みの激しかった第三次産業のウェイトが当時より大きくなっていることから（2003年：42%→2019年：54%）、中国経済全体への波及度合も大きくなると考える。感染拡大防止のため実施した春節期間延長措置も、工場の操業停止など生産活動の停滞につながっている。

今後の景気支援策について、財政面では支出規模の拡大を余儀なくされるだろう。2019年に設定されたGDP比2.8%の財政赤字制限を緩和し、3%程度まで引き上げる可能性がある。具体的な対策としては、インフラ開発投資の拡大が中心となるとみている。2019年は、インフラ投資の財源となる地方特別債の発行枠を8,000億元積み増し2.15兆元とした。政府は2020年分の枠のうち2019年11月末時点で1兆元を前倒しで発行しており、2020年を通じた発行額は2019年を上回る規模となることが想定される。2019年には前年からの発行額増加にもかかわらず、通年でインフラ投資の伸びは前年比+3.3%にとどまった（前掲図表4）。デレバレッジが進められていくなかで、地方政府はシャドバンキング等を通じた財源の確保が困難になったことが背景にある（図表8）。また、発行した地方債がインフラ投資資金に回されず、これまでに積み重なった隠れ債務の返済に充てられた可能性も考えられる。地方債のインフラ分野への活用を促す対策が6月および9月に相次いで打ち出されてきたことも相まって、今後のイ



ンフラ投資は前年に比べて効果が高まり、プラス幅が拡大すると予想する。そのほかには、コロナウイルスで打撃を受けた産業（輸送・観光業など）への支援や、消費の落ち込みをカバーするための刺激策を打ち出すことが検討されており、景気を下支えしよう。

金融政策については、最優遇貸出金利（LPR）の操作や、預金準備率の引き下げを通じて資金流動性確保に動くと思われる（図表9）。足元ではアフリカ豚熱（旧名：アフリカ豚コレラ）による豚肉価格の高騰でCPIが高水準で推移しており、金融緩和の懸念材料となっているものの、輸入拡大や衛生管理の徹底等により価格上昇は一服しつつあることから、中国人民銀行は景気下支えに動く可能性が高い。

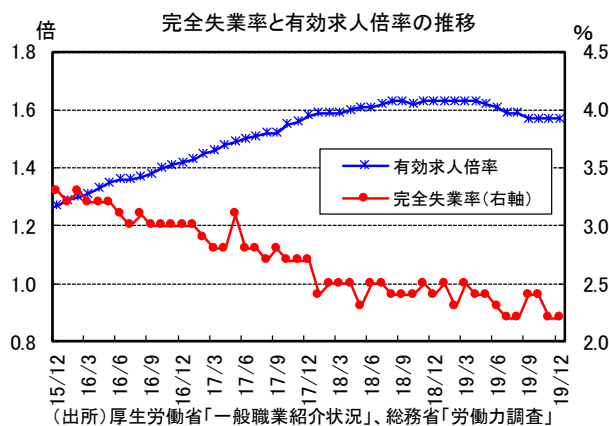
3月開催予定の全国人民代表大会では、GDP成長率をはじめとする数値目標が発表となる。経済工作会議時点で予想されていた「+6%前後」の目標が変更されるかは不透明だが、コロナウイルスへの対策を織り込んだ経済政策方針となろう。（担当：木下）

主要経済指標レビュー (1/27~2/10)

《日本》

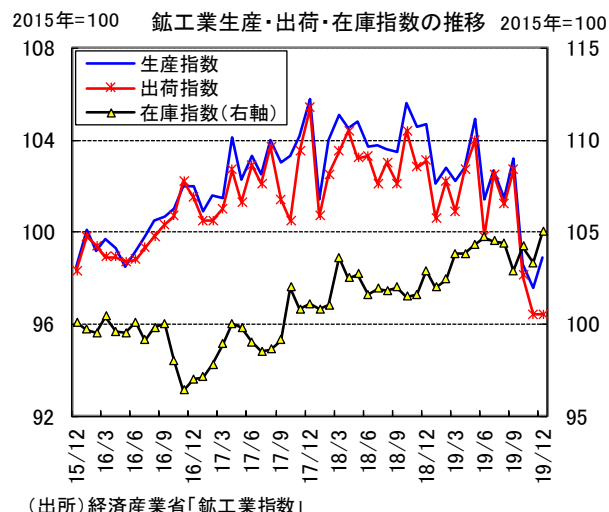
○ 12月雇用関連統計 (1月31日)

12月の完全失業率(季調値)は2.2%と、前月から横ばいとなった。内訳を見ると、就業者(季調値)が前月差+13万人と、3ヵ月連続の増加、完全失業者(季調値)は同▲1万人と、3ヵ月連続で減少した。また、12月の有効求人倍率(季調値)も1.57倍と、前月から横ばい、新規求人倍率(季調値)は2.43倍と、前月から0.11ポイントの上昇となった。消費増税後の雇用環境は今のところ底堅く推移している。ただ、景気ウォッチャー調査等からは、米中摩擦に端を発する海外景況感の悪化による輸出の低迷が、ここにき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ており、今後、製造業の雇用環境は弱含みの推移となるとみている。



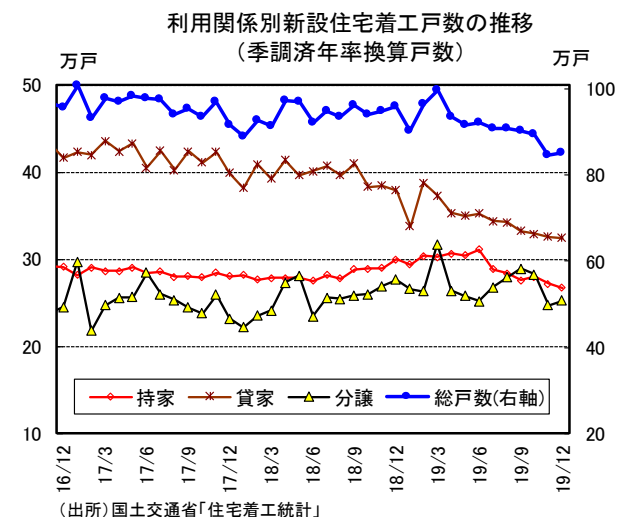
○ 12月鉱工業生産指数 (1月31日)

12月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比+1.3%と、3ヵ月ぶりの増産となったが、生産指数自体は引き続き低水準。基調判断は「生産は弱含み」が維持された。製造工業予測指数を見ると、1月は同+3.5%、2月は同+4.1%と増産見通しとなっているものの、新型肺炎の影響が反映されておらず、先行きの下振れリスクは大きい。今後の生産については、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は好材料である。ただ、中国景気は米中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るほか、新型肺炎に関する先行き不透明感も企業や家計のマインドを冷やす要因となり、引き続き生産の重しとなり続けよう。



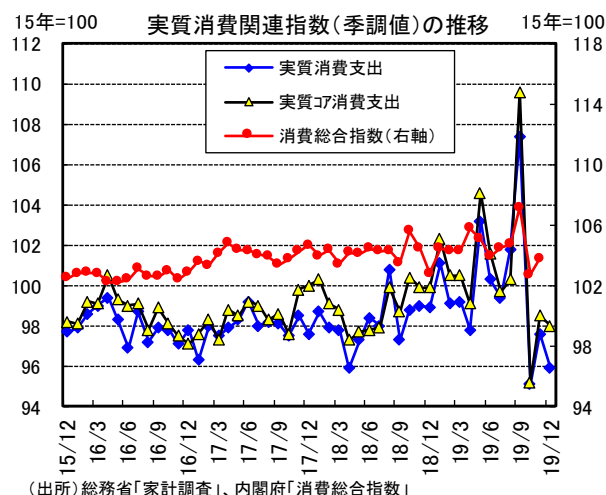
○ 12月新設住宅着工戸数 (1月31日)

12月の新設住宅着工戸数(季調値)は前月比+0.5%と、4ヵ月ぶりのプラスとなった。利用関係別では、持家が同▲1.7%と、2ヵ月連続のマイナス、貸家が同▲0.4%と、6ヵ月連続のマイナスとなった一方で、分譲は同+2.2%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。今後については、持家では、消費増税前の駆け込み需要の反動減が出てきているほか、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少傾向の推移となると予想する。



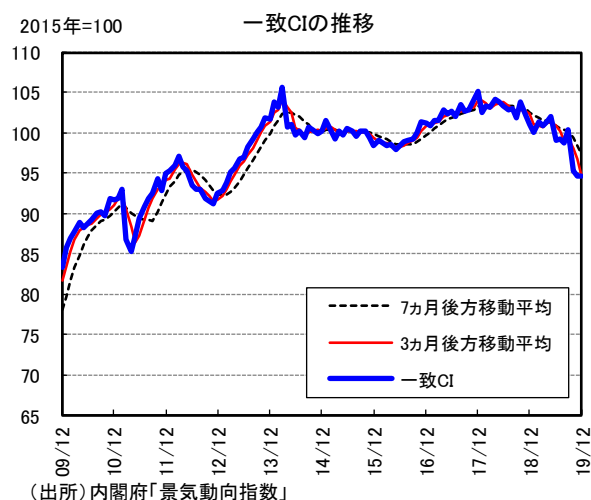
○ 12月家計調査 (2月7日)

12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▲1.7%と、2ヵ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、保健医療を除く9品目で前年比マイナスとなっており、消費増税の反動減からの戻りは弱い。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は前年比▲1.7%と3ヵ月ぶりのマイナス、実質消費支出は同▲4.1%と3ヵ月連続のマイナス、平均消費性向は61.8%(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、政府による経済対策の効果に加え、緩やかながらも賃金が伸びていることから、回復傾向で推移すると予想する。



○ 12月景気動向指数 (2月7日)

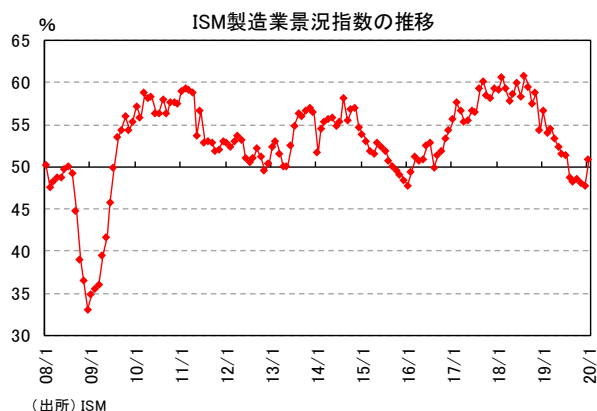
12月の景気動向指数では、一致CIが94.7(前月差±0ポイント)と、横ばいとなった。内閣府の基調判断は、「悪化を示している」にすえ置かれた。個別系列では、7系列中3系列が押し上げ、4系列が押し下げに寄与し、耐久消費財出荷指数等が押し下げたものの、投資財出荷指数(除輸送機械)、生産指数(鉱工業)などの押し上げ要因に相殺された格好。先行CIは91.6(前月差+0.8)と、8ヵ月ぶりの上昇となった。今後については、底堅い米景気、公共投資などが下支えになるとみているが、消費増税前の駆け込み需要の反動減が残存するなか、新型コロナウイルスに関する先行き不透明感もあり、下振れするリスクが高まっていることには留意が必要である。



《米 国》

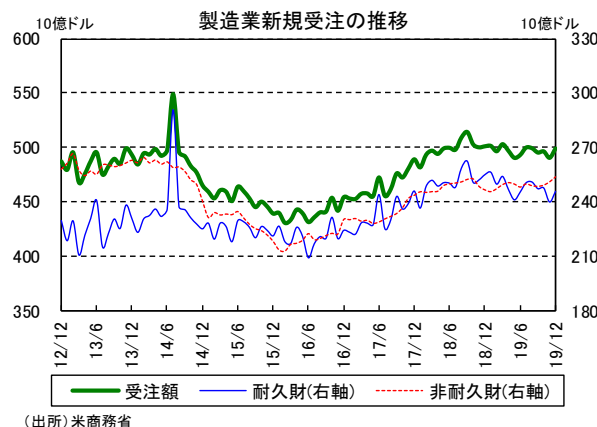
○ 1月ISM製造業景況指数 (2月3日)

1月のISM製造業景況指数は50.9となり、6ヵ月ぶりに好不調の境目とされる50を上回った。輸出受注指数が大きく改善し、3ヵ月ぶりに50を上回ったことから、米中第一段階合意で製造業を取り巻く環境が改善した可能性が考えられる。景況指数の構成項目をみると、リードタイムや在庫が低下する一方、生産や新規受注、雇用が上昇した。発表元のISMによれば、今回の景況指数は実質GDPに換算して前期比年率+2.4%成長に相当するとのことである。もっとも、回答18業種のうち、上昇が8業種、低下が8業種と拮抗しており、製造業全体で改善がみられた訳ではない。発表元も、改善が続くか様子を見る必要があるとしているほか、足元で拡大する新型コロナウイルスの影響も懸念される。少なくとも、2月のISM製造業景況指数は1月より低調な結果が見込まれる。



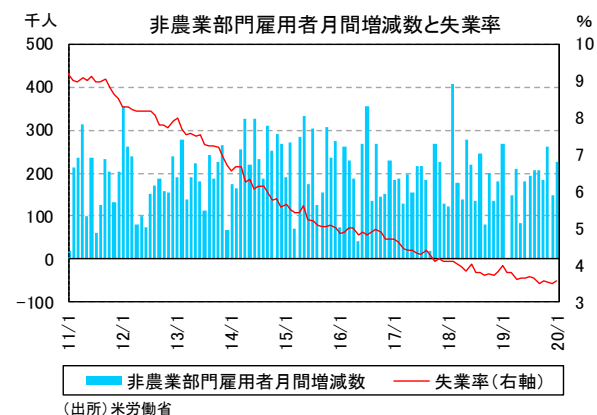
○ 12月製造業新規受注 (2月4日)

12月の製造業新規受注は前月比+1.8%と2ヵ月ぶりに増加した。財別に見ると、耐久財が同+2.4%と2ヵ月ぶりに増加したほか、非耐久財も同+1.1%と3ヵ月連続で増加した。もっとも、耐久財については、変動の激しい防衛関連財の受注増で押し上げられており、防衛財を除いた製造業新規受注は同▲0.6%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)も同▲0.8%と減少基調で推移しており、世界景気の減速や米中摩擦の影響が影を落としている。今後は、グローバル景気の先行指標に持ち直しの兆しがみられていることから、減速ペースは次第に弱まると予想するものの、米中間の対立継続が見込まれるほか、中国で発生した新型コロナウイルスの影響が懸念されることから、今暫く設備投資に慎重な姿勢が継続すると予想する。



○ 1月雇用統計 (2月7日)

1月の非農業部門雇用者数は前月比+22.5万人と、市場予想を上回る結果となった。3ヵ月移動平均も同+21.1万人と、新しい労働力の供給を吸収するのに必要とされる10万人増を大きく上回って推移している。失業率は3.6%と前月から小幅に上昇したが、引き続き約50年ぶりの低水準で推移している。また、時間当たり賃金も前年比+3.1%と前月の同+3.0%からプラス幅が拡大するなど、足元の雇用・所得環境は底堅く推移している。ただ、米中摩擦の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るほか、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う世界景気への影響も懸念され、今後の雇用・所得環境の改善ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

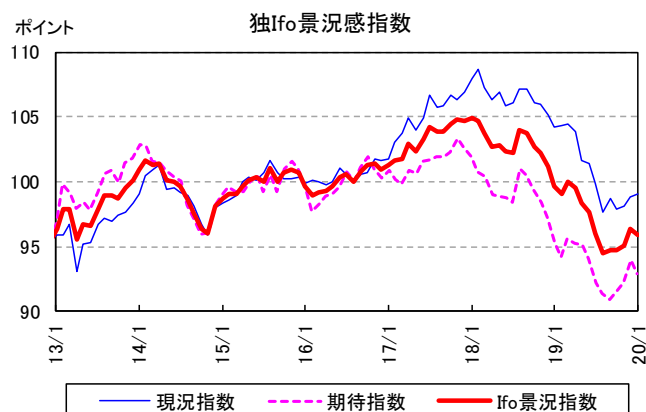




《欧州》

○ 1月ドイツIfo景況感指数 (1月27日)

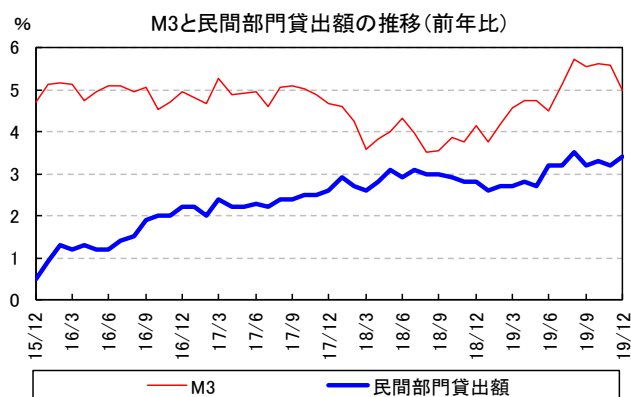
1月のドイツ Ifo 景況感指数は 95.9 と、12月 (96.3) から小幅悪化した。内訳では、現況指数が 98.8→99.1 と、3ヵ月連続で改善した一方、期待指数は 93.9→92.9 と、4ヵ月ぶりに悪化し、全体を押し下げた。産業別景況感では、卸売・小売 (0.0→2.2)、製造業 (▲5.0→▲1.6) が改善した一方、建設業 (17.9→14.0) やサービス業 (21.3→18.7) が悪化し、全体を押し下げた。今後については、製造業の不振一巡から、ドイツ景気は次第に底打ちへ向かうとみられるものの、内外需ともけん引役に欠くなかで、停滞気味の推移が続くと予想する。



(出所) Ifo経済研究所

○ 12月ユーロ圏マネーサプライ (1月29日)

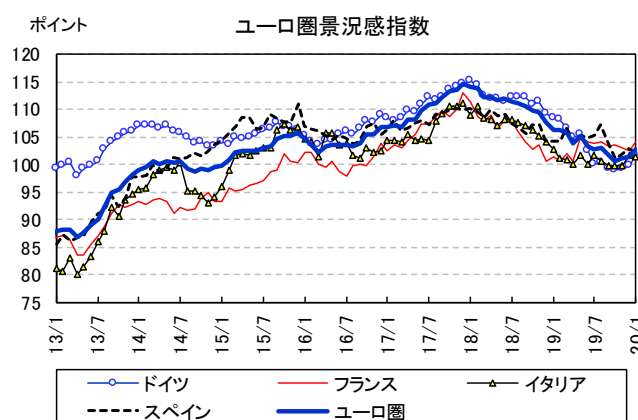
12月のユーロ圏マネーサプライ (M3) は前年比 +5.0% と、11月の同 +5.6% から伸び幅が縮小した。一方、民間向け貸出額 (同 +3.2% → +3.4%) は2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大。民間向け貸出額の内訳では、非金融企業向け (同 +2.6%) は前月と同じ伸び幅となった一方、家計向け (同 +3.3% → +3.5%) の伸び幅が拡大した。12月に公表された第2次 TLTRO III 割当結果は、中銀預金階層化適用後も TLTRO III の利用が低調なものにとどまっていることを示しており、企業の資金需要が低迷しているなか、民間向け貸し出しは今後、伸び悩むと予想する。



(出所) ECB

○ 1月ユーロ圏景況感指数 (1月30日)

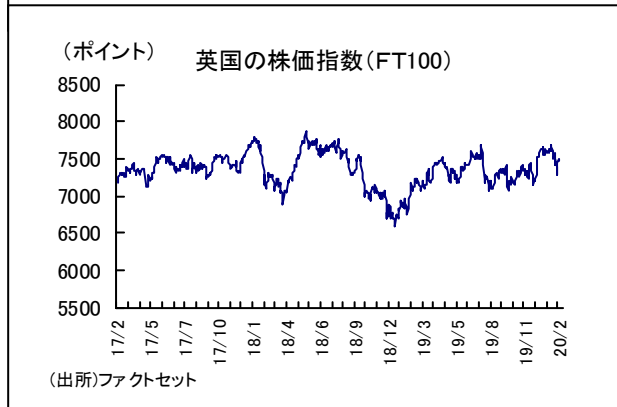
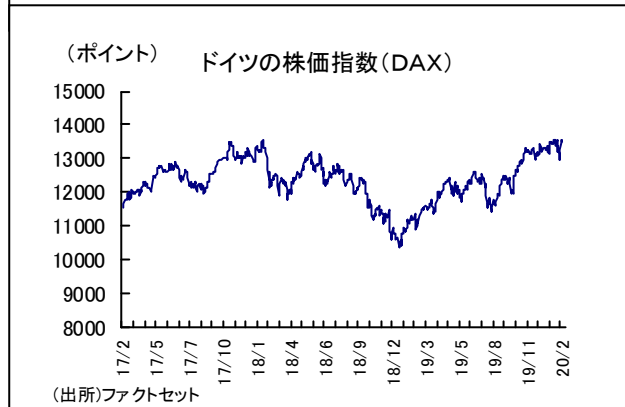
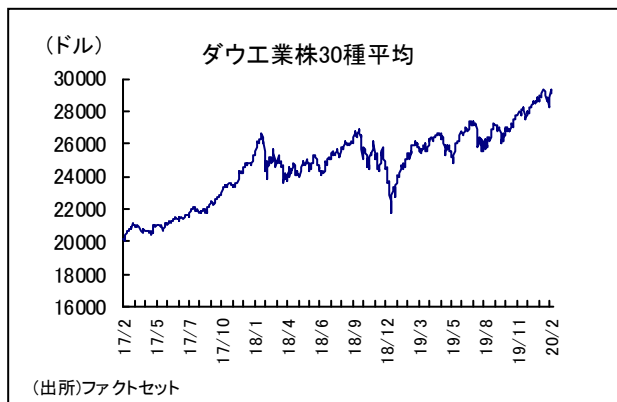
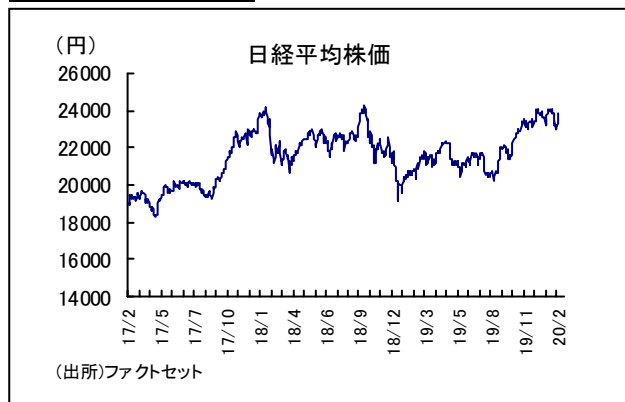
1月のユーロ圏景況感指数は 102.8 と、12月 (101.3) から改善した。同指数の改善は3ヵ月連続。構成項目別では、サービス業景況感 (11.3→11.0)、小売業景況感 (0.7→▲0.1) は悪化したものの、消費者信頼感 (▲8.1) は横ばい、鉱工業景況感 (▲9.3→▲7.3)、建設業景況感 (5.7→6.9) は改善し、全体を押し上げた。主要国別では、イタリア (101.6→101.5)、スペイン (103.0→102.0) が悪化したものの、フランス (102.6→104.1)、ドイツ (99.8→101.8) は改善した。ユーロ圏景気は最悪期を脱しつつあるものの、政策効果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。



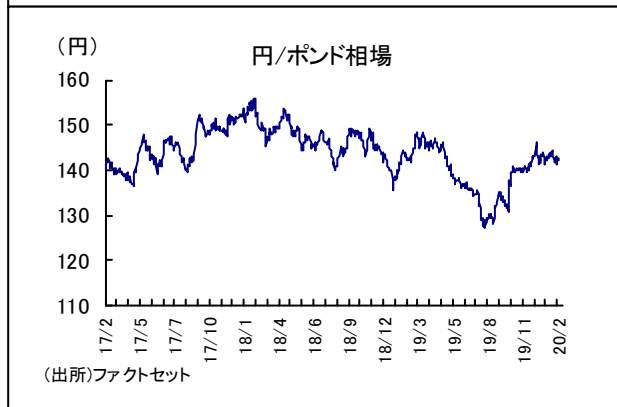
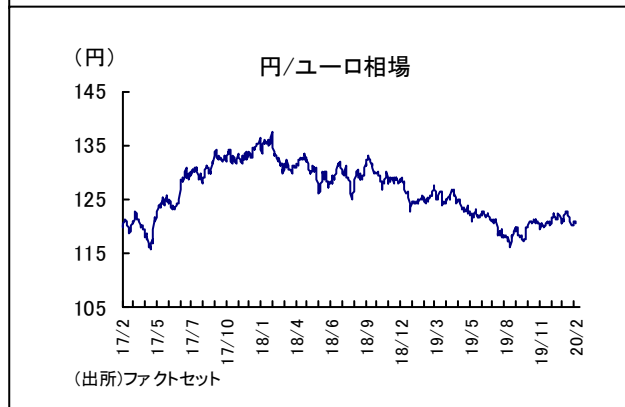
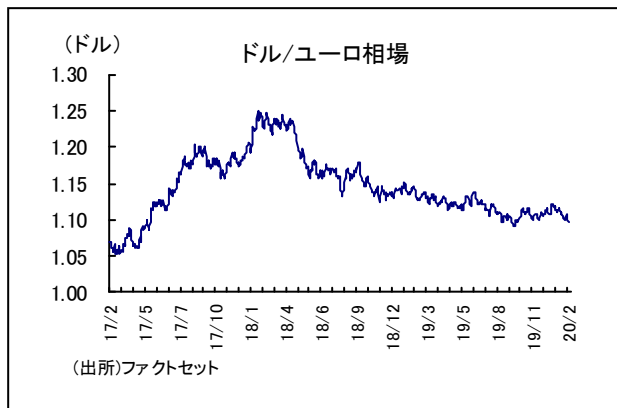
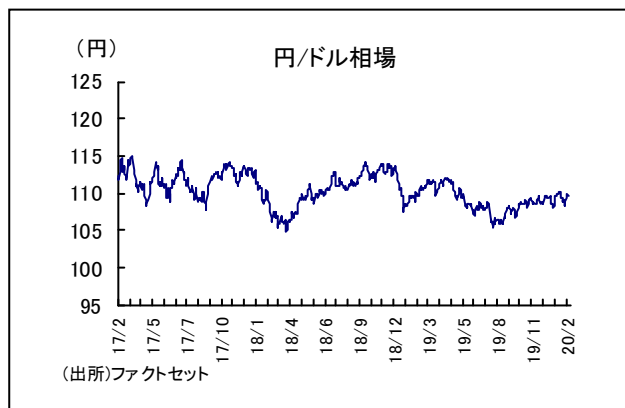
(出所) 欧州委員会

日米欧マーケットの動向 (2020年2月10日現在)

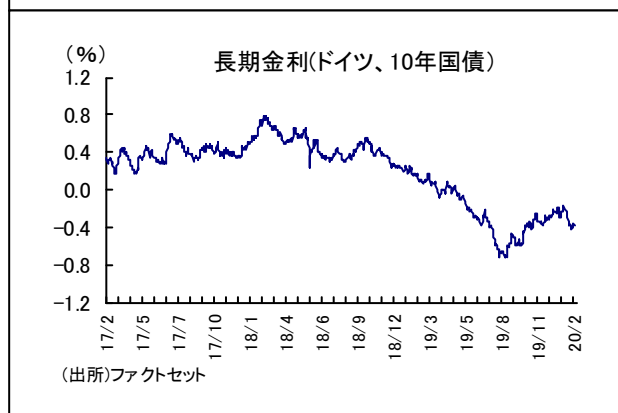
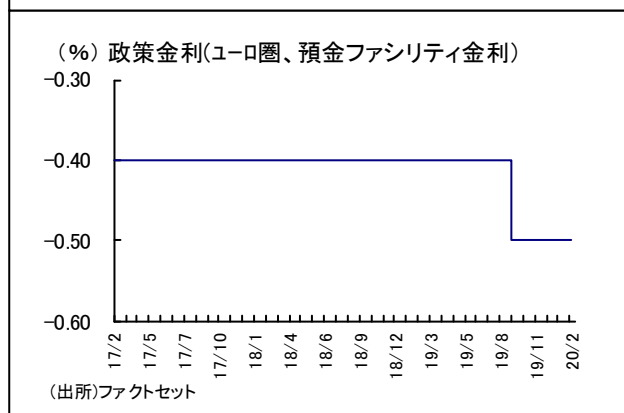
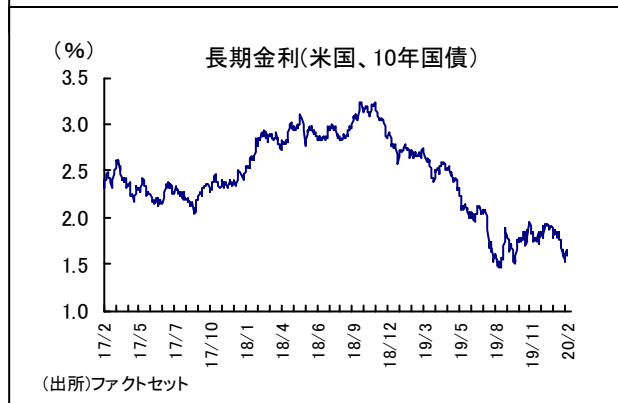
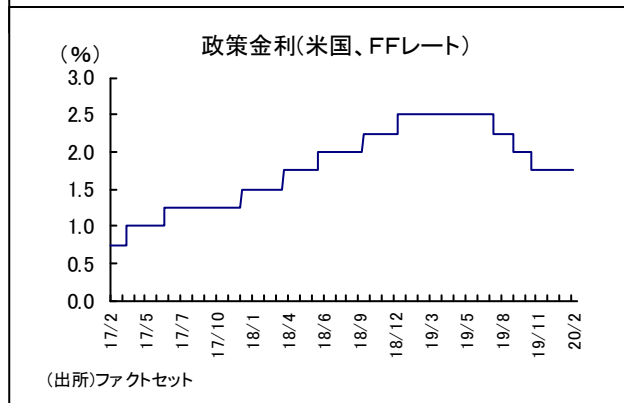
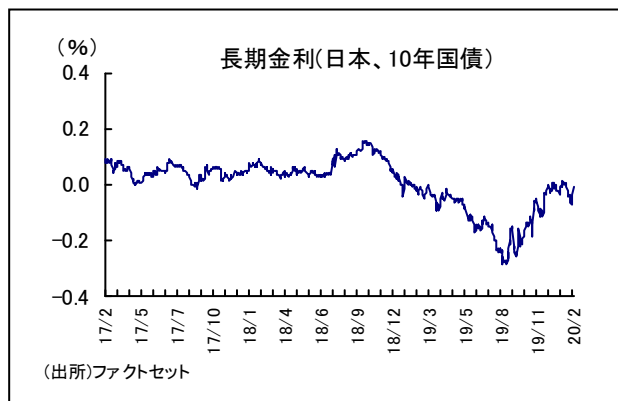
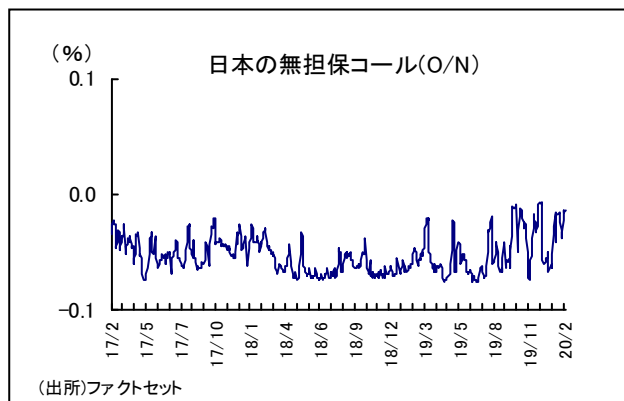
▽各国の株価動向



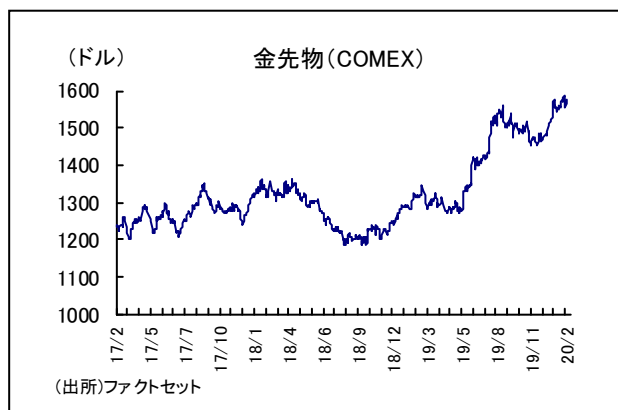
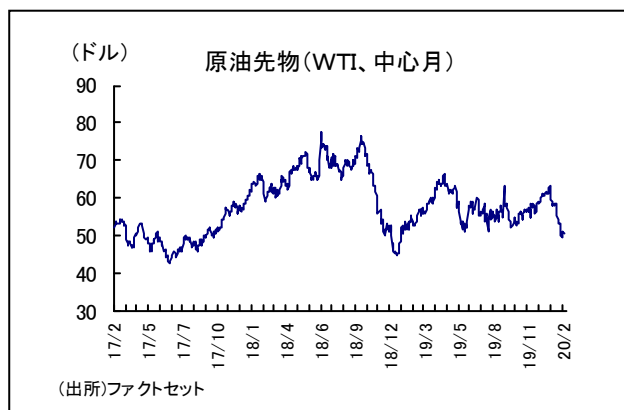
▽外為市場の動向



▽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