

## <フォーカス> 「貿易戦争」の勝者は誰か

トランプ米大統領が1日、鉄鋼とアルミニウムに追加関税を課す方針を表明したことが市場を震撼させている。中間選挙を控え、トランプ政権が保護主義的スタンスを一段と強めるリスクは以前から懸念されていたが、最近では TPP(環太平洋パートナーシップ協定)への参加をほのめかすなど、軟化の兆しも出ていただけに、世界の株式市場にはネガティブサプライズとなった。

経済問題にかかわる話題のなかでも、貿易問題は、専門家と専門家以外の人との間で最も問題認識がずれやすい分野のひとつである。トランプ氏の「貿易戦争」という言葉に象徴されるとおり、しばしば政治的思惑が絡んで感情論化しやすいが、貿易の目的は輸出というよりむしろ輸入であり、そもそも勝ち負けがある競争ではない。もちろん、比較優位の理論に逆行するような保護主義的政策の実施は、「百害あって一利なし」である。相手国が保護主義措置をとるから、こちらも対抗措置を取らないと不利になるという考え方も間違いである。相手の出方はどうあれ、自身はあくまで自由貿易の立場を堅持したほうが経済的な利益は増す。また、輸入制限等の措置をとっても、マクロの貿易赤字は縮小しない可能性が高い。トランプ氏に今さら正論をぶつけても詮無いところだが、欧米におけるポピュリズム勢力の台頭で、世界的に保護主義的気運が高まるなか、日本はあくまで自由貿易の旗手として旗を振り続ける必要がある。

中長期的な視点から見ても、保護主義的政策による比較劣位産業の保護は、スムーズな産業構造調整の妨げとなって、経済発展、雇用改善にはむしろブレーキとなる。比較優位産業へのシフトを促す産業構造調整の重要性は、日米貿易摩擦の歴史を紐解いても明らかである。ほかでもない、米国はこうした産業構造調整を最もうまくやってのけてきた国である。70~80年代の日米貿易摩擦が米国経済や雇用に影を落としたのは一時的だった。ハイテク技術を用いた高付加価値の産業構造への転換が進んだ結果、現代の米国経済を支えているのは、当時は存在すらしていなかった企業群である。

この点、日本はむしろ過去の米国を見習うべきである。米国では1970年代後半以降、経常収支が赤字化し、国内貯蓄が不足するようになった状態でこうした産業構造調整を余儀なくされた。国内の貯蓄不足により製造業に安定的に資本を供給することが難しくなったため、嫌でも比較劣位産業からの撤退と高付加価値を同時に進め、不足する資本を海外から引き付けるしかなかったとも言える。日本でも今後高齢化とともに貯蓄率が低下し、経常赤字国に近づいていく。米国に比し、日本の雇用市場はまだ硬直的である。この点、働き方改革に代表される労働市場改革が重要なのはもちろんのこと、無駄な補助金の撤廃や規制改革を推進していかなければ、中長期的にはいずれ大きな困難に直面する。ただでさえ少子高齢化で労働力人口が減少に向かうなか、比較劣位産業に貴重な労働・資本を貼り付けたままにしておいては、いつまでもたっても潜在成長力の上昇はおぼつかない。低い期待収益率でかつ高水準の政府債務を抱える経常赤字国に対し、海外資本が安定的に入ってきてくれるかどうかはわからない。(Kodama wrote)

## 目次

<フォーカス> 「貿易戦争」の勝者は誰か.....	1	中国の環境規制と資源需要の変化.....	10
・ 経済情勢概況.....	2	・ 主要経済指標レビュー.....	12
・ 黒田総裁は「もはやデフレではない」との認識.....	3	・ 日米欧マーケットの動向.....	18
・ 政府の観光ビジョンとインバウンド消費の動向.....	7		

**経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）**

**日 本**

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

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

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

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

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

**米 国**

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

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

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

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

輸出は、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

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

**欧 州**

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

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

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

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

## 黒田総裁は「もはやデフレではない」との認識

### 黒田総裁が所信聴取に出席

黒田日銀総裁が2日、衆院議員運営委員会における所信聴取に出席した。市場で注目を浴びたのは、「大勢の委員も私も19年度ごろの物価目標の達成を確信」、「19年度に出口を検討していることは間違いない」との発言で、直後の債券市場では金利が急上昇、為替相場では106円/ドルを超えて円高が進む事態となった。

もっとも、この発言、希望の党の津村啓介議員との質疑応答の流れのなかで、どちらかと言えば「言われた」感が強い。津村議員が黒田総裁に改めて物価目標の達成時期の表明を迫り、黒田総裁が「何年というのは適切ではない」と答えたのに対し、「期限を切らないと駄目と言っていた総裁自身が、5年前のアコードを有名無実化している」と追い打ちをかけたのに対する回答である。流れ上、なんらかの決意表明なしに逃げ切るのは難しかった。また、物価目標の達成如何にかかわらず19年度は出口を検討すると言ったわけではなく、あくまで2%の目標達成が前提である。元々2年で達成すると言っていたのが、5年経っても達成できなかった当事者の口から、改めて19年度には達成を確信と言われても、信じる根拠は何もない。これをもって、市場が19年度の出口政策が既定路線かのように解釈したとしたら、明らかに行き過ぎである。

筆者にとっては、冒頭の発言よりも、物価目標が「短期と言うより長めの目標であることは事実」であり、「すぐに実現しないといけないものではない」という、中長期的目標であることを改めて確認した発言の方が印象に残った。中長期的目標であれば、今後は短期的な金融政策運営とは切り離して考える余地が出てくる。例えば米国も、物価目標に達しない状況で利上げを続けているが、それで非難されることはない。もちろん、米国の場合は物価と雇用のデュアルマンドートという事情もあるし、黒田日銀の場合、ここまで物価目標に強くコミットしてきた経緯を考えれば、目標達成前の「出口」は依然禁句である。しかし、現行枠組みの一部見直しであれば許容される余地が出てくる。所信聴取のなかでも黒田総裁は現行の政策について、「物価目標達成まで一切変えないわけではない」とも述べている。

筆者はこれまで、現行のYCCはすでに効果よりも副作用が大きくなっており、長く引っ張ることに意味はなく、変えるなら人心一新の4月がチャンスとみていた。ただ、このまま株式市場にボラティリティが残り、円高圧力がかかり続けるなかで政策変更には踏み切れれば「KYの極み」との誹りを受けるのは免れない。副総裁の一人に改めて「真正リフレ派」の若田部氏が入ったこともあり、執行部のコンセンサス構築にも時間がかかりそうだ。現時点で、4月の政策変更の可能性は5割以下に低下したと考えざるをえない。一方で、自民党総裁選直前の政策変更は、株価変動リスクを嫌う官邸が喜ばないと考えられることから、4月のタイミングを逃した場合は、10月以降にずれ込む可能性が高まる。現時点でのメインシナリオは、12月か、1月の決定会合における微修正である。

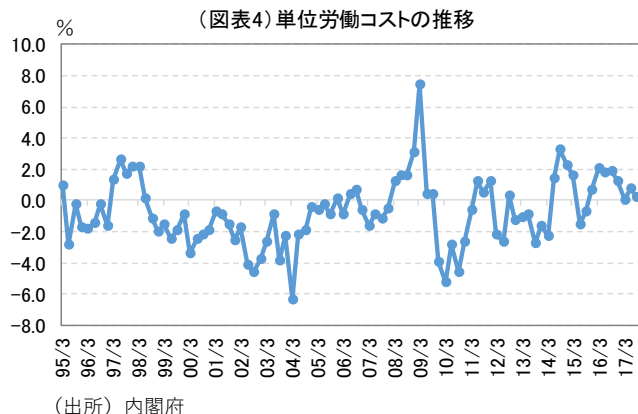
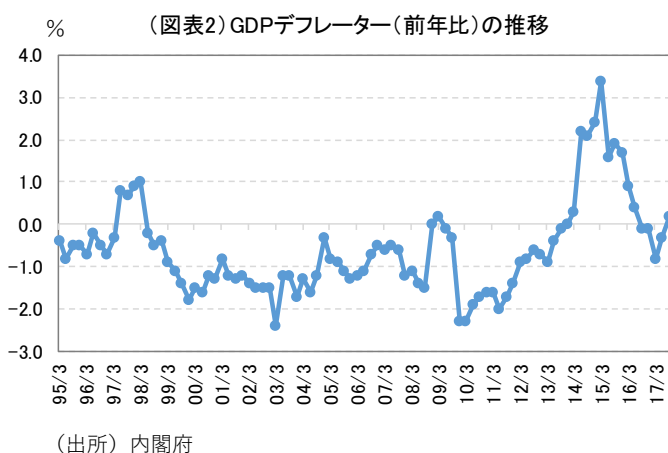
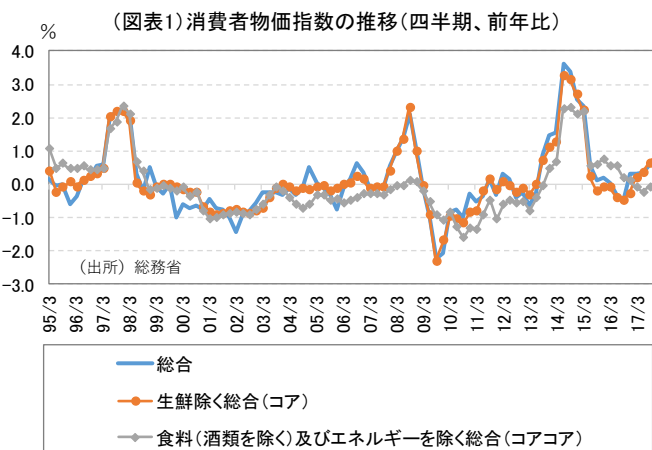
### デフレ脱却宣言につなげられるか

黒田総裁は聴取のなかで、2%は達成できていないものの、「物価が持続的に下落するデフレではなくなっている」と述べ、デフレ自体は脱却しつつあるとの認識を示している。安倍首相も年明けに、「1日も早くデフレ脱却宣言ができるよう、政策を総動員したい」と改めて表明しており、近いうちのデフレ脱却宣言があるかどうか改めて注目される。安倍首相としては、19年10月の消費増税を控え、できれば19年の前半までには脱却宣言に踏み切りたいところだろう。

デフレの定義は、IMF（1999）によれば、「少なくとも2年間の継続的な物価下落」だが、政府は基調的な方向が確認できれば2年にこだわる必要はないとし、2009年11月の月例経済報告における2度目のデフレ宣言は、半年程度の物価下落で踏み切った経緯がある。逆に、デフレ脱却については、2006年3月に、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」と定義した。黒田総裁も今回の聴取のなかで、「デフレ脱却宣言できるかは、今後、デフレに逆戻りすることはないと確信できる状況かを政府が総合的に判断するということだろう」と述べている。

また、判断に当たっては、政府はこれまで、CPI、GDPデフレーター、GDPギャップ、単位労働コストの4つの指標を注視していくとしてきた。具体的な数値基準が定められているわけではなく、あくまで総合的な判断ということなので、ほかの指標も合わせ見ていくことになるのだろうが、とりあえずこの4指標を概観すると、まず、足元のCPIは、エネルギー価格の上昇を反映し、総合、コア指数とも上昇基調にある（図表1）。コアコア指数はゼロ近傍で推移しているが、少なくとも「持続的に下落する」状況ではなく、直近2四半期の方向性は上向きである。GDPデフレーターは、2017年7-9月期に5四半期ぶりにプラスに戻ったが、10-12月期は再び0%まで低下している（図表2）。GDPギャップは、2017年4-6月期に8四半期ぶりにプラスに転じ、以降、3四半期連続でプラスが続いている。ただ、プラス幅はわずかで、10-12月期のプラス幅は0.4%と、7-9月期の0.6%から若干縮小している（図表3）。ちなみに、17年のGDPギャップは4年ぶりにプラスに転じている。単位労働コスト（名目雇用者報酬/実質GDP）は、足元まで9四半期連続で前年比プラスが続いているものの、17年に入ってからの伸びは0%台前半と、16年よりも低下している（図表4）。

こうみると、デフレ脱却宣言を行なうには、ま



だまだ心もとない状況と言えそうである。政府の定義では、たとえ「物価が持続的に下落する状況」ではなくなっても、「再びそうした状況に戻る見込みが残っている限りデフレ状態」ということになるので、世界標準よりもより厳しい基準を自らに課したツケともいえる。

もっとも、この4指標は、単に上がってればいいと言うものではなく、見方にはそれぞれコツがいる。例えば、CPIは13年から14年にかけて急上昇したが、ほとんどはエネルギーとその関連製品が寄与していたものであった。当時、黒田総裁をはじめとした日銀幹部は「金融政策の成果もある」とずいぶん喧伝していたように思うが、その後の急低下で結局は幻想だったことが明らかになった。また、GDPデフレーターは逆に、原油価格等が上昇すると短期的にはむしろ下がり、原油価格が下落すると上昇する傾向がある。輸入が控除項目となるための現象で、この点、GDPデフレーターは国内の物価動向というより、短期的には輸出入デフレターの相対変化を通じた交易条件の変化を反映する性格が強い。需給ギャップについては、供給サイドの潜在GDPが実際には観測できない数字のため、かなりの幅をもってみる必要があるのは周知のとおりである。近年は、潜在成長率を過去の平均成長率に近い概念で推計するケースが多いため、「再びマイナスに戻る見込みがない」レベルの数字にはなりにくい。最後に、図表4で、2008年から2009年の単位労働コストがジャンプアップしているのは、金融危機で分母の実質GDPが急速にシュリンクしたためである。もちろん、ポジティブな評価はできない。このように、欧米より賃金が硬直的な日本では、単位労働コストは短期的には景気動向と逆相関の動きを示す可能性がある。また、中期的には、近年の生産性の低迷（＝分母の低迷）が賃上げの鈍さにつながっている面も大きい。この点、生産性の上昇が分母の拡大につながり、単位労働コストが低下した方が、近い将来の分子の賃上げ余地につながってくるとの見方もできる。

### デフレ脱却宣言の意義は低下

そもそも、安倍首相自身が、40数年ぶりの高水準にまで上昇した有効求人倍率に再三言及するなど、デフレ下でも景気回復と力強い株価の上昇が実現可能であることが明らかになった今、足元の状況がデフレかデフレではないかを喧々囂々と議論する意義は低下している。

日本がデフレに陥った98年からしばらくの間は、「物価のマイナスは小幅であっても絶対に避けるべきで、非伝統的な政策等、いかなる手を用いてもすぐに脱出を図るべき」との考えが有力だった。しかし、デフレに関する議論はその後世界的に変質を遂げてきた。もし今でも日銀がそう考えているのであれば、すぐにでも追加緩和を行わなければならないはずだが、政策委員のなかでそう考えているのは片岡委員だけのようだ。戦後最長の景気拡張期だった第14循環（2002年2月～2007年10月）にしても、コアコアCPI、GDPデフレーターとも全期間で前年比マイナスだった。デフレ下だったからこそ、景気回復の実感が乏しかったという言い方もできるわけだが、この時点で、「まずデフレを止めなければ景気は回復しない」というリフレ派の主張は誤りであったことが明らかになっていた。

物価下落はもちろん問題ではあるが、真に避けるべきは物価のマイナスそのものではなく、景気と物価が相互に作用しながら低下していくというデフレスパイラルである。物価が下落しても、小幅であれば、ただちに経済に破滅的な影響を及ぼすわけではない。そもそも、90年代後半の日本経済に与えたインパクトの大きさという点では、年平均でわずか0コンマ数ポイントの小幅デフレよりも、90年代前半の東京都の商業地の価格がわずか数年で1/5まで下がったように、資産デフレのインパクトの方が圧倒的に大きかったのは明白である。

1月の失業率も2.4%という驚くべき水準にまで低下するなど、景気が引き続き順調に回復し、問題の地価もすでに反転上昇に向かっていることを考えれば、現時点でも「総合判断」でデフレ脱却を宣言することが不可能なわけではない。世論に受け入れられるかどうかという意味では賃上げ率や株価も重要な条件との説もある。結局のところ、デフレの判断は恣意的要素が入る余地が大きく、政府が公式に突入や脱却を判定するのは最初からなじまなかったと言える。公式にデフレ宣言した以上、いずれは公式に脱却宣言もしなければならないのかもしれないが、判定にあたり経済学が入り込む余地は小さく、あくまで政治的判断が重視されるということになりそうである。

2009年11月に政府が改めてデフレ宣言に踏み込んだ際は、日銀への暗黙の追加緩和プレッシャーという側面もあった。逆にデフレ脱却宣言をしても、物価が目標の2%に届かない以上、日銀が出口に舵を切っていい理由にはならないが、長期金利の変動許容幅を拡大するなど、現行の枠組みを多少手直しする言い訳にはできるかもしれず、日銀内には内心期待する向きがあるかもしれない。  
(担当：小玉)

政府の観光ビジョンとインバウンド消費の動向

観光先進国の実現に向けた政府目標

政府は2016年3月に「『明日の日本を支える観光ビジョン』—世界が訪れたくなる日本へ—」を策定し、観光先進国の実現に向けて「3つの視点」と「10の改革」を掲げている（図表1）。そのなかで、新たな目標値として、訪日外国人旅行者数については、2020年に4,000万人（2015年の約2倍）、2030年に6,000万人（同約3倍）という数字を、訪日外国人旅行消費額については、2020年に8兆円（同2倍超）、2030年に15兆円（同4倍超）という数字を掲げている。

訪日外国人旅行者数は達成の見込み

日本政府観光局（JNTO）の推計によると、2017年の訪日外国人旅行者数は前年比+19.3%の2,869万人と、JNTOが統計を取り始めた1964年以降、最多となった（図表2）。航空路線の拡充やクルーズ船寄港数の増加、訪日プロモーションの継続などが増加に寄与したと考えられている。

また、国別の訪日旅行者数を見ると、1位が中国で約736万人、2位が韓国で約714万人、3位が台湾で約456万人となっており、これに香港を加えた4地域で全体の70%以上を占めるなど、東アジア周辺国が全体をけん引している。訪日旅行者数を各国の人口対比でみると、台湾が全人口の19%、韓国が14%に上っているのに対し、中国はわずか0.5%であり、中国については依然として潜在的な伸びしろが大きい。中国では2030年までに、月収12,000元～22,000元の上位中所得者層が現在の約3倍に当たる140万世帯程度まで増えるとの見方もあり、訪日客数はまだまだ増加の余地がある。

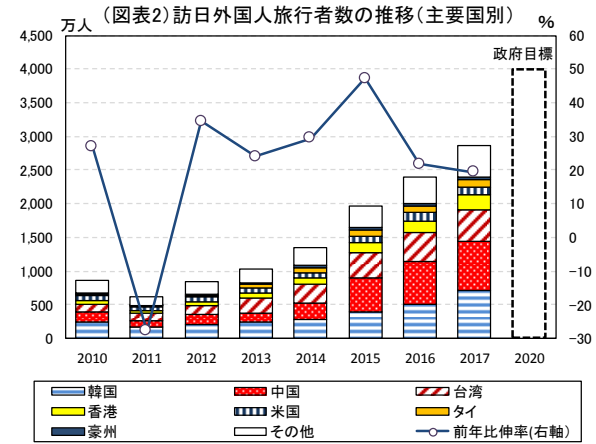
2017年通年の訪日外国人旅行者数は、主な地域のほとんどで過去最高を更新した。アジアと比較すると絶対的な規模は小さいが、米国からは約138万人、欧州も100万人を突破した。最も増加幅が大きかったのは韓国で、2017年通年の訪日旅行者数は前年比で+40.3%となっており、その傾向は年明けの1月も変わらず、単月の旅行者数は中国を抜いて1位となっている（図表3）。

韓国の訪日旅行者数が急増している背景としては、格安航空会社（LCC）の路線増加のほか、SNS等も利用した訪日旅行プロモーションの成功があるとされている。また、中国政府が2017年3月15日から韓

（図表1）「明日の日本を支える観光ビジョン」

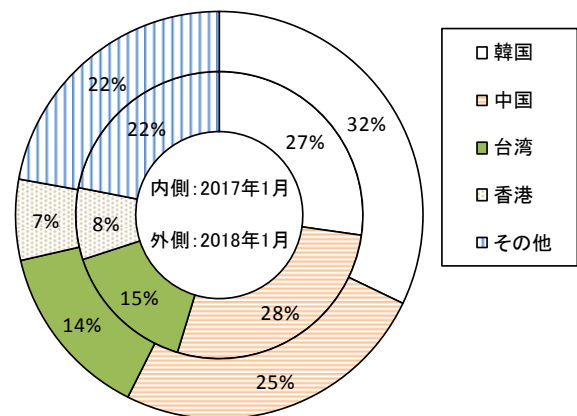
<p>視点1「観光資源の魅力を活かす、地方創生の礎に」</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・魅力ある公的施設を、ひろく国民、そして世界に解放</li> <li>・「文化財」を、「保存優先」から観光客目線での「理解促進」、そして「活用」へ</li> <li>・「国立公園」を、世界水準の「ナショナルパーク」へ</li> <li>・おもな観光地で「景観計画」をつくり、美しい街並みへ</li> </ul>
<p>視点2「観光産業を革新し、国際競争力を高め、我が国の基幹産業に」</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・古い規制を見直し、生産性を大切にする観光産業へ</li> <li>・あたらしい市場を開拓し、長期滞在と消費拡大を同時に実現</li> <li>・疲弊した温泉街や地方都市を、未来発想の経営で再生・活性化</li> </ul>
<p>視点3「すべての旅行者が、ストレスなく快適に観光を満喫できる環境に」</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ソフトインフラを飛躍的に改善し、世界一快適な滞在を実現</li> <li>・「地方創生回廊」を完備し、全国どこへでも快適な旅行を実現</li> <li>・「働きかた」と「休みかた」を改革し、躍動感あふれる社会を実現</li> </ul>

（出所）観光庁



（出所）日本政府観光局（JNTO）

（図表3）訪日外国人旅行者数のシェア



（出所）日本政府観光局（JNTO）

国に配置された「THAAD」（終末高高度防衛ミサイル）への報復処置として、韓国への団体旅行を全面禁止している影響で、韓国旅行者の足も中国から日本に向いているという要因もあるとみられる。中国の旅行予約サイト「携程旅行網（シートリップ）」の調査によると、年末年始の海外旅行の人気旅行先のなかで、日本は前年の3位から1位に上昇する一方、韓国は前年の2位から11位以下の圏外に転落した。外交関係の悪化を受けて、個人旅行者も韓国への旅行を敬遠した模様である。

訪日外国人旅行者数は2011年以降、年々増加しており、現在のペースで訪日旅行者数が増加すれば、2020年の4,000万人という目標の達成は十分可能である。

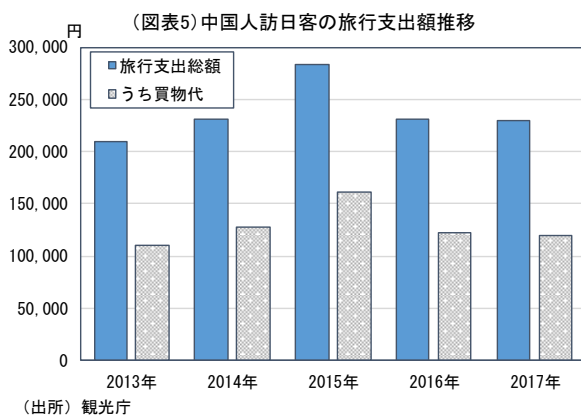
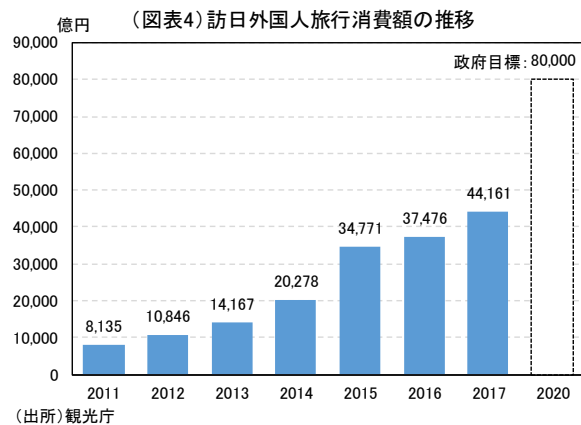
**訪日外国人旅行消費額は目標達成に遠い**

観光庁の推計によると、2017年通年の訪日外国人旅行消費額は4兆4,161億円（前年比+17.8%）と、初めて4兆円を突破した（図表4）。訪日旅行者数の増加により消費も増えた形だが、一方で、ひとりあたりの消費額は15万3,921円で、前年比▲1.3%と減少に転じている。

国別にみると、中国が1兆6,946億円と最も多く、全体の約38%を占める。後に続くのは台湾、韓国、香港で、訪日旅行者数同様、東アジアの4地域で全体の70%以上を占めている。ただし、中国のひとりあたり消費額は、2015年をピークに足元減少傾向で推移している（図表5）。これには2016年4月に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のに対して課せられる税率が全体的に引き上げられた。例えば、酒やたばこ、化粧品などは従来の50%から60%に、高級時計やゴルフ用品は30%から60%に、衣類やビデオカメラなどは20%から30%に、食品、玩具などは10%から15%にそれぞれ税率が引き上げられ、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。一方で、免税対象金額が従来の5,000円から8,000円に拡大されたが、この8,000円が消費額の実上のキャップとして意識されている可能性もあるとみている。2017年の中国人ひとりあたりの買い物代は119,319円で、2017年の平均為替レートとして、16.6円/円で換算すれば約7,200円であり、8,000円を下回る水準に収まっている。買物額の上限が意識されているとすれば、これまでのような中国人の爆買いによる訪日外国人旅行消費額の急伸は見込みづらくなっており、2020年の目標額である8兆円の達成は危ぶまれる状況にある。もっとも、前述のとおり、中国の上位中所得者層の増加が見込まれているなか、中国人旅行者の消費が全体をけん引する構造に大きな変化はないと考える。

**政府目標達成に向けて**

2017年の訪日外国人旅行者の消費額の項目別構成比を見ると、買物代が37.1%と最も大きく、次いで宿泊料金が28.2%、飲食費が20.1%の順で、娯楽サービス費の割合は3.3%と相対的に小さくなっている（図表6）。中国人旅行者に限れば、買物代が51.3%と、全体の水準を大きく上回る一方、娯楽サービス費は2.4%とさらに小さくなっており、買物（モノ）消費への支出割合が比較的高く、サービス関

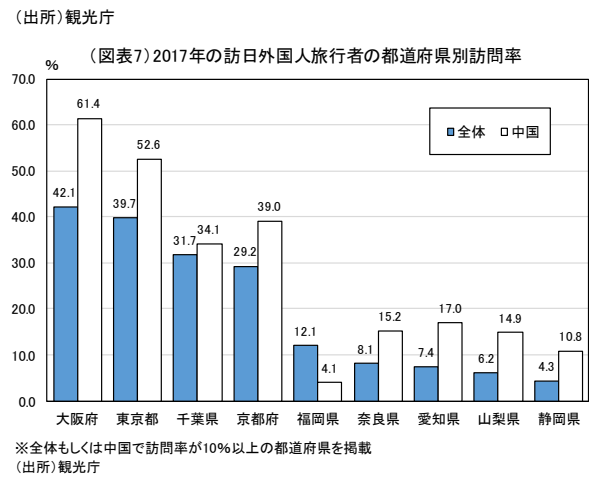
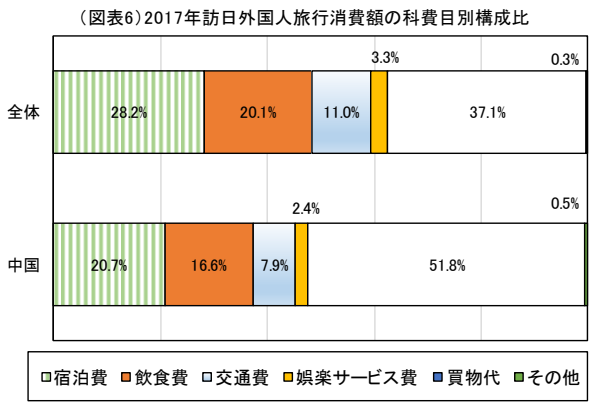




連（コト）消費への支出が少ない傾向が顕著に表れている。ホスピタリティの高い高品質なサービスは外国から高く評価されていると言われる割には、消費額に結びついていないのが現状である。政府は「明日の日本を支える観光ビジョン」において、日本の豊富で多様な観光資源を磨き上げ、その価値をわかりやすく伝えていくことが必要という課題認識を挙げている。観光地としての魅力を高めることや、通訳案内士の配置による受入体制の構築等により、コト消費を増加させていくことが、旅行消費額達成のためにはますます必要となってくるだろう。

都道府県別に訪日外国人旅行者の訪問率を見ると、大阪府が旅行者全体、うち中国人旅行者ともに1位となっている（図表7）。大阪観光局は、2017年の来阪外国人観光客が1,111万人で、初めて1,000万人を突破したと発表している。訪日客の推計消費額も、2014年の2,661億円から2017年には約4倍の1兆1,731億円に達したとのことである。要因としては、関西グルメの人気などももちろんあると思われるが、関西空港でのLCC専用ターミナル設置や府内での公衆無線LAN「Wi-Fi（ワイファイ）」環境の拡充といったインフラ整備が挙げられる。また、大阪観光局は外国人向けに医療機関を24時間紹介するコールセンターも開設しており、旅行者が快適に滞在できるための取組みが進められている。

足元のペースでは、訪日外国人旅行消費額の目標達成は困難だが、今後は大阪のような成功例を参考に、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2020年の東京オリンピック開催を控えたインフラ整備などとも重なる取組みであり、国を挙げて日本の魅力を高め、海外に発信する絶好の機会と言えよう。（担当：柳田）



### 中国の環境規制と資源需要の変化

#### 相次ぐ環境規制の導入

中国では、昨秋以降、地方政府による大気汚染防止に向けた施策が相次いで打ち出されている。昨年10月に開催された中国共産党大会では、今後の政策の指針である政治活動報告の中で、「環境・生態系保護」との項目が掲げられ、低炭素のエネルギー体系の確立や、大気汚染の防止に取り組むことで、「青空を守る戦いに勝利する」と謳われている。指導者が構想を掲げ、人民が目標に向かって邁進し、最後には勝利する、という言い回しには中国共産党「らしさ」が滲み出る。

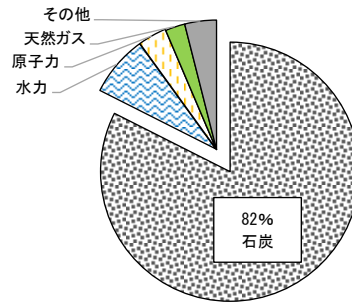
#### 産業界への影響

目下、大気汚染防止のための槍玉に挙げられているのが、石炭燃焼に伴う排出ガスの規制である。IEA（国際エネルギー機関）の分析によれば、中国で消費される全エネルギーのうち、約82%が石炭によって賄われている（図表1）。石炭は火力発電のほか、製鉄の際のコークスにも多く用いられており、昨秋からの石炭排出ガス規制の通達を受け、粗鋼生産にも影響が出ている。粗鋼生産量の推移を見ると、前年比ベースでは昨秋に一度大きく伸びた後、環境規制の影響を受け、足元では伸びが鈍化している（図表2）。昨秋に粗鋼生産が大きく伸びたのは、環境規制が強化される前の駆け込み生産であったとみられ、今後については、粗鋼生産量は減速、ないし減少に転じると予想する。

#### 資源輸出国にマイナスの影響

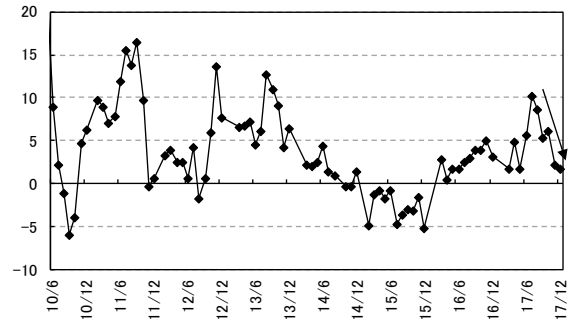
中国において粗鋼生産が減速すれば、鉄鉱石の輸出国にも相応に影響が及ぶと考えられる。世界鉄鋼協会によると、2016年時点で中国の粗鋼生産量は世界の49.6%を占め、世界シェア1位となっている。なお、2位が日本で6.4%、3位がインドで5.9%と続く。中国の鉄鉱石輸入はオーストラリア一国でシェア7割を占めており、中国の粗鋼減産の余波は、豪州が最も受ける（図表3）。豪州の側から見ると、2016年の豪州財輸出のうち、中国一国で全体の32%を占めている（図表4）。さらに、中国向けの鉄鉱石と石炭の二品目で豪州財輸出の20%を占める。これは、中国における製鉄業の動向が、豪州の輸出、ひいては景気に

(図表1) 中国のエネルギーミックス (2015年)



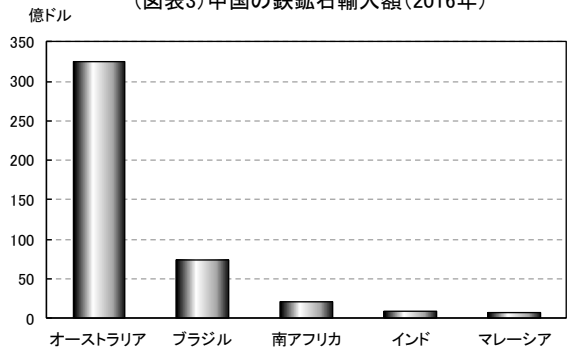
(出所) IEA ※工業用燃料使用も含む

(図表2) 中国の粗鋼生産量の推移 (前年比)



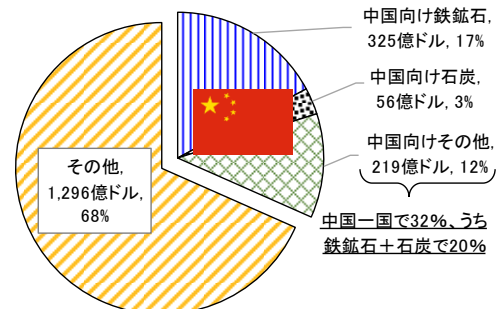
(出所) 国家統計局

(図表3) 中国の鉄鉱石輸入額 (2016年)



(出所) UN comtrade

(図表4) 豪州の財輸出額における中国のシェア (2016年、億ドル)



(出所) UN comtrade ※2016年の財輸出額は合計1,896億ドル

大きな影響を与えることを意味する。今後の中国では、インフラ投資や不動産開発投資の減速が見込まれることから、中国の粗鋼減産を背景に鉄鉱石・石炭輸入の伸びも減速、ないし減少に転じ、豪州など資源国景気に下押し圧力をかけることが予想される。

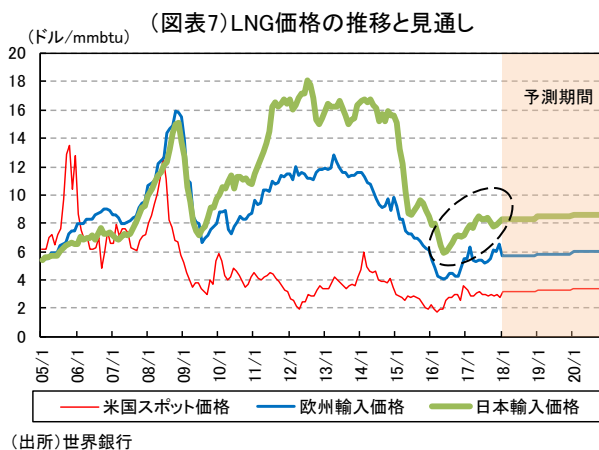
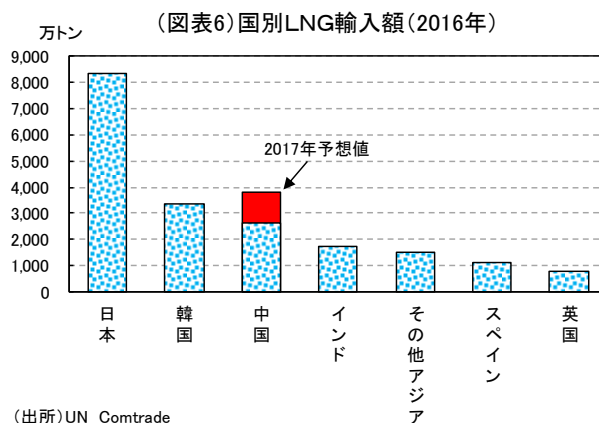
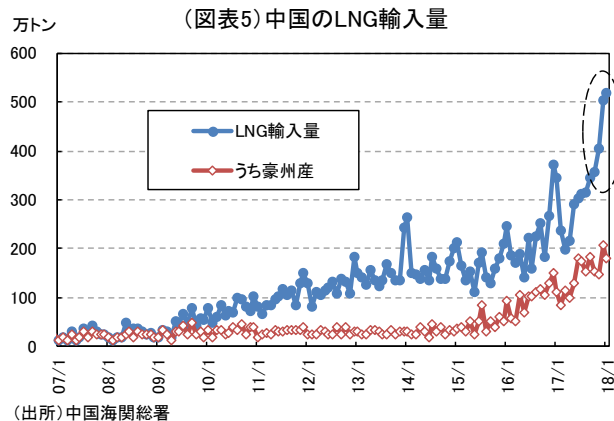
**液化天然ガス需要が増加**

大気汚染問題の切り札として、中国は「石炭からガスへ」をスローガンとし、天然ガスを新たなエネルギー源として活用しようとしている。中国は中東やロシアとの間で多くのパイプラインを建設済み、ないし建設中であり、ガス状態のまま輸入することが可能な体制を構築している。また、昨冬からは液化天然ガス（LNG）輸入量も急増している（図表5）。LNGについては、中国の輸入のうち3割程度が豪州産であり、前述の鉄鋼減産による悪影響をある程度緩和することが期待される。また、2月9日に中国は米国からLNGを2043年まで長期購入する契約を交わした。中国のLNG輸入量は2017年に前年比1.5倍と急増しており、韓国を抜いて世界2位に躍り出ることが確実視されている（図表6）。今後とも、中国は石炭からガスへの切り替えを政策的に進めるとみられ、中国の天然ガス輸入は堅調に増加する見込みである。

**供給業者による増産が進む見込み**

天然ガスの供給側に目を向けると、今後は米国と豪州において生産能力が大幅に増強される見込みであり、中国のLNG需要増加を賄うことが期待される。加えて、世界一のLNG輸入国である日本向けの価格は、JCC（Japan Crude Cocktail）と呼ばれる日本向け平均原油価格に連動している。足元の原油価格は、OPEC（石油輸出国機構）と非OPEC主要産油国との協調減産延長合意（2018年末まで9ヵ月延長）や、イランの反政府デモ、リビアにおける原油パイプラインの爆発、トランプ政権の中東政策による混乱などから上昇傾向をたどっており、連動する形で、日本向けLNG価格も2016年初を底に上昇している（図表7）。

日本向け価格の上昇を背景に、中東、アジア、豪州などでも、LNGの生産で採算が取れる企業が増加しているものと見込まれる。ただ、世界銀行によるLNG価格見通しでは、LNG市場では今後とも需給が均衡した状態が続き、今後の価格上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみられている（再掲図表7）。中国の天然ガス需要の増加は、短期的には価格に上昇圧力をかける可能性があるものの、中期的には需給は均衡し、国際LNG価格に与える影響は限定的なものにとどまると予想する。（担当：久保）

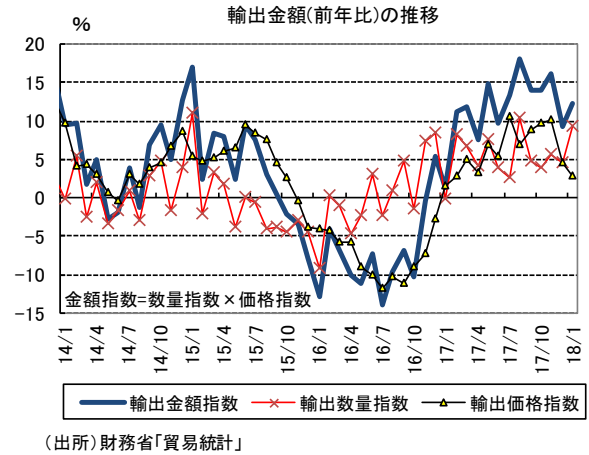


主要経済指標レビュー (2/19~3/2)

《日 本》

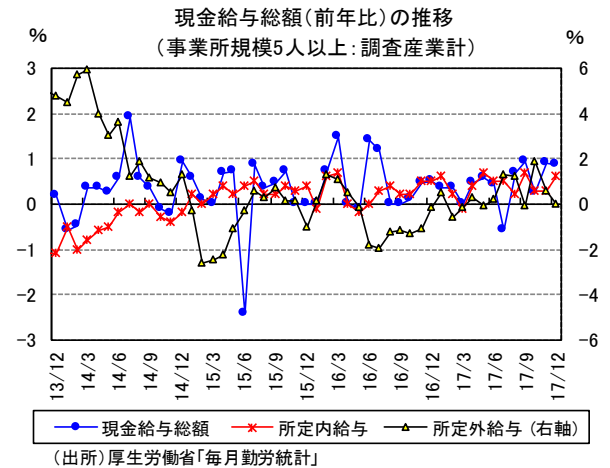
○ 1月貿易統計 (2月19日)

1月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+12.2%と、14ヵ月連続のプラスとなった。輸出金額から価格変動要因を除いた輸出数量の伸びは同+9.2%と、12月の同+4.5%からプラス幅が拡大している。ただ、伸びの大きかった中国向けについては、春節が昨年1月だったのに対し、今年は2月である影響が大きいとみられ、1-2月を均してみる必要がある。今後については、半導体市場は拡大傾向の維持が見込まれており、中国をはじめとしたアジア向けの輸出は引き続きけん引役をはたすとみる。また、米国では税制改革法案可決を受けた設備投資の活発化、EUでは個人消費や固定投資の緩やかな回復が見込まれ、輸出は堅調に推移すると予想する。



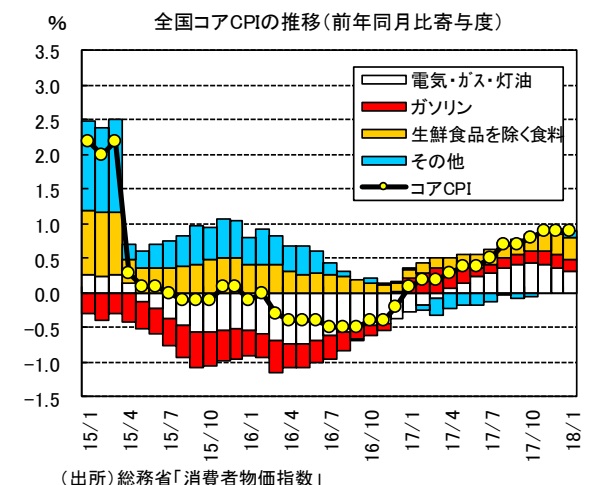
○ 12月毎月勤労統計 (確報、2月23日)

12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+0.9%と、5ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、定期給与が同+0.6%と、9ヵ月連続のプラスとなったほか、特別給与が同+1.0%と、5ヵ月連続のプラスとなったことで全体を押し上げた。定期給与のうち、所定内給与は同+0.6%と、9ヵ月連続のプラス、所定外給与は同+0.6%と、2ヵ月連続のプラスとなった。今後について、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、国内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。



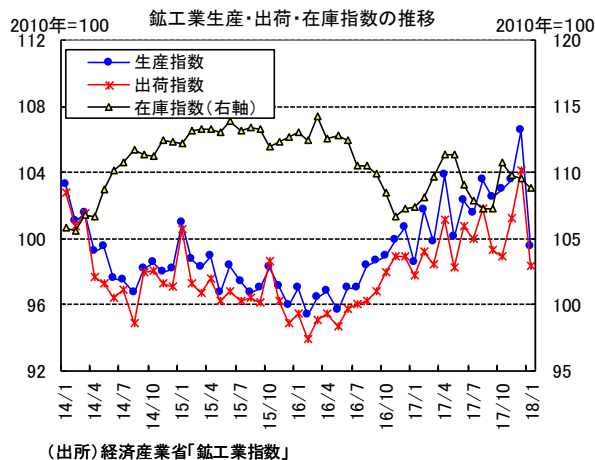
○ 1月全国消費者物価指数 (2月23日)

1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+0.9%と、13ヵ月連続のプラスとなった。伸び幅は12月と変わらず。エネルギーを除いた新型コア指数(生鮮食品およびエネルギーを除く総合)は同+0.4%と、こちらは前月から伸び幅が+0.1%ポイント拡大した。今後については、政府の促進策にもかかわらず、賃上げの裾野の拡大は限定的で、賃金が伸び悩むなか需要面からの物価上昇圧力は弱いとみられる。原油価格が年末年始にかけて予想以上の上昇を見せたことで、エネルギー関連品目がしばらくコアCPIの押し上げとなる可能性があるが、物価の緩やかな上昇という基調に大きな変化はないとみている。



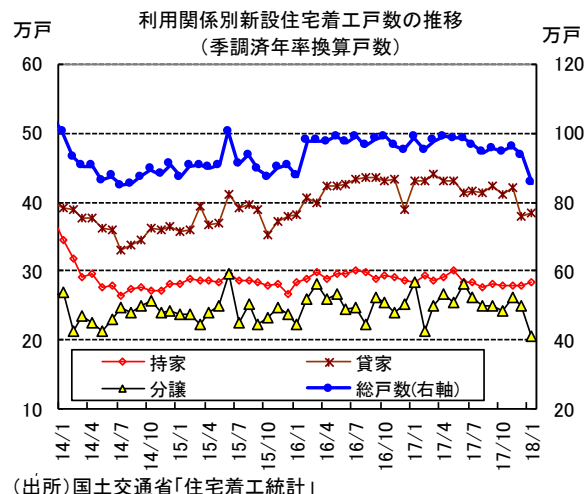
○ 1月鉱工業生産指数（2月28日）

1月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比▲6.6%と、4ヵ月ぶりのマイナスとなった。12月時点の1月生産計画で想定されていた以上の減産となった。製造工業生産予測調査をもとにした先行きの試算値では、2月は大幅な増産が見込まれるものの、3月は再度減産計画になっていることから、1-3月期の鉱工業生産は増産が一服する可能性が高まっている。ただ、4-6月期以降の鉱工業生産は、引き続き堅調な海外需要にけん引される形で、緩やかな回復が続くと予想する。内需に関しても、個人消費の力強い伸びは見込みづらいものの、更新維持・省力化投資や研究開発投資を中心とする設備投資の回復が、生産の伸びに寄与するとみている。



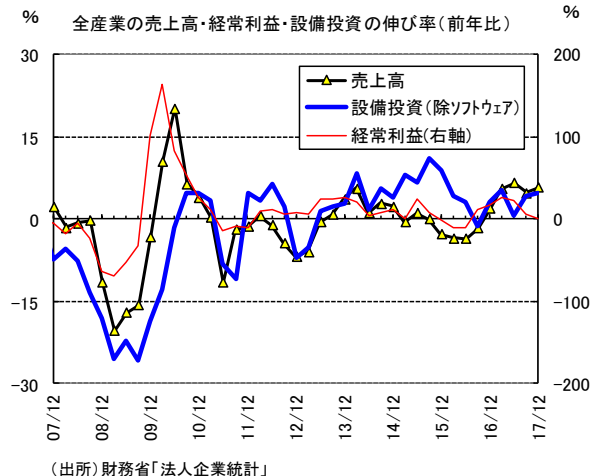
○ 1月新設住宅着工戸数（2月28日）

1月の新設住宅着工件数（季調値）は前月比▲8.6%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。利用関係別では、持家は同+1.5%と2ヵ月連続のプラス、貸家は同+1.1%と2ヵ月ぶりのプラスとなったものの、分譲が同▲17.4%と2ヵ月連続のマイナスとなり、全体を押し下げた。今後については、住宅支援策や低金利環境が引き続き下支えとなるものの、マンションなどの住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、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が続くことで、貸家着工は減少傾向で推移するとみられ、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



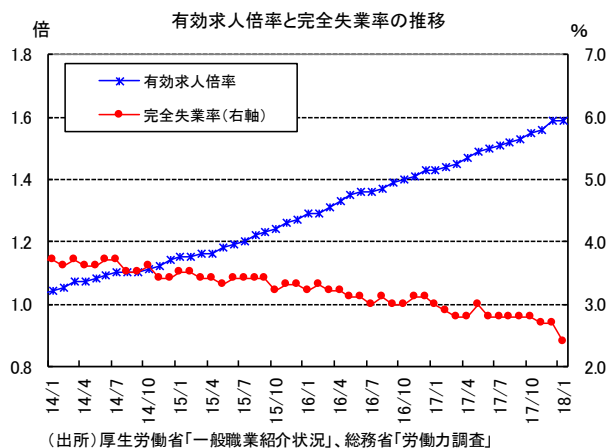
○ 10-12月期法人企業統計（3月1日）

10-12月期の法人企業統計では、季調済前期比ベースで、売上高が+2.3%と6四半期連続の増収、経常利益は▲1.7%と2四半期連続の減益となった。今後については、堅調な海外景気を背景とした輸出の増加や海外子会社等の業績改善が期待でき、企業収益は堅調に推移すると予想する。設備投資（季調済前期比、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）は同+3.1%と、2四半期連続のプラス。今後については、堅調な海外景気を背景に、設備の更新維持投資や研究開発投資は、回復傾向で推移すると予想する。非製造業でも、合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれ、設備投資は緩やかな回復傾向が続くと予想する。



○ 1月雇用関連統計 (3月2日)

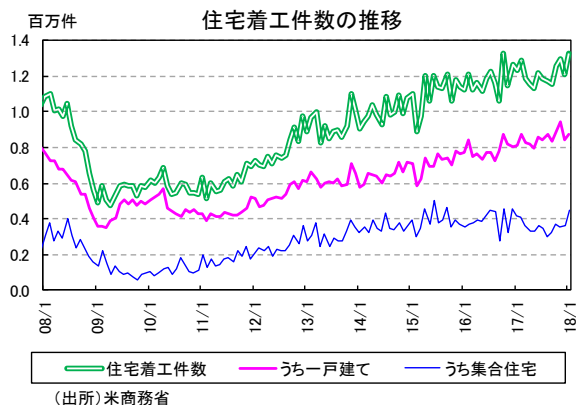
1月の雇用関連統計を見ると、完全失業率(季調値)は2.4%と、12月から0.3%低下(改善)、1993年4月以来の低水準となり、有効求人倍率(季調値)も1.59倍と高水準を維持しており、雇用環境の堅調さが示された。ただ、日本の潜在成長率の低迷に伴う企業の成長期待の低下に加え、企業の社会保険料負担の増加など、賃金の伸び悩みには需給ギャップ以外の構造的抑制要因も働いていることから、正社員の賃金に関しては今後も安定的に上昇するとは考えにくい。依然として企業側の採用ニーズは、人件費の削減や人員調整が容易な非正規や、賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っていることから、全職種平均でみた賃金上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



《米 国》

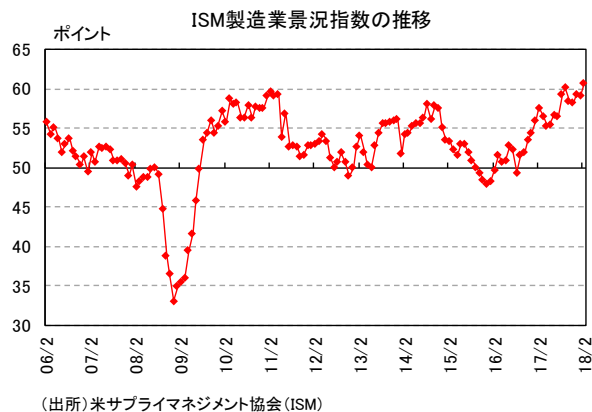
○ 1月住宅販売・着工件数（2月20,27日）

1月の米新築住宅販売は年率換算で59.3万戸、前月比▲7.8%と、2ヵ月連続で減速した。中古住宅販売も年率換算で538万戸、同▲3.2%と、2ヵ月連続で減速した。一方、住宅着工件数は年率換算で132.6万戸で同+9.7%と、2ヵ月ぶりにプラスに転じた。先行指標とされる住宅着工許可件数も年率換算で137.7万戸、同+5.9%と、3ヵ月ぶりに増加した。今後については、引き続き人手不足などが住宅供給の足かせとなるとみるものの、モーゲージ金利が上向き始めたことを背景に、低金利のうちにローンを組む需要が高まっているとみられ、雇用者数の増加などにも支えられ、住宅建設は持ち直しに向かうとみる。



○ 2月ISM製造業景況指数（3月2日）

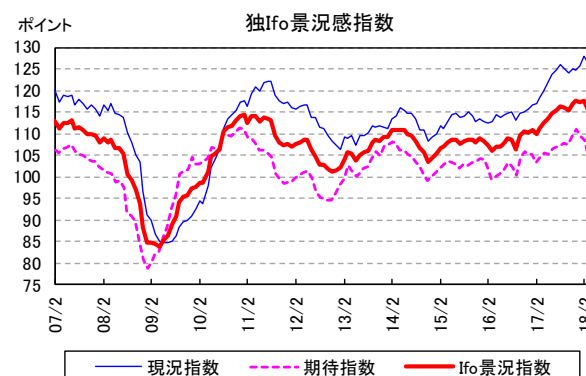
2月のISM製造業景況指数は60.8と、2ヵ月ぶりに上昇した。業種別に見ると、生産活動の拡大を報告したのは18業種中15業種で、前月の14業種から1業種増加した。構成項目別に見ると、生産と新規受注が低下したものの、リードタイム、在庫、雇用が上昇した。個別業種のアンケートでは、ビジネスの好調により採用が困難（輸送機器）との意見や、設備投資に前向き（化学）などの意見があった。一方、人民元に対して米ドルが減価していることで、輸入コストが上昇している（家電）との意見もあった。内外需の堅調を背景に、製造業景況感は引き続き高水準で推移すると予想する。



《 欧 州 》

○ 2月ドイツIfo景況感指数 (2月22日)

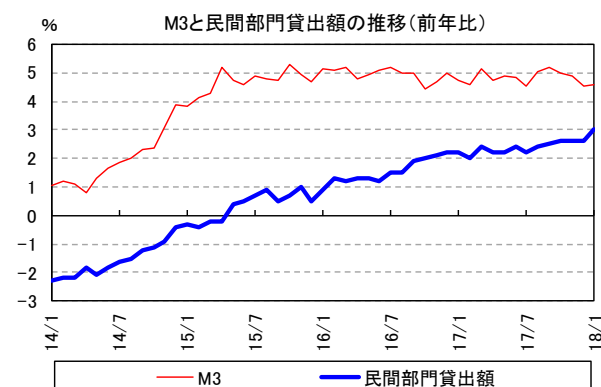
2月のドイツIfo景況感指数は115.4と2ヵ月ぶりに悪化した。内訳を見ると、期待指数が108.3→105.4と3ヵ月連続で悪化し、現況指数も127.8→126.3と3ヵ月ぶりに悪化した。産業別では、製造業が33.2→28.0、建設業が17.7→15.9、卸売業が23.5→20.6、小売業が15.2→11.1と軒並み悪化した。足元では、世界的な株安などを背景に、企業が先行きについてやや慎重な見方を強めているとみられる。ただ、ドイツでは個人消費や設備投資が堅調に推移していることに加え、世界景気が底堅く推移していることにより、輸出も回復が続いている。ドイツ景気は、今後も製造業を中心に回復が続くとみる。



(出所)Ifo経済研究所

○ 1月ユーロ圏マネーサプライ (2月27日)

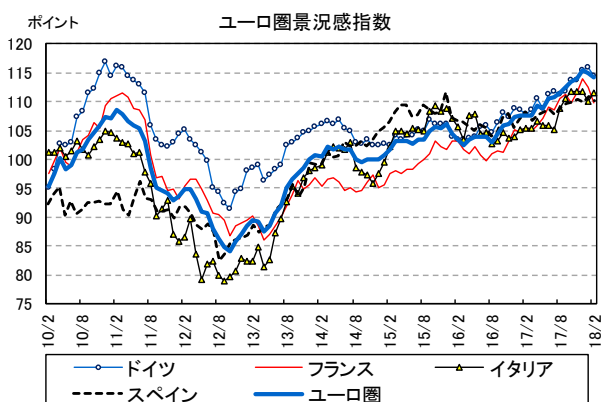
1月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+4.6%と、前月と同じ伸び幅となった。民間向け貸出額は、同+2.6%→+3.0%と前月から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同+3.2%と前月から同じ伸び幅となり、非金融企業向けは同+1.9%→+2.2%と、6ヵ月連続で伸び幅が拡大した。ECB(欧州中央銀行)による緩和的な金融政策が続くなか、銀行の貸出態度は依然として緩和的であるうえ、貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、今後のユーロ圏民間向け貸出額は緩やかな回復傾向で推移するとみている。



(出所)ECB

○ 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114.1と、2ヵ月連続で悪化した。構成項目別に見ると、サービス業景況感のみ16.8→17.5と改善したものの、鉱工業景況感9.0→8.0、消費者信頼感1.4→0.1、建設業景況感4.7→4.2、小売業景況感5.0→4.3と悪化した。主要国別では、イタリアのみ110.1→111.6と改善したものの、ドイツは116.0→114.4、フランスは112.4→109.7、スペインは110.9→110.2と悪化した。ユーロ圏景気は、雇用環境の改善を背景とする個人消費の回復や、米国を中心とする海外景気の回復などを背景に、上昇傾向が続いている。ユーロ圏景気は、今後も緩やかな改善傾向が続くと予想する。

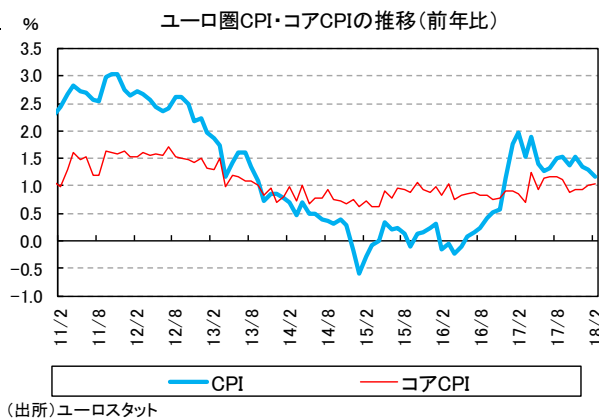


(出所)欧州委員会



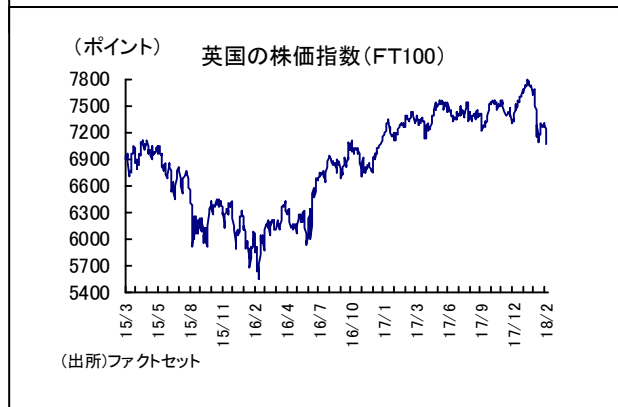
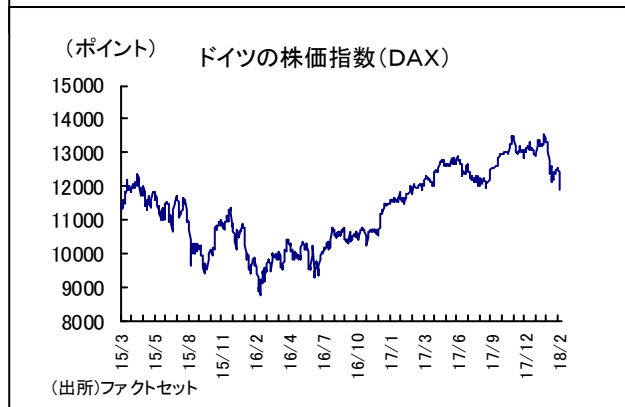
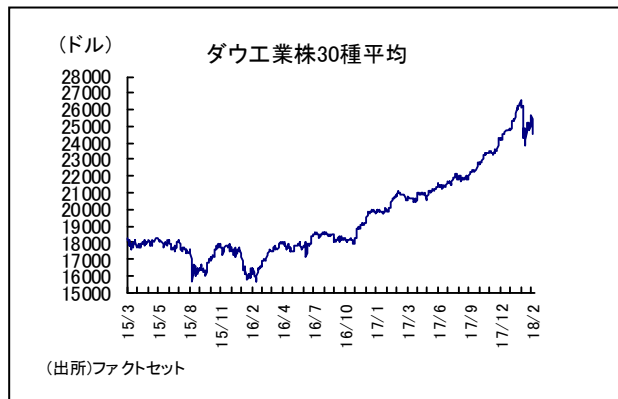
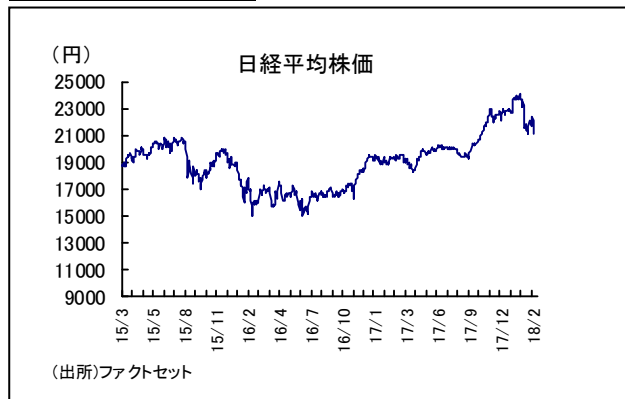
○ 2月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（2月28日）

2月のユーロ圏CPIは前年比+1.2%と、3カ月連続で伸び幅が縮小した。約20%のウェイトを占める食品価格の伸びが、同+1.9%→+1.1%と、前年の値上げの効果がはく落した影響が大きいとみられる。サービス価格は同+1.2%→+1.3%と、前月から伸び幅が小幅に拡大した。国別では、スペインで同+0.7%→+1.2%と伸び幅が拡大したものの、フランスでは同+1.5%→+1.3%、イタリアでは同+1.2%→+0.7%と、伸び幅が縮小した。イタリアやスペインなどの国々では、高い失業率を背景に賃金の上昇ペースが緩慢なものにとどまっていることなどから、今後のユーロ圏CPIは伸び悩む展開が続くと予想する。

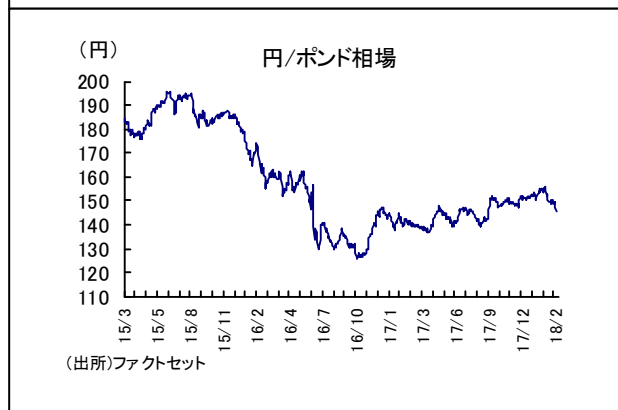
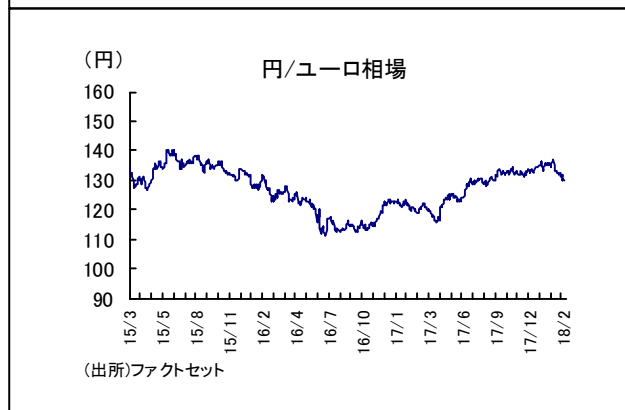
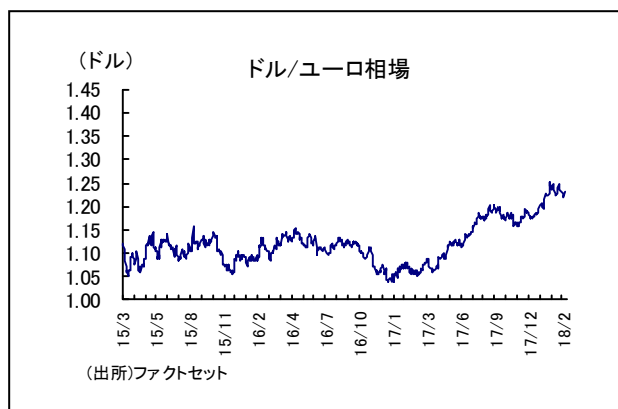
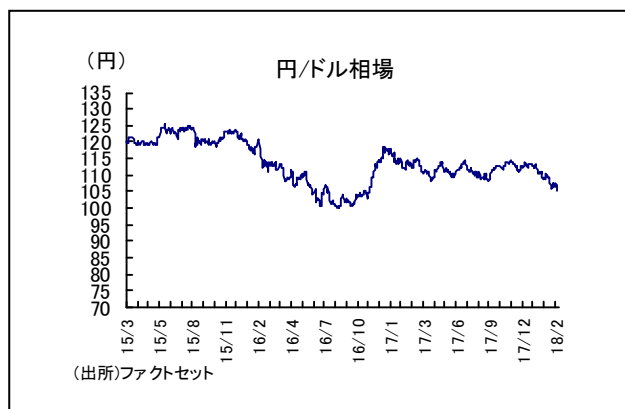


## 日米欧マーケットの動向 (2018年3月5日現在)

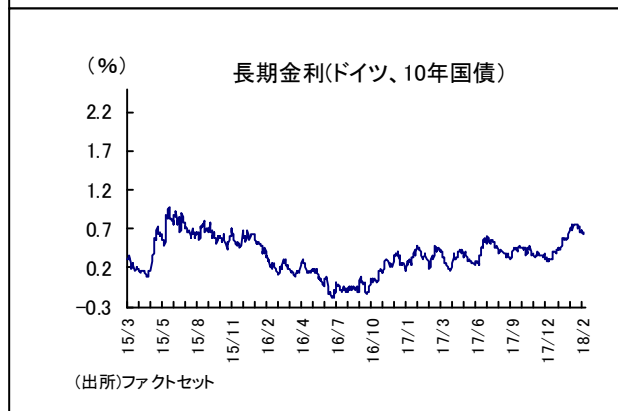
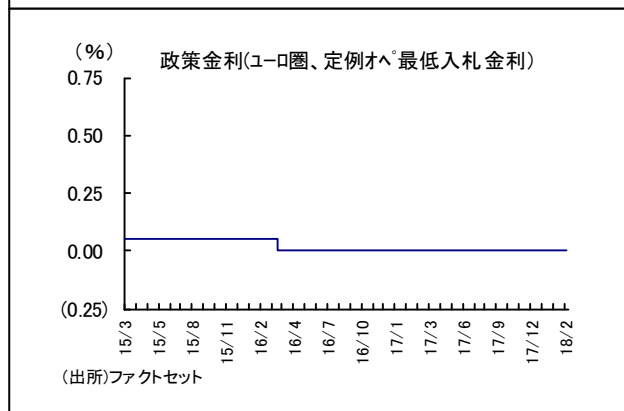
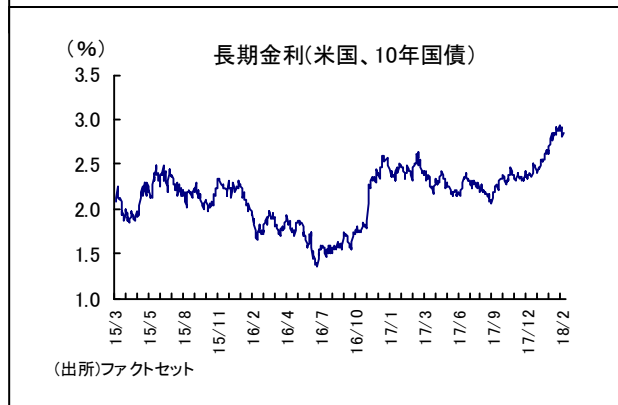
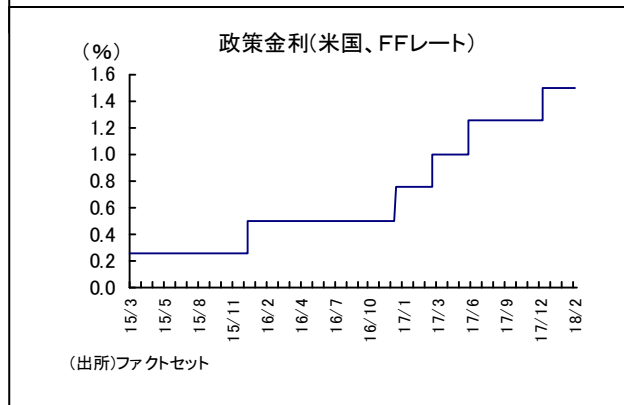
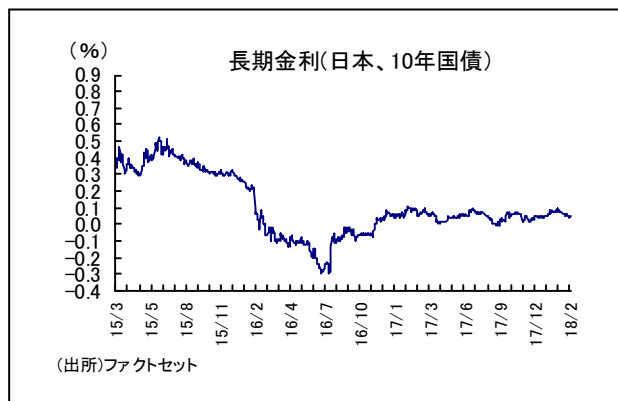
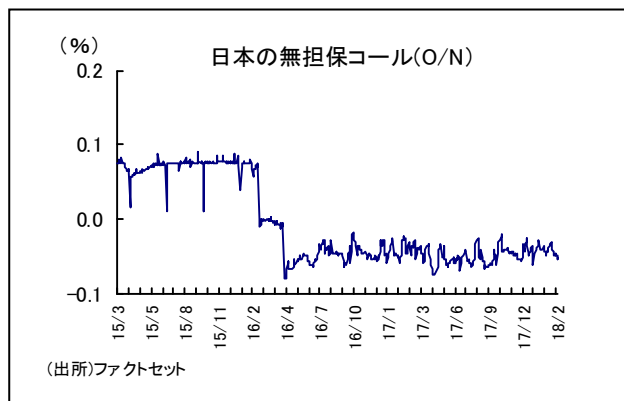
### ▽各国の株価動向



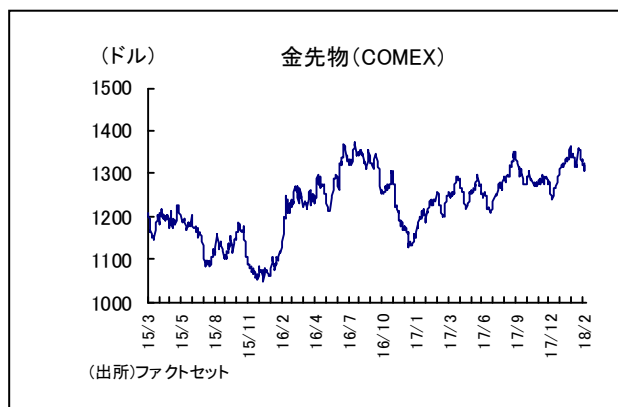
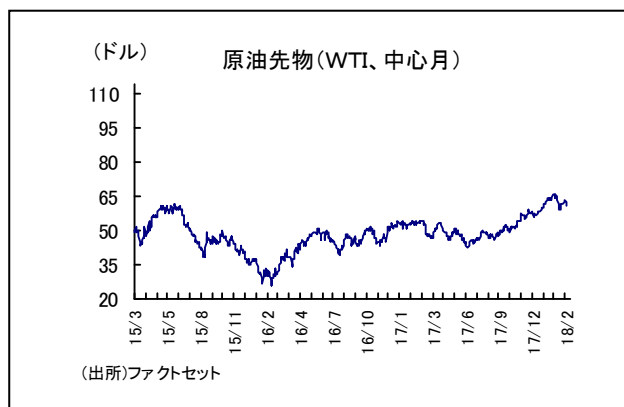
### ▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



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

- 照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ  
東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216  
執筆者：小玉祐一、松下定泰、久保和貴、柳田亮、磯部雅人