

確かな安心を、いつまでも



明治安田生命

経済ウォッチ

2019年4月 第2週号

(原則、毎月第2週、4週発行) 2019年度 vol.1

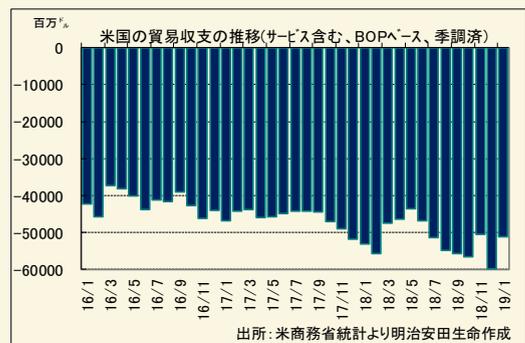


〈フォーカス〉問われる「トランプノミクス」の持久力

トランプ大統領のFRBへの利下げ要求に眉を顰める人は少なくないだろうが、氏が専門家の知見より自らの勘を信じる人物なのは周知の事実である。トランプ政権の最も誇れる成果は好景気の持続であり、これも自らの経済政策運営の手腕に自信を深めている現れなのだろう。実際、トランプ氏が減税構想を披露した当初は、完全雇用下における追加的な財政政策はむしろ有害で、悪性のインフレを招く懸念が大きいとの意見が専門家の間では支配的だった。しかし、ここまでインフレ率はきわめて安定的に推移している。貿易戦争など、自身でブレーキも踏んでいるのが理由のひとつかもしれないが、この間、失業率は4%を割り込むなど、ほぼ完全雇用と考えられる水準を維持してきたのもまた事実である。

結局、米国も日本と同じで、いったん根づいた低インフレ予想は容易に変わらないということなのかもしれない。長年デフレ下にあった日本とはレベルが違うにしろ、米国のインフレ予想も10年以上にわたり、2%前後の水準にアンカーされた状態が続いてきた。こうした低インフレ予想が強固であればあるほど、トランプ氏には追い風となる。「トランプノミクス」のような、景気を必要以上に噴かす「高圧経済」政策が長期的に機能し続けるためには、需要サイドのみならず供給サイドにまで効果がおよぶ必要があり、それまでインフレ予想が低位に抑制され続けることが条件になるためだ。たとえば、失業期間の長期化で職探しをあきらめた人々にも就業機会が行き渡るようになれば、労働力人口の増加とスキル蓄積(生産性向上)がともに供給サイドの強化、すなわち潜在成長率の押上げに寄与する。トランプ氏が超党派での実現を模索している、老朽化したインフラ設備のリプレイス等の財政支出策も、生産性の向上につながる有効な対策である。世界経済の先行きに不透明感が漂いつつある現状であればなおさら、政権はインフレを恐れず現行路線を突き進むべきということになる。

逆に、低インフレ予想が崩れたときが、トランプノミクスが終焉を迎えるときである。きっかけになるとしたら、似ていると言われるレーガノミクス同様、財政と貿易の「双子の赤字」に陥るパターンだろう。通商交渉でマクロの貿易赤字を縮小させるのはどのみち不可能である。拡張財政に伴う需要増が輸入増に直結する限り、貿易赤字は拡大の一途をたどるだけだ。そうなる前に国内の供給力が目に見えて上昇するという展開は実際のところ、かなりのナローパスに見える。昔より低インフレ予想が強固な分、トランプノミクスはレーガノミクスに持久力で勝るかもしれないが、たとえ景気回復が続き、自身の再選がなっても、次の4年の任期中には副作用の方が目立ち始める展開になりそうである。今後の財政収支と貿易収支の動向には注目が必要といえよう。(Kodama wrote)



目次

〈フォーカス〉問われる「トランプノミクス」の持久力……………	1	・減速が続くユーロ圏製造業……………	9
・経済情勢概況……………	2	・主要経済指標レビュー……………	12
・大企業製造業の業況は予想以上の大幅悪化……………	3	・日米欧マーケットの動向……………	17
・米住宅投資は徐々に下げ止まりへ……………	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、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、1,3月FOMCでは利上げ休止を示唆した。米国経済は緩やかながら拡大基調が続くと見込まれるほか、中国では大規模な景気対策が実施されることなどから、今後FRBは利上げの再開時期を模索しよう。FRBの次の一手は、市場が織り込む「利下げ」ではなく、「利上げ」を予想する。

欧 州

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

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

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

ECBは3月の理事会で、現行の政策金利を2019年を通じてすえ置くことと、2019年9月に条件付き長期資金供給オペ（TLTROIII）を実施することをアナウンスした。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年後半と予想する。

大企業製造業の業況は予想以上の大幅悪化

大企業・製造業の現状判断DIは市場予想以上の大幅悪化

3月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の現状判断DIが+12と、12月調査から7ポイント大きく悪化した(図表1, 2)。市場予想は6ポイントの低下で、もともと大幅悪化を予想していた市場予想をさらに下回る水準となった。大企業・製造業の主要16業種中、現状判断DIが改善したのは4業種、悪化が10業種、横ばいが2業種という結果。素材、加工別では、素材業種が7ポイントの悪化、加工業種が8ポイントの悪化で、素材・加工問わず幅広い業種で悪化している。

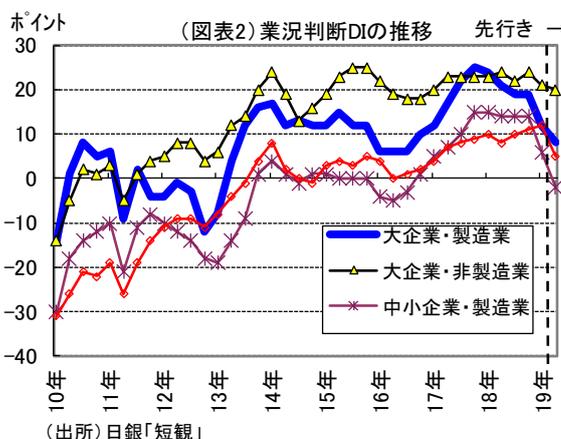
(図表1)日銀短観業況判断DI

	12月調査実績		3月調査実績				3月調査の当社予測値			
	12月	3月	3月		6月		3月		6月	
	最近	先行き	最近	変化	先行き	変化	予測	変化	予測	変化
大企業	21	18	17	▲4	14	▲3	18	▲3	17	▲1
製造業	19	15	12	▲7	8	▲4	14	▲5	13	▲1
非製造業	24	20	21	▲3	20	▲1	23	▲1	22	▲1
中小企業	12	6	10	▲2	2	▲8	9	▲3	6	▲3
製造業	14	8	6	▲8	▲2	▲8	9	▲5	7	▲2
非製造業	11	5	12	1	5	▲7	10	▲1	6	▲4

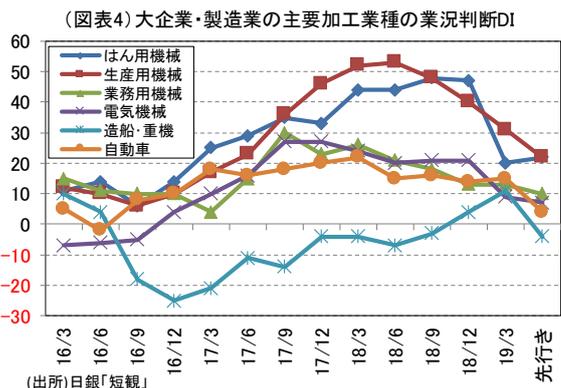
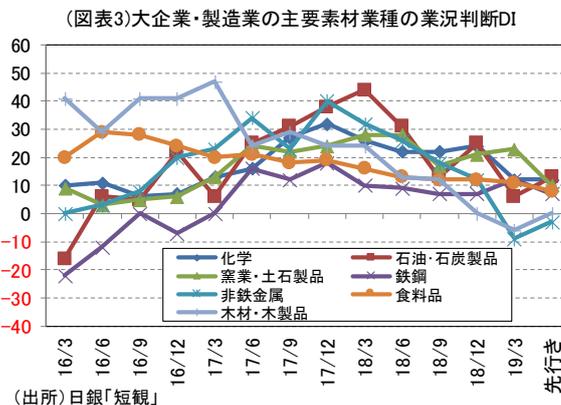
(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

海外需給判断が悪化

大企業・製造業のうち、業況判断DIの下落幅が大きかった業種をみると、素材業種では下落幅の大きい順に非鉄金属(+12→▲9、▲21)、石油・石炭製品(+25→+6、▲19)、紙・パルプ(+4→▲11、▲15)、化学(+24→+12、▲12)といったところ(図表3)。加工業種でははん用機械(+47→+20、▲27)、電気機械(+21→+9、▲12)の下落幅が大きい(図表4)。下落した業種の顔ぶれからは、米中貿易摩擦、中国经济の減速、世界的なITセクターの調整といった材料が景況感を下押ししている様子が浮かび上がる。大企業・製造業の国内での製商品・サービス需給判断は5ポイントの悪化、海外での製商品需給判断は8ポイントの悪化で、海外の需給判断の悪化がより大きいのも想定された結果である(図表5)。



また、大企業・製造業の販売価格判断DIは5ポイントの低下、仕入価格判断DIは7ポイントの低下となった。この結果、交易条件は3期連続で改善した(図表6)。これ自体は業況の改善要因のはずだが、販売価格の低下が一種のデフレ懸念として働いた結果、あまり業況の下支えにはならなかったのではないかと推察される。特に素材業種の販売価格判断DIは10ポイントの大幅低下となっている(仕入れ価格判断DIは13ポイントの低下)。



先行きを合わせると計11ポイントの悪化

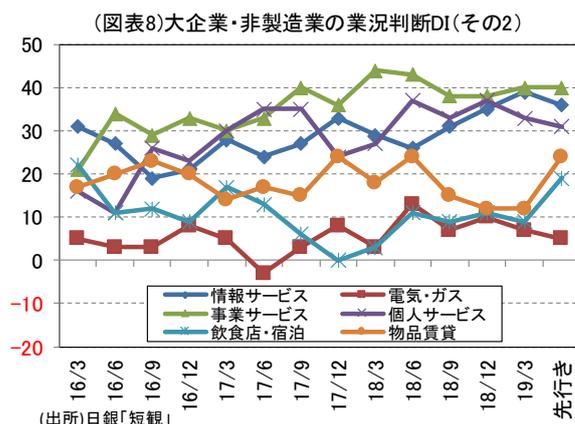
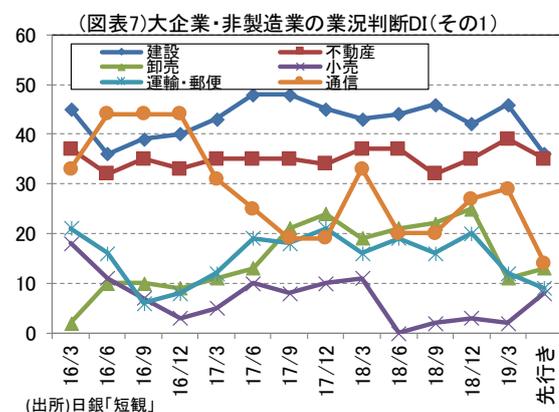
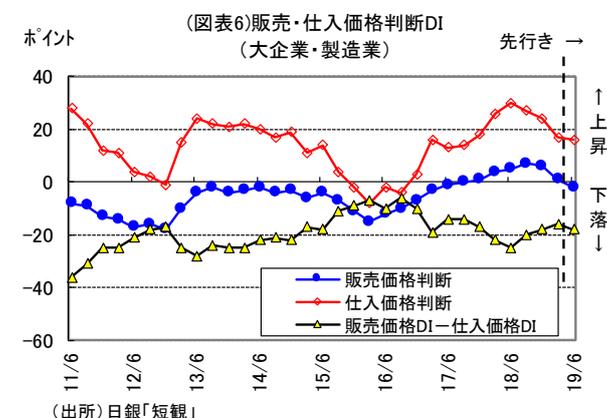
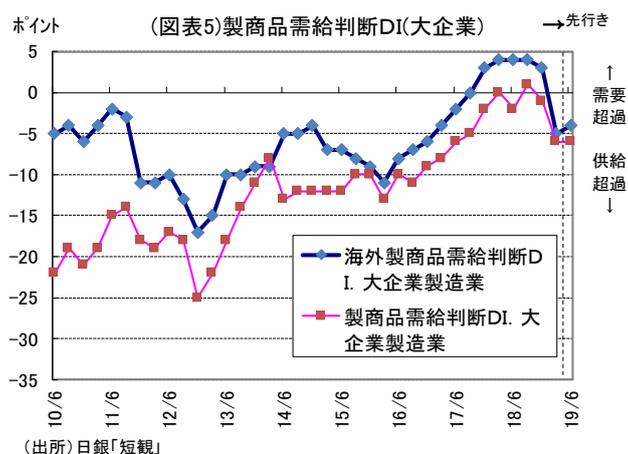
大企業・製造業の6月の先行き判断DIは、悪化した3月からさらに4ポイント悪化の8となった。こちらは市場予想を4ポイント大きく下回り、大企業・製造業が先行きについても強い懸念を抱いている様子が示された(前掲図表1,2)。主要16業種中、悪化が10業種、改善が5業種、横ばいが1業種という結果。素材・加工別では、素材業種が2ポイントの悪化、加工業種が4ポイントの悪化となっている。悪化幅が大きかったのは、造船・重機等(+11→▲4、▲15)、窯業・土石製品(+23→+10、▲13)、自動車(+15→+4、▲11)、生産用機械(+31→+22、▲9)といったところ(前掲図表3,4)。

非製造業の悪化幅は小さい

大企業・非製造業の現状判断DIは+21と、12月から3ポイントの悪化となり、2ポイントの悪化だった市場予想を1ポイント下回った(前掲図表1,2)。業種別に見ると、主要12業種中、5業種で改善、6業種で悪化、1業種で横ばいという結果。悪化した6業種のなかでは、卸売(+25→+11、▲14)、運輸・郵便(+20→+12、▲8)の悪化幅が大きい(図表7,8)。製造業同様、海外の政情不安や景気減速による悪影響を受けているほか、非製造業には、慢性的な人手不足に悩まされている業種が多く含まれていることが業況の下押し圧力となっている。大企業・非製造業の先行き判断DIは1ポイントの悪化となった。通信(+29→+14、▲15)、建設(+46→+36、▲10)の悪化幅が大きい。通信については、海外景気への懸念のほか、政府による携帯料金への値下げ圧力等を反映している可能性がある。

中小企業・製造業は大企業を上回る悪化

中小企業に目を向けると、まず、中小企業・製造業の現状判断DIは+6と、12月調査から8ポイントの大幅悪化となった(前掲図表1,2)。これは市場予想を4ポイント大きく下回っており、下落幅でも、市場予想対比でも、大企業を上回る悪化となっている。主要16業種中、改善した業種はなく、悪化が15業種、横ばいが1業種という結果。素材業種が11ポイントの悪化、加工業種が8ポイントの悪化である。



マイナス幅が大きかったのは、鉄鋼（+46→+25、▲21）、非鉄金属（+36→+17、▲19）、はん用機械（+41→+24、▲17）、電気機械（+16→±0、▲16）、金属製品（+25→+11、▲14）、化学（+19→+6、▲13）、自動車（+30→+17、▲13）、紙・パルプ（▲8→▲19、▲11）といった業種で、半数の8業種が二けたマイナスとなっている。2月の景気ウォッチャー調査をみると、企業からは「まれにみる国際的な不安要因」、「人手不足がさらに深刻」等の声が挙がっており、同じ材料が中小企業にとっては大企業以上に業況への下押し圧力となっている模様である。

一方、中小企業・非製造業の現状判断DIは+12で、12月から1ポイントの改善となった。こちらは2ポイントの悪化を予想していた市場予想を差し引き3ポイント上回った。主要12業種のうち、6業種で改善、4業種で悪化、2業種で横ばいという結果。ただし、先行きは7ポイントの大幅悪化となっており、持続的な業況改善が予想されているわけではない。製造業よりも海外景気の悪影響が小さく、またインバウンド需要の恩恵を受けている分、現状判断は持ちこたえた形だが、大企業の業況に左右される面が大きく、また大企業よりも人手不足が深刻な中小非製造業にとって、持続的な業況の改善が期待できる状況にはない。

**18年度の設備投資は強めの着地が
確実、19年度はほぼ例年並み**

2018年度の大企業・製造業の設備投資計画の年度見込み値は、前年比+11.0%となり、昨年同時期の同+7.3%を上回った(図表9,10)。全規模全産業では前年比+10.4%で、いずれも2006年度以降最も高い伸びとなっている。12月からの下方修正幅は総じて予想より大きかったが、

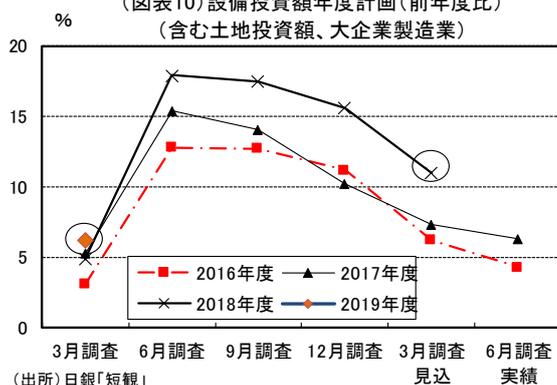
18年度の設備投資に関しては、次回短観で示される実績値も高めの着地がほぼ確実視される状況である。なお、今回新たに発表された2019年度の計画は、大企業製造業が前年比+6.2%、全規模・全産業が同▲2.8%となった。大企業・製造業は前年同時期の同+4.9%をやや上回っており、今のところ設備投資意欲に大きな陰りは見られない。ただ、中小企業が弱かったため、全規模・全産業は前年同時期の同▲0.7%を下回った。大企業に関しても、19年度の設備投資計画は今後の海外景気に左右される部分の大きいとみられることから、楽観視はできない。1月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比▲5.4%と3ヵ月連続のマイナスとなっており、目先の設備投資はむしろ弱含む可能性が示唆されている。生産・営業用設備判断DIも、大企業・製造業が3ポイントの上昇(低下なら不足方向、上昇なら過剰方向)、全規模・全産業では横ばい

(図表9) 日銀短観設備投資計画(全産業・前年比)

	17年度	18年度						19年度	
		3月調査	6月調査	9月調査	12月調査	3月調査	3月当社予測	3月調査	3月当社予測
		%	%	%	%	%	%	%	%
全規模	4.4	▲0.7	7.9	8.5	10.4	10.4	9.0	▲2.8	▲4.7
製造業	6.3	6.0	16.0	16.5	15.4	11.1	12.4	2.0	0.3
非製造業	3.4	▲4.5	3.3	4.0	7.5	10.0	6.9	▲5.6	▲7.8
大企業	4.1	2.3	13.6	13.4	14.3	13.9	11.4	1.2	▲0.1
製造業	6.3	4.9	17.9	17.5	15.6	11.0	10.5	6.2	4.0
非製造業	2.9	0.8	11.2	11.0	13.5	15.7	12.0	▲1.6	▲3.0
中小企業	▲0.5	▲16.8	▲11.8	▲8.4	▲3.7	▲0.7	▲1.1	▲14.9	▲19.3
製造業	0.6	▲0.1	7.6	11.6	15.2	12.7	14.0	▲6.1	▲13.5
非製造業	▲1.0	▲25.0	▲21.2	▲18.1	▲12.8	▲7.1	▲8.0	▲20.1	▲22.0

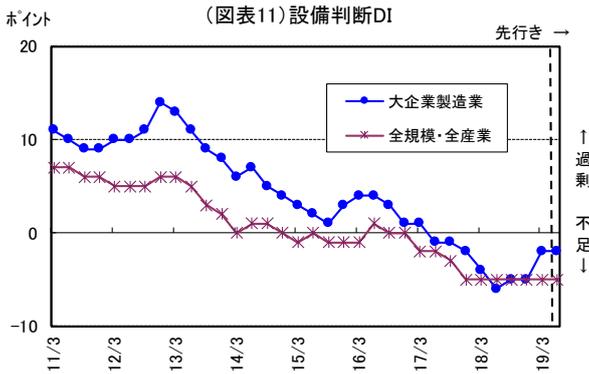
(出所)日銀短観

(図表10) 設備投資額年度計画(前年度比)
(含む土地投資額、大企業製造業)



(出所)日銀「短観」

(図表11) 設備判断DI



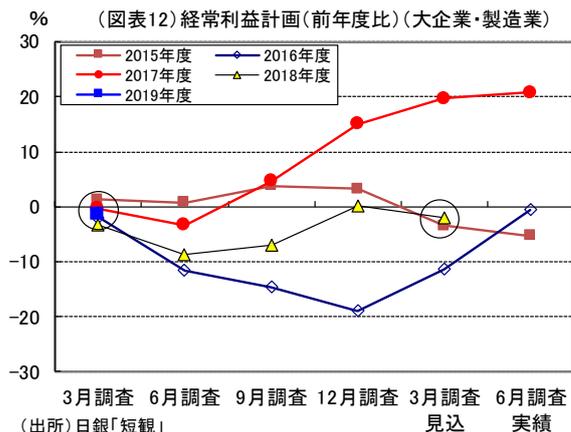
(出所)日銀「短観」

で(図表 11)設備不足感の高まりには歯止めがかかった形となっている。2018年度の大企業・製造業の経常利益計画は前年比▲1.9%で(図表 12)、12月調査から▲2.0%の大幅下方修正となった。大企業・非製造業は同▲0.9% (修正率+0.9%)、全規模・全産業ベースでは同▲1.5%(同▲0.7%)という結果。全規模・全産業ベースの経常利益計画は、この時期過去2年は上方修正だったが、3年ぶりの下方修正となった。今回から調査対象となる19年度の計画は、全規模・全産業ベースで同▲0.7%で、昨年同時期の同▲1.5%を小幅上回ったが、差はわずかでほぼ例年並みと言えるレベル。

雇用人員判断DI(過剰-不足)は、全規模・全産業ベースで▲35と、12月調査から横ばいとなった(図表 13)(数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和)。全規模・製造業は2ポイントの上昇、非製造業は横ばいとなっている。足元では雇用需給の緩和が示されているものの、先行きに関しては、全規模・製造業は1ポイントの低下、全規模・非製造業の先行きは4ポイントの低下となっており、業況感が悪化を続けるなかでも、人手不足はむしろ厳しさを増す見通しとなっている。

イベントをこなせば6月は反発も

今回の日銀短観では、大企業・製造業の現状判断DIが予想以上に大きく悪化する結果となった。中小企業製造業の悪化幅は予想をさらに大きく上回っている。当面は、佳境に差し掛かっている米中通商交渉や、議会の批准が危ぶまれるUSMCA(新NAFTA)、来るべき日米通商交渉等、各種貿易交渉の行方のほか、ブレグジット等のイベントがカギを握る。展開次第では、株価の下落を通じ業況のさらなる下押し圧力となる可能性がある。ただ、いたずらに悲観に陥る必要はない。米景気は依然堅調である。中国経済は、ここへきて政府の経済対策の効果で下げ止まりの兆しも見える。各種イベントをなんとか乗り越えることができれば、次回の短観ではむしろ反発の目も出てこよう。(担当：小玉)



米住宅投資は徐々に下げ止まりへ

2018年の住宅投資は低迷

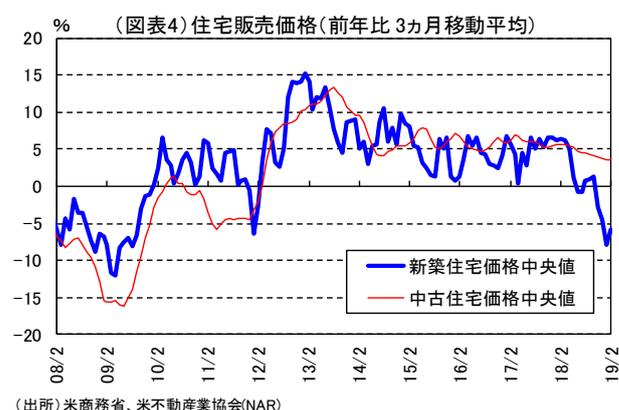
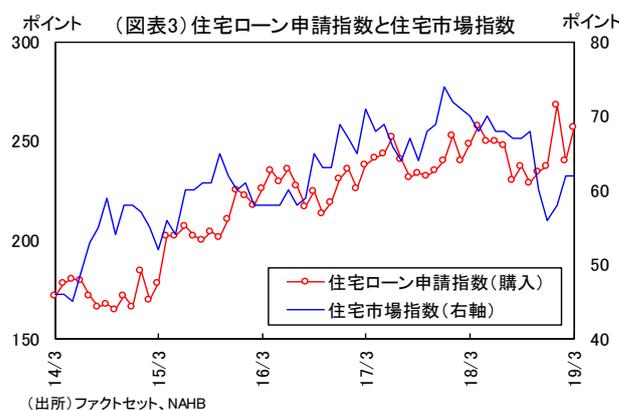
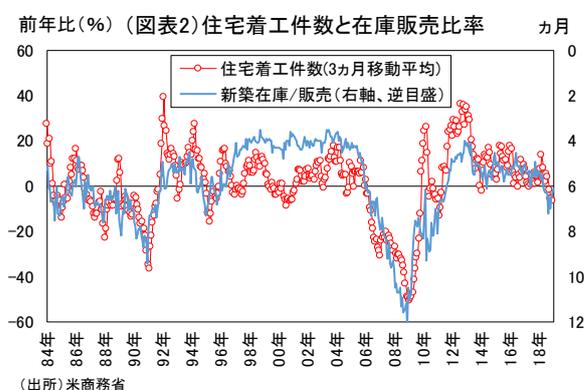
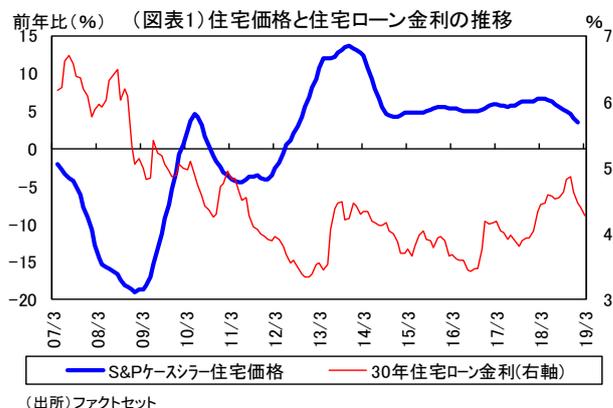
2018年の米住宅投資（実質 GDP ベース）は前年比▲0.3%と、2011年以來の減少に転じた。直近10-12月期は前期比年率▲4.7%と4四半期連続のマイナスで、一年を通じ住宅投資が低迷した様子が現れている。住宅用として魅力度の高い土地の不足や人手不足などの供給制約に加え、住宅ローン金利や住宅価格の上昇が押し下げ要因になった模様である（図表1）。

足元では新築住宅在庫が上昇傾向にあり、住宅在庫の過剰感を示すとされる新築住宅在庫/販売比率も、昨年後半以降、悪化傾向で推移してきた（図表2）。過去の経験を踏まえれば、同比率がおおよそ6ヵ月を超えると住宅着工件数が下振れする傾向がみられるが、足元の同比率は6.1ヵ月となっており、在庫の増加も住宅投資の重しとなっている。

年明け以降、住宅市場に明るい材料が散見

一方で年明け以降は明るい材料も散見されるようになってきた。1,2月平均の住宅着工件数は10-12月期対比で+2.7%と4四半期ぶりにプラスに転じているほか、住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数も、昨年末にかけて急落したものの、年明け以降、緩やかながら持ち直している（図表3）。発表元のNAHB（全米住宅建設業協会）は、「住宅ローン金利の低下と堅調な雇用環境が建設業者のセンチメント改善に寄与しており、春の販売シーズンに向けて前向きな見通しが報告されている」と楽観的な見方を示している。

持ち直しの背景には、昨年11月以降の長期金利低下に伴い、住宅ローン金利が約8年ぶりの高水準から低下していることが挙げられる（前掲図表1）。その結果、住宅ローン申請指数（購入目的）が徐々に持ち直すなど、ハードデータにも改善の動きが見られるようになってきた。ここ数ヵ月、新築住宅価格が前年比マイナス圏で推移しており（図表4）、価格面の調整も寄与しているようだ。新築住宅価格の割高・割安度合いを確認するため可処分所得に対



する比率をみると、足元では低下基調で推移しており、直近2月の比率は、サブプライムローン問題やリーマンショックが生じた後の住宅市場の調整期を除けば、歴史的低水準での推移となっている（図表5）。これは、新築住宅価格に値ごろ感が出てきていることを示している。

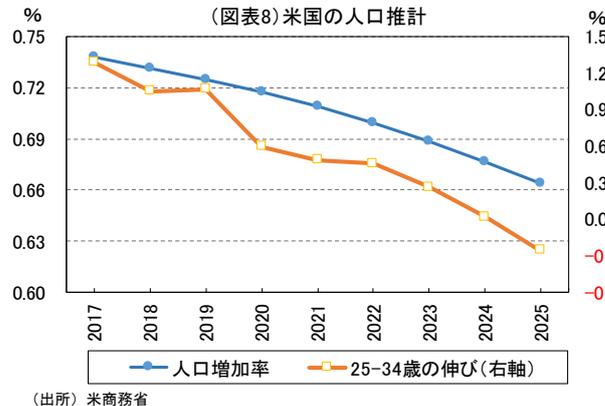
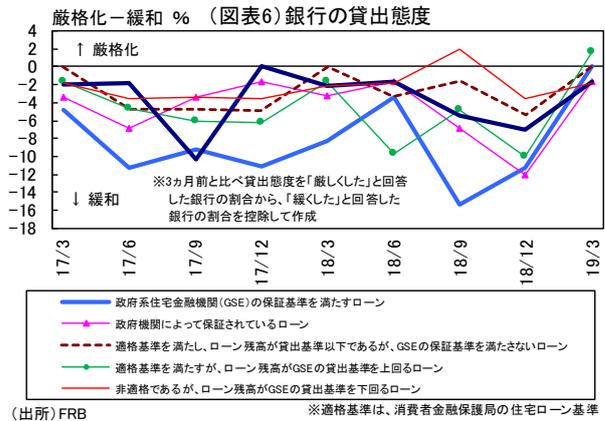
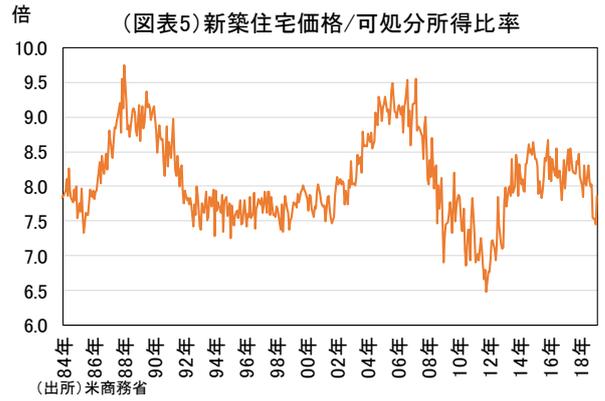
金融機関の貸出態度も引き続き追い風に

また、金融機関の貸出態度は、住宅投資にとって引き続き追い風となっている。FRB（米連邦準備制度理事会）が2月に公表したシニアローンオフィサー・サーベイをみると、3ヵ月前と比べて貸出態度を「厳しくした」との回答割合から「緩くした」との回答割合を差し引いた指数の多くが小幅ながらマイナス圏で推移しており、貸出態度が概ね緩和的である様子を示している（図表6）。調査期間が、昨年12月21日から1月7日までと、金融市場が大きく変動し、悲観的なムードが最も蔓延していた時期だったにもかかわらず、明確に厳格化方向に転じなかったのは好材料である。市場環境が改善している現状を考慮すれば、次回調査では再び緩和方向に傾くことが見込まれる。今後、住宅投資は徐々に下げ止まりの時期をうかがう展開へ移行しよう。

下げ止まり後の回復ペースは緩やか

もっとも、下げ止まった後の回復ペースは緩やかなものにとどまろう。コンファレンスボードの調査によれば、6ヵ月以内に新居を購入するとの回答は高水準ながら横ばい圏での推移にとどまっており、住宅需要が強く回復している様子は見られない（図表7）。また、人手・用地不足などの供給制約も解決していない。

商務省の人口推計によれば、人口の伸びは今後も鈍化が見込まれている。一般的に25～34歳ごろが世帯を持つ時期とされるが、この年齢層の人口も伸びの鈍化が予想されている（図表8）。また、米国では移民の流入が人口増加に寄与してきたが、トランプ大統領が不法移民の取り締まり強化を掲げていることも、人口の伸びを抑える要因となる。住宅投資は下げ止まっても、その後の力強い回復は期待しにくい。（担当：大広）



減速が続くユーロ圏製造業

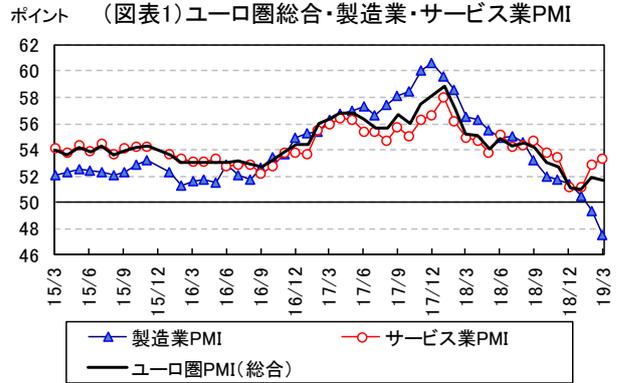
失速寸前のユーロ圏景気

足元のユーロ圏景気は、製造業を中心に減速感を強めている。Markit社が公表する3月のユーロ圏総合PMIは51.6（確報値）と、製造業PMIの低下に足を引っ張られた形で、2月の51.9から低下した（図表1）。3月の製造業PMIは47.5と、好不況の境とされる50を2ヵ月連続で下回っている。サービス業PMIは逆に2月以降持ち直していることから、1-3月期のユーロ圏景気は、マイナス成長を寸前で回避したとみられるが、製造業の不振は深刻である。

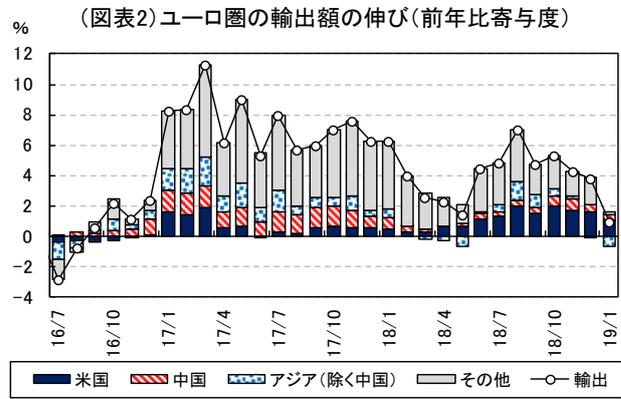
輸出は中国・為替要因で減速

製造業PMIは、2017年12月のピークから1年以上にわたり低下傾向が続いている。背景には、2018年夏以降、輸出が急速に減速していることが挙げられる。国別の内訳をみると、米国向けが下支えとなる一方、中国を含むアジア向けが大きく減速している（図表2）。特に、中国では小型車減税が2017年末をもって完全終了し、自動車販売が減速したことが、同国への輸出の足枷になったとみられる。EUの中国向け自動車・部品輸出額は、中国が小型車減税を実施した後に前年比+10~20%の高さにまで伸びたものの、減税終了後は大きく減速した（図表3）。2018年7月には中国の輸入車関税引下げの影響で一時的に盛り返したが、減税による需要の先食いの反動で、2018年末には再び前年比マイナスに落ち込んだ。加えて、2017年初から2018年央にかけてユーロの実効為替レートが上昇したことも、ユーロ圏の輸出競争力を低下させたとみられる（図表4）。2017年はユーロ圏において金融政策正常化観測が高まっていたことや、ドイツやフランスでポピュリズム政権の誕生が阻止されたことなどが、ユーロの上昇要因になっていた。

今後のユーロ圏輸出についても不安が残る。まず、中国の新車販売台数は、2019年以降も前年割れの状態が続いており、マイナス幅も拡大してい

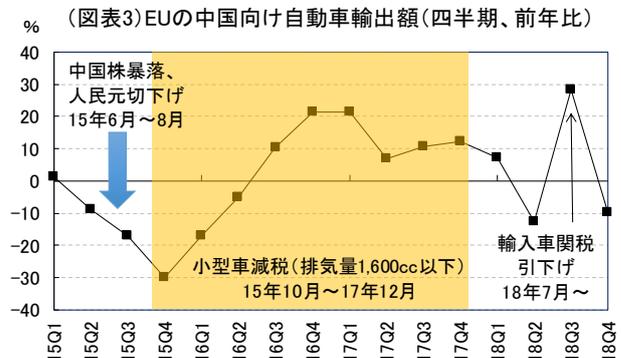


(出所)ファクトセット



(出所)ユーロスタット

※3ヵ月移動平均値



(出所)国際貿易センター

※2017年1月~12月は減税幅を縮小して継続



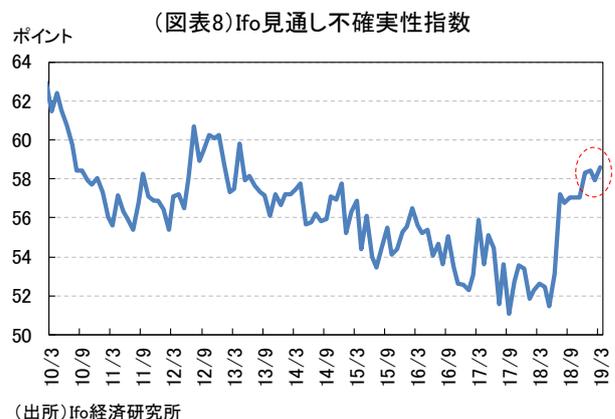
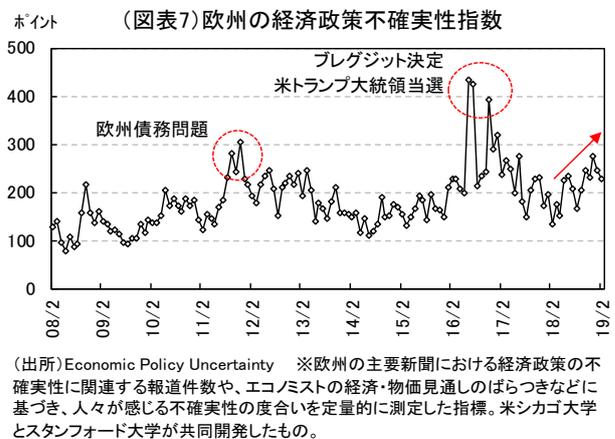
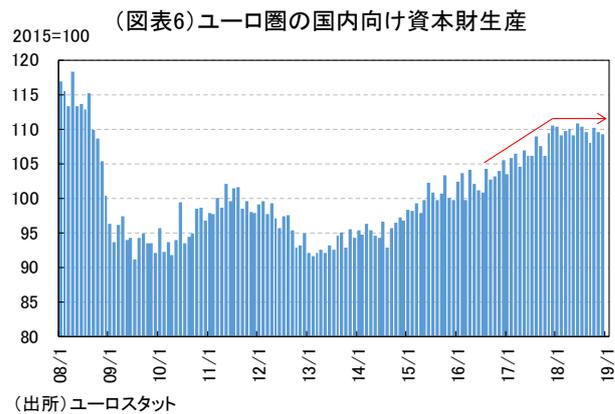
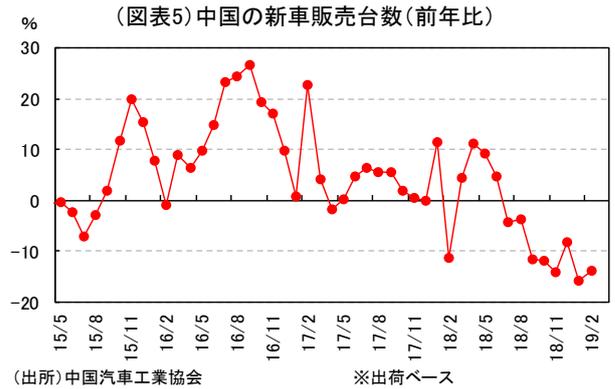
(出所)ECB

ることから、ユーロ圏の対中輸出も、自動車輸出の減少を主因に当面は停滞を余儀なくされると予想する(図表5)。ここまでユーロ圏輸出を下支えしてきた米国向けについても、米景気が減税効果の剥落などにより減速するとみられるため、伸びは鈍化に向かう可能性が高い(前掲図表2)。ユーロ圏輸出が再び持ち直しに向かうのは、中国政府が打ち出している個人・企業向け減税やインフラ開発促進策により、景気に底打ち感が出てくるとみられる年央以降と予想する。

設備投資は先行き不透明感から減速

設備投資が伸び悩んでいることも、ユーロ圏景気を下押ししている。設備投資の先行指標とされるユーロ圏国内向け資本財生産は、2017年末以降、ほぼ横ばいで推移している(図表6)。設備投資が停滞している背景としては、まず、欧州内外の政治的混乱により、景気の先行き不透明感が高まっていることが挙げられる。欧州では、英国のEU離脱が通商協定の定めがない「合意なき離脱」となるリスクの高まりや、イタリアのポピュリズム政党「五つ星運動」の連立政権樹立、フランスの「黄色いベスト運動」の過激化・暴徒化等々の政治的、社会的混乱が、2018年を通じ企業の先行き不透明感を高める要因になり続けた。欧州における「経済政策不確実性指数」は足元で欧州債務危機当時と同じ水準にまで悪化しており、企業に新規の設備投資を躊躇させる要因になっているとみられる(図表7)。欧州外の要因では、米中貿易摩擦の激化や、中国景気の減速が、世界景気の先行き不透明感につながった。ドイツのIfo経済研究所の企業向け調査をみると、企業の先行き不確実性指数は、2018年半ばに大きく上昇しており、企業は新規の設備投資に二の足を踏んでいる状態とみられる(図表8)。

ただ、ここに挙げた要因の幾つかには、解決に向けた動きがみられる。イタリアは前政権が縮小に努めていた財政赤字を再拡大させる予算案を編成したが、EUとの対立の激化を招く場面もあったが、最終的にはイタリアが予算案を修正する



形で折り合いがついた。米中貿易摩擦についても、米中間で何らかの「ディール」が成立するとの機運が高まっており、昨年10月にトランプ大統領が掲げていたような「すべての中国製品に25%の関税引き上げを実施する」といった極端な事態は回避される見込みである。中国景気に関しては、3月の全人代で景気対策が発表されており、年央からは持ち直しに向かうことが期待される。

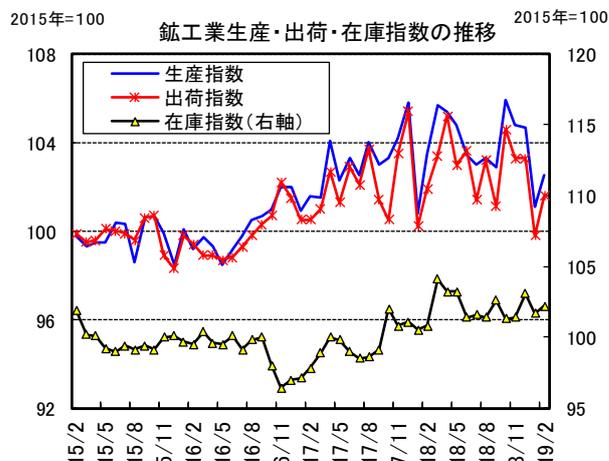
一方、英国のEU離脱問題は、現段階でも見通しが立てづらい状況が続いている。3月29日に離脱案が英国下院で3度目の否決となるなど、依然として情勢は混沌としている。現時点では、4月12日とされている離脱期限の「再々延長」の可能性が高いとみるが、「合意なき離脱」に陥るリスクも決して低くはない。英国は米国と並びユーロ圏にとり最大級の貿易相手国であるため、今後の通商関係の不透明感が、ユーロ圏企業の設備投資意欲を抑制している可能性は高く、企業の先行き不透明感が払拭されるにはまだ時間がかかるとみられる。強弱材料の綱引きのなか、欧州の設備投資は当面の間、停滞を余儀なくされると予想する。（担当：久保）

主要経済指標レビュー (3/25~4/5)

《日本》

○ 2月鉱工業生産指数 (3月29日)

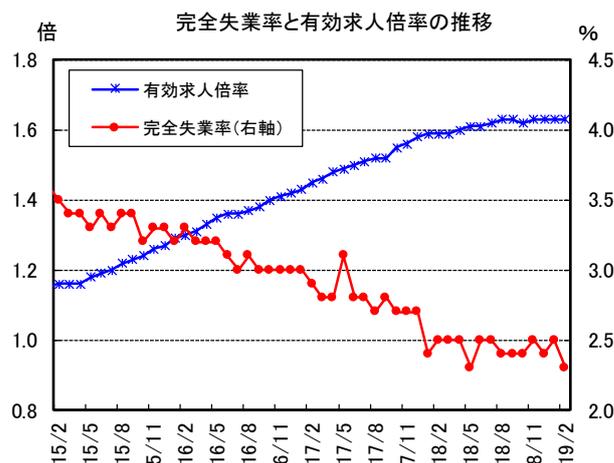
2月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比+1.4%と、4ヵ月ぶりのプラスになった。基調判断は、「生産は足踏みをしている」にすえ置かれた。製造工業生産予測調査を見ると、3月は前月比+1.3%の増産、4月は同+1.1%の増産見通しであり、緩やかな回復傾向が維持される可能性が示唆されている。今後については、世界景気減速懸念や米中貿易摩擦等の動向が、マインド面での重しになる可能性があり、留意が必要である。ただ、米国を中心とする海外景気は腰折れするとは考えておらず、鉱工業生産は底堅く推移すると予想する。内需に関しては、更新維持・省力化投資等を中心とする設備投資の回復が生産の伸びにある程度寄与するとみている。



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

○ 2月雇用関連統計 (3月29日)

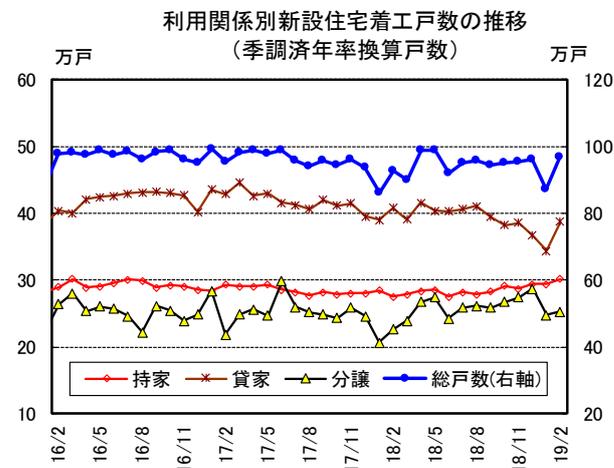
2月の完全失業率(季調値)は2.3%と、前月から▲0.2%ポイント低下(改善)した。就業者(季調値)は前月差+49万人の増加。12月が▲20万人と6ヵ月ぶりに減少した後、1月も▲32万人と2ヵ月連続で減少していたが、2ヵ月分の減少幅をほぼ取り戻す形で、年末年始の雇用市場の需給軟化は一時的なものだった可能性が高まっている。有効求人倍率(季調値)は1.63倍と前月から横ばい。世界景気への先行き不透明感から、賃上げに及び腰になる企業が増えており、19年の春闘は、いわゆる官製春闘が始まった14年以降、労働者側にとって最も厳しい結果となる可能性が高まっている。ただ、19年度に関しては、CPIの伸び鈍化が実質賃金の下支えに一定程度寄与するだろう。



(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

○ 2月新設住宅着工戸数 (3月29日)

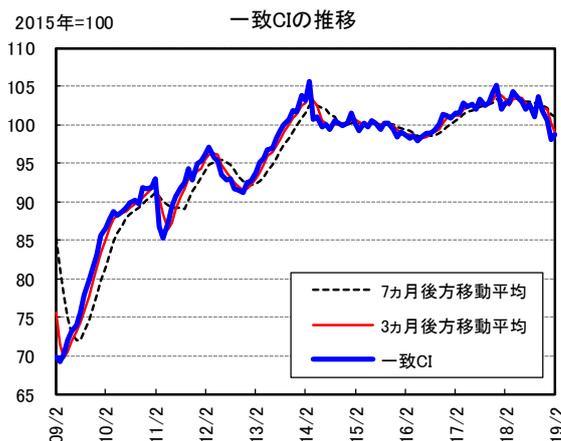
2月の新設住宅着工戸数(季調値)は前月比+10.9%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。利用関係別では、貸家が同+12.8%と3ヵ月ぶりのプラスとなったほか、持家が同+2.6%、分譲が同+2.0%といずれも2ヵ月ぶりのプラスとなった。なお、10月実施予定の消費増税による駆け込み需要と反動減といった振れは、政府の手厚い住宅取得支援策により、前回の増税時よりも大きく抑制されるとみている。今後については、マンション価格の高止まり、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスなどが重しとなり、住宅着工は均せば減速傾向の推移となると予想する。



(出所) 国土交通省「住宅着工統計」

○ 2月景気動向指数（4月5日）

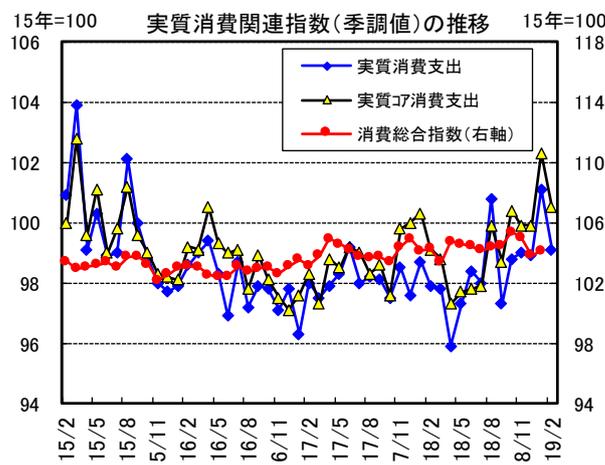
2月の景気動向指数では、一致CIが98.8（前月差+0.7ポイント）と、4ヵ月ぶりに上昇した。内閣府の基調判断は、前月下方修正された「下方への局面変化を示している」にすえ置かれた。個別系列では、3系列が押し上げ、4系列が押し下げに寄与しており、とりわけ耐久消費財出荷指数のプラス寄与が大きかった。先行CIは97.4（前月差+0.9ポイント）と、6ヵ月ぶりに上昇した。今後については、米国をはじめとする海外景気が腰折れするとまでは考えておらず、国内景気は、省力化・省人化投資需要の高まりなどを背景に緩やかな回復が続くと予想するものの、下振れするリスクが高まっていることには留意が必要である。



(出所)内閣府「景気動向指数」

○ 2月家計調査（4月5日）

2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+1.7%と、3ヵ月連続のプラスとなった。光熱・水道等が引き続き減少した一方で、自動車等関係費、通信などが大きく増えた。勤労者世帯（2人以上）の実質可処分所得は同▲0.8%と4ヵ月ぶりのマイナス、実質消費支出は同+3.4%と2ヵ月連続のプラスとなった。平均消費性向は69.8%（季調値）と前月比▲0.6ポイント低下した。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。

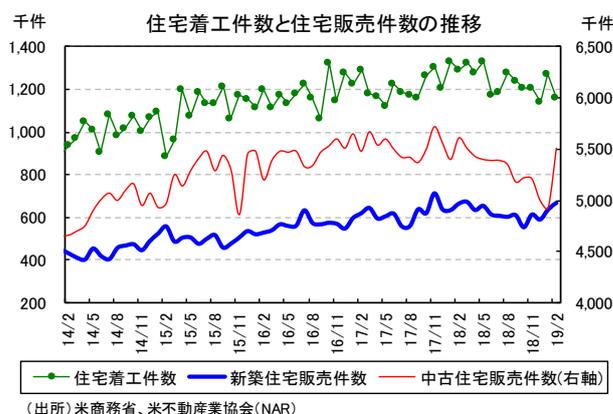


(出所)総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」

《米 国》

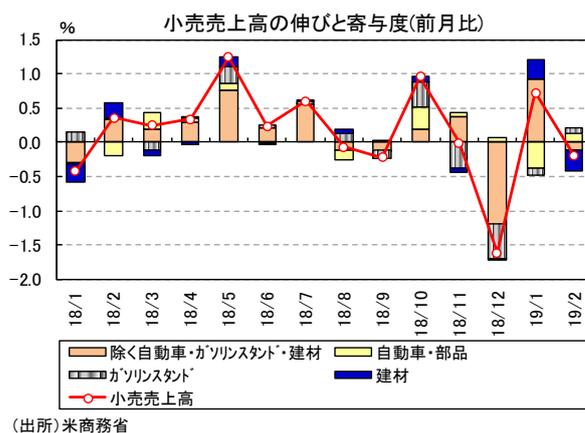
○ 2月住宅着工・販売件数（3月26, 29日）

2月の住宅着工件数は、年率換算で116.2万戸、前月比▲8.7%と大幅減となった。前月（同+11.7%）に大きく伸びた反動のほか、悪天候の影響もあって減少した。住宅着工の先行指標とされる住宅着工許可件数も、年率換算で129.1万戸、同▲2.0%と2ヵ月連続の減少となっており、目先の住宅着工は冴えない展開が続くそう。一方で2月の新築住宅販売件数は、年率換算で66.7万戸、前月比+4.9%と2ヵ月連続で増加した。住宅ローン金利の低下や新築住宅価格の下落などが背景と考える。足元で新築住宅在庫/販売比率が低下してきているほか、住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数も持ち直してきていることから、住宅投資は徐々に底入れの時期をうかがう展開になると予想する。



○ 2月小売売上高（4月1日）

2月の小売売上高は前月比▲0.2%と、2ヵ月ぶりに減少した。変動の激しい自動車・部品、ガソリンスタンド、建材店を除くベースでも同▲0.2%となった。昨年夏場以降、一進一退の動きが続いており、小売売上高の増勢が鈍化している様子がうかがえる。内訳を見ると、自動車・部品やガソリンスタンドが増加する一方、建材店や電器店、食料・飲料店などの売上が減少し、全体の足を引っ張った。今後の小売売上高についても、昨年、下支え要因となった所得税減税の効果が剥落するため、増勢の鈍化が見込まれるものの、雇用・所得環境の改善が続いていることや、消費者マインドが底堅く推移していることなどから、緩やかながら増加基調が続くと予想する。



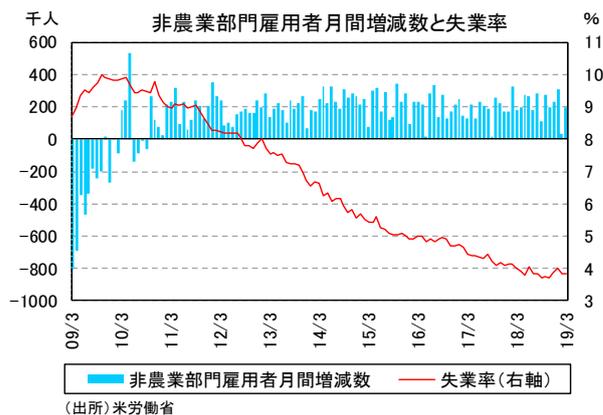
○ 3月ISM製造業景況指数（4月1日）

3月のISM製造業景況指数は55.3と2ヵ月ぶりに上昇し、企業マインドが底堅く推移している様子を示した。構成項目別に見ると、在庫やリードタイムが低下する一方、生産、新規受注、雇用が上昇した。業種別にみると、18業種中で拡大を報告した業種が16となっており、企業マインドが広範に改善している様子がうかがえる。公表資料で示された回答者のコメントでは、受注の強さを指摘する声が聞かれる反面、BREXITや鉄鋼関税の影響、能力ある人材の不足などへの懸念が示された。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。



○ 3月雇用統計 (4月5日)

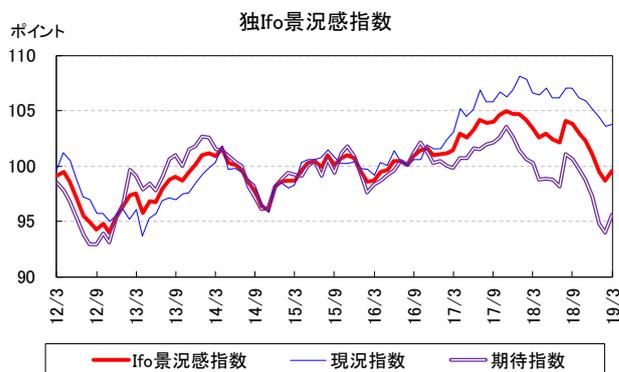
3月の非農業部門雇用者数は前月比+19.6万人と、市場予想の同+17.7万人を上回った。3ヵ月移動平均で見ても3月は同+18.0万人と堅調に推移している。前月2月は停滞していたものの、悪天候の影響等、一時的な動きであったことが確認された。失業率は3.8%と前月から変わらず。政府機関閉鎖の影響から12,1月はいったん上昇(悪化)したものの、その後は再び低下し、安定的に推移している。時間当たり賃金は前年比+3.2%とプラス幅が縮小。減税効果の逓減などにより米景気の回復ペースが緩やかになるなか、企業収益の伸びも減速することが予想されることから、今後は雇用・所得環境の改善にも徐々に歯止めがかかってこよう。



《 欧 州 》

○3月ドイツIfo景況感指数（3月25日）

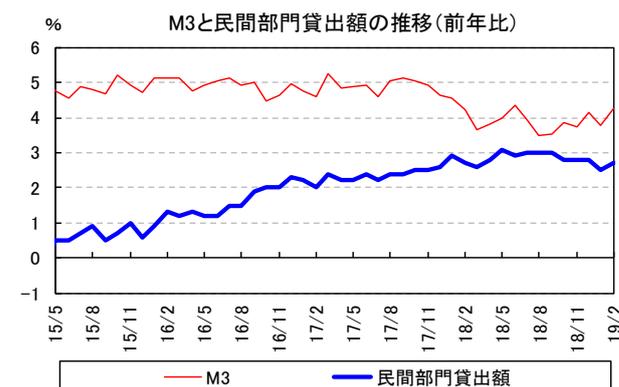
3月のドイツIfo景況感指数は99.6と、7ヵ月ぶりに改善した。内訳では、現況指数が103.6→103.8、期待指数が94.0→95.6とそれぞれ改善した。産業別景況感では、製造業のみ9.1→6.6と悪化、サービス業は21.3→26.0、小売・卸売業は4.9→8.2、建設業は18.0→20.3とそれぞれ改善した。製造業景況感の構成項目である製造業期待指数は、2012年11月以来の低水準となっており、世界景気を取り巻く先行き不透明感が、製造業景況感を悪化させているとみられる。英国のEU離脱交渉などの先行き不透明感が景況感の重石となる展開は続くともみるも、堅調な雇用環境を背景に内需は底堅く推移するとみられ、ドイツ景気は失速には至らず、中国向け輸出の回復などを背景に、年央以降持ち直しに向かうと予想する。



(出所)Ifo経済研究所

○2月ユーロ圏マネーサプライ（3月28日）

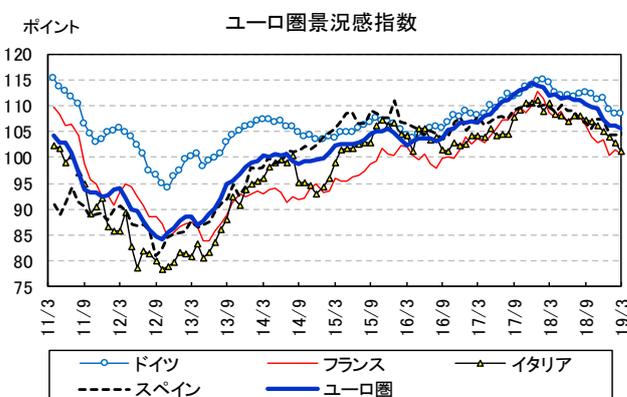
2月のユーロ圏マネーサプライ（M3）は前年比+4.3%と、前月の同+3.8%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額は同+2.7%と、前月の同+2.5%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額の内訳では、家計向けは同+3.2%と伸び幅は変わらなかったものの、非金融企業向けは同+2.2%→+2.6%と伸び幅が拡大した。ECB（欧州中央銀行）は3月の理事会で、「現行の政策金利は少なくとも2019年内はすえ置く」と利上げを先送りし、2019年9月にはTLTROⅢを導入するなど、緩和的色彩を強めている。ユーロ圏の企業向け貸出は、今後とも緩やかな伸びが続くと予想する。



(出所)ECB

○3月ユーロ圏景況感指数（3月28日）

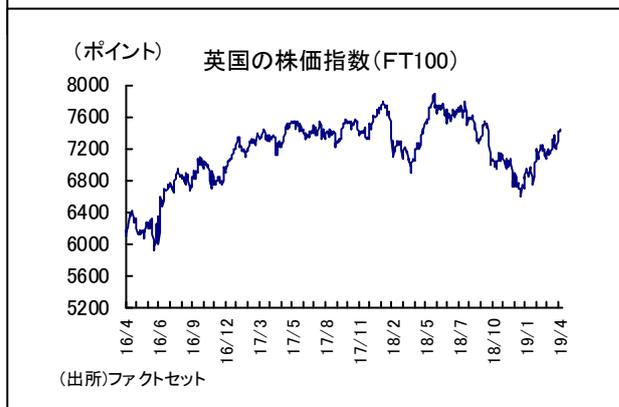
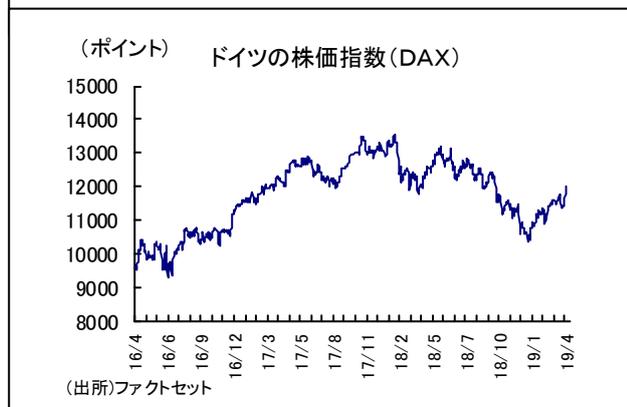
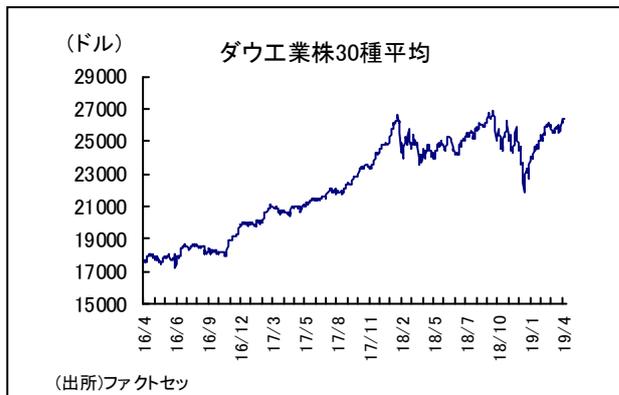
3月のユーロ圏景況感指数は105.5と、9ヵ月連続で前月から低下した。構成項目別では、消費者信頼感（▲7.4→▲7.2）、建設業景況感（6.6→7.5）、小売業景況感（▲1.3→0.2）が改善したものの、鉱工業景況感（▲0.4→▲1.7）、サービス業景況感（12.1→11.3）が悪化した。主要国別では、フランス（100.8→101.0）、スペイン（104.4→106.7）が改善したものの、ドイツ（108.4→106.6）、イタリア（101.2→101.0）が悪化した。英国のEU離脱問題は解決の道筋が依然不透明であることなどから、家計・企業のマインドは悪化の一途をたどっている。ただ、足元では米中景気に底堅さが出てきたことから、ユーロ圏景気についても、年央以降持ち直しに向かうと予想する。



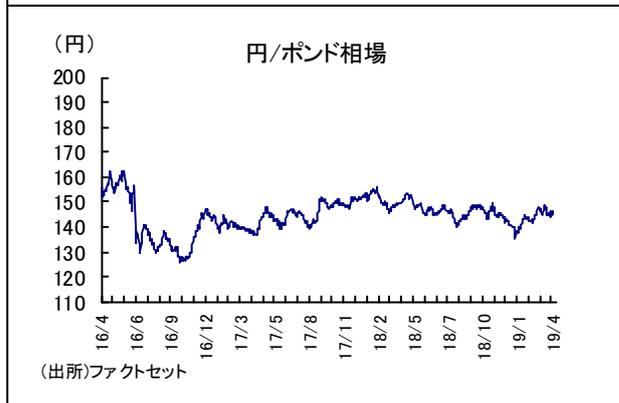
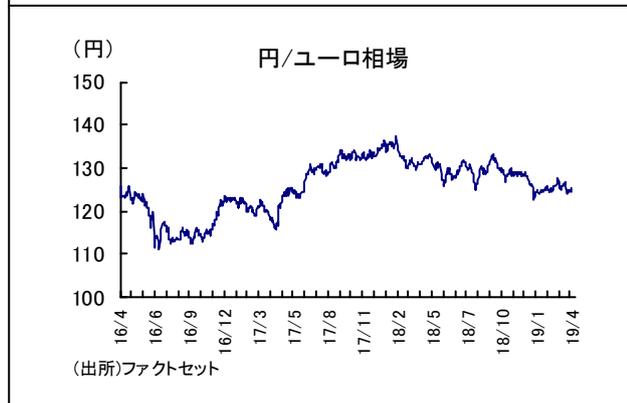
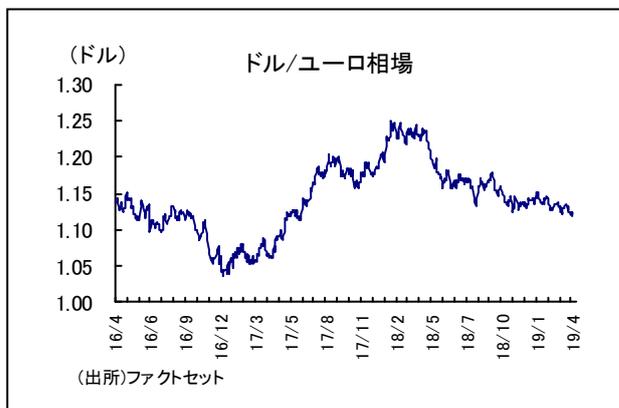
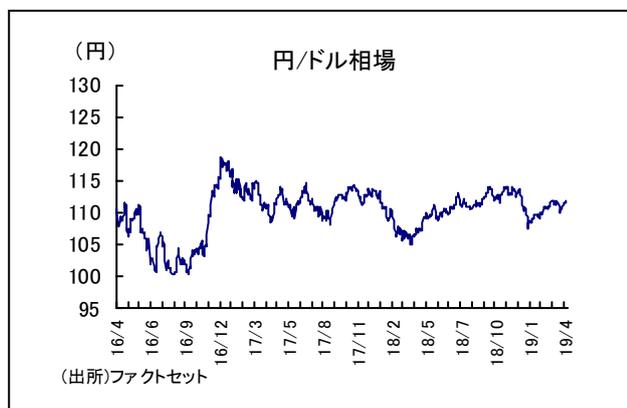
(出所)欧州委員会

日米欧マーケットの動向 (2019年4月8日現在)

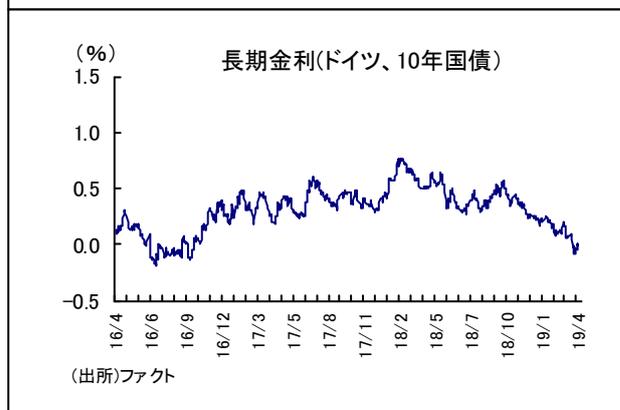
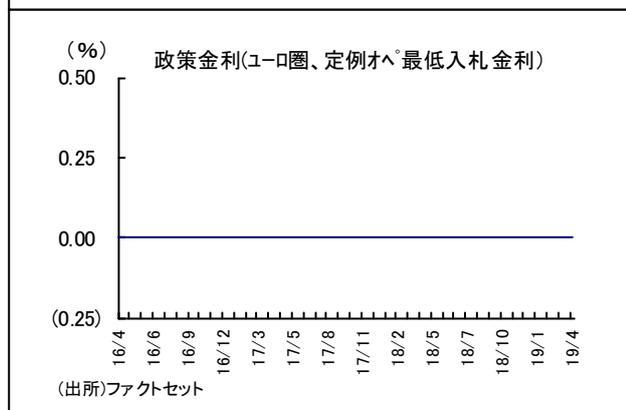
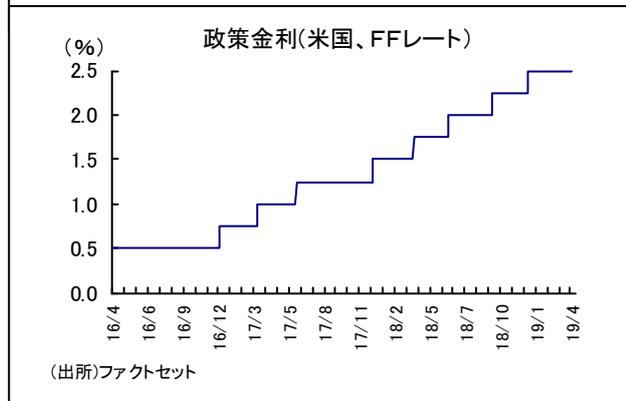
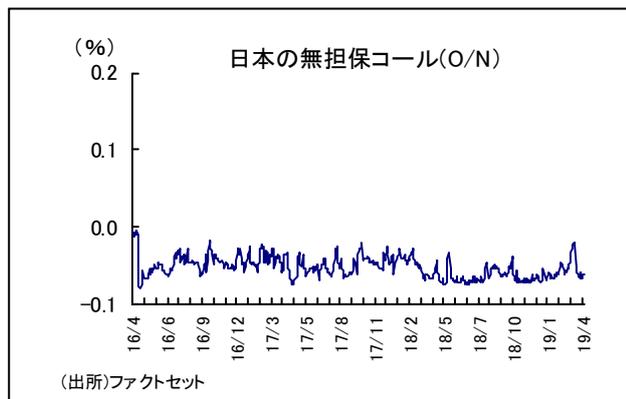
▽各国の株価動向



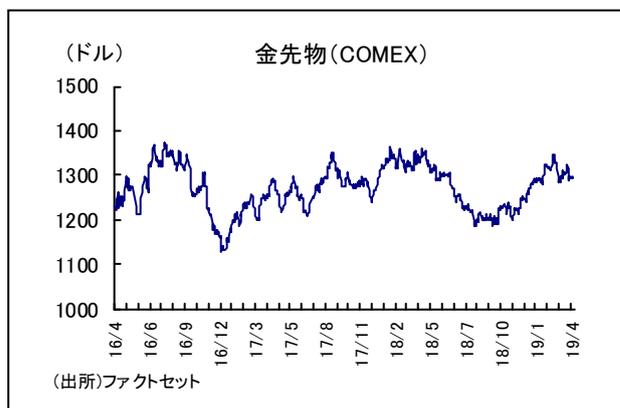
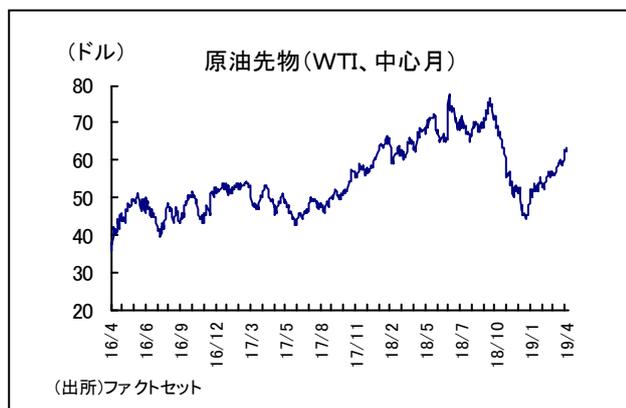
▽外為市場の動向



▽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、
西山周作、木下裕太郎