

## 〈フォーカス〉日銀の「マイナス金利貸出」は可能か

日銀は、昨年7月の金融政策決定会合で長期金利の変動許容幅を拡大するなど、最近では、どちらかといえば「出口」方向への道筋を模索するような動きが目立っていた。しかし、世界経済の雲行きが怪しくなってきたことで、市場関係者の間では、次の一手は金融緩和ではないかとの声が強まっている。とはいえ、副作用論が勢いを増すなかで、マイナス金利の深堀りはハードルが高く、国債買い取り額を増やすのも既視感が強すぎる。もと来た道を逆戻りするだけでは、黒田緩和の十八番であった「期待に働きかける効果」は皆無だろう。そうなるとやはり手詰まり感は拭えない。

そこで、新たなアイデアとして取り沙汰されているのが、負債サイドの日銀当座預金ではなく、資産サイドの日銀信用供与面でマイナス金利を採用する可能性である。民間銀行にとって、日銀から借りれば借りるほど利益が出るという奇策である。金融システムの機能不全という副作用を和らげつつ、緩和効果を発揮できるのがポイントとされる。

しかし、このスキームが機能するかは疑わしい。まず、すでに金利が設備投資の制約要因でなくなって久しいことを考えれば、限界的にいくばくか下がったところで、金利チャネルを通じた実体景気への効果はわずかなものにとどまりそうだ。これまでの追加緩和同様、インフレ期待も上がらないとみられ、実質金利の低下余地も限られよう。これで収益性の低い投資案件が増えるようなことになれば、逆に将来的な成長力の阻害要因にもなりうる。マイナス金利の際も、伸びたのはもっぱら不動産業界向けと個人の住宅ローンの借り換え需要だったことを考えれば、単に都市部の不動産バブルを深刻化させるだけに終わる可能性もある。

また、銀行にとって、負債の大宗は依然ゼロ金利が下限の預金である。従って、新政策で貸出金利や債券利回りの一段の低下が進んだ場合、逆に収益性に悪影響を与える可能性もある。この点、金融危機時から長く続いている「貸出支援基金」にしても、発足当初から有難迷惑との声が出されていた。10年債利回りの変動許容幅を拡大するなどの手法で、長短スプレッドの拡大を促せば、金融システムの機能維持との両立は図れるが、こうした政策では命綱である資産価格ルート、特に為替相場へ与える影響が不透明になる。別にマイナス金利導入時も円安が進んだわけではなく、筆者自身は、為替相場がどう動くかは所詮そのときのムード次第と考えるが、日銀が追加緩和を余儀なくされる環境は、ただでさえ強い円買い圧力がかかっている場面である。日銀としては、火に油を注ぐ可能性を警戒せざるを得ないだろう。

そもそも、金融システムの機能回復のことだけ考えるのであれば、マイナス金利＋イールドカーブコントロールを撤廃した方が早い。副作用と緩和効果を両立させるのは至難の業と言えそうである。目新しさと奇抜さという点で、市場も一刻好意的な反応を見せるかもしれないが、それ以上のものにはならない可能性が高いのではないか。(Kodama wrote)

### 目次

〈フォーカス〉日銀の「マイナス金利貸出」は可能か……………	1	・2019年度のコアCPIの伸びは鈍化へ……………	10
・経済情勢概況……………	2	・米設備投資は増勢の鈍化が続く……………	13
・時間切れが近づくブレグジット……………	3	・主要経済指標レビュー……………	15
・消費増税前後の住宅投資の振れは緩やかに……………	7	・日米欧マーケットの動向……………	20

**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、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、耐久消費財の買い替えサイクルによる需要押し上げなどが下支えするも、月例賃金の高い伸びが見込めないことから、力強さには欠ける展開が続くと予想する。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。

輸出は米国を中心とした堅調な海外景気などに支えられ、底堅く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、所得税減税の効果逓減が見込まれるものの、雇用・所得環境の改善が続くとみられることなどから、緩やかながら回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、雇用環境の改善などが下支え要因となるものの、人手不足といった供給制約や、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となり、低調な推移を予想する。

設備投資は、企業の増益基調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ものの、資本ストックの積み上がりなどから増勢は徐々に鈍化すると予想する。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、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。2019年も2回程度の利上げ実施を予想する。

**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12月の理事会で、これまで示してきたとおり資産買入れ策の年内終了と、現行の政策金利の2019年夏中のすえ置きをアナウンスした。政策金利の引き上げは、2019年9月以降と予想する。

## 時間切れが近づくブレグジット

### 混迷の度合い深める離脱交渉

3月29日の離脱期限まであと1ヵ月半に迫ってきたにもかかわらず、ブレグジットの方向性はいまだに定まらない。依然として、無秩序な離脱、メイ首相の退陣、再度の国民投票等々、あらゆる選択肢が俎上に残っている状態である。

1月15日の評決では、メイ首相がEUとの間でまとめた離脱協定が、432対202という大差で否決された(図表1)。身内の保守党からも100票以上の「造反票」が出るありさまで、メイ首相にとって大きな痛手となった。与野党間のみならず、連立与党内、あるいは保守党内でも、異なる反対理由を持つ議員が混在していることが、過半数の賛同を得られる離脱案の作成を困難なものとしている。

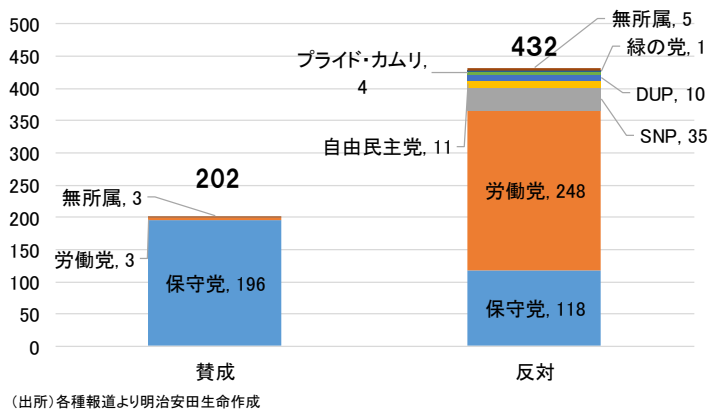
3月29日の期限までになんとか離脱協定を批准できれば、20年12月まで、英国全体でEUの単一市場と関税同盟に残留する「移行期間」が発生、英国にとってはこの間にEUとの通商協定をまとめる時間的猶予が生じる。しかし、議決できなかった場合は「移行期間」の生じない「無秩序な離脱」となり、英国とEUの間で即座に通関手続きが必要となる結果、両国・地域の経済活動に大きな混乱が生じる可能性が指摘されている。

### バックストップの扱いが焦点

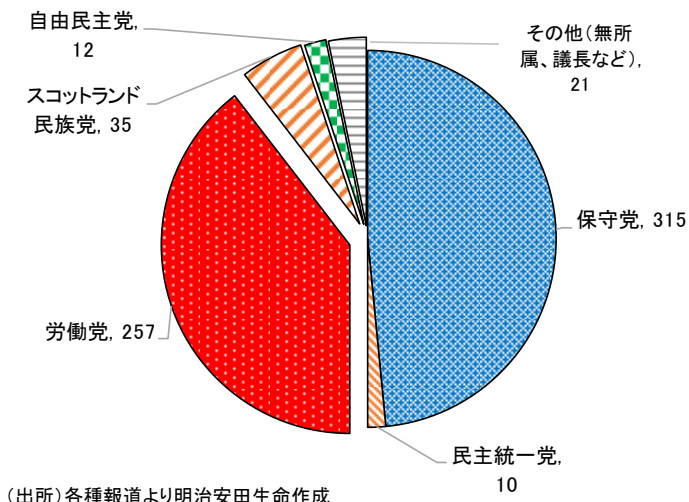
英国議会の意見対立は、移行期間内に英国とEUの貿易協定が妥結に至らなかった場合の安全策(バックストップ)の扱いにほぼ集約されつつある。保守党の強硬離脱派は、バックストップで英国全体が関税同盟に残るというメイ案では、半永久的にEUに拘束される可能性があり、それなら無秩序な離脱でも構わないと考える。同じ保守党内にはEU残留派もあり、こちらは逆に現状の離脱案ならEU残留の方が良いと考える。

また、バックストップ案では、北アイルランドとアイルランドの厳格な国境管理を避ける必要上、北アイルランドのみは関税同盟だけではなく単一市場にも残る扱いとされているが、与党の一員である民主統一党(DUP)は、英国本土と北アイルランドの分断につながるとして断固反対である。DUPは北アイルランドの地域政党で、英国本土と北アイルランドの一体運営を重視する。わずか10人の小所帯だが、前回の選挙で保守党が過半数を割り込んだことで、現状ではキャスティングボートを握る存在である(図表2)。最後は労働党で、こちらは基本的に親EUであり、英国全体の恒久的な関税同盟残留を主張してい

(図表1)1月15日の離脱案票決結果



(図表2)英国下院議席の内訳



る。主張の近さでいえば、メイ首相案に同調できる議員がいても良さそうだが、現状では政権奪取優先で、党全体がほぼ一枚岩となって反対している。15日の票決でも、労働党からの「造反票」はわずか3票にとどまった。ちなみに、EUサイドは労働党案を支持している。

メイ案の否決を受け、1月29日には、議員提案の修正案7本を審議し、うち2本が賛成多数で可決された。可決された案は「現在のバックストップ策に代わる代替的な案をEUと再交渉する」という案と、「無秩序な離脱の回避」という案の2本である(図表3)。メイ首相としては、基本的に保守党を割るという選択肢はなく、与党内の最大反対勢力である強硬離脱派の賛同を得るのが最優先課題となる。2月7日にはさっそくブリュッセルを訪問、ユンケルEU委員長と会談したが、ユンケル氏は公言していた通り離脱協定の修正には応じなかった。今後も事務レベルでの協議は続け、今月中に再び首脳会談を行なうことで合意したものの、当初メイ氏が予定していた、修正案を2月14日の再票決にかけるとの計画は早くも先送りを余儀なくされた。次回の評決は2月末か3月上旬にずれこむ見通しで、再度否決となった場合、無秩序な離脱となる可能性がさらに現実味を増す。時間切れが近づくとつれ、主要国の株式市場への下押し圧力も徐々に強まるだろう。

**(図表3)1月29日に採決された主な修正動議**

提案者	内容	投票結果
保守党 ブレイディー (メイ首相の支持)	現在のバックストップ策に代わる代替的な案をEUと再交渉	可決 (賛成317・ 反対301)
保守党 スペルマン	合意なき離脱の回避	可決 (賛成318・ 反対310)
労働党 クーパー	2月26日までに離脱協定案が下院で承認されない場合、EU離脱期限を延長する採決を実施	否決 (賛成298・ 反対321)

(出所)各種報道より明治安田生命作成

### 離脱案の批准に向けた道のりは厳しい

ブレグジットの議論が収束する兆しが見えないのは、3月末の交渉期限を見据えたチキンレースの様相を呈しているためである。従って、土壇場で急転直下合意が成立すると期待することに一定の合理性はある。もちろん、これはなし崩し的に無秩序な離脱になだれ込む危険と背中合わせでもある。強硬離脱派の議員の多くが無秩序な離脱でも構わないと考えている分、チキンレースではEUよりも有利な立場にあるかもしれないが、経済が大混乱した暁には責めを負わされるのが避けられないことを考えれば、歩み寄りの余地を全く有していないわけではないだろう。EUサイドも、欧州理事会のトゥスク常任議長(EU大統領)が6日、「ブレグジットを安全に進める方法を何も計画せずに推進してきた人たち」には、「地獄に特等席が用意されている」と言い放つなど、表向きは強硬な態度を崩していないが、一方で、メルケル独首相は4日、「創造力を伴う」妥協が必要との考えを示すなど、交渉の余地があることを匂わせている。

問題はどのような妥協案が成立するかである。強硬離脱派が求めているのは、恒久的な関税同盟残留を避けるための「法的担保」である。例えば、離脱協定を改定し、英国の判断のみでバックストップを解除できる条項、あるいはバックストップの発動期間についての明確な期限を設けることができれば満足するとみられる。これは英国側の全面勝利シナリオだが、EU側がこうした案を文字通り受け入れる可能性はきわめて小さい。ただ、一部で囁かれている通り、本則は変えず、附則の追加で対応するという案であれば、文言次第でEU側が折れる余地はあるかもしれない。

また、EU側は、離脱協定とセットになっている、EUと英国の将来関係協定に基づく政治宣言について手を加える案なら、喜んで交渉に応じるとしている。将来関係協定は、貿易協定を含めた将来的なEUと英国の関係にかかわる青写真が描かれているもので、離脱協定は法的拘束力を有している

が、こちらにはない。また、離脱協定は585ページに上るが、将来関係協定は26ページしかない。この政治宣言に、バックストップが時限的措置であることを確約するなんらかの文言を加えるのがひとつの案である。ただ、これについては、1回目の離脱案の票決直前の1月14日に、ユンケル委員長がメイ首相にあてた書簡で「バックストップが発動されないよう、将来関係協定の整備を迅速に進めることを確約」と明言したにもかかわらず、強硬派がそれでは法的担保が不十分と反対した経緯がある。法的拘束力のない政治宣言に何を盛り込んだところで、強硬離脱派を納得させるのは難しいかもしれない。

そこで、ユンケル委員長の書簡通り、政治宣言のなかの、「北アイルランドを巡るバックストップ条項について、その後の合意に置き換える」との「合意」の具体化を急ぎ、セットで提示する案も考えられる。多くの議員が、「これならバックストップの発動が避けられるかも」との展望が開けるようなレベルにまで詰めることができれば、バックストップの時限性にこだわる必要性は薄れるはずである。

これについては、英国政府がハードボーダーの設置を避けるために、北アイルランドとアイルランドとの国境を、EU離脱後も現状のまま検問なしに維持する計画を極秘に検討していたことが明らかになっている。富士通が提案したシステムとのことで、ナンバープレート認識カメラとGPSを使い、国境をまたぐ車両を追跡するというものである。今から試験運用を始めても、3月末の期限にはどのみち間に合わないと思われるが、20年末の移行期間終了までに十分実用化のめどが立つことを説明できるかどうかポイントとなる。

バックストップとは直接関係ない分野で、英国とEUの共通項を合意に盛り込む方法も考えられる。例えば、移民の移動の制限の必要性は、英国以外の多くのEU諸国も同様に感じているところである。メルケル首相にとっては、移民に寛容な姿勢が自身の支持低下につながった経緯があり、EU全体として、移民の管理を厳格化する方向性を示す案を政治宣言に盛り込むことができれば、強硬離脱派に歩み寄りを促すことができる。

### 可決でも否決でも期限延長が必要か

メイ首相が再度持ち帰った合意案が可決されても否決されても、離脱期限の延長の要請が必要になるかもしれない。報道によれば、離脱案が可決された場合、必要な立法措置を講じるために、英国の閣僚が8週間の延期を要請する案をひそかに協議していたとのことである。逆に否決の場合、3月末の離脱期限がいよいよ目前に迫ってくるため、やはり延長申請が必要との意見が出てこよう。今のところ、メイ首相自身は期限延長を強く否定している。1月29日の評決でも、「2月26日までに離脱協定案が下院で承認されない場合、EU離脱期限を延長する採決を実施」とのクーパー案は否決された。期限延長が視野に入れば、各ステークホルダーにとって瀬戸際戦術の期限が後ずれするだけなので、メイ首相が強く否定するのは当然だが、政府としては、なし崩し的に「無秩序な離脱」になだれ込む事態も避けなければならない。土壇場にならなければ妥協が成立しない可能性が高いとはいえ、それに賭けるのは危険である。ただ、期限延長には、EUの全加盟国の賛成が必要になる。可決の場合は容易に了承を得られようが、単に決められないから延長してくれということであれば、EU側も容易に受け入れないとみられる。英国としては、EU側を説得できる材料を用意する必要が出てこよう。下記のように政治が大きく動くシナリオなら、EUも了承せざるをえないだろうが、いずれの場合も、結果的に「無秩序な離脱」となるシナリオが消えるわけではない。途中経過は別として、最終的に「無秩序な離脱」となる確率は2~3割程度あるとみておくべきである。

## 再度の国民投票の確率は上がる

筆者自身、もともと可能性はきわめて低いと考えていたシナリオだが、ここまでこじれると、2回目の国民投票の実施の可能性もあながち絵空事ではなくなってきた。前回と同じ選択肢で再投票を実施した場合、今度は残留派が勝つのではないかとの観測がやや優勢だが、予断を許さないとの意見も多い。前回の国民投票における離脱派勝利の立役者のひとりである、独立党（UKIP）のナイジェル・ファラージュ元党首も、「離脱派が圧倒的な差で勝つ」と述べており、終わりなき議論に決着をつけるためには、再度の国民投票が最善の道かもしれないと述べている。再投票の実施は、どちらのサイドも勝てると思うことが前提条件になるので、その可能性はある。

もっとも、残留か離脱かはすでに決着がついている話なので、再投票を実施するのであれば、問いそのものを変える必要があるとの意見も多い。例えば、EUの歩み寄りが無いことを前提に、「無秩序な離脱」、「メイ首相の離脱案」の二者択一を問うのか、残留も選択肢に入れて、「無秩序な離脱」、「メイ首相の離脱案」、「EU残留」といった3択にするのか等々である。国民投票の再実施のためには、法改正を含め、最低半年はかかるとされるが、聞き方の表現や質問の順序などの細かい点も含め、再び議論が紛糾する可能性が高く、容易にまとまらなると考えられる。また、どのような結果が出ても英国の分断が余計深まるだけなので意味がないとの意見も根強い。

## 早期に首相交代の可能性は下がる

離脱協定の議決までに首相が交代する可能性も依然残っている。英国の場合、解散は総理の専権事項ではなく、内閣不信任案の可決か、下院の3分の2の賛成が必要になる。政権奪取をめざす労働党にとって、解散は望むところだが、1月16日に提出した内閣不信任案はすでに否決されている。保守党の議員にとっては、たとえメイ首相案に反対であっても、政権を失うリスクがある以上、不信任案に賛成するインセンティブは小さい。党内には、再度の総選挙で極右勢力のさらなる台頭を警戒する声もある。メイ首相としても、17年の総選挙で勝利確実と言われながらも大敗北を喫した前歴があり、再び大きな賭けに打って出る理由はなさそうだ。

保守党の、メイ首相に対する党首としての不信任案も昨年12月に否決されている。党紀に従えば、メイ首相は1年間、再度不信任決議にかけられることはない。離脱協定の調整に万策つきたメイ首相が、自ら辞職を選ぶ可能性もないわけではないが、無責任とのそしりは免れず、そのまま政治生命を失うことになるのは必至である。離脱協議中に首相交代が実現する可能性は大幅に下がったと言える。また、解散総選挙にしる、保守党の党首選にしる、新たな内閣発足まで最低1ヵ月はかかるとされており、離脱期限の延長が前提となる。労働党政権発足なら、関税同盟残留が基本線となり、EUとの交渉はよりスムーズに進むだろうが、保守党内から強硬離脱派の首相が選ばれるということになれば、EUは厳しい態度で臨む可能性が高く、「無秩序な離脱」の可能性が一段と増すことになる。（担当：小玉）

消費増税前後の住宅投資の振れは緩やかに

住宅投資に持ち直しの兆し

1月のさくらレポート（日銀地域経済報告）を見ると、住宅投資の判断は、9地域中3地域で引き上げられ、6地域で横ばいとなった。その結果、「高水準で推移」や「緩やかに増加」、「持ち直し」といった表現が用いられている地域は5地域に上り、足元の住宅投資には持ち直しの兆しが窺われる（図表1）。さくらレポートのヒアリング先企業からは、「駆け込み需要に備え、分譲住宅の在庫を増やす計画」や「先々の駆け込み需要を取り込むため、用地取得の前倒しや販促を強化している」といった声が挙がっており、分譲住宅を中心に、消費税率引き上げを見据えた住宅供給業者等の動きが、住宅投資を押し上げている可能性がある。民間住宅投資に数ヵ月先行する新築住宅着工戸数を見ても、足元では、分譲の増加がけん引し、総戸数も緩やかな持ち直し傾向で推移している（図表2）。

分譲はマンション在庫増が重石

住宅着工の動きを利用関係別に見ると、まず、分譲住宅着工戸数は、昨秋以降、増加傾向で推移している。分譲住宅を建売住宅（一戸建て）とマンションに分けてみると、昨年12月の建売住宅（3ヵ月移動平均）は前年比+4.6%と、9ヵ月連続のプラスとなった（図表3）。国土交通省の「不動産価格指数」を見ると、2013年以降、マンション価格が上昇傾向で推移するなかでも、建売住宅が含まれる戸建住宅は、徹底した効率化による低価格物件の供給により、横ばい圏内の推移が続いている（図表4）。所得環境の回復ペースが鈍いなか、低価格物件などへの需要は根強いとみられ、建売住宅の着工は今後も安定した推移が続くとみている。

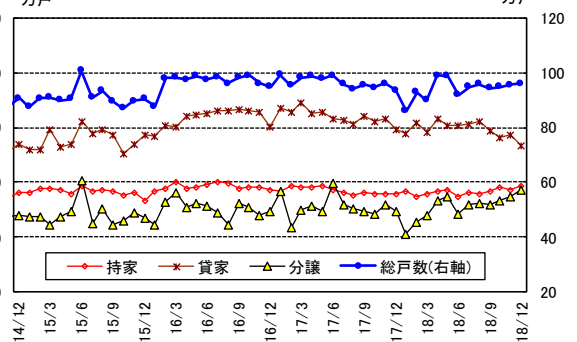
一方、マンション着工の動きを見ると、昨年12月は同+19.4%の大幅な増加となるなど、昨秋以降、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要に備えた動きがみられる。ただ、首都圏マンション市場の新規契約率を見ると、2018年は62.1%と、好不調の境目とされる70%のみならず、2017年の68.1%も大きく

（図表1）さくらレポートの地域別判断（住宅投資）

地域	2018年10月	2019年1月	修正方向
北海道	緩やかに減少している	横ばい圏内の動きとなっている	↑
東北	高水準ながらも震災復興需要がピークアウトしているため減少している	高水準ながらも震災復興需要がピークアウトしているため減少している	→
北陸	横ばい圏内の動きとなっている	緩やかに増加している	↑
関東甲信越	横ばい圏内で推移している	緩やかに持ち直している	↑
東海	持ち直し傾向にある	持ち直し傾向にある	→
近畿	持ち直しつつある	持ち直しつつある	→
中国	弱含んでいる	弱含んでいる	→
四国	貸家を中心に減少している	貸家を中心に減少している	→
九州・沖縄	低金利環境等を背景に、高水準で推移している	低金利環境等を背景に、高水準で推移している	→

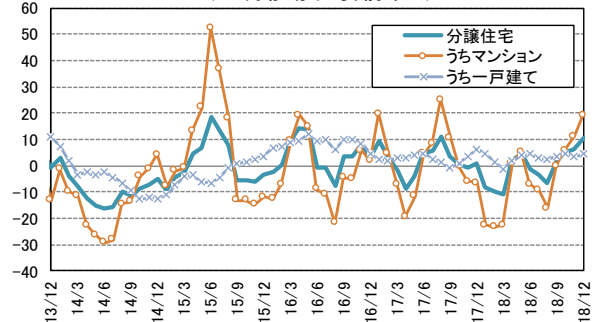
（出所）日銀「地域経済報告（さくらレポート）」

（図表2）利用関係別新設住宅着工戸数の推移（季調済年率換算戸数）



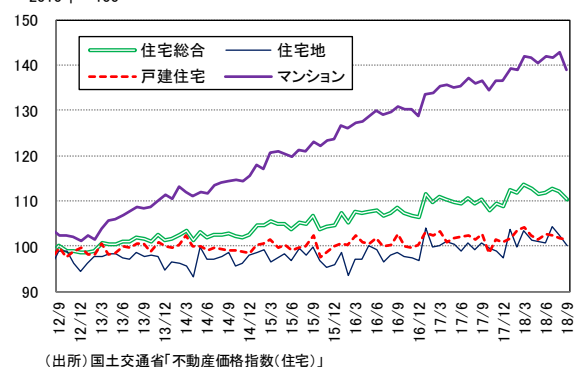
（出所）国土交通省「住宅着工統計」

（図表3）分譲住宅着工戸数の推移（3ヵ月移動平均、前年比）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

（図表4）住宅価格（全国）の推移



（出所）国土交通省「不動産価格指数（住宅）」

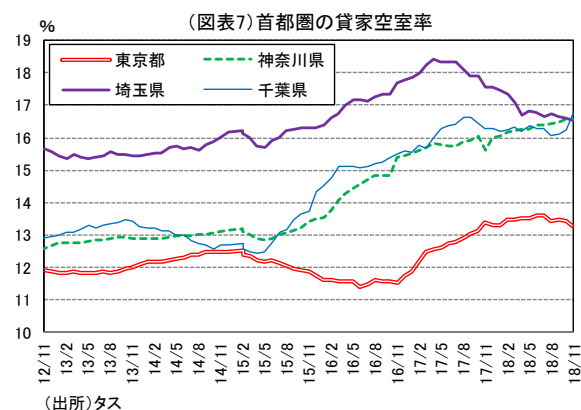
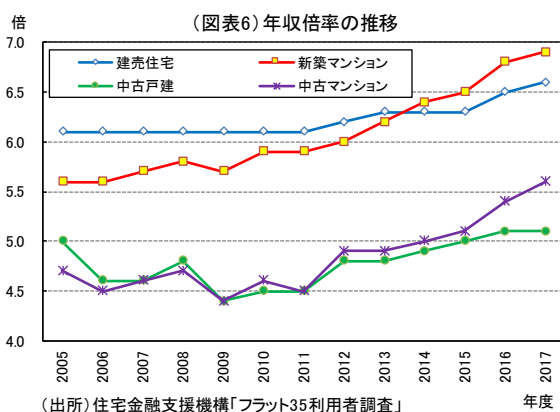
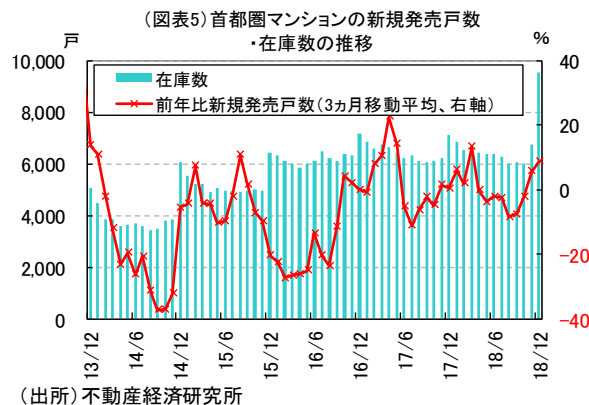
下回った。とりわけ、昨年12月は新規発売戸数を前年比+12.5%と大幅に増やしたこともあり、新規契約率は49.1%と1991年8月以来の50%割れとなった。こうしたなか、昨年12月末の在庫数は前年比+34.4%の9,552戸と大幅に積み上がっている(図表5)。足元では、都心でのマンション用地取得が困難になっている影響等から、高価格帯の供給が減少傾向にあり、マンション価格はやや下落している。しかし、資材コストの上昇と用地取得費用の上昇などにより、過年度との比較では依然として高水準で推移しており、これが購入意欲の減退につながっているとみられる。実際、所得環境の回復ペースが鈍いなか、新築マンションの年収倍率は上昇傾向で推移している(図表6)。また、後述のように、政府は消費税率10%への引き上げ後の対策として、各種の手厚い住宅取得支援策を打ち出していることも、消費増税前に急いでマンションを購入するインセンティブを抑えているとみている。今後のマンション着工は、販売低迷による在庫積み上がりも重石となるため、徐々に鈍化傾向の推移となると予想する。

**目先の持ち家着工は持ち直し**

次に持家着工戸数を見ると、昨秋以降、均してみれば持ち直し傾向で推移している(前掲図表2)。住宅生産団体連合会の「経営者の住宅景況感調査」によると、昨年10-12月期の戸建注文住宅の景況判断指数(受注戸数の実績が前年同時期と比べて「良い」と回答した割合-「悪い」と回答した割合を指数化)は+20ポイントと、前期から横ばいながら、5四半期連続のプラスとなり、見通し指数も+47ポイント(前期は+30ポイント)と改善傾向で推移している。住宅建築業者からは、「展示場来場者が昨年9月から4ヵ月連続前年比プラスで推移。受注は、戸数・金額共に前年を上回った」、「集客は前年同期比大幅増、検討水準も高い」などの明るい声が多く、すでに消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発現している可能性がある。今後についても、持家着工は持ち直し傾向で推移するとみられるが、消費税率引き上げ後は、均せば鈍化傾向をたどるとみている。

**貸家着工は減少傾向が続く**

貸家着工戸数は、2015年1月の相続税改正(基礎控除引き下げ)に伴う節税対策としてのアパート経営需要の一巡や、金融庁によるアパートローン監視強化を背景に、昨秋以降、減少傾向で推移している(前掲図表2)。首都圏の貸家空室率を見ると、東京都や埼玉県では上昇傾向に歯止めがかかりつつあるものの、依然として高水準となっており、先行き需要への警戒感が、着工数の減少の





背景と考えられる（図表7）。引き続き金融機関のアパートローン等への慎重な貸出スタンスは続くと思われるほか、少子高齢化の進展に伴う、中長期的な世帯数の減少見通しなどが投資意欲の減退につながるとみられることから、今後の貸家着工は消費増税の影響を均せば減少傾向で推移するとみている。なお、貸家については、自己居住要件を満たさず、住宅ローン減税などの対象外となるため、今後消費増税前の駆け込み需要が発生するとみられるが、前述の市場環境などから限定的なものになるとみている。

**住宅取得支援策が増税前後の振れを抑制**

今年10月の消費税率10%への引き上げ後の対策としては、住宅ローン減税の控除期間延長、すまい給付金の拡充、住宅取得資金の贈与税非課税枠拡大、次世代住宅ポイント制度の創設といった手厚い住宅取得支援策が設けられている（図表8）。なかでも、住宅ローン減税の控除期間延長は、引き続き住宅ローン年末残高の1%を10年間控除できることに加え、基本的に11～13年目の3年間で、住宅取得時の消費税負担増加分（建物購入価格の2%分（8%→10%））を取り戻す制度設計となっている。そのほかの支援策も合わせると、消費増税後に住宅を取得した方がメリットの大きいケースも数多く発生すると考えられ、分譲、持家については、消費増税前後の駆け込み需要とその反動減といった振れは、前回の増税時よりも大きく抑制されるとみている。各種支援策を適用期限どおりに停止するとすれば、停止後には反動減が発生する可能性があるが、消費増税前後の影響を繰り延べ（平準化）する効果はある。2017年度には94.6万戸だった住宅着工戸数は、2018年度通年では96.2万戸と増加したのち、2019年度は91万戸前後、2020年度は87万戸まで減少すると予想する。（担当：松下）

(図表8) 住宅取得支援策の概要

**○住宅ローン減税の控除期間3年延長(10年→13年)**  
 ・引き続き住宅ローン年末残高(※)の1%を10年間控除。  
 加えて11～13年目は以下の①②のいずれか小さい額を控除  
 ①建物購入価格(※)×2%÷3  
 ②住宅ローン年末残高(※)×1%  
 ※いずれも上限4,000万円、長期優良住宅等は上限5,000万円  
 (消費税率10%適用、2020年12月末までの入居が対象)

**○すまい給付金の拡充**

変更前	変更後
最大30万円 (年収510万円以下)	最大50万円 (年収775万円以下)

(消費税率10%適用、2021年12月末までの引渡し、入居が対象)

**○住宅取得資金の贈与税非課税枠拡大**

変更前	変更後
最大1,200万円 (普通の住宅家屋は最大700万円)	最大3,000万円 (同2,500万円)

(消費税率10%適用、2020年3月末までの契約締結が対象)

**○次世代住宅ポイント制度の創設**  
 ・一定の省エネ性、耐震性、バリアフリー性能を満たす住宅等の新築やリフォームに対し、商品と交換可能なポイントを付与。  
 新築最大35万円相当  
 (消費税率10%適用、2020年3月末の契約締結が対象)  
 (出所)国土交通省、財務省資料より明治安田生命作成

## 2019年度のコアCPIの伸びは鈍化へ

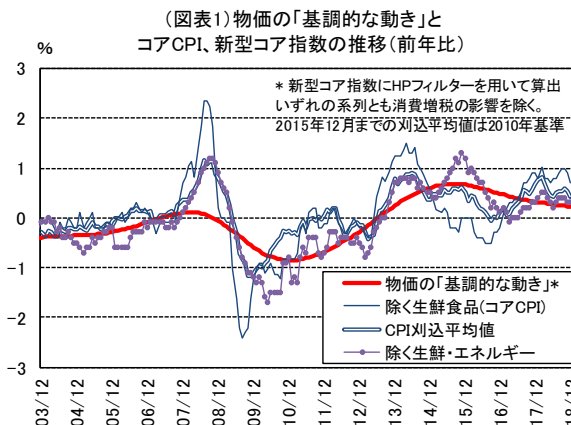
### エネルギー価格の伸びが鈍化

全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合物価指数、以下コアCPI）は、2017年1月にプラスに転じ、徐々にプラス幅を拡大、2018年9、10月には2ヵ月連続で前年比+1.0%に達したが、その後は原油価格の下落などから11、12月と続けて伸び幅を小さくしている（図表1）。日銀が公表しているコア指数（除く生鮮・エネルギー）の2018年の動きは、2、3月に同+0.5%とピークをつけ、以降同+0.2%～+0.4%での推移が続いている。コア指数から算出した「物価の基調的な動き」も依然として弱い。

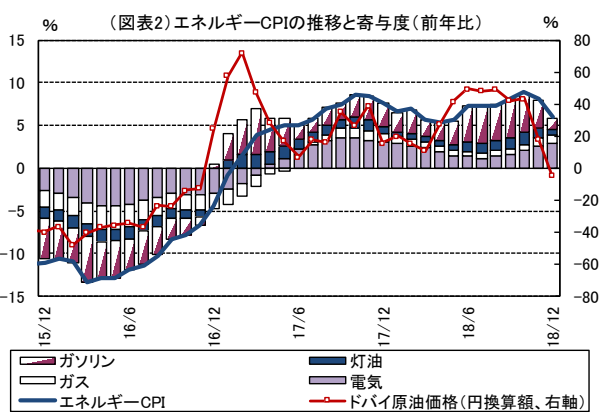
足元のコアCPIのプラス寄与の大部分は、エネルギー価格の上昇によるものである。WTI原油価格は、2018年10月初めに76ドル/バレル台まで達したのち、原油の供給過剰懸念や、世界景気の先行き不安を背景に、一時40ドル/バレル台まで急落し、足元では50ドル/バレル近辺で推移している。その結果、原油価格の変動が数ヵ月のラグを伴って影響する電気代・ガス代に関しては、引き続きプラス寄与幅が拡大しているものの、ガソリンのプラス寄与幅はすでに大きく縮小している（図表2）。12月のOPEC総会では、供給過剰懸念を払拭すべく、協調減産が決定されたものの、各国の割り当てが示されないなど実効性には疑問が残っているほか、削減量自体も供給過剰をカバーできる規模ではないとみられる。その後の世界景気減速懸念の広がりもあり、当面、WTI原油価格は50ドル/バレル台での推移が続くとみる。CPIの前年比の伸び幅のうち、ガソリン・灯油の寄与度について、原油価格と為替相場が足元の水準で推移すると仮定して今後の推移を推計してみると、年明け以降は前年比±0%付近でもみ合ったのち、2019年5月ごろから同▲10%程度に落ち込む見込みである（図表3）。加えて今後は電気代・ガス代もプラス寄与幅を縮小する見込みであり、エネルギー価格のプラス寄与幅は、今後縮小傾向で推移するとみる。

### 物価下押し圧力①：携帯電話料金引き下げ

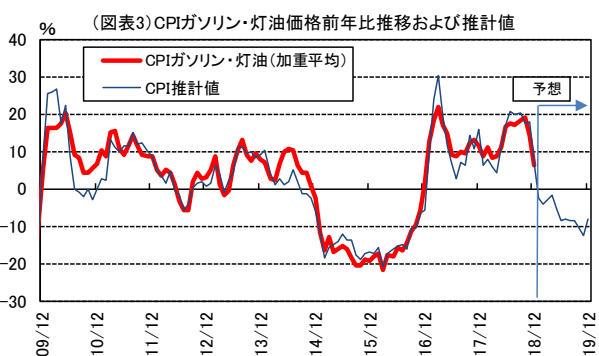
足元で物価の下押し圧力になると見込まれるのが、携帯電話料金の引き下げである。携帯電話業界最大手のNTTドコモは、2019年4～6月に携帯電話の通信料金を2～4割引き下げると発表した。



(出所) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「基調的なインフレ率を補足するための指標」より、明治安田生命作成



(出所) 総務省「消費者物価指数」より明治安田生命作成

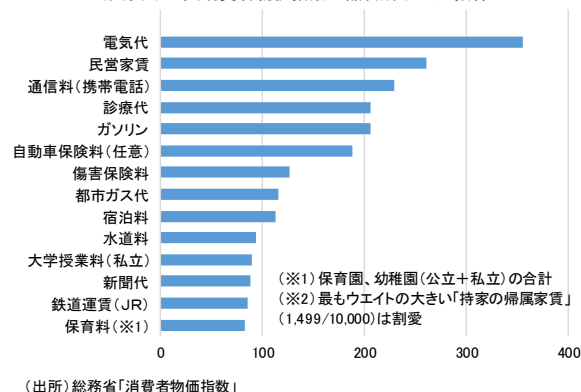


※予想部分はドバイ原油価格62ドル/バレル、為替水準110円/ドルを横置きして計算

(出所) 総務省「消費者物価指数」より明治安田生命作成

全国消費者物価指数における携帯電話通信料のウェイト（230/10,000）は、品目別に見ると「持家の帰属家賃」、「電気代」、「民営家賃」に次ぐ第4位となっており、その影響度は大きい（図表4）。総務省の公表資料によると、移動系通信（携帯電話・PHS等）の大手3社のシェアは約9割（NTTドコモ：38.3%、KDDI：27.5%、ソフトバンク：22.9%）であり、NTTドコモの値下げを受けて大手他社も追随し、同じく2～4割程度の値下げを実施した場合を試算すると、全国消費者物価指数の押し下げ効果は0.2%～0.6%ポイント程度に及ぶと見込む。総務省は1月17日に「モバイルサービス等の適正化に向けた緊急提言」を公表し、合理性を欠く料金プランの廃止等を求めており、各社が料金プランの見直しを迫られるのは確実とみられる。なお、NTTドコモが値下げの軸にするのは「分離プラン」と呼ばれる、携帯電話端末の購入代金と毎月の通信料金を区別した料金プランであり、総務省の提言内でも導入が求められているプランである。利用料金を下げる代わりに端末代金の値引きをなくすなどの対応が見込まれることから、結果的に物価の押し下げを緩和し、2019年度通年のコアCPIを0.2%ポイント程度押し下げることとどまるとみる。

（図表4）全国消費者物価指数の品目別ウェイト抜粋



**物価下押し圧力②：教育費無償化**

2019年10月の消費増税対策のひとつとして、幼児教育費無償化が予定されており、こちらもコアCPIの押し下げにつながる見込みである。全国消費者物価指数の品目別で、「保育所保育料」および「幼稚園保育料（公立+私立）を合わせたウェイトは83/10,000であり（前掲図表4）、仮にすべて無償化とした場合、2019年度通年のコアCPIを0.8%ポイント程度引き下げるとみられる。ただ、3～5歳児はすべて無償化の対象になるが、0～2歳児は住民税非課税世帯に限られていることや、認可外保育園の場合は一定額の補助にとどまることを踏まえると、実際の引き下げ効果は0.5%ポイント程度になると見込んでいる。

（図表5）高等教育無償化支援内容

	授業料減免の上限額(年額)			
	国公立		私立	
	入学金	授業料	入学金	授業料
大学	約28万円	約54万円	約26万円	約70万円
短期大学	約17万円	約39万円	約25万円	約62万円
高等専門学校	約8万円	約23万円	約13万円	約70万円
専門学校	約7万円	約17万円	約16万円	約59万円
給付型奨学金				
	国公立大学、短期大学、専門学校		私立大学、短期大学、専門学校	
自宅生	約35万円		約46万円	
自宅外生	約80万円		約91万円	

※年収270万円未満は全額、270万～300万は2/3、300万～380万は1/2  
 （出所）文部科学省

さらに、2020年4月から実施が予定されているのが高等教育無償化である。大学・短期大学・高等専門学校・専門学校を対象に、授業料等減免制度の創設と、給付型奨学金の支給の拡充が支援内容として検討されており、対象となる学生は住民税非課税世帯およびそれに準ずる世帯の学生とされ、大学の種類や世帯年収に応じて支援金額が設定されている（図表5）。私立の大学授業料はウェイトが90/10,000と高く（前掲図表4）、一方で、各種アンケート調査等で年代別の年収分布を見てみると、40代は年収300万円未満が約10%、300万円超400万円未満が約20%と、無償化の対象となる世帯は限定されるものとみられる。高等教育費の削減割合が全体の2割程度になると仮定した場合、2020年度の消費者物価を0.2%程度押し下げるとみる。なお、日銀の一定の仮定による試算では、幼児教育無償化と高等教育無償化の影響をあわせて、2019年度の消費者物価を0.3%ポイント、2020年度を0.4%ポイント引き下げるという結果が示されている。

日銀は2019年度の物価見通しを下方修正

日銀は1月23日に公表した展望レポートのなかで、2019年度の物価見通しを下方修正した(図表6)。足元の原油安の影響や、教育費無償化の下押しを加味した見通しとなっており、下方修正自体は市場の想定範囲内であったが、下げ幅は予想以上であったと思われる。ただ、それでもなお「2%の物価安定の目標に向けたモメンタムが維持されている」との見解を維持する理由として、「マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられる」と引き続きレポートに記載している。日銀が推計している需給ギャップを見ると、2016年12月にプラスに転じており、その後プラス幅は拡大傾向で推移している(図表7)。すでに1年以上、「需給ギャップがプラスの状況」が続いているなかで、依然として基調は弱いままであり、日銀の公表しているCPI月次平均値や「上昇-下落品目」を見ても、物価上昇圧力が広がっている様子はみられない(図表8)。世界景気のピークアウト感さえ漂い始めているなか、企業の賃上げスタンスが積極化するとは考えづらく、今後同様の説明を続けることは難しくなるだろう。

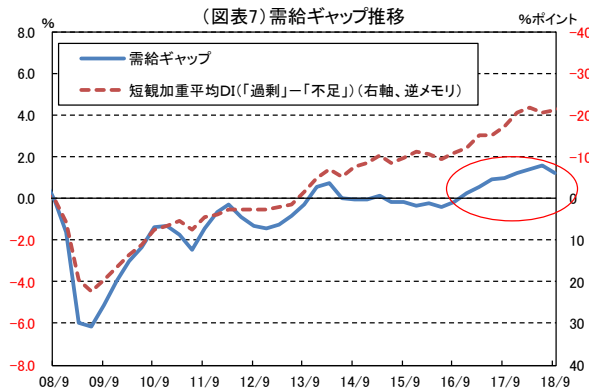
今後のコアCPIは、2018年10月以降の原油安の影響により、エネルギー価格のプラス寄与が縮小傾向で推移することで、消費増税までは鈍化傾向で推移するとみており、引き続き日銀の目標である2%の達成は困難だろう。2019年4月の携帯電話料金の引き下げや、10月の教育費無償化による下押しにより、消費増税を踏まえた物価の上昇は限定的になると見込まれ、コアCPIは、2019年度通年では前年比+0.7%（消費増税の影響：+0.5%を含む）、2020年度通年では同+1.0%（同+0.5%を含む）と予想する。（担当：柳田）

(図表6) 日銀物価見通し(前年比)

	2018年7月	2018年10月	2019年1月
2018年度	1.0~1.2 <1.1>	0.9~1.0 <0.9>	<b>0.8~0.9</b> <b>&lt;0.8&gt;</b>
2019年度	1.8~2.1 <2.0>	1.8~2.0 <1.9>	<b>1.0~1.3</b> <b>&lt;1.1&gt;</b>
2020年度	1.9~2.1 <2.1>	1.9~2.1 <2.0>	<b>1.3~1.5</b> <b>&lt;1.5&gt;</b>

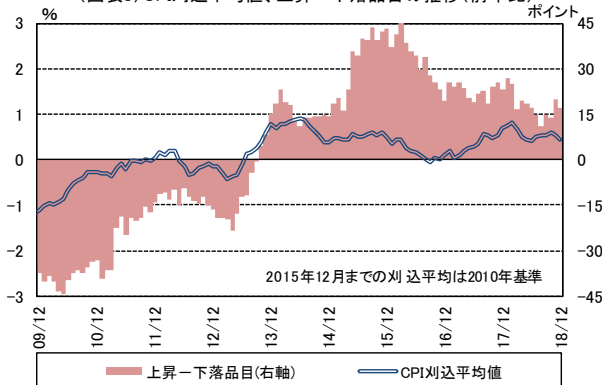
※消費増税引き上げの影響を含むベース、<>は中央値  
(出所)日銀

(図表7) 需給ギャップ推移



(出所)日銀

(図表8) CPI月次平均値、上昇-下落品目の推移(前年比)



(出所)日銀

## 米設備投資は増勢の鈍化が続く

### 企業の設備投資意欲に底堅さ

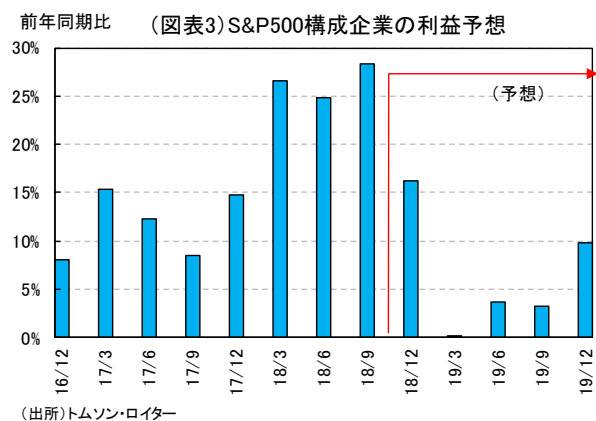
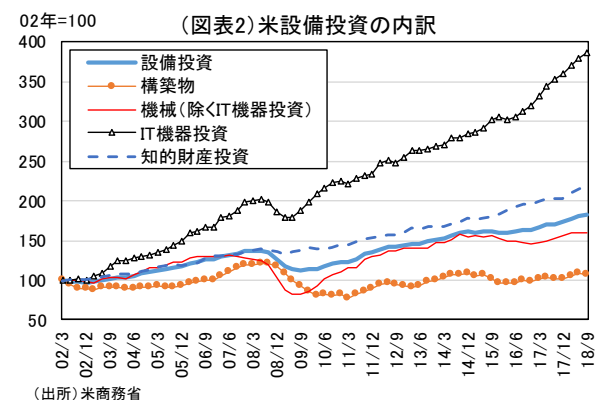
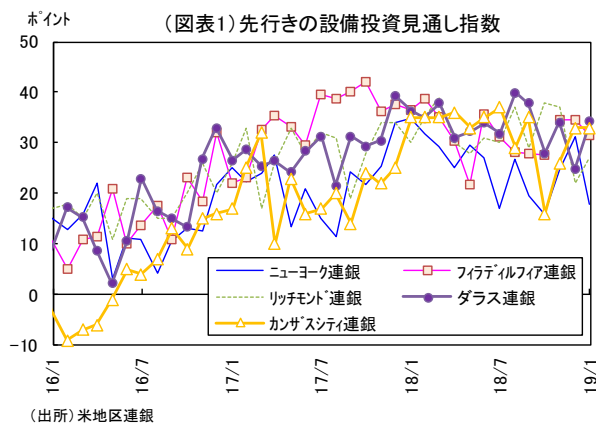
昨年12月から年始にかけて金融市場が混乱するなか、12月のISM製造業景況指数が大きく落ち込み、市場の不安を増大させた。ISM指数よりも前に発表されていた地区連銀の製造業景況指数も軒並み悪化していたが、先行きの設備投資見通しに関する指数については、総じて高水準で横ばい圏での推移となっており、企業マインドが萎縮するなかでも設備投資意欲の底堅さを示している（図表1）。

GDP統計で設備投資の内訳を見ると、構築物投資や機械投資（除くIT機器投資）が設備投資全体の伸びを下回って推移する一方、IT機器投資や、ソフトウェア・R&D投資などの知的財産投資が全体の伸びを上回って推移しており、後者の重要性が年々高まっている様子うかがえる（図表2）。足元では、「5G（第5世代移動通信システム）」に関連して米中間で激しい主導権争いが繰り広げられているが、米政府高官は、ビジネス面だけでなく国防上の理由でも「5G」技術が必要として、早期実用化を重要政策の一つに挙げており、投資拡大へのインセンティブはきわめて高い。今後の設備投資は、「5G」関連投資が下支え材料の一つとして寄与しよう。

### 複合的要因が設備投資を抑制

一方で、足元では設備投資の伸びを抑制する複数の要因が存在する。ロイター調査の企業利益予想をみると、2019年の利益率が大きく減速する見通しとなっている（図表3）。昨年的大幅増益は、米景気が絶好調だったことに加え、米連邦法人税率が2018年1月から35%→21%に引き下げられたことなどに伴うものであったが、今後はこうした要因が弱まることを見込まれ、2019年の増益予想が押し下げられている。

2019年からのねじれ議会によって政策運営が滞るリスクにも注意が必要である。現在、メキシコとの国境の壁建設問題で議会が紛糾しているが、今後、債務上限問題や財政の崖問題に関する協議が控えている。まず、債務上限問題に関しては、現在、法定債務上限が3/1まで適用停止となっており、それ以降については、上限の引き上げや適用停止期間の延長など、何らかの対応策を大統領と議会とで合意する必要がある（図表4）。もっとも、3/1以降の財政運営については、手元資金のやりくりで2~3ヵ月程度は持続可能と言われているが、その期間内に合意できない場合、政府は各種支払いに支障をきたし、政府機関の再開鎖や年金・給与の支払い停止のほか、国債の新規発行や



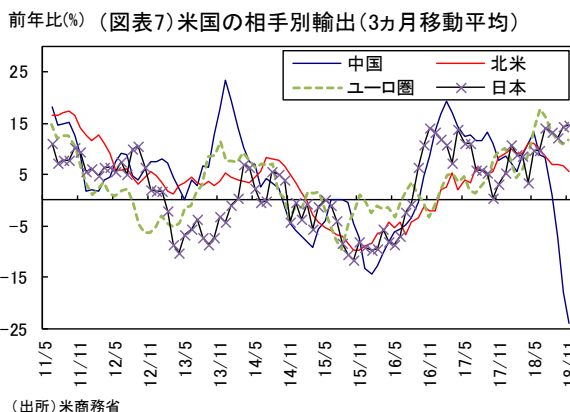
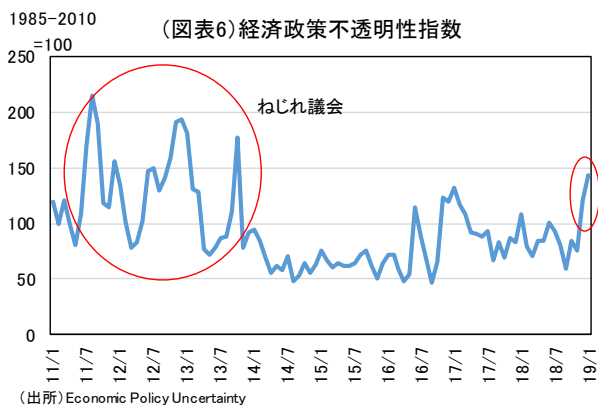
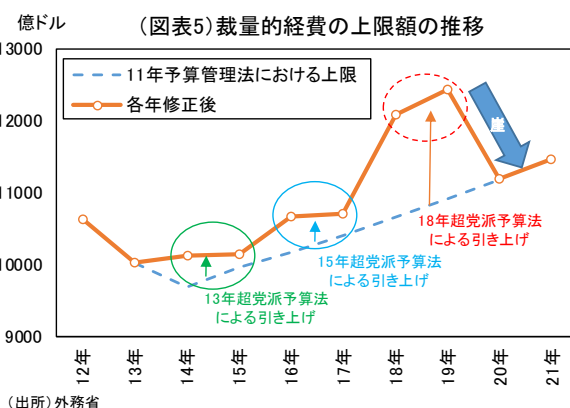
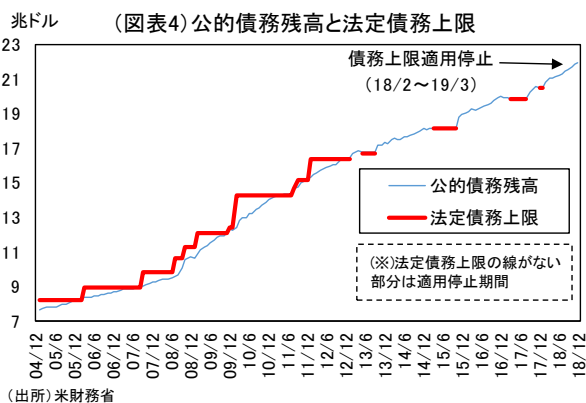
利払いが行なえず、デフォルトとなるリスクがある。

財政の崖問題も懸念材料である。金融危機後、米国では財政再建のため法律（2011年予算管理法）が制定され、各年度の裁量的経費に上限が設定されることとなったが（図表5）、その後、議会での協議を経て2019会計年度（2018/10～2019/9）分まで数度にわたって上限が引き上げられてきた。今のところ2020会計年度分の引き上げは行なわれておらず、このままだと前年度対比で1割近いマイナスとなる。上限の引き上げが実現しなければ、歳出額が崖のように減少し、米景気を下押しする要因となる。

昨年11月の中間選挙（下院）で勝利した民主党は、2020年の大統領選に向けて対決姿勢を強める見込みであるほか、トランプ大統領も支持基盤からの信任を保持するため、壁建設などの選挙公約を果たすことに邁進するとみられる。今後予定される債務上限引き上げや財政の崖に関する協議も難航するリスクがあり、政策に対する不透明感の高まりが設備投資を抑制する可能性が高い（図表6）。

**米中摩擦も重しに**

また、米中摩擦の行方にも注意が必要と考える。昨年の関税引き上げなどの影響により、米国からの対中輸出は減少している（図表7）。今後の通商政策に関しては、中国からの合計2,000億ドルにのぼる輸入品に対して昨年9月に10%へと引き上げた関税を25%に引き上げるかどうか、両国間で3/1を期限に協議中である。弊社の経済モデルによると、仮に25%に引き上げられれば、2019年の米国GDPを0.5～0.7%程度下押しすると試算される。今のところ、トランプ大統領からは、米中協議は上手くいっているとの楽観的な情報発信が目立っているが、たとえ関税引き上げが回避されたとしても、両国間の摩擦の本質が「次世代の覇権争い」にある以上、完全決着は考えられず、今後も長期にわたりさまざまな面で摩擦が続くことになる。増益基調を背景に設備投資の増加基調自体は続くと考えられるものの、こうした政治面からの不透明材料などが企業の積極的な設備投資を抑制する可能性が高く、設備投資の増勢は鈍化傾向が続くと予想する（担当：大広）。

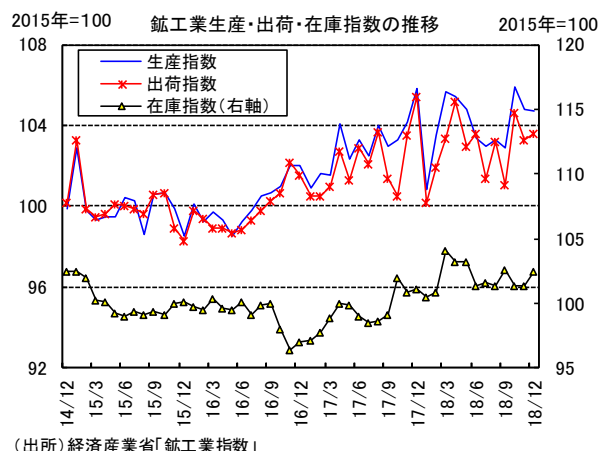


主要経済指標レビュー (1/28~2/11)

《日本》

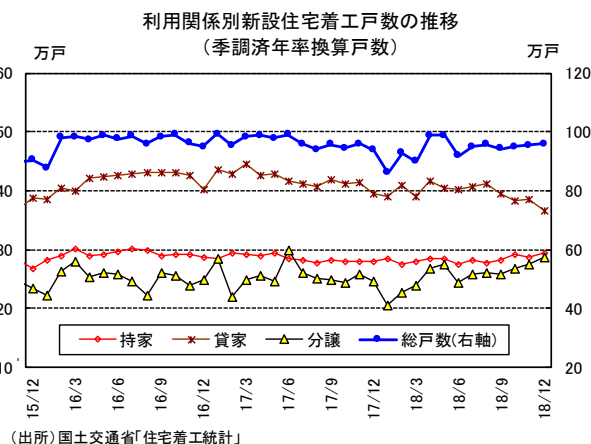
○ 12月鉱工業生産指数 (1月31日)

12月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲0.1%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。四半期ベースで見ると、10-12月期は前期比+1.9%と、2期ぶりのプラス。基調判断は「生産は緩やかな持ち直し」が維持された。米中貿易摩擦や日米通商交渉の動向など、トランプ政権の通商政策に対する懸念の高まりがマインド面での重しになっており、引き続き交渉の行方には留意が必要である。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、海外需要にけん引される形で、今後の鉱工業生産は均せば緩やかな回復が続くと予想する。内需に関しては、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ある程度寄与するとみている。



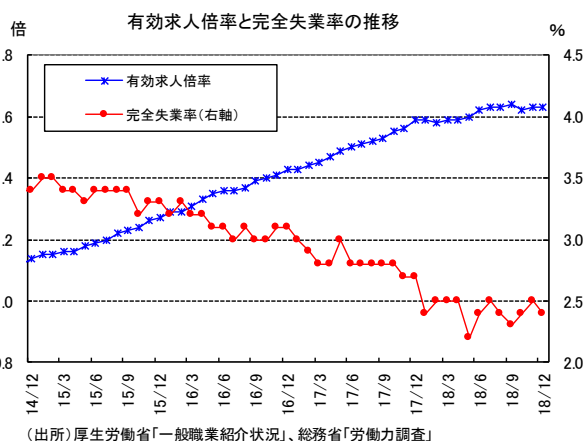
○ 12月新設住宅着工戸数 (1月31日)

12月の新設住宅着工戸数(季調値)は前月比+0.6%と、3ヵ月連続のプラスとなった。利用関係別では、貸家は同▲5.0%と2ヵ月ぶりのマイナスとなったものの、持家は同+2.4%と、2ヵ月ぶりのプラス、分譲は同+4.4%と3ヵ月連続のプラスになった。今後については、低金利環境など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き、貸家着工は減少傾向で推移するとみられる。2019年10月実施予定の消費増税前に向けて駆け込み需要が見込まれるものの、住宅着工は均せば鈍化傾向で推移すると予想する。



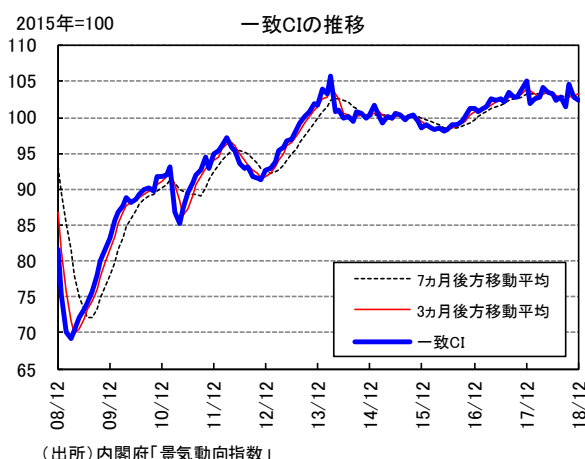
○ 12月雇用関連統計 (2月1日)

12月の雇用関連統計は、完全失業率(季調値)が2.4%と前月から0.1%ポイント低下(改善)し、引き続き低水準で推移している。一方、有効求人倍率(季調値)は1.63倍と、こちらは前月から横ばいながら、求人数が求職者数を大きく上回る状態が続いている。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していくとは考えにくい。依然として企業側の採用ニーズは、人員調整も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みている。



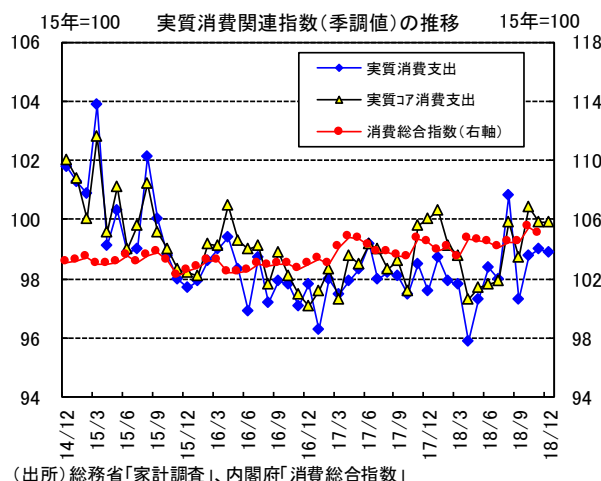
○ 12月景気動向指数 (2月7日)

12月の景気動向指数では、一致CIが102.3(前月差▲0.6ポイント)と、2ヵ月連続で低下した。内閣府の基調判断は、9月に下方修正された「足踏みを示している」が維持された。個別系列では、7系列中6系列が押し下げに寄与しており、商業販売額(卸売業)、投資財出荷指数(除輸送機械)、有効求人倍率(除学卒)などのマイナス寄与が大きかった。先行CIは97.9(前月差▲1.2ポイント)と、こちらは4ヵ月連続の低下。今後の国内景気は、米国発の貿易戦争懸念など不安要素は残るものの、米国をはじめ海外景気は腰折れするとまでは考えておらず、人手不足を背景とした省力化・省人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。



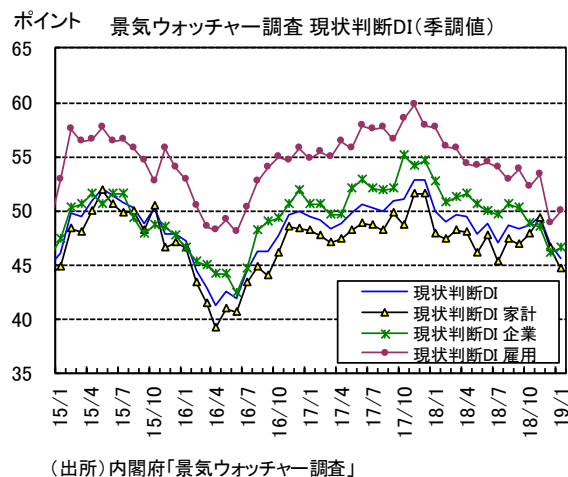
○ 12月家計調査 (2月8日)

12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+0.1%と、4ヵ月ぶりのプラスとなった。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は同+2.1%と2ヵ月連続のプラス、実質消費支出は同▲2.5%と3ヵ月連続のマイナスとなった。平均消費性向は65.5%(季調値)と前月比▲4.6ポイント低下した。前月同様に住居の設備修繕や維持などが増えた一方で、食料等が引き続き落ち込んだ。今後の個人消費については、耐久消費財の買い替えサイクルによる需要押し上げなどから底堅く推移するとみている。ただ、月例賃金の力強い伸びが期待できないことから、回復ペースは引き続き緩慢なものにとどまるとみる。



○ 1月景気ウォッチャー調査 (2月8日)

1月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が45.6と、先月から▲1.2ポイントと2ヵ月連続で悪化し、節目の50を13ヵ月連続で下回った。内訳を見ると、家計DIが大きく悪化し、企業DI、雇用DIは改善した。インフルエンザの流行による外出手控えなどが影響したと考えられる。基調判断は「緩やかな回復基調が続いているものの、一服感がみられる」がすえ置かれた。先行き判断指数は前月から+1.5ポイントの49.4と2ヵ月ぶりに改善し、家計DI、企業DI、雇用DIすべてが改善した。先行きについての景気ウォッチャーの見方は、「海外情勢等に対する懸念もある一方で、改元や大型連休等への期待がみられる」とまとめられている。

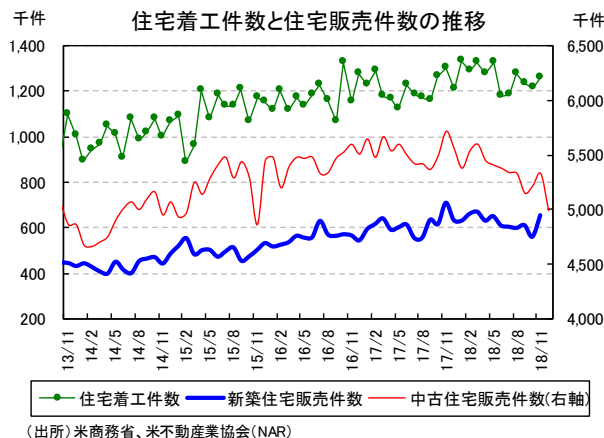




《米 国》

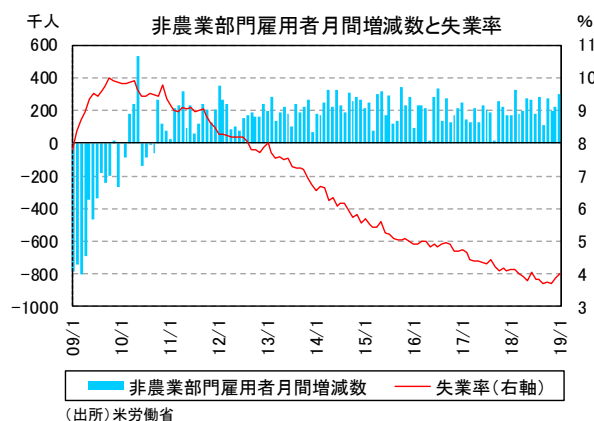
○ 11月新築住宅販売件数（1月31日）

米政府機関の一部閉鎖により、公表が先送りされていた11月の新築住宅販売件数が発表され、年率換算で65.7万戸、前月比+16.9%と大幅に増加し、2ヵ月ぶりのプラスとなった。株価の下落などを受けて金利が大きく低下したことに伴い、住宅ローン金利も約8年来の高水準から低下したことなどが後押しになったとみられる。ただ、住宅市場の先行指標とされる住宅着工許可件数は上下に振れつつも減少傾向が続いているほか、住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数も低下基調で推移している。6ヵ月以内に新居を購入したいと考える家計が減少していることや家計の住宅取得能力指数が過去10年間で最も低い水準近辺で推移していることを踏まえれば、今後も住宅投資は米国家景気の抑制要因として寄与しよう。



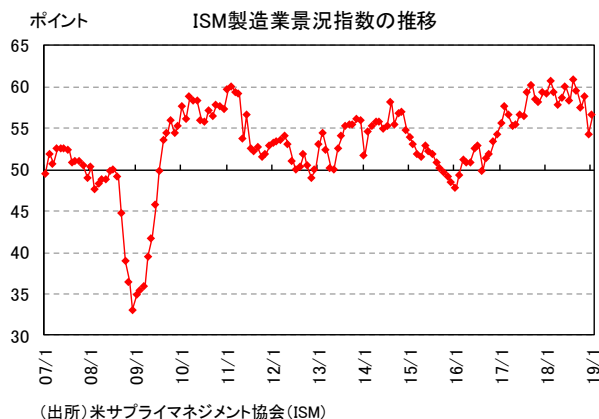
○ 1月雇用統計（2月1日）

1月の非農業部門雇用者数は前月比+30.4万人と大幅な増加となり、3ヵ月移動平均でも同+24.1万人と堅調な結果になった。失業率は4.0%と前月から0.1%ポイント上昇（悪化）したものの、政府機関の一部閉鎖による影響があったとみられ、総じてみれば足元の雇用環境は良好と言える。注目の時間当たり賃金は前年比+3.2%と前月の同+3.3%からプラス幅が縮小した。ただ、賃金の伸びは失業率の動きに半年程度遅行する傾向が見られることから、当面上昇傾向を持続しよう。もっとも、法人税減税の効果一巡により企業業績の改善ペースは鈍化が見込まれることなどから、企業は本格的な賃上げに踏み出しにくいと考える。失業率はリーマン・ショック前の水準から大きく改善しているものの、賃金は当面リーマン・ショック前と比べて緩やかな伸びにとどまろう。



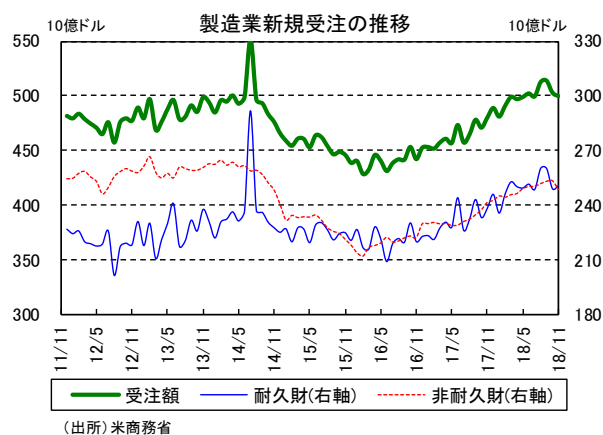
○ 1月ISM製造業景況指数（2月1日）

1月のISM製造業景況指数は56.6と2ヵ月ぶりに上昇し、世界景気の不透明感や米政府機関一部閉鎖の影響などにより大きく低下した12月から反発した。構成項目別に見ると、生産、新規受注、在庫が上昇する一方、雇用、リードタイムが低下した。業種別に見ると、拡大を報告した業種が前月から増加し、縮小を報告した業種が前月から減少しており、企業マインドが広がりを持って改善した様子が見える。公表資料で示された回答者のコメントでは、政府閉鎖で新商品の認可に影響が出ているとの声が聞かれる一方、11,12月に比べて1月は良いスタートを切った、など明るい声も聞かれた。貿易摩擦問題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。



○ 11月製造業新規受注（2月4日）

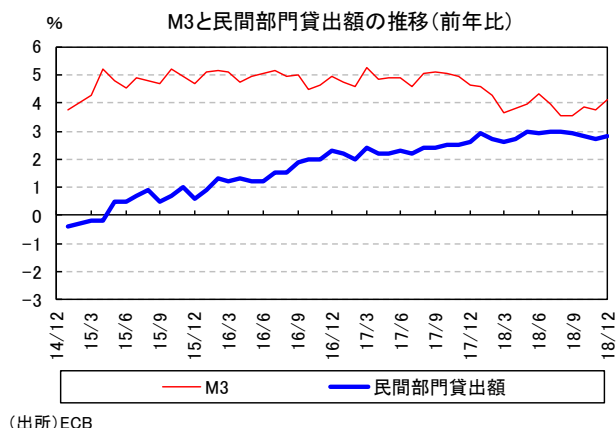
11月の製造業新規受注は前月比▲0.6%と2ヵ月連続で減少した。変動の激しい輸送機器を除くベースでも同▲1.3%と17ヵ月ぶりの減少となった。財別に見ると、航空機受注の増加などにより耐久財が3ヵ月ぶりに増加したものの、非耐久財が同▲1.9%と9ヵ月ぶりにマイナスとなった。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）は同▲0.6%と、2ヵ月ぶりに減少した。企業の増益基調は続いているものの、大規模な財政政策により一時的に押し上げられている面も大きく、企業の期待成長率の上昇につながりにくい状況にあるほか、通商問題への懸念も燻っていることから、非防衛資本財受注（除く航空機）は、今後頭打ち感を強めよう。



《 欧 州 》

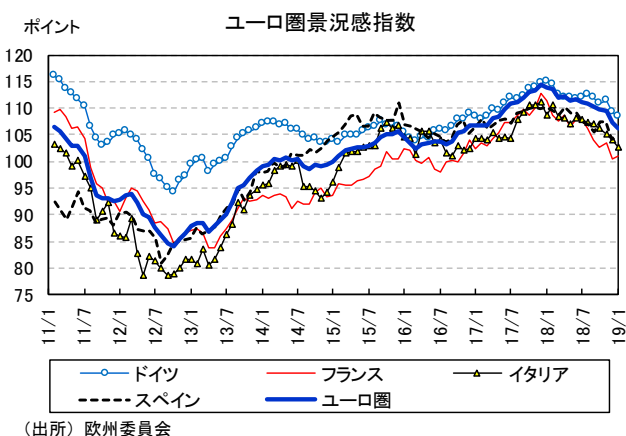
○12月ユーロ圏マネーサプライ（1月28日）

12月のユーロ圏マネーサプライ（M3）は前年比+4.1%と、前月の同+3.7%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額は同+2.8%と、前月の同+2.7%から小幅に伸び幅が拡大した。民間向け貸出額の内訳では、保険会社・年金基金向けが同+5.1%→+16.6%と伸び幅が拡大したものの、家計向けは同+3.2%→+3.0%、非金融企業向けは同+2.9%→+2.8%と伸び幅が縮小した。ECB（欧州中央銀行）は1月の理事会で、「現行の政策金利は少なくとも2019年夏の間まではすえ置く」とのフォワード・ガイダンスを維持しているものの、ユーロ圏景気の減速リスクが高まっていることから、ECBによる利上げは2020年以降にずれ込むと予想する。



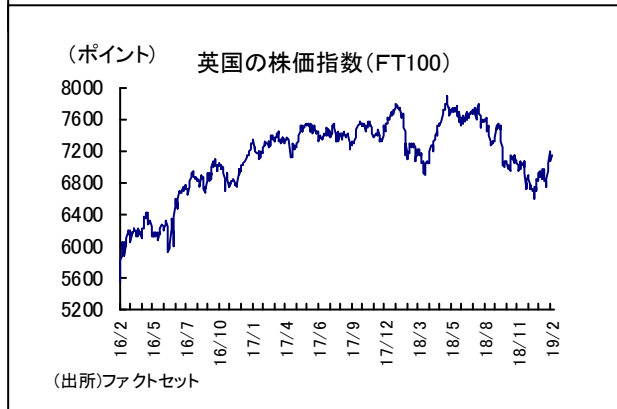
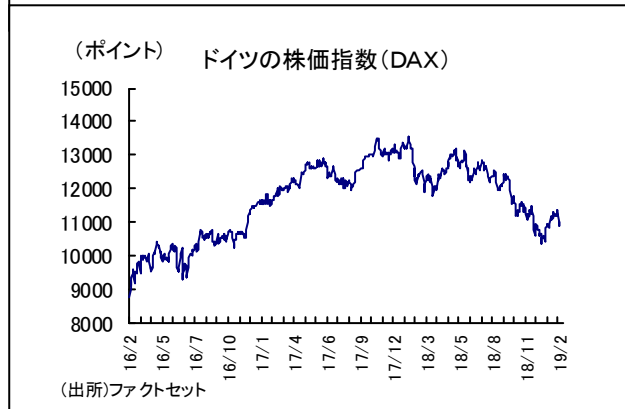
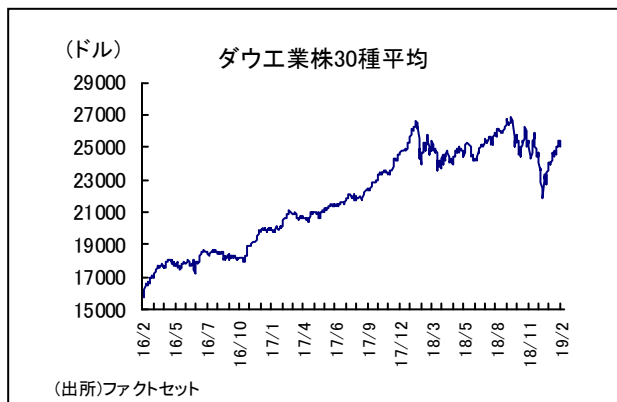
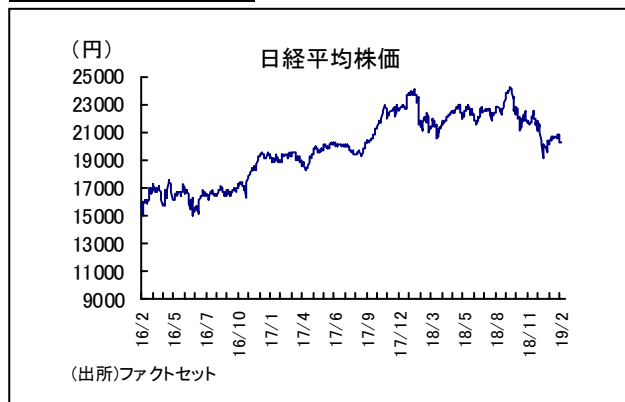
○1月ユーロ圏景況感指数（1月30日）

1月のユーロ圏景況感指数は106.2と、13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（▲8.3→▲7.9）、建設業景況感（7.3→8.2）が改善したものの、鉱工業景況感（2.3→0.5）、サービス業景況感（12.2→11.0）、小売業景況感（▲0.1→▲1.9）がそれぞれ悪化した。主要国別では、フランス（100.5→101.0）、スペイン（104.3→104.4）が改善し、ドイツ（109.3→108.5）、イタリア（104.1→102.8）が悪化した。英国のEU離脱問題は解決の道筋が依然不透明であり、米中貿易摩擦は一段と激化するおそれもあることから、家計・企業のマインドは悪化の一途をたどっている。世界景気の先行き不透明感の高まりを背景に、ユーロ圏の景気回復ペースは当面の間、緩慢なものにとどまると予想する。

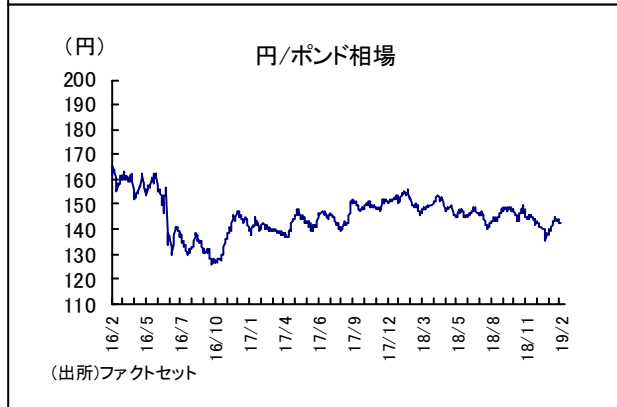
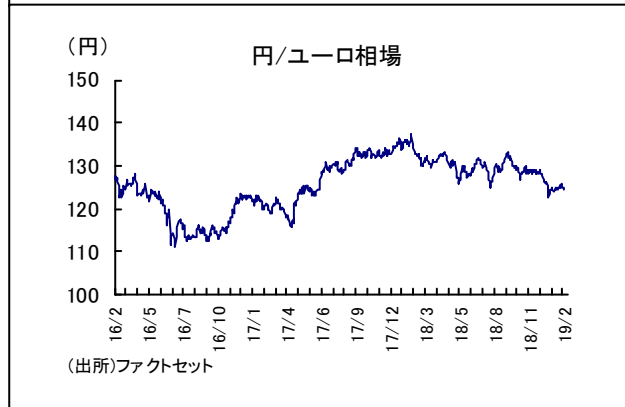
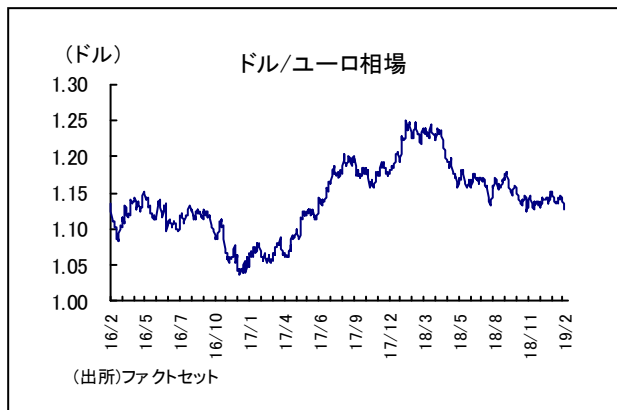
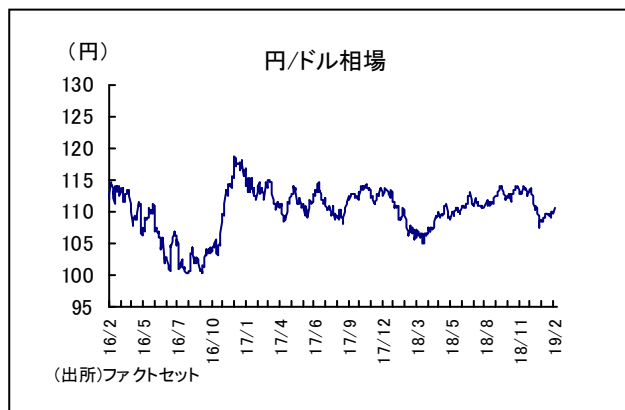


日米欧マーケットの動向 (2019年2月12日現在)

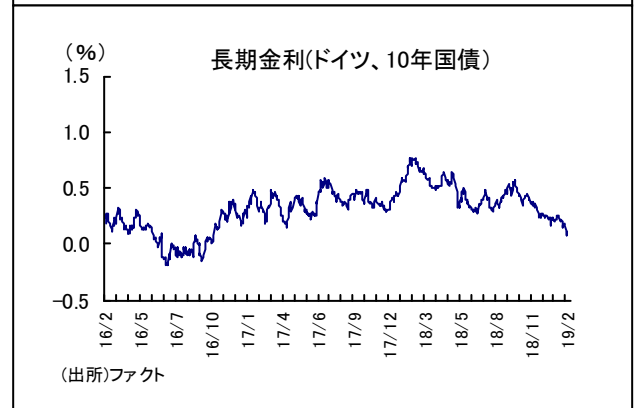
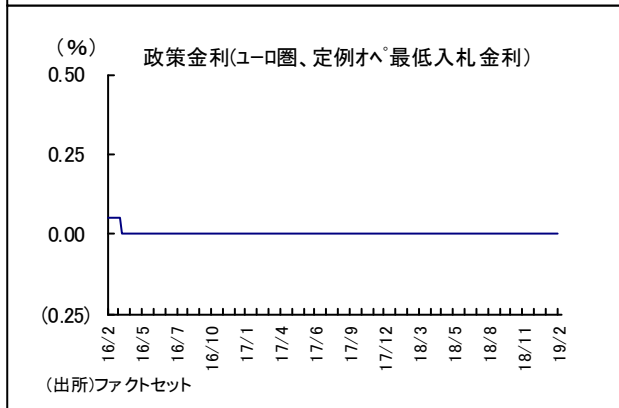
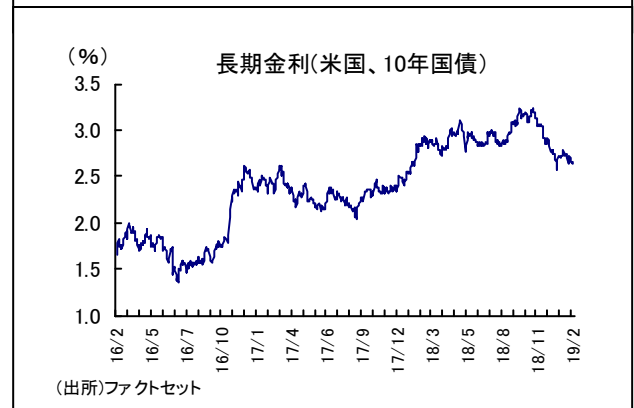
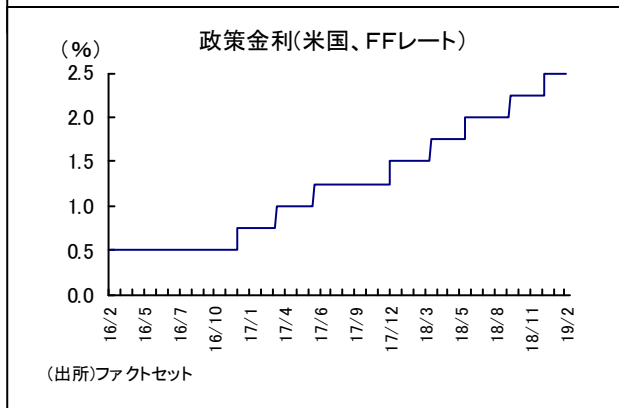
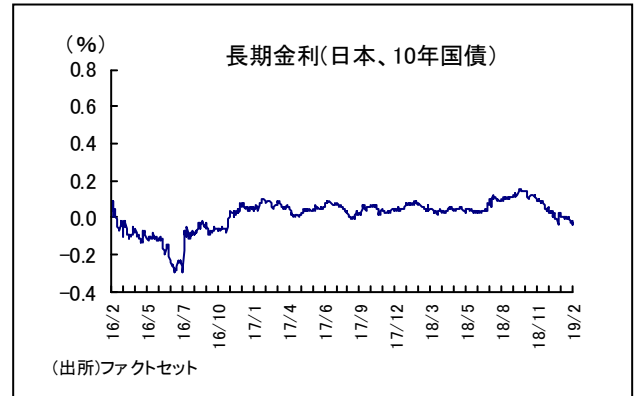
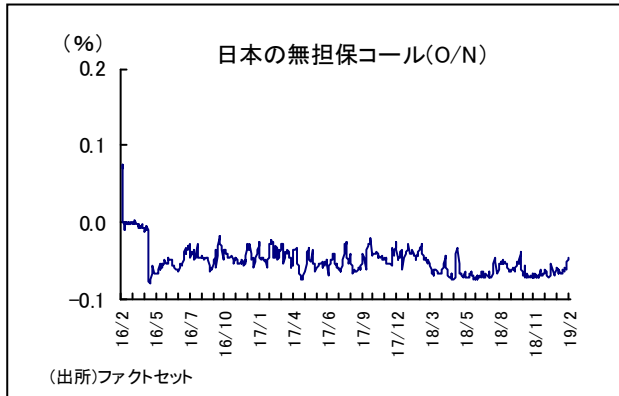
▽各国の株価動向



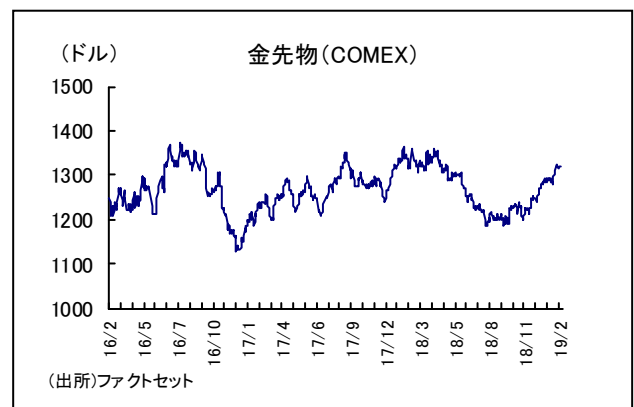
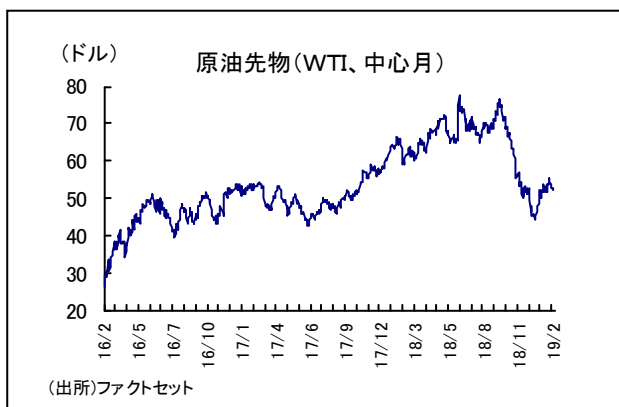
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



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

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、大広泰三、久保和貴、柳田亮、  
西山周作、木下裕太郎