



<フォーカス>行き詰る金融政策

4月17日に日銀から発表された金融システムレポートでは、銀行の不動産業向け融資がバブル期以来の過熱状態にあるとの見方が示された。約6割の地方銀行が10年後は最終赤字になるとの分析も示すなど、全体として、金融政策の副作用を意識した内容となっている。

これが金融政策のかじ取りに直結するわけではないが、物価が低迷を続けるもとでも、「バブル」が起こりうることを、日銀が自らのレポートで示した点には意味がある。実際、21世紀の世界経済は、過剰になったマネーが、IT株、住宅、信用市場、原油、新興国、そして債券へと次々に主戦場を変えながらバブルを作り出してきた歴史であり、その崩壊がたびたび金融システムを揺るがしてきた。元をただせば日本の「失われた20年」のきっかけも資産デフレであり、一般物価の下落ではない。我々は、経済の不均衡が物価にのみ現れるわけではないということ、こうした中で教条的に物価目標の達成を掲げ、ひたすら金融緩和を進める姿勢が正しいのかどうかを改めて考える必要がある。

たとえ物価目標の達成が最重要事項だとしても、日銀にその能力がないこともこの6年で明らかとなった。かつてリフレ派は、白川日銀の緩和不足を糾弾し、大胆な金融緩和を実施すればすぐにでも物価目標は達成できると標榜したが、政権交代でリフレ派が牛耳るようになった日銀は今週、物価目標が2年どころか9年経っても達成できないとの見通しを示す公算である。白川日銀がリーマンショック、東日本大震災、欧州債務問題という弩級ショックを経験してきたことを考えれば、もはやいかなる「言い訳」も通用しない。黒田日銀も、YCC(イールドカーブ・コントロール)以降は事実上の延命策に軸足を移している。これ以上、有効な追加緩和手段が残っているとみる向きも少ない。かつての帝国陸軍よろしく、撤退を転進と言い張るような理屈付けは見事だが、その真意は市場関係者に見透かされているのが現実でもある。

結局、ゼロ金利到達後は、何をやっても追加的な緩和効果はごくわずかであった。潜在成長率が低い中では、有望な投資案件は限られ、緩和マネーはより手っ取り早く収益の得られる資産市場に流れ込む。そうなる成長戦略で潜在成長率を引き上げるしか処方箋はないが、肝心のTFP(全要素生産性)は、アベノミクス始動後、一貫して低下しており、直近ではわずか0.10%しかないという残念な事実がある。

行き詰っているのは日銀だけではない。金融危機後は、主要国がこぞって超金融緩和に勤しんできたにもかかわらず、世界経済の回復スピードは緩慢であった。米国だけは曲がりなりにも正常化に成功したが、2%半ばの短期金利など一度の景気後退であつというまに吹き飛んでしまう。それもあつてか、FRB(米連邦準備制度理事会)は長期金利を操作する新しい金融緩和手法を検討中とされているほか、ECB(欧州中央銀行)は副作用を和らげるため、当座預金に階層構造を設ける見込みだという。なんのことはない。ここでも日銀がフロントランナーぶりを発揮した形である。主要国の中央銀行の苦闘ぶりをみると、行き詰っているのは金融政策というより、背景にある主流派経済学そのものということなのかもしれない。(Kodama wrote)

目次

<フォーカス> 行き詰る金融政策	1	・底入れが確認された中国景気	8
・経済情勢概況	2	・主要経済指標レビュー	12
・期待できない個人消費の加速	3	・日米欧マーケットの動向	17

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。

期待できない個人消費の加速

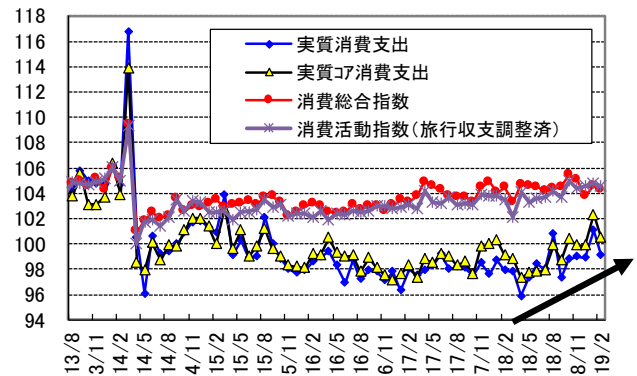
家計調査の個人消費は持ち直す

足元の日本の個人消費は、緩やかな回復傾向が続いている。2月の家計調査によると、2人以上世帯の実質消費支出は前月比▲2.0%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなったものの、昨年後半以降、均せば緩やかな回復傾向に転じている様子が確認できる(図表1)。需要側のみから作成される家計調査については、回答世帯の偏りなどにより、消費の実勢から乖離している可能性がたびたび指摘されるが、内閣府が需要側と供給側の統計を合成して作成している消費総合指数や、日銀が財とサービスに関する各種の販売・供給統計を基礎統計として作成している消費活動指数も緩やかな回復傾向が続いている。なお、日銀の消費活動指数について、旅行收支調整済(除くインバウンド消費、含むアウトバウンド消費)と調整前の指数を比較すると、前回の消費増税以降、調整前の指数が調整済の指数を上回る推移が続いており(図表2)、この5年間の国内販売がインバウンド消費に助けられてきたことがわかる。

消費増税前の駆け込みは見えず

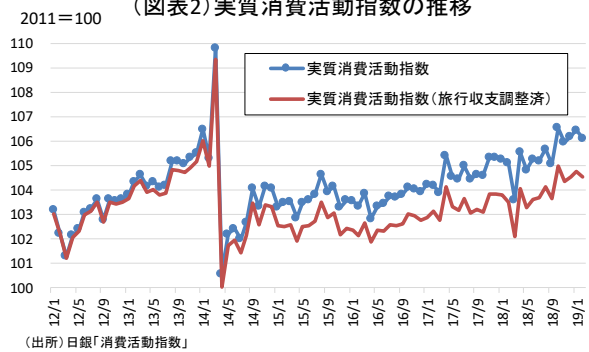
また、消費活動指数の内訳をみると、全体の約4割を占める非耐久財が横ばい圏内の動きが続く一方、全体の1割を占める耐久財と約半分を占めるサービス消費が、16年以降、けん引役になっている(図表3)。もっとも、足元の耐久財の伸びは、前回の消費増税前の同時期の動きと比べればはるかに緩慢で、いまだ駆け込み需要が本格化している様子は見られない。これについては、前回より増税幅が小さいのに加え、前回すでに2回分の増税をにらんだ駆け込みが入っていた可能性が高いこと、前回購入した耐久財がまだ買い替え時期に達していないこと等が要因と考えられる。7月にはオリンピックまで1年を切るということで、関連報道も増えるとみられ、夏場以降はテレビの買い替え等がそれなりに進む展開が予想されるが、駆け込みとその反動減の規模は前回を大きく下回る可能性が濃厚である。また、筋の良さあしは別として、政府の手厚い対策が打たれていることから、消費増税が景気後退の引き金を引く可能性は

(図表1) 実質消費関連指数(季調値)の推移



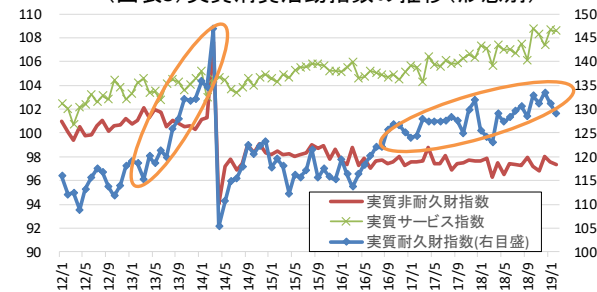
(出所) 総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」、内閣府「消費総合指数」

(図表2) 実質消費活動指数の推移



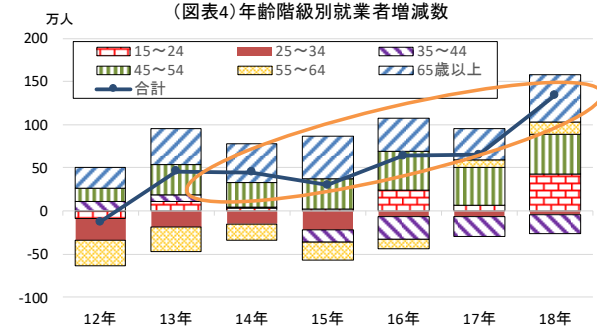
(出所) 日銀「消費活動指数」

(図表3) 実質消費活動指数の推移(形態別)



(出所) 日銀「消費活動指数」

(図表4) 年齢階級別就業者増減数



(出所) 総務省「労働力調査」

低いとみる。

高齢層と女性に偏る就業者

雇用需給は一段と引き締まっている。総務省の労働力調査によると、18年通年の就業者数は前年から134万人の増加で、17年の65万人を大きく上回った。これは、アベノミクス始動後の13年～17年の年平均の増加幅の50万人を2倍以上上回る。にもかかわらず、平均賃金の伸びは冴えない。理由のひとつは、増加した就業者の年齢別、男女別の構成である。まず、年齢構成をみると、134万人のうち、65歳以上が55万人で、全体の41%を占めるなど、高齢層に大きく偏っている(図表4)。男女別では、女性が87万人と、全体の66%を占める(図表5)。こうした傾向はアベノミクス始動後変わっていないが、18年は一段と拍車がかかった形である。

女性の「M字カーブ」がすでに解消しつつあるのもよく知られているところで(図表6)、「1億総活躍社会」の実現という意味では、安倍政権の目論見通りといえるが、これは残念ながら成長戦略のおかげというよりも、単に人手不足を反映した雇用シフトと言えそうだ。また、こうして増加した高齢層、女性の労働力の多くは非正規雇用とみられ(図表7)、相対的に賃金の低い層が中心になっていることが、平均賃金の伸び、ひいては個人消費の伸びの鈍さにつながっている。家計調査で確認すると、世帯主の年齢が65歳以上の二人以上世帯の平均消費支出は、55～64歳のそれを2割程度下回る(図表8)。

賃上げ自体も鈍い

男女別、年齢別のほか、政府が最近就労支援を表明した「就職氷河期世代」が足元では労働力のボリューム層となっていることも、平均賃金の押し下げ要因になっているとみられる。ただ、こうした属性要因を除いてもなお、賃上げのペースが鈍いのも確かである。このところ信頼を失いつつある毎勤統計だが、前年比を見るうえで有用と考えられる共通事業所ベースの現金給与総額をみると、19年2月は前年比0.5%にとどまっている(図

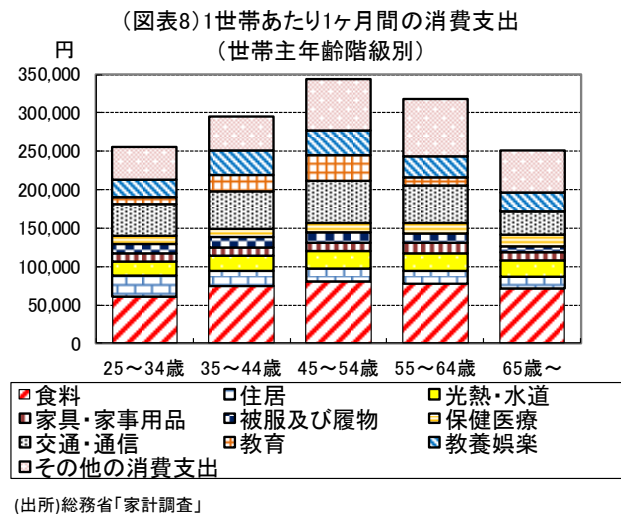
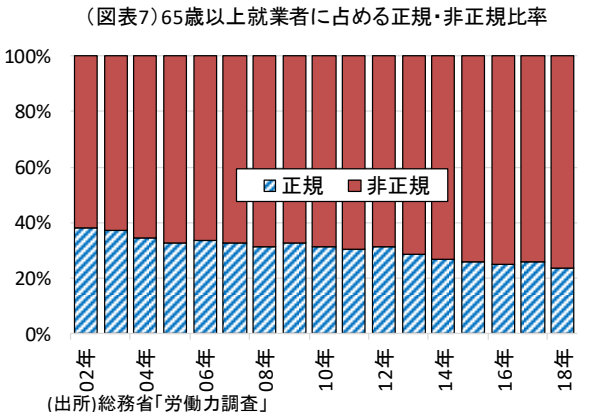
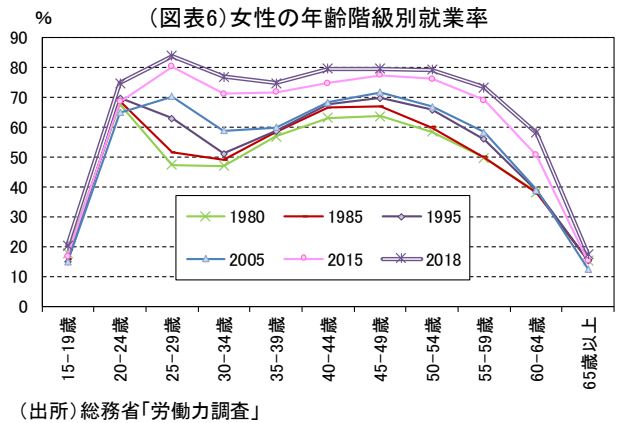
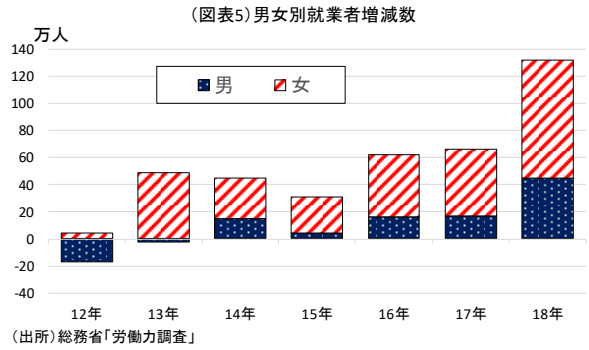
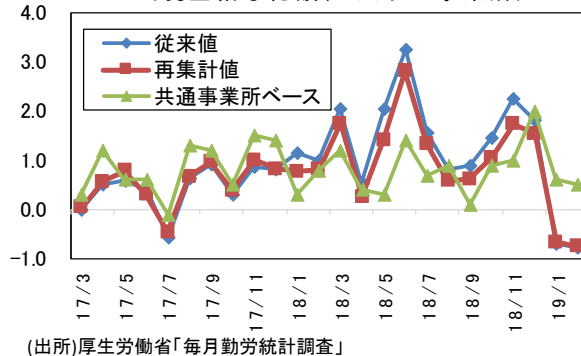


表9)。19年の春闘も冴えない結果になることがほぼ確実な情勢である。労務行政研究所が実施している「賃上げ等に関するアンケート調査」の結果をみると、主要企業の2019年の賃上げ予想率は前年比+2.15%（定期昇給を含むベース）と、2018年の予想率からわずかに+0.02%の上昇にとどまっている（図表10）。賃上げ率は、年齢や勤続年数に応じて毎月の給与を増やす「定期昇給（定昇）」と、定昇のベースとなる基本給全体の水準を底上げする「ベースアップ（ベア）」に分けられるが、3月13日の春闘の集中回答日では、ベアの水準について、前回18年の水準を割り込む回答が相次いだ。連合が発表した2019年春闘の回答3次集計（4月3日時点）によると、平均賃金方式で回答を引き出した2,276組合の平均の賃上げ率は+2.15%と、前年同時期をわずかに0.02%上回るにとどまっている。個人消費の行方を占うにあたって重要なのはベアの水準だが、昨年のベアが0.5%前後だったと推計されるのに対し、19年はほぼ同水準か、若干下回る着地が有力な情勢である。

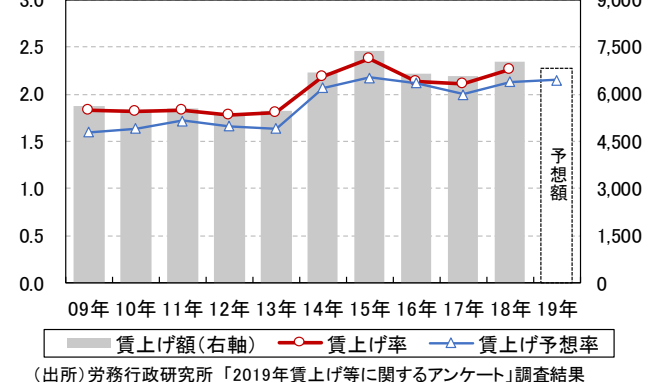
賃金低迷の主因は成長期待の低下

深刻な人手不足にもかかわらず、企業がいまだに正規雇用の採用や賃上げを抑制しようとする背景には、企業の中長期的な成長期待の低下があると考えられる。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」で、企業の業界需要の実質成長率見通し（5年後）をみると、金融危機以降は1%前後での低位での推移が続いている。安倍政権下で景気回復トレンドが続くなかでも、上向き兆しが見えない（図表11）。こうした企業の成長期待のトレンドは、潜在成長率のトレンドともほぼ一致している。足元の日本の潜在成長率は1%を割り込んでいる可能性が有力である。従って、賃金が上がらないのは経営者がデフレマインドに取りつかれているからだといった類の批判は当たらない。むしろ、経営者は目先の景気に左右されない慧眼さを有しており、潜在成長率に則った正しい中長期見通しのもとで、妥当な賃上げ計画を練っているということになる。実際のところ、人口減少という絶対外れない、わかりやすい材料がある以上、

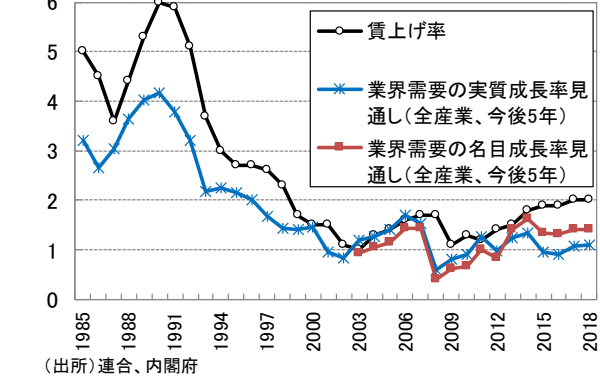
前年比(%) (図表9) 毎月勤労統計のデータ比較 (現金給与総額、5人以上事業所)



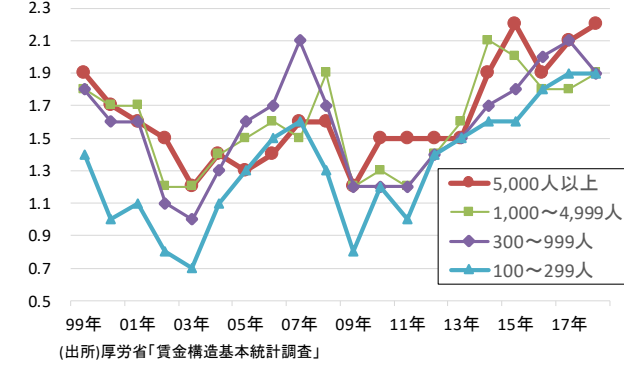
(図表10) 主要企業の賃上げ予想率と実績



(図表11) 賃金水準上昇率と賃上げ率



(図表12) 企業規模別賃上げ率の推移



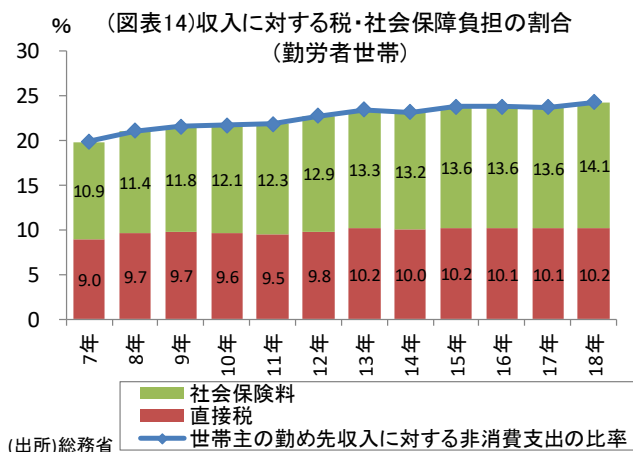
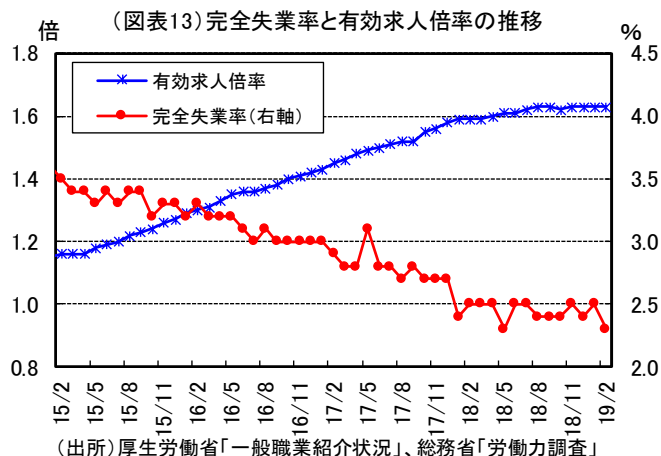
誰も日本の中長期的な内需の成長性に強気のビューは描けない。外需主導の大企業はともかく、地方の内需型の多くの中小企業にとって、賃上げはいまだに遠い夢というのが現実で、人手不足だからといって無理に賃金を上げて人を集めるより、むしろ仕事の受注を断念する経営者が少なくないのが実態と考えられる。企業規模別の賃上げ率をみると、金融危機後の賃上げは大企業主導となっているほか(図表12)、ここへきて有効求人倍率にも頭打ちの兆しが出てきている(図表13)。従って、日本の潜在成長率が顕著に上昇し、それに伴って企業の成長期待も上昇しないことには、安定的な賃上げトレンドの実現は望めないと考えられる。当然ながらハードルは高い。政府の成長戦略が実を結ぶか、もしくは政府の助けがなくとも、第4次産業革命が大きく花開いて生産性革命のような展開をもたらさない限り、賃上げ率が現状のレベルから顕著に上がる展開は考えにくいということである。期待するなら後者だが、少なくとも2020年までの見通し期間中に状況が著しく好転することはないだろう。

税・社会保障の負担増も一因

また、勤労者世帯(農林漁家含)の世帯主収入に占める社会保険料と直接税の割合をみると、この10年間で3.2%上昇している。社会保険料だけで2.7%の上昇である(図表14)。この10年間で社会保険料は年平均で2.0%伸びてきたのに対し、世帯主収入は逆に年平均で▲0.2%ずつ減少してきた結果である。勤労者世帯の社会保険料は労使折半であり、経営側も同じだけ負担額が増加してきたことを意味する。つまり、企業にとっては貴重な賃上げ原資を政府に「ピンハネ」されてきたということで、こうした賃金以外の雇用コストが上昇してきたことも、賃上げの動きを鈍くしてきた要因のひとつとみられる。

原油価格の反転も不安材料

つい数ヵ月前まで筆者は、19年度の個人消費を占うにあたっては、原油価格の低下に伴う実質所得の増加が下支えになる展開が期待できると考えていたが、ここへきて原油価格が再び騰勢を強めてきたことから、雲行きが怪しくなってきた。当社の経済モデル(OEGM)で、4-6月期に原油価格が10ドル上昇した場合の影響を試算すると、上昇しない場合に比し、19年度の個人消費が▲0.0%、20年度の個人消費が▲0.2%それぞれ押し下げられる(図表15)。4-6月期、7-9月期、10-12



(図表15)原油価格が変動した場合の主要経済指標への影響

①原油価格が19年4-6月期に10ドル上昇した場合

	実質個人消費支出	実質個人所得	実質GDP	雇用者数
2019年	▲0.0	▲0.2	▲0.0	▲0.0
2020年	▲0.2	▲0.4	▲0.1	▲0.1

②原油価格が19年4-6月期から10-12月期まで10ドルずつ計30ドル上昇した場合

	実質個人消費支出	実質個人所得	実質GDP	雇用者数
2019年	▲0.1	▲0.3	▲0.0	▲0.0
2020年	▲0.5	▲0.9	▲0.2	▲0.1

(出所)OEGMより明治安田生命作成

月期にそれぞれ10ドルずつ、年内に30ドル上昇した場合を想定すると、19年度の個人消費が▲0.1%、20年度の個人消費が▲0.5%大きく押し下げられる。今後の原油価格には引き続き注意が必要である。

消費マインドは急低下だが

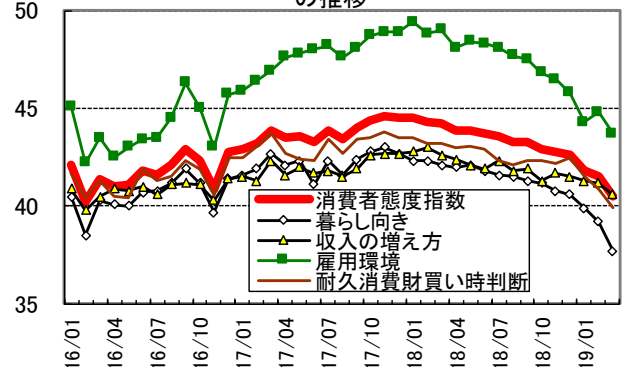
こうした状況下で、消費マインドは低迷している。3月の消費者態度指数は40.5と、6ヵ月連続の悪化となった。既往ピークの17年11月からは、累計4.1ポイントの低下である(図表16)。内訳をみると、「暮らし向き」と「雇用環境」がいずれも17年11月から5ポイント以上の悪化となっている。賃金の伸びが鈍いこともあって、失業率が記録的な低水準で推移するなかでも、「雇用環境」への消費者の見方は厳しい。「暮らし向き」への不安も急速に高まっており、昨年末以降の株安や、海外経済の減速が大きく影響しているとみられる。

ただ、米国では、3月の雇用統計がV字型回復を示すなど、引き続き景気が堅調に推移している様子が示されている。中国景気も、PMI等の企業景況感が切り返すなど、底打ちの兆しがみえる。当社では20年度までの予測期間中に海外景気の後退局面入りはないとみており、海外景気に起因した消費者マインドの下押し圧力は今後次第に緩和に向かうと予想している。

また、国内では改元やオリンピック等の各種イベントが押し上げ要因となろう。間近に迫った10連休は、国内旅行需要を中心に、個人消費の押し上げに繋がる可能性が高い。この間、工場の多くが操業を止めるのでGDPは下がるとの見方もあるが、重要な

のは需要サイドであり、需要が伸びるのであれば、企業は必要に応じ前倒しでの生産体制を敷くと考えられる。改元に伴う関連需要のほか、前述のように7月には東京オリンピックまで1年を切ることで、関連報道が増え、小売店も販促に力を入れると予想される。9月から11月にかけて開催されるラグビーワールドカップや、年度後半の各種競技場の完成も、お祭りムードの醸成に一役買うだろう。賃金の力強い伸びが期待できない以上、おのずから限度があるにせよ、20年度までの個人消費は、消費マインドの回復に伴い、緩慢な回復トレンドが持続すると予想する。(担当:小玉)

ポイント(図表16)消費者態度指数(一般世帯・季調値)の推移



(出所)内閣府「消費動向調査」

(図表17)2019年日本の政治・経済カレンダー

日程	イベント
2019/1/1 火	景気拡大局面が74ヵ月に到達?戦後最長?
1/7 日	昭和天皇陛下崩御「三十年式年祭」
1/29 火	マイナス金利導入から3年
2/23 土	安倍首相の在職日数2617日、吉田茂を抜いて史上4位
2/24 日	天皇陛下在位30年の記念式典
4/1 月	新元号発表、「令和」に決定
4/4 木	量的質的緩和開始から6年
4/7&21 日	第19回統一地方選(18,19歳が投票可能に)
4/22 金	安部首相欧米歴訪(~28日)
4/27 土	10連休スタート
4/30 火	天皇陛下退位、平成最後の日
5/1 水	新天皇が即位。改元の実施
5/26 日	トランプ大統領訪日(~28日)
6/7 金	安倍首相の在職日数2721日、伊藤博文を抜いて史上3位
6/8 土	G20財務相・中央銀行総裁会議が福岡市で開催予定(8~9日)
6/28 金	主要20か国・地域(G20)首脳会議が大阪で開催予定(28~29日)
7/21or28 日	第25回参議院通常選挙
7/24 水	東京オリンピックまであと1年
8/24 土	安倍首相の在職日数2799日、佐藤栄作を抜いて史上2位、戦後1位
9/20 金	ラグビーW杯開幕
9/21 土	イールドカーブコントロール導入から3年
10/1 火	消費税率10%に引き上げ
10/22 火	即位礼正殿の儀
11月頃 金	新国立競技場が竣工予定(日程未定)
11/2 土	ラグビーW杯決勝戦
11/14 木	大嘗祭(14~15日)
11/20 水	安倍首相の在職日数2887日、桂太郎を抜いて史上1位
12月頃 日	東京オリンピックの水泳競技会場が竣工予定(日程未定)
12/26 木	第2次安倍政権発足から7年

(出所)明治安田生命作成

底入れが確認された中国景気

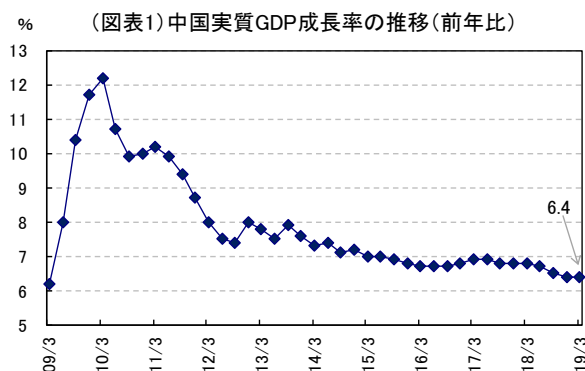
下げ止まった GDP

1-3月期の中国実質 GDP 成長率は前年比 +6.4%と、減速を見込んだ市場予想に反し、10-12月期と同じ伸び幅を維持した(図表1)。米中貿易摩擦や世界景気の減速など、外需を中心に景気の下押し圧力が増すなか、政府による減税策やインフラ開発投資などが景気を下支えしたとみられる。

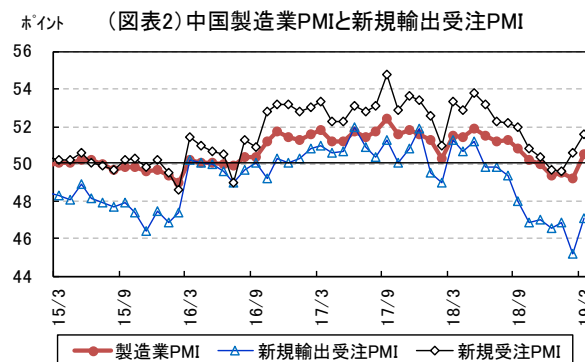
企業マインドも、足元で持ち直しの動きがみられる。3月の国家统计局版の製造業 PMI は 50.5 と、好不況の境である 50 を 4 カ月ぶりに上回った(図表2)。新規輸出受注 PMI は依然 50 を下回っているものの、国内からの受注も含めた新規受注 PMI はすでに2月から 50 を上回っており、国内からの受注が回復していることが窺える。

ただ、生産が活発化している業種は、いわゆる「オールドエコノミー」の周辺に集中している。3月の鉱工業生産で大幅増産が確認されたのは、セメント：前年比+22.2%、粗鋼：同+10.0%、板ガラス：同+7.9%などであり、かつて2009年の「4兆元の景気対策」の反動で過剰在庫や過剰生産能力が問題となった業種が多い。一方、減税終了後から売上の反動減が続いている自動車は同▲2.6%、新型機種の販売不振が続いているスマートフォンは同▲7.4%と、民生品については減産が続いている。また、「中国製造 2025」で国産化を目標にしている集積回路は同▲2.3%と生産調整が続いており、米中貿易摩擦の過程で高関税を課された産業用ロボットも同▲14.0%と生産が落ち込んでいる。3月の全人代では、「外部環境の不確実性」に対応するため、減税やインフラ開発投資を柱にした各種景気対策が発表された(図表3)。政府によるインフラ開発投資の再加速が、オールドエコノミー業種の再起動につながり、中国景気の下支えに寄与したとみられる。一方で、自動車やスマートフォンなどの民需向け生産や高付加価値品については依然回復には至っておらず、生産調整には時間を要するとみる。

現在進行中の第十三次五ヵ年計画では、2020年の GDP を 2010年対比で倍増させるとしており、期限まで2年を切るなか、中国政府は景気の安定化に軸足を移したと考えられる。今後の中国景気は、米中貿易摩擦の激化など、先行き不透明感は依然残るものの、政府による景気支援策が下支えとなり、景気の減速ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



(出所) 中国国家统计局



(出所) 中国国家统计局

(図表3) 全人代で決定した景気対策概要

① 企業向け減税・各種コスト削減 製造業・中小企業向け増値税(VAT)引下げ 社会保険料の事業主負担の軽減 2兆元 (昨年度:1.3兆元) (33.2兆円)
② 中央政府によるインフラ支出額 5,776億元 (昨年度:5,376億元) (9.6兆円)
③ 特別地方債発行許可額 最大2.15兆元 (昨年度:1.35兆元) (35.7兆円)

(出所) 各種報道より

個人消費は持ち直しへ

3月の小売売上高は前年比+8.7%、1-3月期平均では同+8.5%と、10-12月期平均の同+8.3%から伸び幅が拡大した(図表4)。個人消費の伸びが加速した背景には、政府による個人向け減税や、自動車・家電買い替え支援策など、数々の消費支援策が奏功したことがあるとみられる。ウェイトが大きい自動車販売が持ち直してきたことも大きい。3月の新車販売台数(出荷ベース)は前年比▲3.7%と、マイナス幅は2019年1月を底に縮小している(図表5)。前述の政府による対策に加え、2017年末に終了した小型車減税の需要先食いの影響が一巡しつつあることが要因とみられる。

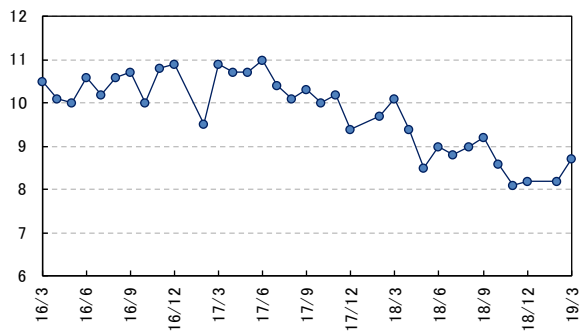
1-3月期の一人当たり可処分所得は前年比+8.7%と高い伸びを保っており、「農村から都市への移住により可処分所得が増加する」という、個人消費の基礎的な力強さを支えている環境に変化はないと考えられる。今後の中国の個人消費は、政府による各種消費支援策が追い風となり、前年比での伸び幅は横ばいでの推移が続くと予想する。

政策効果を追い風に固定資産投資は回復

1-3月期の固定資産投資は前年比+6.3%と、昨年1-12月期の同+6.1%から伸び幅が拡大した(図表6)。項目別では、製造業投資が同+9.5%→+4.6%と減速したもの、インフラ開発投資が同+3.8%→同+4.4%、不動産開発投資が同+9.5%→+11.8%と加速した。インフラ開発投資については、その資金源として2019年も地方債発行による資金調達を促進させる方針が示されている。金額も昨年の1.35兆元から2.15兆元へと積み増されていることから、インフラ開発投資は今後とも伸び幅を拡大させていくと予想する。

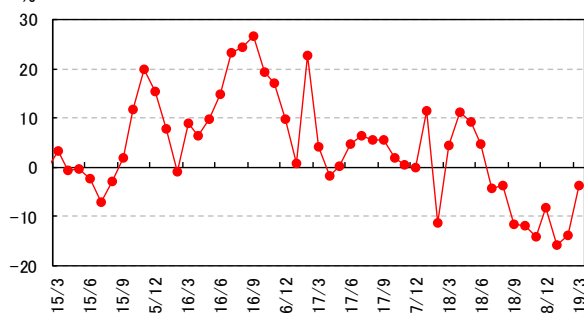
固定資産投資の回復に先駆け、融資の伸びには昨年末から加速感が出てきている。3月の社会融資総量は前年比+80.4%、1-3月平均でも同+30.0%と高い伸びとなった(図表7)。社会融資総量のうち、特に銀行貸出が大きく伸びている。中国人民銀行による貸出態度調査では、市中銀行

(図表4) 名目小売売上高の推移(前年比)



(出所) 中国国家統計局

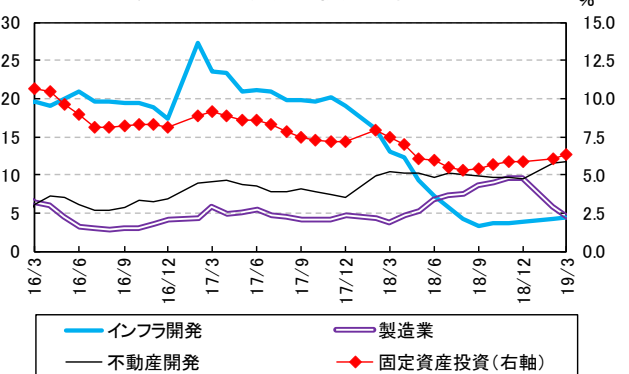
(図表5) 中国の新車販売台数(前年比)



(出所) 中国汽車工業協会

※出荷ベース

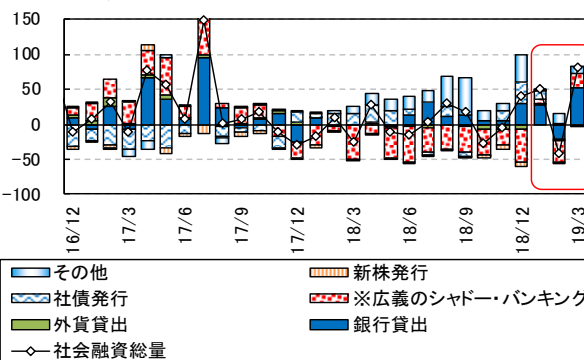
(図表6) 中国固定資産投資の推移(前年比)



(出所) 中国国家統計局

※年初来累計値の前年比

(図表7) 社会融資総量(フロー)の伸び(前年比)



(出所) 中国人民銀行 ※広義のシャドーバンキングは委託貸付、信託貸付、銀行の未割引手形の合計

の貸出態度DIはほぼ10年ぶりに50を超えており、銀行が貸出に積極的になっている様子が窺える（図表8）。中国人民銀行による預金準備率の引下げや、長期資金供給オペなど、金融緩和策を強化していることが背景にあるとみられる。

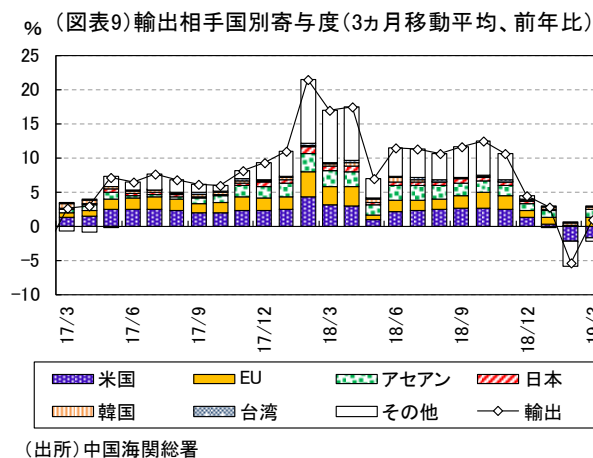
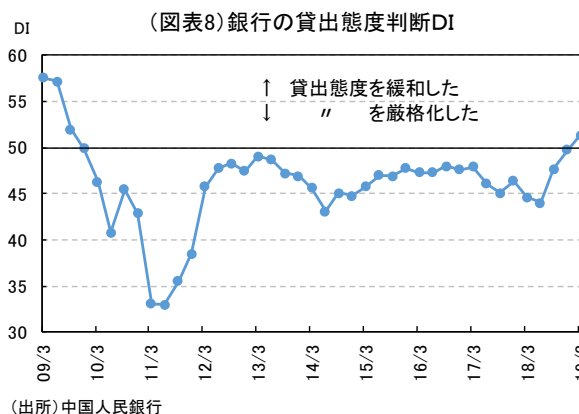
足元の固定資産投資は、緩和的な金融政策とインフラ開発投資の促進というポリシーミックスにより上向いている。今後についても、銀行の緩和的な貸出態度や、地方政府によるインフラ開発投資が軸となり、持ち直し傾向が続くとみる。ただ、

社会融資総量の動きからは、広義のシャドーバンキングが再び増加に転じている兆しも窺える（前掲図表7）。3月の全人代でも取り上げられたとおり、金融リスク対策は中国政府にとり最重要課題の一つである。しかし、米中貿易摩擦という外部環境における不透明感の増大や、2018年のデレバレッジが予想以上の景気減速につながったことへの反省を踏まえ、足元では金融リスク対策の手綱を緩めている状態である。一連の景気刺激策がもたらす短期的な景気押し上げ効果は大きいとみられるものの、中期的には不良債権化などを通じて金融リスクをさらに高めるおそれもある。

輸出は米中協議の行方次第か

3月単月の輸出額は前年比+14.2%と高い伸びとなったものの、1-3月期平均では同+1.4%とかなり前年比プラスを確保するにとどまった（図表9）。輸出相手国別では、貿易摩擦の影響で米国向けがマイナスに寄与している一方、EU向けやアセアン向けはプラス寄与となっており、米中貿易摩擦の影響を受けながらも、中国の輸出は底堅いことが確認された。今後については、米国による関税引き上げを前にした駆け込み輸出による反動減が逡減することで、輸出の伸びは徐々に持ち直すかと予想する。

米中貿易摩擦については、足元で米中間での緊密な通商協議が続いている。4月3日には英Financial Times紙が「米中当局者らは大半の問題を解決した」と報じており、昨年10月にトランプ大統領が掲げたような、「追加で2,500億ドル相当の中国製品に25%の関税をかける」といった極端な事態は回避されるとの見方が市場では広がっている。交渉を行なっているムニューシン米財務長官によると、合意は6項目で構成され、①外国企業への技術移転強制とサイバー窃盗問題、②知的財産権の侵害、③米国産農産物への市場開放と遺伝子組み換え作物の認可、④金融サービス業への市場開放、⑤製造業の非関税障壁開放、⑥人民元相場の安定と人民元安誘導の停止、などが盛り込まれるとのことである。ただ、2018年の米国の対中貿易赤字は▲4,192億ドルと、2017年の▲3,756億ドルから10%近く拡大（財のみ、米センサス局より）していることに加え、米中貿易摩擦は技術的、政治的な覇権争いの性格も帯びていることから、仮に今回合意に至ったとしても、「終戦」ではなく「一時休戦」にとどまる可能性が高いとみられる。



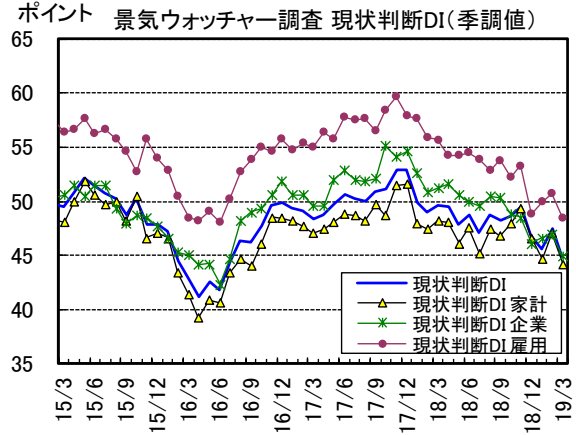
2018年3月に発表された鉄鋼・アルミニウム関税から始まった米国発の貿易摩擦は、当初、2018年11月の中間選挙を射程においたものだった。次回の米大統領選挙は2020年11月に予定されていることから、トランプ政権は2020年春にかけて、再度貿易摩擦問題を蒸し返す可能性があるとする。引き続き米国との貿易摩擦が中国の輸出、ひいては景気の最大のリスク要因である。（担当：久保）

主要経済指標レビュー (4/8~4/19)

《日本》

○ 3月景気ウォッチャー調査 (4月8日)

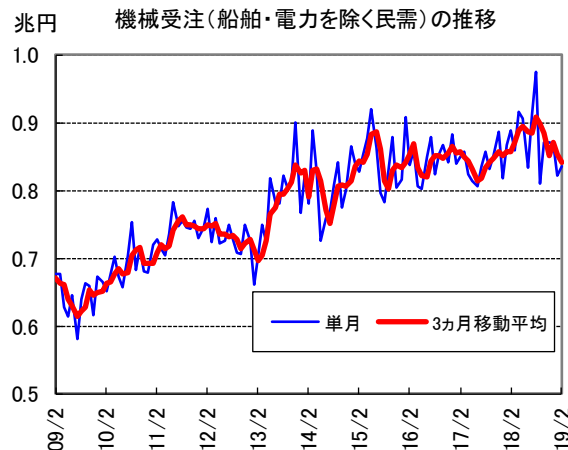
3月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が44.8と、2ヵ月ぶりに低下し、家計DI、企業DI、雇用DIのすべてで低下した。低下幅の大きい家計動向関連では、食品の値上げで、消費者の動きが節約志向になっているなどの声が挙がっている。基調判断は「このところ回復に弱さがみられる」と下方修正された。先行き判断DIは48.6と2ヵ月連続で低下した。内訳を見ると、家計DIは上昇したものの、企業DI、雇用DIが低下した。先行きについての景気ウォッチャーの見方は、「海外情勢等に対する懸念もある一方で、改元や大型連休等への期待がみられる」とすえ置かれた。



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

○ 2月機械受注 (4月10日)

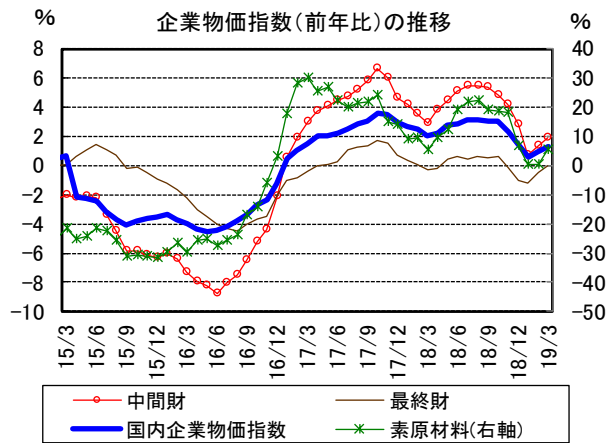
2月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比+1.8%と4ヵ月ぶりのプラスとなった。ただ、前月の同▲5.4%からの戻りは弱く、基調判断は、3ヵ月連続で「機械受注は、足踏みがみられる」となった。一方、3月調査の日銀短観で発表された2019年度の設備投資計画では、今のところ設備投資意欲に大きな陰りは見られていない。今後の設備投資については、楽観視はできないものの、非製造業は、合理化・省力化投資などが、製造業についても、維持・補修への投資や、合理化・省力化投資などが下支えになるとみられ、均してみれば、設備投資の緩やかな回復傾向は続くと予想する。



(出所)内閣府「機械受注統計」

○ 3月企業物価指数(速報値、4月10日)

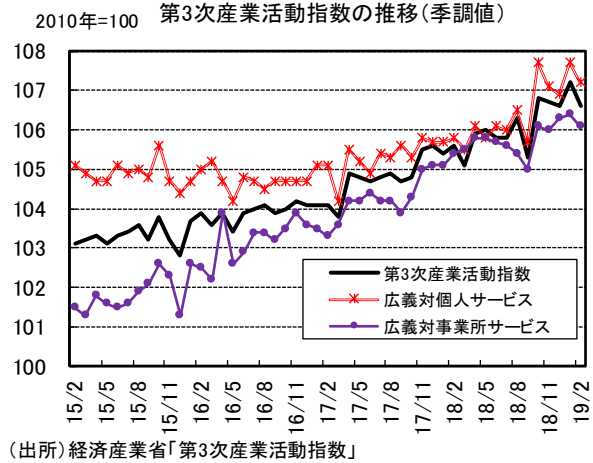
3月の国内企業物価指数は前年比+1.3%と、27ヵ月連続のプラスとなり、2月の同+0.9%から伸び幅が拡大した。前月比で押し上げに寄与した項目は、石油・石炭製品などで、昨年秋以降の原油安の影響に一服感が見られる。一方、押し下げに寄与した項目は、生産用機器など。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比▲1.5%→+0.2%と4ヵ月ぶりのプラス、輸入物価は同▲0.8%→+2.5%と3ヵ月ぶりのプラスとなり、交易条件は悪化した。今後については、過去の燃料価格が遅れて反映される電力価格は伸びが鈍化すると見込まれるものの、足元の原油価格の上昇が石油・石炭製品等の企業物価の伸びに寄与し、企業物価は緩やかに上昇するとみている。



(出所)日銀「企業物価指数」

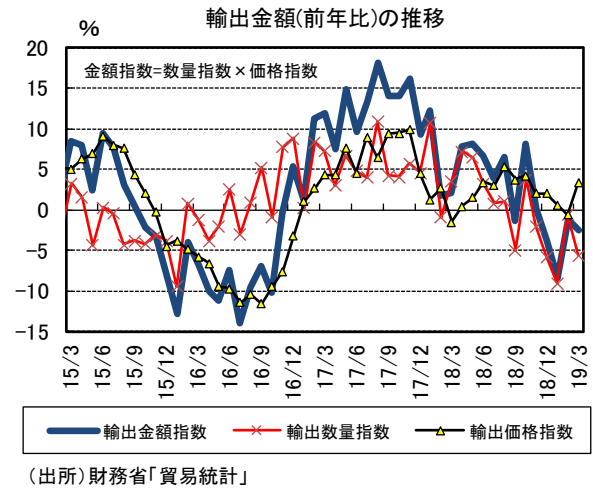
○ 2月第3次産業活動指数 (3月13日)

2月の第3次産業活動指数は前月比▲0.6%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。基調判断は「持ち直しの動きがみられる」が維持された。全11業種のうち1業種が上昇し、9業種が低下、1業種が横ばい。業種別内訳では運輸・郵便業が、同+0.6%と2ヵ月連続のプラス寄与となった。一方で、卸売業が同▲0.9%、情報通信業が同▲0.9%と、どちらも5ヵ月ぶりのマイナスとなった。今後については、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかながら改善が続くとみる。



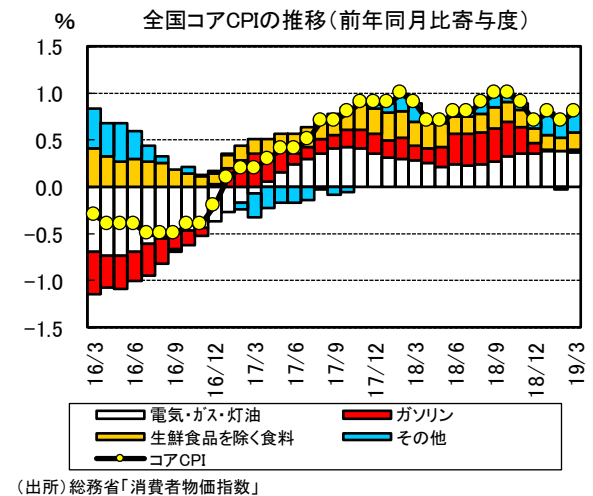
○ 3月貿易統計 (4月17日)

3月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲2.4%と、4ヵ月連続のマイナスとなり、輸出数量も前年比▲5.6%と5ヵ月連続のマイナスとなった。地域別では、米国向けやEU向けがプラスを維持したものの、中国を含むアジア向けが5ヵ月連続のマイナスとなった。今後については、世界景気の拡大ペースは鈍化するものの、拡大基調を維持するとみており、輸出は、均せば緩やかな増加基調で推移するというのがメインシナリオである。中国の景気対策の効果が徐々に顕在化してくると考えられることも下支え材料となろう。ただ、今後は景気回復のけん引役を果たすほどの力強さは期待できないだろう。



○ 3月全国消費者物価指数 (4月19日)

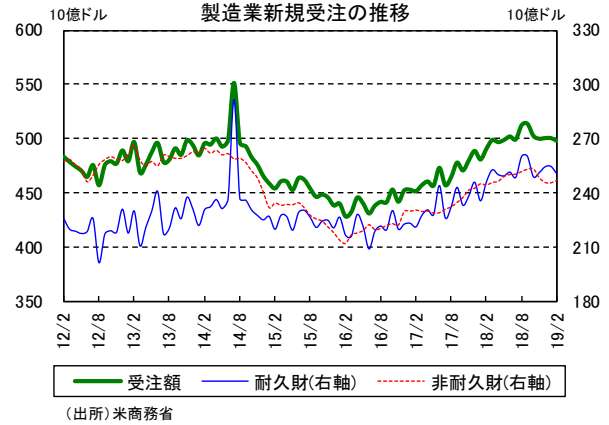
3月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+0.8%となった。エネルギー価格のプラス寄与が再び拡大に転じるなど、年明け以降の原油価格の持ち直しの影響が早くも顕在化した。今後については、原油価格の動向や、一部食品メーカーの値上げの動きが広がるかなどに留意が必要だが、携帯電話料金の引き下げや、教育費無償化による下押しにより、消費増税を踏まえても物価の上昇は限定的になるとみている。コアCPIは、2019年度通年では前年比+0.7%(消費増税の影響:+0.5%を含む)、2020年度通年では同+1.0%(同+0.5%を含む)と予想する。



《米 国》

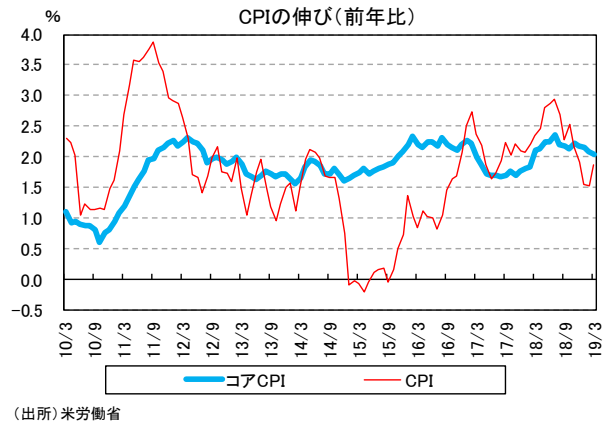
○ 2月製造業新規受注（4月8日）

2月の製造業新規受注は前月比▲0.5%と2ヵ月連続で減少した。一方で変動の激しい輸送機器を除くベースでは同+0.3%と、4ヵ月ぶりの増加となった。財別に見ると、非耐久財が同+0.6%と4ヵ月ぶりに増加したものの、振れの激しい航空機受注の大幅減などにより耐久財が4ヵ月ぶりに減少（同▲1.6%）し、全体の足を引っ張った。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▲0.1%と、2ヵ月ぶりに減少し、増勢は引き続き鈍化傾向をたどっている。企業の増益基調は続いているものの、法人税減税の効果逡減により増益率の鈍化が見込まれるほか、通商問題への懸念も煽っていることから、非防衛資本財受注（除く航空機）は、今後も鈍化傾向が続くと予想する。



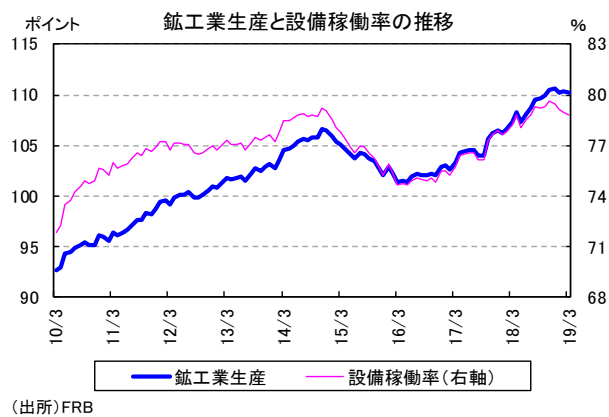
○ 3月CPI（消費者物価指数）（4月10日）

3月のCPIは前月比+0.4%と、2ヵ月連続プラスとなったほか、エネルギーと食料品を除いたコアCPIも同+0.1%と、小幅ながら24ヵ月連続でプラスとなった。前年比を見ると、CPIは+1.9%（2月：+1.5%）と、エネルギー価格の反発などから5ヵ月ぶりにプラス幅が拡大した。一方、コアCPIは同+2.0%と鈍化した。教育や娯楽関連価格が伸びる一方、アパレルや中古車価格が軟化し、足を引っ張った。今後、原油価格が足元の水準で横ばい推移した場合、秋ごろまでは前年比の押し下げ要因として寄与することから、CPIの前年比は均せば+2%を下回る水準で推移しよう。一方、賃金が上昇基調にあることなどから、サービス価格は底堅い推移が見込まれ、コアCPIの前年比は横ばい圏での推移を予想する。



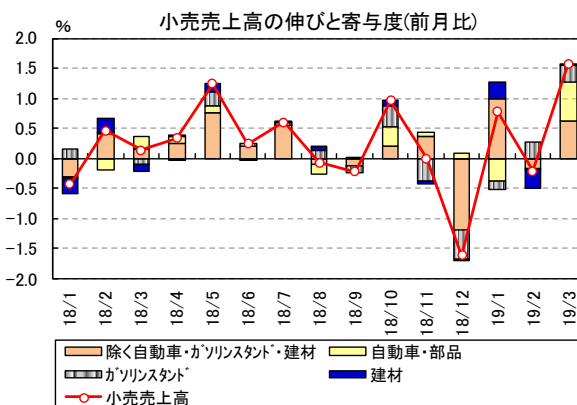
○ 3月鉱工業生産（4月16日）

3月の鉱工業生産指数は前月比▲0.1%と、2ヵ月ぶりに低下した。産業別に見ると、公益事業が同+0.2%と3ヵ月連続で上昇する一方、製造業が同▲0.0%と小幅ながら低下したほか、鉱業も同▲0.8%と低下した。製造業では、PC・電子品や一般機械が上昇したものの、振れの激しい自動車と同▲2.5%と落ち込んだ。鉱業では、エネルギー生産の落ち込みが目立った。設備稼働率は78.8%と、依然高水準ながら4ヵ月連続で低下した。貿易摩擦による影響が懸念されるものの、企業の増益基調を背景に設備投資は緩やかながら増加傾向が続くほか、雇用・所得環境の改善などから個人消費も増加が見込まれ、鉱工業生産は緩慢ながら増産傾向を持続しよう。



○ 3月小売売上高 (4月18日)

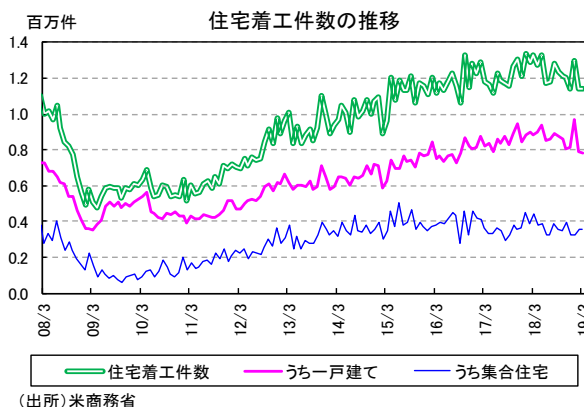
3月の小売売上高は前月比+1.6%と、2ヵ月ぶりに増加し、2017年9月(同+2.0%)以来の高い伸びを示した。変動の激しい自動車・部品、ガソリンスタンド、建材店を除くベースでも、3月は同+1.0%と堅調な結果となった。内訳を見ると、自動車・部品やガソリンスタンドが大きく伸びたほか、建材店や家具店、衣料品・装飾品店など幅広い業態で売上が増加した。年末・年始の小売売上高は低調な結果となっていたが、政府機関の閉鎖や金融市場の変動などといった特殊要因による一時的な動きだった可能性が高まった。雇用・所得環境の改善が続いているほか、年明け以降の株価反発に伴い消費者マインドも底堅く推移していることから、個人消費の増加基調は緩やかながら続くと予想する。



(出所)米商務省

○ 3月住宅着工件数 (4月19日)

3月の新築住宅着工件数は、年率換算で113.9万戸、前月比▲0.3%と2ヵ月連続で減少した。集合住宅が横ばいにとどまるなか、ウェイトの大きい一戸建て住宅が同▲0.4%と2ヵ月連続マイナスとなり、足を引っ張った。着工件数に先行するとされる建設許可件数は年率換算で126.9万戸、同▲1.7%と3ヵ月連続で減少しており、目先は冴えない展開が続きそうだ。もっとも、四半期ベースで見ると、1-3月期の着工件数は前期比+0.7%と4四半期ぶりにプラスとなったほか、住宅ローン申請件数(購入)が上昇基調で推移するなど、明るい材料がみられるようになってきている。住宅ローン金利が低下していることや、新築住宅価格の下落基調が続いていることなどから、住宅投資は徐々に底入れ時期をうかがう展開になると予想する。



(出所)米商務省

《 欧 州 》

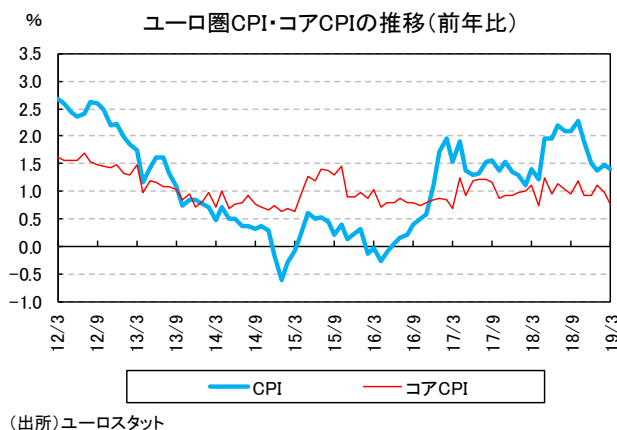
○2月ユーロ圏鉱工業生産（4月12日）

2月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.2%と、2ヵ月ぶりに前月比マイナスとなった。財別では、消費財は同+2.5%→+0.3%と増産が続いたものの、中間財は同+0.6%→▲0.1%、資本財は同+1.4%→▲0.4%、エネルギーは同+2.7%→▲3.0%と減産に転じた。主要国別では、フランスが同+1.3%→+0.4%、イタリアが同+1.9%→+0.8%と増加した一方、ドイツは同▲0.2%→▲0.4%、スペインは同+3.7%→▲1.1%と減少した。足元で中国景気には底入れの兆しが出ていることから、今後は中国向け輸出も加速することが期待される。それに伴い、ユーロ圏の生産も、主要輸出品である自動車を中心に持ち直しに向かうとみる。



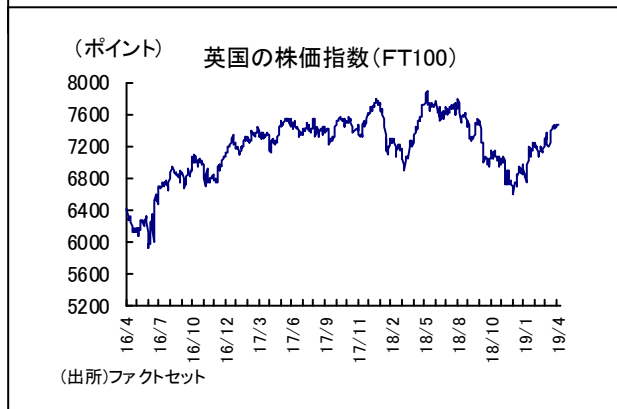
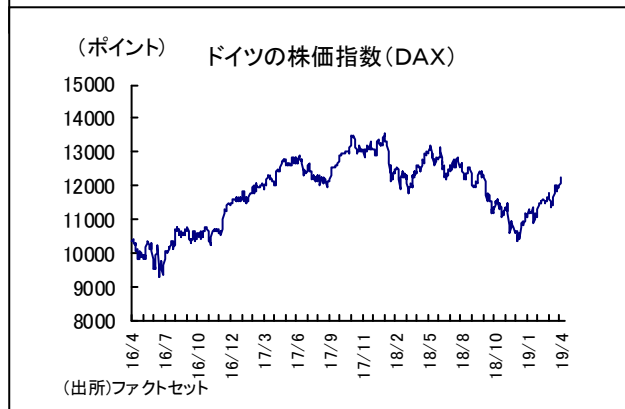
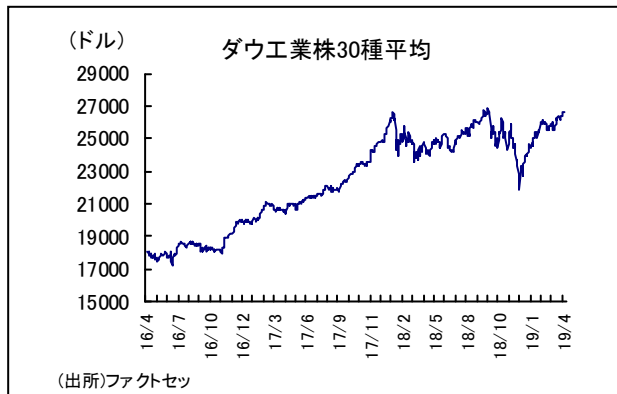
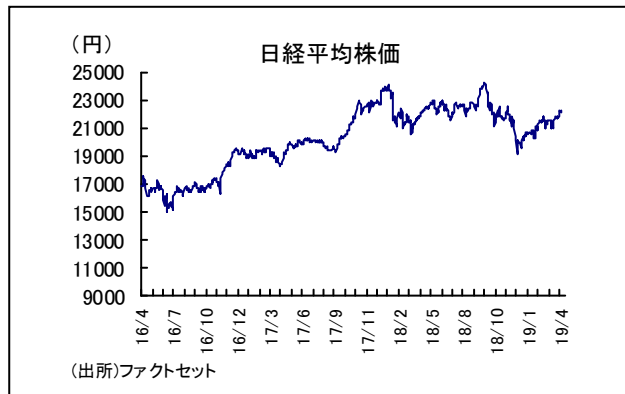
○3月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（4月17日）

3月のユーロ圏CPIは前年比+1.4%と、前月の同+1.5%から伸びが鈍化した。コアCPIも同+1.0%→+0.8%、サービス価格も同+1.4%→+1.1%とそれぞれ伸びが鈍化した。財価格はエネルギー価格の持ち直しを背景に、同+1.6%と前月から伸び幅は横ばいだった。国別では、スペインのみ同+1.1%→+1.3%と伸びが加速したものの、イタリアは同+1.1%と伸び幅横ばい、ドイツは同+1.7%→+1.4%、フランスは同+1.6%→+1.3%と伸びが鈍化した。エネルギー価格には持ち直しの兆しがみられるものの、ユーロ圏景気は減速しており、需要が価格を引き上げる力は弱まっていると考えられることから、ユーロ圏CPIの上昇ペースは鈍いものととどまると予想する。

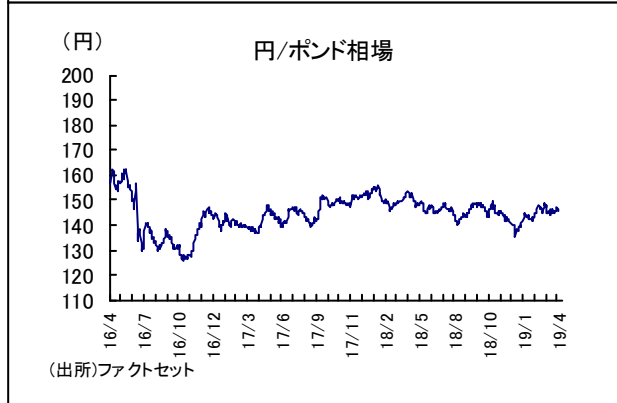
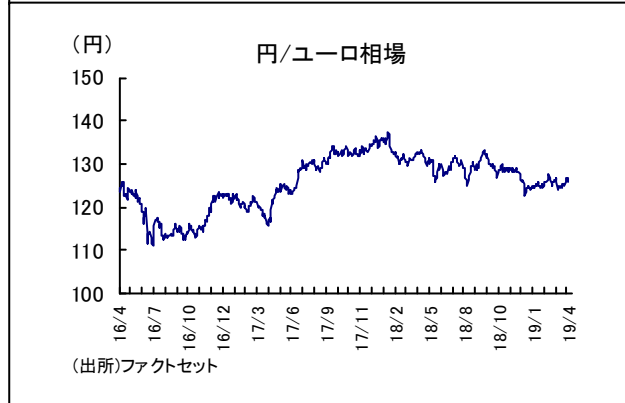
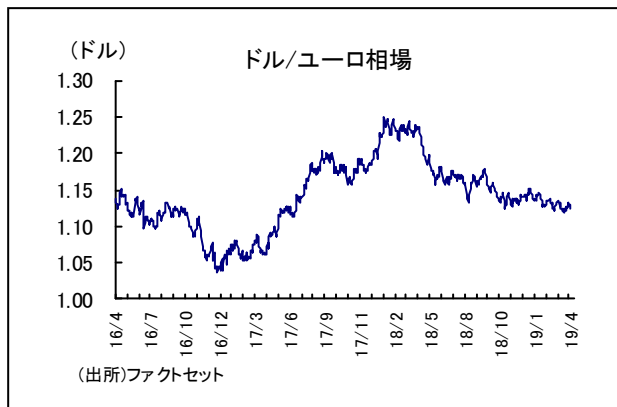
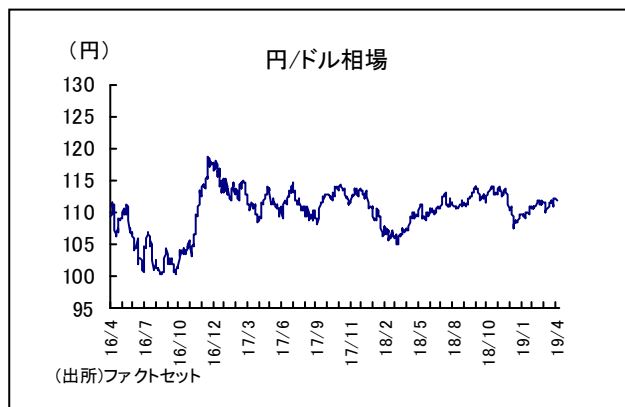


日米欧マーケットの動向 (2019年4月22日現在)

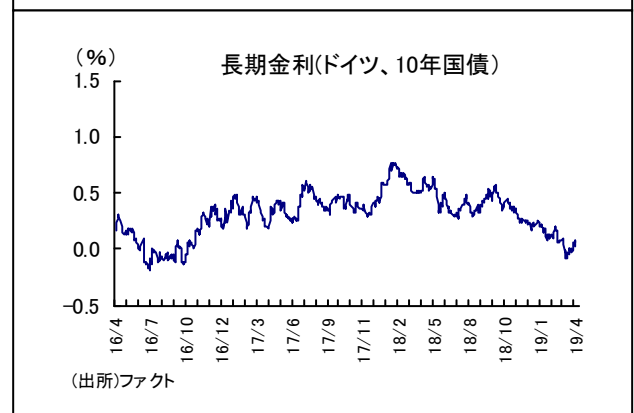
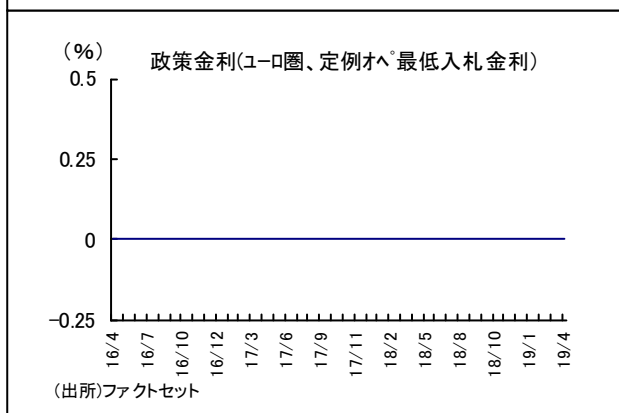
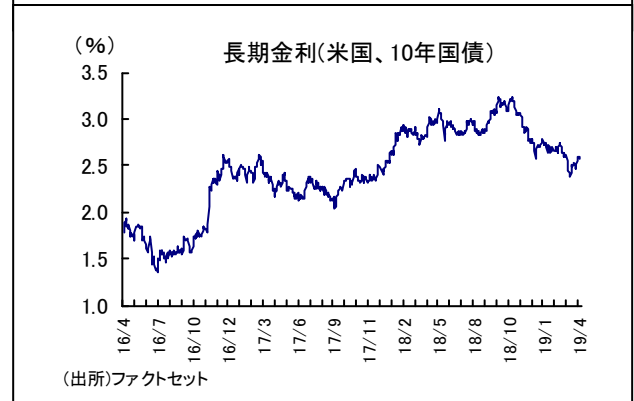
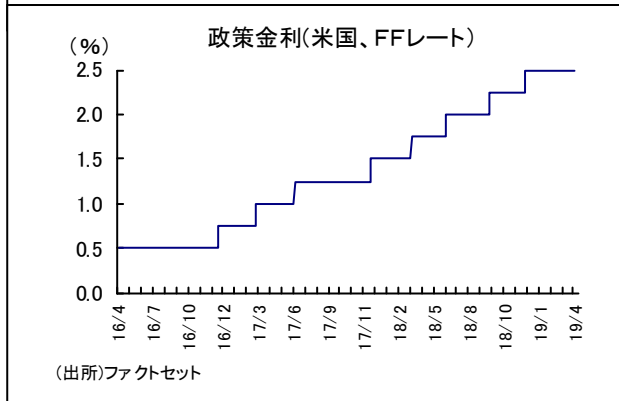
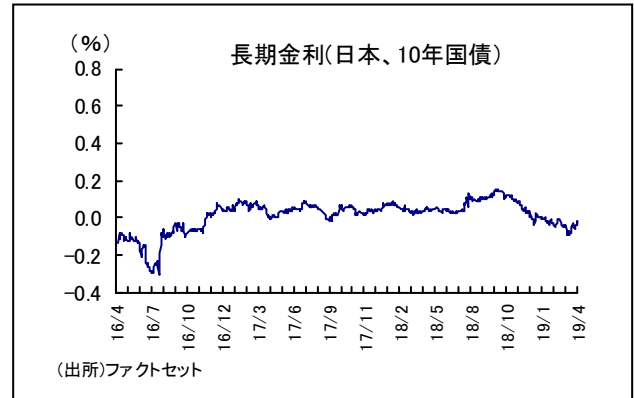
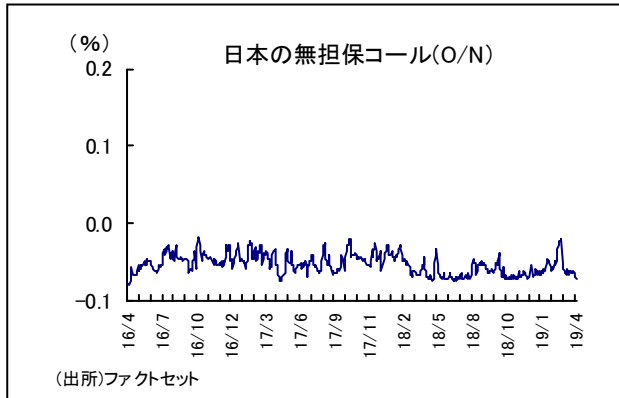
▽各国の株価動向



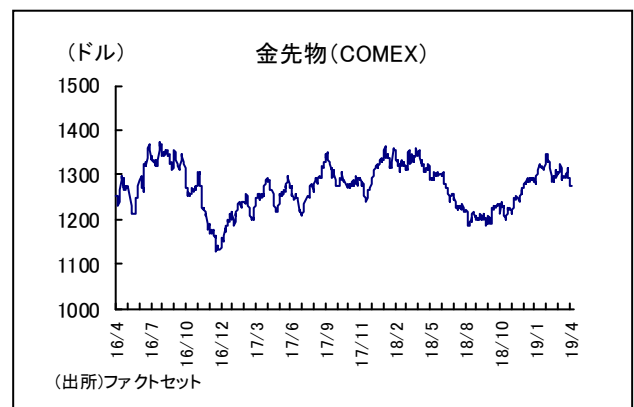
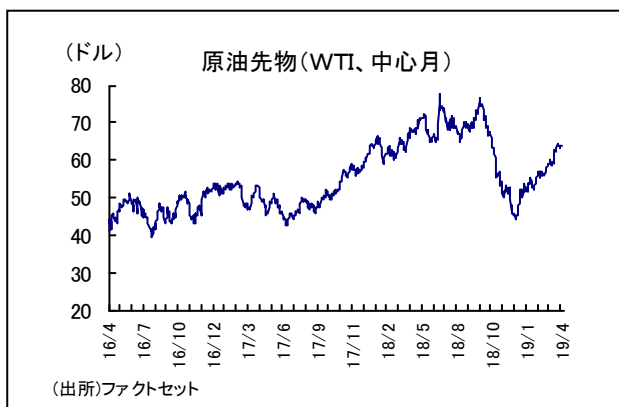
▽外為市場の動向



▽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