

<フォーカス> FRB が緊急利下げ、日銀の行動は？

世界的な「コロナ不況」への警戒感が広がるなか、各国の政策当局の危機感が強まっている。FRB(米連邦準備制度理事会)は3月3日、G7財務相・中央銀行総裁の臨時会合を受け、50bpの緊急利下げに踏み切った。パウエルFRB議長が2月28日に「米経済を支えるために適切に行動する」との声明を発表していたこともあり、17,18日の定例会合における利下げは市場に織り込まれていたが、前倒しの実施はサプライズだった。にもかかわらず、当日のNYダウは大きく下落、その後も軟調な推移が続いている。この点、G7やFRBの慌ただしい行動が、市場のコロナ問題への不安感を余計煽った面は否定できない。

一般論として、緊急利下げが有効なのは、金融市場が流動性危機下にある局面である。こうした状況下では、中央銀行が定例会合の時期にこだわらず、なんらかの流動性供給策を打ち出すことが必要だし、また有効である。前回、緊急利下げを行なった2008年10月のリーマンショック直後の市場はまさにそうした状況であった。現時点ではまだ短期市場が干上がるといった状況ではない。したがって、緊急利下げの評価は、実体経済への効果の有無にかかってくるが、この点についても議論の余地がある。

金融緩和の効果が経済に及ぼすトランスミッションメカニズムは、経済の需要サイドに直接働きかけるルートと、株価や為替等の金融市場を介したルートの二つに大別される。企業の設備投資計画の変更等には時間がかかることから、前者の効果が景気にフルに現れるまでには通常1年~1年半程度かかると言われる。そうすると、2週間程度の利下げの時期の前倒しはさほど意味をなさない。どのみち、コロナ関係の先行き不透明感が残る限りは、企業や家計の金利への反応は鈍いだろう。一方、後者の金融市場を介したルートは即効性がある。こちらを狙うのであれば、緊急利下げという形で市場にサプライズをもたらす手法が意味を持つが、今のところ意図した成果は得られていない。

一方で、金融市場はどんどん先行きの追加利下げを織り込んでいく。市場はすでに17,18日のFOMC(米連邦公開市場委員会)における50bpの追加利下げを織り込んだほか、4月の25bpの追加利下げもほぼ織り込んだ。2月の非農業部門雇用者増減数が2ヵ月連続で27万人を超えるなど、足元の米景気はあくまで底堅いにもかかわらず、である。FRBとて決して利下げ余地が潤沢なわけではない。かといって、金融市場が催促相場の様相を強めるなか、期待を裏切るのは株価への悪影響が大きい。今回の緊急利下げに関しては、自分で自分の首を絞める結果になってしまったかもしれない。

日銀も苦しい。為替相場は101円/ドル台に突入しており、もはや追従は不可避である。とりあえず、新型肺炎で影響を受けている企業への貸出支援が俎上に載る模様だが、それだけで済まされないだろう。ETF(上場投資信託)の買い増しであれば比較的手をつけやすく、相場の下支えも期待できるが、マイナス金利の深堀りは最後まで躊躇するのではないか。すでに効果よりも副作用が上回りつつある現状は市場も認識しており、評価されるかどうかはわからない。なんらかの副作用対策も必須で、日銀の政策はいよいよわかりにくくなるだろう。アカウントビリティの確保にも苦勞することになる。(Kodama wrote)

目次

| | | | |
|----------------------------|---|------------------|----|
| <フォーカス> FRB が緊急利下げ、日銀の行動は？ | 1 | ・ 新型肺炎の流行とユーロ圏経済 | 6 |
| ・ 経済情勢概況 | 2 | ・ 主要経済指標レビュー | 9 |
| ・ 「コロナ不況」だが先行き極端な悲観は禁物 | 3 | ・ 日米欧マーケットの動向 | 13 |

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、新型コロナウイルスの感染拡大によって、目先低迷するとみている。新型コロナウイルスによる混乱一巡後は、世界経済の底打ち、5G関連需要の本格化、政府の経済対策などを背景に、基本的に緩やかな回復基調をたどると予想する。

新型コロナウイルスの影響一巡後の個人消費は、雇用・所得環境の改善が下支えとなる一方、消費増税の負の所得効果も残るため、緩慢な回復にとどまると予想する。設備投資は、海外景気の先行き不透明感が残ることが企業マインドの重しとなるものの、更新投資、省力化投資、5G関連投資、研究開発投資等への需要は根強く、持ち直し傾向での推移を予想する。公共投資は、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算が編成されたことから、景気の下支え役として機能し続ける展開が予想される。輸出は半導体市場の持ち直しや中国の景気刺激策の効果によって、年央以降は緩慢ながらも次第に回復へ向かうとみる。

消費者物価（コアCPI）は、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後は、中長期的な成長期待が低迷するなか、消費増税を含めても物価上昇圧力は限定的とみている。

米国

米国経済は、米中摩擦や新型コロナウイルスの影響、大統領選の行方など各種不確実性が家計や企業マインドの重しになるとみられる。もっとも、昨年FRBが実施した利下げの効果もあり、緩慢ながらも雇用環境の改善や企業の増益基調が続くと見込まれ、内需をけん引役に拡大基調を持続しよう。

個人消費は、家計のバランスシートが改善しているほか、緩慢ながら雇用・所得環境の改善基調が続くとみられることから、増加基調が続くと予想する。住宅投資は、先行指標が持ち直しているほか、住宅ローン金利の低位推移が見込まれるものの、建設労働者不足等の供給制約が足枷となり、緩やかな増加にとどまろう。設備投資は、米中摩擦や新型コロナウイルスへの懸念や資本ストックの積み上がりなどにより、減少基調が続くと予想する。輸出は、米中摩擦の影響などから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

金融政策については、米中摩擦や世界景気の減速などを背景とした不確実性が煽るものの、昨年の利下げの効果が米景気を下支えするとみられるものの、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う不確実性の高まりを受けて、3月3日の緊急利下げに加えて、3月FOMC（米連邦公開市場委員会）でも追加利下げが行なわれることから様子見姿勢を続けると予想する。

欧州

ユーロ圏経済は、主に英国のEU離脱問題や米中摩擦による実体面、マインド面の悪化が景気の下押し要因となっている。今後については、目先にかけてイタリアを中心に新型コロナウイルスの感染拡大にともなう混乱が景気の下押し圧力となるとみられる。混乱一巡後についても、各国の減税策が景気を下支えするとみるものの、政策効果を除けば好材料に欠ける状況が続き、景気回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

個人消費は、政策効果や原油安が下支えすると見込まれるものの、雇用増が一巡しつつあるなか、回復ペースは緩慢とみる。固定投資は、貿易摩擦やブレグジットへの警戒感が企業マインドの重しとなることで、減速を予想する。輸出は、新型コロナウイルスの影響を受け、アジア向けを中心に目先停滞が避けられないとみる。

ECBは2019年9月の理事会で、階層化を伴った利下げや資産買い入れの再開などの金融緩和措置を発表した。新型コロナウイルスの感染拡大へ対処するため、3月の理事会ではTLTROIIIの条件緩和による銀行のファンディングコストの引き下げ策等の追加緩和を実施する金融政策の限界が意識されるなか、ECBは政策枠組みのレビューに着手しており、長期にわたり金融政策をすえ置くと予想する。

「コロナ不況」だが先行き極端な悲観は禁物

ステージが変わった政府の対策

何かと後手に回りがちと批判されていた、新型肺炎に対する政府の対応だが、2月末以降一気にステージが変わった。2月25日に発表された「基本方針」の中では、企業に対しテレワークや時差出勤の推進等を「強力に呼びかける」としたほか、翌26日には安倍首相自らが今後2週間の大規模イベントの中止・延期、規模縮小を要請、次いで27日には国内の小中高に臨時休校を要請するところまで踏み込んだ。その後も矢継ぎ早に新たな対策を打ち出している。

すでにJリーグやプロ野球をはじめとする各種スポーツは延期や中止、無観客試合等の対応を次々に打ち出している。コンサートや演劇、各種見本市も中止、TDLやUSJ、上野動物園等のレジャー施設も休園である。民間企業も大小のイベントや会合等を軒並み中止している。横並びで何かを一斉にやるのは得意という、ある意味日本人の長所がいかに発揮されている。

安倍首相の危機感は理解できる。国内のパンデミックを防止できるかどうかの瀬戸際にあるという事情もさることながら、何よりオリンピックを是が非でも開催したいという思いなのだと思察される。これでオリンピックまで中止になったら、それこそ経済的な打撃は計り知れないのはもちろん、国際的なメンツや信用も失い、政権基盤も揺らぐことになる。

インフルエンザウイルスの場合は、高温多湿に弱く、特段の対策を打たなくとも梅雨時までは収まるケースがほとんどである。しかし、現時点では、新型コロナウイルスが季節性を持つのかどうかも定かではなく、どのみちそれまで待てない。IOC委員からは、5月末が開催可否を判断するリミットとの意見も出ている。経済活動の停滞で、倒産や失業が増えれば、かえって国民の健康に逆効果となる可能性もないわけではないが、現状では、やりすぎや空振りに終わるリスクを承知のうえで、封じ込めに邁進しなければならない局面にある。

景気後退は确实だが

安倍首相はすでに景気に関しては半ば諦めているとみられ、実際、一段と下押し圧力がかかるのは確実な情勢である。学校が休校になったからといって、外出のチャンスと考える向きは少数派で、多くの家庭は「巣ごもり」に走る。企業マインド、家計マインドとも大きく冷え込む中、個人消費、設備投資とも大幅な落ち込みを余儀なくされると考えられる。

問題は、政府の対応が家計の不安心理をやわらげるどころか、逆に増幅しているように見えることである。店頭からはマスクのみならず、トイレットペーパーも消え、買い占めの動きは他の紙製品や食料品にまで広がっている。多くの国民が品不足はデマだとはわかっているが、カラの棚を見れば買い急ぎに走らざるをえないということなのか、ここが群集心理の難しさである。国民の情報リテラシーが格段に進歩したと考えられる今、まさか50年近く前のオイルショックと同じ騒ぎを目の当たりにするとは思わなかった。

1-3月期の成長率は、2期連続のマイナス、しかもかなりの大幅マイナスとなる可能性が濃厚である。当社は2月20日に四半期に一度の経済見通しをリリースしたばかりである。この時点では、1-3月期の実質GDP成長率を前期比0.0%と見込んでいたが、早くも見直しが必要になっている。10-12月期の大幅マイナスに関しては、筆者自身、いまだに理解に苦しんでおり、そのため、1-3月期にはかなりのリバウンドが現れ、それがコロナ関連の影響を相殺すると考えていた。しかし、その後の政府の対応は明らかに経済見通し作成時の想定を超えている。2月28日に発表になった1

月鉱工業生産の結果を見ても、リカバリーの動きは鈍い。2月に多少盛り返したとしても、3月に再び大幅マイナスとなるのは避けられず、1-3月期の生産が10-12月期を上回るの難しい。GDPも二期連続のマイナスとなれば、欧米式の簡易的なリセッションの定義に当てはまる。最終的には、景気動向指数研究会の議論に基づく、政府の正式な判定でも景気後退とされる可能性が高い。その場合、景気の山は18年10月ごろということになりそうである。

先行き急回復の可能性がないわけではない

ただ、景気後退かどうかはあくまで過去の結果である。現時点では、4-6月以降の景気に関し、極端に悲観的になる必要もないと考えている。今回の新型コロナウイルスが過去の外的ショックと異なるのは、金融システムや生産設備といったソフト面、ハード面の経済インフラが毀損されているわけではない分、終息に向かった時の経済活動の回復は早いと考えられる点である。終息の時期は誰にも予想できないが、少なくとも永遠に流行し続けるということはない。日本では、今のところパンデミック的な感染者数の拡大は起きていない。インフルエンザ同様、春にはピークアウトするというのもありうるシナリオであり、これを過度に楽観的と考える理由もない。

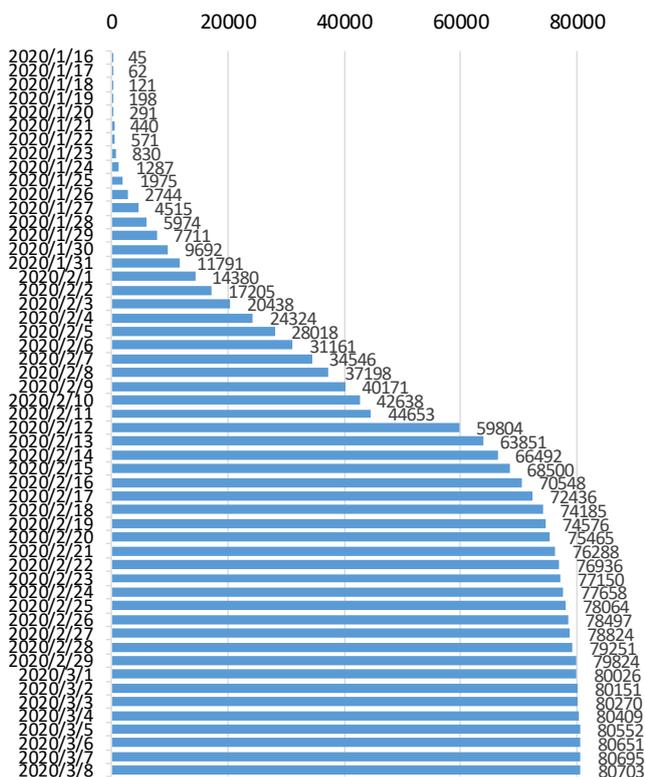
この点、中国の感染者数がピークアウトしつつあるのは好材料である(図表1)。3月8日を起点とした直前1週間の増加数は677人(+0.8%)にとどまる。その前の一週間は同2,876人(+3.7%)、その前の一週間は同6,602人(+9.4%)であった。3月8日時点の感染者数は80,703人だが、すでに7割の57,333人が退院済というのもポイントである。

現時点では米国経済は底堅い。FEDの利下げ路線の継続も、金融市場の安定にある程度寄与すると考えられる。半導体の在庫調整一巡や新興国の経済安定もあり、新型コロナウイルスの流行直前までの世界経済は循環的な回復期にあった。中国でも、震源地の湖北省を除けば、経済活動は徐々に正常化への道をたどっている。湖北省への自動車産業への集積を考えれば、影響はしばらく残るだろうが、マクロ的にはペントアップデマンドの顕在化も期待できる状況にある。

政策協調の気運が高まる

諸外国がコロナ対策を急いでいるのに加え、国際的な政策協調の機運も高まっている。FRBのパウエル議長が2月28日に「米経済を支えるために適切に行動する」との緊急声明を発表したのに続き、日銀や英BOEも相次いで声明を発表。G7財務相・中銀総裁は3日(日本時間21:00)に電話会議を開催した。これを単なる意志表明の場に終わらせず、FRBは直後に臨時のFOMCを開いて、政策金利のFFレートを0.5%引き下げた。トランプ大統領の誕生後、ただでさえ国際協調のシステムが

(図表1) 中国本土の感染者数の推移 人



(出所)中国国家衛生健康委員会

弱体化する中で、G7が市場にメッセージを送ることには意義がある。日本では、黒田日銀総裁が3月2日に、「潤沢な資金供給と金融市場の安定確保に努める」との談話を発表した。金融市場に蔓延する先行き不安が信用不安に発展するのを防止するうえで、これ自体は適切なタイミングだった。しかし、足元の金融市場は、さらなる対応を必要とする状況になっている。

日銀の金融政策に関しては巻頭で書いた通りだが、どのみち、今後の景気対策は財政が主役にならざるを得ない。すでに、中小・中堅企業の資金繰り支援策や、小さな子供を持つ親への対策等が打ち出されているが、景気の谷を浅くするために、経済対策の追加も必要になるだろう。昨年末に編成した経済対策を盛り込んだ20年度予算が、まだ参議院で審議中だが、すでに補正予算の準備が必要な状況となっている。個人消費への対応を中心メニューにすえる必要があり、キャッシュレスポイント還元の延長や、新たな給付金の支給等の検討が俎上に挙げると考えられる。(担当:小玉)

新型肺炎の流行とユーロ圏経済

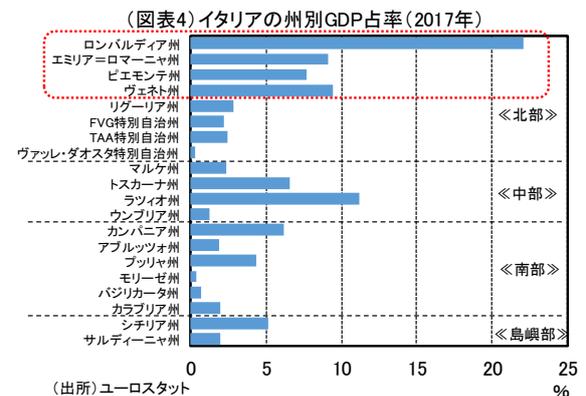
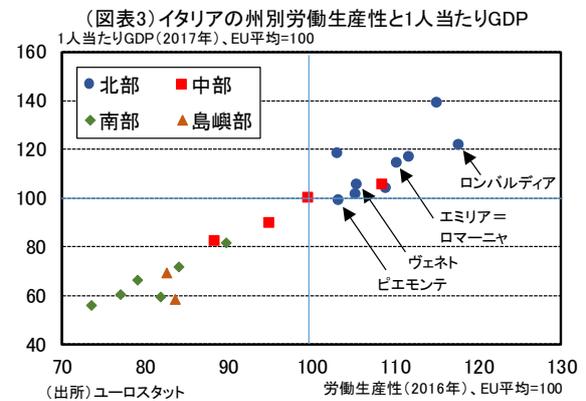
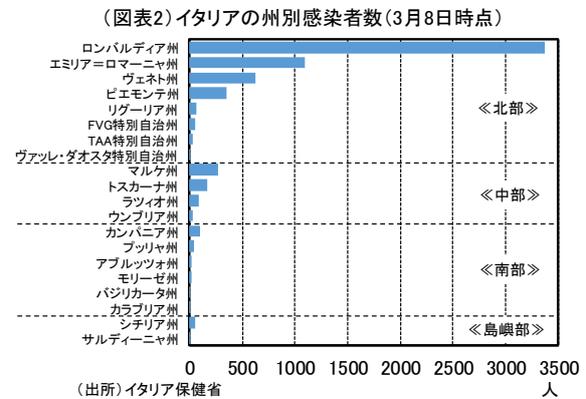
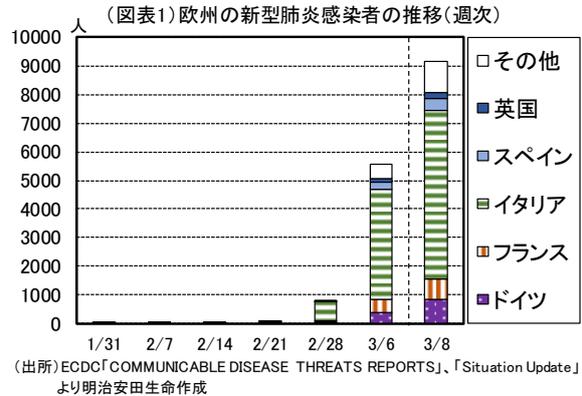
欧州の感染者は2月末から急増

新型肺炎は中国以外でも感染が拡大している。欧州では、1月24日にはじめてフランスで患者が確認されて以降、2月中旬までは感染者のほとんどがアジアからの帰国者やその接触者等の比較的少数にとどまっていた。しかし、2月最終週以降はイタリアで、3月以降はドイツやフランスでも、感染経路が不明な感染者が増加している（図表1）。

イタリア経済に直接的打撃

とりわけ、感染者がすでに6,000人を超え、中国に次ぐ感染地域となったイタリアでは、北部諸州を中心に急激に感染が拡大している（図表2）。特にロンバルディア州では、きわめて状況が深刻であり、3月8日時点で同州だけで感染者が3,372人に上る。また、足元では首都ローマが位置するラツィオ州を含む中部や、ナポリを擁するカンパニア州などの南部でも感染者が散見され、国全体での感染拡大も懸念される状況にある（図表2）。イタリア政府は、全国の学校を大学まで含めて休校とし、スポーツイベントを無観客試合化したほか、実効性は不明ながら伝統的なあいさつの「baci e abbracci（キスと抱擁）」も禁止としたことに加え、3月8日にはロンバルディア州全域およびエミリア＝ロマーニャ州、ヴェネト州、ピエモンテ州内複数自治体からの移動を禁止するなど、対策を強化している。

経済面では、感染者がロンバルディア、エミリア＝ロマーニャ、ピエモンテ、ヴェネト州等の北部諸州に集中している点が特に問題となる。イタリアは19世紀のリソルジメント以来、明確な「北高南低」の経済構造が続いており、州別の労働生産性や1人当たりGDPを見ると、中部や南部ではEU平均を下回る地域が多い（図表3）。一方、ロンバルディア州等の北部諸州は労働生産性が高く、1人当たりGDPも高い傾向がある。また、各州のイタリア全体のGDPに対する割合（2017年）



を見ても、ロンバルディア州だけで22.1%、感染が拡大している北部4州合計では48.3%を占めており、イタリア経済の屋台骨である北部諸州の経済活動が停滞する影響は大きい。

また、感染が急拡大していることに伴う混乱は、感染のピークアウト後、払しょくされるが、イタリア経済は観光業のウェイトが高いことも懸念材料である。2018年には、GDPの13.2%、雇用の14.9%を観光業が占める構造にある。訪伊観光客に占める割合の高いドイツやフランスでは、7月上旬からがバカンスシーズンとなるが、訪問先としてイタリアが敬遠される事態となれば、経済への悪影響は他の欧州諸国よりも長期化することが懸念される。

ドイツは中国景気減速の影響の波及が焦点に

イタリア以外のユーロ圏主要国をみると、足元(3月8日時点)では感染者がドイツで847人(3月1日時点:111人)、フランスで716人(同100人)、スペインで430人(同66人)と、3月に入り、増加ペースが拡大している。各国ともイタリアのような自治体の閉鎖などの移動制限は今のところ実施していないが、消費マインドの悪化は避けられない状況となっている。

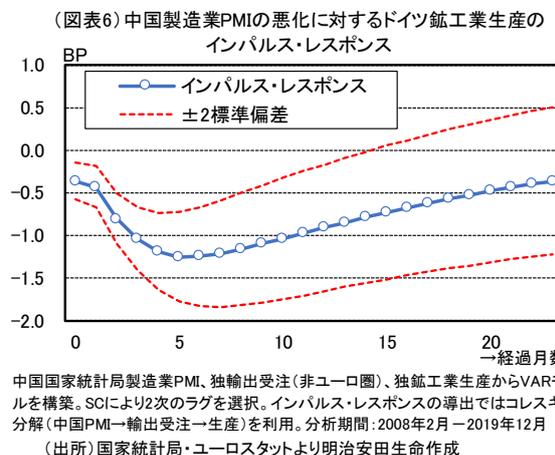
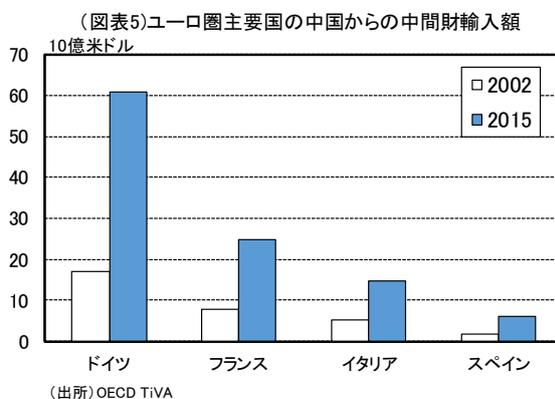
加えて、ドイツについては、中国経済への依存度が高いことから、短期的には、中国の生産活動の停止に伴うサプライチェーンの寸断と、中国の最終需要の落ち込みという、需給両面からの影響が避けられないとみる。OECDの付加価値貿易指標(TiVA)で、サプライチェーン貿易を反映する中間財の輸入額を見ると、ドイツの中国からの輸入額は、統計入手可能な2015年時点で、フランスの約2.5倍の600億ドル超に達しており、中国からの中間財供給が停止する影響は他のユーロ圏諸国に比べて大きい。

また、中国側の最終需要の落ち込みもドイツ経済にマイナスに働く。2月の中国の国家統計局PMIは大幅に悪化(製造業:1月50.0→2月:35.7/非製造業54.1→29.6)した。中国のソフトデータの動向がドイツの生産に反映されるまでにはある程度ラグが生じると考えられるため、VARモデルによる実証を実施したところ、中国の製造業PMIが悪化した場合、ドイツの鉱工業生産の押し

下げは5ヵ月後が最大であり、少なくとも夏場までは影響が残るとみられる。ドイツでは、年明け以降、2月にかけて、製造業不況に改善の兆しも見られていたものの、新型肺炎の影響が今後顕在化することで、景気回復は遅れる公算が高い。

ECBは総裁声明を発表

こうした状況を受け、ECB(欧州中央銀行)は、3月2日に「コロナウイルスの発生は突発的であり、経済見通しと金融市場のリスク要因となる。ECBは感染の動向と経済、中期インフレ、金融政策の波及への影響を注視し、必要性やリスクの高さに応じて適宜、的を絞った手段を講じる用意がある」との総裁声明を発表した。「適宜、的を絞った手段(appropriate and targeted measure)」



との表現からは、ECBが利下げや量的緩和の拡大等ではなく、TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペ）の条件緩和等の局所的な信用緩和の実施を念頭に置いている可能性が窺える。3月3日の臨時会合で50bpの利下げを実施したFRBとは異なり、ECBはすでに実施可能な緩和手段が限られている。期待インフレは過去最低水準付近まで低下しているものの、ユーロがまだ歴史的には高値圏にないことも、大規模な金融緩和をためらわせているとみられる（図表7）。

足元で信用緩和の必要性が最も高いセクターは、経済活動の混乱に直面しているイタリアの企業金融とみられる。イタリアのグアルティエリ財務相も3月5日、新型コロナウイルスの影響を受けた企業の債務返済猶予などの金融支援策を次週にも発表すると発言したが、金融システムの安定が責務の一つであるECBも、あわせて対応を迫られるとみられる。イタリアの企業金融を巡る環境については、イタリア中銀も2019年11月の金融安全性レ



ポートにおいて、ストレステストの結果、非大手銀行のうち、預貸業務への依存度が高い先を中心に景気後退時に大きな損失が生じる可能性が高いとするなど、かねてより脆弱性を指摘していた。こうしたなかでは、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う混乱の一巡後も、銀行部門の脆弱性が貸し渋りにつながり、企業活動の持ち直しのボトルネックとなる懸念が残る。

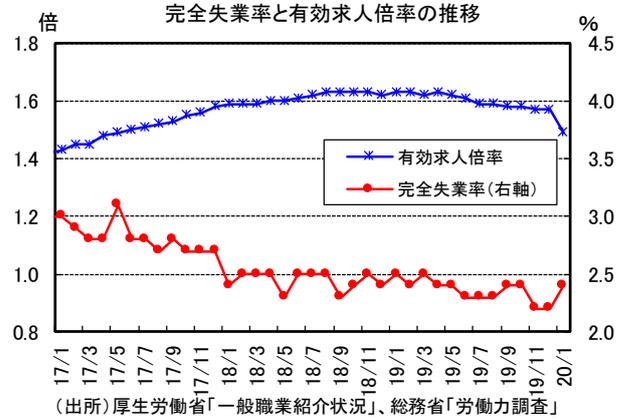
3月12日に控えるECB定例会合では、TLTROⅢの条件緩和等による銀行のファンディングコストの引き下げ策が主軸になるとみられる。場合によってはフォワードガイダンスの修正を含めたうえで、利下げや量的緩和の拡大を回避しつつ、緩和的なスタンスを示すと予想する。（担当：山口）

主要経済指標レビュー (2/25~3/6)

《日本》

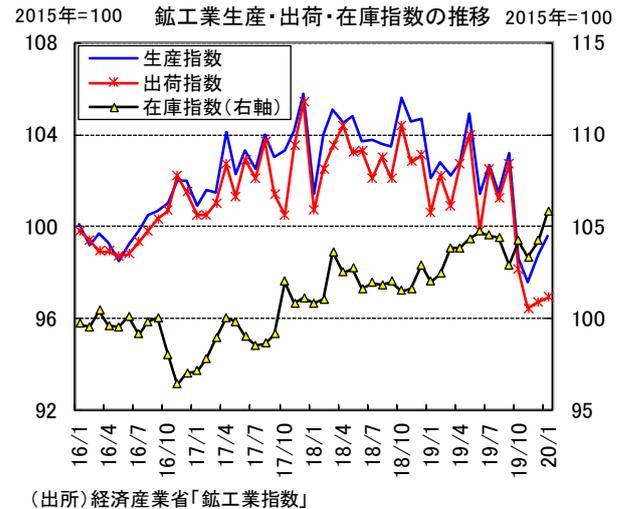
○ 1月雇用関連統計 (2月28日)

1月の完全失業率(季調値)は2.4%と、前月から0.2%上昇(悪化)した。内訳を見ると、就業者が前月差▲25万人、完全失業者は同+12万人、労働力人口全体では同▲21万人と、すべてが好ましくない方向の動きとなっている。1月の有効求人倍率(季調値)は1.49倍と、前月から▲0.08ポイント低下した。こちらは特殊要因の影響もあるが、国内の求人はすでに2019年以降ピークアウトが明確になっている。现阶段ではまだ雇用情勢の悪化トレンドが決定的なものになったとは言えないが、政府による企業活動の自粛要請の影響もあり、3月の雇用需給は一段と緩む可能性が高い。



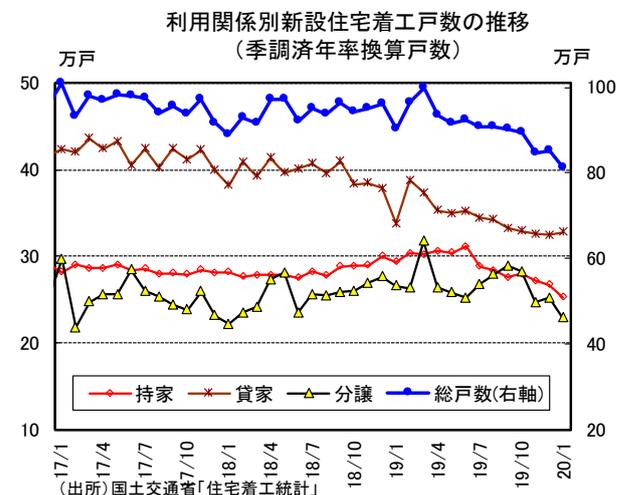
○ 1月鉱工業生産指数 (2月28日)

1月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比+0.8%と、2ヵ月連続の増産となった。ただ、生産指数自体は引き続き低水準。基調判断は「生産は弱含み」から「生産は一進一退ながら弱含み」へ変更された。製造工業予測指数を見ると、2月は同+5.3%、3月は同▲6.9%となっているものの、調査は2月上旬時点のものであり、新型コロナウイルスの影響が十分に反映されていない点には注意が必要。今後の生産については、外需の動向次第だが、半導体市況が底打ちしつつあるほか、FRBの利下げなどを背景に米国景気が底堅く推移すると見込まれることは好材料であるものの、新型コロナウイルスに関する先行き不透明感が企業や家計のマインドを冷やす要因となっており、先行きの下振れリスクは大きい。



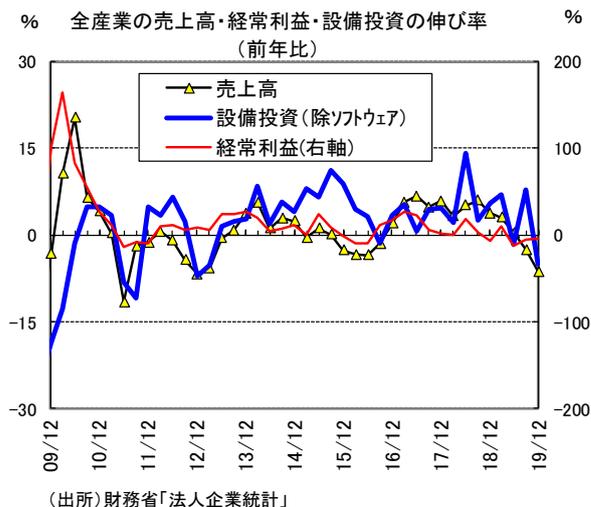
○ 1月新設住宅着工戸数 (2月28日)

1月の新設住宅着工戸数(季調値)は前月比▲4.6%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。利用関係別では、貸家が同+1.1%と、7ヵ月ぶりのプラスとなったものの、持家が同▲5.4%と、3ヵ月連続のマイナス、分譲は同▲9.3%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。今後については、持家では、消費増税前の駆け込み需要の反動減が出てきているほか、分譲については、マンション価格の高止まり、貸家についても金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスなどが重しとなり、住宅着工は均せば減少傾向の推移となると予想する。



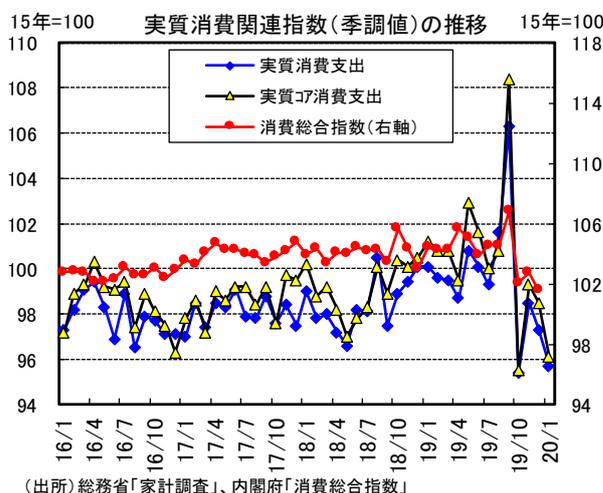
○ 10-12月期法人企業統計（3月2日）

10-12月期の法人企業統計では、売上高が前年比▲6.4%と2四半期連続の減収、経常利益は同▲4.6%と3四半期連続の減益となった。消費増税の実施や海外景気の減速を受け、引き続き製造業が減収減益となったほか、非製造業も2四半期連続の減収となるなどモメンタムの悪化が続いている。新型コロナウイルスに関する先行き不透明感が企業や家計のマインドを冷やす要因となっており、今後の企業収益は伸び悩むとみられる。設備投資（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）は前年比▲5.0%と2四半期ぶりのマイナスとなった。足元の企業業績の悪化や新型コロナウイルスの感染拡大が抑制要因となり、設備投資も当面弱含むと予想する。



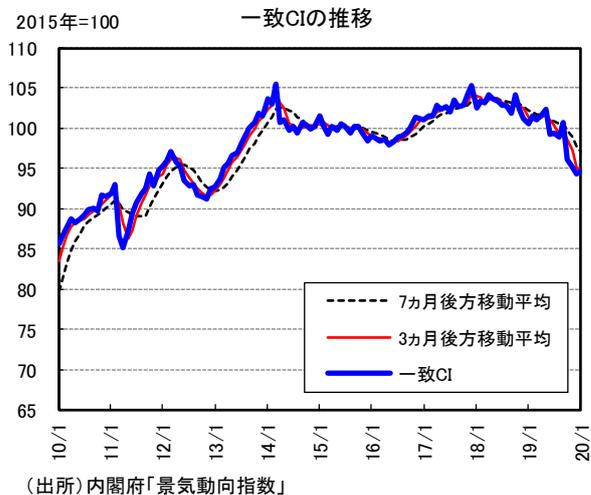
○ 1月家計調査（3月6日）

1月の家計調査によると、2人以上世帯の実質消費支出（季調値）は前月比▲1.6%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。費目別内訳のわかる前年比ベースを見ると、前月に引き続き10品目中、保健医療を除く9品目で前年比マイナスとなっており、消費増税の反動減からの戻りは弱い。勤労者世帯（2人以上）の実質可処分所得は前年比+2.3%と2ヵ月ぶりのプラス、実質消費支出は同▲4.9%と4ヵ月連続のマイナス、平均消費性向は64.7%（季調値）となった。今後の個人消費は、消費増税による悪影響のほか、新型コロナウイルスの感染拡大によって、当面低迷するとみている。ただ、新型コロナウイルスによる混乱一巡後は、政府による経済対策の効果に加え、緩やかながらも賃金が伸びていることから、回復に向かうと予想する。



○ 1月景気動向指数（3月6日）

1月の景気動向指数では、一致CIが94.7（前月差+0.3ポイント）と、4ヵ月ぶりの上昇となった。内閣府の基調判断は、「悪化を示している」にすえ置かれた。個別系列では、7系列中5系列が押し上げ、2系列が押し下げに寄与し、投資財出荷指数（除輸送機械）などが押し下げたものの、耐久消費財出荷指数などが全体を押し上げた格好。先行CIは90.3（前月差▲0.7）と、2ヵ月ぶりの低下となった。今後については、消費増税による悪影響が残存するなか、新型コロナウイルスの感染拡大による外出の手控えなど、経済環境の悪化が見込まれるため、当面弱めの動きになるとみている。



《米 国》

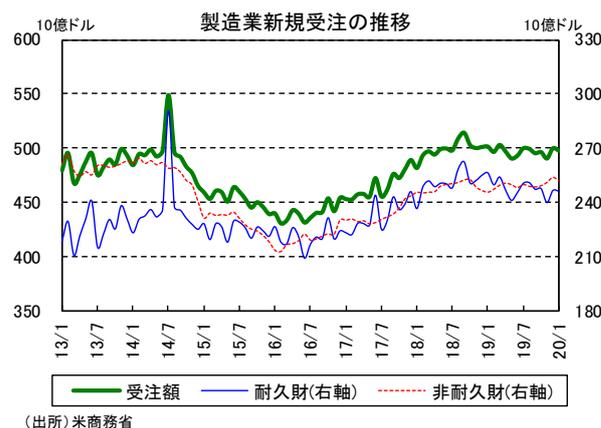
○ 2月ISM製造業景況指数（3月2日）

2月のISM製造業景況指数は50.1となり、2ヵ月ぶりに低下したものの、好不調の境目とされる50を2ヵ月連続で上回った。発表元のISMによれば、今回の景況指数は実質GDPに換算して前期比年率+2.1%成長に相当するとのことである。ただ、輸出受注、輸入指数が低下するなか、生産や新規受注、在庫指数が低下し、リードタイム指数が上昇しており、新型コロナウイルスの感染拡大に伴い世界的にサプライチェーンが停滞している影響を受けている様子がうかがえる。回答企業のコメントをみても、新型コロナウイルスの影響を指摘する声が目立つ。景況指数に先行する傾向のみられる新規受注-在庫指数はすでに底を打った可能性を示唆していることから、新型コロナウイルスの影響が収まれば徐々に下げ止まりへ向かうと予想する。



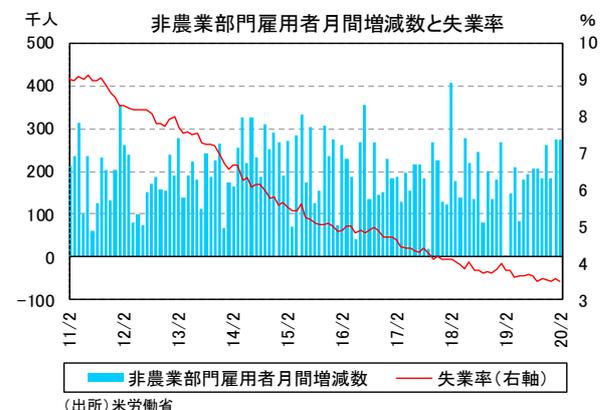
○ 1月製造業新規受注（3月5日）

1月の製造業新規受注は前月比▲0.5%と2ヵ月ぶりに減少した。財別にみると、耐久財については、電気機器や機械等が増加したものの、変動の激しい輸送機器が落ち込んだことなどから同▲0.2%と2ヵ月ぶりに減少した。また、非耐久財も同▲0.8%と4ヵ月ぶりに減少した。一方で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+1.1%と3ヵ月ぶりに増加した。前年比でも+1.3%と2ヵ月連続のプラスとなっており、米中貿易摩擦などの悪材料があったなかでも底堅く推移している。もっとも、今後は新型コロナウイルスの感染拡大に伴う影響が懸念されることから、企業は設備投資に慎重な姿勢を続けると予想する。



○ 2月雇用統計（3月6日）

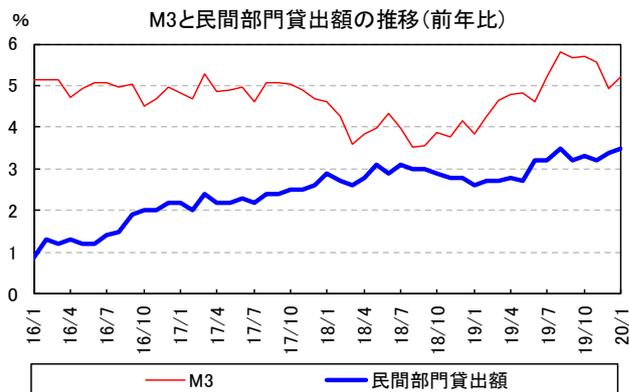
2月の非農業部門雇用者数は前月比+27.3万人と、市場予想を大きく上回る結果となった。加えて、12、1月ともに数値が上方修正されたほか、3ヵ月移動平均も同+24.3万人と、新しい労働力の供給を吸収するのに必要とされる10万人増を大幅に上回って推移している。失業率は3.5%と前月から0.1%ポイント改善し、約50年ぶりの低水準となったほか、時間当たり賃金は1月の前年比+3.1%から鈍化したものの、同+3.0%と底堅い推移が続いている。足元の雇用・所得環境は堅調に推移していると言えよう。ただ、今後は新型コロナウイルスの感染拡大に伴う影響などが企業マインドの重しになることが見込まれ、雇用・所得環境の改善ペースは鈍化すると予想する。



《 欧 州 》

○ 1月ユーロ圏マネーサプライ (2月27日)

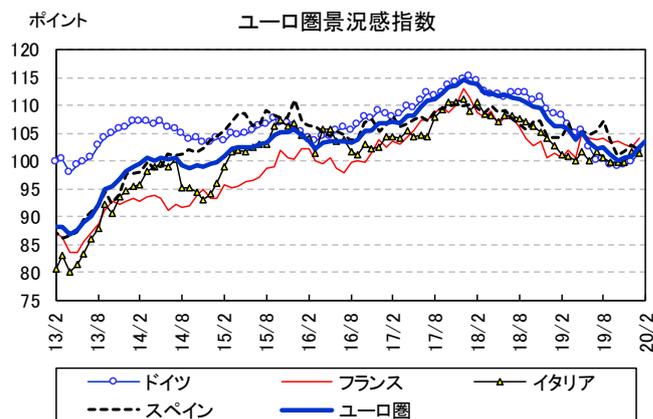
1月のユーロ圏マネーサプライ (M3) は前年比 +5.2%と、12月の同+4.9%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額 (同+3.4%→+3.5%) も2ヵ月連続で伸び幅が拡大。民間向け貸出額の内訳では、非金融企業向け (同+2.6%) は前月と同じ伸び幅となった一方、家計向け (同+3.5%→+3.7%) の伸び幅が拡大した。12月に公表された第2次TLTROⅢ割当結果は、中銀預金階層化適用後もTLTROⅢの利用が低調なものにとどまっていることを示しており、企業の資金需要が低迷しているなか、民間向け貸出しは今後、伸び悩むと予想する。



(出所) ECB

○ 2月ユーロ圏景況感指数 (2月27日)

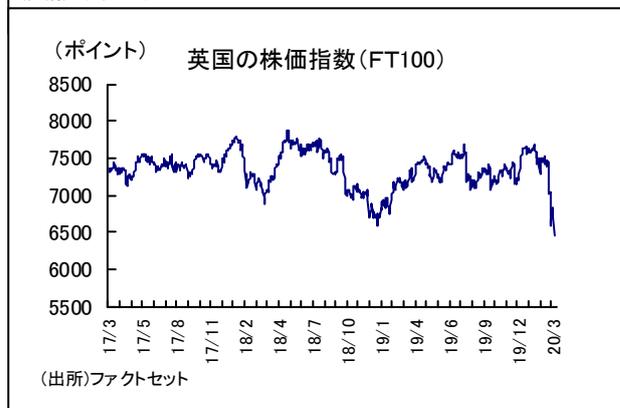
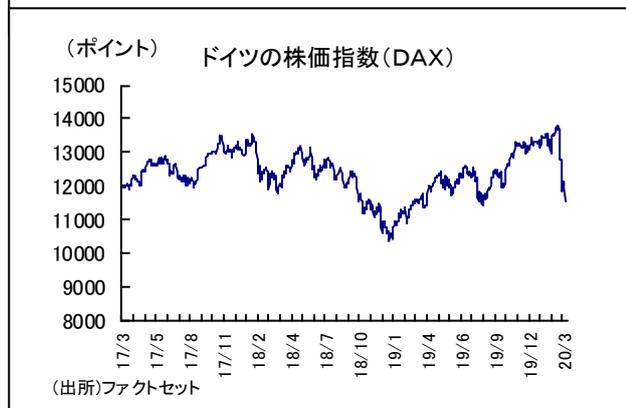
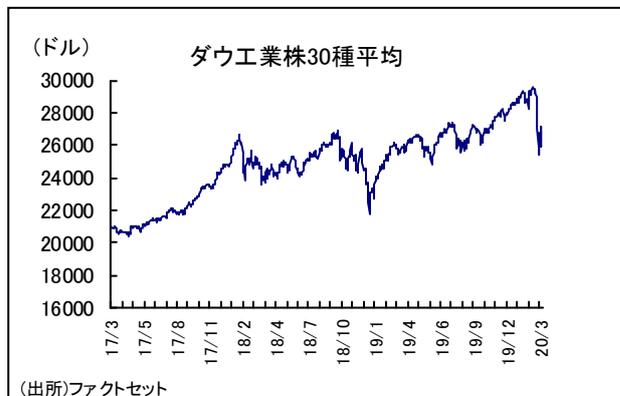
2月のユーロ圏景況感指数は103.5と、1月(102.6)から改善した。構成項目別では、建設業景況感(5.8→5.3)、小売業景況感(▲0.1→▲0.2)は悪化したものの、鉱工業景況感(▲7.0→▲6.1)、サービス業景況感(11.0→11.2)、消費者信頼感(▲8.1→▲6.6)は改善し、全体を押し上げた。主要国別では、イタリア(101.3)は横ばいにとどまったものの、ドイツ(101.2→101.8)、フランス(103.9→105.8)、スペイン(101.5→102.7)は改善した。ただ、目先は新型コロナウイルスの感染拡大の影響が顕在化するとみられるほか、影響の一巡後も政策効果を除けば好材料に欠けるなかで、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。



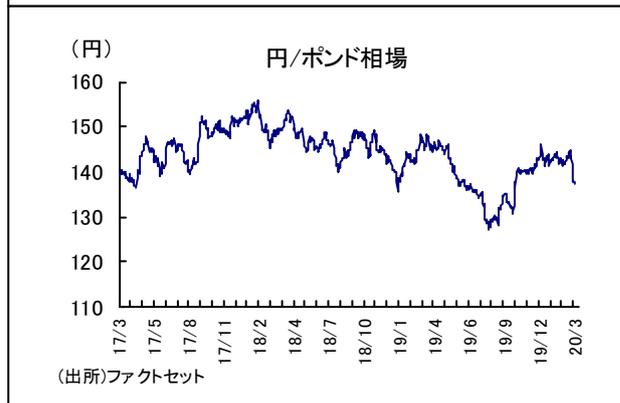
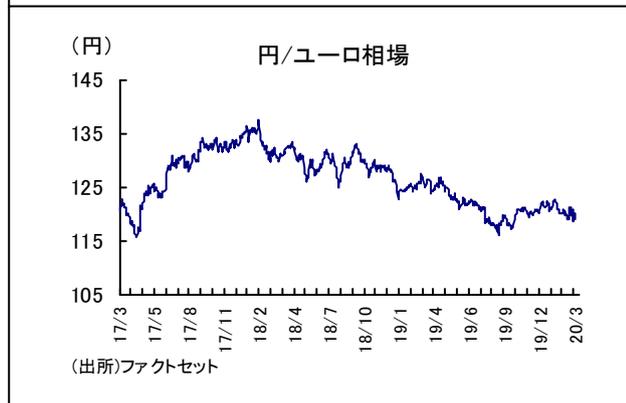
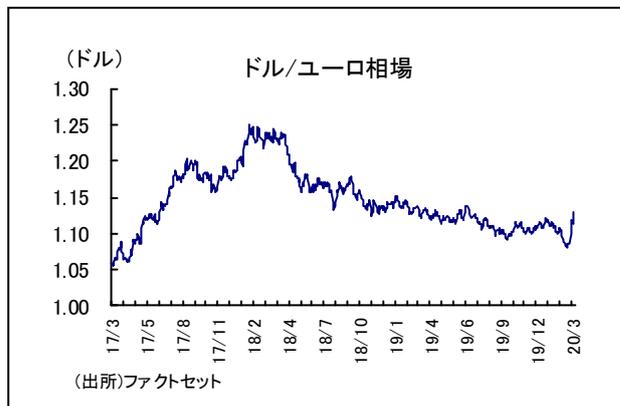
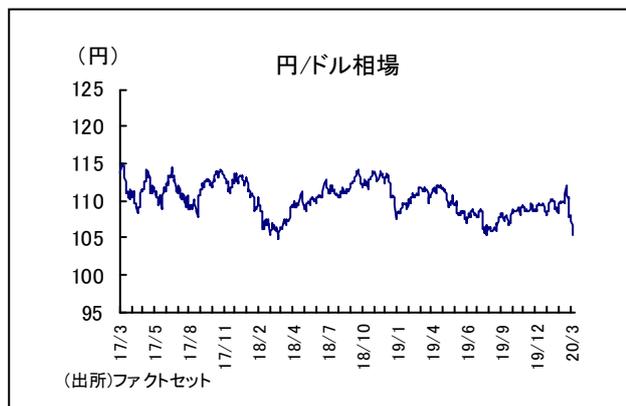
(出所) 欧州委員会

日米欧マーケットの動向 (2020年3月9日現在)

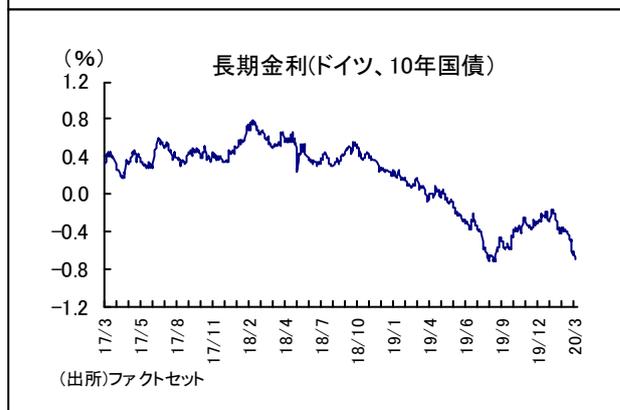
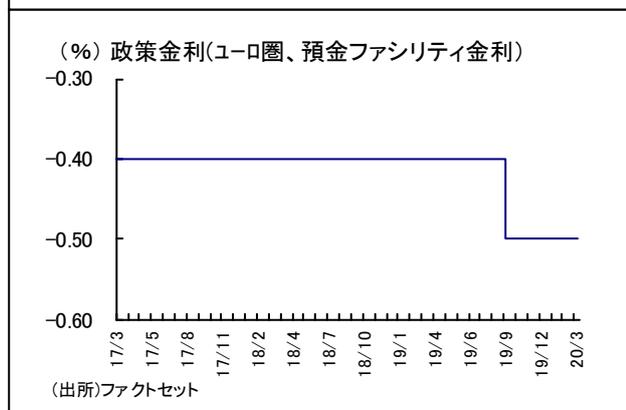
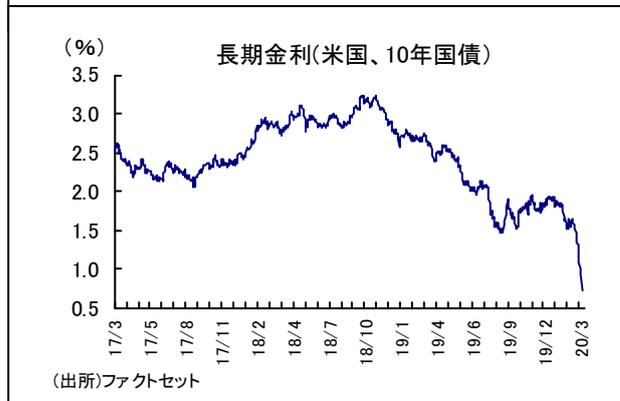
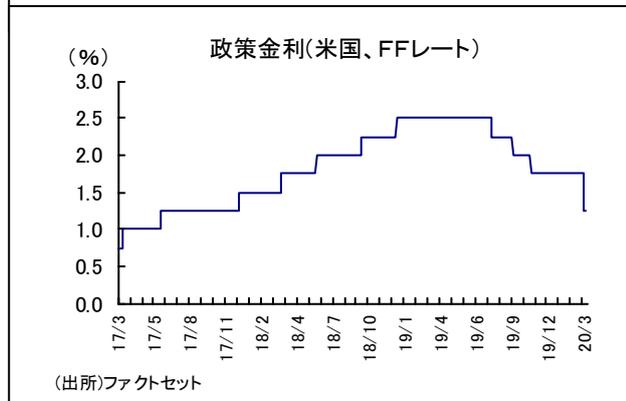
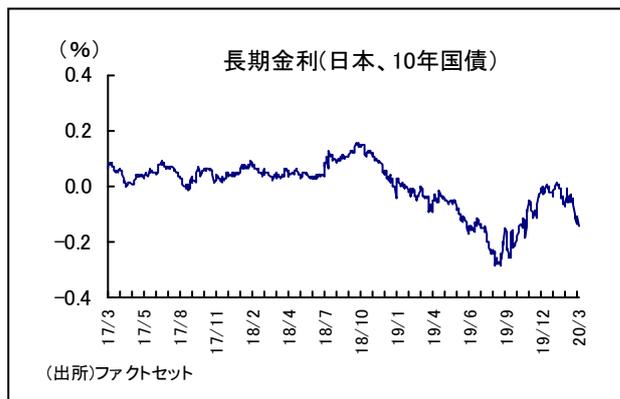
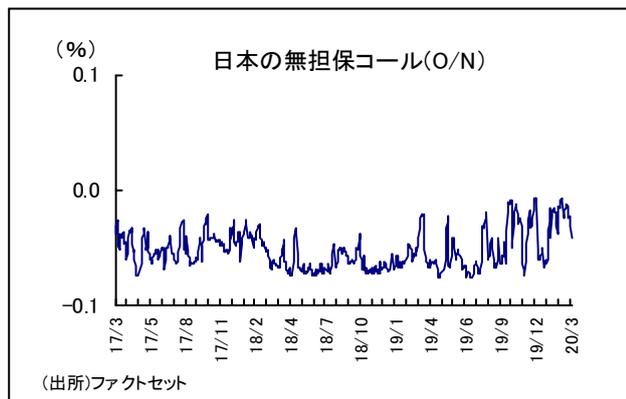
▽各国の株価動向



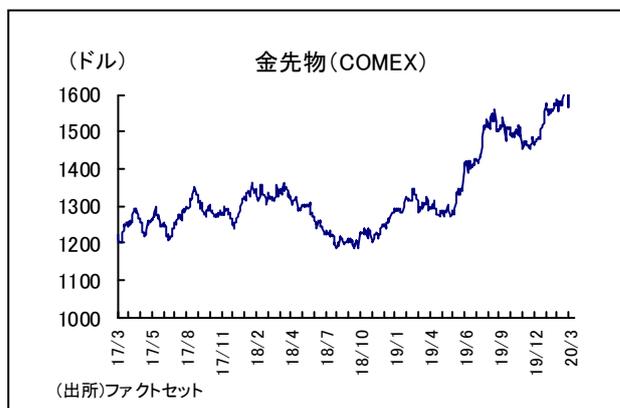
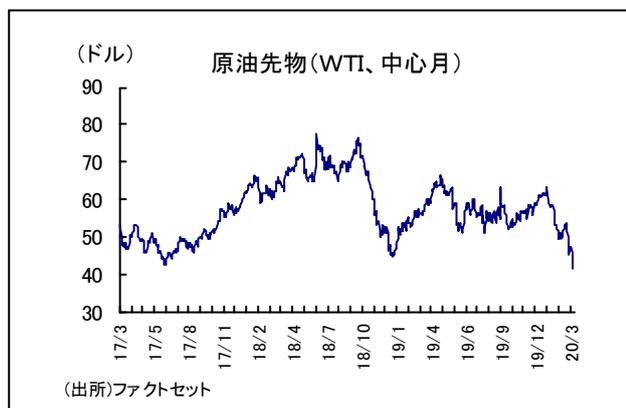
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



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

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、大広泰三、山口範大、
西山周作、木下裕太郎