

明治安田生命
2020-2021年度経済見通しについて
～ 新型コロナウイルスが世界経済へ与える影響に注視 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2019年10-12月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2020-2021年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率： 2020年度 0.2% 2021年度 1.1%

名目GDP成長率： 2020年度 0.7% 2021年度 1.2%

2. 要 点

- ①日本の景気は、新型コロナウイルスによる影響の広がり、訪日外国人数の減少につながっているほか、家計や企業マインドを下押しすることから、短期的には低迷が避けられない情勢。2021年度は、政府による経済対策などを背景に、緩やかな回復基調をたどると予想する。
- ②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が残ることや、新型コロナウイルスによる外出の減少などがマイナスに作用し、低迷を予想。住宅投資は、アパートローンへの慎重な貸出スタンスや、マンション価格の高止まりなどが重しとなり、減速傾向が続く。公共投資は、政府の経済対策を背景に、引き続き景気の下支え役を担う。設備投資は、海外景気の先行き不透明感が残ることで企業も見極めにくい状況が続こう。輸出は、新型コロナウイルスの影響に伴う中国景気の停滞を受けて伸び悩むと予想する。
- ③米国景気は、米中摩擦や新型コロナウイルス、大統領選などの各種不確実性が家計や企業マインドの重しとなるものの、雇用環境の改善や企業業績の増益基調が続くとみられるほか、昨年FRBが実施した利下げ効果もあり、内需がけん引する形で景気拡大が持続しよう。欧州景気は、新型コロナウイルスの影響を受けてアジア向けを中心に輸出の停滞が続くほか、内需は政策効果を除けば好材料に欠ける状況が続くため、低成長を予想。中国景気は、新型コロナウイルスの影響による落ち込みを余儀なくされるなか、財政・金融政策の巧拙が問われることになろう。

〈主要計数表〉

	2018年度	2019年度		2020年度		2021年度	
	実績		前回		前回		前回
実質成長率	0.3%	0.3%	0.8%	0.2%	0.4%	1.1%	0.6%
成長率寄与度							
・ 内需	0.4%	0.5%	1.1%	0.3%	0.4%	1.0%	0.5%
・ 外需	▲0.1%	▲0.2%	▲0.3%	▲0.1%	▲0.0%	0.1%	0.1%
名目成長率	0.1%	1.2%	1.5%	0.7%	0.9%	1.2%	0.7%

※前回は2019年11月時点の予想

GDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)		→ 予測				→ 予測									
	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2019年度		2020年度				2021年度				
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	
実質GDP	0.3%	0.3%	0.2%	1.1%	▲1.6%	0.0%	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	
前期比年率	0.3%	0.3%	0.2%	1.1%	▲6.3%	0.0%	1.1%	2.0%	1.8%	1.9%	0.9%	0.7%	0.5%	0.0%	
前年同期比	0.3%	0.3%	0.2%	1.1%	▲0.4%	▲1.0%	▲1.2%	▲0.9%	1.2%	1.7%	1.6%	1.3%	1.0%	0.5%	
民間最終消費支出	0.1%	▲0.2%	0.0%	1.1%	▲2.9%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	
民間住宅投資	▲4.9%	0.9%	▲2.6%	▲0.7%	▲2.7%	▲1.4%	▲0.3%	▲0.2%	0.0%	0.1%	▲0.9%	0.1%	0.1%	0.1%	
民間設備投資	1.7%	▲0.1%	▲0.1%	2.3%	▲3.7%	▲0.0%	▲0.0%	1.3%	1.0%	1.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	
政府最終消費支出	0.9%	2.5%	1.1%	0.7%	0.2%	0.2%	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	
公的固定資本形成	0.6%	4.2%	4.5%	2.0%	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	
財貨・サービスの輸出	1.6%	▲2.1%	1.6%	2.9%	▲0.1%	▲3.1%	2.5%	1.5%	0.8%	0.6%	0.5%	0.9%	0.8%	0.3%	
財貨・サービスの輸入	2.2%	▲0.9%	1.9%	2.5%	▲2.6%	▲1.9%	2.9%	1.7%	0.6%	0.6%	0.2%	0.7%	0.7%	0.6%	
名目GDP	0.1%	1.2%	0.7%	1.2%	▲1.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	0.6%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	
GDPデフレーター(前年比)	▲0.2%	0.8%	0.5%	0.1%	1.3%	1.1%	1.0%	0.7%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	

(前期比寄与度)		→ 予測				→ 予測									
		2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2019年度		2020年度				2021年度			
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	0.3%	0.3%	0.2%	1.1%	▲1.6%	0.0%	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	
民間最終消費支出	0.0%	▲0.1%	0.0%	0.6%	▲1.6%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	
民間住宅投資	▲0.1%	0.0%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.0%	▲0.0%	0.0%	0.0%	▲0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
民間設備投資	0.3%	▲0.0%	▲0.0%	0.4%	▲0.6%	▲0.0%	▲0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
政府最終消費支出	0.2%	0.5%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
公的固定資本形成	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
民間在庫品増加	0.0%	0.0%	▲0.1%	▲0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	▲0.0%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.1%	▲0.0%	0.0%	▲0.0%	
純輸出	▲0.1%	▲0.2%	▲0.1%	0.1%	0.5%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.0%	0.0%	▲0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	▲0.1%	
財貨・サービスの輸出	0.3%	▲0.4%	0.3%	0.5%	▲0.0%	▲0.5%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	
財貨・サービスの輸入	▲0.4%	0.2%	▲0.3%	▲0.4%	0.5%	0.3%	▲0.5%	▲0.3%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	

(兆円、2011年暦年連鎖価格)		→ 予測				→ 予測									
		2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2019年度		2020年度				2021年度			
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	533.6	535.4	536.5	542.4	531.2	531.3	532.7	535.3	537.7	540.2	541.4	542.3	543.0	543.1	
民間最終消費支出	299.0	298.3	298.4	301.7	294.0	295.2	296.7	297.8	299.1	300.2	301.0	301.6	302.0	302.1	
民間住宅投資	15.1	15.3	14.9	14.8	15.2	15.0	14.9	14.9	14.9	14.9	14.8	14.8	14.8	14.8	
民間設備投資	85.7	85.7	85.6	87.6	84.2	84.2	84.1	85.3	86.1	87.1	87.4	87.6	87.8	87.8	
政府最終消費支出	107.2	109.9	111.1	111.9	110.2	110.4	110.5	111.0	111.3	111.7	111.8	111.9	111.9	112.1	
公的固定資本形成	26.1	27.2	28.4	29.0	27.4	27.6	27.9	28.3	28.6	28.9	29.0	29.0	29.0	29.0	
民間在庫品増加	1.5	1.5	1.2	0.4	1.5	1.7	1.7	1.5	0.9	0.8	0.4	0.4	0.4	0.3	
純輸出	▲1.7	▲2.8	▲3.2	▲2.9	▲1.7	▲2.7	▲3.1	▲3.3	▲3.2	▲3.3	▲3.0	▲2.8	▲2.8	▲3.1	
財貨・サービスの輸出	92.9	90.9	92.3	95.0	91.4	88.6	90.8	92.1	92.9	93.4	93.9	94.8	95.5	95.8	
財貨・サービスの輸入	94.6	93.7	95.5	97.9	93.1	91.3	93.9	95.5	96.1	96.7	96.9	97.6	98.3	98.9	

2. 主要指標予測

		予 測			予 測										
	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2019年度		2020年度					2021年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	
鉱工業生産(前年比)	0.3%	▲ 2.9%	0.5%	1.8%	▲ 6.4%	▲ 3.3%	▲ 2.7%	▲ 1.5%	3.4%	3.0%	2.0%	1.8%	1.6%	1.7%	
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	0.8%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%	0.5%	0.6%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%	0.6%	
除く消費増税、幼児教育・高等教育無償化(前年比)	0.8%	0.4%	0.4%	0.6%	0.2%	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	0.8%	0.6%	
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 1.6	▲ 1.2	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	
経常収支(季調値、兆円)	19.2	19.9	20.1	20.3	5.2	4.9	5.1	5.1	5.0	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1	
完全失業率(季調値・平均)	2.4%	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	
WTI原油価格(\$/バレル、※)	63	56	55	54	61	54	54	55	55	54	54	55	54	53	

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

			予測				予測								
			2018年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年				2021年			
								10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	2.9%	2.3%	1.8%	1.9%	2.1%	1.5%	1.6%	1.8%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	
	個人消費支出	3.0%	2.6%	2.5%	2.4%	1.8%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	
	住宅投資	▲1.5%	▲1.5%	4.2%	2.2%	5.8%	5.0%	4.5%	3.5%	2.8%	2.0%	1.5%	1.3%	1.0%	
	設備投資	6.4%	2.1%	▲1.3%	0.8%	▲1.5%	▲2.0%	▲1.0%	0.0%	0.5%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	
	在庫(寄与度)	0.1%	0.1%	▲0.4%	0.0%	▲1.1%	▲0.3%	▲0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	
	純輸出(寄与度)	▲0.3%	▲0.2%	0.3%	▲0.1%	1.5%	0.2%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.2%	
	輸出	3.0%	0.0%	0.3%	2.4%	1.4%	▲2.0%	2.4%	1.9%	2.1%	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%	
	輸入	4.4%	1.0%	▲1.2%	2.6%	▲8.7%	▲2.5%	2.7%	2.2%	2.3%	2.6%	2.7%	2.8%	3.0%	
	政府支出	1.7%	2.3%	1.5%	0.4%	2.7%	0.9%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	
	失業率(※)	3.9%	3.7%	3.7%	3.8%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	
CPI(総合、※)	2.4%	1.8%	2.0%	2.0%	2.3%	2.3%	2.0%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%		
政策金利(誘導目標の上限、期末値)	2.50%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%		
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	1.9%	1.2%	0.9%	1.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
	家計消費	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
	政府消費	1.0%	1.6%	1.4%	1.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	
	固定投資	3.1%	5.8%	0.1%	1.6%	▲3.9%	0.7%	0.9%	0.7%	▲0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
	純輸出(寄与度)	0.4%	▲0.6%	0.1%	0.0%	0.9%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.1%	0.2%	▲0.0%	▲0.0%	0.0%	0.0%	
	輸出	2.9%	2.3%	1.2%	2.5%	▲0.1%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	
	輸入	2.7%	3.9%	1.1%	2.7%	▲2.1%	0.6%	0.7%	0.8%	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	
	失業率(※)	8.2%	7.6%	7.4%	7.3%	7.5%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	
	CPI(総合、※)	1.8%	1.2%	0.7%	1.5%	1.0%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	
	政策金利(期末値)	▲0.4%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.3%	1.4%	0.7%	1.4%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2021年度にかけての日本の景気は、世界経済の底打ち、5G関連需要の本格化、政府の経済対策等を背景に、基本的に緩やかな回復基調をたどると予想する。ただし、目先は新型コロナウイルスが大きな不透明要素として残る。特に、国内における流行が本格化した場合には、家計・企業マインドの冷え込みや物流の停滞、工場の稼働停止等が国内経済に大きな下押し圧力となる展開が予想され、しばらくはこうしたリスクに警戒が必要な局面が続く。

新型コロナウイルスの影響一巡後の個人消費は、春闘の予想賃上げ率が7年連続の2%台に乗るなど、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。住宅投資は、アパートローンに対する金融機関の慎重な貸出スタンスの継続や、マンション価格の高止まりなどが重しとなり、減速傾向が避けられないと見る。公共投資は、政府の経済対策を背景に、引き続き景気の下支え役を担う展開を予想。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見込む。輸出は、中国の景気刺激策の効果や半導体市況の改善を受け、年央以降は緩慢ながらも次第に回復へ向かうと予想する。

（1）新型コロナウイルスが当面の景気下押し要因

10-12月期の実質GDP成長率は前期比▲1.6%（年率換算：▲6.3%）と、大幅マイナスを予想していた事前の市場予想（同▲1.0%、年率換算：▲3.8%、当社予想は同▲0.9%、▲3.6%）をさらに大きく上回るマイナス幅となった。消費増税前の駆け込み需要の反動減に加え、大型台風の襲来、暖冬といった天候要因が加わったことで、個人消費が前期比▲2.9%（年率換算：▲11.0%）と、予想以上の大幅マイナスとなったことが足を引っ張った。個人消費だけではなく、設備投資が同▲3.7%（年率換算：▲14.1%）、住宅投資が同▲2.7%（年率換算：▲10.4%）と、国内民需の主要項目が軒並み年率で二桁を超えるマイナスとなっている。ただ、直前の7-9月まで数四半期に渡り比較的堅調な伸びを続けてきた分、前年同期比ベースでの実質GDP成長率は▲0.4%と、小幅マイナスにとどまっている。この点、前期比ベースでのマイナスを過大評価しないよう注意が必要である。2019年の通年では前年比+0.7%と8年連続のプラスだが、これはほぼ潜在成長率並みの伸びである。プラス幅も2018年の同+0.3%を上回っている。

国内景気がすでに後退局面にある可能性も否定しきれなくなっているが、重要なのは今後の方向性である。この点、新型コロナウイルス肺炎（以下、新型コロナウイルス）が国内で流行の兆しを見せており、短期的には消費マインドや企業マインドに一段の下押し圧力がかかる可能性が懸念される。ただ、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るわけではない分、終息に向かった時の回復は早いとも考えられる。海外の政治・経済情勢に対する不透明感も残るが、米中交渉が第一弾の合意に至ったことで、米国景気が早期に腰折れに至るリスクは遠のいている。不振が続いていた半導体関連産業でも、次世代通信5Gへの移行本格化の兆候が表れ始め、在庫調整が進展しつつある。新興国景気も総じて安定に向かっており、OECD景気先行指数やグローバル製造業PMIなど、世界景気の先行指標に改善の兆しがみられる。国内では省力化投資需要も根強く、新型コロナウイルスの終息後は、緩慢な回復基調を取り戻すという展開を、現時点ではメインシナリオに置いておきたい。なお、新型コロナウイルスの影響についてはP14～P16で検討する。

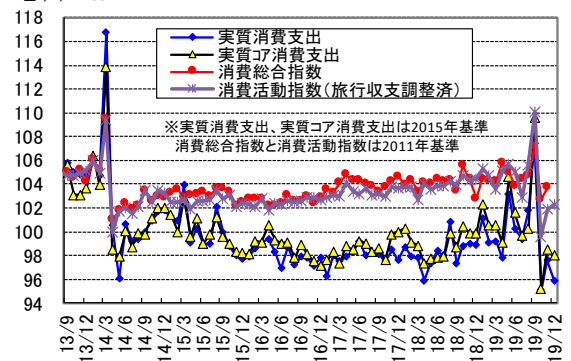
（２）個人消費は冴えない推移が続く

12月の家計調査によると、二人以上世帯の実質消費支出は前月比▲1.7%、前年比で▲4.8%と、消費増税後の反動減から脱却できない状況が続いている（図表1-1）。家計調査は需要側の統計で、アンケートのサンプルに起因する振れも大きいことで知られるが、各種の販売・供給統計を基礎統計とする日銀の消費活動指数も、家計調査ほどではないが増税後に大きく落ち込んでおり、その後の戻りも鈍い。一方、需要側、供給側の複数の統計から作成する内閣府の消費総合指数については、増税後の落ち込みは相対的に小さく、11月には、駆け込み需要が顕在化する前の平均的な水準をほぼ取り戻している。現時点で、増税後の落ち込みからのトレンドは見極めにくい、当初の予想よりは戻りが鈍いとの印象は否めない。政府の対策効果や、消費マインドの持ち直しを考えれば（図表1-2）、ここから腰折れに向かう可能性は低いと考えるが、一方で、力強い回復も見込みがたい。

消費増税の影響については、いわゆる駆け込み需要とその反動減といった「異時点間の代替効果」よりも、増税分実質所得が減少する「所得効果」の方が重要である。前者の効果は、増税前後を均せば基本的にはプラスマイナスゼロと考えられるのに対し、後者の所得効果は、ある程度長期にわたり残るためである。負の所得効果が大きくなる要因として挙げられるのが、急速な高齢化である。高齢者は、収入の多くを年金給付と貯蓄の取り崩しに依存しており、消費増税による物価上昇に対し、現役世代よりも相対的に弱いと考えられるためである。実際、当社が、家計調査の「市」レベルデータを用いて、固定効果モデルによるパネルデータ分析を実施した結果、2014年の増税時は高齢化が進んだ「市」ほど、消費増税後の個人消費の落ち込みが大きいとの結果が示された（図表1-3）。これだけで、個人消費の腰折れをもたらすほどのインパクトはないかもしれないが、今後も長きにわたりボディーブローのように効き続けるリスクが残る。

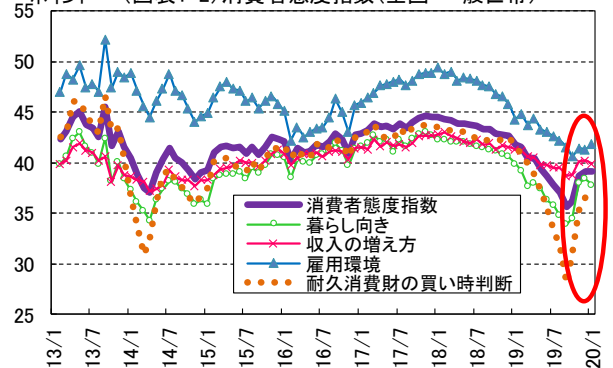
労務行政研究所が実施している「賃上げ等に関するアンケート調査」の結果をみると、主要企業の2020年の賃上げ予想率は前年比+2.05%（定期昇給を含むベース）と、2019年の予想率を0.10%下回った（図表1-4）。前年の予想率を下回るのは3年ぶりである。ベ

基準年=100（図表1-1）実質消費関連指数（季調値）の推移



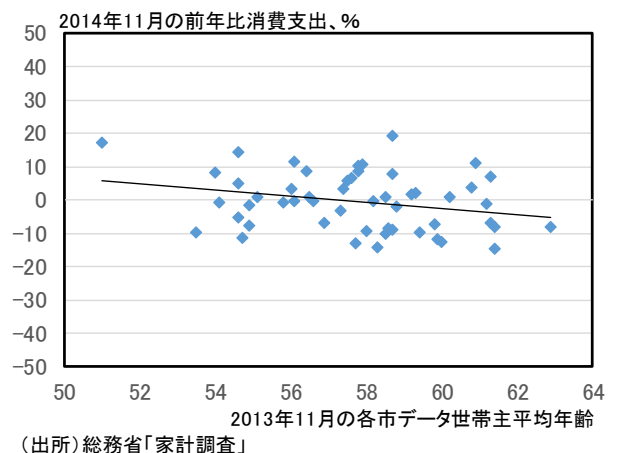
（出所）総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」、内閣府「消費総合指数」

ポイント（図表1-2）消費者態度指数（全国・一般世帯）

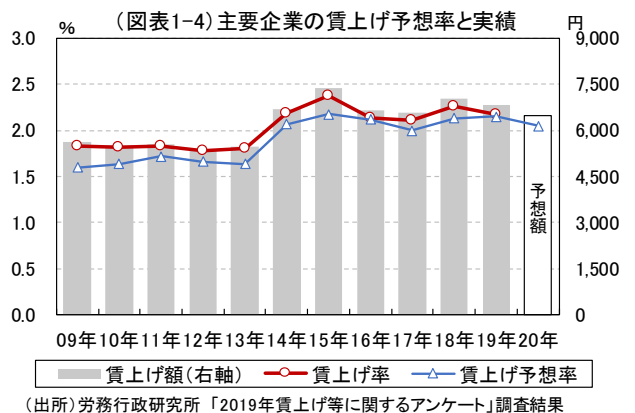


（出所）内閣府「消費動向調査」

（図表1-3）各市データの世帯主の平均年齢と消費増税後の消費の落ち込み



（出所）総務省「家計調査」



（出所）労務行政研究所「2019年賃上げ等に関するアンケート」調査結果

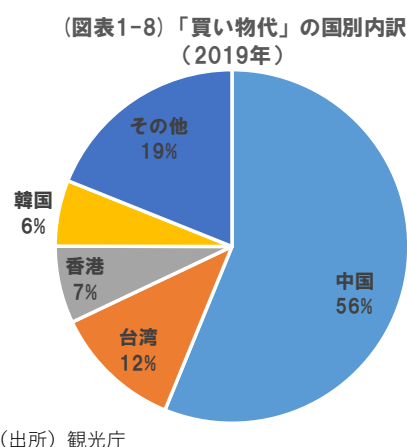
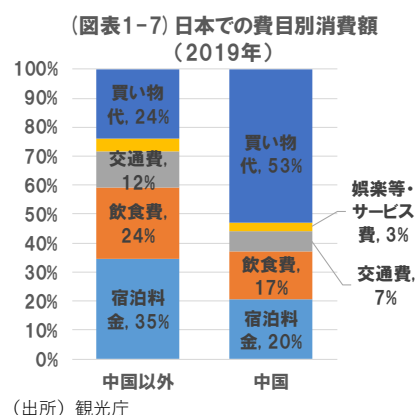
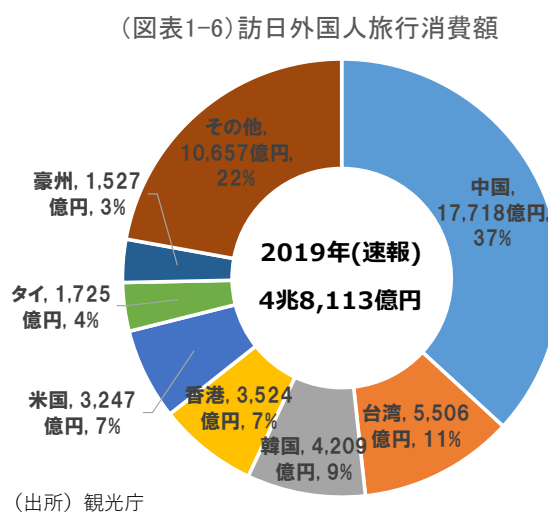
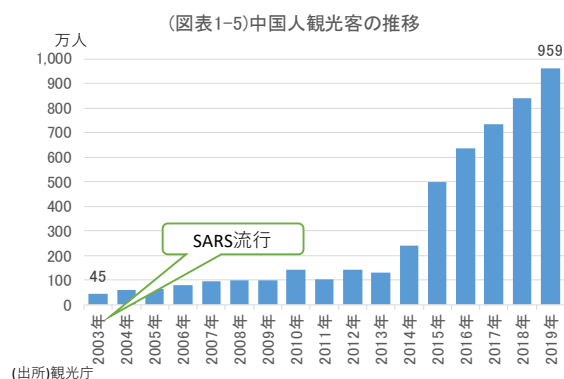
アに関しての経営側の見解は、「実施する予定」が16.9%（2019年38.1%）、「実施しない予定」が49.2%（同37.3%）と、ベアを実施する予定との企業が昨年から半分以上に減っている。輸出が冴えないなか、外需主導の製造業を中心に、賃上げに慎重なスタンスを示す企業が増えた結果である。賃上げ率が曲がりなりにも7年連続の2%台に乗せたことや、市場の需給をより素直に反映するパートタイマーの賃金が順調に上昇していることを考えれば、個人消費の下支えに一定程度の効果はあると考えるが、全体として個人所得、個人消費とも加速感のない状況は変わらないとみる。

また、GDP 統計の個人消費には含まれないが、新型コロナウイルスによるインバウンド需要の減少は、小売業界に大きな打撃となっている。SARS の流行した2003年の中国からの観光客は45万人に過ぎなかったのに対し、2019年は959万人と、実に21倍に拡大しており（図表1-5）、影響がその分大きくなっている。

観光庁の訪日外国人消費動向調査の2019年速報によれば、中国からの旅行客の消費額（買物代のほか、宿泊料金、飲食費等を含む）は1兆7,718億円で、前年比14.7%増、外国人全体の36.8%を占める（図表1-6）。

中国以外の国・地域の旅行消費額合計に占める買物代が24%にすぎないのに対し、中国人旅行客の買物代は53%と、旅行消費額合計の半分以上を超える（図表1-7）。外国人旅行客全体の買物代の実に56%が中国本土で占められる計算である（図表1-8）。中国本土に台湾、香港を含めれば、外国人の買物金額の75%が中国系で占められる。

海外旅行客の消費額は、GDP 統計において、「非居住者家計の国内での直接購入」に含まれる。この項目は民間最終消費支出の控除項目となる一方、輸出の一部として計上されるが、2018年の10-12月期から、2019年7-9月期までの直近1年間の累計で、実質 GDP の0.8%を占める。2019年の韓国からの旅行客の消費額は、日韓関係悪化の影響で前年比▲28.4%の大幅マイナスとなったが、仮に、2020年の中国系3地域（中国本土、台湾、香港）からの旅行消費額が同程度の比率で減少した場合、年間の実質 GDP には▲0.12%の直接的な押し下げ効果が働く。東京オリンピックの存在も考えれば、これほどの減少になるのは新型コロナウイルスが夏場まで収束しない場合に限られる。4月までに終息に向かえば、逆にインバウンド消費が GDP の押し上げ要因になる展開が期待できるが、現時点では先行き不透明な状態が続いている。



（３）住宅投資は均せば減速傾向で推移

1月のさくらレポート（日銀地域経済報告）をみると、住宅投資の判断は、9地域中4地域で引き下げられた。その結果、8地域で「横ばい圏内」や「弱めの動き」といった表現が用いられており、足元の住宅投資が弱含んでいる様子がうかがえる（図表1-9）。ヒアリング先企業からは、「金融機関の融資スタンス厳格化や供給過剰感が強いことから貸家が低調」といった声が目立ったほか、「消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動減」や「分譲マンションの建築コスト上昇」を懸念する声が挙がっている。一方で、「政府の住宅取得支援策（需要平準化策）が下支えするもとで反動減は小幅にとどまる」といった見方も多くみられた。

民間住宅投資に数ヵ月先行する新築住宅着工戸数（季調値）をみると、貸家の減少トレンドに加え、昨年夏以降、持家も減少傾向で推移、総戸数も弱含んでいる（図表1-10）。

利用関係別の着工を詳しくみると、まず貸家の減少傾向が続いている点については、節税対策としてのアパート経営需要の一巡や施工不良問題による投資意欲の減退、供給過剰（既存物件の入居率低下）を背景とした金融庁によるアパートローン監視強化が引き続き下押し圧力となっているとみられる。住宅金融支援機構の「民間住宅ローンの貸出動向調査」をみても、アパートローンへの取組姿勢は、「リスク管理の強化」、「採算の見直し」などを理由に、現状・今後とも「積極的」が減少し、「消極的（慎重、縮小）」が増加している。貸家については、需要の減退に加え、アパートローンに対する金融機関の慎重な貸出スタンスの継続から、今後も低調な推移が続くと予想する。

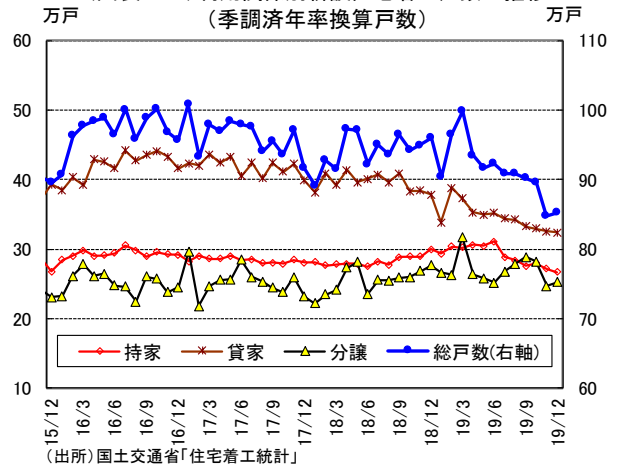
持家については、消費増税前の駆け込み需要が昨年夏場にピークアウトしており、その反動減が顕在化している。もっとも、政府の住宅取得支援策の効果もあり、過去2回の消費税率引き上げのケースに比べ、駆け込み需要の規模は限られたものとなっている。そのため、反動減も小幅なものにとどまり、春先にはその影響が一巡するとみて

（図表1-9）さくらレポートの地域別判断（住宅投資）

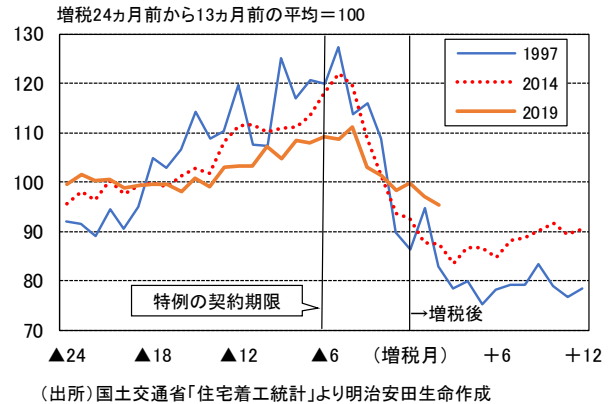
地域	2019年10月	2020年1月	修正方向
北海道	弱めの動きとなっている	弱めの動きとなっている	→
東北	高水準ながらも震災復興需要がピークアウトしているため減少している	震災復興需要のピークアウトに加え、貸家着工に弱めの動きがみられることから、高水準ながらも一段と減少している	↓
北陸	高水準で横ばい圏内の動きとなっている	高水準で横ばい圏内の動きとなっている	→
関東甲信越	横ばい圏内で推移している	横ばい圏内で推移している	→
東海	持ち直し傾向にある	持ち直し傾向にある	→
近畿	持ち直している	横ばい圏内で推移している	↓
中国	横ばい圏内で推移している	横ばい圏内で推移している	→
四国	増加している	弱めの動きとなっている	↓
九州・沖縄	低金利環境等を背景に、高水準で推移している	高水準ながらも貸家を中心に足もと弱めの動きとなっている	↓

（出所）日銀「地域経済報告（さくらレポート）」

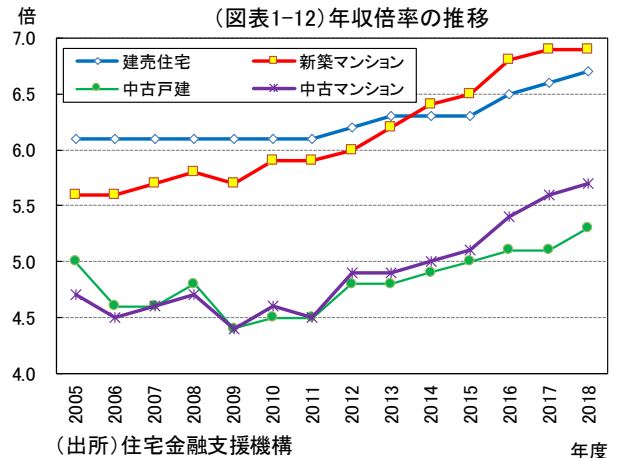
（図表1-10）利用関係別新設住宅着工戸数の推移（季調済年率換算戸数）



（図表1-11）消費増税前後の持家着工（季調値）



（図表1-12）年収倍率の推移



いる（図表 1-11）。

分譲については、振れを伴いながらも、分譲マンションの着工がけん引する形で持ち直し傾向で推移していたが、足元10－12月期は、前年比▲3.1%（7－9月期：同＋8.2%）と弱含んでいる。内訳をみると、マンションが同▲5.8%（7－9月期：同＋14.9%）、一戸建てが同▲0.7%（7－9月期：同＋3.8%）と、マンションの落ち込みが大きい。首都圏マンションの10－12月期の初月契約率は56.4%（7－9月期：65.8%）にとどまった。消費税率引き上げに伴う反動減の影響が残っていることに加え、資材価格や用地取得費用の上昇を背景としたマンション価格の高止まりなどから、販売は振るわず、販売在庫も高水準である。住宅金融支援機構の「フラット35利用者調査」を見ても、所得環境の回復ペースが鈍いなか、足元の年収倍率は上昇傾向にある（図表1-12）。持家同様、消費税率引き上げに伴う反動減の影響は徐々に薄まるとみられるものの、マンション価格の高止まりは購入意欲の減退につながるとみられ、今後の分譲着工は均せば鈍化傾向の推移を予想する。

なお、政府の各種支援策（住宅ローン減税の控除期間 3 年延長、住まい給付金の拡充、住宅取得資金の贈与税非課税枠拡大など）は、2020 年 3 月以降 2021 年末にかけて適用期限を迎える。予定どおり適用終了となれば、その都度持家、分譲においては駆け込み需要と反動減の振れが発生する可能性があり、注意が必要である。

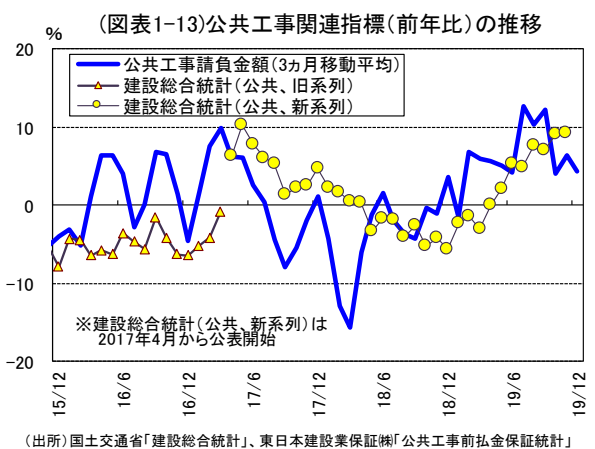
総務省が昨年 4 月に発表した 5 年に 1 度の住宅・土地統計調査によると、人口減少などを背景として地方を中心に空き家の増加傾向が続き、空き家率が調査開始以来で最高水準に上昇している。総住宅数が総世帯数を上回って推移する構図は変わっておらず、住宅市場の余剰感が高まっている。また、国立社会保障・人口問題研究所の将来推計によれば、世帯数は 2023 年まで増加傾向を維持するものの、増加ペースは年々鈍化していくほか、2024 年以降は減少基調に転じることが見込まれており、中長期的には人口動態が住宅投資を抑制する度合いが強まっていくと予想する。

今後の住宅投資は、アパートローンに対する金融機関の慎重な貸出スタンスの継続、マンション価格の高止まり、構造要因などが重しとなり、減速傾向の推移となることが避けられないとみる。2018 年度には約 95 万戸だった住宅着工戸数は、2019 年度は 91 万戸前後、2020 年度は 87 万戸程度、2021 年度には 85 万戸程度まで減少すると予想する。

（４）公共投資は 2021 年度にかけて景気の下支え役に

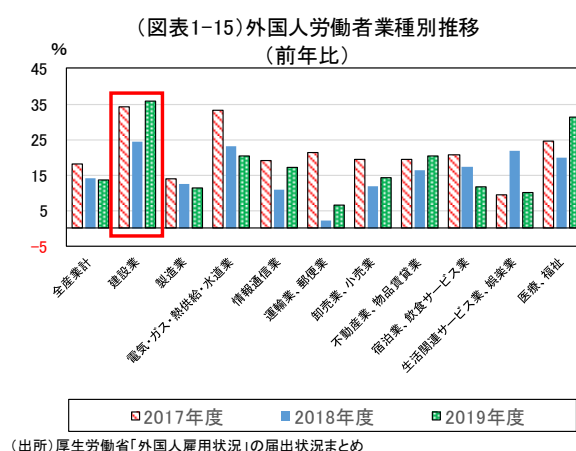
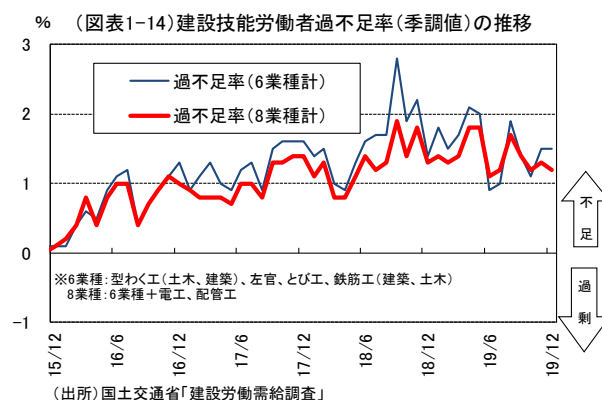
10－12 月期の実質公的固定資本形成は、前期比＋1.1%と、4 四半期連続のプラスとなった。1 月のさくらレポートで公共投資の判断をみると、近畿が前回の 10 月から引き上げられ、「増加している」が 5 地域、「高水準」が 4 地域となった。各地域の景気の総括判断が 10 月から横ばいないし引き下げられているなかでも、公共投資は好調に推移している。ヒアリング結果によると、2018 年に発生した北海道胆振東部地震や、西日本豪雨、2019 年に発生した台風 19 号などの災害復旧工事の進捗が報告されているほか、国土強靱化政策関連の受注の増加を見込む声が目立つ。

実際の工事の進行を反映する建設総合統計の建設工事出来高をみると、昨年 4 月に前年比プラスに転じた後、プラス幅の拡大傾向が続き、11 月は同＋9.2%と、新系列公表（2017 年 4 月）以降で 2 番目に高い伸びとなった（図表 1-13）。出来高に



先行する公共工事請負金額(3ヵ月移動平均)も、振れを伴いながらも増加傾向で推移している。2018年度第2次補正予算では、公共事業関係費として、1兆1,398億円が計上されたほか、2019年度本予算では、公共事業関係費が前年度当初予算比+15.6%の6兆9,099億円(臨時・特別措置含む)となっており、その進捗が寄与した形である。

公共工事が増加するなか、人手不足は依然としてボトルネックである。主要8業種の建設技能労働者過不足率(季節調整値)をみると、このところ不足超過での推移となっており、人手不足がさらに高まる状況ではないにせよ、依然として深刻な状況に変わりはない(図表1-14)。外国人労働者の増加も今のところ人手不足を十分カバーするには至っていない。厚生労働省の「外国人雇用状況」をみると、建設業の2019年外国人労働者増加率は前年比+35.9%と、全業種で増加率1位であり、比較的外国人労働者の活用が進んでいる業種である(図表1-15)。一方で、ここ10年の間、建設業就業者数は500万人前後とほぼ変わらずで、



建設業に従事する外国人労働者実数は足元で約9万3,000人と、全体の約1.9%に過ぎない。また、昨年4月から実施された特定技能労働者の受け入れは、昨年11月末時点で1,019人(特定技能1号在留外国人数、建設業では59人)と、初年度の受け入れが最大4万人になるという政府の想定を大きく下回っている。背景には、技能と日本語の試験が遅れていること、申請手続きが複雑で審査に時間がかかること、ベトナム等の送り出し国の法制度が整備されていないこと等がある。人手不足の解消には今しばらく時間を要するとみられる。

安倍政権は、昨年12月に3年ぶりの経済対策である「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」を閣議決定した。当該経済対策は、19年度補正予算と20年度予算を合わせた15ヵ月予算との建付けになっており、財政支出が5.8兆円にのぼる「災害からの復旧・復興と安全・安心の確保」の多くは公共投資の押し上げに寄与するとみられる。実際に、2020年度の公共事業関係費の予算案をみると、高水準であった2019年度と同程度となっている。人手不足が続くなか、工事の進捗が遅れることによって、経済対策による押し上げ効果は薄く長く続くこととみており、公共投資は2021年度にかけても景気の下支え役として機能し続ける展開を予想する。

(5) 設備投資は調整一巡後持ち直しへ

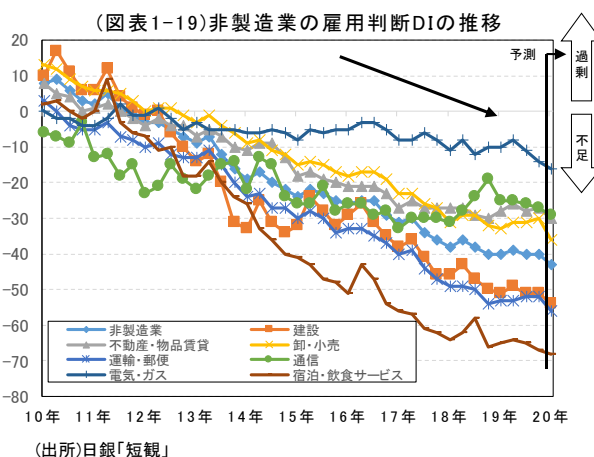
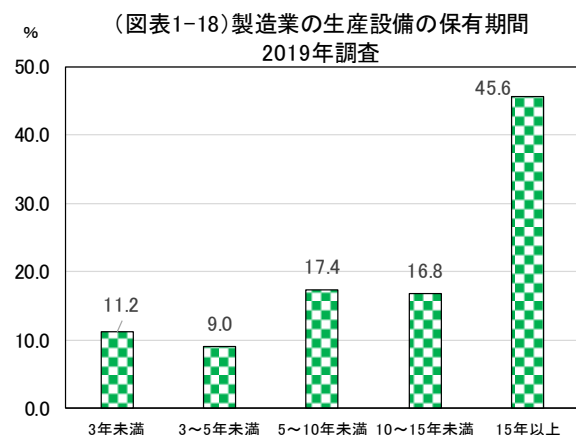
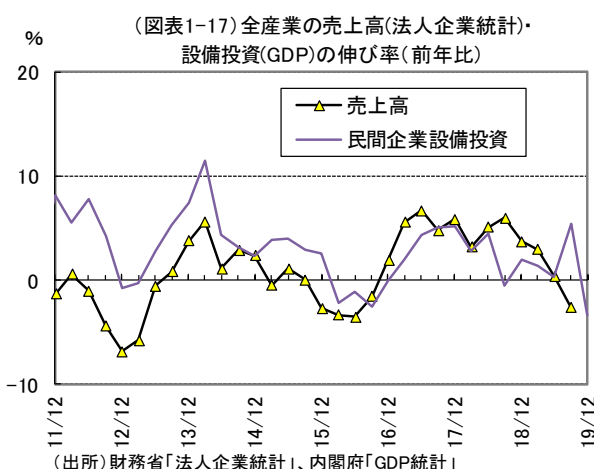
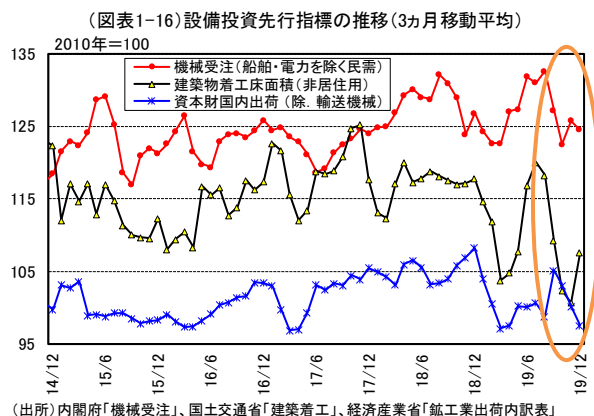
設備投資に3ヵ月から6ヵ月ほど先行する主要3指標(3ヵ月移動平均)をみると、足元では鈍化傾向で推移している(図表1-16)。また、設備投資に3ヵ月程度先行する傾向がある企業売上高(法人企業統計、全産業)は、7-9月期に前年比▲2.6%と12四半期ぶりの減収となり(図表1-17)、設備投資の増勢が一服する可能性が示されている。背景には、米中摩擦の激化などによる海外景気の先行き不透明感の高まりがあるとみる。

製造業では、企業収益や設備投資に影響を与える海外景気への先行き不透明感が、足元の設備投

資の押し下げ要因となっている。ただ、海外景気悪化の最大の要因であった米中摩擦は、第一段階の部分合意が成立し、小休止状態となっている。加えて、半導体市況の改善や新興国経済の回復も進みつつある。製造業の企業収益は今後緩やかに回復に向かうとみている。新興国との内外賃金格差の縮小により、海外生産のメリットが薄れつつあることに加え、保護主義的な動きが世界的に広がるなか、生産拠点の一部をアジアから日本へ回帰する動きもみられることも、製造業の設備投資の下支え要因となろう。

また、国内の設備老朽化に伴う維持・更新への投資需要は引き続き底堅く推移するとみられる。生産設備保有期間実態調査（日本機械工業連合会）をみると、保有期間が15年以上となっている生産設備が全体の半数近くを占める（図表1-18）。同調査によると、今後3カ年以内に設備投資計画のある企業、または検討中の企業では、84%が設備更新を理由としており、設備の維持・更新への投資は引き続き底堅く推移するとみている。

非製造業の設備投資は、人手不足の高まりを受けた労働代替的な投資への需要拡大を背景に、底堅く推移している。日銀短観の全規模・非製造業の雇用判断DIは、ほぼ一本調子で低下しており、とりわけ建設や宿泊・飲食サービスでの雇用不足感が強い（図表1-19）。業種別にみると、運輸・郵便については、安全防災対策やリニア中央新幹線等の鉄道の高速化関連の投資が引き続き期待できる。通信・情報では、次世代の通信インフラになる5G（第5世代移動通信システム）関連投資の活発化が見込まれる。総務省の「第5世代移動通信システム（5G）の導入のための特定基地局の開設計画の認定」によると、新規参入企業も含めた大手通信4社で、本格商用化の始まる2020年から約1兆6,600億円を特定基地局の設備投資に費やすとしている。加えて、政府は5Gの基盤整備を加速させるため、2年間限定で設備投資額の15%を法人税額から控除できるよう税制を変更しており、計画が前倒しで実施される可能性がある。追加的な電波の割り当ても予定されており、今後も基地局・ネットワーク整備のための設備投資



が順次実施されるとみている。

また、製造業・非製造業を問わず、景気循環に左右されにくい研究開発投資とソフトウェア投資については、引き続き設備投資の下支えになるとみられる（図表1-20）。研究開発投資は、中長期的な計画のもとで実施される傾向がある。また、短観（12月調査）のソフトウェア投資額の2019年度計画は、前年比+10.1%（全規模・全産業）と、2018年度実績に比べ伸び幅が拡大しており、2020年度以降も引き続き底堅く推移するとみられる。

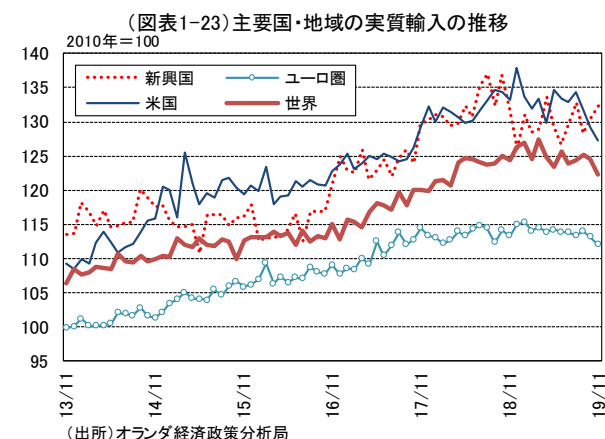
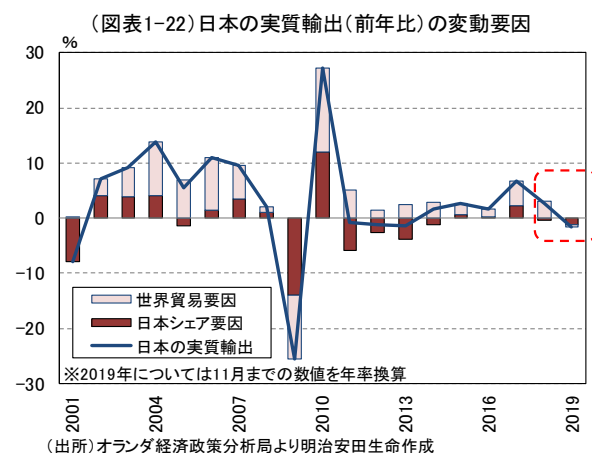
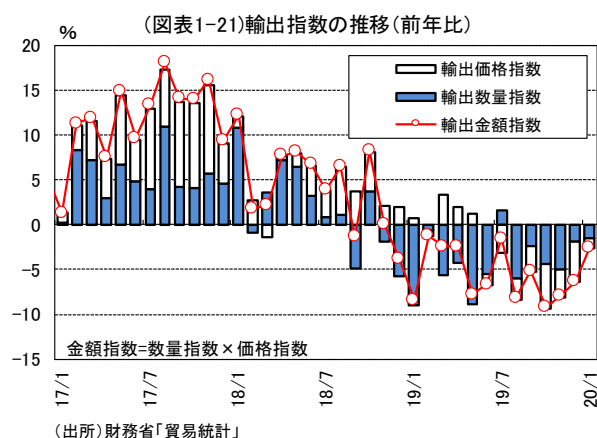
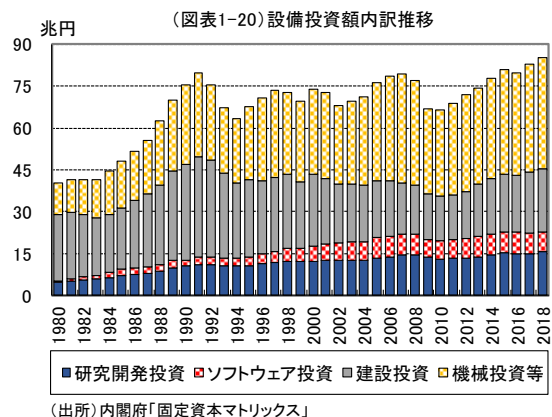
今後の設備投資は、足元の企業業績の悪化が抑制要因となるものの、研究開発投資やソフトウェア投資が引き続き下支えとなるほか、製造業では、海外景気の回復や設備老朽化に伴う維持・補修への投資などが、非製造業では、人手不足を受けた合理化・省力化投資、5G関連投資なども押し上げ要因となることで、夏場以降は持ち直すと予想する。

（6）輸出の回復ペースは緩慢

財務省の貿易統計によると、1月の輸出金額は前年比▲2.6%と、14ヵ月連続のマイナスとなった（図表1-21）。輸出の実勢を反映する輸出数量は同▲1.6%と、6ヵ月連続のマイナスとなっており、弱めの動きが続いている。2019年通年でも、輸出数量は同▲4.3%と、4年ぶりに減少した。

2019年の輸出の減少の背景には、世界的な貿易活動の縮小が挙げられる。日本の実質輸出を世界貿易要因と日本の貿易シェア要因に分解（11月までの数値を年率換算）すると、世界貿易要因は、10年ぶりに押し下げに転じた（図表1-22）。世界貿易を輸入側から見ると、とりわけ米国の輸入が2018年末をピークに減少傾向となっているのが目立つ（図表1-23）。この間、米景気が堅調に推移するなかでも、同国の保護主義的な政策が貿易活動を縮小させている構図が見て取れる。

日本から米国への輸出では、米国の設備投資（GDPベース）が2019年4－6月期以降、3期連続で前期比マイナスとなるなかで、資本財輸出が減速しているほか、品目別では輸送用機器の落ち込みが大きくなっている。資本財については、米国の



シェール開発企業が支出削減を続けているほか、米大統領選を控え、政策の不透明感がくすぶるなか、米国の新規設備需要の急増は見込みがたいことから、持ち直しペースは鈍いものととどまるとみる。輸送用機器については、日米貿易交渉で自動車の追加関税や数量規制が回避されたことは好材料だが、日系メーカーがコスト面の優位性や米国の保護主義政策への対応から、北米での現地生産体制を一段と強化していることから、米国向け輸出はすう勢的に減少傾向が続く可能性が高い。時系列データの構造変化の有無・時点を検証するCUSUMテストによる実証分析の結果からも、東日本大震災のあった2011年以降、米景気と対米輸出の間の安定的な関係は薄れたことが示唆される（図表1-24）。米景気が堅調に推移すると見込まれるなかでも、日本からの米国向け輸出は一進一退の推移にとどまるとみる。

一方、アジア向け輸出については、半導体市況に改善の兆しがみられることがプラス材料である。世界的な半導体需要を反映する、韓国や台湾の輸出受注関連指標は年末以降上向いており、2020年については、日本からのアジア向け半導体関連品目の輸出の持ち直しが期待できる（図表1-25）。また、中国でのインフラ開発投資の促進や、個人向け減税等の景気刺激策の効果などから、中国向け輸出も改善傾向が続くとみられ、新型肺炎の感染拡大に伴う混乱の一巡後は、アジア向け全体でも回復が続くと予想する。

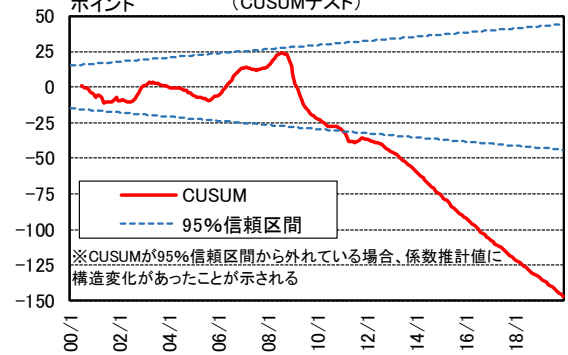
欧州向け輸出については、ドイツを中心とした欧州景気の冷え込みが輸入需要の減退につながっているとみられる。ドイツの製造業不況には改善の兆しもみられるものの、今後の欧州景気は緩やかな回復にとどまる可能性が高いことから、欧州向け輸出は弱めの動きが続くとみる。輸出全体で見た場合、中国の景気刺激策の効果や半導体市況の改善が押し上げ材料となると見込まれる一方、米国向けについては、資本財需要の低迷や、自動車部門が下押し圧力となると見込まれるほか、欧州景気の弱さなどが引き続き下押し圧力となるとみられることから、回復ペースは緩慢と予想する。

（7）コア CPI は小幅な伸びにとどまる

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、消費税率引き上げの影響により、昨年10月以降伸び幅が拡大、12月は前年比+0.7%となった（図表1-26）。ただ、消費税調整済指数（消費増税や幼児教育無償化の影響を除いた指数）は同+0.5%を下回っている。日銀が公表しているCPI 月次平均値も同様の推移となっており、物価の上昇圧力は依然として弱い（図表1-27）。

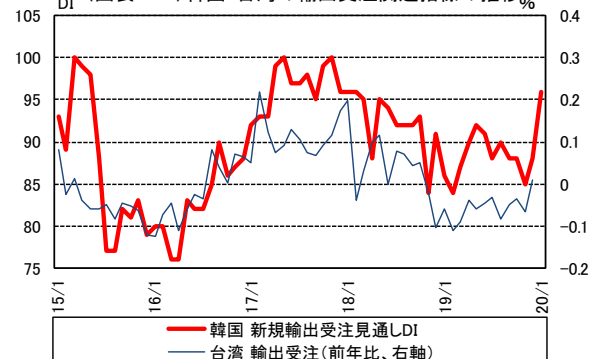
エネルギー価格は、2019年8月以降、原油価格下

（図表1-24）米景気と対米輸出数量間の構造変化テスト
（CUSUMテスト）



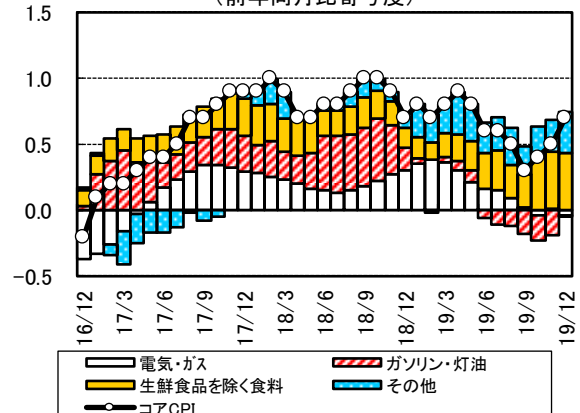
対米輸出数量（財務省、季調済対数値）を米消費者信頼感（米コンファレンスボード、季調済対数値）で回帰した予測誤差累積和。分析期間：2000年1月～2019年12月
（出所）財務省、米コンファレンスボードより明治安田生命作成

（図表1-25）韓国・台湾の輸出受注関連指標の推移%



（出所）台湾経済処、韓国銀行

（図表1-26）全国コアCPIの推移
（前年同月比寄与度）



（出所）総務省「消費者物価指数」

落を背景に前年比▲0.1%ポイント前後のマイナス寄与で推移している。足元の原油価格は弱含んでおり、当面はマイナス寄与が続く見通しである。

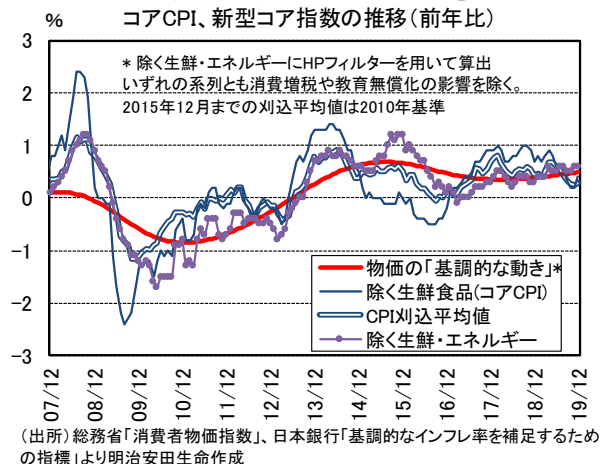
ほかに、物価に影響を与える予見可能性の高い特殊要因は、図表 1-28 のとおりである。まず、物価の下押し要因になると見込まれるのが、「携帯電話通信料金」、「自動車保険料（自賠責）」、「高等教育無償化」である。「携帯電話通信料金」については、低料金プランへの切り替えや、新規事業者の参入等によって値下げ競争が続くとみており、コア CPI（前年比）を 0.1%ポイント程度押し下げると見込む。「自動車保険料（自賠責）」については、金融庁が 2020 年 4 月から自動車損害賠償責任保険（自賠責保険）の保険料を全車種等の平均で 16.4%引き下げると発表しており、0.1%ポイント弱の押し下げ要因になるとみている。また、2020 年 4 月から実施が予定されている「高等教育無償化」によって、住民税非課税世帯およびそれに準ずる世帯の学生を対象に、授業料が減免されることで、やはり 0.1%ポイント程度押し下げると見込む。

逆に、物価押し上げ圧力になると見込まれるのが、「自動車保険料（任意）」、「火災・地震保険料」である。「自動車保険料（任意）」については、大手損害保険各社は 2020 年 1 月より 3%程度の値上げを実施するとしており、コア CPI（前年比）を 0.1%ポイント弱押し上げるとみている。「火災・地震保険料」については、各種報道によると、相次ぐ自然災害を受け、2021 年 1 月に平均 5%程度火災保険料が引き上げられる見込みであり、2021 年度のコア CPI を 0.1%ポイント弱押し上げるとみている。差し引くと、現時点で予見可能性の高い物価の押し上げ要因と押し下げ要因はほぼ拮抗している。

中長期的な物価動向に影響を与える消費者の期待インフレは、2019 年 9 月をピークに低下している。内閣府の「消費動向調査」と消費者物価指数から、修正カールソン・パーキン法を用いて、家計の 1 年後の期待インフレ率を推計すると、12 月は前年比+0.6%と、小幅なプラスにとどまっている（図表 1-29）。消費増税による物価の上昇の織り込みが剥落した影響とみられる。

企業の期待インフレも、2019 年 3 月をピークに足元では低下している。背景には、長期にわたる低成長やデフレ経験、人口減少といった諸要因のもとで、中長期的な成長期待が低迷するなか、なかなか値上げに踏み切れないという実態があるとみられる。引き続き低空飛行が続く可能性が高い。

（図表 1-27）物価の「基調的な動き」とコア CPI、新型コア指数の推移（前年比）

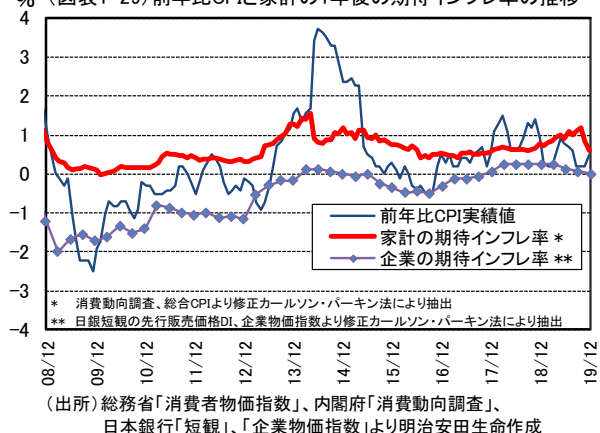


（図表 1-28）各種物価押し上げ・押し下げ要因一覧

分類・品目	ウェイト(1万分比)	影響時期	コアCPIへの影響(前年比)※
携帯電話通信料	230	2020年1月以降	▲0.1%ポイント程度
自動車保険料(自賠責)	41	2020年4月以降	▲0.1%ポイント弱
高等教育無償化(私立大学授業料など)	大学授業料(私立)など 合計で119	2020年4月以降	▲0.1%ポイント程度
自動車保険料(任意)	189	2020年1月以降	+0.1%ポイント弱
火災・地震保険料	59	2021年1月以降	+0.1%ポイント弱

※明治安田生命試算
（出所）総務省

%（図表 1-29）前年比CPIと家計の1年後の期待インフレ率の推移



今後も物価上昇圧力が強まることはなく、全国コア CPI は、2019 年度通年では前年比+0.6%（消費増税や幼児教育・高等教育無償化の影響を除く：同+0.4%）、2020 年度通年では同+0.5%（同+0.4%）、2021 年度通年では同+0.6%にとどまるとみている。

（８）日銀は当面すえ置き

1 月の日銀展望レポートの実質 GDP 成長率見通しは、政府の経済対策を踏まえ、19 年度が前年度比+0.6%から同+0.8%へ、20 年度が同+0.7%から同+0.9%へ、21 年度が同+1.0%から同+1.1%へと、それぞれ上方修正された。一方、消費者物価は 19 年度が前年比+0.5%から同+0.4%へ、20 年度が同+1.0%から同+0.9%へ、21 年度が同+1.5%から同+1.4%へと、それぞれ小幅下方修正されている。政府の経済対策は、GDP 成長率の上昇には寄与しても、物価の上昇までには結びつかないとの見立てで、金融政策正常化への道は遠のく一方である（図表 1-30）。

このところ、黒田総裁から、「超長期金利はもっと上がっても良い」との情報発信が増えているが、2%の物価目標の達成にめどが立たない以上、説明責任という点で引き締め方向への変更と受け止められかねない制度変更は難しい。従って、当面の間、口先介入とオペ上のさじ加減でしのぐ方針とみられる。逆に、足元では新型肺炎の影響で追加金融緩和が必要になる可能性も取りざたされているが、日銀が気にしているのはあくまで為替相場である。米国景気の変調が明らかにならない限り、大幅な円高が進む可能性は低いとみられ、本年中は金融政策をすえ置く可能性が高いとみる。

為替相場の予想とほとんど同義である分、金融政策の中長期的な予想は難しいが、米大統領選の動向や中東問題、米中交渉、ブレグジット、新型肺炎等、引き続き円高リスクに事欠かないのは確かである。いずれにしても、今後の経済対策は財政が主役にならざるを得ず、日銀はその側面支援として限定的な役割を果たすにとどまるだろう。

（９）新型肺炎の日本および世界経済への影響

年明けの中東緊迫がなんとか鎮静化したのもつかの間、今度は新型肺炎と、2020 年の世界経済は波乱続きの船出となっている。中国経済がこの問題で大幅な減速を余儀なくされ

れば、世界経済も大きな影響を受ける。中国の名目 GDP の世界 GDP に占めるウェイトは、2003 年の 4%から、2018 年の 16%へと 4 倍に拡大、日本から中国向けの輸出金額の全体に占めるウェイトも、2003 年の 12%から、2019 年には 19%まで拡大している。ただ、中国経済の減速の度合いは、新型肺炎の展開次第のため、以下では大きく 3 つのシナリオを想定し、経済モデルで世界経済への影響を試算する（図表 1-31）。

（図表 1-30）展望レポートにおける見通し（政策委員の大勢見通しの中央値）

	前年比(%)	19年7月 展望レポート	19年10月 展望レポート	20年1月展 望レポート	20年1月展 望レポート (当社予想)
2019年度	実質GDP	0.7	0.6	0.8	1.0
	コアCPI	0.8	0.5	0.4	0.5
2020年度	実質GDP	0.9	0.7	0.9	1.0
	コアCPI	1.2	1.0	0.9	1.0
2021年度	実質GDP	1.1	1.0	1.1	1.1
	コアCPI	1.6	1.5	1.4	1.5

※コアCPIは消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケース

（出所）日本銀行より明治安田生命作成

（図表 1-31）中国経済のシナリオ（ベースラインからの実質GDP成長率の変化幅）

前年比%	20年	21年	2020年				2021年			
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
シナリオ1(メイン) 50%	-0.7	0.0	-2.0	-1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
シナリオ2(悲観) 25%	-2.0	-0.5	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-1.0	-0.7	-0.5	0.0
シナリオ3(楽観) 25%	-0.3	0.0	-2.0	0.2	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

（出所）OEGMより明治安田生命作成

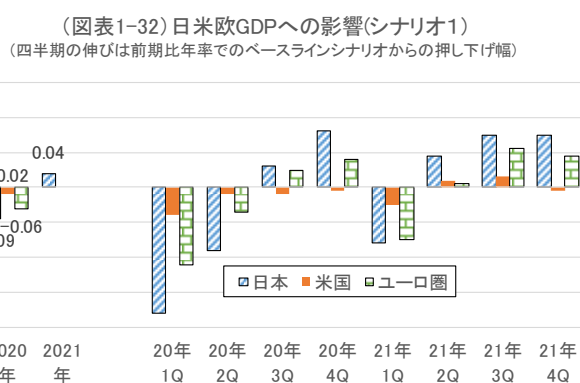
シナリオ1（メインシナリオ）：示現確率 50%

中国国内の新型肺炎の感染者数、死者数とも目先は増加が続くものの、諸外国の感染拡大については、各国の水際対策や感染者の追跡・隔離政策が奏功する形で、ある程度限定的なものにとどまる。中国国内についても、春先以降、気温が上昇するにつれ感染者数の拡大ペースは鈍化、4月には拡大はほぼ止まり、SARS（重症急性呼吸器症候群）同様、7月までにはWHOが終息宣言を出すに至る。

1-3月期の中国の実質GDP成長率は物流の停滞、工場の操業停止と言った供給ショックの影響が大きく、前年比+4.0%まで低下するが、4-6月期はペントアップディマンドの顕在化もあって同+4.9%まで回復、7-9月期には同+6.0%と、夏場までにほぼ巡航速度まで戻る。

世界の株価は当面振れの大きい状態が続くが、死亡率が2%前後の水準から上がってこないことや、感染者の拡大ペースの鈍化を好感する形で、3月には概ね落ち着きを取り戻す。日本の実質GDPには1-3月期は前期比年率で▲0.36%、4-6月期は▲0.18%の下押し圧力がかかるものの、中国経済の回復に伴い、7-9月期は逆に+0.06%、10-12月期は+0.16%の押し上げ効果が顕在化するため、年間の成長率は、▲0.09%のマイナスにとどまる（図表1-32）。

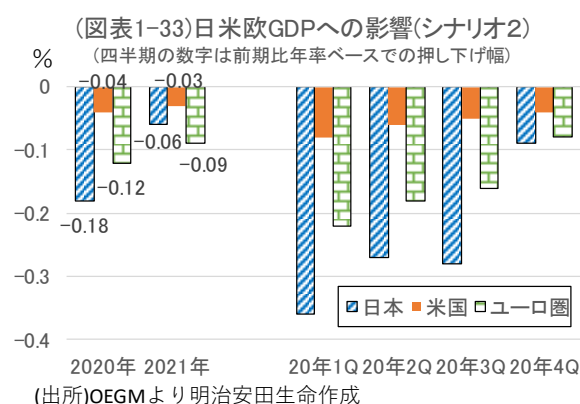
米国については、もともと中国向けの輸出は多くなく、インバウンド需要に依存する割合も日本よりはるかに小さいことから、20年通年の実質GDPへの下押し圧力は▲0.02%と、影響はさらに軽微となる。一方、欧州の20年の実質GDPには▲0.06%の下押し圧力がかかる。日本同様、年後半には反動による押し上げ効果が顕在化することから、やはり年間の下押し圧力はそれほど大きなものにはならない。



(出所)OEGMより明治安田生命作成

シナリオ2（悲観シナリオ）示現確率：25%

中国国内の感染者数、死者数は大方の予想を上回るペースで拡大が続き、春以降も収束の兆しを見せない。物流および人の移動の停滞、設備稼働率の低下、個人消費の落ち込みが長引き、中国の実質GDP成長率は年間を通じて前年比+4%前後の推移が続く。2021年に入ってからようやく回復し、21年後半の成長率は同+6%近辺まで戻る。中国以外でのパンデミックはなんとか避けられるが、日本でも感染者数が大きく拡大、東京オリンピックの海外からの観光客も当初予想を大幅に下回る。



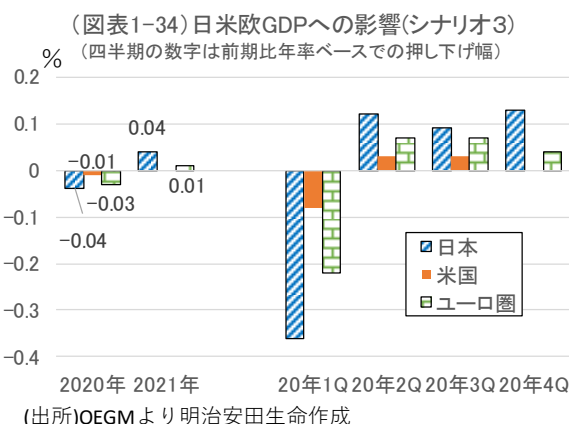
(出所)OEGMより明治安田生命作成

世界経済の先行きへの悲観的な見方が広がり、株式市場の低迷は夏場まで続く。日本の実質GDPには年間を通じて下押し圧力がかかり、2020年の成長率はベースラインから▲0.18%低下、中国経済が徐々に正常化する2021年も▲0.06%の下押し圧力がかかる（図表1-33）。米欧については20年がそれぞれ▲0.04%、▲0.12%、21年がそれぞれ▲0.03%、▲0.09%の下押し圧力がかかる。

シナリオ3（楽観シナリオ）示現確率：25%

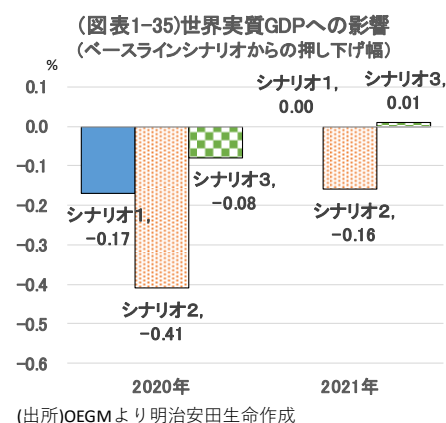
中国政府による、新病院の新設等の感染者の隔離対策が成功する。治療薬も早期開発にめどがつき、予想よりも早く、4～5月にはほぼ終息に向かう。1～3月期の実質GDP成長率は前年比+4.0%まで下がるものの、ペントアップディマンドによる反動増もあって、実質GDP成長率は、4～6月期には同+6.2%、7～9月期には同+6.4%と、一時的にトレンド成長率を上回る伸びにまで回復する。10～12月期以降は同+6%前後のほぼ巡航速度に戻る。

株式市場は2月中に底打ち、その後反転上昇に向かう。2020年の年間の日米欧の成長率への下押し圧力は、それぞれ▲0.04%、▲0.01%、▲0.03%と軽微なものにとどまる(図表1-34)。



世界GDP（実質）への影響は図表1-35のとおりで、2020年の実質GDP成長率に対しては、シナリオ1で▲0.17%、シナリオ2で▲0.41%の下押し圧力がかかる。ただ、モデルには織り込み切れないいくつかのダウンサイドには注意が必要である。

まず、中国の成長率については、悲観シナリオであるシナリオ2でも前年比+4%を大きく割り込まないことを前提にしているが、これは悲観シナリオとしては甘いかもしれない。実際問題、同+4%という成長率を中国が発表することは考えにくいものの、試算では中国政府がGDP統計について正確な数字を発表することを前提にしている。中国のGDP統計は不自然なほど振れが乏しいが、実態としては、昨年以降、すでに同+6%を割り込んでいるはずとの見方もある。真に悲観的な成長率を想定するなら、マイナス成長という前提も荒唐無稽ではない。その意味では、シナリオ2よりも世界経済の影響が大きくなるパターンもありうる。



また、諸外国への波及メカニズムは、主として中国の景気悪化が、輸出やインバウンドの減少を通じ順次内需に波及していくルートである。モデルの性質上、あくまで過去の変数間の関係を基にした計算であり、感染拡大への恐怖から各国の企業マインドが予想以上に委縮して設備投資が大きく落ち込む場合や、人々が外出を過度に控えることによる個人消費の底割れ、金融市場が大きく悲観に触れて株価が暴落する場合など、マインド面での振れが通常の景気後退時よりも大きくなる可能性は十分織り込んでいない。また、東日本大震災時のルネサスエレクトロニクスの存在のように、基幹部品の欠乏が世界中でサプライチェーンの寸断をもたらす可能性についても十分に織り込んでいない。

また、いずれのシナリオでも、中国以外の国々で新型コロナウイルスのパンデミックが起きる事態は想定していない。中国以外の各国でも人や物の動きが大幅に制限され、工場が操業停止に追い込まれるような事態になれば、世界経済への影響ははるかに大きなものになるが、ここでは中国経済減速の影響が各国に与える影響を示すにとどめている。

逆にアップサイドとしては、原油価格の下落が挙げられる。WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）は50ドルを一時割り込んだ。当社のモデルでは、原油価格（年間の平均価格）が60

ドルから 50 ドルに下落した場合、日本の GDP を+0.15 ポイント押し上げる効果がある。原油価格の低迷が長期化するようであれば、その分、景気下押し圧力は緩和される。(担当：小玉、松下、山口、西山)

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

10－12月期の米実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋2.1％と、2％弱とされる潜在成長率を小幅ながら上回る伸びとなり、米景気が底堅く推移している様子を示した。

先行きについては、新型肺炎の感染拡大に伴う影響や米大統領選の行方など、各種の不確実性が家計や企業マインドの重しとなり続ける可能性が高い。しかし、FRB（米連邦準備制度理事会）による昨年3回にわたる利下げの効果もあって、緩慢ながらも雇用環境の改善や企業利益の増益基調が続くとみられ、個人消費や住宅投資を中心に内需がけん引する形で景気拡大が持続しよう。

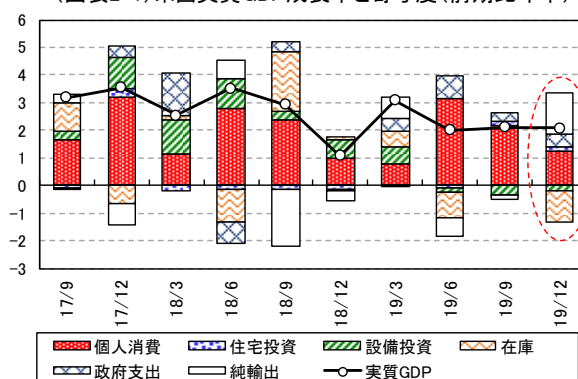
FRBは、現在の金融政策のスタンスは適切であり、経済見通しに対する新たな情報の影響を注意深く監視し続ける姿勢を示している。新型肺炎の感染拡大規模とそれに伴う影響次第ではあるものの、FRBは様子見姿勢を継続すると予想する。物価の上昇圧力が鈍いなか、これまでFRBは物価の上昇を一定期間許容する枠組みを検討してきたことなども踏まえると、長期にわたり緩和的な状況が維持されよう。

（１） 景気は底堅い推移が続く

10－12月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率＋2.1％となった。2％弱とされる潜在成長率を小幅ながら上回る伸びとなり、米景気が底堅く推移している様子が示された（図表2-1）。

需要項目別にみると、個人消費は前期比年率＋3.2％→＋1.8％と増加基調を維持したものの、7－9月期からは伸びが鈍化した。株高を背景とした資産効果などが押し上げ要因となる一方、雇用・所得環境の改善に頭打ち感がみられたこと

％（図表2-1）米国実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



（出所）米商務省

や、9月から対中関税第4弾の一部が実施され、消費財の関税引き上げが行われたことが消費マインドを抑制した可能性がある。住宅投資は同＋4.6％→＋5.8％と2四半期連続のプラスとなった。建設労働者不足といった供給制約がネックとなったものの、住宅ローン金利の低下が押し上げに寄与した。設備投資は、知的財産投資が増加する一方で構築物投資や機械投資の減少が続いたことから、同▲2.3％→▲1.5％と3四半期連続のマイナスとなった。米企業は、競争力の維持・向上のため知的財産投資には積極的であるものの、貿易摩擦に端を発した景気の先行き不透明感などから能力増強型投資には慎重な姿勢がうかがえる。

純輸出の寄与度は、輸出が前期比年率＋1.0％→＋1.4％と2四半期連続でプラスとなったほか、輸入が同＋1.8％→▲8.7％と大幅マイナスに転じた結果、▲0.1％→＋1.5％と3四半期ぶりのプラスとなった。輸入は、米中貿易摩擦を背景とした先行き不透明感の高まりにより国内最終需要の増勢が弱まったことや、製造業の在庫調整などによって抑制された可能性が高い。

今後は、新型肺炎の感染拡大に伴う影響や11月の米大統領選の行方など、各種の不確実性が家計や企業マインドの重しになると考える。しかしながら、米国景気は、底堅い内需や昨年3回にわたる利下げの効果が下支えとなり、潜在成長率並みのペースで拡大が続くと予想する。

（２）個人消費は緩やかながら増加基調を持続

個人消費の先行きを占ううえで重要な雇用・所得環境については、緩やかながら改善傾向が続くと予想する。

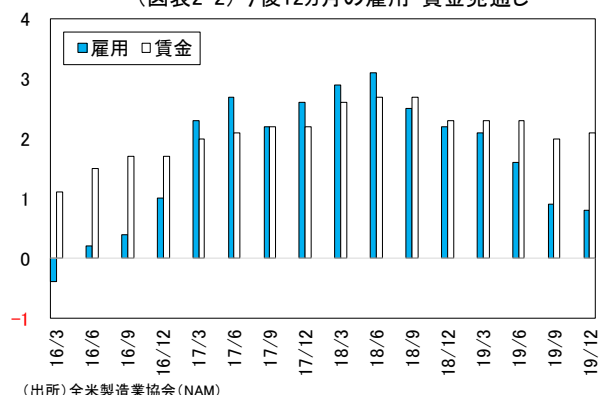
まず、雇用面については、企業の欠員率がピークアウトしているほか、全米製造業協会（NAM）が行なった 2019 年第 4 四半期の製造業予測調査からは、今後 12 カ月の雇用見通しが鈍化傾向で推移していることが確認できる（図表 2-2）。しかし、欠員率については、過去と比較して引き続き高水準にあることから、企業の採用意欲はけっして弱くないと考えられる。NAM 調査の雇用見通しに関しても、世界景気の減速や米中対立といった悪材料があったなかでも増加見通し自体は維持されていることが重要である。

ISM 雇用指数をみると、昨年夏場以降、製造業に比し非製造業の方が高水準で推移している。米中対立の影響を相対的に受けやすいと考えられる製造業でも雇用増が見込まれていることを踏まえば、もし非製造業で同様の調査が実施された場合は、さらに楽観的な見方が示される可能性が高い。リフィニティブの調査によれば、2020 年にかけての企業利益は増益が続くことが見込まれており、雇用環境は緩やかながら改善基調が続くと予想する。

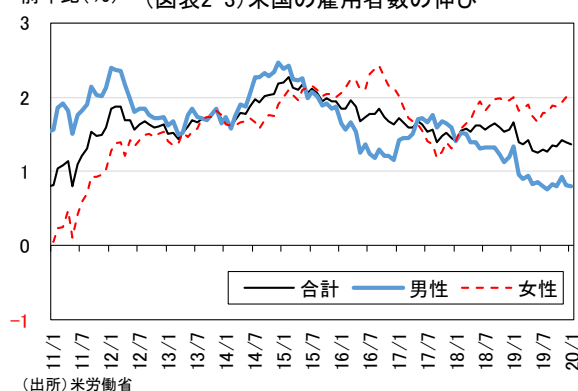
所得面をみると、失業率が約 50 年ぶりの低水準で推移するなか、賃金の伸びはこれまで限られたものにとどまってきた。背景としては、技術革新に伴い資本による労働代替が進んでいること、グローバル化により国際分業が行なわれていること、相対的に賃金水準の低い業種や若年・老年層で雇用が増加したこと、米センサス局の調査が示すように、男性に比べて所得水準が低いと思われる女性を中心に雇用が増加していることなど、複数の要因があると考え（図表 2-3, 2-4）。

業種別に欠員率をみると、女性の雇用比率が高い業種で欠員率も高い傾向がみられる（図表 2-5）。女性労働者への潜在的な需要の高さを示しており、中長期的には女性の所得水準の向上に資するもの、前掲図表 2-4 を考慮すれば、短期的には賃金の伸びを抑制する要因となる可能

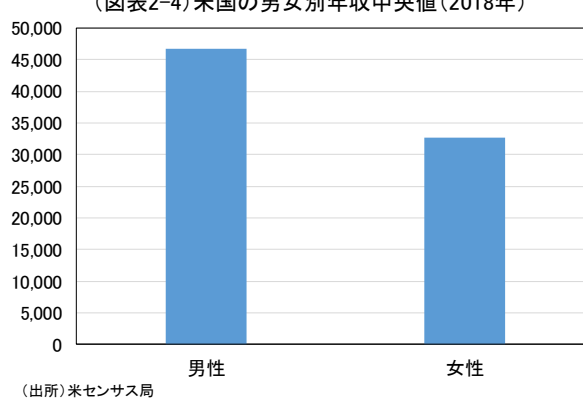
前年比(%) (図表2-2)今後12カ月の雇用・賃金見通し



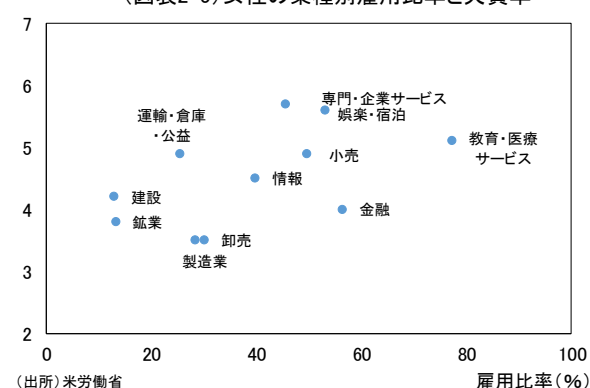
前年比(%) (図表2-3)米国の雇用者数の伸び



ドル (図表2-4)米国の男女別年収中央値(2018年)



欠員率(%) (図表2-5)女性の業種別雇用比率と欠員率



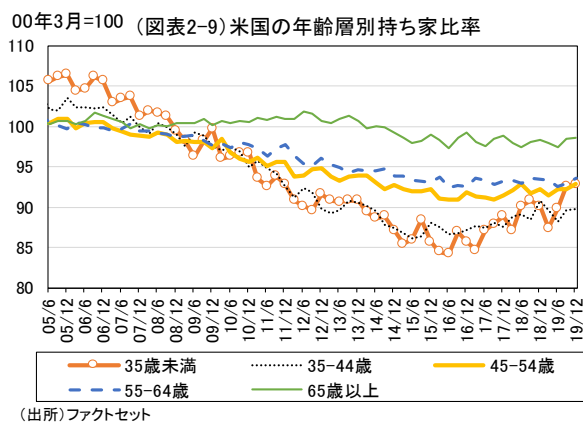
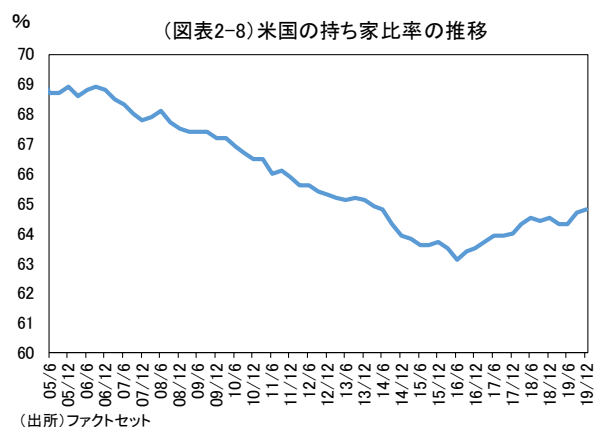
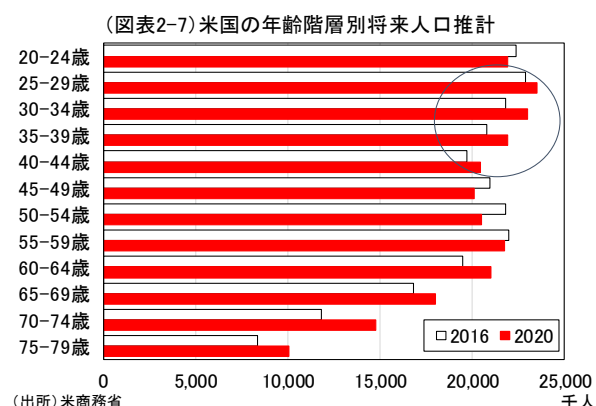
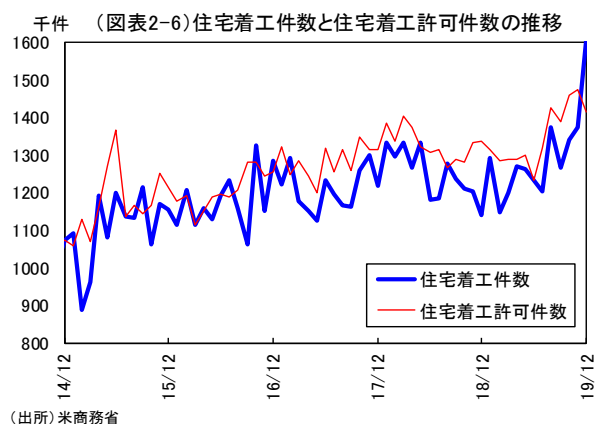
性がある。今後の個人消費は増加基調が続くものの、ペースは緩やかなものとどまろう。

(3) 住宅投資は持ち直しが続く見込み

米住宅着工件数は、2018年にいったん弱含んだものの、2019年は増加基調で推移した(図表2-6)。同件数に先行する着工許可件数やNAHBの住宅市場指数も、ローン金利の低下や雇用・所得環境の改善を背景に上昇基調をたどっており、住宅着工は今後も増加基調が続くと予想する。

年齢構成の変化も住宅投資を下支えしよう。米商務省の将来人口推計で米国の人口ピラミッドをみると、2020年にかけて60歳以上や25-44歳の年齢層で人口増加が見込まれている(図表2-7)。前者は、第二次世界大戦後の出生増で誕生したベビーブーマー世代の高齢化が進展している様子を、後者はその子供達であるミレニアル世代が社会人として存在感を増しつつある様子を示している。特に後者は、ベビーブーマー世代に代わって米国で最大の年齢層となっており、その動向が景気に大きな影響を与えるようになってきている。

住宅市場からの視点でみると、この年齢層は住宅取得適齢期に該当する。ただ、同世代は、リーマン・ショック後の不況の影響を受けたほか、学費高騰のあおりで多額の債務を抱えたと言われており、これまで住宅取得に二の足を踏んできた。しかしながら、米国の持ち家比率をみると、ここ数年、緩やかながら上昇傾向に転じており、特に35歳未満の年齢層で持ち家を取得する人が増えている(図表2-8, 2-9)。米大手金融機関の調査によれば、人生において最も重要なものは何かという質問に対し、ミレニアル世代では「退職後の生活が維持できること」、に次いで「持ち家の購入」と回答する人が多かったとのことである。今後の住宅投資は、建設労働者不足などの供給制約が重しとなるものの、低金利やミレニアル世代の住宅需要などを背景に緩やかながら増加傾向が続くと予想する。



(4) 設備投資は今暫く減少基調が継続

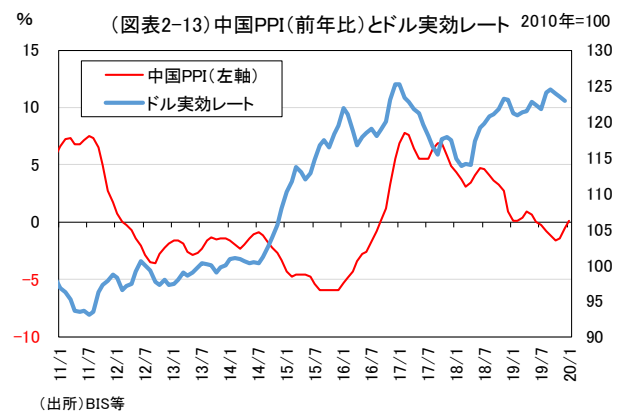
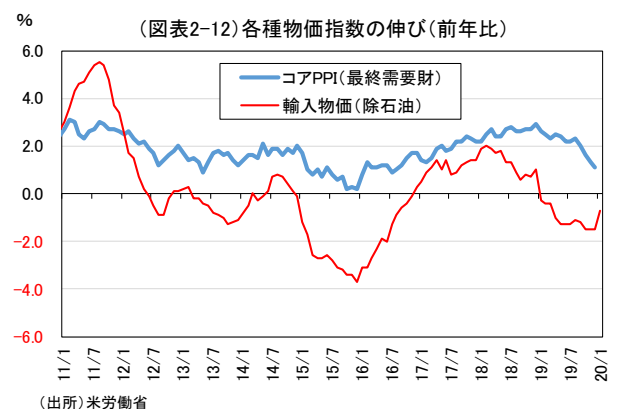
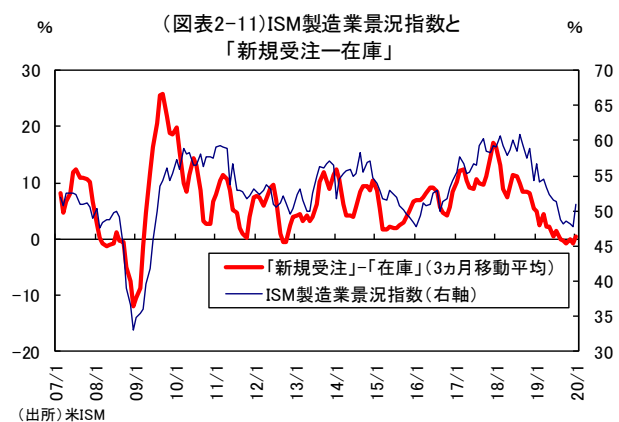
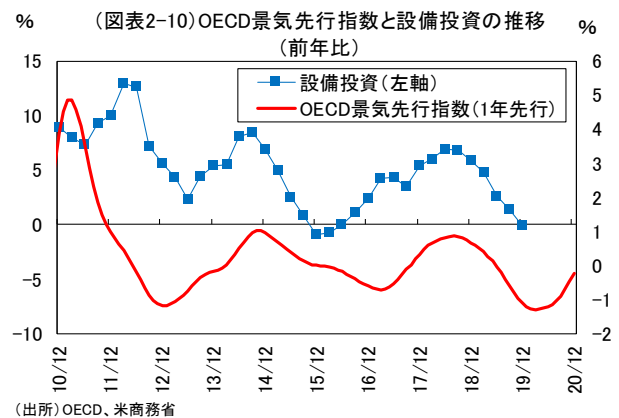
個人消費や住宅投資が増加基調をたどるなか、貿易摩擦や世界景気減速の影響を受けやすい製造業の企業マインドが萎縮傾向をたどり、設備投資を下押ししてきた。しかしながら、1月のISM製造業景況指数は好不調の境目となる50を6ヵ月ぶりに上回った。輸出受注指数が改善し、3ヵ月ぶりに50を上回っており、米中第一段階合意をきっかけに製造業を取り巻く環境が改善した可能性が考えられる。足元ではグローバル製造業PMIやOECD景気先行指数が持ち直しているほか(図表2-10)、ISM製造業景況指数や生産指数に先行する傾向のみられる「新規受注指数-在庫指数」もすでに底を打った可能性が示唆されている(図表2-11)。今後、設備投資の減少ペースは徐々に緩やかになろう。

しかしながら、中国で発生した新型コロナウイルスの感染拡大に伴う影響が、今後どの程度まで広がるか不確実性が高いことから、企業は設備投資に二の足を踏む可能性が高い。また、今後の米中協議に関しては、より合意困難な分野にテーマが移るほか、米大統領選や新型コロナウイルスの影響で両国ともに交渉を本格的に進められる状況になく、長期的な問題として熾り続けるとみられる。このため、設備投資は今暫く減少基調が続く可能性が高く、その後持ち直したとしても、回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。

(5) 物価の上昇圧力は鈍いまま

2019年の米景気は潜在成長率を上回るペースで拡大したものの、物価の上昇圧力が高まる兆しはみられない。

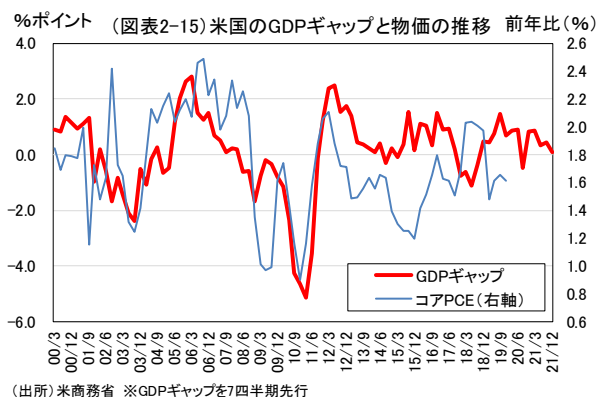
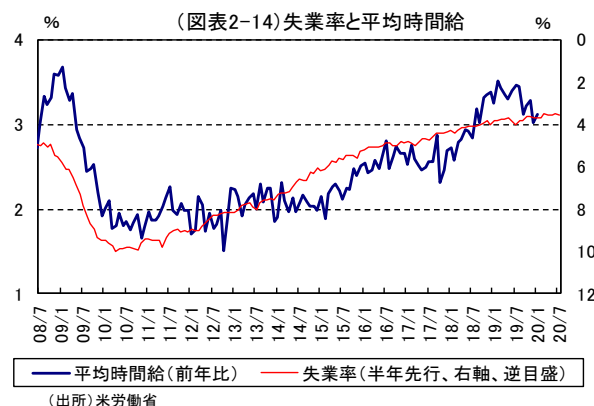
流通段階別にみて消費者物価より川上に位置する輸入物価や生産者物価(PPI)は、弱含みの推移が続いている(図表2-12)。トランプ大統領は、中国をはじめとした各国・地域との貿易交渉を行なうなかで各種関税を引き上げてきたが、物価全体でみればそうした影響は軽微なものにとどまっている。背景には、関税引き上げ分を企業がコストの上昇として吸収してきたことや、ドル高の進展、中国の生産者物価が国内景気の減速な



どを背景に鈍化傾向をたどっていることなどがある(図表 2-13)。消費者物価への波及については、消費財に対する関税引き上げが一部の財にとどまったことも影響している。もっとも、関税引き上げによる物価(前年比)への直接的な影響は、関税が継続して引き上げられない限り、1 年を経過すると一巡することから、今後も影響は限られたものととどまろう。

物価に大きな影響を及ぼす賃金の動向についても、1 月の失業率が 3.6%と約 50 年ぶりの低水準で推移するなど、雇用環境が良好であるにもかかわらず、足元で伸びが鈍化している(図表 2-14)。失業率は緩やかながら低下基調を維持しているが、すでに FRB が長期的に巡航速度とみる失業率のレンジ(3.5~4.5%)の下限で推移しており、ここから大きく改善する状況は見込みにくい。賃金の伸びは失業率の動きに半年程度遅行する傾向があるため、賃金の伸びがこのまま鈍化を続けると判断するのは時期尚早と考えるが、少なくとも今後プラス幅を一段と拡大させる余地は限られると予想する。

米国の GDP ギャップも、物価の伸びが加速しにくい状況を示している。米国の GDP ギャップとコア PCE デフレーター(前年比)には緩やかながらも連動性があり、前者が後者に 7 四半期ほど先行する傾向がみられる(図表 2-15)。ここ数年、GDP ギャップは変動を伴いながらも概ね横ばい圏での推移が続いていることから、コア PCE デフレーター(前年比)も当面は前年比+2%を大きく上回る可能性は低いと考える。



(6) FRB は様子見を継続

1 月 28-29 日開催の FOMC(米連邦公開市場委員会)では、政策金利である FF レートの誘導目標レンジを市場予想どおり、1.50-1.75%ですえ置いた。声明文における金融政策の先行き部分では、「現在のスタンスが適当」であり、「グローバルな成長や落ち着いたインフレ圧力」といった注目材料を挙げながら、引き続き「経済見通しに対する新たな情報の影響を注意深く監視し続ける」とされており、様子見を継続する姿勢が示されたと考える。パウエル議長は 12 月 FOMC 後の会見で、「追加利下げには経済見通しの見直しが必要になる」一方、「利上げには著しくて持続的なインフレ上昇が必要になる」と発言しており、政策金利の変更には時間がかかりそうだ。

足元では、OECD 景気先行指数やグローバル製造業 PMI が反発しつつあるなど、景気循環面で一部明るさがみえつつある。新型コロナウイルスの感染拡大が、今後、景気にどの程度影響を与えるのか不透明な状況ではあるものの、当社のメインシナリオの範疇にとどまるのであれば、FRB は様子見姿勢を継続すると予想する。物価の上昇圧力が鈍いなか、これまで FRB は物価の上昇を一定期間許容する枠組みを検討してきたことなども踏まえると、長期にわたり緩和的な状況が維持されよう。(担当：大広)

3. 欧州経済見通し

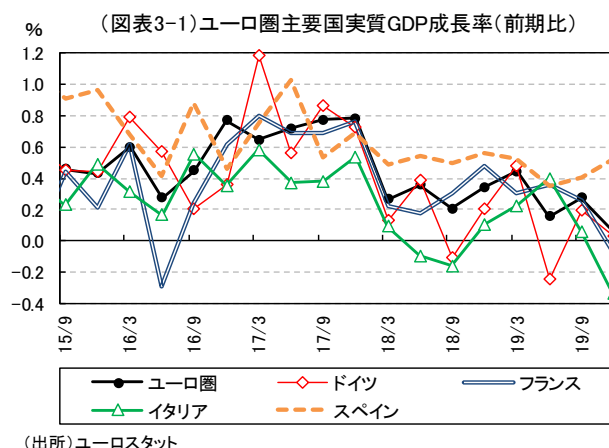
〈要 約〉

10－12月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比＋0.1％と、前期（同＋0.3％）から減速した。アジア向けの落ち込みを背景に輸出が鈍化したことに加え、米中摩擦やブレグジットを巡る不透明感が景気の先行き不透明感を高め、企業の設備投資に下押し圧力を加えたとみられる。今後については、一部の国の減税策が景気を下支えするとみるものの、内需については政策効果を除けば好材料に欠く状況が続き、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、減税策や原油安による実質購買力の改善が押し上げ材料となるものの、雇用増が一巡しつつあるなか、回復ペースは緩慢なものにとどまろう。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、目先は新型コロナウイルスの感染拡大に伴う混乱により、停滞が避けられないものの、夏場にかけて持ち直しへ向かうとみる。ECBは、政策枠組みのレビューを行っており、政策金利は長期にわたりすえ置かれると予想する。

英国は、1月31日に正式にEUを離脱し、EUとの間での貿易交渉が間もなく開始される見込みである。円滑な離脱が実施された場合でも、設備投資を手控える動きが続くとみられることなどから、景気の回復ペースはBOEの想定を下回るとみられ、BOEは年内に利下げを実施すると予想する。

（１）ユーロ圏景気の回復ペースは緩慢と予想

10－12月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比＋0.1％と、前期の同＋0.3％から伸び幅が縮小した（図表3-1）。国別の成長率をみると、主要国ではフランス（同＋0.3％→▲0.1％）、イタリア（同＋0.1％→▲0.3％）がマイナスとなったほか、ドイツ（同＋0.2％→±0.0％）はゼロ成長にとどまった。スペイン（同＋0.4％→＋0.5％）の成長率は堅調に見えるが、内訳では個人消費（同＋0.8％→±0.0％）が減速、固定投資（同＋1.9％→▲2.5％）はマイナスとなるなど、内需の弱さがうかがえる結果である。



2019年のユーロ圏景気は、製造業の減速が重しとなり、低迷が続いた。足元では、新型コロナウイルスの感染拡大に伴うサプライチェーンの混乱が、対中貿易への依存度が高いドイツを中心に、さらなる下押し圧力となることも懸念される。もっとも、ドイツの製造業PMI（企業購買担当者景気指数）は9月の41.7をボトムとして、1月には45.2まで持ち直しており、中国の生産活動の再開後は、製造業不況は緩和へ向かうとみる。

2020年以降のユーロ圏景気は、中国向けを中心に輸出が次第に持ち直しへ向かうとみられるほか、数カ国で実施される減税等の景気刺激的な政策が個人消費を下支えすることで、一段の冷え込みは避けられるとみている。一方で、依然としてブレグジットの不透明感や米国の保護主義政策への懸念がくすぶるなか、設備投資意欲は大幅に縮小しているほか、新型コロナウイルスの感染拡大の動向次第では輸出や設備投資に一段の下押し圧力がかかる可能性もあるなど、懸念材料も多い。政策効果を除けば内需は好材料に欠く状況が続くことで、景気回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

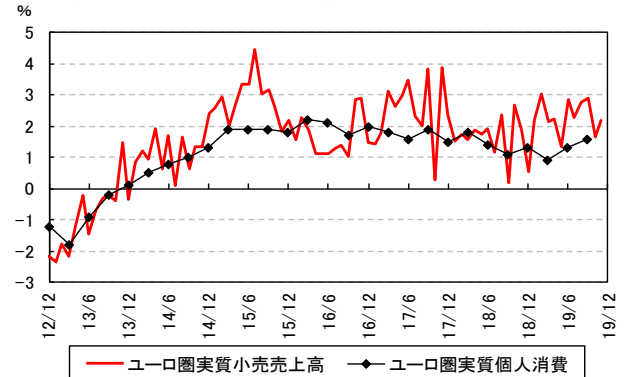
(2) 個人消費は緩慢な回復にとどまると予想

GDP統計上の個人消費と概ね似た動きをするユーロ圏の実質小売売上高は、10-12月平均では前年比+1.8%と、7-9月平均の同+2.7%から減速した。現時点では未発表のGDPベースの10-12月期の実質個人消費も、同様の動きになったとみられる（図表3-2）。

これまで個人消費を下支えしてきた雇用環境は、改善トレンドに頭打ち感が出ている。ユーロ圏の失業率を生産年齢人口要因と労働力率要因、就業者数要因に要因分解すると、これまでは就業者数の増加が失業率の押し下げに寄与してきたが、足元では就業者数の増加が一巡しつつある（図表3-3）。先行きについても、景気見通しの不確実性が高止まりしているなかで、企業は雇用拡大に慎重なスタンスを続けることが見込まれ、雇用・所得面からの個人消費の押し上げは今後、縮小することが見込まれる。

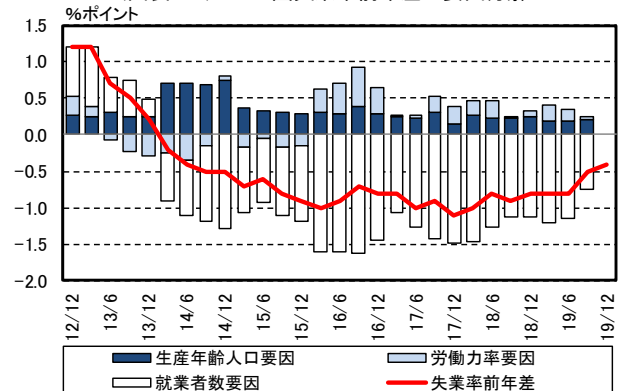
一方、2020年には、フランスで50億ユーロ規模の中・低所得者向け所得減税、オランダでは30億ユーロ規模の給与所得税減税がそれぞれ実施される。イタリアについても、予定されていたVAT標準税率の引き上げ（22.0%→25.2%）が凍結されるなど、複数の加盟国で減税／増税見送りが実施されており、個人消費の下支えになることが見込まれる。加えて、原油価格の下落による実質購買力の改善も個人消費の押し上げ要因となるとみる。ブレント原油価格は、2019年春先の75ドル/バレル付近から、57ドル/バレル（2月17日）まで下落している。当社経済モデルによる試算では、ブレント原油価格が20ドル/バレル下落した場合、天然ガスへの依存度が高い南欧やアイルランドを中心に消費が押し上げられ、2020年のユーロ圏の個人消費は0.14%、2021年については0.46%押し上げられるとの結果である（図表3-4）。当社では、今後も国際原油価格は上値の重い展開が続くと見込んでおり、これが個人消費を下支えするとみる。政策効果と原油安などを背景に、個人消費の大幅な減速は免れるとみるものの、雇用の増加ペースが鈍化しつつあるなか、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

（図表3-2）ユーロ圏実質個人消費と実質小売売上高（前年比）



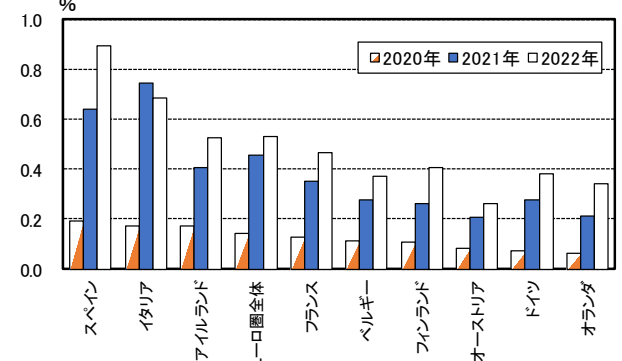
（出所）ユーロスタット

（図表3-3）ユーロ圏失業率前年差の要因分解



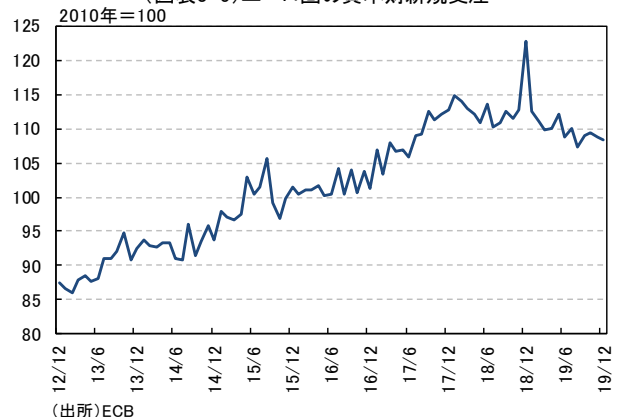
（出所）ファクトセットより明治安田生命作成

（図表3-4）原油価格の下落による個人消費の押し上げ効果



※ブレント原油価格が20ドル/バレル下落した場合の個人消費の押し上げ幅（累積）
（出所）OEGMより明治安田生命作成

（図表3-5）ユーロ圏の資本財新規受注



（出所）ECB

（３）固定投資は減速へ

GDP統計ベースの固定投資は、7－9月期に前年比＋3.2％と、4－6月期の同＋8.3％から伸び幅が大きく縮小した。10－12月期についても、すでに需要項目別の数値が公表されているフランスやスペインの固定投資は弱く、ユーロ圏全体でも鈍化傾向が続いたとみられる。先行指標である資本財受注は2018年11月をピークに減少傾向が続いており、固定投資は減速傾向が続く可能性が高い（図表3-5）。

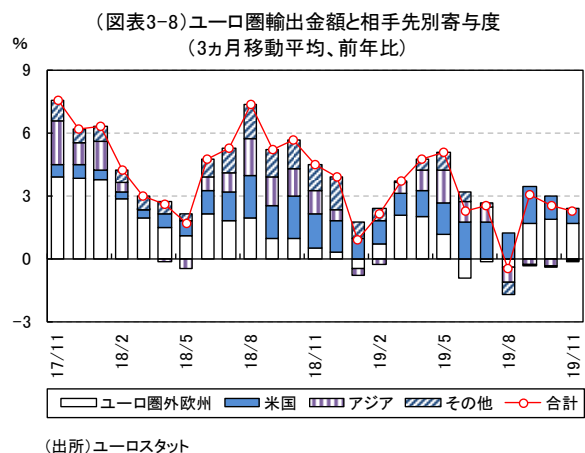
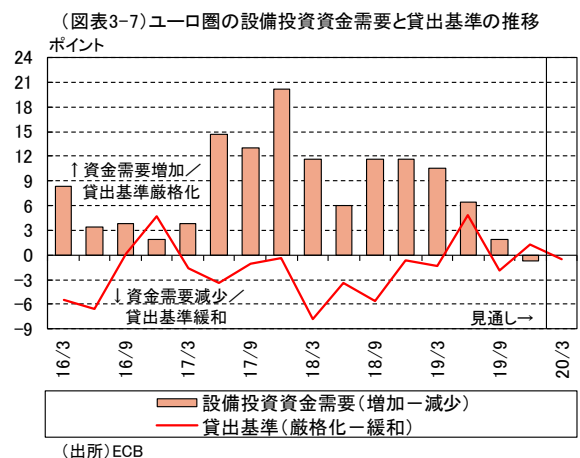
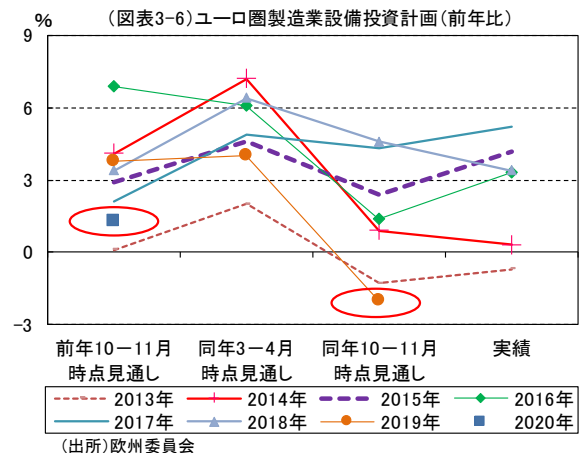
足元では、2021年以降の英＝EU間の貿易体制の構築や、米＝EU間での貿易摩擦問題が依然不透明であることに加え、製造業の不振が長期化していることなどから、投資スタンスも大幅に慎重化している。欧州委員会が発表する製造業設備投資計画をみると、2019年10－11月調査では、2019年の計画が前回の3－4月調査から大幅に下方修正され、前年比マイナスとなったほか、2020年の計画についても、欧州債務危機時点である2013年以来の低水準でのスタートとなった（図表3-6）。例年、実績は当初計画である10－11月時点見通しを下回る傾向があることを踏まえれば、今後の設備投資は弱い動きとなる可能性が高い。今年に入り深刻化した新型コロナウイルスの感染拡大に伴う中国の生産の混乱も、輸出企業の多いドイツを中心に投資マインドにマイナスに働く可能性がある。

ECBの銀行貸出調査をみても、設備投資にかかる資金需要が低迷している様子がうかがえる（図表3-7）。昨年12月から本格稼働したTLTROⅢ（標的型長期資金供給オペ第3弾）もあり、1月以降の貸出基準はやや緩和方向となる見通しが示されているが、そもそも金融環境がボトルネックとはなっていない以上、金融政策による設備投資の押し上げ効果も小幅にとどまるとみる。

今後の固定投資については、各種不透明感が残るなか、企業の投資スタンスの慎重化が続く可能性が高いことから、緩和的な金融環境が続くなかでも、減速傾向での推移が続くと予想する。

（４）輸出は夏場以降持ち直しへ向かうと予想

貿易統計ベースの輸出金額は、アジア向けのマイナスなどから弱い動きが続いている（図表3-8）。輸出の循環要因を、Band-Passフィルターによる周波数分析の手法を用いて、長期循環成分（5-9年の循環）と中期循環成分（2-4年の循環）に分解すると、長期と中期成分のいずれも足元では後退局面の途上にあるとの結果を得た（図表3-9）。ただ、中期循環については2020年前半に底打ちが期待されることから、循環面からの調整圧力は今後緩和へ向

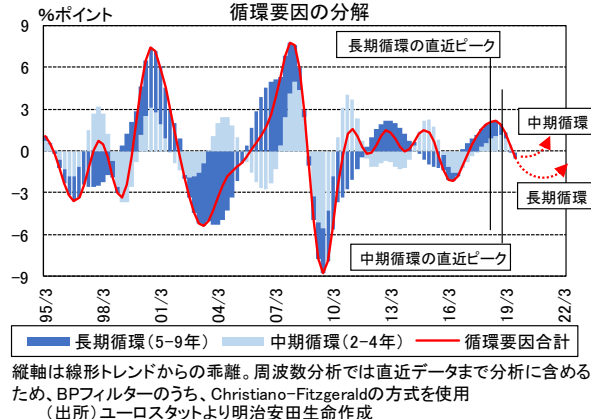


かうと予想される。

ユーロ圏外欧州向けのうち4割弱を占める英国向けについては、元々のEU離脱期限であった2019年3月で上下に振れ、その後は減速傾向が続いている。2019年9月の英国側の調査（英国勅許調達供給協会調査）によると、欧州企業の63%がサプライチェーンの大部分から英国を外し、英国企業の40%がサプライチェーンをEUから英国へ移管するとそれぞれ回答しており、英国景気の弱さだけでなく、企業のサプライチェーン再構築の影響が輸出入両面で下押し圧力となっているとみられる。ブレグジット後の貿易体制が不透明ななか、こうした動きは今後さらに増える可能性もあり、構造的にもユーロ圏から英国への輸出が伸びにくい状況が続くとみる。

中国向けについても、2019年春以降、伸びが鈍化傾向となっている。内訳では、中国向け輸出の過半を占める機械・輸送用機器がマイナス寄与となっており、7月に導入された排ガス規制の影響により、中国国内の自動車販売が低調であることなどが影響しているとみられる。ただ、足元では、新型肺炎の影響を除けば、中国の自動車生産・販売には持ち直しの兆しがみられたほか、中国政府が景気対策を強化していることで、新型肺炎の感染拡大に伴うサプライチェーン混乱の一巡後は、中国向け輸出は次第に改善へ向かうとみる。英国向けについては伸び悩みが続くとみられるほか、目先は中国向けも新型肺炎の影響で停滞が避けがたいとみるものの、夏場以降は、中国向けの持ち直しにより、ユーロ圏の輸出は徐々に持ち直しへ向かうと予想する。

（図表3-9）周波数分析によるユーロ圏実質輸出（GDPベース）の循環要因の分解

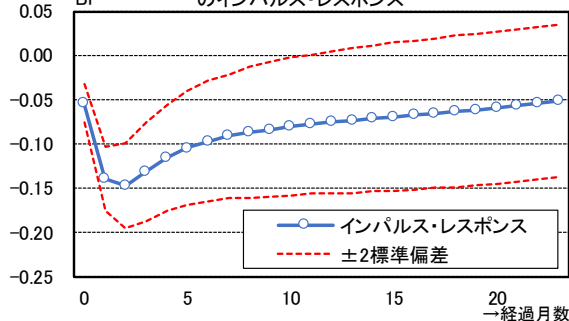


（５）インフレ目標のレンジ化を模索するECB

2020年1月のユーロ圏総合CPIは前年比+1.4%と、12月の同+1.3%から伸び幅が拡大した。一方、コアCPIは同+1.1%と、12月の同+1.3%から伸び幅が縮小しており、総合CPIはエネルギー価格下落の影響の緩和が押し上げた形である。もっとも、1月中旬以降、原油価格は再び下落、市場の期待インフレ率も低下してきている。ベクトル自己回帰モデルによる実証分析では、原油価格下落によるユーロ圏の総合CPIへの影響は、下落から2ヵ月後が最も大きいとの結果であり、足元から春先にかけて総合CPIの伸びが再び鈍化する可能性が示唆される（図表3-10）。景気回復ペースも鈍いものと見込まれ、CPIは当面、ECBの目標を下回る可能性が高い。

ECB（欧州中央銀行）は、1月の理事会で、政策金利・資産買い入れ策いずれについてもすえ置きを決定した。量的緩和について、ECBは集団行動条項の発動を阻止できる各発行体・銘柄の発行残高比33%を買入れの上限とし、かつ買入れはECBの出資比率に基づく規定している。そのため、現行の資産買い入れペースを維持するだけでも年後半にはドイツやオランダで上限に抵触する可能性が高く、今後の拡大はきわめて困難な状況にある（図表3-11）。また政策金利の引き下げについても、銀行収益への懸念から、ドイツを中心にマイナス金利の深堀りに慎重な意見が根強く、ECBはインフ

（図表3-10）ブレント原油価格の下落に対する総合CPIのインパルス・レスポンス



ブレント原油価格、企業物価指数、失業率、総合CPI（いずれも対数値）からVARモデルを構築。AICにより2次のラグを選択。インパルス・レスポンスの導出ではコレスキー分解（原油→PPI→失業率→CPI）を利用。分析期間：2009年12月～2019年11月
（出所）ファクトセット・ユーロスタットより明治安田生命作成

レ目標が未達であっても、現行の政策をすえ置くと予想する。

また、ECBは2020年にかけて政策枠組みのレビューに着手している。詳細については明らかとされていないが、追加緩和手段が限られるにもかかわらず物価目標の達成が遅れている現段階でレビューを実施する以上、平均インフレ目標政策や目標のレンジ化など、インフレ率が目標を下回るなかでも市場の緩和観測が高まらず、かつ、物価目標達成後も早急な利上げ観測が生まれえないようなスキームが採用される公算が高い。景気回復ペースが鈍いものにとどまると見込まれるなか、ECBは長期間にわたり金融政策をすえ置くと予想する。

（６）英国景気は減速

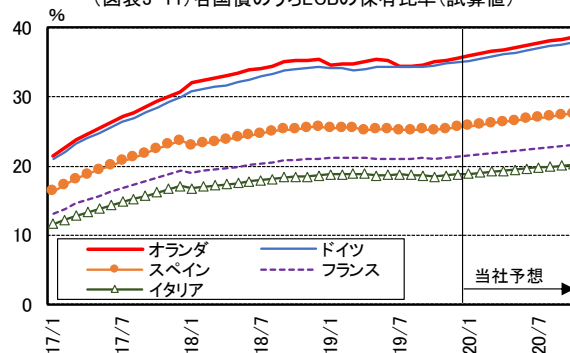
英国の10－12月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.0%と、前期から横ばいとなった（図表3-12）。政府支出（同+0.3%→+2.1%）の伸び幅が拡大した一方、個人消費（同+0.4%→+0.1%）の伸びが鈍化したほか、固定投資（同+0.3%→同▲1.6%）がマイナスとなり、全体を押し下げた。

個人消費の伸びの鈍化の背景には、サービス業を中心とした賃金の伸びの鈍化や消費者信頼感の悪化が挙げられる。消費者信頼感については、2019年12月の下院総選挙で保守党が過半数を掌握したことなどをを受け、1月には改善が見られた。一方、雇用・所得環境については、企業が雇用を拡大する見込みが低いなかで、今後鈍化が予想され、個人消費は停滞気味の推移を予想する。

設備投資も弱めの動きが続いている。昨年時点では、EU離脱時期が先送りされ、総選挙の実施も控えるなど、経営計画の見通しを立てることが困難であることから、企業は生産・投資活動を縮小させていた。GDPベースの固定投資にやや先行する

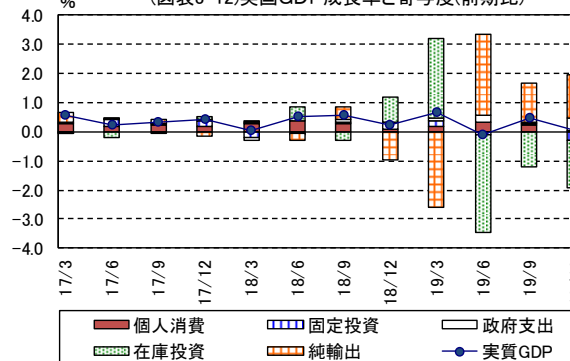
傾向があるイングランド銀行によるサーベイ調査（BOEエージェント調査）をみても、企業の投資意欲は昨年末にかけて落ち込んでおり、当面の英国の設備投資は、減速傾向で推移することが示唆される（図表3-13）。同調査では、特別調査として、EU離脱を巡る国民投票以降に見送った投資計画を再開させる時期を質問しており、回答企業の約4割が「2020年末まで」と回答した一方、ほぼ同数が「再開しない」と回答している。依然として2021年以降のEUとの貿易体制が不透明ななか、これまでの繰り越し需要による押し上げも期待できる状況にはなく、今後も固定投資は減速傾向で推移

（図表3-11）各国債のうちECBの保有比率（試算値）



* PSPP保有残高÷国債残高。予想では、国債残高が一定との前提のもと、1月からの月次買入れのうち、従来通り93%がPSPP、そのうち9割が国債買入れとし、出資比率通りに各国債を買い入れると想定。ただし、PSPPではオーバーバラーでも買入れが実施されるため、ECBの保有をやや過大に見積もっている可能性があるほか、先行きの国債の増発分を考慮していないため、試算結果は幅をもって見る必要がある
（出所）ECB、ユーロスタットより明治安田生命作成

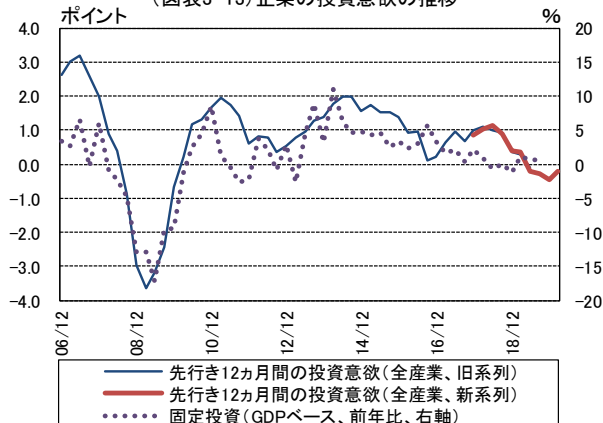
（図表3-12）英国GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）英国国家統計局（ONS）

※統計上の誤差あり

（図表3-13）企業の投資意欲の推移



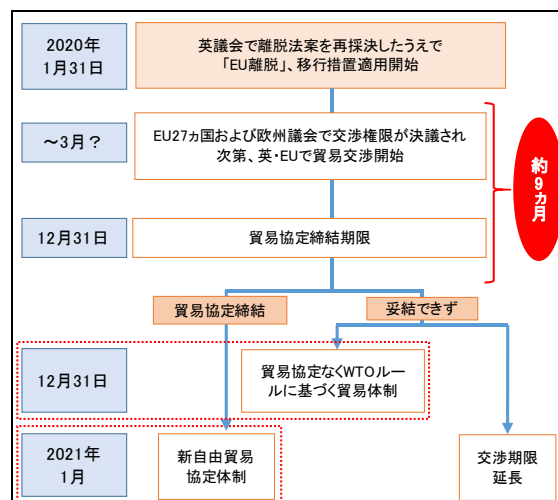
（出所）イングランド銀行

すると予想する。

昨年12月の下院総選挙では保守党が全650議席のうち、365議席（解散前：317議席）を獲得し、単独政権を樹立、1月31日には英国が正式にEUを離脱した。今後、正式に英EU間で移行期間後の貿易体制を巡る交渉が行なわれるが、ジョンソン首相は、貿易協定の締結ができない場合でも2020年末に終了する移行期間を延長する意向はないと宣言している（図表3-14）。もっとも、金融業の同等性評価や共通漁業政策問題などの難題を解決し、通常3-5年程度を要するとも言われる貿易協定の締結を約9ヵ月の短期間で取りまとめるのは困難であり、現実には2021年以降も交渉が延長される可能性が高いとみられる。

1月のBOE（イングランド銀行）金融政策委員会では、政策金利が0.75%ですえ置かれた。年明け以降、カーニー総裁をはじめとしてハト派的な発言が相次いだものの、直前に公表されたPMI等の経済指標に改善が見られたため、利下げが見送られた形となった。BOEは1月の金融政策レポートで、2020/2021年の成長率見通し（2019年11月見通し：前年比+1.25%→+0.75%/同+1.75%→+1.50%）をいずれも引き下げた一方、CPI見通し（同+1.5%/同+2.0%）はすえ置いた。ただ、「委員会は見通し改善の初期の兆候が持続的となるか、また、国内のハードデータがそうした指標に沿った動きをたどるか注意深く観察する」としている。今後、1月委員会後により深刻化した世界的な新型コロナウイルスの感染拡大や、改めてジョンソン首相がEUとの交渉に際し強硬姿勢を示すなかで、2月以降マインド指標も再び弱含む可能性がある。また、BOEは2017年と2018年にそれぞれ利上げを実施しており、すでに政策金利が下限に達しつつあるECBと比較すると、緩和オプションが残されていると評価できる。景気の回復ペースが鈍いなかで、景気下支えのため、BOEは年央までに利下げを実施すると予想する。（担当：山口）

（図表3-14）EU離脱・貿易協定締結へ向けた今後のスケジュール



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

10－12月期の中国実質GDP成長率は前年比＋6.0％と、前期と同じ伸びとなった。主要需要項目のうち、個人消費は、高インフレ率等を背景とする実質可処分所得の伸び悩みにより減速基調で推移した。固定資産投資は、製造業投資が上向いたことで、伸び幅が拡大した。輸出は、米中協議の進展に伴い増加に転じた。

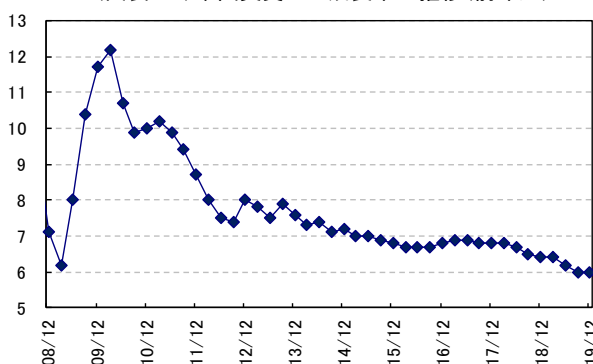
1－3月期の成長率は、新型肺炎の影響で大きく下がることが予想されるものの、影響一巡後の反動増局面を均せば、緩やかな減速基調での推移が続くと予想する。個人消費は、雇用環境の改善や消費刺激策により、徐々に下げ止まるとみる。固定資産投資は、インフラ開発投資の拡大や、ハイテク産業の下支え策等を背景に、緩やかな回復を見込む。輸出は、米中貿易摩擦の影響が重しとなり、低調な推移が継続すると予想する。

（1）景気刺激策により目標達成へ

10－12月期の中国実質GDP成長率は前年比＋6.0％と、前期と同じ伸びとなった（図表4-1）。2019年通年の成長率は同＋6.1％と、前年（同＋6.7％）を大きく下回る伸びにとどまった。米中摩擦の激化を背景に輸出が減少傾向にあるほか、個人消費や設備投資が手控えられる傾向も強まっている。2019年3月開催の全国人民代表大会（全人代）で設定された成長率目標「＋6.0～6.5％」は達成したものの、景気減速を改めて印象付ける結果となった。

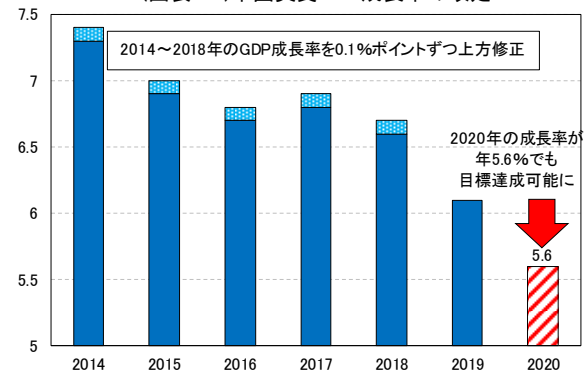
2020年は中国にとって、第13次五ヵ年計画の最終年であるとともに、中国共産党結党100周年（2021年）に向けた節目の年と位置付けられている。政府は、2020年までに2010年比でGDPを倍増させる長期目標を掲げており、目標実現の成否が注目されている。そのようななか、中国国家统计局は5年に1度の経済センサス調査を実施し、過去の実質GDPの改定を行なった。2014～18年のGDP成長率はそれぞれ0.1％ポイントずつ上方修正され、この改定をもとに計算すると、2020年は＋5.6％の成長でGDP倍増目標を達成できることになる（図表4-2）。新型肺炎の発生と感染拡大により、1－3月期の成長率は大きな落ち込みが免れないと予想されるものの、政府が財政・金融両面からの景気刺激策を講じることで、2020年の成

（図表4-1）中国実質GDP成長率の推移（前年比）



（出所）中国国家统计局、ファクトセット

（図表4-2）中国実質GDP成長率の改定



（出所）中国国家统计局、ファクトセット

（図表4-3）中国実質GDP成長率予測（前年比、%）

	2018年 （実績）	2019年 （実績）	2020年 （予測）	2021年 （予測）
実質GDP成長率	6.7	6.1	5.6	5.8

長率は前年比+5.6%と、目標水準を達成すると予想する(図表4-3)。

(2) 新型肺炎により方針転換

米中通商交渉が第一段階の合意に至り、米中摩擦がさらなる激化をたどるシナリオがひとまず回避されたことで、景況感は改善している。1月の製造業PMIは、新型肺炎の影響を一部しか織り込んでいないこともあり、国家統計局版では3ヵ月続けて好不調の分かれ目である50を維持し、財新版でも9月以降高水準で推移している(図表4-4)。12月の鉱工業生産に関しては、半導体サイクルの進展による集積回路生産の持ち直しに加え、自動車生産も排ガス規制による落ち込みからの回復を受け、2ヵ月連続でプラスとなった(図表4-5)。12月の経済活動に関しては、春節の時期が例年より早いことで、本来1月に行なわれるはずのものが前倒しされた可能性がある。結果として経済データが上振れしたとも考えられるため、幅をもって見る必要があるものの、全体として底打ち感が示される形となった。

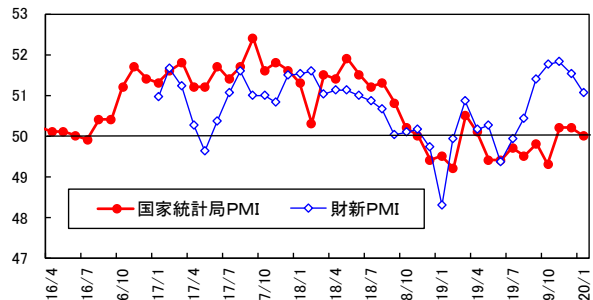
こうした状況に伴い、12月10～12日に行なわれた年1度開催の中央経済工作会议では、2020年の経済政策の重点分野について、前年に示された「更なる大規模な減税」への言及がなかった。金融政策面でも、過剰にアクセルを踏み込むことはしないスタンスが示された。まだ正式に発表されていないが、この時点で2020年の成長率目標が前年の「+6.0～6.5%」から「+6%前後」に引き下げられたとみられている。

すでに中国では生産年齢人口がピークアウトしており、労働力要因による経済成長の押し上げ効果が限られるほか、賃金上昇に伴い、「世界の工場」としての優位性も失われつつある。このよ

うな構造的な要因により、中長期的にみれば成長の減速は避けられない。さらに、リーマン・ショック時に打ち出した4兆円規模の大型景気対策を契機に積み上がった過剰債務に対処すべく、2017年ごろからはデレバレッジ(債務圧縮)政策に本格的に舵を切っていることも、ここ数年の成長率減速の要因となっている(前掲図表4-1)。過剰債務問題が解消されていない状況下で、中国がこれまでと同等以上の成長率を追求することは考えにくい。中央経済工作会议の時点では、GDP 倍増目標に必要な水準が下がったことや、米中合意による景況感の改善と実体経済底入れの兆しを受け、安定性を重視した比較的穏健な経済運営を目指していたと見られる。

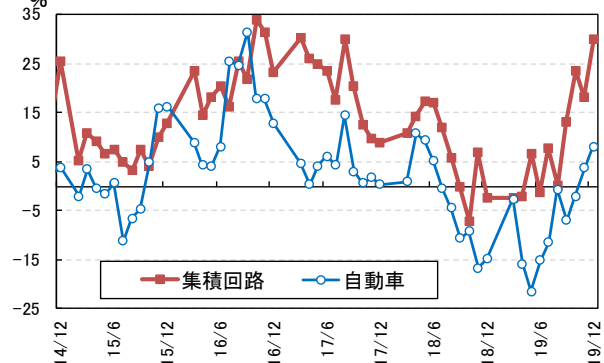
しかしながら、湖北省武漢市で発生し、現在も国内外で感染拡大を続ける新型肺炎は、少なくとも

(図表4-4) 製造業PMI(国家統計局と財新)の推移



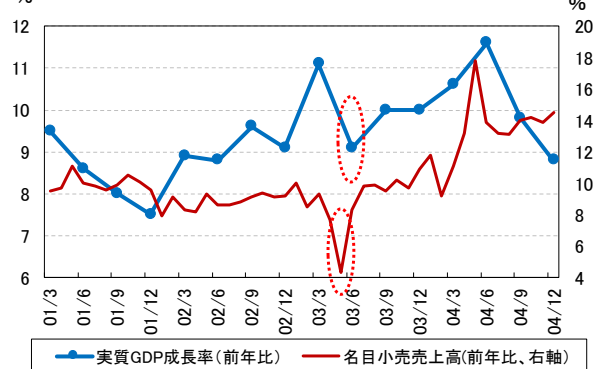
(出所) 中国国家統計局、マークイット、ファクトセット

(図表4-5) 集積回路と自動車の生産(前年比)



(出所) 中国国家統計局、ファクトセット

(図表4-6) SARS発生前後のGDP、小売売上高



(出所) 中国国家統計局、ファクトセット

も1-3月期の中国景気を大きく押し下げる可能性が非常に高い。2003年に猛威を振るった SARS の事例では、物流や観光・宿泊業等の停滞から、4-6月期の GDP 成長率は前期から減速した（前年比+11.1%→同+9.1%）。消費マインドの悪化も顕著で、5月の名目小売売上高は前年比+4.3%（4月：同+7.7%）と大きく鈍化した（図表4-6）。ただ、その後感染の一服とともに景気が持ち直したことで、2003年通年の成長率は同+10.0%と、前年（同+9.1%）から加速して終えており、中国経済全体への影響は一時的かつ限定的なものにとどまったといえる。

今回の場合、すでに感染者数が SARS 時（8,096人）を大きく上回り、現時点で収束の目処がたっていない。また、落ち込みの激しかった第三次産業のウェイトが当時より大きくなっていることから（2003年：42%→2019年：54%）、中国経済全体への波及度合もさらに大きくなると考える。このため政府は、経済工作会議で示した方針を転換し、景気の落ち込みを和らげる方向に舵を切った模様だ。2月12日に開催された中央政治局常務委員会では、減税等幅広い景気対策が打ち出された。

（３）個人消費は下げ止まりへ

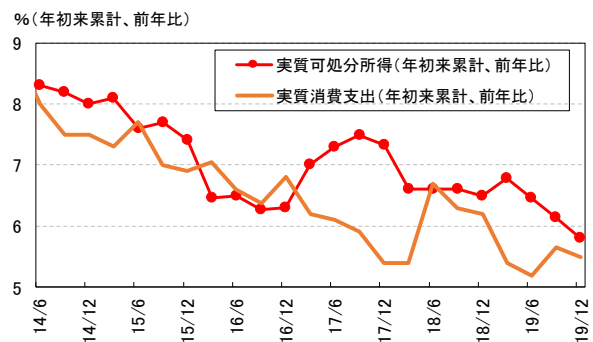
個人消費は減速傾向で推移している（図表4-7）。足元ではアフリカ豚熱による豚肉価格の高騰でCPIが高水準で推移しており、実質可処分所得の伸び鈍化によって個人消費が抑制されている可能性がある。

ただ、雇用環境に目を向けると、製造業を中心に雇用PMIは底を打って改善している（図表4-8）。米中協議の進展により、雇用を手控える動きが一服しているとみられる。新型肺炎の影響で一時的な雇用環境の悪化が見込まれるもの、その後は、インフラ開発投資の活発化も雇用の創出につながると期待されることから、雇用環境は改善傾向が継続しよう。1-3月期の消費は大きく落ち込むと見込まれるが、その後は自動車購入規制の緩和など政府の消費促進策にも支えられる形で、個人消費は徐々に下げ止まると予想する。

（４）固定資産投資はインフラ開発がけん引役に

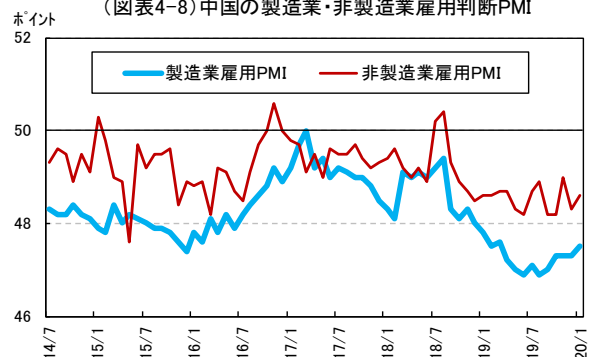
1-12月期の固定資産投資は前年比+5.4%（年初来累計値ベース）と、6ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した（図表4-9）。内訳をみると、不動産開発投資は、緩やかな金融環境を背景に、同+9.9%と高い伸びを維持している。ただ、前述の経済工作会議で政府は「住宅は住むためのもので、投機のためのものではない」と、住宅市場加熱への警戒感を引き続き示していることから、厳格な融資審査などの引き締め策を今後も継続する可能性が高い。こうした当局のスタンスもあって、住宅価

（図表4-7）家計の実質可処分所得と消費の推移



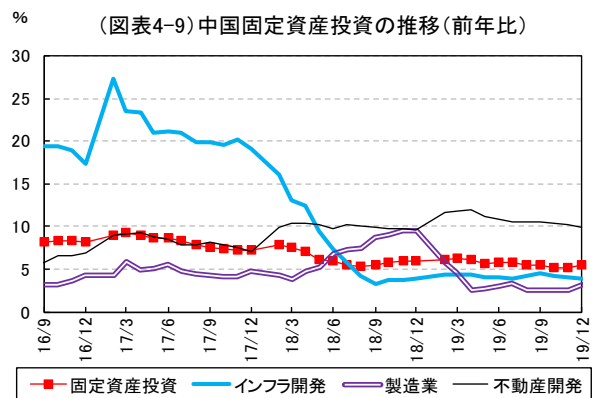
（出所）中国国家統計局

（図表4-8）中国の製造業・非製造業雇用判断PMI



（出所）中国国家統計局、ファクトセット

（図表4-9）中国固定資産投資の推移（前年比）



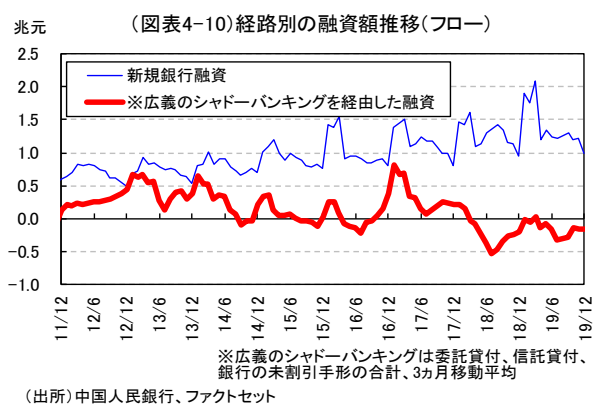
（出所）中国国家統計局、ファクトセット

※年初来累計値の前年比

格の伸びはすでにピークアウトしている。しかしながら、中国政府は新型コロナウイルスによる景気への影響を緩和すべく財政・金融政策を実施する意向であることから、今後の不動産開発投資は減速しつつも高水準での推移が見込まれる。

1-12月期の製造業投資は、同+3.1%と1-11月期（同+2.5%）から持ち直しの動きがみられた。米中第一段階合意によるマインド面の改善などに伴い、設備投資意欲が回復したと考えられる。また、業種別ではコンピュータ・通信機器類（同+16.8%）が主なけん引役となっており、半導体市場の改善や、政府の主導する「中国製造2025」でのハイテク産業育成の後押しも投資拡大に寄与したと考えられる。新型コロナウイルスにより1-3月期は一時的な下押しが予想されるが、政府は感染拡大で打撃を受けた企業への支援策を打ち出すなど、積極的な対策に乗り出しており、今後の製造業投資は緩やかに回復すると予想する。

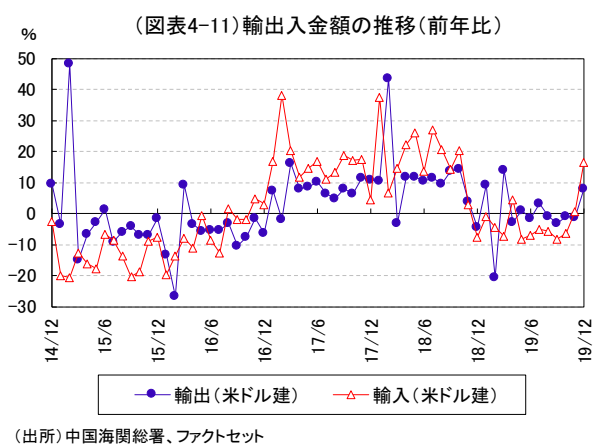
インフラ開発投資は、財源となる地方特別債の発行枠を2018年から8,000億元積み増し2.15兆元としたにもかかわらず、同+3.8%と伸びが限られた。デレバレッジ政策が進められていくなかで、地方政府によるシャドーバンキング等を通じた財源の確保が困難になったことが背景にあると考える（図表4-10）。また、発行した地方債がインフラ投資資金に回されず、これまでに積み重なった隠れ債務の返済に充てられた可能性も考えられる。政府は2020年分の枠のうち2019年11月末時点で1兆元を前倒しで発行しており、2020年を通じた発行額は2019年を上回る規模となることが想定される。地方債のインフラ分野への活用を促す対策が6月および9月に相次いで打ち出されてきたことも相まって、今後のインフラ投資は過去2年に比べて効果が高まり、プラス幅が拡大すると予想する。



(5) 輸出は低調な推移が続く

12月の輸出は前年比+7.9%と、5ヵ月ぶりに増加に転じたほか、輸入も同+16.5%と大きく加速している（図表4-11）。世界経済全体の景況感回復に加え、米中協議進展に伴い、対米輸出入がともに増加していることが理由に挙げられる。

米中両国は1月15日に第一段階合意文書に署名した。貿易に関しては、2017年の対米輸入実績を基準に2020、21年の2年間で2,000億ドル以上増やすとした。また、米政府は対中関税第4弾で9月に発動した部分の関税率を引き下げた（15%→7.5%）。足元では、輸出への先行性がある新規輸出受注PMIに明るさが見え始めている（図表4-12）。もっとも、新型コロナウイルスは足元の輸出に大きな悪影響を与えている可能性がある。第二段階以降の合意に向けた道筋が立っていない状況では、残りの関税が近々撤廃される見込みも低く、今後の輸出は低調な推移が続くと予想する。

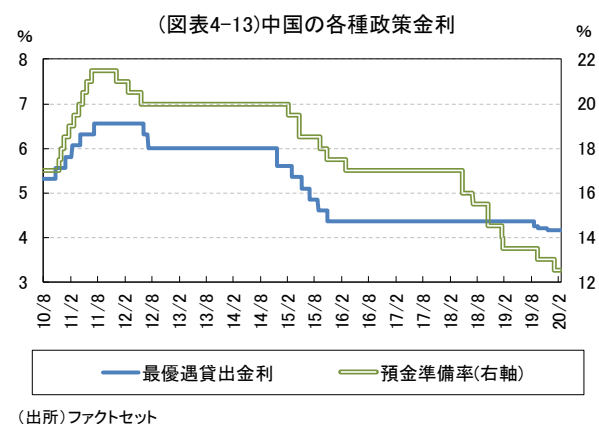
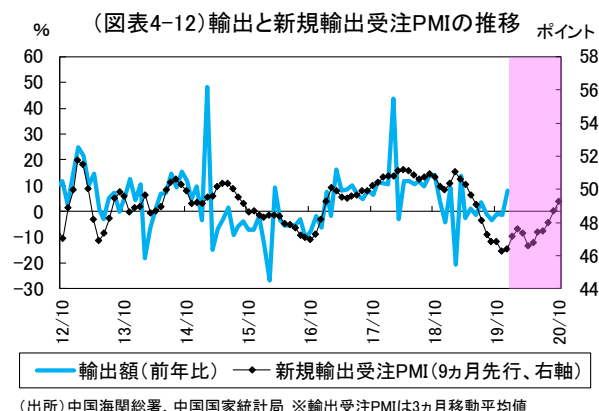


（６）財政・金融政策は景気拡張的に

金融政策については、最優遇貸出金利（LPR）の操作や、預金準備率の引き下げを通じて流動性確保に動くと思われる（図表4-13）。足元ではアフリカ豚熱の影響でCPIが高水準で推移しており、金融緩和の懸念材料となっているものの、輸入拡大や衛生管理の徹底等により今後価格上昇は一服すると見込まれることから、中国人民銀行は緩和姿勢を強めることで、景気下支えに動く可能性が高い。

3月5日開催予定の全人代は延期の可能性が高まっているが、通常この場でGDP成長率をはじめとした数値目標が発表となる。経済工作会议時点で予想されていた「+6%前後」の目標が変更されるかは不透明だが、新型肺炎への対策を織り込んだ経済政策方針が示されるだろう。

過剰債務といった金融リスクを抱えながらも、中国政府は金融・財政両面から景気刺激策を実行することで、新型肺炎による下押し圧力を和らげ、「GDP 倍増」の中長期目標実現に動くと思込まれる。（担当：木下）



5. 豪州・その他アジア新興国経済見通し

〈要 約〉

豪州景気は、賃金上昇圧力の弱さを背景に個人消費の回復ペースは緩慢なものにとどまるものの、新型コロナウイルスによる混乱一巡後は住宅投資の持ち直しや輸出の増加により、緩やかな回復基調が続くと予想する。雇用環境を改善方向に促すため、RBA（豪州準備銀行）は2020年中ごろに25bpの利下げを行ない、その後はしばらく政策金利をすえ置くと予想する。

韓国経済は、新型コロナウイルスによる混乱一巡後は、世界的な半導体市況の底入れに伴い、緩やかながら回復に向かうと予想する。台湾経済は、輸出や設備投資が増加傾向で推移することで、拡大基調を維持すると予想する。シンガポール経済は、大規模な財政支出を背景に、回復傾向で推移するとみる。

ASEAN 諸国は、いずれも昨年実施した利下げが内需を下支えするとみている。インドは、各種景気刺激策が景気を下支えする一方で、不良債権問題や、天候不順による不作の影響が残るため、回復は2020年後半以降にずれ込むと予想する。

（図表5-1）豪州・その他アジア新興国の実質GDP
成長率予測（前年比、%）

	2018年 （実績）	2019年 （実績）	2020年 （予測）	2021年 （予測）
豪州	2.7	1.8	2.3	2.6
韓国	2.7	2.0	2.1	2.3
台湾	2.8	2.7	2.7	2.8
シンガポール	3.4	0.7	1.1	2.0
インドネシア	5.2	5.0	5.1	5.2
タイ	4.2	2.4	2.7	3.0
マレーシア	4.7	4.3	4.4	4.5
フィリピン	6.2	5.9	6.2	6.3
インド	6.8	6.1	6.0	6.2

※インドは会計年度数値（4月～3月）

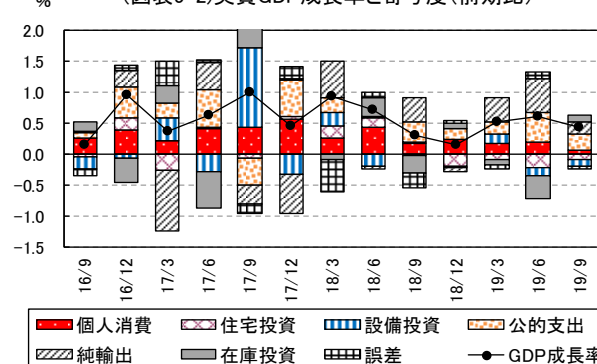
（1）豪州景気は緩やかに回復する見込み

豪州の7-9月期実質GDP成長率は前期比+0.4%と、前期（同+0.6%）から減速した。公的支出が底堅い伸びを示したものの、個人消費の減速が続いたのに加え、設備投資と住宅投資が減少したことが足を引っ張った（図表5-2）。

実質小売売上高をみると、10-12月期は前年比+0.4%と2四半期ぶりにプラスに転じたものの、低調な推移が続いている（図表5-3）。米中摩擦や、収束に時間がかかっている森林火災などがマインド面の重しとなったほか、賃金の伸び悩みが個人消費を下押ししていると考えられる。

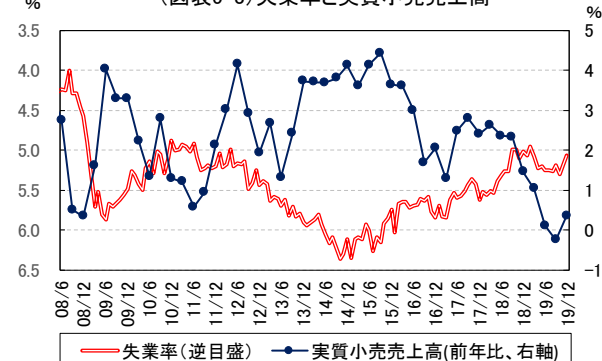
今後は、これまでの利下げ効果や、住宅価格の反転上昇のほか、米中部分合意や森林火災の規模縮小なども消費マインドの改善につながろう。ただ、失業率が5%近辺で推移しており、RBAが完全雇用の水準と推定する自然失業率（4.5%）に届かない状況では、当面賃金上昇圧力は弱い展開が続くとみられる。今後の個人消費の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

（図表5-2）実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）豪州統計局、ファクトセット

（図表5-3）失業率と実質小売売上高

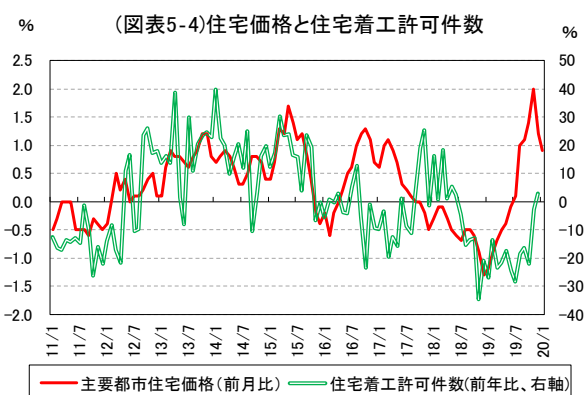


（出所）豪州統計局、ファクトセット

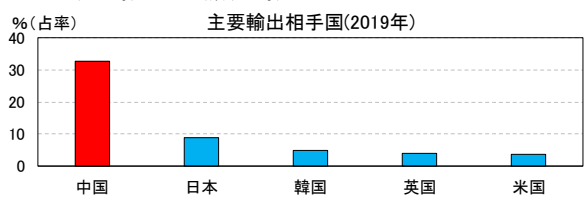
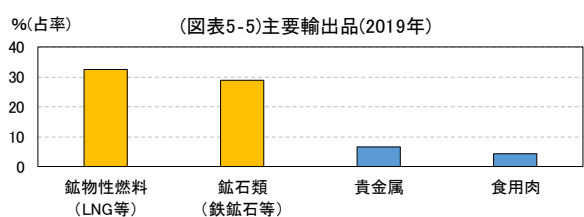
住宅投資は、足元では4期連続で減少している（前掲図表5-2）。ただ、住宅ローン金利の低下や、融資規制の緩和等を背景とした住宅購入意欲の改善により、住宅価格は昨年7月以降上昇に転じている（図表5-4）。これに伴い、住宅投資に先行する住宅建設許可件数にも底打ちの兆しが見え始めた。今後の住宅投資は、2020年の後半にかけて徐々に増加に転じると予想する。

輸出は、新型肺炎の感染拡大の影響が懸念されており、一時的に減速する可能性が高い。ただ、中国が景気対策としてインフラ投資を活発化すると見込まれることで、主要輸出品である鉄鉱石の需要が高まるとみており、均せば緩やかながらも回復傾向で推移すると予想する（図表5-5）。

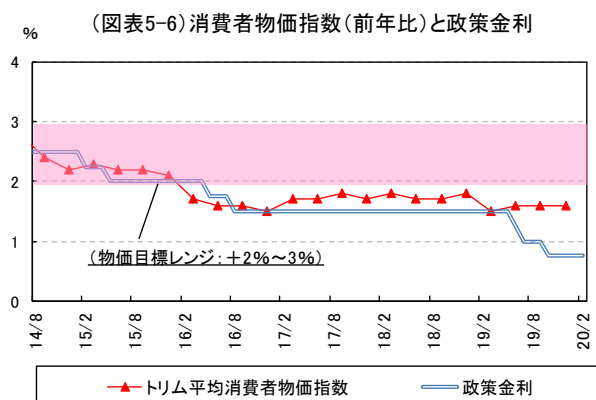
RBA（豪州準備銀行）は10月の利下げ以来、政策金利を0.75%にすえ置いている（図表5-6）。ロウ総裁は2月の講演にて、インフレ率の目標レンジ（前年比+2~3%）への回帰を焦らないと述べたほか、家計債務の増大や住宅価格の高騰といった低金利環境のリスクについて言及するなど、さらなる利下げには慎重な方針を示している。一方で、「失業率の傾向が誤った方向に向かい、インフレ目標に向かって一段の前進が見られなければ」追加緩和を意識するとも述べている。前述のように失業率が自然失業率に届かない状況が続くなか、失業率に先行する傾向のある求人広告件数が緩やかに悪化していることに加え、新型肺炎の景気下押しリスクも大きいことから、RBAは2020年中ごろに25bpの追加利下げに踏み切るとみる。その後は雇用環境の改善度合いを注視しつつ、しばらく政策金利をすえ置くと予想する。（担当：木下）



（出所）豪州統計局、コアロジック社、ファクトセット



（出所）国際貿易センター



（出所）RBA、豪州統計局、ファクトセット

（２）アジア NIEs は緩やかな回復へ

<韓国>

韓国の10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比+1.2%と、3四半期連続のプラス成長となり、7-9月期（同+0.4%）から伸び幅が拡大した。輸出が3四半期ぶりに前期比マイナスとなったものの、政府支出や個人消費、総固定資本形成が押し上げに寄与しており、内需が底入れしつつある様子がうかがえる。

韓国政府は社会保障や雇用創出などを軸とした財政政策を打ち出しており、政策効果が引き続き内需を下支えするとみる。輸出については、新型肺炎による韓国企業のサプライチェーンの混乱から、目先は弱含むことが懸念されるものの、世界的な半導体市況の底入れに加え、これまで押し下

げ要因となっていた米中摩擦が小休止状態になっていることから、年央以降徐々に持ち直すとみている。新型コロナウイルスによる混乱一巡後の韓国景気は、緩やかながら回復に向かうと予想する。

韓国中銀は1月17日の金融通貨委員会で、政策金利を2回連続すえ置き、1.25%とした。今後については、昨年実施した2回の利下げの影響を見極める意図から、金利をすえ置くと予想する。

<台湾>

台湾の10-12月期の実質GDP成長率は、前年比+3.3%と、7-9月期の同+3.0%から伸び幅が拡大した。良好な雇用環境を背景に民間消費の伸び幅が拡大したほか、設備投資や輸出も押し上げに寄与した。

今後は、韓国同様、新型コロナウイルスの影響が下押し圧力になる。ただ、次世代通信5Gへの移行の本格化により、スマートフォン需要が世界的に持ち直すことが期待されているほか、米中の貿易摩擦を背景に、昨年春以降、中国本土から台湾への生産を移管する動きが継続していることから、輸出や設備投資は増加傾向で推移するとみており、台湾景気は拡大基調を維持すると予想する。

12月19日、台湾中銀は、14四半期連続で政策金利を1.375%ですえ置いた。景気回復が続くとみこまれるなか、台湾中銀は2021年にかけて政策金利をすえ置くと予想する。

<シンガポール>

シンガポールの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+1.0%と、3四半期ぶりにゼロ%台の成長を脱したものの、低成長が続いている。業種別では、精密機器などの製造業の不振による影響が大きい。

需要項目別では、2019年を通して低迷が続いていた個人消費に底打ちの兆しがみられる。12月の小売売上高は前年比▲3.4%と11ヵ月連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は2ヵ月連続で縮小したほか、振れの大きい自動車を除くベースでは同+0.1%と、11ヵ月ぶりのプラスとなった。新型コロナウイルスによる企業活動の縮小は目先の足かせになるものの、政府は大規模な財政支出も予定しており、今後のシンガポール景気は、回復傾向で推移すると予想する。

(3) ASEAN諸国の景気は内需が下支え

<インドネシア>

インドネシアの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、7-9月期とほぼ同じ伸びとなった。政府支出の伸び幅は縮小したものの、昨年実施した累計1.00%の利下げの効果を受け、個人消費や建設投資が底堅く推移した。

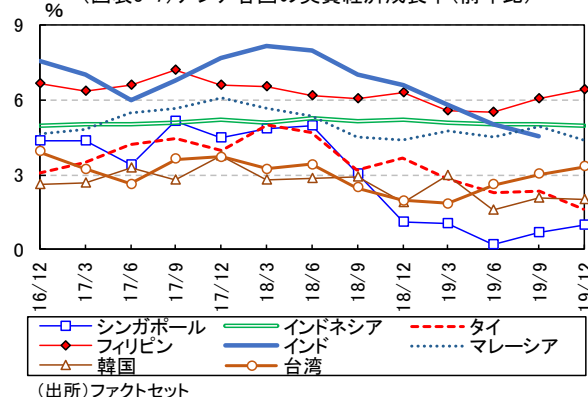
今後については、利下げの効果が継続することに加え、各種融資規制の緩和等が内需を下支えするとみている。一方で、燃料補助金の削減や公定価格の引き上げが個人消費の下押し圧力になるほか、国際商品市況の低迷が、資源輸出国であるインドネシア景気の押し下げ要因ともなるため、成長率は前年比+5%近傍にとどまると予想する。

1月23日、インドネシア中銀は、3会合連続で政策金利をすえ置いた。ただ、景気回復ペースが緩慢なものにとどまるとみられるなか、中銀は2020年前半に1回利下げを実施すると予想する。

<タイ>

タイの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+1.6%と、7-9月期の同+2.6%から伸びが鈍化し

(図表5-7) アジア各国の実質経済成長率(前年比)



た。主要輸出品目の電気・電子部品、自動車等の輸出が軒並み不振だったほか、観光客の伸び悩みによって輸出が減少、予算執行の遅れで公共投資もマイナスとなった。

今後については、昨年から足元2月までに計3回実施された利下げが内需を下支えする一方で、新型コロナウイルスの感染拡大による観光業の落ち込みや、歴史的な干ばつによる農村所得の低下などから、タイ景気の本格的な回復は2020年後半以降にずれ込むとみている。

低インフレや、新型コロナウイルスの感染拡大の影響に対処するため、タイ中銀は2月5日の金融政策委員会で、政策金利を0.25%引き下げ、過去最低の1.00%とした。これまでの利下げの効果を見極めるため、中銀は、当面政策金利をすえ置くとみる。

<マレーシア>

マレーシアの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+3.6%と、7-9月期の同+4.4%から伸び幅が縮小した。個人消費や政府消費の伸び幅が拡大したものの、輸出の不振が足を引っ張った。

今後については、良好な雇用環境が引き続き内需を下支えするとみている。また、世界的な半導体市況の回復によって主力輸出製品である電気・電子製品需要の改善が見込まれるため、新型コロナウイルスによる混乱一巡後の景気は持ち直すとみる。

マレーシア中銀は1月22日の金融政策委員会で、景気の下支えのために「予防的に」政策金利を0.25%引き下げた。今後については、外需の不振が一巡へ向かうと見込まれるほか、燃料や食品価格の上限撤廃が予定されており、インフレ率が上昇へ向かうとみられることから、マレーシア中銀は、金利をすえ置くとみる。

<フィリピン>

フィリピンの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.4%と、前期の同+6.0%から加速した。中間選挙等で遅れていた政府予算の執行が進み、政府支出が大きく増加したことや、輸出が持ち直したことが押し上げに寄与した。

今後については、昨年実施した3回の利下げによる内需の押し上げが見込まれるほか、同国の個人消費の重要な決定要因である在外比人労働者からの国内送金が堅調に推移することが、景気の下支えに寄与するとみる。

フィリピン中銀は、世界景気の見通し引き下げを背景に、2月6日に3会合ぶりの利下げを決定した。一方で、アフリカ豚熱の流行や輸入米価の上昇によって物価上昇圧力が高まっており、今後は政策金利をすえ置くとみている。

<インド>

インドの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+4.5%と、6四半期連続で減速し、2013年1-3月期以来の低成長となった。天候不順による不作の影響のほか、銀行の不良債権問題が引き続き個人消費や固定投資の下押し圧力となったとみられる。

今後については、昨年実施された法人税減税や、自動車購入支援策などの各種景気刺激策の効果が、景気を支えるとみている。一方で、不良債権問題の先行きが不透明なほか、不作による農村所得の回復には時間を要するため、インド景気の回復は2020年後半以降にずれ込むと予想する。

2月6日、インド準備銀行は天候不順による食品価格の上昇圧力の高まりを受け、景気が冴えないなかでも政策金利のすえ置きを決定した。今後については、天候不順による食品価格高騰が一服すると見込まれる夏場までに、追加利下げを行なうと予想する。（担当：西山）

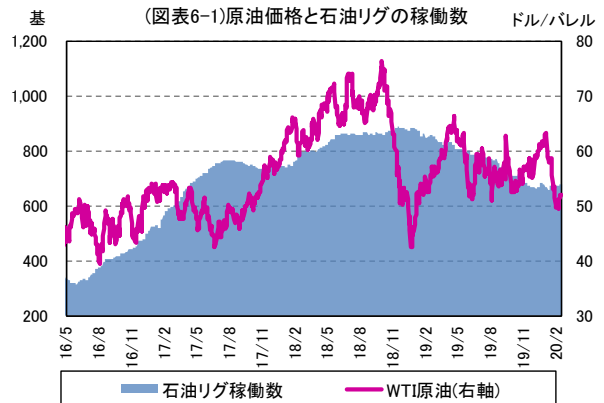
6. 原油相場見通し

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、OPECプラス（石油輸出国機構およびロシアなど非OPEC主要産油国）の協調減産拡大や米中協議の進展期待などにより、昨年10月以降上昇傾向で推移し、1月初旬には米国・イランの武力衝突懸念から一時63ドル/バレルに達した。その後、中国発の新型肺炎の感染拡大とともに、世界経済の停滞が需要面の重しになるとの懸念から価格は急落、足元では概ね50ドル/バレル近辺で推移している。（2月18日時点：52.0ドル/バレル、図表6-1）。

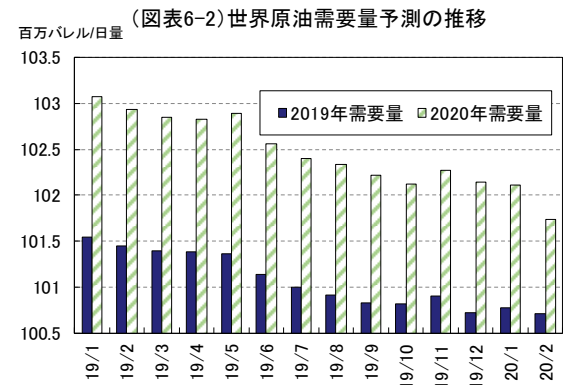
原油需要については、インドやその他アジア新興国を中心とした内需の拡大により、今後も増加基調自体は継続すると見込まれる。ただ、EIAのデータをみると、米中貿易摩擦を背景に下方修正が重ねられてきた原油需要量見通しが、新型肺炎の拡大によりさらに引き下げられている（図表6-2）。とりわけ中国の需要減少が著しく、IEA（国際エネルギー機関）によれば、中国の2020年1～3月期の石油需要は前年同期比マイナスに落ち込むと見込まれている。

供給面については、協調減産体制下のOPECプラスと、米国の増産動向が注目される。OPECプラスは2019年1月より日量120万バレルの協調減産を実施し、価格の下支えを図ってきたが、米国の生産量増加等を背景とした供給のだぶつきを抑えるため、昨年12月の総会・会合を経て、1～3月中は日量50万バレルの追加減産を行なうことを決定した。加えて、サウジアラビアは他国の減産目標遵守を条件に、40万バレルの自主的な減産を表明した。1月のOPEC加盟国の生産実績をみると、40万バレルの自主減産分を加味した目標水準が遵守されている（図表6-3）。さらに、新型肺炎による原油需要の大幅な減少懸念を受け、追加で60万バレルの減産も協議されている。3月5日のOPEC総会開催タイミングで減産幅の拡大、減産時期の延長を決定する可能性が高いとみる。

米国については、2017年以降、シェールオイルの生産拡大が続いているものの、伸び幅は鈍化傾向にある（図表6-4）。米国シェールオイルの油井開発動向をみると、リグ稼働数が緩やかに減少して



(出所)ファクトセット、Baker Hughes



(出所) EIA (Short-Term Energy Outlook) ※横軸の年月は、レポートの発行月

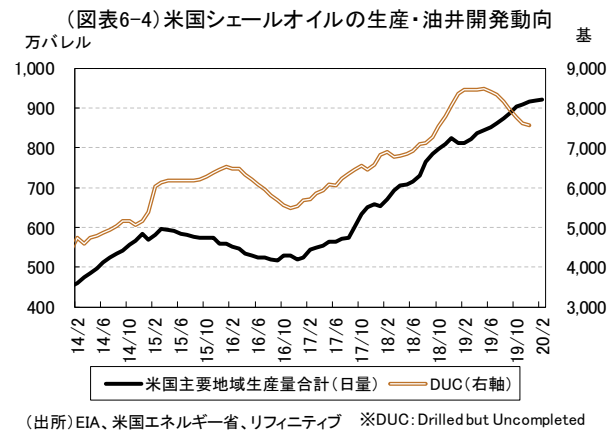
(図表6-3)OPECの原油生産状況

加盟国	2018年10月 参照生産水準	減産目標	2020年1月 生産量	2020年1月 減産実績
アルジェリア	1,057	-44	1,012	-45
アンゴラ	1,528	-47	1,374	-154
コンゴ	325	-14	293	-32
エクアドル	530	-16	537	7
赤道ギニア	127	-5	124	-3
ガボン	187	-8	196	9
イラク	4,653	-191	4,501	-152
クウェート	2,809	-140	2,665	-144
ナイジェリア	1,830	-76	1,776	-54
サウジアラビア	10,633	-489	9,733	-900
UAE	3,168	-156	3,034	-134
計	26,847	-1,186	25,245	-1,602
リビア	1,118		796	-322
イラン	3,330	適用除外	2,086	-1,244
ベネズエラ	1,206		733	-473
OPEC計	32,501	-1,186	28,860	-3,641

(出所) OPECの2018年12月7日、2019年12月6日付プレス資料、
2018年12月・2020年2月月報より明治安田生命作成
※減産目標は2019年1月以降適用分と2020年1月以降適用分を合算したもの
サウジ等の40万バレルの自主減産は含まない

いるほか（前掲図表6-1）、掘削済みで完成まもなくの油井数（DUC）もピークアウトしている。生産効率や採算確保を重視する観点から原油採掘が手控えられている可能性があり、目先の原油生産は抑制気味に推移しよう。ただ、長期的にみれば、生産技術の進展に加え、輸送用パイプラインの増設による供給面の制約解消により、世界の需要増加に合わせる形で米国のシェールオイル生産も緩やかながら増加基調を維持すると予想する。

今後の原油価格は、OPECプラスの協調減産体制が下支え要因になるものの、一方で、世界経済の回復の遅れが需要面の重しとなるのに加え、米国のシェールオイルの増産も考えられるため、上値が重い展開が続くとみる。今後の原油価格は、2021年にかけて45～60ドル/バレルを中心レンジとした推移を予想する。（担当：木下）



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。