



## <フォーカス>貿易戦争への懸念再び

先週は、幕間が近いと考えられていたトランプ劇場のどんでん返しに市場が震撼した。多くの市場関係者にとって、米中の貿易を巡る対立が、今後長く続く「新冷戦」のほんの始まりにすぎないということを改めて認識せざるを得なくなった瞬間であった。二大大国の覇権争いであり、新たな国際秩序を作る試みである以上、経済的見地からは是非を論じられるものではない。知財の問題を考えれば、日本にとっては米国と歩調をあわせるべき問題とも言えるが、少なくともこれで世界経済の先行き不透明感は一段と高まった。

貿易戦争は基本的にチキンゲームであり、米中両国が実践している通り、強力なコミットメント(恫喝)で相手に譲歩を強いるのが最適な戦略である。しかし、両者とも引かなければ、誰も望まない最悪の結果を招くことになる。仮に、米中両国が互いの輸入品に25%の関税を課した場合、当社のモデルでは、米国経済への悪影響が中国経済へのそれを上回る(右図)。製品価格への転嫁と個人消費の失速が避けられないうえ、米国の場合は、株価を経由した景気下押し

米中が相互に関税を25%に引き上げた場合の影響

		2019年	2020年
米国	実質成長率	▲0.7	▲0.5
	CPI	+0.6	+0.1
中国	実質成長率	▲0.3	▲0.2
	CPI	▲0.0	▲0.5
日本	実質成長率	▲0.1	▲0.2
	CPI	▲0.1	▲0.3

(出所) 当社試算(オックスフォード経済モデルによる)

圧力も大きいためだ。中国も、ここまでは元安で10%の関税をかなりの程度吸収してきたが、25%の関税を相殺する元安誘導は不可能で、輸出が大打撃を受けるだろう。貿易面で漁夫の利を得る日本経済への影響は初期段階では大きくないが、米中二大経済大国が失速に向かえば、運命を共にするのは確実である。

交渉の行方は予断を許さない。関税をかけられる規模では米国が上回っており、トランプ氏としてはこれをテコに短期決戦を図りたい。それだけでなくトランプ氏は、日々大統領の適格性を問う声との戦いに多大な労力を割いており、常に新たな成果を必要としている。毀誉褒貶にかかわらず世間の耳目を集めること自体がエネルギー源という意味では、今回の動きもすでに成功しているが、高関税を払うのがほかならぬ自分たちであることに支持者が気づいたときに、現行路線への支持が続くかどうかはわからない。

短期的な経済への打撃は中国の方が大きい。習近平氏には、選挙の洗礼を受けないという強みがある。時間が経てば経つほど米経済も苦しくなる。大統領選前の景気失速はなんとしても避けたいトランプ氏に対し、中国の場合、財政で景気を下支えしつつ、持久戦を続けることもある程度可能である。米国の対中強硬スタンス自体は、誰が次期大統領になろうと引き継がれる可能性が高いものの、人による濃淡はあるはずで、選挙戦の動向次第では交渉引き延ばしにかかるだろう。ただ、この間の景気が制御不能な状態に陥るリスクももちろんある。今後10年程度で経済規模が米国に追いつく可能性が高く、交渉力が自然に強まっていくことを考えれば、今回の交渉で無理する必要はないともいえる。6月に日本で実現とも言われる米中首脳会談に注目が集まるが、ここでの両者の歩み寄りに期待できないわけではない。(Kodama wrote)

## 目次

<フォーカス> 貿易戦争への懸念再び.....	1	・年後半以降、日本の輸出は緩やかな持ち直しへ.....	17
・経済情勢概況.....	2	・米個人消費は緩やかな増加にとどまる見込み.....	20
・日銀はフォワードガイダンスを明確化.....	3	・主要経済指標レビュー.....	23
・底堅い推移が予想される日本の設備投資.....	11	・日米欧マーケットの動向.....	28
・国内住宅投資は低調な推移が続く見込み.....	15		

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、早くても2020年後半と予想する。

日銀はフォワードガイダンスを明確化

フォワードガイダンスの明確化とオペ円滑化のための4つの措置を実施

4月24、25日に開催された金融政策決定会合では、フォワードガイダンスの明確化と、オペ円滑化のための4つの措置（適格担保の拡充、成長基盤強化支援資金供給の利便性向上、国債補完供給の要件緩和、ETF貸付制度の導入）の実施が発表された。景気判断については、17年7月から14回連続で続いていた「緩やかに拡大している」が、「基調としては緩やかに拡大している」へと小幅下方修正された。下方修正は、16年3月に「緩やかな回復を続けている」から「基調としては緩やかな回復を続けている」に修正して以来、約3年ぶりとなる（図表1）。

（図表1）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
15年10月30日	緩やかな回復を続けている	→	
15年11月19日	緩やかな回復を続けている	→	
15年12月18日	緩やかな回復を続けている	→	
16年1月29日	緩やかな回復を続けている	→	
16年3月15日	基調としては緩やかな回復を続けている	↓	小幅下方修正
16年4月28日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年6月16日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年7月29日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年9月21日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年11月1日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年12月20日	緩やかな回復を続けている	↑	小幅上方修正
17年1月31日	緩やかな回復を続けている	→	
17年3月16日	緩やかな回復を続けている	→	
17年4月27日	緩やかな拡大に転じつつある	↑	3ヵ月ぶりの上方修正
17年6月16日	緩やかな拡大に転じつつある	→	
17年7月20日	緩やかに拡大している	↑	
17年9月21日	緩やかに拡大している	→	
17年10月31日	緩やかに拡大している	→	
17年12月21日	緩やかに拡大している	→	
18年1月23日	緩やかに拡大している	→	
18年3月9日	緩やかに拡大している	→	
18年4月27日	緩やかに拡大している	→	
18年6月15日	緩やかに拡大している	→	
18年7月29日	緩やかに拡大している	→	
18年9月19日	緩やかに拡大している	→	
18年10月31日	緩やかに拡大している	→	
18年12月20日	緩やかに拡大している	→	
19年1月23日	緩やかに拡大している	→	
19年3月15日	緩やかに拡大している	→	
19年4月25日	基調としては緩やかに拡大している	↓	16年3月以来の小幅下方修正

（出所）日銀

個別項目で変更があったのは設備投資と鉱工業生産で、いずれも下方修正。設備投資については、「増加傾向を続けている」との基調判断に変更はなかったものの、背景の部分が、「企業収益や業況感が総じて良好な水準を維持」から「企業収益や業況感は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じて良好な水準を維持（下線部筆者）」へと下方修正された。鉱工業生産については、基調判断が、「足もとでは弱めの動きとなっているが、緩やかな増加基調にある」から「足もとでは弱めの

動きとなっている」へと下方修正された。前回3月の会合では、「増加基調にある」から下方修正されており、これで2会合連続の下方修正となった。

(図表2) 個別項目の現状判断の推移 (下線部は主たる変更箇所)

項目	開催月 (媒体)	評価	方向感
海外経済	1月 (展望レポート)	総じてみれば着実な成長が続いている	→
	3月 (公表文)	減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している	↓
	4月 (展望レポート)	減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している	→
輸出	1月 (展望レポート)	増加基調にある	→
	3月 (公表文)	<u>足もとでは弱めの動きとなっている</u>	↓
	4月 (展望レポート)	足もとでは弱めの動きとなっている	→
設備投資	1月 (展望レポート)	企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとの、設備投資は増加傾向を続けている	→
	3月 (公表文)	<u>企業収益や業況感が総じて良好な水準を維持するもとの、増加傾向を続けている</u>	→(↓)
	4月 (展望レポート)	企業収益や業況感は、 <u>一部に弱めの動きがみられるものの</u> 、総じて良好な水準を維持しており、設備投資は増加傾向を続けている。	→(↓)
個人消費	1月 (展望レポート)	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	3月 (公表文)	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	4月 (展望レポート)	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
住宅投資	1月 (展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
	3月 (公表文)	横ばい圏内で推移している	→
	4月 (展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
公共投資	1月 (展望レポート)	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
	3月 (公表文)	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
	4月 (展望レポート)	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
鉱工業生産	1月 (展望レポート)	増加基調にある	→
	3月 (公表文)	<u>足もとでは弱めの動きとなっているが、緩やかな増加基調にある</u>	↓
	4月 (展望レポート)	<u>足もとでは弱めの動きとなっている</u>	↓
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	1月 (展望レポート)	きわめて緩和した状態にある	→
	3月 (公表文)	きわめて緩和した状態にある	→
	4月 (展望レポート)	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	1月 (展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
	3月 (公表文)	横ばい圏内で推移している	→
	4月 (展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→

(出所) 日銀

(図表3) 先行きの見通しの推移 (下線部は主たる変更箇所)

項目	開催月 (媒体)	評価	方向感
経済	1月 (展望レポート)	日本経済の先行きを展望すると、海外経済が総じて	→

		みれば着実な成長を続けるもとで、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、2020年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くと見込まれる	
	3月（公表文）	先行きのわが国経済は、 <u>当面、海外経済の減速の影響を受けるものの</u> 、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとで、増加基調をたどると考えられる。輸出も、 <u>当面、弱めの動きとなるものの</u> 、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくことを背景に、基調としては緩やかに増加していくとみられる。	↓
	4月（展望レポート）	日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。輸出は、 <u>当面、弱めの動きとなるものの</u> 、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとで、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、増加基調をたどると見込まれる。	→
物価	1月（展望レポート）	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	→
	3月（公表文）	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	→
	4月（展望レポート）	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	→

（出所）日銀

### 市場の反応は限定的

フォワードガイダンスの変更がいずれ必要になることは、その文言から明らかだったが、タイミングは市場コンセンサスよりも1~2会合早かった印象。前回までは、「2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」との表現だったが、これが「海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している（下線部筆者）」へと変わった。変更箇所は2カ所で、超低金利政策継続の根拠として、消費税のほかに「海外経済の動向」が加えられたのが1点目、「当分の間」が「少なくとも2020年春頃まで」へとより明確化されたのが2点目である。

黒田総裁は、会合後の定例会見において、フォワードガイダンス変更の理由を「税率引き上げが予定されている10月が近づくにつれて、ガイダンスが想定している期間である「当分の間」とい

う時間軸が分かり難くなり、やや短くみられる懸念がありました」と説明している。ただ、今会合の時点では、20年春までに現状の政策が続かないとみる向きはきわめて少数派だったとみられることから、市場の反応は限定的なものにとどまった。

**フォワードガイダンスの縛りは弱い**

もっとも、黒田総裁が述べているとおり、フォワードガイダンスは、ステートコンティンジェント（経済・物価情勢に応じて）、またデータディペンデント（そのときまでに得られたデータや情報を用いて判断する）という仕組みであり、状況次第でその文言はいくらでも変わりうる。今のところ、海外景気は春先までの市場予想を上回る堅調さを保っていると言ってよい。中国経済は政府の経済対策の効果で底を打った可能性が高まっているほか、5月3日発表の米国雇用統計では、雇用の需給が一段と引き締まっている様子が示された。一方、日本では超低金利政策の副作用が現在進行形で蓄積されつつある。日銀が4月17日に発表した金融システムレポートでは、約6割の地方銀行が10年後は最終赤字になるとの分析が示された。黒田総裁は会見で「5年、10年経つと難しくなる銀行も出てくる」ものの、すぐに対応が必要になるものではないとしたが、一方で、「長期的なことについて今のうちから対応していった方がいい」とも述べている。今回のオペ円滑化のための4つの措置もその一環だが、いずれこうした延命策的な措置では追いつかなくなる可能性も高い。金融システム不安が現実のものとなってからでは手遅れであることを考えれば、市場予想より早めに動く可能性については注意が必要である。もし、このまま世界景気の堅調推移が続くのであれば、20年中には正常化に向けた次なる動きがあってもおかしくはない。

**「まずデフレ脱却」は正しかったのか**

4月の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も示されている。不動産市場自体には過熱感はないとされているものの、今回の金融システムレポートは、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示していると言ってよい。日銀自身がこうした分析を示したのは興味深い。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、新興国と次々に主戦場を変えながらバブル的な金融不均衡を作り出してきた歴史であった。その崩壊がたびたび金融システムを揺るがしてきたのも周知の事実である。ひょっとしたら、現在進行形のバブルは債券かもしれない。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のではないかと。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かった。定例会見で、記者から平成時代の金融政策の総括を求められた黒田総裁は、「ある意味デフレとの闘い

であったと総括できるのではないかと思います」と述べたが、「まずデフレ脱却」という課題設定はあまりに単線的だったのではないかと。

**できない公約を掲げて失敗した日銀**

たとえ物価目標の達成が最重要事項だとしても、日銀にどうやらその達成能力が備わっていないこともこの6年で明らかになってきた。今回の展望レポートで初めて示

(図表4)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(%)	18年10月 展望レポ ート	19年1月 展望レポ ート	19年4月 展望レポ ート	19年4月展 望レポ ート (当社予想)
2019年度	実質GDP	0.8	0.9	0.8	0.9
	コアCPI	1.4	0.9	0.9	0.9
2020年度	実質GDP	0.8	1.0	0.9	1.0
	コアCPI	1.5	1.4	1.3	1.3
2021年度	実質GDP	—	—	1.2	1.2
	コアCPI	—	—	1.6	1.6

※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

された、2021年度の消費者物価の予想は前年比1.6%である(図表4)。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豪語した。2012年の政権交代で、日銀の執行部を事実上支配したリフレ派は、物価目標を2年で達成との公約を掲げたが、今回の展望レポートの予想どおりなら、9年経っても達成できないことになる。リフレ派にとって、「期限を区切る」ことは目標達成のための重要な要素であり、「最適金融政策」の理論的裏付けもあったわけだが、達成できなかつたときに日銀の信任をどう担保するかという点までは思いが至らなかつたらしい。

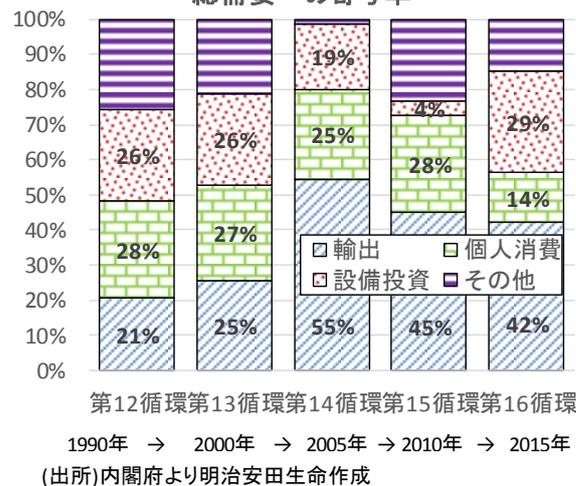
当時の岩田副総裁は、目標未達の場合は言い訳をしないことが重要であり、できなかつた場合は辞任するとしていたが、途中、原油価格の下落を未達の理由にしたのは納得できないものがあった。白川日銀がリーマンショック、東日本大震災、欧州債務問題という弩級の外的ショックを経験してきたことを考えれば、原油価格程度のことを「言い訳」にできるはずがない。原油価格の下落は、そもそも景気回復要因である。また、個人的な覚悟はともかく、日銀の副総裁が辞表を出すというのも現実には許されることではない。

**評価軸はいろいろあるが**

もちろん、いろいろな評価軸はあるだろう。原田審議委員は「景気が回復してきたのは金融緩和のおかげ」とたびたびアピールしている。円安と株高の実現を評価する向きも多いが、「2年で2%」は自ら掲げた最も重要な公約である。そもそも、景気回復や円安・株高が金融緩和のおかげだったのかどうかも疑わしい。景気が谷をつけたのは、安倍政権誕生の前月である12年11月であり、少なくとも景気が後退から回復に転じたのは黒田緩和のおかげではない。過去5回の景気拡張期における、総需要の中の輸出の占率をみると、直近3回は40%を超えており(図表5)、その後の回復も、単に海外景気回復の恩恵を受けただけの可能性が濃厚である。円安がそれを助けたということかもしれないが、近年、為替相場と輸出の相関は薄れている。また、実効ベースの円は、欧州債務問題が最悪期を脱したことで、黒田緩和の半年前からすでに大きく円安に進んでいた(図表6)。「流れに掉さず」効果はあったとしても、黒田緩和が為替相場に明確に効いたのは結局最初の1回だけである。14年10月のいわゆるバズーカ第2弾の金融市場への効果は長続きしなかつたし、マイナス金利の際はむしろ円高に動いた。

為替相場がどう動くかは結局そのときの相場環境次第であり、タイミングが良ければ日銀の金融緩和が大きな効果を発揮したように見えるだけではないか。為替相場は日米の実質金利差に影響を受けるが、もともと日銀から名目金利を動かす余地はほとんどない。ここまでインフレ期待の醸成に

(図表5)直近5回の景気拡張期における総需要への寄与率



(図表6)実質実効レートの推移(日銀ベース)



も失敗している。すなわち実質金利も動かさない。従って、金融政策の効果という点では、結局はFEDがどう動くかで9割方決まる。もし、米国景気が失速してFEDが利下げに転じたら最後、円高防止のために日銀にできることはなくなるだろう。

**過剰だった金融政策への期待**

YCC（イールドカーブ・コントロール）以降、短期決戦から持久戦に軸足を移しているが、これは日銀の金融緩和が効くのを辛抱強く待つというよりも、米国要因で円安と景気回復が進むのを辛抱強く待つといった方が正しい。そもそも、YCCにしても、昨年7月の長期金利の変動許容幅の拡大にしても、金融政策の正常化に向けた動きとの評価が妥当である。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、潜在成長率が低いなかでは、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不動産市場に流れ込む。景気回復が不動産バブル頼みというのでは、トランスミッションメカニズムとしては邪道の部類であろう。そもそも政治も市場も、これまで金融政策に過剰な期待をかけすぎてきた。金融政策でできるのは需要の前倒しであり、結局は時間を稼ぐことしかできない。この点、黒田総裁は6年以上の時間を稼いできたわけで、本来の評価軸からは十分合格点と言えなくもない。安定成長を実現するためには、この間に成長戦略で潜在成長率を引き上げることが必要条件だったわけだが、日銀の試算では、アベノミクス始動後、日本のTFP（全要素生産性）は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。この一点を見ても、アベノミクスが成功しているとはいえない。

**行き詰る金融政策の理論**

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り、どの中央銀行も新たな緩和手段の考案に四苦八苦してきた。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、一度の景気後退で簡単に吹き飛んでしまう。それもあってか、FRB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だが、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に見えてくる。「期待」の役割を重視するニューケインジアン経済学とともに発展してきた最適金融政策の理論の数式展開は美しく、理論家にとってはたまらない魅力を持っているように見えるが、もともと実務家、特に日銀のお膝元である短期市場に近いところの関係者ほど、懐疑的に見る向きが多かった。もちろん金融政策の枠組みを論じるための理論は必要だが、我々は論壇における新たな展開を待たなければいけないのかもしれない。（担当：小玉）

**（図表7） 展望レポートの概要（前回1月との比較、下線部は前回からの主たる変更箇所）**

**1. わが国の経済・物価の中心적인見通し**

**(1) 経済情勢**

	前回 (2019/1/23)	今回 (2019/4/25)
現状判断	わが国の景気は、緩やかに拡大している	わが国の景気は、基調としては緩やかに拡大している

先行き見通し	日本経済の先行きを展望すると、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとで、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、2020年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。	日本経済の先行きを展望すると、 <u>当面、海外経済の減速の影響を受けるものの</u> 、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。 <u>輸出は、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとで、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。</u> 国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、増加基調をたどると見込まれる。
前回の展望レポートとの比較	従来の見通しと比べると、成長率については、2018年度は下振れているが、2019年度、2020年度は概ね不変である。物価については、原油価格の下落を主因として、2019年度を中心に下振れている。	2020年度までの見通しを従来の見通しと比べると、成長率、物価ともに、概ね不変である。

(2) 物価情勢

	前回 (2019/1/23)	今回 (2019/4/25)
先行き見通し	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。
物価見通しの背景	<p>①マクロ的な需給ギャップは、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景にプラス幅を拡大しており、先行きについても、比較的大幅なプラスで推移するとみられる。</p> <p>②中長期的な予想物価上昇率は、「適合的な期待形成」の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていく、「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になる。</p> <p>③輸入物価についてみると、既往の原油価格上昇は2018年度の消費者物価を押し上げてきたが、昨秋以降、原油価格は下落に転じており、これが2019年度の消費者物価の前年比を押し下げる要因として作用すると予想される。</p>	<p>①マクロ的な需給ギャップは、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景に<u>均してみれば</u>プラス幅を拡大してきており、先行きについても、比較的大幅なプラスで推移するとみられる。</p> <p>②中長期的な予想物価上昇率は、「適合的な期待形成」の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていく、「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になる。</p> <p>③輸入物価についてみると、既往の原油価格下落を受けて、<u>エネルギー価格が消費者物価の前年比を押し上げる効果は減衰していくと予想される。</u></p>

2. 上振れ要因・下振れ要因

	前回 (2019/1/23)	今回 (2019/4/25)
経済の上振れ要因・下振れ要因	<p>①海外経済の動向</p> <p>②消費税率引き上げの影響</p> <p>③企業や家計の中長期的な成長期待</p> <p>④財政の中長期的な持続可能性</p>	<p>①海外経済の動向</p> <p>②消費税率引き上げの影響</p> <p>③企業や家計の中長期的な成長期待</p> <p>④財政の中長期的な持続可能性</p>
物価の上振れ要因・下振れ要因	<p>①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向</p> <p>②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度</p> <p>④今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向</p>	<p>①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向</p> <p>②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度</p> <p>④今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向</p>

3. 金融政策運営

	前回 (2019/1/23)	今回 (2019/4/25)
第一の柱	消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因については注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる	消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因については注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる
第二の柱	経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていない。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある。	経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていない。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある。
金融政策運営	金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。	金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、 <u>海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。</u> 今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

(出所) 日銀

## 底堅い推移が予想される日本の設備投資

### 18年度の景気のけん引役は設備投資

民間設備投資は、18年度の日本経済のけん引役を果たした。1-3月期の1次QE予測を踏まえた当社予想によると、18年度の民間設備投資の伸びは前年度比+3.1%に達している。17年度の同+4.6%を下回るものの、17年度は個人消費や輸出も好調だったのに対し、両者の勢いが弱った18年度は、設備投資の貢献ぶりがひときわ目立つ結果となっている。寄与度ベースでみると、18年度のGDPへの設備投資の寄与度は+0.5%と、個人消費や輸出(いずれも+0.3%)を上回る。18年度の実質GDP成長率の予想値が前年度比0.5%なので、もし設備投資による押上げがなかったら、実質GDPもゼロ成長だった計算である。

(図表1) 18年度の日本のGDP見込み値

	2017年度		2018年度(当社予想)	
	寄与度		寄与度	
実質GDP	1.9%	1.9%	0.5%	0.5%
民間最終消費支出	1.1%	0.6%	0.5%	0.3%
民間住宅投資	▲0.7%	▲0.0%	▲4.3%	▲0.1%
民間設備投資	4.6%	0.7%	3.1%	0.5%
政府最終消費支出	0.4%	0.1%	1.0%	0.2%
公的固定資本形成	0.5%	0.0%	▲3.8%	▲0.2%
財貨・サービスの輸出	6.4%	1.1%	1.5%	0.3%
財貨・サービスの輸入	4.0%	▲0.6%	2.4%	▲0.4%

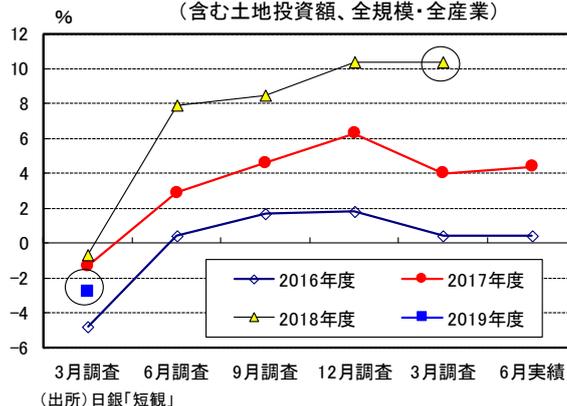
(出所)内閣府等より明治安田生命作成

### 短観でも好調を確認

3月調査の日銀短観でも、同様の結果が確認できる。2018年度の大企業・製造業の設備投資計画の実績見込み値は前年度比+11.0%と、昨年同時期の同+7.3%を大きく上回った。全規模全産業では前年度比+10.4%で(図表2)、いずれもこの時期の調査としては、2006年度以降最も高い伸びとなっている。実績値は次回6月短観で明らかになるが、多少の下方修正の可能性があったとしても、18年度の設備投資が好調だったとの結論は揺るがない水準である。

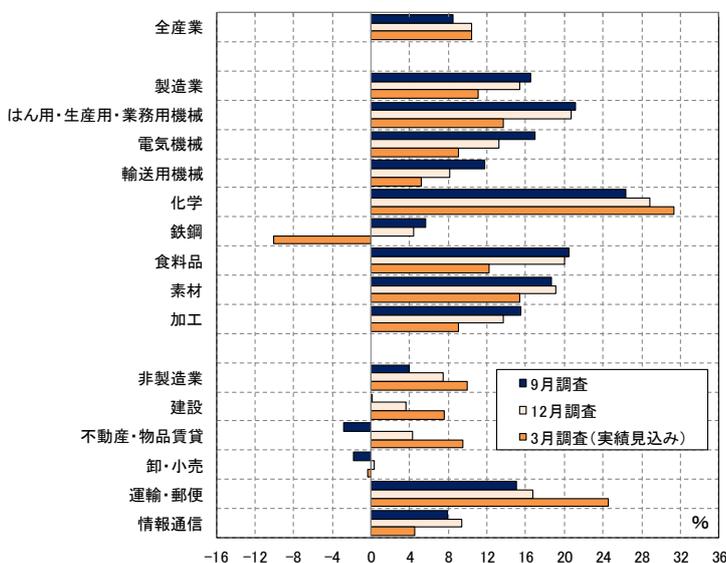
主要業種別にみると、18年度の設備投資の実績見込み値の伸びが最も大きいのが化学で、次いで運輸・郵便である(図表3)。化学が前年度比+31.3%、運輸・郵便が同+24.6%と、両業種ともきわめて高い伸びの着地が予想されており、かつ、段階的に計画が上方修正されてきている。実際、化学業界は、石油化学製品の基礎原料であるエチレンの生産設備の稼働率が、好不況の目安である90%を3月まで64ヵ月連続で上回るなど、過去最長の好況に湧いている。直近の3月は97%と、ほぼフル稼働の状態であり、能力増強型投資への需要は根強いものがあると考えられる。17年の工業統計調査(経産省)によれば、化学工業にプラスチックとゴムを加えた広義の化学工業の出荷額は44.1兆

(図表2) 設備投資計画(前年度比)  
(含む土地投資額、全規模・全産業)



(出所)日銀「短観」

(図表3) 2018年度設備投資計画(前年度比)の推移  
(含む土地投資額、全規模)



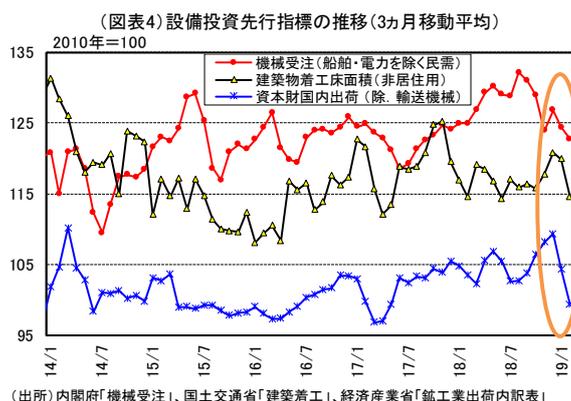
(出所)日銀「短観」

円と、67.9兆円の輸送機械工業に次ぐ製造業第2の規模であり、全体への寄与も大きい。運輸・郵便でも、ネット販売の普及などを背景に人手不足が加速、省力化投資への需要が増している。また、鉄道高速化への対応や安全対策投資に加え、主要ターミナルにおける再開発案件が目白押しとなっていることも押上げ要因になっている。

輸送用機械や電気機械、はん用・生産用・業務用機械等も伸びているが、こちらは年度末にかけて下方修正が進んでいる。いずれも輸出主導業種であり、昨年末以降、海外景気の不透明感が高まったことが、当該業種における設備投資計画の先送りに繋がったと考えられる。そういう意味では、自動車や家電、半導体関連の高機能品の生産にシフトしつつある化学も先行きは予断を許さない。

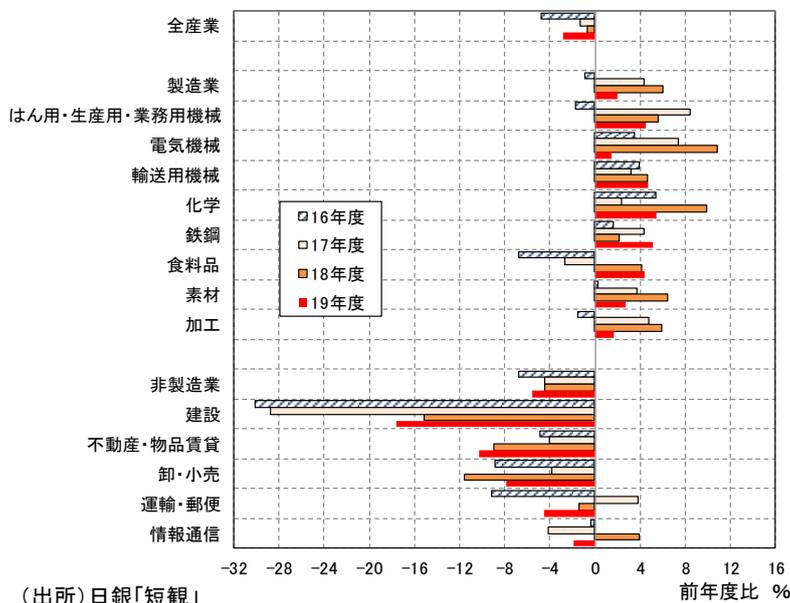
**足元では大きく減速している模様だが**

5月20日に日本の1-3月期のGDP速報値が発表されるが、当社では、実質民間設備投資は前期比▲1.4%と、2四半期ぶりのマイナスになったと予想している。目先も弱めの推移となる可能性が高まっている。設備投資に先行する主要3指標（3ヵ月移動平均）を見ると、建築物着工床面積（非居住用）、資本財国内出荷（除. 輸送機械）、機械受注（船舶・電力を除く民需）とも足元で大きく減速している（図表4）。



もっとも、3月短観で初めて示された2019年度の計画をみると、大企業製造業が前年度比+6.2%、全規模・全産業が同▲2.8%（図表2）で、ほぼ例年並みのスタートとなっている。大企業・製造業は前年同時期の同+4.9%をやや上回っており、海外景気への不透明感が高いなかでも、今のところ設備投資意欲に大きな陰りは見られない。

(図表5) 短観設備投資計画(16~19年度、3月初回調査)  
(含む土地投資額、全規模)



業種別にみると、化学は、3割超の伸びの翌年度にもかかわらず前年度比+5.5%と、引き続き増加が予想されている。輸送用機械は昨年とほぼ同レベルのスタート、電気機械やはん用・生産用・業務用機械は、前年同時期の伸びを下回っているものの、やはりプラスのスタートである。非製造業はマイナスのスタートだが、これは例年通りの傾向で、マイナス幅はここ数年の平均レベルである。業種別にみると、建設のマイナス幅の大きさが目立つが、これも例年の傾向だ。建設は18年度も初回調査では同▲15.1%と大幅マイナスのスタートだったが、19年3月短観の実績見込みでは+7.6%とプラスに転じている。引き続きけん引役として期待される運輸・郵便が同▲4.5%とマイナスのスタートとなるなど、気になる点はあるが、現時点では製造業、非製造業とも先行きの設備投資計画に特段弱気になっていない。

### 海外景気は底打ちがメインシナリオ

財務指標との相関を見た場合、設備投資はコスト要因等で短期的に大きく振れる利益関連項目よりも、売上高との連動性が高い。国際協力銀行（JBIC）の調査によれば、ここ数年、製造業の海外売上高比率は40%近辺の推移が続いており、今後の設備投資はやはり海外景気次第の面が大きいと言えそうである。この点、世界経済が底打ちの可能性が高まっているのは心強い。佳境を迎えている米中貿易交渉の動向は大きなリスクだが、トランプ大統領が経済を犠牲にしてまで高関税の継続にこだわる可能性は低いのではないかと。こうした通商交渉に代表されるトランプ大統領の政権運営や、一部主要国の債務拡大、ブレグジットの動向、欧州政治の不安定化、中国の不良債権問題、中東情勢の流動化等々、リスク要因は枚挙に暇がないが、これらのリスク要因はここ数年変わっておらず、こうしたなかでも世界経済は概ね堅調推移を保ってきた。米国景気は回復から10年が経過しており、そろそろ循環的なピークアウトに向かうのではないかと観測も根強いが、米国経済に何か循環的な不均衡が蓄積している証拠は乏しく、米国景気の早期失速は、今のところリスクシナリオの範疇と考える。中国経済も政府の諸対策の効果で底打ちが明らかになりつつある。米中の通商交渉がなんとか落ち着き、このまま世界景気が持ち直せば、年明けに先送りの動きが顕著になった分、設備投資には逆に反動増的な動きが出てくる可能性もある。

### 人手不足は引き続き設備投資の下支えに

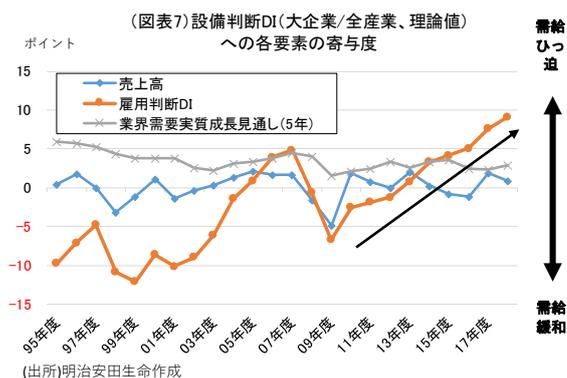
もちろん、設備投資の決定要因は海外景気だけではない。近年は宿泊・飲食や建設など、非製造業を中心に、労働需給のひっ迫が深刻化した業種が、省力化・省人化投資に力を入れる傾向が顕著になっている。また、いったん導入した生産設備は長期にわたり使用が想定されるものであることから、潜在成長率の持続的な低下に伴う企業の中長期的な成長期待の低下が、能力増強型投資の低迷に繋がっている可能性もある。

そこで、短観の設備判断DIを被説明変数とし、説明変数として、同じく短観の売上実績（前年度比）と雇用判断DI、および内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」における「業界需要の実質成長率見通し（今後5年の見通し）」の3変数をとると、高い相関が確認できる（図表6）。この結果に基づき、各説明変数の設備判断DIの理論値への寄与度を計算すると、ここ数年、設備投資のドライバーになっているのは、もっぱら雇用判断DI、すなわち人手不足要因である（図表7）。労働需給のひっ迫が早期に緩和に向かう可能性は低いことを考えると、これは今後も設備投資の下支えに寄与しそうである。実際、セルフレジ、搬送ロボット、測量ドローン、無人農耕車等、目に見える形でイノベーションの波が押し寄せている現状では、企業が賃上げよりも省人化・省力化投資を優先させようとするのは自然な流れである。その分、賃金は上がりにくいということになる。省力化投資が生産性の顕著な上昇につながるのであれば、いずれは企業の成長見通しが改善して安定的な賃上げが実現するはずだが、今のところそうした兆しは見えない。

(図表6)短観設備判断DIの決定要因(1995年度～2018年度、年次)

説明変数	大企業全産業 係数	大企業製造業 係数	大企業非製造業 係数
売上	-0.33 ***	-0.36 ***	-0.14 **
雇用判断DI	0.40 ***	0.64 ***	0.18 ***
業界需要の実質成長率 (今後5年の見通し)	-2.64 ***	-5.38 ***	-1.47 **
$R^2$	0.98	0.97	0.92

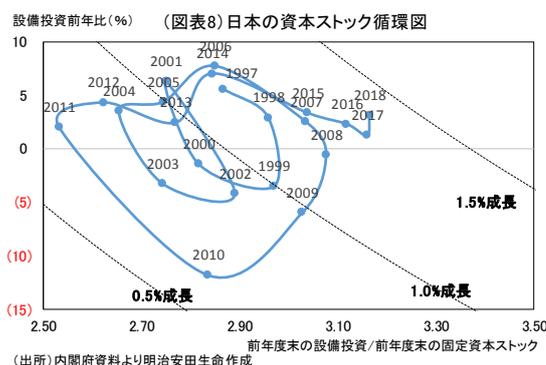
\* :5%基準で有意 \*\* :1%基準で有意 \*\*\* :0.1%基準で有意 (t値)  
 ※設備・雇用判断DIは数値が下がればひっ迫、上がれば緩和なので、符号条件は売上と業界需要の実質成長率がマイナス、雇用判断DIがプラス



中期的には低成長予想の定着が足かせに

従って、企業経営者の中長期的な低成長予想は容易に変わらないと考えられる。特に、人口減少が続くなかでは、内需型の企業、特に地方の中小企業を中心に、能力増強型投資に対する及び腰な姿勢はなかなか変わらない可能性が高い。人口減少の流れが変えられない以上、企業の成長期待を押し上げるには徹底した構造改革しかないが、働き方改革をはじめとする、政府の各種改革に向けた動きは、スピード感を伴っているとは言い難い。日銀の試算では、アベノミクス始動後、日本のTFP（全要素生産性）は一貫して低下しており、直近ではわずか0.10%しかない。第4次産業革命が自律的に大きく花開くような展開にならない限り、企業の低成長予想は今後もボディブローのように投資マインドに効き続ける展開が予想される。

中期的には循環要因も無視することはできない。ストック循環的には、いつピークアウトしてもおかしくない状況にあり（図表8）、日銀も展望レポートで、「景気拡大局面の長期化による資本ストックの積み上がりなどが減速圧力として作用する」と指摘している。ただストック循環はサイクルが長い分、2～3年は誤差の範囲であり、もとより短期予想の材料としては適さない。中長期的には企業の低成長予想とともに設備投資の下押し要因として働く可能性が考えられるが、向こう1～2年は、海外景気の堅調推移と省力化投資に支えられ、底堅い推移が続くというのがメインシナリオである。（担当：小玉）



## 国内住宅投資は低調な推移が続く見込み

### 3月の着工増は駆け込み需要が一因

3月の新設住宅着工戸数は前年同月比+10.0%と2017年1月以来の高い伸びを記録した(図表1)。前年3月に同▲8.3%と大きく落ち込んだ反動が出た側面があるものの、季調ベースでも前月比+2.3%と2ヵ月連続で増加し、昨年4月以来の高い着工水準となった。消費税率引き上げ前の駆け込み需要に関連した動きがようやく出始めた可能性がある。

利用関係別にみると、貸家が前年同月比▲4.5%と7ヵ月連続で減少するなか、持家が同+8.9%、分譲が同+33.0%と大きく伸びて全体をけん引した(図表2)。貸家については、2015年1月の相続税改正(基礎控除引き下げ)に伴う節税対策としてのアパート経営需要の一巡や、金融庁によるアパートローン監視強化が引き続き下押し圧力となっている(図表3)。持家と分譲については、9月30日までに引き渡しを完了することが、消費税率8%が適用される条件になっているほか、分譲のうちマンション等の売買契約では、壁の色やドアの形状等を特注できる場合、3月31日までに契約が完了することでも旧税率が適用とされており、住宅業者が増税までの駆け込み需要に期待して着工を増やした可能性が高い。

### 駆け込み着工はピークアウトへ

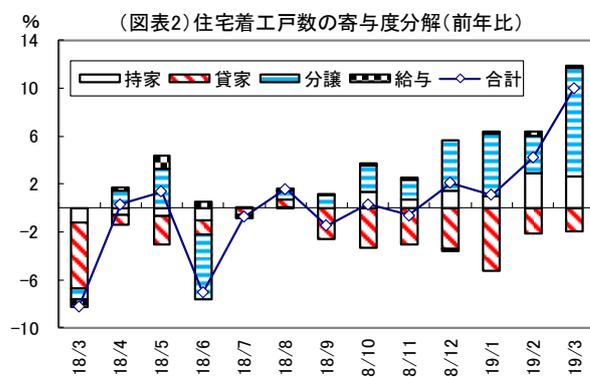
今後も貸家については、アパートローンに対する金融機関の慎重な貸出スタンスが続くとみられることから低調な推移が続くと予想する。最近の着工増をけん引してきた分譲マンションについても、着工、完成、引き渡しまでに必要な時間を考えると、駆け込み需要を見込んで新規に着工するリミットはすでに過ぎたと思われる。首都圏ではマンション在庫が高止まりしていることもあり(図表4)、今後はむしろ増勢鈍化が見込まれる。一方で持家と分譲一戸建てに関しては、工期と引き渡しまでの期間を考えれば、今後2,3ヵ月程度は着工を押し上げることが期待される。なお、注文住宅については、2019

(図表1) 新設住宅着工戸数の推移



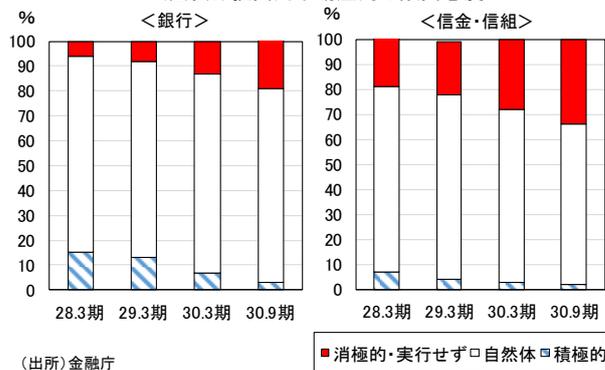
(出所) 国土交通省「住宅着工統計」

(図表2) 住宅着工戸数の寄与度分解(前年比)



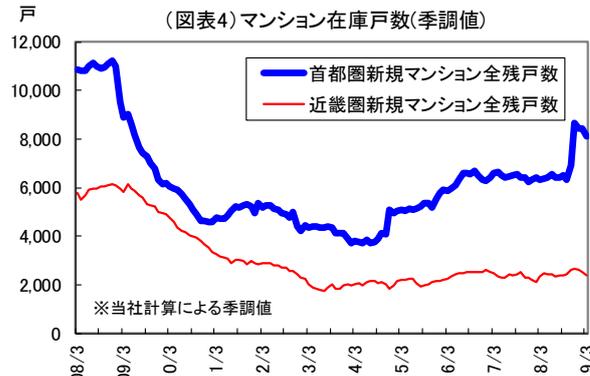
(出所) 国土交通省「住宅着工統計」

(図表3) 投資用不動産向け融資態度



(出所) 金融庁

(図表4) マンション在庫戸数(季調値)



(出所) 不動産経済研究所

年3月31日までに請負契約が完了すれば、引き渡し時期にかかわらず消費税率8%が適用されるため、持家に関する駆け込み需要は相対的に長く続く可能性がある。もっとも、住宅生産団体連合会がまとめた住宅景況判断指数をみると、総受注戸数に関する4-6月期見通しが大きく低下していることから(図表5)、着工戸数全体で見れば、今後は増勢の鈍化が見込まれる。

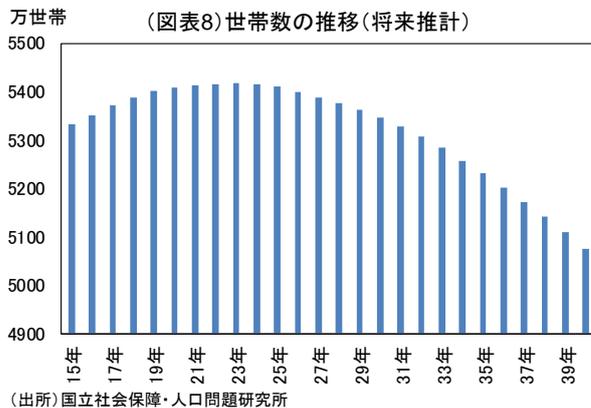
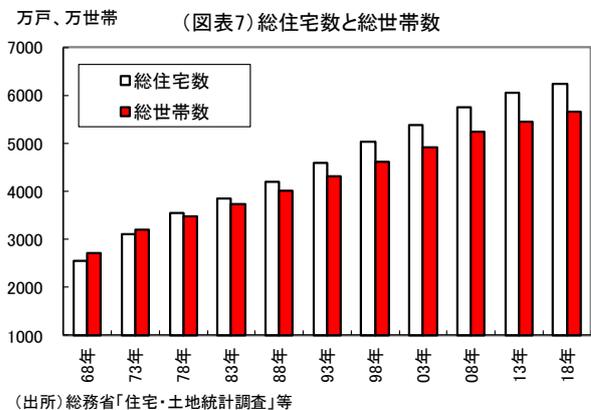
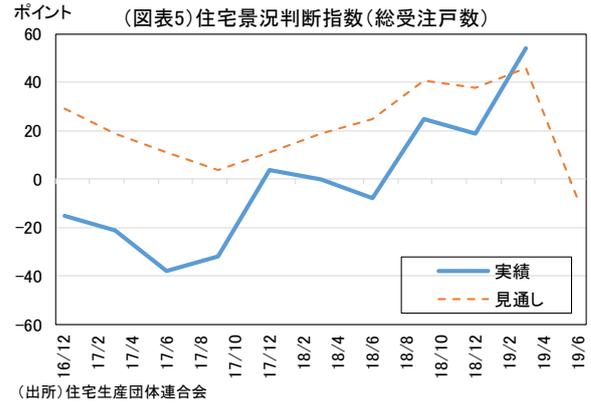
なお、増税前の駆け込み需要については、増税の影響を緩和するための政府の各種対策が実施されること、増税幅が2%と過去と比較して小幅なこと、2014年の前回増税時に今回の増税まで意識して前倒しで駆け込み需要が発生していた可能性が高いことなどから、前回の消費税率引き上げ時期に比べれば限られたものにとどまると予想する。このため、反動減も小幅なものにとどまろう。

**構造要因が住宅着工を下押し**

消費増税に伴う振れはあるものの、今後の住宅投資は構造要因が重しとなり基調として減速傾向が続くと予想する。

2018年10月時点の住宅・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様子が示された(図表6)。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、住宅市場の余剰感は高まっている(図表7)。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年まで上昇傾向を維持するものの、上昇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、今後は人口動態が住宅投資を抑制する度合いが強まることが予想される(図表8)。

今後の住宅投資は、駆け込みの反動、マンション在庫の高止まり、節税対策としてのアパート経営需要の一巡、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ている。2018年度には95.3万戸だった住宅着工戸数は、2019年度は91万戸前後、2020年度は87万戸まで減少すると予想する。(担当：大広)。



年後半以降、日本の輸出は緩やかな持ち直しへ

足元の輸出は弱含み

財務省の貿易統計によると、3月の輸出金額は前年比▲2.4%と、4ヵ月連続のマイナスとなった（図表1）。輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸出価格が同+3.4%と、2ヵ月ぶりのプラスとなったものの、実勢をみるうえでより重要な輸出数量は同▲5.6%と、5ヵ月連続のマイナスとなるなど、足元の輸出は弱含んでいる。

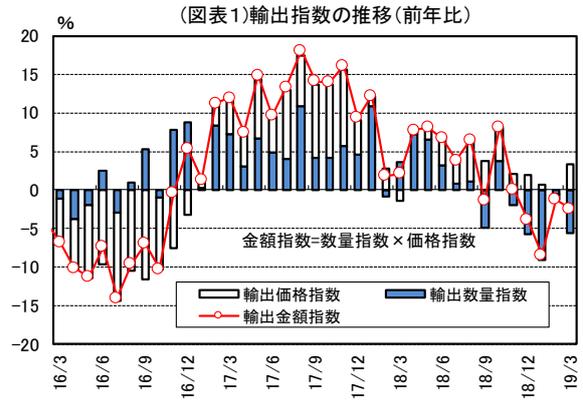
輸出数量を地域別に見ると、米国向け（10-12月期：前年比+4.8%→1-3月期：同+4.3%）やEU向け（同+5.1%→+2.6%）の伸び幅は縮小傾向であるものの、プラスを維持している。一方で、アジア向け（同▲0.8%→▲6.7%）のマイナス幅は拡大しており、特に中国向け（同+0.5%→▲7.5%）の不振が目立つ。内閣府の輸出数量指数（季調値）を見ても、中国を含むアジア向けが輸出全体を押し下げている様子が確認できる（図表2）。

アジア向けは年後半以降回復へ

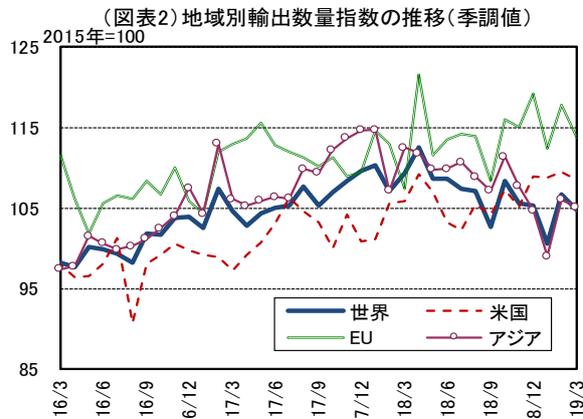
オランダ経済分析局が発表する世界輸入数量を見ると、2017年以降世界の貿易数量の増加をけん引してきたアジア圏の需要が2018年冬以降、落ち込んでいる様子がうかがえる（図表3）。

アジア向け輸出のうち、域内最大の需要国である中国向けの輸出の内訳を見ると、半導体等製造装置や原動機など、資本財の輸出減少が全体を押し下げている（図表4）。米中貿易摩擦に伴う中国の貿易量縮小や、中国における集積回路の在庫調整が日本からの輸出の減少につながっているとみられる（図表5）。今後については、米中貿易摩擦の激化によるさらなる下振れリスクは残るものの、地方政府による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により景気は持ち直していることに加え、集積回路の在庫調整も進むとみられることで、中国向け輸出は2019年後半以降回復に向かうとみている。

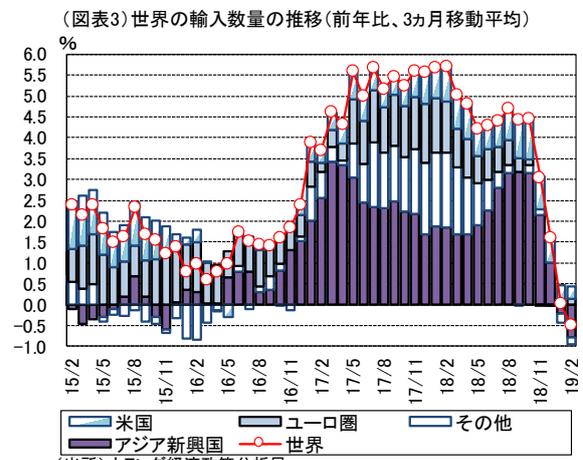
次に、世界的な電子機器の生産拠点である韓国、



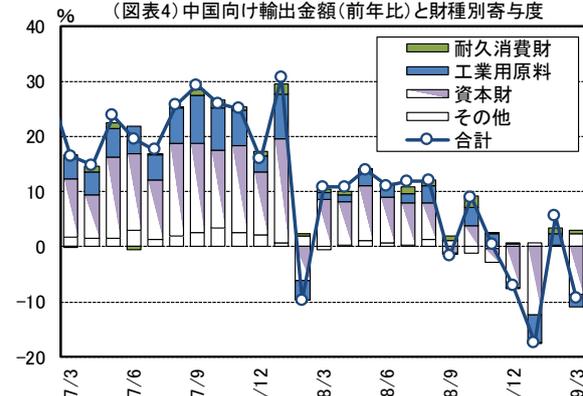
(出所)財務省「貿易統計」



(出所)内閣府



(出所)オランダ経済政策分析局



(出所)財務省「貿易統計」

台湾向けの状況をみると、足元では新型スマートフォンの販売不調などを背景に、同国におけるハイテク関連製品が減速していることが、輸出の減少につながっている。WSTS（世界半導体市場統計）によると、世界の半導体需要自体は今後も拡大が見込まれるものの、2017年や2018年ほどの伸びは期待できない(図表6)。一方、日本半導体製造装置協会が公表している国内外向け売上高予測をみると、2018年度は同+11.1%、2019年度は同+0.5%、2020年度は同+7.0%と、目先の増勢は鈍化するものの、その後は持ち直す展開が予想されている。今後については、中国景気が2019年後半以降、回復傾向で推移するとみているほか、同国における集積回路の在庫調整が、遅くとも2020年までには一服する可能性が高いことから、台湾や韓国向け輸出についても、2019年後半以降は徐々に回復すると予想する。

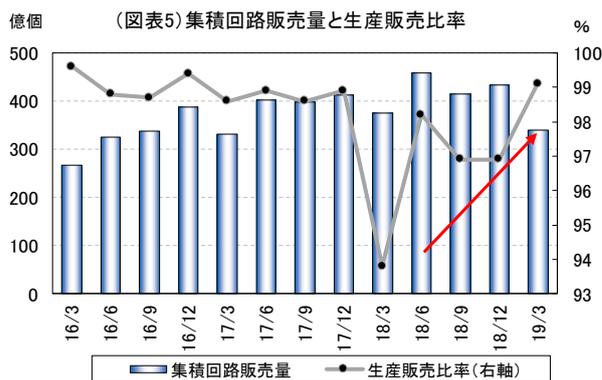
**米国向けは緩やかな増加基調を維持**

中国とならぶ主要輸出先である米国向けは、増加基調を維持している(図表7)。品目別に見ると、2018年度の輸出の約49%を占める資本財が、企業の増益基調等を背景に底堅く推移したことが下支えとなった。今後については、法人税減税の効果剥落等により企業業績の鈍化が見込まれるものの、堅調な個人消費を背景に増益基調自体は続くともみられており(図表8)、米国向けは資本財輸出や工業用原料等が下支えする形で緩やかながら増加基調を維持するとみる。

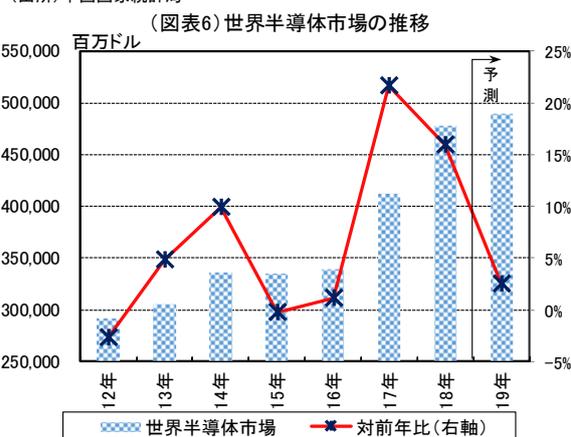
ただ、現在協議が続いている日米通商交渉の動向には注意が必要である。日本の輸出を急減させるような合意には至らないと見込むが、米国は、対日赤字削減を要求しており、自動車の数量規制や為替条項の導入等、何らかの譲歩は避けられないとみている。

**欧州景気の持ち直しも下支えに**

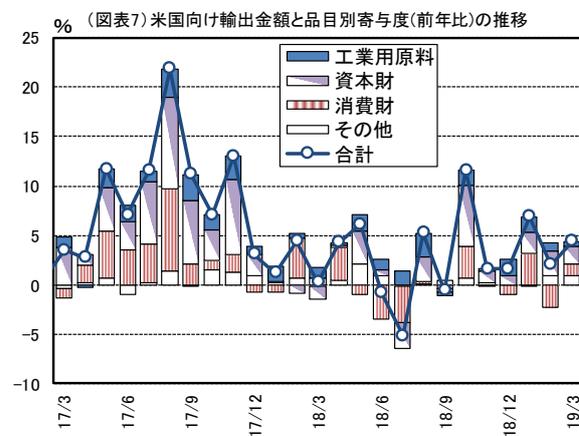
EU向け輸出金額の推移を見ると、2月以降底打ちの兆しがみられる(図表9)。背景には、2月に日欧EPAが発行されたことなどがあるとみられる。財別では、自動車等の耐久消費財などが伸びてい



(出所) 中国国家統計局

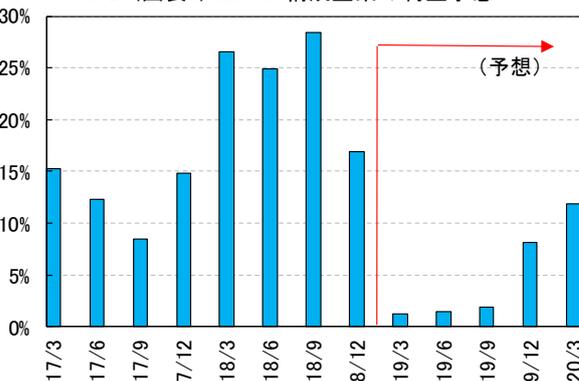


(出所) 世界半導体市場統計より明治安田生命作成



(出所) 財務省「貿易統計」

前年同期比 (図表8) S&P500構成企業の利益予想



(出所) REFINITIV

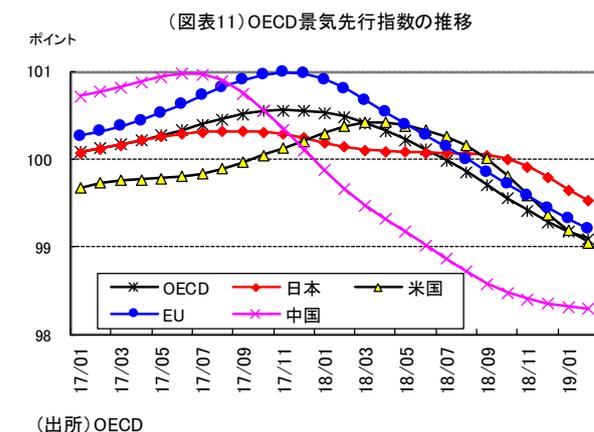
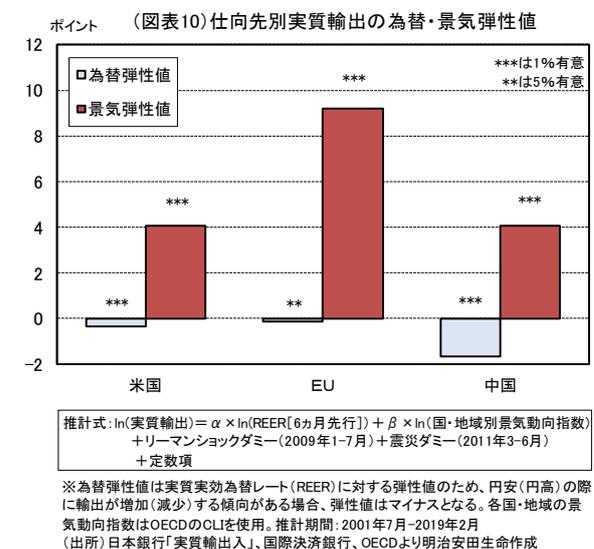
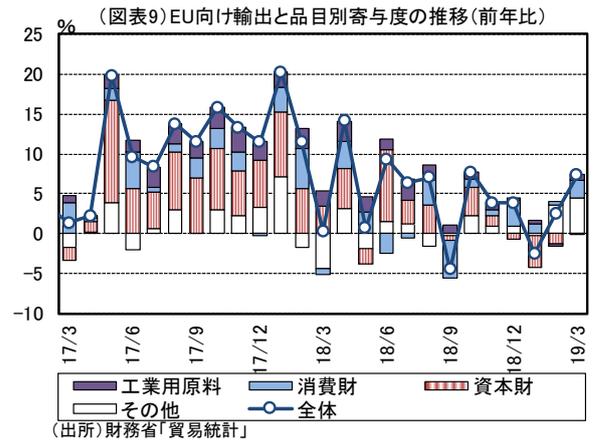
る。

日本の主要輸出先である米国向け、中国向け、EU向けについて、為替弾性値と景気弾性値を試算すると、特にEU向けの景気弾性値の大きさが目立つ(図表10)。米国向けについては自動車の北米内生産体制への移行、中国向けについては内製化の影響で近年、品目によっては景気との連動性が薄れてきているが、EU向けについてはこうした影響が薄いことが、景気との連動性が高い背景とみられる。今後の欧州景気については、緩和的な金融政策の継続や、引き続き良好な雇用環境を背景に、腰折れは回避され、持ち直し傾向が続くと予想している。EPA発行も引き続き押し上げ要因になるとみられ、EU向け輸出は増加傾向が続くと予想する。

**保護主義的政策の高まりには注意が必要**

世界景気に6ヵ月程度先行するといわれるOECDの景気先行指数をみると、低下傾向で推移しており(図表11)、少なくとも2019年前半までは、世界貿易は減速傾向で推移する可能性が高い。一方で、前述のとおり、底堅い米景気や中国の景気刺激策の効果で、2019年後半以降、世界景気は持ち直す可能性が高く、それに伴い、日本の輸出も緩やかに持ち直すともみている。

ただ、米国のトランプ政権による関税の引き上げ等の保護主義的な政策の実施懸念が今後もくすぶり続ける点には注意が必要である。5月10日に米国は、中国からの2,000億ドル相当の輸入品に対する関税を10%から25%に引き上げる決定をした。米中間の通商協議自体は継続するため、交渉決裂という最悪の事態は避けられたものの、中国も何らかの対抗措置を取る可能性は非常に高く、米中双方の景気の下押し要因になるとみている。また、今回の関税引き上げの決定によって、米中貿易摩擦が小康状態へ移行するわけではない。新たに3,250億ドル相当の中国製品に追加関税を発動する可能性があるなど、米中貿易摩擦は、経済分野にとどまらない米中間の覇権争いが背景にあることから、長期間にわたり世界貿易のかく乱要素になり続けることが予想される。現在も通商協議が続いている中国や欧州に対し、新たに高率関税の適用などが決定した場合、日本の輸出へのさらなる悪影響は避けられない。(担当：西山)



## 米個人消費は緩慢な増加にとどまる見込み

### 3月の個人消費は高い伸びに

3月の米実質個人消費支出は前月比+0.7%と2ヵ月ぶりに増加(図表1)、2017年3月以来の高い伸びとなった。耐久財、非耐久財、サービス支出のすべてが増加したが、特に自動車の販売増などを背景に耐久財支出が堅調な伸びを示した。

ただ、前月2月は悪天候の影響のほか、政府機関の一部閉鎖により確定申告に伴う税還付が遅れたことで個人消費が一時的に押し下げられた可能性があり、その反動を割り引いて考える必要がある。また、去年は3月だったグッドフライデーの祝日が、今年は4月にずれ込んだことで季節調整に歪みが出た可能性も指摘されている。個人消費の基調を確認するためには、4月以降の結果も確認する必要がある。

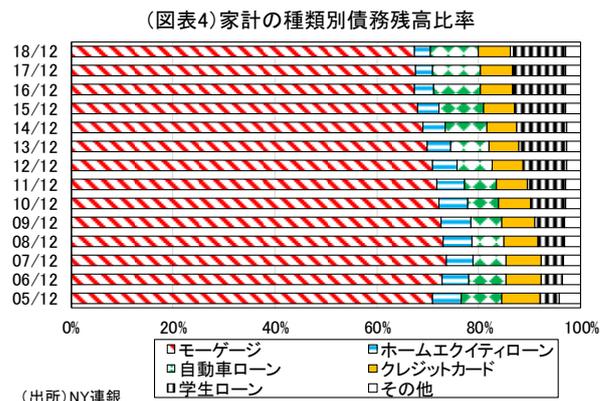
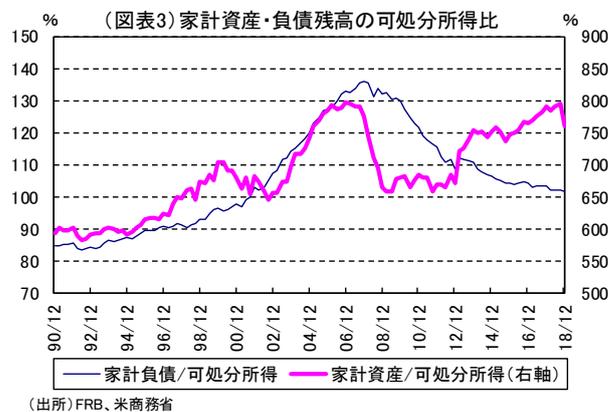
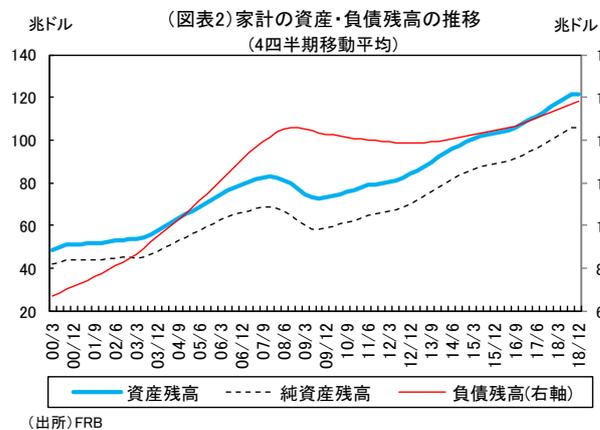
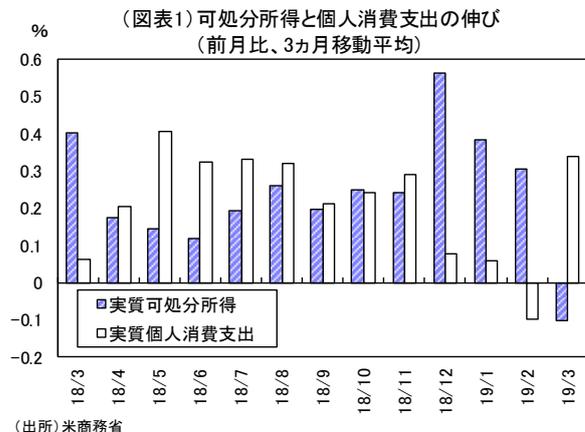
### 家計のB/S改善が個人消費の下支え要因に

家計のバランスシートの改善が個人消費を下支えする構図は続いている。家計の資産残高は、住宅バブルの崩壊などにより2007年7-9月以降、減少に転じたものの、その後の資産価格の回復によって、2009年以降は再度増加基調をたどっている(図表2)。可処分所得に対する比率を見ても、金融危機前とほぼ等しい高水準で推移しており(図表3)、今後も資産効果が家計の購買意欲を刺激する効果が期待できる。なお、昨年10-12月の同比率は株価急落に伴って大きく低下したが、年明け以降、株価が反発し、昨年末対比で10%超値上がりしていることを踏まえれば、足元では再び上昇に転じている可能性が高いと考える。

負債サイドについては、家計の負債残高がリーマン・ショック時の水準を上回って推移している状況を懸念する声もあるが、純資産残高が拡大傾向にあることや、当時と異なり、負債残高の対可処分所得比が過去の長期トレンドを下回る水準まで低下していることから、現時点で過度な懸念は不要と考える(前掲図表2,3)。

### 一部債務の動向には注意が必要

家計債務の内訳を見ると、ウェイトの大部分を



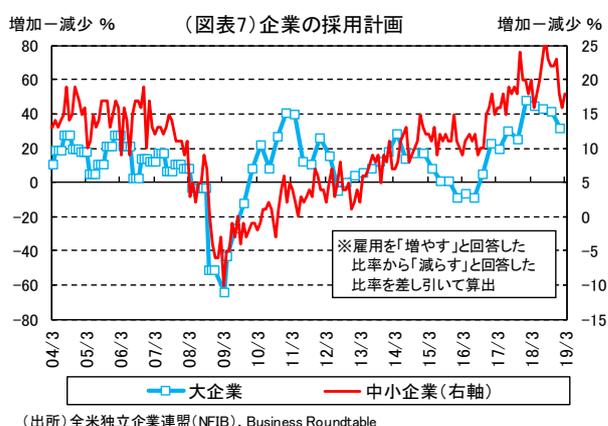
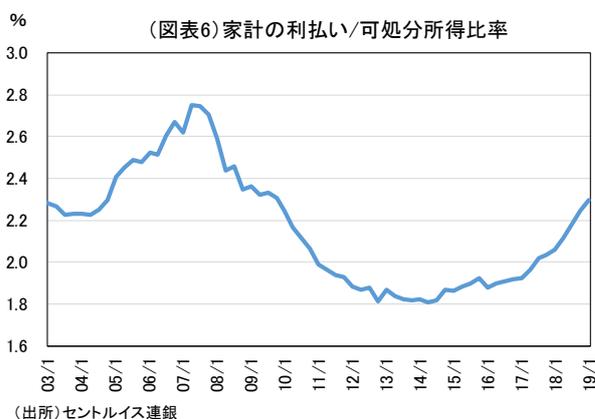
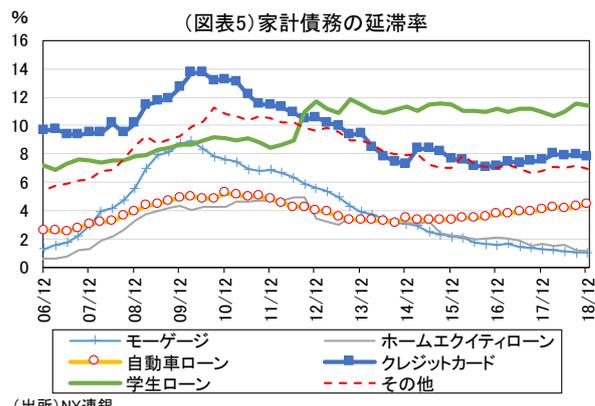
占めるのは住宅ローンだが、同ローンの延滞率は低下基調をたどっている（図表4,5）。一方で学生ローンや自動車ローンのウェイトが緩やかながら上昇するなか、前者の延滞率が高水準で推移しており、後者の延滞率も上昇傾向をたどっている。家計の可処分所得に対する利払い額の比率を見ても、サブプライムローン問題が世界を席巻した2007年ころに比べればまだ低いとはいえ、ここ数年は上昇基調をたどっている（図表6）。FRBはすでに利上げサイクルを停止しており、一段の上昇は避けられるとみているが、今後の個人消費を抑制する要因として家計の金融環境には引き続き注意が必要である。

**雇用・所得環境の改善は徐々に頭打ちに**

今後については、雇用・所得環境の改善は徐々に頭打ちとなる見込みである。すでに失業率は約49年ぶりの水準まで低下しているほか、FOMCメンバーの Longer Run 水準も下回って推移しており、さらなる改善の余地は乏しくなっている。企業経営者による経済団体であるビジネスラウンドテーブルが行なった調査によると、向こう6カ月の採用を「増やす」と回答した企業の比率から「減らす」と回答した企業の比率を差し引いた数値は、過去と比較して高水準で推移しており、引き続き企業の採用意欲が強い様子がうかがえるものの、ピークからは低下している（図表7）。ISM製造業景況指数では、必要な人材確保の困難さが指摘されており、労働需給がひっ迫するなかでのミスマッチ拡大は所得の押し上げ要因となりうるものの、今後は法人税減税の効果剥落に伴い企業収益の鈍化が見込まれる。雇用・所得環境の改善が個人消費を支える傾向は続くと思われるものの、支える力は徐々に弱まることが見込まれ、今後の米個人消費は緩やかな増加にとどまると予想する。

**原油価格上昇の影響は小幅の下押し要因に**

なお、車社会の米国ではガソリン価格の動向も個人消費の動向を左右する要因となるが、年明け以降、原油価格が約20ドル上昇したことで、足元のレギュラーガソリン価格も上昇している。当社



(図表8) 原油価格上昇による米景気への影響  
 <4-6月に10ドル上昇>

	実質 GDP	実質 個人消費	実質 住宅投資	実質 設備投資	実質 可処分所得	CPI
2019年	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.3	0.3
2020年	0.0	▲ 0.0	▲ 0.6	0.2	▲ 0.0	0.2

<4-6月以降、年末まで四半期ごとに10ドル上昇(合計30ドル)>

	実質 GDP	実質 個人消費	実質 住宅投資	実質 設備投資	実質 可処分所得	CPI
2019年	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.4	0.6
2020年	0.0	▲ 0.2	▲ 1.6	0.4	▲ 0.4	0.8

(出所) OEGMより明治安田生命作成

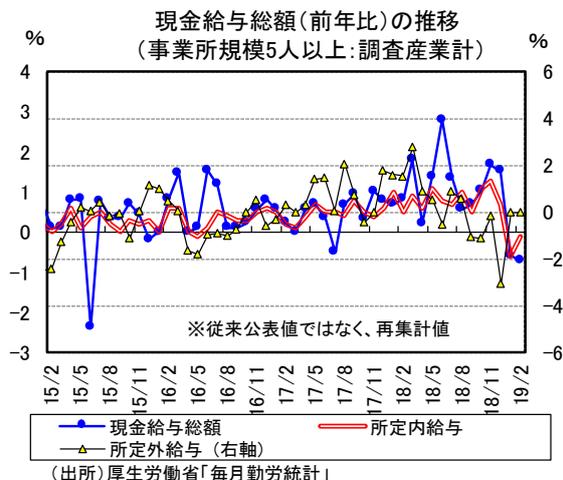
の経済モデル（OEGM）で、4－6月期に原油価格が10ドル上昇した場合の影響を試算すると、上昇しない場合に比べて、19年度の個人消費が▲0.1%ほど押し下げられる（図表8）。また、4－6月期、7－9月期、10－12月期にそれぞれ10ドルずつ、年内に合計30ドル上昇した場合を想定すると、19,20年度の個人消費が▲0.2%押し下げられるとの結果が得られており、原油価格の動向にも注意が必要である。（担当：大広）

主要経済指標レビュー (4/22~5/10)

《日本》

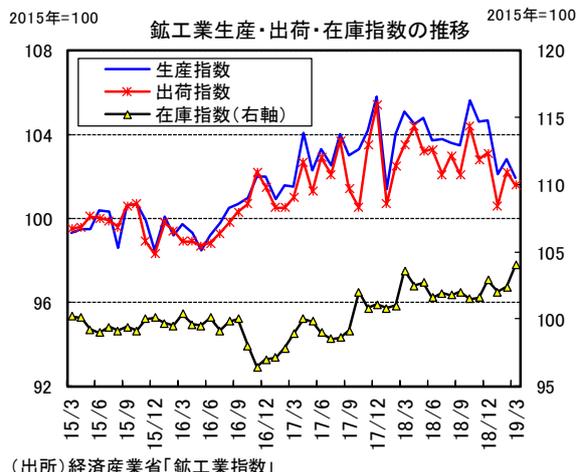
○ 2月毎月勤労統計(確報再集計値、4月23日)

2月の毎月勤労統計では、現金給与総額(事業所規模5人以上:調査産業計)が前年比▲0.7%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。内訳項目を見ると、定期給与のうち、所定内給与は同▲0.1%と、2ヵ月連続のマイナス、所定外給与は同▲0.2%と、3ヵ月連続のマイナス。また、特別給与は同▲31.4%と2ヵ月連続のマイナスとなった。今後については、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみている。



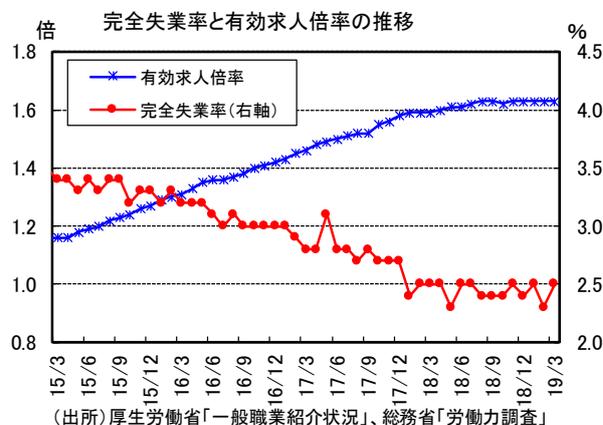
○ 3月鉱工業生産指数(4月26日)

3月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲0.9%と、2ヵ月ぶりのマイナスになった。1-3月期の通算でも前期比▲2.6%の大幅マイナスで、経済産業省による基調判断は、「生産はこのところ弱含み」へと下方修正された。特に、輸出関連品目が落ち込んでおり、中国景気減速の影響を大きく受けている様子がうかがえる。ただ、製造工業予測指数を見ると、4月は前月比+2.7%の増産、5月は同+3.6%の増産見通しとなっている。間に10連休を挟むなど不確定要素が残るものの、ここへきて中国景気にも底打ちの兆しがみられることから、鉱工業生産は目先回復に向かう可能性が高いとみる。



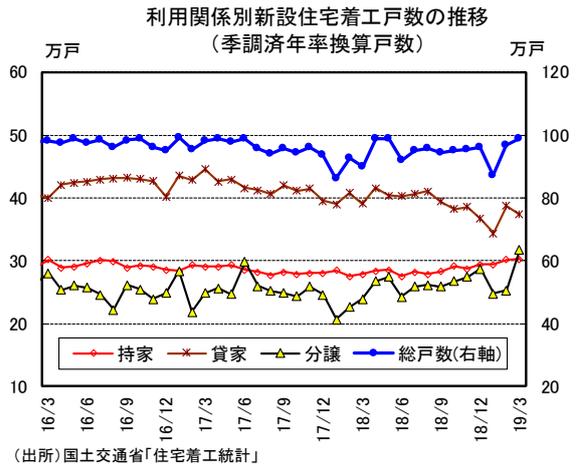
○ 3月雇用関連統計(4月26日)

3月の完全失業率(季調値)は2.5%と、前月から0.2%ポイント上昇し、2ヵ月ぶりに悪化した。労働力人口が2ヵ月連続で増加するなか、完全失業者数が2ヵ月ぶりに増加した。一方、就業者(季調値)も前月差+18万人と2ヵ月連続の増加となった。12、1月と2ヵ月連続で減少していたが、年末年始の雇用市場の需給軟化は一時的なものだった可能性が高まった。有効求人倍率(季調値)は1.63倍と前月から横ばい。グローバル景気については、先行き懸念が煽っているが、当社では緩やかながらも回復基調が続くとみており、雇用市場は底堅い推移が続こう。ただ、賃金の伸びは引き続き緩慢なものにとどまりそうだ。



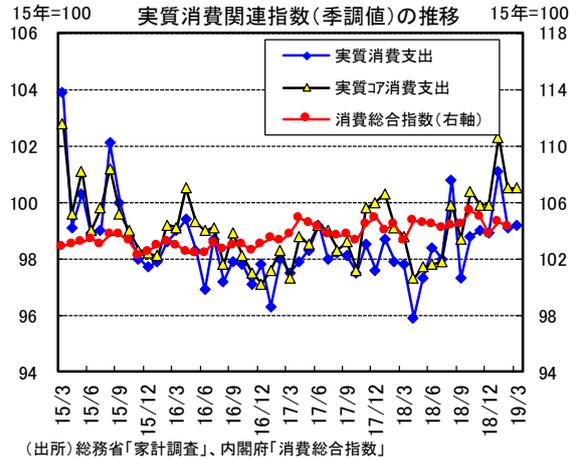
○ 3月新設住宅着工戸数 (4月26日)

3月の新設住宅着工戸数(季調値)は前月比+2.3%と、2ヵ月連続のプラスとなった。利用関係別では、貸家が同▲3.5%と2ヵ月ぶりのマイナスとなったものの、分譲が同+25.5%、持家が同+0.5%といずれも2ヵ月連続のプラスとなった。3月は分譲において消費増税前の駆け込み需要が顕在化した格好。ただ、10月実施予定の消費増税による駆け込み需要と反動減といった振れは、政府の手厚い住宅取得支援策により、前回の増税時よりも大きく抑制されるとみている。今後については、マンション価格の高止まり、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスなどが重しとなり、住宅着工は均せば減速傾向の推移となると予想する。



○ 3月家計調査 (5月10日)

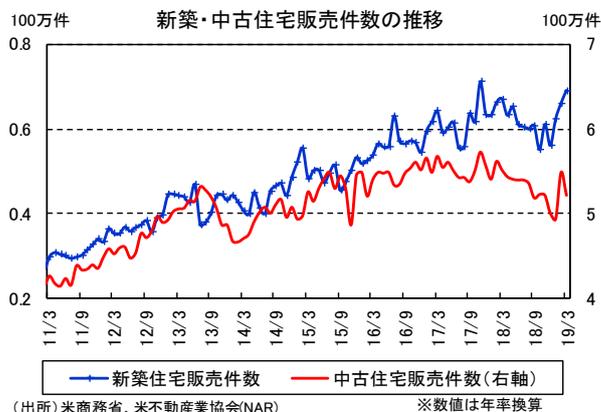
3月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比+2.1%と、4ヵ月連続のプラスとなった。光熱・水道が引き続き減少した一方で、交通・通信や食料が大きく増えた。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は同+0.7%と2ヵ月ぶりのプラス、実質消費支出は同+3.6%と3ヵ月連続のプラスとなった。平均消費性向は69.4%(季調値)と前月比▲0.4ポイント低下した。今後の個人消費については、企業の期待成長率が高まらないなかで、月例賃金の力強い回復が期待できないことから、基調自体は強くないものの、引き続き良好な雇用環境や、各種イベントの経済波及効果が下支えとなり、底堅く推移するとみている。



《米 国》

○ 3月住宅販売件数（4月22, 23日）

3月の新築住宅販売件数は、年率換算で69.2万戸、前月比+4.5%と3ヵ月連続の増加となった。一方、中古住宅販売件数は、年率換算で521万戸、同▲4.9%と前月（同+11.2%）に大きく伸びた反動もあって、2ヵ月ぶりに減少した。住宅投資の先行指標とされる住宅市場指数は、急落した昨年末から持ち直しの方向にあるほか、住宅ローン申請指数（購入用）が上昇基調にあるものの、半年先の家計の住宅購入意欲は低下傾向をたどるなど、指標ごとにまちまちの結果となっている。今後は、住宅ローン金利の低下や住宅価格の下落などを背景に新築住宅販売は底堅く推移するとみられるものの、新築に比べて価格調整が進んでおらず、在庫不足も指摘されている中古住宅販売は相対的に冴えない展開が続くと予想する。



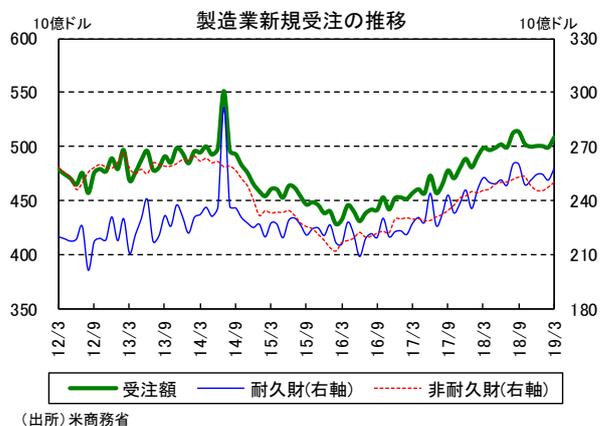
○ 4月ISM製造業景況指数（5月1日）

4月のISM製造業景況指数は52.8と2ヵ月ぶりに低下し、企業マインドが徐々に萎縮している姿が示された。構成項目別に見ると、在庫やリードタイムが上昇する一方、生産、新規受注、雇用が低下した。業種別にみると、18業種中で拡大を報告した業種が13と、前月の16から低下した。公表資料で示された回答者のコメントでは、受注の強さや事業の堅調さを指摘する声が聞かれる一方、関税や人材不足問題に加えて、米政権の不法移民対策の影響でメキシコ国境で物流が停滞していることへの懸念も示された。製造業では、世界景気の減速や貿易摩擦の影響などから意図せざる在庫増に直面しており、景況感は今後も低調な推移が見込まれる。ただ、雇用・所得環境の改善を背景に内需が底堅く推移していることから、景気は緩やかながら回復基調が続くと予想する。



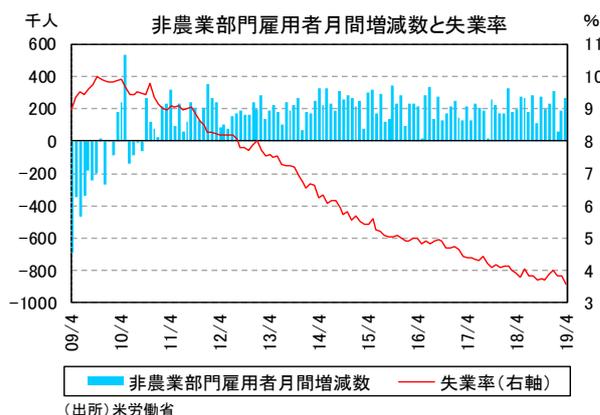
○ 3月製造業新規受注（5月2日）

3月の製造業新規受注は前月比+1.9%と3ヵ月ぶりに増加した。変動の激しい輸送機器を除くベースでも同+0.8%と2ヵ月連続の増加となった。財別に見ると、非耐久財が同+1.1%と2ヵ月連続で増加したほか、振れの激しい航空機受注の大幅増などにより耐久財が同+2.6%と2ヵ月ぶりに増加し、全体をけん引した。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+1.4%と3ヵ月連続で増加した点は明るい材料だが、トレンドで見れば増勢は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、法人税減税の効果剥落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、今後も緩慢ながら鈍化傾向が続くと予想する。



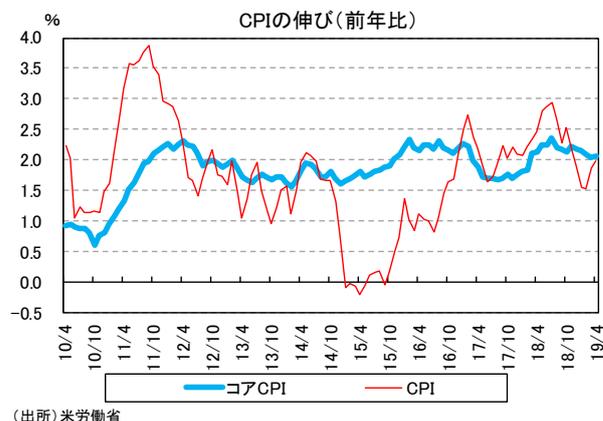
○ 4月雇用統計 (5月3日)

4月の非農業部門雇用者数は前月比+26.3万人と、市場予想の同+19.0万人を上回った。3月の同+18.9万人に続く堅調な結果であり、2月の停滞(同+5.6万人)は悪天候の影響等、一時的な動きであった可能性が高まった。失業率は3.6%と1969年12月以来、約49年ぶりの水準に改善し、改めて雇用環境の堅調ぶりを示した。もっとも、失業者が労働市場から退出したことも影響しており、ある程度割り引いてみる必要がある。注目の時間当たり賃金は前年比+3.2%と前月から横ばいにとどまった。減税効果の逡減などにより米景気の回復ペースが緩やかになると見込まれるなか、企業収益の伸びも減速することが予想されることから、今後は雇用・所得環境の改善にも徐々に歯止めがかかってこよう。



○ 4月CPI (消費者物価指数) (5月10日)

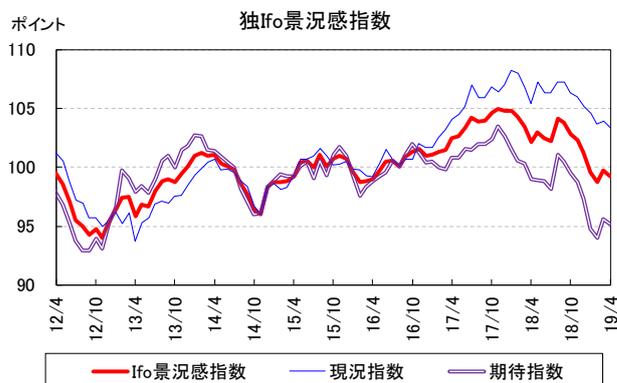
4月のCPIは前月比+0.3%と、3ヵ月連続でプラスとなったほか、エネルギーと食料品を除いたコアCPIも同+0.1%と、小幅ながら25ヵ月連続でプラスとなった。前年比を見ると、CPIは+2.0%(3月:+1.9%)と、エネルギー価格の反発などから2ヵ月連続でプラス幅が拡大し、コアCPIは同+2.1%(3月:+2.0%)と、医療や娯楽関連価格の上昇などを背景に5ヵ月ぶりにプラス幅が拡大した。今後の米国景気は雇用・所得環境の改善などに伴い拡大傾向が続くものの、減税効果の剥落に伴い成長ペースの鈍化が予想されるほか、生産者物価等、川上部門での価格上昇圧力は依然鈍い様子が示されていることから、CPIの伸びも緩やかなものにとどまると予想する。



《 欧 州 》

〇4月ドイツIfo景況感指数（4月24日）

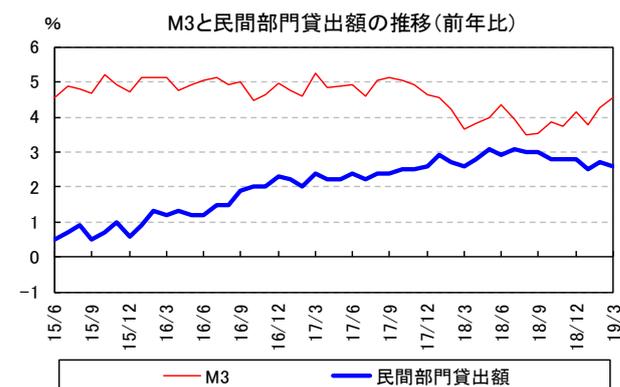
4月のドイツIfo景況感指数は99.2と、2ヵ月ぶりに悪化した。内訳では、現況指数が103.9→103.3、期待指数が95.6→95.2とそれぞれ悪化した。産業別景況感では、サービス業は26.1→26.3、建設業は20.4→21.4と改善したものの、製造業は6.7→4.0、小売・卸売業は8.2→7.1とそれぞれ悪化した。製造業景況感の構成項目である製造業期待指数は、2012年11月以来の低水準となっており、世界景気を取り巻く先行き不透明感が、製造業景況感を悪化させているとみられる。英国のEU離脱交渉や米中貿易摩擦などの先行き不透明感が景況感の重石となる展開は続くと思われる。特に、足元では米中通商摩擦が再度激化しており、企業マインドの悪化を通じ、ドイツ景気の下押し圧力が高まるおそれがあるとみる。



(出所)Ifo経済研究所

〇3月ユーロ圏マネーサプライ（4月29日）

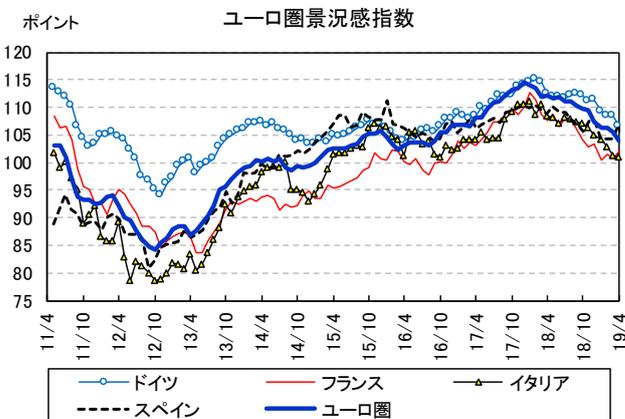
3月のユーロ圏マネーサプライ（M3）は前年比+4.5%と、前月の同+4.3%から伸び幅が拡大した。伸び幅拡大は2ヵ月連続。一方、民間向け貸出額は同+2.6%と、前月の同+2.7%から伸び幅が小幅に縮小した。民間向け貸出額の内訳では、家計向けは同+2.7%→+2.6%、非金融企業向けは同+2.6%→+2.4%とそれぞれ伸び幅が縮小した。ECB（欧州中央銀行）は3月の理事会で、「現行の政策金利は少なくとも2019年内はすえ置く」と利上げを先送りし、2019年9月にはTLTROⅢを導入するなど、緩和的色彩を強めている。ユーロ圏の企業向け貸出は、今後とも緩やかな伸びが続くと予想する。



(出所)ECB

〇4月ユーロ圏景況感指数（4月29日）

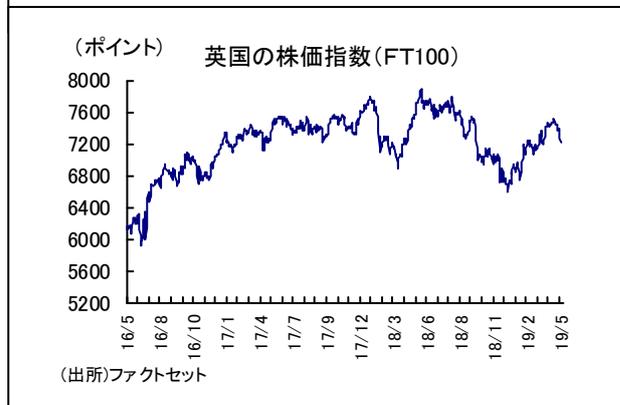
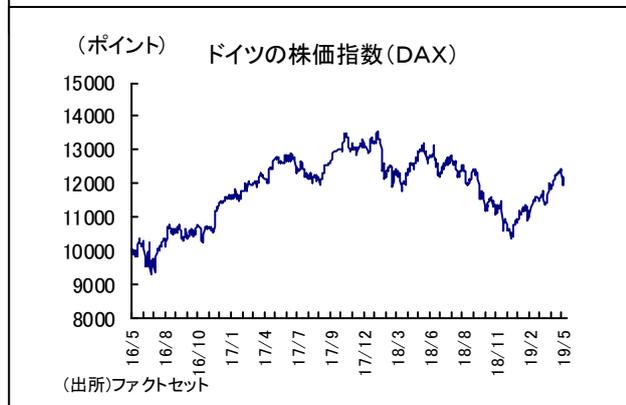
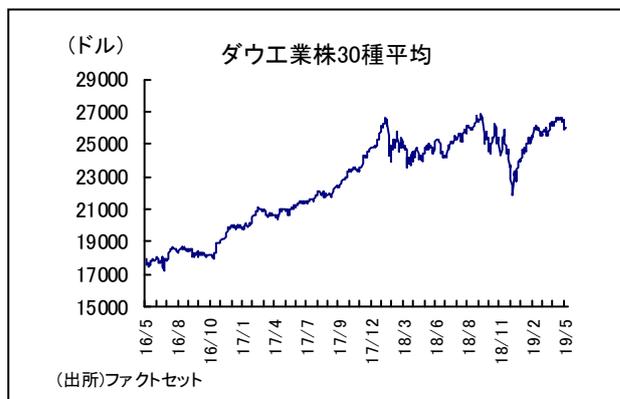
4月のユーロ圏景況感指数は104.0と、10ヵ月連続で前月から低下した。構成項目別では、サービス業景況感(11.5→11.5)のみ横ばい、鉱工業景況感(▲1.6→▲4.1)、消費者信頼感(▲7.2→▲7.9)、建設業景況感(7.5→6.7)、小売業景況感(0.3→▲1.1)が悪化した。主要国別では、ドイツ(106.6→105.1)、フランス(102.0→101.0)、イタリア(101.0→100.0)、スペイン(106.7→104.1)が軒並み悪化した。英国のEU離脱交渉や米中貿易摩擦などの先行き不透明感が景況感の重石となる展開は今後とも続くと思われる。特に、足元では米中通商摩擦が再度激化しており、家計・企業マインドの悪化を通じ、ユーロ圏景気の下押し圧力が高まるおそれがあるとみる。



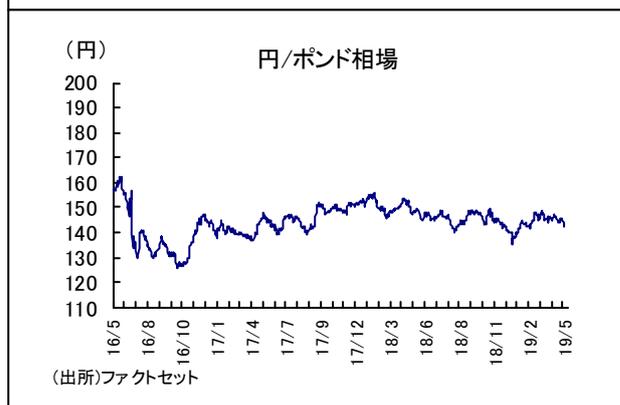
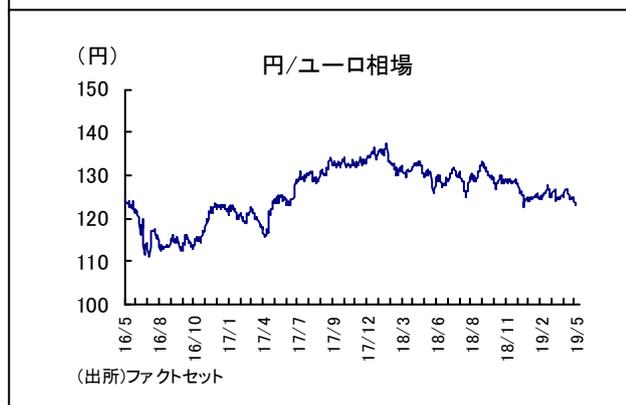
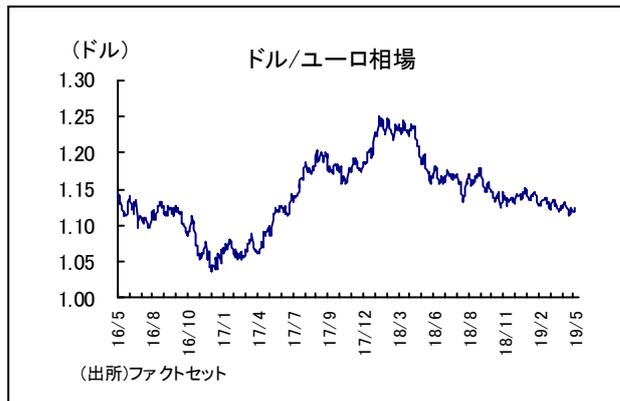
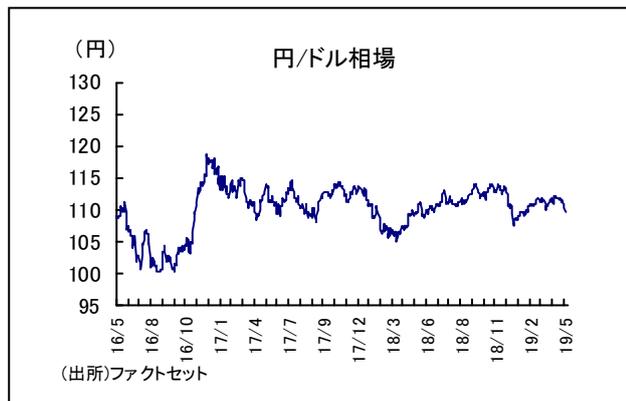
(出所) 欧州委員会

## 日米欧マーケットの動向 (2019年5月13日現在)

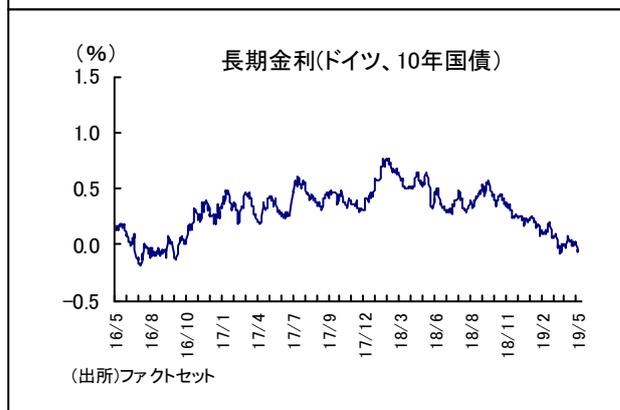
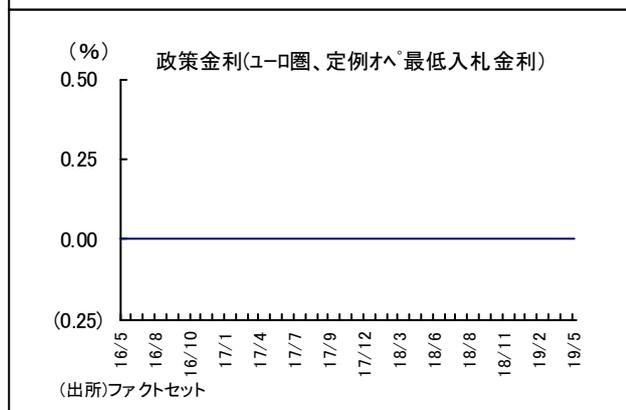
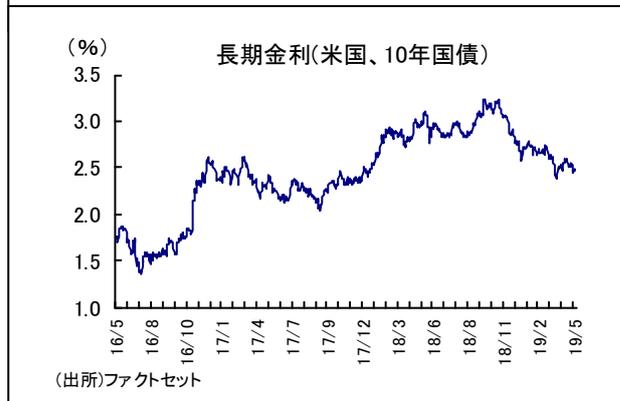
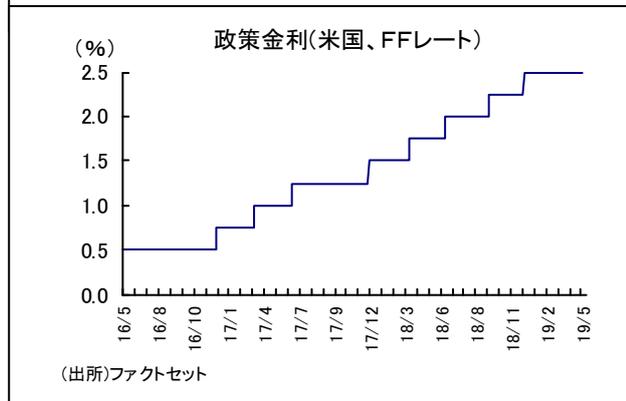
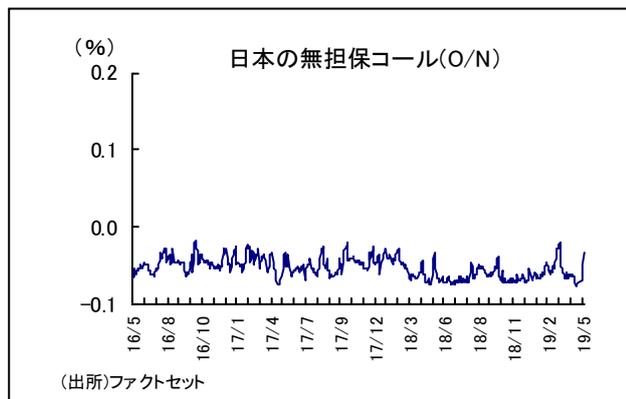
### ▽各国の株価動向



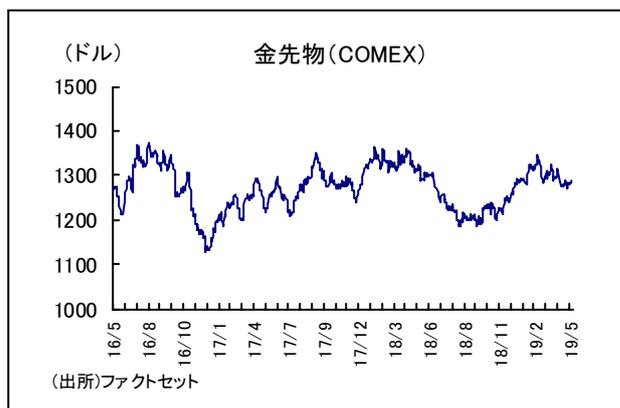
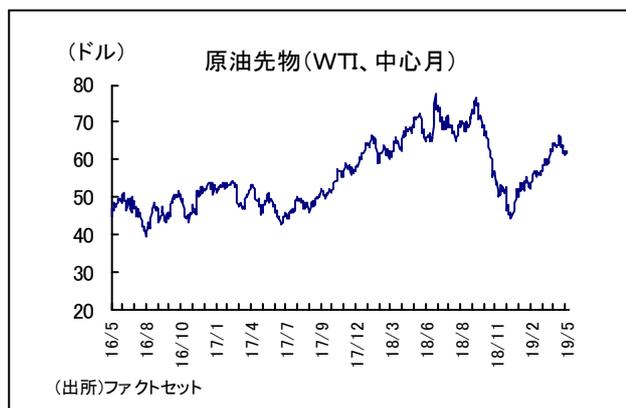
### ▽外為市場の動向



▽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