

## 〈フォーカス〉 風当たり強まるリブラ

6月に発表されたばかりの、フェイスブックの仮想通貨「リブラ(Libra)」への風当たりが強まっている。

FRB(連邦準備制度理事会)のパウエル議長は、7月10日の議会証言で「リブラはプライバシー、マネーロンダリング、消費者保護、金融の安定性に関して多くの深刻な懸念を提起している」と述べ、「深刻な懸念」が解消するまで前進させるべきではないとした。米上院が16日に開いた公聴会では、フェイスブック幹部が、各国の規制当局の承認を受けるまでサービスは開始しないと発言、2020年からの運用をめざすとしていた当初計画は先送りされる可能性が高まった。

リブラは、複数の通貨建ての預金や国債といった金融資産で裏付けられる。法定通貨と一定比率で交換でき、価値の安定が図られているという点で、投機性の高いビットコインとは異なる。創立時のパートナー企業である28社には、ビザやマスターカードをはじめ、ペイパル、イーベイ、ウーバー等そうそうたる顔ぶれが名を連ねており、全世界で27億人に達するフェイスブックユーザーの間で利用が広がった場合の影響度について、世界的に関心が高まっている。

ただ、パウエル議長が列挙した課題は、いずれも重い指摘である。現時点では、民間金融機関が長年の間蓄積してきたノウハウと同等以上の安全性を、リブラが持つと信じるに足る理由はない。主導するフェイスブックとて、ユーザーのプライバシー保護の問題を再三にわたり指摘されてきた。日本にとってはコインチェックの巨額流出事件も記憶に新しい。リブラに関しては、事故が起こった場合の責任と対応、万一破綻した場合のユーザー保護等、その管理体制自体が明確ではない。また、リブラには利息がつかないが、運営側は莫大な運用益を得る。これは中央銀行による通貨発行も同じ仕組みだが、中央銀行の運用益(=シニョリッジ)は国庫に納付されるのに対し、リブラの場合、パートナー企業(リブラ協会)に分配される。いかに低廉かつ簡潔な決済サービスが得られるとはいえ、大部分のユーザー、特にドル圏のユーザーにとっては素直にドルを持つ以上のメリットがあるかどうかは疑問符がつく。

フェイスブックも、リブラのメインターゲットは、「自分の銀行口座を持たず、法外な送金料を払っている人が多い国々」だとしているが、そうすると逆の疑問が出てくる。リブラとは、成功すればするほど世界の金融システムを揺るがす危険性を内包しているということだ。自国通貨が不安定な国でリブラへの資金逃避のような動きが広がった場合、政府はマクロコントロールの手段を失い、混乱に拍車がかかる。世界的な金融危機を招きかねないほか、国民国家の在り方を揺るがす可能性すらあるだろう。リブラの管理を行なうのはパートナー企業である。リブラの流通量の調節、すなわち金融政策を行なう余地は排除されることがだが、それで価値の安定は計れるのだろうか。パートナー企業が公的な利益より自らの利益を優先する結果、金融システムが不安定化する懸念も捨てきれない。事実上の通貨を私企業が提供しようという試みは、大きな可能性を秘めているようにも見えるが、認可までにはなお多くの時間を要しそうである。(Kodama wrote)

## 目次

〈フォーカス〉 風当たり強まるリブラ	1	・米国の貿易赤字は当面高水準で推移する見込み	12
・経済情勢概況	2	・豪州中銀は年内に3度目の利下げを実施と予想	15
・ブレグジットのシナリオアップデート	3	・主要経済指標レビュー	18
・消費増税と個人消費に関する考察	7	・日米欧マーケットの動向	22

**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。米国発の貿易摩擦や、中国・欧州景気の減速懸念、不安定な金融市場といった不透明要素が残るなかでも、基本的に堅調な米国景気や、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、オリンピックなどの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、駆け込みの反動や人口減少を背景とした構造要因などが下押し圧力となり、減速傾向で推移するとみる。

設備投資は、海外景気の持ち直しや、人手不足に起因した省力化・省人化投資が下支えし、底堅い推移が続くと予想する。公共投資は、オリンピック関連工事や国土強靱化のための緊急対策等が下支えし、底堅く推移すると見込む。

輸出は米国発の保護主義的な政策には注意が必要なものの、海外景気の持ち直し等により、下げ止まるとみる。

消費者物価（コア CPI）は、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後は、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、緩慢ながらも雇用環境の改善や企業の増益基調が続くと見込まれ、内需をけん引役に拡大基調を持続しよう。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剥落することで、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、失業率が約49年ぶりの水準に低下するなかでさらなる改善の余地は徐々に乏しくなるとみられ、緩慢な増加にとどまると予想する。住宅投資は、先行指標が持ち直しているほか、住宅ローン金利の低下、新築価格の調整進展などにより徐々に下げ止まりへ向かおう。

設備投資は、法人税減税の効果剥落で企業利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ものの、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。

6月FOMCでは、利下げに向けて見方を前進させた。FRBは7月に予防的に25bpの利下げに動く可能性が高いと予想する。

**欧 州**

ユーロ圏経済は、主に英国のEU離脱問題や米中貿易摩擦による実体面、マインド面の悪化が景気の下押し要因となるなか、ECBによる緩和的な金融政策を背景に雇用環境が悪化を免れていることが、景気を下支えしている。今後については、米国を中心とする保護主義への懸念は残るものの、ECBの緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、各種政策効果を背景に中国景気が持ち直しに向かうことにより、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、企業の採用意欲や家計の消費マインドの悪化に歯止めがかかることで、改善傾向が続くと予想する。固定投資は、中国景気の底入れを背景に、持ち直すとみる。輸出は、中国向けが回復することにより、持ち直すとみる。

ECBは6月の理事会で、現行の政策金利を2020年前半を通じてすえ置くことをアナウンスした。また、ドラギ総裁は景気や物価のリスクは下向きとしたうえで、見通しが一段と悪化するようであれば金融緩和も辞さないとの見方を表明している。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、ECBは2019年内に利下げに動くかと予想する。

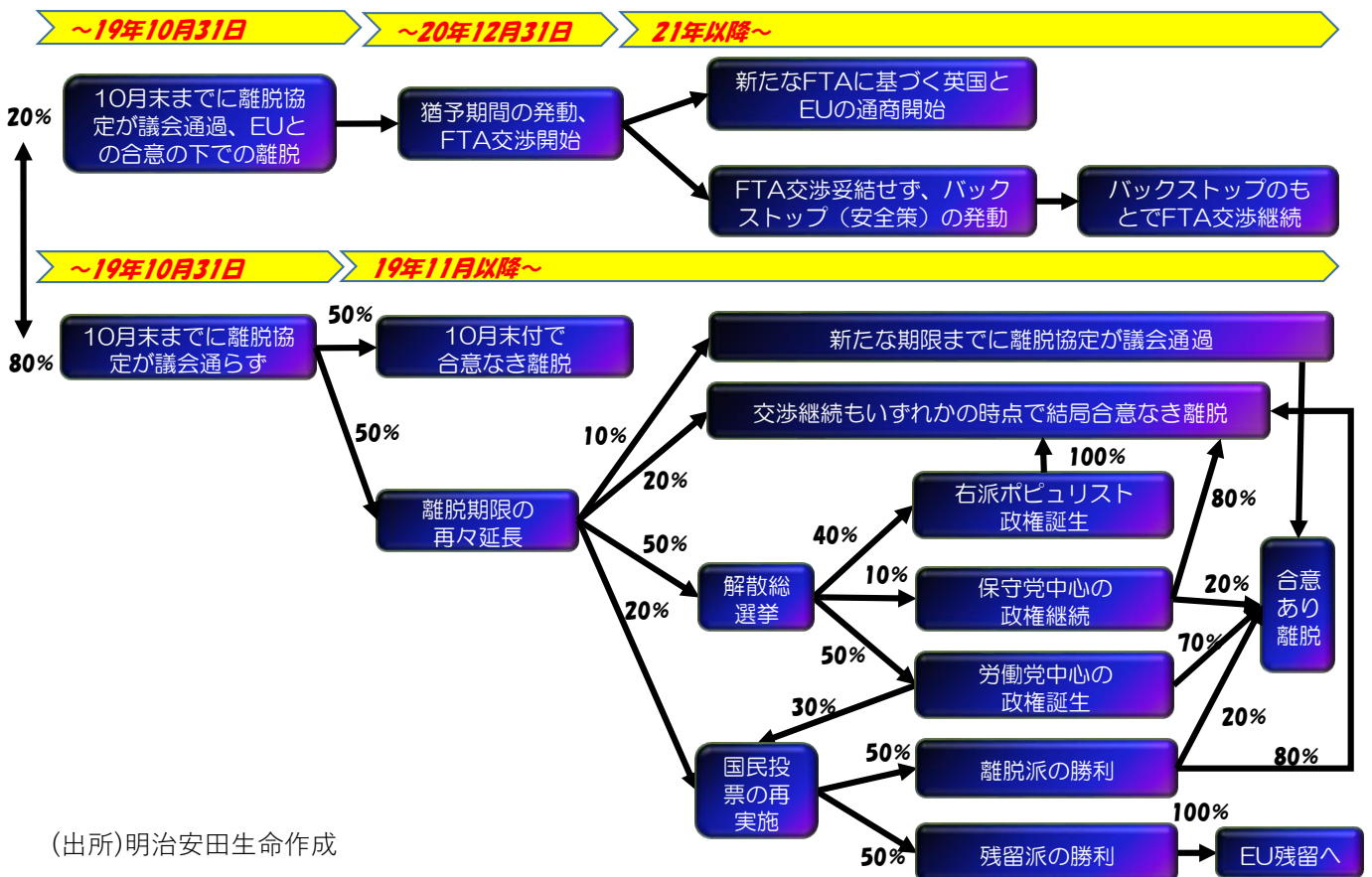
ブレグジットのシナリオアップデート

「ジョンソン首相」を前提にシナリオを再検討

英国保守党の総裁選は、ボリス・ジョンソン氏とジェレミー・ハント氏の二人に絞られ、現在党員投票による決選投票が進行中である。今週中には新たな保守党党首が決定、直後の首相就任という運びとなるが、現時点では、ボリス・ジョンソン氏の勝利が確実視される状況となっている。以下、ジョンソン氏の首相就任を前提に、ブレグジットのシナリオを再検討する。

新首相の下でも、交渉に割ける十分な時間があるわけではなく、英国にとって前向きな展望が開けるわけでもない。離脱期限は10月31日まで延長されたが、英国議会は、7月下旬から9月上旬まで夏季休会となる。また、与党保守党に関しては、9月下旬から10月初旬にかけては党大会の準備に忙殺される。離脱協定の変更を巡る議論はしないとのEU側のメイ首相に対する姿勢は頑だったが、強硬離脱派の首相が誕生すればなおさらで、より頑になることこそあれ、軟化に向かうとは考えられない。ジョンソン氏の発言も、「合意があろうとなかろうと10月末には離脱する」と言い放ったかと思えば、「合意なき離脱の確率は100万分の1」と述べたりするなど振れており、首相就任後の交渉スタンスに不透明な部分は残るが、強硬離脱派としてのスタンスが180度転換するとも考えにくい。EU側からより有利な条件を引き出すことに成功する可能性が低い以上、合意なき離脱の可能性が大きく高まったというのが基本認識である。今後の動向を予想したフローチャートによれば、最終的に合意なき離脱となる可能性は62%との結果となる(図表1, 2)。

(図表1)ブレグジットの今後のシナリオ



(出所)明治安田生命作成

## 10月末で「合意あり」離脱の可能性は20%

図表1に従い、順を追って説明すると、まず、10月末までに合意案を議会が批准する確率が20%、批准できない可能性が80%である。ジョンソン氏にとって、EU側が提案しているような、政治宣言の修正で妥協するというのは、政治的自殺行為であろう。かといって、ジョンソン氏の「離脱協定の使える部分だけを取り出す」という方針がEUに受け入れられるはずがない。氏によれば、EUは、①英国から清算金を得たい、②ブレグジット党を欧州議会から追い出したい、③自分が首相になることで合意なき離脱の本気度を認識する、の3点から妥協するとの見立てだが、これを甘いと考えるのは筆者だけではないだろう。この程度の条件でEUが妥協に動くなら、メイ政権下でとっくに妥協していたと考えるのが自然である。新しい交渉団は、EUからほとんど門前払い同様の対応を喰らい、まともな交渉にすら入れないまま10月末の期限を迎えるというのが最もありうべき展開である。上記の20%というのは、最後の最後で両者が知恵を働かせて、ぎりぎりの合意点を見出すことを前提にしているが、かなりの程度希望的観測を含んでおり、これでも高すぎるかもしれないと思う。

10月末までに離脱協定が議会を通らなかった場合、そのまま合意なき離脱となる可能性と、離脱期限の再々延長となる確率を半々と見込んだ。前者はある意味公約通りの展開である。関税同盟と単一市場が現状のままとなる「移行期間」を得られないことで、アイルランド国境の物流が混乱したら、新首相の信任は早々に失墜する可能性が高い。それゆえ、合意なき離脱というのは、少なくともメイ政権下では考えにくかったが、ジョンソン氏は、反対を封じるため議会を休会にしても合意なき離脱をめざす方針を明らかにしている。あくまで瀬戸際戦術であり、土壇場で折れる可能性が全くないわけではないが、これほどの強硬姿勢を示す以上、期限経過後にそのまま合意なき離脱の道を選ぶ可能性を50%と見込むことが高すぎるとは言えない。そうなった場合の国境管理について、氏になんらかの腹案があるのかどうかは定かではない。EUは、移行期間はあくまで離脱協定の一部と主張している。確かに両者は不可分で、合意がなくてもEUが移行期間のみ分離して認める可能性は非常に低い。

## 離脱期限延長の場合は早期解散が50%

離脱期限の延長となると、これもジョンソン氏にとっては重大な公約違反であり、信任の失墜につながるのは必至である。従って、そのまま単にだらだら交渉が続く可能性は低く、その確率はせいぜい30%で、残りの70%は再び政局が大きく動く可能性を見込む。まず、前者の30%は、結局は合意なき離脱となる可能性(20%)と、合意ありの可能性(10%)に分解できる。後者の70%のうち、50%が解散総選挙、20%が国民投票の再実施である。

解散総選挙に関しては、離脱期限を待たずに決定される可能性もある。ただ、英国では解散は首相の専権事項ではなく、下院議員の3分の2の賛成が必要である。次期選挙では保守党が政権を失う可能性がきわめて高い情勢であることを考えれば、3分の2を確保するめどは容易に立たないかもしれない。ジョンソン氏の首相就任で、保守党の支持率はいったん上がる可能性はあるが、早期解散総選挙に追い込まれる局面では再び下がっている可能性が高い。連立政権の一員として残れる可能性はあっても、第一党の座を失うのは確実とみられ、進んで解散に賛成する保守党議員は多くないとみられる。

従って、早期解散があるなら、首相主導ではなく、野党の提出した内閣不信任案に、穏健離脱派や残留派の与党議員から造反が出て可決される場合だろう。もともと現政権は、民主統一党(DUP)をあわせてかろうじて過半数を維持しているに過ぎないため、比較的少数の造反で可決しうる。た

だ、その後が続く総選挙での保守党敗北がやはり不可避であることを踏まえれば、反党行為に及んでまで、しかも自分たちが選んだばかりの首相を引きずり下ろそうとする保守党議員がどれだけ出てくるかは疑問符がつく。穏健離脱派の保守党議員にとっては究極の選択になるのだろうが、ジョンソン氏のような、筋金入りの強硬離脱派が大差で（まだ結果は出ていないが）新党首に選ばれるのであれば、もはやそれが民意とみるべきで、多くの保守党議員は最終的に尊重せざるを得ないと考えるのではないか。筆者が、

10月末までに離脱協定が通らなかった場合、合意なき離脱の可能性を50%と高めに見積もっているのはこうした背景がある。結果として、交渉延長→早期解散総選挙の可能性は20%にとどまっている（図表2）

（図表2）さまざまなシナリオの示現確率

10月末までのシナリオ		最終的な帰結		解散総選挙の有無		国民投票再実施の有無		近い将来の政権の枠組み	
合意あり離脱	20%	合意あり離脱	33%	総選挙あり	20%	再投票あり	11%	保守党中心	82%
合意なき離脱	40%	合意なき離脱	62%	総選挙なし	80%	再投票なし	89%	労働党中心	10%
離脱期限再々延長	40%	EU残留	6%					ポピュリスト中心	8%

（出所）明治安田生命作成

### 解散総選挙の場合のシナリオ

解散総選挙の後の政権の枠組みを考えるのはあまりに時期尚早だが、とりあえず、ハングパーラメントとなって連立が必要になる可能性はかなり高い。ここは大胆に、ブレグジット党中心の枠組みとなる可能性を40%、保守党中心となる可能性を10%、労働党中心となる可能性を50%と見込む。「中心となる」の意味はそれぞれの党から首相を出すという意味である。ナイジェル・ファラージ氏が首相になる姿を想像するだけで絶句してしまうが、実際、解散した場合はブレグジット党が第一党となる可能性が高いとの世論調査もある。保守党の強硬離脱派内には、ブレグジット党と保守党の連立政権で合意なき離脱を実現しようというアイデアも取りざたされているようだ。

ブレグジット党中心の政権誕生の場合は、合意なき離脱の可能性が100%、保守党中心の政権の場合は「合意なき」が80%で「合意あり」が20%。労働党はもともと関税同盟残留を主張しているので、労働党中心の政権の場合は「合意あり」が70%、残りの30%は国民投票の再実施と見積もっている。

国民投票再実施の場合、今度は単に残留か離脱かを問う単純な二者択一にはならないだろうが、選択肢までは予想できないので、ざっくりと再び離脱か残留かを問うものと仮定し、それぞれの勝率を半々と見込む。離脱派が勝てば、その先の展開は「合意なき」が80%、「合意あり」が20%である。残留派が勝てば、離脱派が3度目の国民投票を要求する展開も考えられるが、そこは政府が事前に予想して、3度目は絶対ないことを前提にしたうえで再投票に付すと考え、残留の可能性を100%と見込む。

### ブレグジットの帰結の示現確率

さて、ここまできると、主要なシナリオの確率が自動的に計算できる（前掲図表2）。まず、10月末までのシナリオは、合意あり離脱が20%、合意なき離脱が40%、離脱期限再々延長が40%である。ブレグジット問題の最終的な帰結としては、合意ありが33%、合意なきが62%、EU残留が6%となる。近い将来の解散総選挙の可能性は20%、なしが80%。国民投票再実施の可能性が11%、なしが89%といった具合である。上記で論じてきた内容については多くの異論があろうが、確率論であれば、それぞれの分岐点の確率を変えれば、最終的なシナリオの確率も自動的に変わる。図表

1にはないルートも多々考えられるが、あまり可能性の高くないルートを逐一議論の俎上に載せてもきりがない。図表1が現実をデフォルメしていることは重々承知のうえだが、ブレグジットの先行きを議論する上でのプラットフォームとしてのサイズ感はちょうどいい。（担当：小玉）

消費増税と個人消費に関する考察

前回増税後の個人消費は低迷

今年10月に10%への消費増税を控えているが、前回増税時の2014年には増税実施後、個人消費が大きく落ち込んだことが記憶に新しい(図表1)。増税前後の個人消費の動向について、家計調査をもとに前々回増税時の1997年と比較すると、2014年には増税前に大きな駆け込み需要が発生し、また増税後には長期にわたり消費が落ち込んだことが見て取れる(図表2)。こうした消費の停滞を受け、安倍内閣は当初2015年10月に予定していた10%への追加増税を4年間にわたり延期してきた。本稿では、2014年増税後の消費低迷の背景について、個人消費の理論を踏まえ、複数の実証分析を用いて考察した。

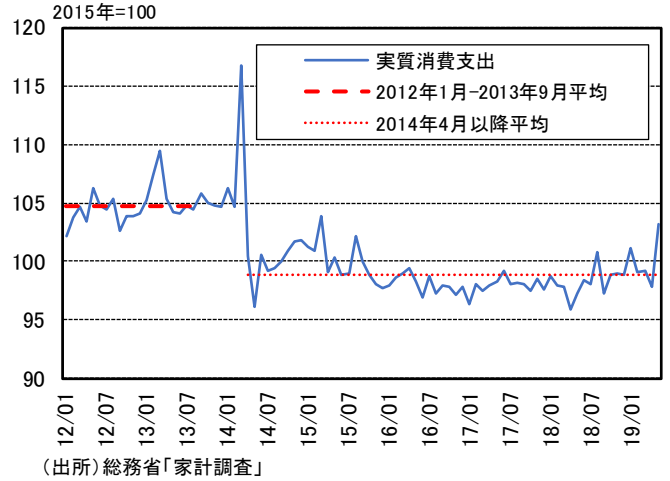
理論的考察と実証研究のサーベイ

マクロ経済理論からは、消費増税が個人消費に与える影響について、複数の経路が考えられる。まず、リカーディアンな見地からは、家計は資本市場への完全なアクセス下(=借入制約がないという“摩擦がない”環境)、生涯にわたり消費の効用を最大化するにあたり、足元で増税が実施されると同時に将来の減税を織り込むため、消費増税は消費に影響を与えないと考えられる(=リカードの等価命題)。

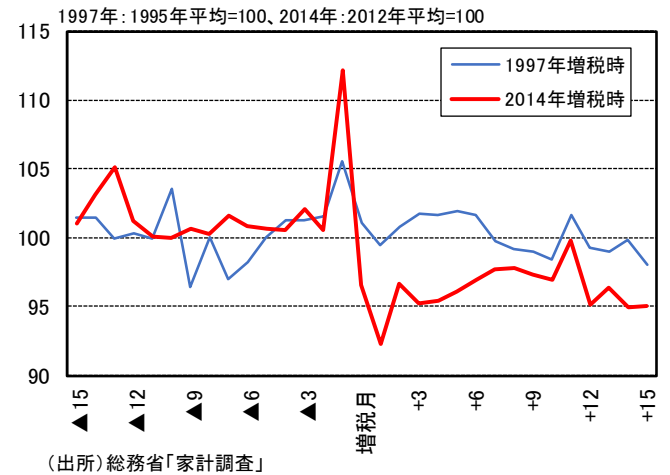
もっとも、リカードの等価命題は現実の家計の消費行動と合致しないという見方が優勢である。例えば、ポルトガルでは家計の58%が非リカーディアンの研究が存在するほか、日本についても、高齢化と若年層の非正規雇用の拡大により、家計の借入制約が近年厳しくなっているとの指摘があり、こうした状況ではリカードの等価命題は成り立ちにくいと考えられる。

等価命題が成立しないならば、消費増税は個人消費のかく乱要因となる。家計が消費を変動させる経路としては、①異時点間の代替効果と、②所得効果が挙げられる。異時点間の代替効果は、消費増税前後で、当初増税後に予定していた購買行為を増税前に前倒しすることで、低い税率で購入するという、

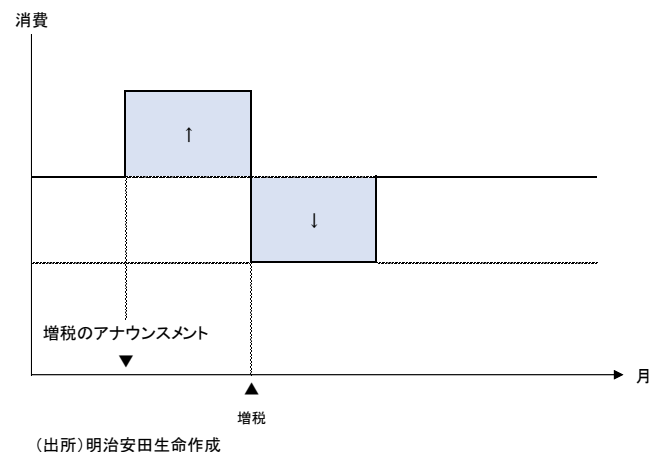
(図表1) 実質消費支出の推移



(図表2) 増税前後の実質消費支出の推移



(図表3) 異時点間の代替効果のイメージ



消費のタイミングを変化させる効果である（図表3）。同効果のもとでは、政府による増税アナウンス後、いったん消費は増加するものの（＝駆け込み需要）、実際の消費増税後、消費は落ち込むと考えられ（＝反動減）、増税前後をならせば、増税がなかった場合と同一となる。

所得効果は、文字通り実質的な生涯所得の変動に応じて家計が消費を調整する効果であり、消費増税がアナウンスされたタイミングから、家計は消費増税に伴う恒久的な物価水準の上昇（＝所得が一定ならば生涯の実質所得の減少）を織り込み、消費を抑制させる（図表4）。このため、異時点間の代替効果がアナウンスから増税までは消費にプラスにはたらくことに対し、所得効果はアナウンス以降、一貫して消費にマイナスにはたらくことが特徴である。

過去の実証分析では、多くの場合、消費税率の改定が個人消費のかく乱要因となることが示されている。例えば、コロンビア大学の研究では、先進14カ国のパネルデータ分析により、増税（減税）直前には消費が増加（減少）し、増税（減税）直後には大きく減少（増加）、その後はゆっくりと持ち直す（減速する）との結果が示されており、異時点間の代替効果の存在が示唆されている。日本については、ミシガン大学のDavid Cashin教授と神戸大学（当時）の宇南山教授による、1997年増税のケースを用いた論文で、異時点間の代替効果の存在が指摘されている。一方、同論文では、所得効果については、異時点間の代替効果を考慮した場合、有意でないと結論付けられている。

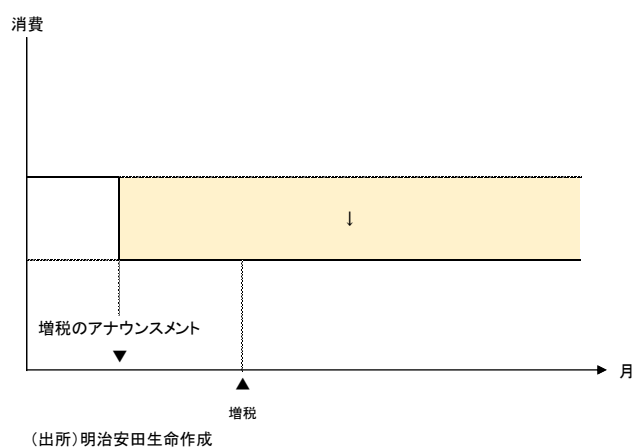
**実証分析①時系列分析**

ここでは、以上の考察を踏まえ、直近2014年増税時の個人消費の動きについて、背景にあるメカニズムを実証的に探った。まず、上記Cashin and Unayama (2011) で用いられた実証手法を踏襲し、時系列データを用いて、異時点間の代替効果と所得効果の存在について、それぞれダミーを用いた回帰分析により検証した。

異時点間の代替効果については、個人消費（家計調査、2人以上世帯）を2013年10月（安倍首相による増税の最終アナウンス月）から2014年12月の月次ダミーと、コントロール変数である長期金利で回帰し、各月次ダミー係数を確認した。なお、回帰分析にあたり、所得効果を除外するために、被説明変数の個人消費は季調値前月比を用いている（所得効果の大きさが一定であれば、初月となる2013年10月を除き、推計される係数は所得効果に影響されない。逆に2013年10月の係数には、負の所得効果のもと下方バイアスが存在することとなる）。異時点間の代替効果が存在すれば、2013年10月から2014年3月にかけての係数はプラス、逆に増税以降の数ヶ月については係数がマイナスとなることが予想される。

回帰結果を見ると、異時点間の代替効果の存在と整合的な結果が見て取れる（図表5）。2013年10月から2014年3月にかけての係数は有意にプラスであり、家計がアナウンス後、実際の増税前に駆け込み需要に踏み切った様子が示されている。一方、増税後の2014年4月から9月にかけては、係数がマイナスに転じており、増税後は消費を抑制している。また、10月以降の係数は有意ではなく、異時点間の代替効果が2014年9月までに終焉したことが示唆されている。

（図表4）所得効果のイメージ



（出所）明治安田生命作成



続いて、所得効果については、異時点間の代替効果の存在を踏まえたうえで、再び月次ダミーによる回帰を行なった。こちらも Cashin and Unayama (2011) の手法を踏襲し、被説明変数は差分ではなく消費水準を用いている。今回の回帰では、負の所得効果が存在すれば、月次ダミー係数がすべての期間でマイナスとなることが予想される。

結果を見ると、2013年10月から2014年末にかけて、10月、1月、3月を除き、ほとんどの係数が有意にマイナスとの結果である(図表6)。さらに、異時点間の代替効果が終焉したとみられる2014年9月以降についても係数がマイナスであることから、負の所得効果が働いていたことが示唆される。複数の係数の和がゼロから異なるかどうかで、対象の説明変数全体の有効性を判定するワルド・テストによっても、2013年10月から2014年12月の係数之和は有意にゼロから異なるとの結果を得ており、消費タイミングの移転である異時点間の代替効果だけでなく、資産効果により消費水準自体が押し下げられた可能性が見て取れる。

加えて、回帰結果をより仔細に見ると、増税前後で係数のマイナス幅に大きく隔たりがあることが分かる。異時点間の代替効果によるかく乱の影響もあるが、増税前の係数はマイナス1程度、増税直後はおおむねマイナス6程度、2014年10-12月はマイナス5程度と、異時点間の代替効果が終焉したとみられる前後の2014年9月と10月の係数差対比、2014年3、4月の係数差が大きい。この解釈としては、所得効果が、増税アナウンス後、一貫して一定の消費押し下げ効果を持ったのではなく、実際の増税後になって、家計が実質所得の減少を実感し、大きく消費を調整した可能性が指摘できる(図表7)。

なお、増税による消費へのインパクトの大きさを推計するため、被説明変数を個人消費の対数値とした場合、2013年10月から2014年2月の間の係数平均値(2014年3月については、大きな駆け込み需要の影響を受けて係数がプラスとなってい

(図表5) 異時点間の代替効果の検証

$$\text{回帰式: } \Delta E_{y,m} = \Delta T_{2013[Oct-]-2014[-Dec]}_m + \text{interest rate}_{y,m} + \Delta u_{y,m}$$

	係数	標準誤差	t値	p値
T <sub>oct.2013</sub>	0.890 ***	0.061	14.522	0.0000
T <sub>nov.2013</sub>	2.798 ***	0.378	7.401	0.0000
T <sub>dec.2013</sub>	2.198 ***	0.411	5.341	0.0000
T <sub>jan.2014</sub>	4.244 ***	0.381	11.124	0.0000
T <sub>feb.2014</sub>	2.812 ***	0.371	7.58	0.0000
T <sub>mar.2014</sub>	14.798 ***	0.378	39.14	0.0000
T <sub>apr.2014</sub>	-1.532 ***	0.38	-4.032	0.0001
T <sub>may.2014</sub>	-5.667 ***	0.364	-15.574	0.0000
T <sub>jun.2014</sub>	-0.986 ***	0.353	-2.788	0.0065
T <sub>jul.2014</sub>	-2.332 ***	0.351	-6.648	0.0000
T <sub>aug.2014</sub>	-1.897 ***	0.339	-5.596	0.0000
T <sub>sep.2014</sub>	-1.351 ***	0.342	-3.956	0.0002
T <sub>oct.2014</sub>	-0.259	0.333	-0.777	0.4392
T <sub>nov.2014</sub>	0.813 **	0.322	2.525	0.0133
T <sub>dec.2014</sub>	1.455 ***	0.307	4.743	0.0000
長期金利	6.025	0.627	9.629	0.0000
定数項	98.357	0.337	291.764	0.0000
観測数		108		
決定係数		0.725		

\*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.10、標準誤差はNewey - Westによる  
(出所) 明治安田生命作成

(図表6) 所得効果の検証

$$\text{回帰式: } E_{y,m} = B_y + T_{2013[Oct-]-2014[-Dec]}_m + \text{interest rate}_{y,m} + \epsilon_{y,m}$$

	係数	標準誤差	t値	p値
B <sub>10</sub>	0.783	1.022	0.766	0.446
B <sub>11</sub>	-1.618	1.038	-1.559	0.123
B <sub>12</sub>	-1.348 *	0.468	-2.879	0.005
B <sub>13</sub>	-0.081	0.722	-0.113	0.911
B <sub>15</sub>	-6.443 ***	0.879	-7.326	0.000
B <sub>16</sub>	-9.231 ***	1.666	-5.543	0.000
B <sub>17</sub>	-9.119 ***	1.387	-6.576	0.000
B <sub>18</sub>	-8.784 ***	1.384	-6.346	0.000
T <sub>oct.2013</sub>	0.102	0.215	0.477	0.635
T <sub>nov.2013</sub>	-1.129 ***	0.140	-8.040	0.000
T <sub>dec.2013</sub>	-1.062 ***	0.042	-25.468	0.000
T <sub>jan.2014</sub>	0.389 **	0.121	3.225	0.002
T <sub>feb.2014</sub>	-1.267 ***	0.182	-6.959	0.000
T <sub>mar.2014</sub>	10.871 ***	0.140	77.417	0.000
T <sub>apr.2014</sub>	-5.419 ***	0.129	-41.861	0.000
T <sub>may.2014</sub>	-9.908 ***	0.226	-43.841	0.000
T <sub>jun.2014</sub>	-5.468 ***	0.292	-18.738	0.000
T <sub>jul.2014</sub>	-6.886 ***	0.312	-22.102	0.000
T <sub>aug.2014</sub>	-6.765 ***	0.397	-17.034	0.000
T <sub>sep.2014</sub>	-6.147 ***	0.377	-16.288	0.000
T <sub>oct.2014</sub>	-5.311 ***	0.448	-11.866	0.000
T <sub>nov.2014</sub>	-4.602 ***	0.546	-8.423	0.000
T <sub>dec.2014</sub>	-4.683 ***	0.744	-6.296	0.000
長期金利	-2.015	2.194	-0.919	0.361
定数項	107.148 ***	1.468	72.997	0.000
観測数		108		
決定係数		0.864		

\*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.10、標準誤差はNewey - Westによる  
(出所) 明治安田生命作成

るため除外)は▲0.006、2014年4月から2014年12月の係数平均値は▲0.060との結果を得た。

「封筒裏の計算」レベルの試算だが、両係数差からは、増税前後で5.4%ポイント程度の消費の段差が生じたことが示唆される。仮にこの段差が増税幅に比例するとすれば、次回の10月増税では $5.4 \times 2/3 = 3.6\%$ ポイント程度の消費の下押し圧力がかかる可能性がある(軽減税率による緩和分を除く)。

**実証分析②パネルデータ分析**

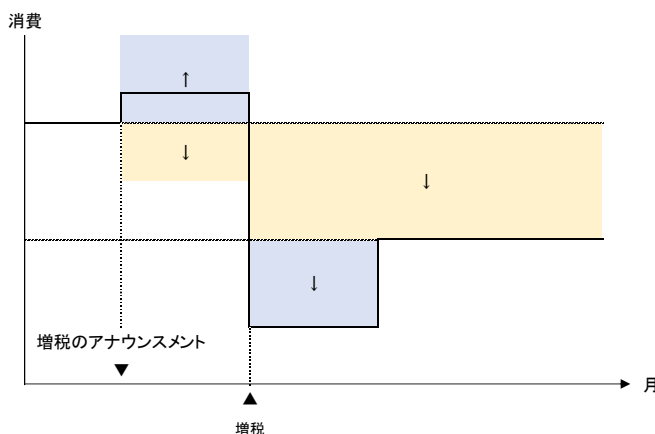
以上より、2014年の消費増税後の消費低迷の背景には、1997年増税時には確認されなかった所得効果の存在がある可能性が示された。このような差異をもたらした背景として、高齢化が影響している可能性が挙げられる。現役世帯と退職世帯の所得を比較すると、現役世帯については、物価変動に応じて比較的変動しやすい給与所得が主な収入源である一方、退職世帯は所得のほとんどがこれまでの貯蓄の取り崩しと、名目支給額が給与所得ほど柔軟に変化しない年金収入に依存している。現役世帯と退職世帯の家計を比較すると、現役世帯では、受取額の52%が勤め先収入であるのに対し、退職世帯では公的年金給付が受取額の33%を占める(図表8)。2014年には、消費増税により消費者物価指数が押し上げられ、名目賃金もプラスとなっていた一方で、老齢年金支給額はむしろ前年比マイナスとなっていた(図表9)。このように、収入の名目額が物価と連動しない場合、消費増税による物価上昇に対し、消費を調整する必要が生じるが、これはすなわち所得効果が発現することを意味する。

人口動態を見ると、1997年には総人口の15.7%であった65歳以上人口は、2014年には26.0%に至り、すでに人口の1/4強が65歳以上という状況にあった。仮に、高齢世帯では所得効果が発現しやすいのであれば、高齢世帯割合の上昇により、2014年には所得効果が発現した可能性がある。

高齢化と所得効果の関係を確認するため、ここでは家計調査の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行なった。

具体的には、市レベルの個人消費を年・月次ダミーと、各市の平均年齢の交絡項、およびコントロール変数で回帰している。仮に、高齢化が所得効果を誘発しているとすれば、月次ダミーと年齢の交絡項の係数はマイナスとなる。

(図表7)2014年増税時の異時点間の代替効果と所得効果のイメージ



(出所) 明治安田生命作成

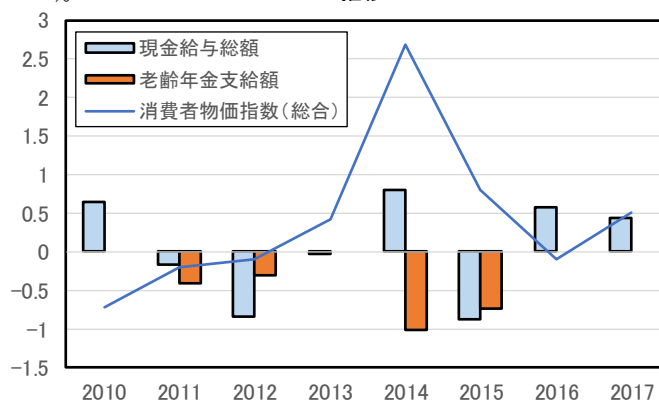
(図表8) 現役世帯と退職世帯の収入の比較

	勤め先収入		公的年金給付		預貯金引出	
	実額(円)	占率(%)	実額(円)	占率(%)	実額(円)	占率(%)
世帯主59歳以下、 勤労世帯	566,609	51.9	5,597	0.5	357,364	32.7
世帯主65歳以上、 無職世帯	17,461	3.0	191,872	32.7	239,659	40.9

\*いずれも2人以上世帯の2018年平均、1ヵ月当たり。  
占率は受取額に占める割合

(出所) 総務省「家計調査」

(図表9) 消費者物価指数と給与所得・老齢年金支給額の推移



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」、同「年金額の推移」、総務省「消費者物価指数」

結果を見ると、係数は2013年11月から2014年3月を除き有意にマイナスであり、高齢化が進んだ市では所得効果が強く発現していることが示されている(図表10)。また、時系列分析の結果と同様、2014年4月前後で係数が大きく異なり、やはり所得効果が増税アナウンス時ではなく、実際の増税実施時から大きく発現していることが見て取れる。

### 10月の消費増税に向けて

高齢化が負の所得効果の発現に寄与しているとすれば、次回10月の増税でも消費増税後、前回と同様に長期にわたり消費が低迷する可能性が指摘できる。今回ははじめて軽減税率が導入されるが、対象は外食・酒類除く食料、および新聞と、対象品目が少ないことから、関連品目間での代替は発生するとみられるが、消費全体では、影響は限定的となろう。プレミアム商品券等の、すでに決定されている景気対策パッケージは、消費の落ち込みの緩和に寄与することが期待できるが、増税後の消費の落ち込みが想定以上となった場合、政府は追加の景気対策に迫られる可能性も否定できない(担当：山口)。

(図表10) 固定効果モデルによるパネルデータ分析

回帰式:

$$E_{city,y,m} = B_y \times Age_{city,y,m} + T_{2013[Oct-]-2014[-Dec],m} \times Age_{city,y,m} + interest\ rate_{y,m} + \epsilon_{city,y,m}$$

	係数	標準誤差	t値	p値
$B_{10} \times Age_{city}$	0.229	0.723	0.320	0.752
$B_{11} \times Age_{city}$	-1.426 **	0.703	-2.030	0.042
$B_{12} \times Age_{city}$	-1.057 *	0.633	-1.670	0.095
$B_{13} \times Age_{city}$	-0.633	0.631	-1.000	0.316
$B_{15} \times Age_{city}$	-3.663 ***	0.648	-5.650	0.000
$B_{16} \times Age_{city}$	-3.888 ***	0.792	-4.910	0.000
$B_{17} \times Age_{city}$	-4.180 ***	0.737	-5.670	0.000
$B_{18} \times Age_{city}$	-4.097 ***	0.730	-5.610	0.000
$T_{oct,2013} \times Age_{city}$	-1.968 **	0.856	-2.300	0.022
$T_{nov,2013} \times Age_{city}$	-1.271	0.855	-1.490	0.137
$T_{dec,2013} \times Age_{city}$	0.149	0.858	0.170	0.862
$T_{jan,2014} \times Age_{city}$	-0.592	0.854	-0.690	0.488
$T_{feb,2014} \times Age_{city}$	-0.989	0.857	-1.150	0.248
$T_{mar,2014} \times Age_{city}$	4.129 ***	0.855	4.830	0.000
$T_{apr,2014} \times Age_{city}$	-4.105 ***	0.853	-4.810	0.000
$T_{may,2014} \times Age_{city}$	-4.030 ***	0.855	-4.710	0.000
$T_{jun,2014} \times Age_{city}$	-3.284 ***	0.855	-3.840	0.000
$T_{jul,2014} \times Age_{city}$	-3.036 ***	0.857	-3.540	0.000
$T_{aug,2014} \times Age_{city}$	-3.483 ***	0.862	-4.040	0.000
$T_{sep,2014} \times Age_{city}$	-3.864 ***	0.858	-4.500	0.000
$T_{oct,2014} \times Age_{city}$	-2.538 ***	0.862	-2.940	0.003
$T_{nov,2014} \times Age_{city}$	-3.306 ***	0.867	-3.810	0.000
$T_{dec,2014} \times Age_{city}$	-2.719 ***	0.881	-3.090	0.002
長期金利	-65.375	40.711	-1.610	0.108
観測数		5472		
決定係数 (within)		0.0937		

\*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.10

(出所) 明治安田生命作成

米国の貿易赤字は当面高水準で推移する見込み

米中協議に関する不透明感は継続

5月にトランプ米大統領は、対中輸入品およそ2,000億ドルに対する関税第3弾を強化すべく、これまで10%だった関税を25%へと引き上げたほか、関税第4弾として対中輸入品の残り約3,000億ドルについても最大25%まで関税を引き上げる方針を示した(図表1)。その後、6月末に開催された大阪G20サミットで米中首脳は会談を行ない、途絶えていた通商協議を再開することで合意し、関税第4弾の適用見送りを決定した。しかしながら、今後の協議の期限が示されなかったほか、多くの部分で対立点が残ったままとされており、交渉次第で関税第4弾が実行に移されるリスクは残っている。米中協議は先行き不透明感の晴れない状態が続いている。

関税引き上げによる景気へのインパクト

弊社の経済モデル(OEGM)を使った試算では、関税第3弾の10→25%への引き上げによって、米国実質GDP成長率は2020年に▲0.1%押し下げられるとの結果が得られている(図表2)。第4弾については、トランプ大統領が景気や株価を犠牲にしてまで貿易摩擦を激化させる可能性は低いとみており、今後も実施されないというのがメインシナリオだが、仮に実施されれば、2020年の成長率をさらに▲0.3%ほど押し下げる見込みだ。この程度の影響なら、現在の米国景気であれば吸収可能と考えるが、モデルの結果が反映しているのはあくまで関税引き上げによる影響であり、サプライチェーンの寸断や生産工程の混乱がもたらす供給ショックは十分考慮されていない。また、米国側の圧力に対する中国側の対抗措置は関税の引き上げにとどまらず、米国製品の不買運動や米国債の売却等、多岐にわたる可能性がある。このため、試算結果については幅を持ってみる必要があり、摩擦が一段と拡大する場合には、米国景気にも相応の下押し圧力がかかる可能性が高いと考える。

米国の貿易赤字額は拡大傾向

昨年7月に関税第1弾が実施されて以降、米中間で関税引き上げ合戦が繰り返されてきたが、トランプ大統領がめざす貿易赤字の是正は実現していない。むしろ、赤字額は大統領に就任した2017年1月以降、拡大傾向で推移している(図表3)。足元では、世界景気の減速や自ら主導する貿易摩擦の影響などにより米国の輸出、輸入はともに増勢が鈍化しているが、輸入以上に輸出の伸

(図表1) 米中貿易摩擦に伴う関税引き上げ履歴

	18年7月	18年8月	18年9月	先送り
米	第1弾	第2弾	第3弾	第4弾?
	340億ドル	160億ドル	2,000億ドル	3,000億ドル
	産業機械、電子部品等	半導体、化学品等	家具、家電等	スマホ、PC等
	25%	25%	10%	最大25%
中	第1弾	第2弾	第3弾	第4弾?
	340億ドル	160億ドル	600億ドル	
	大豆、牛肉等	鉄鋼、古紙等	LNG、航空機等	報復を示唆
	25%	25%	5~10%	

注: 19年5月、19年6月の注釈は、米中貿易摩擦に伴う関税引き上げ履歴を示す。

(出所) 各種資料より明治安田生命作成

(図表2) 米中関税引き上げによる米景気への影響

① 2019年2Qから、米国で対中輸入2,000億ドルに対して10%→25%に、中国で対米輸入600億ドルに対して8%→25%に関税引き上げ

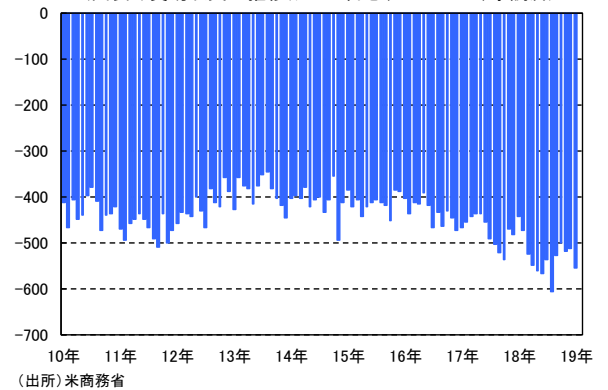
	実質GDP	実質個人消費	実質住宅投資	実質設備投資	実質輸出	実質輸入	コアCPI
2019年	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.0	▲0.1	0.0
2020年	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.0

② ①の後、2019年3Qから、米国で対中輸入3,000億ドルに対して25%、中国で対米輸入200億ドルに対して25%の関税を賦課

	実質GDP	実質個人消費	実質住宅投資	実質設備投資	実質輸出	実質輸入	コアCPI
2019年	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.3	0.1
2020年	▲0.3	▲0.3	▲0.5	▲0.7	▲0.6	▲0.8	0.7

(出所) OEGMより明治安田生命作成

(図表3) 貿易収支の推移(サービス含む、BOPベース、季調済)



びが弱まっている結果、赤字拡大に繋がっている（図表4）。

特に直近5月の貿易赤字は急拡大し、5ヵ月ぶりの高水準となった。輸出が前月比+2.0%と増加したものの、輸入が同+3.3%と2015年3月以降で最大の増加幅となったことが響いた。対中関税第3弾、第4弾の適用品目は第1,2弾と異なり、消費財のウェイトが高い。5月の輸入の伸びを品目別にみると、携帯やアパレル、家具やおもちゃといった消費財が増加しており、関税引き上げ前の駆け込み輸入が一部発生したことで赤字が拡大したとみられる。

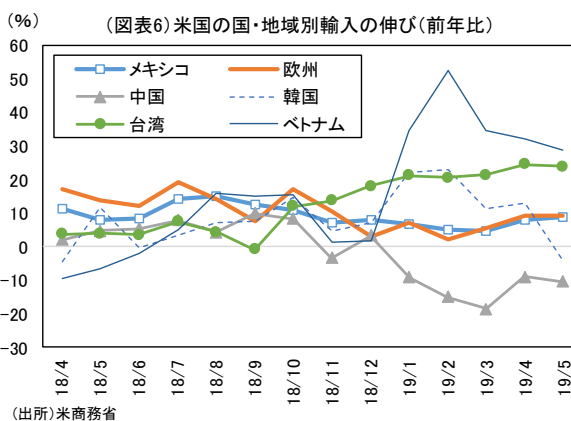
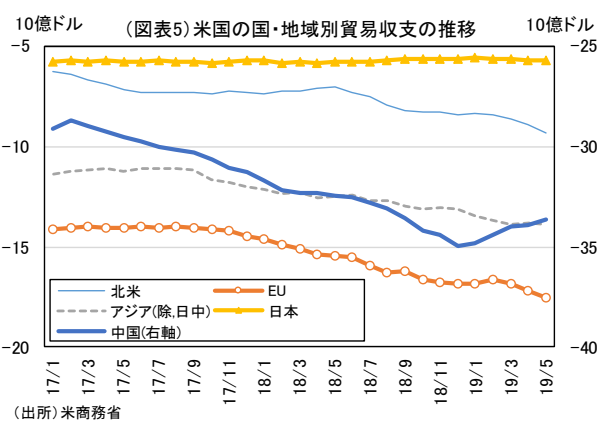
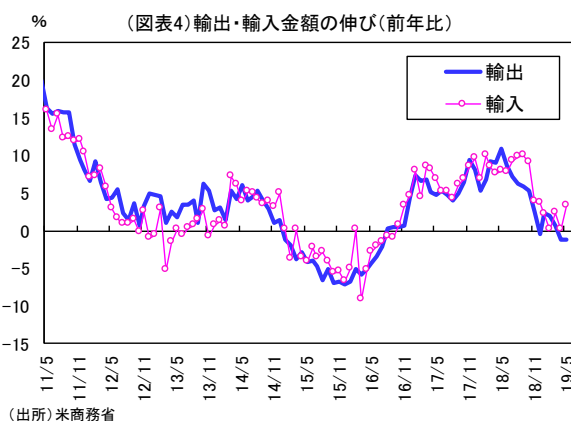
最近の貿易赤字額の推移を国・地域別にみると、対中赤字は今年に入り縮小傾向にある一方、北米やEU、アジア向け（除く日中）が増加している（図表5）。輸入については、対中国で減少が続く一方、NAFTAの再交渉が行われたメキシコや、通商交渉で為替条項の導入が求められた韓国、そのほかにも台湾やベトナム等からの輸入が増加している（図表6）。ISM製造業景況指数では、アンケートに回答した企業から、中国への関税がサプライチェーンやコストに大きな打撃を与えている（コンピュータ・電子製品業界）との見方が示されるなど、企業が部品や商品の調達先を中国から韓国や台湾などそれ以外の国に切り替えている可能性が考えられる。

また、ベトナムなどを経由した迂回輸出も増えているようだ。今年に入りベトナムから米国への輸出が伸びているが、ベトナムでは中国からの輸入が増えている。ベトナム商工省によれば「ベトナム製品と偽った貿易の不正行為が増えている」とのことであり、対米黒字拡大の一因となっている。トランプ大統領は、迂回輸出を取り締まらなければベトナム

にも制裁関税を課す方針を示しているほか、5月に公表された半期に一度の為替報告書では、監視対象国にベトナムが加えられるなど、米国発の貿易摩擦がアジア諸国にも飛び火しつつある。

**当面は高水準の貿易赤字が続く見込み**

そもそも、貿易収支は一国の貯蓄投資構造に左右される面が大きい。米国では民間部門が貯蓄超過である一方、政府部門が貯蓄不足であり、後者の貯蓄不足分を前者の貯蓄超過分で賄えない結果、海外部門に依存する状況が続いている。トランプ大統領は、大規模減税やインフラ投資の拡大を実施してきたが、米議会予算局（CBO）の試算では、それによって米国の今後の財政赤字は拡大傾向をたどる見通しである。インフラ投資については、トランプ大統領、民主党ともに前向きな姿勢を示していることから、今後財政赤字の規模が予算局の試算以上に拡大するリスクもある。民間部門に



については、昨年、大型減税による恩恵を受けたものの、家計では所得を上回る消費を行なう傾向が続いており、過剰消費体質は継続したままである。このため、貿易赤字は当面高水準での推移が続くことが見込まれる。5Gをはじめとした覇権争いもあり、米中間の通商問題は今後も燻り続けよう。

(担当：大広)

## 豪州中銀は年内に3度目の利下げを実施と予想

### 1-3月期はプラス成長維持も減速傾向

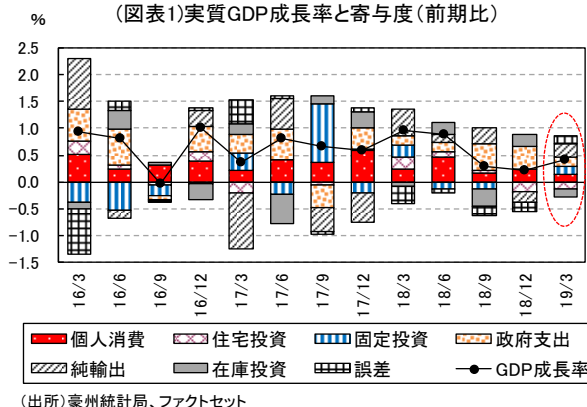
6月に発表された豪州の1-3月期実質GDP成長率は前期比+0.4%とプラス成長を維持し、111四半期にわたり景気拡大(=2四半期連続のマイナス成長を経験していない)が続いていることを示した(図表1)。ただ、前年同期比ベースのGDPは+1.8%と、足元では世界金融危機に陥った2009年1-3月期以来の低水準となっている。需要項目別にみると、個人消費の伸びは鈍化しており(2018年10-12月期:前期比+0.4%→1-3月期:同+0.3%)、住宅投資は2期連続のマイナスとなった(同▲2.9%→▲2.5%)。RBA(豪州準備銀行)はこうした家計部門の弱さに起因する低インフレ率解消のため、これまで6,7月と2度にわたり政策金利を25bpずつ引き下げており、足元では1.00%となっている。

### 個人消費は緩慢な回復を予想

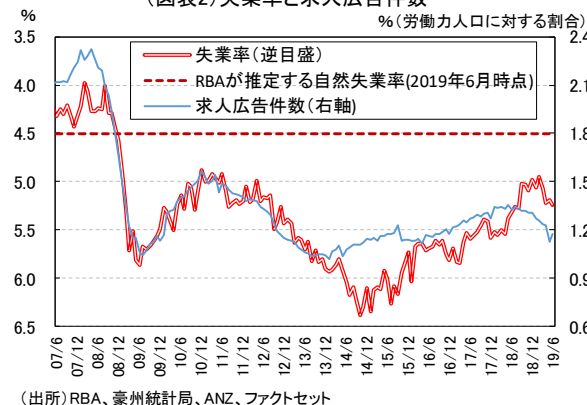
足元の個人消費の伸びは鈍化傾向で推移している。雇用環境をみると、失業率は改善を続け、一時は7年ぶりに5%を下回った(図表2)。ただ、不完全雇用率(各人の希望勤務時間や特定能力水準に比べ、不十分な条件での雇用状況にある者の割合)は2014年ごろから8%台で高止まりしており、雇用環境の実態は失業率が示すほど良好でない可能性が考えられる。また、失業率に先行する傾向のある求人広告件数がピークアウトしていることから、失業率のさらなる改善は見込めない。

賃金動向に目を向けると、名目賃金上昇率は徐々に回復しているが、依然として伸びは緩慢なものにとどまっている(図表3)。業種別の雇用者数の伸びと平均賃金を見比べると、賃金水準の高い電気・ガス・水道業や情報・通信業、製造業では雇用が減少している(図表4)。雇用者の拡大が低賃金の業種を中心に進んだ結果、平均賃金が伸び悩んでいる可能性が高い。また、賃金の伸びが鈍い理由として、労働需給の緩みが依然大きいことも指摘されている。RBAは2017年6月の段階で、完全雇用の基準となる自然失業率の水準を5%程度と想定していた。ただ、非常勤雇用者の拡大など、昨今の労働市場の変化を踏まえ、その水準を徐々に引き下げ、2019年6月時点では4.5%程度と推計している(前掲図表2)。前述のように、現在の失業率が5%近辺にとどまっている状況を考慮すると、賃金の伸

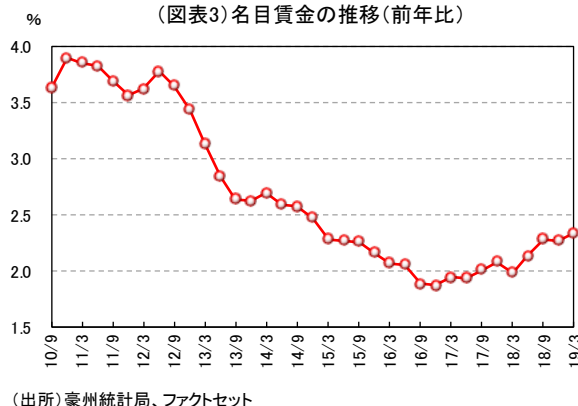
(図表1)実質GDP成長率と寄与度(前期比)



(図表2)失業率と求人広告件数



(図表3)名目賃金の推移(前年比)



び加速には従来考えられていたよりも時間がかかる可能性が高まっている。

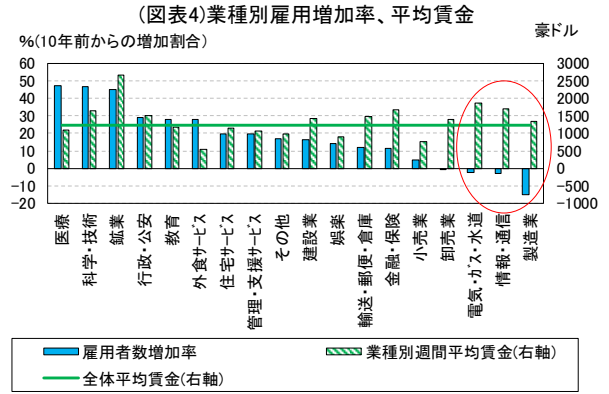
また、(可処分所得－最終消費支出)/可処分所得で計算される貯蓄率の推移は、今後の個人消費への懸念材料となりうる(図表5)。貯蓄率は2008年12月の10.9%をピークに低下しており、消費者は所得が伸び悩むなか、貯蓄を切り崩すことで消費に充てていた可能性がある。しかし、足元で2%台まで低下していることを考えれば、持続性には疑問符が付く。後述する住宅価格の下落も、逆資産効果を通じて個人消費を圧迫している。

今後については、2019年後半から予定されている低・中所得者層への所得税還付の実施や、政策金利の引き下げが個人消費を下支えするものの、その回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

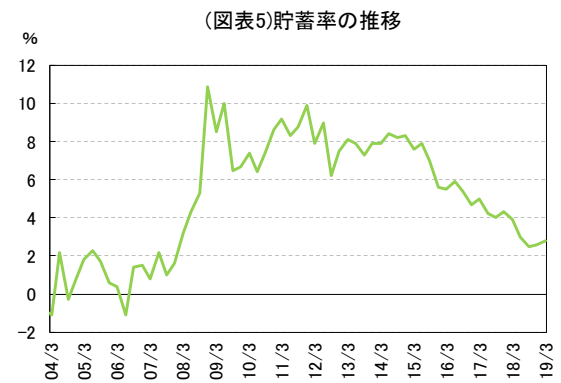
**住宅投資は底打ちへ**

住宅投資は2期連続で前期比マイナスとなっている。豪州では、移民流入により年平均1.5%を超える高い人口増加率が住宅需要の原動力となっているほか、2013年ごろからは中国をはじめとする外国からの不動産投資が増加し、住宅投資の拡大が続いた。しかし、海外からの投機的な資金流入は住宅価格の高騰をもたらした(図表6)、家計債務の増大にもつながったため、APRA(豪州健全性規制庁)は融資基準の厳格化や、海外からの不動産投資規制で対応し、住宅価格の調整を図った。結果として住宅価格は下落に転じ、とりわけ投資資金が集中し急騰していた大都市圏(シドニー、メルボルンなど)の価格調整が大きく進んだ。こうした価格の下落は住宅建設意欲の減退を招き、住宅投資は減少している。ただ、足元の住宅価格下落を受け、APRAは2017年に導入されたインタレストオンリーローン(ローン開始当初数年は金利支払いのみ負担する仕組み)の制限(住宅ローン貸出件数全体の3割にとどめる)を2019年1月より撤廃したほか、この7月からは融資基準緩和に踏み切った。また、政策金利の引き下げにより、住宅ローン金利は今後低下することが見込まれ、住宅投資を下支えしよう。

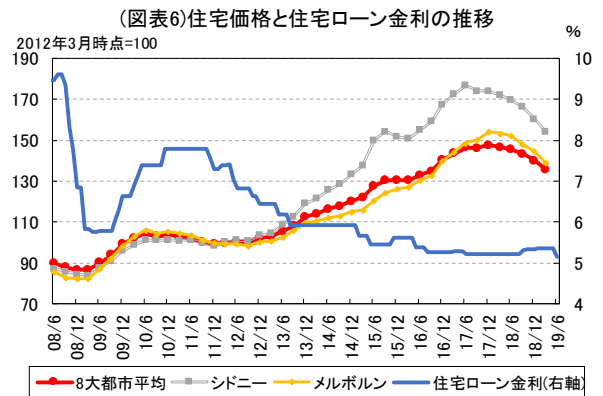
加えて、5月に行なわれた総選挙では、事前の予



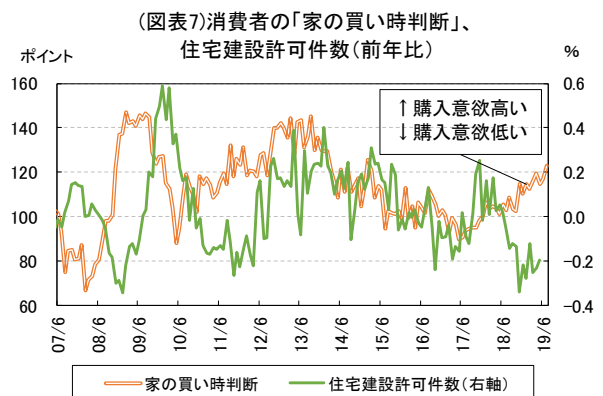
(出所)豪州統計局、ファクトセット



(出所)RBA、豪州統計局



(出所)豪州統計局、ファクトセット



(出所)豪州統計局、ウェストバック銀行、ファクトセット



想に反し保守連合モリソン政権が勝利した。当初優勢とされながら敗北した労働党は、新築住宅のネガティブギアリング（投資物件に関する損失を所得から控除する制度）制限など、不動産投資への優遇措置縮小を掲げていた一方、モリソン政権は住宅購入意欲向上のため、選挙公約として初回住宅購入者への住宅ローン優遇策を打ち出している。今回の選挙結果は住宅投資への追い風になると考えられる。

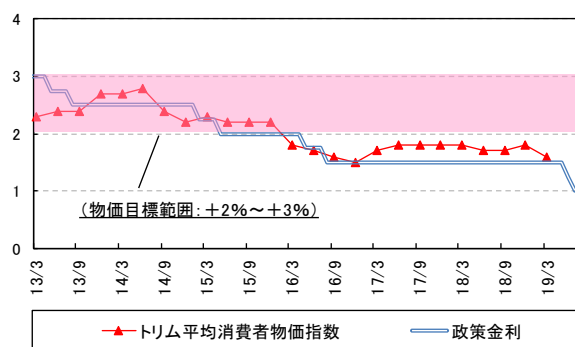
こうした種々の政策や規制緩和を消費者は好感しており、住宅の購入意欲は回復している（図表7）。住宅投資の先行指標とされる住宅建設許可件数が依然低調であることから、しばらくは住宅投資の落ち込みも継続するとみるものの、その後は徐々に持ち直しに転じると予想する。

**RBA は年内にもう 1 度利下げへ**

RBA は 6, 7 月の金融政策決定会合にて、2016 年 8 月以来 1.50% ですえ置いていた政策金利を連続して 25bp 引き下げ、1.00% とした（図表 8）。

緩慢な賃金の伸びや住宅価格の調整等を背景に CPI の伸びは鈍化している。トリム平均 CPI は、RBA が目標レンジとして定める前年比 +2~3% の範囲を 3 年にわたり下回っており、2019 年 1-3 月期は同 +1.6% まで落ち込んだ。ロウ総裁は 6 月の講演内で、+2~3% の物価目標は柔軟だが、下回り続けることを容認するのも限度があるとコメントしている。7 月の声明文では、「経済の持続的成長と長期的なインフレ目標の達成下支えのため、必要性に応じて金融政策を調整する」とも述べており、さらなる利下げを行なう余地があることを示唆した。RBA は、2019 年中にさらにもう 1 回、25bp の利下げを行なう可能性が高いとみる。（担当：木下）

（図表8）消費者物価指数(前年比)と政策金利



（出所）RBA、豪州統計局、ファクトセット

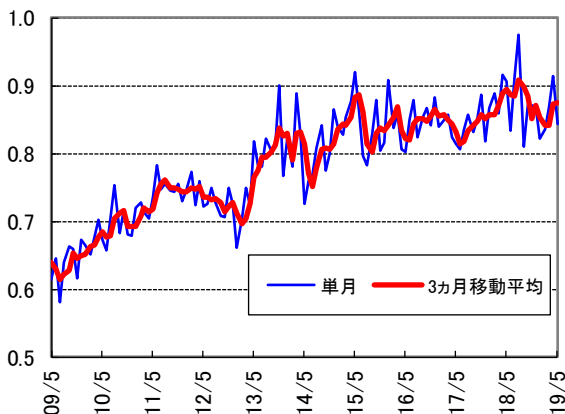
主要経済指標レビュー (7/8~7/19)

《日本》

○5月機械受注(7月8日)

5月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比▲7.8%と4ヵ月ぶりのマイナスとなった。基調判断は、「持ち直しの動きがみられる」にすえ置かれた。4-6月期の見通しは大幅なプラスの見込みであるが、米中貿易交渉に楽観的ムードが広がっていた時点での調査であり、下振れする可能性が高い。今後の設備投資は、米中貿易摩擦の不透明感がくすぶり続けることが企業の投資マインドの重しになるとみられる。ただ、6月調査の日銀短観の2019年度設備投資計画は例年並みだったほか、人手不足に起因した合理化・省力化投資や、海外景気の下げ止まりによって、均せば底堅く推移するとみている。

兆円 機械受注(船舶・電力を除く民需)の推移

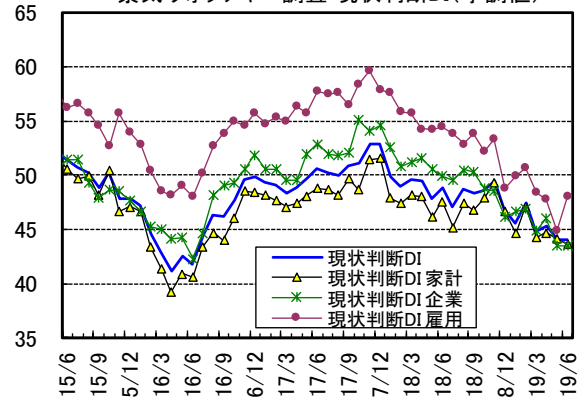


(出所)内閣府「機械受注統計」

○6月景気ウォッチャー調査(7月8日)

6月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が44.0と、2ヵ月連続で低下した。内訳を見ると雇用DIは上昇したものの、企業DIは横ばい、家計DIは低下した。低下した家計関連では、「大型連休の反動もあり、個人の客足が非常に鈍い。」などの声が挙がっている。景気ウォッチャーの見方は、「このところ回復に弱さがみられる」にすえ置かれた。先行き判断DIは45.8と5ヵ月ぶりに上昇した。内訳を見ると、企業DIは横ばいだったものの、家計DI、雇用DIが上昇した。先行きについては、「海外情勢等に対する懸念がみられる」にすえ置かれた。

ポイント 景気ウォッチャー調査 現状判断DI(季調値)

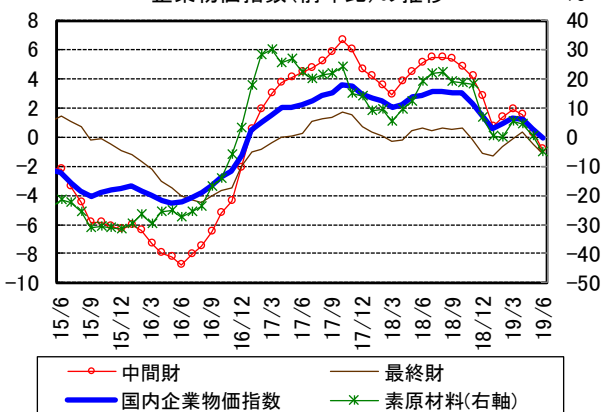


(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

○6月企業物価指数(速報値、7月10日)

6月の国内企業物価指数は前年比▲0.1%と、30ヵ月ぶりのマイナスとなった。前月比で押し下げに寄与した項目は、石油・石炭製品、非鉄金属などで、資源価格下落による影響が大きい。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比▲2.5%→▲3.9%と2ヵ月連続のマイナス、輸入物価は同▲1.7%→▲5.4%とこちらも2ヵ月連続のマイナスとなり、交易条件は改善した。今後について、過去の燃料価格が遅れて反映される電力価格は伸びが鈍化すると見込まれるほか、足元の原油価格も均せば下落しており、目先の企業物価はマイナス圏で推移するとみている。

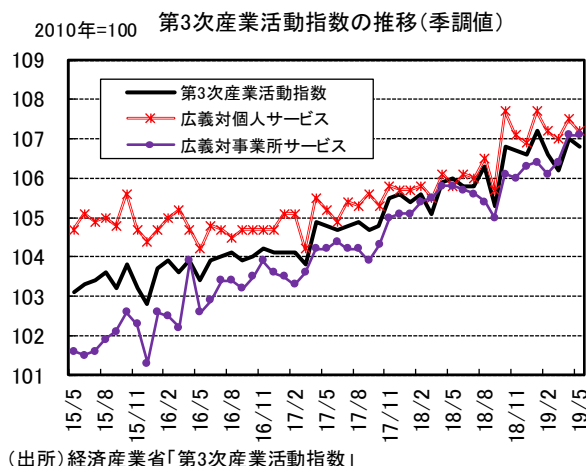
% 企業物価指数(前年比)の推移



(出所)日銀「企業物価指数」

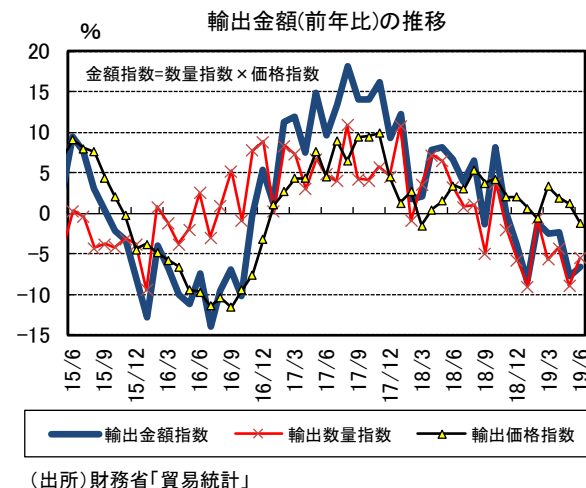
○ 5月第3次産業活動指数 (7月11日)

5月の第3次産業活動指数は前月比▲0.2%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。基調判断は「持ち直しの動きにあるが、一部に弱さがみられる」にすえ置かれた。全11業種のうち4業種が上昇し、6業種が低下、1業種が横ばいとなった。マイナス寄与となった業種は、卸売業(同▲1.2%)、生活娯楽関連サービス(同▲1.4%)など。生活娯楽関連サービスのうち、旅行業、宿泊業の低下が目立っており、4月に大きく上昇した反動減の可能性はある。一方で、プラス寄与になった業種は、情報通信業(同+1.0%)、金融業、保険業(同+0.9%)など。今後の第3次産業活動指数は緩やかながらも改善傾向で推移するとみる。



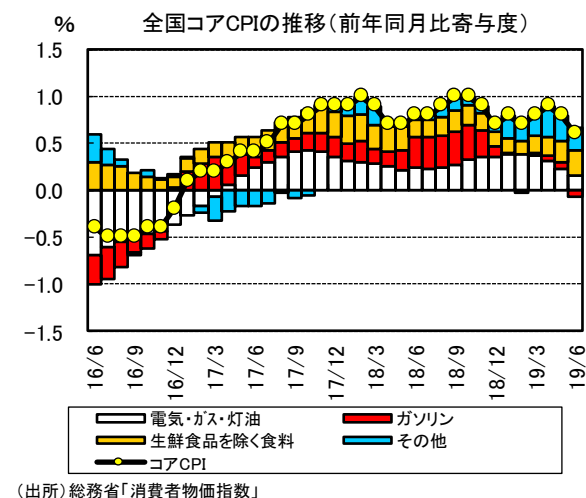
○ 6月貿易統計 (7月18日)

6月の貿易統計によると、輸出数量指数は前年比▲5.5%と8ヵ月連続のマイナスとなった。地域別に見ると、EU向けや中国向けで引き続きマイナスとなっており、輸出の弱さが目立つ結果。今後のカギとなるのは米国発の貿易摩擦の行方だが、景気や株価に大きく影響を与えるような事態は最終的に回避するとみており、世界景気の腰折れまでは想定していない。米国景気は、労働需給の引き締めや予防的利下げによる景気の下支えで、内需をけん引役に拡大が続くとみられるほか、2020年にかけて中国の景気対策の効果が徐々に顕在化してくる展開も期待できる。今後の輸出については、海外景気を持ち直し等により、秋以降、下げ止まると予想する。



○ 6月全国消費者物価指数 (7月19日)

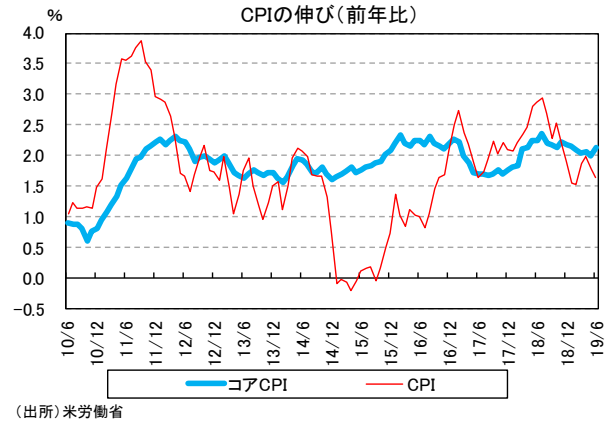
6月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+0.6%と、伸び幅は5月から0.2ポイント縮小した。ガソリンがマイナス寄与に転じるなど、エネルギー価格の下落の影響が大きい。足元では、景気の勢いが鈍っていることから、物価も引き続き弱めの推移が続く可能性が高い。また、大手キャリアが発表している携帯電話料金の引き下げや、10月の教育費無償化による下押しもあり、消費増税を踏まえても今後の物価の上昇は限定的になるとみている。コアCPIは、2019年度通年では前年比+0.7%(除く消費増税の影響: +0.5%)、2020年度通年では同+1.0%(同+0.7%)と予想している。



《米 国》

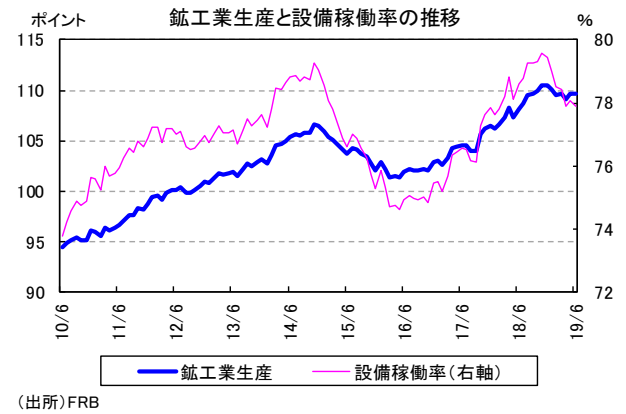
○ 6月CPI（消費者物価指数）（7月11日）

6月のCPIは前月比+0.1%と、5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+0.3%と、27ヵ月連続でプラスとなった。前年比を見ると、CPIは+1.6%（5月：+1.8%）と、エネルギー価格の軟化などから2ヵ月連続でプラス幅が縮小する一方、コアCPIは同+2.1%（5月：+2.0%）と、住宅関連価格の上昇やアパレル価格の下落幅縮小などを背景に2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ととどまると予想する。



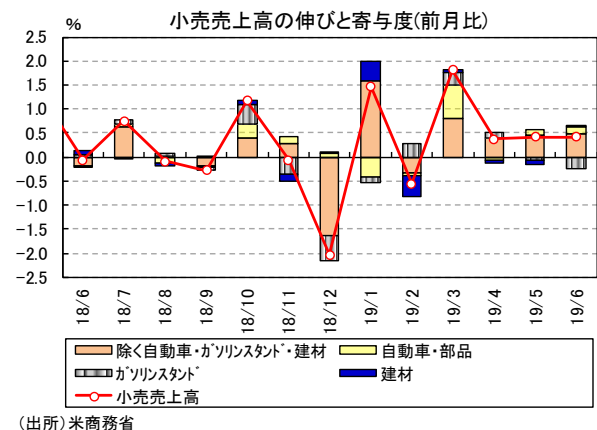
○ 6月鉱工業生産指数（7月16日）

6月の鉱工業生産指数は前月比0.0%と、横ばいにとどまった。産業別にみると、製造業が同+0.4%、鉱業が同+0.2%と小幅ながら上昇したものの、公益事業が同▲3.6%となり、足を引っ張った。製造業では、PC・電子品が同+0.9%と7ヵ月連続で上昇したほか、振れの激しい自動車も同+2.9%と大きく上昇した。公益事業では、例年に比べて穏やかな気温が空調需要を低下させたことなどから電気、天然ガスが低下した。設備稼働率は77.9%と、昨年11月をピークに低下傾向が続いている。在庫循環をみると、世界景気の減速懸念や貿易摩擦の影響などから足元では意図せざる在庫増局面に突入している。ISM製造業景況指数は好不調の境目とされる50ポイントを上回っているものの、低下トレンドで推移しており、鉱工業生産も当面低調な推移が続くと予想する。



○ 6月小売売上高（7月16日）

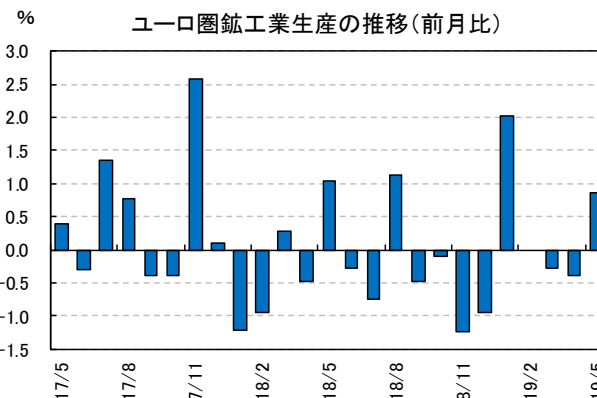
6月の小売売上高は前月比+0.4%と4ヵ月連続で増加したほか、変動の激しい自動車・部品、ガソリンスタンド、建材店を除くベースでも4ヵ月連続で増加した。小売売上高は、年末年始にかけて政府機関閉鎖や金融市場の変動などを背景に一進一退の推移が続いたが、一時的な動きだった可能性が高く、個人消費は底堅く推移している。内訳を見ると、ガソリンスタンドが減少したものの、自動車・部品や建材が増加したほか、家具店や飲食店なども堅調に推移した。昨年の個人消費を押し上げた所得税減税の効果が剥落するものの、良好な雇用・所得環境が続いているほか、家計のバランスシートが改善していることから個人消費は緩やかながら増加基調を維持すると予想する。



《 欧 州 》

○5月ユーロ圏鉱工業生産（7月12日）

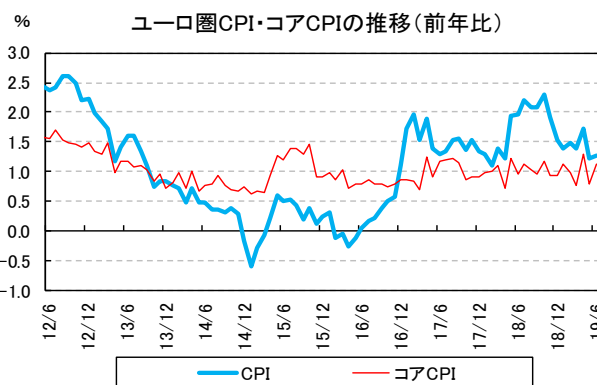
5月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.9%と、3カ月ぶりに前月比プラスに転じた。財別では、中間財のみ同▲0.9%→▲0.2%とマイナスとなったが、消費財は同+0.2%→+2.6%、資本財は同▲1.4%→+1.3%、エネルギーは同+1.6%→+0.7%とプラスになった。主要国別では、ドイツは同▲2.0%→+0.7%、フランスは同+0.5%→+2.1%、イタリアは同▲0.8%→+0.9%、スペインは同+1.6%→+0.5%と軒並みプラスとなった。5月は自動車生産が前月比+5.7%と大きく伸びており、中国で7月から導入される新排ガス規制を控え、中国向けの旧基準車の生産が一時的に増加したとみられる。今後は、米中貿易摩擦を筆頭に景気の先行き不透明感が高まっていることから、ユーロ圏の鉱工業生産は一進一退の推移が続くとみる。



(出所)ユーロスタット

○6月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（7月17日）

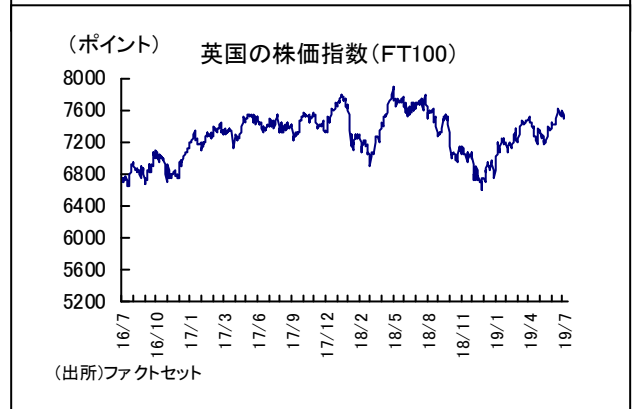
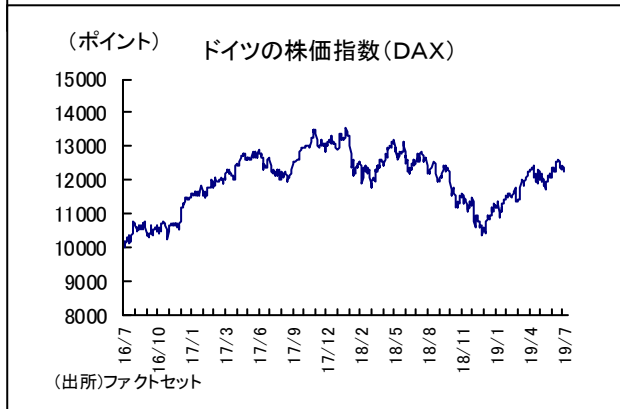
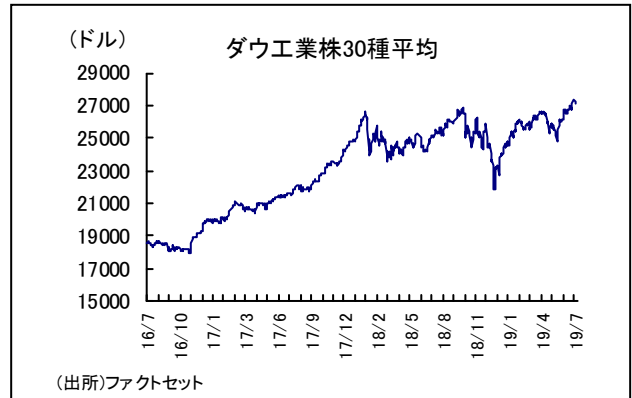
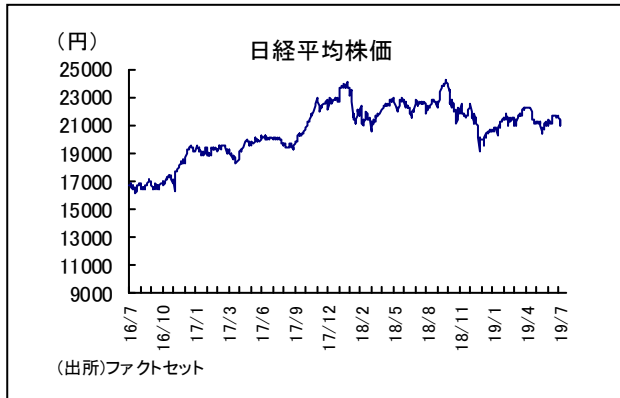
6月のユーロ圏CPIは前年比+1.3%と、前月の同+1.2%から小幅に伸び幅が拡大した。コアCPIも同+0.8%→+1.1%と伸び幅が拡大したものの、前年比+1%前後での推移が続いている。主要国別では、イタリアは同+0.9%→+0.8%、スペインは同+0.9%→+0.6%と伸び幅が縮小した一方、ドイツは同+1.3%→+1.5%、フランスは同+1.1%→+1.4%と拡大するなど、国ごとでまちまちの動きとなった。ユーロ圏景気の回復ペースは緩慢なものにとどまっております。需要が価格を引き上げる力は弱いとみられる。ECBは金融政策の舵を再度緩和方向に切っていることから、ECBは年内に追加利下げを実施し、インフレ率を中期的な目標である前年比2%程度に近づけるよう、政策調整を行なうと予想する。



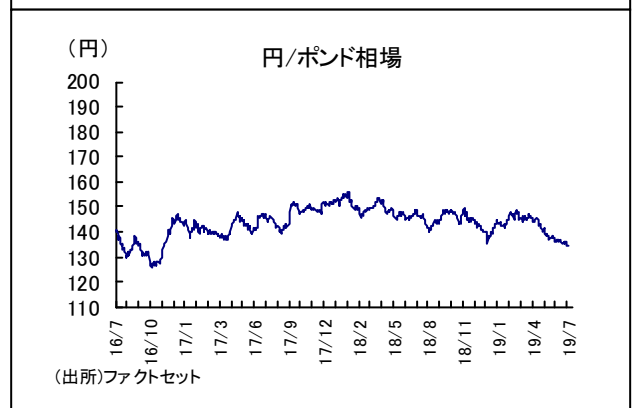
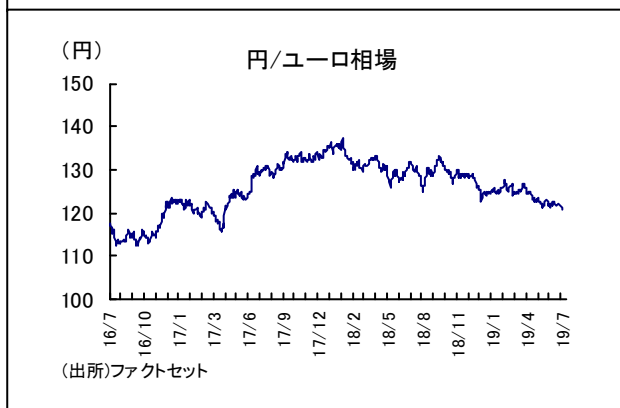
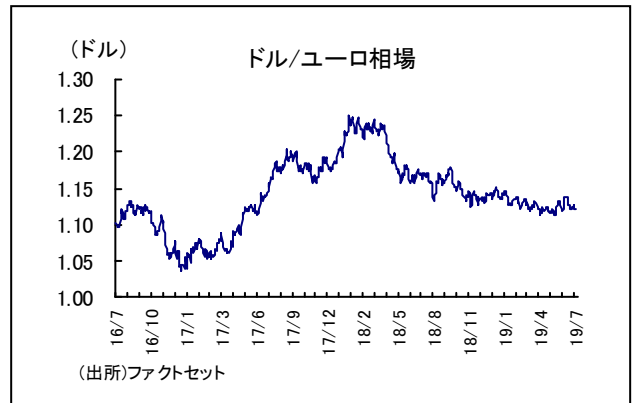
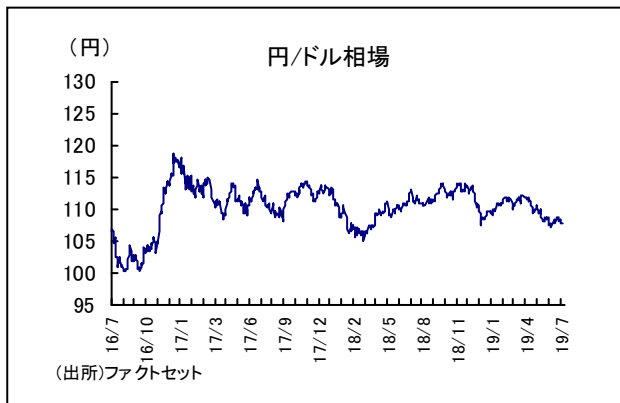
(出所)ユーロスタット

## 日米欧マーケットの動向 (2019年7月22日現在)

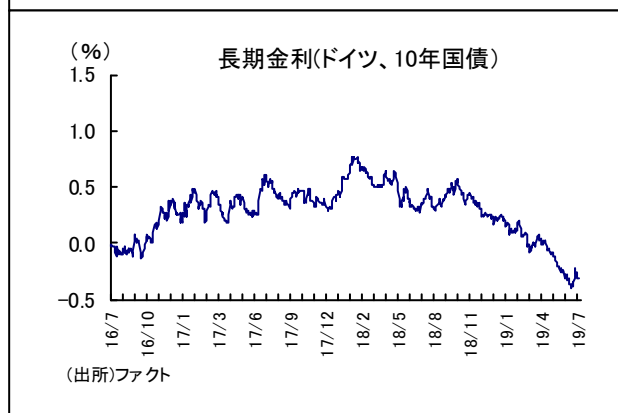
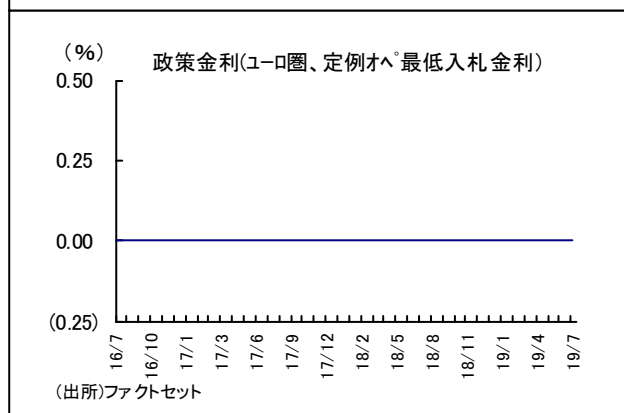
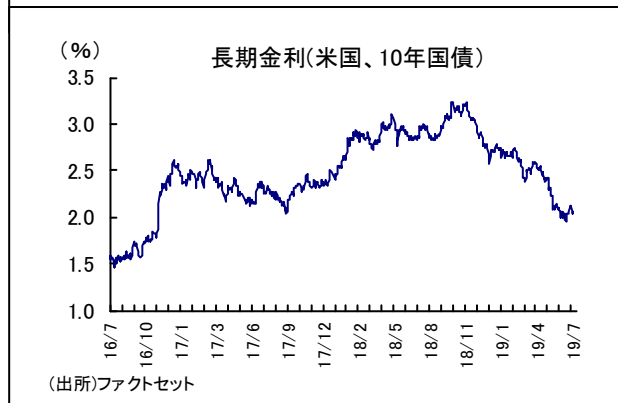
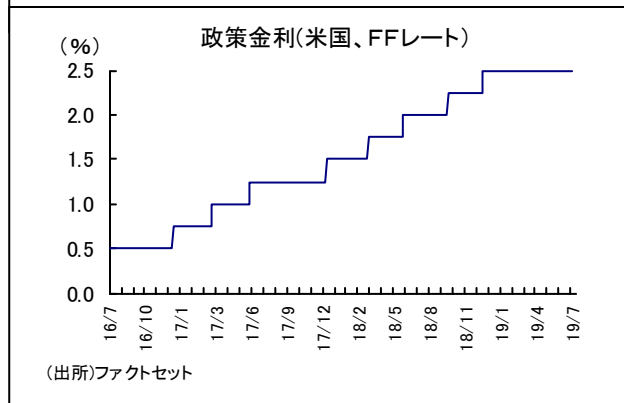
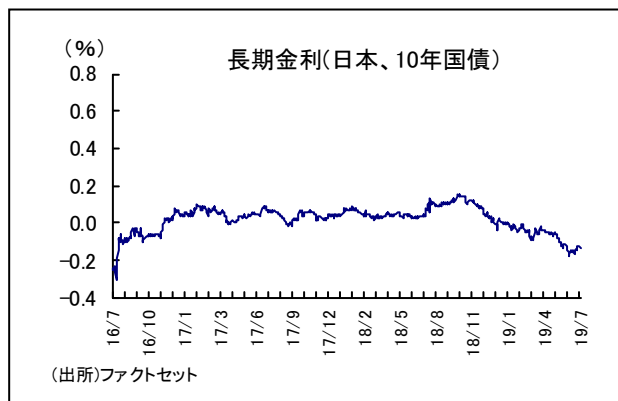
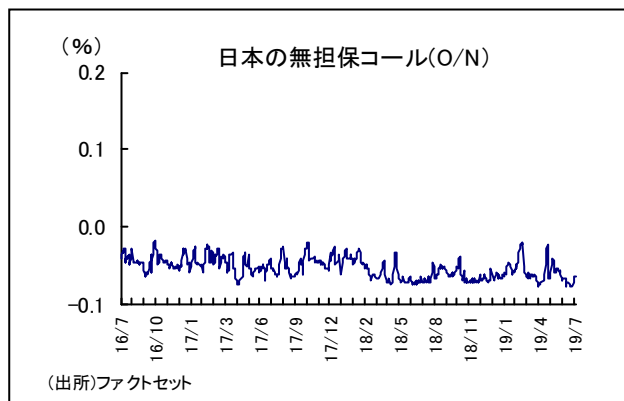
### ▽各国の株価動向



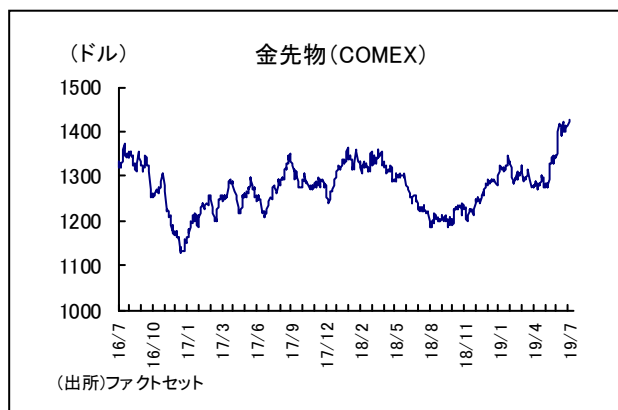
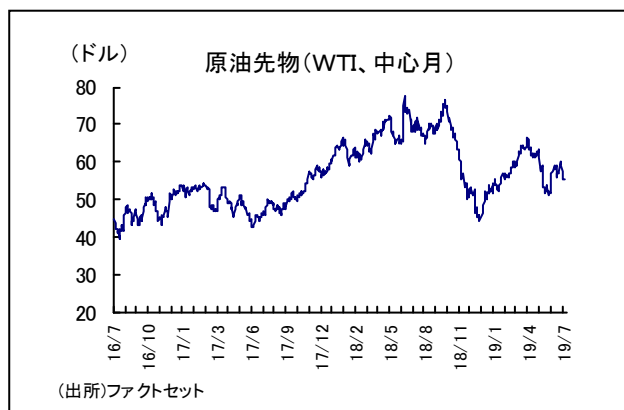
### ▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



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

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

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