



確かな安心を、いつまでも



明治安田生命

経済ウォッチ

2019年8月 第2週号

(原則、毎月第2週、4週発行) 2019年度 vol.9



<フォーカス> トランプ砲が各国中銀の緩和圧力に

執拗だった FRB(米連邦準備制度理事会)への利下げ圧力も納得の行動である。FOMC(米連邦公開市場委員会)のまさに翌日、トランプ大統領は、中国からの約5,400億ドルの輸入品のうち、これまで高関税がかかっていた残りの3,000億ドルに10%の追加関税をかけることを発表した。市場は大荒れとなり、NYダウは3日間で1000ドル以上下落、ドル・円は3円以上の円高が進む展開となった。

トランプ氏が中国の引き延ばし戦術に業を煮やしていたのは事実だろう。中国にとっては、ここまでくれば米大統領選の趨勢を見極めたい。最近やや失速気味だが、中国に対してより宥和的と言われるバイデン氏が民主党の候補者になれば、本選ではトランプ氏に優位との世論調査も出ている。逆にトランプ氏としては、大統領選前に自国有利な決着を得なければ意味がない。いずれはもう一度高関税を振りかざして、中国政府に早期の決断を迫る展開は十分に考えられたわけだが、大阪サミットでの手打ちから1ヵ月あまりでの政策転換は、北戴河会議前というタイミングを意識したのだとしても、予想を大きく上回る早さだった。

もちろん、高関税が長引けば長引くほど米国経済への影響も大きくなる。追加関税を課す品目には、米国にとっては主要な消費財である携帯やパソコン、被服、おもちゃ、靴などが含まれる。税率を25%ではなく、10%にとどめた背景には、事前の分析に基づき、ここまでなら米国経済に大きな影響を与えないとの見極めがあったとみられる。ただ、今後25%まで引き上げる展開も十分考えられる。多少無理をしても、米国の本気度を示さないことには、交渉で中国から足元を見られることになるためだ。それでも中国が突っ張り切れれば、世界同時不況シナリオの到来であり、この点、トランプ大統領にとっても賭けとなる。

トランプ大統領が、再び大きくブレーキを踏み込んだことで、FRBは否応なしにアクセル役を強いられることになりそうである。パウエル議長は、31日のFOMC後の会見で、「長い利下げサイクルの始まりではなく、サイクル半ばの調整」と述べた。実際、利下げ余地が十分でないFRBにとって、「予防的利下げ」には、累計の利下げ幅を抑えたいという含意があった。しかし、貿易摩擦への懸念が一段と増したのに加え、10月末にはブレグジットの期限も迫る。おそらく市場が織り込んでいるよりも「合意なき離脱」の可能性は高い。結局はFRBも9月には追加利下げに追い込まれることになるだろう。

ECB(欧州中央銀行)も緩和に動く姿勢を見せていることで、いよいよ日銀の尻にも火が付くことになりそうである。黒田総裁は、7月30日の定例会見で、「先行き、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれるおそれが高まる場合」と、持って回った言い方で、米国同様「予防的」に動く可能性を示した。日本の場合、10月に消費増税も控えていることを考えれば、次回9月の決定会合には要注目である。考えられるメニューはとりあえず、フォワードガイダンスの射程延長と、長期金利の変動許容幅の拡大といったところで、こうした政策に実効性が乏しいのはもちろんだが、このタイミングで何もしないこと自体が円高要因になる。ど

のみち、日本の場合、次の景気後退局面では財政が主役にならざるを得ない。(Kodama wrote)

目次

<フォーカス> トランプ砲が各国中銀の緩和圧力に.....	1	・米設備投資は緩やかな伸びにとどまると予想.....	17
・経済情勢概況.....	2	・減速する中国景気 ~高まる政策期待と顕在化する供給制約.....	20
・日銀が動くのは9月か.....	4	・主要経済指標レビュー.....	24
・回復が遅れる日本の輸出.....	11	・日米欧マーケットの動向.....	28
・コアCPIは低位での推移が続く.....	14		

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+0.80.7%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。

67月 FOMC では、~~予防的利下げが実施された~~に向けて見方を前進させた。FRB は、~~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、適切に行動するとのスタンスを示し、~~予防的利下げを継続する姿勢を示していることから、年内に追加利下げが行なわれる ~~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、景気を下支えている。今後については、米国を中心とする保護主義の高まりや、中国景気減速の影響を受け、景気は減速傾向で推移すると予想する。~~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が悪化していることにより、減速するとみる。~~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、中国景気の減速底入れを背景に、減少するとみる~~持ち直す~~とみる。輸出は、米国向けが下支えとなり、緩やかながらも回復するとみる。~~中国向けが回復することにより、持ち直す~~とみる。

ECBは76月の理事会で、フォワードガイダンスを変更し、利下げの可能性を示唆した。~~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年内に金利の階層化とともに利下げを行ない、量的緩和策再開に動くと予想する。

日銀が動くのは9月か

日銀はFOMCに先回りせず

7月29、30日に開催された金融政策決定会合では、金融政策に変更はなかった。今回はFOMCより1日早い日程だったことで、市場の一部には（利下げが現実視されていた）FOMCに先回りして動くのではないかとの観測もあったが、結果はすえ置きだった。景気判断も、「基調としては緩やかに拡大している」が維持された（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
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
19年6月20日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	

（出所）日銀

個別項目の判断についてはまず、鉱工業生産が、「弱めの動きとなっている」から、「横ばい圏内の動きとなっている」へと上方修正された（図表2）。一方、公共投資は、「高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している」から、「横ばい圏内で推移している」に変更された。横ばいとの判断は変わらないが、「高めの水準を維持しつつ」の一語が取れたことで、若干の下方修正とみなすことができよう。

また、設備投資が、「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しており、設備投資は増加傾向を続けている」から「企業収益が総じて高水準を維持す

るなか、設備投資は増加傾向を続けている」へと変更された。こちらも、「増加傾向を続けている」との判断自体に変更はないものの、業況感についての言及が削除されている。6月短観における大企業製造業の業況判断が2期連続の大幅低下となったことで、増加傾向を維持している設備投資との整合性が取れなくなったためとみられるが、だから言及をやめるというのもどうかというところ。短観発表直後の会合では、業況感に言及するのが昔からの慣例だったことを考えれば、継続性と言う意味で疑問を挟む余地がないわけではない。

(図表2) 個別項目の現状判断の推移 (下線部は変更箇所)

項目	開催月 (媒体)	評価	方向感
海外経済	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	→
	6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	→
	7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	4月 (展望レポート)	足もとでは弱めの動きとなっている	→
	6月 (公表文)	弱めの動きとなっている	↓
	7月 (展望レポート)	弱めの動きとなっている	→
設備投資	4月 (展望レポート)	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しており、設備投資は増加傾向を続けている。	↓
	6月 (公表文)	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しており、設備投資は増加傾向を続けている。	→
	7月 (展望レポート)	企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向を続けている。	→
個人消費	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	→
	6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	→
	7月 (展望レポート)	雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している	→
住宅投資	4月 (展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
	6月 (公表文)	横ばい圏内で推移している	→
	7月 (展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
公共投資	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	→
	6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	→
	7月 (展望レポート)	横ばい圏内で推移している	↓
鉱工業生産	4月 (展望レポート)	足もとでは弱めの動きとなっている	↓
	6月 (公表文)	弱めの動きとなっている	↓
	7月 (展望レポート)	横ばい圏内の動きとなっている	↑
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	4月 (展望レポート)	きわめて緩和した状態にある	→
	6月 (公表文)	きわめて緩和した状態にある	→
	7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	4月 (展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
	6月 (公表文)	横ばい圏内で推移している	→
	7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 (直近月の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	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、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。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。	→
	6月 (公表文)	先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調としては緩やかな拡大が続くとみられる。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、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。	→
	7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、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。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	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。	→
	6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	→
	7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

今回のすえ置きは予想通りだが

今回、日銀が動かなかったことに違和感はない。翌日のFOMCで利下げが確実視される状況だったとは言え、会合の直前まで市場は落ち着いており、円買い圧力も抑制されていた。早めの利下げで米景気が下支えされるという信頼感が保たれ、相場の「リスクオン」的ムードが続く間は、日銀が先回りしてまで動く必要はなかった。いかにも慌てている印象を受けるし、打てる手がいくらでも

残っているなら話は別だが、そうではないことも周知の事実である。市場の一部で実施が囁かれていたフォワードガイダンスの射程延長にしても、4月に延長したばかりであり、わずか3ヶ月後に再延長というのでは、見通しの甘さを指摘されかねない。どのみち、FRBと日銀の市場に与える力関係を比べたら、9対1くらいでFRBである。FRB要因で相場が大きく動き始めたら日銀に対抗する術はないと言ってよく、先回りして小手先の手当を弄したところで「螻蛄の斧」である。

日銀が常に気にするのは為替相場だが、すでにマイナス金利を採用しており、日銀サイドから日米金利差を動かす余地がきわめて限られているのが苦しいところである。黒田緩和の特徴が「衝撃と畏怖」と称された時代はとうにすぎ、今や、辛抱強く金融緩和を続けて、外部環境の好転を待つのが基本戦略になっている。待ち続けなければいずれは米経済が好転し、FRBが利上げに動くことで円安が進行、景況感が好転する、そうなれば日銀も、「これは日銀の金融緩和の効果だ」と誇ることができるわけだが、残念ながら足元の相場環境はそうっていない。

黒田総裁も予防的緩和を示唆

しかし、これは今後も日銀が当面動かなくていいことを意味するわけではない。今回の展望レポートでは、最後の金融政策運営のパートで、「特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との一文が追加された（図表4）。「モメンタムが損なわれる惧れが高まる場合」とは持って回った言い方だが、黒田総裁は会合後の定例会見で、「私が従来からそれまでの公表文に沿って申し上げていた、モメンタムが損なわれるような状況になれば、躊躇なく政策を検討するといった言い方よりも一歩というかやや前進して、モメンタムが損なわれる惧れが高まった場合には——まだモメンタムは損なわれていないのですが——、躊躇なく、追加的な金融緩和策を講じると、かなり踏み込んだ言い方になっています」と述べている。つまり、まだモメンタムが損なわれていない段階でも追加緩和に動く可能性があるということである。黒田総裁は、「時間的にすぐということを必ずしも意味してはいないとは思いますが」とも述べたが、「モメンタムが損なわれる惧れ」に繋がるリスクの一部はすでに具現化しているほか、今後さらに具現化する可能性もかなり高いことから、これは事実上の早期緩和予告と受け止めるのが適当である。

会見では記者から、「予防的追加金融緩和という考え方を導入された、最も大きな転換したものの原因は何でしょうか」との質問が出たが、これに対し黒田総裁は、「それはやはり、海外経済を中心としたリスクの高まりです」と述べ、「保護主義の高まりというのが一番大きなものだと思います。その他にも地政学的リスクとか、英国のEU離脱の帰趨とか、それから中国等の景気刺激策の効果の発現の時期とか、海外経済を巡るリスクは色々あって、それが高まっているという認識のもとで、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まった場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じるということを示したわけです」と述べている。黒田総裁がここで列挙している保護主義、ブレグジット、中国経済は、「物価上昇のモメンタム」にとって、すべて差し迫ったリスクになりつつある。

保護主義については、表紙（フォーカス）でも述べた通り、1日にトランプ大統領が、中国からの約5,400億ドルの輸入品のうち、これまで高関税がかかっていなかった残りの3,000億ドルに10%の追加関税をかけることを発表したばかりである。トランプ大統領が、再び大きくブレーキを踏み込んだことで、FRBは否応なしにアクセル役を強いられることになりそうである。年内には追

加利下げに追い込まれるとみられ、ECBも緩和に動く姿勢を見せていることを考えれば、日銀の尻にも火が付く相場展開となる可能性はかなり高い。

動くのは9月か

10月末にはブレグジットの期限も迫る。おそらく、市場が現時点で織り込んでいるよりも、「合意なき離脱」の可能性ははるかに高いだろう。日本の場合、10月に消費増税も控えている。政府は今後追加経済対策の具体化に着手するとみられ、日銀に協調を求める空気が醸成される可能性もある。従って、次回9月の決定会合は要注目である。筆者は、1日のトランプ大統領の発言前から、日銀が9月に動く可能性をメインシナリオにすえていたが、その可能性はさらに高まったとみる。考えられるメニューはとりあえず、フォワードガイダンスの射程延長と、長期金利の変動許容幅の拡大といったところで、こうした政策に実効性が乏しいのはもちろんだが、このタイミングで何もしないこと自体が円高要因になる。

より本格的な追加緩和が必要になった場合、とりうる手段が問題となる。黒田総裁は前回の会見でも「これまで申し上げてきた通り、追加緩和の手段としては、短期政策金利の引き下げ、長期金利操作目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速など、様々な対応が考えられます」と答えている。元来た道に戻るだけでは、マーケットインパクトはあまり期待できないが、画期的な新機軸はもはや残されていないのが現実と考えられる。従って、上記の手段を適当に、あるいはすべて組み合わせたパッケージとして打ち出し、あとは規模で調節するといった手法が考えられる。どのみち、日本の場合、次の景気後退局面では財政が主役にならざるを得ないのが現実ではある。（担当：小玉）

（図表4）展望レポートの概要（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 (2019/4/25)	今回 (2019/7/30)
現状判断	わが国の景気は、基調として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、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、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の、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。	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、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の、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。
前回の展望レポートとの比較	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。	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 (2019/4/25)	今回 (2019/7/30)
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	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

	に上昇率を高めていくと考えられる。	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均してみれば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、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。</p>	<p>①マクロ的な需給ギャップは、引き締まった状態にある労働需給や高水準の資本稼働率を反映して比較的大幅なプラスとなっており、先行きについても、そうした状態を維持するとみられる。</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は、当面、エネルギー価格を通じた消費者物価の下押し圧力となる。</p>

2. 上振れ要因・下振れ要因

	前回 (2019/4/25)	今回 (2019/7/30)
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>③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>③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 (2019/4/25)	今回 (2019/7/30)
第一の柱	<p>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。</p>	<p>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。</p>
第二の柱	<p>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。</p>	<p>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、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、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。</p>

<p>金融政策運営</p>	<p>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、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。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。</p>	<p>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、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。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。特に、<u>海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる。</u></p>
---------------	---	---

(出所) 日銀

回復が遅れる日本の輸出

足元の輸出は減速傾向

財務省の貿易統計によると、6月の輸出金額は前年比▲6.7%と、7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▲1.1%と、4ヵ月ぶりのマイナス、輸出の実勢を反映する輸出数量も同▲5.5%と、8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。

地域別輸出数量を用いて輸出相手先別の動向を見ると、これまで堅調であった米国向けの伸び幅が縮小傾向となっているほか、EU向けやアジア向けでは前年比マイナスとなっており、全体的に弱めの動きになっている（図表2）。

米中貿易摩擦の影響

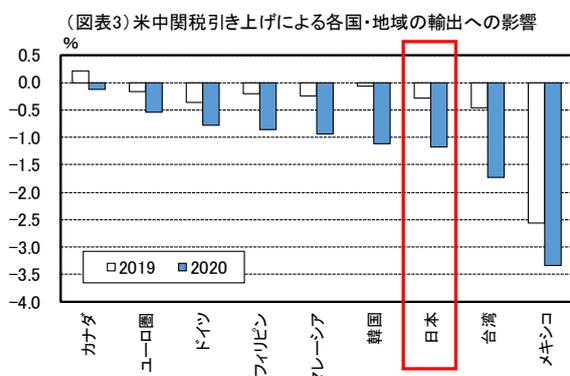
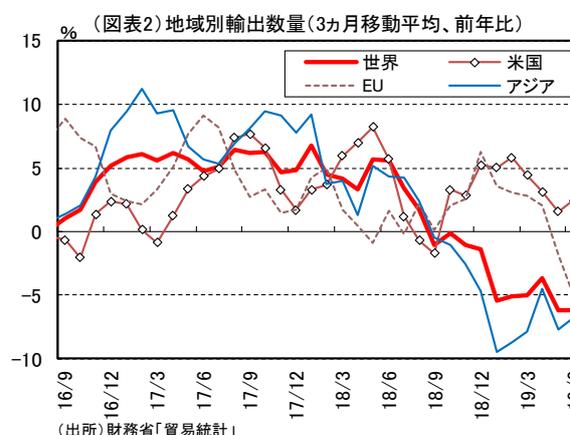
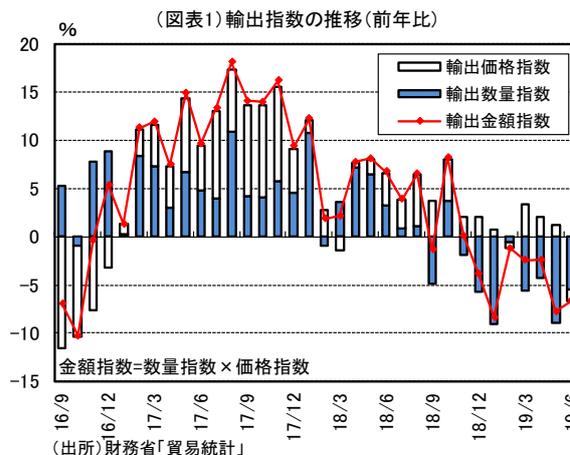
目先の世界貿易を取り巻くリスク要因として、米中貿易摩擦の激化の影響が挙げられる。5月10日に米国は、中国からの2,000億ドル相当の輸入品に対する関税を10%から25%に引き上げる決定をしたほか、対中輸入品の残り約3,000億ドルについても、9月1日より10%の関税を付与すると宣言した。今後、25%まで関税を引き上げるリスクも消えていない。

世界的な保護主義的政策の広がりについて、当社経済モデルにより、米国が対中関税を25%まで引き上げ、中国も対抗措置として対米関税を同様の25%まで引き上げた場合、日本の輸出には2019年で▲0.3%、2020年には▲1.2%の下押し圧力がかかるとの結果を得た（図表3）。▲1.2%程度であれば、短期的な影響は壊滅的とは言えないが、

モデルによる試算では、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や、消費者の不買運動といった定量化不能な事由は捨象されており、引き続きリスク要因は残る。

米国向けは再び持ち直しへ

主要輸出先である米国向けは、春先以降、一進一退の推移にとどまっている（図表4）。米国向け輸出は、消費財よりも資本財のウェイトが高いため、米国の個人消費の動向よりも設備投資の影響を受けやすい。米国の個人消費と設備投資が対米輸出に与える影響について、ベクトル自己回帰（VAR）モデルを用いて、それぞれ下振れた場合の輸出のインパルス・レスポンスを見ても、個人消費については輸出の押し下げ幅が小さく、また、押し下げが有意な期間は消費の下振れから3ヵ月



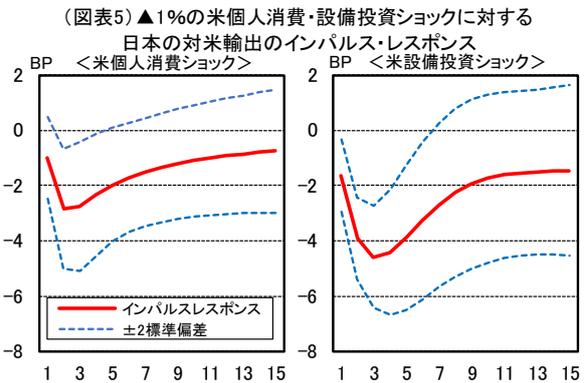
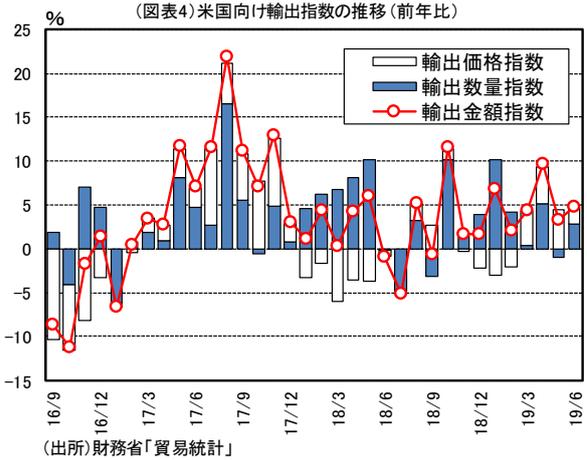
後までと、比較的影響が短期である一方、設備投資が下振れた場合には押し下げ幅が大きく、影響が有意に継続する期間もやや長い(図表5)。このため、米法人税減税の効果逡減による米国設備投資の伸び悩みの影響が、足元で資本財輸出を中心に下押し圧力となっている可能性が高い。ただ、今後については、「5G(第5世代移動通信システム)への取組みによる新規設備需要の増大が見込まれることに加え、FRBの予防的利下げも下支えとなると見込まれることなどから米国向け輸出は再び回復傾向に転じるとみる。

アジア向けの回復は年明け以降

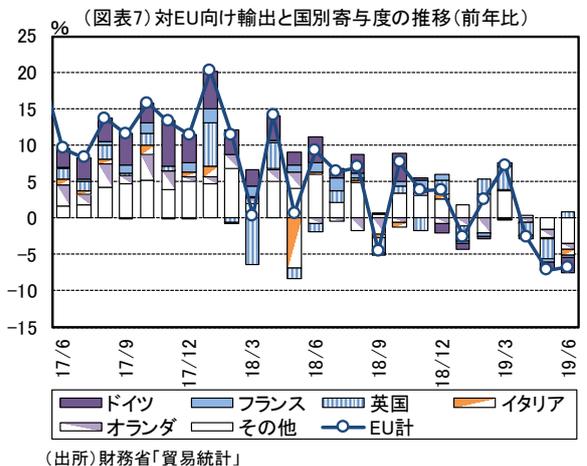
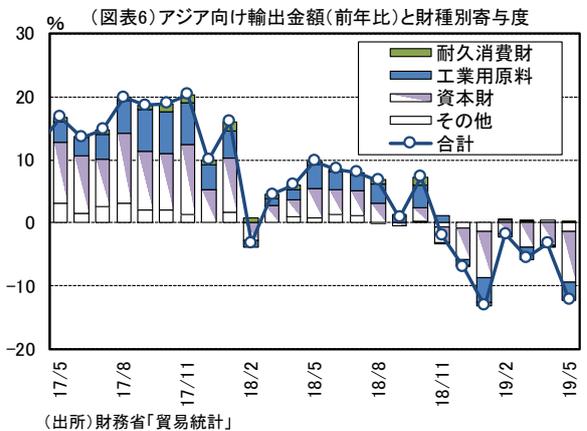
アジア向け輸出についても、米国同様、主に資本財輸出の落ち込みが全体を押し下げている(図表6)。半導体市況の世界的な冷え込みの影響に加え、米中貿易摩擦に伴う中国の貿易量縮小や、中国における集積回路の在庫調整が日本からの資本財輸出の減少につながっているとみられる。ただ、今後については、中国でのインフラ開発投資の促進や、個人向け減税等の景気刺激策の効果などから、中国向け輸出は持ち直しに転じるとみる。また、半導体市況についても、WSTS(世界半導体市場統計)によると、2020年の世界半導体市場規模は、データセンタ用設備投資の回復や、5G導入などから、前年比+5.4%と、2019年見通しの同▲12.1%からプラスに転じる予想となっており、世界的な半導体生産拠点であるアジアNIEs向け輸出も、年明け以降、持ち直しに転じると予想する。

欧州向けの弱含みが下押し圧力に

一方、欧州向け輸出については、減速傾向が続く可能性が高い。EU向け輸出金額の推移を見ると、英国向けの弱い動きが続いているほか、ドイツ、フランスなどユーロ圏主要国についてもいずれも軒並み前年比マイナスとなっており、基調の弱さがうかがえる(図表7)。欧州向け輸出のうち1/4程度を占めるドイツ向けについて、連動性の高い独Ifo景況感指数の推移を見ると、足元では欧州債務危機当時の2012年以来の低水準にまで

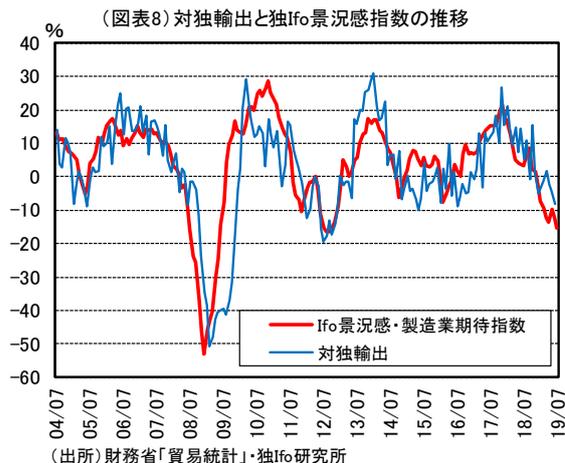


①米個人消費/設備投資、②為替レート、③日本実質対米輸出(いずれも対数値)からそれぞれVARモデルを構築、2次のラグを設定。インパルス・レスポンスの導出はコレスキー分解(①→②→③)を利用、500回のモンテカルロシミュレーションによる標準誤差を計算。(出所)米商務省、日本銀行より明治安田生命作成



悪化しており、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ことが示唆される(図表8)。英国の「合意なきEU離脱」への警戒感などから欧州の輸入需要は停滞するとみられ、欧州向け輸出は弱い動きが続く可能性が高い。

輸出全体についても、欧州向けが下押し圧力となり、年内の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。ただ、年明け以降は、中国の景気刺激策の効果や半導体市況の改善に加え、底堅い米景気に支えられる形で、次第に緩やかな持ち直しへ向かうとみる。(担当：山口)



コア CPI は低位での推移が続く

目先のコア CPI は伸び悩む

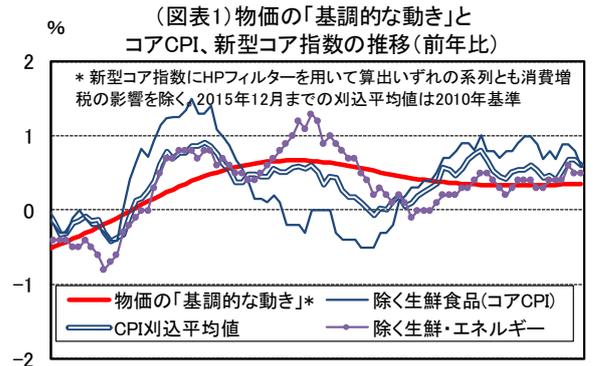
全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合物価指数、以下コア CPI）は、2017年8月以降、前年比+1.0%手前での推移が続いていたが、足元6月では同+0.6%と伸び幅が縮小している。日銀が公表しているコア指数（除く生鮮・エネルギー）や、CPI 月次平均値も+0.5%前後での推移となっており、物価の上昇圧力は弱い状況が続いている（図表1）。

足元のコア CPI の伸び幅の縮小は、原油価格の下落に伴うエネルギー価格のプラス寄与縮小の影響が大きい（図表2）。代表的な指標である WTI（ウエスト・テキサス・インターメディアート）原油価格は、2018年10月初めに75ドル/バレルまで達したのち、原油の供給過剰懸念や、世界景気の先行き不安を背景に、2019年1月には、一時40ドル/バレル台まで急落、その後も前年同時期を大きく下回る水準で推移している（図表3）。結果として、ガソリン・灯油のコア CPI の寄与は、6月にマイナスへ転じた。原油価格の変動がラグを伴って影響する電気代・ガス代も、プラス寄与幅の縮小が続いている。

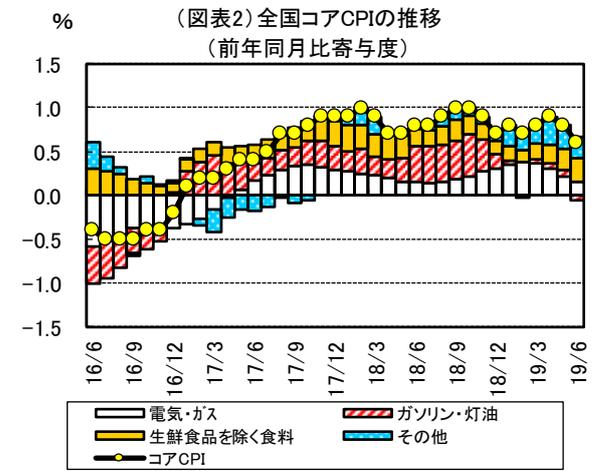
今後のガソリン・灯油の前年比について、原油価格と為替相場の当社予想（為替は107円/ドル、ドバイ原油価格は65ドル/バレルで予測期間中固定）をもとに推計すると、目先マイナスとなる見込みである（図表4）。電気代、ガス代については、原油価格の変動から7ヵ月～9ヵ月程度のラグを伴って推移するとみられるため、引き続きプラス寄与幅が縮小、秋ごろにはマイナス寄与となる見込みである。

円高による下押し圧力が徐々に顕在化

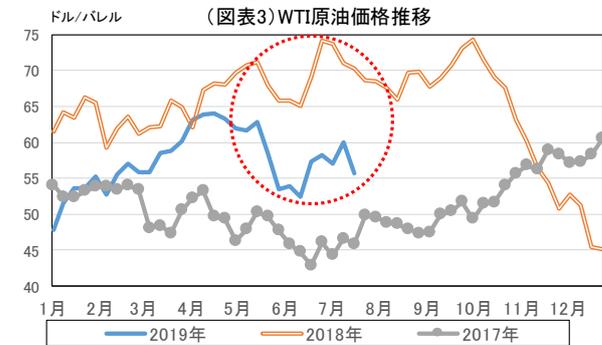
為替相場は、米中貿易摩擦の激化懸念や、FRB の政策転換への思惑などを背景に、4月以降、円高傾向で推移している。為替レートの変化は、輸入物価を通じて、消費者物価に影響を与えるため、円高の効果がコア CPI に現われるまでには時間を要する。円高による物価の押し下げ効果について、コア CPI と名目実効為替レートの時差相関をみると、ラグが9ヵ月のときに最も負の相関係数が高くなる結果となった（図表5）。



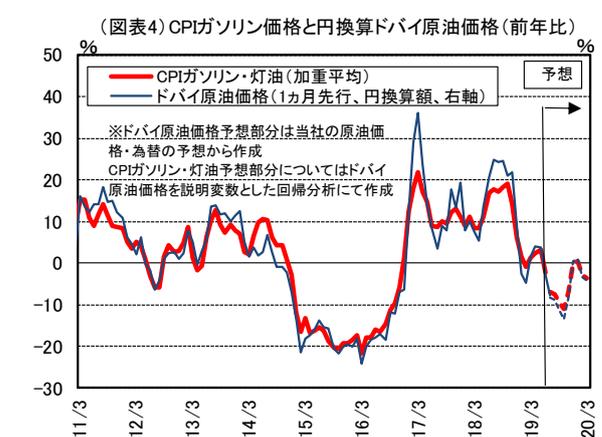
(出所) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「基調的なインフレ率を補足するための指標」より明治安田生命作成



(出所) 総務省「消費者物価指数」



(出所) ファクトセット

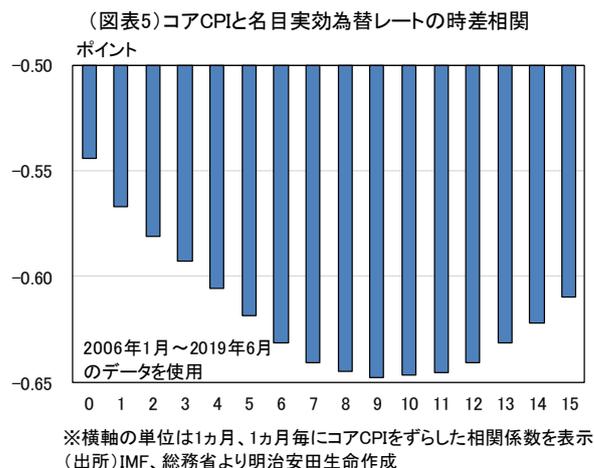


(出所) 総務省「消費者物価指数」より明治安田生命作成

足元の円高に伴う物価押し下げ圧力は、今後数ヵ月にわたって残るとみている。

携帯電話料金引き下げも物価の押し下げに

今後、新たに物価の下押し圧力になると見込まれるのが、携帯電話料金の引き下げである。通信大手2社が6月から提供開始の新料金プランを発表した。両社ともに、新料金プランは現在の通信料金よりも最大4割の値下げが可能としている。CPIにおける携帯電話通信料のウェイト(230/10,000)は、小品目別に見ると第4位となっていることから、影響は小さくない。しかし、最大4割の値下げは、家族割による値下げを含めたものである。CPIの携帯電話通信料の算定は、加入に制約条件のない割引サービスの中から選ばれるため、家族加入が条件となっているプランは対象外となる。従って、CPIの算定対象となるサービス(家族割のない個人ユーザー)の値下げ幅は限られる。実際、6月の携帯電話通信料は前年同月比▲5.8%で、コアCPIを0.03%ポイント押し下げることとなり、当初想定されていたよりも影響は限定的であった。ただ、今後については、順次新料金プランへの切り換えが進むことで、徐々に押し下げ効果が拡大するとみており、携帯電話通信料の値下げによるコアCPIの押し下げ効果は0.1%ポイント程度に達すると見込む。また、10月には、通信事業への大規模な新規参入も予定されているため、通信料の値下げ競争自体は続くと思われる、こちらも物価の押し下げ要因になりうる。



教育費無償化が消費増税による物価押し上げを一部相殺

2019年10月の消費増税対策のひとつとして、幼児教育費無償化が予定されており、こちらもコアCPIの押し下げにつながる見込みである。全国消費者物価指数の品目別で、「保育所保育料」および「幼稚園保育料(公立+私立)を合わせたウェイトは83/10,000であり、仮にすべて無償化した場合、コアCPIを0.8%程度引き下げるとみられる。ただ、3~5歳児はすべて無償化の対象になるものの、0~2歳児は住民税非課税世帯に限られていることや、認可外保育園の場合は一定額の補助にとどまることを踏まえると、実際の引き下げ効果は0.5%程度になると見込んでいる。

(図表6)高等教育無償化支援内容

	授業料減免の上限額(年額)			
	国公立		私立	
	入学金	授業料	入学金	授業料
大学	約28万円	約54万円	約26万円	約70万円
短期大学	約17万円	約39万円	約25万円	約62万円
高等専門学校	約8万円	約23万円	約13万円	約70万円
専門学校	約7万円	約17万円	約16万円	約59万円
給付型奨学金				
	国公立大学、短期大学、専門学校		私立大学、短期大学、専門学校	
自宅生	約35万円		約46万円	
自宅外生	約80万円		約91万円	

※年収270万円未満は全額、270万~300万は2/3、300万~380万は1/2(出所)文部科学省

さらに、2020年4月から実施が予定されているのが高等教育無償化である。大学・短期大学・高等専門学校・専門学校の学生のうち、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、大学の種類や世帯年収に応じて支援金額が設定されている(図表6)。私立の大学授業料はウェイトが90/10,000と、高等教育無償化が影響を与える品目のなかでは高い、一方で、各種アンケート調査等で年代別の年収分布を見てみると、40代は年収300万円未満が約10%、300万円超400万円未満が約20%と、無償化の対象となる世帯は限定されるものとみられる。平成28年度の学生生活調査報告において、家庭の収入が約500万円未満である私立大学(昼間部)学生が27.7%であることを踏まえると、高等教育無償化策の2020年度の消費者物価への押し下げ効果は0.2%程度と見込む。

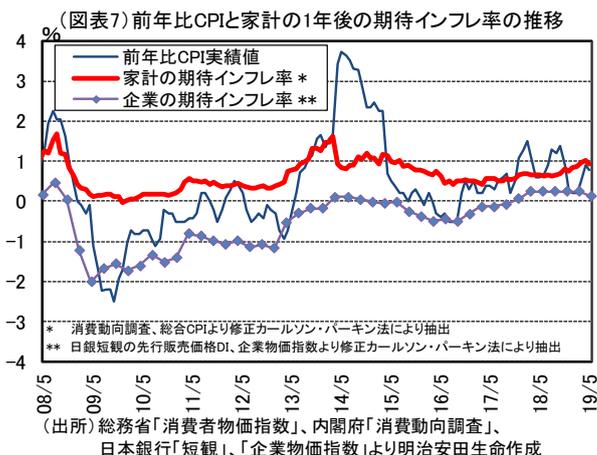
期待インフレは力強さに欠く

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も高まっている様子は見られない。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、5月は前年比+0.9%と、小幅なプラスにとどまっている(図表7)。2018年後半以降、期待インフレが上昇している要因として、2013年から2014年3月の上昇時と同様、消費増税による物価の上昇を消費者が織り込みつつある可能性が挙げられる。従って、増税後は再び低迷するものとみられる。

企業サイドでは、緩やかながらも期待インフレのマイナス幅が縮小し、2018年以降プラスに転じていたものの、足元では再び低下しており、期待インフレが高まっているとはいええない状況である(再掲図表7)。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、企業は値上げに踏み切ることが難しいことがあるとみられ、企業の期待インフレについても弱い動きが続く可能性が高い。

消費増税を踏まえても物価上昇は限定的

今後については、2018年10月以降の原油価格の急落の影響により、エネルギー価格のプラス寄与が引き続き縮小傾向で推移することが見込まれるほか、足元の円高の影響が顕在化することや、2019年6月の携帯電話料金の引き下げ、10月の教育費無償化による下押しにより、消費増税分を含めても物価上昇は限定的となる可能性が高い。期待インフレ率も高まらないなか、コアCPIは、2019年度通年では前年比+0.8% (消費増税の影響：+0.5%を含む)、2020年度通年では同+1.0% (同+0.5%を含む) と予想する。(担当：西山)



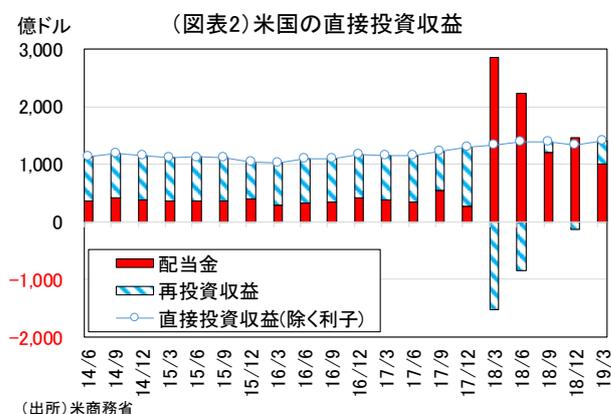
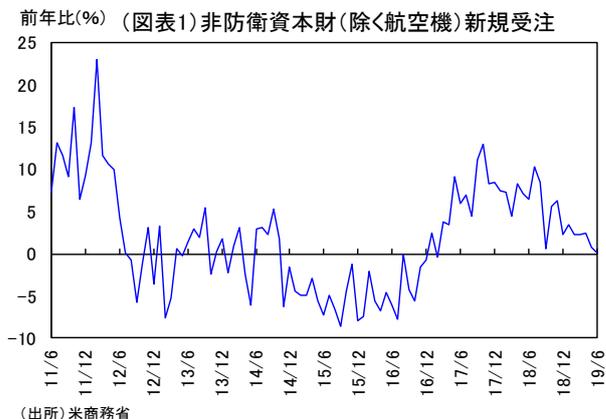
米設備投資は緩慢な伸びにとどまると予想

貿易摩擦が企業マインドの重しに

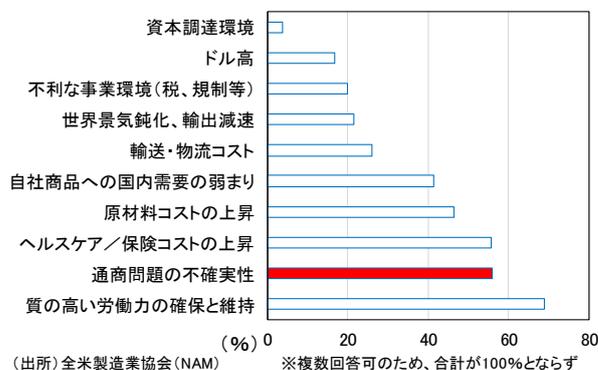
設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）は、昨年夏場以降、鈍化傾向で推移している。直近6月は前年比+0.1%までプラス幅が縮小した（図表1）。昨年の法人税減税効果の剥落や、国際課税の変更を受けて膨らんだ海外子会社利益の国内還流額縮小という税制要因のほか（図表2）、米国発の貿易摩擦激化も投資マインドに影を落としている。7月のISM製造業景況指数は51.2と、好不調の境目となる50ポイントを上回ったものの、4ヵ月連続で前月比マイナスとなった。同指数は、米中間で関税引き上げ合戦がスタートした昨年夏場から低下基調をたどっている。公表資料で示された回答者のコメントでも、中国、カナダ、メキシコへの将来の関税の不確実性が懸念されるとの声や、事業のトレンドが関税や輸出入のコストから影響を受けているといった声も示されており、貿易摩擦の影響が顕在化してきている様子がうかがえる。

設備投資の抑制要因にも

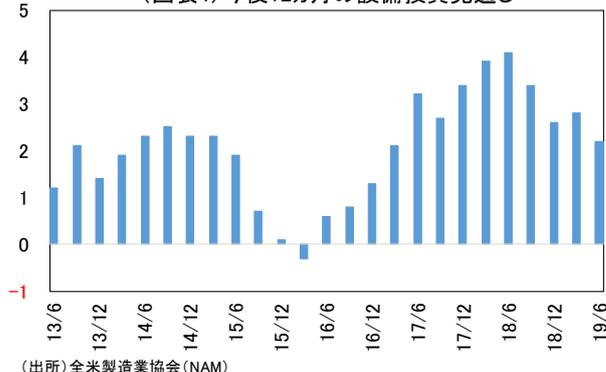
全米製造業協会（NAM）が行なった2019年第2四半期の製造業予測調査においても同様の傾向がみられる。回答企業に、「現在直面している最大の課題は何か」と聞いたところ、「質の高い労働力の確保と維持」との回答に次いで「通商問題の不確実性」が挙げられている（図表3）。「世界景気鈍化、輸出減速」や「原材料コストの上昇」などといった、通商問題が間接的に影響を与えそうな項目も含めれば、企業経営にもたらす悪影響はより大きいということになる。発表元のNAMも、「世界景気の減速と貿易面での不確実性が需要の伸びを弱めている」と指摘している。同調査で今後12ヵ月の設備投資見通しをみると、1年前をピークに緩やかながら減速基調をたどっており、2017年第1四半期以来の低水準にとどまった（図表4）。設備投資の増加を見込む向きが減少を見込む向きを上回っていることから（図表5）、今



(図表3) 現在直面している最大の課題



前年比(%) (図表4) 今後12ヵ月の設備投資見通し



のところ設備投資の腰折れは避けられそうだが、貿易摩擦は来年の大統領選に向けて継続する見込みであり、今後も協議の行方に左右される展開が続きそうだ。

資本収益率の低下も寄与

投下した資本から得られる果実が少なくなっている点も設備投資の重しとなっている。企業利益を資本ストックで除して求めた資本収益率をみると、設備投資の動きに1年程度先行する傾向がみられるが、ここ数年は緩やかな低下傾向で推移している(図表6)。資本収益率の低下は保有資産からのリターンが減少していることを示しており、企業が設備投資を増やそうとする意欲を低下させる結果に繋がる。17, 18年に多少上向いているのは、トランプ大統領の減税策を反映した面もある。

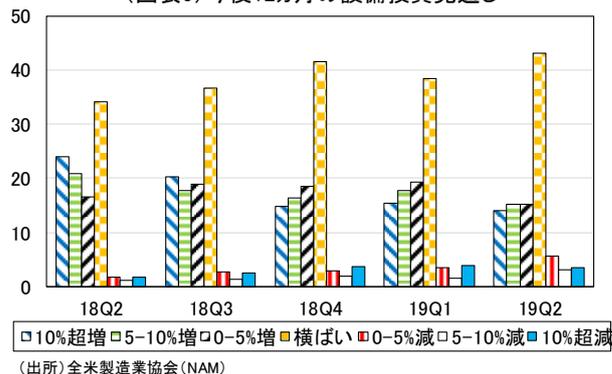
ロイター調査によれば、2019年の企業業績は前年比で鈍化が見込まれているほか、Blue Chip調査でも2019, 2020年の企業業績はともに2%近傍の低い伸びにとどまるとの見方となっており、設備投資の力強い増加は見通しにくくなっている。

金利の低下や財政懸念の後退は下支え材料

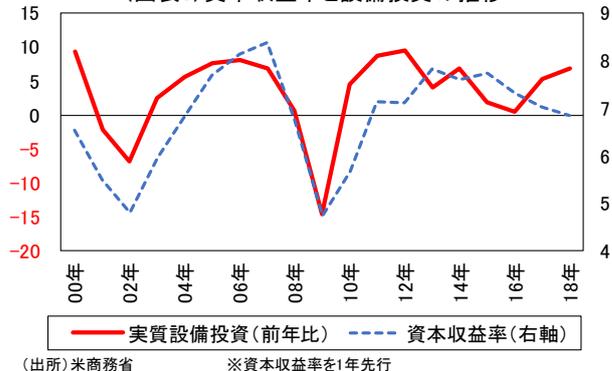
ただ、設備投資にとってポジティブな材料がない訳ではない。7月FOMCでは、海外景気の減速や貿易摩擦に伴う先行き不透明感の高まり、インフレ圧力の弱さなどを背景に予防的に25bpの利下げが行なわれた。声明文では、「経済見通しに対する新たな情報の影響を注意深く監視し続け、適切に行動する」と前回声明の文言を踏襲し、利下げバイアスを維持したことから、年内に追加利下げが行なわれる可能性が高いと考える。現状、実質ベースで見た政策金利はプラス圏で推移しているが(図表7)、今後の追加利下げによってほぼニュートラルまで引き下げられるとみており、設備投資を下支えする材料として寄与しよう。

また、7月22日、トランプ大統領と与野党の議会幹部は、連邦政府の債務上限を2021年7月まで停止することと、2020, 2021財政年度の裁量的経費を2年間でおよそ3,200億ドル増やすことで合

前年比(%) (図表5) 今後12カ月の設備投資見通し



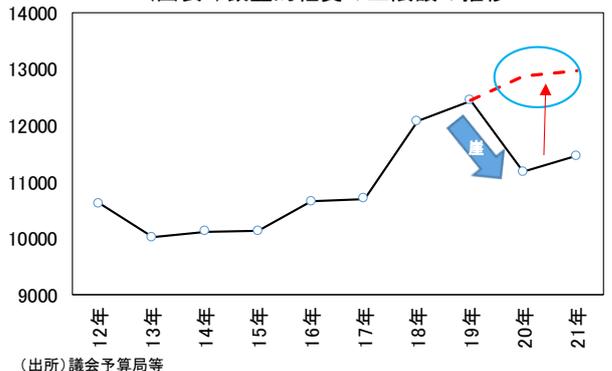
(図表6) 資本収益率と設備投資の推移



(図表7) 実質政策金利



(図表8) 裁量的経費の上限額の推移



意した。仮に、前者について合意できなかった場合、米政府は各種支払いに支障をきたし、政府機関の再閉鎖や年金・給与の支払停止のほか、国債の新規発行や利払いが行なえず、デフォルトに陥るリスクがあった。後者についても、上限の引き上げが実現しなければ、歳出額が「崖」のように減少し、米景気を下押しする可能性があった（図表8）。こうした政治面での不透明要因が払しょくされたことも設備投資にポジティブな材料と言える。

もっとも、先述のとおり、企業は貿易摩擦の動向を注視しており、不透明感が燻る限り、積極的な設備投資に踏み出しにくいと考える。設備投資は緩慢な伸びにとどまると予想する。（担当：大広）

減速する中国景気 ～高まる政策期待と顕在化する供給制約

2 四半期ぶりの減速

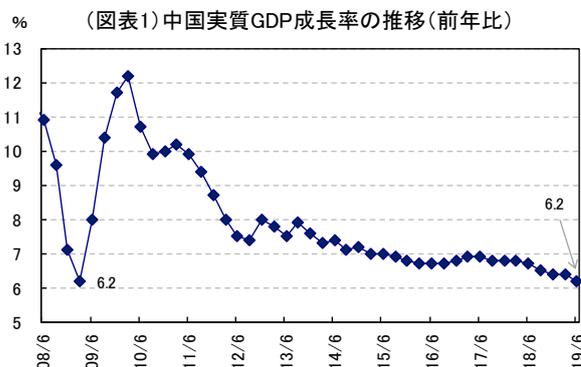
4-6月期の中国実質GDP成長率は前年比+6.2%と、1-3月期の同+6.4%から減速(図表1)、リーマン・ショック後に景気が急減速した2009年1-3月期と同水準の低い伸びにとどまった。米国による対中関税引き上げを背景に、米国向け輸出の減少が続いていることに加え、貿易摩擦に起因する先行き不透明感の高まりが、消費や設備投資の減速という形で、内需にも悪影響をもたらした結果とみられる。

輸出は一段の減少を予想

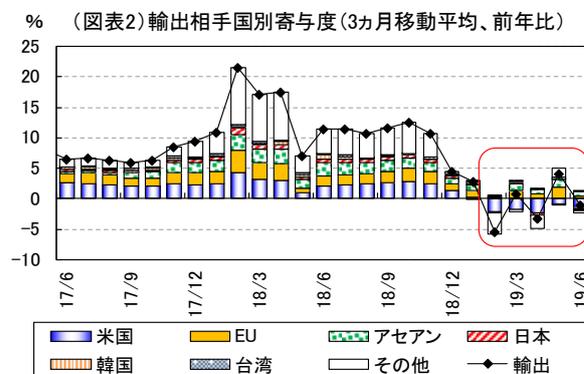
輸出は顕著に減速している。6月の輸出額(ドル建)は前年比▲1.3%、変動を均した3ヵ月移動平均値でも同▲1.0%とマイナスとなった。2018年末以降、米国向けの失速に伴い均せば前年比ゼロ近傍での推移が続いている(図表2)。米国の対中関税は、2018年7月に340億ドル、8月に160億ドル、9月に2,000億ドル相当の財について順次引き上げられてきた経緯がある。特に、昨年9月に対象となった2,000億ドルの財の輸出については、2019年5月に税率引き上げ幅が10%から25%に拡大したこともあり、今後一段と減少する懸念がある。輸出額に数ヵ月先行する傾向がある輸出受注PMIの動きからは、2019年末にかけて中国の輸出額のマイナス幅が拡大、前年比▲10~20%程度にまで落ち込む可能性が示唆される(図表3)。中国の輸出依存度(財のみ、2018年)は19%であり、中国の輸出が前年比で▲10%減少した場合、単純計算でGDP成長率を▲1.9%ポイント押し下げる。

内需は減速基調を強める

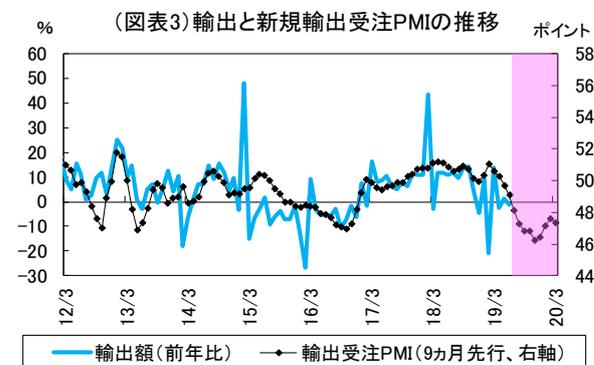
個人消費は、米中貿易摩擦の激化が、家計の消費マインドを悪化させたことで、減速傾向で推移している。足元で家計の実質可処分所得は前年比+6%台での伸びが続いているものの、実質消費支出の伸びは実質可処分所得の伸びを下回っている(図表4)。2018年10月、2019年1月に中国政



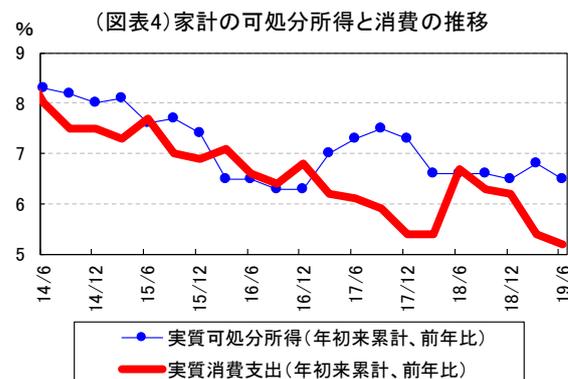
(出所) 中国国家統計局



(出所) 中国海関総署



(出所) 中国海関総署、中国国家統計局 ※輸出受注PMIは3ヵ月移動平均値



(出所) 中国国家統計局

府は所得減税（基礎控除引き上げ）を打ち出しており、家計の可処分所得も相応に増加しているとみられるが、将来の景気や雇用に不安を感じた家計が、消費を手控えている可能性がある。製造業・非製造業の雇用PMIは2018年秋をピークに低下が続いている。特に製造業では、リーマン・ショック後に景気が急激に悪化した2009年2月以来の水準まで低下している（図表5）。将来における雇用不安が、消費のブレーキになっている可能性は高い。消費が安定的に伸びるためには、景気対策を通じて家計の雇用期待が改善（≒企業の採用意欲が改善）する必要があるとみられる。

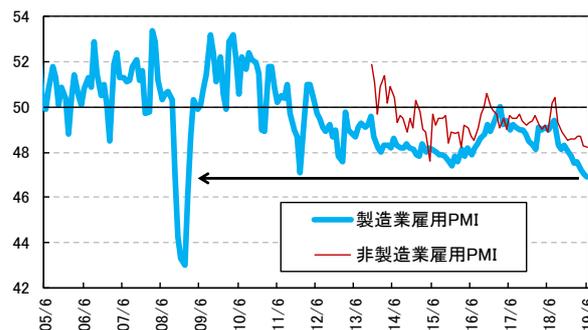
固定資産投資は、製造業投資の減速や、インフラ開発投資の伸びが鈍いことなどを背景に、6%前後の伸びにとどまっている（図表6）。固定資産投資を行なっている企業を出資者別に分類すると、国有系企業（政府出資100%、もしくは政府が筆頭株主の企業）や内資系企業は前年比+6%以上の伸びを保っているものの、香港や台湾を含めた外資系企業の伸びは足元で+1%前後に低下している（図表7）。収まる気配のない米中貿易摩擦を嫌気して、海外資本が中国での投資計画を見直しているとみられる。最近ではベトナムなどが中国に代わる新たな生産拠点として注目されており、中国本土における製造業投資の伸びが冴えない背景には、米国の対中関税を受けたグローバルサプライチェーン再構築の動きも影響している可能性がある。

高まる政策期待・下がる潜在成長率

中国政府は、第十二次五ヵ年計画において、2020年の実質GDPを2010年比で2倍にするとの目標を打ち出している。2018年までの成長率実績を踏まえると、2019年・2020年は平均して+6.2%成長が続くことが求められる。4-6月期の+6.2%という数字は、目標達成に向けた下限の数値とも評価できる。

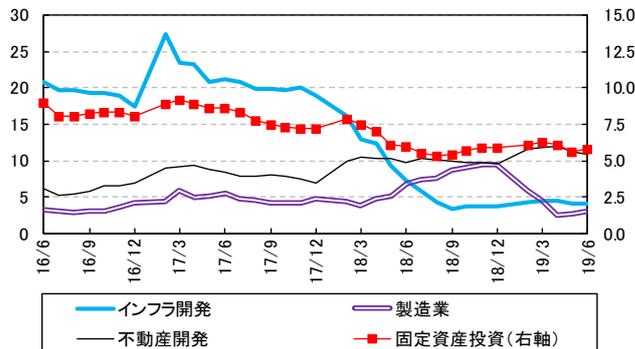
こうした状況下、市場では中国政府による景気刺激策への期待が高まっている。メニューとしては、インフラ開発投資の一段の加速、個人・法人向け減税の強化などが考えられる。中国人民銀行による預金準備率の引き下げや、中小企業向け融資に的を絞った中期貸出オペも実施されよう。また、2015年以来手をつけてこなかった、預金・貸出基準金利の引き下げも視野に入る。期限まで1年半を切った「GDP倍増計画」に向けて、中国政府は政策を総動員して景気を下支えするとみられる。

ポイント (図表5) 中国の製造業・非製造業雇用判断PMI



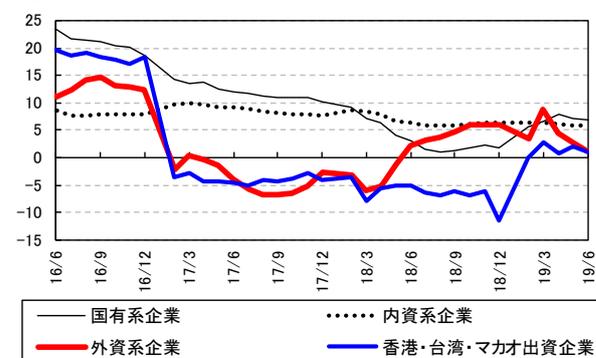
(出所) 中国国家統計局

(図表6) 中国固定資産投資の推移(前年比)



(出所) 中国国家統計局 ※年初来累計値の前年比

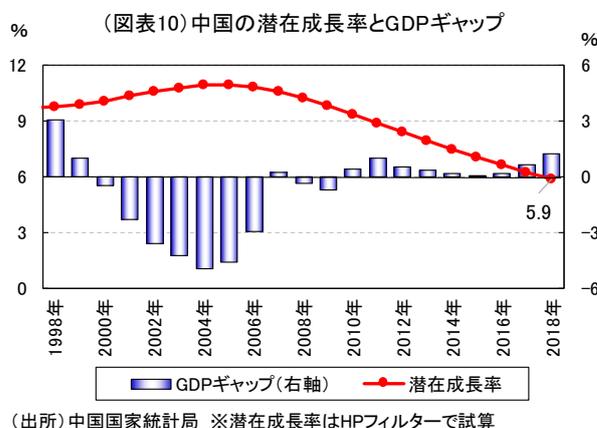
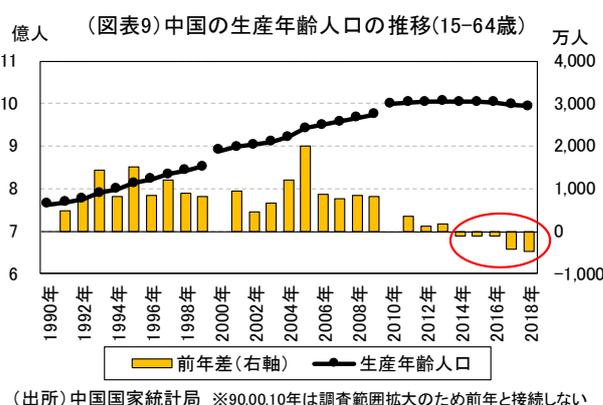
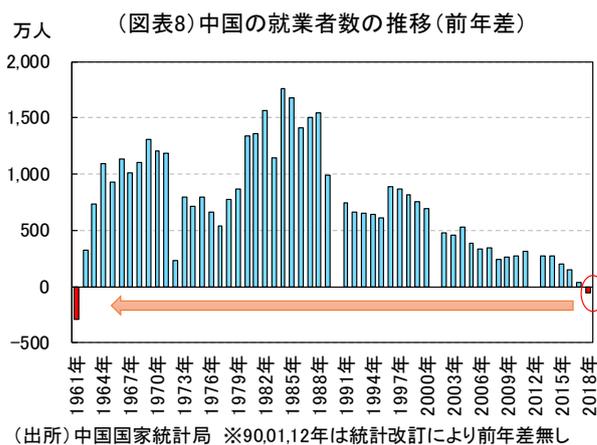
(図表7) 出資者別企業の固定資産投資



(出所) 中国国家統計局 ※年初来累計値の前年比

ただ、ここ数年の中国経済の減速は、労働力人口の減少という供給制約を反映している面もある。2018年の就業者数は7億7,586万人と、前年差▲54万人となった。公式統計上で就業者数が減少するのは、大躍進政策の影響で食糧不足に陥った1961年以来、実に57年振りである(図表8)。就業者数の減少は、米中貿易摩擦を背景とした企業の採用意欲低下の影響も考えられるが、構造要因として、中国の生産年齢人口が減少に転じていることも影響していると考えられる。中国の生産年齢人口(15~64歳)は2014年に前年比マイナスに転じており、その後徐々に減少幅が拡大している(図表9)。労働力が減少局面に入ったことに伴い、中国の潜在成長率も低下している可能性が高い。中国の実質GDP(1960~2018年)にHPフィルターをかけて求めた潜在成長率は足元で+5.9%程度、GDPギャップは+1.3%程度と推計される(図表10)。潜在成長率自体、相当の幅をもって見る必要があるが、トレンドとしては、労働投入量の伸びが頭打ちになった2000年代後半から、潜在成長率も低下傾向で推移している様子が確認できる。「GDP倍増計画」の期限である2020年が近づくなか、中国政府は目標達成に向けて景気刺激策を強化すると予想されるが、足元のGDPギャップはプラス圏であり、短期的な需要拡大策で成長率目標は達成できたとしても、結果として物価や賃金が上昇し、いずれ現実の成長率も潜在成長率並みに低下を余儀なくされよう。

加えて、その過程で蓄積される企業債務や銀行融資の健全性といった副作用が深刻化する懸念がある。2019年5月、内モンゴル自治区の地方銀行である包商銀行は、中国人民銀行(中央銀行)から流動性支援を受け、日常業務は大手行の一角である中国建設銀行が請け負うことになった。7月には、投資ファンドである中国民生投資集団が、8月2日に償還を迎える5億ドルの3年債の元利支払いが不能になった。今後、中国政府が成長率目標達成のために債務拡大を通じて景気を下支えするなか、金融システムには着実に歪みが蓄積していく



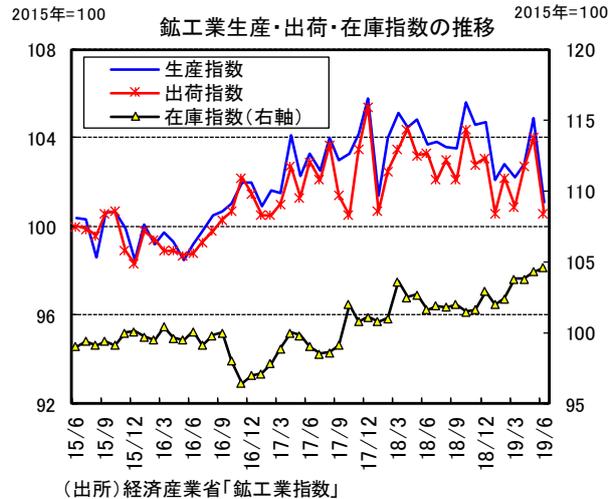
とみられる。民間非金融部門（家計＋企業）の債務残高が GDP 比で 200%を超える中国は、債務拡大に頼らない成長戦略を実施すべきと考えられるが、そうした路線転換を行なうのは、早くとも GDP 倍増計画が終わる 2021 年以降になりそうである（図表 11）。（担当：久保）

主要経済指標レビュー (7/22~8/2)

《日本》

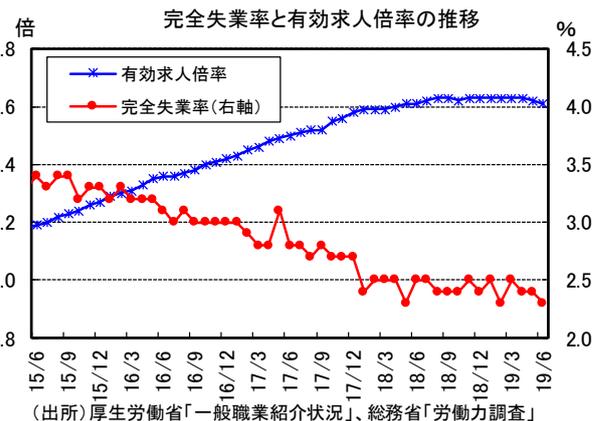
○ 6月鉱工業生産指数 (7月30日)

6月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲3.6%と大幅マイナスとなった。貿易摩擦激化への懸念が重しとなった模様。今後については、景気対策の効果で、中国景気の回復の足取りが徐々にしっかりしてくるとみていること、米国経済もFRBの予防的利下げなどを背景に底堅い推移が予想されることから、鉱工業生産は均せば緩やかな回復基調で推移する可能性が高いとみている。ただ、米中貿易摩擦の動向が引き続き懸念材料。トランプ大統領は、8月1日に新たな対中追加関税の発動を表明し、不透明感が一段と高まっており、生産の重しとなり続けよう。



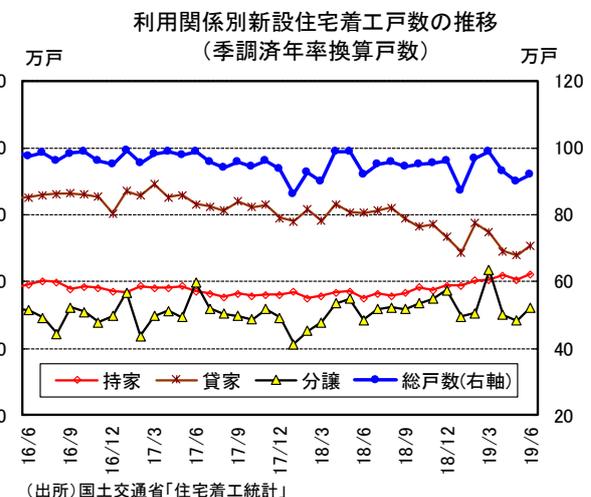
○ 6月雇用関連統計 (7月30日)

6月の完全失業率(季調値)は2.3%と、前月から0.1%ポイントの低下となった。18年以降、完全失業率は2.3~2.5%の範囲で推移しており、概ね完全雇用の水準に達しているものと推察される。有効求人倍率(季調値)は1.61倍と、前月差▲0.01ポイントと2ヵ月連続の低下、新規求人倍率(季調値)は2.36倍と前月から▲0.07ポイントの低下となった。米中貿易摩擦の激化など先行き懸念が燻っているが、米国中心に世界景気は緩やかながらも回復基調が続くとみえており、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るとみている。



○ 6月新設住宅着工戸数 (7月31日)

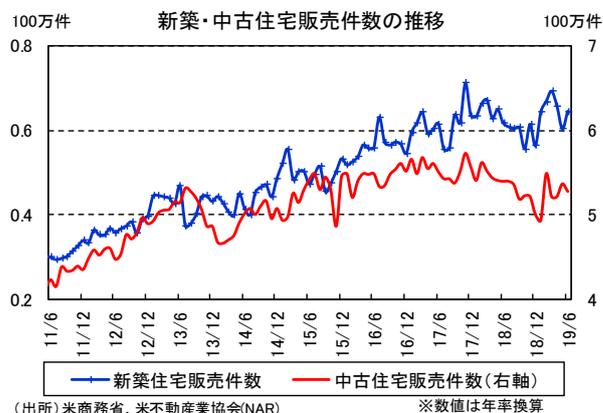
6月の新設住宅着工戸数(季調済)は前月比+2.4%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。利用関係別では、持家が同+2.6%と2ヵ月ぶりのプラス、貸家が同+4.5%と4ヵ月ぶりのプラス、分譲が同+8.4%と3ヵ月ぶりのプラスとなった。持家では、注文住宅の経過措置(3月31日までの請負契約完了ならば、消費税率8%適用)による駆け込み需要が押し上げてきたが、今後はピークアウトするとみられる。また、マンション価格の高止まり、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスなどが重しとなり、今後の住宅着工は均せば減速傾向の推移となると予想する。



《米 国》

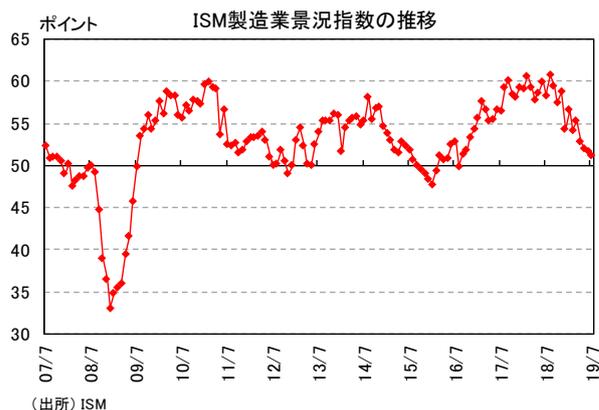
○ 6月住宅販売件数 (7月23, 24日)

6月の中古住宅販売件数は、年率換算で527万戸、前月比▲1.7%と3ヵ月ぶりに減少する一方、新築住宅販売件数は、年率換算で64.6万戸、同+7.0%と3ヵ月ぶりに増加した。建設業者の景況感を表す住宅市場指数や住宅ローン申請件数(購入)が上昇基調で推移しているほか、6ヵ月以内に住宅を購入するとする家計が増加している。中古住宅では在庫不足に伴う優良物件の減少が、新築住宅では人手不足や魅力度の高い用地不足などの供給制約がネックとなっているものの、住宅ローン金利の低下などを背景に住宅需要は下支えされる可能性が高い。実質GDPベースの住宅投資は4-6月期に6四半期連続でマイナスとなったものの、今後は次第に底入れに向かうと予想する。



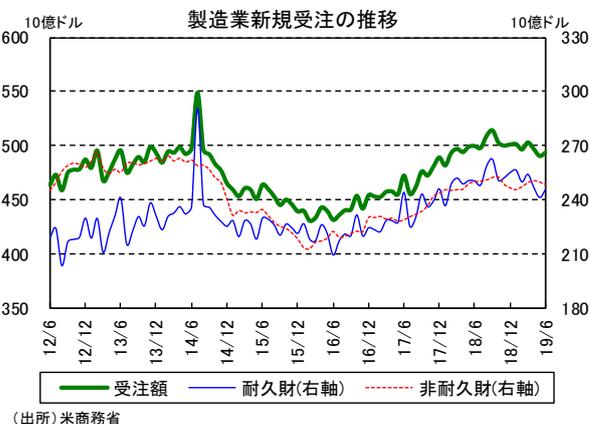
○ 7月ISM製造業景況指数 (8月1日)

7月のISM製造業景況指数は51.2と小幅ながら4ヵ月連続で前月比マイナスとなり、企業マインドが徐々に萎縮している様子が示された。もっとも、発表元のISMによれば、今回の数値は実質GDPに換算して前期比年率+2.5%成長に相当するとのことであり、米景気は堅調に推移している。構成項目別に見ると、新規受注や在庫、リードタイムが上昇する一方、生産や雇用が低下した。公表資料で示された回答者のコメントでは、関税や輸出入コストの影響を懸念する声や、関税の影響が見え始めているとの声が聴かれた。製造業は、世界景気の減速に加えて貿易摩擦の影響などから意図せざる在庫増局面に突入しており、企業マインドは今後も冴えない推移が続こう。



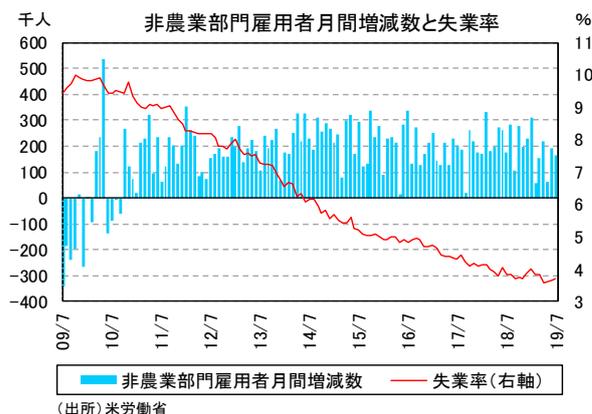
○ 6月製造業新規受注 (8月2日)

6月の製造業新規受注は前月比+0.6%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+0.1%と小幅ながら2ヵ月ぶりの増加となった。財別に見ると、非耐久財が同▲0.5%と2ヵ月連続で減少する一方、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+1.9%と3ヵ月ぶりに増加した。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)は、同+1.5%と2ヵ月連続で増加し底堅さを示した。ただ、前年比では+0.1%まで増勢が鈍化しており、世界景気の減速や米中貿易摩擦の激化による影響が顕在化してきている。今後も米中貿易摩擦の影響などから増益率の鈍化が見込まれ、非防衛資本財受注(除く航空機)は低調な推移が続くと予想する。



○ 7月雇用統計 (8月2日)

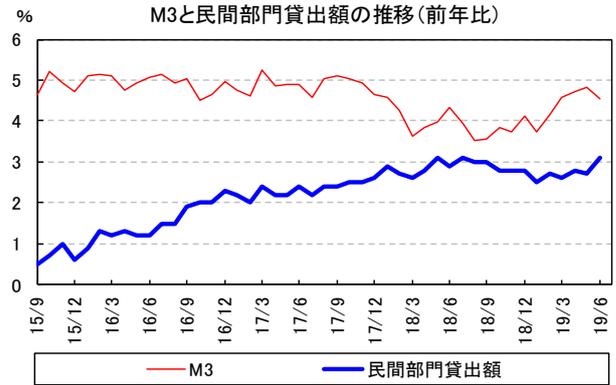
7月の非農業部門雇用者数は前月比+16.4万人と、市場予想の同+16.5万人とほぼ変わらずの結果となった。ただ、5,6月が合計で4.1万人下方修正されたほか、3ヵ月移動平均では同+14.0万人と、2018年平均の同+22.3万人から増勢が鈍化した。失業率も前月から横ばいの3.7%にとどまっており、雇用の改善ペースに頭打ち感が広がってきている。一方、時間当たり賃金は前年比+3.2%と前月の同+3.1%からプラス幅が拡大し、底堅さを示す結果となった。今後は、米国発の貿易摩擦による影響などから米景気の回復ペースが緩やかになるなか、企業収益も緩慢な伸びにとどまることが見込まれ、雇用・所得環境の改善は頭打ち傾向が続くと予想する。



《 欧 州 》

〇6月ユーロ圏マネーサプライ (7月24日)

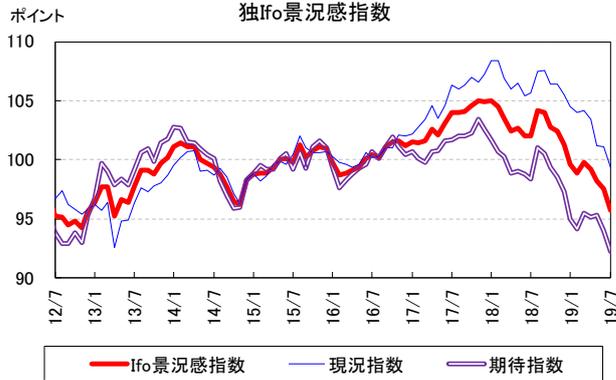
6月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+4.5%と、5ヵ月ぶりに伸び幅が縮小した。ただ、民間向け貸出額は同+2.7%→+3.1%と、伸び幅が拡大した。民間向け貸出額の内訳では、家計向けは同+3.1%と前月と同じ伸び幅となったものの、非金融企業向けは同+2.7%→+3.1%と伸び幅が拡大した。7月の理事会で、ECBはフォワードガイダンスを変更し、将来における利下げの可能性を示唆した。足元では、インフレ率も低い伸びにとどまっていることから、ECBは年内にも追加緩和策を行ない、金利の階層化とともにマイナス金利を深掘りし、量的緩和策の再開を決定すると予想する。



(出所)ECB

〇7月ドイツIfo景況感指数 (7月25日)

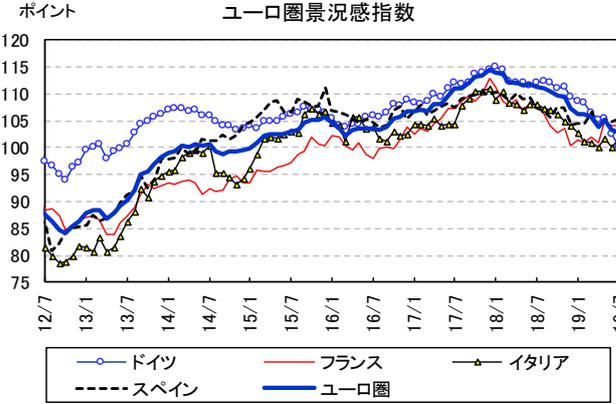
7月のドイツIfo景況感指数は95.7と、4ヵ月連続で悪化した。内訳では、現況指数は101.1→99.4、期待指数は94.0→92.2とそれぞれ悪化した。産業別景況感では、建設業のみ23.0→23.3と改善したものの、製造業は1.3→▲4.3、サービス業は20.3→17.7、小売・卸売業は7.9→1.4と悪化した。8月1日、米トランプ大統領はおよそ3,000億ドル相当の中国製品に、追加的に関税引き上げを宣言した。米中貿易摩擦は一段と激化しており、外需主導による成長を続けてきたドイツ経済にとり、世界貿易の縮小は成長の足枷になるとみられ、ドイツ景気は減速傾向をたどると予想する。



(出所)Ifo経済研究所

〇7月ユーロ圏景況感指数 (7月30日)

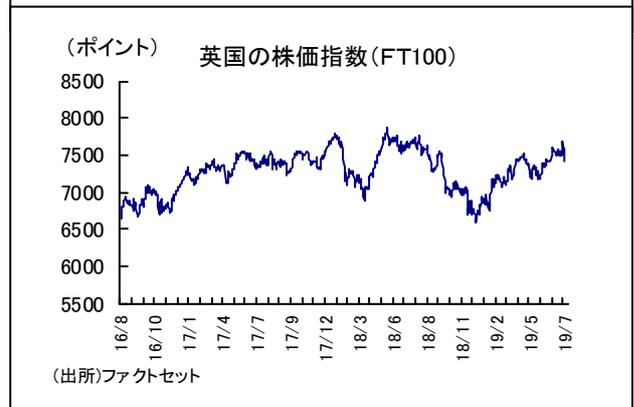
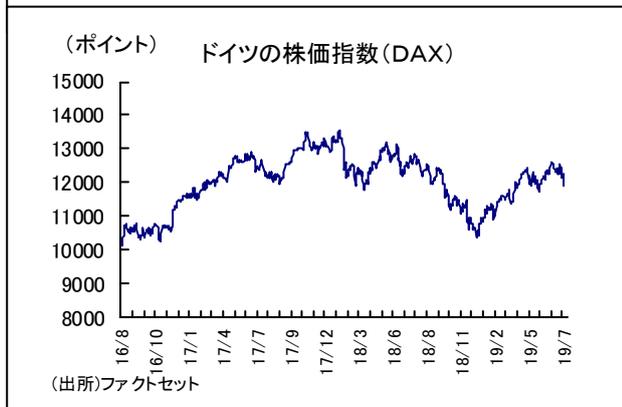
7月のユーロ圏景況感指数は102.7と、2ヵ月連続で悪化した。構成項目別では、消費者信頼感(▲7.2→▲6.6)のみ改善したものの、鉱工業景況感(▲5.6→▲7.4)、サービス業景況感(11.0→10.6)、建設業景況感(7.6→5.0)、小売業景況感(0.1→▲0.7)が悪化した。主要国別では、イタリア(100.2→101.6)、スペイン(104.8→105.4)が改善、フランス(104.1→104.1)が横ばいで推移したものの、ドイツ(102.6→100.2)が悪化した。ユーロ圏の景況感には、英国のEU離脱交渉や米中貿易摩擦などに左右される状況が今後も継続すると予想される。米中貿易摩擦は一段と激化しており、米中貿易の縮小や中国景気の減速を背景に、ユーロ圏景気には当面下押し圧力が加わるとみられる。



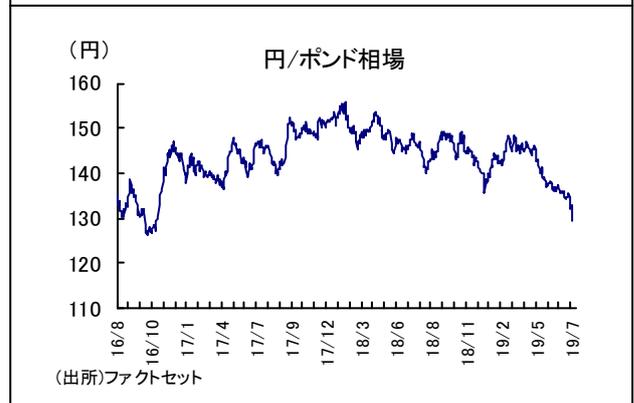
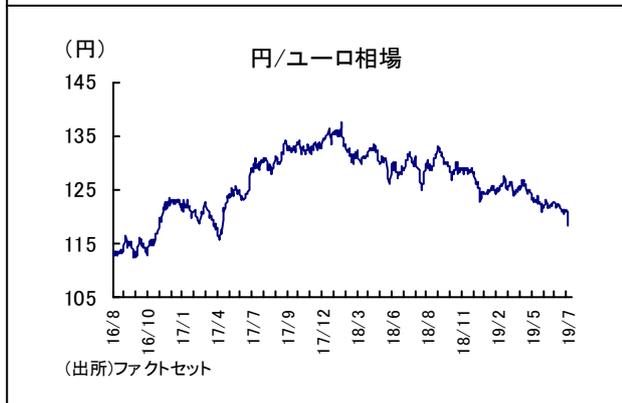
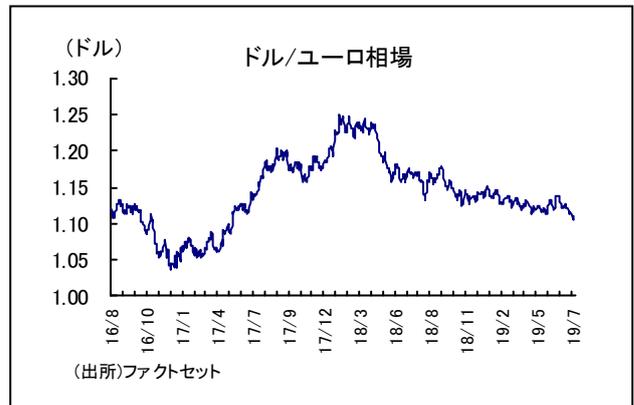
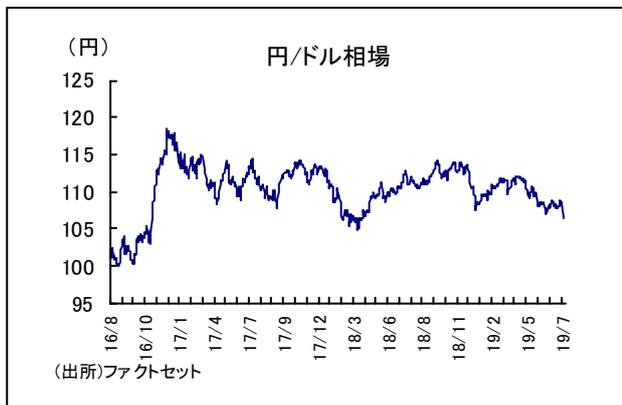
(出所)欧州委員会

日米欧マーケットの動向 (2019年8月5日現在)

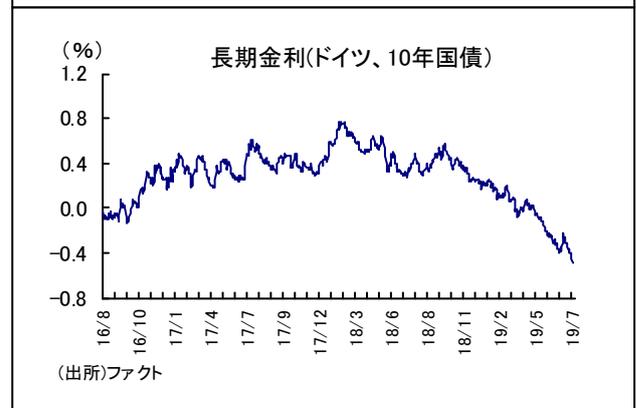
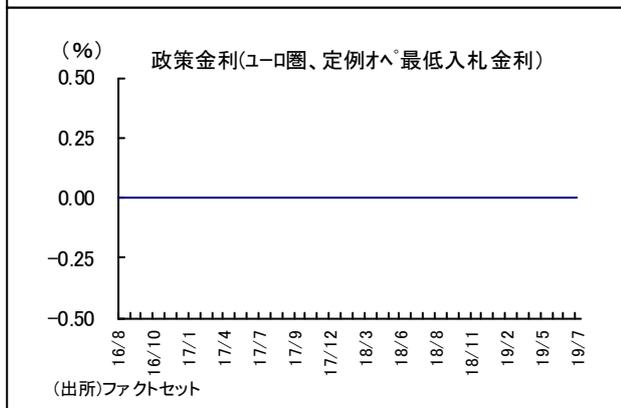
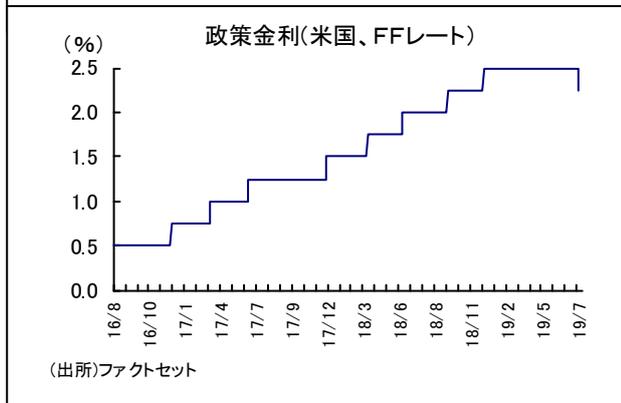
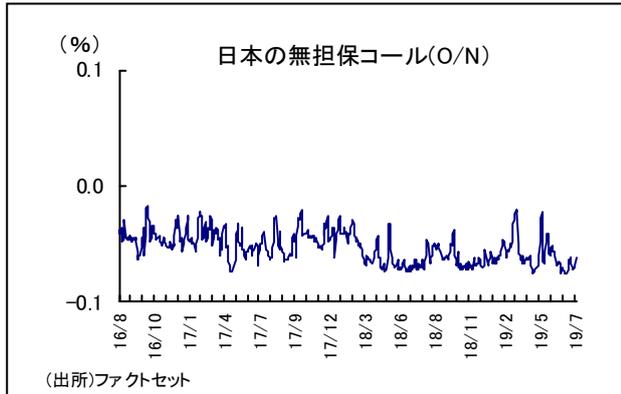
▽各国の株価動向



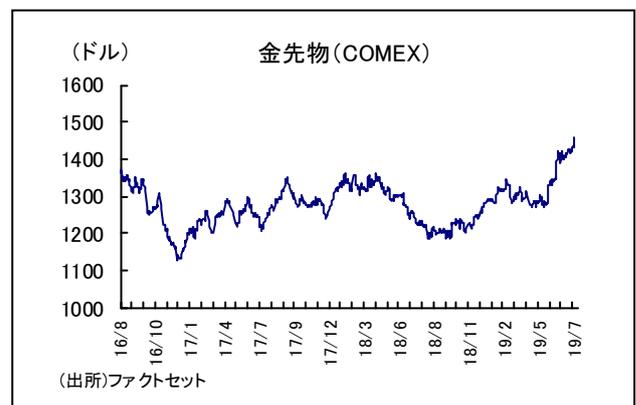
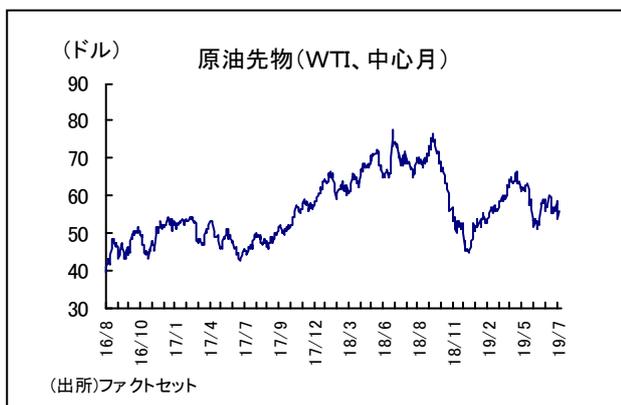
▽外為市場の動向



▽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