



## 〈フォーカス〉FEDの利下げ観測が高まる

金曜に発表された5月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月から7万5千人の増加と、市場予想を大幅に下回ったにもかかわらず、ダウ平均は逆に263ドルの上昇で終えた。メキシコの制裁関税無期延期報道が好感されたこともあるが、弱い雇用統計を受け、FEDの利下げ期待が高まったのも大きく影響している。すでに、4日にパウエル議長が、「適切に行動する」と、利下げに含みを残すコメントを残して以来、相場の雰囲気は一変、その後週末までのダウ平均の累計の上昇幅は1,164ドルに達している。

相変わらずのFEDパワーを見せつけられた思いだが、実際、FEDがある程度予防的な利下げに動く可能性は高まってきている。米景気は堅調推移が続いているとはいえ、リスクは明らかに下振れ方向である。最も大きな要因である米中貿易摩擦への懸念が近いうちに払拭される可能性はまずない。大統領選を控え、トランプ大統領は米中対立の持続をむしろ必要としている。加えて、英国では、強硬離脱派の新首相が誕生する可能性が有力である。EU離脱期限の10月末にかけて、市場は神経質になることが予想される。

弱い経済指標にもかかわらず、株価が上昇するのは、FEDが利下げで景気を支えてくれるという信頼感が維持されているからだ。利下げ予想と景気後退予想は表裏一体であり、ひとたびFEDの手腕に疑念が生じたときの市場の反動はきわめて大きなものとなるリスクがある。加えて、利下げ余地が大きいことも、FEDにとっては逆に早めに動く誘因になりうる。過去の景気後退局面で、FEDは平均5%の利下げを実施してきたが、足元の政策金利は2.5%しかなく、もしリセッションに陥った場合、あっという間に利下げ余地を吐き出すのは目に見えている。予防的に動いた方が、結果的に追加利下げを小幅にとどめられる。

予防的な行動という点では、FEDには苦い記憶がある。2000年代初頭のITバブル崩壊後、FEDは日本の轍は踏まないとして、ある程度予防的かつ大幅に政策金利を引き下げた。結果として、恐れていたデフレ転落は免れたものの、その後のサブプライムバブル勃興を招いたと批判された。こうした中長期的なリスクに注意を払うのは当然だが、今は、短期的な下振れリスクへの備えを優先すべき局面のように思われる。幸いなのは、労働需給の引き締めりにもかかわらず、インフレ圧力がほとんど見当たらないことである。足元の状況では、早めの利下げがインフレや中長期的な不均衡を招くリスクより、利下げが遅れた時の景気後退リスクの方がはるかに大きいのではないか。

日銀も、FEDの動きを固唾をのんで見守っているだろう。FEDは、利下げ余地がなくなった場合の備えとして、長期金利を操作対象にするなどの新たな緩和措置を検討中と伝えられているが、それは長期ゾーンまで含めた世界的なマイナス金利時代が到来しかねないことを意味する。その場合、強い円高圧力がかかるのは確実だが、日銀側から日米金利差を拡大させる余地はほとんどない。株価が上がっている間は、円高圧力は抑えられることから、日銀にとってもむしろ早めに利下げをしてもらった方が助かるともいえる。いずれにしても、金融市場はFEDの金融政策運営に一喜一憂する日々が続くだろう。(Kodama wrote)

## 目次

〈フォーカス〉FEDの利下げ観測が高まる	1	減速続く中国製造業が世界経済の重しに	7
・経済情勢概況	2	・主要経済指標レビュー	11
・「合意なきプレグジット」の蓋然性が高まる	3	・日米欧マーケットの動向	16

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、中国をはじめとした海外景気の持ち直し等により、秋以降緩やかに持ち直すとみる。

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。

金融政策については、成長ペースが緩やかになるなかでインフレ圧力は限定的なものにとどまるとみられ、少なくとも2020年末まで政策金利はすえ置かれると予想する。ただし、貿易摩擦が一段と深刻化する場合にはFRBは予防的利下げを実施しよう。

**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（TLTRO III）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。

「合意なきブレグジット」の蓋然性が高まる

メイ首相が辞任発表

英国のメイ首相が、5月24日に保守党の党首辞任を発表した。状況がどんどん絶望的な方向に傾くなか、最後まで眼光炯々と踏ん張ってきたメイ首相だが、最後に刀折れ矢尽きた形で、会見で声を震わせる姿は印象的であった。

残留派、離脱派ともに一枚岩ではなく、もはや四分五裂した英国議会で、「過半数もの」賛同を得られる離脱案をまとめるのは、「ミッションインポッシブル」に近いものがあつた。結果だけみれば、EUとの間で、修正不能なレベルにまで離脱案を詰めてから議会を強行突破しようとしたメイ首相の戦略は失敗だったということになる。ただ、議会で事前調整しようにも、議論百出で容易にまとまらず、たとえまとまっても、EUにまともに相手にされないレベルのものしか作れなかったのは容易に想像がつく。英国議会の混迷ぶりを見ていると、結局、どういう手順を踏んでも、「合意なき離脱」は避けられない運命なのではないかと思えてくる。

議論の時間は少ない

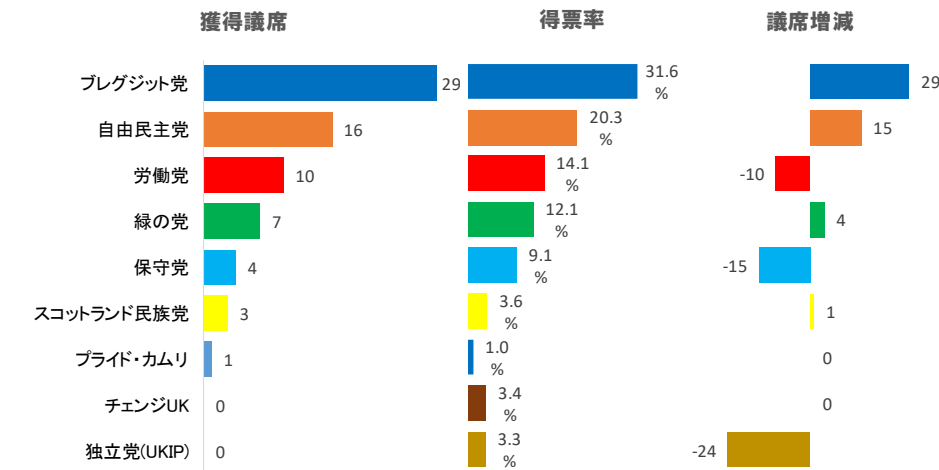
メイ首相は6月7日に正式に党首を辞任した。今後、新党首が選出されるまでは、メイ氏が首相の座にとどまる。新党首の候補者は乱立気味で、10人以上が名乗りを上げている。今後は、6月10日までに立候補を締め切り、その後保守党議員による投票に移る、投票のたびに得票数の最も少ないひとりが順次脱落するというのが従来の方式だったが、今回は時間短縮のため、まずは立候補者に8人の推薦人を求める。第一回の投票で16票、第二回で32票を獲得できない候補者は脱落し、その後の投票では最も得票数の少ない候補が脱落、6月20日までに決選投票に進む2候補者に絞り込む。最後は一般党員投票で、7月22日の週の新党首選出、26日までの首相選出という運びとなる。

新首相の下で、EU離脱の議論の時間を少しでも長く確保しようという試みだが、背景には、すでに十分な時間が残されていないという現実がある。離脱期限は10月31日まで延長されたが、英国議会は、7月下旬から少なくとも8月いっぱい夏季休会となる。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。

どのみち、離脱協定の変更を巡る議論はしないとのEU側の姿勢は、議論の時間にかかわらず変わらないだろう。したがって、

(図表1)欧州議会選挙における英国の結果

誰が首相になっても、EU側からより有利な条件を引き出すのは難しい。合意のためには英国側が妥協するしか道は残されていないように見えるが、新首相の最有力候補は、強硬離脱派の代表格であるボリス・ジョンソン氏である。氏は、合意があろうとなかろうと10月末には離脱するとのスタンスを明らか



(出所)BBC

にしている。ジョンソン氏とて元々は残留派に近く、その都度微妙に立ち位置を変えてきたことを考えれば、首相就任後にどのような交渉スタンスをとるかは不透明な部分が残る。しかし、少なくとも、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、氏にとっては自殺行為だろう。ジョンソン氏が新首相になることが決まったわけではないが、「合意なき離脱」の確率が高まっているのは確かである。

**欧州議会選挙は「決められない政治」への不満を映す**

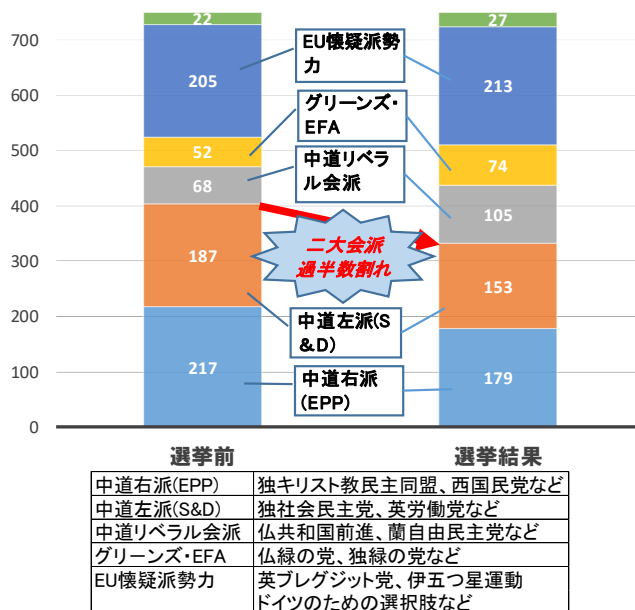
ジョンソン氏が新首相ならずとも、EU側、英国側とも「ブレグジット疲れ」が蔓延していることを考えれば、再度離脱期限を延期してまで議論を続けようという気力が残っているかどうかは疑わしい。国民も同様で、再延期との事態になれば、保守党の支持率が地に落ちるのはもちろんのこと、新首相への幻滅も避けられない。5月末の欧州議会選挙では、保守党、労働党の2大会派が大幅に議席を減らす一方、ブレグジットの立役者のひとりであるファラージ党首率いるブレグジット党と、逆にEU残留派の自由民主党という左右両党が大躍進する結果となった(図表1)。ファラージ党首の古巣であるUKIPは逆に全議席を失うなど、合意なき離脱を支持する声が著しく高まっているわけではないが、「決められない」既存政党への不満と失望が強まっているのは疑いのないところである。欧州議会選挙全体でも状況は同じで、中道右派、中道左派という二大会派が大幅に議席を減らす結果となっている(図表2)。

**解散総選挙、再度の国民投票ともハードルは高い**

単に期限を延長するだけでは堂々巡りの議論が続くだけである。状況を打開するための手段があれば期限延期の大義名分にできるが、例えば解散総選挙、再度の国民投票とも現状ではハードルは相当高い。解散総選挙には下院議員の3分の2の賛成が必要だが、現時点で解散すれば保守党は自民党、ブレグジット党に次ぐ第3位に転落するとの分析もある。そうなれば、少なくとも過去100年間で初めてとのことである。こうした状況下で、保守党の現職議員が進んで解散総選挙に賛成するとは考えにくい。

解散総選挙への道筋としては、議会が、強硬離脱派の新首相に対し内閣不信任案を提出・可決するパターンもありうる。議会はすでに示唆的投票(indicative votes)において、合意なき離脱を圧倒的多数で否決している。この場合、次期首相は超短命に終わる可能性も出てくる。合意なき離脱とて、首相がやみくもに突き進めば実現するわけではなく、議会調整が必要になるということだが、示唆的投票と内閣不信任案とでは投票行動の重みが違う。不信任案可決に続く総選挙での大敗北が不可避であることを踏まえれば、反党行為に及んでまで、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はまずいないと考えられる。ある意味究極の選択ともいえるが、強硬離脱派

(図表2)2019欧州議会選挙結果



(出所)欧州議会

の新首相が選ばれるのであればそれが民意であり、議会としても合意なき離脱やむなしの方向に傾いていくのではないかと。もちろん、総選挙を経たからと言って、英国の手詰まり状態が改善する可能性は低い。

再度の国民投票が状況を打開する手段となるようにも見えない。むしろ、余計混迷を招くだけだろう。メイ首相が述べている通りで、すでに民意が出ているものをやり直すというのは、民主主義の否定にはかならない。残留派は、EUへの負担額等々で、離脱派が嘘のキャンペーンを張っていたと主張するが、あらゆる選挙は誇張や嘘が飛び交うもので、その見極めまで含めての選挙である。そもそも、嘘や誇張が明らかになった今でも、世論調査では残留派と離脱派が拮抗している。

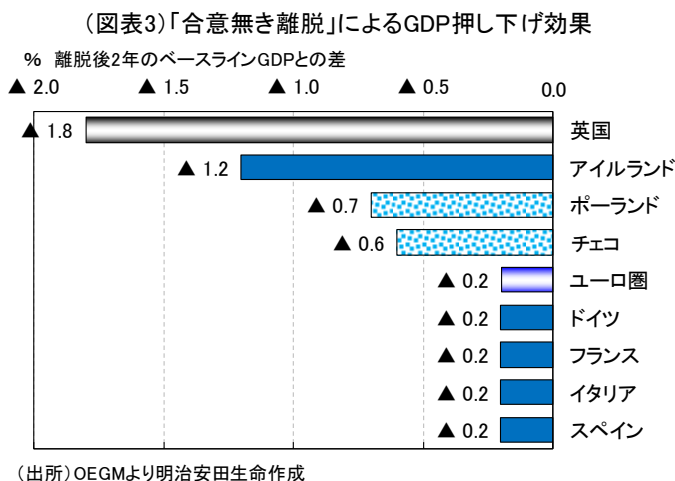
問いの立て方も問題となる。議会が離脱の方法をめぐってここまで揉めてきたことを考えれば、次回は単に離脱か残留かの二者択一を問うのではなく、どのような形の離脱なら許容できるのかも選択肢に加える必要があるだろう。しかし、その問いの決め方から議会が紛糾するのは目に見えている。国民に直接問う内容が複雑化すればするほど、議会の存在意義が問われることにもなる。また、下手に「残留」が勝てば今度は離脱派の収まりがつかなくなるのは必定で、ラバーマッチを要求するだろう。いずれにしても、英国の分断は余計深まることになる。前回の国民投票の際は、翌日ネット上に「EUって何？」という投稿が溢れたという。ブレグジットのような、重要かつ複雑な問題を国民投票にかけたこと自体がそもそもの失敗だったことを考えれば、再度の国民投票実施に向けた機運が盛り上がることも考えにくい。

それにしても、日本が議院内閣制の鏡として長年の間模範としてきた英国議会のこのありさまはどうだろうか。示唆的投票を繰り返すようになったあたりからは、もうグダグダの展開であった。小選挙区制から、クエスチョンタイム（党首討論）に至るまで、日本が英国を見本とした制度は数多い。かつての民主党政権も、政権奪取後に、政治主導の在り方を学ぶ目的で真っ先に英国議会の視察したものである。一時は、「決められない政治」が日本の専売特許のように語られてきたが、米国を含め、どうやら民主主義国に「決められる」政治形態はないということのようだ。これは単に英国の問題というより、民主主義自体の行き詰まりを示しているように見えなくもない。

「合意なき離脱」は破滅への道なのか

こうなると、もはや「合意なき離脱が避けられるか否か」ではなく、合意なき離脱をある程度前提として、その後のシナリオを考えなければならない段階なのかもしれない。ただ、合意なき離脱がリスクオフシナリオなのは確かだとしても、米中交渉と同列に語られるほどの大きな負のショックなのかどうかは考えてみる必要がある。ドーバー海峡に一刻、長い車列ができたところで、必ずしも世界経済に破滅的な影響をもたらすとは限らない。米国のGDPは世界の24%、中国は16%で、両国の合計では、世界の40%に達するが、英国単独では3%に過ぎない。離脱後のEUと英国との関係は、WTOに基づくものになるだけで、トランプ大統領が中国からの全輸入品に25%もの関税を課すことを検討しているのとは次元の違う話である。

もちろん、当事者である英国経済への影響は小



さくないだろう。当社のモデルによる試算では、ある程度厳しい前提をおいた合意なき離脱の場合、英国の GDP は、2年間の間にベースラインとの比較で1.8%押し下げられる（図表3）。英国との経済的結びつきの深いアイルランドや、特定の中東欧諸国への GDP の押し下げ効果も大きい。英国以外の EU の GDP への下押し圧力は▲0.2%にとどまる。ただでさえ低成長にあえぐ EU にとって、0.2%の下押し圧力は小さなものではないかもしれないが、破滅的ともいえない。

合意なき離脱が世界同時不況の引鉄を引くかどうかは、あくまでその時の世界経済の状況による。トランプ大統領が、まだ高関税のかかっている中国からの残りの3,000億ドルに対する25%の関税を発動し、世界経済がすでに指でつついても倒れる寸前という状態であれば最後のとどめを刺す要因にはなるかもしれないが、世界経済が堅調推移のもとでは、さほど大きな影響はないとも考えられる。あとは、株価に与える心理的な影響がどの程度広がるかどうかといったところにかかっている。

英国経済への影響についても、「景気」というよりも、より中長期的な「成長」の問題と捉えておいた方がいいとも考えられる。企業にとっては、国民投票からすでに3年も経過していることがある意味不幸中の幸いで、合意なき離脱に備えた準備を行なう十分な時間があった。主要企業は皆、合意なき離脱に備えた調達経路の再構築や、各種のシミュレーションに勤しんでいる。世界経済の重要インフラであるシティの金融システムが麻痺する不安もほぼないだろう。主要金融機関の行動も落ち着いており、雪崩を打って大陸欧州に拠点を移すような動きは見られない。一時的な物流の停滞や各種契約の混乱と言った事態が供給制約となって、向こう1~2年のGDPが大きく落ち込んだとしても、比較的早期にpent-up デマンドが顕在化する展開も期待できる。

ただ EU との単一市場、関税同盟を失う中長期的な影響は小さくないと考えられる。英国の議員が、それを埋め合わせることができるほど好条件の FTA を各国と締結できると考えているとしたら、自国への過大評価だろう。英国と米国は異なる。トランプ大統領の手法を手本にはできない。かつてオバマ大統領（当時）も「英国は列の後ろに並ばなければならない」と警告していた。現状では英国の経済規模は世界5位だが、すぐ後ろにはフランスとインドが迫っている。潜在成長率の低下に伴い、中長期的に、英国経済のプレゼンスはさらに縮小していく可能性が高い。（担当：小玉）

減速続く中国製造業が世界経済の重しに

製造業 PMI が再度 50 割れ

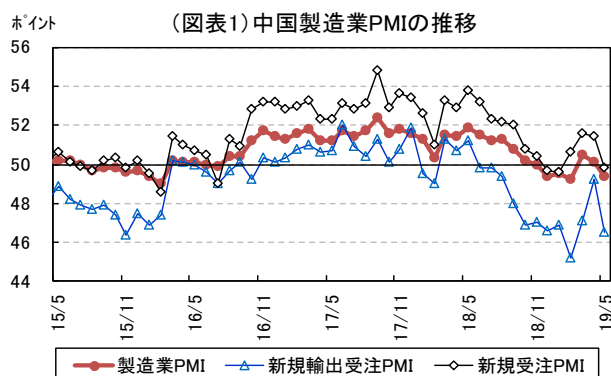
5月31日発表の中国製造業PMI(国家統計局版)は49.4と、市場予想の49.9を下回り、3ヵ月ぶりに好不況の境とされる50を割り込んだ(図表1)。国内外の受注状況を表す新規受注PMIも4ヵ月ぶりに50を割り込み、今後の生産見通しに濃い霧が立ち込めている。6月3日発表の財新PMIは50.2と辛うじて50を上回ったものの、反発力に乏しいという点では国家統計局版PMIと大差ない内容であった。世界第2位の経済大国である中国で、景気減速のモメンタムが強まりつつある。

業種で異なる生産のモメンタム

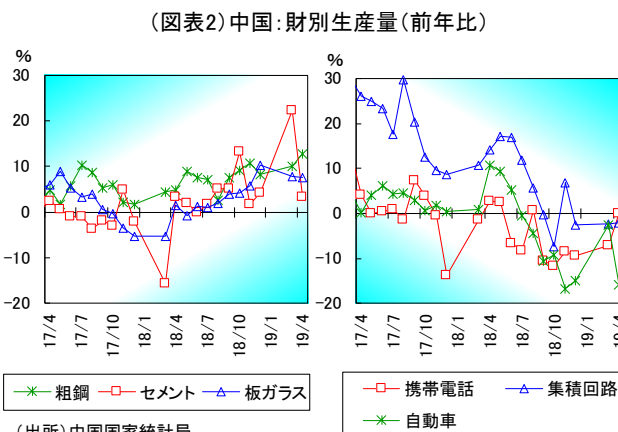
生産状況を財別に見ると、業種ごとに異なる動きが確認される。鉱工業生産データからは、粗鋼、セメント、板ガラスなど、インフラ開発や不動産開発周辺でのいわゆるオールド・エコノミー関連の生産が活発化する一方、携帯電話、集積回路、自動車などの高付加価値・ハイテク製品については、概ね減産傾向が続いている様子が窺える(図表2)。オールド・エコノミー関連の生産が加速している背景には、政府によるインフラ開発投資の再加速や、地価上昇を背景とした住宅開発投資の活発化が挙げられる。一方、携帯電話、自動車といった耐久消費財については、所得減税や自動車買い替え支援策など、各種消費刺激策が打ち出されているにもかかわらず、生産は弱めの推移が続いている。

拡大する中古車市場

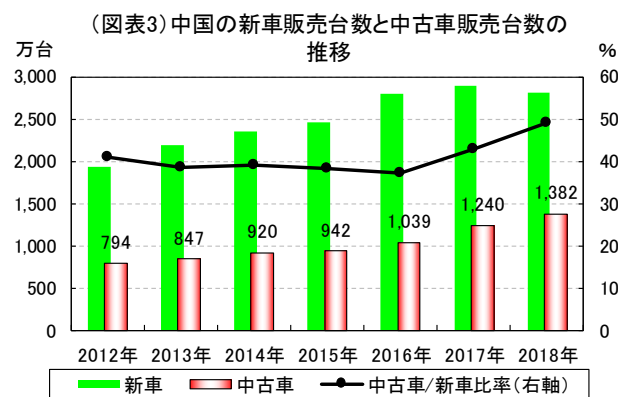
自動車市場では、中古車市場の拡大が新車販売、ひいては自動車生産を下押ししているとみられる。2018年の中国の新車販売台数(出荷ベース)は2,808万台で前年比▲2.8%となったのに対し、同年の中古車販売台数は1,382万台で同+11.5%と大きく伸びた。中古車/新車販売比率も2016年~2018年の2年間で40%から50%に上昇するなど、ここ数年は中古車市場の拡大が目立つ(図表3)。足元でも、新車販売台数は2019年1-3月累計で同▲10.8%と減少傾向が続いている一方、中古車販売台数は同+2.0%と増加傾向が続いており、中古車市場の拡大基調に変化はない。



(出所) 中国国家統計局



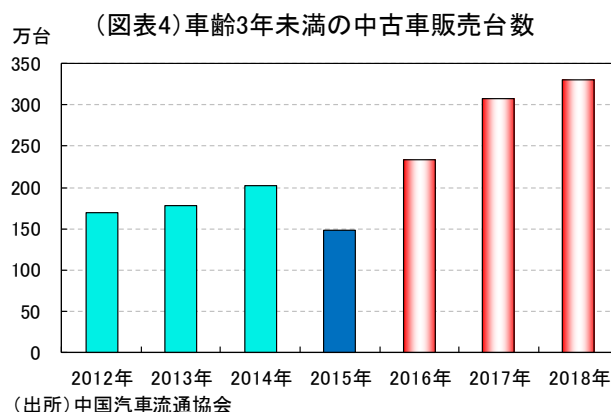
(出所) 中国国家統計局



(出所) 中国汽車工業協会、中国汽車流通協会

中国において中古車市場が拡大している背景には、①2015年10月から2017年12月まで実施された小型車減税（1,600cc以下対象）により、多くの家計が自動車を買替え、特に車齢の若い中古車が市場に大量に流入したこと、②米中貿易摩擦や中国景気の減速など、景気の先行き不透明感を背景に、家計が節約志向を高めていること、③近年中国においてスマートフォンアプリを活用したC2C中古車売買が興隆していること、④政府による自動車買替え支援策が中古車も対象になっていること、などがある。

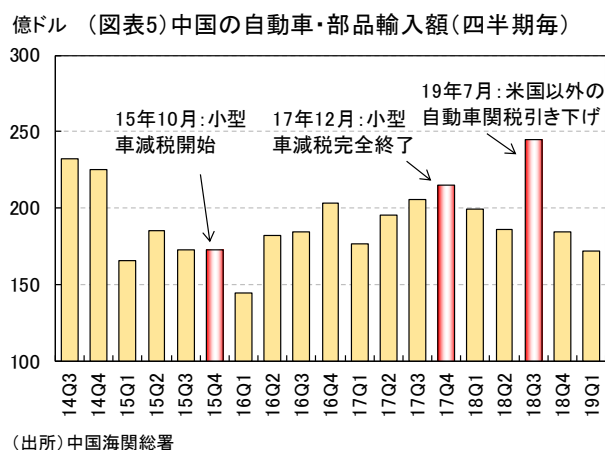
①については、車齢別中古車販売台数のうち、車齢3年未満の若い中古車が2015年以降急速に増加していることから類推できる（図表4）。③のアプリを用いた中古車売買については、中古車ディーラーが売り手の車を査定し、査定結果をアプリ内に掲載すると買い手が接触してくるという仕組みであり、ディーラーが展示場や在庫を持つ必要が無く、近年の中古車市場活性化に一役買っている模様である。④については、中古車取引にかかる企業向けの増徴税が3%から2%に引き下げられており、中古車ディーラーが値引きのインセンティブを高めているとみられる。



### 新車市場の見通しが悪化

ただ、中古車市場の拡大は、新車市場とカニバリ（共食い）を起こしている可能性が高い。今年1月、中国汽車工業協会は、家計の所得の伸びが減速していることや、中古車市場の拡大を理由に、2019年の新車販売台数は前年並みの2,810万台にとどまるとの予測を発表した。

自動車・部品輸入額も、2017年末に小型車減税が終了して以降、減少傾向が続いている。2019年7月には、米中貿易摩擦の一環で米国の自動車メーカーに圧力をかける目的で、米国以外の国に対して自動車関税を引き下げたものの、自動車輸入額の増加は一時的なものにとどまり、その後は再び減少トレンドに戻っている（図表5）。米国車以外の関税引き下げが、自動車輸入の持続的な増加につながらない点も、前述した家計の新車購入意欲の低下（≒中古車選好度の上昇）を反映している可能性がある。



自動車は裾野が広い産業であるため、自動車の減産が続いていることが、中国の製造業全体に大きな下押し圧力を加えていると推察される。中国政府は個人向け減税など、各種消費刺激策を打ち出しているものの、貿易摩擦を筆頭に、家計が景気の先行き不透明感を高めている現状、自動車市場では中古車が選好され、新車販売への押し上げ効果は限定的となっている。新車販売の低迷は当面の間続くとみられ、自動車の生産や輸入を下押しすると予想する。

### 集積回路は貿易摩擦の影響大

集積回路についても、足元で販売が悪化している。四半期ごとに公表される集積回路の在庫・販



売統計では、1-3月期は販売量が前年割れとなる一方、在庫は依然増加していることが明らかになった(図表6)。集積回路生産は前年割れで推移しているものの、販売の落ち込みの方が大きく、意図せざる在庫が増加しているとみられる。

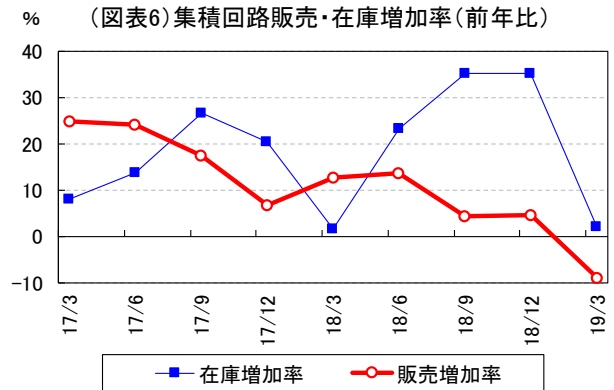
中国の情報通信産業は他の産業に比べ、海外売上比率が高いという特徴がある。国家統計局が収集しているコンピュータ・通信設備企業の海外売上比率は約5割に達し、米国による関税引き上げや、米国の同盟国による中国製通信設備の排除、米企業による部品、OS供給の停止などが、同産業、特にスマートフォン生産に与える影響は大きいとみられる(図表7)。国内市場では部品やOSについて内製化で対応できる部分も多いとみられるが、そうした対応がそのまま海外市場で通用するとは考えにくく、海外展開の障害となろう。

中国国内に目を向けると、今後の集積回路・半導体需要は旺盛なものが期待できる。中国政府は2019年を「5G元年」と位置付けており、5G通信に対応しているとみられる通信基地局の建設が、2018年後半から足元まで高い伸びが続いている(図表8)。5G通信の環境が整えば、スマートフォンやタブレットなど5G対応端末の発売も見込まれ、大きな買い替え需要を生むことが予想される。こうした技術進歩を背景に、中国国内向けの半導体・集積回路需要は底堅く推移しよう。

総じて見れば、中国の通信機器産業は、国内には大きな伸びしろが存在しているものの、米国との貿易摩擦により海外展開、特に先進国市場への参入が困難になっている点が、足枷となりうる。特にスマートフォン分野では、ファーウェイの新製品はアンドロイドOSを使用できないこともあり、海外展開には困難が伴う。通信機器産業は内需中心の「片肺飛行」とならざるを得ず、集積回路生産の回復ペースは、緩やかなものにとどまる可能性が高いとみる。

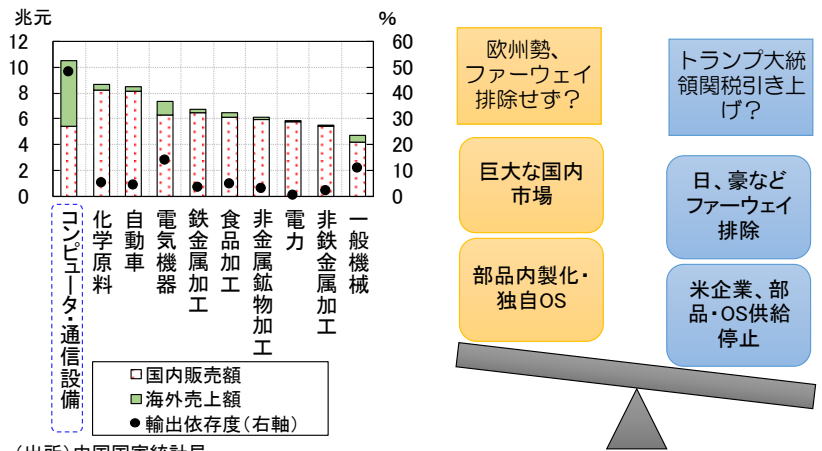
**世界景気は五里霧中**

世界最大の自動車・スマートフォン市場に成長した中国にとり、景気減速は自国の生産だけでなく、貿易ルートを通じて他国の景気にも大きな影響を及ぼす。これまで述べたような自動車・集積

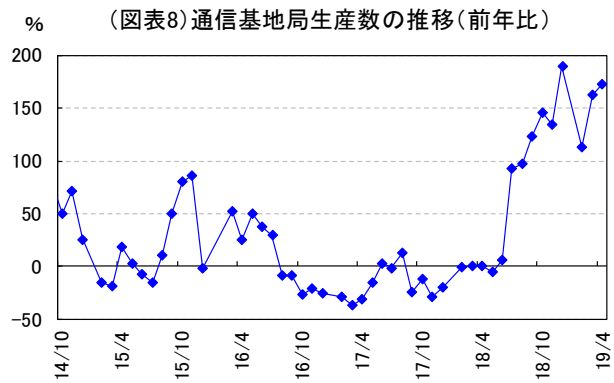


(出所)中国国家統計局

(図表7)中国の品目別輸出依存度(売上高上位10品目)



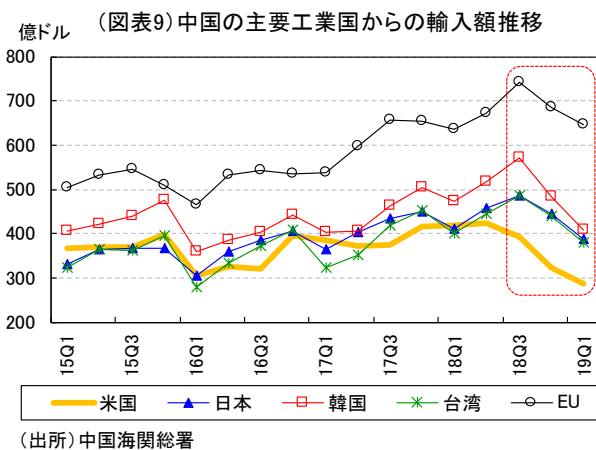
(出所)中国国家統計局 ※国内販売額は「主營業務収入」-「輸出交貨値」で計算、2017年



(出所)中国国家統計局

回路の減産は、日本をはじめとする先進国からの自動車部品、半導体、半導体製造装置の輸入減という形ですでに影響が出ている（図表9）。

足元では米国を中心とする保護主義政策は一段と先鋭化しており、6月のG20サミットで米中首脳会談が実施され何らかの合意に至る、というシナリオの蓋然性も薄れつつあるように思われる。中国景気の自律的な回復シナリオが遠のくなか、米国の保護主義政策が輪をかけて世界景気の先行き不透明感を高めており、関税を通じた貿易縮小や、景況感悪化を通じた設備投資の縮小などが世界景気に重くのしかかる状況は、当面の間続きそうである。（担当：久保）

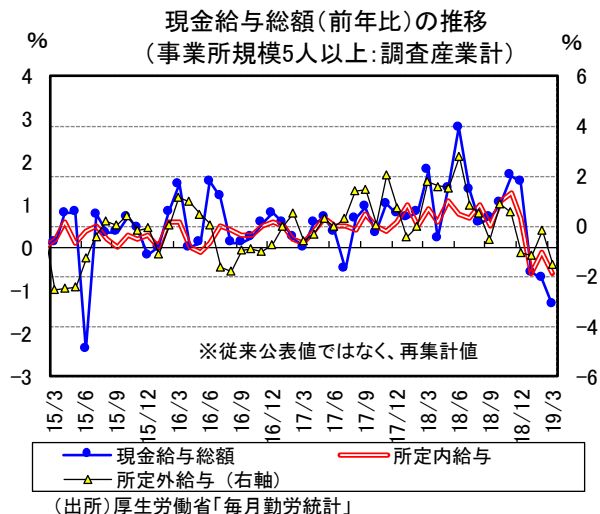


主要経済指標レビュー (5/27~6/7)

《日本》

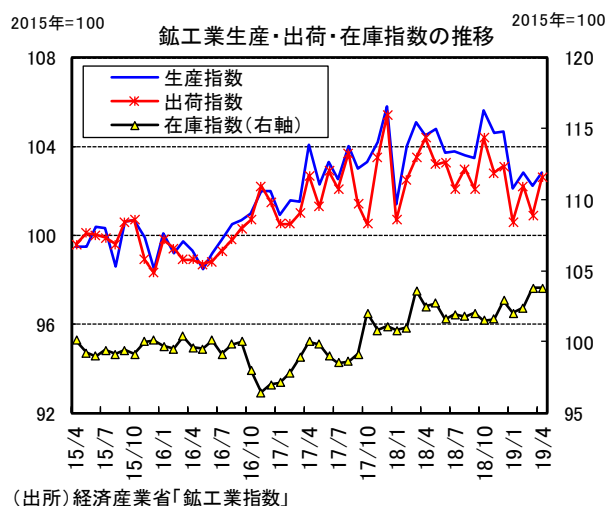
○ 3月毎月勤労統計 (確報、5月31日)

3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▲1.3%と、3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▲0.6%と、3ヵ月連続のマイナス、所定外給与は同▲1.5%と、4ヵ月連続のマイナス。また、特別給与は同▲9.4%と3ヵ月連続のマイナスとなった。なお、1月以降、調査対象のサンプルが入れ替わった影響が大きい点には留意が必要である。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等により、名目賃金の伸びは緩慢なものにとどまるとみる。



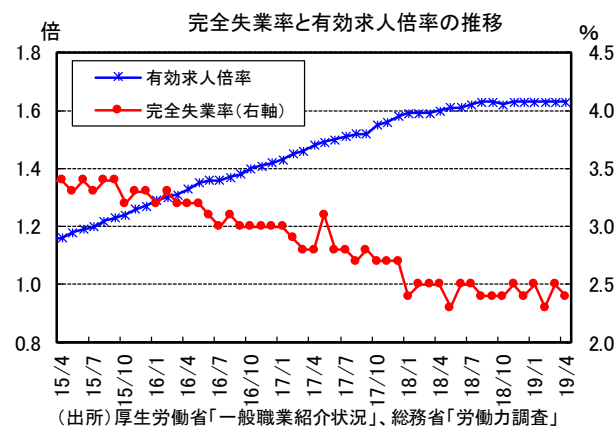
○ 4月鉱工業生産指数 (5月31日)

4月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比+0.6%と、2ヵ月ぶりのプラス。基調判断は、「生産は一進一退」へと上方修正された。製造工業予測指数を見ると、5月は前月比+5.6%の増産、6月は同▲4.2%の減産見通し。今年のGWは例年に比べて休日が長く、操業を停止し前後にずらした生産体制を敷く企業が多かったとみられ、4~6月の結果に関してはある程度均してみる必要があろう。年後半にかけ、景気対策の効果で中国景気の回復の足取りがしっかりしてくるとみられること、米国経済も引き続き底堅い推移が予想されることから、今後の鉱工業生産は緩やかながらも回復基調が続く可能性が高いとみている。懸念材料は米中貿易摩擦の影響で、その行方には注意が必要である。



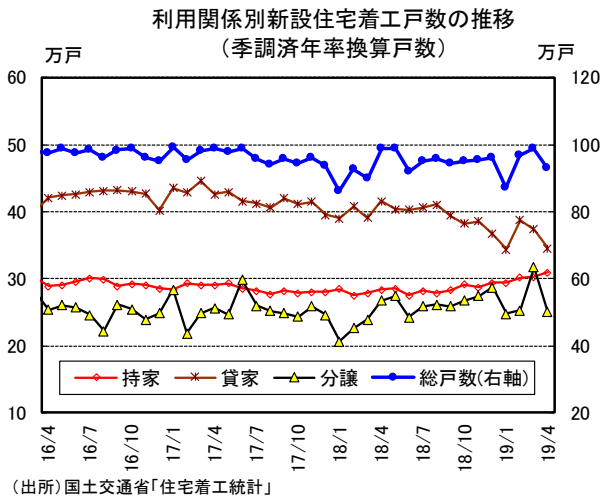
○ 4月雇用関連統計 (5月31日)

4月の完全失業率(季調値)は2.4%と、2ヵ月ぶりに改善した。労働力人口が3ヵ月ぶりに減少するなか、完全失業者数も2ヵ月ぶりに減少した。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1.63倍と6ヵ月連続で横ばい、新規求人倍率(季調値)は2.48倍と前月から0.06ポイントの上昇となった。グローバル景気については、米中貿易摩擦の激化など先行き懸念が煽っているが、米国中心に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るとみている。



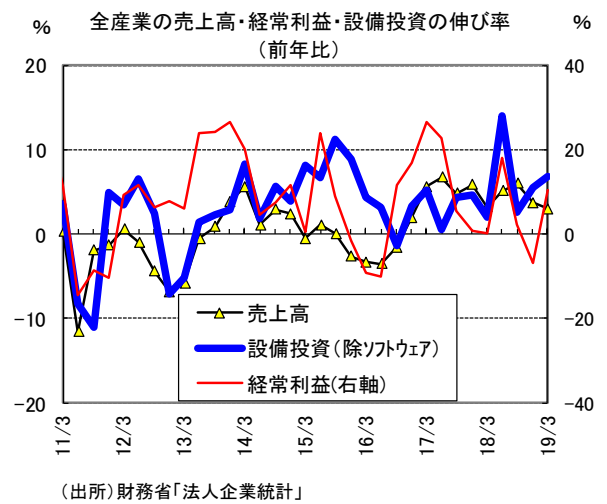
○ 4月新設住宅着工戸数（5月31日）

4月の新設住宅着工戸数（季調値）は前月比▲5.8%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。利用関係別では、持家が同+2.2%と3ヵ月連続でプラスになったものの、貸家が同▲7.5%と2ヵ月連続のマイナス、分譲が同▲21.0%と3ヵ月ぶりのマイナスとなった。分譲では、消費増税前の駆け込み需要が一服した格好。持家について、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。



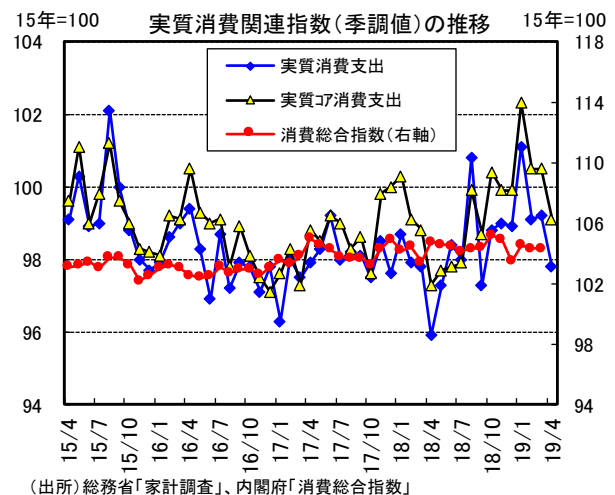
○ 1-3月期法人企業統計（6月3日）

1-3月期の法人企業統計では、売上高が前年比+3.0%と10四半期連続の増収を維持し、経常利益は同+10.3%と2四半期ぶりの増益となった。製造業のモメンタムには陰りがみられるが、堅調な非製造業が全体をけん引した。基本的には海外需要にけん引される形で、企業業績は今後も底堅い推移が続くと予想する。ただ、米中貿易摩擦の行方には注意が必要。設備投資（金融・保険業を除く全産業ベース、土地・ソフトウェアを除く）は10四半期連続のプラスを維持し、10-12月期からも伸び幅が拡大し、設備投資の底堅さが示された。今後の設備投資は、非製造業を中心に、人手不足を受けた合理化・省力化投資などが押し上げ要因となることで、底堅い推移が続くとみている。



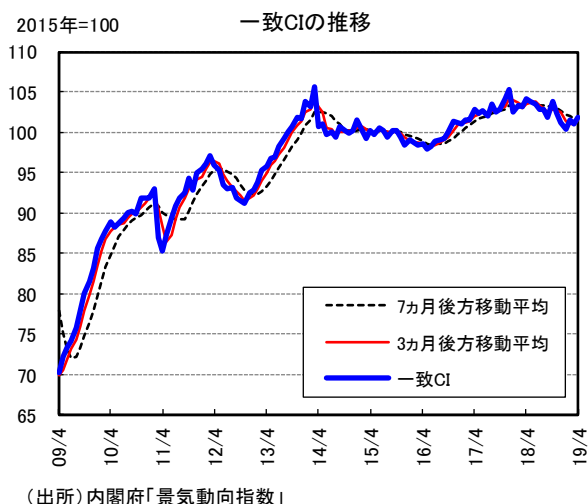
○ 4月家計調査（6月7日）

4月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出（季調値）は実質ベースで前月比▲1.4%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。前年比ベースでは、住居が減少したものの、交通・通信や教養娯楽が大きく増えた。勤労者世帯（2人以上）の実質可処分所得は前年比+1.5%と2ヵ月連続のプラス、実質消費支出は同▲0.3%と4ヵ月ぶりのマイナスとなった。平均消費性向は66.9%（季調値）と前月比2.5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。



○ 4月景気動向指数（6月7日）

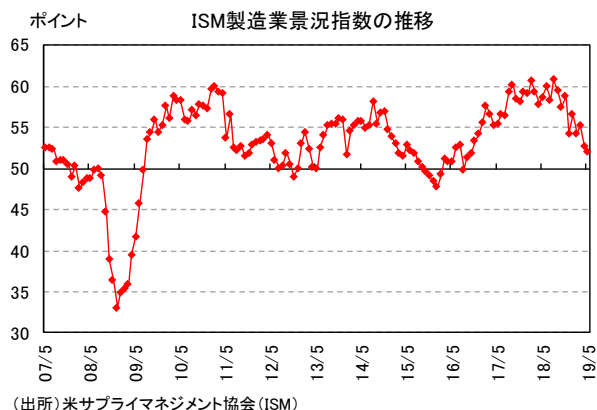
4月の景気動向指数では、一致CIが101.9（前月差+0.8ポイント）と、2ヵ月ぶりに上昇した。内閣府の基調判断は、2ヵ月連続で「悪化を示している」となった。個別系列では、4系列が押し上げ、3系列が押し下げに寄与しており、耐久消費財出荷指数や商業販売額（卸売業）のプラス寄与が大きかった。先行CIは95.5（同▲0.2ポイント）と、2ヵ月連続の下降となった。今後については、米国をはじめとする海外景気が腰折れするとまでは考えておらず、国内景気は、省力化・省人化投資需要の高まりなどを背景に緩やかな回復が続くと予想するものの、下振れするリスクが高まっていることには留意が必要である。



《米 国》

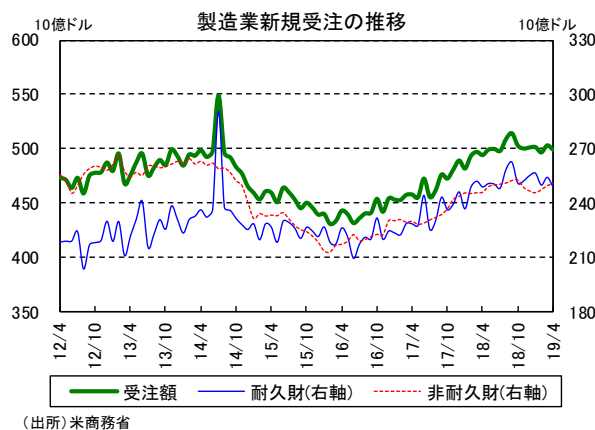
○ 5月ISM製造業景況指数（6月3日）

5月のISM製造業景況指数は52.1と2ヵ月連続で低下し、企業マインドが萎縮している姿が示された。構成項目別に見ると、新規受注、雇用が上昇する一方、生産や在庫、リードタイムが低下した。業種別にみると、18業種中で拡大を報告した業種が11と、前月の13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、売上の堅調さや事業の拡大を指摘する声が聞かれる一方、悪天候や人材不足問題に加えて、関税引き上げに伴うサプライチェーンの見直しや米政権の不法移民対策によるメキシコ国境での物流停滞などが影響したことが報告された。製造業は、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局面に突入しており、景況感は今後も冴えない推移が続くと予想する。



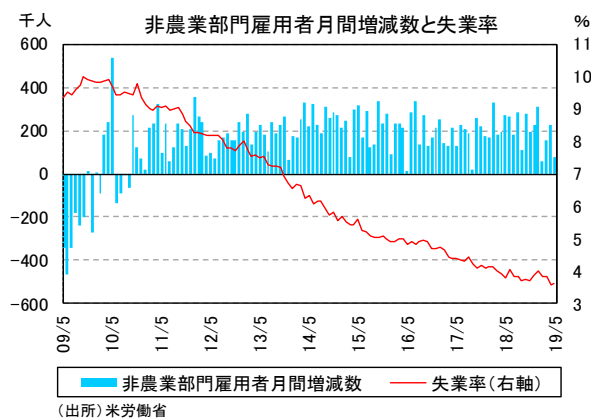
○ 4月製造業新規受注（6月4日）

4月の製造業新規受注は前月比▲0.8%と2ヵ月ぶりに減少した。変動の激しい輸送機器を除くベースでは同+0.3%と3ヵ月連続の増加となった。財別に見ると、非耐久財が同+0.5%と3ヵ月連続で増加する一方、振れの激しい航空機受注の大幅減などにより耐久財が同▲2.1%と2ヵ月ぶりに減少し、足を引っ張った。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▲1.0%と4ヵ月ぶりに減少したが、前年比では昨年末以降2~3%台で推移しており、世界景気の減速懸念や米中通商摩擦が激化するなかでも底堅く推移している。ただ、今後は法人税減税の効果剥落など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燃っていることから、非防衛資本財受注（除く航空機）は、緩慢ながら鈍化傾向が続こう。



○ 5月雇用統計（6月7日）

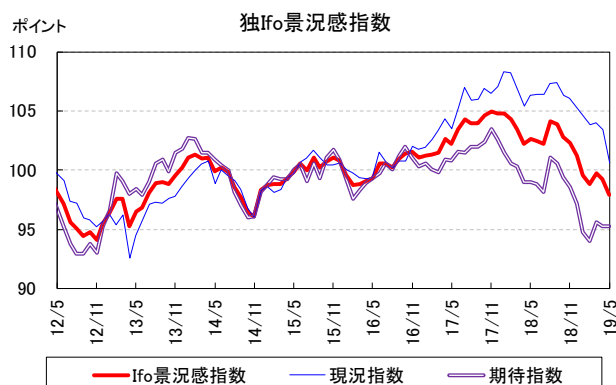
5月の非農業部門雇用者数は前月比+7.5万人にとどまり、市場予想の同+17.5万人を下回ったほか、3,4月も2ヵ月合計で7.5万人下方修正される低調な結果となった。3ヵ月移動平均では同+15.1万人と新しい労働力の供給を吸収するのに必要とされる約10万人増を上回っているが、2018年平均の同+22.3万人から増勢は鈍化している。一方で失業率は3.6%と前月から変わらず約49年ぶりの低水準で推移しているほか、広義の失業率は7.1%と前月の7.3%から低下するなど明るい材料もみられた。注目の時間当たり賃金は前年比+3.1%と前月から増勢が鈍化、賃金面から物価上昇圧力は高まっていない。今後は減税効果の剥落などにより米景気の回復ペースが緩やかになるなか、企業収益も緩やかな伸びにとどまると見込まれ、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》

〇5月ドイツIfo景況感指数（5月27日）

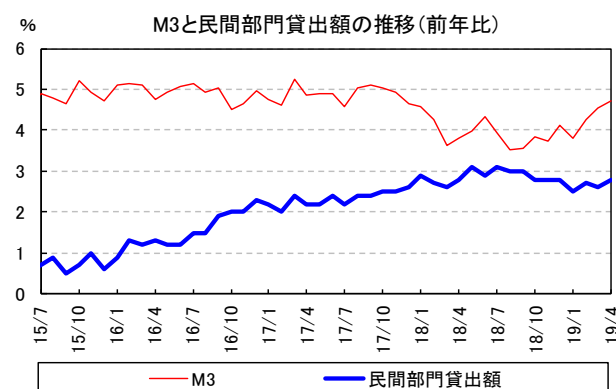
5月のドイツIfo景況感指数は97.9と、2ヵ月連続で悪化した。内訳では、期待指数は95.3と前月から変わらなかったものの、現況指数が103.4→100.6と大きく悪化した。産業別景況感では、建設業のみ21.7→24.4と改善したものの、製造業は4.1→4.0、サービス業は26.4→20.9、小売・卸売業は7.1→5.4とそれぞれ悪化した。製造業景況感の構成項目である製造業現況指数は、2016年8月以来の低水準となった。ドイツ景気は、今後も英国のEU離脱交渉や米中貿易摩擦などに左右される状況が継続すると予想される。足元では、G20会議で米中首脳会談が実現するとの期待が高まっているものの、その後の通商協議の行方次第では、マインド悪化によるドイツ景気への下押し圧力が一段と高まるおそれがあるとみる。



(出所)Ifo経済研究所

〇4月ユーロ圏マネーサプライ（5月28日）

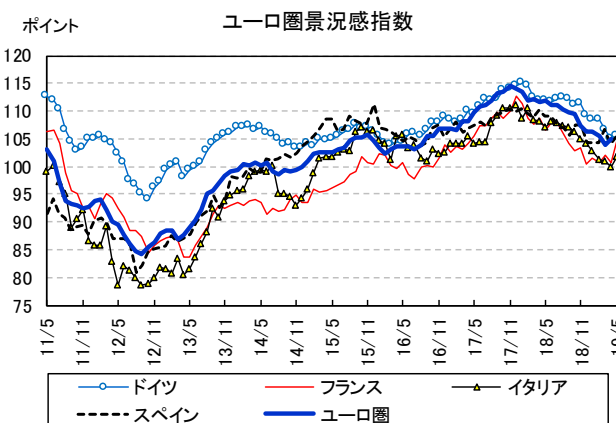
4月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+4.7%と、前月の同+4.5%から伸び幅が拡大した。伸び幅拡大は3ヵ月連続である。民間向け貸出額も同+2.8%と、前月の同+2.6%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額の内訳では、家計向けは同+3.1%→+3.2%、非金融企業向けは同+2.5%→+2.7%とそれぞれ伸び幅が拡大した。ECB(欧州中央銀行)は6月の理事会で、「現行の政策金利は少なくとも2020年上半期を通じてすえ置く」と表明し、3月の理事会で表明したフォワード・ガイダンスを修正し、利上げ時期を少なくとも6ヵ月先送りした。緩和的な金融環境を背景に、ユーロ圏の企業向け貸出は、今後とも緩やかな伸びが続くと予想する。



(出所)ECB

〇5月ユーロ圏景況感指数（5月28日）

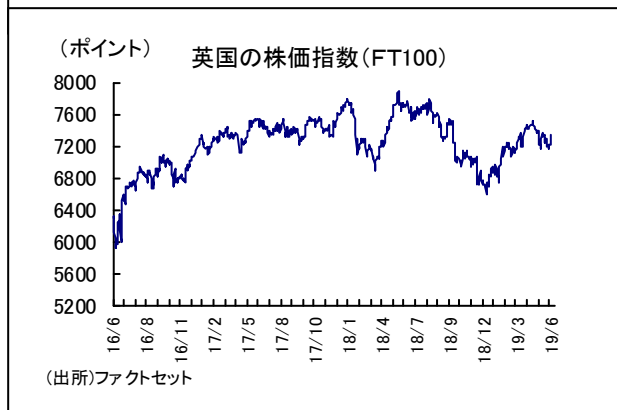
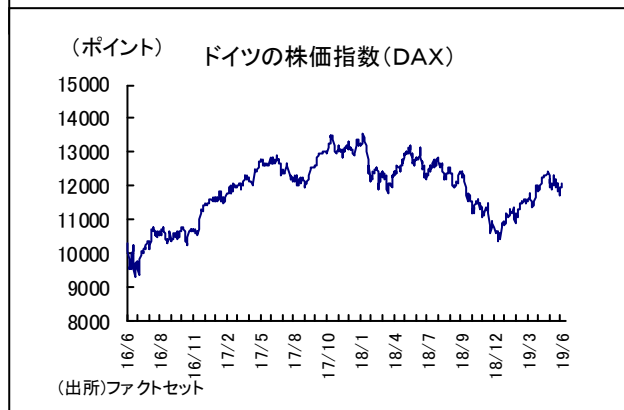
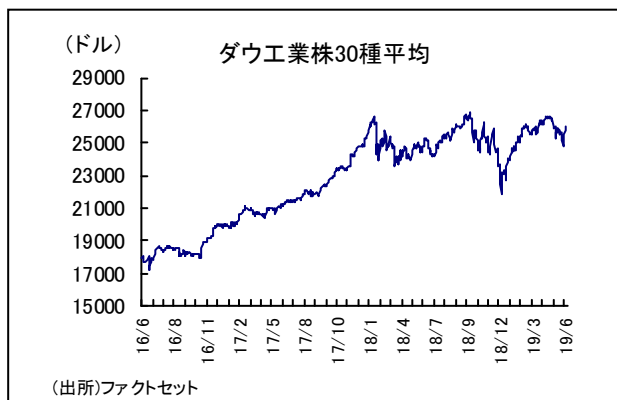
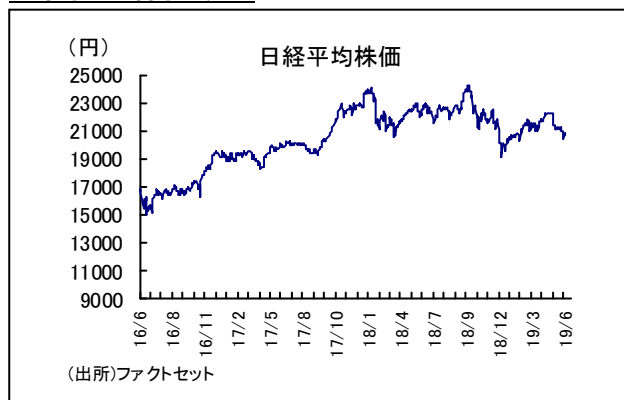
5月のユーロ圏景況感指数は105.1と、11ヵ月ぶりに前月から上昇した。構成項目別では、建設業景況感(6.5→4.1)、小売業景況感(▲1.1→▲1.2)が悪化したものの、鉱工業景況感(▲4.3→▲2.9)、サービス業景況感(11.8→12.2)、消費者信頼感(▲7.3→▲6.5)が改善した。主要国別では、ドイツ(105.1→105.5)、フランス(100.8→104.8)、イタリア(100.0→101.7)、スペイン(104.1→105.4)が軒並み改善した。ユーロ圏の景況感は、英国のEU離脱交渉や米中貿易摩擦などに左右される状況が今後も継続すると予想される。足元では、G20会議で米中首脳会談が実現するとの期待が高まっているものの、その後の通商協議の行方次第では、マインド悪化によるユーロ圏景気への下押し圧力が一段と高まるおそれがあるとみる。



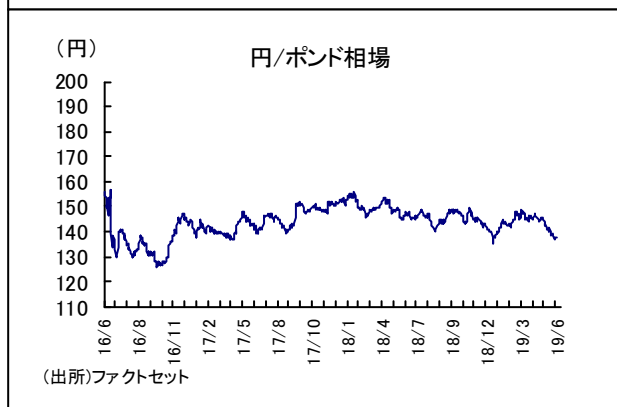
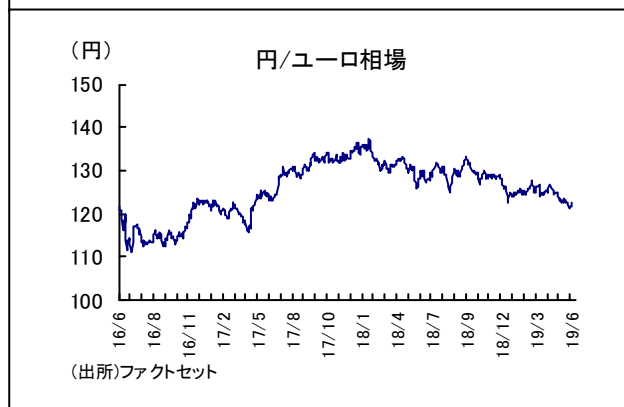
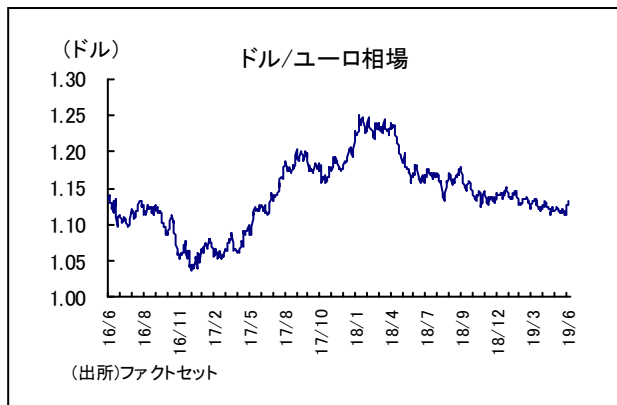
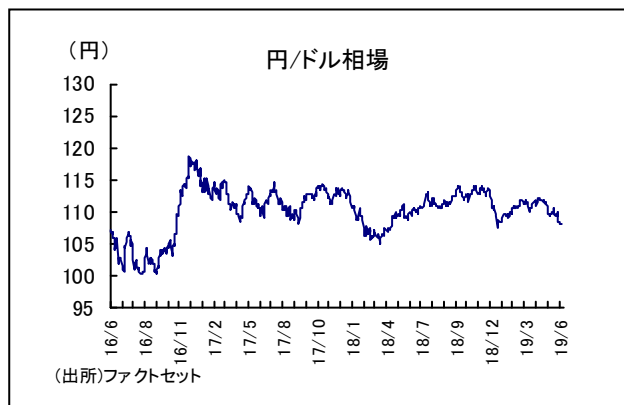
(出所)欧州委員会

## 日米欧マーケットの動向 (2019年6月10日現在)

### ▽各国の株価動向

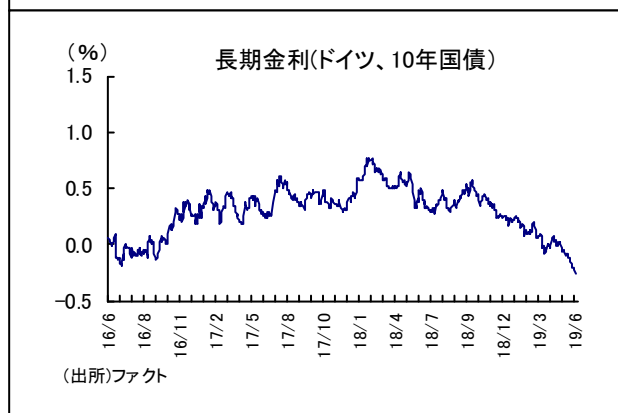
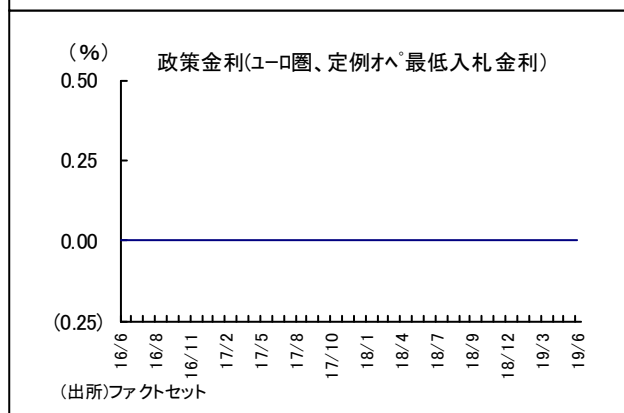
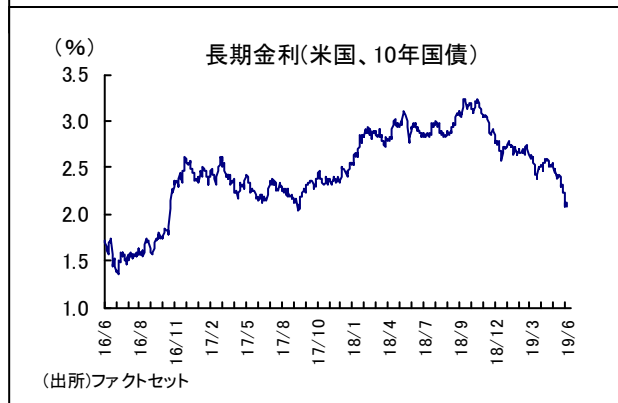
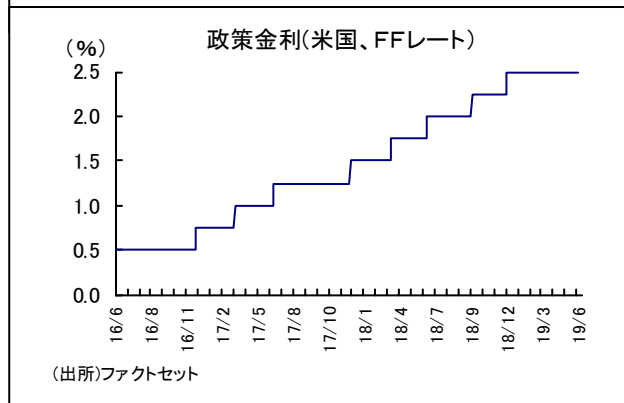
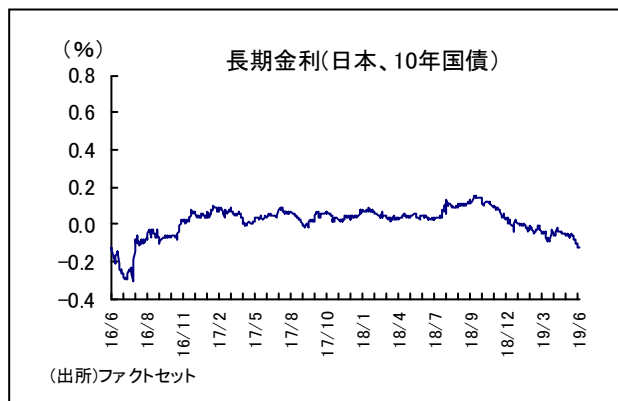
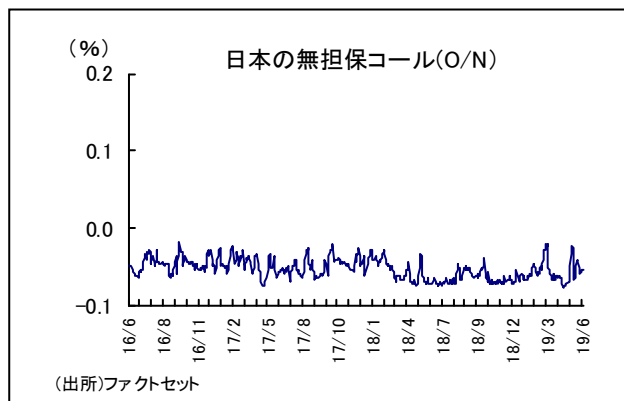


### ▽外為市場の動向

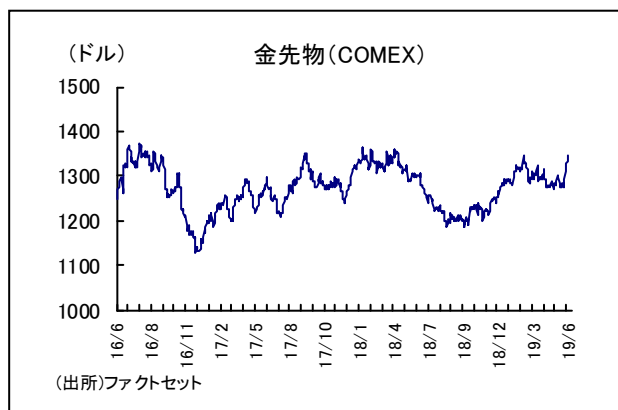
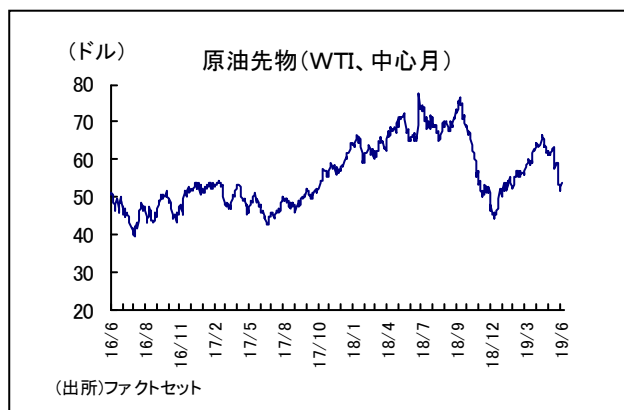




▽各国の金利動向



▽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