



<フォーカス> 2千万円とは切り離れた公的年金の議論が必要

公的年金以外に夫婦で老後に 2,000 万円の蓄えが必要という、金融庁の審議会の試算が波紋を呼んでいる。夫 65 歳、妻 60 歳の無職世帯の場合、毎月の平均収入が 21 万円、平均支出が 26 万円で、月々 5 万円の赤字が出る。これを 95 歳まで続けた場合、約 2,000 万円が必要との試算である。

こうした試算を、金融審議会の立場で示すことの是非論は別として、この試算自体に何もおかしなところはない。ただこれを、必要貯蓄額に直結して考えるのは誤りで、因果関係が逆、すなわち高齢者世帯が平均 2,000 万円の貯蓄を持っているからこそ、月当たり 5 万円の赤字計上が可能になっていると考える方が妥当である。実際、報告書の中でも、高齢無職世帯の平均貯蓄額は 2,484 万円とのデータが示されている。「自分はそのなかに持っていない」と言う家計が多いだろうが、あくまで富裕層を含めた平均概念であることが重要である。この点は報告書の中でも注意点として再三言及されており、「不足額は各々の収入・支出の状況やライフスタイル等によって大きく異なる」としているにもかかわらず、現状では 2,000 万円という数字が独り歩きしている。

たとえ政府が 1 世帯当たりの年金額を月額 5 万円分増やしたとしても、それで赤字がなくなるわけではないだろう。平均貯蓄分、支出が収入を上回る結果、月間の赤字は 5 万円のまま変わらないと考える方が自然である。逆に、毎月の支出を収入と同じ 21 万円に抑えれば貯金は一銭も必要ない。要は、個々の世帯の貯蓄レベルに応じた支出計画を立てればよいだけの話である。毎月の年金額が多いに越したことはないのは当然だが、政府が保障するレベルとして 21 万円が妥当か、26 万円が妥当かは別の議論が必要である。

もちろん、この試算に関係なく、日本の年金制度をより効率化していくための議論は必要である。安倍政権が、ここまで社会保障制度の抜本的改革の議論を先送りしてきたことが、足元での予想外の世論の盛り上がり招いている点は否定できない。急速な少子高齢化が進む中で、ほとんどの国民は年金制度の将来に漠然とした不安を抱いている。政権が「寝た子を起こす」のおそれ、こうした試算をなかつたことにしようとするのであればいけない。

「年金 100 年安心」というのは、マクロ経済スライド等、給付を自動的に調整する仕組みが組み込まれているからで、我々の生活が 100 年安心であることを意味しない。マクロ調整スライドとて過去 2 回しか発動されておらず、制度の安定には不十分である。実質的な社会保障の給付水準を維持し、かつその財源を消費税に求めるのであれば、「最低でも」20%の税率が必要というのが、専門家のコンセンサスである。したがって、将来的な年金支給開始年齢の 70 歳への引き上げ、世代間ではなく世代内での助け合いの仕組みなどの議論もあわせて進める必要がある。本来であれば、国政選挙の前だからこそこうした議論をしなければならない。もちろん、野党が年金改革を争点にしようとするのであれば、財源を含めた代案を提示すべきで、消費増税延期といった主張を安易にセットで打ち出すことはできなくなるはずである。(Kodama wrote)

目次

<フォーカス> 2千万円とは切り離れた公的年金の議論が必要	1	・6月短観の業況判断DIは悪化へ	9
・経済情勢概況	2	・予防的利下げの可能性を示唆した6月FOMC	12
・FOMC を注視する日銀	4	・主要経済指標レビュー	17
		・日米欧マーケットの動向	21

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。6月FOMCでは、利下げに向けて見方を前進させた。G20において米中間で余程前向きな合意が成立しない限り、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と予想する。政策金利の引き上げは、早くても2020年後半と予想する。

FOMC を注視する日銀

生産と輸出の判断を小幅修正

6月19、20日に開催された金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策に変更はなかった。景気判断も、前回小幅下方修正された「基調としては緩やかに拡大している」がすえ置かれた。(図表1)。個別項目の判断もほとんど同じだが、輸出と生産については、「弱めの動きとなっている」との判断の前についていた、「足もとでは」という一語が削除された。「足もとでは」には、基調としての判断は、足もととは違うとの含みがあり、実際、3月の生産の判断ではそうした用いられ方をしている(図表2)。したがって、小幅下方修正とみなすことができる。

(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	→	

(出所) 日銀

(図表2) 個別項目の現状判断の推移(下線部は主たる変更箇所)

項目	開催月(媒体)	評価	方向感
海外経済	3月(公表文)	減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している	↓
	4月(展望レポート)	減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している	→
	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	→

輸出	3月 (公表文)	足もとでは弱めの動きとなっている	↓
	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	↘
設備投資	3月 (公表文)	企業収益や業況感が総じて良好な水準を維持するもとで、増加傾向を続けている	↘
	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。	→
個人消費	3月 (公表文)	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	4月 (展望レポート)	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	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	→
住宅投資	3月 (公表文)	横ばい圏内で推移している	→
	4月 (展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
	6月 (公表文)	横ばい圏内で推移している	→
公共投資	3月 (公表文)	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
	4月 (展望レポート)	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
	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	→
鉱工業生産	3月 (公表文)	足もとでは弱めの動きとなっているが、緩やかな増加基調にある	↓
	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	↘
金融環境 (方向感緩和方向が↑)	3月 (公表文)	きわめて緩和した状態にある	→
	4月 (展望レポート)	きわめて緩和した状態にある	→
	6月 (公表文)	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	3月 (公表文)	横ばい圏内で推移している	→
	4月 (展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
	6月 (公表文)	横ばい圏内で推移している	→

(出所) 日銀

(図表3) 先行きの見通しの推移 (下線部は主たる変更箇所)

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

（出所）日銀

FOMC を注視する日銀

6月18、19日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、声明の中に、「適切に行動する」という、パウエル議長の直近の発言と同じ表現が盛り込まれた。市場ですでに織り込み済みの、早期利下げ期待の修正を試みる動きはなかったことから、次回7月末のFOMCで利下げに踏み切る可能性が一段と高まった。

週末のG20大阪サミットで開催が予定されている米中首脳会談において、両国が互いに課している高関税をすべて撤廃するといった劇的合意がなれば話は別だが、そうした超楽観シナリオを描ける余地はほとんどなさそうである。6月雇用統計が強い結果になったとしても、方針は変わらない可能性が高い。足元の米景気は堅調だが、先行きのリスクは明らかに下振れ方向に傾いていること、コアPCEデフレーターが2%を大きく下回る状況が続くなど、労働需給のひっ迫にもかかわらずインフレ圧力が見当たらないこと、もともと利下げ余地が大きい中、早めに動いた方が、累計の利下げ幅を抑制できる可能性が高いこと等がその理由である。

日銀は悩ましい。次回7月の決定会合はFOMCよりも1日早く終了する。予防的な利下げに動くFOMCに対し、さらに予防的に動く…といった可能性もないではないが、ここは慌てて行動する必要はないのではないか。黒田総裁も会合後の定例会見で言及しているが、すでに市場は7月の米国の利下げを100%織り込んでおり、たとえ利下げが決定されても、それだけでは為替がさらに円高方向に振れる要因にはならない。市場がリスクオンの反応し、株価が上昇に向かうのであれば、円高圧力が抑制される展開も想定しうる。もとよりFRBと日銀では、相場に与える影響度という点での力関係がまるで違う。日銀がたとえ先んじて動いたとしても、FOMC要因で円高圧力がかかるのであれば、止めるのは難しい。小手先の対応であればなおさらである。かといって抜本的な緩和策を

打ち出すのは時期尚早にみえる。

9月にフォワードガイダンスの延長か

ただ、世界的な金利低下傾向が続くなか、リスクオン、リスクオフにかかわらず、長期金利には低下圧力がかかり続ける可能性が高く、日銀として今後どのような態度を示すかが問われることになる。総裁会見では、「±0.1%の倍程度という表現をされていましたが、このレンジを超えることは許容され得るのか」という質問に対し、黒田総裁は「**金利変動の具体的な範囲を過度に厳格にとらえる必要はなく、上下にその倍程度と申し上げている通り、ある程度弾力的に対応していくことが適当だと考えています**」と述べたが、これが、▲0.2%は防衛ラインではないと解釈されたことで、直後の債券市場では、10年国債利回りが下限を試す動きとなり、一時は▲0.18%近辺に達した。この動きは黒田総裁が会見の後半で、「**現状やや（イールドカーブの）フラット化が進んでいる点は注視**」と述べたことで落ち着いたが、一時は下げ渋っているようにも見えた日本の長期金利が、依然として低下圧力がかかりやすい環境下に置かれている様子が改めて示された。

ここへきて、ドイツの長期金利が▲0.3%に到達し、日本を追い抜いたほか、オランダやデンマーク、オーストリアの長期金利もマイナス圏で推移、フランスも一時マイナスとなるなど、世界的な長期金利の低下傾向が顕著になっている。今後、日本の10年債利回りが▲0.2%に達し、日銀の姿勢を試しつつさらなる低下余地を探るような展開も想定しうが、足元の環境下では、引き締めとみなされる国債買い入れの減額はできず、現状を追認するしかない。

10月末には英国のEU離脱期限を控えている。メイ首相の後継として、強硬離脱派のボリス・ジョンソン氏の就任が確実視される情勢だが、合意なき離脱は、金融市場ではいまだにリスクシナリオの範疇とみなされており、離脱期限が近づくにつれ、金融市場は関連ニュースに神経質な動きとなることが予想される。こうしたなか、10月には消費増税も控えている。したがって、9月には、債券市場の動きを追認する形で、変動許容幅の上下0.3%までの拡大を明言するとともに、フォワードガイダンスの射程を2020年末まで延長するのではないかとみている。

より大きな緩和が必要になったらどうするか

上記の策では追加金融緩和とまで言えるかどうかは微妙だが、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。黒田総裁は会見で「**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、資産買い入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速など、さまざま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も考えられる。したがって、上記の手段を適当に、あるいはすべて組み合わせ、あとは規模で調節するといった手法が考えられる。

例えば、国債の買い入れに関していえば、日銀は「80兆円をめど」という年間の積み増し目標は変えていないものの、足元の買い入れペースは年間30兆円程度に低下しており、目標金額の打ち出し方次第では、相対的な積み増し額をより大きく見せることは可能である。YCCの下では操作対象は金利であり、量は従属的に決まるとというのが日銀の説明だが（YCC導入当初の説明とはニュアンスが変わっているが）、長短金利操作だけでインパクトのある追加緩和策を打ち出すのは難しくなっており、追加緩和の規模を大きく見せるためには、再び金利、量の両面から緩和を強化するという、路線の再変更が必要になるかもしれない。ただ、こうした事態に日銀が追い込まれる可能性は今のところメインシナリオとは考えていない。

問題となる副作用対策

この場合、副作用対策も重要となる。市場の一部で囁かれている日銀のマイナス金利貸出しは、金融緩和と副作用対策の両立を図る政策だが、民間銀行にとっては企業向け貸出金利が平行移動で下がるだけで、必ずしも利鞘改善には寄与しない可能性もある。また、いくら日銀からマイナス金利で借りられるとはいえ、負債の大宗は依然金利の下限がゼロの預金であることを考えれば、利鞘はむしろ縮小しないとも限らない。また、日銀が民間銀行に対しあからさまに補助金を支給することが、政治的に問題となるリスクもある。

もっとも、銀行への補助金という意味では、日銀当預の基礎残高の付利金利も、すでに金融政策と切り離されている分、事実上の補助金としての役割しか担っていない。したがって、基礎残高の範囲拡大や、階層自体の見直しなど、すでにある枠組みのなかで調節する方が、政治マター化するリスクを避けるうえで有用と考えられる。

どのみち、日銀がどのような政策パッケージをとるにしても、次なる景気後退局面では財政が主役とならざるをえない。日銀はその側面支援として、国債を買い増していくというのが、事実上課せられた使命になるのではないか。黒田総裁が会見で、「仮に政府が国債を増発して、歳出を増やすということをやったとした場合にも、イールドカーブ・コントロールのもとで金利が上がらないようにしていますので、インプリシットにそういう事態には協調的な行動がとられる形になっていると思います」と口を滑らせた通りである。結局日銀は、幹部がこぞって否定している「現代金融理論(Modern Monetary Theory、MMT)」の妥当性を試す役割の片棒を担がざるをえないということなのかもしれない。(担当：小玉)

6月短観の業況判断DIは悪化へ

政府は「景気回復」との基調判断を維持

政府は、6月18日に公表した月例経済報告において、基調判断を「景気は、輸出や生産の弱さが続いているものの、緩やかに回復している」とした。景気動向指数の基調判断が2ヵ月連続で「悪化」となるなか、月例経済報告の判断が注目されていたが、「緩やかに回復」との基調判断はとりあえず維持した形である。しかし、FRB(米連邦準備制度理事会)が利下げに動く可能性が高まるなど、ここへきて世界景気の先行き不透明感が一段と強まっているのは疑いのないところで、日本企業が足元や先行きの景気動向をどのように見ているのか、7月1日に公表される日銀短観(2019年6月調査)が注目される。本稿では、日銀短観と連動性の高いロイター短観、QUICK短観、内閣府の景気ウォッチャー調査などから、その結果を予想した。

大企業・製造業の業況判断DIは大幅悪化へ

まず、大企業・製造業の業況判断DIは、3月調査の+12から+7へ、5ポイントの大幅悪化を予想する(図表1)。米中貿易摩擦激化による世界的な景況感の悪化が下押しすると見込む。

大企業・製造業の業況判断DIと相関の高いロイター短観を見ると、6月の製造業の業況判断DIは+6と、3月の+10から4ポイント悪化した(図表2)。月次の推移をみると、4月は+8(前月から2ポイント悪化)、5月は+12(同4ポイント改善)、6月は+6(同6ポイント悪化)となっており、昨秋に世界景気の減速懸念が高まって以降、均せば低下基調が続いている。

業種別に3月調査からの動きを見ると、9業種中、5業種(繊維・紙パ、化学、食品、金属・機械、輸送用機器)が悪化、4業種(石油・窯業、鉄鋼・非鉄、電機、精密機器)が改善となっている。企業からは「国際貿易交渉の影響等で製造業の投資計画に一部延期や中止が発生、受注動向の予測が難しい」といった米中貿易摩擦等の悪影響を指摘する声や、「中国自動車市場の回復の遅れ」といった海外需要の減退をうかがわせる声が挙がっている。

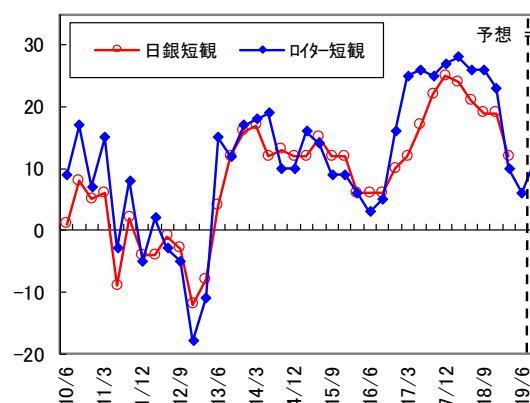
QUICK短観を見ると、製造業の6月の業況判断DIは+12と、3月から横ばい。月次の推移をみると、4月は+17(前月から5ポイント改善)、5月は+11(同6ポイント悪化)、6月は+12(同1ポイント改善)となっている。6月調査に寄せられたコメントを見ると、「米国向けの生産拠点が中国であるため、早急に生産移管等の対策をとる必要に迫られている」などこちらも米中貿易摩擦による影響を懸念する声のほか、「消費増税によりさらに景気が悪化すると思う」など消費増税による国内景気への影響を懸念する声も見られた。

(図表1)日銀短観(6月調査)業況判断DIの予想

	3月調査実績		6月調査の当社予測値			
	3月最近	6月先行き	6月予測	変化	9月予測	変化
大企業	17	14	13	▲4	11	▲2
製造業	12	8	7	▲5	5	▲2
非製造業	21	20	20	▲1	18	▲2
中小企業	10	2	5	▲5	3	▲2
製造業	6	▲2	0	▲6	▲3	▲3
非製造業	12	5	9	▲3	7	▲2

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

(図表2)景況感指数の推移(大企業・製造業)



(出所)日銀、ロイター短観より明治安田生命作成

米中貿易摩擦は、経済分野にとどまらない米中間の覇権争いが背景にあることから、今後も長期にわたり世界景気のかく乱要素になり続けることが予想される。日銀短観における大企業・製造業の先行き9月は+5と、6月調査の当社予想(+7)から2ポイント悪化すると予想する。

大企業・非製造業の業況判断DIも小幅悪化へ

ロイター短観における6月の非製造業の業況判断DIは+22と、3月から横ばいとなった(図表3)。月次の推移を見ると、4月は+24(前月から2ポイント改善)、5月は+27(同3ポイント改善)、6月は+22(同5ポイント悪化)と、4月、5月に改善したあとに悪化し、結果として3月から横ばいとなっている。

業種別に3月調査からの動きを見ると、6業種中1業種(卸売)が悪化、5業種(不動産・建設、小売、通信・情報サービス、運輸・電力等、その他サービス)が改善となった。コメントを見ると、

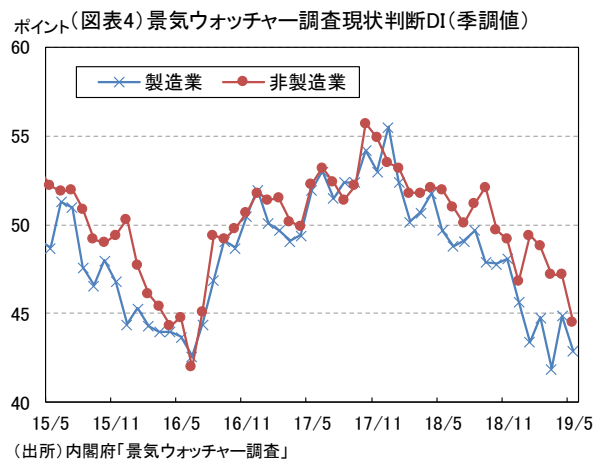
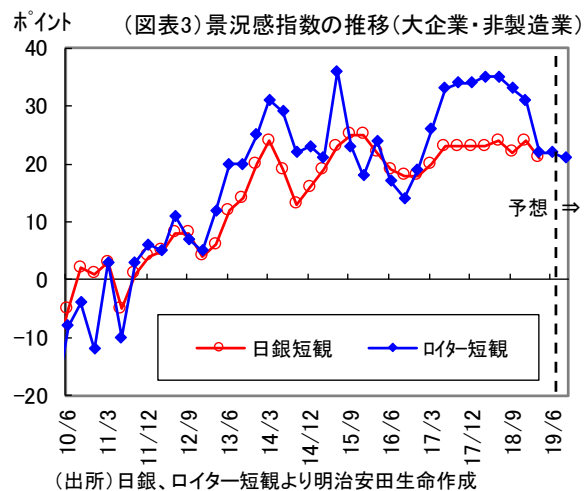
「5月に続き6月の客入りは堅調」、「ソフトウェア開発は依然人手不足だが、稼働率・発注価格は高水準を維持」、「受注環境は好調を維持しているが、人材不足、資機材の高騰が利益を圧迫しつつある」など、景況感の底堅さがうかがえる一方で、人手不足やコスト増が依然として下押し圧力となっていることがわかる。「米中貿易戦争の影響もあり、電子部品・車載関連貨物の物量が落ちている」など、製造業同様、米中貿易摩擦による悪影響を指摘する意見も見られた。

QUICK短観では、非製造業の業況判断DIは、6月は+33と、3月の+35から2ポイント悪化した。単月の推移を見ると、4月は+37(前月から2ポイント改善)、5月は+36(同1ポイント悪化)、3月は+33(同3ポイント悪化)となった。

日銀短観における大企業・非製造業の業況判断DIは、製造業と比較すると悪化の度合いは緩やかなものになるとみるものの、米中貿易摩擦の先行き不透明感や、慢性的な人手不足などが下押し圧力となり、3月調査の+21から+20へと、1ポイント悪化すると予想する。先行きの業況判断DIも+18と、6月からさらに2ポイント悪化するとみている。

中小企業の業況判断DIも悪化を予想

5月の景気ウォッチャー調査を見ると、企業動向関連DIが43.5(製造業42.9、非製造業44.5)と、2ヵ月ぶりに悪化し、節目の50は8ヵ月連続で下回った(図表4)。ウォッチャーの判断理由を見ると、「令和への改元や、ゴールデンウィークの10連休などで、客の動きが良かった。先行きにも新たな希望を感じているのか、明るい雰囲気となっている」(近畿=旅行代理店)、など明るいムードも出始めている。一方で、「大型連休があったこともあり、稼働日数が少ないためか、販売が振るわない。その上、業界が米中貿易戦争の影響を少なからず受けているのではないかと思います」(南関東=電気機械器具製造業)、「初めての10連休明けで、多少の取扱量があるものの、



中旬以降は大きく減少し、半導体を中心に精密機械関係も大きく減少している」（九州＝輸送業）など、10連休後の個人消費の落ち込みや、海外需要の低下を指摘する声などもあった。

先行きの企業動向関連DIは44.0（前月差▲3.3ポイント）と4ヵ月連続で悪化し、節目の50をこちらも8ヵ月連続で下回っている。ウォッチャーからは、「消費税の引き上げ前の駆け込み需要は必ずあると期待しており、景気は一時的に盛り上がるとみている」（東北＝家電量販店）といった消費増税前の駆け込み需要を期待する声がある一方で、「本格的に消費税増税を意識した買物が出てくる。高額品のほか、軽減税率などの情報を見極めた動きになるため、全体的には慎重になり、節約や倹約志向が強まる」（近畿＝百貨店）のような、節約、倹約志向の高まりに警鐘を鳴らす声もあった。また、「米中間の関税問題で、中国向けの出荷が減少傾向となる製品が多く、先行きが不安である」（近畿＝金属製品製造業）といった、米中貿易摩擦の先行き不透明感を懸念する様子も見とれる。「人件費負担の増加が経営の重荷になりつつある。特に飲食業界のような労働集約型の事業では、合理化もままならないなかで、直近の業績に多大な負荷がかかっている」（南関東＝その他飲食〔給食・レストラン〕）など、人手不足の深刻化を危惧する声も引き続き挙がっている。

こうした状況を踏まえ、日銀短観における中小企業・製造業の業況判断DIは、3月調査の+6から+0へと6ポイント悪化、先行きについては、人手不足などが引き続き下押し圧力となると見込まれることから、▲3とさらに3ポイントの悪化を予想する。中小企業・非製造業も、現状判断は3月調査の+12から+9へと3ポイント悪化、先行きは+7と、2ポイントの悪化を見込む。

大企業の設備投資計画は上方修正へ

日銀短観において、業況判断DIと並んで注目度が高いのが設備投資計画である。法人企業景気予測調査を見ると、2019年度の設備投資計画（ソフトウェアを除く、土地を含む）は、1-3月期調査では前年度比▲12.1%だったものの、4-6月調査では同+1.8%とプラスに転じた。規模別に見ると、大企業が同▲4.2%から同+12.7%へ、中小企業が同▲26.3%から同▲15.3%へとそれぞれ上方修正されている。中小企業の設備投資計画は年度末に向けて徐々に固まっていくとともに上方修正される傾向があり、今回も同様の動きになるとみる。

日銀短観でも、人手不足などを背景に、企業の設備投資計画は上方修正されると予想する。2019年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年度比+2.4%と、3月調査の予測値である同▲2.8%から上方修正されよう（図表5）。規模別では、大企業が同+1.2%から同+8.3%へ上方修正、中小企業は同▲14.9%から同▲10.8%へとこちらも上方修正されると見込む。（担当：西山）

（図表5）日銀短観設備投資計画予想（全産業・前年比）

	17年度	18年度		19年度	
	実績	3月調査	6月当社予測	3月調査	6月調査 当社予測
	%	%	%	%	%
全規模	4.4	10.4	9.7	▲2.8	2.4
製造業	6.3	11.1	11.4	2.0	9.3
非製造業	3.4	10.0	8.7	▲5.6	▲1.6
大企業	4.1	13.9	10.0	1.2	8.3
製造業	6.3	11.0	8.2	6.2	13.5
非製造業	2.9	15.7	12.5	▲1.6	5.0
中小企業	▲0.5	▲0.7	3.2	▲14.9	▲10.8
製造業	0.6	12.7	14.5	▲6.1	▲2.0
非製造業	▲1.0	▲7.1	▲2.5	▲20.1	▲15.0

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成

予防的利下げの可能性を示唆した6月FOMC

政策金利はすえ置きも、全会一致とはならず

6月18-19日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジを2.25-2.50%ですえ置いた(図表1)。なお、セントルイス連銀のブロード総裁が25bpの利下げを主張し、すえ置きに反対したことから全会一致とはならなかった。

声明文の現状判断部分を見ると、足元の景気については、経済活動が「底堅いペースで上昇した」とした前回の見方を、「緩やかなペースで上昇している」に下方修正した。こうした見方の変化は、アトランタ連銀のGDPNowで、4-6月期の成長率予想が前期比年率+2.0%(6/18現在)と、1-3月期の実績である同+3.1%から鈍化しているところにも表れている。他には、個人消費について「年初から加速したように見える」と上方修正する一方、設備投資については「軟化している」と鈍化傾向が続いているとの見方を示した。パウエル議長はFOMC後に行なわれた記者会見で、企業の景況感が弱まっており、これが設備投資に波及するリスクについて言及している。

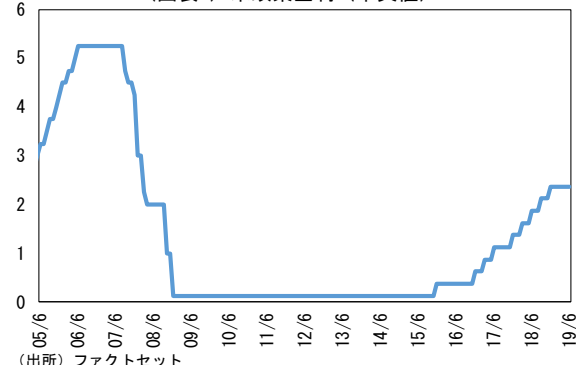
一方で労働市場については、「力強いまま」との見方を維持した。5月の雇用統計で雇用者数が低い伸びにとどまったものの、「均せば底堅い」との見方を前回から踏襲した。インフレ率(前年比)については、総合・コアともに2%を下回って推移しているとの認識を示し、市場ベースのインフレ期待については、前回の「低いまま」が「低下している」に下方修正された。

「我慢強く」を削除

金融政策の先行き部分では、見通しに対する不確実性が高まっているとの認識が示された。これまで維持してきた「FFレートの目標レンジに対する今後の調整に我慢強くなるだろう」との文言を削除し、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「適切に行動する」と、利下げに向けて見方を前進させた格好となっている。パウエル議長は記者会見で、次回の会合で利下げがあるかとの記者からの質問に対し、見通しに対する逆風に注意を払いつつ、今後発表されるデータを注視していく姿勢を示している。

同時に発表されたFOMCメンバーの経済見通し(図表2)は、2020年が上方修正される一方、2019年、2021年とLonger run(長期)はすえ置かれた。2021年にかけて成長率は緩やかに鈍化し、潜在成長率並みに落ち着くとの見通しとなっている。失業率は2019~2021年まで0.1%ポイントずつ引き下げられた。直近5月の失業率は3.6%と約49年ぶりの水準まで低下(改善)しているが、現在がほぼピークであり、今後は緩やかながら上昇(悪化)していくとの見通しが示されている。ただ、2021年にかけてLonger runの水準を下回って推移することが見込まれており、暫くは労働需

(図表1) 米政策金利(中央値)



(図表2)6月FOMC経済見通し

(単位:%)	2019	2020	2021	長期
実質GDP成長率	2.1	2.0	1.8	1.9
(3月予測)	2.1	1.9	1.8	1.9
失業率	3.6	3.7	3.8	4.2
(3月予測)	3.7	3.8	3.9	4.3
PCEデフレーター	1.5	1.9	2.0	2.0
(3月予測)	1.8	2.0	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.8	1.9	2.0	—
(3月予測)	2.0	2.0	2.0	—
FF金利	2.4	2.1	2.4	2.5
(3月予測)	2.4	2.6	2.6	2.8

(出所)FRB ※実質GDP成長率、(コア)PCEデフレーターは前年比(%)

給がひっ迫した状況が続くと判断している。物価については、PCE、コア PCE（前年比）ともに2019、2020年が引き下げられた。2021年と Longer run は同 2.0%を見込んでおり、2020年にかけては2%を小幅下回るものの、その後は2%付近に回帰するとの見方が示された。

ドットチャートは大きく下方修正

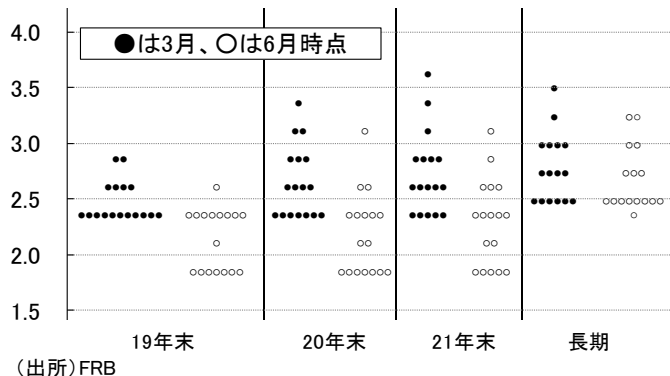
ドットチャートについては（図表3）、2019年が2.375%、2020年が2.125%、2021年が2.375%（いずれも利上げ見通しの中央値）と、2019年は前回3月時点の数値に一致したものの、2020年は50bp、2021年は25bp引き下げられた。2019年は中央値で見れば前回から変わらなかったが、利下げ予想が3月の0人から8人（25bp利下げ1人、50bpの利下げ7人）に増加するなど、平均値では2.49%から

2.16%へと低下しており、実質的に大きく下方修正されている。中央値は、すえ置きが8人、利上げが1人（25bp）と見方が割れた結果、ギリギリで3月の水準が維持された形である。ただ、パウエル議長は会見で、利下げを見込んでいないメンバーも利下げの必要性が高まったと考えていると述べており、全体として利下げバイアスが強まっている様子がうかがえる。2020年については、現在の政策金利（2.25-2.50%）からの利下げを見込むメンバーが2019年見通し対比で1人多くなった結果、中央値は利下げを示唆する形となっている。一方、2021年の中央値は1回の利上げによって現在の政策金利に戻ることが見込まれており、利下げはあくまで予防的かつ一時的なものだと判断しているようだ。もっとも、2021年も Longer Run の水準を下回っていることから、当面緩和的な状況が続くことを想定している。なお、Longer Run についても前回の2.75%から2.50%に引き下げられた。

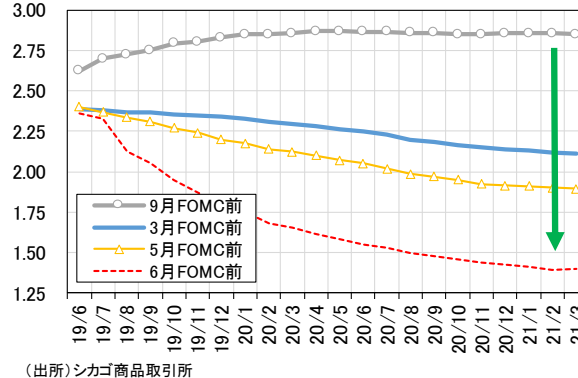
利下げの可能性高まる

今回の FOMC 声明文では、「我慢強く」との文言が削除されるかわりに「注意深く監視」し「適切に行動する」の文言が記されたことで、利下げに向けた地均しを一段と進める形となった。ドットチャートも市場が織込むほどではないにせよ（図表4）、3月時点から大きく下方修正され、利下げを見込むメンバーが大幅に増加したことを示している。見通しに対する不確実性が高まっていることや、インフレ率が低調な推移をたどっていることが背景となっている。目先の注目点は28、29日に開催される大阪 G20 サミットとなる。パウエル議長は、中国と合意に至れば利下げは見送るかとの記者からの質問に対し、一つの材料で判断しないと回答したが、貿易摩擦や世界景気の動向は先行きのリスクで、逆風は強まっているとの見方を示している。G20 において、米中間で余程前向きな合意が成立しない限り、FRBは7月に予防的に25bpの利下げに動く可能性が高まったと考える。
（担当：大広）

（図表3）FOMCのドットチャート



（図表4）FF先物市場で織込まれている米政策金利予想



○FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2019/4/30-5/1	2019/6/18-19
<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>March</u> indicates that the labor market remains strong <u>and that economic activity rose at a solid rate</u>. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. Growth of household spending and business fixed investment <u>slowed</u> in the first quarter. On a 12-month basis, overall inflation <u>and inflation for items other than food and energy have declined and are running below 2 percent</u>. On balance, market-based measures of inflation compensation have remained low in recent months, and survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</p> <p>3月のFOMC会合以降に入手した情報は、労働市場は力強いままであり、<u>経済活動は底堅いペースに上昇したことを示している</u>。雇用者数の増加はここ数ヵ月、均してみると底堅く、失業率は低いままである。個人消費や設備投資の伸びは第1四半期に鈍化した。前年比で見た総合インフレ率と食品・エネルギーを除いたインフレ率は低下し、<u>2%を下回って推移している</u>。市場ベースのインフレ指標はここ数ヵ月間低いままだが、サーベイベースの長期的なインフレ期待はほとんど変わらなかった。</p>	<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>May</u> indicates that the labor market remains strong and that economic activity <u>is rising at a moderate rate</u>. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. <u>Although</u> growth of household spending <u>appears to have picked up from earlier in the year, indicators of business fixed investment have been soft</u>. On a 12-month basis, overall inflation and inflation for items other than food and energy are running below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation have <u>declined</u>; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</p> <p>5月のFOMC会合以降に入手した情報は、労働市場は力強いままであり、<u>経済活動は緩やかなペースで上昇していることを示している</u>。雇用者数の増加はここ数ヵ月、均してみると底堅く、失業率は低いままである。個人消費の伸びは年初から加速したように見えるが、<u>設備投資の指標は軟化している</u>。前年比で見た総合インフレ率と食品・エネルギーを除いたインフレ率は2%を下回って推移している。市場ベースのインフレ指標は低下している。サーベイベースの長期的なインフレ期待はほとんど変わらなかった。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・労働市場の見方は「力強いまま」を維持。5月の雇用統計で雇用者数が低い伸びにとどまったものの、「均せば底堅い」との見方を踏襲。 ・足元の景気の見方を「底堅い」ペースから「緩やかな」ペースに下方修正。 ・個人消費は「年初から加速したように見える」と見方を強める一方、設備投資は「軟化している」と引き続き弱い見方。 ・市場ベースのインフレ期待が「低いまま」から「低下している」に下方修正。 	
<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. In support of these goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 2-1/4 to 2-1/2 percent. The Committee continues to view sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective as the most likely outcomes. In light of global economic and financial developments and muted inflation pressures, the Committee will be patient as it determines what future</p>	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. In support of these goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 2-1/4 to 2-1/2 percent. The Committee continues to view sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective as the most likely outcomes, <u>but uncertainties about this outlook have increased</u>. In light of <u>these uncertainties</u> and muted inflation pressures, the Committee will</p>

<p>adjustments to the target range for the federal funds rate may be appropriate to support these outcomes.</p> <p>法で定められた責務に基づき、委員会は雇用の最大化と物価安定の促進をめざしている。これらの目標をサポートするため、委員会はFFレートの誘導目標レンジを2.25-2.50%にすえ置くことを決定した。委員会は、経済活動の持続的な拡大や労働市場の力強い状況、最も可能性の高い結果としてインフレ率が委員会の対称的な目標である2%付近で推移するとみている。世界景気および金融動向、インフレ圧力の低下を考慮すると、委員会は、これらの結果をサポートするために適切となるかもしれないFFレートの目標レンジに対する今後の調整に我慢強くなるだろう。</p>	<p><u>closely monitor the implications of incoming information for the economic outlook and will act as appropriate to sustain the expansion, with a strong labor market and inflation near its symmetric 2 percent objective.</u></p> <p>法で定められた責務に基づき、委員会は雇用の最大化と物価安定の促進をめざしている。これらの目標をサポートするため、委員会はFFレートの誘導目標レンジを2.25-2.50%にすえ置くことを決定した。委員会は、経済活動の持続的な拡大や労働市場の力強い状況、最も可能性の高い結果としてインフレ率が委員会の対称的な目標である2%付近で推移するとみているが、この見通しに対する不確実性は高まっている。こうした不確実性やインフレ圧力の低下を考慮すると、委員会は、<u>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、力強い労働市場と2%付近の物価上昇率の対称的な目標に向け、成長維持のために適切に行動する。</u></p>
<ul style="list-style-type: none"> ・政策金利は2.25-2.50%ですえ置き。ただし、見通しに対する不確実性は高まっていると判断。 ・政策金利の今後の調整に「我慢強く」なれるとの文言を削除し、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「適切に行動する」と、利下げに向けて見方を前進。 	
<p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.</p> <p>誘導目標レンジの今後の調整時期と幅を決定するにあたっては、雇用最大化の目標と対称的な2%のインフレ目標に照らして、経済状況の実績と見通しを評価する。この評価には、労働市場の状況に関する尺度、インフレ圧力およびインフレ期待を示す指標、金融と国際動向の見通しを含む幅広い情報を考慮する。</p>	<p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.</p> <p>誘導目標レンジの今後の調整時期と幅を決定するにあたっては、雇用最大化の目標と対称的な2%のインフレ目標に照らして、経済状況の実績と見通しを評価する。この評価には、労働市場の状況に関する尺度、インフレ圧力およびインフレ期待を示す指標、金融と国際動向の見通しを含む幅広い情報を考慮する。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・変更なし。 	
<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Jerome H. Powell, Chair; John C.</p>	<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice</p>

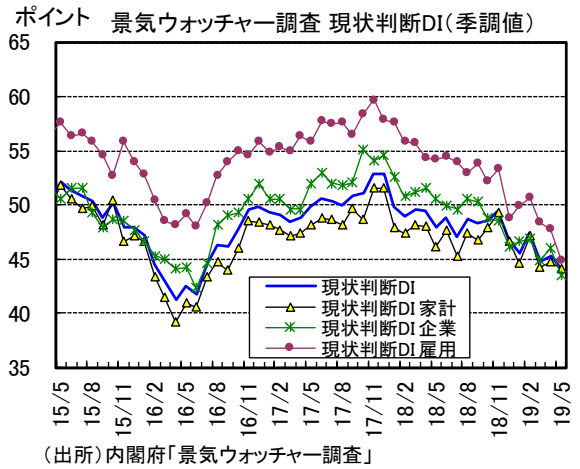
<p>Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; Esther L. George; Randal K. Quarles; and Eric S. Rosengren.</p> <p>このFOMCの金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ副議長、ボウマン理事、ブレイナーダ理事、ブラード総裁、クラリダ副議長、エバンス総裁、ジョージ総裁、クオールズ副議長、ローゼングレン総裁。</p>	<p>Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; Esther L. George; Randal K. Quarles; and Eric S. Rosengren. <u>Voting against the action was James Bullard, who preferred at this meeting to lower the target range for the federal funds rate by 25 basis points.</u></p> <p>この金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ副議長、ボウマン理事、ブレイナーダ理事、クラリダ副議長、エバンス総裁、ジョージ総裁、クオールズ副議長、ローゼングレン総裁。 <u>ブラード総裁は、今回の会合で25bpの利下げを支持した。</u></p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・全会一致とはならず。25bpの利下げが1票。 	

主要経済指標レビュー（6/10～6/21）

《日本》

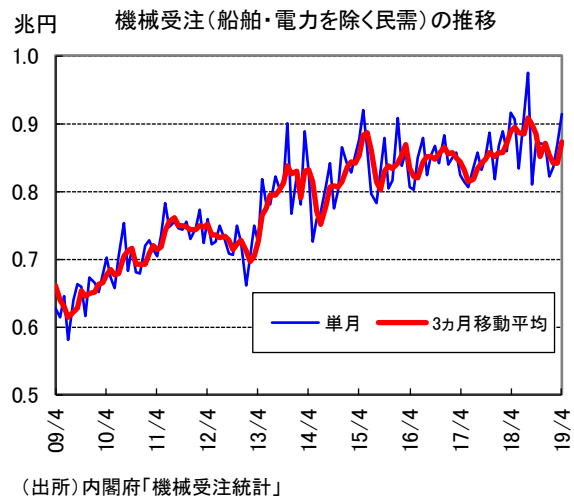
○ 5月景気ウォッチャー調査（6月10日）

5月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI（季調値）が44.1と、2ヵ月ぶりに低下した。内訳を見ると家計DI、企業DI、雇用DIすべてが低下した。低下幅の大きかった雇用関連では、「求人募集広告を掲載する企業が少なくなっている」という声が挙がっている。基調判断は「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45.6と4ヵ月連続で低下した。内訳を見ると、家計DI、企業DI、雇用DIこちらもすべてが低下した。先行きについての景気ウォッチャーの見方は、「海外情勢等に対する懸念がみられる」にすえ置かれた。



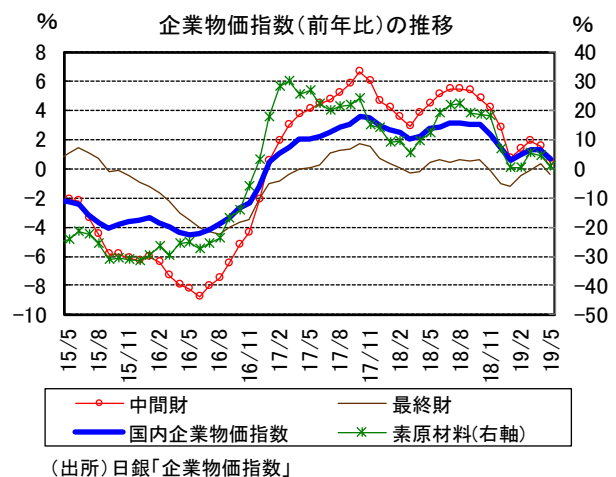
○ 4月機械受注（6月12日）

4月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比+5.2%と3ヵ月連続のプラスとなった。内閣府による基調判断は、「足踏みがみられる」から「持ち直しの動きがみられる」に上方修正された。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、大きく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、人手不足に起因した合理化・省力化投資や、中国の景気刺激策を背景とした海外景気を持ち直しが下支えし、均せば底堅く推移するとみている。



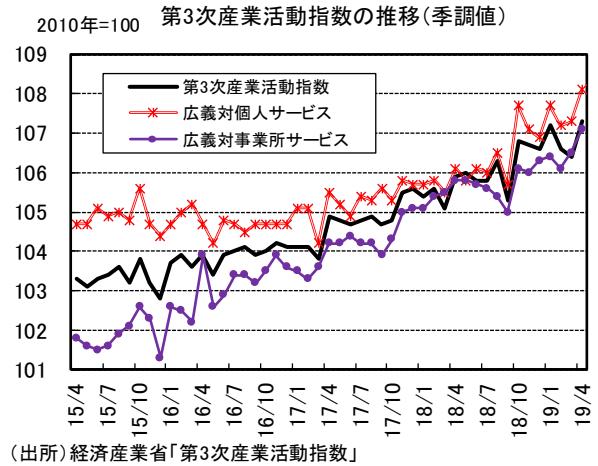
○ 5月企業物価指数（速報値、6月12日）

5月の国内企業物価指数は前年比+0.7%と、29ヵ月連続のプラスとなり、4月の同+1.3%から伸び幅が縮小した。前月比で押し上げに寄与した項目は、石油・石炭製品などで、昨年秋以降の原油安の影響に一服感が見られる。一方、押し下げに寄与した項目は、非鉄金属など。輸出入物価指数（円ベース）を見ると、輸出物価が前年比+0.1%→▲2.7%と3ヵ月ぶりのマイナス、輸入物価は同+1.7%→▲1.4%とこちらも3ヵ月ぶりのマイナスとなり、交易条件は悪化した。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、企業物価の伸びは鈍化するとみている。



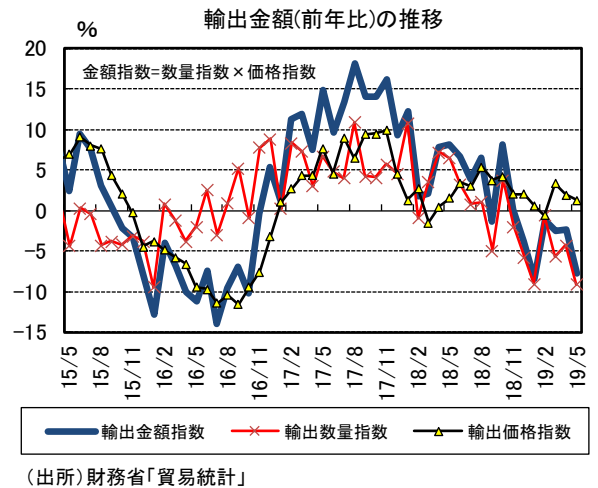
○ 4月第3次産業活動指数 (6月13日)

4月の第3次産業活動指数は前月比+0.8%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。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8業種が上昇し、3業種が低下。プラス寄与となった業種は、情報通信業(同+2.6%)、生活娯楽関連サービス(同+1.9%)など。生活娯楽関連サービスのうち、旅行業、宿泊業が伸びており、10連休による影響がでた可能性がある。一方で、マイナス寄与になった業種は、不動産業(同▲1.0%)、医療、福祉(同▲0.5%)など。今後の第3次産業活動指数は緩やかながら改善傾向で推移するとみる。



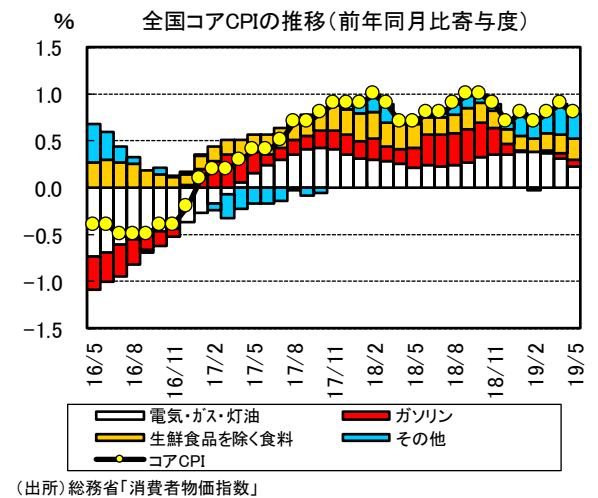
○ 5月貿易統計 (6月19日)

5月の貿易統計によると、輸出数量指数は前年比▲9.0%と7ヵ月連続のマイナスとなった。10連休の影響を割り引いて考える必要があるものの、米国向けが減少に転じたほか、EU向けや中国向けで2桁近い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、トランプ大統領は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、内需をけん引役に拡大が続くとみられるほか、年後半には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。輸出に景気回復のけん引役を期待するのは難しいが、年後半以降、緩やかに持ち直す展開を予想する。



○ 5月全国消費者物価指数 (6月21日)

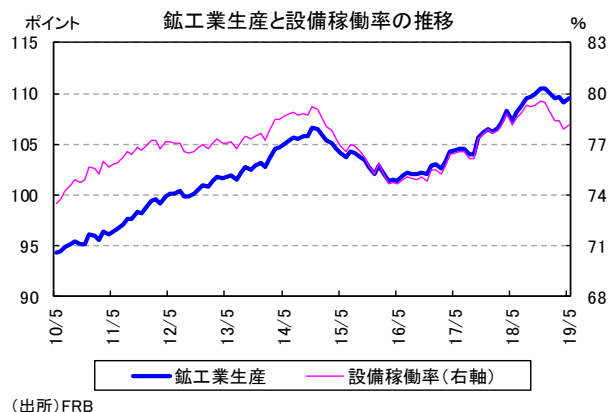
5月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+0.8%と、伸び幅は4月から0.1%ポイント縮小した。電気代が2ヵ月連続で値下げとなった影響が大きい。10連休の反動による宿泊料、外国パック旅行費の押し下げも影響している。景気の勢いが鈍っていることから、物価も引き続き弱めの推移が続く可能性が高い。大手キャリアが発表している携帯電話料金の引き下げや、10月の教育費無償化による下押しもあり、コアCPIは、2019年度通年では前年比+0.7%(除く消費増税の影響: +0.5%)、2020年度通年では同+1.0%(同+0.7%)と予想している。



《米 国》

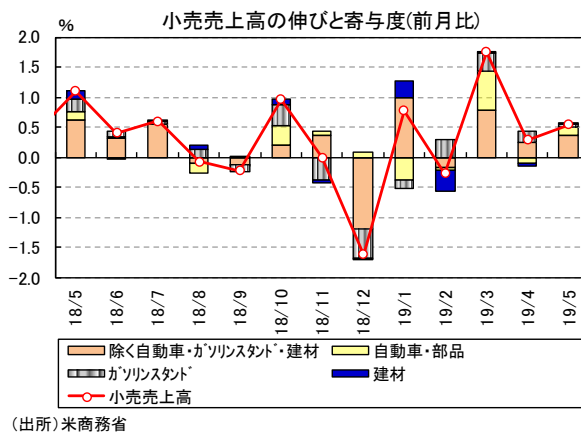
○ 5月鉱工業生産指数（6月14日）

5月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%と、2カ月ぶりに上昇した。産業別にみると、製造業が同+0.2%、鉱業が同+0.1%、公益事業が同+2.1%となり、いずれも上昇した。製造業では、一般機械やPC・電子品のほか、振れの激しい自動車も同+2.4%と大きく上昇した。公益事業では、前月に高めの気温を背景に電気や天然ガスが低下した反動増がみられた。設備稼働率は78.1%と小幅に反発も、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。



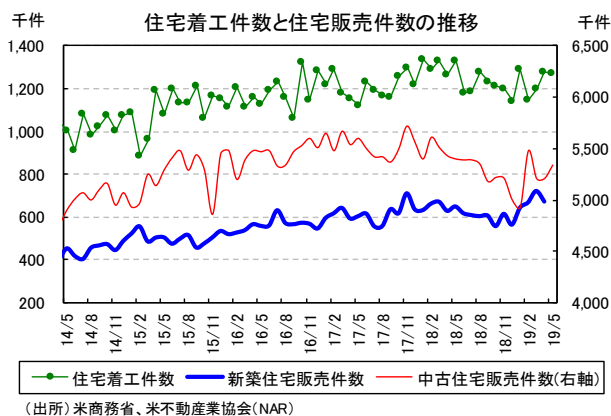
○ 5月小売売上高（6月14日）

5月の小売売上高は前月比+0.5%と3カ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3カ月連続で増加した。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ていたが、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、自動車・部品や建材、ガソリンスタンドが増加したほか、一般雑貨店、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。



○ 5月住宅着工・販売件数（6月18, 21日）

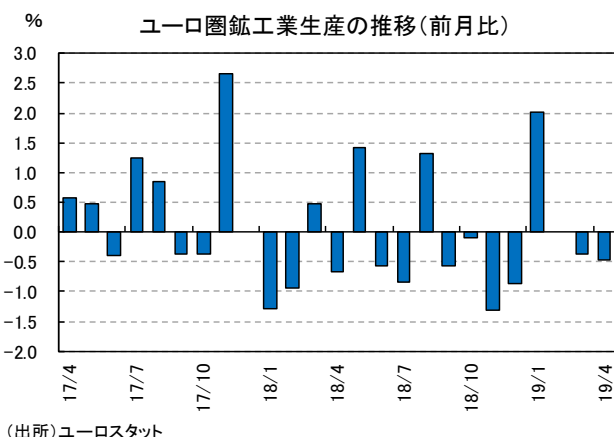
5月の新築住宅着工件数は、年率換算で126.9万戸、前月比▲0.9%と3カ月ぶりに減少したものの、着工件数に先行するとされる建設許可件数は年率換算で129.4万戸、同+0.3%と小幅ながら2カ月連続で増加した。中古住宅販売件数も年率換算で534万戸、同+2.5%と増加した。実質GDPベースの住宅投資は、1-3月期まで5四半期連続のマイナスと減少基調が続いてきたが、建設業者の景況感を表す住宅市場指数や住宅ローン申請件数（購入）が上昇基調で推移するなど、住宅市場に明るい材料もみられるようになってきている。住宅ローン金利の低下などを背景に、住宅投資は徐々に底入れに向かうと予想する。



《 欧 州 》

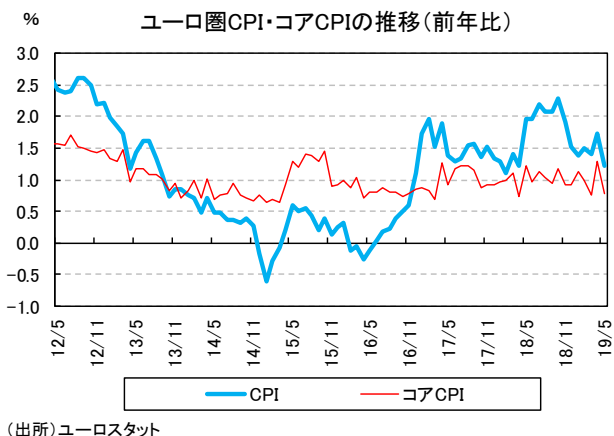
○4月ユーロ圏鉱工業生産（6月13日）

4月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.5%と、2ヵ月連続で前月比マイナスとなった。3月も同▲0.3%から▲0.4%に下方修正された。財別では、エネルギーのみ同▲1.1%→+1.4%と前月から増産となったが、消費財は同▲0.8%→+0.0%で横ばい、中間財は同+0.1%→▲1.0%、資本財は同+0.7%→▲1.4%と減産になった。主要国別では、フランスは同▲1.1%→+0.4%、スペインは同▲1.2%→+1.7%と増産となったが、ドイツは同+0.6%→▲2.3%、イタリアは同▲1.0%→▲0.7%と減産となった。今後については、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。



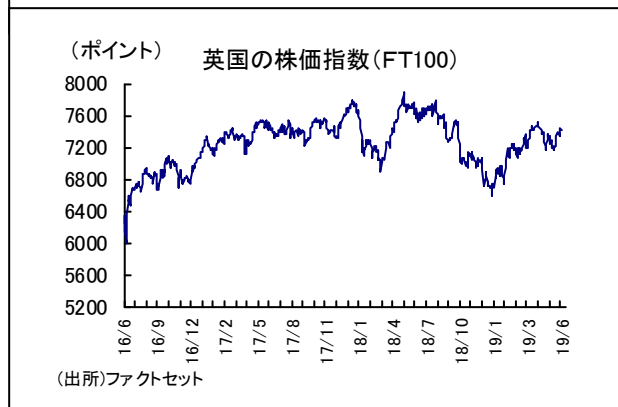
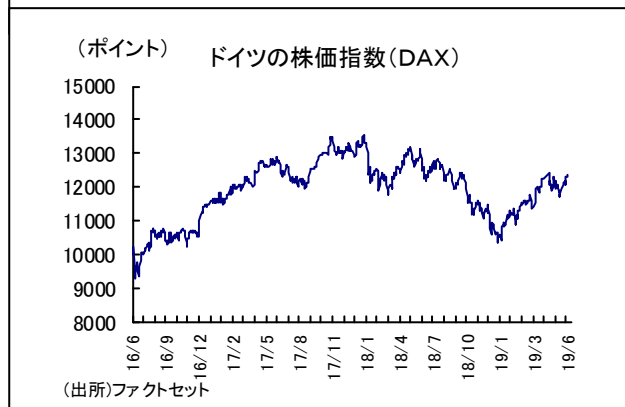
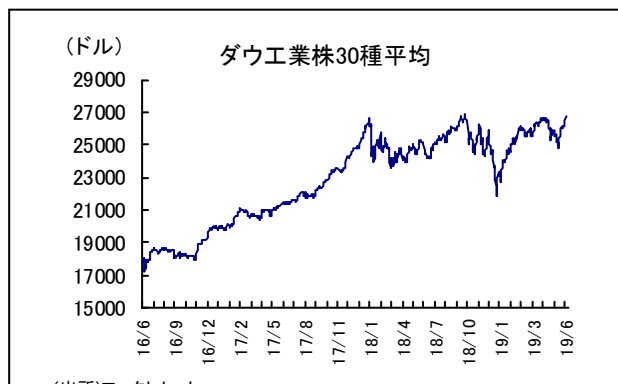
○5月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（6月18日）

5月のユーロ圏CPIは前年比+1.2%と、前月の同+1.7%から伸びが大きく鈍化した。コアCPIも同+1.3%→+0.8%、サービス価格も同+1.9%→+1.0%とそれぞれ鈍化した。背景には、エネルギー価格の伸びが縮小していることが挙げられる。主要国別では、ドイツは同+2.1%→+1.3%、フランスは同+1.5%→+1.1%、イタリアは同+1.1%→+0.9%、スペインは同+1.6%→+0.9%と軒並み鈍化した。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、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2%程度に近づけるよう、政策調整を行なうと予想する。

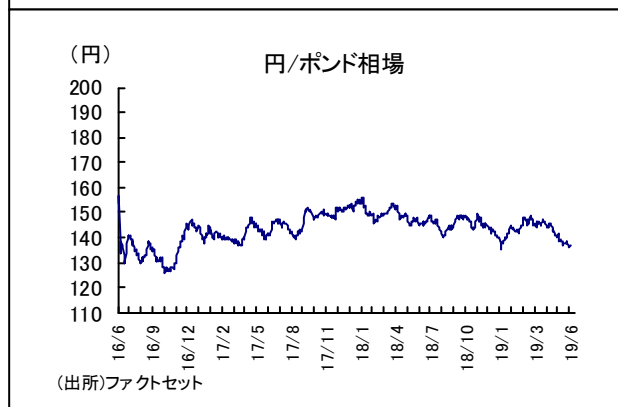
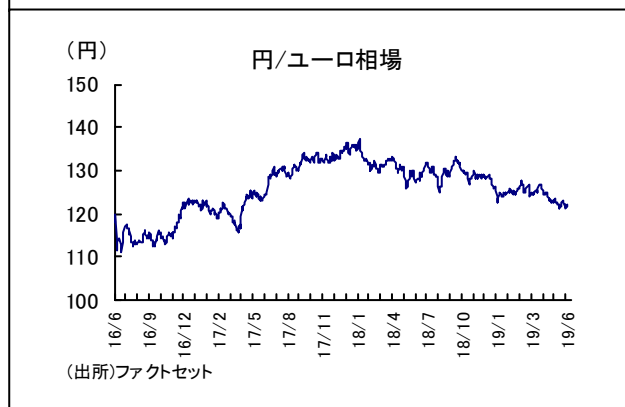
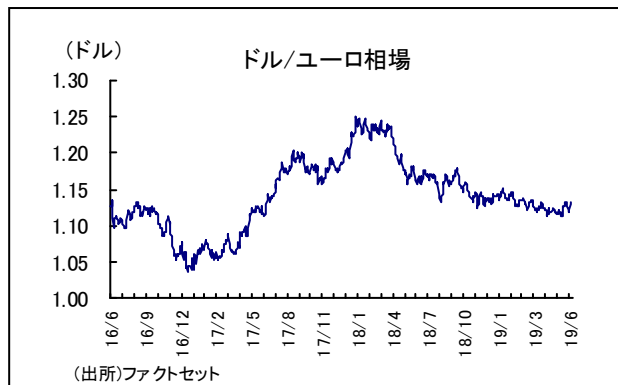


日米欧マーケットの動向 (2019年6月24日現在)

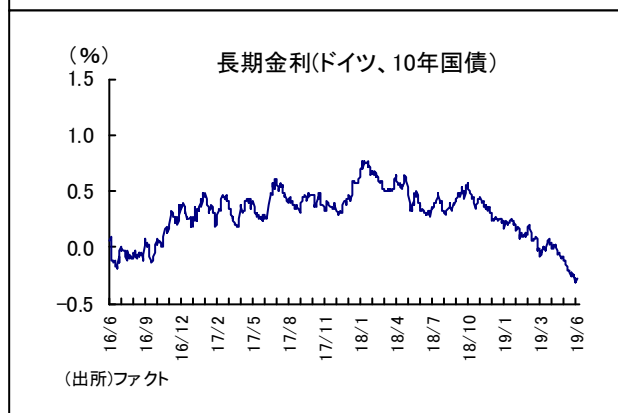
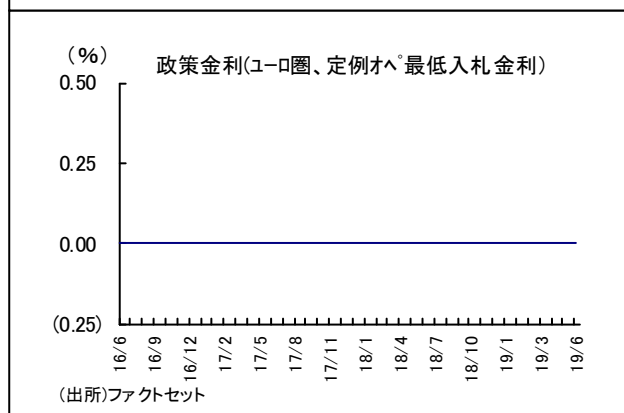
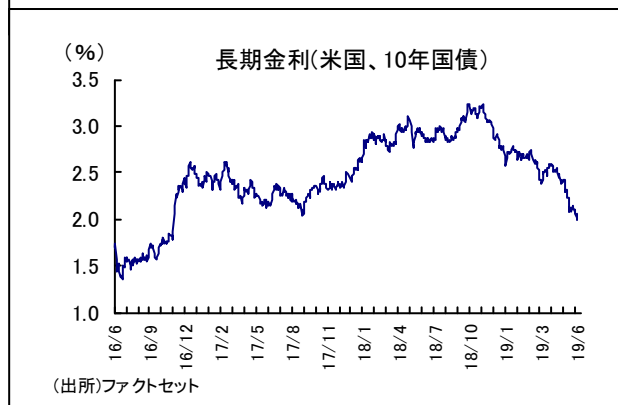
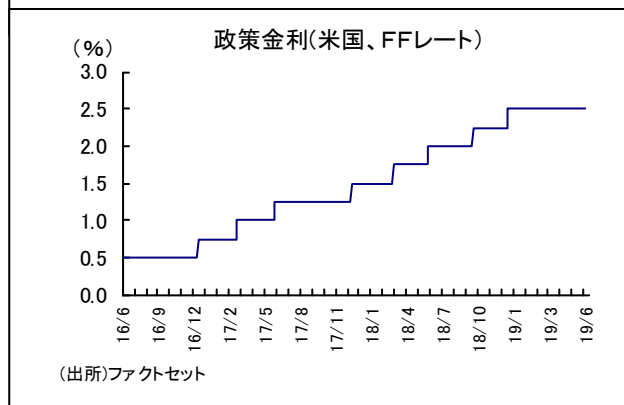
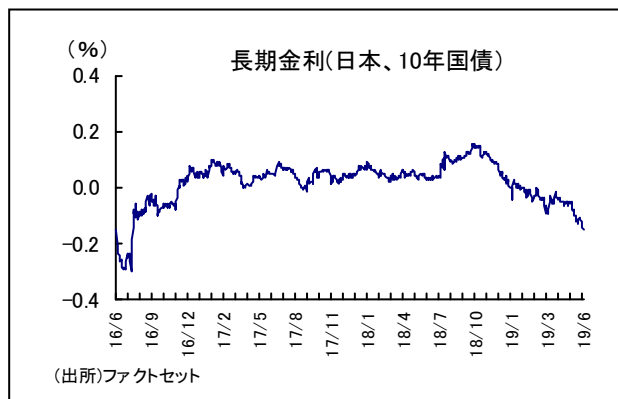
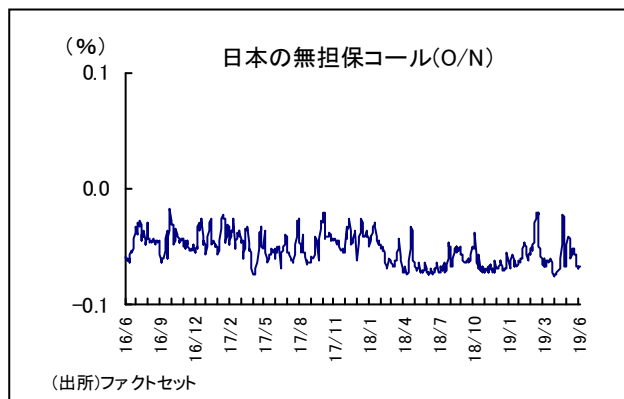
▽各国の株価動向



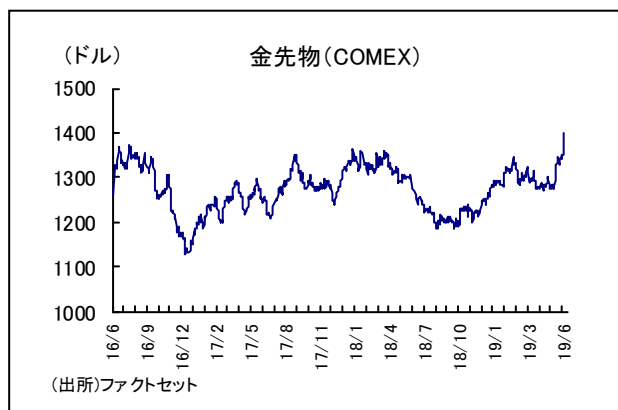
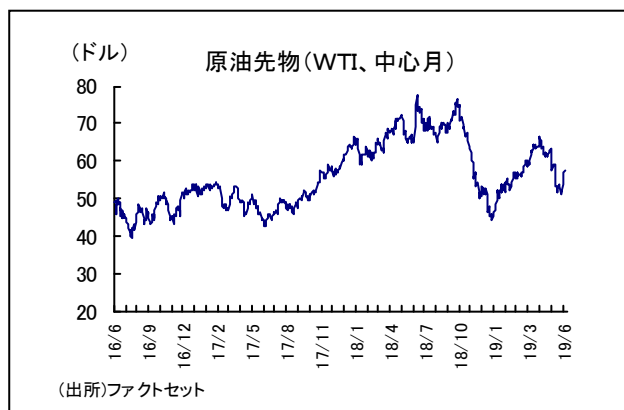
▽外為市場の動向



▽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