



## 〈フォーカス〉 出口の見えない米中交渉

対中強硬スタンスを続けるトランプ大統領だが、次第に出口の見えない袋小路に追い込まれつつあるように見える。苦境に陥っているのは中国も同じだが、大統領選を控え、早期に成果を必要としているのはトランプ氏である。当然、中国にも見透かされている。

トランプ氏の場合、景気とディールの二兎を追わなければならない点が悩ましい。関税第4弾にしても、小刻みに引き上げたり、一部品目については延期したりと、いまやこわごわモードになっているのが見え見えである。これでは中国に足元を見られてしまう。どのみち、国営企業の補助金といった産業政策の根幹にかかわる部分では、中国は絶対譲れない。10月初旬に予定されている閣僚級協議でも、本質的な対立点が改めてあぶりだされるだけに終わる可能性は低くない。雪解けムードを囁くのは早い。

トランプ氏にとっては幸運にも、足元では株価が再び上昇しているのもう一段、中国への圧力を強化する余地が生まれている。10月の閣僚級協議が不首尾に終われば、先送りした残りの品目の関税引き上げも実施できるだろう。しかし、対中関税はすでに消費財を幅広くカバーする段階に入っている。今後は、米国経済の生命線である個人消費への影響に対し、より神経質にならざるをえない。

結局、景気とディールの二兎は追えない。貿易交渉はチキンレースである。中国の本気度を考えれば、たとえ切り立った崖が目の前に迫っても、一段とアクセルを踏み込む気合いを見せなければ、先に中国にブレーキを踏ませることはできない。しかし、トランプ氏にとって、大統領選を前に景気を捨てるという選択肢がないのは明らかである。

中国政府はすでに開き直っている。相手の脅しには決して屈しないとのスタンスで、このまま相手に消耗を強いつつ、籠城戦を続ける覚悟だろう。習近平氏にとって幸いなのは、米国の対立激化で政権基盤が揺らぐどころか、逆に求心力を高めているように見えることである。中国経済はすでに失速気味だが、今のところ、中国政府のねらい通り、国民の不満は政府よりも米国に向いている。長老たちが集う北戴河会議もなんとか切り抜けた模様で、習近平氏を声高に批判する声は聞こえてこない。

こうなると、トランプ氏としては何をもって大統領選に臨むのかが問題となる。大型ディールを華々しく振りかざして選挙戦に突入できる希望は消えつつある。かといって、中国にこぶしを振り上げ続ける姿を見せること自体をもって、選挙民にアピールするというのも力不足に見える。小粒の合意を針小棒大に喧伝する必要があり、中国政府が小出しにする妥協案のどこで手を打つかが問題となる。足元で進んでいるのはこうしたプロセスである。交渉の主導権はすでに中国側に移りつつあるのではないか。

小粒であろうがなんであろうが、市場にとっては、関税の引き上げ合戦がこれで一段落するのであれば悪い話ではない。ただ、米国が今後、政治面、軍事面まで含めたさまざまな分野で中国に揺さぶりをかけ続けるのは確実で、いつまた大きな波が襲って来るかはわからない。(Kodama wrote)

## 目次

〈フォーカス〉出口の見えない米中交渉	1	・ 予防的利下げの継続に含みを持たせた9月FOMC	13
・ 経済情勢概況	2	・ 世論調査から考える米中貿易摩擦の動向	18
・ 日銀は追加緩和を予告したのか	4	・ ECBは金融緩和措置を発表	21
・ 9月短観の業況判断DIは悪化へ	10	・ 主要経済指標レビュー	24
		・ 日米欧マーケットの動向	29

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。底堅い米国景気や、省力化投資需要の高まりなどが下支えになり、景気後退は避けられるというのがメインシナリオだが、米中貿易摩擦の激化懸念や、中国、欧州景気の減速などが下押し圧力になり、2020年度にかけて、停滞気味の推移が続くと予想する。

個人消費は、消費増税による悪影響が尾を引く可能性はあるものの、ポイント還元等の景気対策の効果に加え、労働需給のひっ迫が賃金の伸びを支えることから、引き続き緩慢な伸びを維持すると予想する。

設備投資は、海外情勢の不透明感が強まっているものの、人手不足に起因した省力化・省人化投資が下支えし、緩やかながらも回復傾向を維持すると予想する。公共投資は、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算の編成が見込まれることから、持ち直し傾向で推移すると見込む。

輸出は欧州向けが下押し圧力となり、回復が遅れるとみる。

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+0.8%程度、2020年度は+1.0%程度となると予想する。

金融政策については、米中貿易摩擦の激化による世界景気の減速懸念、FRB、ECBが9月に追加緩和を実施したことの緩和姿勢が強まったことなどを背景に、10月にもフォワードガイダンスの強化や、長期金利変動許容幅拡大等の追加緩和を実施する可能性が高まったとみる。

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るほか、FRBの予防的利下げにより、内需をけん引役に拡大基調を持続しよう。ただ、貿易摩擦が家計や企業マインドの重しとなり続ける可能性が高く、成長ペースは緩やかになると予想する。

個人消費は、所得税減税の効果がみられた昨年ほどの力強さは見込めないものの、緩やかながら雇用・所得環境の改善基調が続くとみられ、増加基調での推移を予想する。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、米国発の貿易摩擦や世界景気の減速などを背景とした不確実性が燻るほか、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ることから、FRBは、2020年春先までに12回程度の予防的利下げを行ない、その後様子見姿勢に移ると予想する。

欧州

ユーロ圏経済は、主に英国のEU離脱問題や米中貿易摩擦による実体面、マインド面の悪化が景気の下押し要因となるなか、ECBによる緩和的な金融政策を背景に雇用環境が悪化を免れていることが、景気を下支えしている。今後については、米国を中心とする保護主義の高まりや、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。

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。固定投資は、中国景気の減速を背景に、減少するとみる。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。

ECBは9月の理事会で、階層化を伴った利下げや資産買い入れの再開などの金融緩和措置を発表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。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。实体经济の弱さに起因するディスインフレ圧力が今後一段と高まると見込まれ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は来年春までに追加利下げ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。

## 日銀は追加緩和を予告したのか

### FOMCの利下げにも日銀は不動

9月18、19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。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）。FOMC（米連邦公開市場委員会）が利下げを発表した直後ということもあり、事前の市場では日銀についても利下げ（マイナス金利の深堀り）を予想する向きが皆無ではなかったほか、長期金利の変動許容幅拡大等の微修正を見込む向きも一定程度存在したが、一切の政策変更は見送られた。「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」とのフォワードガイダンスの文言も維持された。会合直前まで、日経平均が10連騰を記録、為替相場も円安に振れるなど、日銀にとっては幸運にも会合直前に急速にリスクオンムードが広がったことに助けられた形である。

（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	→	
19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年9月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	

（出所）日銀

個別項目の判断も変更はない（図表2）。先行きの見通しでは、経済のパートで「消費税率引き上げなどの影響を受けつつも」との一節が入ったが、内需が増加基調をたどるとの見通しに変更はなかった（図表3）。

(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	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	→
	9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	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	→
	9月 (公表文)	弱めの動きとなっている	→
設備投資	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。	→
	9月 (公表文)	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	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、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	9月 (公表文)	振れを伴いつつも、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	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	→
	9月 (公表文)	横ばい圏内で推移している	→
公共投資	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	↓
	9月 (公表文)	横ばい圏内で推移している	→
鉱工業生産	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	↑
	9月 (公表文)	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↑)	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	→
	9月 (公表文)	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	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	→
	9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 (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	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な循環メ	→



		<p>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。</p>	
	7月（展望レポート）	<p>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、きわめて緩やか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。</p>	→
	9月（公表文）	<p>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、<u>消費税率引き上げなどの影響を受けつつも</u>、きわめて緩やか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。</p>	→
物価	6月（公表文）	<p>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。</p>	→
	7月（展望レポート）	<p>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。</p>	→
	9月（公表文）	<p>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。</p>	→

（出所）日銀

### 公表文に新たなパラグラフを追加

今回の会合は、ECB（欧州中央銀行）の定例理事会とFOMCの直後の開催だったということもあり、場合によっては急速な円高が進む可能性がないわけではなかった。日銀も万一の場合に備え、おそらくは追加緩和発動に向けた準備だけはしていたはずである。ただ、日銀にとっては幸いなことに、米欧とも追加緩和に動いたにもかかわらず、円高が進まなかった。特にECBは市場予想のほぼ上限を行く大規模緩和に踏み切ったにもかかわらず、打ち止め感が出てしまったがために、ユーロは逆に上昇する事態を招いた。結果として、日銀も手元にあった緩和案を発動することなく、お蔵入りにできたというところではないか。

ただ、代わりにというべきか、今回は、公表文の最後に「6.」として新たな項目が付け加えられた。少し長いが、この解釈が日銀の次なる行動を占ううえで重要なポイントになるので略さず全文引用すると、「6. このところ、海外経済の減速の動きが続き、その下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとの、日本銀行は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる恐れ

について、より注意が必要な情勢になりつつあると判断している。こうした情勢にあることを念頭に置きながら、日本銀行としては、経済・物価見通しを作成する次回の金融政策決定会合において、経済・物価動向を改めて点検していく考えである（下線部筆者）」という文章である。

### 改めて「モメンタムが損なわれる恐れ」とは

「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる恐れ」という持って回った表現は、前回7月会合時に、展望レポートの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恐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ことに始まったものである。

この解釈について、黒田総裁は前回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恐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、現時点ではまだモメンタムが損なわれていない段階でも、FRB同様、ある程度「予防的に」追加緩和に動く可能性があることを示したわけである。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せん」とも述べていたが、総裁が「モメンタムが損なわれる恐れ」の最も大きな要因として挙げた海外経済、特に保護主義の高まりは、すでに前回会合時点で差し迫ったリスクになっていたことから、筆者自身は近い将来の緩和予告に近いものと捉えていた。

### 「6.」をどう解釈すべきか

さて、では今回の「6.」をどう解釈すべきか。一見すると、次回会合における緩和予告とも受け止められなくもない。しかし、次回の会合までまだ40日程度ある。実際に緩和に動くかどうかはあくまで当日までの為替相場の動き次第であろう。今から10月下旬の相場環境を予想するのは難しい。ただでさえ追加緩和の手段が限られ、できれば温存したいと考えているなか、今から緩和予告というのは無理がある。

かといって、わざわざ新たなパラグラフまで設けたことを軽視すべきではないとも考える。会合後の円高回避のためのその場しのぎの策にすぎないとの見方もあるが、そうであれば同じ手法は二度と取れない。緩和予告ではないとしても、そのトリガーとなる円高水準は従来よりも甘くなったという程度の解釈が妥当なのではないか。このまま一段と株高、円安が進んだ場合に何もしないのは当然だが、次回会合時、例えば現状程度の株価、為替水準で動いたとしても、予防的緩和という意味では違和感はない。

「経済・物価見通しを作成する次回の金融政策決定会合において経済・物価動向を改めて点検」と、わざわざ、「次回」という文言を入れているのも思わせぶりである。黒田総裁自身、「金融緩和について前回の会合のときよりも前向きになってるかといわれれば、そのとおりだと思います」と述べている。これであっさりすえ置いたら、日銀は市場とのコミュニケーション能力を疑われることにもなりかねない。この点については記者から、「オオカミ少年じゃないですけども、なんとなく市場が信用しなくなるといいますか、市場との対話がうまくいなくなるというような懸念はないでしょうか」との質問が出たが、筆者も同意する。

どのみち、株の反発局面は終盤の可能性が高い。10月初旬に予定されている米中閣僚級協議への

期待が高まっているが、本質的な対立点が改めてあぶりだされるだけに終わる可能性も低くない。英国の合意なき EU 離脱への懸念や、消費増税の影響など、10月末にかけては再び景気への懸念が高まる展開も想定される。日銀の追加緩和観測も絡んで、10月末にかけては長期金利に低下圧力がかかりやすい状況が続くかもしれない。

### 追加緩和なら副作用対策が必須

もし、追加緩和に踏み切るとしたら、YCC の枠組み上、マイナス金利の深堀りが第一候補にならざるをえない。ただ、これ以上のマイナス金利を深堀りするのであれば、副作用対策が必須となる。例えば、0.1%の付利金利がつく当座預金の基礎残高の範囲を拡大すると言った案が考えられる。長期・超長期ゾーンの過度な低下を防ぐ手立ても必要になるかもしれない。

ただ、この点については「寝た子を起こす」ような議論を引き起こすリスクがある。マイナス金利政策を採用した時点で、0.1%の付利金利は金融政策としての意味合いを失い、現状ではすでに副作用対策、より直截的な物言いをすれば銀行への事実上の補助金になっている。この対象を広げることで、政治家の間で「銀行は預金金利をゼロにして、自分は税金から補助金をもらうのか」的な銀行批判が広がる可能性がないとはいえない。もっとも、こうした副作用対策については、日銀だけではなく欧州にも必要性への認識が広がっている。実際 ECB も採用したばかりであり、対外的な説明はよりやりやすくなっている面はある。

### 枠組み変更はあるか

「6.」の解釈についてはもうひとつある。日銀が、金融政策の枠組み変更を計画していることを仄めかしているというものだ。ただ、YCC の枠組み自体を見直すのであれば、YCC 導入時に実施した「総括検証」がもう一度必要になると考えるのが妥当である。「6.」では、「次回の金融政策決定会合において、経済・物価動向を改めて点検」とは述べているが、何か新たな検証作業を行なうとは言っていない。

これについては記者からも、「展望レポートは通常、経済・物価情勢を点検していると思うんですけども、通常とは異なるといふことなのかの確認と、何かこれは金融政策の枠組みも見直すということ企図されているのかどうか」という質問が出されたが、黒田総裁は、「展望レポートそのものはご承知のように年に4回、そのときまでの経済指標等を分析して、今後の経済・物価の動向を予測し、そういうことも踏まえて金融政策の決定を行なっていくということで、そういう点について特に違ふということはないと思います」と答えている。また、金融政策の枠組みについても「大きな変更が必要だというふうには、先ほど申し上げたように追加緩和を仮に議論する場合でも、現在の長短金利操作付き量的・質的金融緩和という全体の枠組みを変更する必要があるとは思っておりません」と明言している。

であれば、YCC の範囲内での小幅の枠組み変更というのはいりうるのか。これについても会見のやりとりがヒントになる。記者からの「現状のイールドカーブの水準をどういうふうに考えてらっしゃるのか」との質問に対し、黒田総裁が、「实体经济に大きな影響があるのは、短期から中期の金利でありまして、他方で超長期の金利が下がりすぎますと、年金とかそういうほうの運用利回りが下がるんじゃないかということ、消費者のマインドに影響がありうるということを総括的検証でも申し上げていますが、それはそのとおりだと思いますので、イールドカーブはもう少し上がったほうが好ましいというふうに思っています（下線部筆者）」と述べている。そうすると、以前から言われているような、長期金利の操作目標を10年債から5年債に移す等の手法が考えられる。ただ、



5年債はすでに発行残高の70%を日銀が保有しており、その操作可能性に疑問が残ること、会見における答弁全体から、枠組みの変更自体に後ろ向きな雰囲気が見えることから、現行の枠組みはとりあえず維持する可能性が高い。（担当：小玉）

## 9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、9月19日に公表した月例経済報告において、基調判断を「景気は、輸出を中心に弱さが続いているものの、緩やかに回復している。」にすえ置いた。先行きについても緩やかな回復が続くとしている。こうした環境下、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、10月1日に公表される日銀短観（2019年9月調査）が待たれるところである。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、6月調査の+7から+2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、9月の製造業の業況判断DIは▲7と、6月の+6から3ヵ月で13ポイント悪化している（図表2）。月次の推移をみると、7月は+3（前月から3ポイント悪化）、8月は▲4（同7ポイント悪化）、9月は▲7（同3ポイント悪化）となっており、昨秋に米中貿易摩擦による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6月調査からの動きを見ると、9業種中8業種（繊維・紙パ、化学、石油・窯業、鋼鉄・非鉄、食品、金属・機械、電気、精密・その他）が悪化、1業種（輸送用機器）が改善となった。幅広い業種から、「中国经济減速の影響を受けている」、「米中摩擦に端を発するアジア市場の低迷が長引いている」といった、米中貿易摩擦等の悪影響を指摘する声が挙がっている。

QUICK短観を見ると、製造業の9月の業況判断DIは+3と、6月の+12から9ポイント悪化した。月次の推移をみると、7月は+7（前月から5ポイント悪化）、8月は+7（同0ポイントと横ばい）、9月は+3（同4ポイント悪化）となっている。

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12月は+1と、9月調査の当社予想（+2）から1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も悪化へ

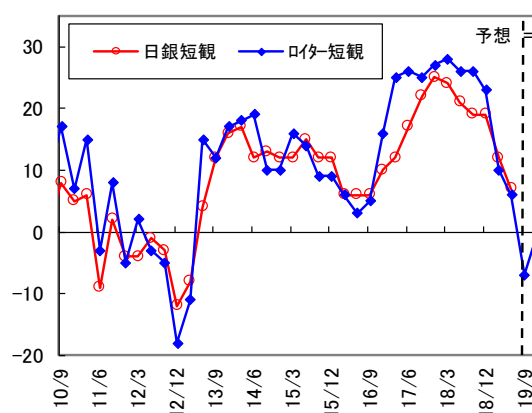
ロイター短観における9月の非製造業の業況判断DIは+19と、6月の+22から3ポイントの悪化となった（図表3）。月次の推移をみると、7月は+25（前月から3ポイント改善）、8月は+13

（図表1）日銀短観（9月調査）業況判断DIの予想

	6月調査実績		9月調査の当社予測値			
	6月最近	9月先行き	9月予測	変化	12月予測	変化
大企業	15	12	11	▲4	8	▲3
製造業	7	7	2	▲5	1	▲1
非製造業	23	17	21	▲2	16	▲5
中小企業	6	▲1	0	▲6	▲1	▲1
製造業	▲1	▲5	▲7	▲6	▲8	▲1
非製造業	10	3	6	▲4	3	▲3

（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

(同 12 ポイント悪化)、6 月は+19 (同 6 ポイント改善) と、一進一退の展開だが、3 カ月の累計では悪化となっている。

業種別に 6 月調査からの動きを見ると、6 業種中 4 業種 (小売、通信・情報サービス、運輸・電力等、その他サービス) が悪化、2 業種 (不動産・建設、卸売) が改善となった。コメントを見ると、「7 月の不振は天候要因という一時的なものとの見方がコンセンサスとなった。8 月は好調に増収で着地できた」、「8 月は気温が高かったことが寄与

など、天候要因が景況感の改善に寄与している様子が見えるものの、「中国の景気減速の影響がここに来て出ている」、「米中貿易戦争の着地点が見えてこず、経営者マインドも停滞している」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、9 月は+27 と、6 月の+33 から 6 ポイント悪化した。単月の推移を見ると、7 月は+32 (前月から 1 ポイント悪化)、8 月は+27 (同 5 ポイント悪化)、9 月は+27 (同 0 ポイントと横ばい) となった。

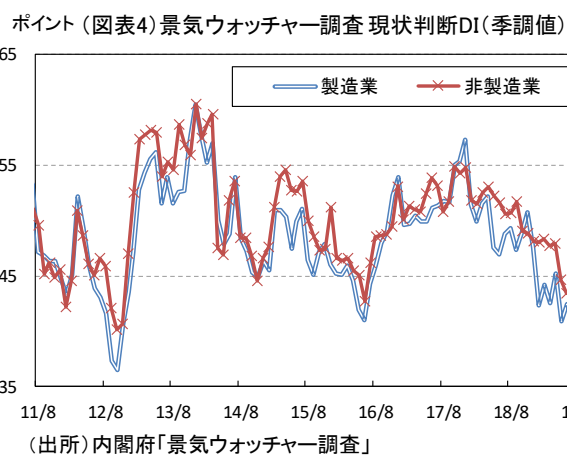
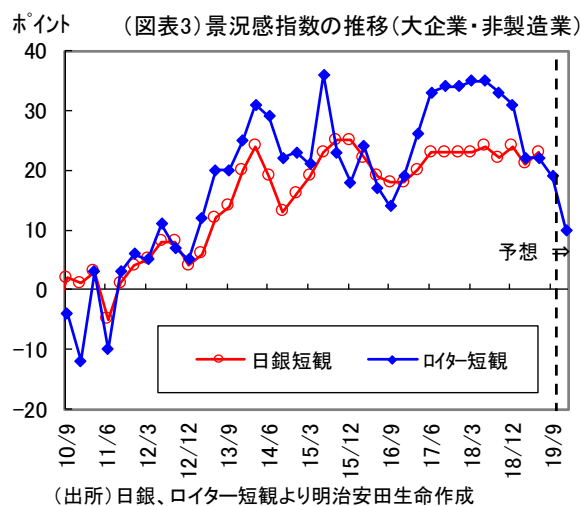
日銀短観における大企業・非製造業の業況判断 DI は、製造業と比較すると悪化の度合いは緩やかなものになるとみるものの、米中貿易摩擦の先行き不透明感や、慢性的な人手不足などが下押し圧力となり、6 月調査の+23 から+21 へと、2 ポイント悪化すると予想する。消費増税前の駆け込み需要の反動減が見込まれていることを背景に、ロイター短観の先行きは+10 (9 月から 9 ポイント悪化) と、大幅悪化になったことから、9 月調査の日銀短観の先行きの業況判断 DI も+16 と、9 月からさらに 5 ポイント悪化するとみている。

**中小企業の業況判断 DI も悪化を予想**

8 月の景気ウォッチャー調査を見ると、企業動向関連 DI が 41.7 (製造業 38.8、非製造業 43.8) と、3 カ月連続で悪化し、節目の 50 は 11 カ月連続で下回った (図表 4)。ウォッチャーの判断理由を見ると、「梅雨寒で売行きが悪かった夏物衣料も、梅雨明けからの猛暑でセールを早めた効果もあり、好調となっている。消費税増税を 10 月に控え、大物家電の売行きも好調である」 (南関東=税理士)、など 8 月からの天候改善や、消費増税前の駆け込み需

要を背景に好調さが窺えるコメントも見られたが、相対的には景況感の悪化を感じさせるコメントが多かった。なかでも、「米中の貿易問題や日韓関係の問題など、海外情勢の影響が国内でも少し出てきて、全体の動きがやや悪くなっているように感じる」 (南関東=プラスチック製品製造業)、「売上は前年を若干下回っている。7 月セールの不振以降、8 月のお盆休みも台風の影響で、店舗は来客が減少し落ち込んでいる」 (甲信越=その他製造業 [宝石・貴金属]) など、米中貿易摩擦等の海外情勢の悪化による国内への影響や、天候要因等を指摘する声が目立った。

先行きの企業動向関連 DI は 41.7 (前月差▲2.8 ポイント) と、こちらも 3 カ月連続で悪化し、節



目の50も同様に11ヵ月連続で下回っている。ウォッチャーからは、「消費税の引上げ後は一時的に景気が落ち込むとみている。ただし、受注予定に大きな変動はなく、景気は横ばいで推移するとみている」(東北=建設業)といった消費増税前後で景気は大きく変わらないとの声がある一方で、「消費税増税の時期を迎えて、映像広告費は価格を抑えられるか、又は外注を無くす方向に進む」(南関東=その他サービス業[映像制作])、「消費税増税なども控えており、心理的には相当に追い込まれている。客の財布のひもは固く、安い物へ流れている。ただ安い物では利益確保は厳しく、いずれにしても大変である」(甲信越=食料品製造業)といった、消費増税による景気の悪化に警鐘を鳴らす声も多く見られた。また、「海外からの受注状況に改善がみられないことに加え、円高となってきていることが懸念される」(甲信越=一般機械器具製造業)、「米中貿易摩擦により、企業の設備投資が減っている。この状態は3ヵ月後も続くと予想され、景気の悪化につながる」(近畿=不動産業)といった、円高や米中貿易摩擦の先行き不透明感を懸念する声も多く挙がっている。

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、6月調査の▲1から▲7へと6ポイント悪化、先行きについては、消費増税などが下押し圧力となると見込まれることから、▲8とさらに1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6月調査の+10から+6へと4ポイント悪化、先行きは+3と、3ポイントの悪化を見込む。

**大企業の設備投資計画は小幅上方修正へ**

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、4-6月期調査では前年度比+1.8%、7-9月調査では同+2.7%とプラス幅を拡大させた。規模別に見ると、大企業が同+12.7%から同+12.4%へと小幅下方修正されたものの、中小企業が同▲15.3%から同▲10.9%へと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。

(図表5)日銀短観設備投資計画予想(全産業・前年比)

	18年度 実績	19年度		
		3月 調査	6月 調査	9月調査 当社予測
	%	%	%	%
全規模	6.6	▲2.8	2.3	3.2
製造業	8.6	2.0	7.7	8.7
非製造業	5.4	▲5.6	▲0.8	▲0.0
大企業	7.3	1.2	7.4	7.7
製造業	7.0	6.2	12.9	12.0
非製造業	7.4	▲1.6	4.2	5.0
中小企業	2.6	▲14.9	▲9.3	▲5.8
製造業	17.2	▲6.1	▲3.0	0.8
非製造業	▲4.4	▲20.1	▲13.0	▲9.0

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

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+3.2%と、6月調査の予測値である同+2.3%から小幅上方修正されよう(図表5)。規模別では、大企業が同+7.4%から同+7.7%へ小幅上方修正、中小企業は同▲9.3%から同▲5.8%へと上方修正されると見込む。(担当:西山)



予防的利下げの継続に含みを持たせた9月FOMC

2 会合連続利下げも、全会一致とはならず

9月17、18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市場予想通り25bp引き下げ、1.75-2.00%に変更することを決定した(図表1)。利下げは、2008年12月以来、約10年半ぶりに実施した前回7月のFOMCに続き2会合連続となる。ただ、セントルイス連銀のブラード総裁が50bpの利下げを提案したほか、カンザスシティ連銀のジョージ総裁、ボストン連銀のローゼングレン総裁は前回に続き政策金利のすえ置き票を投じたため、全会一致とはならなかった。

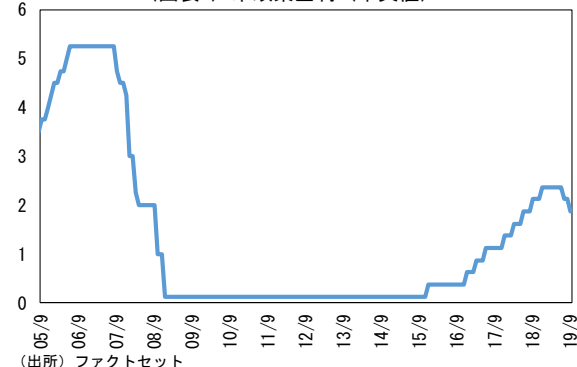
声明文の現状判断部分は総じて微修正にとどまった。足元の景気については、前回同様、経済活動は「緩やかなペースで上昇し続けている」とし、引き続き景気回復が継続しているとの判断を示した。個人消費については、前回の「年初から加速している」から「力強いペースで増加している」へとやや見方を強めた。一方、設備投資については、「軟化している」から「弱まっている」に下方修正したほか、新たに輸出の記載を加え、設備投資同様「弱まっている」との判断を示した。世界景気の減速や貿易摩擦の影響が米国景気に波及しつつある現状を示したと考える。労働市場については、「力強いまま」との見方を維持。物価についても、「2%を下回って推移している」との見方を踏襲した。

「注意深く監視し、適切に行動」との文言維持

金融政策の先行き部分では、今回の政策変更がFOMCの見通しをサポートするものの、不確実性は残っているとの認識を維持した。前回FOMCの声明文で示された「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」との文言を踏襲し、予防的利下げを継続する姿勢を示した。パウエル議長は記者会見で、足元の米国景気の底堅さに言及しつつも、グローバル景気の減速、貿易摩擦問題、インフレが目標を下回る状況などに懸念を示し、発表されるデータやリスクの動向に注意を払いながら適切に対応していく姿勢を示した。

同時に発表されたFOMCメンバーの経済見通しは、2019年(前年比2.1%→2.2%)と2021年(同1.8%→1.9%)が上方修正される一方、2020年(同2.0%)とLonger run(同1.9%)はすえ置かれた(図表2)。新たに発表された2022年は同1.8%が予想されており、予測期間中の成長率は緩やかに鈍化していく見通しとなっている。失業率は2019年のみ0.1%ポイント引き上げられた(2019年:3.6%→3.7%、2020年:3.7%、2021年:3.8%、2022年:3.9%)。直近8月の失業率は3.7%と約49年ぶりの水準で推移しているが、現在がほぼピークであり、今後は緩やかながら上昇(悪化)していく見通しが引き続き示された。物価については、PCE、コアPCE(前年比)ともに前回見通し

(図表1) 米政策金利(中央値)



(図表2)9月FOMC経済見通し

(単位:%)	2019	2020	2021	2022	長期
実質GDP成長率	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
(6月予測)	2.1	2.0	1.8	—	1.9
失業率	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2
(6月予測)	3.6	3.7	3.8	—	4.2
PCEデフレーター	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
(6月予測)	1.5	1.9	2.0	—	2.0
コアPCEデフレーター	1.8	1.9	2.0	2.0	—
(6月予測)	1.8	1.9	2.0	—	—
FF金利	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5
(6月予測)	2.4	2.1	2.4	—	2.5

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

が維持された。2021、2022年と Longer run は同 2.0%が予想されており、2020年にかけては2%を小幅下回るものの、その後は2%に回帰するとの見方がなされている。

**ドットチャートは追加利下げに含み**

ドットチャートについては、2019、2020年末が1.875%、2021年末が2.125%、2022年末が2.375%（いずれも政策金利見通しの中央値）と、2019年末が50bp、2020、2021年末が25bpずつ引き下げられた（図表3）。こうした数値だけを見れば、今回の利下げで打ち止めであり、2021年からは利上げサイクルに回帰するとの見方がコンセンサスということになる。

ただ、2019年末のドットの分布を詳細に見ると、今後、年内に追加で25bpの利下げを見込む向きが7名と、すえ置き5名、利上げ（今回の利下げに反対）5名を上回る最大勢力となっており、年内追加利下げの可能性に含みを持たせる結果となっている。2020年末は、現状から25bpの利下げを見込む参加者が8名に増加する一方、利上げを見込む参加者も7名に増加しており（すえ置きは2名に減少）、メンバーの見方が割れている様子が示された。なお、Longer Run（長期）については前回の2.5%が維持された。

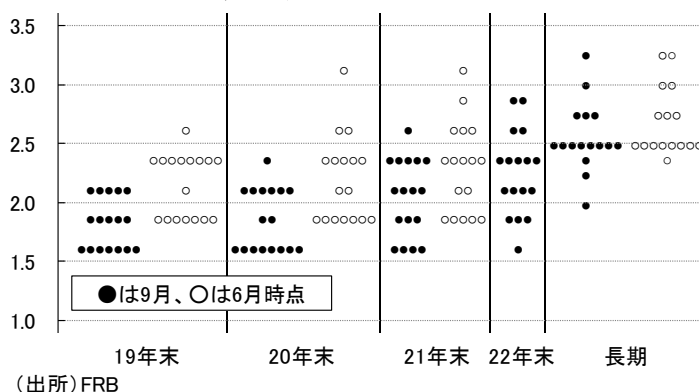
また、今回は、FOMC直前に、短期金融市場で金利が急騰した状況を踏まえ（図表4）、超過準備の付利金利（IOER）を30bp引き下げて1.80%にすることを決定した。パウエル議長は会見で、必要に応じて翌日物レポを通じて流動性供給を行なっていくと述べたほか、短期金利上昇の一因と考えられる準備預金残高の減少に対応すべく、バランスシートの拡大を検討していると述べており、場合によっては早期に実施する可能性についても言及した。

**予防的利下げを継続**

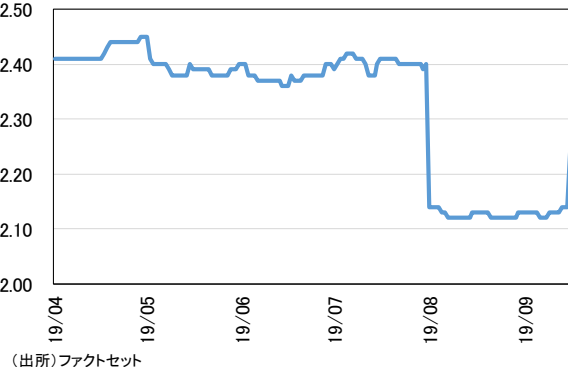
今回のFOMCでは2会合連続で利下げが行なわれたほか、今後についても「注意深く監視し続け、適切に行動する」との文言を踏襲することで予防的利下げを継続する姿勢を示した。米国景気は底堅く推移しているものの、下振れリスクを注視した政策運営を行うスタンスが改めて示されたと考える。FRBは年度内に追加利下げを行なう可能性が高い。

一方で、景気回復下での利下げは企業債務の拡大など不均衡リスクを高めることにもつながる。過去の景気回復局面と比べてFFレート水準が低く、利下げ余地に限られるなかで予防的利下げに動くことは、結果として将来の利下げを小幅にとどめることにつながるかもしれないが、副作用についても注意せざるを得ず、今後FRBは難しいかじ取りを迫られることになる。（担当：大広）

（図表3）9月FOMCのドットチャート



（図表4）FF実効金利の推移



○FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2019/7/30-31	2019/9/17-18
<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>June</u> indicates that the labor market remains strong and that economic activity <u>has been</u> rising at a moderate rate. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. Although growth of household spending <u>has</u> picked up from earlier in the year, <u>growth</u> of business fixed investment has been soft. 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 <u>remain low</u>; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</p>	<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>July</u> indicates that the labor market remains strong and that economic activity has been rising at a moderate rate. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. Although household spending has <u>been rising at a strong pace</u>, business fixed investment <u>and exports have weakened</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 remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</p>
<p>6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、経済活動は緩やかなペースで上昇し<u>続けている</u>ことを示している。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ているが、設備投資の指標は軟化している。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いままである。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>7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、経済活動は緩やかなペースで上昇し続けていることを示している。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。個人消費は<u>力強いペースで増加している</u>が、<u>設備投資と輸出は弱まっている</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いままである。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>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・総じて微修正にとどまる。景気は緩やかなペースで上昇し続けていると判断。</li> <li>・個人消費は「力強いペースで増加している」と見方を強める一方、設備投資は「弱まっている」に下方修正。また、新たに輸出の記載を加え、設備投資同様「弱まっている」との判断を示す。</li> <li>・インフレの見方は変化なし。</li> </ul>	
<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. <u>In light of the implications of global developments for the economic outlook as well as muted inflation pressures</u>, the Committee decided to <u>lower</u> the target range for the federal funds rate to <u>2 to 2-1/4</u> percent. <u>This action supports the Committee's view that</u> sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective <u>are</u> the most likely outcomes, but uncertainties about this outlook <u>remain</u>. <u>As the Committee contemplates the future path of the target range for the</u></p>	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. In light of the implications of global developments for the economic outlook as well as muted inflation pressures, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate to <u>1-3/4 to 2</u> percent. This action supports the Committee's view that sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective are the most likely outcomes, but uncertainties about this outlook remain. As the Committee contemplates the future path of the target range for the</p>

<p>federal funds rate, it will continue to 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.</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。<u>世界経済の動向が経済見通しに与える影響とインフレ圧力の弱さを考慮して、委員会はFFレートの誘導目標レンジを 2.00-2.25%に引き下げることを決定した。こうした行動は、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%付近で推移するという委員会の見方をサポートするが、この見通しに対する不確実性は残っている。委員会はFFレートの誘導目標レンジの将来的なパスを熟考するにあたり、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、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>	<p>federal funds rate, it will continue to 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.</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。世界経済の動向が経済見通しに与える影響とインフレ圧力の弱さを考慮して、委員会はFFレートの誘導目標レンジを 1.75-2.00%に引き下げることを決定した。こうした行動は、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%付近で推移するという委員会の見方をサポートするが、この見通しに対する不確実性は残っている。委員会はFFレートの誘導目標レンジの将来的なパスを熟考するにあたり、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、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。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・世界経済の動向が経済見通しに与える影響とインフレ圧力の低下を考慮して、政策金利を 1.75-2.00%へ25bp引き下げ。</li> <li>・利下げはFOMCの見通しをサポートするが、不確実性は残存するとの見方を維持。</li> <li>・「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」と前回の文言を踏襲し、予防的利下げを継続する姿勢を示す。</li> </ul>	
<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</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</p>



<p>い情報を考慮する。</p>	<p>い情報を考慮する。</p>
<p>&lt;ポイント&gt; ・変更なし。</p>	
<p><u>The Committee will conclude the reduction of its aggregate securities holdings in the System Open Market Account in August, two months earlier than previously indicated.</u></p> <p><u>委員会は、システム公開市場口座 (SOMA) における保有有価証券の減額を、従来公表していたより2ヵ月早い8月に終了する予定。</u></p>	
<p>&lt;ポイント&gt; ・前回決定した保有資産の減額終了早期化に関する記載をカット。</p>	
<p><u>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; and Randal K. Quarles. Voting against the action were Esther L. George and Eric S. Rosengren, who preferred at this meeting to maintain the target range for the federal funds rate at 2-1/4 to 2-1/2 percent.</u></p> <p><u>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ynaード理事、ブラード総裁、クラリダ副議長、エバンス総裁、クオールズ副議長。ジョージ総裁、ローゼングレン総裁は、今回の会合でFFレートの誘導目標レンジを2.25-2.50%にすえ置くことを支持した。</u></p>	<p><u>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair, John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; and Randal K. Quarles. Voting against the action were James Bullard, who preferred at this meeting to lower the target range for the federal funds rate to 1-1/2 to 1-3/4 percent; and Esther L. George and Eric S. Rosengren, who preferred to maintain the target range at 2 percent to 2-1/4 percent.</u></p> <p><u>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ynaード理事、クラリダ副議長、エバンス総裁、クオールズ副議長。ブラード総裁は、今回の会合でFFレートの誘導目標レンジを1.50-1.75%に引き下げるよう提案したほか、ジョージ総裁、ローゼングレン総裁は、今回の会合で目標レンジを2.00-2.25%にすえ置くことを支持した。</u></p>
<p>&lt;ポイント&gt; ・全会一致とはならず。50bpの利下げ提案が1票、すえ置き支持が2票。</p>	

## 世論調査から考える米中貿易摩擦の動向

### 10月米中協議への期待が高まる

9月1日、米国で新たな対中関税（第4弾）が発動され、両国の貿易摩擦が一段と激化した。その後も、10月1日に第1～3弾の関税引き上げ（25→30%）が、また12月15日には関税第4弾のうち、9月1日時点で先送りされた品目に対する関税発動が発表された。

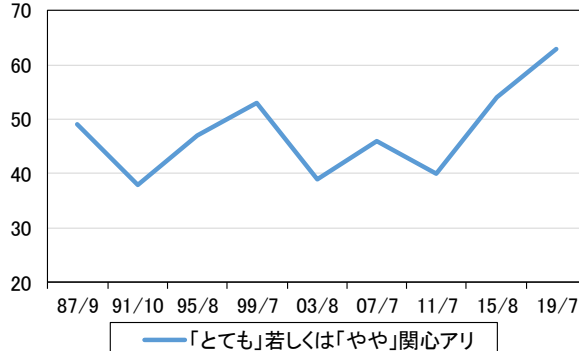
しかしながら、先日、米国で両国間の閣僚級協議を10月上旬に開催し、摩擦緩和に向けた話し合いを行なうことが発表された。加えて、中国が、すでに発動済の対米関税において除外品目リストを公表、それを受けてトランプ大統領が、10月1日に予定していた第1～3弾の関税引き上げを閣僚級協議後の15日まで先送りすることを発表した。その後も、中国が大豆などの米農産品の輸入再開を検討していると報じられたほか、米国も中国に対する限定的な合意案の提示を検討中との報道がなされたことで、10月の米中協議に対する期待が高まっている。

### トランプ大統領に対する有権者の評価が悪化

これまで米中間の貿易摩擦が激化してきた背景には、トランプ大統領が、貿易赤字を削減し米国内に雇用と投資を取り戻すとした2016年の大統領選での公約を実現すべく行動していることに加え、ここへきて来年11月3日に予定されている大統領選をよりいっそう意識し始めたことがある。7月中旬にPEW RESEARCH CENTERが実施した世論調査によれば、来年の大統領選に関する米国民の関心は過去30年で最も高い（図表1）。大統領候補についても、「熟考する」との回答が過去の大統領選と比べて党派を問わず高水準となっており（図表2）、今後、選挙に向けた動きが例年以上にヒートアップすることが予想される。

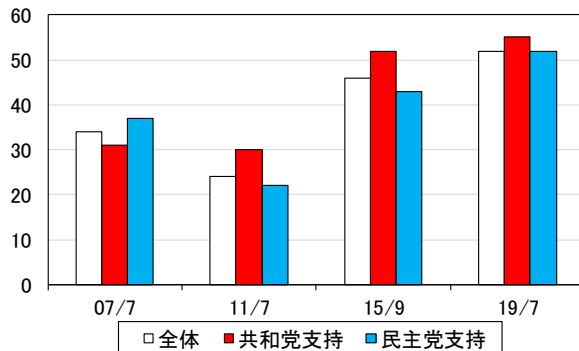
そうしたなか、足元ではトランプ大統領に対する有権者の評価が厳しさを増している。8月下旬にキニピアック大学が実施した世論調査によれば、今すぐ大統領選を行えば、トランプ大統領が民主党候補に敗北する可能性が高いとの結果が示された。現在、民主党の最有力候補はバイデン氏だが、サンダース氏、ウォレン氏、ハリス氏、ブティージェッジ氏を加えた上位候補5名いずれも、ト

(図表1) 2020年大統領選の関心度



(出所) PEW RESEARCH CENTER

(図表2) 大統領選で候補を熟考するとの回答



(出所) PEW RESEARCH CENTER

(図表3) キニピアック大学の世論調査結果

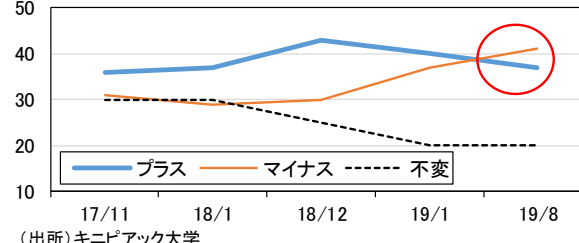
①2020年の大統領選で どちらに投票するか (%)

民主党候補者	Trump
Joe Biden	54 / 38
Bernie Sanders	53 / 39
Elizabeth Warren	52 / 40
Kamala Harris	51 / 40
Pete Buttigieg	49 / 40

②トランプ大統領への 各種評価 (%)

	認める (%)	認めず (%)
仕事ぶり	38	55
経済	46	49
外交	38	56
移民	38	59
貿易	38	54

③トランプ大統領の政策による景気への影響 (%)



(出所) キニピアック大学

ランプ大統領に対して勝利する結果となっている（図表3）。同大学によれば、トランプ大統領の支持が低迷しているのは、前回の大統領選で同氏に投票した白人女性層の支持を失ったことが一因とのことだ。

トランプ大統領の各種重要政策に対する評価を見ても、「認める」ではなく「認めず」とする意見が大勢である（前掲図表3）。有権者が最も重要と考えている課題の第1位に「経済」が挙げられている（図表4）。トランプ大統領の政策のうち、「経済」についてはほかの分野に比べてこれまで高い評価を得てきており、「認める」が「認めず」を概ね上回って推移してきた。しかし、足元の調査では批判的な評価が多くなっている。

トランプ大統領の政策が景気にどのような影響を与えるかという質問に関しても、足元では「プラス」とみる向きより「マイナス」とみる向きが多くなっており、景気拡大を自らの成果としてアピールしにくくなりつつある（前掲図表3）。同大学によれば、中国との貿易摩擦が報じられることで経済への信頼が損なわれつつあり、大統領の政策が経済を害していると評価する割合が、大統領就任後で最も高い水準に上昇しているとしている。あるアンケート調査では、米国景気に対する自由貿易の影響を評価する声が増加している様子が見える。

トランプ大統領の政策が景気にどのような影響を与えるかという質問に関しても、足元では「プラス」とみる向きより「マイナス」とみる向きが多くなっており、景気拡大を自らの成果としてアピールしにくくなりつつある（前掲図表3）。同大学によれば、中国との貿易摩擦が報じられることで経済への信頼が損なわれつつあり、大統領の政策が経済を害していると評価する割合が、大統領就任後で最も高い水準に上昇しているとしている。あるアンケート調査では、米国景気に対する自由貿易の影響を評価する声が増加している様子が見える。

**無党派層の取り込みが重要に**

キニピアック大学の調査結果を詳細にみると、改めて米国の2極化ぶりが浮き彫りになる。前掲図表3の「経済」に対する評価と、トランプ大統領の政策による景気への影響を支持政党別にまとめたものが図表5である。両質問に対し、共和党支持者のほとんどが肯定的であるのに対し、民主党支持者のほとんどが否定的な評価をしており、見解が真っ二つに割れている。8月の調査では、前回5月調査に比べて民主党で否定的な見方がやや増えているものの、両党とも回答の傾向に大きな変化は見られない。

一方、8月調査で全体の評価を下げる主因となったのが無党派層と考えられる「その他」である。トランプ大統領の支持率は約4割強で概ね安定して推移しているが（図表6）、母体である共和党内での支持率はおよそ8~9割にのぼるとも言われており、岩盤のような硬い支持層を味方につけている。一方で不支持率が約5割強で安定的に推移している状況も鑑みれば、大統領選が本格化する今後は無党派層を取り込むための政策も重要となってくる。

（図表4）最も重要と考える課題は？

(%)	全体	共和党支持	民主党支持	その他
経済	25.8	37.1	13.7	28.4
ヘルスケア	19.7	8.5	27.8	22.7
移民	14.4	21.0	10.4	11.4
環境	10.8	4.6	16.6	10.6
社会問題	8.0	6.4	7.6	10.6
外交政策とテロ	6.7	9.6	4.6	5.9
弾劾	5.2	3.3	8.4	3.0
銃規制	5.2	5.5	5.3	4.6
教育	4.3	4.0	5.5	3.0

（出所）emersonpolling

（図表5）キニピアック大学の世論調査結果（支持政党別）

①「経済」に対する評価 (%)

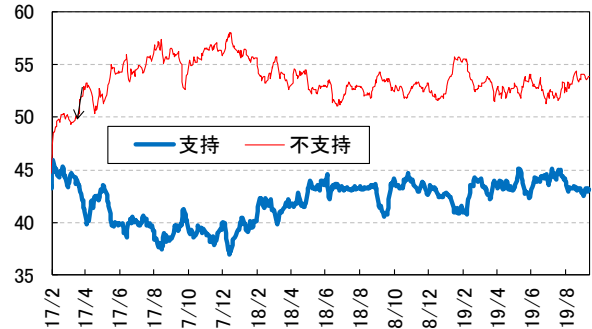
	全体		共和党		民主党		その他	
	8月	5月	8月	5月	8月	5月	8月	5月
認める	46	48	91	91	10	12	42	49
認めず	49	45	7	8	85	81	51	41
その他	5	7	2	1	5	6	7	10

②トランプ大統領の政策による景気への影響 (%)

	全体		共和党		民主党		その他	
	8月	1月	8月	1月	8月	1月	8月	1月
プラス	37	40	82	83	4	5	28	37
マイナス	41	37	6	4	73	66	41	39
不変	20	20	11	10	22	27	27	22
その他	2	2	1	2	1	3	4	2

（出所）キニピアック大学

（図表6）トランプ大統領の支持率



（出所）REAL CLEAR POLITICS ※メディア9社による調査の平均値

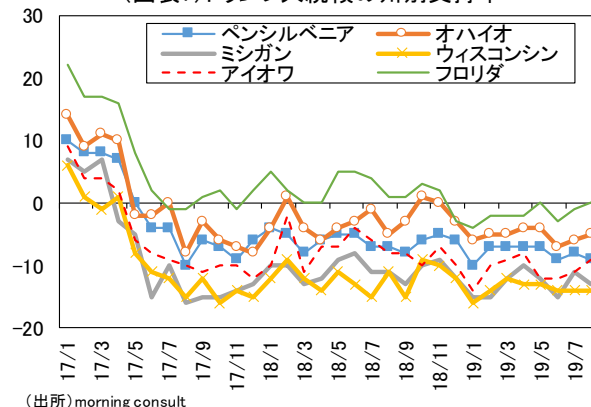
### 大統領選前に部分的な合意成立へ

大統領選で重要なのは、選挙ごとに共和党支持と民主党支持に揺れるスイングステートを押さえることである。2016年の大統領選では、スイングステートを僅差ながら手中に収めたトランプ氏が「絶対的に不利」との下馬評を覆して勝利した。具体的には、2012年選挙時に民主党（オバマ前大統領）が勝利したものの、2016年は共和党（トランプ大統領）が勝利したフロリダ州、アイオワ州、ウィスコンシン州、ミシガン州、オハイオ州、ペンシルバニア州が重要となる。これらの州を語るうえでのキーワードが「農業」や「ラストベルト」である。現状、これらの州におけるトランプ大統領の支持率は、全国同様、不支持率が支持率を上回る状況にある（図表7）。このうち、直近の世論調査が実施されている州に焦点を当てて、トランプ氏の大統領としての仕事ぶりに対する評価をみると、全国同様、支持政党によって2極化しており、趨勢は無党派層の動きが左右しそうな構図が見て取れる（図表8）。今後は、これらの支持率を挽回することを意識した政策判断が行なわれる可能性が高い。

こうした観点から米中貿易摩擦の先行きを考えると、共和党からの支持を繋ぎとめるため、また、ラストベルトへのアピールのため、中国に対する強硬姿勢を維持する必要があるほか、大豆やとうもろこしの一大産地であるアイオワ州等の農業州に対しては、中国による農産品輸入の拡大を実現させる必要がある。また、前掲図表5のとおり、無党派層の支持が8月にかけて低下した背景には、貿易摩擦の激化があると考えられることから、特に消費者への直接的な影響が大きい関税第4弾については最終的に再検討を余儀なくされるのではないだろうか。

もっとも、大統領選に向けた成果として有権者にアピールするためには、今すぐ最終的な合意に至ってしまうと選挙本番までに賞味期限切れとなってしまうリスクがある。このため、合意までには今暫く時間をかける可能性が高い。協議の方向性次第ではあるものの、目先はより有利なディールを取り付けるべく、第1～3弾の関税引き上げや第4弾の残余分の関税を発動するとけん制しながら協議を継続していくのではないかと考える。最終的には、関税第4弾の見直しと引き換えに、農産物輸入の拡大を実現する部分的なディールが実現する可能性が高いと考える。なお、合意に至るとすれば、ディールの効果が顕在化するまでの時間的猶予も考慮し、年明け以降と予想する。（担当：大広）。

(図表7)トランプ大統領の州別支持率



(図表8)トランプ大統領の仕事ぶりは？(州別)

▽ペンシルベニア州(5月公表)

(%)	全体	共和党支持	民主党支持	その他
認める	42	91	6	36
認めず	54	7	92	56
その他	4	2	2	8

▽フロリダ州(6月公表)

(%)	全体	共和党支持	民主党支持	その他
認める	44	93	3	36
認めず	51	6	93	56
その他	5	1	3	8

▽オハイオ州(7月公表)

(%)	全体	共和党支持	民主党支持	その他
認める	43	87	4	32
認めず	52	11	96	58
その他	5	2	0	10

(出所)キニピアック大学



## ECBは金融緩和措置を発表

### ECBは3年半ぶりに利下げを実施

ECB(欧州中央銀行)は、9月12日の理事会で、利下げや資産買い入れプログラムの再開などからなる金融緩和措置を発表した(図表1)。内訳では、中銀預金金利(▲0.4%→▲0.5%)が3年半ぶりに引き下げられた(図表2)。一方、主要リファイナンス金利(0.00%)と限界貸出金利(0.25%)はいずれもすえ置かれたことから、コリドーの幅(限界貸出金利-中銀預金金利)は65bpから75bpに拡大した。利下げに当たっては、銀行収益の悪化への対処として準備預金の階層化を実施する。あわせて、政策金利のフォワードガイダンスは、「インフレ見通しが力強く目標に回帰するまで、政策金利を現行またはそれ以下に設定する」と、従来の時間依存型のものから状態依存型に変更された。また、資産買い入れプログラムについて、期限を時間軸で区切らない形で再開、TLTROⅢ(条件付き長期資金供給オペ)についてもペナルティ金利を撤廃するなど条件を緩和する。

ECBは、昨年末に資産購入策(APP)を終了(再投資は継続)したのち、今年3月には銀行の借り入れコストの押し下げを主眼としたTLTRO(条件付き長期資金供給オペ)を“TLTROⅢ”として復活させ、今月と来年3月に実施することが決定されていた。前回7月の理事会では、フォワードガイダンスを利下げ含みの形に修正したうえ、階層化や新規QEの規模・内訳についての検討を指示と明記しており、次の追加緩和を示唆していた。一方、後日公開された議事録では、複数のメンバーが階層化に反対した旨の記載があり、7月時点では階層化に際しメンバー間でコンセンサスが取れていなかったことが明らかになっていた。

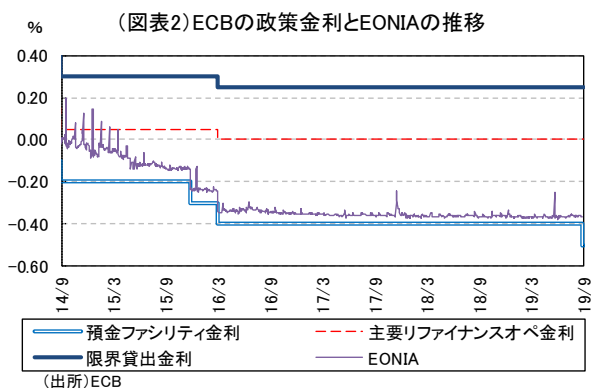
### 成長率・物価見通しを引き下げ

今回の金融緩和の実施にあわせ、スタッフによる成長率・物価見通しに変更された(図表3)。今回示された見通しでは、2019,20年の実質GDP成長率は前年比+1.2%→+1.1%、同+1.4%→1.2%に、インフレ率見通し(CPI総合)は同+1.3%→+1.2%、+1.4%→+1.0%にいずれも引き下げられている。成長率引き下げの背景としては、不確実性が高まるなかで、世界的に貿易が弱含んでいること、域内製造業への悪影響があるとされている。

(図表1)9月のECB理事会で発表された金融緩和措置

<p><b>①利下げ</b> 預金ファンリシティ金利を▲0.4%から▲0.5%へ引き下げ、主要リファイナンス金利(0.00%)、限界貸出金利(0.25%)はすえ置き。コリドーの幅は65bpから75bpに拡大</p>
<p><b>②フォワードガイダンスの変更</b> 「少なくとも2020年前半を通じて政策金利を現状かそれ以下に保つ」から、「インフレ見通しが力強く目標に回帰するまで政策金利を現状かそれ以下に保つ」に変更</p>
<p><b>③準備預金の階層化</b> 中銀準備預金を2階層に分割し、超過準備部分に対してはマイナス金利を付加しない形に。銀行収益に配慮した形</p>
<p><b>④資産買い入れプログラムの再開</b> 11月より月200億ユーロのペースで再開。従来のように期間を時間軸で区切らず、「利上げ直前まで継続する」とした</p>
<p><b>⑤TLTROⅢの条件緩和</b> 金利のペナルティ分を廃止。貸出額が基準を上回った銀行については、最も低いケースで預金ファンリシティ金利(現在:▲0.5%)での借入れが可能に</p>

(出所)ECBより明治安田生命作成

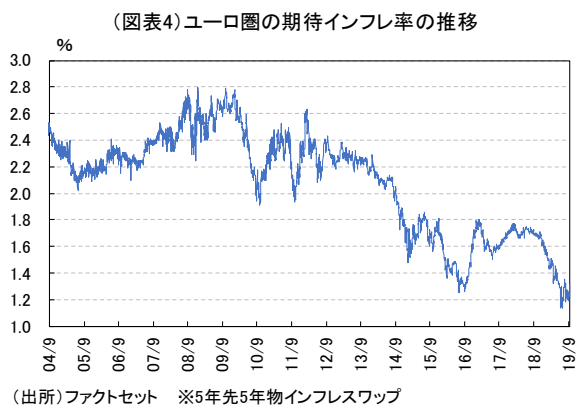


(図表3)ECBスタッフ予想

	9月予想			(前回)6月予想			変化幅		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
実質GDP成長率(%)	1.1	1.2	1.4	1.2	1.4	1.4	-0.1	-0.2	0
消費者物価上昇率(%)	1.2	1.0	1.5	1.3	1.4	1.6	-0.1	-0.4	-0.1

(出所)ECBより明治安田生命作成

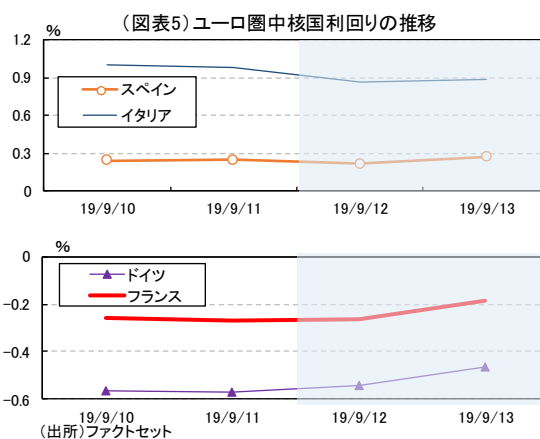
また、今回の緩和措置は、インフレ率が目標を下回り続けていることへの対処と位置付けられている。直近7月の消費者物価は前年比+1.0%と、目標を大きく下回っているほか、ECBが重視している5年先5年物ブレイクイープン・インフレ率も史上最低値付近での推移が続いている(図表4)。足元のCPIの弱含みには、エネルギー価格の下落も影響しているが、ECBはインフレ率低迷の持続による、「適合的期待形成」を通じた期待インフレの低下を警戒しているものとみられる。



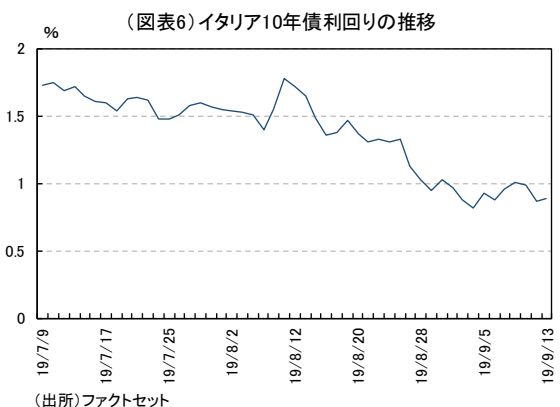
**市場の反応は限定的**

今回の理事会では、利下げに加え、資産買い入れの再開なども発表されたことから、全体で見ると市場予想をやや上回る内容となった。事前の市場予想では、ドラギ総裁の「影の政策変数」であるユーロ相場が安定している以上、大規模な緩和は実施されないという見方もあるなど、緩和措置の内容については予想が分かれており、コンセンサスは利下げのみで資産買い入れには踏み込まないというものであった。今回の措置の発表直後、ユーロ相場、主要国長期金利とも一時低下した。

もっとも、そのQ&Aでドラギ総裁が「ユーロ圏がリセッションに陥るリスクは上がってはいるが、依然として確率は低い」、「現状には財政政策で対処すべき」などと発言したことから、今後の追加緩和には消極的と受け止められ、理事会当日の9/12の市場では、一日を通すとドイツ・フランスの10年債利回りが上昇した(図表5)。理事会翌日の9月13日についても、ドイツ連銀バイトマン総裁の「今回の緩和パッケージは行き過ぎである」との発言や、オランダ中銀クノット総裁の「足元の経済情勢を踏まえればECBの政策パッケージは不適切」との発言を受け、金利上昇が続いた。



また、今回、緩和措置が金利低下につながらなかったこと背景には、前回会合ですでに緩和の実施が強くアナウンスされていたため、すでに金利の低下が進んでいたこともある。主要国のうち最近の長期金利の下げ幅が大きかったのはイタリアであり、政局不安の鎮火も相まって、10年債利回りは7月会合前(7/17)の1.59%から、9/12には0.87%まで低下している(図表6)。



ただ、ユーロ圏の実質金利はすでに均衡実質金利を下回って推移していると考えられるほか、階層化によりマイナス金利の直接的な影響は緩和されたとはいえ、イールドカーブのフラット化による銀行収益への悪影響の増大が政策効果にマイナスにはたらくことも懸念される。経済モデルによる試算で

は、預金ファシリティ金利・短期金利（EONIA）・長期金利（独・仏・伊・西10年債利回り）が前回会合以前の7/17の水準で推移した場合と、今回会合後の水準で推移した場合の成長率と物価上昇率を比較した場合でも、いずれも影響はほぼゼロに等しい（図表7）。

**追加緩和に追い込まれる可能性が高い**

ドラギ総裁や中核国の中銀総裁は先行きの追加緩和に消極的な発言をしたものの、実際に今回で金融緩和が打ち止めとなるとは考えにくい。足元では米中貿易摩擦やブレグジットを巡る不確実性がくすぶるなか、ドイツを中心に製造業の不振に歯止めがかからない状況が続いている。これまで堅調であった雇用への波及を含め、実体経済の悪化は今後一段と深刻化する可能性が高い。実体経済の弱さに起因するディスインフレ圧力は一段と高まると見込まれ、来年春までに追加利下げが実施されると予想する。（担当：山口）

（図表7）経済モデルによる試算結果

①長短金利が7/17の水準で推移した場合

	2019		2020		2021	
	GDP	HICP	GDP	HICP	GDP	HICP
ユーロ圏	1.14	1.28	1.16	1.28	1.38	1.50
ドイツ	0.64	1.44	0.84	1.45	1.23	1.51
フランス	1.27	1.21	1.39	1.27	1.54	1.37
イタリア	0.08	0.81	0.34	0.85	0.58	1.29
スペイン	2.25	0.81	1.85	1.24	1.8	1.78

②長短金利が9/12(理事会後)の水準で推移した場合

	2019	2020	2021
ユーロ圏	1.15	1.28	1.38
ドイツ	0.65	1.44	1.25
フランス	1.28	1.21	1.55
イタリア	0.07	0.82	0.59
スペイン	2.27	0.81	1.79

③差(②-①)

	2019	2020	2021
ユーロ圏	0.01	0.00	0.00
ドイツ	0.01	0.00	0.02
フランス	0.01	0.00	0.01
イタリア	-0.01	0.01	0.01
スペイン	0.02	0.00	-0.01

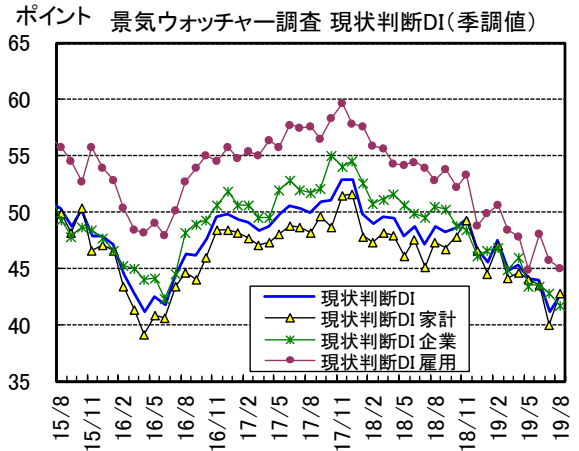
※階層化後もEONIAが預金ファシリティ金利に沿って動くことを仮定 (前年比%)  
 (出所)OEGMより明治安田生命作成

主要経済指標レビュー (9/9~9/23)

《日本》

○ 8月景気ウォッチャー調査 (9月9日)

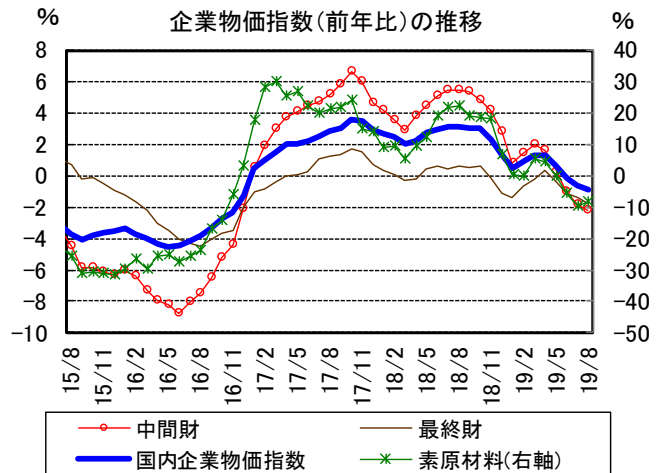
8月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が42.8と、4ヵ月ぶりに上昇した。内訳を見ると企業DI、雇用DIは低下したものの、家計DIが押し上げた形。上昇した家計関連では、「消費税増税を意識した買物の傾向が強くなっている」などの声が挙がっている。景気ウォッチャーの見方は、前月追記された「天候など一時的な下押し要因もあり」が削除され、「このところ回復に弱い動きがみられる」に戻った。先行き判断DIは39.7と2ヵ月連続で低下した。内訳を見ると、雇用DIは上昇したものの、企業DI、家計DIが押し下げた。先行きの見方については、「消費税率引上げや海外情勢等に対する懸念がみられる」にすえ置かれた。



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

○ 8月企業物価指数 (速報値、9月12日)

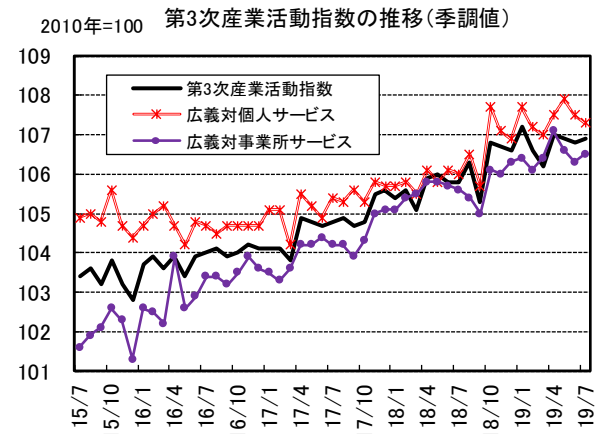
8月の国内企業物価指数は前年比▲0.9%と、3ヵ月連続のマイナスとなった。前月比で押し下げに寄与した項目は、石油・石炭製品、電力・都市ガス・水道などで、資源価格下落による影響が大きい。輸出入物価指数(円ベース)をみると、輸出物価が前年比▲4.9%→▲5.7%と4ヵ月連続のマイナス、輸入物価は同▲8.3%→▲8.3%とこちらも4ヵ月連続のマイナスとなり、交易条件は悪化した。今後について、過去の燃料価格が遅れて反映される電力価格は伸びが鈍化すると見込まれるほか、一時急騰した原油価格も足元落ち着いており、目先の企業物価はマイナス圏で推移するとみている。



(出所)日銀「企業物価指数」

○ 7月第3次産業活動指数 (9月12日)

7月の第3次産業活動指数は前月比+0.1%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」から「高い水準で横ばい」に変更となった。全11業種のうち6業種が上昇、4業種が低下、1業種が横ばいとなった。プラス寄与となった業種は、卸売業(同+1.5%)、金融業、保険業(同+1.6%)など。一方で、マイナス寄与となった業種は小売業(同▲1.5%)、医療、福祉(同▲1.0%)など。小売業は、梅雨明けの遅れなど天候に恵まれなかったためとみられる。今後については、底堅い米国景気や、省力化投資需要の高まりなどが下支えになるため、第3次産業活動指数は緩やかながらも改善傾向で推移するとみる。

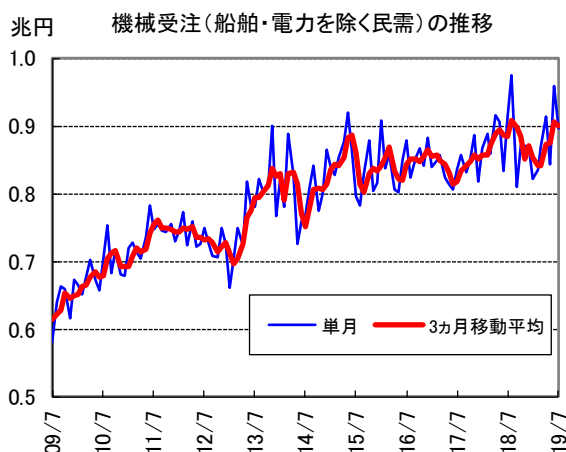


(出所)経済産業省「第3次産業活動指数」



〇7月機械受注（8月14日）

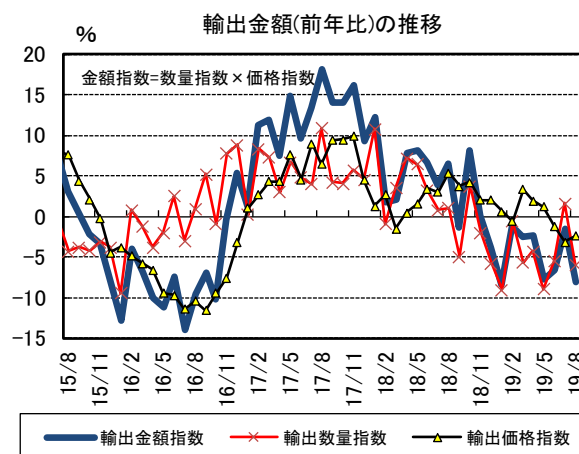
7月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比▲6.6%と2ヵ月ぶりのマイナスとなった。水準自体はまだ高く、内閣府による基調判断は、「機械受注は、持ち直しの動きがみられる」がすえ置かれた。今後の設備投資は、製造業では、設備老朽化に伴う維持・補修への投資などが、非製造業では、人手不足を受けた合理化・省力化投資などが押し上げ要因となることで、均せば回復傾向を維持すると予想する。ただ、米中貿易摩擦への不透明感から、製造業については新規投資に積極的なスタンスを取りづらいう状況が続くこと、内需型の企業を中心に中長期的な成長期待が高まりにくい状況が続くことなどから、力強さは欠く展開となる可能性が高い。



(出所)内閣府「機械受注統計」

〇8月貿易統計（9月18日）

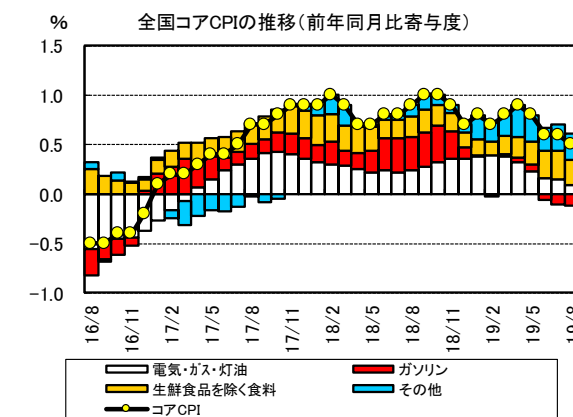
8月の貿易統計によると、輸出数量指数は前年比▲6.0%と2ヵ月ぶりのマイナスとなった。地域別にみると、米国向けが同▲3.5%と、3ヵ月ぶりにマイナスとなったほか、EU向け、アジア（中国含む）向けもマイナスとなっており、輸出の弱さが目立つ結果。今後の輸出について、引き続き米中貿易摩擦の行方に注意が必要。当社の経済モデルでは、すべての品目を対象に対中関税を25%まで引き上げ、対米関税も同様の25%まで引き上げた場合、日本の輸出には2019年で▲0.3%、2020年には▲1.2%の下押し圧力がかかる。ただ、貿易摩擦の一段の激化が避けられることを前提とした場合、年明け以降、中国の景気刺激策の効果や半導体市況の改善に加え、底堅い米景気に支えられる形で、輸出は緩やかな持ち直しへ向かうとみる。



(出所)財務省「貿易統計」

〇8月全国消費者物価指数（9月20日）

8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+0.5%と7月から伸びが鈍化した。新型コア指数（生鮮食品およびエネルギーを除く総合）は同+0.6%と7月から変わらなかったものの依然低水準で推移しており、物価の基調が引き続き弱いことが示された。景気の勢いが鈍っていることから、物価は引き続き弱めの推移が続く可能性が高い。足元の円高の影響が顕在化するほか、大手キャリアが発表している携帯電話料金の引き下げや、10月の教育費無償化による下押しもあり、消費増税を踏まえても物価の上昇は限定的になるとみている。コアCPIは、2019年度通年では前年比+0.8%（除く消費増税の影響：+0.5%）、2020年度通年では同+1.0%（同+0.5%）と予想している。

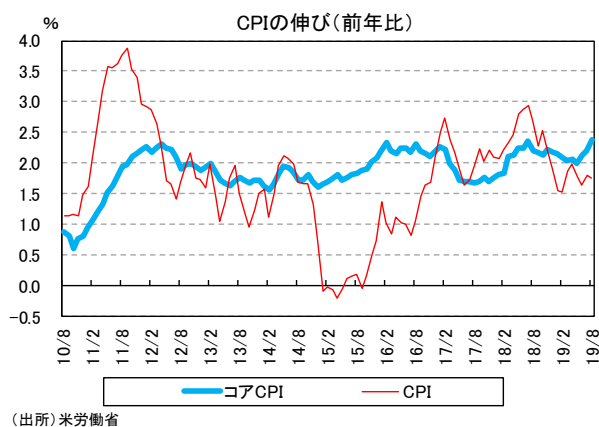


(出所)総務省「消費者物価指数」

《米 国》

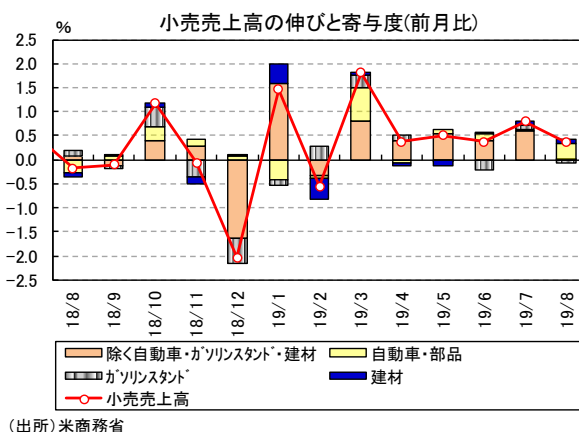
○ 8月CPI（消費者物価指数）（9月12日）

8月のCPIは前月比+0.1%と、小幅ながら7ヵ月連続でプラスとなったほか、エネルギーと食料品を除いたコアCPIも同+0.3%と、29ヵ月連続でプラスとなった。前年比を見ると、CPIは+1.7%と、エネルギー価格の下落などにより前月からプラス幅が縮小する一方、コアCPIは同+2.4%と、医療やアパレル価格の上昇などを背景に3ヵ月連続でプラス幅が拡大した。9月1日に対中関税第4弾が発動され、消費者に直結する品目の関税引き上げが実施されており、CPIへの波及が懸念される。しかしながら、貿易摩擦の影響で成長ペースは緩やかなものにとどまるとみられるほか、生産者物価等、川上段階での価格上昇圧力は依然として鈍いことから、CPIの基調は緩慢な伸びが続くと予想する。



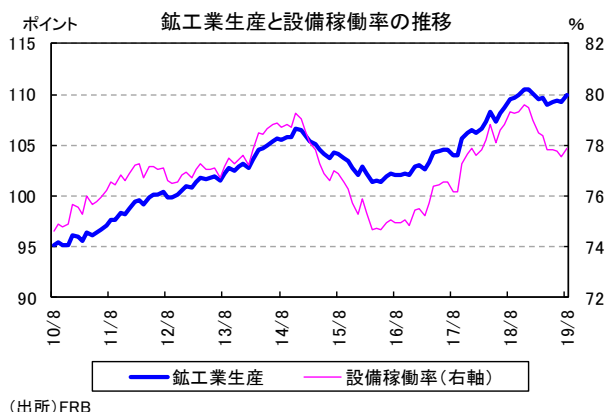
○ 8月小売売上高（9月13日）

8月の小売売上高は前月比+0.4%と6ヵ月連続で増加した。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は横ばいにとどまったが、前月に同+1.0%と高い伸びを示していたことも考慮すれば、堅調に推移していると言えよう。業態別に内訳を見ると、ガソリンスタンドや飲食店などが減少する一方、自動車・部品や建材が増加したほか、ネット販売等の無店舗小売店が増加した。今後の個人消費は、所得税減税の効果がみられた昨年ほどの力強さは見込めないものの、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などから緩やかながら増加基調が続くと予想する。



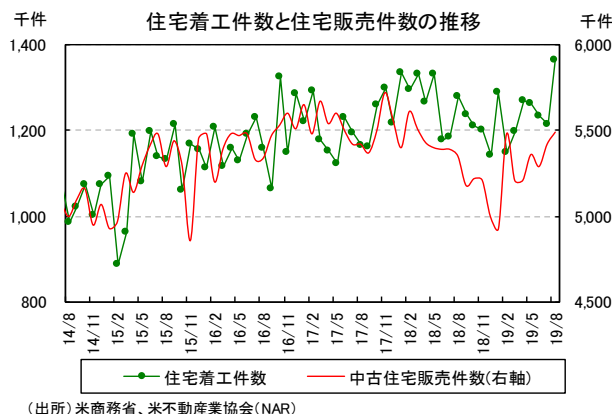
○ 8月鉱工業生産指数（9月17日）

8月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%と、2ヵ月ぶりに上昇した。産業別にみると、製造業が一般機械や化学が好調だったことなどから同+0.5%と増加したほか、前月にハリケーンの影響で低調だった鉱業が同+1.4%と持ち直した。公益事業も同+0.6%と2ヵ月連続で上昇した。設備稼働率は、昨年11月をピークに低下傾向が続いてきたが、8月は77.9%と上昇した。もっとも、在庫循環をみると、足元では意図せざる在庫増局面に突入している。また、米中貿易摩擦が激化するなか、8月の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2016年8月ぶりに下回った。鉱工業生産は当面低調な推移が続くと予想する。



○ 8月住宅着工・販売件数（9月18, 19日）

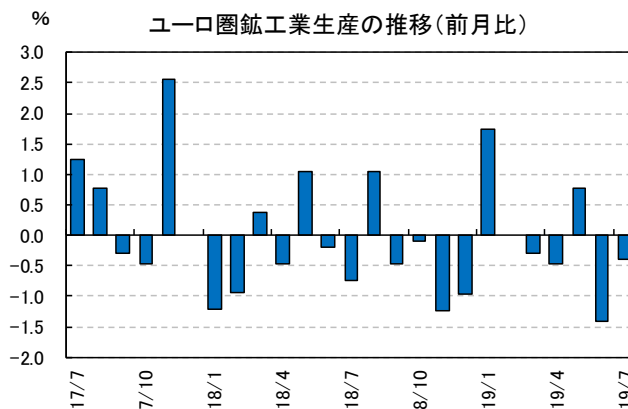
8月の住宅着工件数は、年率換算で136.4万戸、前月比+12.3%と4ヵ月ぶりに増加したほか、中古住宅販売件数は、年率換算で549万戸、前月比+1.3%と2ヵ月連続で増加した。両者とも年末・年始ごろを底に増加傾向をたどっており、住宅ローン金利の低下などの効果が顕在化してきたとみられる。住宅着工件数に先行するとされる住宅着工許可件数も、年率換算で141.9万戸、前月比+7.7%と2ヵ月連続で増加したほか、建設業者の景況感を表す住宅市場指数や6ヵ月以内に住宅を購入するとする家計も増加傾向をたどっている。実質GDPベースの住宅投資は4-6月期に6四半期連続でマイナスとなったものの、今後は底入れに向かうと予想する。



《 欧 州 》

**○7月ユーロ圏鉱工業生産（9月12日）**

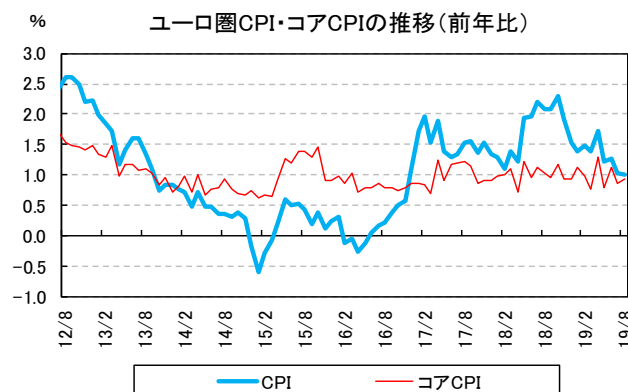
7月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.4%と、2ヵ月連続の前月比マイナスとなった。財別では、資本財（同▲3.6%→+1.8%）がプラスに転じたものの、中間財（同▲1.2%→▲0.3%）、消費財（同▲1.5%→▲0.7%）、エネルギー（同▲0.5%→▲0.7%）が軒並みマイナスとなり、全体を押し下げた。主要国別では、フランス（同▲2.4%→+0.2%）を除き、ドイツ（同▲1.5%→▲0.8%）、イタリア（同▲0.3%→▲0.7%）、スペイン（同▲0.3%→▲0.6%）と、軒並みマイナス。今後についても、米中貿易摩擦を筆頭に世界的な景気の先行き不透明感が高まっていることから、ユーロ圏の鉱工業生産は一進一退の推移が続くとみる。



(出所)ユーロスタット

**○8月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（9月18日）**

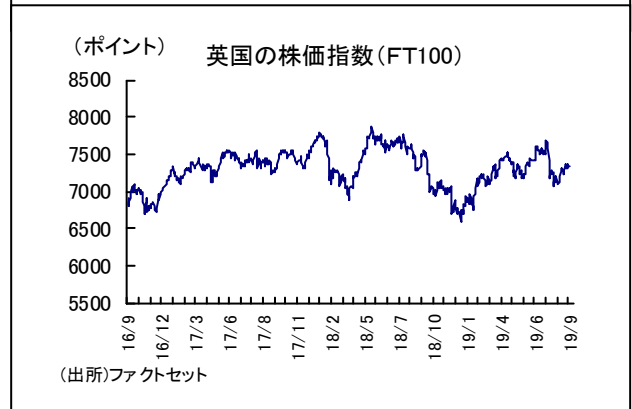
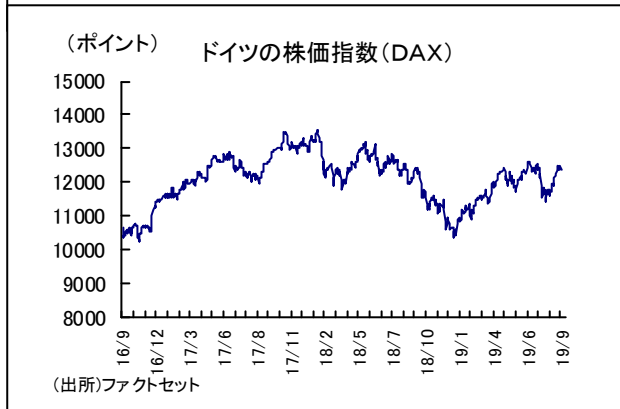
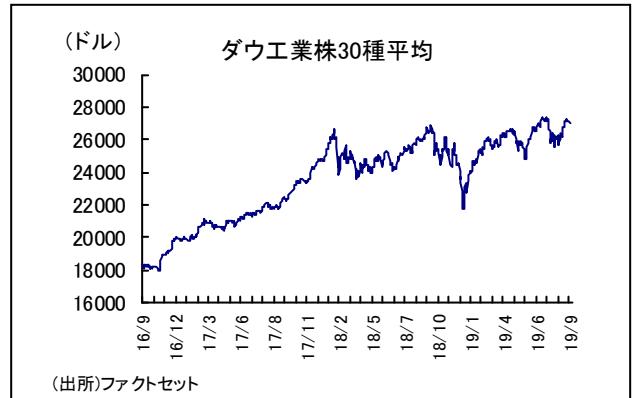
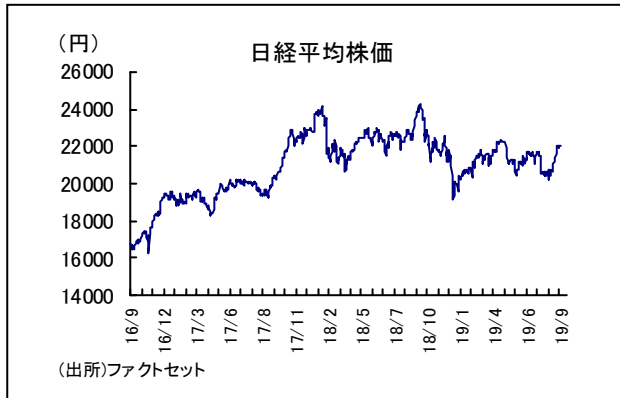
8月のユーロ圏CPIは前年比+1.0%と、前月と同じ伸び幅となった。コアCPIも同+0.9%と、前月と同じ伸び幅。主要国別では、イタリア（同+0.3%→+0.5%）の伸び幅が拡大したものの、フランス（同+1.3%）は前月と同じ伸び幅となり、ドイツ（同+1.1%→+1.0%）、スペイン（同+0.6%→+0.4%）では伸び幅が縮小するなど、多くの国で物価上昇圧力が鈍化している。エネルギー価格下落の影響のほか、ユーロ圏景気の回復ペースは緩慢なものにとどまるなか、需要が価格を引き上げる力は弱いとみられ、今後も物価はECBの中期的な目標（前年比+2.0%程度）を下回る推移が続くと予想する。



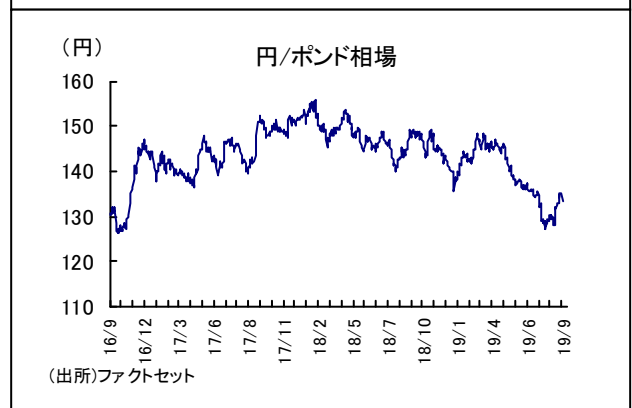
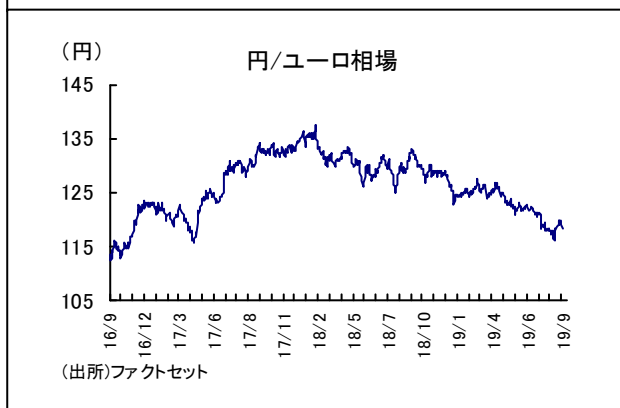
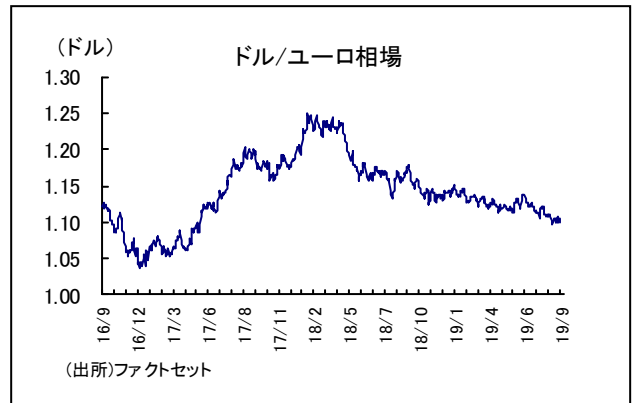
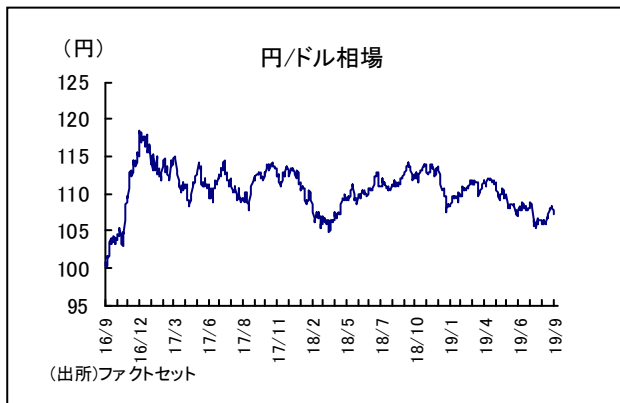
(出所)ユーロスタット

日米欧マーケットの動向 (2019年9月24日現在)

▽各国の株価動向

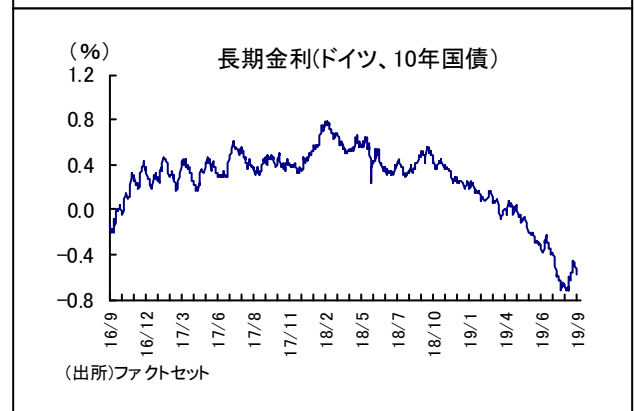
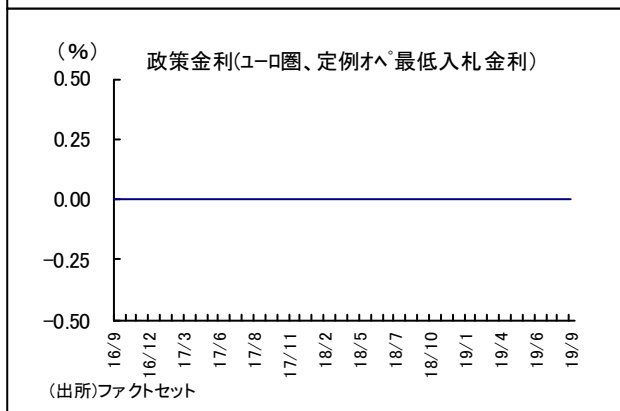
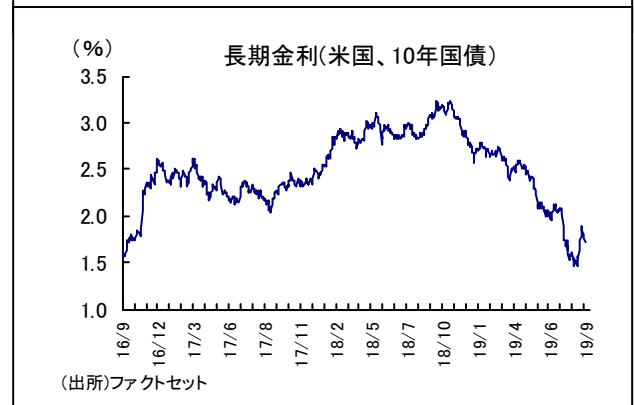
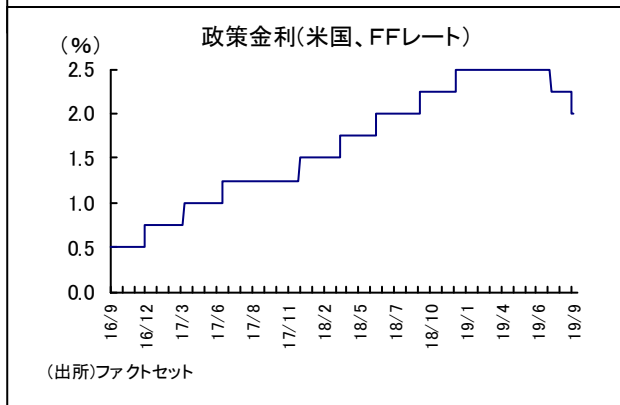
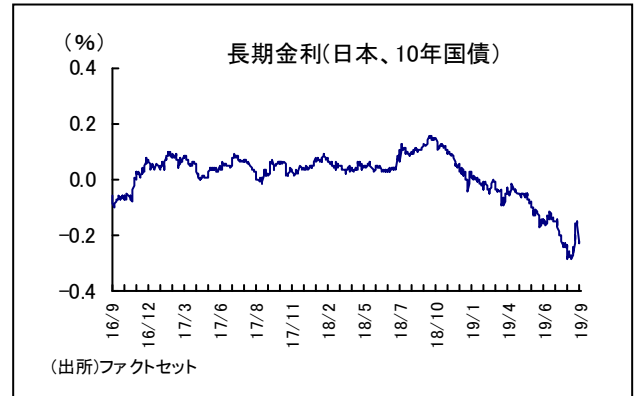
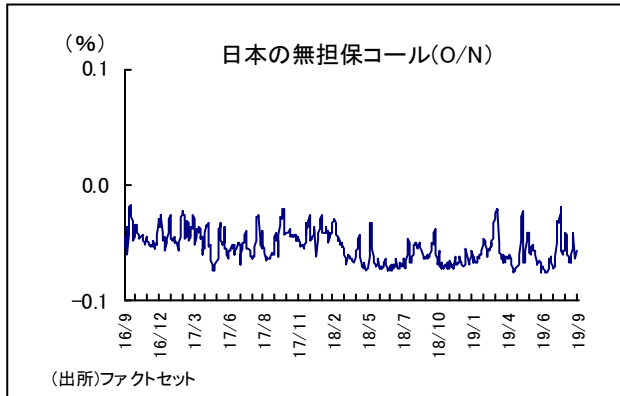


▽外為市場の動向

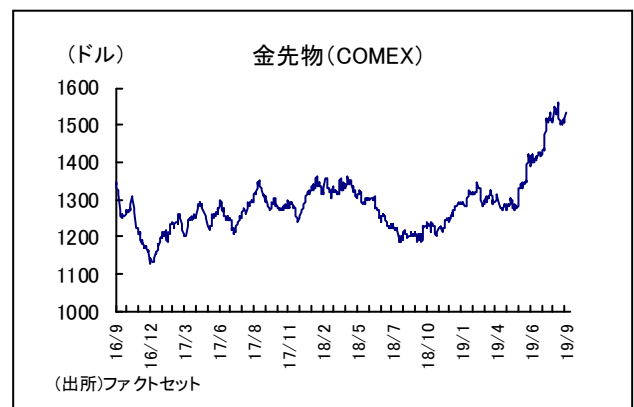
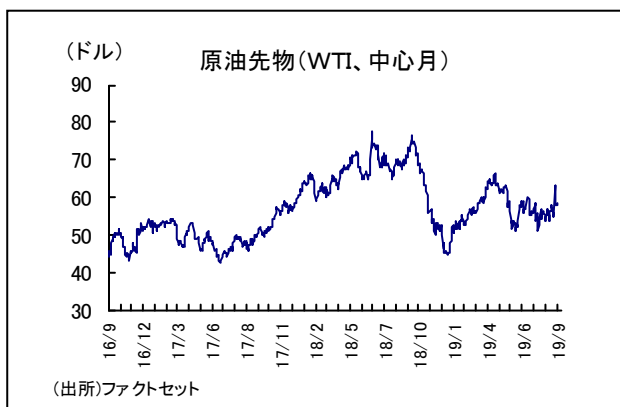




▽各国の金利動向



▽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、山口範大、  
西山周作、木下裕太郎