



〈フォーカス〉大きく動いたブレグジット交渉

「強硬離脱派」のジョンソン英首相の誕生で、当初は決裂が不可避と思われていた EU 離脱交渉だが、先週 17 日、新たな合意案を発表するまでにこぎつけた。「移行期間」経過後に英国全体が関税同盟から抜ける点では EU が大きく譲歩し、北アイルランドがモノの単一市場にとどまる点では、英国が譲歩した形である。特に、最大の焦点だったバックストップ(安全策)の修正で、EU が折れたのは大きな驚きだった。

単一市場内は関税ゼロなので、北アイルランド産の製品については、移行期間後も無関税でアイルランド共和国に輸出できる。一方、英国本土産の製品がアイルランド島に渡る際は、最終需要地が北アイルランドであれば無関税だが、北アイルランドを経由してアイルランド共和国に渡る場合は関税がかかる。逆ルートも同様の扱いで、これによりアイルランド海に事実上の税関が置かれることになるため、北アイルランドーアイルランド共和国間で厳格な国境管理を行なう必要性はなくなる。

目下の焦点は、修正案が英国議会を通過するかどうかである。北アイルランドが単一市場にとどまるというのは、EU 法の管轄下にとどまるということで、ここは完全離脱を望む議員からの不満が強い。閣外協力に政権に参加する民主統一党(DUP)も、英国本土と北アイルランドの一体運営を重視する立場上、反対の構えを崩していない。19 日の土曜日に開催された下院本会議では、歴史的な採決が予定されていたが、やっと決着するとの期待もつかの間、採決を留保する動議が提出・可決されたため、英国議会の混迷ぶりを今しばらく見ざるを得なくなった。

31 日の離脱期限をにらみ、英国議会の情勢が日々流動する中で、先行きのシナリオは予想しにくい。現時点(23 日)では、期限通り、あるいは小幅の期限延長で協定案を可決し、合意「あり」離脱となる可能性が 30%、数カ月の期限延長が行われ、その間に(おそらく)解散総選挙を挟む可能性を 70%と見込む。とりあえず、31 日の期限を持ってそのまま合意なき離脱となる可能性は遠のいた。総選挙で保守党が勝てば現行法案が改めて採決され、労働党が勝てば国民投票が実施されることになる可能性が高い。現時点で総選挙を行えば保守党有利は動かない。国民投票が行なわれた場合、離脱派と残留派が勝つ可能性はやはり五分五分だろう。以上、さまざまなルートを考慮に入れたうえでの最終的な帰結として、合意あり離脱が 75%、合意なき離脱が 20%、EU 残留となる確率が 5%と見込む。

合意なき離脱となった場合、当社の経済モデルでは向こう 2 年間の英国経済に▲1%以上の下押し圧力がかかるのに対し、ユーロ圏 GDP への影響は▲0.2%にとどまる。当事者の英国にとっては大きな問題だが、英国の世界 GDP に占める割合が 2%であることを考慮すれば、シティの金融システムが変調をきたさない限り、世界経済を失速に追い込むほどのインパクトはなさそうである。合意なき離脱恐るるに足らずとは言わないが、米中だけで世界の GDP の 4 割を占めることから、世界経済へのインパクトを考えた場合、米中貿易摩擦の方がはるかに大きな問題であることは念頭に置く必要がある。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉大きく動いたブレグジット交渉……………	1	・米設備投資は来春以降、徐々に持ち直しへ……………	7
・経済情勢概況……………	2	・主要経済指標レビュー……………	9
・米中貿易交渉における部分合意が成立……………	3	・日米欧マーケットの動向……………	15

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、消費増税を含めても物価上昇圧力は限定的とみている。消費増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、米中貿易摩擦の長期激化による世界景気の減速懸念、FRB、ECB のが9月に追加緩和と継続を実施したことなどを背景に、今年度中に10月にも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煽るほか、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1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、これまでのところ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、海外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、海外景気の減速に伴い、緩やかな伸びにとどまる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した。実体経済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、ECBは来年春までに追加利下げに動くかと予想する。

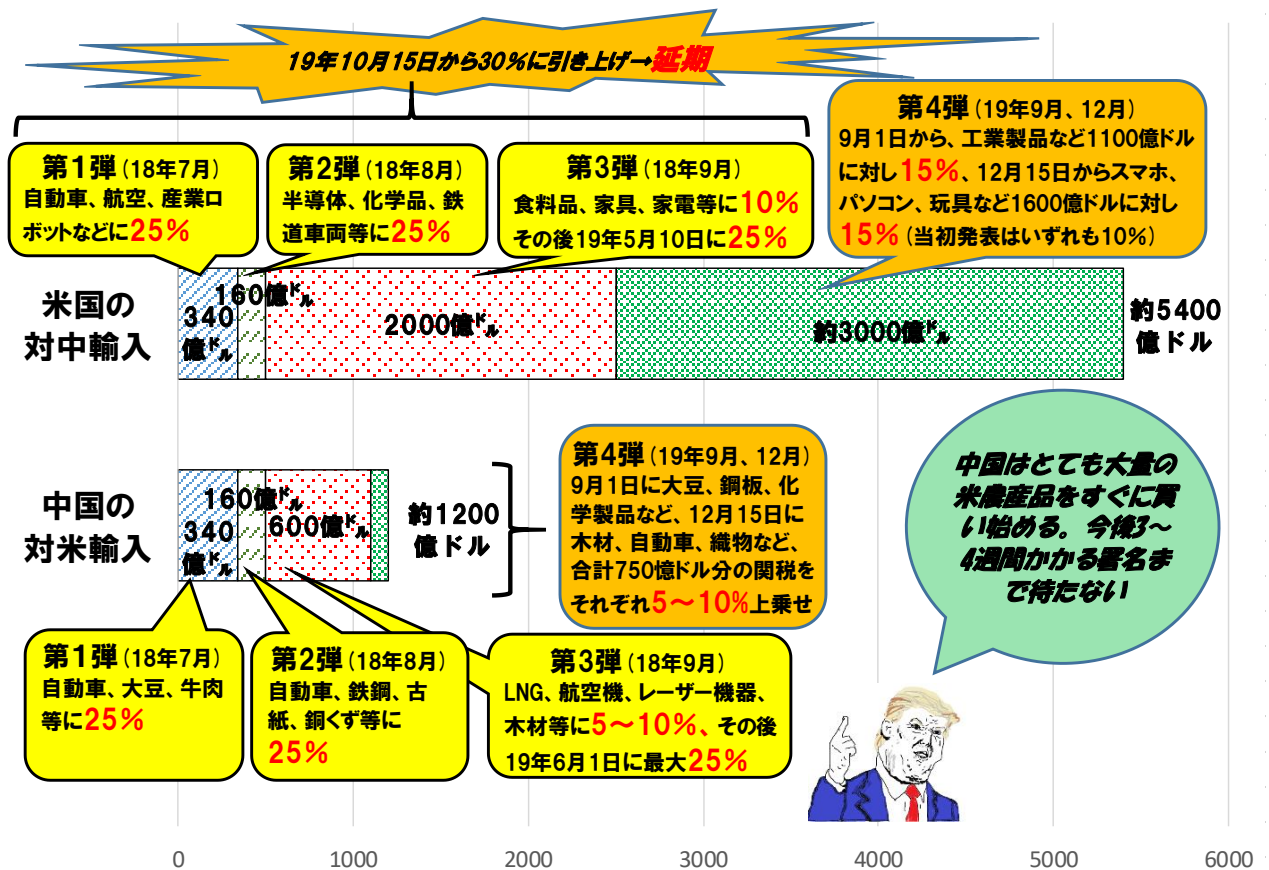
米中貿易交渉における部分合意が成立

部分合意は内容が乏しい

米中貿易交渉における「部分合意」が10月11日に成立した。今回の合意は今後段階的に進む交渉の第1段階との位置づけである。これにより、15日から予定していた、中国からの輸入品2,500億ドルに対する25%の関税を30%まで引き上げる措置は、延期の運びとなった（図表1）。

合意内容については、今のところ概要が明らかになっただけである。今後3~4週間かかるとされる正式署名までに、なお細部を詰める予定とのことだが、概要だけでも「トランプ大統領はこの程度で満足なのか？」と拍子抜けするほど中身がない。とても、「中国とのディールは歴史上で最高だ」との自画自賛に値するものには見えない。「中国は農産物をたくさん買って、米国は関税引き上げを延期する」という箇所以外に、印象に残る部分はない。

（図表1）ここまでの関税引き上げの経緯



（出所）各種資料より明治安田生命作成

農産物に関しては、双方に合意を急ぐインセンティブがあった。トランプ大統領にとっては、TPPからの離脱や米中摩擦など、受難続きだった中西部の農家からの不満が噴出しており、支持を失う瀬戸際に立たされていた。日米交渉妥結の際にも、トランプ大統領が農業関係者をわざわざ合意発表の場に呼んで、直接アピールしたのは記憶に新しい。中国サイドも、もともと大豆消費の大半を輸入に頼っていたほか、豚コレラで豚肉価格が跳ね上がり、景気減速で苦しむ家計に追い打ちをかけ

ているという事情があった。

今回は、米中双方にとって歩み寄りやすく、かつ緊急性も高い分野において、かろうじて部分的な合意を導き出すことができたにすぎない。もっとも、合意内容にあるような400~500億ドルの農産物の購入が可能かどうかはわからない。中国の米国からの農産物輸入の過去最高額は260億ドルである。そもそも中国は、2017年の訪米時に習近平氏が持参した「2,500億ドルの商談」や、その後の、貿易赤字削減に向けた「100日計画」など、過去に交わした約束も誠実に履行してきたとは言い難い。少なくとも、港に在庫の山を築いてまで輸入を拡大する意思はなく、あくまで実需に見合った分のみ買うということになるだろう。農産物の購入拡大については、これまで何度も似たような合意が交わされてきており、今後も同じ話が蒸し返されるだけになる可能性も低くない。

農産物以外はさらに中身が薄い

農産物のほかには、強制技術移転阻止、知的財産保護についても一部を盛り込む予定とのことだが、いずれも重いテーマであり、本格交渉は第2段階、第3段階に持ち越すことが予定されている。知財保護については中国政府もかねてより問題意識は持っており、漸次国内法の整備を進めてきた経緯がある。まだ不十分という点で諸外国の意見は一致しているが、中国政府もさらなる歩み寄りに対する姿勢自体は見せるだろう。しかし、第1段階ではたいした合意は出てきそうにない(図表2)。

(図表2) 米中部分合意(第1段階)の概要

中国が米国農産物の購入拡大(400~500億ドル、これまでは最大でも260億ドル)
人民元相場の透明性向上と意図的な元安誘導の防止
強制技術移転阻止、知的財産保護(第2、3段階で本格交渉)
米国企業への金融サービス分野の開放
10月15日に予定していた関税引き上げの先送り。12月15日の引き上げは保留
今回は為替操作国認定取り消しはせず

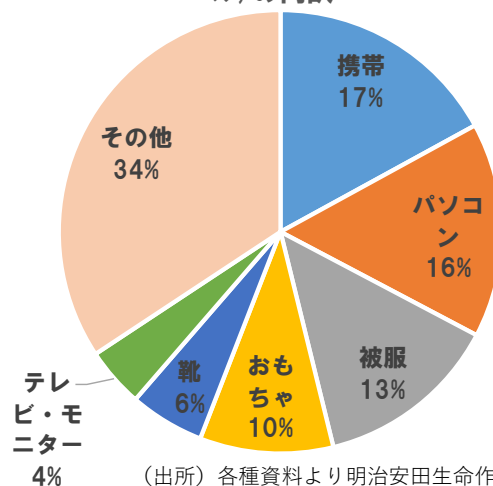
(出所) 各種資料より明治安田生命作成

中国の通貨政策の透明性向上も盛り込まれているが、この分野は元々実効性のある合意が難しい。そもそも中国の為替制度は完全変動相場制ではなく、制度上、為替介入をやめるという選択肢はない。しばらくは制度変更の意志もないだろう。かといって、どこまでが制度上必要な介入で、どこからが恣意的な為替誘導になるのかといった線引きは難しい。単なる精神規定以上のものにはなりにくい。

景気とディールの二兎は追えない

今後、署名に至るまでの詳細を詰める交渉で、米国が大筋合意から踏み込む姿勢を見せれば、交渉決裂のリスクも残る。しかし、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。もし、署名に至らない場合は、今回延期した分に加え、12月15日に予定している関税第4弾の残りも実行に移す必要が出てくる。しかし、トランプ大統領には、景気とディールの二兎を追わなければならない難しさがある。関税第4弾にしても、小刻みに引き上げたり、過半をクリスマス商戦のピークアウト後に延期したりと、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。今後、対中関税は消費財を幅広くカバーする段階に入ってくる(図表3)。米国景気は今のところ底堅い推移を辿っているが、ISM製造業指数は2ヵ月連続で好不況の境目である50を

(図表3) 関税第4弾(約3000億ドル)の内訳



(出所) 各種資料より明治安田生命作成

割り込み、地区連銀報告（ページブック）も景気判断を小幅ながら引き下げるなど、先行きに関しては不透明感が高まりつつある。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。貿易交渉は二台の車が崖に向かってアクセルを踏み込むチキンレースに近いものがある。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（大幅な譲歩を引き出す）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ことは、今回の部分合意における腰砕けぶりを見ても明らかである。この点、関税の引き上げを望まないのは中国よりもむしろトランプ大統領と言えなくもない。

景気失速に直面している中国とて、厳しい交渉には違いないが、ここは選挙を経ない強みもあり、政府はある意味すでに開き直っている面がある。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、米国と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。長老たちが集う8月の北戴河会議もなんとか切り抜けた。香港問題など、内政面で頭の痛い問題を抱えているとはいえ、貿易交渉では今後も、中国政府が小出しにする妥協案のどこかで、米国が手を打つといったプロセスが繰り返されることになると考えられる。この点、交渉の主導権は中国に移っているとの見方もできなくはない。

第1段階は署名の可能性が高いが

トランプ氏にとっては、中国との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可能性はほぼなくなった。かといって、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選挙戦を戦う上では物足りない。小粒の合意を針小棒大に喧伝するしかなく、今回がその第一段と言え。その意味では、交渉を複数段階で設定したのもうまいやり方と言えるかもしれない。選挙期間中の節目節目で新たな合意を持ってくることで、「再び中国に勝利した」と有権者にアピールし続けることができる。

トランプ大統領の足元を見た中国が、為替操作国の認定取り消しや、関税引き上げの撤回を迫るなど、今後態度を硬化させる可能性も出てきており、この点でも署名までの交渉は予断を許さないが、第2、第3段階の交渉に先送りが可能であることを考えれば、第1段階はとりあえず署名までこぎつける可能性が高い。

第2,3段階の交渉への疑問

第2,3段階の交渉を現時点で予想するのは時期尚早だが、トランプ米大統領が今回の米中交渉を「部分合意」で妥協し、追加関税を見送ったことは、大統領選を前に、今後も景気優先の交渉スタイルを続ける可能性を示唆している。紆余曲折はあるにせよ、当面、貿易交渉が大幅な株安・円高要因となる可能性は下がったと考えていいだろう。目下、トランプ大統領は大統領選がすべてであり、有権者へのアピールになる合意でなくては意味がない。トランプ大統領の支持層が、中国の政治体制や構造問題に深い関心を抱いているとは考えにくく、興味の大半は目先の輸出や雇用の拡大に向いていると考えられる。トランプ大統領自身も、中国の構造問題についてはおそらく深い関心がなく、あくまで交渉材料であり、見返りに米国製品の購入拡大の確約といったわかりやすい成果が得られるのであれば、意外に簡単に矛を収めるとも考えられる。もちろん、短期的、表面的な成果を得ることがホワイトハウスや議会のコンセンサスではないのは明らかで、構造問題についても

改善に向けた要求だけはし続けるのだろう。しかし、国有企業への補助金といった国家資本主義の根幹にかかわるセンシティブなテーマは、中国にとっては基本的には譲れない部分である。交渉自体は応じるとしても、本格的な議論は大統領選後に先送りする戦略をとる可能性が高い。誰が大統領になっても、中国への強硬な態度は維持される可能性は高く、むしろ強まる可能性すらあるが、もし大統領が代わった場合、中国にとっては理不尽かつ予見不可能な交渉スタンスが改善することだけは期待できる。

小粒の合意は市場にとっては問題ではない

合意が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服するのであれば悪い話ではない。11日以降の米国と日本の株価高騰は、市場が米中交渉に対し、いかに神経質になっていたかを示している。トランプ大統領は、とりあえず足元の株高に満足しているだろう。トランプ大統領にとって株高は、次なる強硬スタンスを打ち出すための「のりしろ」ができたということも意味するが、景気失速の懸念が高まれば再び手を緩めるという繰り返しになる展開も見えていることから、この点、リスクオンの市場の反応は間違っていない。もちろん、トランプ大統領が思い通りに景気を調節する手腕を持っているわけではなく、米景気がすでに峠を越えている可能性には注意が必要である。（担当：小玉）

米設備投資は来春以降、徐々に持ち直しへ

足元の設備投資は弱含み

アトランタ連銀が公表する GDPNow によれば、7-9 月期の米実質 GDP 成長率は前期比年率+1.8%と、2%弱の伸びが見込まれている(図表 1、10/17 時点)。足元の米国景気は、世界景気の減速や米中貿易摩擦の影響が懸念されるなかでも 2%弱とされる潜在成長率並みのペースで拡大した可能性が高い。米景気はいまだ底堅い推移を保っているといえる。

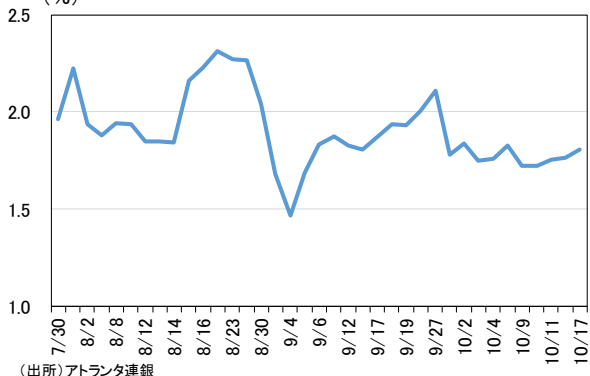
しかしながら、需要項目別にみると、2018 年の米国景気を押し上げる一因となった設備投資が弱含んでいるのが気になる。4-6 月期の設備投資は同▲1.0%と、13 四半期ぶりのマイナスに転じた。GDPNow によれば、7-9 月期もマイナス寄与が続くと見込まれている(図表 2)。種類別の内訳を見ると、知的財産投資が堅調に推移する一方で、構築物投資や機械投資が足を引っ張る可能性が示唆されている。米企業は、5G 等、中国と激しい覇権争いを繰り広げるなかで、競争力維持・向上のために知的財産投資には積極的であるものの、貿易摩擦に端を発した景気の先行き不透明感などから構築物などの能力増強型投資には慎重な姿勢を示している様子がうかがえる。

大企業中心に設備投資意欲が減退

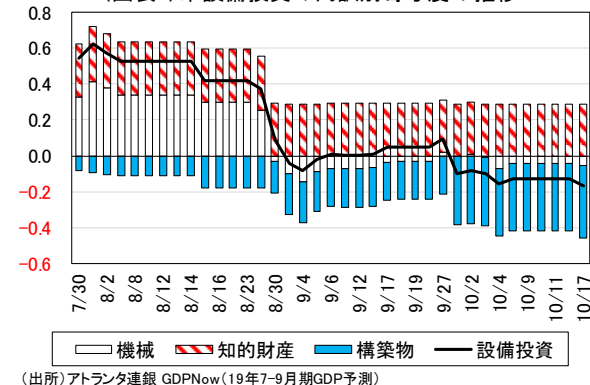
設備投資の先行指標とされる非防衛資本財新規受注(除く航空機)は、昨年後半に過去 20 年間で最も高い水準まで上昇した後、頭打ちとなっている(図表 3)。直近 8 月は前年比で▲1.8%とマイナスに転じており、設備投資の増勢は着実に弱まっている。

企業に対するアンケート調査の結果をみても、設備投資に対する企業の姿勢が慎重化している様子がみてとれる。米国の大手企業経営者が所属する経済団体であるビジネス・ラウンドテーブルの調査では、向こう 6 カ月の設備投資を「増やす」と回答した企業から「減らす」と回答した企業数が、今年のピークから大きく低下している(図表 4)。また、中小企業の経済団体である全米独立企業連盟(NFIB)による調査でも、今後 3~6 カ月以内に設備投資を計画し

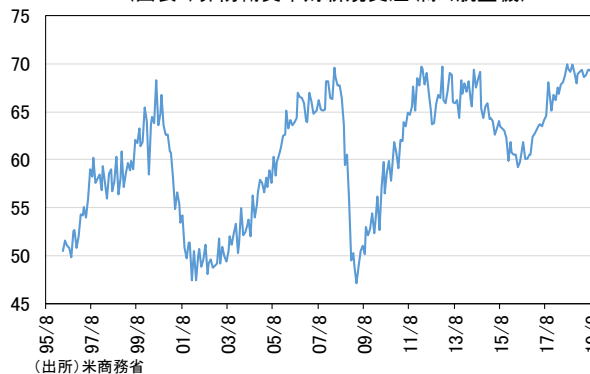
前期比年率 (図表1)GDPNow(19年7-9月期GDP予測)



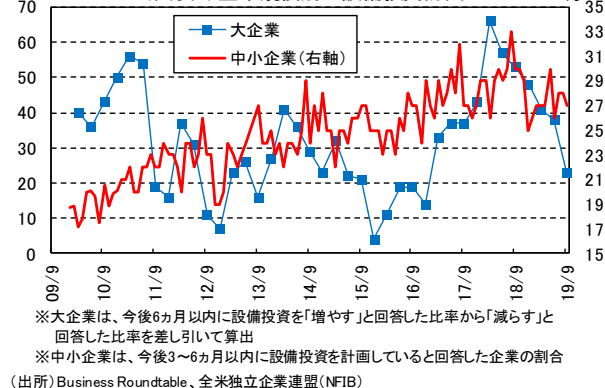
(図表2)米設備投資の内訳別寄与度の推移



(図表3)非防衛資本財新規受注(除く航空機)



(図表4)企業規模別の設備投資計画



ていると回答した企業の割合が、ピークアウトしている。後者のデータの方が相対的に底堅い印象を受けるが、世界景気の減速や米中貿易摩擦の影響が懸念されるなか、海外景気の動向に左右されやすい大企業の方が、影響を受けにくい中小企業に比べて設備投資意欲が弱まっていると考える。

循環面からは減速基調継続の見込み

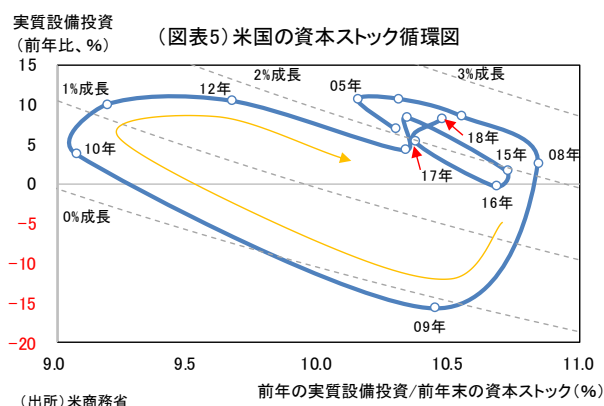
現在の設備投資が循環面から見てどのような局面にあるのかを示すのが、資本ストック循環図である(図表5)。

資本ストックと生産量との間の技術的關係が短期的には大きく変わらないとすると、企業が資本ストックをどれだけ積み増すかは、需要がどのくらい伸びると予想するかにかかっている。図表5では、設備投資と資本ストックの比率が期待成長率(斜め破線)を示すラインを越えてくると、企業は資本ストックが充分積み上がったと判断し、設備投資を徐々に抑えようとする傾向が読み取れる。このため、資本ストック循環図は各時期の期待成長率を中心に円を描く形となっている。

ブルーチップの10月調査によれば、2021~2025年、2026~2030年における米国景気の長期成長率予測は前年比で+1.9~2.0%となっている(図表6)。この数値が米国の期待成長率のコンセンサスに相当すると考えるなら、資本ストック循環図から判断する限り、2014~2016年までの動きは、企業が、資本ストックは期待成長率から見込まれる需要を概ねカバーできる程度まで積み上がったと判断し、設備投資を抑えた様子を読み取れる。2017, 18年に関しては、2014~2016年までの動きに逆行しているが、トランプ大統領の拡張的な財政政策によって押し上げられた側面が大きいと考える。しかし、同循環図は2018年時点では再び期待成長率2%のラインを上回っているほか、財政政策の効果剥落に加え、米中貿易摩擦を背景に景気の先行き不透明感が高まっていることなどから、2019年以降は、設備投資が減速する可能性が高いことが示唆されている。

設備投資の底打ちは来春以降か

足元ではグローバル製造業PMIが好不調の境目となる50を下回って推移している。しかしながら、直近9月は2ヵ月連続で上昇するなど持ち直しの兆しを見せつつあるほか、OECD景気先行指数も底打ちしている(図表7)。今後の米中通商協議の行方次第ではあるが、さらなる深刻化が回避されるなら、OECD景気先行指数が設備投資の動きに1年程度先行する傾向があることを踏まえると、設備投資は2020年の春ごろまでは減速傾向をたどり、その後は徐々に持ち直しへ向かう可能性が高い。(担当：大広)

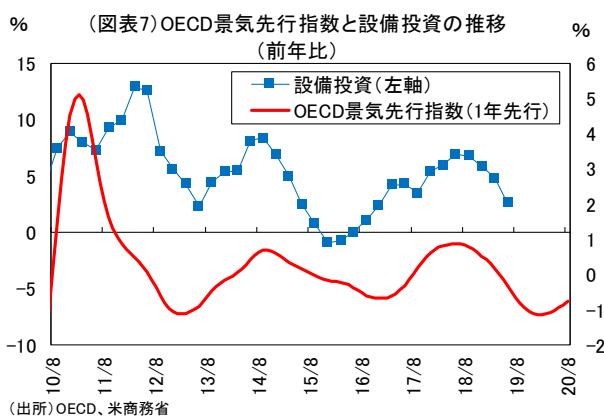


(図表6) 米国景気長期成長率見通し

(単位: %)	実質GDP成長率(前年比)				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
コンセンサス	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0
上位10社平均	2.2	2.3	2.4	2.3	2.2
下位10社平均	1.3	1.6	1.6	1.6	1.7

(単位: %)	実質GDP成長率(前年比5年平均)	
	2021~25年	2026~30年
コンセンサス	1.9	2.0
上位10社平均	2.3	2.2
下位10社平均	1.6	1.7

(出所) BLUECHIP

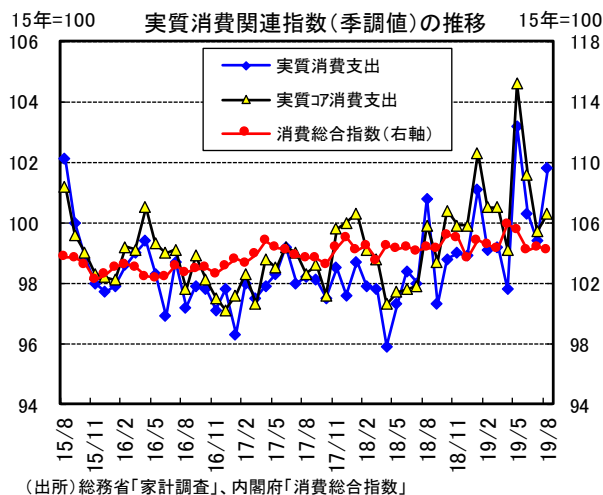


主要経済指標レビュー (10/7~10/18)

《日本》

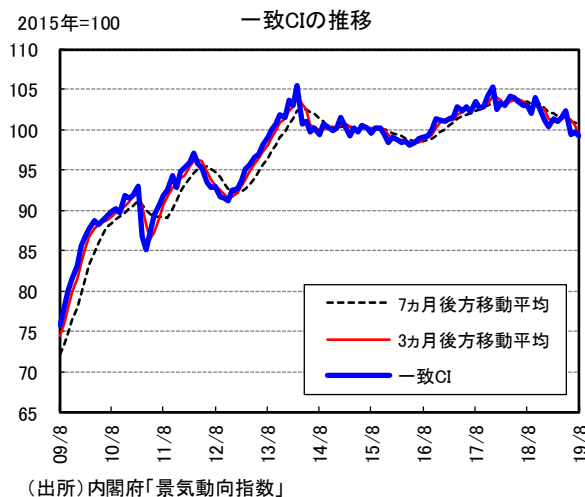
○ 8月家計調査 (10月8日)

8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+2.4%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。低温多雨の7月に比べ、天候が改善した影響とみられる。費目別内訳のわかる前年比ベースでは、交通・通信、家具・家事用品の増加が目立った。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は前年比▲2.5%と3ヵ月ぶりのマイナス、実質消費支出は同+1.4%と4ヵ月連続のプラス、平均消費性向は70.2%(季調値)となった。個人消費は、消費増税による悪影響が懸念されるものの、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、引き続き均せば緩慢な伸びを維持すると予想する。



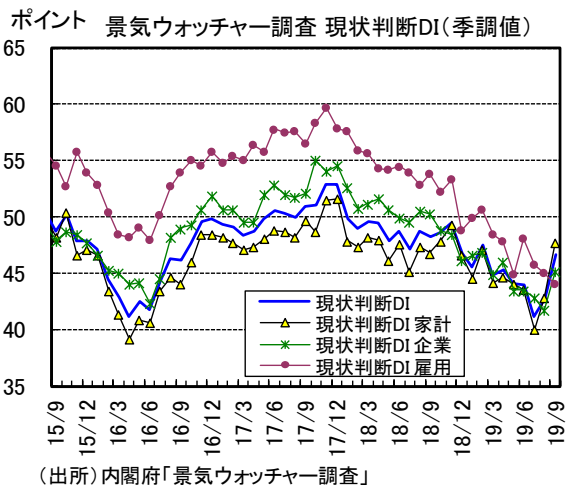
○ 8月景気動向指数 (10月8日)

8月の景気動向指数では、一致CIが99.3(前月差▲0.4ポイント)と、2ヵ月ぶりに低下した。内閣府の基調判断は、「下げ止まりを示している」から「悪化を示している」へ下方修正された。個別系列では、7系列中4系列が押し下げに寄与しており、鉱工業用生産財出荷指数や商業販売額(卸売業)のマイナス寄与が大きかった。先行CIは91.7(前月差▲2.0)と、こちらも2ヵ月ぶりに低下した。今後については、底堅い米景気、省力化・省人化投資需要などが下支えになるとみているが、海外情勢の不透明感が高まるなか、消費増税前の駆け込み需要の反動減もあり、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。



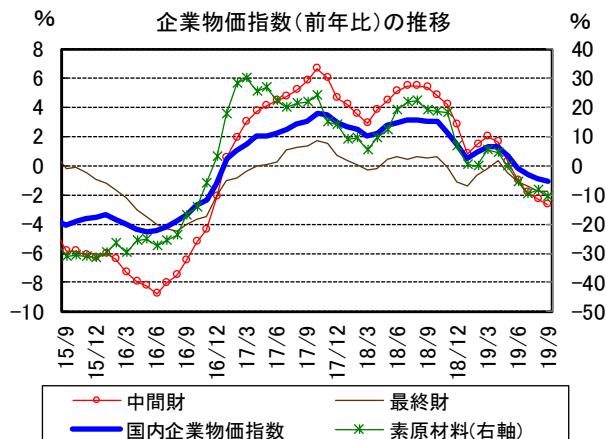
○ 9月景気ウォッチャー調査 (10月8日)

9月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が46.7と、2ヵ月連続で上昇した。内訳を見ると雇用DIは低下したものの、企業DI、家計DIが押し上げた形。上昇した家計関連では、「消費税増税前の買い込みで、日用品、酒がよく売れている」などの声が挙がっている。景気ウォッチャーの見方は、前月の「このところ回復に弱い動きがみられる」に、「消費税率引上げに伴う駆け込み需要が一部にみられる」が追記された。先行き判断DIは36.9と3ヵ月連続で低下した。内訳を見ると、家計DI、企業DI、雇用DIすべてが押し下げた。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。



○ 9月企業物価指数（速報値、10月10日）

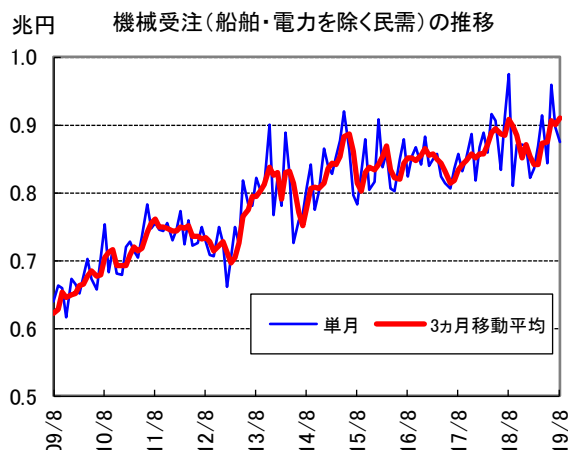
9月の国内企業物価指数は前年比▲1.1%と、4ヵ月連続のマイナスとなった。前月比で押し下げに寄与した項目は、電力・都市ガス・水道、スクラップ類などで、資源価格下落による影響が大きい。輸出入物価指数（円ベース）をみると、輸出物価が前年比▲5.7%→▲6.0%と5ヵ月連続のマイナス、輸入物価は同▲8.4%→▲9.3%とこちらも5ヵ月連続のマイナスとなり、交易条件は改善した。今後について、過去の燃料価格が遅れて反映される電力価格は伸びが鈍化すると見込まれるほか、一時急騰した原油価格も足元落ち着いており、目先の企業物価は前年比マイナス圏で推移するとみている。



(出所)日銀「企業物価指数」

○ 8月機械受注（10月10日）

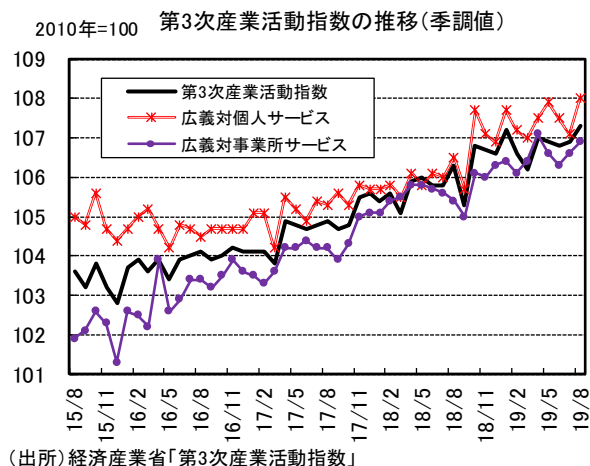
8月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比▲2.4%と2ヵ月連続のマイナスとなった。基調判断は、「機械受注は、持ち直しの動きがみられる」にすえ置かれた。今後の設備投資は、製造業では、設備老朽化に伴う維持・補修への投資などが、非製造業では、人手不足を受けた合理化・省力化投資などが下支え要因となることで、均せば緩やかながらも回復傾向を維持すると予想する。ただ、9月調査の日銀短観では、企業が先行きの設備投資計画に対し、慎重姿勢を強めている様子がうかがえ、米中交渉の行方如何では、企業の投資マインドが想定以上に冷え込む可能性には注意が必要である。また、中長期的な成長期待が高まりにくい状況が続くことから、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」

○ 8月第3次産業活動指数（10月15日）

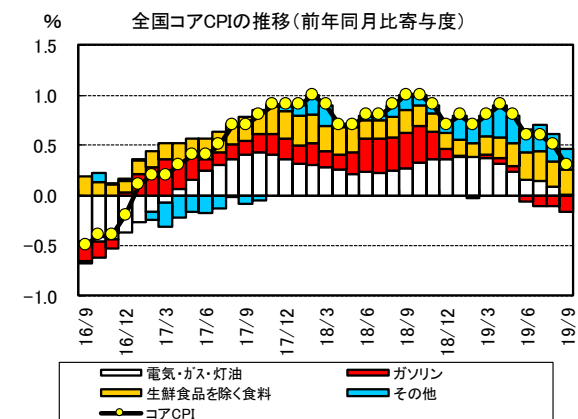
8月の第3次産業活動指数は前月比+0.4%と、2ヵ月連続のプラスとなった。同指数は2008年1月以降で過去最高を更新した。基調判断は「高い水準で横ばい」から「持ち直しの動き」に変更となった。全11業種のうち6業種が上昇、5業種が低下となった。プラス寄与となった業種は、小売業（同+4.0%）、電気・ガス・熱供給・水道業（同+6.5%）など。天候改善が要因とみている。一方で、マイナス寄与となった業種は卸売業（同▲1.3%）、事業所向け関連サービス（同▲1.6%）など。今後については、底堅い米国景気や、省力化投資需要などが下支えになるため、第3次産業活動指数は緩やかながらも改善傾向で推移するとみる。



(出所)経済産業省「第3次産業活動指数」

○ 9月全国消費者物価指数（10月18日）

9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+0.3%と2ヵ月連続で伸びが鈍化した。電気代、都市ガス、ガソリンといったエネルギー価格のマイナス寄与幅が拡大し、全体を押し下げた。総合指数は同+0.2%、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+0.5%と8月からともに0.1%ポイント縮小し、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。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。

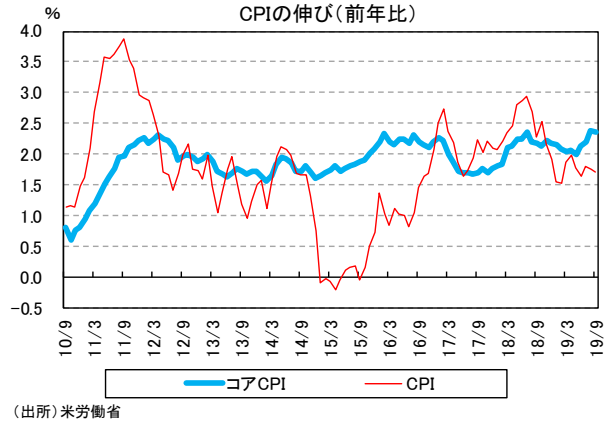


(出所)総務省「消費者物価指数」

《米 国》

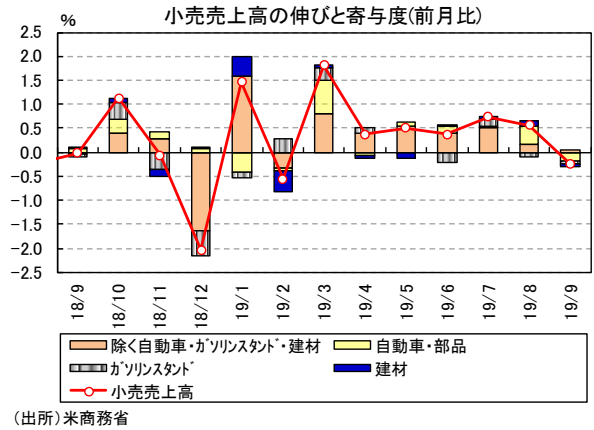
○ 9月CPI（消費者物価指数）（10月10日）

9月のCPIは前月比横ばいにとどまったものの、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.1%と、30ヵ月連続でプラスとなった。前年比をみると、CPIは+1.7%、コアCPIは同+2.4%と、ともに前月の伸びから横ばいにとどまった。住宅や食品で価格上昇がみられた一方、アパレルや輸送が下落した。9月1日に対中関税第4弾の一部が発動され、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の基調は緩やかな伸びが続くと予想する。



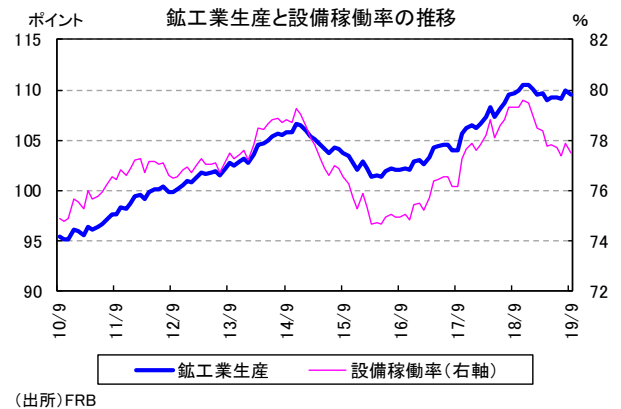
○ 9月小売売上高（10月16日）

9月の小売売上高は前月比▲0.3%と7ヵ月ぶりに減少した。一方で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同+0.1%と、小幅ながら7ヵ月連続で増加しており、個人消費は底堅さを維持していると言える。業態別に内訳を見ると、自動車・部品やガソリンスタンド、建材店などが減少する一方、飲食店や家具店などが増加した。今後の個人消費は、米中対立を背景に消費関連財の一部で関税が引き上げられたことによる影響が懸念されるものの、緩やかながら雇用・所得環境の改善が続いていることや、家計のバランスシートが改善していることなどから増加基調が続くと予想する。



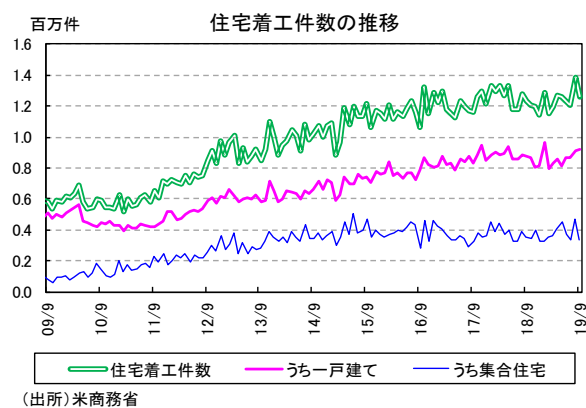
○ 9月鉱工業生産指数（10月17日）

9月の鉱工業生産指数は前月比▲0.4%と、2ヵ月ぶりに低下した。産業別にみると、公益事業が同+1.4%と3ヵ月連続で上昇した一方、鉱業が同▲1.3%と2ヵ月ぶりに低下したほか、製造業が大手自動車会社のストライキによる影響で輸送機器が低調だったことなどから同▲0.5%と低調だった。設備稼働率は77.5%と、昨年11月をピークに低下傾向が続いている。在庫循環をみると、足元では意図せざる在庫増局面に突入しているほか、米中貿易摩擦が激化するなか、9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2ヵ月連続で下回った。鉱工業生産は当面低調な推移が続くと予想する。



○ 9月住宅着工件数（10月17日）

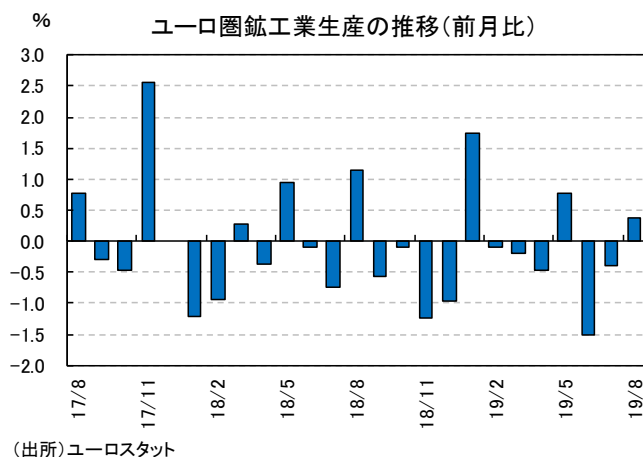
9月の住宅着工件数は、年率換算で125.6万戸、前月比▲9.4%と2ヵ月ぶりに減少した。マイナス幅が大きくなったものの、前月8月に同+15.1%と大幅に伸びた反動減が出た可能性が高い。内訳をみると、振れの激しい集合住宅が同▲28.2%と大きく落ち込み、全体の足を引っ張る一方、戸建が同+0.3%と4ヵ月連続で増加し、堅調ぶりを示した。住宅着工件数に先行するとされる住宅着工許可件数は同▲2.7%と、3ヵ月ぶりに減少したものの、依然として水準自体は高く、右肩上がりのトレンドを維持している。建設業者の景況感を表す住宅市場指数や6ヵ月以内に住宅を購入とする家計は増加傾向をたどっており、住宅投資は低金利を背景に増加基調をたどると予想する。



《 欧 州 》

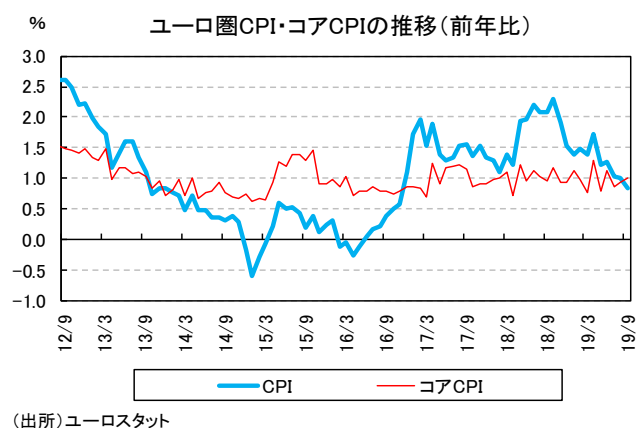
○8月ユーロ圏鉱工業生産（10月14日）

8月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.4%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。財別では、消費財（同+2.0%→+0.0%）が横ばいとなったものの、中間財（同▲0.2%→+0.3%）や資本財（同+2.1%→+1.2%）がプラスとなり、全体を押し上げた。主要国別では、フランス（同+0.2%→▲0.8%）を除き、ドイツ（同▲0.6%→+0.6%）、イタリア（同▲0.8%→+0.3%）、スペイン（同▲0.4%→+1.1%）が、プラスに転じている。ただ、今後については、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にとどまるとみる。



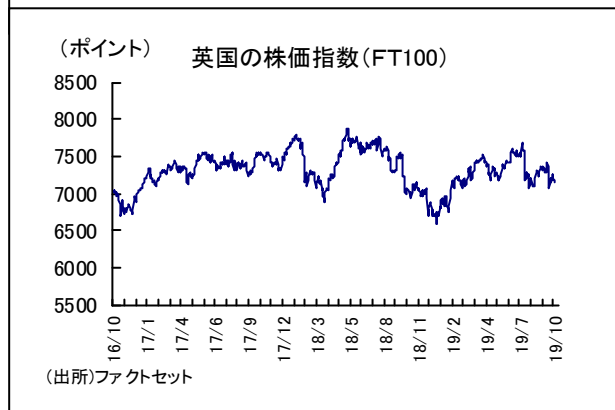
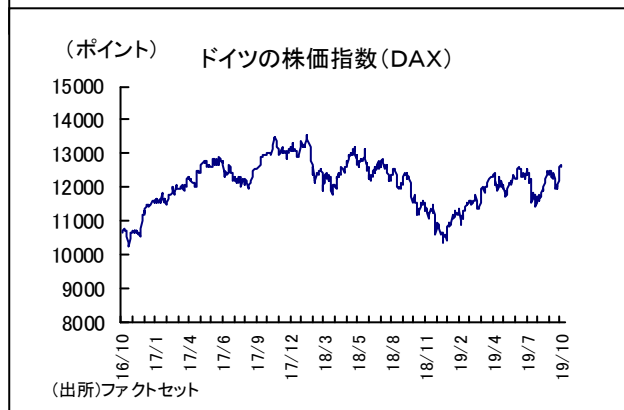
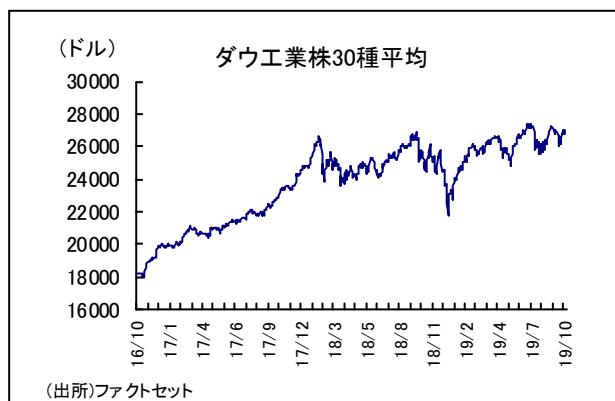
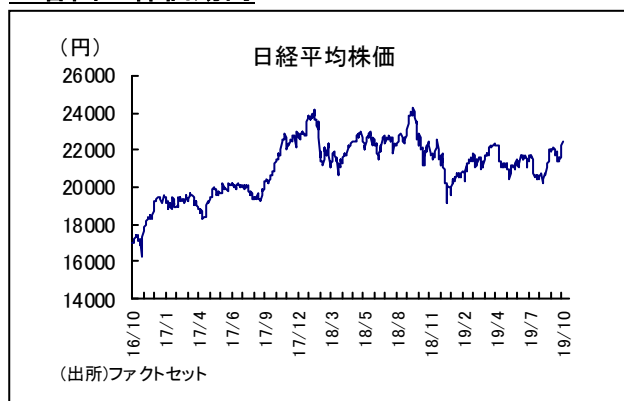
○9月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（10月16日）

9月のユーロ圏CPIは前年比+0.8%と、前月（同+1.0%）から伸び幅が縮小した。コアCPIは同+1.0%と、前月（同+0.9%）から伸び幅が拡大。主要国別では、ドイツ（同+1.0%→+0.9%）、フランス（同+1.3%→+1.1%）、イタリア（同+0.5%→+0.2%）、スペイン（同+0.4%→+0.2%）と、いずれも伸びが鈍化している。エネルギー価格下落の影響に加え、ユーロ圏景気の回復ペースが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ものとみられ、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。

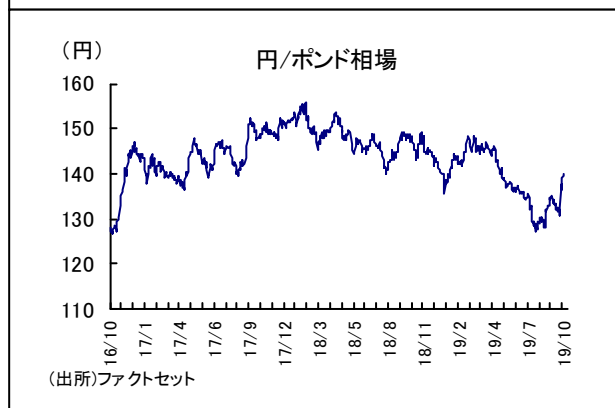
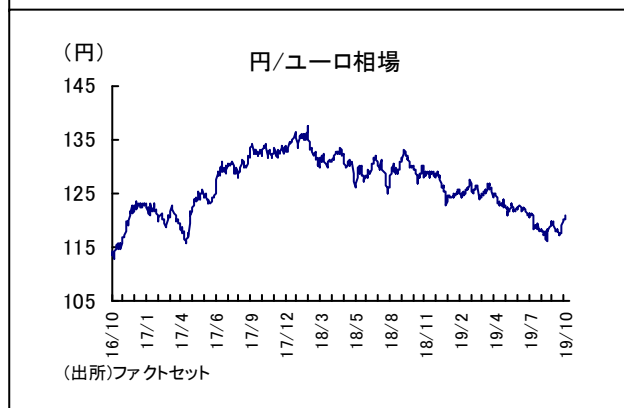
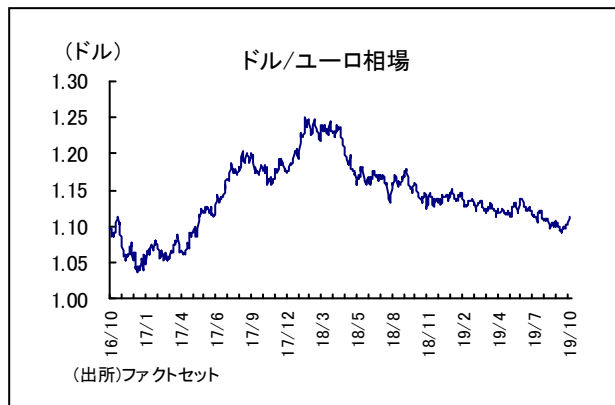
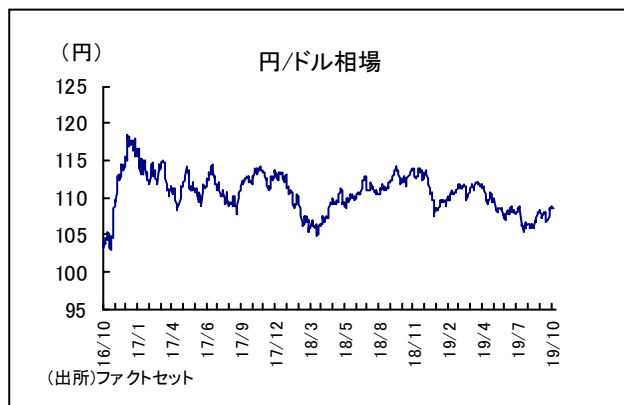


日米欧マーケットの動向 (2019年10月21日現在)

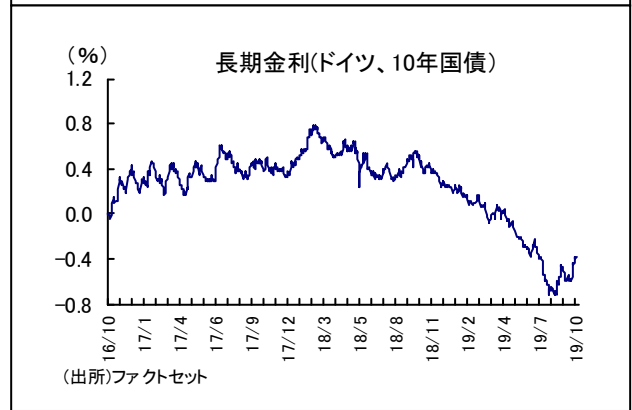
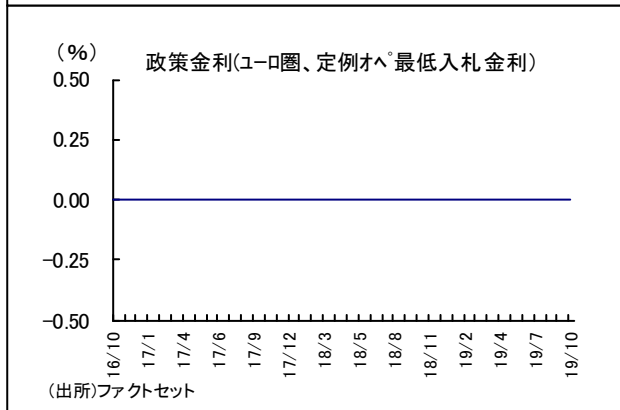
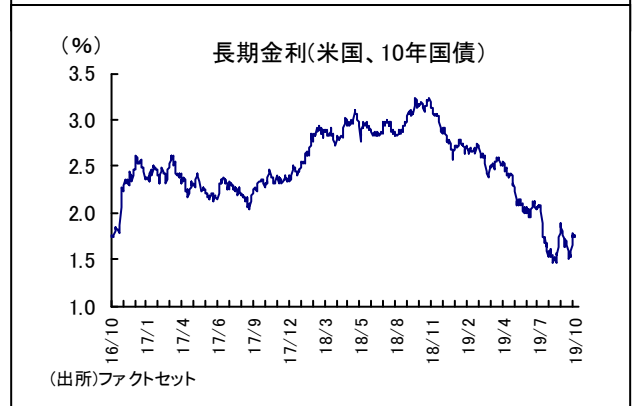
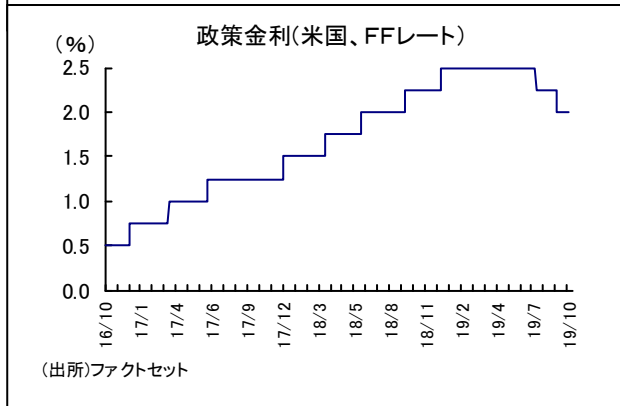
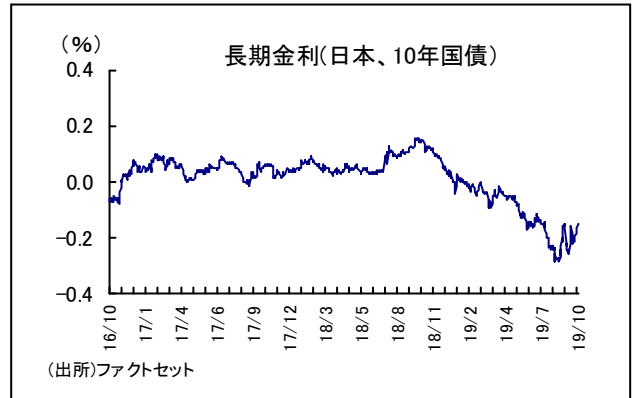
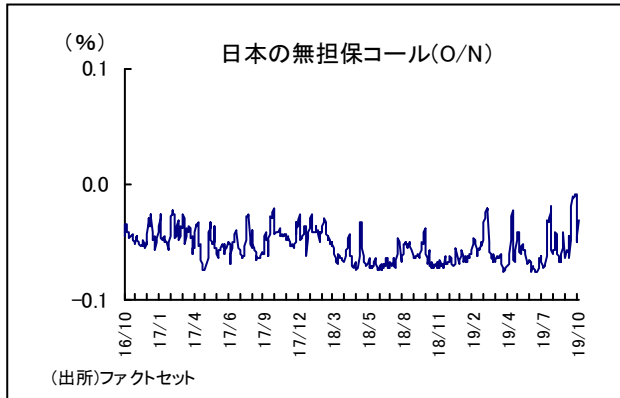
▽各国の株価動向



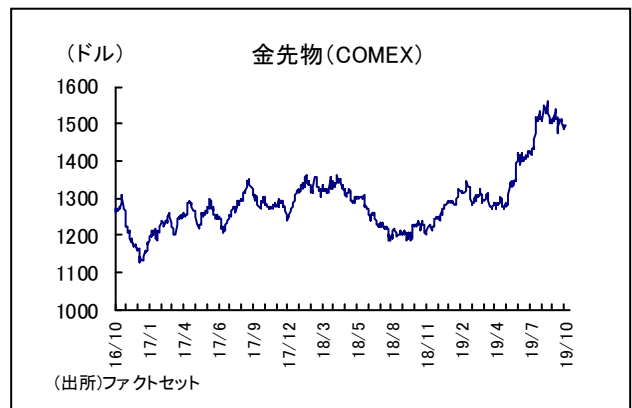
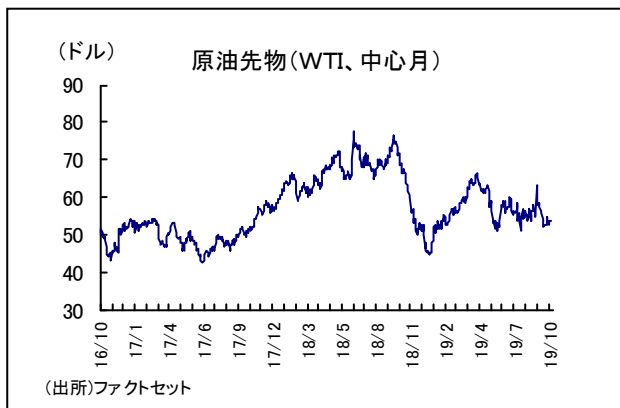
▽外為市場の動向



▽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