



<フォーカス> 長いとは言えない米景気の余命

9月の米国の非農業部門雇用者数は、ハリケーン・フローレンスの影響もあり、前月比+13.4万人と予想を下回ったが、過去2ヵ月分の数字は逆に+8.7万人上方修正、失業率は3.7%まで低下した。失業率の水準は1969年12月以来の低さで、米国にとっては夢のような数字だが、一方で時間当たり賃金は前年比+2.8%と、過度なインフレ圧力としては働かない範囲にとどまっている。米国景気が早期に腰折れに向かう兆しは依然として乏しく、投資家も今しばらくは株高を謳歌できるかもしれない。しかし、貿易戦争や新興国の通貨安等、リスク要因の顕在化を前提としない場合であっても、そろそろ循環的な景気の転換点を見極めなければならない時期になりつつある。

9月のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、大方の予想通り利上げが実施されたが、FFレートはすでに多くのエコノミストが中立金利と想定する分布の下限に差し掛かっている。ドットチャートからは、利上げは今年にあと1回、来年は3回、20年に1回の合計5回で打ち止めとなる可能性が示唆されており、この過程で中立金利を上回る水準に達することになるだろう。その後、金利をすえ置いたまま、ゴルディロックス的な環境が長期化する展開を期待できないわけではないが、経験則的には景気のピークアウトの時期と重なる可能性が高い。むしろ、足元ではその時期が早まるシナリオが現実味を帯びつつある。

もともとトランプ大統領の就任前から米国経済は好調であり、追加的な景気刺激策は不要と言われるなかで、大規模減税が実行に移された。もし、中間選挙の結果、大規模減税第2弾の実施に青信号が灯ることになれば、FRBは利上げペースの加速を余儀なくされるだろう。中立金利を上回る政策金利がいったん景気に引き締めに効き始めると、逆方向の加速度が働いたため、減速を止めるのは難しくなる。すなわち、景気拡大局面は循環的な終焉を迎える。利上げにもかかわらず、長期金利の上昇幅が限定的で、グリーンSPAN元FRB議長が「コナンドラム(謎)」と述べたような相場環境が再来すれば、景気の引き締め効果は緩和されるが、その場合、過剰なリスクテイクがバブルの加速と崩壊の再現をもたらす可能性も高まる。

一方、中間選挙における共和党の敗北で、さらなる減税策の発動が難しくなれば、トランプ大統領は議会の制約の少ない通商交渉の分野でより強硬な手段に訴える可能性が高まる。今のところ、中国からの輸入品2,000億ドルへの関税の引き上げ幅は10%にとどまっているが、これが年明け以降25%まで引き上げられれば、企業が消費財への価格転嫁を避けるのは難しくなる。また、どのみち高関税でマクロベースの貿易赤字を縮小できる見込みはほとんどない。FRBにとって、短期的な需給ギャップの調整はできても、いずれ訪れる構造的な財政赤字と経常赤字の拡大(双子の赤字)をマネジメントするのは不可能に近い。

トランプ財政がもたらす「高圧経済」的な環境が供給サイドの強化を通じ、息の長い景気拡大局面をもたらす可能性もないわけではないが、確率的にはサブシナリオの世界である。米国景気の拡大局面が後半に差し掛かっている可能性はきわめて高い。(Kodama wrote)

目次

<フォーカス>長いとは言えない米景気の余命.....	1	・米中貿易摩擦の影響～中国デジタル産業に減益圧力.....	12
・経済情勢概況.....	2	・主要経済指標レビュー.....	15
・大企業製造業の業況が3期連続で悪化.....	3	・日米欧マーケットの動向.....	19
・9月FOMC:2020年に利上げ打ち止めの可能性を示唆.....	7		

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。今後も、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備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、夏季賞与の増加などから底堅く推移するも、月例賃金の高い伸びが見込めないことから、力強さには欠けると予想する。住宅投資は、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、省力化・省人化投資が下支えし、回復傾向が続くと予想する。公共投資は、オリンピック関連工事や被災地復旧工事などが下支えし、底堅く推移すると見込む。

輸出は堅調な海外景気などに支えられ、底堅く推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

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、原油価格が高水準で推移していることで、しばらくはエネルギー関連品目がコア CPI の押し上げ要因となり、2018年度は+0.9%程度、2019年度は+1.4%程度となると予想する。

米 国

米国経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や消費マインドの回復に加え、拡張的な財政政策の効果などから、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、雇用環境の改善や住宅在庫の水準の低さが下支え要因となるものの、人手不足といった供給制約や、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となり、低調な推移を予想する。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和、法人税減税などを背景に、緩やかな回復基調が続くものの、資本ストックの積み上がりから増勢は徐々に鈍化すると予想する。なお、インフラ開発投資は、財政均衡派への配慮から、ある程度規模を縮小したうえで実現すると予想する。

輸出は、世界景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは9月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.750-2.001-75%から、2.001-75-2.2500%へと引き上げた。12月2018年内に残り1回、2019年も2回程度の利上げ実施を予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や輸出の増加を背景に、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、貿易摩擦への懸念から、回復ペースの鈍化を見込む。

ECBは6月の理事会で、資産買入れ策を規模を減額したうえで2018年末まで継続し、現行の政策金利の2019年夏中のすえ置きをアナウンスした。政策金利の引き上げは、2019年9月と予想する。

大企業製造業の業況が3期連続で悪化

大企業・製造業の現状判断DIは3期連続の悪化だが

9月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の現状判断DIが+19と、6月調査から2ポイントの悪化となり、1ポイントの上昇だった市場予想を3ポイント大きく下回った(図表1, 2)。3期連続の悪化で、これは、金融危機のさなかで6期連続の悪化を記録した2009年3月以来の連続悪化となる。

(図表1)日銀短観業況判断DI

	6月調査実績		9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		12月		9月		12月	
			最近	変化	先行き	変化	予測	変化	予測	変化
大企業	22	21	21	▲1	20	▲1	21	▲1	22	1
製造業	21	21	19	▲2	19	0	20	▲1	22	2
非製造業	24	21	22	▲2	22	0	22	▲2	21	▲1
中小企業	11	8	12	1	7	▲5	8	▲3	7	▲1
製造業	14	12	14	0	11	▲3	11	▲3	12	1
非製造業	8	5	10	2	5	▲5	7	▲1	4	▲3

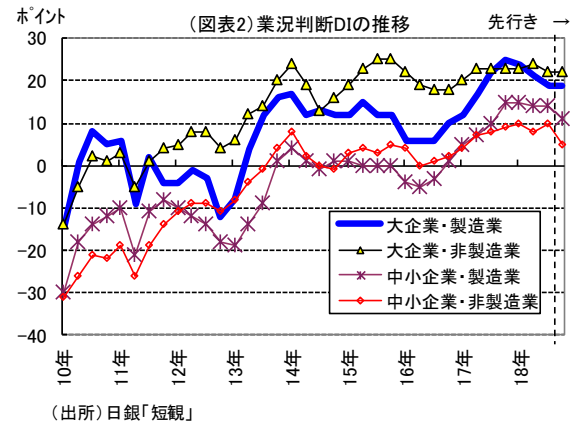
(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

大企業・製造業の主要16業種中、現状判断DIが改善したのは4業種、悪化が10業種、横ばいが2業種という結果。貿易摩擦への懸念や対中需要の減少に加え、台風21号や北海道地震など、夏場に相次いだ自然災害の影響を反映していると考えられる。ただ、需給判断や交易条件(販売価格判断-仕入価格判断)は底堅いほか(図表3, 4)、足元では企業の想定レート以上に円安が進行しており、これが加工業種にとって追い風となっている。今後、貿易摩擦の深刻化や新興国の通貨安の加速などのリスク要因が顕在化しなければ、そろそろ底を打つ可能性が高いと考える。

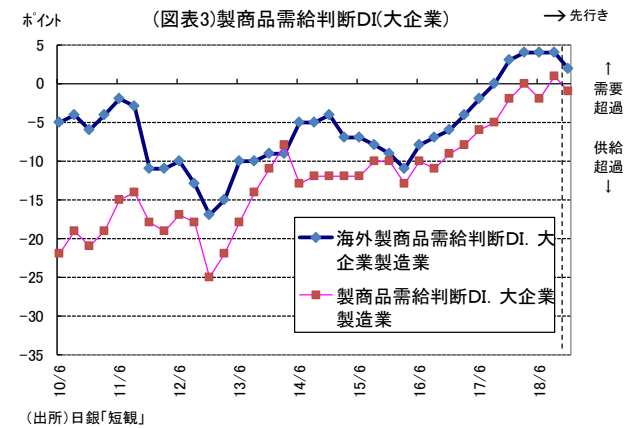
足元の為替相場は加工業種にとって追い風

大企業・製造業のうち、業況判断DIの下落幅が大きかった業種は、石油・石炭製品(+31→+13、▲18)、繊維(+11→±0、▲11)、窯業・土石製品(+28→+17、▲11)、非鉄金属(+26→+18、▲8)などであった(図表5, 6)。特に石油・石炭製品は2期連続の大幅悪化となっている。足元の原油価格は反転上昇しているものの、環境対策への意識の高まりで、このところ、化石燃料に関連する企業への投資を手控える方針を表明する機関投資家が増えていることが、同業種の業況悪化につながっているとみられる。繊維、窯業・土石製品、非鉄金属の悪化に関しては、逆に原材料、原燃料価格の上昇の影響を受けた形と考えられる。

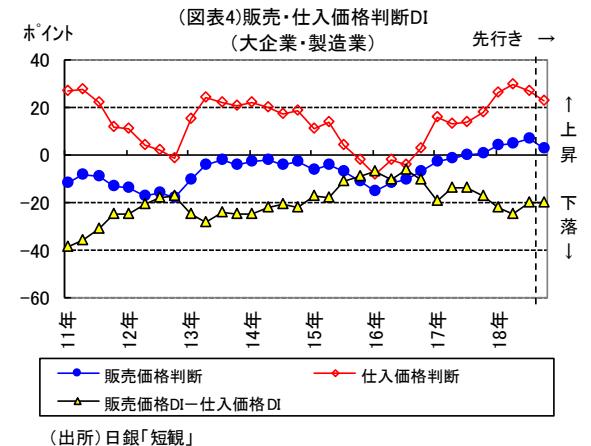
素材、加工別では、素材業種が6ポイントの悪化、加工業種が横ばいとなっており、素材業種の悪化幅が大きいのが特徴である。ただ、需給環境自体は悪くない。大企業・製造業の国内での製商品・サービス需給



(出所)日銀「短観」



(出所)日銀「短観」



(出所)日銀「短観」

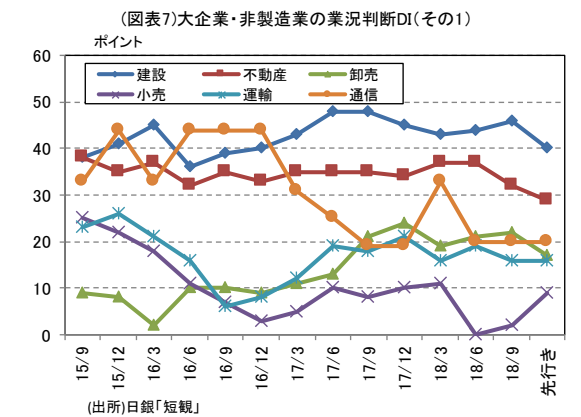
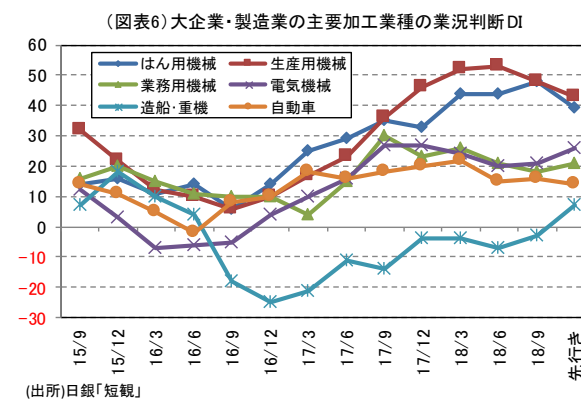
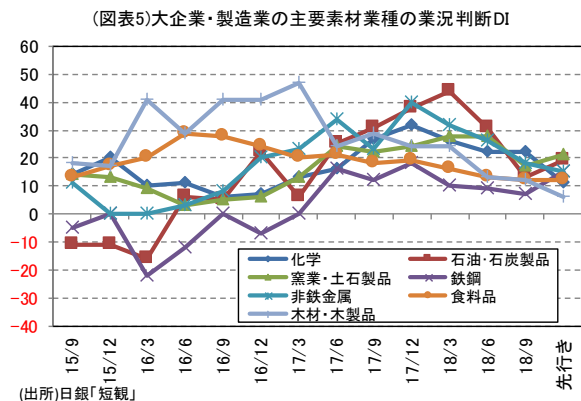
判断をみると3ポイントの改善、海外での製商品需給判断は横ばいとなっている。うち素材業種の国内での製商品・サービス需給判断は2ポイントの改善で、海外での製商品需給判断はやはり横ばいと、需給判断は素材業種まで含め、むしろ業況の下支え要因となっている。また、大企業・製造業の販売価格判断DIは2ポイントの上昇なのに対し、仕入価格判断DIは3ポイントの低下で、交易条件も5期ぶりに改善している。うち素材業種の販売価格判断DIは2ポイントの上昇なのに対し、仕入価格判断DIは1ポイントの低下と、やはり5期ぶりの改善となっている。

加工業種については、為替相場が引き続き保守的な見通しとなっていることから、今後業況の上振れにつながる可能性がある。2018年度の大企業・製造業の想定為替レートは107.40円/ドルと、6月調査の107.26円/ドルから大きく変わらなかった。足元の水準に比べれば6円前後の円高水準である。

大企業・製造業の先行きは横ばい

大企業・製造業の12月の先行き判断DIは、9月から横ばいの+19となった。市場予想を1ポイント下回ったものの、大企業・製造業がこの先も持続的な業況悪化を見込んでいないわけではない様子が示された。主要16業種中、改善が8業種、悪化が6業種、横ばいが2業種という結果。素材・加工別では、素材業種が▲2ポイント、加工業種が▲1ポイントの悪化となっている。改善幅が大きかったのは、造船・重機等(▲3→+7、+10)、鉄鋼(+7→+15、+8)、石油・石炭製品(+13→+19、+6)など。造船・重機等がこのとおりの回復となれば、9期ぶりのプラス圏浮上となる。実際、堅調な世界景気と環境規制の強化で、造船需要は上向きつつある。18年1-6月の世界の造船会社の受注量は2,682万総トンと、前年同期比で+82%の増加となっている。重機に関しては、都市部の建設需要のほか、国内の災害の復興需要への期待を一部反映している可能性もあろう。現状判断が大幅に悪化した石油・石油製品も、先行きは改善している。足元で原油の先高観は強まっているほか、貿易摩擦にもかかわらず、先行きの世界景気は堅調で、石油需要に大きな影響は与えないとの見方が支配的なことが背景にあると考えられる。

悪化した業種のなかでは、化学(+22→+11、▲11)、はん用機械(+48→+39、▲9)、生産用機械(+48→+43、▲5)などが目立つ。化学業界は、エチレン設備の稼働率が好不況の目安である90%を56ヵ月連続で上回るなど、過去最長の好況に湧かなかでの悪化である。おそらくは原油価格の上昇を懸念した形だろう。はん用機械と生産用機械に関しては、米中貿易摩擦の影響で、中国景気がいっそう落ち込む可能性を織り込



んでいる可能性がある。

大企業・非製造業の業況は安定推移

大企業・非製造業の現状判断DIは+22と、6月から2ポイントの悪化となり、1ポイントの悪化だった市場予想を小幅下回った(図表1,2)。業種別に見ると、主要12業種中、4業種で改善、7業種で悪化、1業種で横ばいという結果(図表7,8)。改善した4業種のなかでは、もともと高水準にある情報サービスのさらなる改善(+26→+31、+5)が目立つ。ビジネスIT関連の需要を中心に、情報サービスの事業環境は引き続き良好である。一方、悪化した業種のなかでは、物品賃貸(+24→+15、▲9)、電気・ガス(+13→+7、▲6)、不動産(+37→+32、▲5)、対事業所サービス(+43→+38、▲5)等の低下幅が比較的大きい。電気・ガスに関しては、6月は原発再稼働等を反映して久しぶりに大きく上昇したものの、既存電力会社にとっては電力小売自由化に伴う需要家離脱に歯止めがかかっているほか、円安と原油高の同時進行も懸念された可能性がある。不動産と物品賃貸は、土地・建物に一体で投資する個人投資家向けの銀行の融資姿勢が厳しくなっていることが影響している可能性がある。なお、大企業・非製造業の先行き判断DIは+22で、製造業同様横ばいとなっている。

中小企業は先行きが悪化

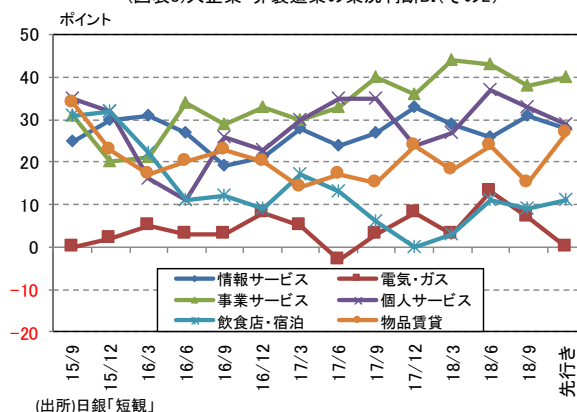
中小企業に目を向けると、まず、中小企業・製造業の現状判断DIは+14と、6月調査から横ばいとなった。これは市場予想を1ポイント上回った。主要16業種中、改善が8業種、悪化が7業種、横ばいが1業種という結果。素材、加工別でみると、素材が1ポイントの改善、加工が1ポイントの悪化となっている。改善した業種のなかでは紙・パルプ(▲14→▲3、+11)の改善幅が、悪化した業種のなかでは自動車(+35→+26、▲9)の悪化幅が比較的大きい。先行き判断DIは3ポイントの悪化で、先行きまで含めれば、悪化幅は大企業を上回る。

中小企業・非製造業の現状判断DIは+10で、6月から2ポイントの改善となった。こちらは市場予想を4ポイント大きく上回った。主要12業種のうち、6業種で改善、4業種で悪化、2業種で横ばいという結果。ただし、先行きは5ポイントの大幅悪化で、2期通算ではむしろ小幅悪化という結果。製造業よりも海外景気の恩恵が小さく、かつ大企業よりも人手不足が深刻な中小非製造業にとって、持続的な業況の改善を見込むのは苦しくなっている。

設備投資計画は堅調

2018年度の大企業・製造業の設備投資計画は前年比+17.5%となり、昨年同時期の同+14.1%を上回った(図表9,10)。全規模全産業では前年比+8.5%で、9月調査としては、現行統計が遡れる2004年度以来最高の水準。生産・営業用設備判断DIは、大企業・製造業で1ポイントの上昇(低下なら不足方向、上昇なら過剰方向)、全規模・全産業では横ばいで、設備不足感の高まりには歯止めがかかった形となっている(図表11)。国内の中長期的な低成長期待が定着しているこ

(図表8)大企業・非製造業の業況判断DI(その2)



(図表9)日銀短観設備投資計画(全産業・前年度比)

	17年度 実績	18年度			
		3月 調査	6月 調査	9月 調査	9月 当社予測
		%	%	%	%
全規模	4.4	▲0.7	7.9	8.5	8.9
製造業	6.3	6.0	16.0	16.5	15.9
非製造業	3.4	▲4.5	3.3	4.0	2.7
大企業	4.1	2.3	13.6	13.4	14.9
製造業	6.3	4.9	17.9	17.5	17.9
非製造業	2.9	0.8	11.2	11.0	12.5
中小企業	0.6	2.3	▲11.8	▲8.4	▲6.2
製造業	▲1.0	▲2.7	7.6	11.6	10.0
非製造業	▲0.5	5.0	▲21.2	▲18.1	▲13.0

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

とから、能力増強投資は今後も多くは望めないものの、維持・補修への投資や省力化投資、研究開発投資が今後も設備投資を下支えする展開が期待できる。

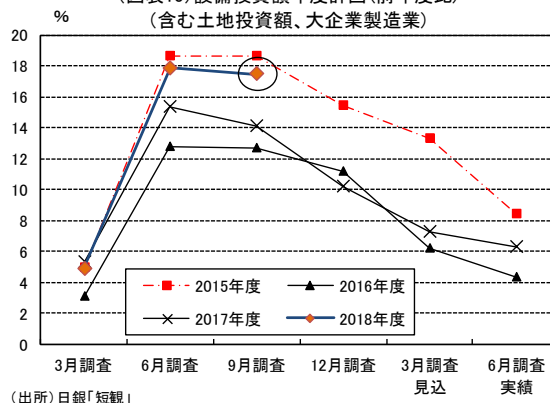
2018年度の大企業・製造業の経常利益計画は同▲6.9%で、6月調査から+1.9%の上方修正となった(図表12)。大企業・非製造業は同▲2.4%(修正率+1.4%)。全規模・全産業ベースでは同▲3.6%(同+1.6%)という結果。大企業・製造業に関しては足元の円安トレンドが維持されればさらなる上方修正につながる可能性がある。

雇用人員判断DI(過剰-不足)は、全規模・全産業ベースで▲33と、6月調査から1ポイントの低下となった(数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和)(図表13)。全規模・製造業は3ポイントの低下、非製造業は2ポイントの低下となっている。全規模・全産業の先行きは4ポイントの低下で、先行き人手不足はいつそう厳しさを増すとの見通しとなっている。特に、全規模・非製造業の先行きDIは▲42ポイントという低水準に達しており、非製造業にとっては、人手不足感が引き続き業況の下押し圧力になり続けると考えられる。

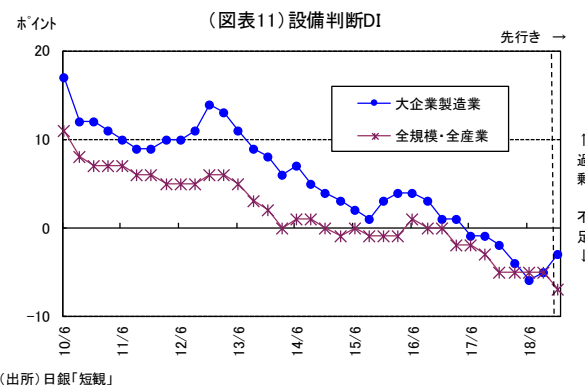
業況判断はそろそろ底打ちか

今回の日銀短観では、大企業・製造業の現状判断DIが金融危機以来の3期連続の悪化となった。ただ、自然災害という一時的な要因も働いているほか、内外の需給判断は底堅く、足元では円安も進行していることから、今後、貿易摩擦のさらなる深刻化や新興国の通貨安の加速などがなければ、底を打つ可能性が高まったと考える。逆に、貿易摩擦や新興国経済の動向のほか、製造業では原油高、非製造業では人手不足の加速などがリスク要因となる。特に、米中が貿易交渉で中間選挙までに合意できず、年明け以降、さらなる報復の連鎖を招いた場合は、円高進行と株安が業況判断の足を引っ張る可能性があり、引き続き注視が必要である。(担当：小玉)

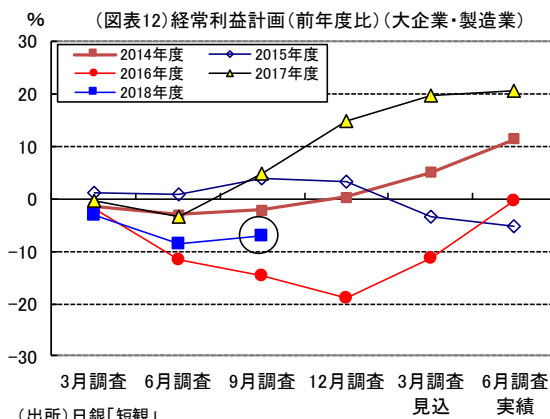
(図表10)設備投資額年度計画(前年度比)
(含む土地投資額、大企業製造業)



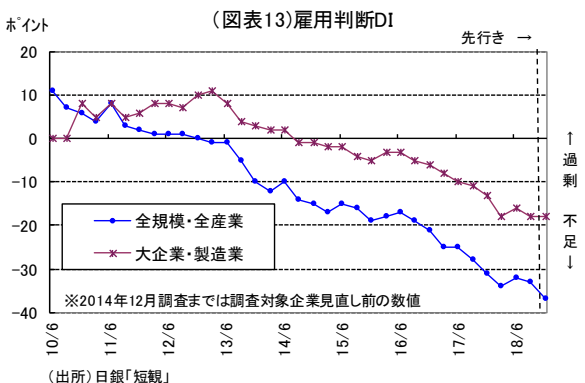
(図表11)設備判断DI



(図表12)経常利益計画(前年度比)(大企業・製造業)



(図表13)雇用判断DI



9月FOMC：2020年に利上げ打ち止めの可能性を示唆

声明文から「緩和的」の文言削除

9月25-26日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、市場予想どおり、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジを1.75-2.00%から2.00-2.25%へ引き上げた(図表1)。利上げは今年3回目であり、今回の利上げ局面では通算8回目となる。

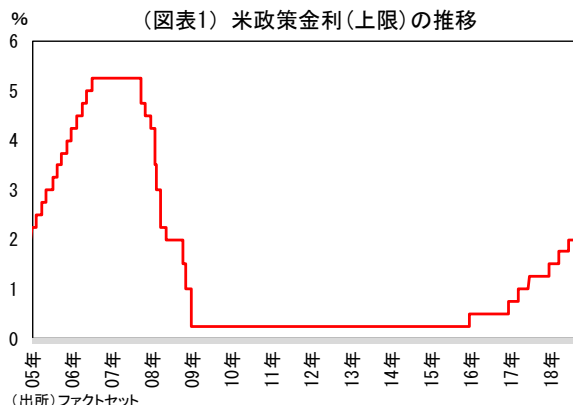
今回と前回の声明文を比較すると、政策金利を25bp引き上げた部分と、金融政策のスタンスに関してこれまで「緩和的」としてきた一文を削除した以外、大きな変更は行なわれなかった。「緩和的」とする文言の削除については、参加メンバーのうち3名が長期(Longer run)見通しを2.5%としており、政策金利が徐々に中立水準に近づいている状況を示している。ただ、今回の変更については、前回のFOMC議事録で「政策金利が中立水準に近づいていることから、金融政策スタンスは依然緩和的との文言は将来の近い時点で適切でなくなる」という予防線が張られていたほか、パウエル議長も記者会見で、何らかの政策変更を示唆するものではないと発言したことから、市場への影響は軽微なものにとどまった。

現状判断部分については、米景気が「力強いペースで拡大」しているとの見方を継続し、4-6月期に続き7-9月期も景気が好調に推移しているとの認識を示した。個人消費や設備投資は力強く伸びており、失業率は低水準で推移、インフレ率も2%付近にとどまっているとする見方も踏襲された。

金融政策の先行きについては、「FFレートの目標レンジをさらに段階的に引き上げることが、経済活動の拡大や労働市場の力強い状況を維持し、インフレ率が中期的に委員会の対称的な目標である2%付近で推移することにつながる」とし、段階的な利上げ継続の必要性について引き続き言及した。市場がすでに織り込んでいるとおり、12月FOMCで年内4回目となる利上げの可能性が高まったと言える。なお、足元で貿易摩擦懸念が煽っているが、今のところ米景気への影響が限定的なものにとどまっていることなどから、景気見通しにおけるリスクは「概ね均衡している」とされた。もっとも、パウエル議長は記者会見で貿易摩擦は長期的な懸念材料との考えを示している。

足元の景気見通しを引き上げ

同時に発表されたFOMCメンバーの経済見通しは、2018年(前期比年率+2.8%→+3.1%)と2019年(同+2.4%→+2.5%)がともに引き上げられた(図表2)。トランプ米大統領の税制改革などを背景に、足元の好調な景気が持続するとの見方を反映している。ただ、2020年は同+2.0%(前回からすえ置き)、2021年は同+1.8%と、徐々に潜在成長率並みのペースへと鈍化していく姿が想定されている。長期見通しの数値に変更はなかったが、FOMCメンバーは、



(図表2)9月FOMC経済見通し

(単位:%)	2018	2019	2020	2021	長期
実質GDP成長率	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8
(6月予測)	2.8	2.4	2.0	—	1.8
失業率	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5
(6月予測)	3.6	3.5	3.5	—	4.5
PCEデフレーター	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
(6月予測)	2.1	2.1	2.1	—	2.0
コアPCEデフレーター	2.0	2.1	2.1	2.1	—
(6月予測)	2.0	2.1	2.1	—	—
FF金利	2.4	3.1	3.4	3.4	3.0
(6月予測)	2.4	3.1	3.4	—	2.9

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

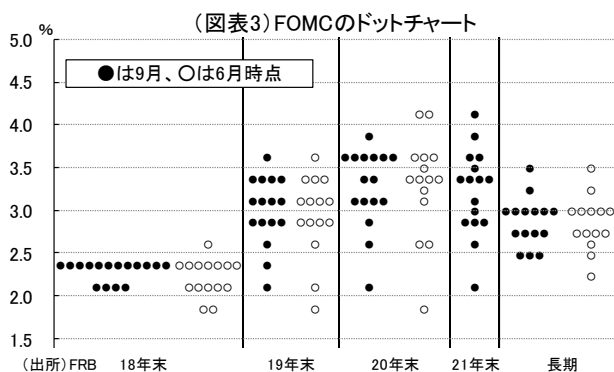
税制改革が潜在成長率の引き上げにつながる可能性は低いと考えているようだ。

失業率は2018年が3.6%→3.7%へ修正されたが、足元の数値を踏まえた微調整とみられる。その後は、2019、2020年と3.5%で推移した後、再び3.7%へ上昇することが見込まれている。一方、政策メンバーの長期見通しのレンジは4.0-4.6%と、4.1-4.7%から小幅に引き下げられたが、中央値は4.5%にすえ置かれた。失業率の長期見通しは、メンバーの考える長期自然失業率のおおよその水準を表わすとされる。当面の失業率は、自然失業率を大きく下回る水準での推移が続くとの考え方が示されている。

物価については、基本的に前回見通しから変わっていない。PCEデフレーター（前年比）が2019年に+2.1%→+2.0%に下方修正されたが、それ以外は変わらずで、コアPCEデフレーターも前回から不変であった。2021年についてはともに同+2.1%と、インフレ率は2%近傍の水準で安定的に推移する見通しとなっている。

2020年に利上げ打ち止めへ

ドットチャート（図表3）については、2018年が2.375%、2019年が3.125%、2020年が3.375%（FF金利見通しの中央値）と、前回と同じ水準となった。2018年については、年3回の利上げを予想するメンバーが4名に対し、年4回見通しが12名となり、年末までに追加でもう1回利上げを行なうとする見方が大勢となった。注目の2021年は3.375%と、2020年と同値となり、2020年中に利



上げを打ち止めとする可能性が示唆された。また、中央値は同じだが平均値に関しては、2020年よりも2021年の方が僅かに低いことから（2020年：3.28%、2021年：3.23%）、利上げ継続よりも利下げ開始を想定するメンバーが多かったと捉えることもできる。ドットの分布が分散しているほか、パウエル議長も示唆しているとおり、まだまだ先の話で不確実性が高いものの、今後の米金利の上昇を抑制する一つの要因になりうる。

なお、長期見通しは2.9→3.0%に上方修正されたが、見通しを提示したメンバーが前回の14名から15名に増え、そのメンバー（新たに加わったクラリダ副議長と思われる）が3%を提示したことによるものとみられる。その他のドットはさほど動いていないことから、メンバーの見方が大きく変わったわけではないと考える。

2019年以降の利上げペースは鈍化

今回のFOMCでは、これまで金融政策のスタンスについて「緩和的」としてきた文言が削除されるなど、引き続き金融政策の正常化へ向けて着実に歩を進めている様子が示された。今後についても、米景気が力強く拡大するなか、経済指標を確認しながら段階的な利上げを継続していく姿勢も示された。

米国では、雇用環境の改善が続いており、製造業や建設業などでは労働力不足が深刻化しているとの声も聞かれるが、賃金にまだ加速の動きは見られていない。賃金には上昇圧力が徐々に蓄積していると考えられるものの、雇用者数の増加が相対的に賃金水準の低い年齢層や職種中心となっていることが伸びを抑える一因となっている。また、足元の米景気の強さは大規模な財政政策によって一時的に支えられている面があるほか、将来需要を先食いしている恐れもあり、企業側が本格

的な賃上げに踏み出しにくい状況にあると考える。このため、今後も賃金は緩やかな伸びにとどまる可能性が高く、インフレも緩慢な伸びが見込まれる。政策金利が中立水準に近づくなか、利上げのペースは2019年に年2回程度と、これまでよりも鈍化しよう。（担当：大広）

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2018/7/31-8/1	2018/9/25-26
<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>June</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising at a <u>strong</u> rate. Job gains have been strong, on average, in recent months, and the unemployment rate has <u>stayed low</u>. <u>Household spending and business fixed investment have grown strongly</u>.</p> <p>On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy <u>remain near 2 percent</u>. Indicators of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p> <p>6月のFOMC会合以降に入手した情報は、労働市場は力強さを増し続け、経済活動は力強いペースで拡大していることを示している。雇用者数の増加はここ数ヵ月、均してみると強く、失業率は低水準で推移した。個人消費と設備投資は力強く伸びている。前年比で見たインフレ率と、食品・エネルギーの価格を除いた指標は、2%付近にとどまっている。長期的なインフレ期待の指標は総じてほとんど変わらなかった。</p>	<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>August</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising at a strong rate. Job gains have been strong, on average, in recent months, and the unemployment rate has stayed low. Household spending and business fixed investment have grown strongly.</p> <p>On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy remain near 2 percent. Indicators of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p> <p>8月のFOMC会合以降に入手した情報は、労働市場は力強さを増し続け、経済活動は力強いペースで拡大していることを示している。雇用者数の増加はここ数ヵ月、均してみると強く、失業率は低水準で推移した。個人消費と設備投資は力強く伸びている。前年比で見たインフレ率と、食品・エネルギーの価格を除いた指標は、2%付近にとどまっている。長期的なインフレ期待の指標は総じてほとんど変わらなかった。</p>
<p><ポイント> ・前回会合を6月→8月に修正したのみでそのほかは変更なし。</p>	
<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective over the medium term. Risks to the economic outlook appear roughly balanced.</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。委員会は、</p>	<p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective over the medium term. Risks to the economic outlook appear roughly balanced.</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。委員会は、</p>

<p>FF レートの目標レンジをさらに段階的に引き上げることが、経済活動の拡大や労働市場の力強い状況を維持し、インフレ率が中期的に委員会の対称的な目標である 2%付近で推移することにつながるかと予想している。景気見通しに対するリスクは概ね安定しているとみられる。</p>	<p>FF レートの目標レンジをさらに段階的に引き上げることが、経済活動の拡大や労働市場の力強い状況を維持し、インフレ率が中期的に委員会の対称的な目標である 2%付近で推移することにつながるかと予想している。景気見通しに対するリスクは概ね安定しているとみられる。</p>
<p><ポイント> ・変更なし。</p>	
<p>In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to <u>maintain</u> the target range for the federal funds rate <u>at</u> 1-3/4 to 2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting strong labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.</p> <p>労働市場の状況とインフレの実績と見通しを踏まえ、委員会はFF レートの誘導目標レンジを1.75-2.00%に<u>すえ置く</u>ことを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、労働市場の強まりと、2%のインフレへの持続的な回帰を支える。</p>	<p>In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to <u>raise</u> the target range for the federal funds rate <u>to 2 to 2-1/4</u> percent.</p> <p>労働市場の状況とインフレの実績と見通しを踏まえ、委員会はFF レートの誘導目標レンジを<u>2.00-2.25%に引き上げる</u>ことを決定した。</p>
<p><ポイント> ・政策金利を2.00-2.25%に引き上げ。 ・金融政策は「緩和的」との見方を削除。</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>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> ・変更なし。</p>	
<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Jerome H. Powell, Chairman; <u>John C. Williams</u>, Vice Chairman; Thomas I. Barkin; Raphael W. Bostic; Lael Brainard; <u>Esther L. George</u>; Loretta J. Mester; and Randal K. Quarles.</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、<u>ウィリアムズ副議長</u>、バーキン総裁、ボスティック総裁、ブレイナード理事、<u>ジョージ総裁</u>、メスター総裁、クオールズ副議長。</p>	<p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Jerome H. Powell, Chairman; John C. Williams, Vice Chairman; Thomas I. Barkin; Raphael W. Bostic; Lael Brainard; <u>Richard H. Clarida</u>; Esther L. George; Loretta J. Mester; and Randal K. Quarles.</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、バーキン総裁、ボスティック総裁、ブレイナード理事、<u>クラリダ副議長</u>、ジョージ総裁、メスター総裁、クオールズ副議長。</p>
<p><ポイント> ・反対票はなし</p>	

米中貿易摩擦の影響 ～中国デジタル産業に減益圧力

進む米国の関税引き上げ

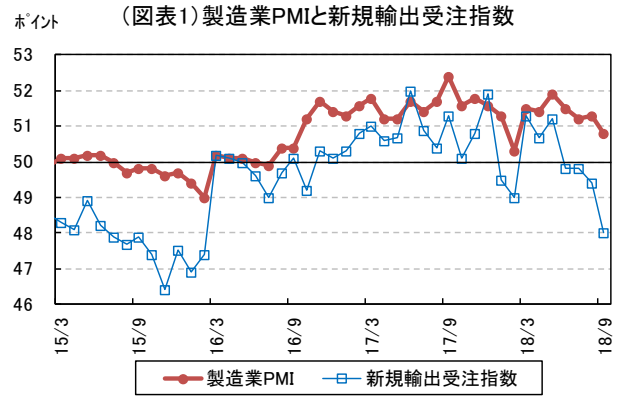
9月17日、米トランプ大統領は、2,000億ドルにおよぶ対中輸入品の関税引き上げを9月24日から行なうと宣言した。関税引き上げが行なわれた品目は、これまでに引き上げられた500億ドルとあわせて2,500億ドルとなり、米国の対中輸入額5,000億ドルのほぼ半分に及ぶ。なお、最大の対中輸入品であるコンピュータやスマートフォンは、今回も関税引き上げ品目には含まれなかった。

米国が関税障壁を拡大させるなか、中国の輸出について慎重な見方が広まっている。国家統計局が発表する製造業PMIのうち、9月の新規輸出受注指数は48.0と、2016年3月以来の水準に落ち込んだ(図表1)。一方、製造業PMIは50.8と、依然大幅な悪化を免れている。中国人民銀行による金融緩和策や、地方政府によるインフラ開発投資の再加速などが、内需を中心に景気を下支えているとみられる。

今後貿易摩擦が一段とエスカレートし、米中両国が全面的な関税引き上げを実施した場合、当社経済モデルでは、中国の実質GDP成長率に対して、初年度は▲0.3%ポイント程度、5年平均では前年比▲0.16%ポイント程度の下押し圧力がかかると試算される(図表2:2019年第一四半期から米中相互に全輸入品の関税を25%に引き上げた場合)。中国にとり、米国の関税障壁は最大の輸出相手国である米国への輸出を細らせ、中国の関税障壁は米国からの部品調達コストを引き上げる。米中貿易摩擦による中国景気への影響は、中長期的に景気への下押し圧力として残存する可能性があるとする。

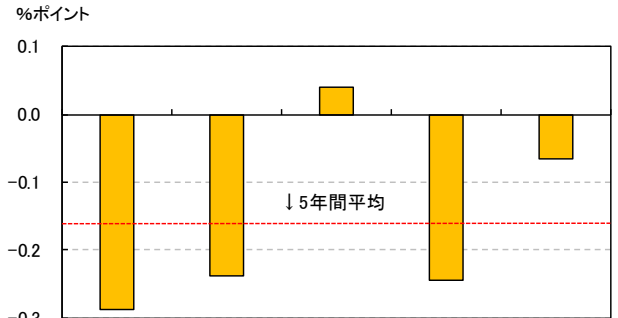
デジタル産業に悪影響が集中

産業別に見ると、特に米国が中国製のコンピュータ・通信機器の関税を引き上げた場合には、中国の同産業に対して大幅な減益圧力がかかるとみられる。2017年の産業別売上高(主營業務収入)と産業別輸出額(輸出交貨値)から産業別の輸出依存度を求めると、コンピュータ・通信設備産業は輸出額、輸出依存度ともに突出している(図表3)。同産業の輸出依存度は約50%に達し、全中国の輸出額の41%を占めている。海外の特許をも

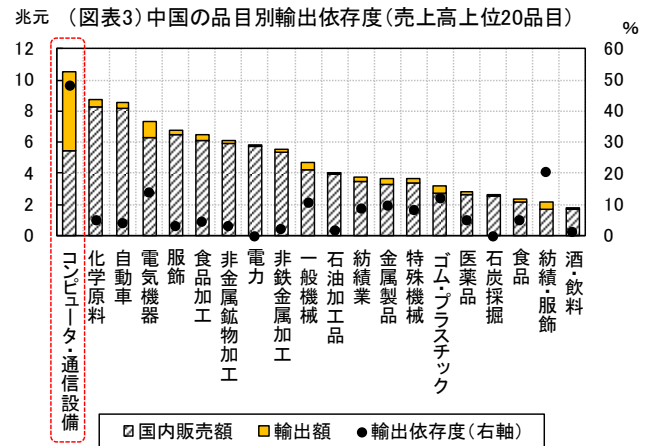


(出所) 中国国家統計局 50が拡大/縮小の境目とされる

(図表2) 貿易戦争勃発による中国のGDP成長率への影響



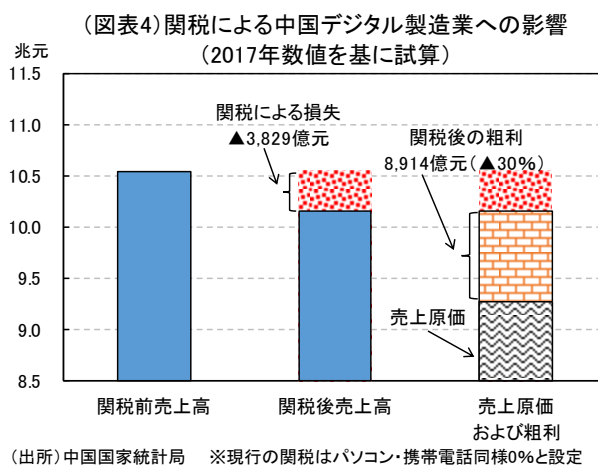
(出所) OEGMより明治安田生命作成 ※ベースラインからの成長率の下振れ幅



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

とに作られた部品を中国で組み立て、世界中に販売するという「世界の工場」としての立場を如実にあらわしている産業といえる。ほかに海外販売額が多い産業には、電気機器、一般機械などがあるが、こちらは国内販売比率が高く、輸出依存度は10%台にとどまる。コンピュータ・通信設備産業の売上高に占める米国向けの割合は統計上の制約により不明であるが、WTOの貿易統計によると、同産業の代表的な財であるコンピュータ、携帯電話（含むスマートフォン）の中国発米国向けの割合は、それぞれ36%（対米国：323億ドル/対世界：897億ドル）と25%（対米国：314億ドル/対世界：1,267億ドル）である。ここから一つの目安として、コンピュータ・通信設備産業の輸出額の30%が米国向けと仮定すると、売上高全体に占める米国依存度は15%（＝50%×30%）となる。

米国がコンピュータ・通信設備すべての関税を25%に引き上げた場合の影響を測るに際し、簡便化のため「中国企業は関税のコストを自社で吸収し、米国での販売価格と販売数量を一定に保つよう行動する」と仮定すると、売上高全体への影響は（輸出依存度50%）×（対米依存度30%）×（関税分の値引幅25%）と試算される。2017年の数値を用いると、売上高は▲3,829億元減少し、売上原価控除後の粗利は▲30%の減少が見込まれる（図表4）。また、税引き後利益（利润总额）ベースで見た場合には、2017年の税引き後利益は



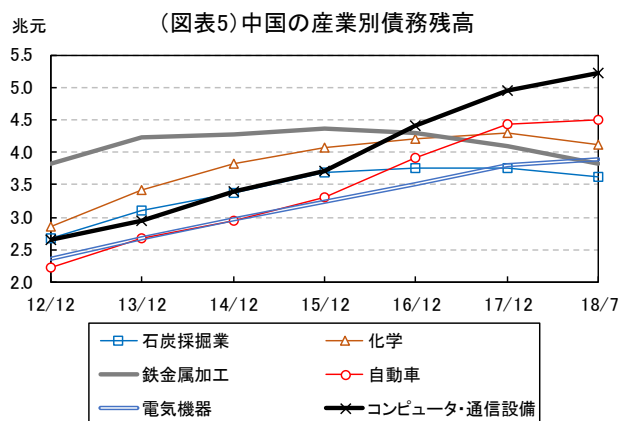
5,440億元であることから、およそ▲74%の減益（5,440億元－3,829億元）となる。なお、人民元が6月以降対ドルで10%程度減価していることを加味すると、粗利と税引き後利益の減少幅はそれぞれ▲21%、▲49%程度に緩和されるが、依然その影響は大きい。無論、中国が関税引き上げ分の金額をそのまま値引きするというのは粗い仮定であり、関税分の値上げをしても米国内で競争力を維持する可能性はある。ただ、米国の関税障壁が拡大するにつれ、特に中国のデジタル産業に減益圧力がかかりやすい構造である点は注意を要するとみる。

中長期的には過剰債務に陥る懸念も

米国は貿易赤字の観点だけではなく、国家安全保障上の観点からも中国製の通信機器に対して厳しい姿勢をとっている。8月13日、トランプ大統領は国防権限法の一環で、政府機関や政府機関と取引を行なう業者から事実上ファーウェイやZTEなど、中国メーカーを排除する法案に署名した。また、8月にはファーウェイが米国市場から撤退を計画しているとの一部報道も出ている。同社については事実上米国でのモバイル事業が中断されている状態にあり、「米国政府および議会からの相次ぐ圧力」が背景にあるようだ。米中のデジタル産業、特に5G通信における覇権争いは、貿易摩擦の範疇を超えつつある。また、米国と歩調を合わせ、8月23日には豪州もファーウェイに対して5Gネットワークへの参入禁止を通告した。欧州、アジア、中南米、アフリカなどではこうした動きはまだ目立っていないものの、仮に各国が米国の動きに追随するようであれば、中国のデジタル産業は関税引き上げよりも直接的かつ大きな影響を受ける可能性がある。

2015年に「中国製造2025」が打ち出されて以降、コンピュータ・通信設備関連の債務はそれまでのトレンドを上回る勢いで増加を続けている（図表5）。2018年7月時点で同産業の債務は5.2兆元（約7,600億ドル）に達し、かつて過剰債務が問題視された石炭採掘業、鉄金属加工業の水準を

大きく上回る。ここまで債務が膨張した背景には、政府系ファンドによる出資が呼び水となり、「中国製造 2025」という政府の描いた青写真に乗った民間銀行からの投資が喚起された面も大きい。中国のデジタル産業の浮沈が、価格競争力などの経済的な要因ではなく、米中の覇権争いや安全保障といった政治的な要因に左右される現状、同産業の先行きは見通しづらいものになっている。同産業が政治的要因により、このまま外需の取り込みができなくなった場合、過剰債務のリスクが示現し、最悪金融危機につながるおそれもある。今後中国は、貿易摩擦による景気の減速だけではなく、債務の維持可能性、特にデジタル産業の債務残高について、いっそうの注意を払う必要があるとみられる。（担当：久保）



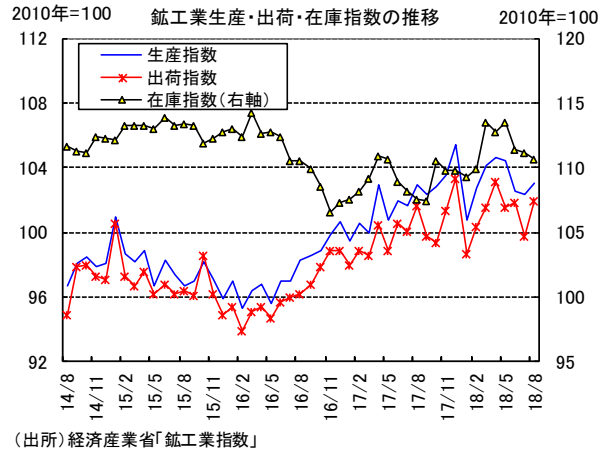
(出所) 中国国家統計局

主要経済指標レビュー (9/25~10/8)

《日 本》

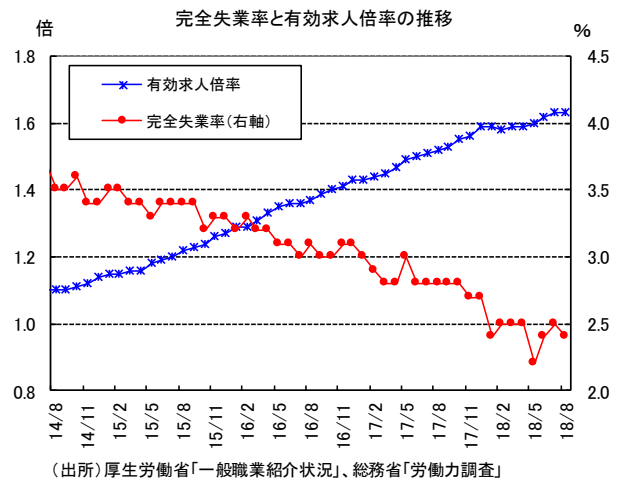
○ 8月鉱工業生産指数 (9月28日)

8月の鉱工業生産は前月比+0.7%と4ヵ月ぶりのプラスとなった。西日本豪雨による生産停止の影響などで落ち込んだ7月から反発したものの、製造工業予測調査をもとにした先行きの鉱工業生産の試算値(8月分:前月比+1.2%)は下回る結果となった。米中貿易摩擦の報復合戦など、トランプ政権の通商政策に対する懸念の高まりが企業にとってマインド面での重しになっており、引き続き交渉の行方にも留意が必要である。今後の鉱工業生産は、基本的には堅調な海外需要にけん引される形で、均せば緩やかな回復が続くと予想する。内需に関しては、個人消費の力強い伸びは見込みづらいが、更新維持・省力化投資や研究開発投資を中心とする設備投資の回復が生産の伸びにある程度寄与するとみている。



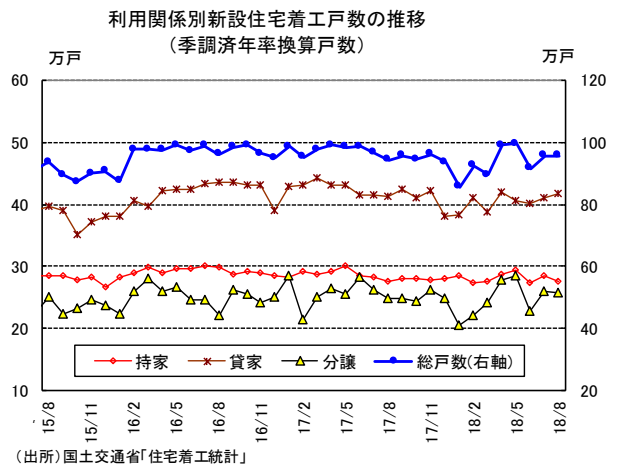
○ 8月雇用関連統計 (9月28日)

8月の雇用関連統計は、完全失業率(季調値)が2.4%と前月から0.1%ポイント低下(改善)したほか、有効求人倍率(季調値)が1.63倍と、前月と同水準となり、求人数が求職者数を上回る状態が続いている。ただ、日本の潜在成長率の低迷に伴う企業の成長期待の低下に加え、企業の社会保険料負担の増加など、賃金の伸び悩みには需給ギャップ以外の構造的抑制要因も働いていることから、正社員の賃金に関しては今後も安定的な上昇は考えにくい。依然として企業側の採用ニーズは、賃金や社会保険料などの人件費を削減でき、人員調整も容易な非正規や賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っていることから、全職種平均でみた賃金上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



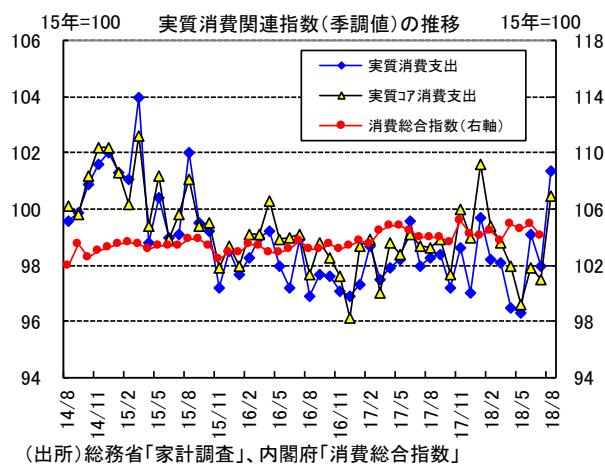
○ 8月新設住宅着工戸数 (9月28日)

8月の新設住宅着工件数(季調値)は前月比+0.0%と、前月から横ばいとなった。利用関係別では、分譲は同▲1.3%、持家は▲2.8%と、どちらも2ヵ月ぶりのマイナス、貸家は同+1.9%と2ヵ月連続のプラスとなった。今後については、住宅支援策や低金利環境が引き続き下支えとなるものの、マンションなどの住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスが続き、貸家着工は減少傾向で推移するとみられる。2019年10月実施予定の消費増税前には駆け込み需要が見込まれるものの、住宅着工は均せば鈍化傾向で推移すると予想する。



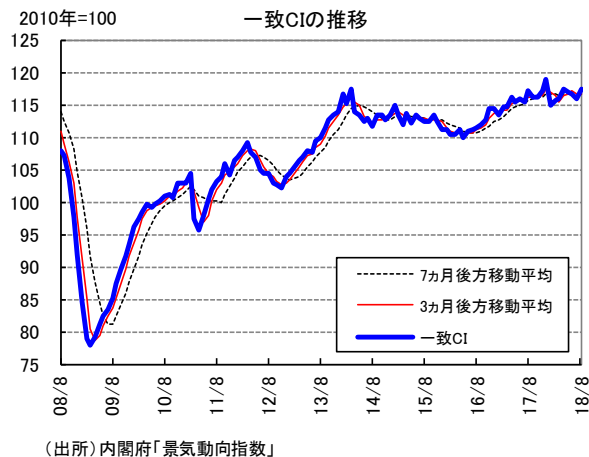
○ 8月家計調査 (10月5日)

8月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比+2.8%と、2ヵ月連続のプラスとなった。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は同▲0.9%と2ヵ月連続のマイナス、実質消費支出は同+4.5%と4ヵ月ぶりのプラスとなった。平均消費性向は75.7%と同+0.5%ポイント上昇した。所得環境の改善は引き続き鈍いものの、自動車購入などが消費を押し上げている格好。今後については、夏季賞与の大幅増加の効果ははく落するものの、耐久消費財の買い替えサイクルによる需要押し上げなどから回復基調で推移するとみている。ただ、原油価格の上昇による実質購買力の低下などが抑制要因になり、回復ペースは、引き続き緩慢なものにとどまると予想する。



○ 8月景気動向指数 (10月5日)

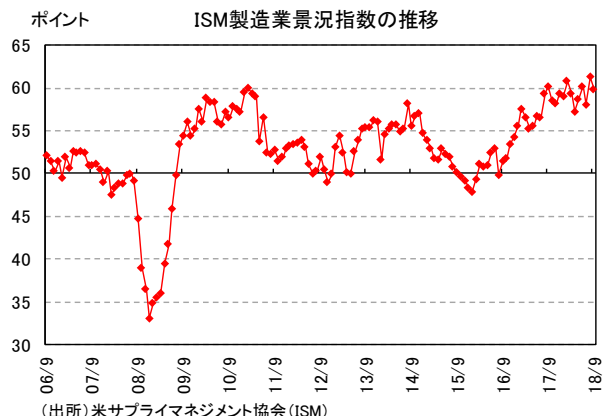
8月の景気動向指数では、一致CIが117.5(前月差+1.4ポイント)と、4ヵ月ぶりに上昇した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」が23ヵ月連続ですえ置かれた。個別系列では、押し上げに寄与したのは7系列中5系列で、耐久消費財出荷指数などのプラス寄与が大きかった。一方、有効求人倍率(除学卒)など7系列中2系列が押し下げに寄与した。先行CIは104.4(前月差+0.5ポイント)と、3ヵ月ぶりに上昇した。今後の国内景気は、米国発の貿易戦争懸念など不安要素は残るものの、基本的には堅調な海外景気や、人手不足を背景とした省力化・省人化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



《米 国》

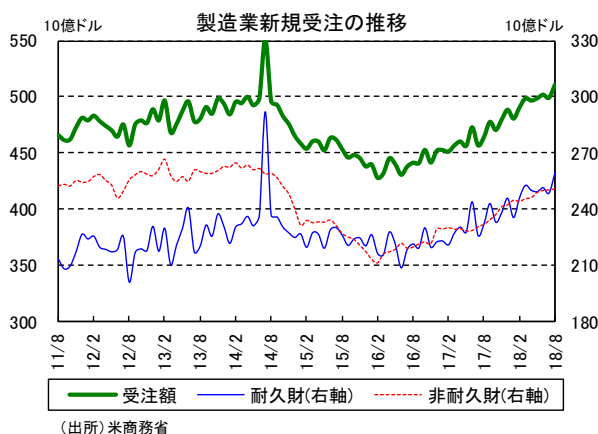
○ 9月ISM製造業景況指数（10月1日）

9月のISM製造業景況指数は59.8と2ヵ月ぶりに低下したものの、引き続き高水準で推移している。構成項目別に見ると、生産や雇用が前月から上昇したものの、新規受注、リードタイム、在庫が低下し、全体の足を引っ張った。業種別に見ると、調査した18業種中15業種で拡大が報告されており、引き続き幅広い業種で業況が改善している様子が窺える。公表資料で示された回答者のコメントを見ると、引き続き景気の強さやビジネス環境が良好な様子が示されている。関税引き上げによるコスト面での影響を懸念する意見が見られたものの、価格指数は依然高水準ながら4ヵ月連続で低下しており、今のところ部分的な影響にとどまっているようだ。企業マインドが好調なことから、米国景気の回復基調は今後も続く可能性が高い。



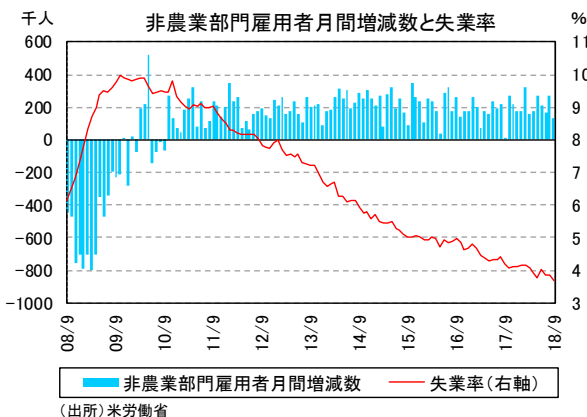
○ 8月製造業新規受注（10月4日）

8月の製造業新規受注は前月比+2.3%と2ヵ月ぶりに増加した。変動の激しい航空機が大きく伸びたことが影響しており、輸送機器を除くベースでは同+0.1%と、14ヵ月連続の増加となった。財別に見ると、耐久財は同+4.4%と、輸送機器の増加などにより2ヵ月ぶりのプラスとなった。非耐久財は同+0.2%と6ヵ月連続で増加した。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）は同▲0.9%と5ヵ月ぶりに減少した。企業業績が堅調に推移しているものの、トランプ米大統領の大規模な財政政策により一時的に支えられている面も大きく、企業の期待成長率の上昇にはつながりにくい状況にあるほか、通商問題への懸念も燻っていることなどから、非防衛資本財受注（除く航空機）は、今後頭打ち感を強めよう。



○ 9月雇用統計（10月5日）

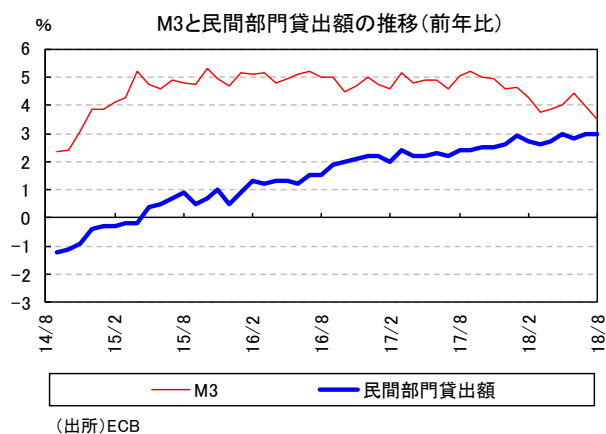
9月の非農業部門雇用者数は前月比+13.4万人と、市場予想の同+18.5万人を下回った。ただ、前月8月の伸びが同+27.0万人と、同+20.1万人から上方修正されたことを考慮すれば、市場予想を上回る結果だったと言える。なお、7月も同+16.5万人と、同+14.7万人から上方修正された。失業率は3.7%と1969年12月以来の水準に低下しており、雇用環境は良好な状態が続いている。注目の時間当たり賃金は前年比+2.8%と、前年9月がハリケーンの影響で高い伸びを示していた反動もあって鈍化したものの、緩やかな伸びが続いている。9月の雇用統計は、FRBの漸進的な利上げを後押しする内容だったと考える。



《 欧 州 》

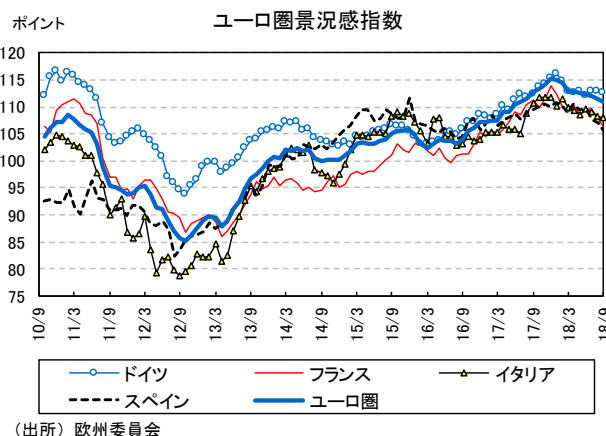
○ 8月ユーロ圏マネーサプライ (9月27日)

8月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+3.5%と、前月の同+4.0%から伸び幅が縮小した。一方、民間向け貸出額は同+3.0%と、前月と同じ伸び幅となった。民間向け貸出額の内訳では、家計向けが同+3.3%→+3.2%と縮小した一方、非金融企業向けは同+2.9%→+3.1%と伸び幅が拡大した。ECB(欧州中央銀行)は9月の理事会で、資産購入策を2018年末で終了し、現行の政策金利を少なくとも2019年夏の間まではすえ置くという政策スタンスを維持した。ユーロ圏の金融環境は当面緩和的な状態が続くとみられ、貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、今後のユーロ圏民間向け貸出額は、緩やかな回復傾向で推移するとみる。



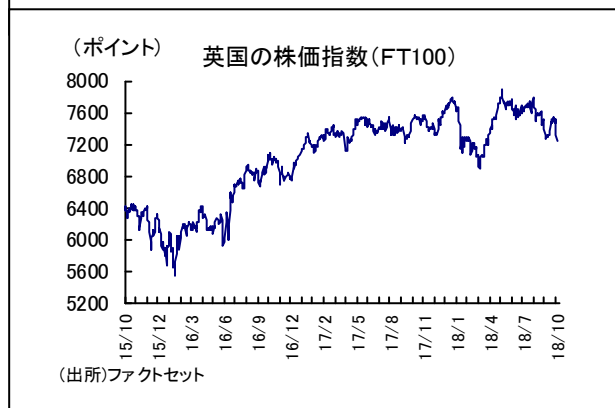
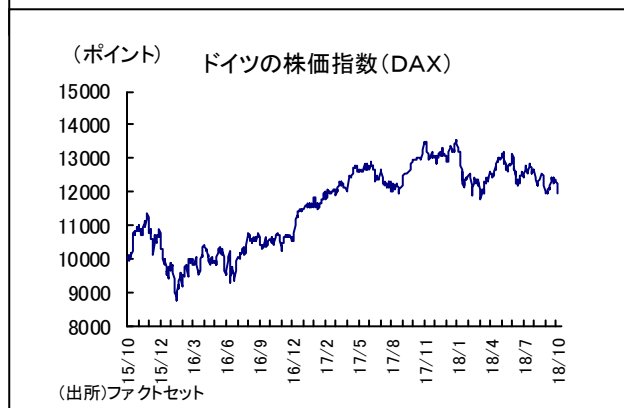
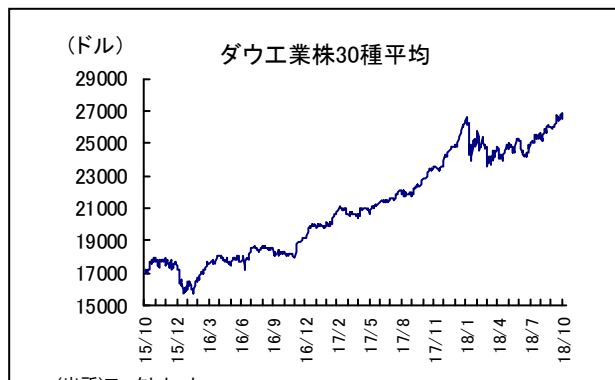
○ 9月ユーロ圏景況感指数 (9月27日)

9月のユーロ圏景況感指数は110.9と、9ヵ月連続で前月から低下した。構成項目別では、サービス業景況感(14.4→14.6)、建設業景況感(6.4→8.3)、小売業景況感(1.9→2.7)が改善したものの、鉱工業景況感(5.6→4.7)、消費者信頼感(▲1.9→▲2.9)が悪化した。主要国別では、ドイツ(112.7→112.5)、フランス(108.0→106.3)、イタリア(108.2→108.0)、スペイン(107.0→105.5)と主要4ヵ国すべてで悪化した。ユーロ圏景気は、雇用環境の改善を背景に個人消費の回復が続いているものの、足元では米中貿易摩擦の激化などが、自動車産業を中心に欧州の輸出にも悪影響を及ぼしているとみられることから、ユーロ圏の景気回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

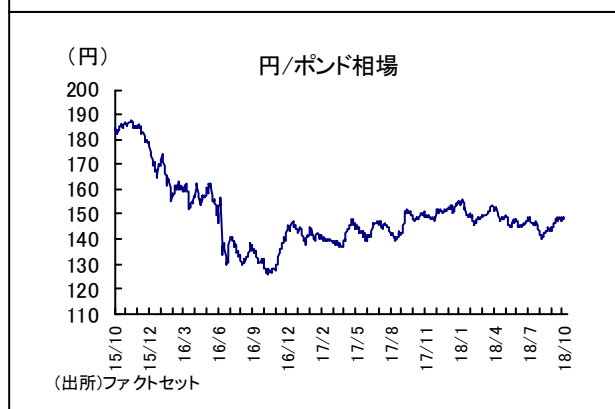
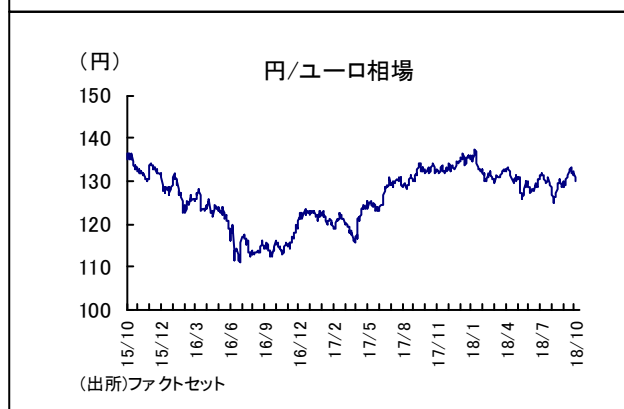
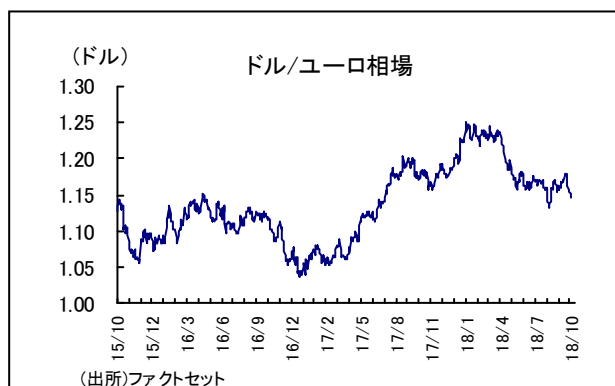
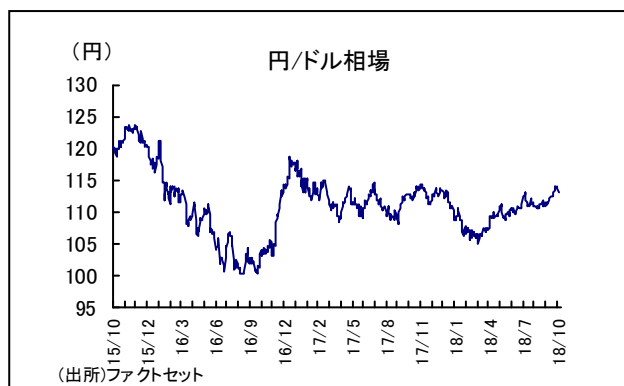


日米欧マーケットの動向 (2018年10月9日現在)

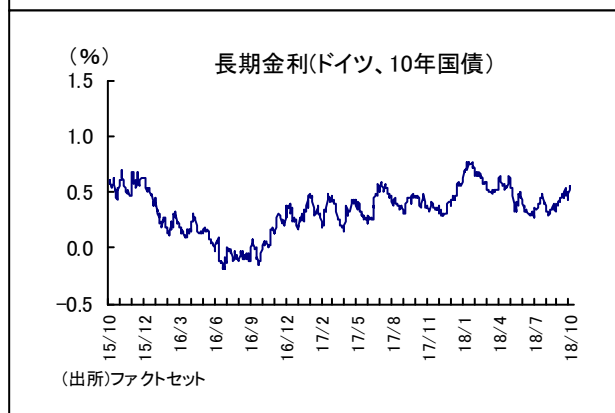
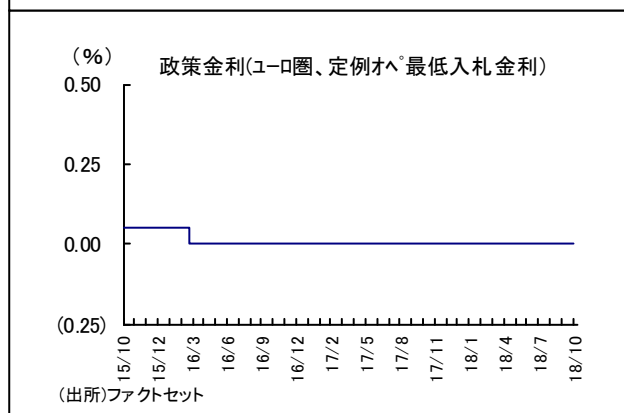
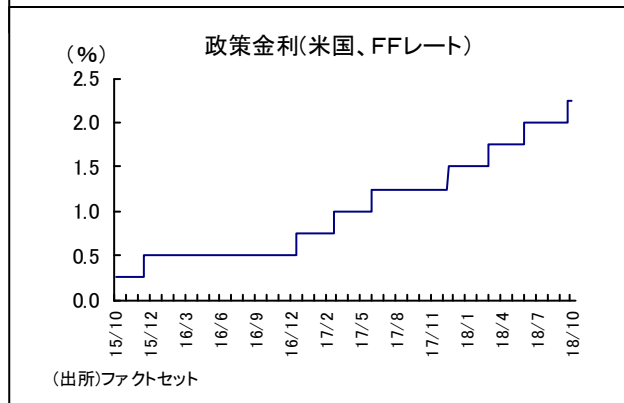
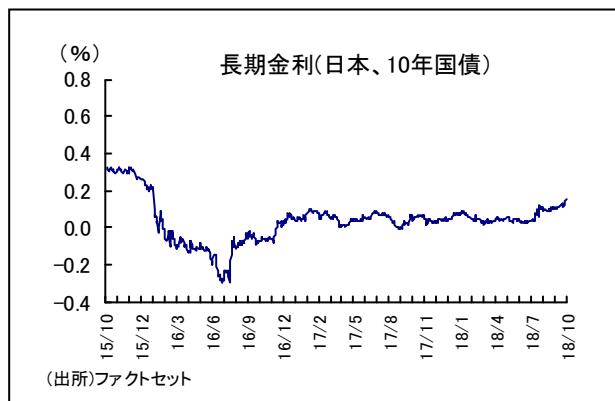
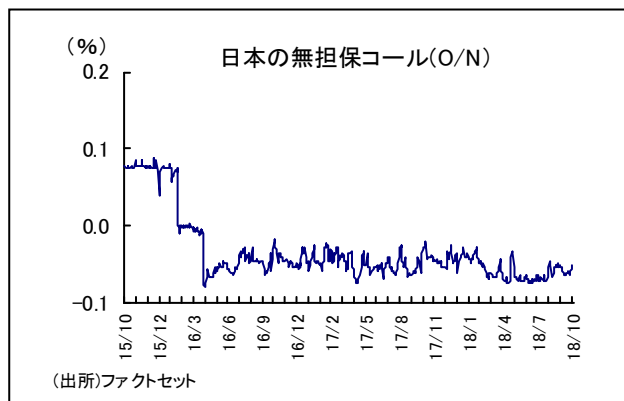
▽各国の株価動向



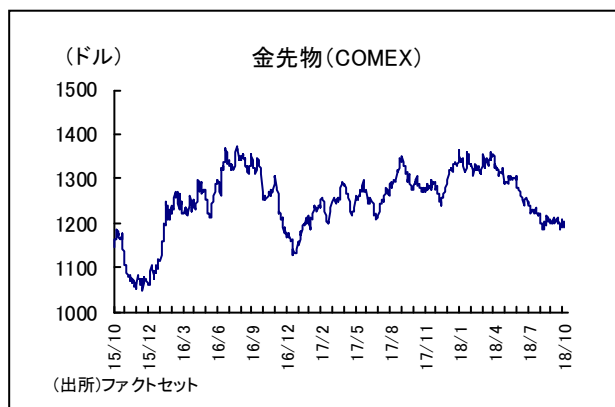
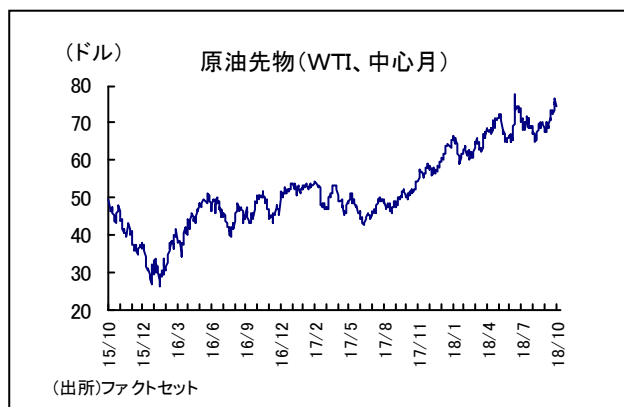
▽外為市場の動向



▽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、柳田亮、
西山周作、木下裕太郎