

## 〈フォーカス〉世界的な長期金利低下の背景

世界的な長期金利の低下傾向が止まらない。日本では、日銀が許容範囲の下限と位置付ける▲0.2%に接近してきたほか、欧州でもドイツ、フランス、スイス、デンマーク、オーストリア等の長期金利がマイナス圏に落ち込んでいる。ドイツの長期金利は▲0.3%を割り、6月以降日本を逆転した。景気が堅調な米国でも2%を割りこんだほか、豪州も1.2%台と、かつての「高金利通貨国」が見る影もない。

貿易摩擦で先行き不透明感が増しているとはいえ、足元の世界景気はますます底堅い成長ペースを保っていると言ってよい。それでも長期金利がここまで低下してきたのは、景気に対し引き締めのでも緩和的でもない均衡実質金利(中立金利)が世界的に低下していることの傍証といえそうである。

フィッシャー方程式の考え方に従えば、名目金利は、実質金利、インフレ予想、リスクプレミアムの3つの要素に分解できる。実質金利は、経済が巡航速度で推移するもとは、均衡実質金利の水準に一致する。しかし、低迷するインフレ期待は、多くの国で実質金利がなお均衡実質金利を上回る水準で推移していることを示唆している。リスクプレミアムについては、金融危機後の世界的な低成長、低金利の長期化に伴い、期待収益率の変動性が縮小したことが低下要因になっているほか、上記のような金利認識もあって、主要国の中央銀行が金融緩和に傾きつつあることが、同トレンドに拍車をかけている。財政懸念を抱えるイタリアの長期金利ですら、米国を下回り、一時1.5%台まで下がってきたのは、ECBのQE(債券の買い取り)再開への期待と無縁ではないだろう。

均衡実質金利の低下には、経済の需給両サイドの弱体化が影響しているとみられる。どちらかといえば恒常的な需要不足に重きを置き、米国の実質均衡金利がマイナス圏にある可能性を指摘したのがサマーズの長期停滞論だが、供給サイドの強さを示す潜在成長率も、米国では2%以下まで低下してきたとの見方が有力である。90年代は3%台半ばとされていたものだ。これは、成長の天井自体が低くなっていることを意味しており、たとえ負の需給ギャップが解消し、経済が巡航速度に戻った後でも、長期金利の上昇余地が限られる可能性を示唆している。

同様の傾向は日欧にも当てはまるが、「長期停滞度」という点ではむしろ日欧の方が上である。日欧とも、生産年齢人口の伸び悩み(減少)、財政支出の制約という類似の問題を抱えており、これによる期待収益率の低下が、域外への資本流出と経常黒字の拡大に繋がってきた可能性がある。これは、国際収支のグローバル・インバランスが米国の長期金利の低下要因とするバーナンキ元FRB議長の説に通じる。

なにしろ米国では、失業率が過去50年で最低水準にもかかわらず、この金利水準である。もし、このまま世界経済が後退局面に陥った場合、国によっては超長期ゾーンまで含めた世界的な長期金利のマイナス金利時代が到来しないと限らない。そうなったら、機関投資家の「運用難」はますます出口の見えない袋小路に陥っていくことになる。(Kodama wrote)

### 目次

〈フォーカス〉世界的な長期金利低下の背景……………	1	・ドラギ総裁の憂鬱 ～最後の大作……………	8
・経済情勢概況……………	2	・主要経済指標レビュー……………	12
・大企業製造業の業況は二期連続の大幅悪化……………	3	・日米欧マーケットの動向……………	16

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

**日 本**

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。米国発の貿易摩擦や、中国・欧州景気の減速懸念、不安定な金融市場といった不透明要素が残るなかでも、基本的に堅調な米国景気や、省力化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、引き続き良好な雇用環境や、オリンピックなどの各種イベントが下支えとなり、底堅い推移を予想する。住宅投資は、駆け込みの反動や人口減少を背景とした構造要因などが下押し圧力となり、減速傾向で推移するとみる。

設備投資は、海外景気の持ち直しや、人手不足に起因した省力化・省人化投資が下支えし、底堅い推移が続くと予想する。公共投資は、オリンピック関連工事や国土強靱化のための緊急対策等が下支えし、底堅く推移すると見込む。

輸出は米国発の保護主義的な政策には注意が必要なものの、~~中国をはじめとした~~海外景気の持ち直し等により、秋以降下げ止まる緩やかに持ち直す~~とみる~~。

消費者物価（コア CPI）は、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後は、原油高による押し上げ効果が薄れることで、消費税の引き上げまでは伸びが鈍化し、2019年度は+0.7%程度、2020年度は+1.0%程度となると予想する。

**米 国**

米国経済は、緩慢ながらも雇用環境の改善や企業の増益基調が続くと見込まれ、内需をけん引役に拡大基調を持続しよう。ただ、今後は2018年の景気を押し上げた大規模減税の効果が剥落することで、成長ペースは緩やかになると予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の改善基調が続くとみられるものの、失業率が約49年ぶりの水準に低下するなかでさらなる改善の余地は徐々に乏しくなるとみられ、緩慢な増加にとどまると予想する。住宅投資は、先行指標が持ち直しているほか、住宅ローン金利の低下、新築価格の調整進展などにより徐々に下げ止まりへ向かおう。

設備投資は、法人税減税の効果剥落で企業利益の伸び鈍化が見込まれるほか、米中摩擦やねじれ議会下の政策運営に対する不透明感などから増勢は徐々に鈍化すると予想する。輸出は、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれるものの、貿易摩擦の影響が徐々に顕在化してくることなどから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

6月FOMCでは、利下げに向けて見方を前進させた。~~G20において米中間で余程前向きな合意が成立しない限り、~~FRBは7月に予防的に25bpの利下げに動く可能性が高いと予想する。

**欧 州**

ユーロ圏経済は、主に英国のEU離脱問題や米中貿易摩擦による実体面、マインド面の悪化が景気の下押し要因となるなか、ECBによる緩和的な金融政策を背景に雇用環境が悪化を免れていることが、景気を下支えしている。今後については、米国を中心とする保護主義への懸念は残るものの、ECBの緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、各種政策効果を背景に中国景気が持ち直しに向かうことにより、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、企業の採用意欲や家計の消費マインドの悪化に歯止めがかかることで、改善傾向が続くと予想する。固定投資は、中国景気の底入れを背景に、持ち直す~~とみる~~。輸出は、中国向けが回復することにより、持ち直す~~とみる~~。

ECBは6月の理事会で、現行の政策金利を2020年前半を通じてすえ置くことをアナウンスした。また、ドラギ総裁は景気や物価のリスクは下向きとしたうえで、見通しが一段と悪化するようであれば金融緩和も辞さないとの見方を表明している。インフレ率は鈍化しており、域内景気も減速していることから、ECBは2019年内に利下げに動く~~とみる~~。

## 大企業製造業の業況は二期連続の大幅悪化

### 大企業・製造業の現状判断DIは悪化が続く

6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+7と、3月調査から5ポイント大きく悪化した(図表1, 2)。これは、3ポイントの悪化だった市場予想をさらに2ポイント下回る結果(当社予想とは一致)。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7業種、悪化が9業種という結果。今回の調査は、米国発の貿易摩擦への懸念が深刻化した時期に行なわれており、これに伴う中国経済減速への懸念、世界的なITセクターの調整等が景況感を下押ししたとみられる。大企業・製造業の業況判断と相関の高いロイター短観をみると、企業からは「国際貿易交渉の影響等で製造業の投資計画に一部延期や中止が発生、受注動向の予測が難しい」といった、米中貿易摩擦等の悪影響を指摘する声や、「中国自動車市場の回復の遅れ」といった海外需要の減退を指摘する声が挙がっている。

### 需給判断は国内、国外とも悪化

需給判断DIをみると、大企業・製造業の国内での製商品・サービス需給判断は2ポイントの悪化、海外での製商品需給判断も2ポイントの悪化となっており、海外景気の悪化が国内にも波及しつつある可能性がうかがえる(図表3)。ただ、大企業・製造業の販売価格判断DIは3ポイントの低下、仕入価格判断DIは6ポイントの低下となり、この結果、交易条件は4期連続で改善した(図表4)。軟調な原油価格が寄与した形で、世界的な需要減退への懸念が強いなか、一定程度業況を下支えしたと考えられる。

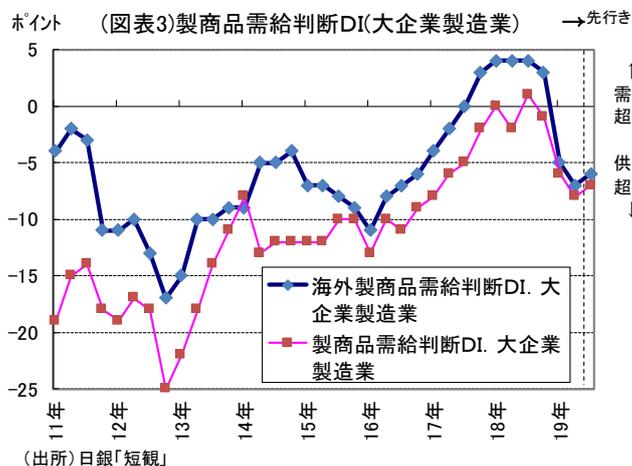
### 加工業種がより大きく悪化

大企業・製造業を素材、加工別にみると、素材業種が1ポイントの改善、加工業種が6ポイントの悪化で、加工業種の悪化がより目立っている。業況判断DIの下落幅が大きかった業種は、金属製品(+8→▲11、▲19)、生産用機械(+31→+17、▲14)、自動車(+15→+5、▲10)、電気機械(+9→+2、▲7)といったところ(図表5, 6)。共通した減速要因のほかに、各産業に特徴的な要因として、生産用機械については、貿易摩擦を受けた企業の設備投資意欲の減退、自動車については、トランプ大統領のメキシコへの高関税表明などからくるサプライチェーン寸断への懸念等が加

(図表1)日銀短観業況判断DI

	3月調査実績		6月調査実績				6月調査の当社予測値			
	3月	6月	6月		9月		6月		9月	
	最近	先行き	最近	変化	先行き	変化	予測	変化	予測	変化
大企業	17	14	15	▲2	12	▲3	13	▲4	11	▲2
製造業	12	8	7	▲5	7	0	7	▲5	5	▲2
非製造業	21	20	23	2	17	▲6	20	▲1	18	▲2
中小企業	10	2	6	▲4	▲1	▲7	5	▲5	3	▲2
製造業	6	▲2	▲1	▲7	▲5	▲4	0	▲6	▲3	▲3
非製造業	12	5	10	▲2	3	▲7	9	▲3	7	▲2

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成



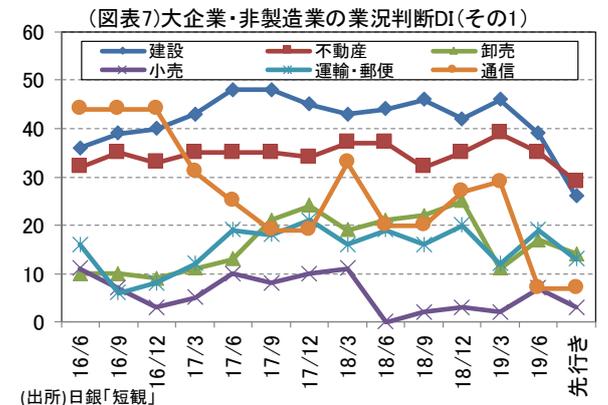
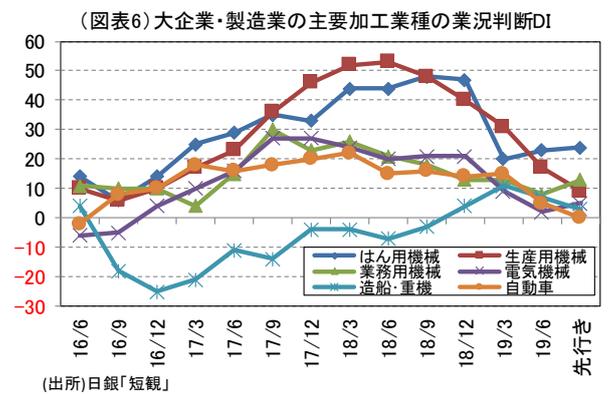
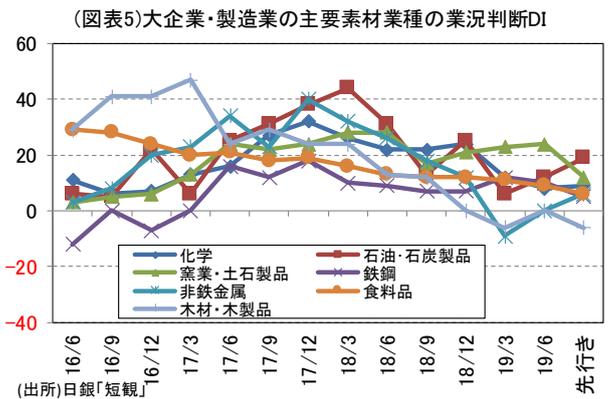
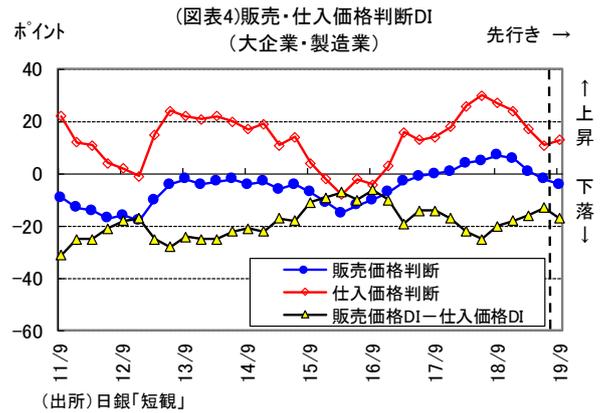
わっている可能性が考えられる。金属製品は、関連の深い自動車や建設の業況悪化の影響を受けている可能性がある。電気機械は、IT関連の世界的な需要減退の影響をより大きく受けていると考えられる。

大企業・製造業の9月の先行き判断DIは、6月から横ばいの7となった。こちらは市場予想を1ポイント上回った。主要16業種中、悪化が8業種、改善が8業種と割れている。素材・加工別でも、ともに1ポイントの悪化となっている。特に悪化幅が大きかった業種は、窯業・土石製品(+24→+12、▲12)、生産用機械(+17→+9、▲8)といったところ。生産用機械は2期連続の大幅マイナスである。半面、石油・石炭製品(+12→+19、+7)、非鉄金属(±0→+6、+6)の改善幅が比較的大きかった。先行きの業況は、米中通商交渉の展開に左右される部分が大きく、現時点の予測値はあまりあてにならないが、とりあえず調査後に実施された米中首脳会談については

市場が織り込んでいる範囲内の結果であり、先行きの業況判断についてはほぼ中立とみる。一方、想定為替レートは109.35円/ドルと、足元の水準より若干円安となっている。再び円高圧力がかかるようなことになれば、先行きの製造業の業況の下押し要因となる。

**非製造業は通信の悪化が目立つ**

大企業・非製造業の現状判断DIは+23と、6月から2ポイントの改善となり、1ポイントの悪化だった市場予想を3ポイント上回った。業種別に見ると、主要12業種中、6業種で改善、5業種で悪化、1業種で横ばいという結果(図表7,8)。悪化した6業種のなかでは、通信(+29→+7、▲22)の悪化が突出している。建設(+46→+39、▲7)、不動産(+39→+35、▲4)も弱め。半面、物品賃貸(+12→+23、+11)、宿泊・飲食サービス(+9→+17、+8)などがプラスとなった。通信については、内外景気への懸念のほか、政府による携帯料金への値下げ圧力等を反映している可能性がある。建設は、都市部の再開発など、需給環境は悪くないものの、人手不足に加え、ここまで高水準で推移してきた反動が一部現れた可能性もある。不動産は都市部のマンション価格高止まりの影響等を反映している可能性がある。物品賃貸は、根強い省力化投資需要に加え、消費増税が迫ってきたことで、レジなどの関連消費が上向ってきたことを反映している可能性がある。宿泊・飲食サービスは、10連休の旅行需要の好調や、ラ



グビーW杯の関連ツアーの販売好調等を反映した形と考えられる。

大企業・非製造業の現状判断DIは底堅かったが、先行きは▲6ポイントの悪化となっており、持続的な業況改善が見込まれているわけではない。製造業同様、海外の政情不安や景気減速による悪影響を受けているほか、非製造業には、慢性的な人手不足に悩まされている業種が多く含まれていることが、恒常的な下押し圧力となっている。業種別にみると、建設(+39→+26、▲13)が引き続き悪化を見込んでいるほか、対個人サービス(+33→+21、▲12)、電気・ガス(+8→▲2、▲10)といったところが二桁マイナスとなっている。先行きの建設の悪化については、東京五輪の需要一巡を織り込み始めた可能性も否定できない。ロイター短観の企業アンケートをみると、「受注環境は好調を維持しているが、人材不足、資機材の高騰が利益を圧迫しつつある」など、やはり供給面でのボトルネックを指摘する声も目立つ。

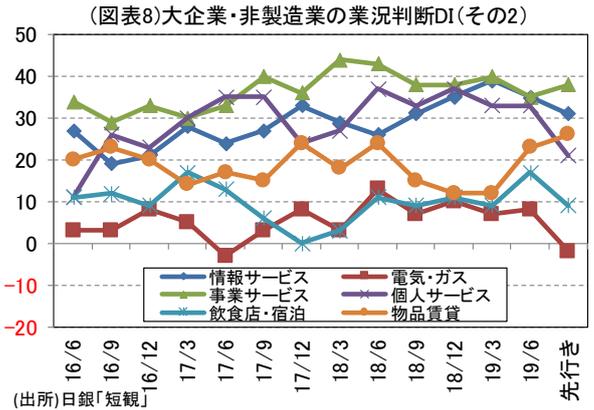
**中小企業・製造業も市場予想以上の悪化**

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▲1と、3月調査から7ポイントの悪化となり、市場予想を3ポイント下回った。中小企業・製造業の現状判断DIがマイナス圏にまで落ちるのは16年9月調査以来11四半期ぶり。主要16業種中、2業種で改善、13業種で悪化、横ばいが1業種という結果。素材業種が4ポイントの悪化、加工業種が8ポイントの悪化で、やはり加工業種の悪化幅が大きい。マイナス幅が大きかったのは、業務用機械(+14→▲3、▲17)、鉄鋼(+25→+10、▲15)、非鉄金属(+17→+3、▲14)、生産用機械(+19→+6、▲13)、金属製品(+11→▲1、▲12)といったところで、5業種が二けたマイナスとなっている。中小企業の業況と相関の高い景気ウォッチャー調査(5月)をみると、企業からは「米中間の関税問題で、中国向けの出荷が減少傾向となる製品が多く、先行きが不安である」(近畿=金属製品製造業)など、やはり米中貿易摩擦の先行き不安を指摘する声が多く挙がっている。先行き判断DIは▲5で、6月調査からさらに4ポイントの悪化を見込む形となっている。

一方、中小企業・非製造業の現状判断DIは+10で、3月から2ポイントの悪化となった。こちらは市場予想と一致した。主要12業種のうち、4業種で改善、6業種で悪化、2業種で横ばいという結果。先行きは+3ポイントと、引き続き悪化が予想されている。5月の景気ウォッチャー調査をみると、「初めての10連休明けで、多少の取扱量があるものの、中旬以降は大きく減少し、半導体を中心に精密機械関係も大きく減少している」(九州=輸送業)など、10連休後の個人消費の落ち込みを指摘する声が目立つ。

**設備判断の評価は微妙**

2018年度の大企業・製造業の設備投資計画の実績は、前年比+7.0%となり、昨年と同+6.3%を小幅上回ったが、3月の実績見込み値の同+11.0%からは大幅下方修正された(図表9,10)。年度中の



(図表9)日銀短観設備投資計画(全産業・前年比)

	17年度		18年度		19年度		
	実績	3月調査	6月調査	6月当社予測	3月予測	6月調査	6月当社予測
	%	%	%	%	%	%	%
全規模	4.4	10.4	6.6	9.7	▲2.8	2.3	2.4
製造業	6.3	11.1	8.6	11.4	2.0	7.7	9.3
非製造業	3.4	10.0	5.4	8.7	▲5.6	▲0.8	▲1.6
大企業	4.1	13.9	7.3	10.0	1.2	7.4	8.3
製造業	6.3	11.0	7.0	8.2	6.2	12.9	13.5
非製造業	2.9	15.7	7.4	12.5	▲1.6	4.2	5.0
中小企業	▲0.5	▲0.7	2.6	3.2	▲14.9	▲9.3	▲10.8
製造業	0.6	12.7	17.2	14.5	▲6.1	▲3.0	▲2.0
非製造業	▲1.0	▲7.1	▲4.4	▲2.5	▲20.1	▲13.0	▲15.0

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

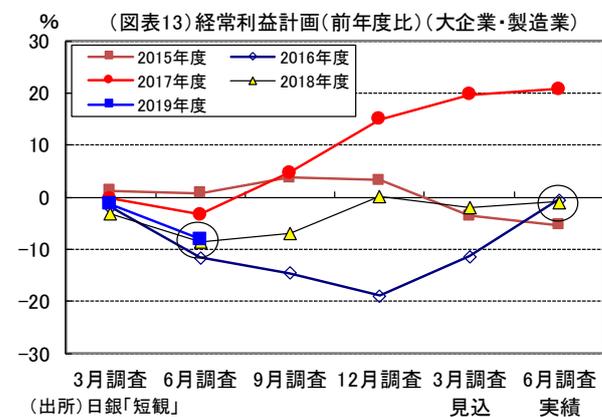
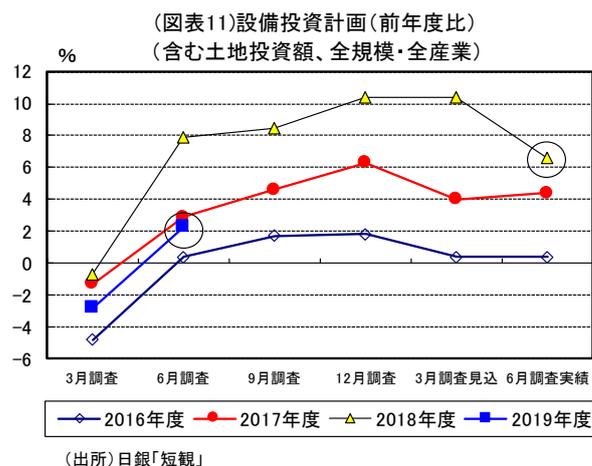
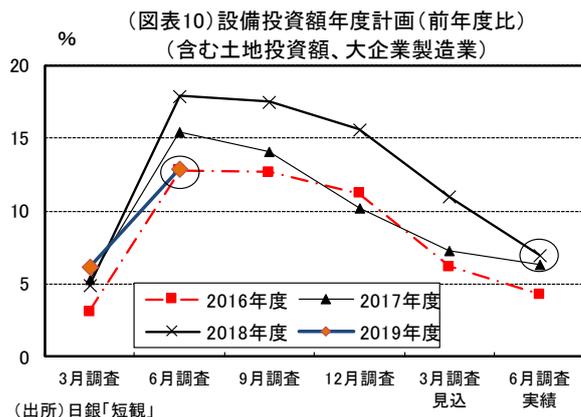
計画の推移が終始堅調だったことを考えれば、実績値が結局前年並みの実績にとどまったというのは失望的な結果といえる。全規模・全産業ベースでは同+6.6%と、17年度の同+4.4%を上回った。リーマンショック以降では最も高い伸びだが、これも3月の実績見込み値が同+10.4%と二桁の伸びだったことを考えれば、やや期待外れと言わざるを得ない(図表9, 11)。

なお、今回が2度目の集計となる2019年度計画は、大企業・製造業が前年比+12.9%、全規模・全産業が同+2.3%となった。大企業・製造業は前年同時期の同+17.9%を、全規模・全産業は前年同時期の同+7.9%をいずれも大きく下回っている。貿易摩擦の激化に伴い、企業は先行きの投資計画に対し、慎重姿勢を強めている可能性がある。

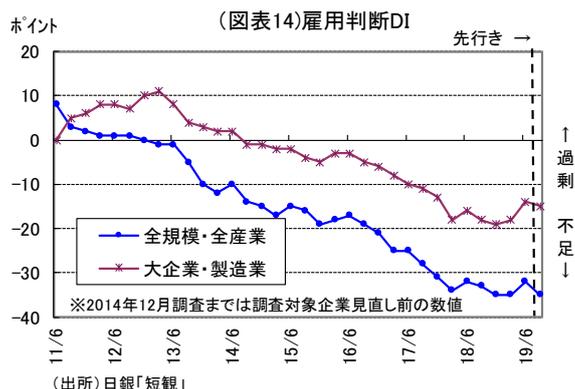
当面の設備投資を占うにあたり、機械受注(船舶・電力を除く民需)をみると、4月は前月比+5.2%と3ヵ月連続のプラスとなっている。内閣府による基調判断は、「足踏みがみられる」から「持ち直しの動きがみられる」に上方修正されており、4-6月期の見通しも大幅なプラスである。しかし、これは米中貿易交渉に楽観的ムードが広がっていた時点での調査であり、その後の状況を踏まえると、やはり大きく下振れしている可能性が高い。今後も合理化・省力化需要が一定程度設備投資を下支えすると考えられるものの、企業の投資マインドが想定以上に冷え込む可能性には要注意である。今回の短観における生産・営業用設備判断DIも、大企業・製造業が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2ポイントの上昇で、設備の需給が緩んでいることを示している(図表12)。

**利益計画は冴えない、足元の雇用需給は緩む**

2018年度の大企業・製造業の経常利益実績は前年比▲0.9%で、17年度の同+20.8%を大きく下回った(図表13)。大企業・非製造業は同▲0.1%(17年度: +14.3%)、全規模・全産業ベースでは同+0.4%(同+12.0%)と、いずれも17年度の実績を大きく下回っている。ただ、今回が2回目の調査となる19年度の計画は、全規模・全産業ベースで同▲4.3%と、昨年同時期の同▲5.1%を小幅上回っている。



雇用人員判断DI（過剰－不足）は、全規模・全産業ベースで▲32と、3月調査から3ポイント上昇した（数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和）（図表14）。全規模・製造業は4ポイントの上昇、全規模・非製造業は1ポイントの上昇で、足元では雇用需給が緩和しつつある様子が示されている。ただ、先行きに関しては、全規模・製造業は2ポイントの低下、全規模・非製造業は5ポイントの低下となっており、業況感が悪化を続けるなかでも、人手不足はむしろ厳しさを増す見通しとなっている。



今回の日銀短観では、大企業・製造業の現状判断DIが市場予想以上に大きく悪化する結果となった。当面は、米中通商交渉や、日米通商交渉等の行方のほか、中国経済の状況、ブレグジット等のイベントが注目される。展開次第では、株価が大きく下落し、業況のさらなる下押し圧力となる可能性があるが、逆に米中関係が一段と悪化せず、また財政政策の効果で中国経済に下げ止まりの兆候が確認できるようになれば、次回の短観では反発も期待できないわけではない。（担当：小玉）

ドラギ総裁の憂鬱 ～最後の大事な仕事

下がるインフレ期待・高まる緩和期待

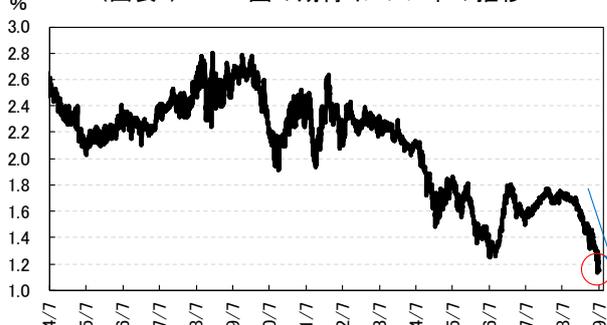
ユーロ圏におけるインフレ期待の低下が止まらない。ECB が参考に行っているとする、5年先5年物のインフレスワップ取引から導かれる期待インフレ率は2018年末から一貫して下がり続け、足元では1.1%台と、歴史的な低水準となっている(図表1)。

インフレ期待の低下に伴い、市場ではECBによる金融緩和期待が高まっている。実際、ECBの金融政策を振り返ると、過去、インフレ期待が急低下した局面では、何かしらの金融緩和策が実施されてきた。政策金利については、2014年6月にいわゆるマイナス金利政策が導入されて以降、2014年9月、2015年12月、2016年3月にマイナス金利の深掘りが実施されている(図表2)。また、国債を中心とする資産購入策も2015年3月から開始され(発表は1月)、2019年5月時点でECBの総資産は4.7兆ユーロに達している。

足元では、ECB内部から相次いでハト派寄りのコメントが出ている。タカ派として知られるクノット・オランダ中銀総裁は、「ユーロ圏の経済が大幅に悪化するようであれば、ECBは断固として行動する」と、6月末のドラギ総裁の発言をなぞりながら、追加緩和の可能性に言及した。ECBのチーフエコノミストであるレーン専務理事は、「ECBは必要に応じて追加緩和を実施できる余地を抱えているほか、物価目標の達成に向けて確実な確約を示すことが重要である」と、追加緩和とフォワードガイダンス強化を併用する考え方を示した。また、ビルロワドガロー・フランス中銀総裁は、「ECBには低調なインフレに対応する政策手段は十分にあり、不足していることはない」と、ECBの緩和手段に対する市場の疑念を否定してみせた。

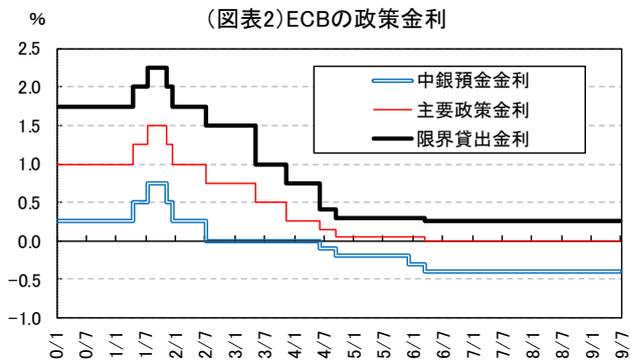
ただ、やはりECBが採りうる政策メニューは多くはないのではないかと、との懸念は根強い。まず、マイナス金利政策については、ECBも日銀と同様、銀行収益に悪影響を与えているとの批判が出ている。ドイツの最大手行であるドイツ銀行は、投資銀行部門での採算悪化を要因に銀行全体の収益力が低下しているほか、南欧諸国の銀行も依然として多くの不良債権を抱えている。欧州系銀行の収益力低下は、米銀との株価を比較すれば鮮明である(図表3)。そのため、ECB内部では、マイナス金利の「階層化」により、副作用の軽減を検討している模様である。ただ、前掲図表1,2からは、

(図表1)ユーロ圏の期待インフレ率の推移



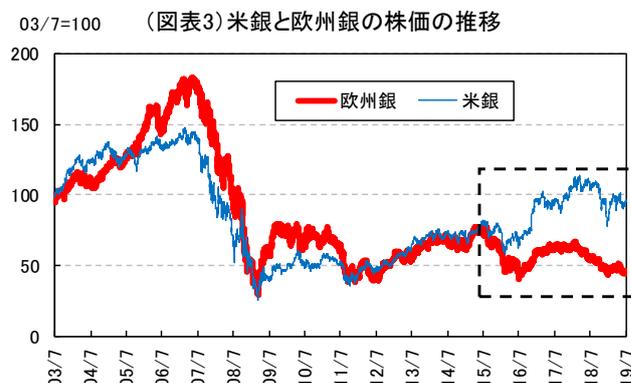
(出所)ファクトセット ※5年先5年物インフレスワップ

(図表2)ECBの政策金利



(出所)ECB

(図表3)米銀と欧州銀の株価の推移



(出所)ファクトセット ※米銀はSP500、欧州銀はEUROSTOXX600採用銘柄



ユーロ圏の実質金利（政策金利－期待インフレ率）はすでにマイナス圏と考えられ、金利の階層化とマイナス金利深掘りをセットで行なったとしても、追加的な緩和効果への疑問や、副作用への懸念を封じ込めるのは困難とみられる。多少のアナウンスメント効果しか期待できないのではないだろうか。

また、資産購入策の再開についても、すでに各国の国債の買い入れは限界に達しつつある。現在、ECBは各国国債の市場価格形成を歪めないために、発行残高の33%までを購入上限と定めている。こうした規制を変更することは技術的には可能であろうが、イタリアなど財政赤字国の財政規律が緩むことを助長する、との批判がドイツを中心に強まるのが容易に想像できる。ECBは国債以外にも、社債、カバードボンド、ABSなどを購入しているが、格付けなどの面で購入に適格な資産の量は限られている。

こうした状況を踏まえると、ECBが日銀のようにETF購入を緩和手段に用いることも選択肢に上がってくる。実際、ECBがQEを開始する直前のインタビューで、ECBのメルシュ専務理事は「理論的には、国債や金、株式、ETFなどの資産の購入が（QEの候補に）含まれる」と答えた。また、2015年のQE開始時にドラギ総裁は「金以外のすべての資産について検討した」と答えている。すでに日銀がETF購入を行なっているという前例もあり、今後ECBがETFを購入するハードルは以前よりも下がっているとみられる。

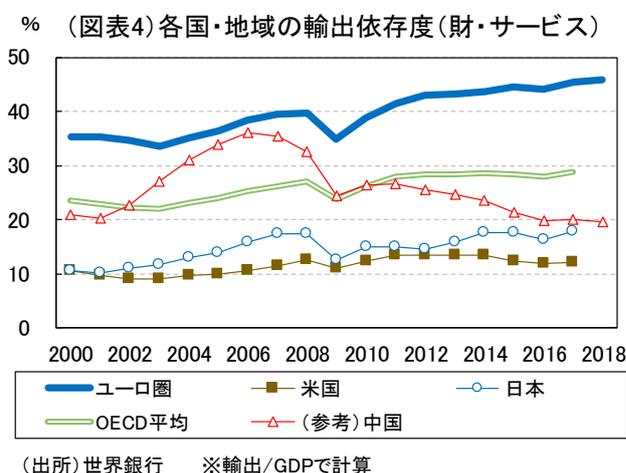
以上より、今後ECBが採りうる政策としては、①金利の階層化＋マイナス金利深掘り、②フォワードガイダンスの強化、③資産購入策再開、が候補となる。今後については、ECBは7月の理事会でフォワードガイダンスを強化し、9月の理事会で金利の階層化＋マイナス金利深掘りを発表、政策金利を10bp引き下げると予想する。資産購入策については、毎月の購入額を100億ユーロとして年内再開を検討し、来年以降は状況に応じて購入額を引き上げると予想する。なお、ETF購入については、国債を中心としたQEを再開してもなお緩和効果が足りない判断された場合の非常手段として、実施するとしても来年以降と予想する。

### 景気見通しの悪化・中立金利の低下

ただ、ECBが金融緩和を再開したとしても、インフレ期待が上向くには長い時間がかかるとみられる。ユーロ圏では、市場ベースのインフレ期待だけではなく、長期金利が急低下している。ユーロ圏の長期金利が低下している背景には、①貿易摩擦の激化を背景にユーロ圏の景気見通しが急速に悪化していること、②経済・物価に対して緩和的にも引き締めのにも作用しない均衡実質金利（中立金利）が低下していること、という2点の要因が挙げられる。

①のユーロ圏の景気見通しが悪化している可能性については、ユーロ圏経済は外需依存度が高く、貿易摩擦激化の影響を受けやすい点が指摘できる。

輸出（財・サービス）の対GDP比の観点では、2018年時点で45%と諸外国と比較しても突出して高い（図表4）。また、海外景気減速の影響は、ユーロ圏の外需だけでなく、企業の設備投資や採用行動にも変化を生じさせ、内需にも波及すると考えられる。設備投資や雇用の貿易依存度を正確に把握することは困難であるが、ユーロ圏における生産と、企業の国内・海外売上高の推移を比較すると、金融危機以降、ユーロ圏各国で自国での売上が低迷するなかでも、ユーロ圏外での売上は増加

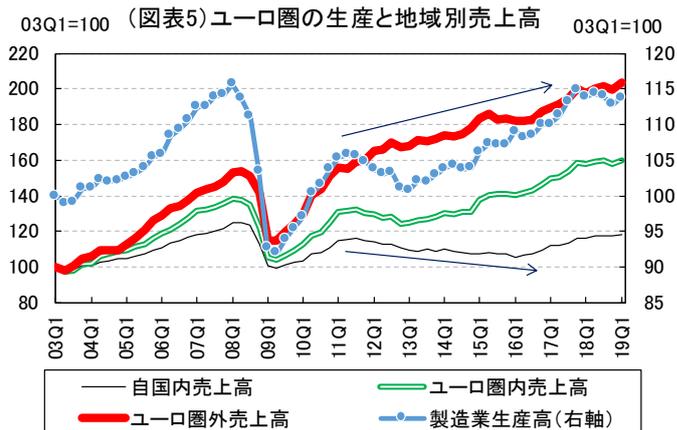


し続け、生産も回復に転じた様子が窺える（図表5）。海外景気の回復が、輸出の増加を通じて設備稼働率を上昇させ、企業に設備投資を促していた可能性が高い。そのため、ユーロ圏経済の貿易依存度は、輸出のGDP比が約5割に達していることに加え、貿易による設備投資や雇用の誘発分までを含めると、全体では6割～7割に達している可能性すらある。米国を中心とする保護主義の動きが、ユーロ圏景気の見通しに大きな下押し圧力をかけている可能性は高い。

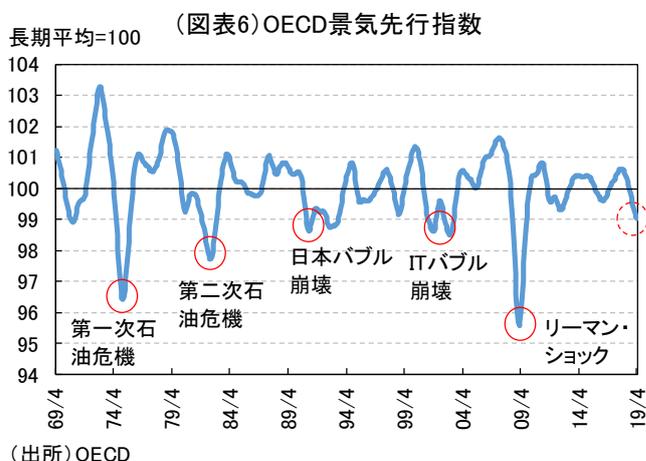
景気見通しの悪化は、一般的には企業の業績悪化予想などから株価水準に織り込まれるとみられるが、足元では世界的な金融緩和期待を背景に株式市場は流動性相場の性格を強めているとみられ、景気の先行きを占ううえで適切とは言いがたい。OECD加盟国の景気先行指数は4月時点で99.03ポイントと、2018年末から一貫して低下している。過去50年間の経験からは、同指数が99を割るときには、世界経済に重大な下振れリスクが顕在化した場合が多かった（図表6）。足元で先進国景気は、大きな下振れリスクに直面していると評価できよう。米国の保護主義政策の背景には、長年にわたるグローバル化が生み出した「ラストベルト」に代表される国内の格差問題に加え、米国と中国のハイテク技術を巡る覇権争いもあるとみられ、早期に解決する可能性はほぼゼロである。外需依存度が高いユーロ圏景気は、近年ないほどの低下圧力に晒されているとみられる。

②の中立金利が低下している可能性については、2018年12月のECBによる分析によれば、ユーロ圏の中立金利は0%台前半～▲1%台後半程度と分析されている（図表7）。中立金利が低下しているため、実質金利が、依然景気に対して引き締め気味に作用しており、これがインフレ期待の低下、ひいては名目長期金利の低下につながっているとみられる。中立金利の低下にはさまざまな要因が働いているが、欧州独自の問題として

は、金融仲介機能の低下が挙げられる。南欧系銀行の不良債権問題は依然として解決していないほか、ドイツの大手行も投資銀行部門の採算悪化などから世界中で人員削減を行っており、リスクテイク能力が低下している。日米欧の銀行融資のトレンドからの乖離を見ると、欧州ではマイナス金利政策や資

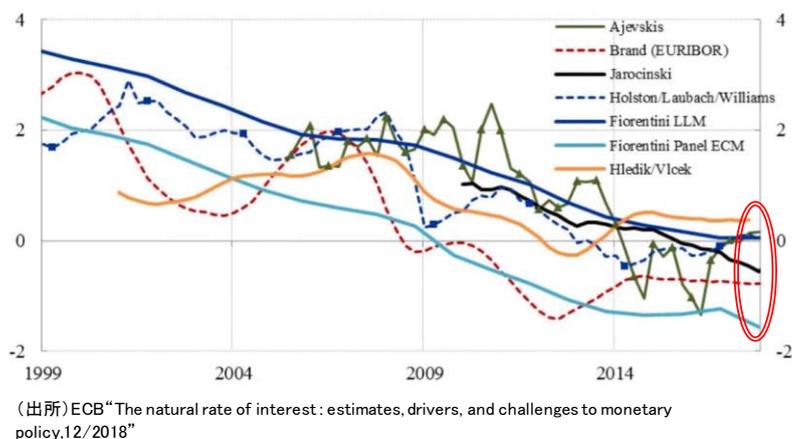


（出所）ユーロスタットより明治安田生命



（出所）OECD

（図表7）ユーロ圏の中立金利（推計値）



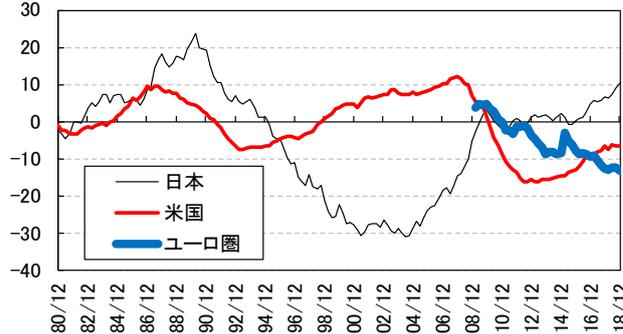
（出所）ECB“ The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy, 12/2018”

産購入策など、積極的な緩和策を実施しているにもかかわらず、日米に比べて与信の伸びが鈍い(図表8)。

振り返れば、昨秋までは2019年の世界景気は安定成長が続くと見込まれていた。ドラギ総裁はもともと、今年の秋口には利上げを行ない、金融政策正常化の道筋をつけたうえで退任する腹つもりだったとみられるが、ここ数ヵ月でその道は完全に潰えた。逆に、退任するまでの残り4ヵ月で、

どのような緩和メニューを示し、市場の期待に応じてみせるか、その手腕が問われる最後の機会を迎えることになる。マイナス金利の深掘り、フォワードガイダンスの強化、資産購入策の再開と購入資産の多様化など、あらゆる手段が検討されよう。11月からはラガルド新総裁のもとで新体制が発足する予定であり、ドラギ総裁はECB総裁として、後任であるラガルド氏に仕事の道筋を示すためにも、最後の大仕事に取り掛かることになる。(担当：久保)

(図表8) 総与信・GDP比率(トレンドからの乖離)



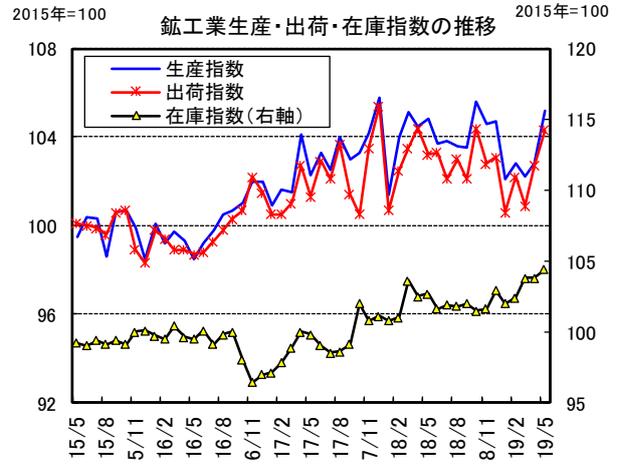
(出所) BIS

主要経済指標レビュー (6/24~7/5)

《日本》

○ 5月鉱工業生産指数 (6月28日)

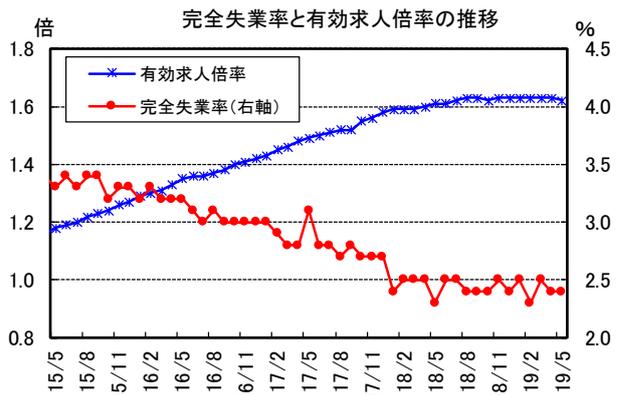
5月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比+2.3%と、2ヵ月連続のプラスとなった。製造工業予測指数を見ると、6月は前月比▲1.2%の減産、7月は同+0.3%の小幅増産見通しとなっており、基調判断は、「生産は一進一退」にすえ置きとなった。今後については、外需の動向次第だが、FRBが予防的利下げに動く可能性が高まっていることなどを背景に米国経済は底堅い推移が予想されることから、鉱工業生産は均せば緩やかな回復基調で推移する可能性が高いとみている。ただ、在庫水準が高まっており、在庫の整理が当面の生産の抑制要因となる可能性が懸念されるほか、引き続き米中通商交渉の動向には、注意が必要。



(出所)経済産業省「鉱工業指数」

○ 5月雇用関連統計 (6月28日)

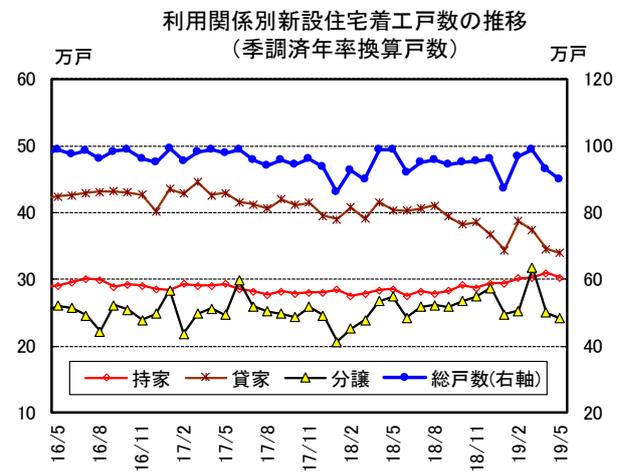
5月の完全失業率(季調値)は2.4%と、前月から横ばいとなった。18年以降、完全失業率は2.3~2.5%の範囲で推移しており、概ね完全雇用の水準に達しているものと推察される。有効求人倍率(季調値)は1.62倍と、前月差▲0.01ポイントと7ヵ月ぶりの低下、新規求人倍率(季調値)は2.43倍と前月から▲0.05ポイントの低下となった。グローバル景気については、米中貿易摩擦の激化など先行き懸念が煽っているが、米国中心に緩やかなながらも回復基調が続くとみえており、雇用市場は底堅い推移が続こう。ただ、賃金の伸びは引き続き緩慢なものにとどまるとみている。



(出所)厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

○ 5月新設住宅着工戸数 (6月28日)

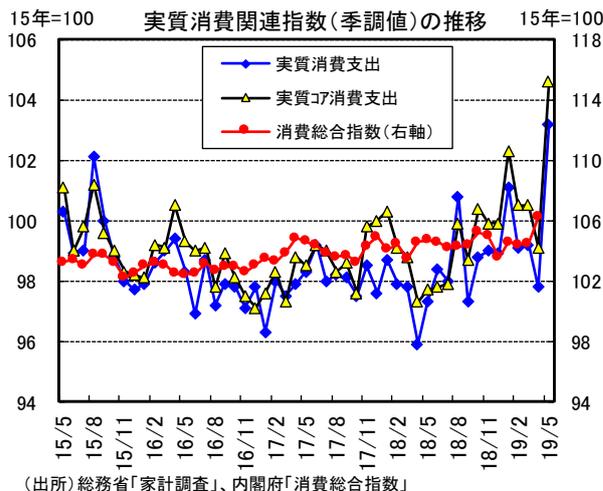
5月の新設住宅着工戸数(季調値)は前月比▲3.3%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。利用関係別では、持家が同▲2.2%と4ヵ月ぶりのマイナス、貸家が同▲1.8%と3ヵ月連続のマイナス、分譲が同▲3.6%と2ヵ月連続のマイナスとなった。分譲では、消費増税前の駆け込み需要が3月に出た反動減が続いている。持家では、消費増税による駆け込み需要と反動減といった振れは、政府の手厚い住宅取得支援策により、前回の増税時よりも大きく抑制されている。今後については、マンション価格の高止まり、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスなどが重しとなり、住宅着工は均せば減速傾向の推移となると予想する。



(出所)国土交通省「住宅着工統計」

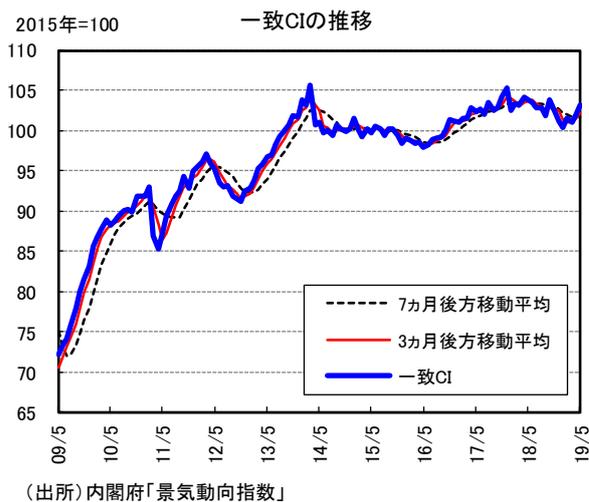
○ 5月家計調査 (7月5日)

5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+5.5%と、2ヵ月ぶりの大幅プラスとなった。費目別内訳のわかる前年比ベースでは、教養娯楽や光熱・水道が大きく増えた。10連休や、5月後半の猛暑による影響で支出が増えたとみられる。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は前年比+1.5%と2ヵ月連続のプラス、実質消費支出も同+1.4%と2ヵ月ぶりのプラス。平均消費性向は71.6%(季調値)と前月比+4.7ポイント上昇した。今後の個人消費については、月例賃金の力強い回復が期待できないことから、基調自体は強くないものの、引き続き良好な雇用環境や、各種イベントの経済波及効果が下支えとなり、均せば緩慢な回復が続くとみている。



○ 5月景気動向指数 (7月5日)

5月の景気動向指数では、一致CIが103.2(前月差+1.1ポイント)と、2ヵ月連続で上昇した。内閣府の基調判断は、「悪化を示している」から「下げ止まりを示している」へ上方修正された。個別系列では、5系列が押し上げ、2系列が押し下げに寄与しており、生産指数(鉱工業)や投資財出荷指数(除輸送機械)のプラス寄与が大きかった。先行CIは95.2(同▲0.7ポイント)と、2ヵ月ぶりの下降となった。今後については、米国をはじめとする海外景気が腰折れするとまでは考えておらず、国内景気は、省力化・省人化投資需要の高まりなどを背景に緩やかな回復が続くと予想するものの、下振れするリスクが高まっていることには留意が必要である。



《米 国》

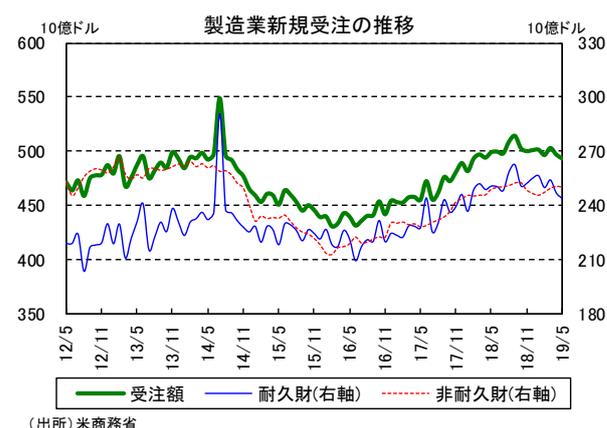
○ 6月ISM製造業景況指数（7月1日）

6月のISM製造業景況指数は51.7と小幅ながら3ヵ月連続で前月比マイナスとなり、企業マインドが徐々に萎縮している様子が示された。もっとも、発表元のISMによれば、今回の数値は実質GDPに換算して前期比年率+2.6%成長に相当するとのことであり、米景気は堅調に推移している。構成項目別に見ると、生産や雇用が上昇する一方、新規受注や在庫、リードタイムが低下した。公表資料で示された回答者のコメントでは、中国やメキシコに対する関税がサプライチェーンやコスト面で打撃となっている様子が示されるなど、貿易摩擦の影響が顕在化している様子がうかがえる。製造業は、世界景気の減速に加えて貿易摩擦の影響などから意図せざる在庫増局面に突入しており、企業マインドは今後も冴えない推移が続こう。



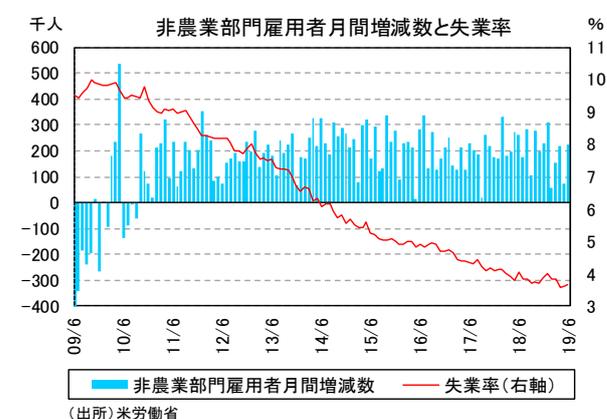
○ 5月製造業新規受注（7月3日）

5月の製造業新規受注は前月比▲0.7%と2ヵ月連続で減少した。一方で変動の激しい輸送機器を除くベースでは同+0.1%と4ヵ月連続の増加となった。財別に見ると、非耐久財が同▲0.2%と4ヵ月ぶりに減少したほか、振れの激しい航空機受注の大幅減などにより耐久財も同▲1.3%と2ヵ月連続で減少した。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+0.5%と2ヵ月ぶりに増加したが、前年比では+1.0%まで増勢が鈍化しており、世界景気の減速懸念や米中通商摩擦の激化による影響が顕在化した可能性がある。今後は法人税減税の効果剥落などにより増益率の鈍化が見込まれるほか、通商問題への懸念も燻っていることから、非防衛資本財受注（除く航空機）は、緩慢ながら鈍化傾向が続くと予想する。



○ 6月雇用統計（7月5日）

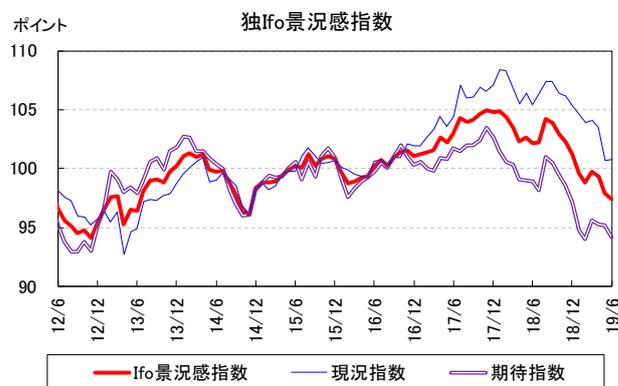
6月の非農業部門雇用者数は前月比+22.4万人と、市場予想の同+16.0万人を大きく上回った。雇用の底堅さを示す結果であり、前月5月の下振れは一時的だった可能性が高まった。もっとも、3ヵ月移動平均では同+17.1万人と、2018年平均の同+22.3万人から増勢は鈍化。失業率も3.7%と前月から0.1%ポイント上昇し、足元で改善ペースは緩やかになっている。注目の時間当たり賃金は前年比+3.1%と前月から横ばいにとどまり、賃金面からの物価上昇圧力は依然として限定的な様子が示された。今後は減税効果の剥落などにより米景気の回復ペースが緩やかになるなか、企業収益も緩慢な伸びにとどまると見込まれ、雇用・所得環境の改善は頭打ち傾向が続くと予想する。



《 欧 州 》

○6月ドイツIfo景況感指数（6月24日）

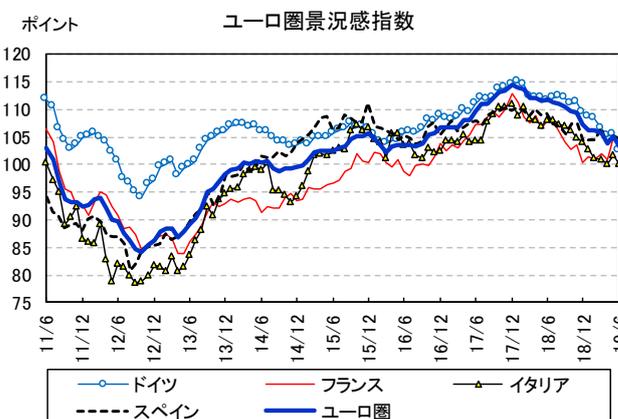
6月のドイツIfo景況感指数は97.4と、3ヵ月連続で悪化した。内訳では、現況指数は100.7→100.8とわずかに改善したものの、期待指数は95.2→94.2と悪化した。産業別景況感では、小売・卸売業のみ5.4→7.9と改善したものの、製造業は3.9→1.5、サービス業は21.0→20.0、建設業は24.3→22.9とそれぞれ悪化した。6月末のG20では米中首脳により通商協議の継続が確認されたものの、米中貿易摩擦そのものは今後とも熾り続けるとみられる。外需主導による成長を続けてきたドイツ経済にとり、世界貿易の縮小は成長の足枷になるとみられ、ドイツ景気は減速傾向をたどると予想する。



(出所)Ifo経済研究所

○6月ユーロ圏景況感指数（6月25日）

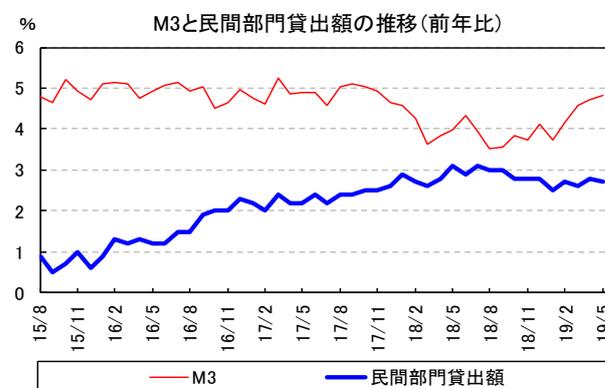
6月のユーロ圏景況感指数は103.3と、2ヵ月ぶりに悪化した。構成項目別では、建設業景況感（4.1→7.7）、小売業景況感（▲0.9→0.1）が改善したものの、鉱工業景況感（▲2.9→▲5.6）、サービス業景況感（12.1→11.0）、消費者信頼感（▲6.5→▲7.2）が悪化した。主要国別では、ドイツ（105.5→102.6）、フランス（104.9→103.9）、イタリア（101.7→100.2）、スペイン（105.4→104.8）が軒並み悪化した。ユーロ圏の景況感には、英国のEU離脱交渉や米中貿易摩擦などに左右される状況が今後も継続すると予想される。来年の米大統領選にむけて、米中貿易摩擦は再度激化するおそれがあり、米国の通商政策の先行き不透明感を背景に、ユーロ圏景気には当面下押し圧力が加わるとみる。



(出所)欧州委員会

○5月ユーロ圏マネーサプライ（7月1日）

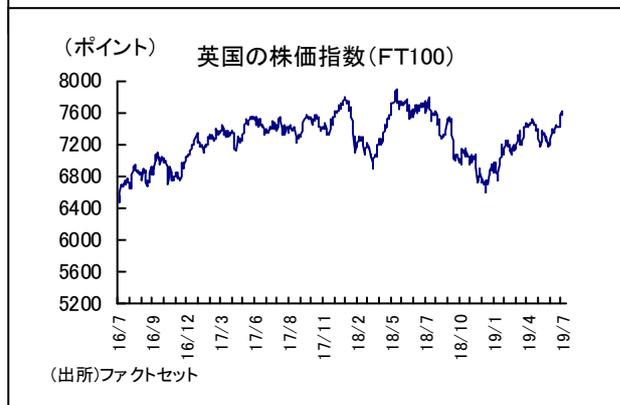
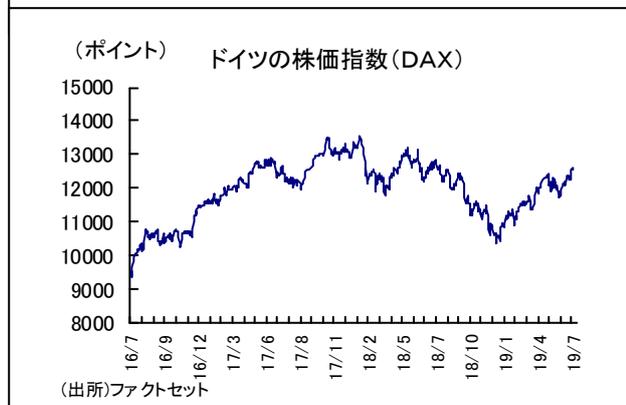
5月のユーロ圏マネーサプライ（M3）は前年比+4.8%と、4ヵ月連続で伸び幅が拡大した。ただ、民間向け貸出額は同+2.7%と、前月の同+2.8%からわずかに伸び幅が縮小した。民間向け貸出額の内訳では、家計向けは同+3.2%→+3.1%、非金融企業向けは同+2.8%→+2.7%とそれぞれ伸び幅が小幅に縮小した。6月末にドラギ総裁は「景気や物価の下振れリスクが高まるならば追加緩和も辞さない」と発言し、ECB高官からもハト派寄りの発言が相次いでいる。足元では、市場から推計される期待インフレ率も統計開始以来の低い伸びで推移しており、ECBは年内にもマイナス金利の深掘りを決定すると予想する。



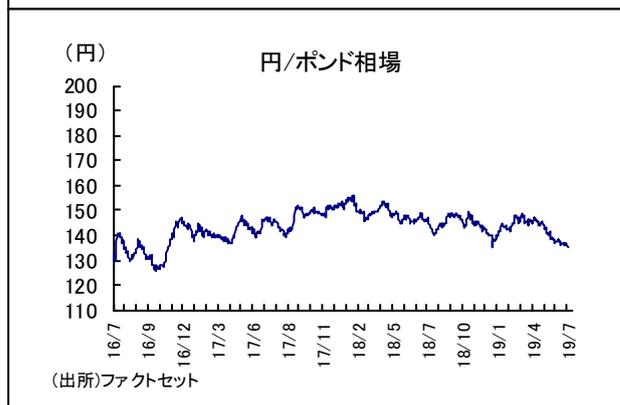
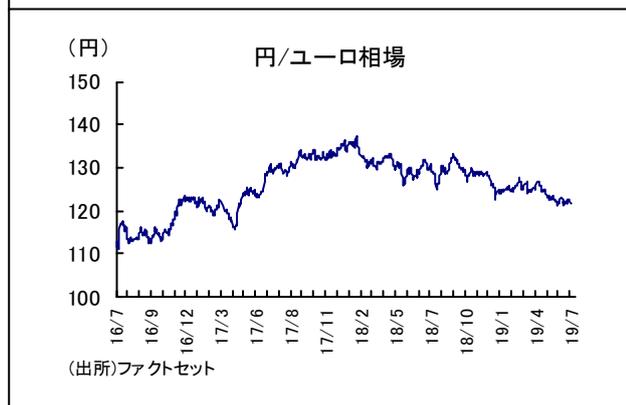
(出所)ECB

## 日米欧マーケットの動向 (2019年7月8日現在)

### ▽各国の株価動向

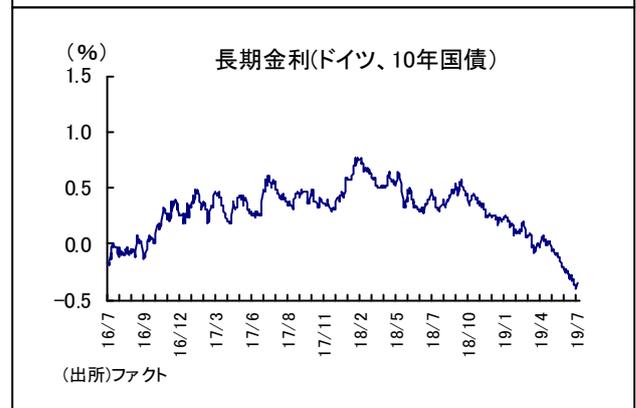
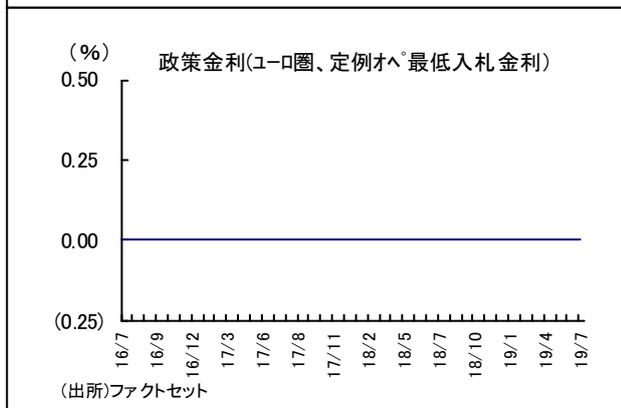
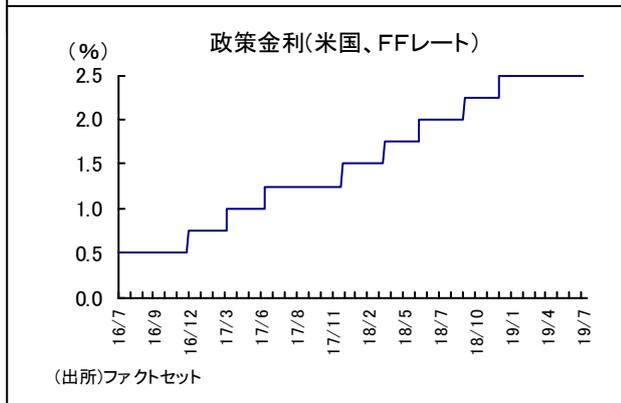
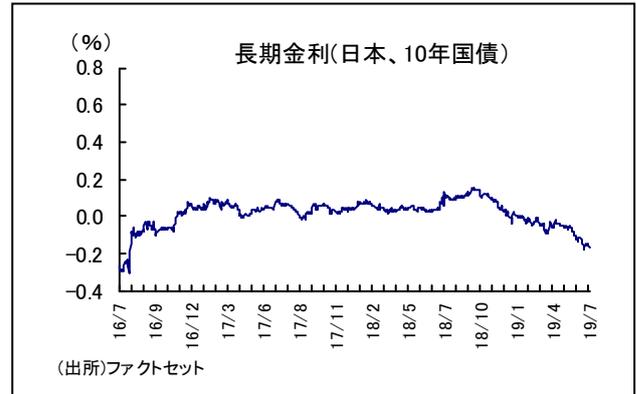
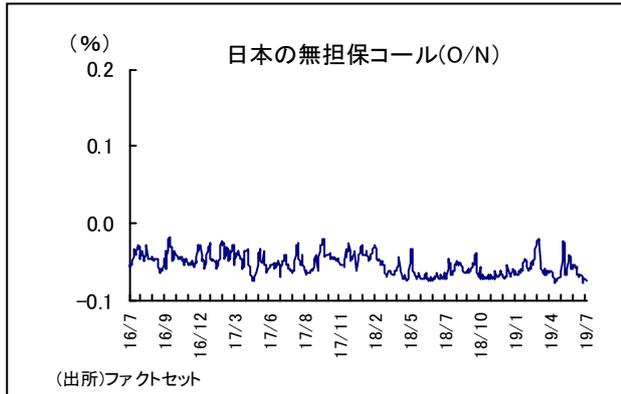


### ▽外為市場の動向

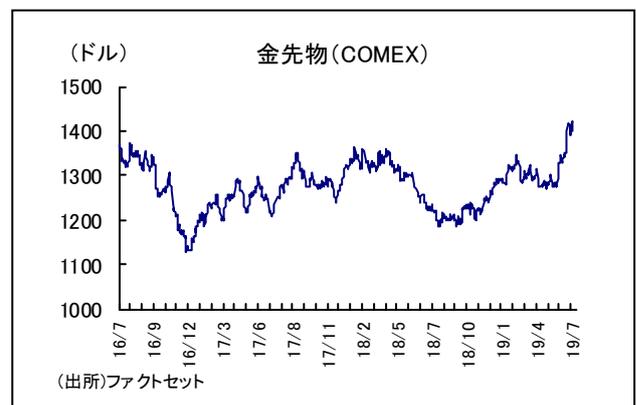
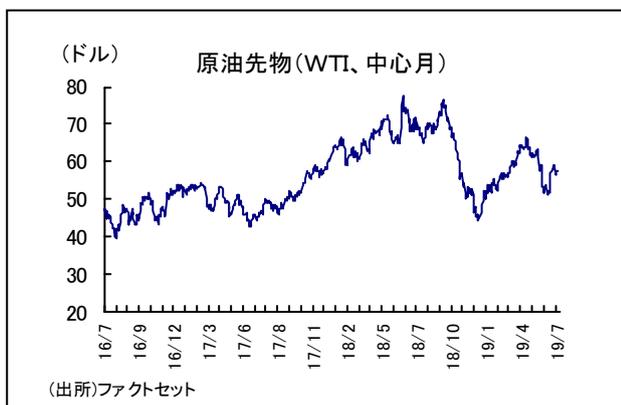




▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査 G が情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、大広泰三、久保和貴、西山周作、木下裕太郎