



## 〈フォーカス〉 社会保障改革進展への期待

安倍首相肝いりで発足した「全世代型社会保障検討会議」の初会合が9月20日に開催された。社会保障改革は、安倍政権が積み残した最も大きな課題のひとつである。安倍首相が当該分野を政権のレガシーと位置づけ、改革に本気度を見せ始めたということであれば歓迎したい。当会議は安倍首相自身が議長で、しかも社会保障審議会、労働政策審議会、未来投資会議、経済財政諮問会議等、各種関連会議でとりまとめに当たる主要メンバーが揃う。通常の審議会にありがちな両論併記に終わることなく、首相主導でしっかり方向性を打ち出すとともに、国会では、与野党が政争の具にすることなくまとめあげていく工夫が必要である。ポピュリズム的な議論に国民が惑わされるようなことになっては、まとまるものもまとまらない。

安倍首相が消費税率について、「今後10年くらいは上げる必要がないと思う」とあらかじめ封印したのはある意味正しい。最初から増税マネーを当てにした議論をしてはタガが緩む可能性がある。どのみち社会保障の財源が足りないのは明白で、未来永劫税率を上げないことはありえない。当会議のメインテーマになっている、担い手の拡大と給付の効率化、消費税以外の負担の方法等を突き詰めて議論し、これ以上は困難という限界が明らかになれば、改めて必要な増税幅が見えてくる。最終的に、いかなる形で負担と給付をバランスさせるのか、選択するのは国民である。

とりあえず年金分野では、年金受給開始可能年齢の引き上げや、在職高齢年金制度の縮小・廃止、厚生年金の適用範囲の拡大等が検討課題となる。これらはすべて制度の担い手増に貢献するが、適用範囲拡大は持続性に問題を抱える基礎年金の救済にもつながる。介護保険では、高所得者の介護負担の引き上げが発表されたばかりである。医療については、後期高齢者の窓口負担の引き上げ、市販薬で代替可能な医薬品の保険適用除外、超高額医薬品の保険収載等が課題になるだろう。

個別のテーマの列挙になるのは仕方がない。本来であれば、人生100年時代を迎えるにあたり、社会保障制度の大きな絵を根本的に描きなおす必要があるが、いかにせん安倍政権に残された時間は少ない。予定では、年内に中間報告を提出し、来年の通常国会で年金・介護の改革関連法案を提出、来年夏に最終報告、その後、医療の改革関連法案の国会提出という運びになるという。結論まで1年程度しかなく、安倍首相が総裁4選を考えないのであれば、抜本改革は次期政権の課題として引き継がざるを得ない。

とはいえ、その後も十分な議論の時間が残されているわけではない。今後日本は、団塊の世代が75歳以上に到達する2025年問題、団塊ジュニアが65歳を超える2040年問題という、二つの大きなヤマを越えていかなければならない。政府の試算では、社会保障費は2025年には140兆円、2040年には190兆円まで増えるという。少なくとも2020年代のうちに、負担と給付のバランス、自助と共助の役割分担の範囲について国民的なコンセンサスを得る必要がある。そのうえで、新たな社会保障制度と財政再建の青写真を示すことができなければ、今度こそ財政破綻の足音が迫る。(Kodama wrote)

## 目次

〈フォーカス〉社会保障改革進展への期待	1	・財政出動に傾くユーロ圏	10
・経済情勢概況	2	・主要経済指標レビュー	13
・予想ほど悪化しなかった9月短観	3	・日米欧マーケットの動向	16
・緩やかな回復が見込まれる米住宅投資	8		

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おり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などを背景に、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燃えるほか、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と予想する。

予想ほど悪化しなかった9月短観

大企業・製造業の現状判断DIは予想ほど悪化せず

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+5と、6月調査から2ポイント悪化した(図表1,2)。ただ、悪化幅は市場予想の▲6ポイントを大きく下回り、予想ほど悪くなかったとの印象を受ける結果であった。国内外別の需給判断DIをみると、海外での製

(図表1)日銀短観業況判断DI

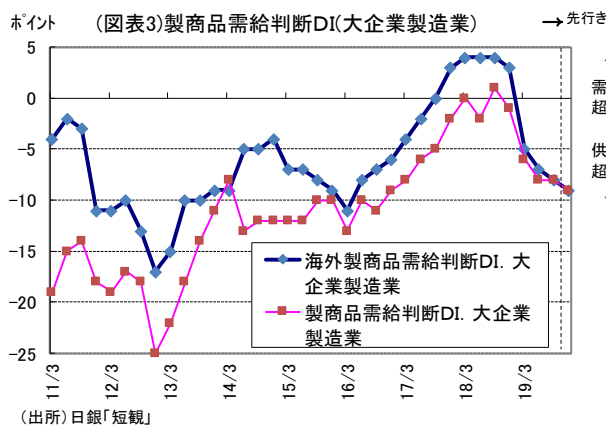
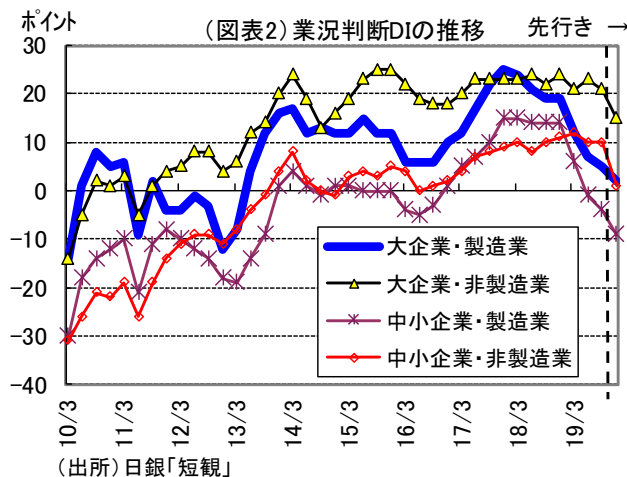
	6月調査実績		9月調査実績				9月調査の当社予測値			
	6月最近	9月先行き	9月最近	変化	12月先行き	変化	9月予測	変化	12月予測	変化
大企業	15	12	13	▲2	8	▲5	11	▲4	8	▲3
製造業	7	7	5	▲2	2	▲3	2	▲5	1	▲1
非製造業	23	17	21	▲2	15	▲6	21	▲2	16	▲5
中小企業	6	▲1	5	▲1	▲3	▲8	0	▲6	▲1	▲1
製造業	▲1	▲5	▲4	▲3	▲9	▲5	▲7	▲6	▲8	▲1
非製造業	10	3	10	0	1	▲9	6	▲4	3	▲3

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

品・サービス需給判断は1ポイントの悪化、国内での製商品需給判断は横ばいとなっている。海外の需給判断がさほど悪化しなかった一方、国内の需給判断も底堅いとの認識が示されたことが、業況判断の悪化を小幅にとどめた要因のひとつと考えられる(図表3)。貿易摩擦への懸念があるなかでも米景気が堅調に推移していること、景気が堅調なかでも、FRB(米連邦準備制度理事会)が利下げを続けていることが、企業にとっては海外景気に対する一定の評価につながった可能性がある。また、大企業・製造業の販売価格判断DIは2ポイントの低下なのに対し、仕入価格判断DIは6ポイントの低下で、交易条件が比較的大きな改善となったことも、業況を下支えしたとみられる(図表4)。

素材業種の悪化が目立つ

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11業種、横ばいが1業種という結果。素材、加工別にみると、素材業種が6ポイントの悪化、加工業種が1ポイントの悪化で、素材業種の悪化がより目立っている。下落幅が大きかった業種は、石油・石炭製品(+12→▲18、▲30)、非鉄金属(0→▲18、▲18)、窯業・土石製品(+24→+14、▲10)、はん用機械(+23→+15、▲8)、生産用機械(+17→+11、▲6)といったところ(図表6,7)。調査期間における原油価格の一時的な上昇が、一部回答企業の業況の下押し圧力になった可能性があるほか、中国景気の減速が機械関連業種の業況に悪影響を与えている。実際、大企業・製造業の業況判断DIと相関の高いロイター短観では、「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、米中貿易摩擦等の悪影響を指摘する声が挙がっている。一方、業務用機械(+8→+16、+8)、電気機械(+2





→+5、+3)は改善した。国内の省力化投資への根強い需要や、IT関連の世界的な需要減退の一巡を反映した可能性がある。

**先行きも持続的な悪化が示される**

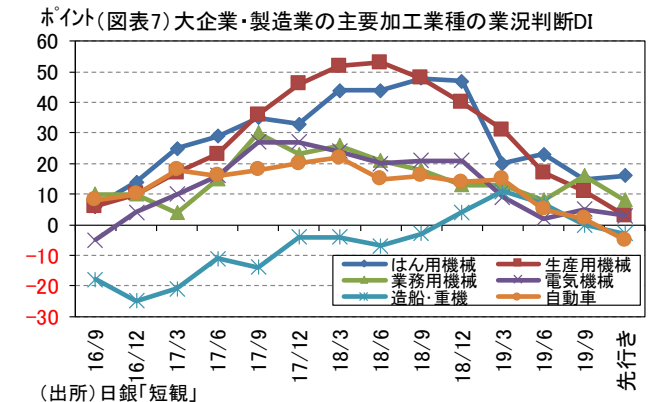
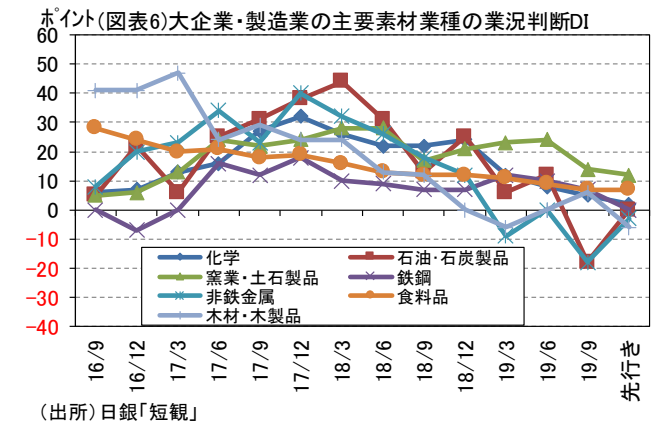
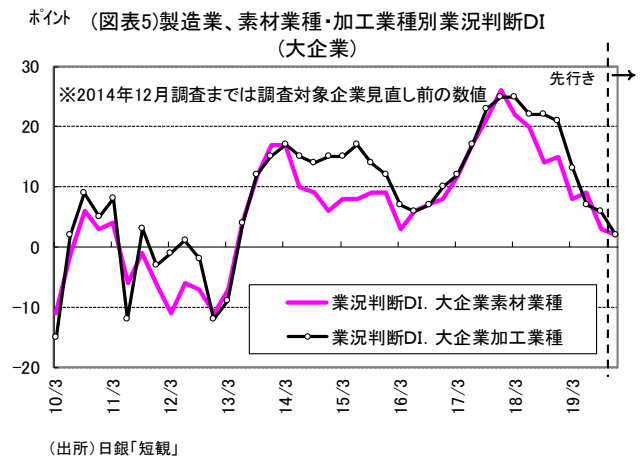
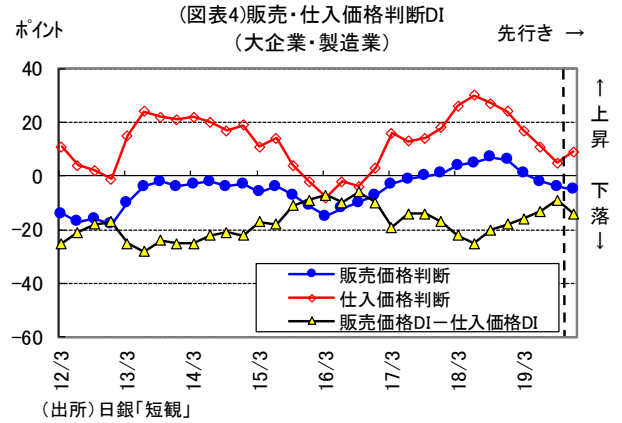
大企業・製造業の12月の先行き判断DIは、9月から3ポイント悪化の+2となった。2013年3月以来、6年半ぶりの低水準ではあるものの、こちらも市場予想を2ポイント上回った。主要16業種中、悪化が10業種、改善が4業種、横ばいが2業種という結果。素材業種が1ポイントの悪化、加工業種は4ポイントの悪化で、先行きに関しては加工業種の悪化幅が大きい。生産用機械(+11→+3、▲8)が2期連続で悪化したほか、業務用機械(+16→+8、▲8)、自動車(+2→▲5、▲7)も悪化しており、根強い米中貿易交渉への先行き不透明感が、輸出の減少や設備投資計画の先送りを通じて景気の下押し圧力となる可能性を示している(前掲図表6,7)。自動車は、16年6月以来、約3年ぶりにマイナスに逆戻りすると予想される。

**大企業・非製造業の現状判断は小幅悪化**

大企業・非製造業の現状判断DIは+21と、6月から2ポイントの悪化となり、3ポイントの悪化だった市場予想を1ポイント上回った。業種別にみると、主要12業種中、5業種で改善、7業種で悪化という結果。小売(+7→+4、▲3)、対個人サービス(+33→+27、▲6)、宿泊・飲食サービス(+17→+9、▲8)といった個人消費関連が軒並み悪化している(図表8,9)。夏のボーナスの減少や、10連休効果の反動などを受けた個人消費の基調の弱さを示唆している可能性がある。物品賃貸(+23→+16、▲7)に関しては、レジなどの消費増税関連需要の一巡を示している可能性もある。

**大企業・非製造業の先行き判断は大幅悪化**

大企業・非製造業の先行き判断DIは▲6ポイントの大幅悪化となり、こちらは市場予想を1ポイント下回った。製造業同様、米中摩擦への不安を反映している可能性があるほか、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(図表8,9)、小売(+4→▲1、▲5)、対個人サービス(+27→+21、▲6)、宿泊・飲食サービス(+9→+2、▲7)等、個人消費関連業種が先行きに関しても大きく悪化しており、消費増税後の個人消費の不透明感を反映している。ほかには、情報サービス(+43→+26、▲17)、建設(+41→+30、▲11)、運輸・郵便(+15→+6、▲9)、不動産(+40→+32、▲8)等のマイナス幅が比較的大きい。情報サービス産業については増税前のシステム改修の需要一巡、建設は東京五輪の需要一巡や、人件費・資材価格の上昇、運輸・郵便については米中貿易摩擦に伴う荷動きの悪化、不動産については、都市部のマンション価格高止まりの懸念が引き続き業況の圧迫要因になっているとみられる。

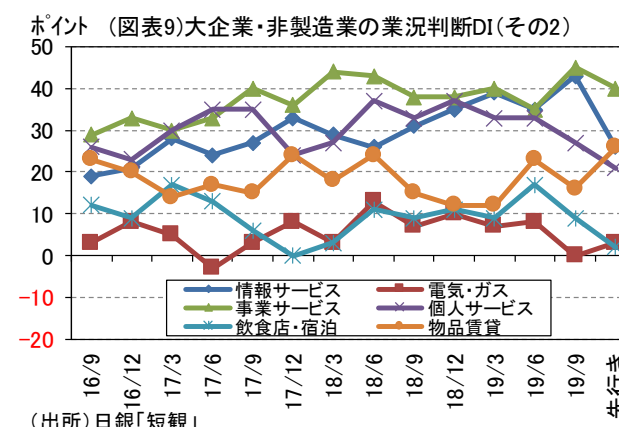
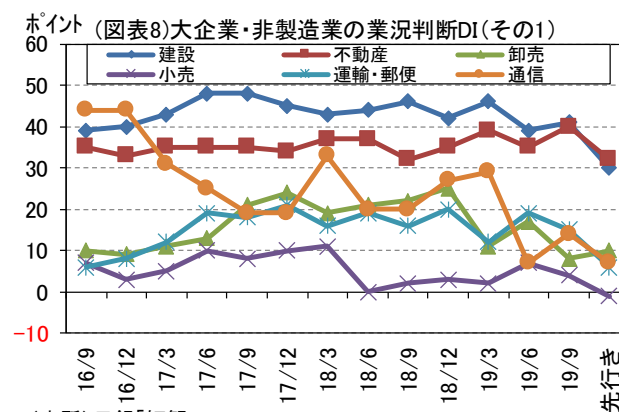
**中小企業の業況にも貿易摩擦が影を落とす**

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▲4と、6月調査から3ポイントの悪化となり、市場予想を2ポイント上回った。これで2期連続のマイナス。前回6月は11四半期ぶりのマイナスであった。主要16業種中、7業種で改善、9業種で悪化という結果。素材業種が7ポイントの悪化、加工業種が横ばいとなっている。なかでもマイナス幅が大きかったのは、鉄鋼(+10→▲9、▲19)、非鉄金属(+3→▲13、▲16)、はん用機械(+16→+8、▲8)など。中小企業の業況と相関の高い景気ウォッチャー調査(8月)をみると、企業からは「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」など、やはり米中貿易摩擦等、海外情勢の悪化による国内への影響を指摘する声が目立っている。

一方、中小企業・非製造業の現状判断DIは+10で、6月から横ばいとなった。こちらは市場予想を2ポイント上回った。主要12業種のうち、3業種で改善、7業種で悪化、2業種で横ばいという結果。ただ、先行きは▲9ポイントの+1と、大幅な悪化が予想されている。8月の景気ウォッチャー調査をみると、「売上は前年を若干下回っている。7月セール不振以降、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、既出の要因のほかに、天候要因を指摘する声もある。

**設備投資計画は慎重**

2019年度の大企業・製造業の設備投資計画は、前年比+11.8%となった(図表10,11)。これは昨年同時期の同+17.5%を大きく下回り、この時期の計画としては6年ぶりの低さである。全規模・



(図表10)日銀短観設備投資計画(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	9月 当社予測	
		%	%	%	%	
全規模		6.6	▲2.8	2.3	2.4	3.2
	製造業	8.6	2.0	7.7	7.3	8.7
	非製造業	5.4	▲5.6	▲0.8	▲0.4	▲0.0
大企業		7.3	1.2	7.4	6.6	7.7
	製造業	7.0	6.2	12.9	11.8	12.0
	非製造業	7.4	▲1.6	4.2	3.6	5.0
中小企業		2.6	▲14.9	▲9.3	▲6.7	▲5.8
	製造業	17.2	▲6.1	▲3.0	▲0.1	0.8
	非製造業	▲4.4	▲20.1	▲13.0	▲10.5	▲9.0

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

全産業ベースでは同+2.4% (図表 10, 12) で、こちらも前年同時期の同+8.5%を大きく下回った。18年度の大規模・製造業の設備投資の実績は同+7.0%、全規模全産業は同+6.6%だったことから、現時点では、19年度の実績がこれを上回るのは難しくなってきた状況にある。米中摩擦の混迷に伴い、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を示している。

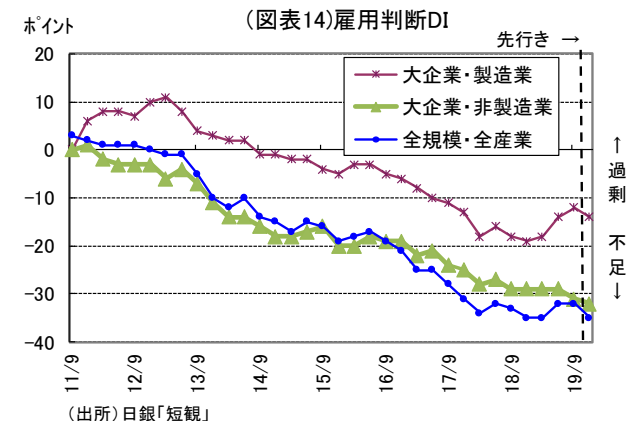
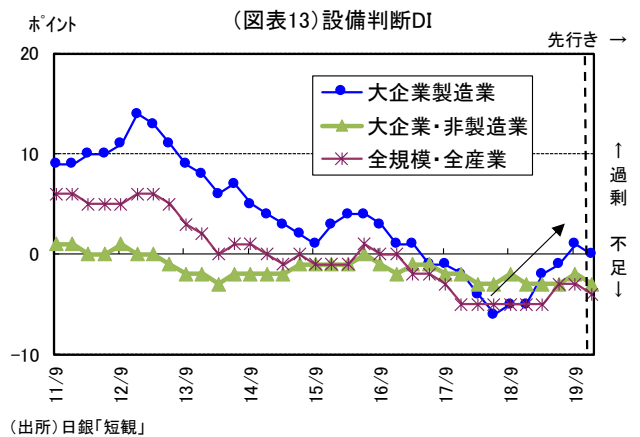
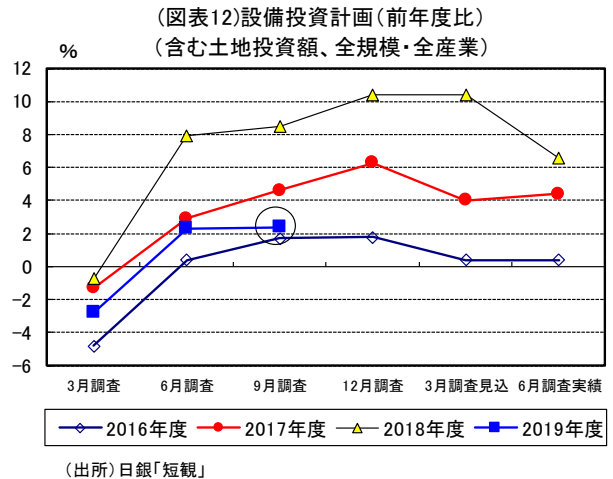
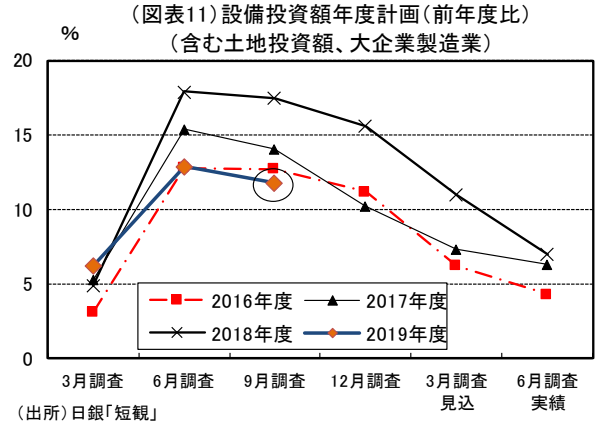
生産・営業用設備判断 DI も、大企業・製造業が2ポイントの上昇 (低下なら不足方向、上昇なら過剰方向)、大企業・非製造業では1ポイントの上昇となっており、特に大企業・製造業において設備の需給が緩み始めている様子が見える (図表 13)。今後も合理化・省力化需要が一定程度設備投資を下支えすると考えられるものの、米中交渉の行方如何では、企業の投資マインドが想定以上に冷え込む可能性には注意が必要である。

**雇用のひっ迫は続く**

雇用人員判断 DI (過剰-不足) は、大企業・製造業で▲12と、6月調査から2ポイントの上昇、大企業・非製造業は▲31で、逆に2ポイントの低下となった (図表 14) (数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和)。全規模・全産業ベースでは▲32と、6月調査から横ばい。雇用の需給は製造業では若干緩んでいるものの、非製造業ではひっ迫が続いている様子が示されている。ただ、先行きに関しては、大企業・製造業は2ポイントの低下、大企業・非製造業は1ポイントの低下と、いずれも低下している。非製造業では特に中小企業の人手不足感が強いこともあり (先行きは4ポイントの低下)、全規模・全産業ベースの先行きは3ポイントの低下となっている。業況感が悪化を続けるなかでも、人手不足の状況に大きな変化はない。

**日銀は追加緩和に動くか**

今回の日銀短観では、大企業・製造業の現状判断 DI が予想ほどは悪化しなかったが、先行きまで含めれば、持続的な業況悪化が予想されている点に変わりはなく、市場が好感するほどの内容ではない。当面は、米中閣僚協議の行方のほか、消費



増税後の個人消費の動向、ブレジット等のイベントが注目される。大企業・製造業の下期の想定為替レートは108.50円/ドルと、足元の水準より若干円安となっていることから、10月末にかけて円高に振れた場合は業況悪化につながりやすい。日銀は、前回の金融政策決定会合で、ある意味臨戦態勢にあることを示している。実際に動くかどうかは月末までの為替相場の動向次第だが、足元では米国の経済指標が悪化しているほか、主要国の株価も軟調な推移に転じるなど、相場のリスクオフムードが高まりつつある。日銀にとっての、追加緩和のトリガーになるような為替相場の水準は、従来考えられていたより甘くなっているとみるのが妥当で、10月末の決定会合で、マイナス金利の深堀り等の追加緩和に動く可能性が次第に高まってきている。（担当：小玉）

緩やかな回復が見込まれる米住宅投資

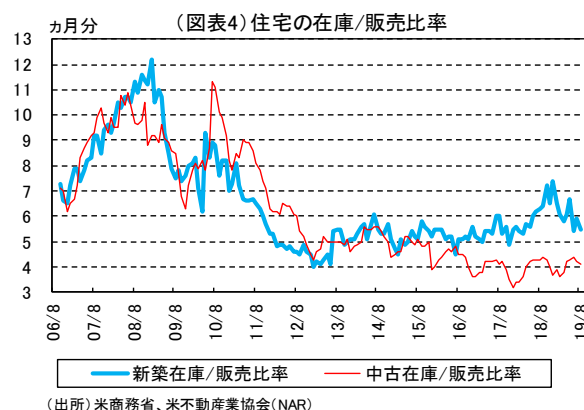
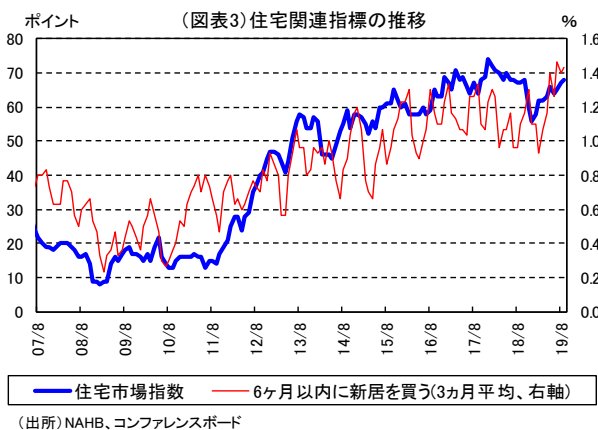
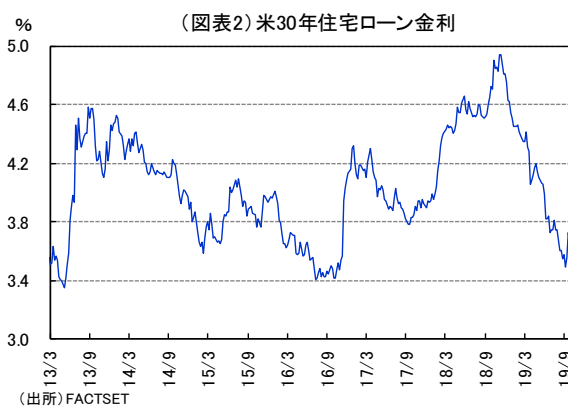
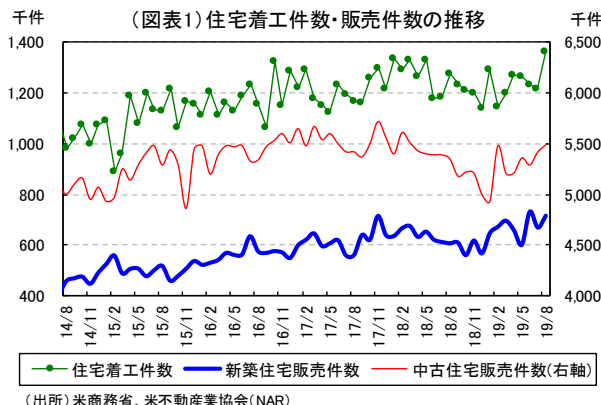
米国で住宅市場の持ち直しが続く

8月の米住宅着工件数は前月比+12.3%と4ヵ月ぶりにプラスに転じ、過去3ヵ月間で落ち込んだ以上の伸び幅を示した。同月の新築住宅販売件数が同+7.1%、中古住宅販売件数も同+1.3%と揃って増加しており、足元の住宅市場が堅調に推移している様子がうかがえる(図表1)。これら3指標は年末年始ごろを底に増加基調をたどっている。FRB(米連邦準備制度理事会)の金融政策スタンスが緩和方向へ転換し、住宅ローン金利が大きく低下した効果が顕在化していると考えられる(図表2)。

今後も住宅市場は持ち直し傾向が続く可能性が高い。住宅着工件数に先行するとされる住宅着工許可件数が前月比+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(図表3)。加えて、新築・中古住宅の在庫過剰感を示すとされる在庫/販売比率も、過去と比較して低水準で推移している(図表4)。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、今後はプラスに転換すると予想する。

引き続き低金利が下支え要因に

米国において、住宅ローン金利の低下による住宅着工件数の押し上げ効果はどの程度続くのだろうか。ベクトル自己回帰(VAR)モデルを用いて、住宅ローン金利が低下した場合の住宅着工へのインパルス・レスポンスをみると、およそ2ヵ月後に顕在化し始め、約7ヵ月後にピークを迎えることがわかる(図表5)。前掲図表2のとおり、住宅ローン金利は昨年末ごろをピークに低下基調に転じたことを踏まえると、今年の春先ごろから住宅着工を押し上げ始め、夏場ごろに押し上げのピークを迎えたことになる。もっとも、住宅ローン金利は足元まで低下基調が続いていることから、住宅着工件数は少なくとも来年の春先ごろまでは堅調





に推移する可能性が高い。

**労働力不足が住宅投資の重しに**

一方で供給面での制約が住宅投資の重しとなりそうだ。全米住宅建設業協会（NAHB）が会員に対して行なった調査によれば、建設労働者や住宅用地の確保が困難さを増している状況が浮き彫りとなっている。

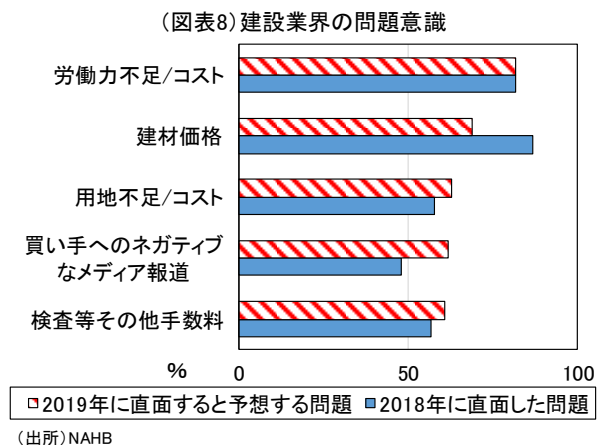
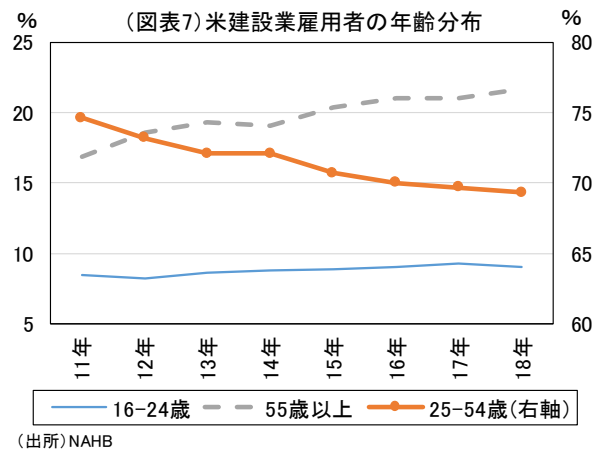
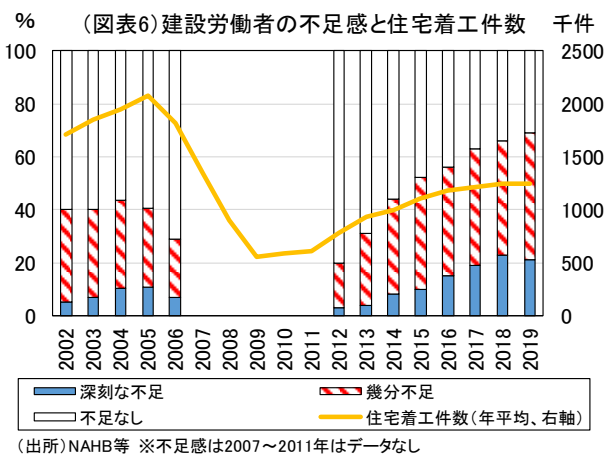
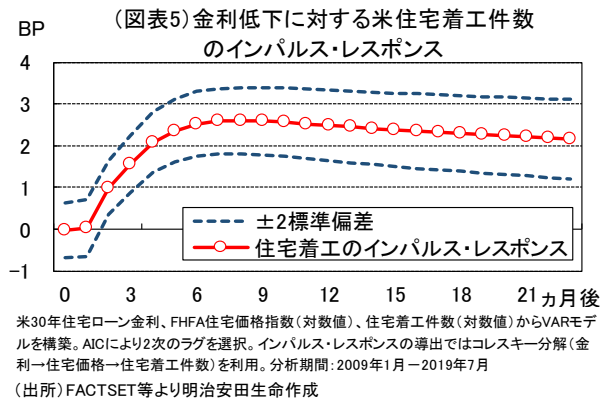
まず、労働力については、「深刻に不足している」もしくは「幾分不足している」と回答した企業割合が年々上昇傾向をたどっており、直近では約7割に達しつつある（図表6）。足元の住宅着工件数は、サブプライム・ローン問題が顕在化する前の、住宅市場がきわめて好調だった時期に比べると依然低水準で推移しているのに対し、企業の労働力不足感は当時よりも高くなっている。昨今の雇用環境の改善により、事業者が思うように労働者の量を確保できていない様子が見えてくる。

また、建設業界に従事する労働者の年齢構成をみると、25-54歳の働き盛りと考えられる層のウェイトが減少する一方、55歳以上のウェイトが増加している（図表7）。単に高齢化の影響が顕れているだけでも考えられるが、住宅バブル崩壊以後、経験を積んだ労働者が建設業界から他業界へ転職した結果、質の面でも労働力不足に直面している可能性がある。

**用地不足も制約要因に**

用地不足も住宅投資の制約となっている可能性が高い。同じくNAHBが行なった調査によれば、会員の約65%が住宅用地の供給量が「非常に少ない」あるいは「少ない」と回答しており、2018年には1997年の調査開始以来、最も高い比率となっている。会員企業が「2019年に直面すると予想する重大問題」として、3番目に用地不足が選ばれており、2018年よりも問題意識が高まるとの見方になっている（図表8）。

今後の住宅投資は低金利を背景に持ち直し傾向が続くものの、こうした供給面での制約が重しとなり、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。（担当：大広）



## 財政出動に傾くユーロ圏

### 製造業不況に歯止めがかからず

ユーロ圏景気は減速色を強めている。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%と、1-3 月期の同+0.4%から減速した（図表 1）。世界景気の減速による輸出の低迷のほか、米中貿易摩擦やブレグジットを巡る不透明感が企業の投資マインドの下押し圧力となっている。国別に見ると、ドイツが同▲0.1%と、3 四半期ぶりのマイナス成長となったほか、多くの主要国で成長率が軒並み鈍化している。月次データで7月以降の状況を見ても、景況感指数が鉱工業を中心に大きく低下しており、製造業不況に歯止めがかからない状況にある（図表 2）。これまでは、雇用が堅調に推移していることが個人消費の下支えとなっていたが、足元ではドイツで求人数が減少するなど、懸念材料は増えつつある。

### ECB は金融緩和に踏み切ったが

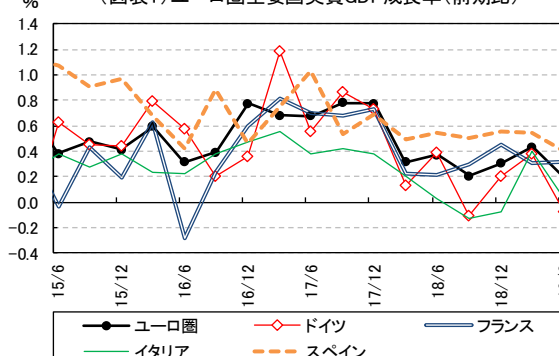
こうした状況を受け、ECB（欧州中央銀行）は、9月12日の理事会で、利下げやフォワードガイダンスの修正、中銀準備預金の階層化、資産買入れプログラムの再開などからなる金融緩和措置を発表した（図表 3）。今回に関しては事前の市場予想を上回る規模との評価が可能だが、預金ファシリティ金利が▲0.5%まで引き下げられたことで、さらなる利下げを行なっても副作用を上回る効果を得るのが難しくなっているほか、資産買入れについても各銘柄の33%が保有上限とされている以上、一段の拡大には限界がある。

ドラギ総裁自身も、9月理事会後の記者会見で「今後は財政政策が中心となるべき」、「財政出動余力がある国については効果的に、速やかに行動すべき」、「オランダ政府による500億ユーロの投資プログラムはタイミングが良い」と、財政出動の必要性について繰り返し述べている。

### ドイツ・オランダに財政出動の余地

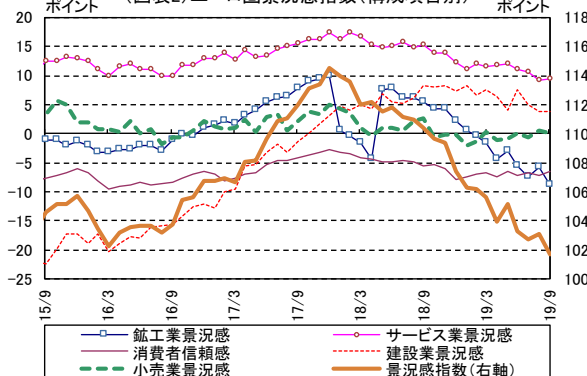
ユーロ圏では、ユーロ導入資格を規定したマースリヒト条約の収斂条件の一つに財政規律（政府債務残高/GDP比60%以内、財政赤字/GDP比3%以内）があり、ユーロ加盟諸国の財政状況の悪化に対し、欧州委員会が是正措置を勧告できる体制となっている。最近では、6月にイタリアに対して

（図表1）ユーロ圏主要国実質GDP成長率（前期比）



（出所）ユーロスタット

（図表2）ユーロ圏景況感指数（構成項目別）



（出所）欧州委員会

（図表3）9月のECB理事会で発表された金融緩和措置

- ① **利下げ**  
預金ファシリティ金利を▲0.4%から▲0.5%へ引き下げ、主要リファイナンス金利(0.0%)、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
- ② **フォワードガイダンスの変更**  
「少なくとも2020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
- ③ **準備預金の階層化**  
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
- ④ **資産買入れプログラムの再開**  
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
- ⑤ **TLTRO IIIの条件緩和**  
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シリティ金利(現在: ▲0.5%)での借入れが可能に

（出所）ECBより明治安田生命作成

勧告が実施された。過去のプライマリーバランスの推移を見ても、ユーロ圏では、2010年代を通じて米国や日本よりも緊縮的な財政スタンスがとられてきたことが分かる（図表4）。

これまでの緊縮措置により、ユーロ圏主要国では財政状況が大きく改善している。ユーロ圏主要国の2018年の財政赤字幅を5年前の2013年と比較すると、主要国の多くで縮小ないし黒字転換が確認できる（図表5）。政府債務残高（対名目GDP比）についても、アイルランド（119.7%→64.8%）が目覚ましく改善しているほか、ドイツやオーストリアもほぼ60%に接近、オランダでは収斂条件内に収まっている（図表6）。

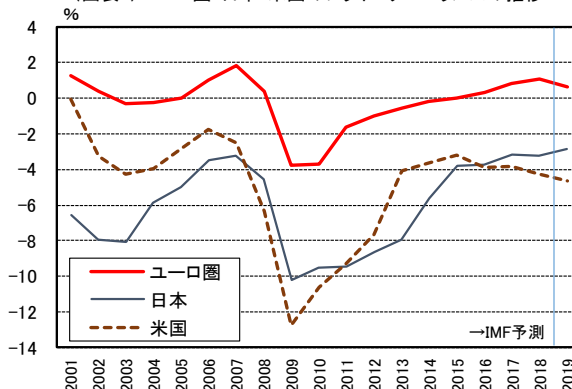
2019年6月に欧州委員会の助言機関である欧州財政委員会（EFB）から発行されたレポートによれば、2019年の財政収支見込みと2033年の収斂基準（政府債務残高/GDP ≤ 60%）の達成を前提とした場合、2020年については、ドイツ、オランダ、オーストリア、アイルランド、マルタなどの国で、財政スタンスを拡張的なものへと変更することが可能とされている。追加で可能な財政支出幅は、ドイツの場合GDP比1%ポイント強、オランダでも0.5%ポイント強とされており、両国を中心に財政支出の拡大が期待される。さらに、EFBは2020年から60%の債務残高ルールの運営を中期的目標のみとするべきと提案しており、実施されれば財政支出拡大へのハードルは大きく低下する。

ドイツの場合、憲法により、財政赤字をGDP比0.35%以下に抑制することが求められている点も財政出動の障壁となる。ただ、不況下では例外として財政赤字幅を拡大することが可能であるとも規定されている。ドイツでは7-9月期がマイナス成長となった場合、2四半期連続のマイナス成長となり、テクニカルには景気後退と認定できるため、次年度予算では憲法を改正することなく財政赤字の拡大が実施できる可能性もある。

**政策効果は年明け以降**

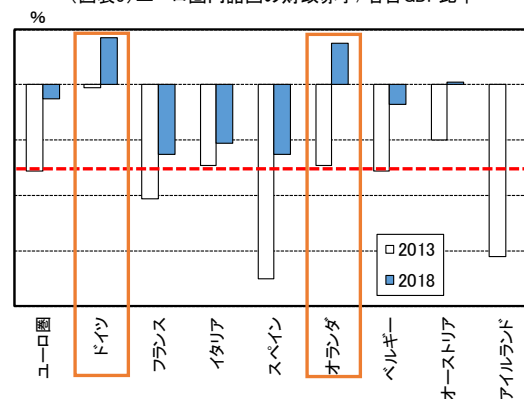
欧州諸国では現在、2020年予算が審議されている段階にある。すでに予算を公表したフランスでは、計109億ユーロ規模の所得税・法人税減税が実施される。報道では、オランダでも30億ユーロ規模の大規模な給与所得税等の減税と、500億ユーロ規模の投資プログラムの創設が検討されるとされている。域内経済規模が最大のドイツについても、連邦予算外の”shadow budget”によるインフラ投資や気候変動投資にからめた支出拡大が検討されている模様である。今後の議論の動向

（図表4）ユーロ圏・日本・米国のプライマリーバランスの推移



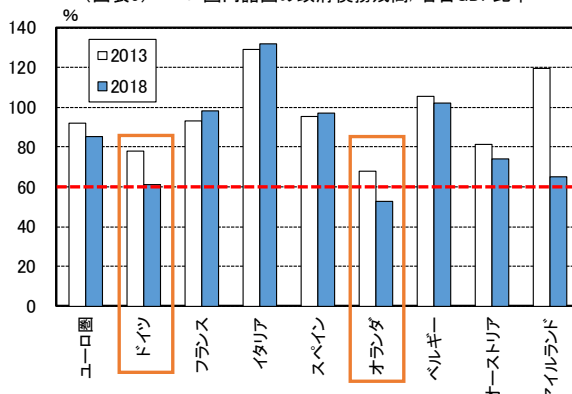
（出所）IMF

（図表5）ユーロ圏内諸国の財政赤字/名目GDP比率



（出所）ユーロスタット

（図表6）ユーロ圏内諸国の政府債務残高/名目GDP比率



（出所）ユーロスタット

次第ではあるが、2020年については、財政出動による景気対策が志向される可能性が高い。もっとも、その政策効果が現れるのは、当然ながら早くても年明け以降である。減税策については、実施直後から効果の発現が期待できるが、公共投資については進捗次第となり、効果の発現にはさらに時間を要する。このため、当面は景気回復のけん引役を欠く状況が続き、ユーロ圏景気の一段の冷え込みが懸念される。（担当：山口）

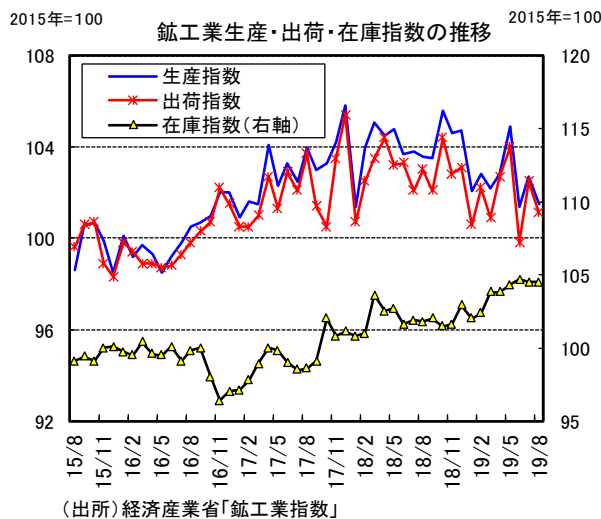


主要経済指標レビュー (9/24~10/4)

《日本》

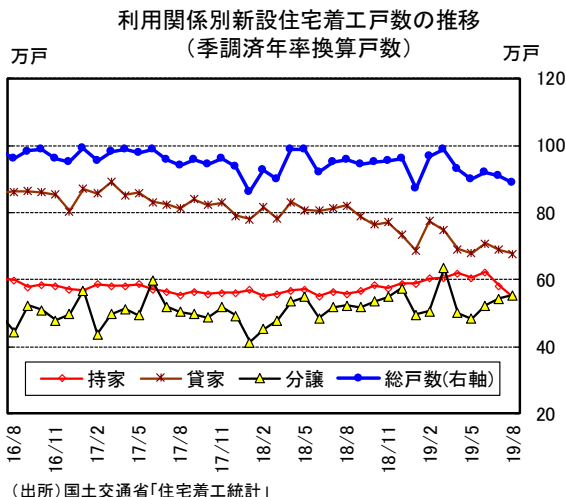
○ 8月鉱工業生産指数 (9月30日)

8月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲1.2%と2ヵ月ぶりのマイナスになった。経済産業省による基調判断は、「生産は一進一退」から「生産はこのところ弱含み」に下方修正された。製造工業予測指数を見ると、9月は同+1.9%、10月は同▲0.5%と一進一退の見通しとなっている。今後については、外需の動向次第だが、カギとなるのは引き続き米中貿易摩擦の行方である。閣僚級協議の再開など一部進展が期待される材料も出てきているが、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、引き続き生産の重しとなり続けよう。



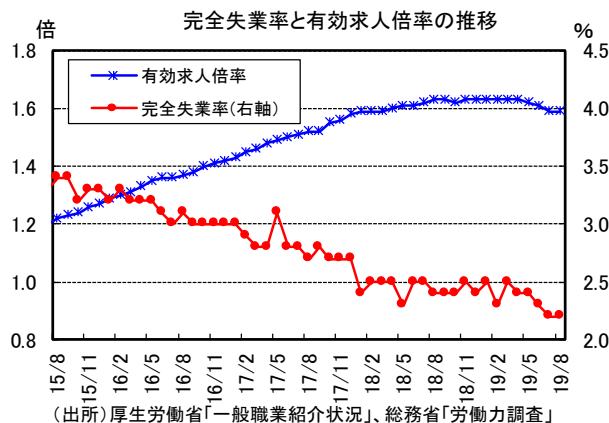
○ 8月新設住宅着工戸数 (9月30日)

8月の新設住宅着工戸数(季調値)は前月比▲2.1%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▲5.6%、貸家が同▲1.7%とどちらも2ヵ月連続のマイナスとなった一方、分譲が同+2.0%と3ヵ月連続のプラスとなった。持家では、注文住宅の経過措置(3月31日までの請負契約完了ならば、消費税率8%適用)による駆け込み需要が押し上げに寄与したが、足元では一巡したとみられる。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。



○ 8月雇用関連統計 (10月1日)

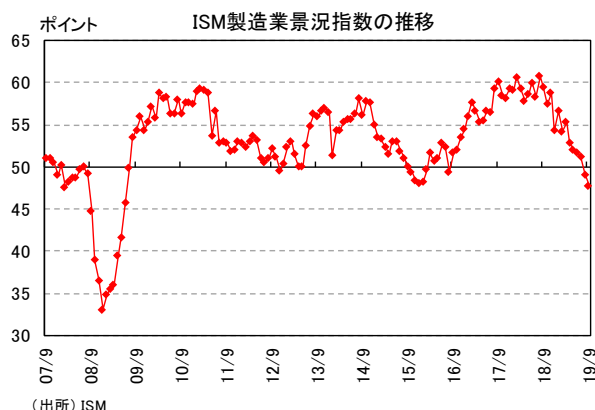
8月の完全失業率(季調値)は2.2%と、前月から横ばい、1992年10月以来、26年9ヵ月ぶりの低さとなった前月の水準を維持した。ただし、就業者の内訳をみると、正規の職員・従業員が前月から▲18万人と、57ヵ月ぶりの減少となった。また、8月の有効求人倍率(季調値)は1.59倍で、前月から横ばい、新規求人倍率(季調値)は2.45倍と前月から+0.11ポイントの上昇となった。グローバル景気については、米中貿易摩擦の激化など先行き懸念が燻っているが、米国中心に緩やかながらも回復基調が続くとみており、雇用市場は底堅い推移が続こう。ただ、賃金の伸びは引き続き緩慢なものにとどまるとみている。



《米 国》

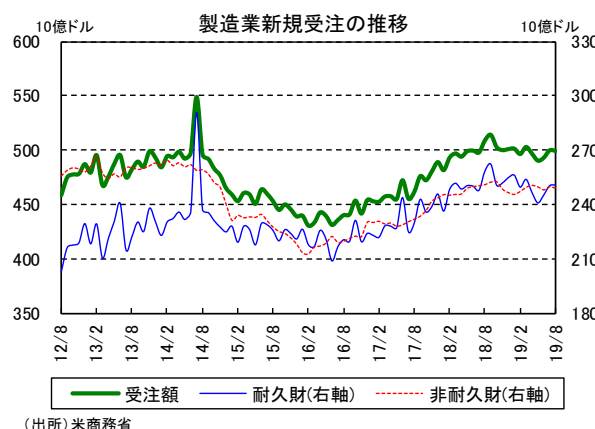
○ 9月ISM製造業景況指数（10月1日）

9月のISM製造業景況指数は47.8と6ヵ月連続で前月比マイナスとなり、好不調の境目とされる50を2ヵ月連続で下回った。世界景気の減速や米中貿易摩擦の激化などを背景に企業マインドの悪化が続いている。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+1.5%成長に相当するとのことである。また、世界貿易が最も重要な問題であり、今月のセンチメントは製造業が短期的な成長に慎重な様子を示しているとしている。構成項目別に見ると、リードタイム以外、生産、新規受注、雇用、在庫が50ポイントを下回った。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いる。米中間の対立が続くなか、企業マインドは今後も冴えない推移が続こう。



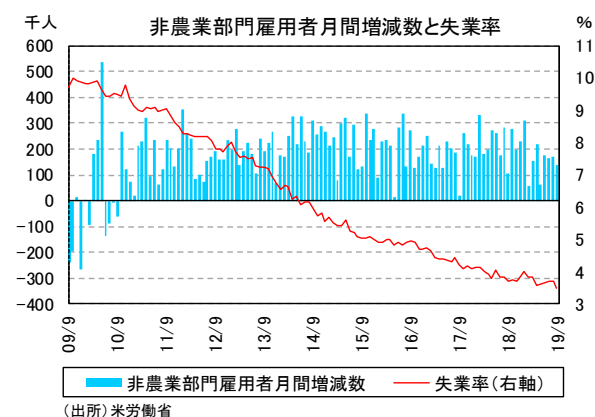
○ 8月製造業新規受注（10月3日）

8月の製造業新規受注は前月比▲0.1%と小幅ながら3ヵ月ぶりに減少した。財別に見ると、耐久財が同+0.2%と3ヵ月連続で増加した。変動の激しい輸送機器が減少したものの、一次金属や電気機器などがプラスとなった。一方で非耐久財が同▲0.3%と2ヵ月ぶりにマイナスに転じ、全体の足を引っ張った。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▲0.4%と小幅ながら4ヵ月ぶりにマイナスに転じた。前年比では▲1.8%と減少基調に転じており、世界景気の減速や米中貿易摩擦の激化による影響が顕在化してきている。今後も米中の対立を背景とした景気の先行き不透明感から、製造業では慎重な活動が続くと予想する。



○ 9月雇用統計（10月4日）

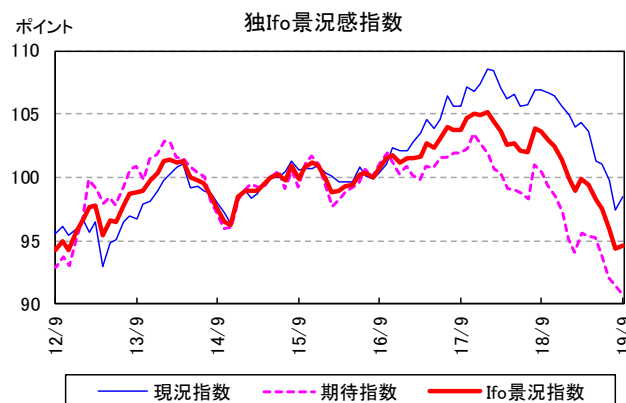
9月の非農業部門雇用者数は前月比+13.6万人と、市場予想の同+14.5万人を下回る一方、7,8月分は合計で4.5万人上方修正された。3ヵ月移動平均では同+15.7万人と新しい労働力の供給を吸収するのに必要とされる10万人増を上回って推移しているものの、2018年平均の同+22.3万人から増勢は鈍化している。失業率は3.5%と1969年12月以来の水準まで低下したが、時間当たり賃金は前年比+2.9%と14ヵ月ぶりに3%台の伸びを下回った。総じてみれば、9月の雇用統計は強弱入り混じる結果だったと言える。米国発の貿易摩擦による影響などから米景気の回復ペースが緩やかになるなか、企業収益も緩慢な伸びにとどまるとみられ、雇用・所得環境の改善は今後も頭打ち傾向が続こう。



《 欧 州 》

〇9月ドイツIfo景況感指数（9月24日）

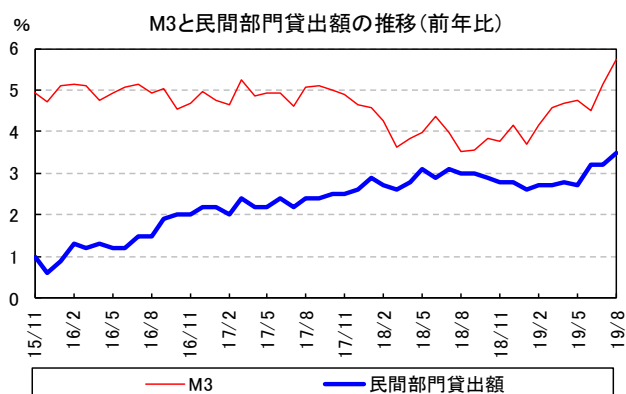
9月のドイツIfo景況感指数は94.6と、6ヵ月ぶりに改善した。内訳では、現況指数が97.4→98.5と、6ヵ月ぶりに改善した一方、期待指数は91.3→90.8と、6ヵ月連続で悪化した。産業別景況感では、サービス業（13.0→16.6）と建設業（21.5→22.2）が改善、製造業（▲6.0→▲6.4）と卸売・小売業（▲2.4→▲3.7）は悪化した。製造業景況感の悪化に歯止めがかからない状況が続いており、今後は製造業不振の他セクターへの悪影響の顕在化が懸念される。米中貿易摩擦は緩和が見込みが多く、世界貿易の縮小が成長の足枷になるとみられることから、ドイツ景気は減速傾向をたどると予想する。



(出所) Ifo経済研究所

〇8月ユーロ圏マネーサプライ（9月26日）

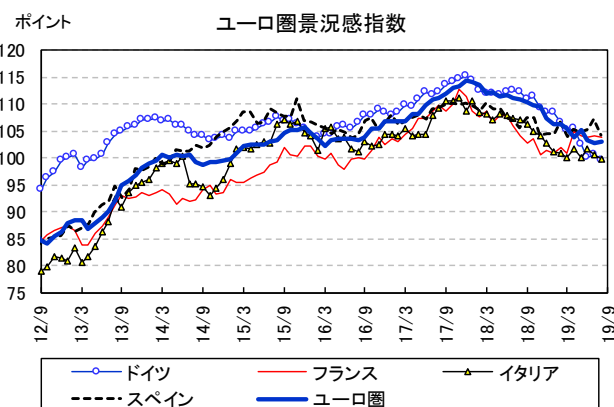
8月のユーロ圏マネーサプライ（M3）は前年比+5.7%と、2ヵ月連続で伸び幅が拡大した。民間向け貸出額（同+3.2%→+3.5%）も2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大。民間向け貸出額の内訳では、家計向け（同+3.2%）は前月と同じ伸び幅となったものの、非金融企業向け（同+3.3%→+3.5%）の伸び幅が拡大した。9月の理事会で、ECBは階層化を伴った利下げや資産買い入れの再開などの金融緩和措置を発表した。ただ、実体経済の弱さに起因するディスインフレーション圧力は今後一段と高まると見込まれ、ECBは来年春までに追加利下げに動く予想する。



(出所) ECB

〇9月ユーロ圏景況感指数（9月27日）

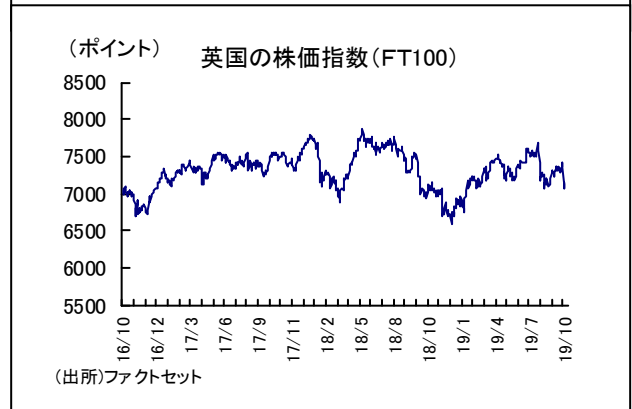
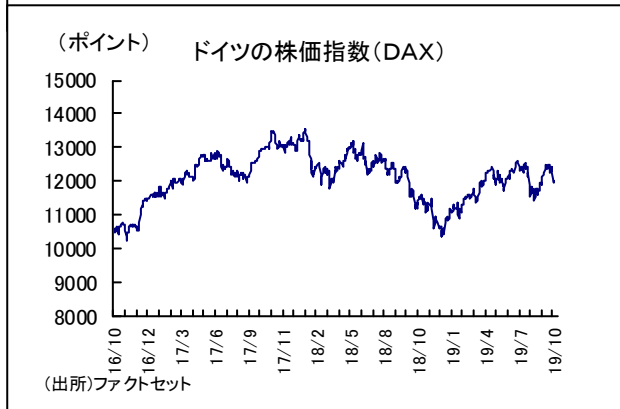
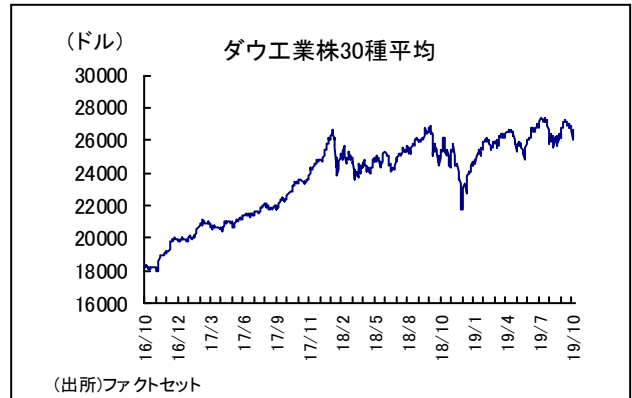
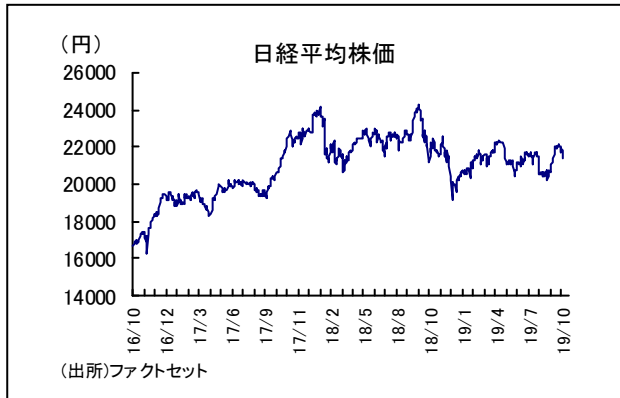
9月のユーロ圏景況感指数は101.7と、8月（103.1）から2ヵ月ぶりに悪化した。構成項目別では、サービス業景況感（9.2→9.5）と消費者信頼感（▲7.1→▲6.5）が改善したものの、鉱工業景況感（▲5.8→▲8.8）、建設業景況感（3.9→3.8）、小売業景況感（0.6→0.1）が悪化し、全体を押し下げた。主要国別では、ドイツ（100.6→99.4）、フランス（104.1→103.9）、イタリア（100.7→99.9）、スペイン（107.3→104.2）と、軒並み悪化している。ドイツの景況感が100を割り込むのは2013年6月以来。今後についても、米中貿易の縮小や中国景気の減速を背景に、ユーロ圏景気には下押し圧力が加わり続けると予想する。



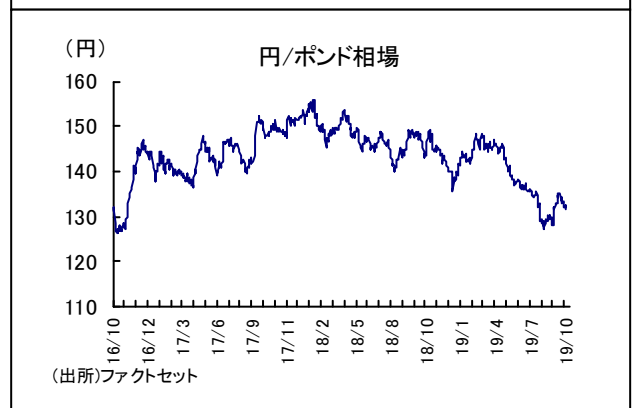
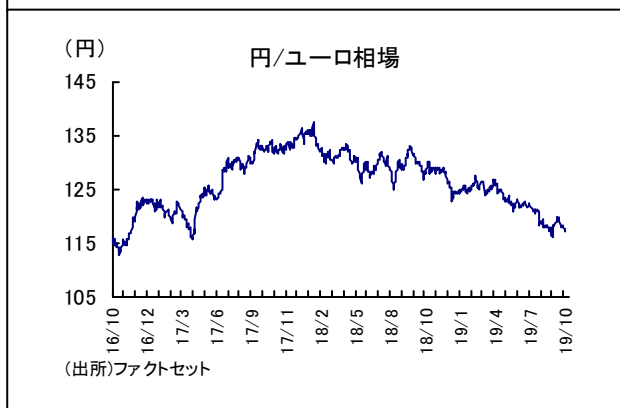
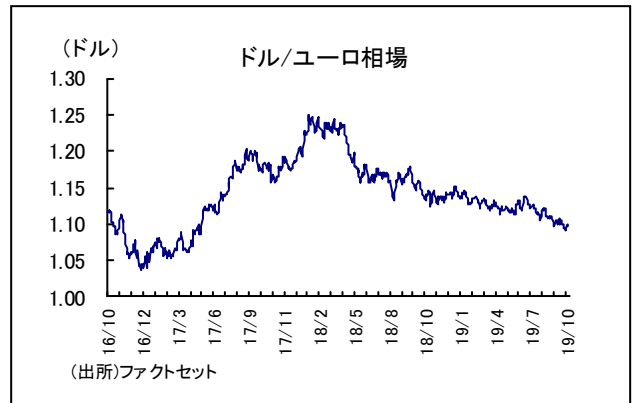
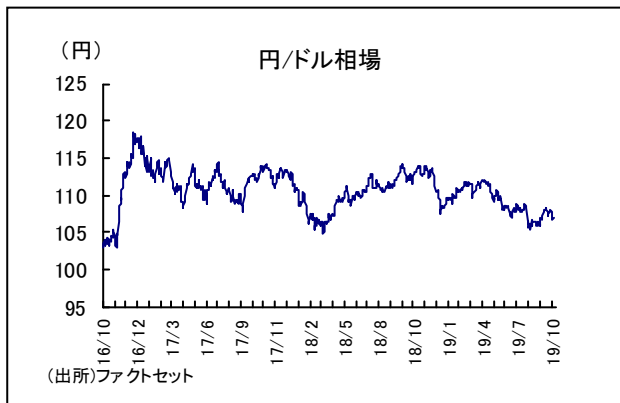
(出所) 欧州委員会

日米欧マーケットの動向 (2019年10月7日現在)

▽各国の株価動向

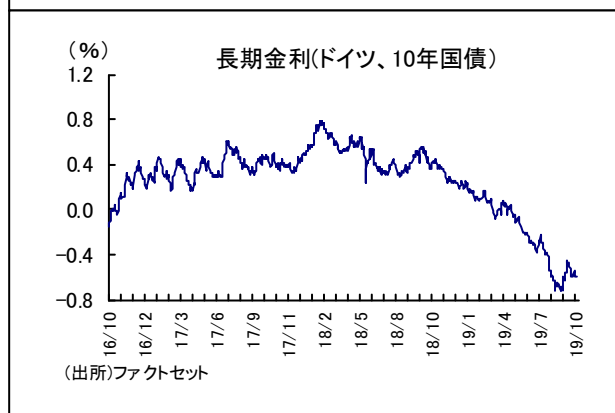
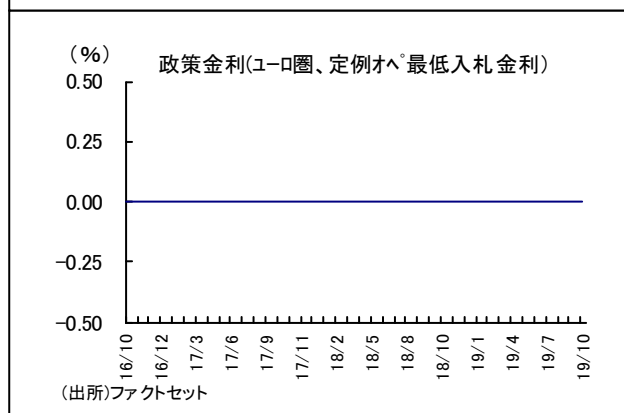
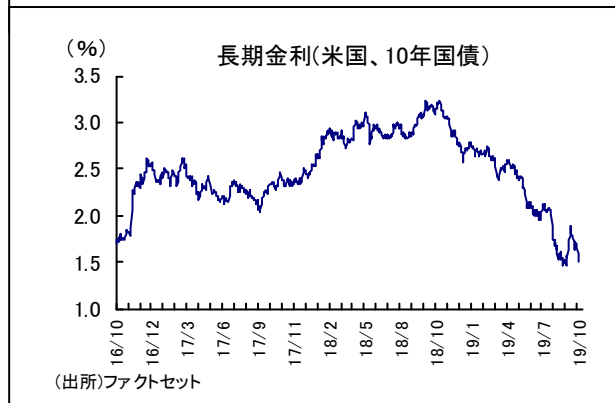
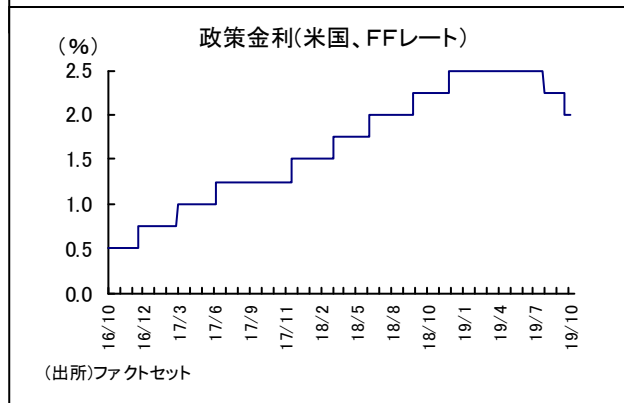
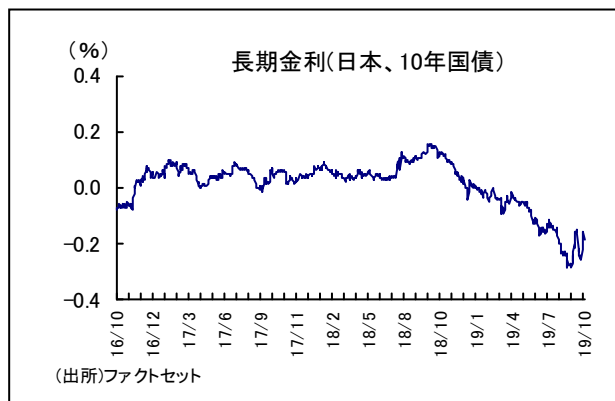
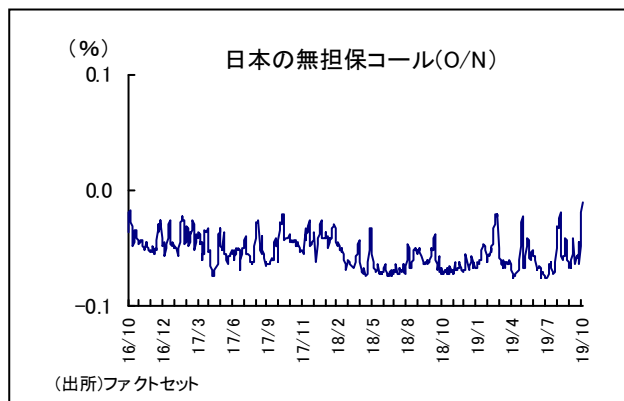


▽外為市場の動向

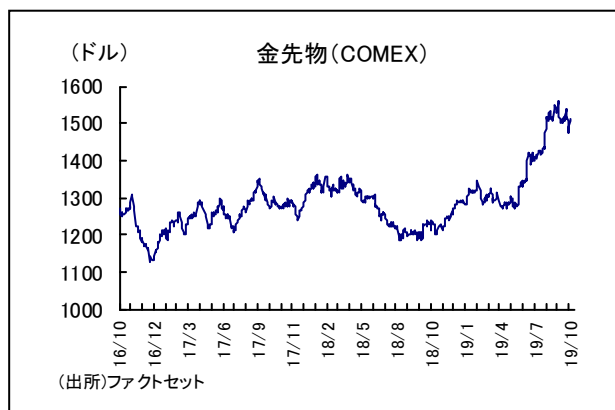
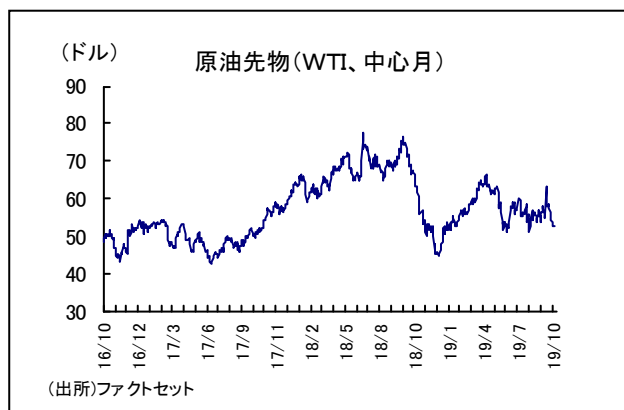




▽各国の金利動向



▽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