一生涯のパートナー
第一生命
Dai-ichi Life Group

第一生命 年金通信

第一生命経済研究所レポート selection

No.2019－94

2019 年 12 月 16 日
団 体 年 金 事 業 部

【四半期特別ﾏｰｹｯﾄﾚﾎﾟｰﾄ】2019 年 12 月以降の市場環境見通し
～世界は再び金融緩和へ～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の嶌峰首席エコノミストが四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者向けに特別レポートを作成しております。

本年金通信では、「2019 年 12 月以降の市場環境見通し～世界は再び金融緩和へ～」をお届けします。是非ご一読下さい。（別添参照）

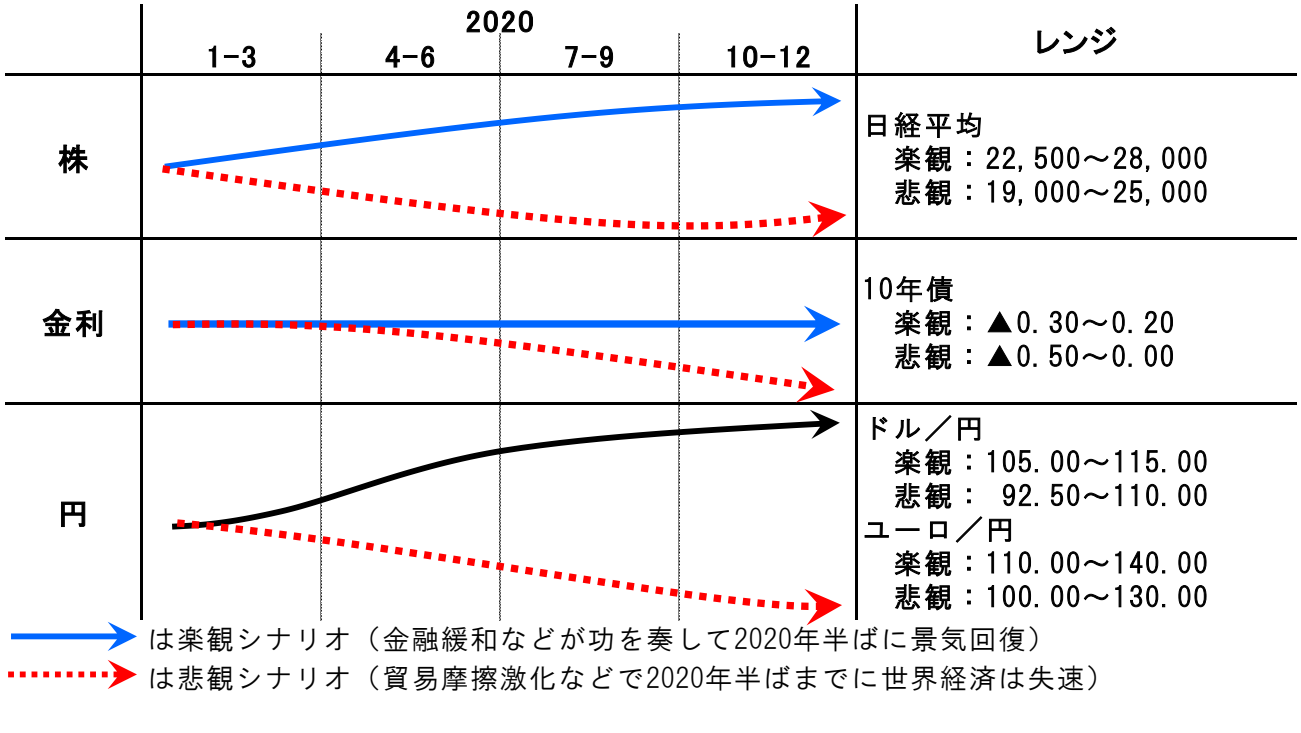
内容

■経済概況：米国・欧州・中国・日本

■トピックス：2020 年の経済・市場環境

■市場見通し：持ち直しの動きに転じる

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



第一生命保険株式会社

DAI-ICHI LIFE RESEARCH INSTITUTE INC.

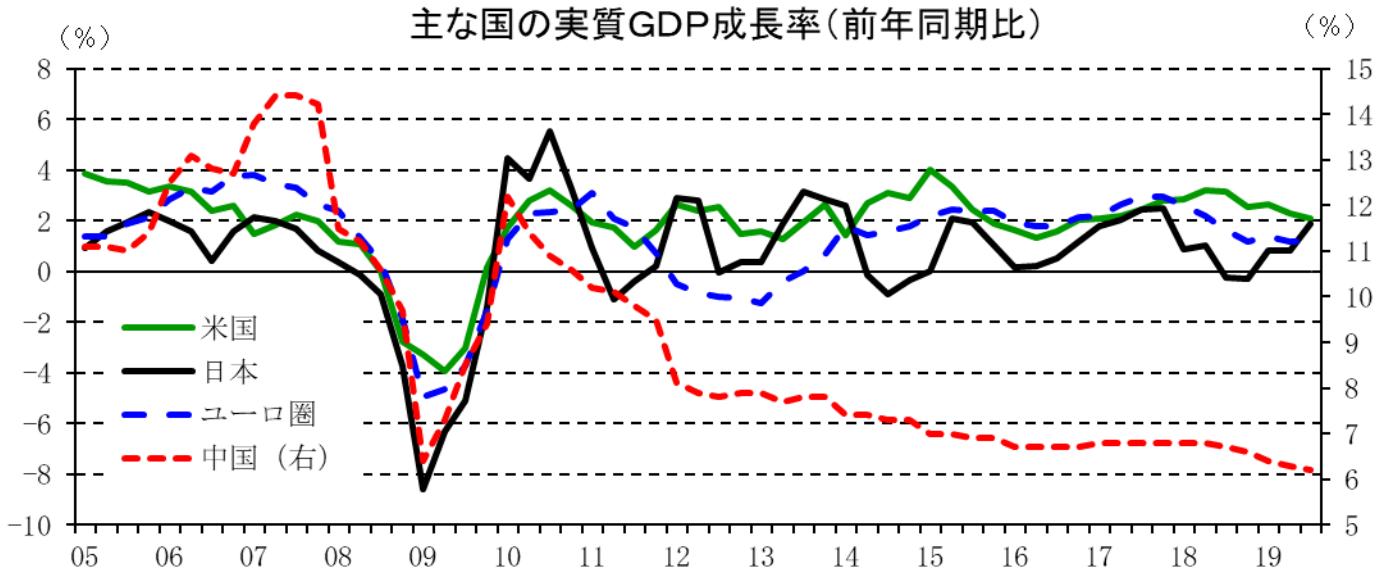
四半期特別マーケットレポート

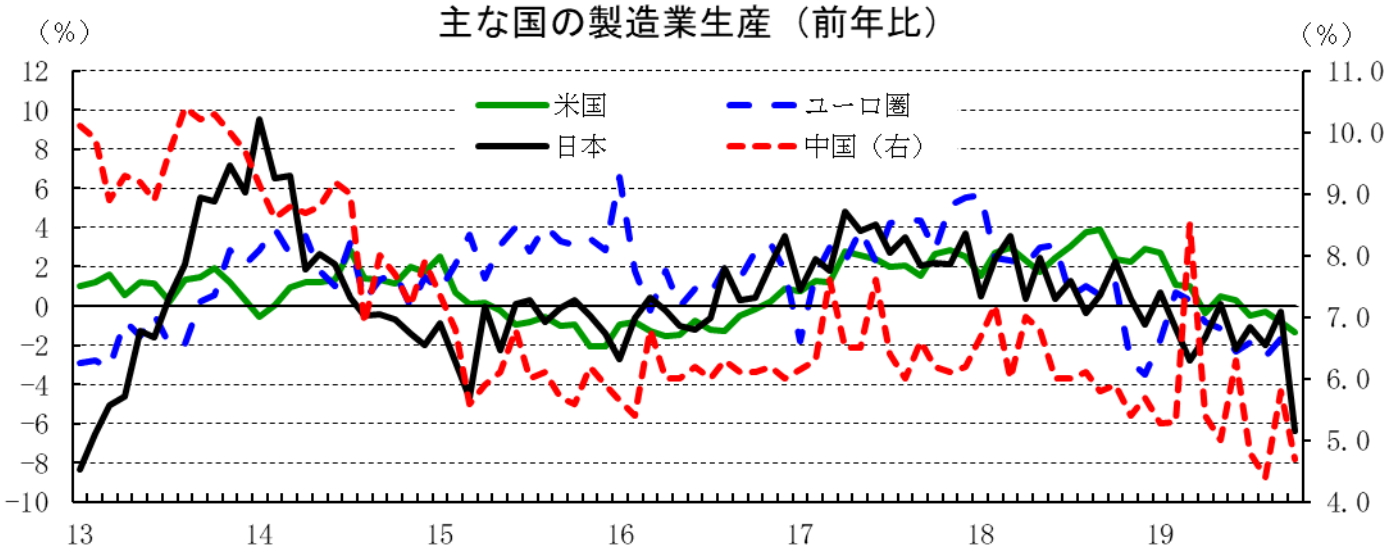
テーマ：**2019年12月以降の市場環境見通し**
～世界は再び金融緩和へ～

発表日：2019年12月16日（月）

第一生命経済研究所　経済調査部
担当　嶌峰　義清　(03-5221-4521)

【世界経済】



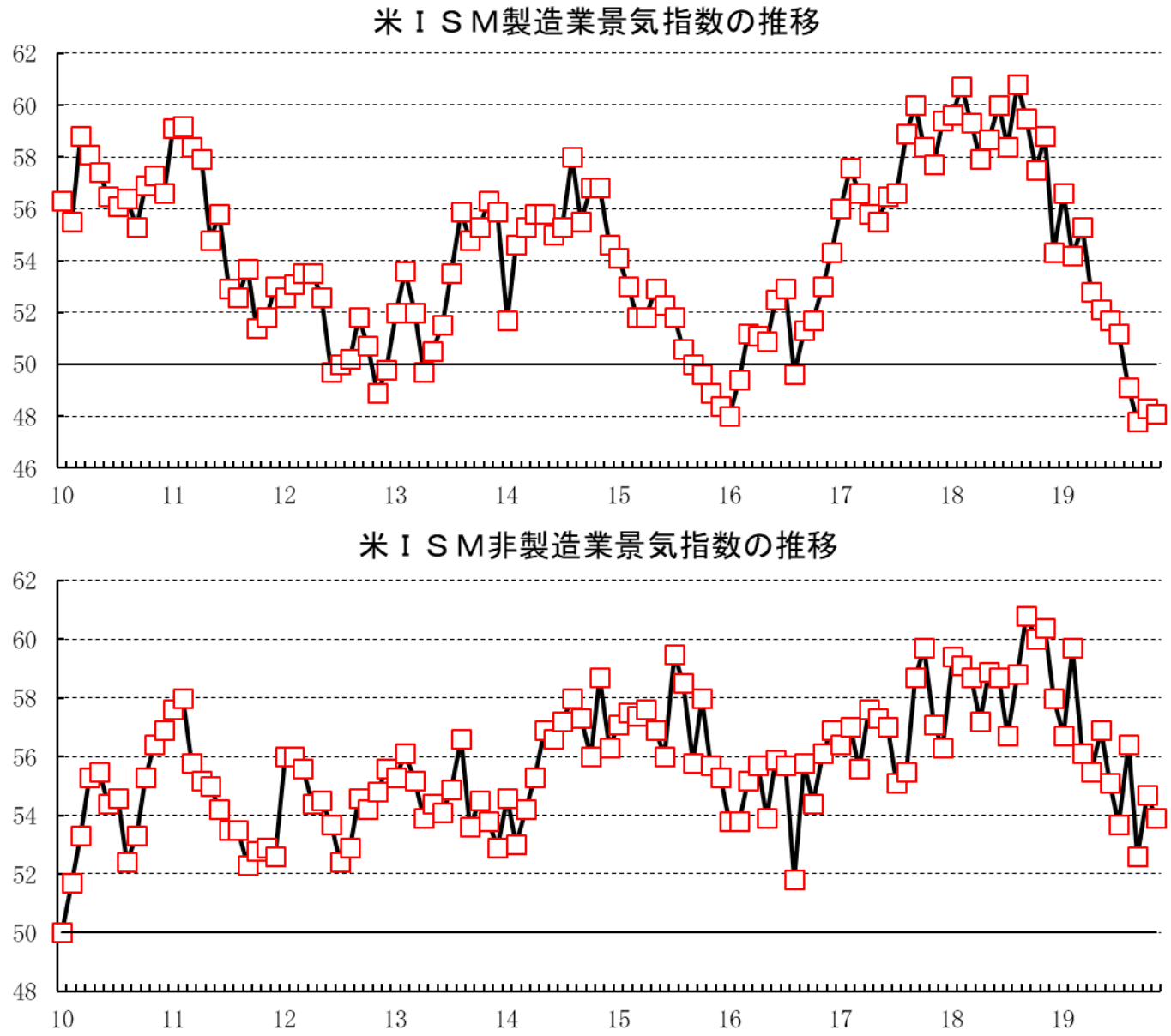


19年7～9月期の主要国の実質ＧＤＰ成長率は、米国で前期比年率＋2.1%（4～6月期：同＋2.0%）、ユーロ圏で同＋0.9%（同＋0.7%）、日本で同＋1.8%（同＋2.0%）、中国で前年同期比＋6.2%（同＋6.3%）となった。米国では14四半期連続で潜在成長率（米議会予算局（CBO）試算によると直近で＋1.8～2.0%程度）を上回る高成長を維持した。同様に、日本やユーロ圏でも拡大基調は維持した。

生産活動については、世界的な減速傾向が続いている。日本では5月連続、米国では4月連続、ユーロ圏では6月連続の、それぞれ前年対比マイナスの伸びとなった。中国でも、基調としては減速傾向が続いている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

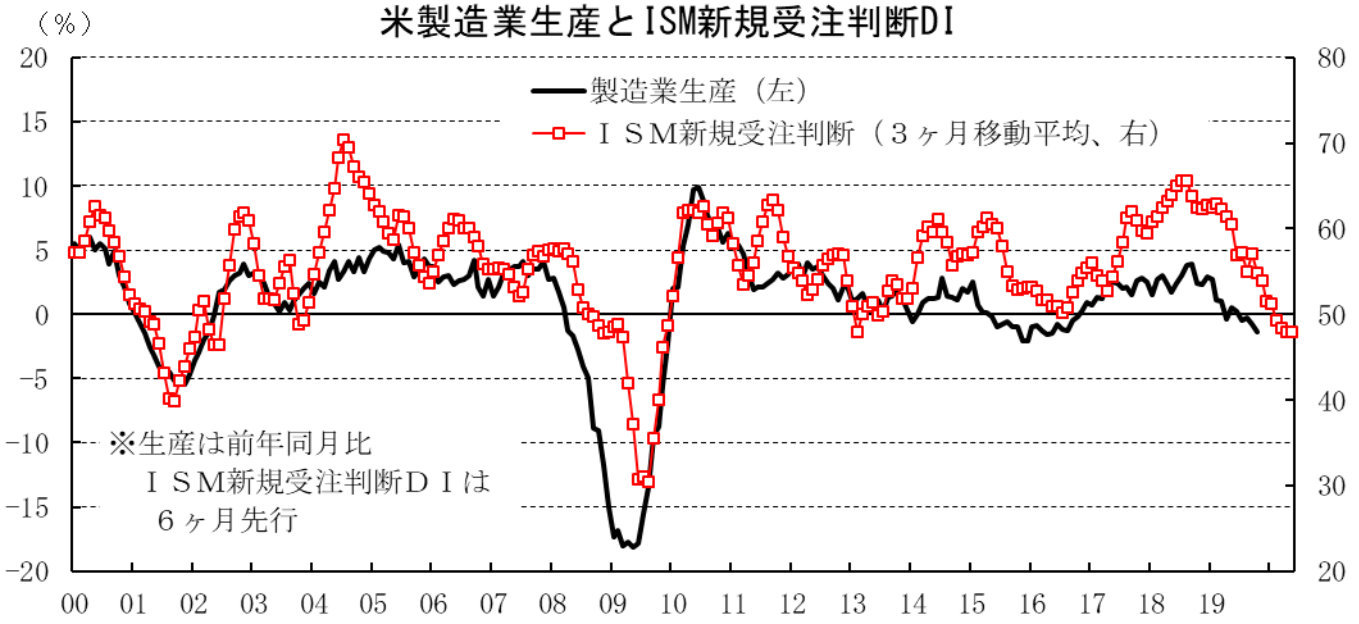
【米国】

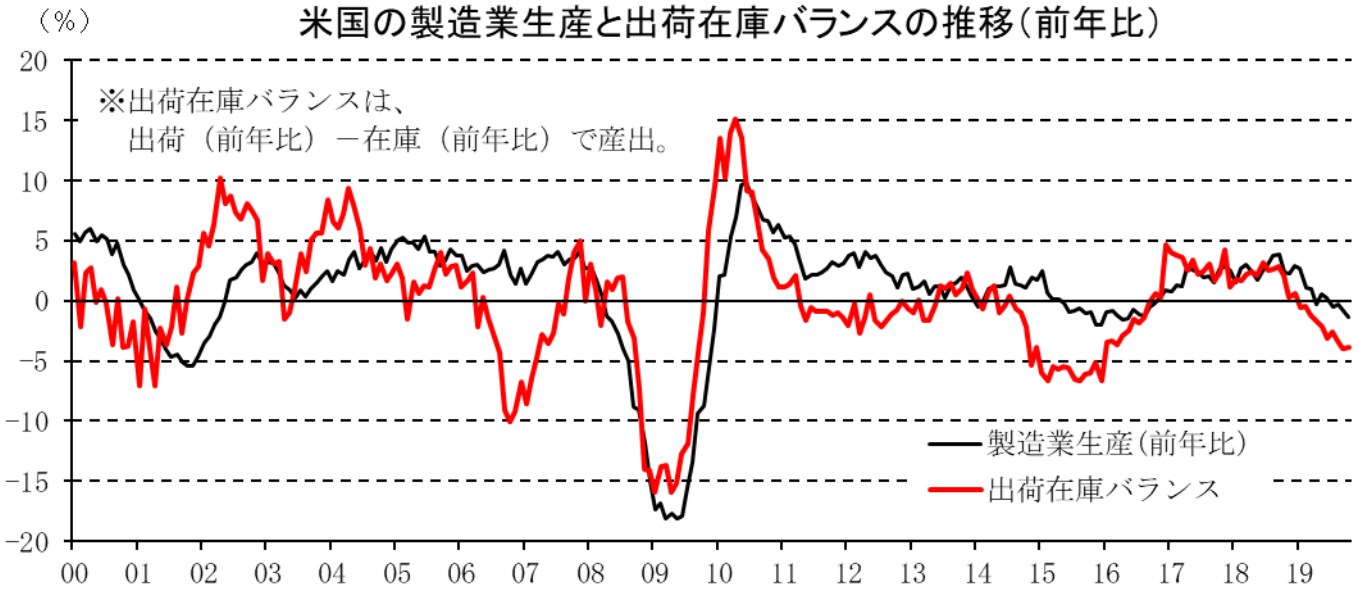


米国のＩＳＭ製造業景況指数は11月には48.1ポイントと、景況感が［良い・悪い］の判断基準の分かれ目となる50を4ヶ月連続で下回った。9月に47.8ポイントまで低下した後は、低下に歯止めがかかっている。ただし、50ポイントを下回っていることで、この夏以降は生産活動の縮小傾向が続いていることが示された。

一方、非製造業の景況指数は11月に53.9ポイントとなった。2010年1月以来判断基準の分かれ目となる50超えが続いている。引き続き、非製造業を取り巻く環境（主に国内個人消費）が好調なことを示唆している。ただし、その水準は一進一退を繰り返しながらではあるものの徐々に低下しており、今後もこの傾向が続くようであれば、雇用環境などにも影響が及んでくる可能性がある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

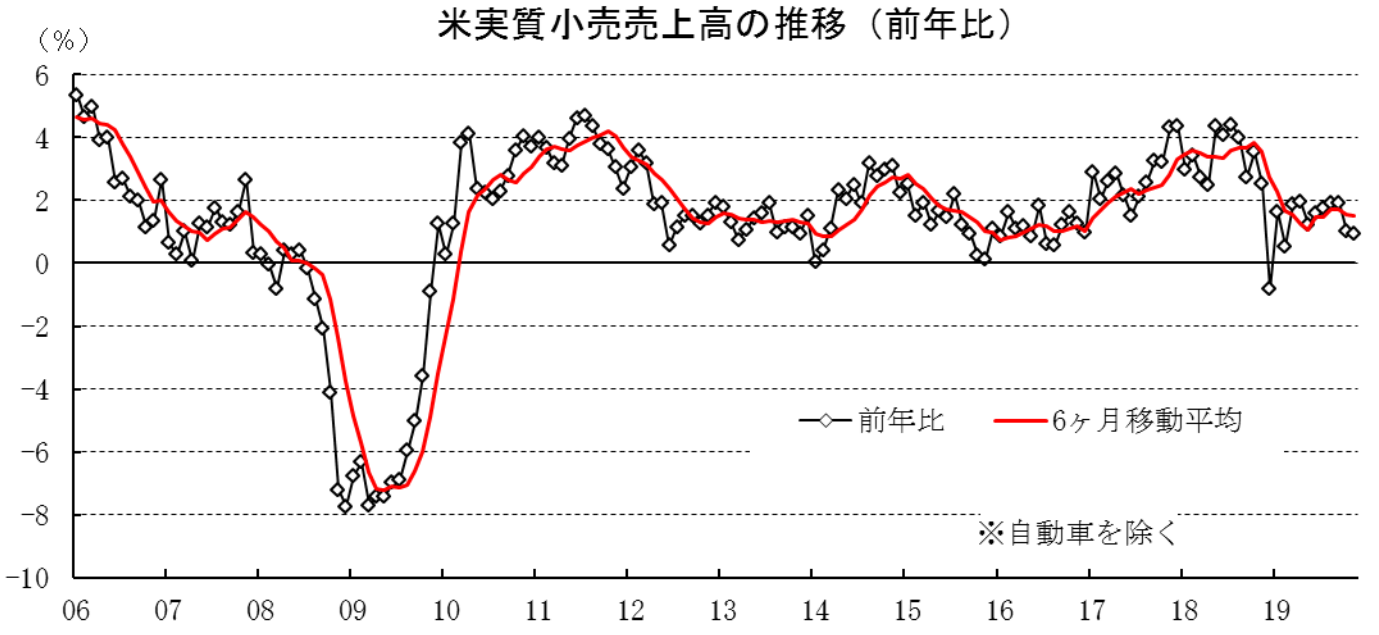




米国の生産活動に半年程度先行する ISM 製造業新規受注判断 DI は 11 月は 47.2 ポイントと、判断基準の分かれ目となる 50 を 4 ヶ月連続で下回った。一方、製造業生産は 10 月には前年同月比▲1.3%と、こちらも 4 ヶ月連続で前年水準を下回った。新規受注判断 DI は生産活動に半年程度先行する性質があることを勘案すれば、来年前半にかけて生産活動の低迷が続く公算が高い。もっとも、新規受注判断 DI を 3 ヶ月移動平均でならして見ると、下げ止まりつつあるようにも見える。今後、一段と水準が低下するようなことがなければ、来年前半中に生産活動も底入れする可能性が出てくる。

出荷在庫バランス（出荷の前年同月比伸び率から在庫の同伸び率を引いたもの）を見ると（下図赤いライン）、10 月は▲3.9 ポイントと 10 ヶ月連続でマイナスとなった。引き続き製造業部門での在庫の伸びは鈍化しているものの、出荷も鈍化傾向を辿っているために出荷在庫バランスの悪化傾向が続いており、生産活動にブレーキをかける要因となっている。これまでのところ、在庫率は緩やかながらも上昇傾向が続いており、10 月には 1.40 ヶ月に達した。前回在庫調整局面となった 2015～2016 年当時のピーク（1.44 ヶ月）を上回ってくるようだと、生産活動にかかるブレーキが一段と強くなる恐れもあり要注意。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

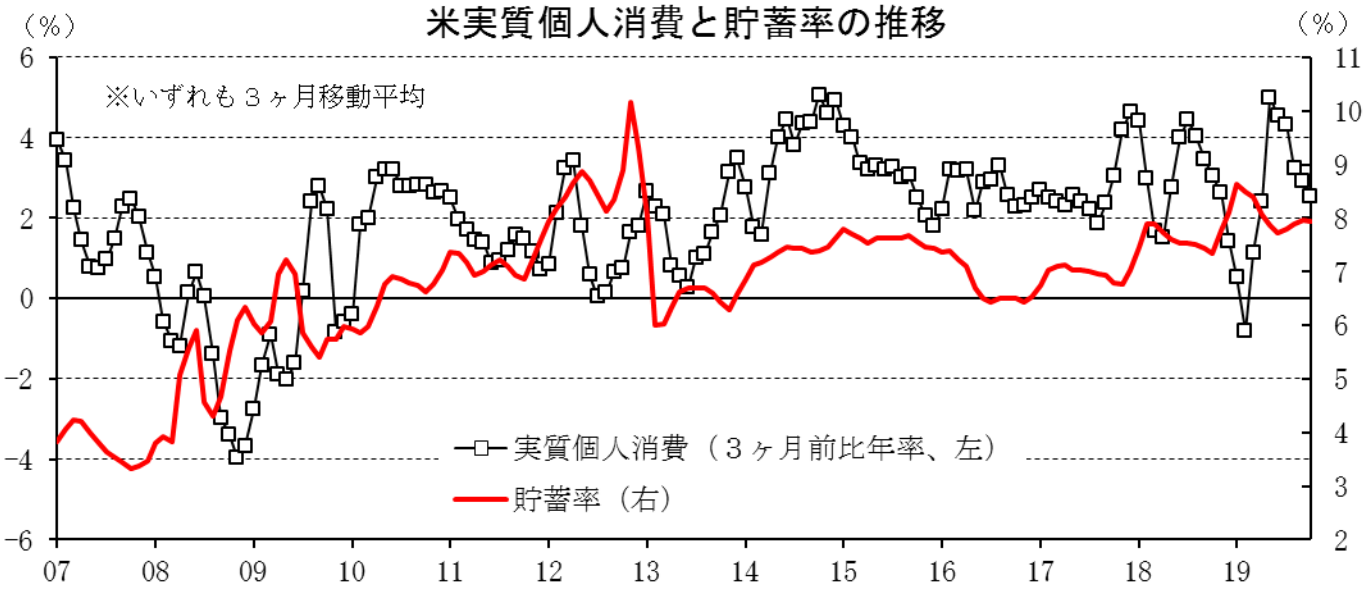


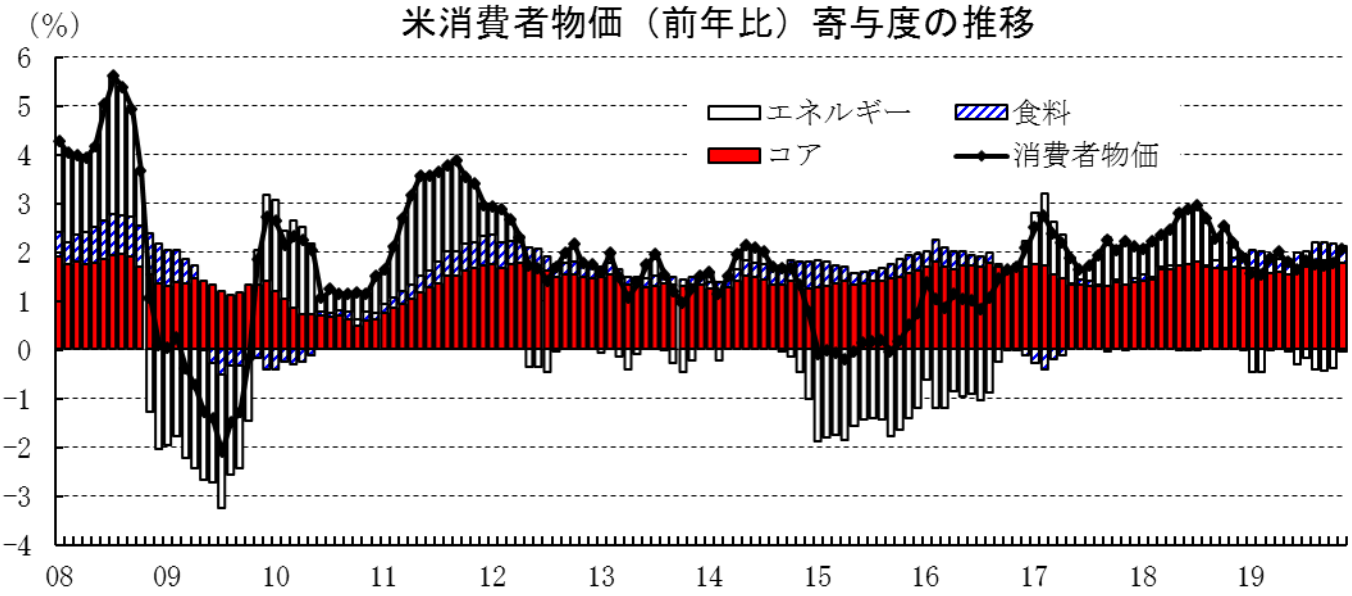


米実質小売売上高（自動車を除く、消費者物価でデフレート）は11月には前年同月比＋1.5%となった（名目ベースでは前年同月比＋3.0%）。この春以降、実質ベースで見た小売売上高の伸びは安定的に推移している。減税によって押し上げられた昨年に比べると伸びは鈍化しているが、減税効果剥落以降でみれば安定的に推移していることからも、消費の実勢は衰えていないと判断される。

自動車販売台数は11月には年率1,709万台となった。ここ1年ほどは1,700万台前後で高止まりでの推移が続いている。一方で、消費者信頼感統計の新車購入計画（向こう半年以内に新車を購入する予定がある人の割合）は、過去数年の中では最も高い水準圏にあるものの、この春以降はやや切り下がってきている。新車の値引き販売の原資となる、自動車メーカーの販売店向け奨励金は過去最高を記録したとの報道もあり、今後の需要の動向は注意深く見る必要がある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

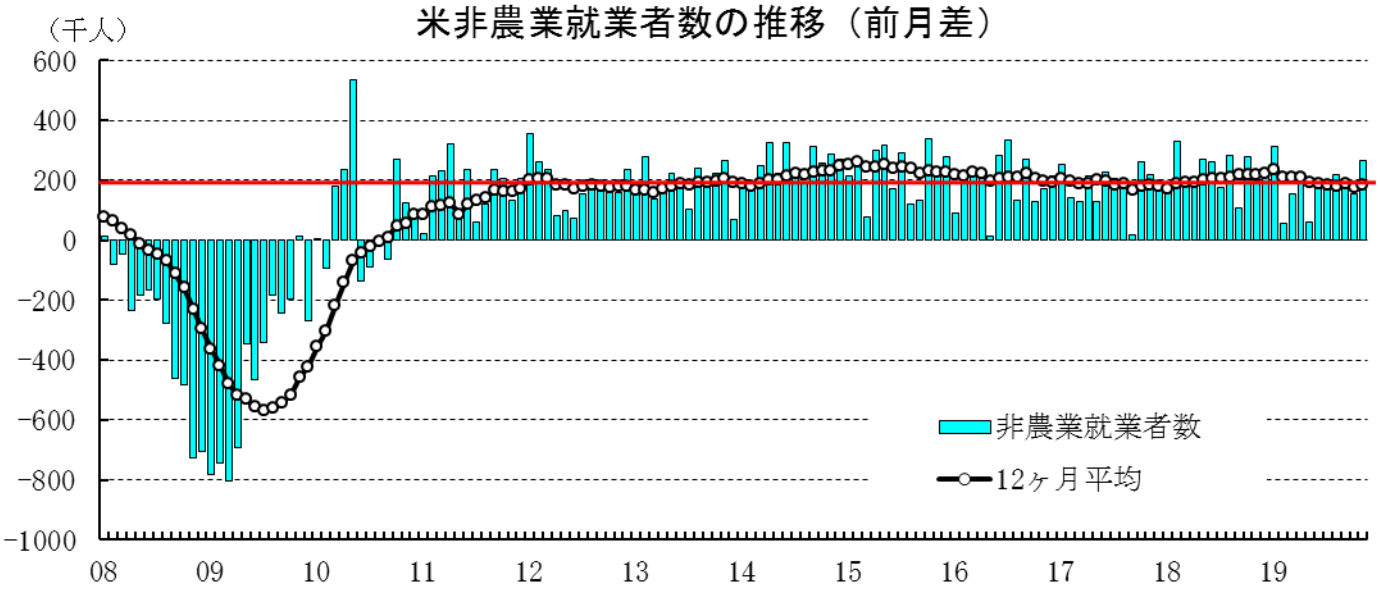




米国の実質個人消費は、10月には前年同月比＋2.3%となった。3ヶ月移動平均・3ヶ月前対比年率（四半期末月の伸びがその四半期の前期比年率ベース伸び率に相当）では＋2.5%と好調な伸びを維持している。所得面に目を移すと、実質可処分所得は10月には同＋2.8%となった。3ヶ月移動平均・3ヶ月前対比年率では＋3.3%と、7月を底に再び加速している。旺盛な消費意欲と金利上昇を背景に前年対比二ケタの伸びが約2年間にわたって続いていた金利支払い費は、今年に入ってからの金利低下を受けて10月には同＋3.8%と急激に伸びが鈍化、可処分所得に対する利払い費の割合も10月で2.19%と6月をピークに低下している。ただし、利払い費比率は、リーマンショック以降でみれば最も高い水準にあり、今後再び金利が上昇基調に転じた場合は消費を抑制する要因として懸念される。

米国の消費者物価は、11月には前年同月比＋2.1%、エネルギーと食料品を除いたコアベースでは同＋2.3%となった。コアベースでみた物価上昇率は2%台前半で底堅く推移しており、とくに夏場以降は＋2.2～2.4%と、今景気拡大局面ではやや高めの伸びとなっている。一方、物価全体の伸びはエネルギー価格が下落していることで、伸び率はコアベースを下回った展開が続いているが、エネルギー価格の下落には歯止めがかかっている。なお、FRBが物価統計の参考指標としている個人消費デフレーター（PCEデフレーター）は10月には同＋1.3%（コアベースは同＋1.6%）と、FRBが目標とする2%を12ヶ月連続で下回った。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。





11月の米雇用統計では、非農業就業者数は前月差＋26.6万人、失業率は3.5%となった。費農業就業者数の直近12ヶ月間の平均増加数は＋18.4万人、直近3ヶ月間では＋21.1万人と、雇用の増加ペースは好調に推移している。雇用環境の好不調を占う指標の一つである自発的失業者率（より良い雇用条件を求めて“自発的に”失業する人が失業者全体に占める割合＝雇用環境が良くなるほど高まる傾向にある）は11月には13.3%、直近3ヶ月平均では14.1%と、高水準での推移が続いている。また、経済的理由によるパートタイマー（経済環境の悪化によってパートタイマーを余儀なくされている人＝雇用環境が良くなるほど減少する傾向が強い）の減少傾向も続いており、足元までのところ雇用環境は良好な状態を保っていると判断される。

ただし、生産活動は減速傾向にあることから、今後は製造業部門では雇用調整圧力が高まってくるおそれがある。製造業の就業者数は、特殊要因もあって10月に急減したあと11月には急増したて実勢が見えにくくなっているが、12直近12ヶ月の平均増加数は鈍化傾向を辿っている。実際の雇用の動きと連動性が高いISM製造業雇用判断DIは、4ヶ月連続で判断基準の分かれ目となる50ポイントを下回り、製造業部門での雇用余剰感が強まっていることを示唆している。今後は、生産活動の調整を背景に、製造業部門の雇用が減少基調に転じる可能性がある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



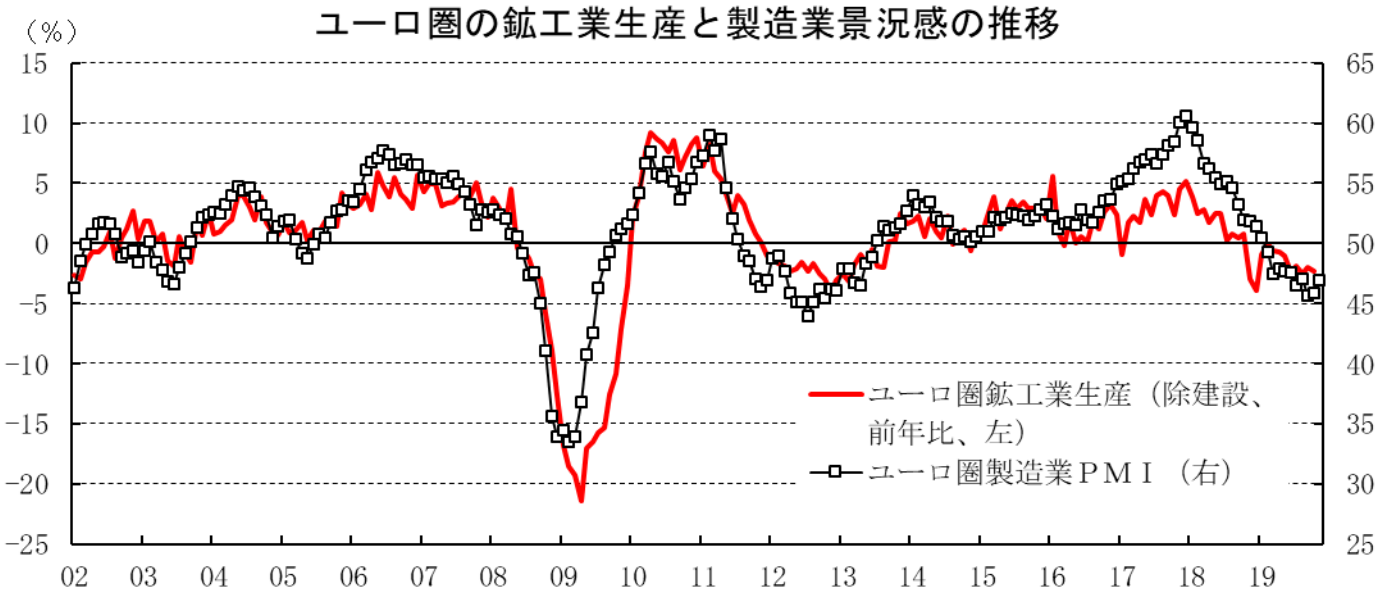


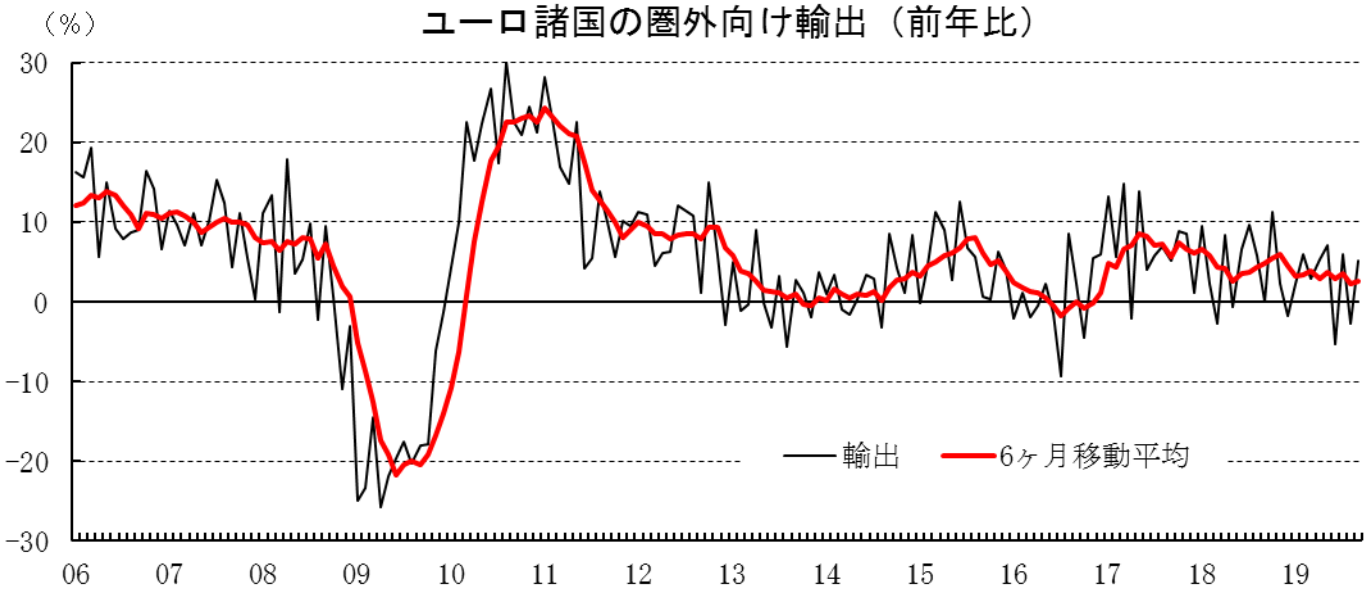
米国の時間あたり賃金（非農業部門）は、11月には前年同月比＋3.7%の上昇となった。また、民間部門に限定した時間あたり賃金の伸びは同＋3.1%となった。民間部門の賃金の伸びはここのところ頭打ちとなっているものの、全体としては逼迫した労働需給を背景に、加速傾向が続いている。

消費者の景況感を示す消費者信頼感指数は、11月には125.5ポイントとなった。ここのところ消費者の景況感の改善には歯止めがかかっているものの、引き続き過去最高水準を維持している。景況感の改善は、消費者の財布の紐を緩める効果があり、消費を取り巻く環境が良好であることを示唆している。今後については、雇用・所得環境は改善の勢いが鈍化する可能性があるものの、好調な状態は維持されると見込まれる。また、金利水準の低下や底堅い株価水準などを勘案すれば、当面は低下に転じる要素が見当たらず、高い水準を維持する可能性が高い。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【欧州】



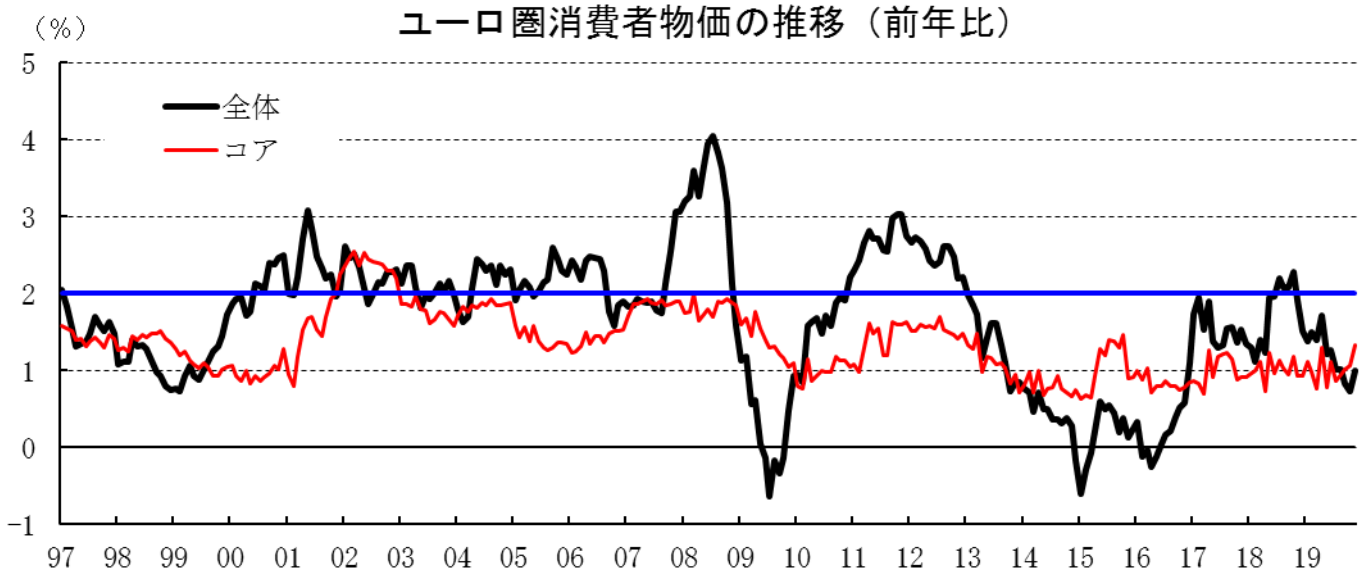


ユーロ圏の鉱工業生産（除建設業）は、10月には前年同月比▲2.4%と8ヶ月連続での前年割れとなった。ここのところは前年対比▲2%台での推移が続くなど低迷している。とくに、域内最大の経済大国であるドイツの10月の鉱工業生産（除建設業）は前年同月比▲5.3%と、こちらは2009年11月以来の減少幅を記録した。ドイツでは製造業の受注も減少傾向が続いており、生産回復の兆候はまだ見えていない。生産活動と連動する傾向が強いユーロ圏製造業PMIは11月には46.9ポイントと、判断基準の分かれ目となる50を10ヶ月連続で割り込んだ。ただし、水準は17年11月以来となる2ヶ月連続の改善を記録しており、今後生産活動の底入れに繋がるかどうか注目される。

圏外向けの輸出は、9月には前年同月比＋5.2%と2ヶ月ぶりに前年水準を上回った。6月以降は前年対比プラスとマイナスを交互に繰り返しており、実勢としては圏外向けの輸出が頭打ちとなっていることを示唆している。米中貿易摩擦激化の漁夫の利を得るような形で好調に推移していた米国向け輸出は、9月には同＋12.1%（1-9月では前年同期比＋10.4%）と好調さを保っているのに対し、9月の中国向け輸出は同▲0.3%（1-9月では同＋5.3%）と2ヶ月連続で前年割れとなるなど、ここへ来て急ブレーキがかかっている。米国の内需が好調さを維持しているのに対し、中国の内需が減速傾向を強めていることの影響が出ていると判断される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



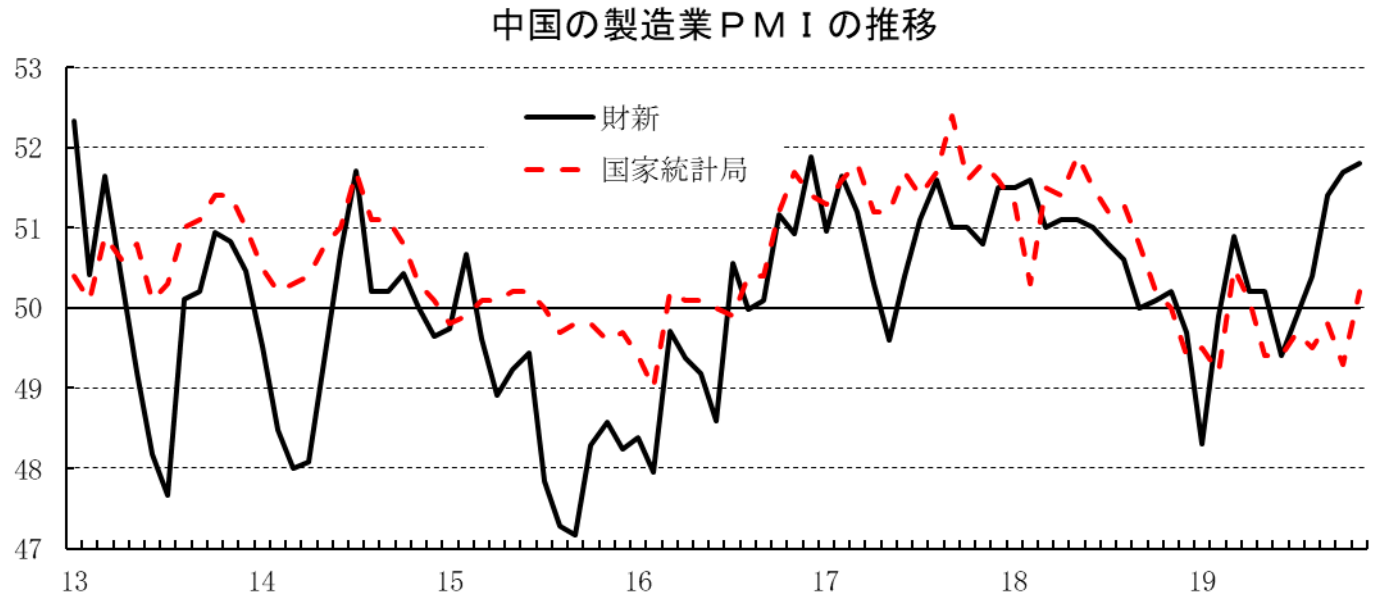


ユーロ圏の実質小売売上高は、10月には前年同月比＋1.4%となった。ここのところは2%台後半での伸びが続いており、10月の伸びは5月以来の低い伸びとなった。もっとも、趨勢的には高めの伸びが続いていると判断され、圏内の個人消費は堅調に推移していると判断される。背景には、好調な雇用・所得環境（ユーロ圏失業率は足元で2008年以来の低水準）に加え、低金利が続いていることなどが挙げられる。ただし、失業率の低下には歯止めがかかり始めており、今後は製造業部門での生産調整の影響が雇用悪化要因として表面化する可能性がある。

ユーロ圏の消費者物価は、11月には前年同月比＋1.0%と3ヶ月ぶりに1%台に回復した。エネルギーと食料品を除いたコアベースの伸びは同＋1.3%。ECBが目指す2%程度の伸びからは下方に乖離する格好で物価の伸びは鈍化傾向を辿っていたが、一旦これに歯止めがかかった格好となっている。ただし、域内景気は製造業部門での不振が続くなど、物価上昇圧力が高まるような状況はしばらく見込み難い。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【中国】



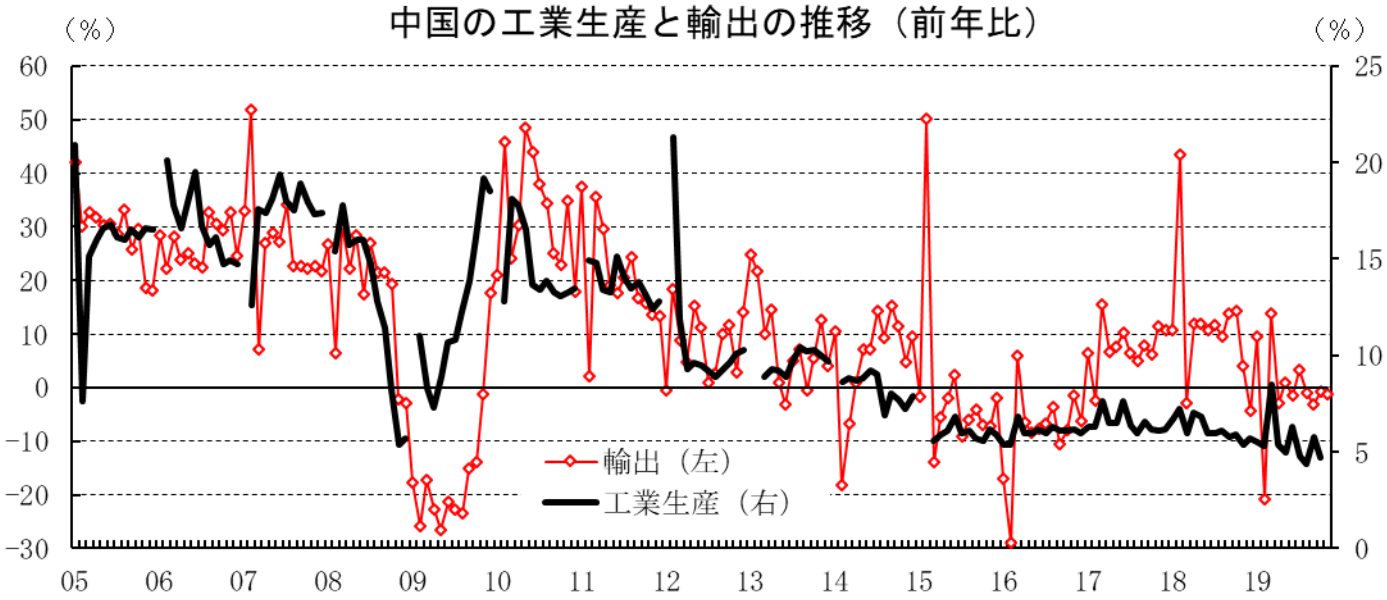


中国の製造業PMIは、11月には国家統計局ベースで50.2ポイント、財新ベースでは51.8ポイントとなった。国家統計局ベースでは7ヶ月ぶりに判断基準の分かれ目となる50ポイントを上回った。一方、財新ベースでは4ヶ月連続の50超えで、5ヶ月連続で上昇した。このようにヘッドラインは改善したものの、項目別のDIは冴えない内容となっている。国家統計局ベースで見ると、生産判断DIが9ヶ月連続で50ポイントを上回ったほか、11月は新規受注判断DIも2ヶ月ぶりに50超えとなったが、受注残や輸出受注は50を割り込んだ水準での推移が続いている。製造業を取り巻く環境をみると、世界的な景気減速に加えて米国との貿易戦争の影響から外需にブレーキがかかっているうえ、個人消費も失速気味であり、非常に厳しい状況が続いている。今後、回復が持続的なものとなるかどうかは、慎重に見守る必要がある。

信用度が高い統計の一つとされている電力消費量は、10月には前年同月比＋5.6%、年初からの累積ベースで前年同期比＋5.3%となった。単月の動きで見ると、7月を底に伸び率が持ち直している。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



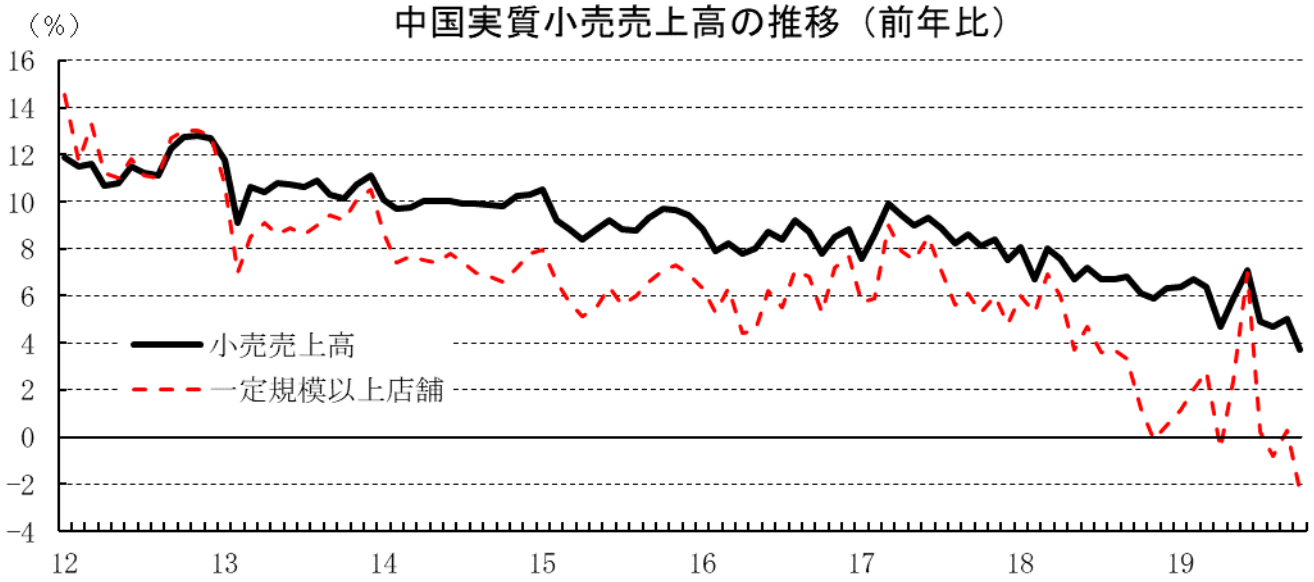


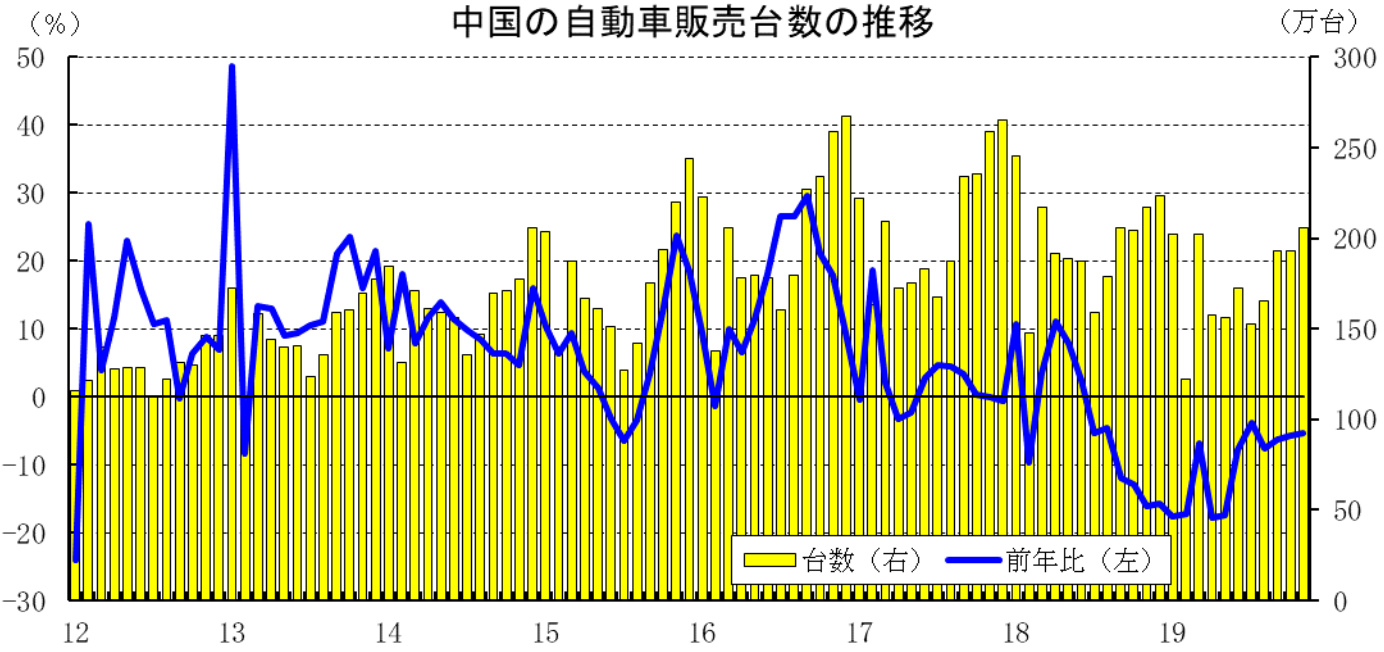
中国国家統計局が発表する製造業PMIの一項目である新規受注判断DIは、11月には50.2ポイントと2ヶ月ぶりに判断基準の分かれ目となる50ポイントを上回った。海外からの受注は50ポイント割れが続いているうえ、国内消費も減速傾向が続いていることを勘案すれば、公的部門での受注が持ち直している可能性がある。

一方、輸出（ドルベース）は11月に前年同月比▲1.2%となった。これで4ヶ月連続での前年割れとなり、世界経済の減速や米国との貿易摩擦の悪影響が輸出を押し下げている状況が続いている。もっとも、こうした輸出を取り巻く環境の厳しさの割には、減少幅は小さいものにとどまっている。地域別にみると、米国向けが同▲23.0%と8ヶ月連続でマイナスとなるなど大幅に落ち込んでいる一方、米国向け納会輸出が疑われるASEAN向けが同＋18.0%と米国向けの落ち込みをカバーしているほか、いわゆる「一帯一路」対象地域向けの輸出が総じてみれば好調に推移しており、これが米中貿易戦争の悪影響を相当程度緩和している可能性がある。

こうしたなか、10月の工業生産は前年同月比＋4.7%と2002年2月以来の低い伸びとなり、生産活動の減速に歯止めがかかっていないことが示された。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。





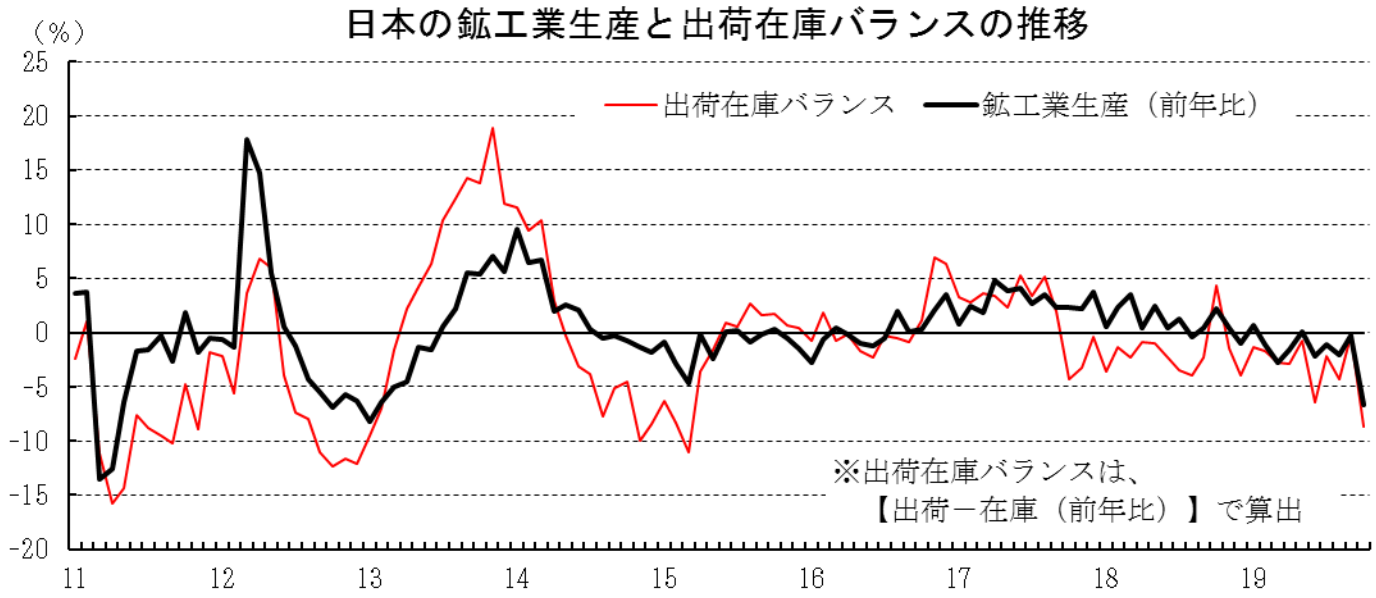
中国の小売売上高は10月に前年同月比＋7.2%、物価の伸びを差し引いた実質ベースでは同＋3.7%となった。4月に2003年5月以来となる低い伸び（同＋7.2%）を記録したあとはやや持ち直したものの、7月以降は再び減速、10月は4月と同じ低い伸びとなった。消費統計として信頼性が高いとされている一定規模以上の店舗（小規模店舗を除く）による小売売上高の伸びは、10月は名目ベースで同＋1.2%、実質ベースでは同▲2.3%となり、統計開始となる2011年以降では最も低い伸びを記録した。背景には、雇用所得環境の悪化に加え、豚コレラの影響で主要食材である豚肉価格の急騰によって、購買力が低下したことが挙げられる。

自動車販売台数は11月に206万台（前年同月比▲5.4%）と17ヶ月連続で前年割れとなった。前年対比での減少傾向は続いているものの、マイナス幅は6ヶ月連続で一桁にとどまるなど減少ペースの鈍化傾向は続いている。年初来中国政府が執ってきた自動車購入促進策（農村部での車の買い換えや電気自動車への支援拡大、中古車市場の規制緩和策など）の効果が、自動車販売の落ち込みに歯止めをかけつつある可能性がある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【日本】

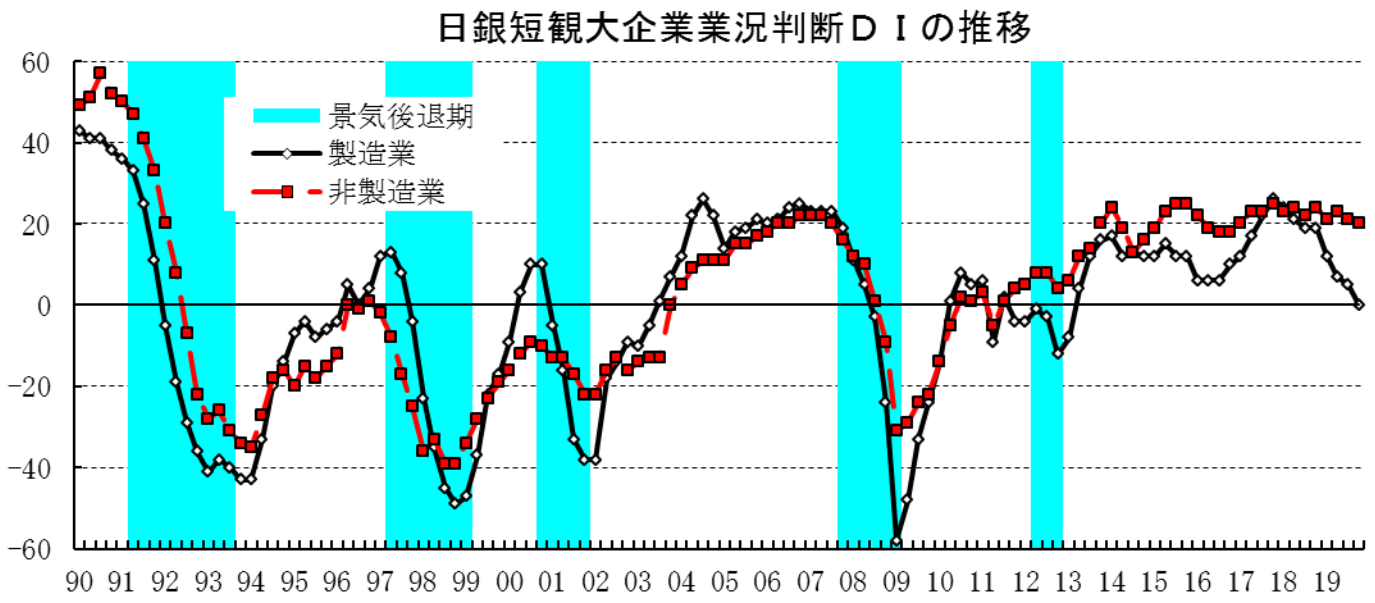




日本の10月の鉱工業生産指数は前月比▲4.5%と、2ヶ月ぶりに前月対比低下に転じた。前月対比減少幅は、東日本大震災直後となる2011年3月の同▲16.5%以来の大きさを記録した。要因として、消費税率引き上げや台風といった特殊要因の影響が考えられるものの、引き続き生産調整傾向が続いていることは間違いない。なお、先行きについての生産計画となる製造業予測指数は、11月は前月比▲1.5%、12月は同＋1.1%と、10月の急減のわりには弱めの数字となっており、10月の急減が特殊要因によるものだけではないことを示唆している。

在庫調整圧力を示す出荷・在庫バランス（出荷の伸びから在庫の伸びを引いたもの）をみると、10月は▲8.7ポイントと2015年4月以来の大幅マイナスとなった。マイナスは12ヶ月連続。出荷在庫バランスは、生産活動にかかる在庫調整圧力の動向を示唆し、生産活動に対して若干先行する傾向がある。この点を勘案すれば、当面は日本の生産調整が続く可能性が大きいことを示唆している。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

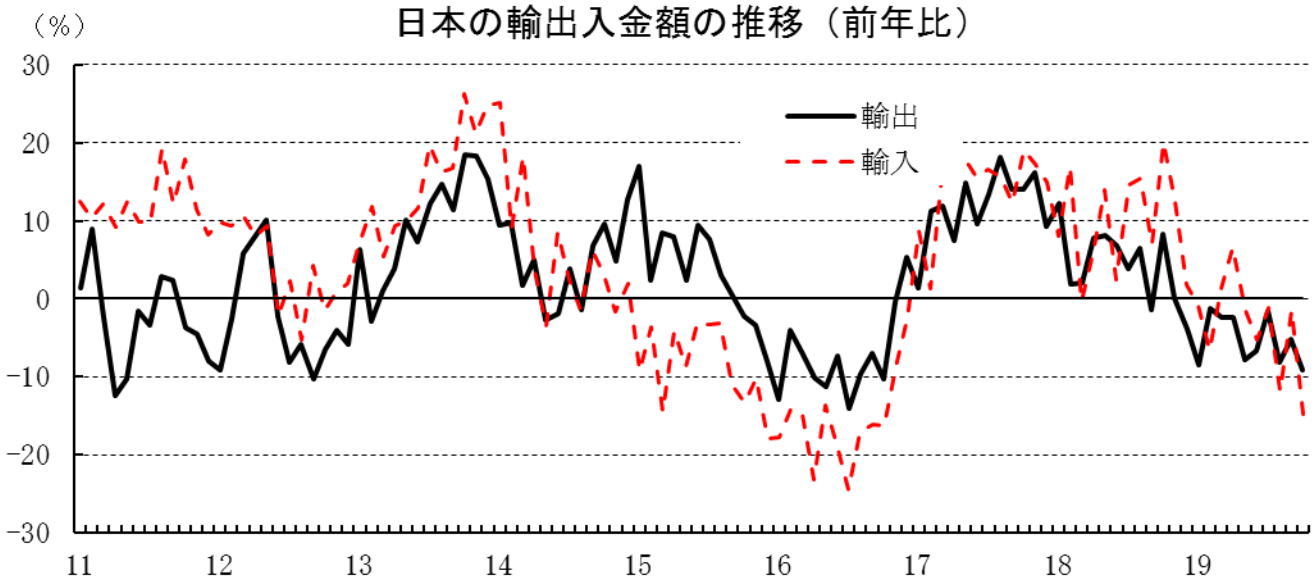


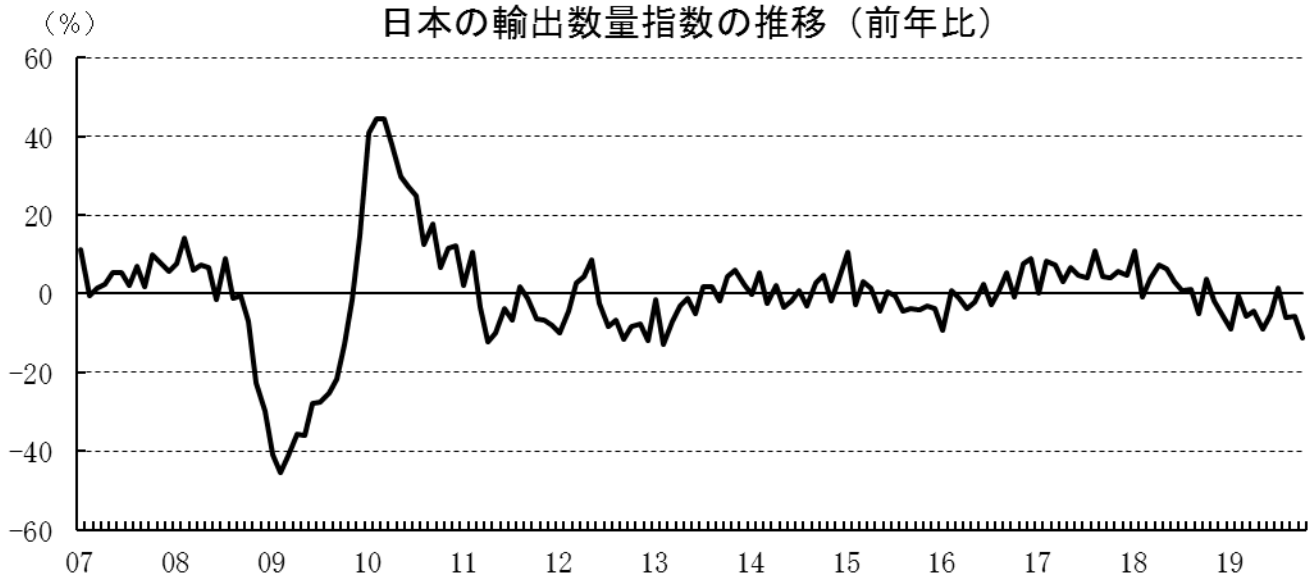


12月調査の日銀短観によれば、大企業製造業の業況判断DIは0ポイントと、前回調査（9月）から▲5ポイント低下、2013年3月調査時（▲8ポイント）以来の水準となった。先行き判断DIも0ポイントと横ばいが見込まれている。一方、非製造業の業況判断DIは＋20ポイントと、前回調査から▲1ポイント低下した。先行き判断DIは＋18ポイントへの小幅低下が見込まれている。製造業部門では、世界的な生産活動減速を背景に、判断基準の分かれ目となる水準にまで低下しており、先行きはマイナス圏に落ち込むリスクもある。一方、消費増税の影響が注目された非製造業は高い水準を保ったが、小売業では落ち込みが大きくなっている。

設備投資の先行指標となる機械受注（船舶・電力除く民需）は、10月には前年同月比▲8.4%と2ヶ月ぶりに前年水準を下回った。3ヶ月移動平均ベースで基調をみると、10月は前年同月比▲5.0%と2ヶ月連続で前年水準を下回った。設備投資は、生産環境の悪化を背景に生産設備の整備（更新や能力増強など）は抑制されているものの、AIやIoTなどの先端技術への対応を目的とした研究開発や技術革新のための投資、慢性的な人手不足を背景にした省力化投資が好調に推移しており、全体としても底堅い推移が続いている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

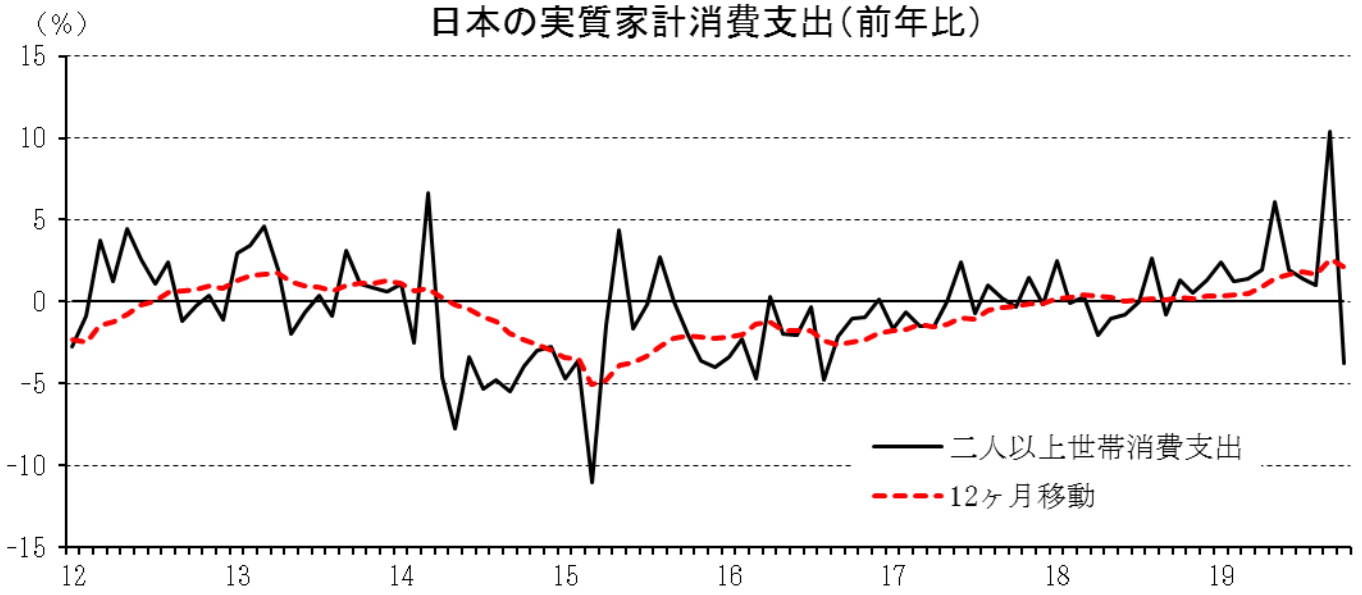




日本の輸出金額（円ベース）は、10月に前年同月比▲9.2%となった。前年割れは11ヶ月連続で、10月のマイナス幅は2016年10月以来の大きさとなった。地域別にみると、アジア向けが直近12ヶ月連続で前年割れとなったほか、米国向けも同▲11.4%と大きく落ち込んで、全体の足を引っ張っている。なお、米国向けの前年割れは8月から3ヶ月連続。10月の輸出の大幅な落ち込みの一因として、台風上陸による一部の港湾施設被災の影響もあるが、総じてみれば世界的な景気減速の影響が大きい。一方で、半導体等電子部品については、輸出は2ヶ月連続で前年対比プラスとなっており、同分野には持ち直しの兆しも見える。なお、輸出の実勢を示す輸出数量指数は、10月には同▲11.3%と3ヶ月連続で前年水準を下回った。

なお、輸入金額（円ベース）は、10月には同▲14.8%と6ヶ月連続で減少した。原油価格下落によって輸入価格の下落や、消費増税に伴う駆け込み需要の反動減の影響も、輸入の落ち込みに繋がったと考えられる。輸入数量は同▲6.1%と2ヶ月ぶりに減少した。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



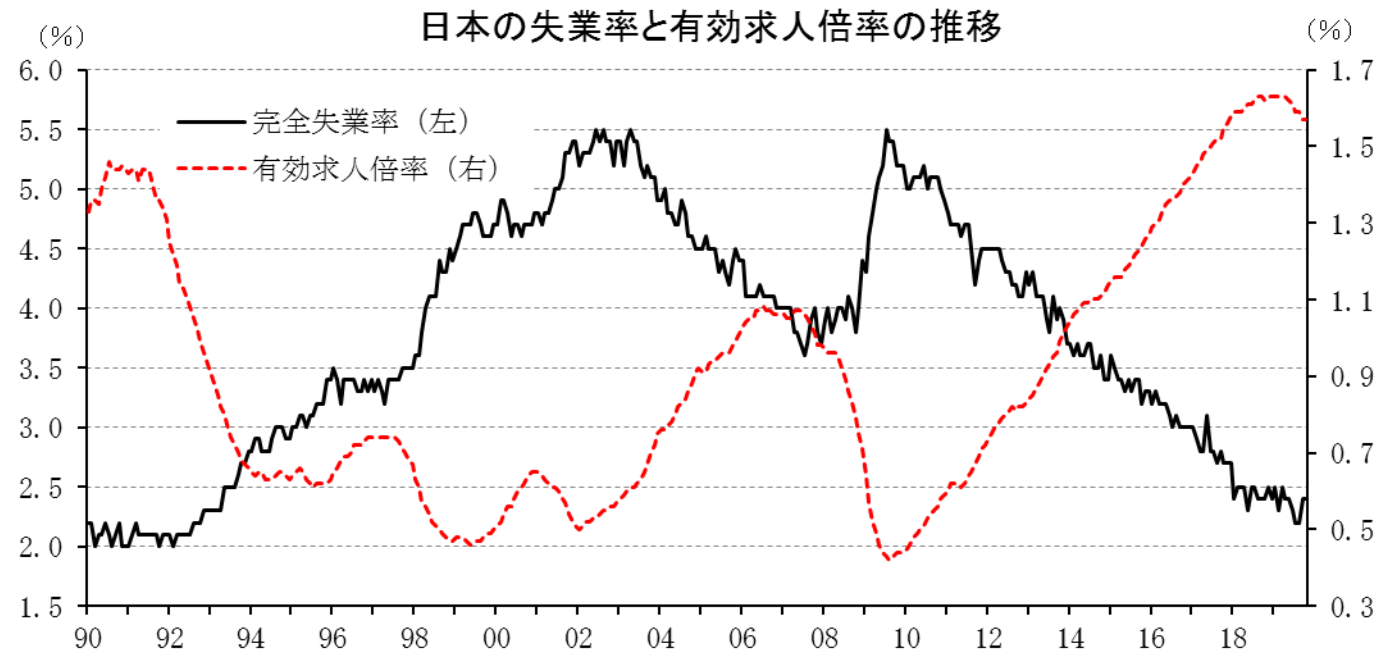


日本の実質家計消費支出（二人以上世帯）は、10月に前年同月比▲4.0%と13ヶ月ぶりの前年割れとなった（調査方法の変更の影響による変動を調整した変動調整値では前年同月比▲5.1%）。落ち込み幅は2016年8月以来の大きさで、消費増税に伴う駆け込み需要からの反動減と、台風上陸による影響が大きいと考えられる。もっとも、駆け込み需要がみられた9月には同＋10.5%と、前回増税直前月（2014年3月）の同＋7.2%を上回る伸びとなっていることから、10月の消費減少は駆け込み需要による押し上げからの反動減によるところが大きいと考えられる。

消費関連統計を合成して算出することで、より総合的に消費の動向を把握することができるとされる消費総合指数（実質）では、10月は前月比▲2.6%と増税前の駆け込み需要で急増した9月の同＋2.3%からの反動減で大幅に落ち込んだ。前年同月比でも▲1.0%と4ヶ月ぶりに前年水準を下回った。

今年に入ってから、実質賃金や消費者の景況感が落ち込むなど消費に対する逆風が強まるなかで、実際の消費支出は好調に推移してきたが、それが駆け込みによるところが大きいことが、増税前後の統計で確認された格好となった。今後は、反動減もあってしばらく低迷が予想されるが、生活必需品である食料品については軽減税率の導入で税率が据え置かれており、その他増税による消費悪化防止策（キャッシュレスポイント還元など）と合わせて考えれば、前回増税時のように価格が大幅に上昇して、消費水準が3年にわたって切り下がるような事態は避けられる公算が大きいと判断される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

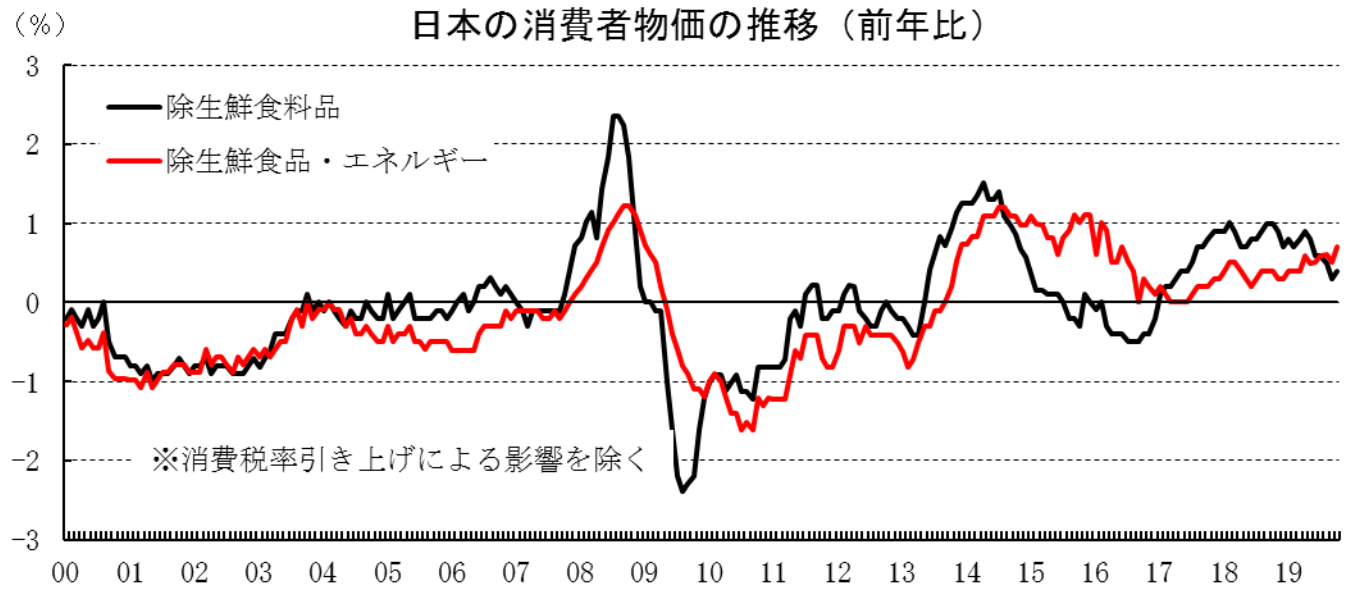




10月の日本の失業率は2.4%と、前月と同水準となった。引き続き低水準での推移が続いているが、ここのところは低下（改善）には歯止めがかかっている。同月の有効求人倍率は1.57倍と前月対比横ばいとなった。有効求人倍率は昨年末から今年春にかけての1.63倍をピークに、緩やかながらも低下傾向を辿っており、雇用の改善に歯止めがかかり始めていることを示唆している。

10月の日本の現金給与総額は前年同月比＋0.5%と、2ヶ月連続で前年水準を上回った。製造業分野での生産調整の影響や、働き方改革の流れのなかで、所定外給与の低迷が続く一方で、所定内給与の伸びが4ヶ月連続で前年水準を上回る（10月は同＋0.6%）など堅調に推移していることが、給与全体の堅調な伸びに繋がっている。ただし、物価の伸びを差し引いた実質現金給与総額は、10月には同＋0.1%となったものの、趨勢を示す12ヶ月移動平均ベースでは同▲0.6%と8ヶ月連続の前年割れを記録しており、生活感としては厳しい環境が続いていると判断される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。





10月の日本の消費者物価指数（生鮮食料品を除く）は、前年同月比＋0.4%と34ヶ月連続で前年水準を上回った。生鮮食料品を含めた総合指数は同＋0.2%となったが、このうち消費増税による押し上げ寄与が＋0.77%ポイント、増税に伴う家計への負担軽減措置の一つである教育無償化による押し下げ寄与が▲0.57%ポイントとなっている。これらの政策変更による要素を除くと、総合ベースでの消費者物価上昇率は同0.0%と、前月の同＋0.2%から鈍化したことになる。消費増税に際しては価格を引き上げる動きが見られる一方で、価格を引き下げる動きが勝った結果であると判断される。

消費者の景況感を示す消費者態度指数は、11月には38.7ポイントと、増税直前の9月を底に2ヶ月連続で改善した。項目別（暮らし向き、収入の増え方、雇用環境、耐久財の買い時、資産価格の増え方、物価見通し）にみると、多くの項目で前回増税時である2014年と似たような動きが確認されるが、物価見通し（「1年後の物価が上昇」から「同下落」を引いて算出）に関しては、今回の方が低下幅が際だって大きくなっている。これは、増税分の価格転嫁のタイミングが企業の判断に任されたこともあって、価格の引き上げがばらついたことや、生活必需品である食料品の税率が据え置かれたことの効果によると考えられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【トピックス：2020年の経済・市場環境】

2019年の世界経済は、製造業分野での減速傾向が続く一方で、非製造業分野が好調さを保ち、総じて底割れしてリセッションに陥るほどの減速は回避されている。

非製造業分野が好調さを維持してきた背景には、先進国を中心に個人消費が堅調さを保ったことがある。個人消費が堅調さを保った要因としては、①リーマンショック後続いている景気拡大期間の長期化によって、失業率が大幅に低下していること、②労働需給の逼迫により、賃金の上昇傾向が続いていること、③金利水準が低いこと、④資産価格が堅調に推移していること――などが挙げられる。こうした消費をサポートした要因は、2020年にも大きく崩れることはないと考えられる。

雇用に関しては、製造業部門の減速が雇用の足を引っ張り、雇用者の増加ペースの鈍化や失業率の上昇という形で現れてくる可能性が高い。一方で、多くの国で記録的な労働需給の逼迫となっており、雇用ウェイトとしても小さい製造業雇用の低迷が、労働需給全体を大きく悪化させるほどのインパクトはないと判断される。加えて、2018年まで利上げを行ってきた米国は、この夏から利下げに転じており、先行きも利下げの余地が残されていることから、金利面からの需要刺激効果は強まっている。実際に、米国では金利に敏感な住宅分野での回復が顕著で、景気を支える力は増している。こうしたことを勘案すれば、需要が減速して非製造業分野でも調整色が強まってくるリスクは相当程度小さいと判断される。

需要が底堅く推移できるのであれば、製造業分野減速の主因である在庫調整は順調に進むはずだ。日米など主要国では、この4～6月期から在庫の伸びが出荷の伸びを上回って、生産抑制を余儀なくされる在庫調整局面に入っている（日本では2017年末頃からその状態が続いている）。在庫調整が、リセッションを伴うような深刻なものとなるか、所謂ソフトパッチと言われるような軽微なものになるのかは、最終需要であるところの個人消費が底堅さを維持できるかどうかにかかってくる。消費も減速傾向を強めていくようであれば、出荷が一段と落ち込むことで在庫調整が進まず、生産活動にかかるブレーキは一層強くなり、それが製造業部門における雇用の悪化をより深刻なものとする。それがさらに消費を落ち込ませて・・・という負のスパイラルとなれば、失業率が大幅に上昇するようなリセッション入りは避けられなくなる。しかし、足元では需要が冷え込んでいく可能性は低いので、在庫調整に手間取るリスクも小さく、世界経済が同時不況入りするような局面に入ることは避けられると判断される。

そうであれば、過去の、とくに90年代以降の在庫調整局面の平均期間を勘案すれば、足元の在庫調整が完了するのは2020年4～6月期前後となり、2020年後半には再び生産活動が持ち直していく公算が高い。ただし、足元での減速度合いや回復のタイミングは、国ごとにある程度のばらつきが出てこよう。政策余地という点を勘案すれば、利下げ余地が（相対的に）大きい米国の回復力が、主要国のなかでは最も大きいといえよう。逆に、経済対策効果がなかなか明確化してこない中国では、世界経済回復による輸出の拡大を待たないと、内需も含めた景気の持ち直しが鮮明化してこない可能性が高い。同じことは消費税率引き上げによる消費の反動減に見舞われる日本にも当てはまるが、暫くは消費刺激策が継続する予定であること、東京五輪を控えていることなどを勘案すれば、日本も景気が完全に失速して深刻な不況に陥る事態は避けられよう。

金融政策に関しては、金利の変動余地がある米国の追加利下げと利上げの有無が注目されよう。足元では、景気は減速傾向を辿っており、底堅いものの持ち直しに転じる兆候がみられないことから、追加利下げが実施される可能性は否定できない。ただし、12月のFOMC時には、メンバーの金利見通しとして追加利下げは見込まれておらず、実際に利下げはこれ以上行われない可能性の方が高い。

一方で、利上げに関しては「継続的に顕著に物価が上昇することを確認する」までは実施しないとパウエル議長は述べており、ハードルは相当に高いと判断される。PCEデフレーターで2%以上のインフレ率が1年以上継続したのは、2011年から12年に頃にかけての時期にまでさかのぼる。

したがって、現実的にみて利上げが2020年中に実施されるリスクは極めて低く、米市場金利はリスク性資産に資金がシフトする分上昇するとはみられるが、将来の利上げを織り込むような動きにまではならない公

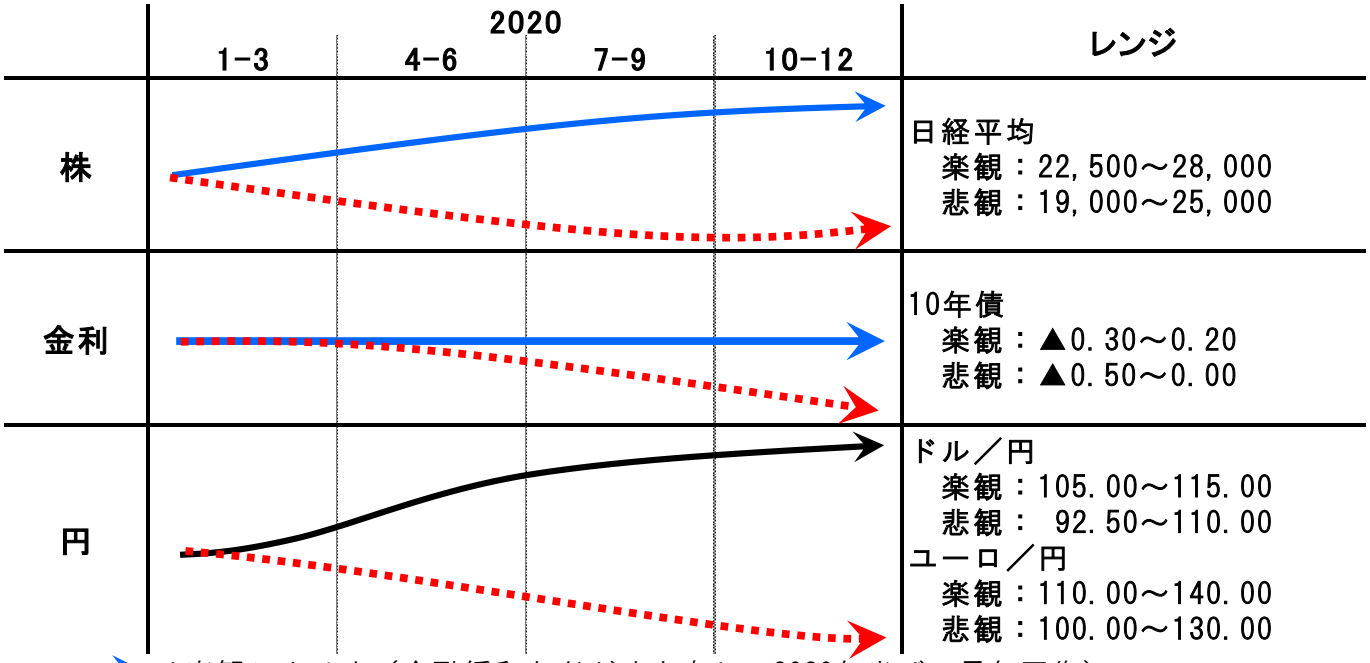
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

算がある。

一方で、利上げへのハードルが上がったことで、市場ではリスク性資産へ過度に資金が集中し、バブル的な資産価格の上昇をもたらす懸念がある。過去においても、ファンダメンタルズが改善しているにもかかわらず、物価が落ち着いていることで金利の上昇が遅れ、結果的にバブルに至ったケースは多い。金利が低水準にとどまる一方で、景況感が改善して資産価格が高騰した場合、個人や企業の借り入れ意欲が高まり、負債の予想以上の増大をもたらすリスクもある。こうした負債は証券化されるなどしてリスクが分散されるが、資産価格が高まれば高まるほどリスクの高い負債が紛れ込む可能性が高くなることは、かつてのサブプライム問題で経験しているはずだ。もっとも、バブルの崩壊には金利の上昇や規制の強化などの条件が必要だが、現状の金融政策スタンスや、2020年が米大統領選挙の年であることを勘案すれば、その時期は2021年以降になる可能性が高いのではないか。

【市場見通し】

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



今年後半の市場の重石となっていた米中貿易交渉の「第一弾合意」が実現したことで、同問題に関する不透明感は一部払拭された。加えて、英議会総選挙で与党保守党が単独過半数を獲得し、1月末の「円満離脱」が実現する可能性が高まったことも、市場の不安払拭に繋がった。こうした“予想し難く合理的に展開するとは限らない”事象が前進したことは、市場がファンダメンタルズに適った動きに向かう環境が整ったと言い換えることもできる。

2020年の世界経済は、製造業の足を引っ張っている在庫調整が年前半にも完了し、年後半からは生産活動が再加速に向かい、持ち直しへの動きに転じると予想される。市場は景気の半年先を織り込んで動くと言われており、これを当てはめればすでに市場にかかる力は「株高・金利上昇・円安」ということになる。もっとも、米国では利上げに転じるまでの物価上昇加速は見込み難いことから、日米欧などでの金利の上昇幅は限定的なものとなり、円安は市場のリスクオンによる高金利通貨高・低金利通貨安によるものだけということとなろう。一方で、緩和政策の継続はリスク性資産価格を過剰に押し上げる可能性もあるが、日米欧の資産拡大傾向が続くようだと、バブル的な資産価格の上昇や、過剰な債務の拡大などのリスクが高まる恐れがある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。