

# 第一生命経済研究所レポート selection

2019年6月19日  
団体年金事業部

## 【四半期特別マーケットレポート】2019年6月以降の市場環境見通し ～平成から令和へ、これからの30年を考える～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の鴛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6月以降の市場環境見通し～平成から令和へ、これからの30年を考える～」をお届けします。是非ご一読下さい。（別添参照）

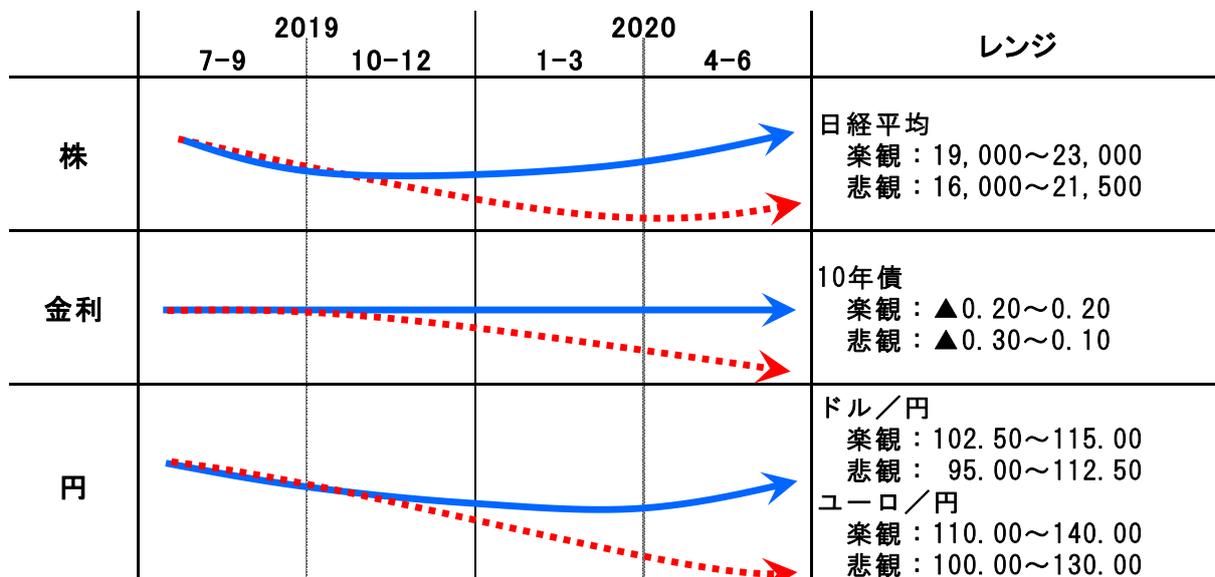
### 内容

■経済概況：世界・米国・欧州・中国・日本

■トピックス：平成から令和へ、これからの30年を考える

■市場見通し

### 向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



→ は楽観シナリオ（2019年後半に世界経済は金利上昇などによりやや減速）

→ は悲観シナリオ（2019年後半に金利上昇や貿易摩擦激化などで世界経済は失速）

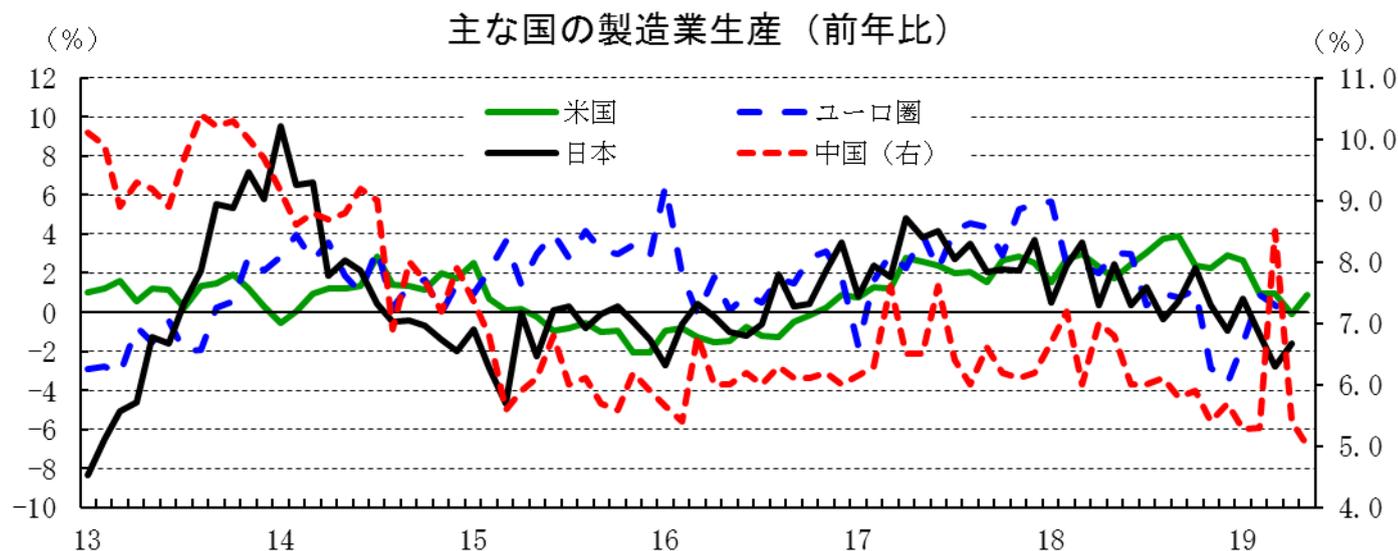
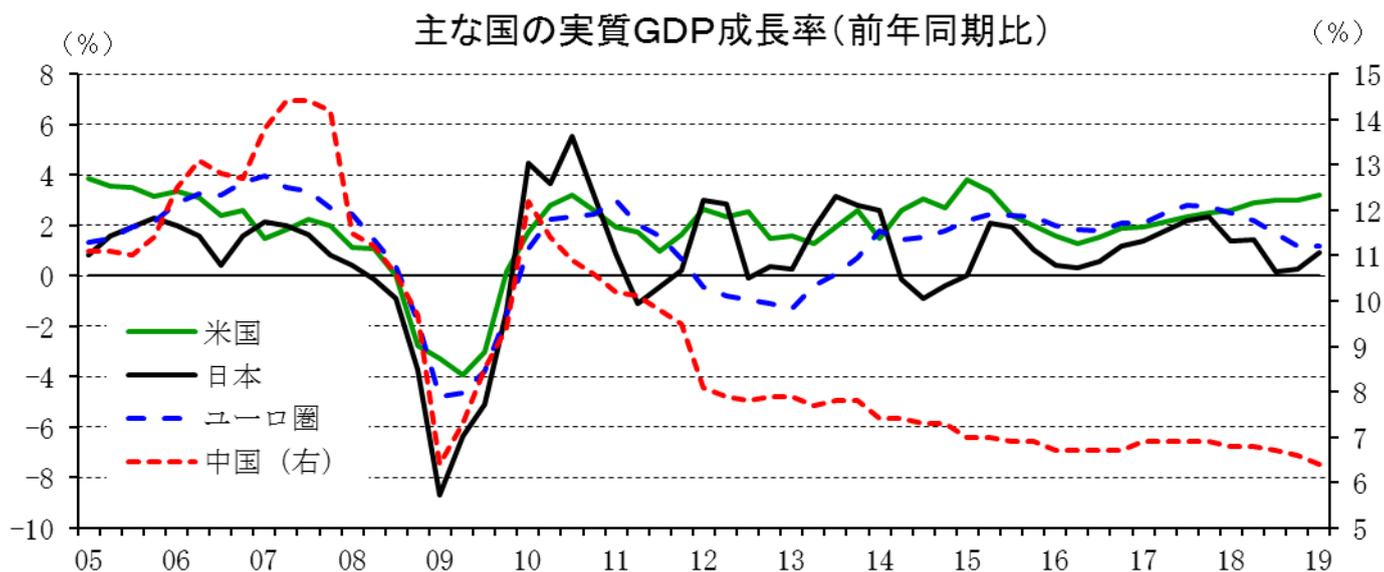
# 四半期特別マーケットレポート

テーマ：2019年6月以降の市場環境見通し  
 ～平成から令和へ、これからの30年を考える～

発表日：2019年6月17日（月）

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

## 【世界経済】



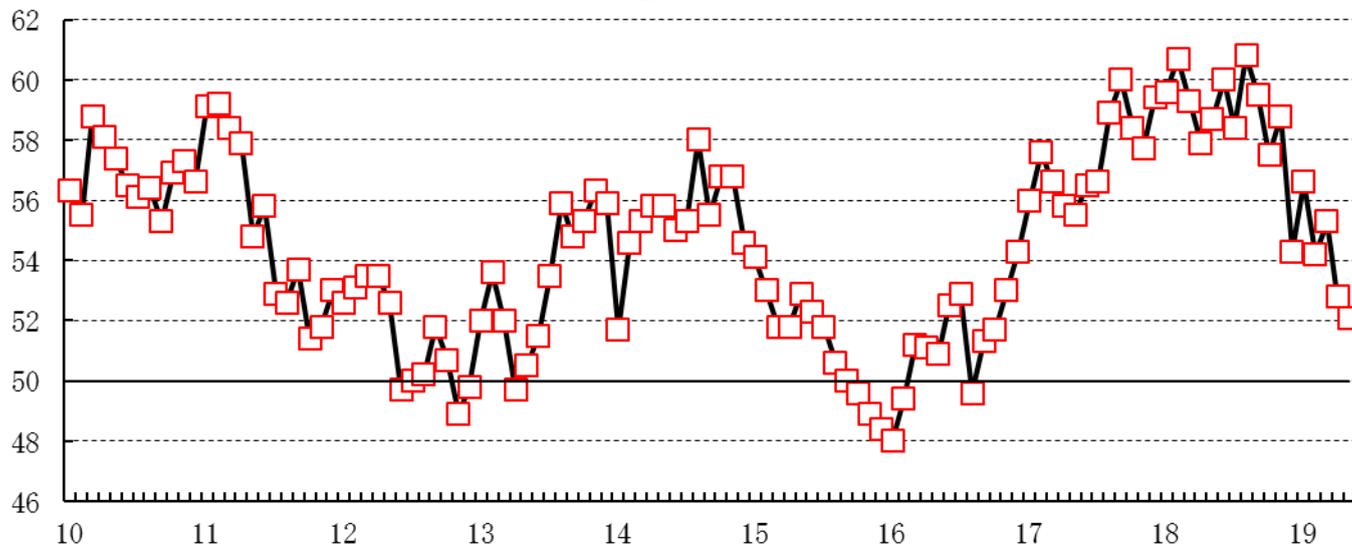
19年1～3月期の主要国の実質GDP成長率は、米国で前期比年率+3.1%（10～12月期：同+2.2%）、ユーロ圏で同+1.6%（同+1.0%）、日本で同+2.2%（同+1.8%）、中国で前年同期比+6.4%（同+6.6%）となった。米国では12四半期連続で潜在成長率（米議会予算局（CBO）試算によると直近で+1.8～2.0%程度）を上回る高成長を維持したほか、日本やユーロ圏では前期よりも成長率が加速した。ただし、日本では個人消費が同▲0.2%となるなど、内容的には芳しくない。

生産活動については、世界的に減速傾向が強まっている。日本では直近4月まで3ヶ月連続で前年割れを記録したほか、米国では4月には前年同月比▲0.1%と、2016年10月以来の前年割れを記録した（5月には+0.9%へ持ち直し）。

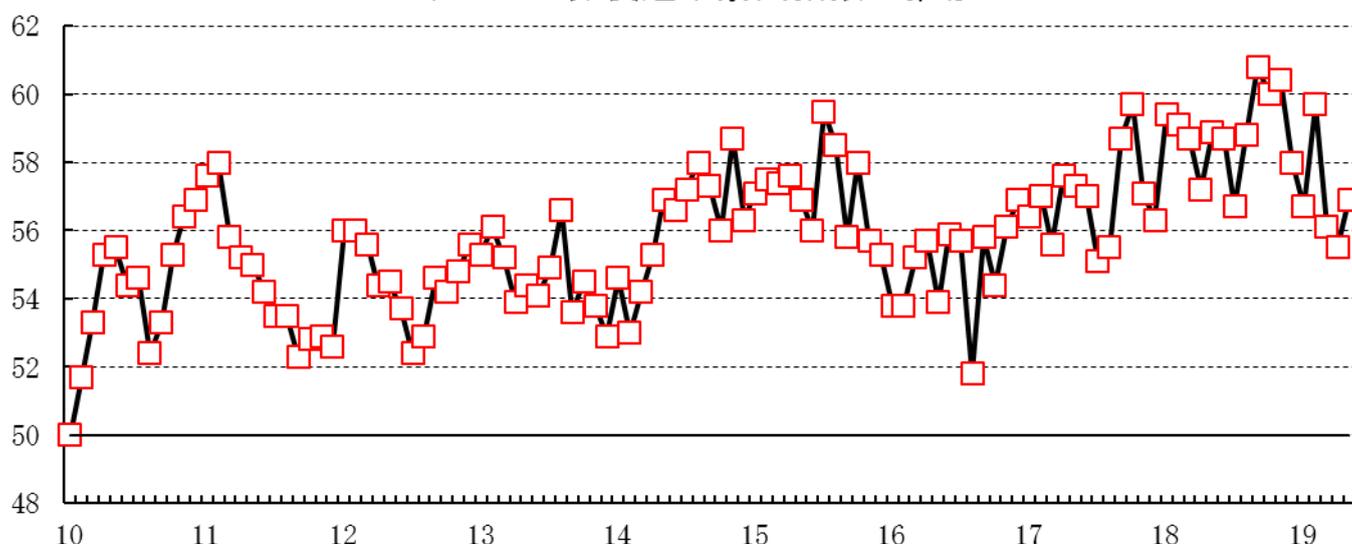
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 【米国】

### 米 I S M 製造業景気指数の推移



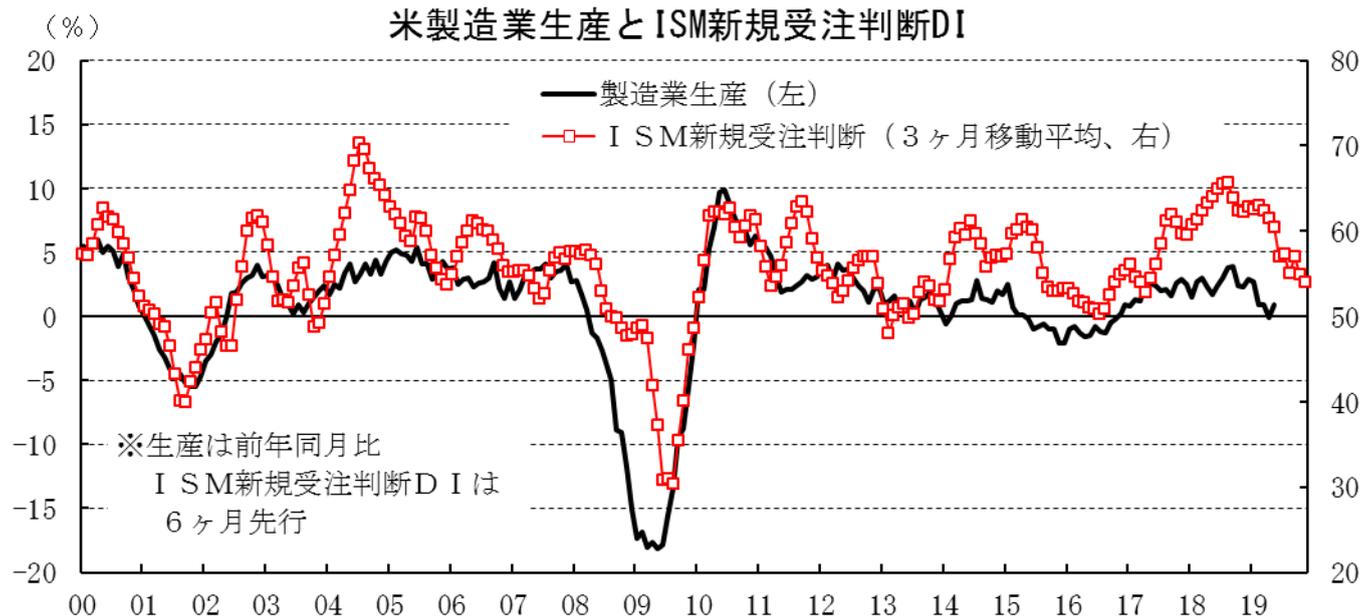
### 米 I S M 非製造業景気指数の推移



米国の I S M 製造業景況指数は5月には52.1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33ヶ月連続で上回った。ただし、その水準は2018年8月をピークに鈍化傾向にあり、足元では2016年10月以来の水準にまで低下した。昨年12月以降はそれまでの60ポイント前後の水準から“脱落”しており、製造業の減速感が強まって来ていることを示唆している。

一方、非製造業の景況指数は5月に56.9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。

## 米製造業生産とISM新規受注判断DI



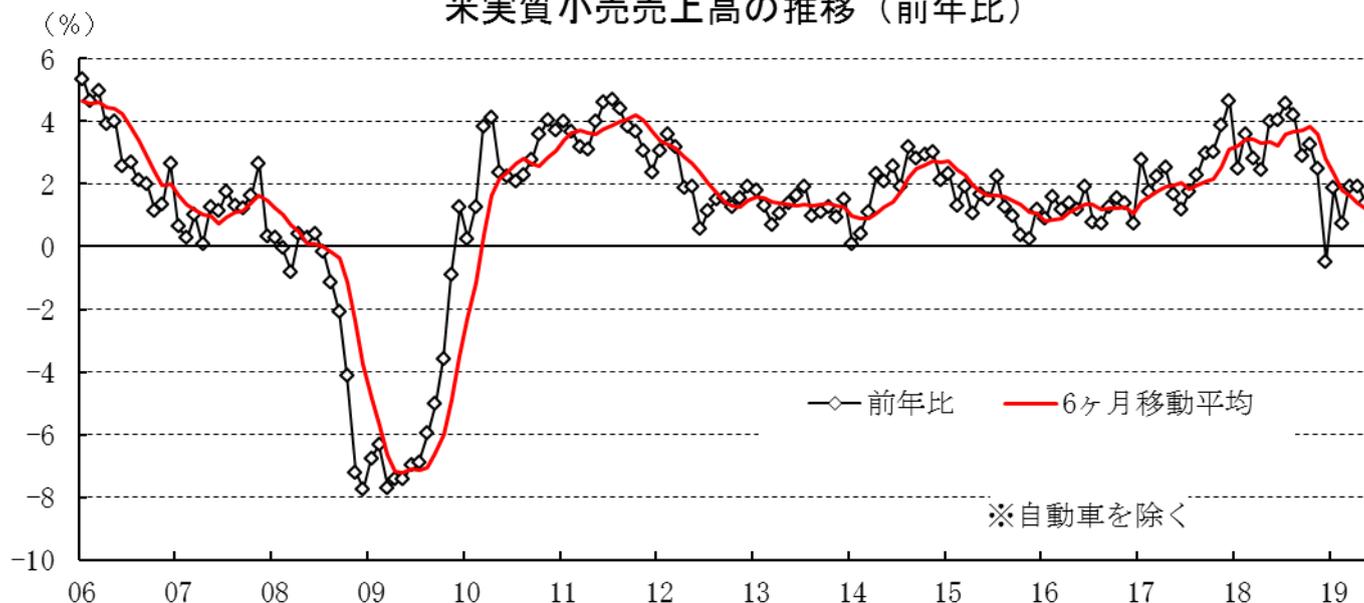
## 米国の製造業生産と出荷在庫バランスの推移(前年比)



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、5月は52.7ポイントとなった。判断基準の分かれ目となる50を超える推移は維持しているものの、その水準は徐々に低下している(月毎のブレが比較的大きいため3ヶ月移動平均ベースでみると、直近の水準は2016年10月以来の低水準)。製造業生産は5月には前年同月比+0.9%と、前月の同▲0.1%(2016年10月以来の前年割れ)から持ち直したものの、年末にかけて引き続き減速傾向を辿っていく公算が大きいと判断される。

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)、4月は▲1.6ポイントと4ヶ月連続でマイナスとなった。マイナスに転じたのは2016年9月以来で、生産活動が抑制的になり始めつつあることが示される。もっとも、在庫率は1.37ヶ月分と水準がまだそれほど高くはなく(前回在庫調整局面となった2015~2016年当時のピークは1.44ヶ月)、在庫調整圧力から生産活動に急ブレーキがかかるような状況とまではいえない。受注の動きからは生産の伸びは今後も暫くは減速していく可能性が高いが、出荷(需要)が底堅さを維持できるかどうかで、本格的な在庫調整局面に陥るかどうかが決まってくる。

### 米実質小売売上高の推移（前年比）



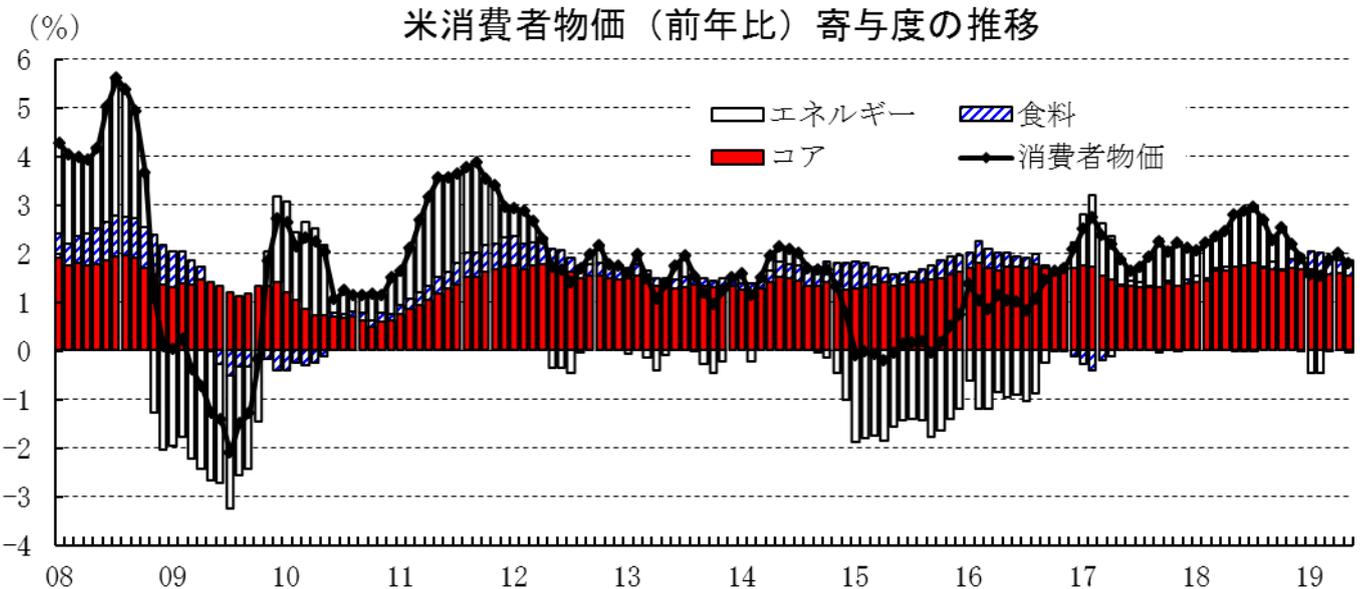
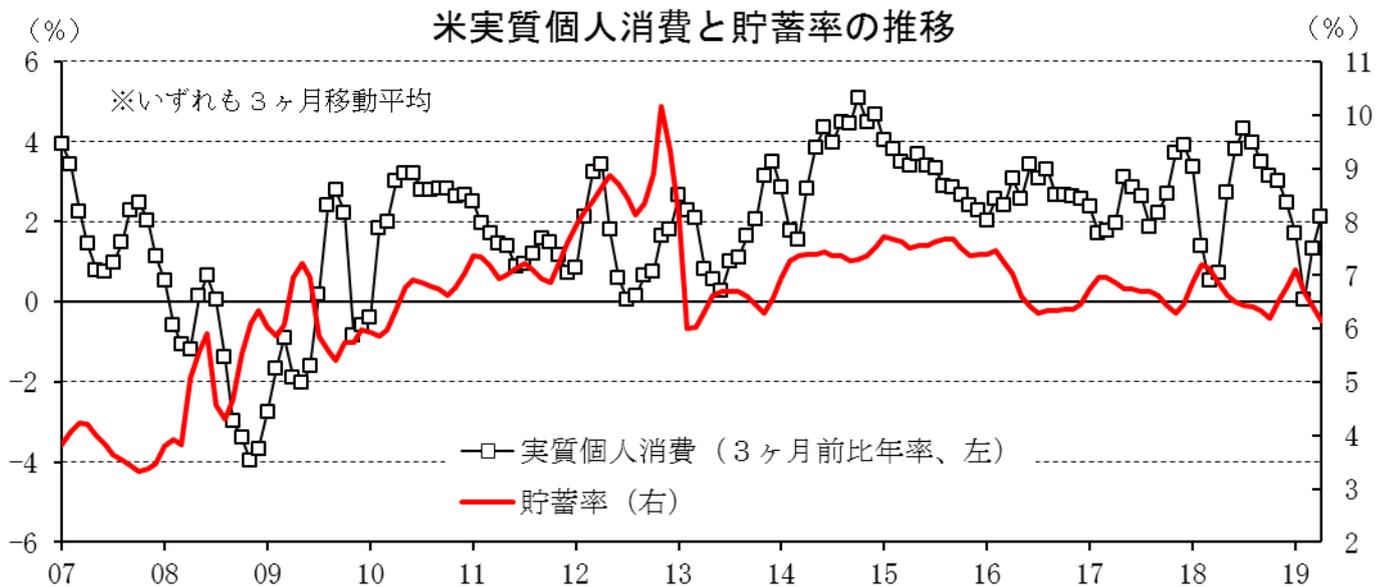
### 米自動車販売台数の推移（四半期末値）



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5月には前年同月比+1.4%なった（名目ベースでは前年同月比+3.2%）。ここのところは一進一退ながらも徐々に伸び率が鈍化しており、6ヶ月移動平均ベースでは+1.2%と2016年12月以来の低い伸びとなった。雇用所得環境や消費者の景況感是好調に推移しており（後述）、ここのところの消費の伸びの鈍化は減税の効果が剥落してきたことによるところが大きいと判断される。

自動車販売台数は5月には年率1,731万台となった。ここ半年ほどは1,700万台前後で高止まりでの推移が続いている。今後については、引き続き消費者の自動車購買意欲も衰えていないことから、当面是好調な推移が継続する見込み。

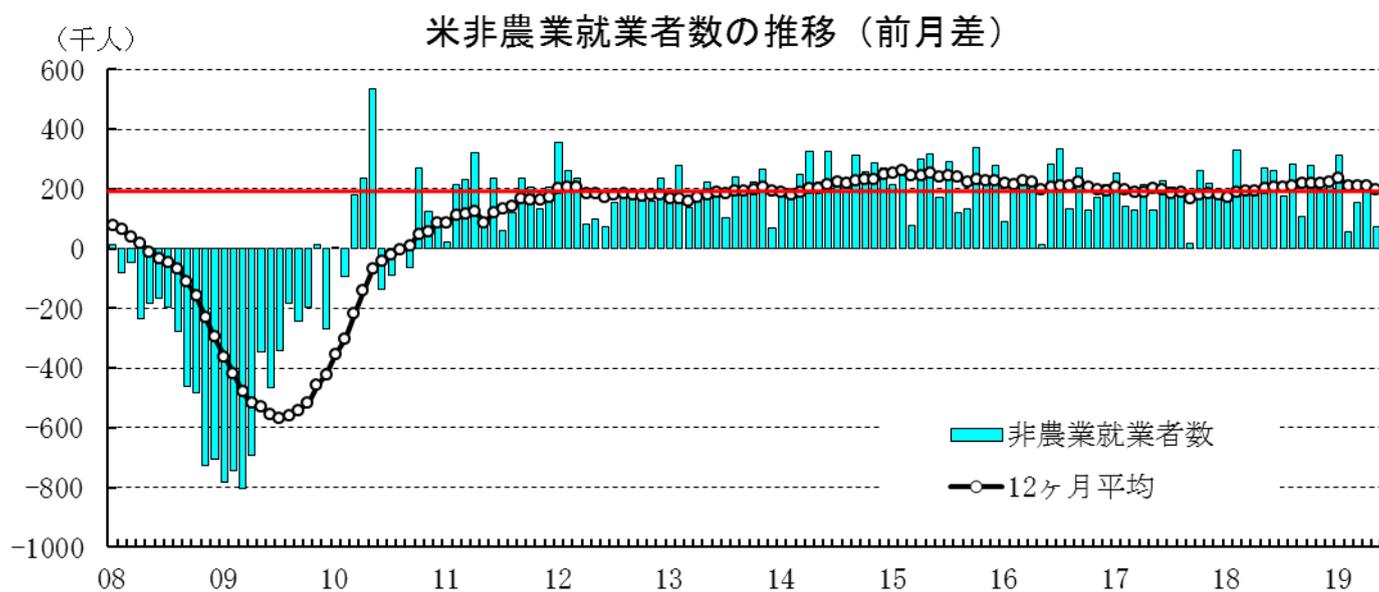
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



米国の実質個人消費は、4月には前年同月比+2.7%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+2.1%と底堅い推移が続いている。所得面に目を移すと、実質可処分所得は4月には同+3.8%となった。高めの伸びながら、2017年～18年にかけては4～5%台の伸びが続いており、今年に入ってからはやや伸びが鈍化している。旺盛な消費意欲を背景に嵩んでいる金利支払い費は22ヶ月連続で前年対比2ケタの伸びを記録、4月は同+14.4%となった。可処分所得に対する利払い費の割合は4月で2.31%と一段と上昇、2009年11月以来の高水準となった（リーマンショック前のピークは2007年6月の2.82%）。ただし、FRBは利上げを一旦打ち止め、市場金利も低下傾向にあることから、金利支払い費の伸びは鈍化しつつある。

米国の消費者物価は、5月には前年同月比+1.8%と、3ヶ月ぶりの低い伸びとなった。エネルギーと食料品を除いたコアベースでは同+2.0%と、こちらは2%台前半で一進一退の伸びとなっている。こここのところ、物価全体の伸びは原油価格の上昇によるエネルギー物価が押し上げてきた。しかし、足元で原油価格は下落しており、押し上げ効果は剥落、今後は上昇率は鈍化傾向を辿る可能性が高い。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4月には同+1.5%と、FRBが目標とする2%を6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。見直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。



5月の米雇用統計では、非農業就業者数は前月差+7万5千人、失業率は3.6%となった。5月の就業者数の増幅は小幅にとどまったが、一部特殊要因も指摘されており、趨勢としては15万人増加ペース（3ヶ月移動平均で15万1千人の増加）での雇用拡大基調が続いていると判断される。

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、5月には13.5%と9ヶ月ぶりの水準に上昇している。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。

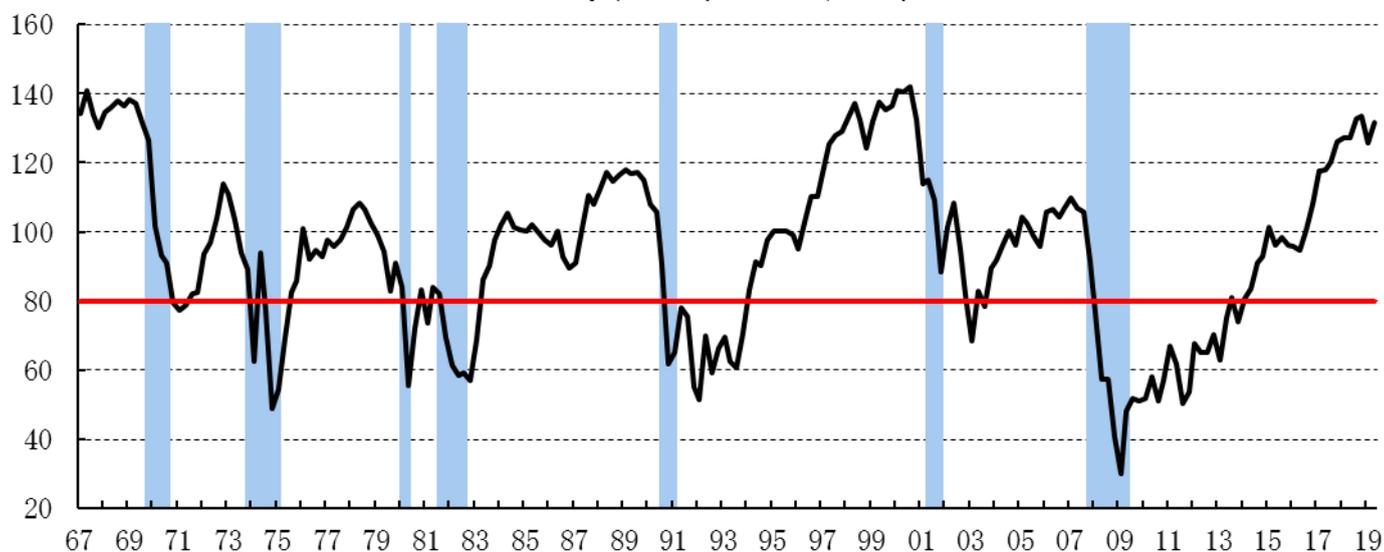
ただし、生産活動は減速傾向にあることから、今後は製造業部門では雇用調整圧力が高まってくるおそれがある。一般的には雇用は景気に遅行することから、今後は徐々に雇用の増加ペースも鈍化していく公算が大きい。

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。見直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。

米時間あたり賃金の推移（前年比）



米国消費者信頼感指数の推移



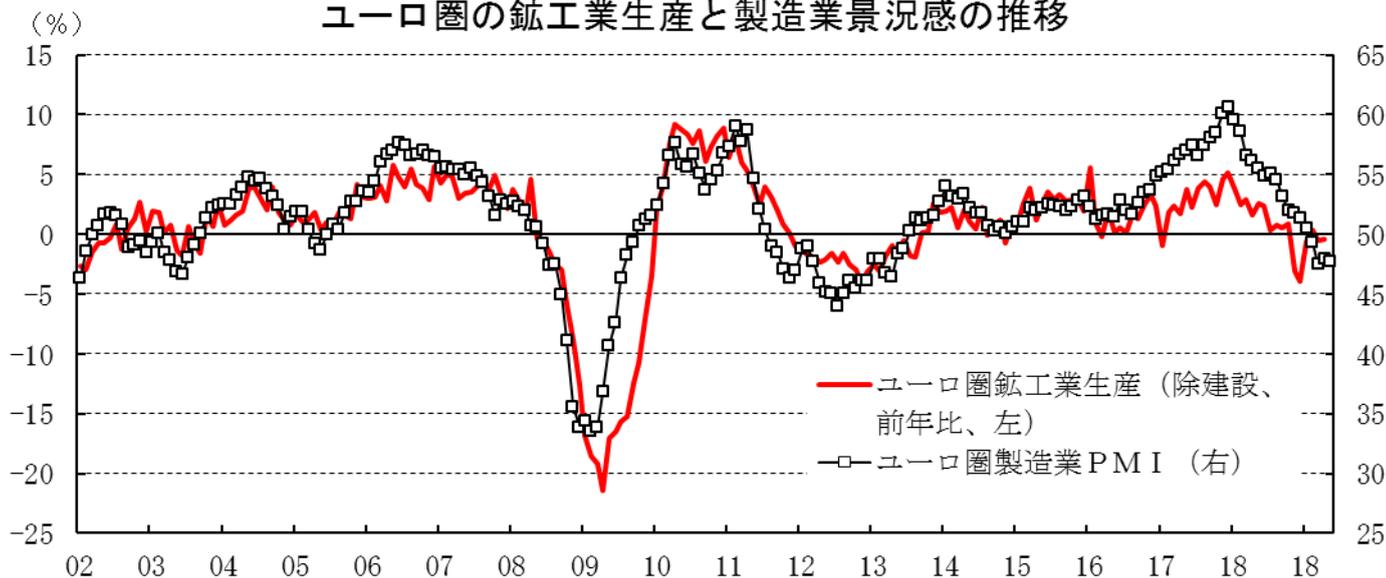
米国の時間あたり賃金（非農業部門）は、5月には前年同月比+3.4%の上昇となった。また、民間部門に限定した時間あたり賃金の伸びは同+3.1%となった。賃金の伸びは2017年ころから上昇ペースが加速していたが、ここへきて伸び率は頭打ちとなっている。

消費者の景況感を示す消費者信頼感指数は、5月には134.1ポイントと2018年11月以来の水準に上昇した。昨年末から年初にかけては政府機関閉鎖の影響によって一時的に低下したものの、足元では再び歴史的な高水準に回復した。景況感を押し上げてきた主因といえる雇用・所得環境は、改善の勢いは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、今後も暫くは高い水準を維持する可能性が高い。

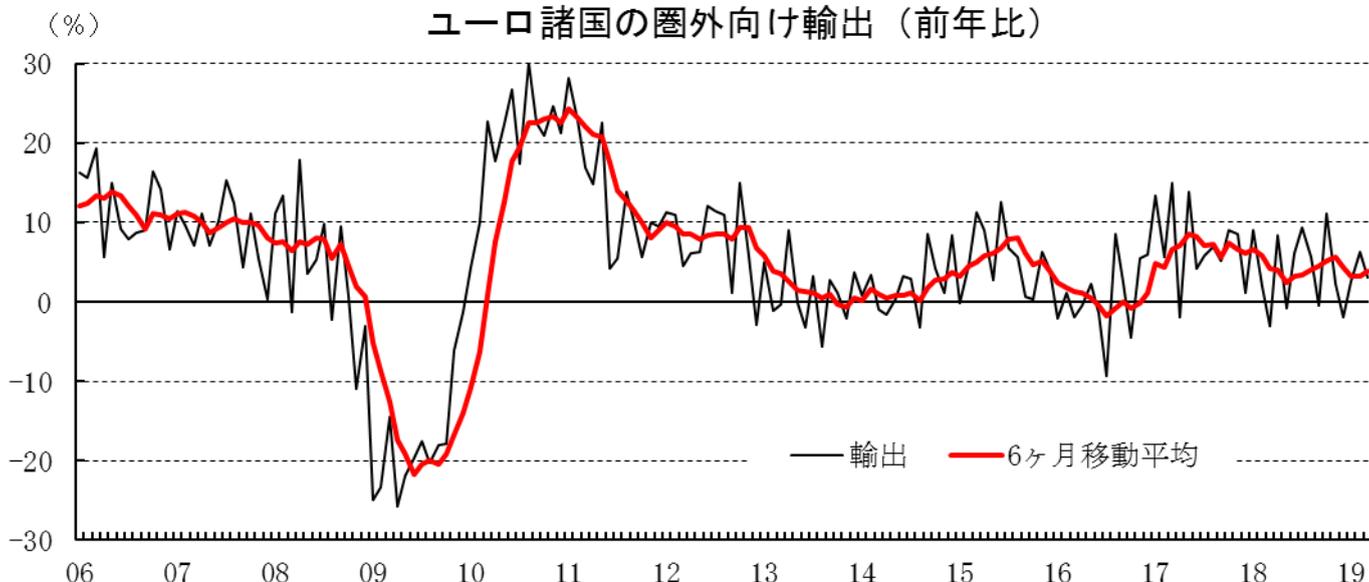
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【欧州】

ユーロ圏の鉱工業生産と製造業景況感の推移



ユーロ圏諸国の圏外向け輸出（前年比）



ユーロ圏の鉱工業生産（除建設業）は、4月には前年同月比▲0.4%と2ヶ月連続での前年割れとなった。前月対比の伸び率で見ると、直近8ヶ月中でマイナスとなるのは6ヶ月に及び、こここのところユーロ圏内の生産活動に急ブレーキがかかっている様子がうかがわれる。とくに、域内最大の経済大国であるドイツの4月の鉱工業生産（除建設業）は前年同月比▲1.9%、前月比▲1.9%と大幅に落ち込んでいる。生産活動と連動する傾向が強いユーロ圏製造業PMIは5月には47.7ポイントと、判断基準の分かれ目となる50を4ヶ月連続で割り込んでおり、景況感からも製造業を取り巻く環境が悪化している姿が垣間見える。

圏外向けの輸出は、3月には前年同月比+3.1%と3ヶ月連続で前年水準を上回った。前年水準を上回ったこの3ヶ月については、とくに中国向けの輸出の伸びが高く、輸出全体を牽引した。背景としては、米中の貿易戦争が激しくなっている中で、両国間の貿易が滞る一方、とくに中国向けの輸出に関してはユーロ圏が“漁夫の利”を得た可能性が挙げられる。ただし、中国経済は減速傾向を強めており、“漁夫の利効果”による押し上げ効果も相殺されていくリスクがある。

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。見直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。

## ユーロ圏実質小売売上高の推移（前年比）



## ユーロ圏消費者物価の推移（前年比）

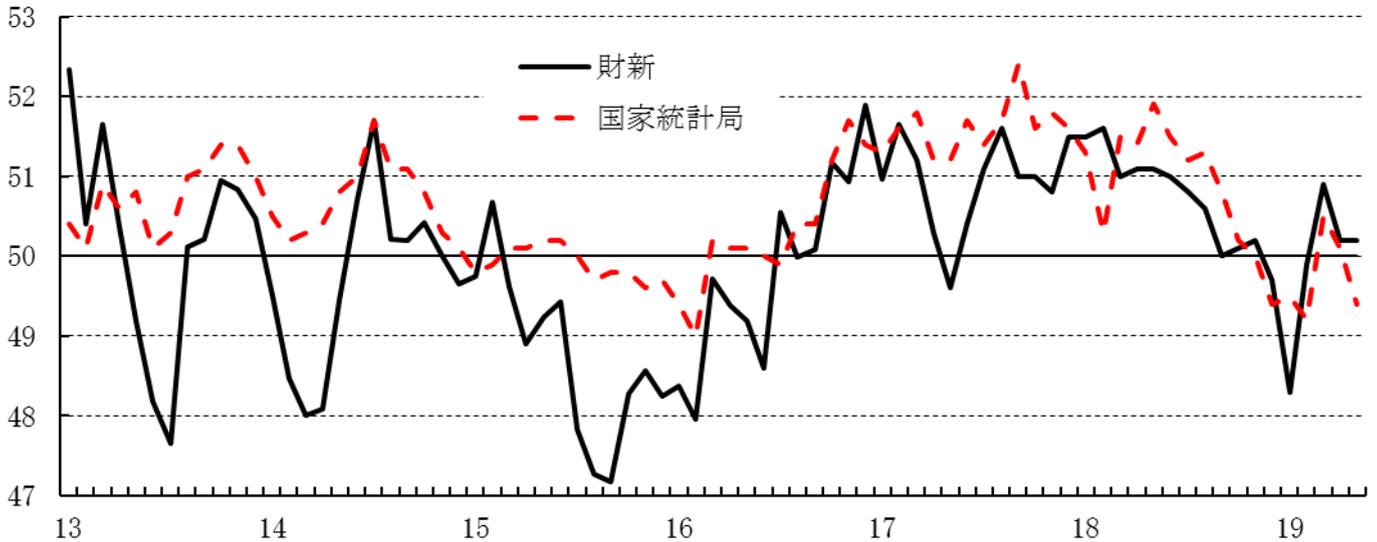


ユーロ圏の実質小売売上高は、4月には前年同月比+1.5%となった。2017年半ば頃をピークに伸び率の鈍化傾向が続いていたが、このところは1%台後半で底堅い伸びを保っている。ユーロ圏全体でみると、失業率は4月で7.6%と2008年以来の水準にまで低下するなど、引き続き雇用・所得環境は良好だ。加えて、金利など市場の動きからも消費に対して逆風の圧力は強まっておらず、域内の個人消費は当面は底堅い推移が予想される。

ユーロ圏の消費者物価は、5月には前年同月比+1.2%と、前月の同+1.7%から大幅に鈍化した格好となった。背景には、エネルギー価格の押し上げ寄与が大幅に鈍化したことに加えて、イースター休暇時期のずれに伴う航空機運賃の変動といった“特殊要因”によるところが大きい。今後は、賃金上昇率が加速気味となっているものの、消費に力強さが欠けていることもあって、価格転嫁が進まない状況が続く公算が大きく、コア物価は総じて低位安定傾向が続こう。一方、原油価格の下落を受けてエネルギー物価は下落に転じる公算もあり、物価全体の伸びは鈍化していく可能性が高い。

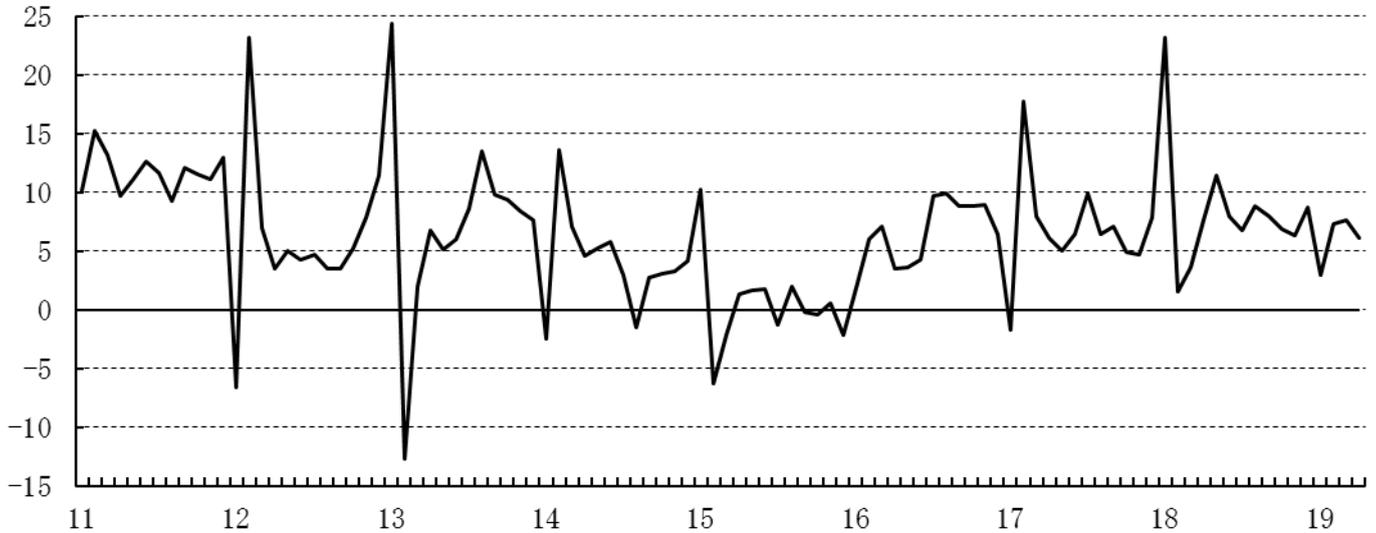
【中国】

中国の製造業PMIの推移



(%)

中国の電力消費量の推移 (前年比)

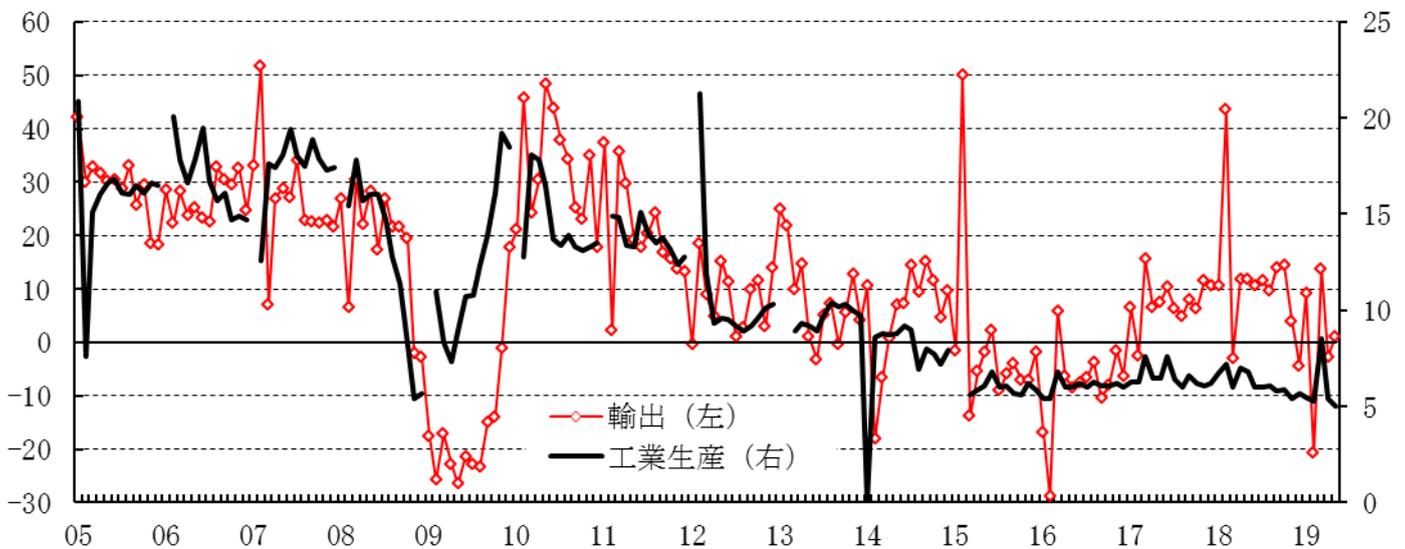
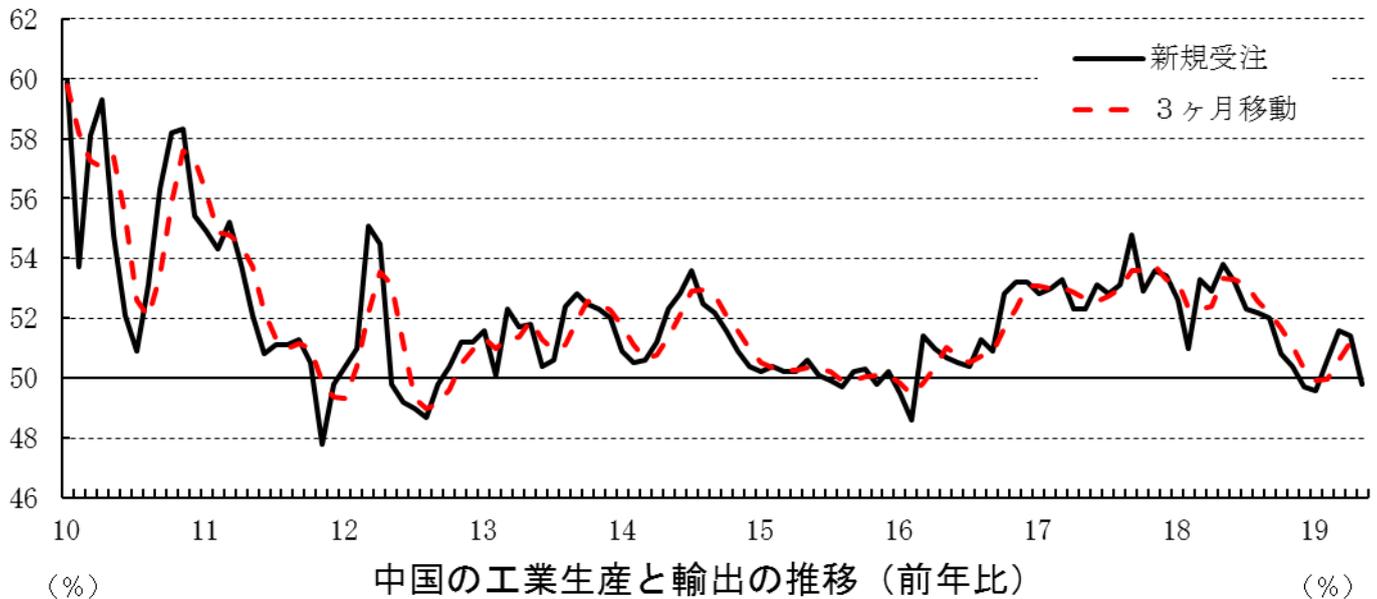


中国の製造業PMIは、5月には国家統計局ベースで49.4ポイント、財新ベースでは50.2ポイントとなった。国家統計局ベースでは3ヶ月ぶりに判断基準の分かれ目となる50ポイントを割り込む一方、財新ベースでは3ヶ月連続の50超えと、評価の分かれる結果となった。製造業を取り巻く環境をみると、世界的な景気減速に加えて米国との貿易戦争の影響から外需にブレーキがかかっているうえ、個人消費も失速気味であり、非常に厳しい状況にあると判断される。そうしたなかでPMIが50ポイント前後を維持している理由の一つとして、政府の景気対策の一環である公共投資の拡大による効果が挙げられる。

信用度が高い統計の一つとされている電力消費量は、4月には前年同月比+6.1%、年初からの累積ベースで前年同期比+5.9%となった。2018年の電力消費量は前年比+8.5%であったことを勘案すれば、足元の経済活動はさらに減速し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を負いません。見直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。

## 中国の製造業新規受注判断DIの推移

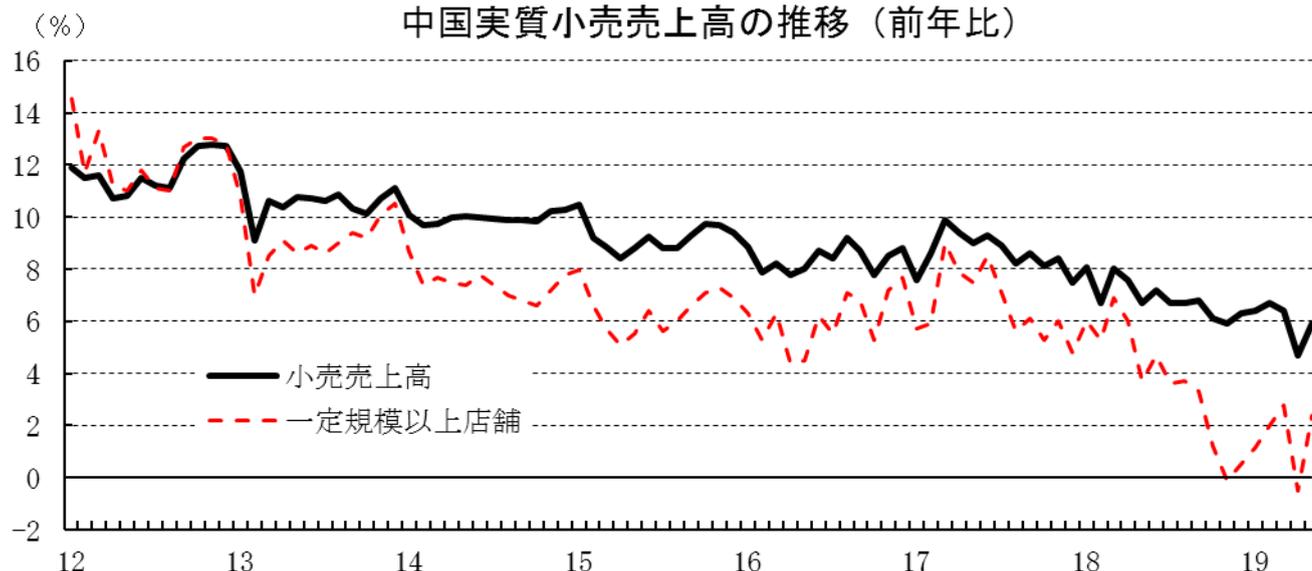


中国国家统计局が発表する製造業PMIの一項目である新規受注判断DIは、5月には49.8ポイントと4ヶ月ぶりに判断基準の分かれ目となる50ポイントを下回った。2月から4月までの50ポイント超えを政府の景気対策の効果によって押し上げられたものと考えられるならば、早くもその効果が息切れしつつあることを示唆することになる。

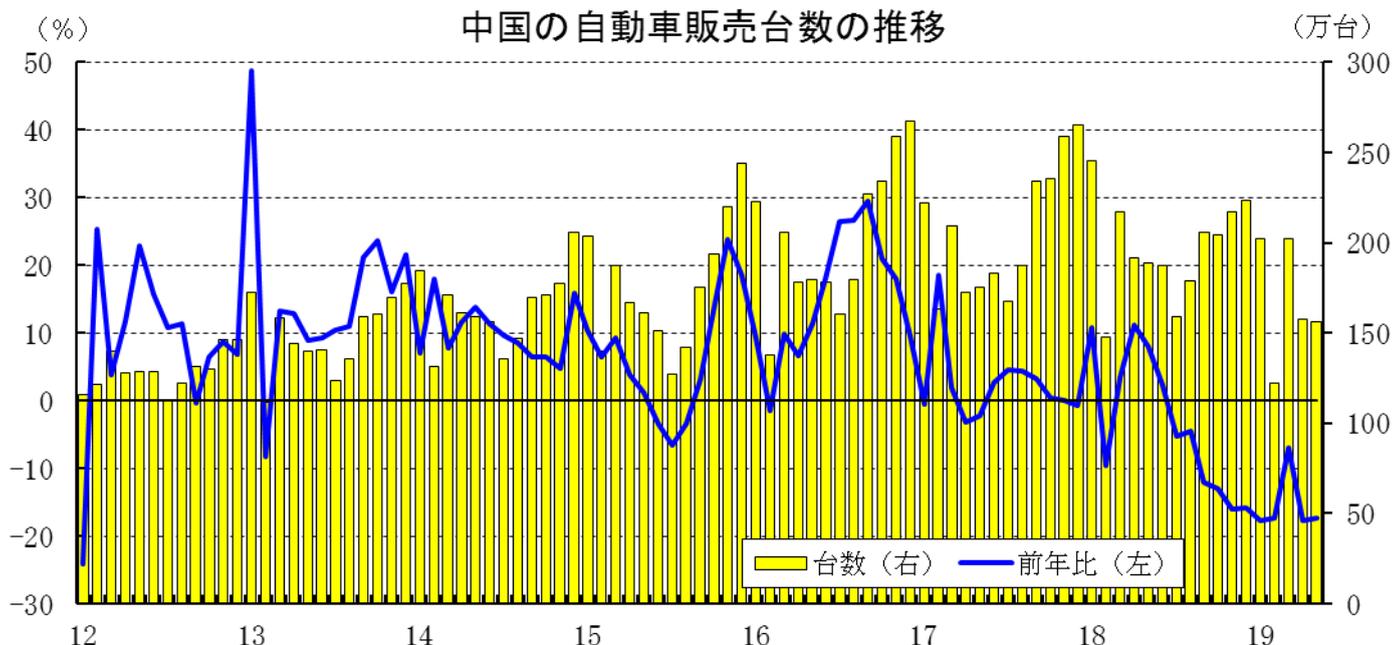
一方、輸出（ドルベース）は5月に前年同月比+1.1%となった。ここ半年あまり前年対比伸び率はプラスとマイナスを繰り返しており、輸出が低迷しながらも大きく落ち込んではいないことを示している。地域別にみると、いわゆる「一帯一路」対象地域向けの輸出が総じてみれば好調に推移しており、これが米中貿易戦争の悪影響を相当程度緩和している可能性がある。ただし、世界経済自体の減速傾向は続いていることに加え、米国向け輸出の関税引き上げ対象商品や引き上げ幅が拡大している状況を勘案すれば、今後は輸出の悪化がより明確になる可能性が高いと判断される。

こうしたなか、5月の工業生産は前年同月比+5.0%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。

## 中国実質小売売上高の推移（前年比）



## 中国の自動車販売台数の推移



中国の小売売上高は5月に前年同月比+8.6%、物価の伸びを差し引いた実質ベースでは同+5.9%となった。前月に2003年5月以来となる低い伸びを記録したあと、やや持ち直した。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、5月は名目ベースで同+5.1%、実質ベースでは同+2.4%となった。こちらは、前月には2018年11月以来となる前年割れを記録していた。もっとも、今年は4月の休日が前年よりも少なくなったこと（メーデー（労働節）休暇の変更）が押し下げ要因として働いた可能性があり、実態以上に落ち込んだ可能性がある。

自動車販売台数は5月に156万台（前年同月比▲17.4%）と11ヶ月連続で前年割れとなった。この間、8ヶ月が二桁のマイナスを記録と、急激に落ち込んでいる。小型車減税打ち切りによる反動減の影響によって前年対比マイナス幅が大きめに算出される18年末を過ぎても、落ち込むペースの拡大に歯止めがかかっていない。中国政府は1月末に、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を発表したものの、効果が現れず深刻な状態が続いている。

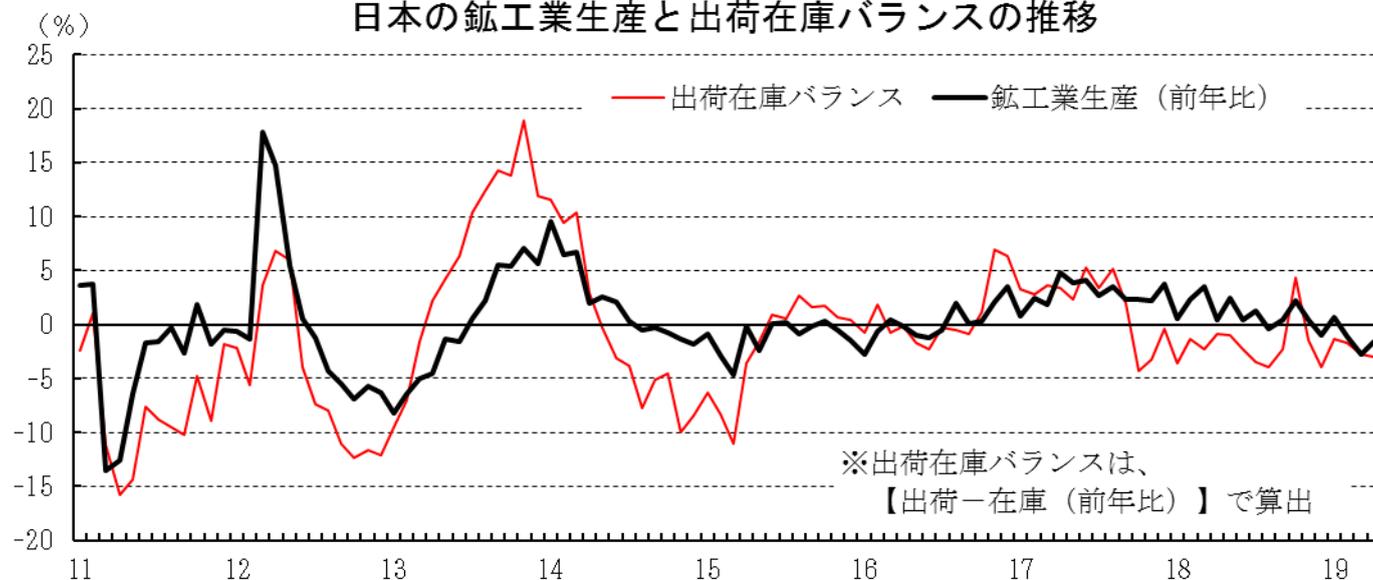
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【日本】

日本の鉱工業生産指数の推移



日本の鉱工業生産と出荷在庫バランスの推移



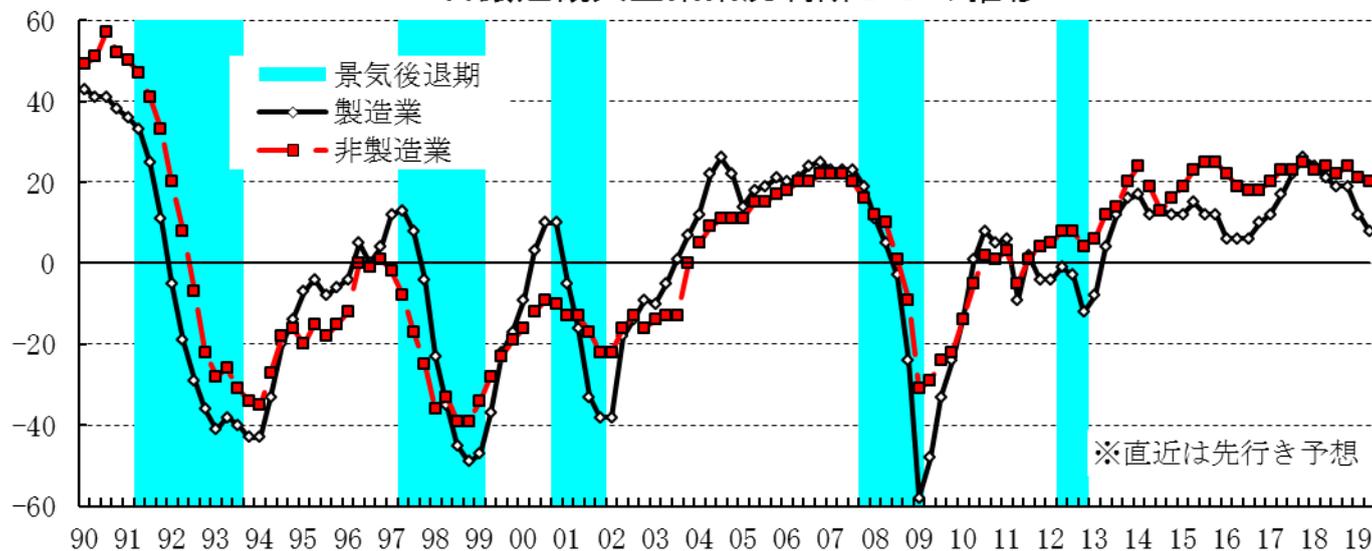
日本の4月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%と、2ヶ月ぶりに前月対比上昇に転じた。ただし、2018年10月以降は前月対比では増減を繰り返しており、この間に前年対比の伸び率は▲1.6%とマイナス圏に落ち込んだ。なお、先行きについての生産計画となる製造業予測指数は、5月は前月比+5.6%、6月は同▲4.2%となっているが、実現率は低い状態が続いており、少なくとも5月については大幅に下方修正されると見込まれる。

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、4月は▲3.0ポイントと6ヶ月連続でマイナスとなった。悪天候からの反動増によって一時的に改善した10月を除けば、マイナス圏での推移は2017年10月から継続している。

世界的な景気減速、米中貿易戦争を背景に輸出環境が悪化、これにともなって日本の生産活動も足を引っ張られている格好だ。出荷在庫バランスの悪化は生産活動に抑制圧力がかった状態がしばらく続くことを示唆しており、外需動向を勘案すれば生産活動はさらに下ぶれていくリスクも十分にある。

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。見直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。

## 日銀短観大企業業況判断DIの推移



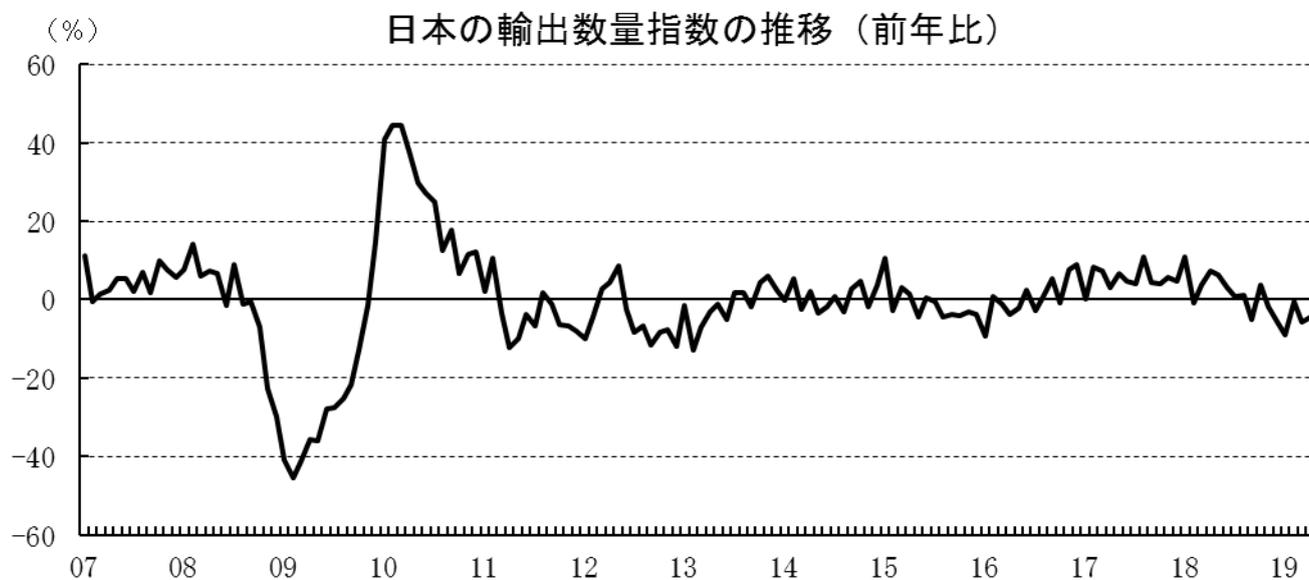
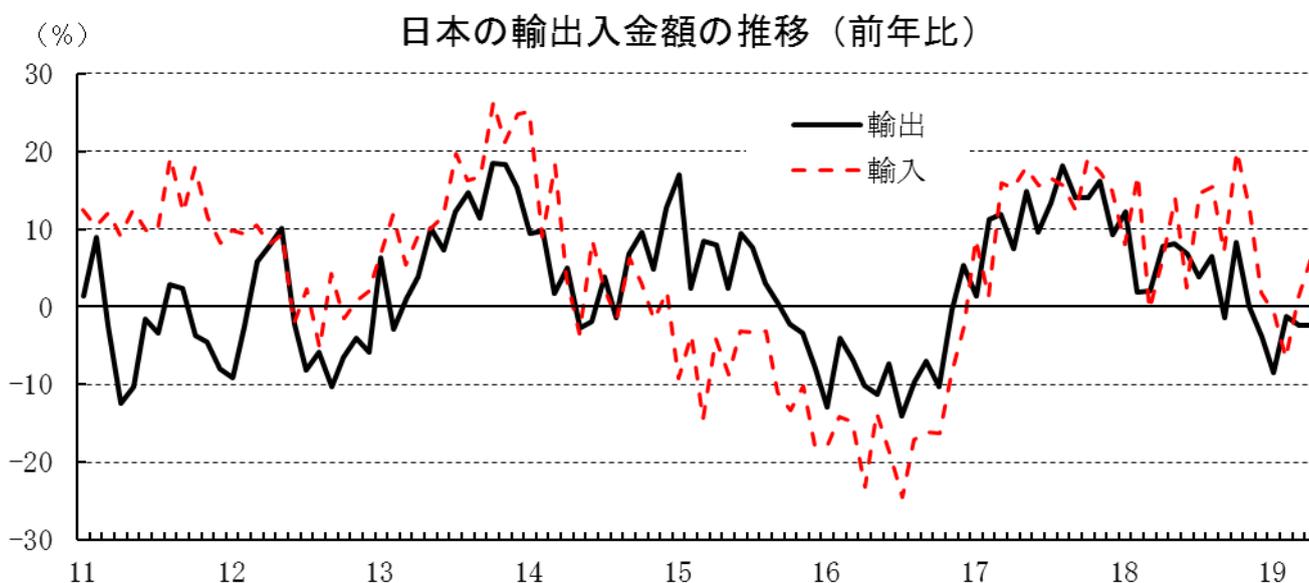
## 機械受注(船舶電力を除く民需)の推移



3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+12ポイントと、前回調査（12月）から▲7ポイント低下した。先行き判断DIは+8ポイントと一段の低下が見込まれている。一方、非製造業の業況判断DIは+21ポイントと、前回調査から▲3ポイント低下した。先行き判断DIは+20ポイントへの小幅低下が見込まれている。大企業非製造業が高めの水準を維持しているのに対して、大企業製造業の景況感低下が目立ってきた。背景には、こここのところ個人消費が底堅く推移しているうえに、外国人観光客の増加基調が続いていることの恩恵を非製造業が受けている一方で、製造業は輸出の減少などによって足を引っ張られていることが挙げられる。

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、4月には前年同月比▲0.4%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、4月は前年同月比▲1.7%、ここ4ヶ月連続で前年水準を下回っており、減少基調に転じつつあると判断される。設備投資は、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が好調に推移している一方で、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）は抑制されていくと見込まれる。

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。見直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、4月に前年同月比▲2.4%となった。前年割れは5ヶ月連続。地域別にみるとアジア向けが直近6ヶ月連続で前年割れとなるなど大きく落ち込んで、全体の足を引っ張っている。このうち、アジア向けの3分の1を占めている中国向け輸出は4月には同▲6.3%と2ヶ月連続で前年割れとなった。一方、好調さを保っているのが米国向けで、4月には同+9.6%と7ヶ月連続のプラスを記録した。

輸出の実勢を示す輸出数量指数は、4月には同▲4.3%と6ヶ月連続で前年割れとなった。こちらも足を引っ張っているのはアジア向け輸出数量で、6ヶ月連続でのマイナスを記録している一方、米国向けは好調に推移している。

一方、輸入金額（円ベース）は、4月には同+6.5%と2ヶ月連続で増加した。原油輸入価格の上昇による影響が大きい。

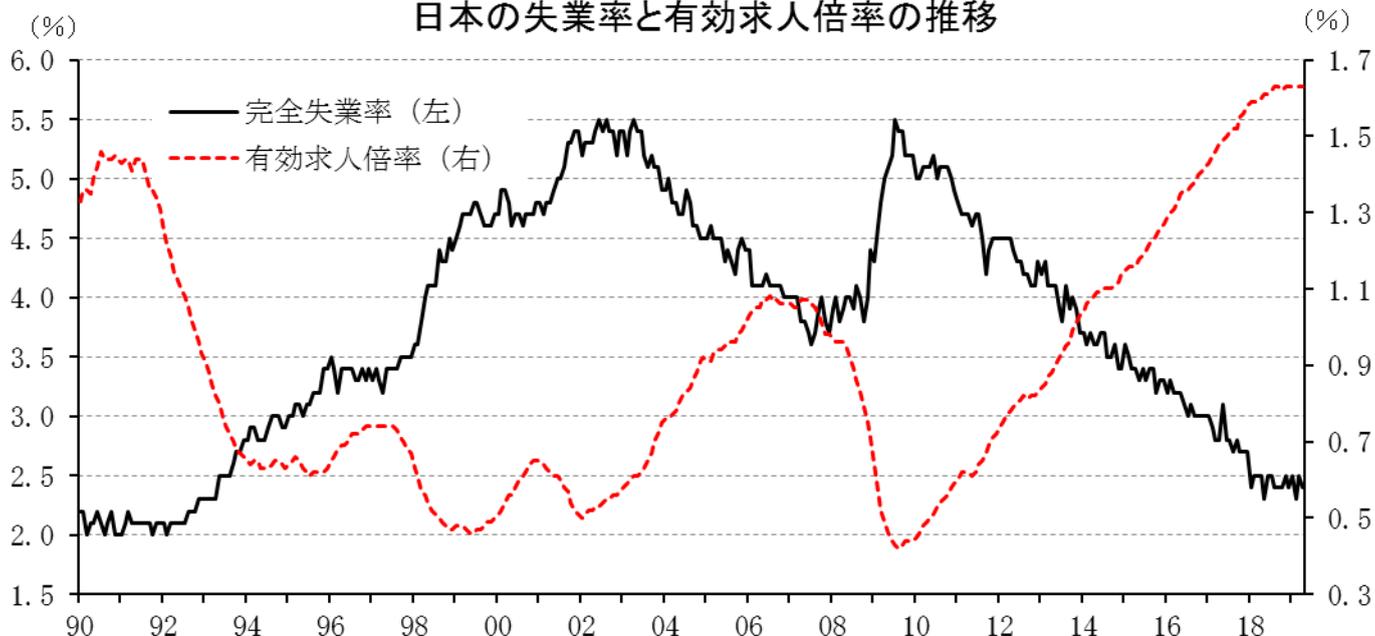


日本の実質家計消費支出（二人以上世帯）は、4月に前年同月比+2.0%と7ヶ月連続で前年水準を上回った。毎月の変動が大きい12ヶ月移動平均ベースで見ると、4月は同+0.9%と16ヶ月連続で前年水準を上回っている。12ヶ月移動平均ベースでの伸び率は、これまでわずかに前年水準を上回る程度（0.5%未満）にすぎなかったが、4月には同+0.9%と2014年1月以来の高い伸びを記録した。もっとも、季節調整済前月対比でみた伸び率は、今年に入って以降プラスマイナスが交互に訪れており、水準的には一進一退で頭打ちとなるような推移となっている。

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、4月は前月比+1.6%と2ヶ月連続でプラス、前年同月比でも+1.6%と4ヶ月連続で前年対比プラスを記録した。

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。見直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。

### 日本の失業率と有効求人倍率の推移



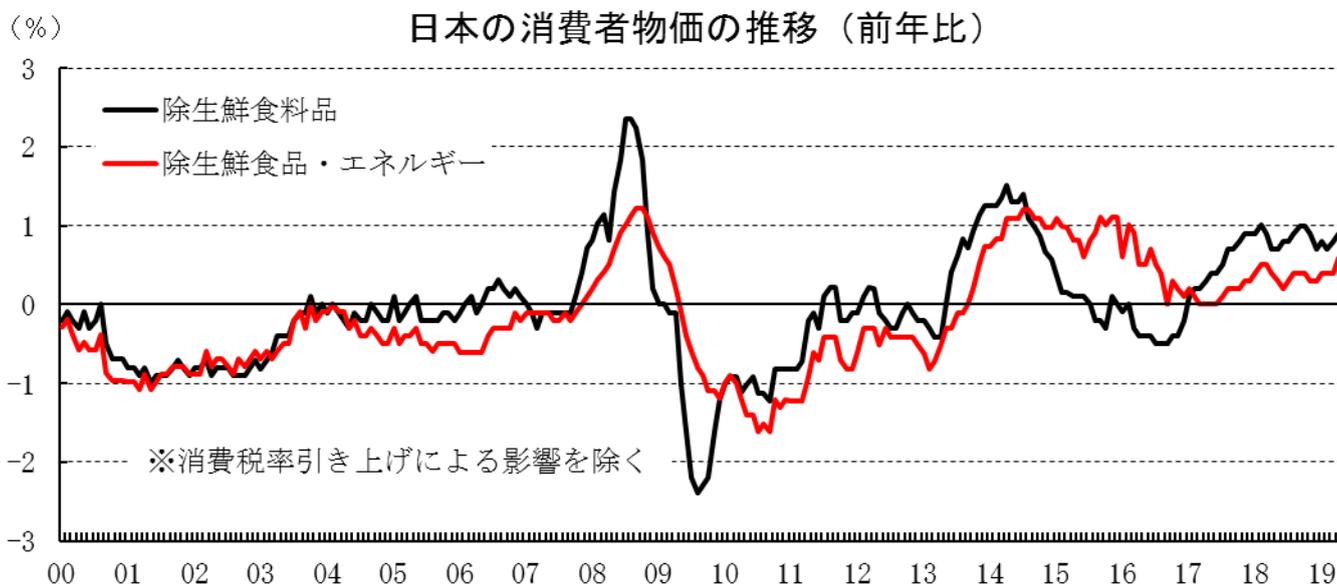
### 日本の現金給与総額の推移(一般労働者)



4月の日本の失業率は2.4%と、前月から0.1ポイント低下(改善)した。就業者は前月から30万人減少した一方で、失業者は同6万人減少した。失業率は引き続き約25年ぶりの低水準にあるものの、このところは低下に歯止めがかかっている。有効求人倍率は1.63倍と前月対比横ばいとなった。こちらも歴史的な高水準にあるものの、このところは求人数自体が頭打ちとなっており、改善に歯止めがかかっている。

4月の日本の現金給与総額は前年同月比▲0.9%と、4ヶ月連続で前年水準を下回った。定期給与も同▲0.1%と4ヶ月連続で前年水準を下回ったが、これらはサンプル替えの影響によるところが大きいと考えられる(前年は実態以上に押し上げられたところからの反動もある)。なお、特殊要因を除いた共通事業所ベースでみた4月の現金給与総額は同+0.5%となっている。このほか、働き方改革の影響や景気減速の影響が押し下げ要因となっていると考えられる所定外給与は同▲1.1%と、大幅なマイナスが続いている。また、物価上昇の影響を差し引いた実質ベースでは、現金給与総額は同▲1.1%と厳しい状況が続いている。

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。見直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。



4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+0.9%と28ヶ月連続で前年水準を上回った。ただし、エネルギー関連価格が前年水準を上回っていることによって押し上げられている側面があり、エネルギーと食料品を除いた欧米型コアベースでは同+0.5%にとどまっている。もっとも、欧米型コアベースの伸び率は2016年6月以来の高さとなっており、このところは原材料費や人件費のコスト増加分を転嫁する動きが出ていると考えられる。

消費者の景況感を示す消費者態度指数は、5月には39.4ポイントと8ヶ月連続で低下し、2015年1月以来の水準となった。とくにここ数ヶ月は低下基調が強まっている。内訳を見ると、[暮らし向き]や[耐久財の買い時]など、全項目において低下基調が強まってきている。消費者の景況感は財布の紐の緩み具合に繋がると考えられ、消費意欲の減退から支出が絞られていくリスクが高まってきたと判断される。

## 【トピックス：平成から令和へ、これからの30年を考える】

元号が平成から令和へと代わったことを機に、平成の30年間と今後の30年を考えてみたい。

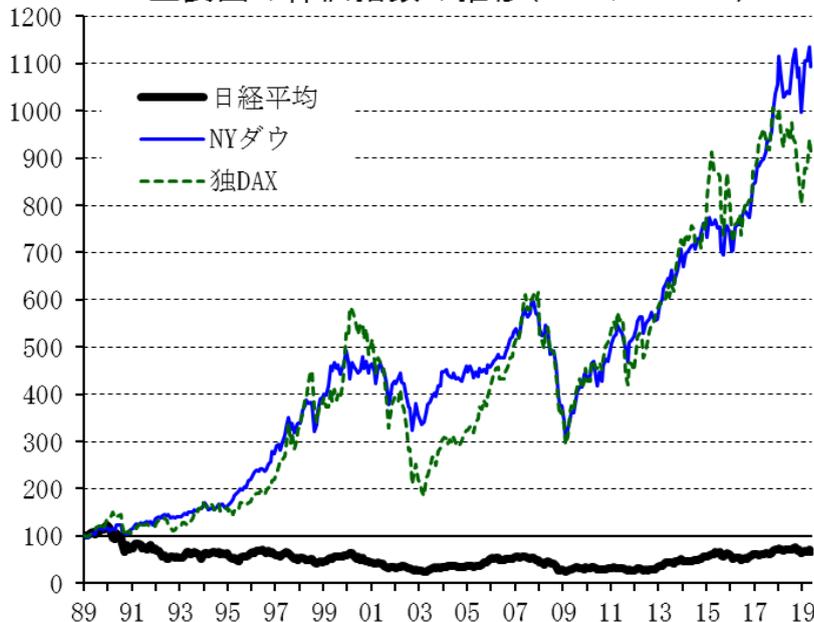
平成元年（1989年）は、第二次世界大戦後の世界が大きく変わる節目となった年でもあった。東西分断の象徴ともいわれるベルリンの壁が崩壊し、12月に開催されたマルタ会談（米ソ首脳会談）で、44年間続いた東西冷戦は終結したとされる。一方、中国では天安門事件が起り、民主化へのうねりが閉ざされた。一方日本経済はバブルの絶頂にあるなか、この年初めて消費税が導入された。

平成という時代は、日本ではバブル崩壊からデフレへと突き進み、経済が大きく後退していった“不遇の時代”のようにも語られる。その端緒はバブルにあり、バブル崩壊の後始末が適切に行われなかったこと（後手に回り続けたこと）に加え、人口減少に転じたことが問題解決をより困難なものにしたことは間違いないだろう。しかし、そうした自国内の問題だけではなく、世界情勢が大きく変化していくなかで、日本がそれまでの優位性を失い、対応が遅れていったことも今の日本に繋がっていると考えられる。

冷戦の終結を経済面から捉えれば、それは旧東側諸国という広大なマーケットの誕生という言葉で置き換えられよう。これにより、旧西側諸国は安価な労働力を得ることになる。欧州は、1993年にEC（欧州共同体）からEU（欧州連合）へと発展し、その後98年には統一通貨ユーロの導入し、2005年には旧東欧諸国がEUに加盟、拡大を続けた。天安門事件で一度躓いた中国は、92年に社会主義市場経済論を打ち出し、経済的には市場主義へと大きく舵を切ることになった。これにより、韓国や台湾といった冷戦終結直前時における新興国はその優位性を失うことになるが、インターネットの開発・市場化によってその頃市場が一気に拡大した情報通信機器関連部品の製造などに資本を集中することで、経済発展の道を切り開いた。

これに対し、日本ではバブル崩壊による金融機関の自己資本の毀損もあって貸出能力が低下、88年のバーゼル合意（BIS規制）や97年の時価会計制度の導入などは、それまで間接金融を主体に発展してきた日本の金融機能の転換を迫られる時期でもあった。実際には、バブル崩壊の影響が長引くなかで株式市場の低迷が続いていたため、直接金融市場もアテにならないため、この時期日本では実質的に金融機能が停止していたと言っても過言でないだろう。つまり、東西冷戦終結による世界経済の大きな変化に日本は押し出される一方で、新たな波に乗り損ねたといえる。日本が“取り残されたこと”は、新たな市場と新たな産業を手に入れた欧米諸国の株価がこの30年間で10倍程度に急騰していくなかで、日本の株価はバブル時のピークを未だに越えられないでいることに象徴されよう。

主要国の株価指数の推移(1989/1=100)



さて、東西冷戦終結後先進各国、そして新興国もグローバル化という形で経済面で多くの果実を得たものの、その副作用として生じたのが格差の拡大から生じる反グローバリズムの流れである。グローバル化が進んだことで、付加価値の小さいモノは賃金水準の低い国で生産され、そうした生産工場は旧東側諸国などの新興国へ移転した。一方で、付加価値の小さい労働は低い賃金でも雇える移民が手にするようになった。ネットの発達によって、消費者がより安い製品やサービスの情報を容易に手にすることができるようになった

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。見直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。

ために価格競争が激化したことも、企業のコストカット志向を高めたといえる。その結果、そうした労働からあぶれた人の不満をすくい取る形で急成長しているのが、いわゆるポピュリズム政党や政治家だ。トランプ氏は不法移民や貿易不均衡の解消を主張して米国の大統領になった。イギリスは、EUへの拠出金を国内の社会保障に回すこと、移民の受け入れを拒否することを求め、EUからの脱退を国民投票で決めた。そのほか、欧州では反移民や反グローバリズムを掲げたポピュリズム政党への支持が高まっている。

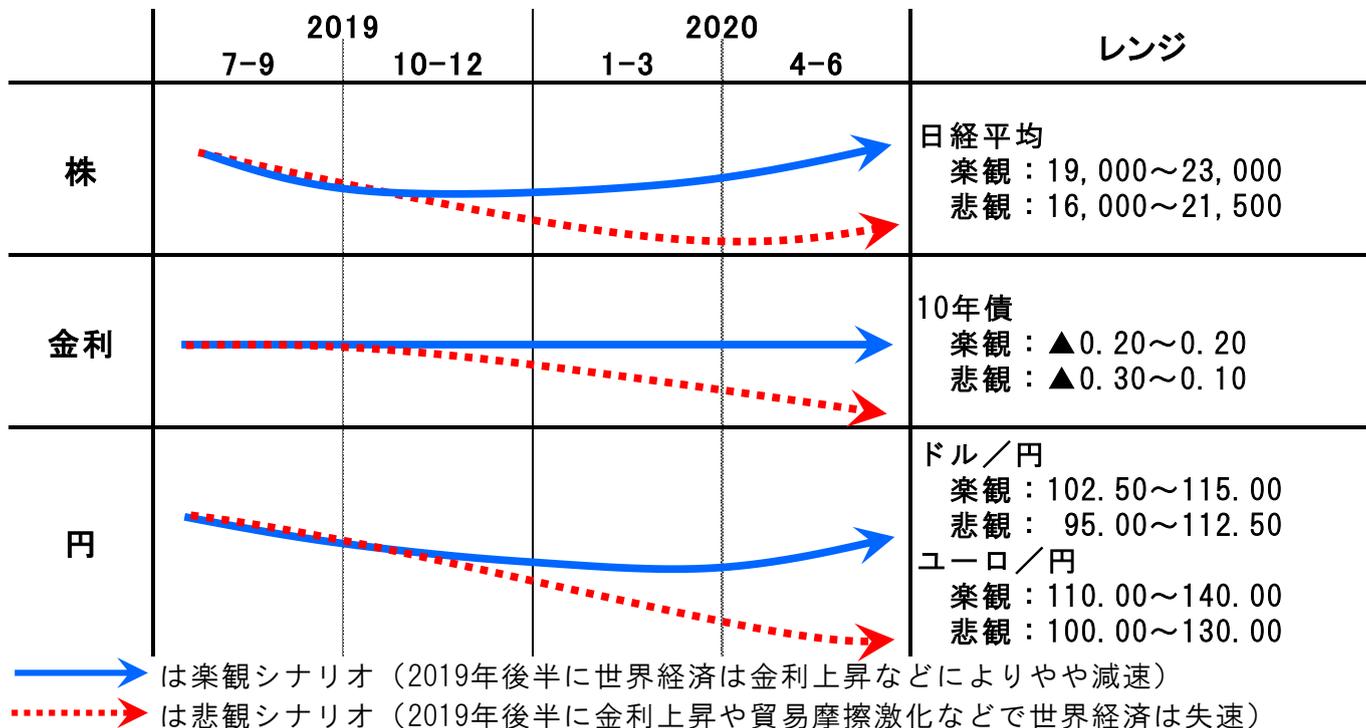
とくにここへ来て問題となっているのが米中の対立であろう。表面的には、それはトランプ大統領が求める貿易不均衡、すなわち米国の対中赤字と中国の対米黒字の解消ではあるが、真の狙いは中国の急成長に対する米国の警戒心であり、あるいは情報戦争である。中国に対する米国の警戒心の芽生えは第二次オバマ政権時からのものであり、もはやそれはトランプ大統領という“キャラの立つ大統領”を隠れ蓑にした、オールアメリカによる対中冷戦といえる。米国が特に問題視しているのは、特定産業に対する補助金と、対中進出企業に対する技術・情報移転の強要である。とくに後者は、その先に中国政府への情報移転があり、政府はといえば南シナ海などへの領土的野心が強いと指摘する見方もある。表現の自由や基本的人権に対する姿勢も、いわゆる西側諸国のそれとは相容れない部分が多いことから、情報が“筒抜け”になることに対する警戒心は強い。ちょうど5G（第5世代移動通信システム）技術の開発で中国企業が先行しているというタイミングでもあり、米中の問題は中国企業をも対象にした格好となっているが、その本質は中国政府に情報が筒抜けになることへの警戒という、多分に安全保障の色合いを帯びたものである。したがって、米中間の“貿易戦争”の本質は冷戦であり、ハードとソフトの両面に渡って技術の漏洩に神経を尖らせるような大きな壁が両国の間にそびえるものとなる。その壁を米国が自ら取り払うことはあり得ず、取り払われるか否かは中国側の対応に委ねられているが、中国側としてここまで成長してきた以上、今更覇権争いから降りることは考えにくい。中国は高齢化が急速に進み、やがて人口減少に転じる（2030年までには減少に転じるとの見方多数）。中国はすでに人口ボーナス期を終えて人口オーナス期に突入しているとされているが、人口減少となれば経済成長の足を引っ張る影響はさらに強まる。巨大ではあるが限界も見えてきた国内市場に対し、中国は「一帯一路」構想で国外のマーケット拡大をもくろんではいるが、それは米国との冷戦のなかでの陣営作りにもつながるものだ。それがどこまで拡がり、どの程度深化していくのかは、令和の時代の国際情勢の“肝”となろう。同時に、中国という巨大なマーケットの成長は、平成の時代の世界経済の需要掘り起こしに大きな貢献をしてきた。それを冷戦という壁で失うのであれば、西側諸国は中国に代わる巨大市場を求めることができるのか。中国に代わる潜在力を持つのはインドということになるが、インド経済が一皮むけるために必要不可欠ともいわれる外資開放が進むのかどうかということも、これからの時代をみる上では重要なカギとなる。

日本では、アベノミクスの下で行われた積極的で大胆な金融緩和と、適切な（出すときには出す）財政政策が功を奏して、デフレからの脱却に成功した。もっとも、ここでいうデフレとは物価が連続的に下落する現象を指している。消費者物価上昇率が1%以下にとどまる現状では、物価が連続的に上昇しているとも言い切れない。つまり、デフレから脱却して物価が上昇に転じ、デフレにはもう舞い戻ることはないともいえない不安定な状態にとどまっている。日銀はかつてない緩和策を次々に打ち出してはいるものの、望むほどの物価上昇（2%程度）は得られず、企業や家計の資金需要も思ったほどには喚起できていない。マイナス金利や国債の買い取りが長期化するなか、その弊害（たとえば金融機関への逆風など）も目立ち始めてきた。財政政策はといえば、有効な景気刺激策は行わず、一方で過度に景気にブレーキをかけかねない財政改善策（緊縮財政）も行えず、ただ緩やかに債務残高が積み上がっていくことを止めることもできていない。長期的に見れば、最も重大な経済構造問題ともいえる人口減少も、様々な対応策を打ち出してはいるものの、結果としては減少ペースを緩めることにすら成功していない。

令和の日本経済は、平成の始まりのときのようにバブル崩壊といったような特異な環境からスタートしているわけではないが、構造的な問題は一つ解決せず、ものによっては悪化しているという意味で、厳しい状態にあることに変わりはない。一方で、世界は平成の始まりのときとは異なる格好で大きく変わろうとしている。ただし、その変化は平成の始まりが東西冷戦の終結からスタートして、経済にはプラス面が大きか

ったものであったのに対し、足元はその反動から来る反グローバリズムや、新たな冷戦が勃発しており、いわば当時とは“真逆”の変化が生じているのである。グローバル化のように“乗れば儲かる波”がないとするならば、日本はひたすら己の傷を癒して再生に向けたエネルギーをためるために努力していくしかない。令和の日本が求められるのは、政策はもとより、企業や人のあり方（たとえば働き方）までも含む変化によって、混沌とする世界や成長しにくい世界でも成長していける力を持つことができるかどうか、ということではないか。それが見えてくるようであれば、日本の資産市場にも“長期成長”という明るさが出てこよう。

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



足元のマーケットは、米中の貿易戦争の行方や世界的な景気減速度合いを見極める形で、リスク性資産は頭が重い展開が続いている。一方で、米利下げ期待の高まりがリスク性資産の下落を防ぐ形となっており、総じてみれば各種マーケットは方向感に欠ける中で、上記材料に一喜一憂する展開が続いている。

当面はこうした展開が続く公算が大きい。米中交渉については、米国側が中国への要求水準を引き下げることが考えにくく、関税引き上げ回避のカギは中国側が握っているといえよう。早ければ7月初から米国は対中輸入の残りの部分（約3000億ドル分）について関税を25%程度引き上げる可能性は十分に高い。米中両国を始め、世界的に景気減速傾向が強まる中で、米中貿易戦争が激化することは市場にとっては大きなマイナス要因となる。もっとも、市場の不安定感が増し、景気下ブレリスクが高まったと判断すれば、FRBは7～9月期にも利下げを開始すると見込まれる。加えて、中国ではより景気に対する即効性の高い公共投資を中心とした景気対策の積み増し、米国では2020年の大統領選挙を睨んだ財政面からの景気支援策が講じられる可能性もある。

このような政策対応余地を勘案すれば、政策対応による景気持ち直しへの期待から、2019年後半には株などのリスク性資産価格は世界的に底打ちから上昇へと転じることも考えられる。ただし、米金利が低下していく中ではドル／円相場は円高気味の推移が続くと考えられ、日本株についてはこれが重石となる。消費税率引き上げ問題もあり、日本株は世界株に劣後するような展開となる公算が大きい。

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。