



〈フォーカス〉 日本版「高圧経済」は実現可能か

「高圧経済」とは、景気の現状との見合いで必要とされる以上の景気刺激策をつぎ込むことで、需要サイドのみならず、供給サイドの強化も実現しようという政策である。イエレン前FRB議長が16年10月に講演で取り上げて以降、よく話題に上るようになった。

確かに、需給ギャップがほぼ解消し、しかも日本ほどインフレ期待が低位にペッグされていない米国では、大規模な財政政策の成否は、供給サイドの強化が実現できるかどうかにかかっている。そうでなければ、いずれはインフレと「双子の赤字」に悩まされることになるだろう。「そんなうまい話が…」との批判も根強く、筆者も懐疑的だが、全く期待できないわけではない。法人減税で海外からの資本回帰が進めば国内の供給能力の強化に繋がるし、全土で老朽化が進むインフラ整備も、生産性の向上に資することが期待できる。米国の失業率はすでに歴史的水準にまで低下しているが、金融危機後に職探しをあきらめ非労働力人口化したグループが一定規模で残っており、労働需給のひっ迫度を強めることでこうした人々にまで仕事が回れば、労働投入面からも潜在成長率を引き上げることが可能となる。

高圧経済実現に向けた米国の手段はあくまで財政政策であり、この点、FRBの金融引き締め策はトランプ大統領にとって障害だが、これを金融政策で実現しようというのが、日本版高圧経済である。しかし、日本の場合、成功への道のりは米国以上に遠いかもかもしれない。日本でも失業率は完全雇用の水準に近づいているのに加え、女性労働力の「M字カーブ」もほぼ解消、高齢者の活用も急速なスピードで進むなど、潜在的な労働力人口の掘り起こしの限界も近い。設備投資も金融環境が制約になっているわけではない。黒田総裁自身は別に高圧経済を目指すと言っているわけではなく、目指しているのはあくまでインフレ目標の達成だが、供給サイドの強化が実現しないことには、インフレ目標の達成もおそらく苦しい。潜在成長率の低さが企業の成長期待の低下を招き、それが慎重な賃上げ姿勢や、能力増強型投資の手控えを通じて低インフレに繋がっている可能性が高いためだ。供給力が一種の天井のように意識されているために、需給ギャップが解消するところまではきても、なかなか需要超過が拡大していくところまで辿りつかない。

潜在成長率が低いなら逆に需給は引き締まりやすく、インフレ目標の達成も容易との考え方もあるが、その場合、インフレ目標は達成できても、低成長は脱却できないということになる。現状では、日銀のイールドカーブ・コントロールはむしろ潜在成長率を押し下げている可能性も十分だ。住宅を何件も買う人はまれであることからわかるとおり、金融緩和による景気刺激はそもそも将来の成長力の先取りである。超低金利の長期化が金融仲介機能を蝕んでいるほか、財政規律の弛緩や金利を通じた資本の適正配分機能の喪失も、供給サイドの弱体化に繋がっている。かといって、米国のような財政の大盤振る舞いが不可能であるのも明らかで、つまるところ徹底した構造改革しか処方箋はないということになる。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉日本版「高圧経済」は実現可能か……………	1	・ ISM 製造業景況指数は米国景気の回復持続を示唆……………	11
・ 経済情勢概況……………	2	・ 米中貿易摩擦を巡る米国世論と貿易構造……………	13
・ 人手不足が設備投資を押し上げる……………	3	・ 主要経済指標レビュー……………	17
・ 3月短観は一時的な足踏みか……………	7	・ 日米欧マーケットの動向……………	22

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日 本

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の上昇が引き続き鈍いことから、緩慢な回復にとどまる。住宅投資も、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、回復傾向が続くと予想する。公共投資は、オリンピック関連工事などが下支えし、当面底堅く推移すると見込む。

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

消費者物価（コア CPI）は、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後は、原油価格が予想以上の上昇を見せていることで、エネルギー関連品目がコア CPI の押し上げ要因となり、~~2017年度のコア CPI 上昇率は、前年比+0.7%程度、~~2018年度は+0.9%程度、2019年度は+1.5%程度となると予想する。

米 国

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や消費マインドの回復に加え、税制改革も成立したことなどから、今後も景気回復が続くと予想する。

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

住宅投資は、人手不足などが回復の足かせとなっているものの、雇用者数の増加などに支えられ、持ち直しに向かうとみる。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。なお、インフラ開発投資は、財政均衡派への配慮から、ある程度規模を縮小したうえで実現すると予想する。

輸出は、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは3月12日のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.25-1.50~~1.00-1.25%~~から、1.50-1.75~~1.25-1.50%~~へと引き上げた。2018年内に残り2回程度の利上げ実施を3月には、追加利上げが実施されると予想する。

欧 州

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

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えになるとみられるほか、企業の投資意欲が持ち直していることもあって、底堅く推移するとみている。

ECBは2017年10月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を9ヵ月延長し、少なくとも2018年9月末までとしたほか、1月からの買入れ額を月額600億ユーロから300億ユーロへ減額することなどを決定した。ECBは2018年9月に資産買入れ策を終了し、政策金利の引き上げは、2019年半ばと予想する。

人手不足が設備投資を押し上げる

設備投資の現状と変動要因

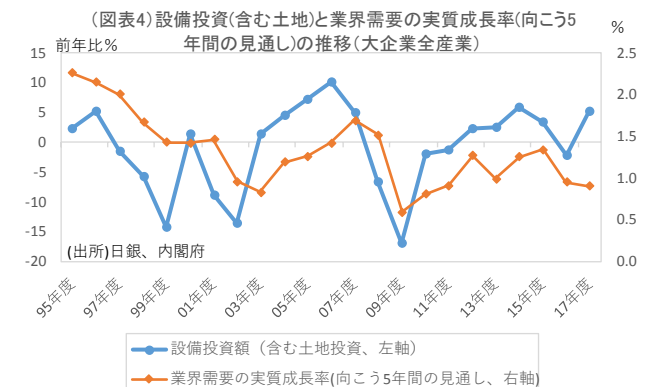
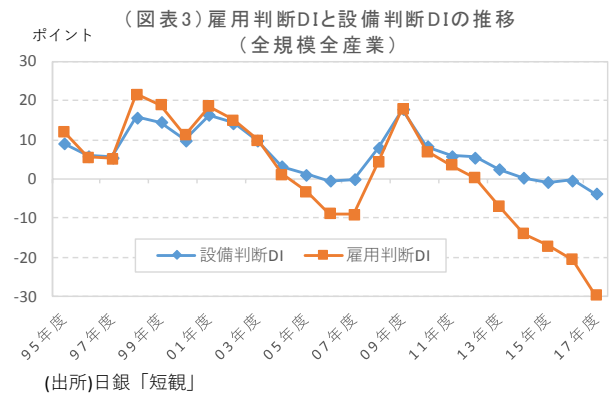
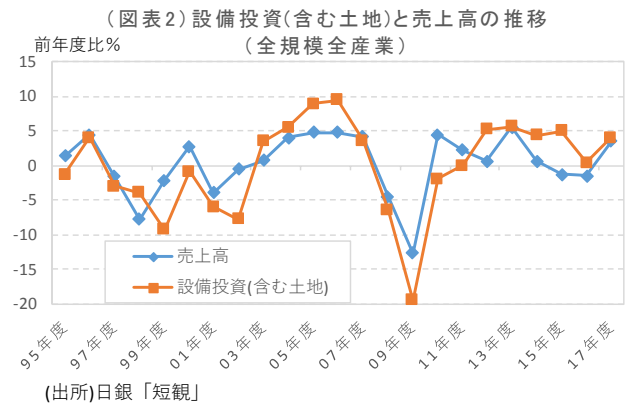
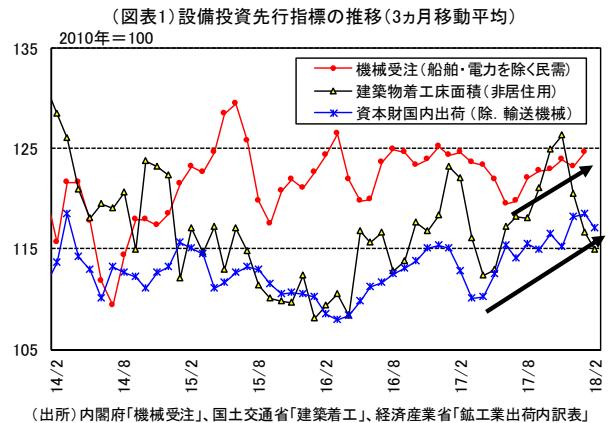
日本の設備投資は、16年の年央を底に、回復基調を続けている。GDP統計の実質民間設備投資の伸びは、17年10-12月期まで、3期連続で年率4%を超えた。設備投資の振れ幅を考えれば、これでも力強いとは言えないが、当面の見通しも悪くない。設備投資に先行する主要3指標（3ヵ月移動平均）を見ると、建築物着工床面積（非居住用）は息切れ感が出ているものの、機械受注（船舶・電力を除く民需）や資本財国内出荷（除く輸送機械）は昨春以降、持ち直しの動きが続いており、建築関係を除けば設備投資は当面緩やかな回復傾向を続ける可能性が示されている（図表1）。

財務指標との関連で見た場合、設備投資はコスト要因で大きく上下に振れる利益項目よりも、企業の成長性をより端的に反映する売上高と高い相関があることが知られている（図表2）。また、景気が上向けば雇用も設備も増え、悪化すればその逆となるが（図表3）、近年は特に非製造業を中心に、労働需給のひっ迫が深刻化した業種が、省力化・省人化投資に力を入れる傾向が顕著になっている。特に、そうした業種のソフトウェア投資の伸びが著しい。

他方、中長期的な視点で見た場合、いったん導入した生産設備は長期にわたり使用が想定されるものであることから、潜在成長率の低下に伴う企業の中長期的な成長期待の低下が、能力増強型投資の低迷に繋がっている可能性が高いとみられる（図表4）。

人手不足要因が支配的に

図表5は、短観の設備判断DIを被説明変数とし、同じく短観の売上実績（前年度比）と雇用判断DI、および内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」における「業界需要の実質成長率見通し（今後5年の見通し）」の3変数を説明変数として相関を確認したものである。分析対象を大企業としているのは、ヒストリカルベースで取得できる業界需要の実質成長率見通しが、上場企業（調査対象は東京、名古屋の証券取引所第一部および第二部に上場す



る全企業)のみのためである。東証1部の約9割、東証2部の約7割が、短観では定義上大企業に分類される資本金10億円以上であることに鑑み、分析対象を大企業のみとしたが、図表からは、大企業全産業、大企業製造業、大企業非製造業とも、高い相関が確認できる。ちなみに、業界需要の実質成長率以外の変数を全規模ベースに変えても結果に大きな違いは出てこない。

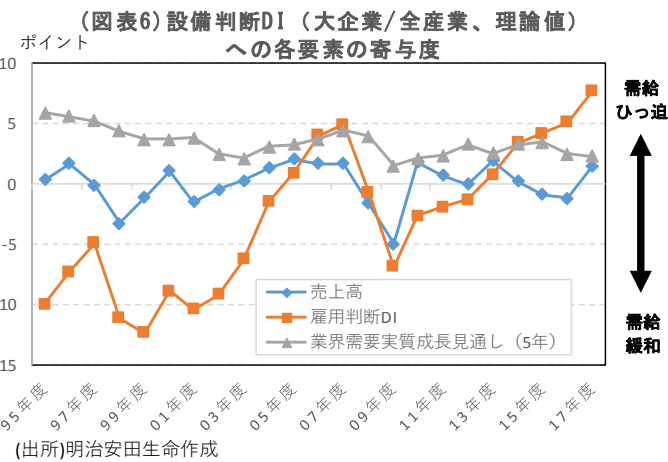
大企業・全産業の回帰式に従い、各説明変数の設備判断DIの理論値への寄与度を計算したのが図表6である。売上要因の寄与する部分は90年代半ば以降、均せばほぼ横ばい圏内なのに対し、人手不足要因の寄与する部分が、13年度以降大きくプラス幅を拡大させており、企業の設備の需給ひっ迫感に繋がっていることが確認できる。一方、成長期待要因は、長期にわたってじわじわとプラス寄与幅を縮小させてきている。

業種別の売上高の推移

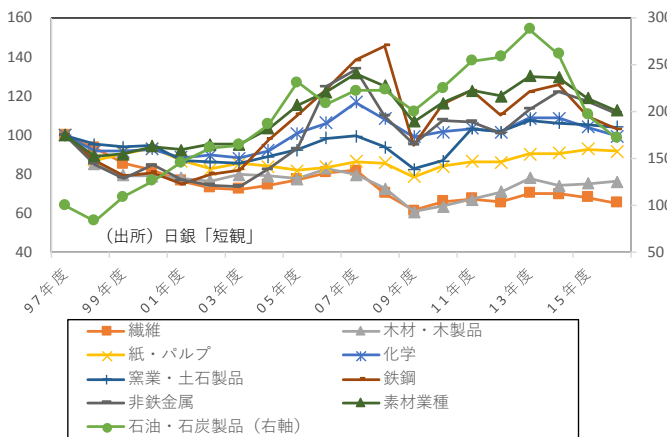
(図表5)短観設備判断DIの決定要因(1995年度~2017年度、年次)

	大企業全産業	大企業製造業	大企業非製造業
説明変数	係数	係数	係数
売上	-0.33 ***	-0.35 ***	-0.14 **
雇用判断DI	0.41 ***	0.64 ***	0.18 ***
業界需要の実質成長率(今後5年の見通し)	-2.62 ***	-5.32 ***	-1.48 ***
R^2	0.98	0.96	0.92

* :5%基準で有意 ** :1%基準で有意 *** :0.1%基準で有意 (t値)
 ※設備・雇用判断DIは数値が下がればひっ迫、上がれば緩和なので、符号条件は売り上げと業界需要の実質成長率がマイナス、雇用判断DIがプラス



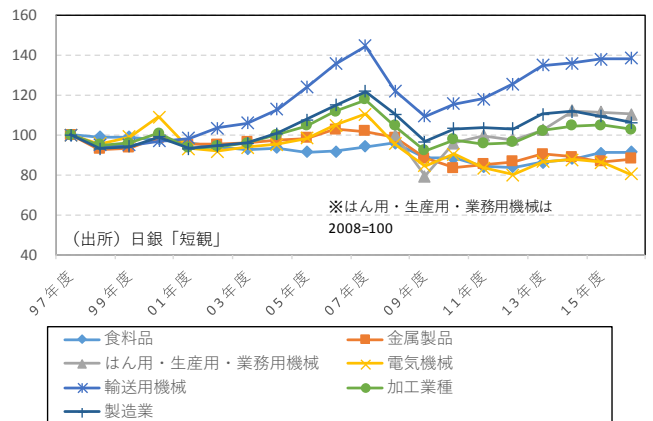
(図表7)製造業の売上高の推移(1997=100)



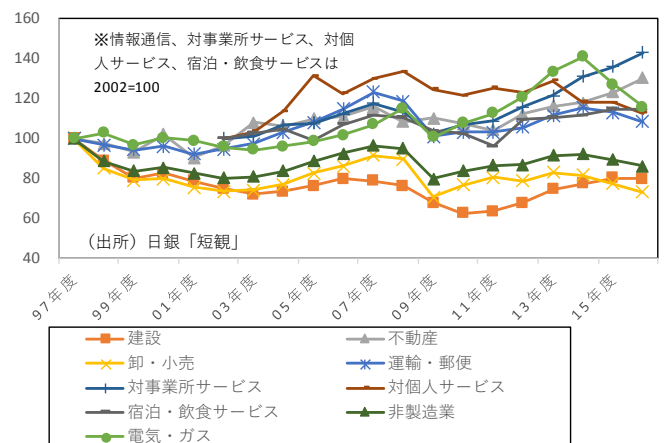
業種別の売上を見ると、素材業種に関しては、振れの大きい石油・石炭と、長期低落傾向にある繊維を除けば、ばらつきが比較的小さい(図表7)。素材業種全体では、97年時の水準を1割強上回っているが、直近2年間は、原油価格の下落に伴う石油・石炭の大幅悪化に引きずられる形で、1割以上の低下となっている。

加工業種は、輸送機械が中長期的なけん引役になっている(図表8)。高付加価値化が進んだ自動車の世界的な販売好調に支えられている形である。一方、コモディティ化が進み、NIEs 諸国

(図表8)製造業の売上高の推移(1997=100)



(図表9)非製造業の売上高の推移(1997=100)

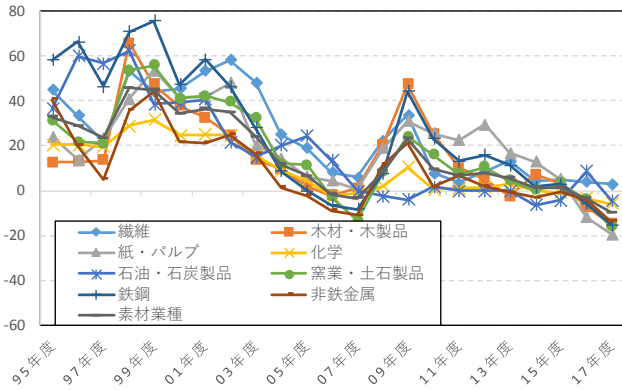


の追い上げにあってはいる電気機械の長期低落傾向が顕著となっている。非製造業は、2極分化が進んでいる(図表9)。上昇している業種の中では、対事業所サービスや不動産の改善が目立つ。指数が100を下回っている業種のなかでも、建設は12年度以降、回復傾向が明らかとなっている。

非製造業の雇用需給のひっ迫が顕著

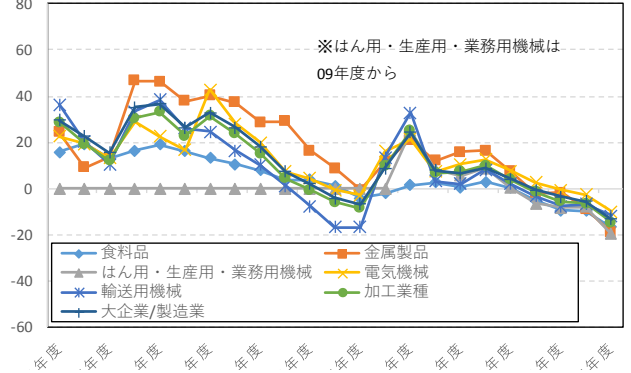
雇用需給は繊維を除く全業種がマイナス(不足超)となっており、業種を問わず、省人化・省力

(図表10)製造業の雇用判断DIの推移①

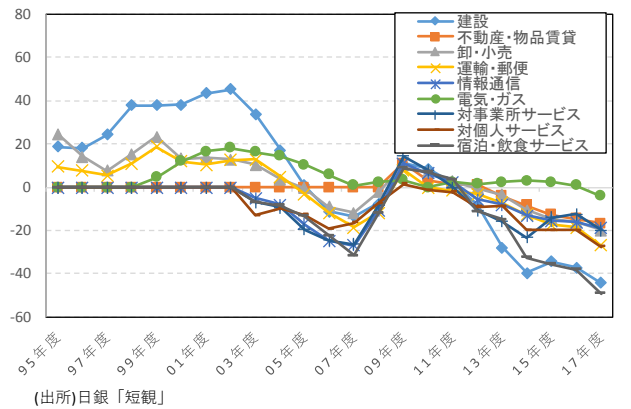


(出所)日銀「短観」

(図表11)製造業の雇用判断DIの推移②



(図表12)非製造業の雇用判断DIの推移



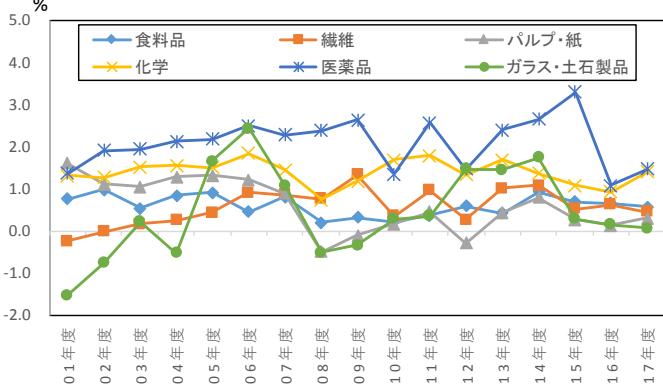
(出所)日銀「短観」

化投資のニーズが高まりつつある現状がうかがえる(図表10~12)。13年度以降、非製造業のマイナス幅が拡大しており、なかでも宿泊・飲食サービスと建設が突出している。両業種とも17年度平均の指数がマイナス40を超えるという、記録的な低下ぶりである。宿泊・飲食では、自動チェックイン機や、タッチパネルを使った注文システムが普及、建設でも測量ドローンやICT建機を使った人員節約、工期の短縮が進んでおり、引き続き省人化・省力化投資へのニーズは強いと思われる。

業界需要成長率見通し

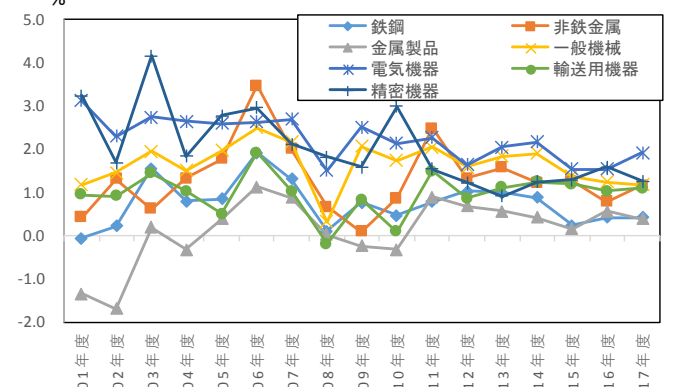
業界需要成長率見通しを見ると、2000年台初頭は、業種別の成長率見通しにかなりばらつきがあったのが、足元では1%近辺への収れんが進んでいる(図表13~15)(短観とは業種の区分が異なる

(図表13)製造業の業界需実質要成長率見通し①



(出所)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

(図表14)製造業の業界需実質要成長率見通し②



(出所)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

る点に注意)。98年の金融危機とその後の不良債権処理の過程で、業種によって被った痛手の大き

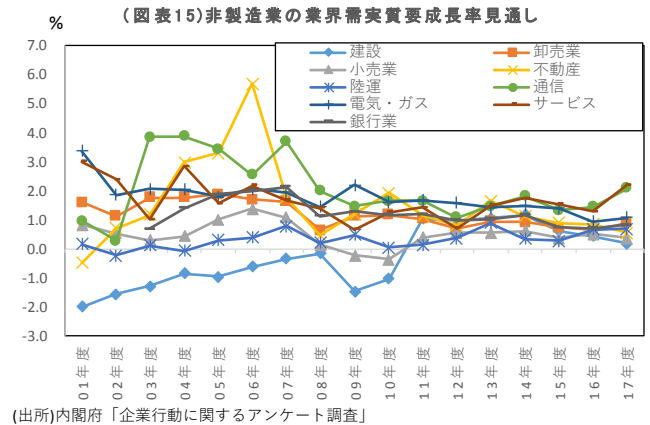
さに格差があったのに対し、その後、過剰債務、過剰雇用、過剰設備という3つの過剰の整理が進むなかで業況感の乖離が縮小、次第に各業種の成長見通しが潜在成長率のレベルに収れんしてきた結果と考えられる。短観では、電気機器の売上高は長期低落傾向にあるものの、成長見通しは製造業のなかで最も高い。世界的な半導体需要の拡大や、AI等第4次産業革命への期待等を反映している可能性がある。非製造業では、通信やサービスの成長期待が上向いている。

今後の見通し

上記の分析に基づいて今後の設備投資を展望すると、まず、人手不足が省力化・省人化投資の積極化に繋がる構図はしばらく続くと考えられる。セルフレジ、搬送ロボット、測量ドローン等、誰の目にも効果が見える形でイノベーションの波が押し寄せている現状では、企業が賃上げよりも省人化・省力化投資を優先させようとするのは自然な流れである。その分、賃金は上がりにくいということになるが、これが生産性の顕著な上昇につながれば、いずれは企業の成長見通しが改善して安定的な賃上げが実現する可能性もある。ただ、そこに至るまでにはまだかなりの時間がかかると考えられる。向こう数年間は、個人消費の弱さが設備投資の回復の勢いを削ぐ要因となる可能性のほうが高い。

従って、売上動向に関しては、国内よりも海外景気頼みという構図が続くと考えられる。今のところ、けん引役の米国を中心に、欧州、中国も含め、海外景気が揺らぐ兆しは乏しい。トランプ大統領の政権運営や、一部主要国の不動産バブルと債務拡大、欧州政治の不安定化、中国の不良債権、中東情勢の流動化等々、リスク要因は枚挙に暇がない。それでも、市場関係者や各予測期間の企業収益見通しや経済見通しは堅調で、弱気に転じる向きはまだ少ない。すでに米国景気は回復から9年が経過しており、そろそろ循環的なピークアウトに向かうのではないかの観測も根強いが、景気は少なくともその期間を理由に終わることはない。在庫をはじめ、米国経済に何か循環的な不均衡が蓄積している証拠は乏しい。減税効果で、短期的にはむしろ加速する可能性もあり、そうなれば輸出企業を中心に売上が一段と上振れる可能性もある。もっとも、輸出企業が国内投資より海外投資を優先させる流れにも変化はないと考えられることから、この場合でも国内設備投資が加速度的に伸びていく展開に大きな期待はできない。

一方、人口減少が続くなか、企業経営者の将来の国内市場の拡大可能性への不安は根強く残ると考えられる。従って、内需型の企業、特に地方の中小企業を中心に、能力増強型投資に対する及び腰な姿勢は中々変わらないと考えられる。人口減少の流れが変えられない以上、企業の成長期待を押し上げるには徹底した構造改革しかないが、働き方改革をはじめとする、政府の各種改革に向けた動きは、スピード感を伴っているとは言い難い。第4次産業革命が自律的に大きく花開くような展開にならない限り、企業の低成長予想は今後もボディブローのように投資マインドに効き続ける展開が予想される。総合すると、設備投資は来年度にかけて堅調な回復が続くと考えられるものの、景気のけん引役となるほどの力強さは期待できないというのがメインシナリオである。（担当：小玉）



3月短観は一時的な足踏みか

大企業・製造業の現状判断DIは8期ぶりの悪化

3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+24と、12月調査から2ポイントの悪化となり、横ばいだった市場予想を下回った。8期ぶりの悪化となる(図表1,2)。

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5業種、悪化が8業種、横ばいが3業種という結果。素材、加工別では、素材業種が5ポイントの悪化、加工業種が1ポイントの悪化で、素材業種の悪化幅がより大きい。下落幅が大きかった業種は、化学(+35→+26、▲9)、鉄鋼(+19→+10、▲9)、非鉄金属(+38→+32、▲6)、金属製品(+16→+10、▲6)など(図表3,4)。化学、鉄鋼とも受注環境は悪くないとみられるものの、化学に関しては原油価格の上昇に伴う投入コスト上昇に加え、2期連続で大幅上昇していた反動という側面もあると考えられる。鉄鋼は、中国における冬場の環境規制が3月中旬で終了したことで、鉄鋼やアルミの増産が再開されているのに加え、米国の鉄鋼輸入関税への懸念等を反映している可能性がある。原油価格の上昇は、他の素材業種の収益圧迫要因ともなっている。実際、素材業種の販売価格DIが12月から4ポイントの上昇となっているのに対し、仕入価格DIは12ポイントの上昇で、素材業種の交易条件は大きく悪化している。

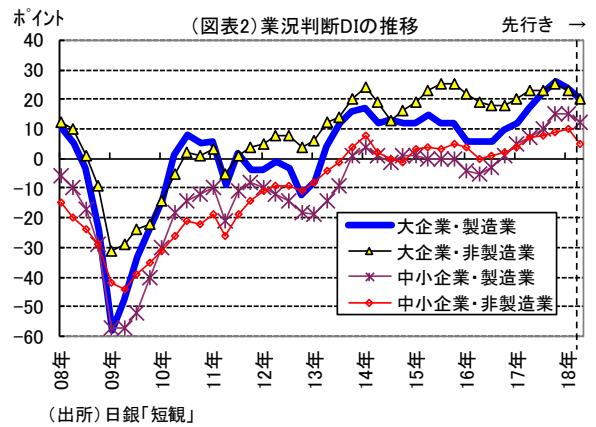
はん用・生産用機械が好調

一方、改善した5業種のなかでは、生産用機械(+44→+52、+8)、はん用機械(+37→+44、+7)の上昇幅が大きい。どちらも、好調な内外需に支えられている業種である。1-2月の工作機械受注額は前年比+44.0%と、記録的高水準を維持している。1-2月の建設機械出荷金額も同+10.5%と、二桁の伸びを維持している。国内向けの建設機械の出荷は公共投資の鈍化もあって減少したものの、アジアやオ

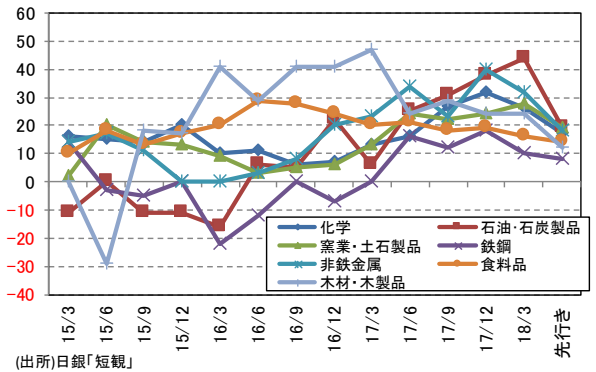
(図表1)日銀短観業況判断DI

	12月調査実績		3月調査実績				3月調査の当社予測値			
	12月最近	3月先行き	3月最近	変化	6月先行き	変化	3月		6月	
							予測	変化	予測	変化
大企業	26	21	25	▲1	19	▲6	26	0	24	▲2
製造業	26	21	25	▲1	19	▲6	26	0	24	▲2
非製造業	25	20	23	▲2	20	▲3	25	0	23	▲2
中小企業	11	7	11	0	7	▲4	11	0	9	▲2
製造業	15	11	15	0	11	▲4	14	▲1	11	▲3
非製造業	9	4	9	0	5	▲4	9	0	7	▲2

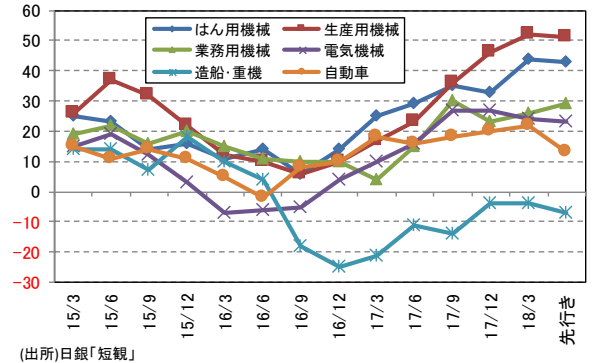
(出所)日銀短観等より明治安田生命作成



(図表3)大企業・製造業の主要素材業種の業況判断DI



(図表4)大企業・製造業の主要加工業種の業況判断DI



セアニア向けなど、輸出向けの好調が下支えしている。

業況悪化は主としてコスト要因

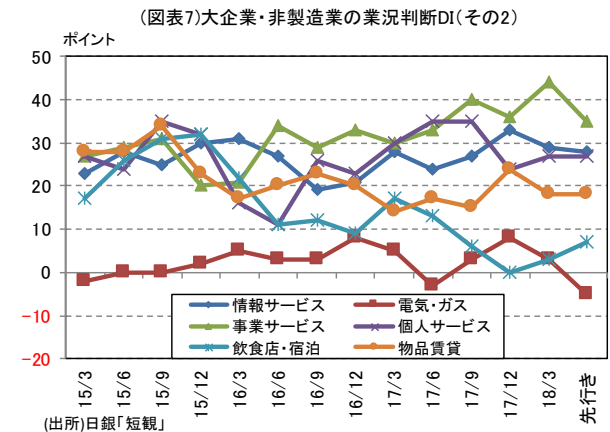
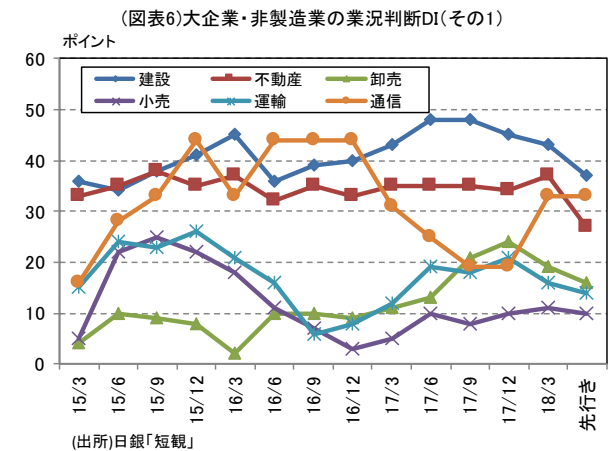
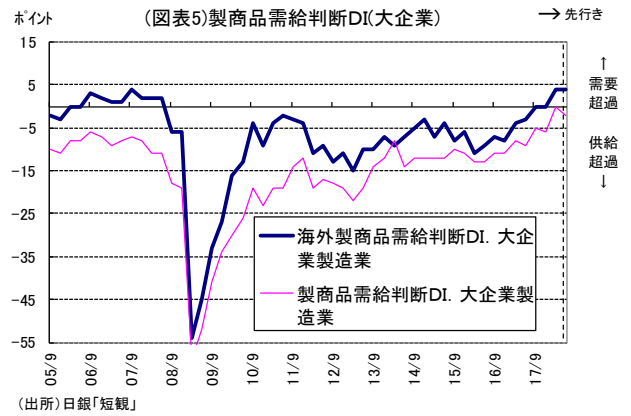
業況判断が低下した業種も、総じて需要は好調であり、その意味では先行き過度な懸念は不要とみている。前述の業種のうち、化学は半導体やディスプレイ関連の需要が好調である。鉄鋼や非鉄関連は、自動車向けやオリンピック需要関連が底堅い。製商品需給判断DIを見ると、大企業・製造業の国内需給は1ポイント改善の0、海外需給も1ポイント改善の+4といずれも改善している(図表5)。素材業種に限れば、国内需給は3ポイント改善、海外需給は2ポイント改善で、改善幅はより大きい。原油相場は引き続き懸念材料だが、70ドルを超えてさらに持続的に上昇に向かうようなことがなければ、時期以降、素材業種の業況判断の悪化は止まる可能性が高い。加工業種に関しては、為替相場が引き続きリスクとなる。2018年度の大企業・製造業の想定為替レートは109.66円/ドルと、17年度の110.67円/ドルから1円程度円高に振れている。それでも足元の水準に比べれば3円前後の円安であり、今後の為替相場の動向次第では、輸出産業の業況判断のさらなる下押し圧力となる可能性は残る。

先行き判断の悪化は毎回のパターン
大企業・製造業の6月の先行き判断DIは、3月から▲4ポイント低下の+20となり、こちらは市場予想を1ポイント下回った。主要16業種中、改善が3業種、悪化が12業種、横ばいが1業種という結果。素材業種が▲8ポイント、加工業種が▲2ポイントで、現状判断同様、素材業種の悪化幅が大きい。もともと、12月調査までは、大企業・製造業の先行き判断が悪化しても、3ヵ月後の現状判断は改善するというパターンが5期連続で続いていた。12月調査の先行き判断(3月)も6ポイントの低下だったのに対し、実際は2ポイントの悪化にとどまったことを考えれば、これも過度に懸念すべき材料ではないだろう。低下幅が大きかった業種は、石油・石炭製品(+44→+19、▲25)、非鉄金属(+32→+18、▲14)、木材・木製品(+24→+12、▲12)などだが、いずれも先行き判断と、3ヵ月後の現状判断の乖離が大きい業種である。

先行き判断の悪化は毎回のパターン

大企業・製造業の6月の先行き判断DIは、3月から▲4ポイント低下の+20となり、こちらは市場予想を1ポイント下回った。主要16業種中、改善が3業種、悪化が12業種、横ばいが1業種という結果。素材業種が▲8ポイント、加工業種が▲2ポイントで、現状判断同様、素材業種の悪化幅が大きい。もともと、12月調査までは、大企業・製造業の先行き判断が悪化しても、3ヵ月後の現状判断は改善するというパターンが5期連続で続いていた。12月調査の先行き判断(3月)も6ポイントの低下だったのに対し、実際は2ポイントの悪化にとどまったことを考えれば、これも過度に懸念すべき材料ではないだろう。低下幅が大きかった業種は、石油・石炭製品(+44→+19、▲25)、非鉄金属(+32→+18、▲14)、木材・木製品(+24→+12、▲12)などだが、いずれも先行き判断と、3ヵ月後の現状判断の乖離が大きい業種である。

大企業・非製造業の現状判断DIは+23と、12月から2ポイントの悪化となり、1ポイントの悪化を見込んでいた市場予想を下回った(図表6,7)。業種別に見ると、主要12業種中、4業種で改善、6業種で悪化、2業種で横ばいという結果。悪化した6



業種のなかでは、物品賃貸（+27→+18、▲9）、電気・ガス（+10→+3、▲7）のマイナス幅が大きかった。いずれも前は大きく改善していた業種ある。物品賃貸は、公共投資の弱さがリース取扱高の低調推移に反映されている影響か。電気・ガスは原燃料の上昇を反映した形と考えられる。他の主要業種では、建設が12月から3ポイント、運輸・郵便が4ポイントそれぞれ悪化しており、人的コストの上昇が重荷になっている可能性がある。

中小企業は予想を上回る

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+15と、12月調査から横ばいとなった。これは市場予想を1ポイント上回った。主要16業種中、改善が7業種、悪化が8業種、横ばいが1業種という結果。素材、加工別でも、いずれも横ばいとなっている。改善した業種のなかでは、窯業・土石製品（+8→+14、+6）、自動車（+37→+42、+5）などの改善幅が大きい。

中小企業・非製造業の現状判断DIは+10と、12月から1ポイントの改善となった。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、8業種で改善、3業種で悪化、1業種で横ばいという結果。先行きは▲5ポイントの悪化だが、中小企業・非製造業についても、先行き判断DIが悪化しても、3ヵ月後の現状判断DIは上昇する傾向が続いており、基調としての緩やかな回復傾向は不変とみている。

17年度の設備投資は小幅回復が有力に

2017年度の大企業・製造業の設備投資計画（当年度見込み値）は前年比+7.3%となり、昨年度3月調査の16年度計画の同+6.2%を小幅上回った（図表8,9）。全規模全産業では前年比+4.0%で、こちらも昨年度3月調査の同+0.4%を上回っている（図表8,10）。ただ、全規模全産業の数字は、金融危機や東日本大震災の影響が一巡した12年度以降では2番目に低い水準。実績値は次回の短観で明らかになるが、17年度の設備投資が例年を上回る好調な結果に終わるわけではなさそう。なお、今回新たに発表された18年度の計画は、大企業製造業が前年比+4.9%、全規模・全産業が同▲0.7%となった。大企業・製造業は前年同時期の同+5.3%をやや下回る水準。全規模・全産業のこの時期のマイナスは例年の傾向だが、マイナス幅はこの10年間で最も小さく、設備投資の先行き緩やかな回復を示唆する結果となっている。

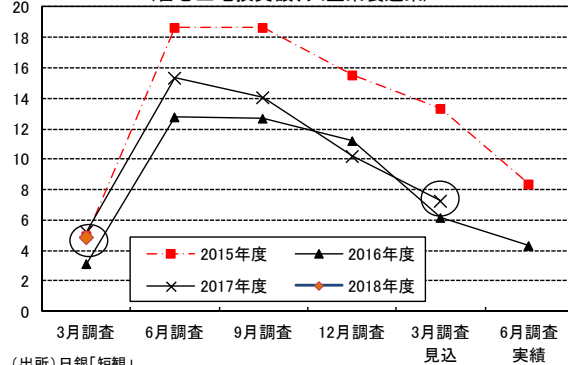
国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、製造業の能力増強投資は今後も停滞が避けられないものの、企業収益が改善に向かうなか、維持・補修への投資や研究開発投資が今後も設

(図表8)日銀短観設備投資計画予想(全産業・前年比)

	16年度実績	17年度			18年度	
		12月調査	3月調査	3月当社予測	3月調査	3月当社予測
	%	%	%	%	%	%
全規模	0.4	4.4	4.0	2.0	▲0.7	▲0.5
製造業	2.6	10.0	6.5	4.3	6.0	3.7
非製造業	▲0.7	1.4	2.7	0.5	▲4.5	▲3.3
大企業	▲2.1	6.4	5.2	5.8	2.3	2.2
製造業	4.3	10.7	7.3	7.3	4.9	6.1
非製造業	▲5.4	4.0	4.0	4.7	0.8	▲0.7
中小企業	8.8	▲6.3	▲4.2	▲1.6	▲16.8	▲17.2
製造業	▲6.7	0.5	▲2.2	0.1	▲0.1	▲11.2
非製造業	16.3	▲9.6	▲5.1	▲4.5	▲25.0	▲21.2

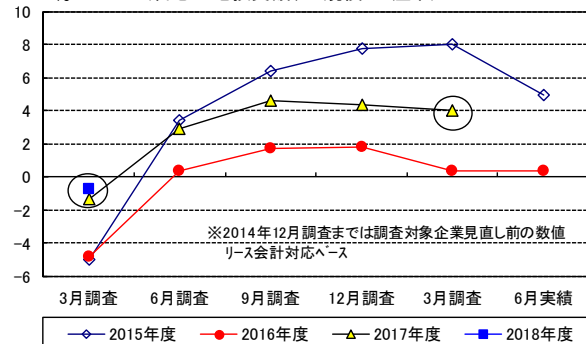
(※)実績および予測値は調査対象企業の見直しを踏まえた新ベース
(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

(図表9)設備投資額年度計画(前年度比)
(含む土地投資額、大企業製造業)



(出所)日銀「短観」

(図表10)設備投資計画(前年度比)
(含む土地投資額、全規模・全産業)

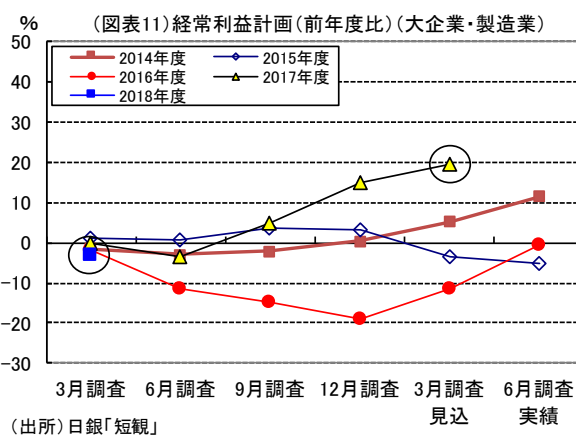


(出所)日銀「短観」

備投資を下支えするとみられる。非製造業でも、人手不足に起因した底堅い合理化・省力化投資などが下支え要因になろう。

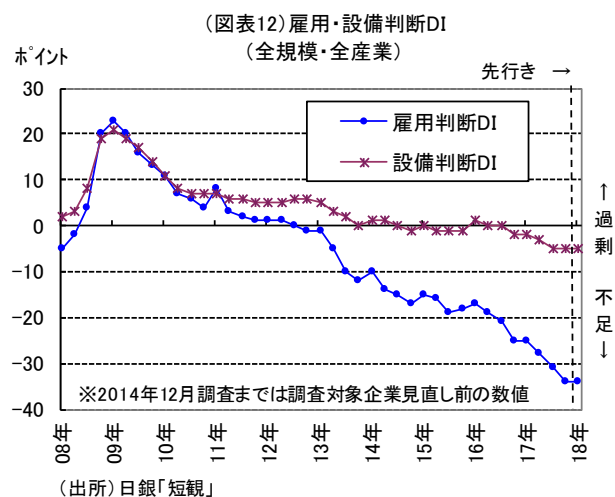
経常利益は上方修正

2017年度の大企業・製造業の経常利益計画は+19.7%で、12月調査から+4.0%の大幅上方修正となった(図表11)。大企業・非製造業は同+5.3%(修正率+2.1%)。全規模・全産業ベースでは+7.1%(同+2.6%)と、いずれも上方修正されている。実際、東証1部上場企業の4~12月期決算は売上高、最終利益とも過去最高を更新している。もっとも、今回から発表になった18年度計画をみると、大企業・製造業の計画は同▲3.2%で、最近5年間では最も低い。全規模・全産業ベースでは、▲1.5%と、昨年同時期の▲1.1%を小幅下回る程度なので、主として足元の円高進行が、輸出企業が多く含まれる大企業・製造業の収益見通しに集中的に反映された結果とみられる。これをもって企業収益の腰折れを懸念するのは時期尚早だが、不安定な株式相場や、トランプ米大統領の保護主義的政策など、企業にとって先行き不透明要因が多いのは確かである。



雇用需給のひっ迫はさらに深刻に

雇用人員判断DI(過剰-不足)は、全規模・全産業ベースで▲34と、12月調査から▲2ポイントの低下となった(数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和)。特に製造業は▲4ポイントも低下しており、人手不足の深刻化に歯止めがかかっていない様子がうかがえる(図表12)。これが建設や運輸・郵便、宿泊・飲食サービスなどの業況の下押しになっていると考えられる。



資金繰り判断DI(楽である-苦しい)は+17と、12月調査から横ばいとなった。金融機関の貸出態度DI(緩い-厳しい)は+25で、12月調査から同じく横ばい。企業を取り巻く金融環境が緩和的である状況は変わらないが、日銀の追加緩和が期待できる状況ではなくなっていることもあり、一段の緩和方向へのシフトは考えにくくなっている。どのみち、すでに資金調達企業が投資のボトルネックではなくなって久しく、資金繰りDIや貸出判断DIの小幅な変動が、企業の投資判断に与える影響は限定的とみられる。

今回の日銀短観では、大企業・製造業の現状判断DIが予想を下回る結果となったものの、業況判断が低下しても需給は良好な業種が多く、内外経済が変調をきたしている兆しも乏しいことから、今のところは一時的な足踏みの可能性が高いとみている。ただ、米国の保護主義的政策や、欧州政治の不安定化、一部主要国における不動産価格の高騰など、先行きリスク要因は多い。特に為替相場における一段の円高進行は、当面警戒が必要な局面が続こう。(担当:小玉)

ISM 製造業景況指数は米国景気の回復持続を示唆

米国景気は堅調に推移

米国景気は堅調に推移している。3月の米ISM製造業景況指数は59.3と、2004年5月以来の高い数値を記録した2月からは低下したものの、好不況の境目となる50を19ヵ月連続で上回った。業種別に見ても、調査が行われた18業種中17業種で事業の拡大が報告されており、景況の改善が製造業全体に広がっている様子がうかがえる。

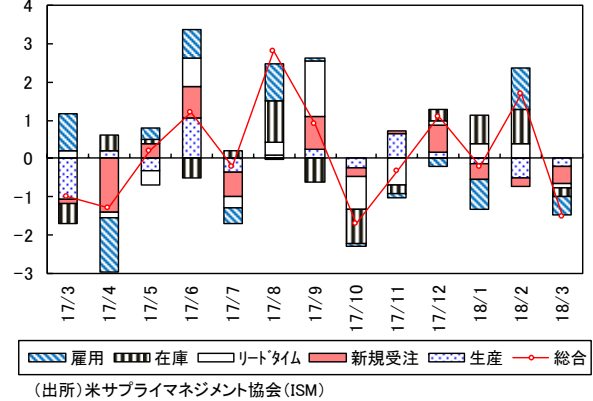
同指数を構成項目別にみると、5つすべてが低下し、景況指数の押し下げ要因となったものの(図表1)、季節調整のかかっていない項目別のアンケート結果を見ると、また違った姿が浮かび上がる。例えば、生産に対する見方は「悪化」との回答が減る一方、「好転」、「同じ」との回答が増えたほか、新規受注についても「同じ」との回答が減る一方で「好転」との回答が増加しており(図表2)、景況指数の結果ほど中身は悪くない。ちなみに、アトランタ連銀とニューヨーク連銀が発表する米国実質GDP成長率予想を見ると、2018年1-3月期は年率換算で+2%台の成長を実現する見通しとなっている(4月6日時点)。

循環面からも景気回復は続く見通し

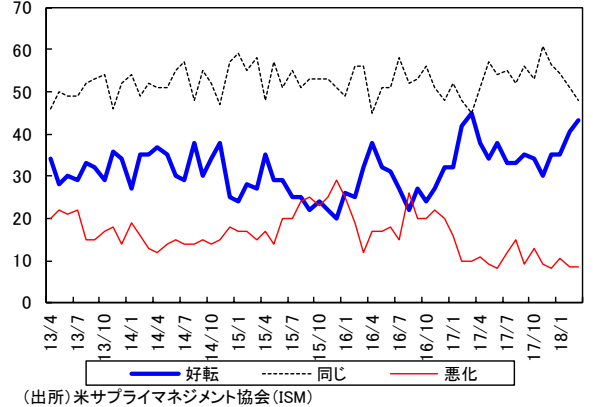
循環面からみても、当面米国景気の堅調さは続きそうだ。在庫調整圧力を示すとされる出荷・在庫バランス(出荷前年比-在庫前年比)を見ると、足元で頭打ち感が漂ってはいるものの、プラス圏での推移が続いており(図表3)、企業は在庫を積極的に積み増す局面にある状況がうかがえる。同バランスに先行する傾向のあるISM製造業ベースの新規受注・在庫バランス(新規受注指数-在庫指数)が上昇トレンドにある現状を踏まえれば、景気の一致指数とされる鉱工業生産についても当面は増加基調が続くことが予想される(図表4)。

ほかにも、受注残指数が高水準で推移するなか、リードタイム指数が上昇(入荷が遅延)基調にあるなど、需給がひっ迫している様子が示されているほか(図表5)、在庫指数に関するアンケート結果では、在庫が「低い」とする見方が2000年以降でほぼ最低水準となって

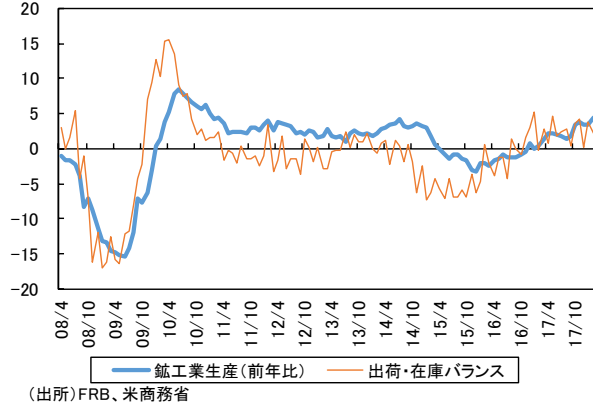
前月比(%) (図表1) ISM製造業景況指数の要因分解



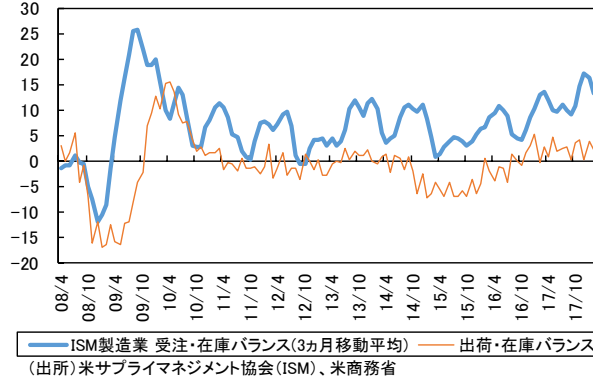
(図表2) 新規受注に対する見方



(図表3) 鉱工業生産と出荷・在庫バランス



(図表4) ISM新規受注・在庫バランスと製造業出荷・在庫バランス



おり、企業の在庫積み増し意欲の強さが確認できる。加えて、今後は所得税・法人税減税やインフラ投資による効果も下支え要因となることが期待できる。

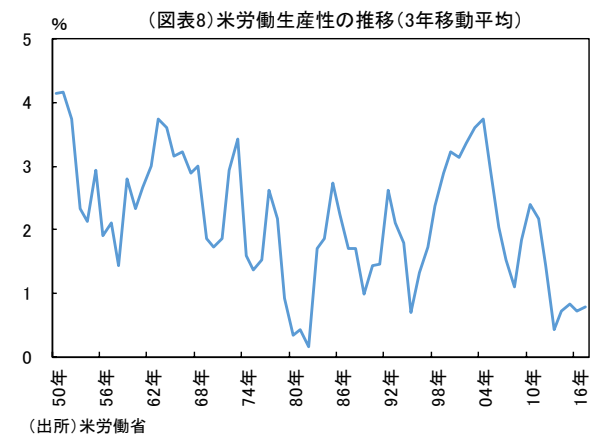
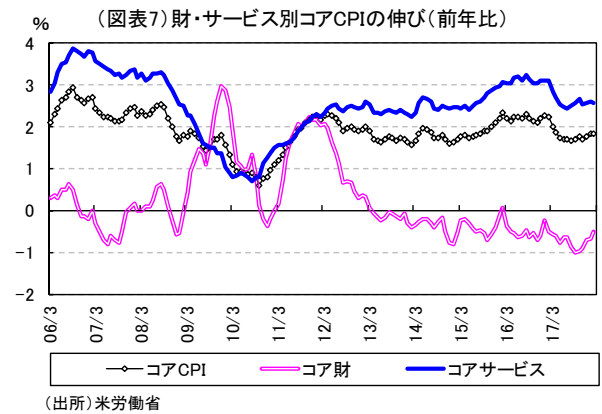
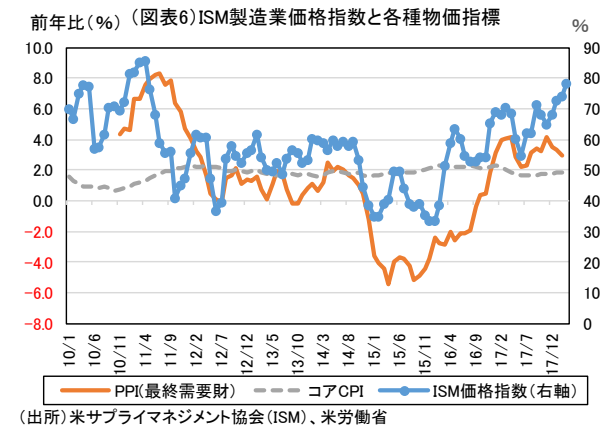
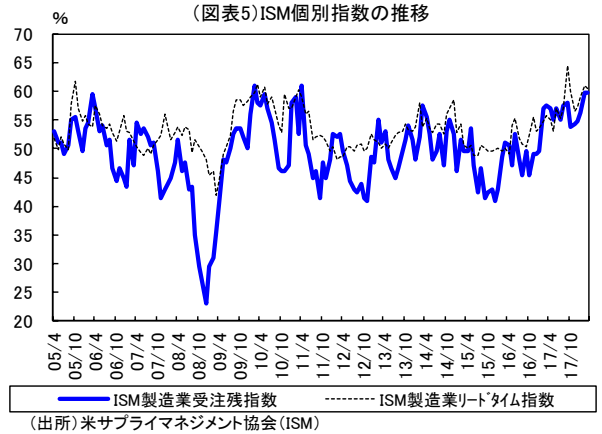
川上部門では潜在的な物価上昇圧力が高まる

3月のISM製造業価格指数は78.1と、前月から+3.9%ポイントとなり、これで4ヵ月連続の上昇となった。ISMの公表資料を見ると、同指数上昇の一因となったのが、トランプ政権が発表した、鉄鋼やアルミ製品に対する関税の導入による影響である。ある機械業者は、「関税導入の発表がパニック買いを引き起こし、短期的な価格押し上げや在庫不足をもたらした」と報告したほか、ある金属業者は「鉄鋼製品に大幅な価格上昇がみられ、収益に影響を与え始める」との見通しを示した。ISMのフィオレ会長は、鉄鋼やアルミは製造業で広く原材料として利用されているため、企業は関税の導入発表により備蓄を始めた旨コメントしたと報じられているほか、商談現場では1~2日後に改めて価格を問い合わせると、一段と高い価格を提示される場合もあるということである。同価格指数はPPI（最終需要財）上昇率に先行する傾向がみられることから、川上部門では潜在的な物価の上昇圧力がじりじりと高まっている様子がうかがえる。

ただし、CPIへの波及は限定的

ただし、コアCPIへの影響は限られそうだ(図表6)。コアCPIは、財価格よりもサービス価格の動きに(図表7)、サービス価格は賃金の伸びに連動する傾向があるが、賃金の伸びは、雇用環境が長期にわたって改善しているにもかかわらず、依然として緩やかな伸びにとどまっている。

米国の失業率と賃金の関係をみると、金融危機までは、失業率が4~5%程度まで低下すると賃金が前年比で4%程度まで上昇する傾向がみられた。足元の失業率は4%近辺まで低下しており、賃金上昇圧力は着実に高まっている。しかしながら、他方で労働生産性の伸び悩み(図表8)や相対的に賃金水準の低い労働者が増加するなど、引き続き賃金を抑制する要因も残っていることから、賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまろう。(担当：大広)



米中貿易摩擦を巡る米国世論と貿易構造

動き出した米国

3月22日、米国のトランプ大統領は鉄鋼とアルミニウムの輸入に関税を賦課する方針を発表した。世界の金融市場を動揺させた米国の懲罰関税であるが、その後ムニューシン財務長官が中国側と電話会談し、「米国は貿易戦争を恐れていないが、それを目的にしているわけではない」と強調したと伝わると、「米中貿易戦争の激化は回避される」との期待が広がり、金融市場もいったんは落ち着きを取り戻した。ただ、4月2日には中国財政部（財務省）が米国からの128品目、30億ドル相当の輸入品について関税を引き上げることを表明したことから、貿易戦争への懸念が再度高まり、金融市場の動揺は再度高まった。4月3日には、米国は知的財産権侵害を理由に通商法301条に基づき、半導体やリチウム電池などハイテク分野を中心に25%の関税を上乗せする中国製品のリスト案を公表した。この措置で、約500億ドルの中国製品に関税が賦課される見通しとなった。さらに、米国側は1,000億ドル相当の輸入品について追加関税を賦課する方針を表明しており、中国は追加の対抗措置も検討していることから、米中の大規模な報復関税の掛け合い（≒貿易戦争）が徐々に現実味を帯びてきている。今後、トランプ政権は2ヵ月程度の時間をかけて企業から意見を聴取し、「米国内で必要な質・量を確保できない品目」については、関税により直接影響を受ける当事者から申し出があった場合には、関税の適用を除外するとのことである。なお、日本から輸入している鉄鋼やアルミニウムに関しては、米国内では製造できない品目が多いとみられており、こうした適用除外措置を多く受けることに期待が高まっている。

関税賦課に関する見方と国内世論

今回の鉄鋼・アルミニウムへの関税賦課に対しては、米国のいわゆる「ラストベルト」に居住するとされるトランプ支持層へのアピールを意識したものとの見方が多い。3月13日に行なわれたペンシルベニア州での下院補欠選挙では、4月9日現在、民主党候補の優勢が報じられている（大接戦であるため現在も確認作業が続いている）。同選挙区は2016年の大統領選でトランプ大統領が大勝した選挙区で、かつて鉄鋼や重工業が盛んだった地域「ラストベルト」の一部であり、現在では基幹産業である機械や電気製品などの製造業が盛んな地域でもある。11月に中間選挙が近付くなか、今回の補欠選挙結果に危機感を覚えたトランプ大統領が、WTO体制の頭越しに関税賦課を決めたとの見方が多く出されている。また、関税賦課には今後2ヵ月間の企業からのヒアリング期間が定められていることで、関税賦課の発表は相手国を間接的・直接的に交渉（ディール）のテーブルに着かせるためのものであるという、いわゆる「トランプ流の交渉術」を指摘する見方もある。実際、韓国は米国とFTA見直しを早々に行ない、「為替条項」の見直しなど米国側に有利な改訂を行なったことで、前述の鉄鋼・アルミ関税の適用から除外されている。

ただ、今回の一連の動きを「ラストベルト地域へのアピール」、「トランプ流の交渉術」という考え方で括る前に、前提となる米国有権者の考え方を今一度整理した方が良いだろう。調査会社「YouGov」が3月24-26日に行なった今回の関税賦課に関する、米国民1,500人を対象としたインターネット調査では、民主党支持者と共和党支持者、あるいは「トランプ支持者」との間で、意見の一致している部分、相違している部分とが浮き彫りとなった。まず、そもそも米中貿易について、民主党、共和党ともに「米国にとってチャンス」と考えている比率が最も高かった（「分からない」は除く）。2016年の大統領選でトランプ候補に投票した「トランプ支持者」であっても、チャンスと考える比率は相応に高い。一方、中国との貿易については、不公正と考える米国人は党派を超えて多い。中国政府による輸出系企業への

補助金による過剰生産問題や、外資系企業が中国系企業と合併企業を立ち上げるに際して技術移転を要求されるなどの行動が問題視されているようだ。先進国としては、広大な中国市場に参入するメリットと、将来のライバル企業を自ら育成してしまうデメリットを天秤にかけることになるが、中国が不公正な通商政策を敷いているとの見方は米国人の間で広く共有されている模様である。加えて、中国が米国の「経済的な脅威」となるとの見方も、党派を超えて広く共有されている。「経済的な脅威」の解釈はさまざまだが、知的財産の侵害も含め、今後成長が見込まれるさまざまな分野で、中国製製品がシェアを伸ばしてくるとの警戒感が強いようだ（図表1）。

すでにスマートフォンでは、アップル、サムスンに次いで、華為（ファーウェイ）、レノボ、小米（シャオミ）など、中国系企業がトップ5社中3社を占めている。また、現在米ボーイングと仏エアバスの二強である世界の航空機業界でさえ、中国機参入の道は徐々に開かれつつある。2017年10月、米連邦航空局（FAA）と中国民用航空局（CAAC）は航空機および関連部品の耐空性相互協定に調印した。これにより、米中両国は航空機や関連部品の検査基準が同等に厳格であると相互認定することになる。これにより、現在は先進国の中古機を購入しているアジア、アフリカ新興国に対し、中国製航空機は米国認定の品質と持ち前の価格競争力を梃子にシェアを拡大していく展開が予想される。

（図表1）中国への関税賦課に関するアンケート結果（抜粋1）

Q:中国との貿易は米国にとって機会(チャンス)か？ 単位:%

	党派			2016年の大統領選でどちらに投票したか	
	民主党	中立	共和党	ヒラリー	トランプ
機会	41	25	28	44	29
脅威	23	23	23	19	31
どちらでもない	20	20	25	22	24
分からない	16	32	24	16	16

Q:中国の貿易政策は米国にとって公正か？

	党派			2016年の大統領選でどちらに投票したか	
	民主党	中立	共和党	ヒラリー	トランプ
公正	23	16	10	20	6
不公正	33	39	64	37	79
分からない	45	45	26	43	15

Q:中国は米国に対し、どの程度の経済的脅威になっているか？

	党派			2016年の大統領選でどちらに投票したか	
	民主党	中立	共和党	ヒラリー	トランプ
非常に深刻な脅威	16	15	16	13	22
ある程度深刻な脅威	37	35	42	42	47
あまり脅威ではない	22	14	19	21	18
全く脅威ではない	6	7	5	8	4
分からない	19	29	17	16	9

（出所）YouGov “Americans think tariffs will lead to trade war” より明治安田生命抜粋

党派により意見が分かれたのは、やはり実質的に中国をねらい撃ちにした関税賦課というやり方であった。民主党支持者は反対、共和党支持者は賛成という構図であり、特にトランプ支持者には根強い賛成派が多いようである。中国への関税賦課は米国にとってプラスか、という問いにも、民主党支持者と共和党支持者の間で回答傾向に差が出た。ただ、「中国との貿易戦争は良いことか」との問いには、民主党はもちろんのこと、共和党ですら辛うじて「悪いこと」との回答が「良いこと」を上回った。トラ

ンプ支持者であっても、貿易戦争を良いことと捉える層は主流と呼べるほどには多くない（図表2）。これは、前述の質問にある「対中貿易はチャンスか」との回答にも符合する。トランプ支持者、ひいては共和党員、米国民にとってさえ、中国との貿易はある程度有益で、貿易戦争は良くないこと、という意識はある程度共有されているとみられる。

（図表2）中国への関税賦課に関するアンケート結果（抜粋2）

Q: 中国への関税賦課に賛成か？ 単位: %

	党派			2016年の大統領選でどちらに投票したか	
	民主党	中立	共和党	ヒラリー	トランプ
強く賛成する	7	12	31	2	41
ある程度賛成する	10	20	31	8	35
あまり賛成できない	24	17	13	29	7
全く賛成できない	38	17	5	44	3
分からない	22	35	20	17	14

Q: 中国への関税賦課は米国経済にとってプラスか？

	党派			2016年の大統領選でどちらに投票したか	
	民主党	中立	共和党	ヒラリー	トランプ
プラス	13	18	43	6	52
マイナス	58	33	17	70	12
どちらにもならない	11	16	20	10	19
分からない	17	33	20	15	17

Q: 中国と貿易戦争を行なうことは良いことか？

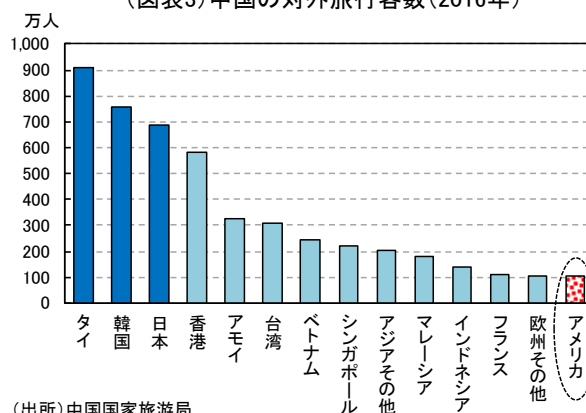
	党派			2016年の大統領選でどちらに投票したか	
	民主党	中立	共和党	ヒラリー	トランプ
良いこと	13	13	30	6	33
悪いこと	68	38	31	77	26
分からない	20	49	39	17	41

（出所）YouGov “Americans think tariffs will lead to trade war” より明治安田生命抜粋

貿易赤字縮小だけならビザ要件緩和で十分

こうした事情を踏まえると、今回の米国の一連の措置の根底には、半導体や航空機などの先端分野でどの程度中国に譲歩し（技術を提供し）、どの程度中国と長期的な互惠関係を結べるかという、大きな両天秤があるように思われる。もし仮にトランプ大統領が「米中貿易赤字が問題だ」とシンプルに考えているのならば、すぐにでも中国人へのビザ発行要件を緩和すればよい。すでにビザ要件を緩和しているタイ、韓国、日本には2016年に700~900万人の観光客が訪れたことを踏まえれば、2016年に103万人、全体の1.8%しか

（図表3）中国の対外旅行客数（2016年）



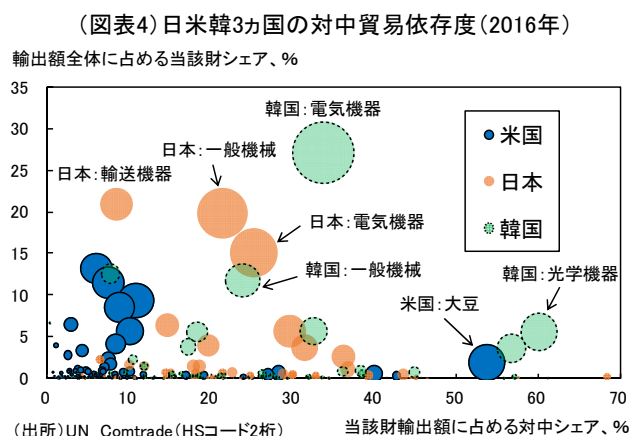
かない米国への中国人観光客数は、ビザ要件緩和により著増すると予想される（図表3）。国連調査（UN Comtrade）では、2015年の米国の世界からの財輸入は2.3兆ドル、サービス輸入は5,040億ドルと財輸入の2割程度である一方、中国からの財輸入はおよそ4,797億ドル、サービス輸入は148億ドルと、財

輸入の3%にすぎない。乱暴な仮定だが、中国人へのビザ要件緩和により、訪米中国人数が日韓タイに比肩する700万人程度まで増えれば、米国の対中サービス輸入が7倍の1,000億ドルに達することも視野に入ろう。トランプ大統領が掲げる「米中貿易赤字を1,000億ドル縮小する」という目標達成はすぐにでも達成できるということになる。また、米国から自動車や半導体、LNGなどの輸入を増やすオプションも考えられ、米中両国がWin-Winの関係を結ぶオプションは決して少なくない。

輸出の対中依存度の低い米国

現在までの米国側の対応は、鉄鋼・アルミ関税のような、「ラストベルト」への配慮目的と、米国の安全保障にも影響する先端技術の移転防止目的が混在しているとみられる。トランプ大統領は、単に対中貿易赤字の問題ではなく、中国が世界の組立工場の立場を脱却し、「中国製造2025」という製造技術高度化プロジェクトを進めるなか、これまで米国民にあった知財問題や不公正な貿易慣行などへの不満を汲み取るかたちで、まずは関税という切り口から、中国の「経済的な脅威」を封じ込めにかかっているように思われる。こ

うした行動を米国がとれる背景には、貿易額の観点から、米国の対中依存度が低いことが挙げられる(図表4)。日本や韓国などは、単品で輸出シェアと対中シェアが高い財が米国に比べ多い。米国のようなやり方をすれば、こうした財にねらい撃ちで高関税を課され、国内産業に大きな影響が出る可能性がある。日本や韓国といった対中輸出への依存が深い国に対し、中国側からの「報復」にある程度耐性が高いとみられる米国が、今後さらに中国との対立を深刻化させる可能性は否定できない。ただ、「ディール」は、相手にこちらの限界を見抜かれてしまえば終わりである。米国民が貿易戦争を望まない以上、トランプ大統領としても、輸出の対中依存度の低さを盾に「貿易戦争は恐れない」と口にしながらも、ある程度のところで落としどころを探っているのが実情とみられる。中国としても、米国をはじめとする先進国からの技術習得は「中国製造2025」達成のために不可欠であり、こちらもこちらで米国の腹を探っているのが実情であろう。米中という二頭の巨鯨がそれぞれの思惑で動くなか、両国の舌戦はエスカレートしていくとみられ、日本をはじめとする諸外国にとっても、特に製造業の景況感などは、ある程度の悪化は免れないとみられるが、今後数ヶ月で米中の「ディール」が成立すれば、堅調な米中景気を背景に、世界の景況は再び上向いていくと予想する。(担当：久保)

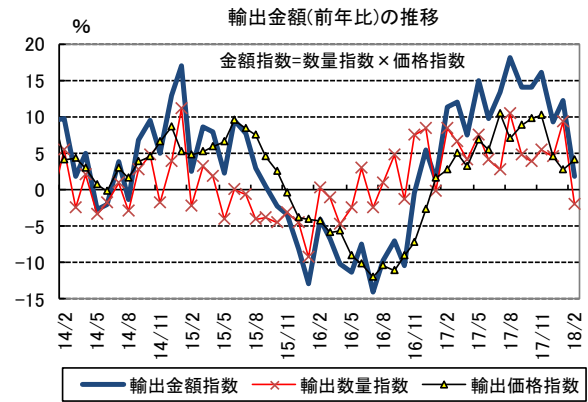


主要経済指標レビュー (3/19~4/6)

《日 本》

○ 2月貿易統計 (3月19日)

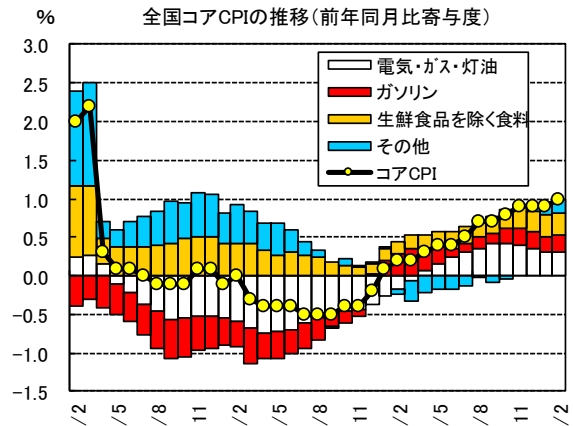
2月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+1.8%と、15ヵ月連続のプラスとなった。輸出金額から価格変動要因を除いた輸出数量の伸びは同▲2.1%と、13ヵ月ぶりのマイナス。ただ、中国の春節の影響も大きく、均せば増加傾向で推移しているとみられる。今後については、トランプ政権の輸入制限措置などの保護主義的な政策の継続などが、輸出を押し下げるリスクとして残るものの、世界半導体市場は拡大傾向の維持が見込まれており、中国をはじめとしたアジア向けの輸出は引き続きけん引役をはたすとみる。また、米国では税制改革法案可決を受けた設備投資の活発化、EUでは個人消費や固定投資の緩やかな回復が見込まれ、輸出は増加基調で推移すると予想する。



(出所)財務省「貿易統計」

○ 2月全国消費者物価指数 (3月23日)

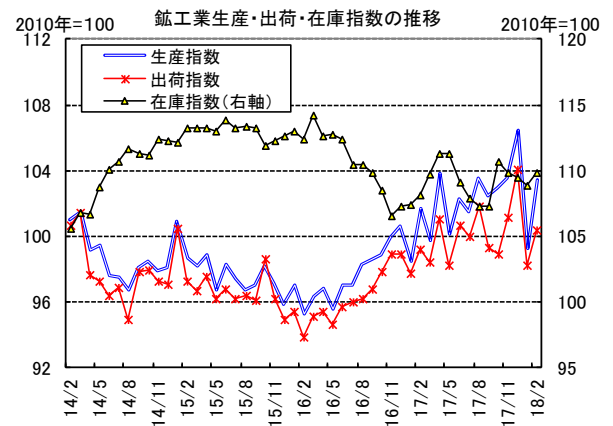
2月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+1.0%と、14ヵ月連続のプラスとなった。消費増税の影響が残っていた15年3月以来、約3年ぶりに1%台に乗せた。エネルギーを除いた新型コア指数(生鮮食品およびエネルギーを除く総合)は同+0.5%と、こちらも前月から伸び幅が+0.1%ポイント拡大した。今後については、政府の促進策にもかかわらず、賃上げの裾野の拡大は限定的で、賃金が伸び悩むなか需要面からの物価上昇圧力は弱いとみられる。原油価格が年末年始にかけて予想以上の上昇を見せたことで、エネルギー関連品目がしばらくコアCPIの押し上げとなる可能性があるが、物価の緩やかな上昇という基調に大きな変化はないとみている。



(出所)総務省「消費者物価指数」

○ 2月鉱工業生産指数 (3月30日)

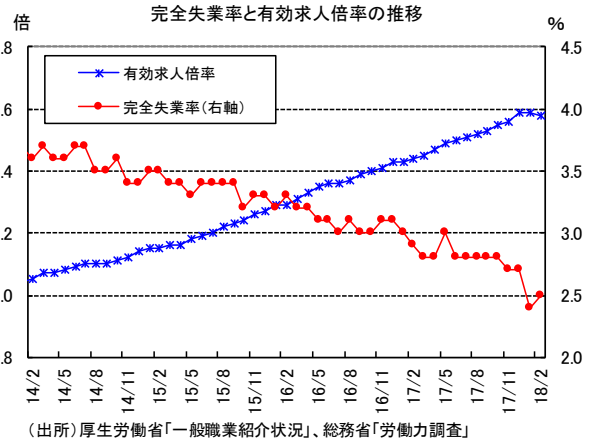
2月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比+4.1%と、2ヵ月ぶりにプラスとなった。製造工業生産予測調査をもとにした先行きの試算値では、3月は小幅な増産にとどまる見込みで、1月に大きく落ち込んだことを踏まえれば、1-3月期は増産が一服する可能性が高い。ただ、4月は3ヵ月連続のプラスかつ大幅増産計画となっており、均せば緩やかな増産傾向は続くとみられる。堅調な海外需要にけん引される形で、今後の鉱工業生産は、緩やかな回復が続くと予想する。内需に関して、個人消費の力強い伸びは見込みづらいものの、更新維持・省力化投資や研究開発投資を中心とする設備投資の回復が、生産の伸びに寄与するとみている。



(出所)経済産業省「鉱工業指数」

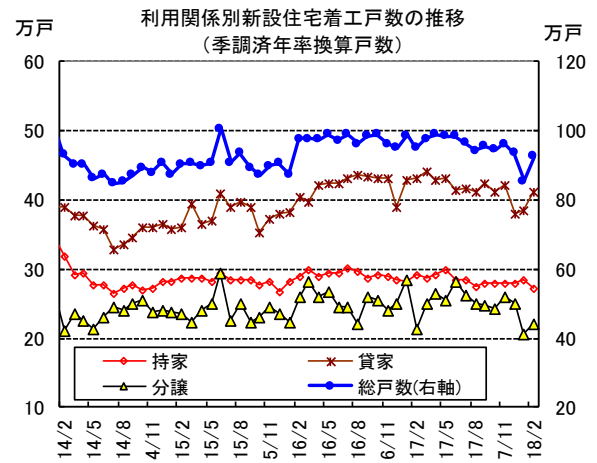
○ 2月雇用関連統計 (3月30日)

2月の雇用関連統計を見ると、完全失業率(季調値)は2.5%と悪化したものの、引き続き低水準となった。有効求人倍率(季調値)は1.58倍と低下したが、こちらも引き続き高水準で、雇用環境の堅調さが示された。ただ、日本の潜在成長率の低迷に伴う企業の成長期待の低下に加え、企業の社会保険料負担の増加など、賃金の伸び悩みには需給ギャップ以外の構造的抑制要因も働いていることから、正社員の賃金に関しては今後も安定的な上昇は考えにくい。依然として企業側の採用ニーズは、賃金や社会保険料などの人件費を削減でき、人員調整も容易な非正規や賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っていることから、全職種平均でみた賃金上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



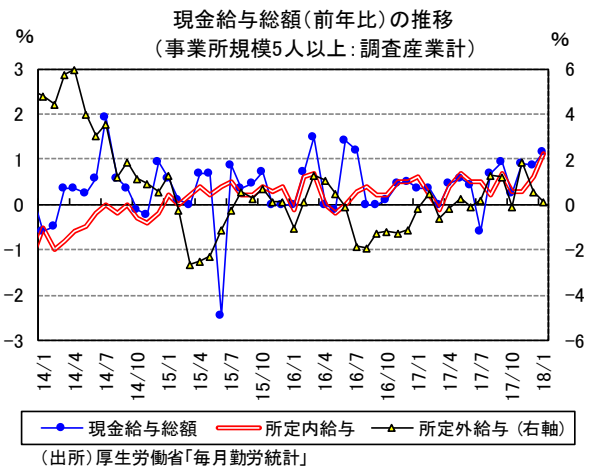
○ 2月新設住宅着工戸数 (3月30日)

2月の新設住宅着工件数(季調値)は前月比+8.2%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。利用関係別では、持家は同▲3.7%と3ヵ月ぶりのマイナスとなったものの、貸家は同+7.0%と2ヵ月連続のプラス、分譲が▲17.4%と落ち込んだ前月からの反動もあり、同+7.1%と3ヵ月ぶりのプラスとなり、全体を押し上げた。今後については、住宅支援策や低金利環境が引き続き下支えとなるものの、マンションなどの住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスが続くことで、貸家着工は減少傾向で推移するとみられ、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



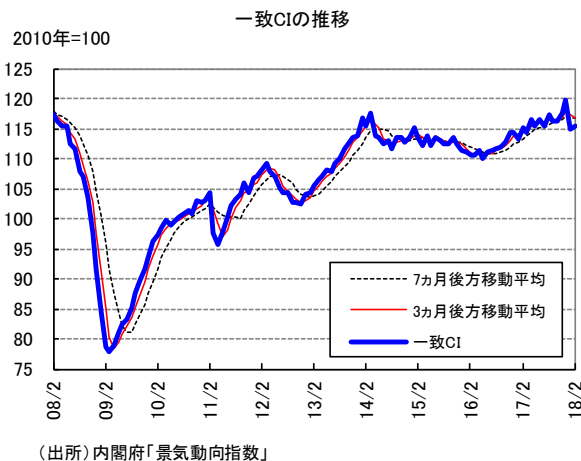
○ 1月毎月勤労統計 (確報、4月6日)

1月の毎月勤労統計では、現金給与総額(事業所規模5人以上:調査産業計)が前年比+1.2%と、速報の+0.7%から上方修正され、6ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、定期給与が同+1.1%と速報の+0.3%から大きく上方修正されており、10ヵ月連続のプラスとなったほか、特別給与が同+2.9%と6ヵ月連続のプラスとなり、全体を押し上げた。定期給与のうち、所定内給与は同+1.1%と、10ヵ月連続のプラス、所定外給与は同+0.1%と、3ヵ月連続のプラスとなった。今後は、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、国内の低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみている。



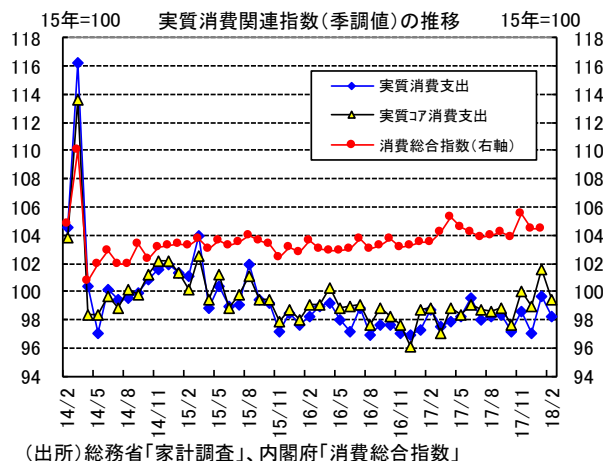
○ 2月景気動向指数 (4月6日)

2月の景気動向指数では、一致CIが115.6(前月差+0.7ポイント)と、2ヵ月ぶりに上昇した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」が16ヵ月連続ですえ置かれたが、3ヵ月後方移動平均を見ると、来月は下方修正の可能性がある。一致指数の個別系列では、7系列中4系列が押し上げに寄与しており、特に耐久消費財出荷指数、生産指数(鉱工業)などの押し上げが目立った。一方で、有効求人倍率(除学卒)と商業販売額(卸売業)が大きくマイナス寄与した。先行CIは105.8(前月差+0.2ポイント)と、2ヵ月ぶりに小幅に上昇した。今後の国内景気は、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



○ 2月家計調査 (4月6日)

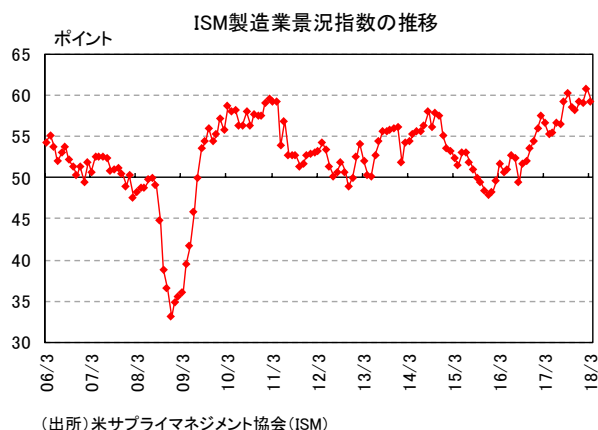
2月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比+0.1%と、2ヵ月連続でプラスとなった。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は同+2.6%と、2ヵ月ぶりのプラス。一方、実質消費支出は同▲4.7%と2ヵ月ぶりのマイナス、平均消費性向も同▲5.3ポイントとマイナスになっており、所得環境は緩やかながらも改善しているものの、消費者の根強い節約志向が、個人消費の足かせとなっている様子が示唆されている。今後については、政府による3%の賃上げ要請などが個人消費の下支えになると見込まれる一方で、年金給付額がすえ置かれることで、高齢者世帯の消費を押し下げるとみられる。個人消費は引き続き緩やかな回復にとどまると予想する。



《米 国》

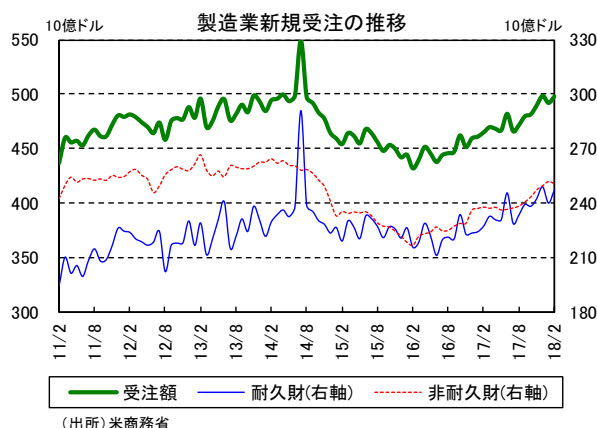
○ 3月ISM製造業景況指数（4月2日）

3月のISM製造業景況指数は59.3と、2ヵ月ぶりの低下となった。構成項目別に見ると、生産、新規受注をはじめ5つの項目すべてが前月から低下した。個別業種のアンケート結果を見ると、トランプ政権が発表した鉄鋼やアルミ製品に対する関税の導入を懸念する意見が見られた。ただ、生産活動の拡大を報告したのは18業種中17業種と、前月の15業種から増加しており、幅広い業種で業況が改善している様子がうかがえる。3月の景況指数は2004年5月以来の高水準を記録した前月から低下したものの、依然として水準は高く、米国景気は堅調な推移が続くと予想する。



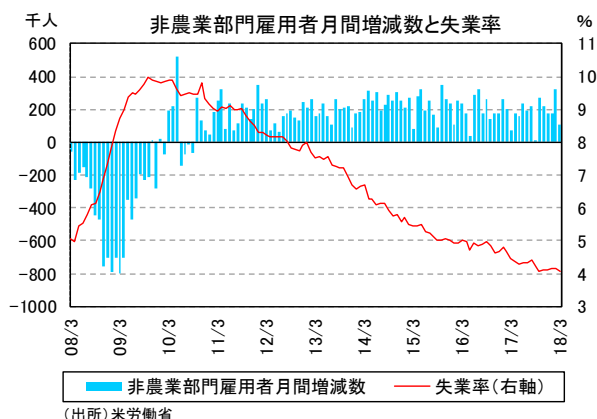
○ 2月製造業新規受注（4月4日）

2月の製造業新規受注は前月比+1.2%と2ヵ月ぶりのプラスとなり、増加基調を継続した。除く輸送機器ベースでも前月比+0.1%と、小幅ながらも9ヵ月連続の増加となった。耐久財は同+3.0%と、航空機等が堅調に推移した結果、2ヵ月ぶりに増加したが、非耐久財は同▲0.5%と、9ヵ月ぶりに減少した。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+1.4%と3ヵ月ぶりに増加し、直近2ヵ月の減少分を上回る伸びを示した。貿易摩擦への警戒感などが新規受注の抑制要因となる可能性はあるものの、企業業績の改善やトランプ政権の財政政策効果などが下支えとなり、今後も増加基調が続くと予想する。



○ 3月雇用統計（4月6日）

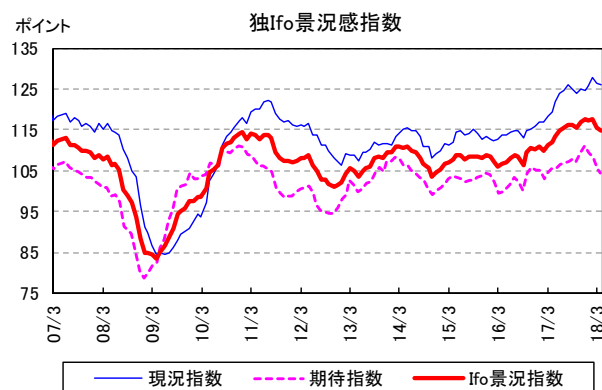
3月の非農業部門雇用者数は前月比+10.3万人と、市場予想（同+18.5万人）を大きく下回った。ただ、前月に大きく伸びた反動で鈍化した面もあり、3ヵ月平均では+20.2万人と堅調さを維持していることから、雇用環境は良好な状態が続いていると判断できる。失業率は4.1%と、6ヵ月連続で変わらず。時間当たり賃金は前年比+2.7%と、2月の同+2.6%から伸び幅が拡大した。3月の雇用統計は、均して見れば雇用者数の回復基調が続いたほか、賃金の伸び（前年比）もやや拡大するなど、雇用環境の堅調さを示す結果であり、FRBの緩やかな利上げを後押しする内容だった。



《 欧 州 》

○ 3月ドイツIfo景況感指数 (3月22日)

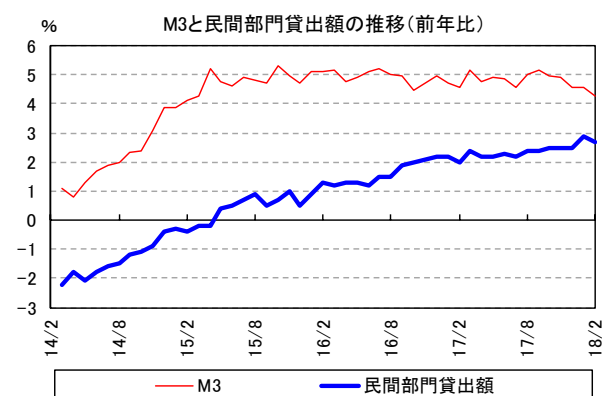
3月のドイツIfo景況感指数は114.7と2ヵ月連続で低下したものの、依然高水準で推移している。内訳を見ると、期待指数が105.4→104.4と4ヵ月連続で低下し、現況指数も126.4→125.9と2ヵ月連続で低下した。産業別では、建設業が15.9→17.9と改善したものの、卸売業は20.7で前月横ばい、製造業が28.1→26.5、小売業が11.0→4.7と悪化した。足元では、米中貿易摩擦を巡る懸念などを背景に、企業が先行きについて慎重な見方を強めているとみられる。ただ、ドイツでは個人消費や設備投資が堅調に推移していることに加え、世界景気が底堅く推移していることにより、輸出も回復が続いている。ドイツ景気は、今後も製造業を中心に回復が続くとみる。



(出所)Ifo経済研究所

○ 2月ユーロ圏マネーサプライ (3月27日)

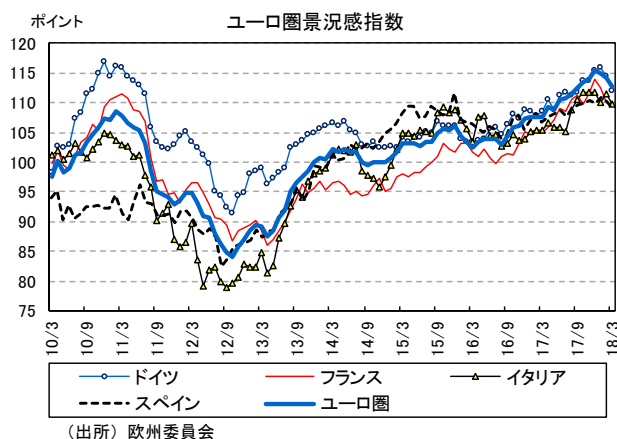
2月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+4.2%と、5ヵ月連続で伸び幅が縮小した。民間向け貸出額は、同+2.9%→+2.7%と伸び幅が縮小した。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同+3.1%→+3.0%、非金融企業向けは同+2.2%→+1.9%と、それぞれ伸び幅が縮小した。ECB(欧州中央銀行)による緩和的な金融政策が続くなか、銀行の貸出態度は依然として緩和的であるうえ、貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、今後のユーロ圏民間向け貸出額は緩やかな回復傾向で推移するとみている。



(出所)ECB

○ 3月ユーロ圏景況感指数 (3月27日)

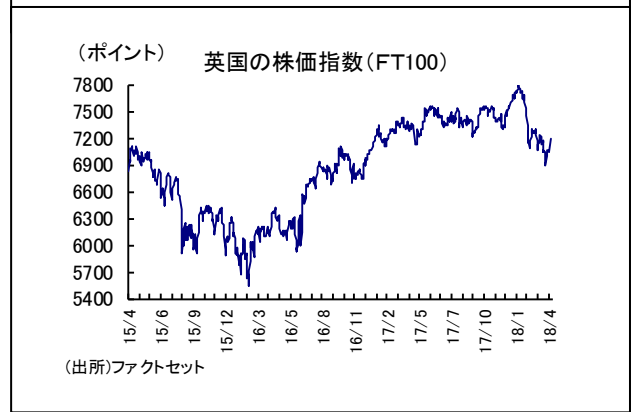
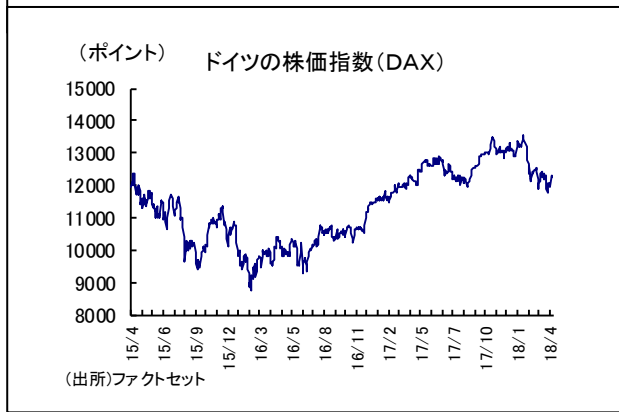
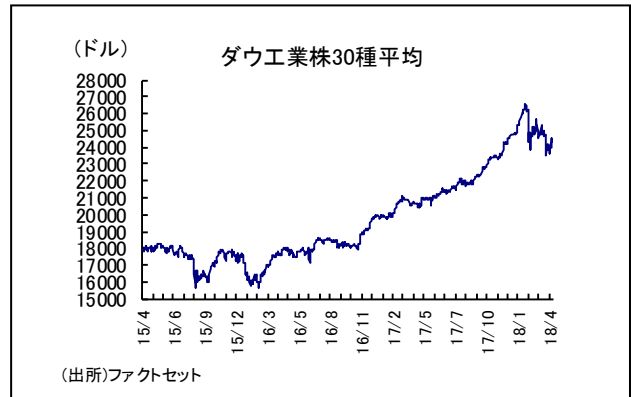
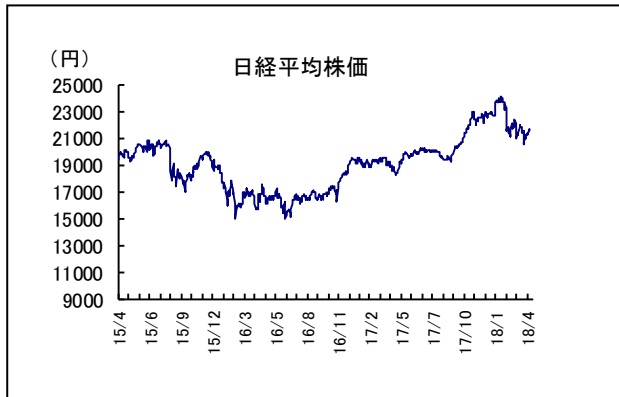
3月のユーロ圏景況感指数は112.6と、3ヵ月連続で悪化した。構成項目別に見ると、建設業景況感のみ4.3→5.2と改善したものの、消費者信頼感0.1で前月横ばい、鉱工業景況感8.0→6.4、サービス業景況感17.6→16.3、小売業景況感4.5→1.6と悪化した。主要国別では、ドイツは114.4→112.0、フランスは109.9→109.5、イタリアは111.6→109.8、スペインは110.2→109.0と軒並み悪化した。足元では、米中貿易摩擦への懸念などを背景に、企業、家計は景況感を悪化させているとみられる。ただ、ユーロ圏景気は、雇用環境の改善を背景とする個人消費の回復や、海外景気の回復などを背景に、改善傾向が続いている。ユーロ圏景気は、今後も緩やかな回復傾向が続くと予想する。



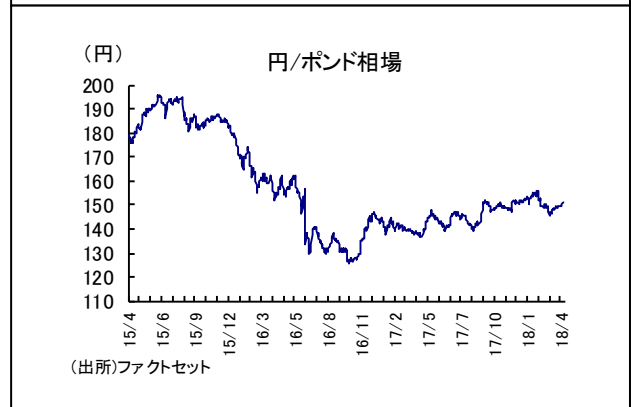
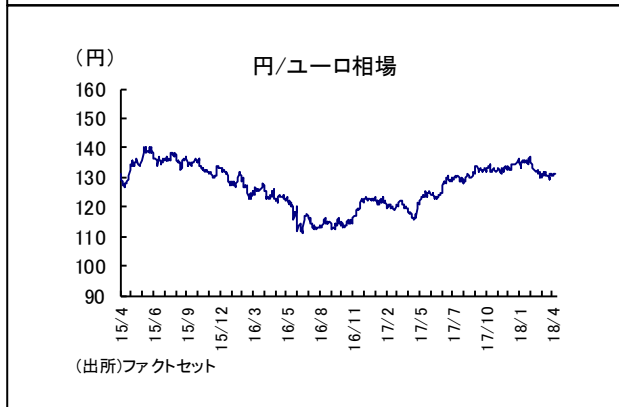
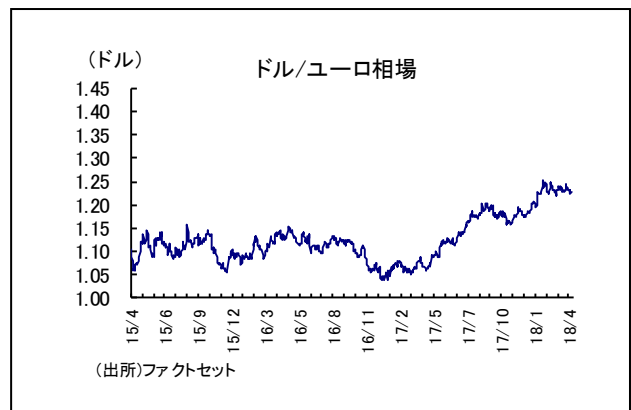
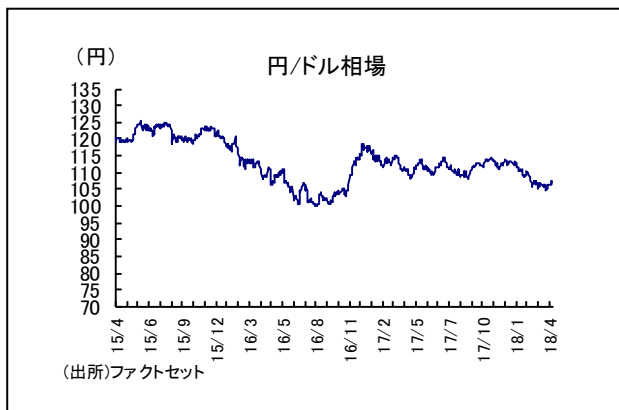
(出所) 欧州委員会

日米欧マーケットの動向 (2018年4月9日現在)

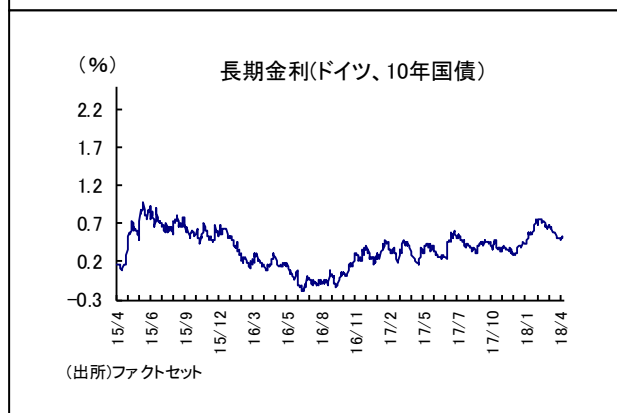
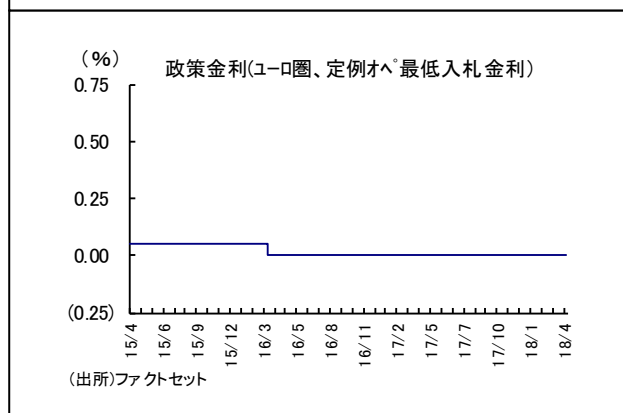
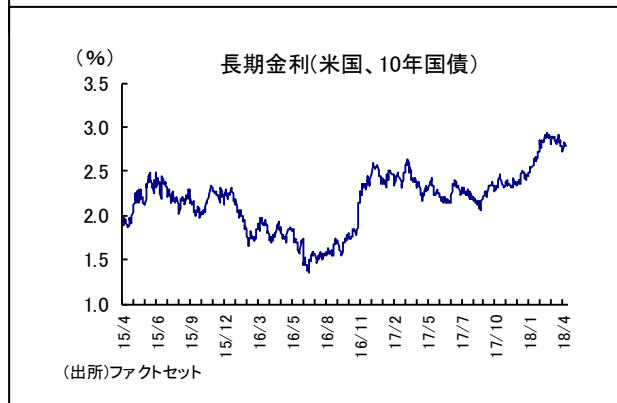
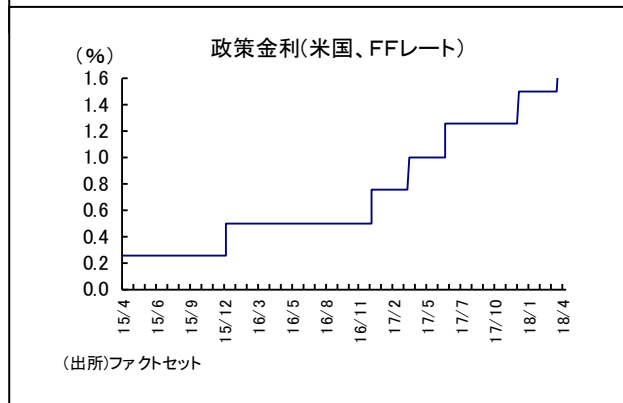
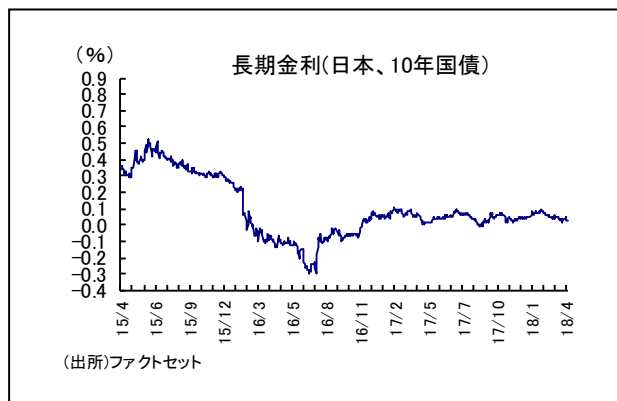
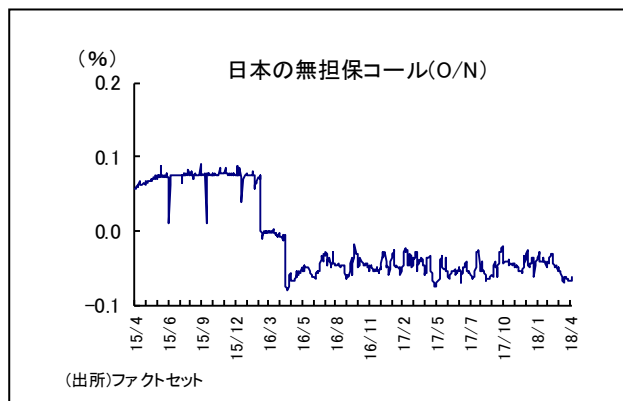
▽各国の株価動向



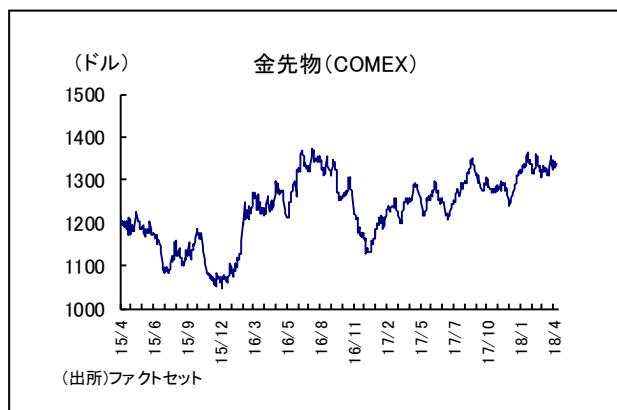
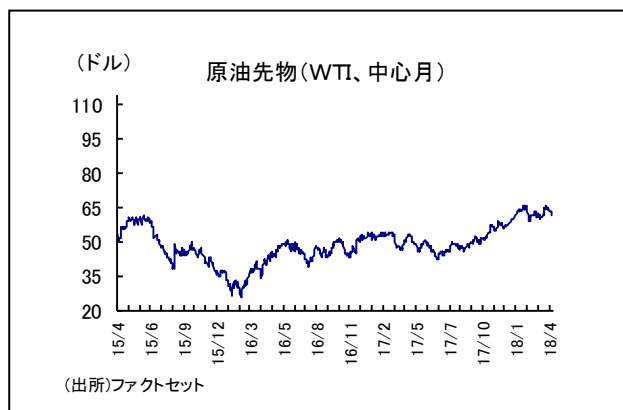
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



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

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、大広泰三、久保和貴、柳田亮、西山周作