

〈フォーカス〉 上がらない中立金利

低水準での推移が続いているとみられる中立金利の水準を根拠に、米国の政策金利の引き上げ余地があまり残っていないと予想する向きが増えている。中立金利とは、景気への影響が緩和的でも引き締めのでもない利子率である。中長期的に経済が安定に向かう過程では、名目政策金利はいずれ名目中立金利(実質中立金利+インフレ目標)に収斂していくことが想定される。従って、中立金利の水準が下がっていることは、政策金利の最終的な着地点が下がっていることを意味する。

総供給が低下しても総需要が低下しても中立金利は下がりうる。米国の中立金利低下の原因を主として需要サイドに求める代表格がサマーズやクルーグマン、供給サイドに求める代表格がゴードンである。前者は、バブルの生成と崩壊の繰り返し、新興国の過剰貯蓄(グローバルインバランス)、人口動態の変化、所得格差の拡大等でもたらされる恒常的な需要不足(過剰貯蓄)が中立金利低下の主因だとした。後者は、技術革新の停滞が中長期的な生産性の低下を招いたのが主因だとする。

これまでは、どちらかという需要不足説が支持を集めてきた。供給ショックは基本的に物価上昇要因(スタグレーション要因)であり、現実には起きている主要国の低インフレを説明しにくいからだ。ただ、足元までの米景気の堅調で需要不足は解消に向かいつつあるとみられる一方、賃金の伸びが鈍く、物価上昇圧力がなかなか高まらない。問題が残っているとしたら、やはり供給サイドではないか。総供給の伸び、すなわち潜在成長率が鈍化すれば、確かにマイナスの需給ギャップは早く縮小するが、同時に企業の成長期待も低下するため、賃上げや設備投資への及び腰の姿勢につながる。このため総供給が総需要の上限を画す形となり、結果としてインフレが加速しないと考えれば説明がつく。

米国では、トランプ減税が企業の米国回帰等を通じ、潜在成長率や中立金利を押し上げる効果が期待されていたが、効果は限定的との見方が優勢になってきている。ハーレーダビットソンのように、高関税への懸念から逆に米国脱出を考える企業が出てくる始末である。NY 連銀のウィリアムズ総裁は、堅調な景気にもかかわらず米国の中立金利は上昇しておらず、2.5%程度にとどまっているとの見方を示している。原因が供給と需要のどちらにあるにしても、構造的な問題が大きいのは確かで、今後も容易には上がらない可能性が高い。米国の利上げサイクルは、過去の利上げ局面よりもかなり低い水準で打ち止めということになりそうである。

ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁は、政策金利が中立に達した後は、インフレ動向を静観すべきで、今のところデータはさらなる利上げの必要性を支持していないと述べている。利上げの終着点に近いとの市場の認識は容易に変わらないとみられる。中間選挙までに貿易戦争への懸念が緩和し、米国景気の堅調推移が続いたとしても、米国の長期金利の上昇余地は限定的なものにとどまるかもしれない。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉上がらない中立金利	1	・2018年末にかけての原油相場動向	11
・経済情勢概況	2	・主要経済指標レビュー	14
・大企業製造業の業況が2期連続で悪化	3	・日米欧マーケットの動向	18
・再び政策支援への依存を深める中国景気	7		

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、省力化・省人化投資が下支えし、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、2018年度は+0.9%程度、2019年度は+1.3%程度となると予想する。

米 国

米国経済は、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、拡張的な財政政策の効果などから、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や所得税減税の効果などから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、雇用環境の改善や住宅在庫の水準の低さが下支え要因となるものの、人手不足といった供給制約や、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となり、増勢の鈍化を予想する。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和、法人税減税などを背景に、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6月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.50-1.75%から、1.75-2.00%へと引き上げた。2018年内に残り1回、2019年も2回程度の利上げ実施を予想する。

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、雇用環境の改善や輸出の増加を背景に、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、貿易摩擦への懸念から、回復ペースの鈍化を見込む。

ECBは6月の理事会で、資産買入れ策を規模を減額したうえで2018年末まで継続し、現行の政策金利の2019年夏中のすえ置きをアナウンスした。政策金利の引き上げは、2019年9月と予想する。

大企業製造業の業況が2期連続で悪化

大企業・製造業の現状判断DIは2期連続の悪化

6月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の現状判断DIが+21と、3月調査から3ポイントの悪化となり、2ポイントの悪化だった市場予想を下回った(図表1, 2)。2期連続の悪化で、これは2012年12月以来5年半ぶりのこととなる。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10業種、横ばいが2業種という結果。素材、加工別では、素材業種が2ポイントの悪化、加工業種が3ポイントの悪化となった。

大企業・製造業の国内での製商品・サービス需給判断を見ると、2ポイントの悪化となっているのに対し、海外での製商品需給判断は横ばいとなっており、需給面では主として内需への不安が業況の下押し要因となっている(図表3)。また、販売価格判断DIは1ポイントの上昇なのに対し、仕入価格判断DIは4ポイントの上昇となっており、3月に続き、交易条件の悪化も大きく影響している様子がうかがえる(図表4)。

加工業種については、為替相場も業況を圧迫している。2018年度の大企業・製造業の想定為替レートは107.26円/ドルと、3月調査の109.66円/ドルから2.4円円高に振れ、企業の円高警戒感の強さが示されている。足元の水準に比べれば3円近くの円高なので、現状のトレンドが維持されれば業況判断の改善要因になるが、大企業製造業の保守的な為替見通しは、貿易摩擦への警戒感を反映している可能性がある。

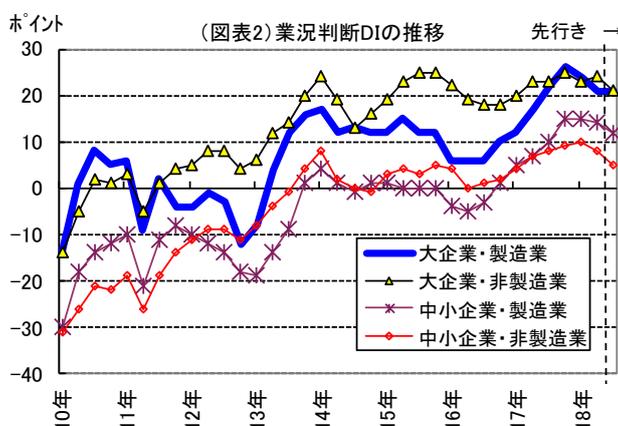
貿易摩擦が影を落とす

大企業・製造業のうち、業況判断DIの下落幅が大きかった業種は、石油・石炭製品(+44→+31、▲13)、木材・木製品(+24→+13、▲11)、自動車(+22→+15、▲7)、非鉄金属(+32→+26、▲6)など(図表5, 6)。石油・石炭に関しては、春以降のガソリン高で需要が落ち込むなか、6月に原油価格が下落に転じた局面で石油元売り各社が卸値の引き下げを余儀なくされており、需要面への不安を反映したと考えられる。木材・木製品は元々振れの大きい業種だが、国内の住宅着工の軟化に伴う需要減を反映している可能性がある。実際、北米産丸太の日本向け輸出価格は、国内の需要減を受け、5, 6月と2ヵ月連続で下落している。自動車は、春先までの円高や原材料高が収益圧迫要因となっている。非鉄金属は、米政府がアルミの追加関税を打ち出すなど保護主義的な政策への懸念を反映した可能性がある。

(図表1)日銀短観業況判断DI

	3月調査実績		6月調査実績				6月調査の当社予測値			
	3月	6月	6月		9月		6月		9月	
	最近	先行き	最近	変化	先行き	変化	予測	変化	予測	変化
大企業	23	20	22	▲1	21	▲1	22	▲1	21	▲1
製造業	24	20	21	▲3	21	0	22	▲2	21	▲1
非製造業	23	20	24	1	21	▲3	22	▲1	20	▲2
中小企業	11	7	11	0	8	▲3	10	▲1	8	▲2
製造業	15	12	14	▲1	12	▲2	13	▲2	10	▲3
非製造業	10	5	8	▲2	5	▲3	9	▲1	6	▲3

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成



(図表2)業況判断DIの推移

(出所)日銀「短観」



(図表3)製商品需給判断DI(大企業)

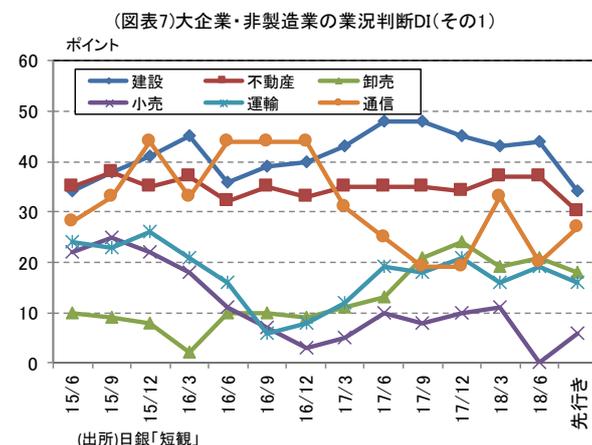
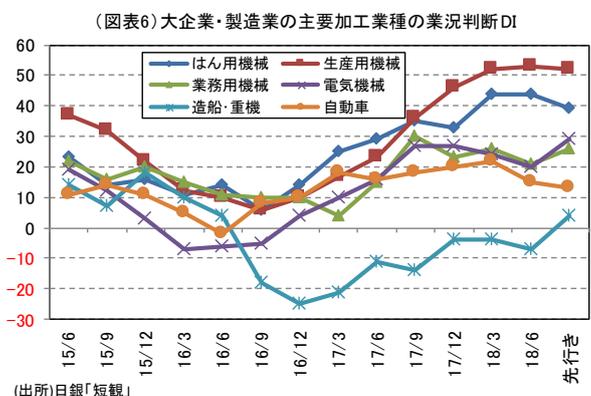
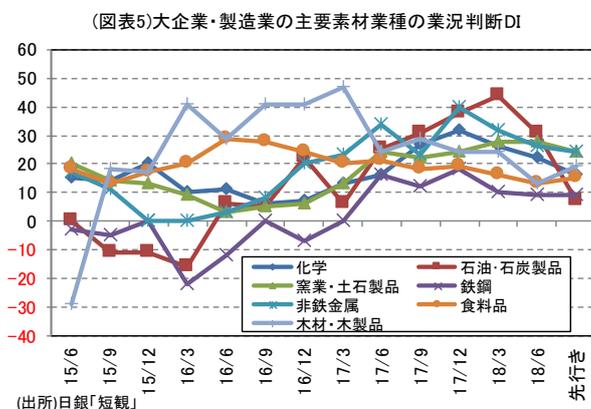
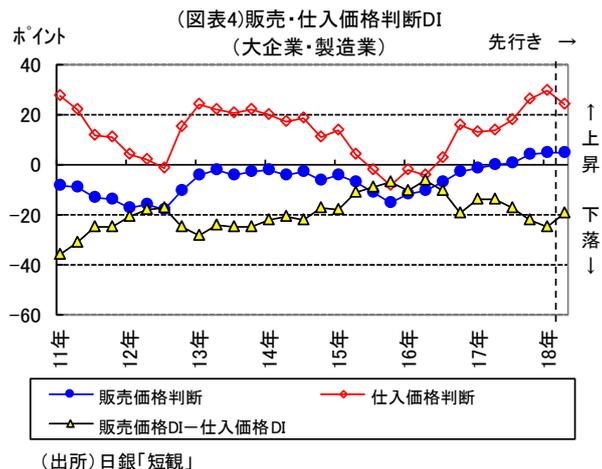
(出所)日銀「短観」

大企業・製造業の9月の先行き判断DIは、6月から横ばいとなった。現状判断とは逆に市場予想を1ポイント上回り、大企業・製造業がこの先も持続的な業況悪化を見込んでいないことが示された。主要16業種中、改善が5業種、悪化が9業種、横ばいが2業種という結果。素材業種が▲5ポイント、加工業種が+3ポイントで、素材業種の悪化幅が大きい。低下幅が大きかった業種は、石油・石炭製品（+31→+7、▲24）が突出している。一方で、造船・重機等（▲7→+4、+11）、電気機械（+20→+29、+9）などが改善。

大企業・非製造業の業況は改善

大企業・非製造業の現状判断DIは+24と、3月から1ポイントの改善となり、横ばいだった市場予想を上回った（前掲図表1,2）。業種別に見ると、主要12業種中、7業種で改善、4業種で悪化、1業種で横ばいという結果。改善した7業種のなかでは、電気・ガス（+3→+13、+10）、対個人サービス（+27→+37、+10）の改善幅が大きい（図表7,8）。電気・ガスについては、一部地域における原発再稼働や、春先までの円高に伴う原燃料の輸入コスト減を反映した可能性がある。対個人サービスは昨年末から年初にかけての一時的な低迷を脱し、昨年半ばの水準に戻った形。VRを使ったアミューズメント施設の増加等が寄与している可能性がある。悪化業種の中では、通信（+33→+20、▲13）、小売（+11→±0、▲11）のマイナス幅が大きかった。通信については、大手から格安スマホへの顧客流出は一巡しつつあるものの、低価格戦略の推進が収益への重荷になっている。小売は、深刻な人手不足や根強い消費者の節約志向、例年より早かった梅雨入りなどが影響した可能性がある。

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+14と、3月調査から1ポイントの悪化となった。これは市場予想に一致した。主要16業種中、改善が6業種、悪化が8業種、横ばいが2業種という結果。素材、加工別でみると、いずれも1ポイントの悪化となっている。悪化した業種のなかでは、大企業同様、石油・石炭製品（±0→▲16、▲16）の悪化が目立つ。中小企業・製造業の先行き判断DIは2ポイ



ントの悪化で、先行きまで含めれば悪化幅は大企業と同じ。中小企業・非製造業の現状判断 DI は+8 で、3月から2ポイントの悪化となった。こちらは市場予想を1ポイント下回った。主要12業種のうち、4業種で改善、7業種で悪化、1業種で横ばいという結果。先行きは3ポイントの悪化で、2期累計の悪化幅は5ポイントに及ぶ。製造業よりも海外景気の恩恵が小さく、大企業よりも人手不足が深刻な分、当カテゴリーの2期連続の悪化幅が相対的に大きくなっている可能性がある。

設備投資計画は強気

2018年度の大企業・製造業の設備投資計画は前年比+17.9%となり、昨年同時期の同+15.4%を上回った(図表9, 10)。全規模全産業では前年比+7.9%で、6月調査としては、現行統計が遡れる2004年度以来最高の水準。生産・営業用設備判断 DI も、大企業・製造業で2ポイントの低下(低下なら不足方向、上昇なら過剰方向)、全規模・全産業で横ばいとなっている(図表11)。

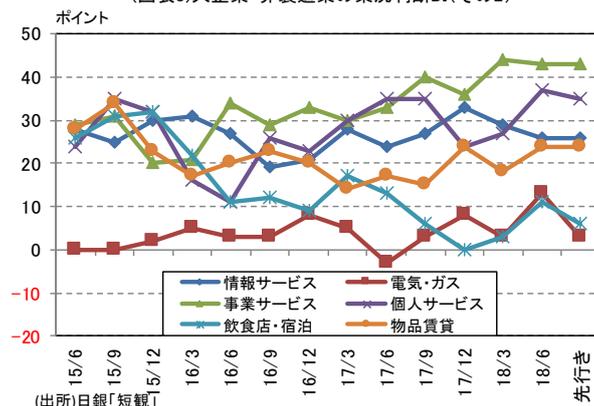
国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、能力増強投資は今後も多くは望めないものの、維持・補修への投資や研究開発投資が今後も設備投資を下支えする展開が期待できる。なお、17年度の大企業・製造業の実績値は前年比+4.4%となった。15年度の同+5.0%以来2年ぶりの高さだが、毎年強気の設備投資計画が年度始に新聞を賑わせる割には、最終的な結果がそれほど強くないという傾向は例年と同じ。

人手不足はいったん緩和

2018年度の大企業・製造業の経常利益計画は▲8.6%で、3月調査から▲4.8%の下方修正となった(図表12)。大企業・非製造業は同▲3.8%(修正率+5.7%)。全規模・全産業ベースでは▲5.1%(同+0.8%)という結果。大企業・製造業に関しては円高方向への見直し変更や、投入コストの上昇が下押し要因となっている可能性がある。

雇用人員判断 DI (過剰-不足) は、大企業・製造業ベースで▲16と、3月調査から2ポイントの上昇

(図表8)大企業・非製造業の業況判断DI(その2)



(図表9)日銀短観設備投資計画(全産業・前年比)

	16年度		17年度			18年度		
	実績	3月調査	6月調査	6月当社予測	3月予測	6月調査	6月当社予測	
	%	%	%	%	%	%	%	
全規模	0.4	4.0	4.4	3.6	▲0.7	7.9	3.1	
製造業	2.6	6.5	6.3	4.6	6.0	16.0	12.3	
非製造業	▲0.7	2.7	3.4	2.9	▲4.5	3.3	▲3.0	
大企業	▲2.1	5.2	4.1	3.3	2.3	13.6	10.0	
製造業	4.3	7.3	6.3	5.3	4.9	17.9	15.0	
非製造業	▲5.4	4.0	2.9	1.7	0.8	11.2	6.2	
中小企業	8.8	▲4.2	▲0.5	1.3	▲16.8	▲11.8	▲13.0	
製造業	▲6.7	▲2.2	0.6	2.3	▲0.1	7.6	3.8	
非製造業	16.3	▲5.1	▲1.0	0.8	▲25.0	▲21.2	▲20.8	

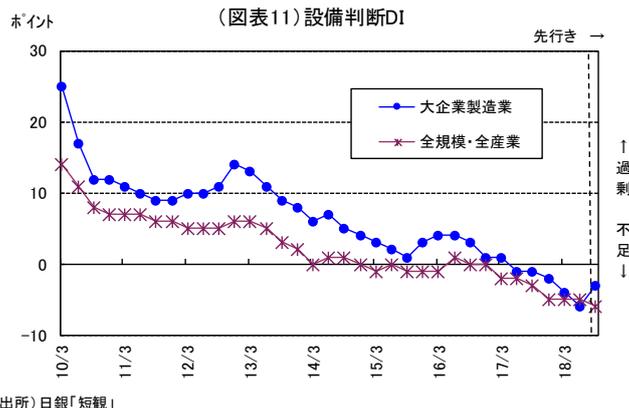
(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

(図表10)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」

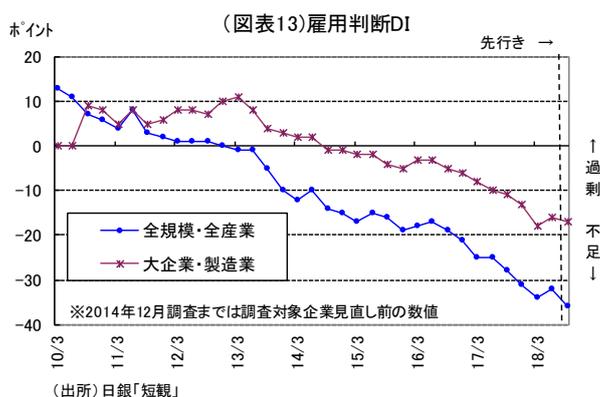
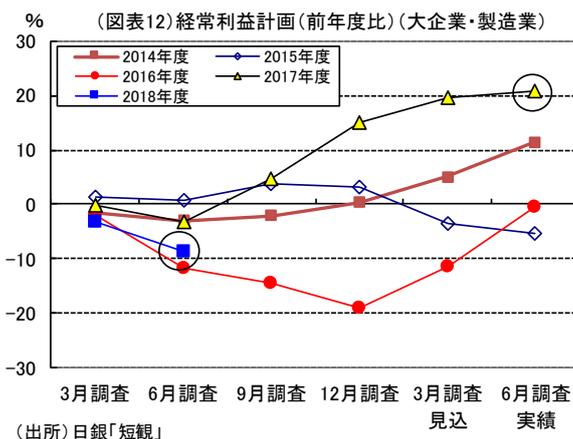
(図表11)設備判断DI



(出所)日銀「短観」

となった（数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和）。全規模・全産業も2ポイントの上昇で、人手不足はいったん緩和した形になっている（図表13）。ただ、大企業・製造業の先行きは再び1ポイントの低下となっているほか、全規模・全産業の先行きは4ポイントの低下で、2期累計では逆に2ポイントの低下となっている。人手不足の深刻化に歯止めがかかっているわけではなさそうだ。人手不足に関しては、引き続き非製造業を中心に業況の下押し圧力になっていると考えられる。

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が、先行きも持続的な悪化を見込んでいるわけではないことも示された。世界経済はまだまだ堅調で、今後も外需が日本経済をけん引する構図に大きな変化はないとみるが、製造業では各国における保護主義的な政策の拡大や、原材料高騰によるマージン圧縮、非製造業では人手不足の加速がリスク要因となる。保護主義的な動きが加速した場合、為替相場における一段の円高進行と株安が業況判断の悪化に追い打ちをかける可能性もあることから、中間選挙までの米国の行動には引き続き注目が必要である。（担当：小玉）



再び政策支援への依存を深める中国景気

輸出の先行きに不透明感が漂う

6月30日に中国国家统计局が発表した6月製造業PMIは51.5と、市場予想の51.6を下回り、前月の51.9から低下した(図表1)。ただ、依然として生産活動の拡大/縮小の境目である50を上回って推移しており、米国との貿易戦争が騒がれる昨今の状況下でも、中国景気の回復が続いていることが示唆される内容であった。また、7月2日に発表された民間調査の財新PMIも51.0と、前月の51.1から小幅に減速したものの、やはり依然として50を上回って推移している。

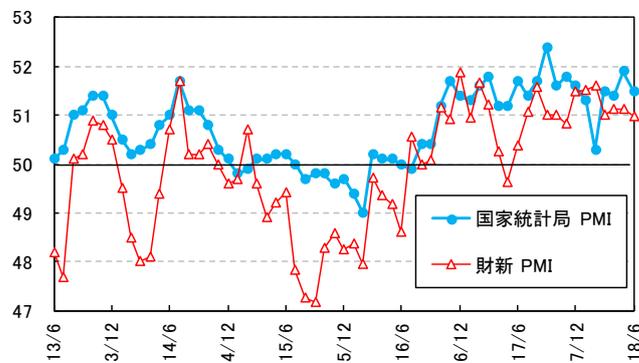
一方、同時に発表された新規輸出受注PMI(国家统计局版)は49.8と、4ヵ月ぶりに拡大と縮小の境を示す50を割り込んだ(図表2)。一部報道によると、中国の輸出業者は、米国による対中関税引き上げを警戒しており、なるべく前倒しで輸出を実行するインセンティブを持っているとのことである。輸出受注を可能な限り早めに消化しようとする企業行動とその反動減が、同指数の振れを大きくしている可能性があり、企業行動のレベルでは、すでに米中貿易摩擦の影響が出ていると判断できる。

今後の輸出は、基本的には米国をはじめとする世界景気の回復を背景に改善傾向が続くとみているものの、米中貿易摩擦が続くなか、報復関税の掛け合いに発展するリスクも相応に高まっているとみられ、下振れリスクが高まっている。

金融引き締めが内需を下押し

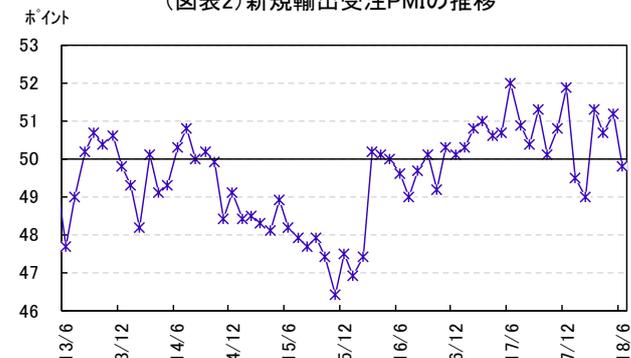
足元では、固定資産投資が減速感を強めているのが目立つ。1-5月累計の固定資産投資は前年比+6.1%と、1-4月累計の同+7.0%から一段と減速した(図表3)。特に、地方政府が主導して行なってきたインフラ開発投資については、シャドーバンキング・システムによる資金調達に規制の網がかけられたことや、不採算とみられるプロジェクトの許可が取り消されるなど、中央政府が金融リスク抑制に向けた取組みを強化していることもあり、2017年末頃から減速傾向をたどっている。シャドーバンキングの規制強化に向けた取組

ポイント (図表1) 製造業購買担当者景気指数(PMI)の推移



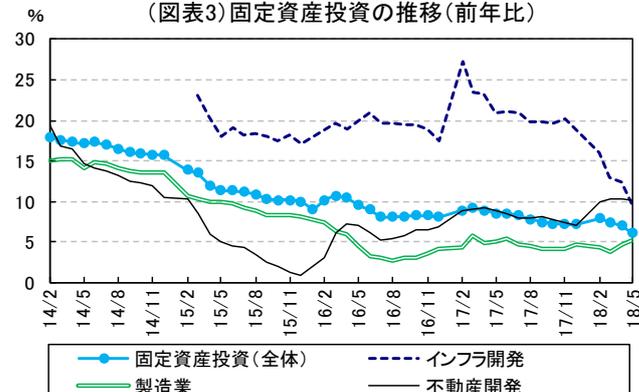
(出所) 中国国家统计局ほか

(図表2) 新規輸出受注PMIの推移



(出所) 中国国家统计局

(図表3) 固定資産投資の推移(前年比)



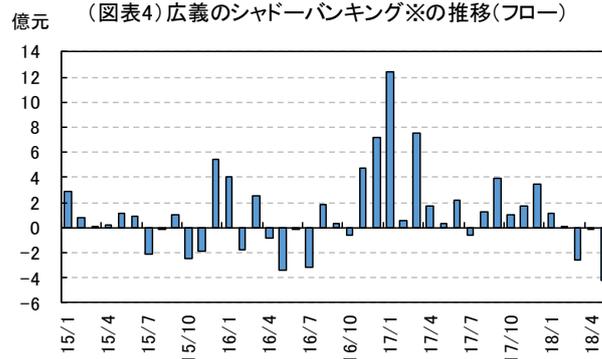
(出所) 中国国家统计局 ※年初来累計値の前年比

みは、国家全体のファイナンス規模を示す社会融資総量のうち、委託融資、信託融資、未割引銀行手形など広義のシャドーバンキング・システムが減少に転じていることから確認される(図表4)。シャドーバンキングを通じた資金は主に地方政府のインフラ開発投資に振り向けられていたため、中央政府による規制は、地方政府の資金調達環境を悪化させ、インフラ開発投資の足枷になっているとみられる。また、金融リスク抑制に向けた取組みは、銀行に対しては貸出態度の厳格化などを促している可能性もある。中国人民銀行が四半期毎に行なっている貸出態度調査では、市中銀行が貸出態度を徐々に厳格化させている様子が窺える(図表5)。貸出態度の厳格化は、金融リスク抑制の観点からは当然の行動であるものの、リスクと同時に成長の芽も摘んでしまうおそれもある。内外需の減速リスクが高まるなか、中国人民銀行は、2018年に入り、「中小企業支援」や「流動性供給」などの名目で預金準備率の引下げを数回行なっているものの、中国からの資金流出懸念や元の先安観を高めることにもつながりかねないため、結局はオペ金利引き上げなどの措置を打ち出し、銀行間金利を4~5%程度で高めに誘導している(図表6)。中国人民銀行は、金融リスク抑制と景気の下支えの間で、引き続き難しい舵取りを迫られる。

オールド・エコノミーが再起動

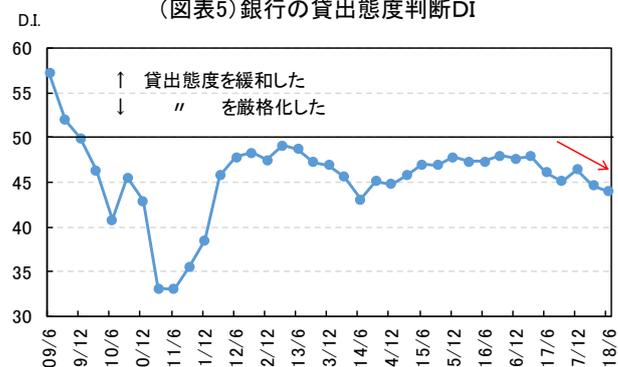
6月27日に公表された「全国工業企業利潤(税引き後利益に相当)」は1-5月累計で前年比+16.5%と、2017年累計の同+21.0%からやや減速はしたものの、企業収益は引き続き高い伸びが続いている(図表7)。売上高から売上原価を控除した「粗利」も、同+12.5%と2017年以来前年比10~15%程度の高い伸びを保っている。全企業の粗利の合計は、GDP計算に用いられる産業別付加価値と近い概念であることから、工業企業粗利と鉱工業付加価値の伸びを比較すると、両者は似た動きをすることが確認できる(図表8)。企業の財務統計から求められる粗利は、鉱工業部門が

(図表4) 広義のシャドーバンキング※の推移(フロー)



(出所) 中国人民銀行より明治安田生命作成
※委託貸出、信託貸出、未割引手形の合計

(図表5) 銀行の貸出態度判断DI



(出所) 中国人民銀行

(図表6) 中国銀行間金利(Shibor 3ヵ月)の推移



(出所) 中国人民銀行

(図表7) 鉱工業企業の利益の推移(年初来累計、前年比)



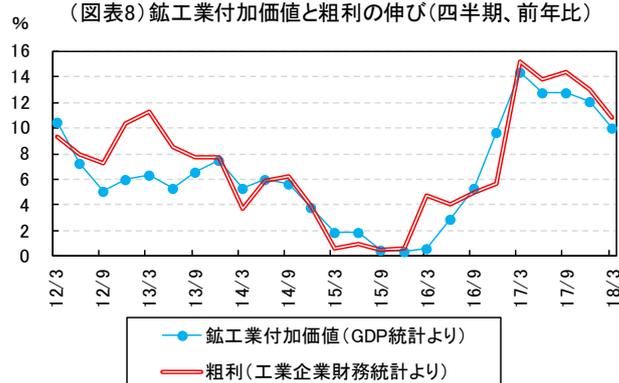
(出所) 中国国家統計局より明治安田生命作成
※「利潤総額」は税引き後利益に相当。「粗利」は売上高-売上原価で計算。年初来累計
2018年5月実施の調査企業範囲変更は反映済

産み出す付加価値の3分の2程度を安定的に占めており、粗利の変動は、中国全体の名目GDPにも大きな影響を与える。前掲図表7のとおり、足元で粗利は前年比プラス圏で推移しており、特に第二次産業が生み出す名目GDPについても、堅調な推移が続いている可能性が高い。ただ、利潤総額や粗利が高い伸びを続けている背景には、2016年5月の大規模な税制改革である「营改増」以降、毎年のように実質的な減税が打ち出されているなど、さまざまな政策効果が寄与しているとみられる。

中期的な観点からは、中国景気をけん引する成長産業の育成が課題となろう。粗利を業種別に分解すると、金額ベースで全体の8%超を占める自動車産業の伸び幅は前年比+6.0%と、全体の伸びに比べ小幅にとどまっている(図表9)。2017年末をもって小型車減税が完全に打ち切られたことによる悪影響が、企業業績の面にも現れているとみられる。他にも、コンピュータ・通信機器は同+2.6%、電気機器は同+7.5%と、いずれも加速感に欠ける状態となっている。コンピュータ・通信機器は、2017年通年では同+14.1%と、全体の伸びを牽引していたが、これは新型スマートフォンの発売が一時的に業績を嵩上げしていた影響が大きかったとみられる。一方、足元で企業業績を牽引しているのは、化学原料・化学製品や鉄金属加工などである。鉄金属加工のうち、生産が伸びているのは鉄筋など、不動産開発に用いられる製品である(図表10)。化学原料・化学製品も、外壁用の塗料や接着剤など、不動産関連での生産が堅調と推測される。前掲図表3では、不動産開発が加速している現状を示したが、背景には、政府による賃貸住宅建設に向けた強い指導があり、自律的な民需の回復というより、政策的に押し上げられている面が強い。企業業績の観点からは、中国の製造業は、不動産開発を軸とした製鉄などのオールド・エコノミーが依然牽引役であり、「中国製造2025」で謳われているようなハイテク産業が収益のけん引役となるには、まだ時間がかかるとみられる。

当面は政策支援が不可欠か

(図表8) 鉱工業付加価値と粗利の伸び(四半期、前年比)



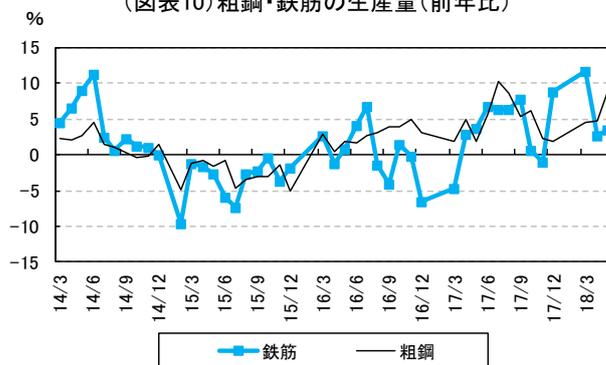
(出所) 中国国家统计局より明治安田生命作成

(図表9) 業種別工業企業粗利(1-5月累計)

	(億元)	(前年比、%)	(参考:2017年 通年の前年比)
合計	66,559	12.5	13.0
自動車	5,415	6.0	7.9
化学原料・化学製品	5,042	17.2	18.0
コンピュータ・通信機器	4,344	2.6	14.1
医薬品	3,923	25.7	17.6
電気機器	3,786	7.5	9.5
石油・石炭加工	3,670	11.0	9.9
非金属鉱物加工	3,542	24.9	14.6
タバコ	3,070	12.0	2.2
石炭採掘	2,925	9.4	73.9
一般機械	2,683	9.4	8.9
鉄金属加工	2,671	50.4	50.6
発電電	2,419	14.9	-13.0
特殊機械	2,285	16.8	14.5
食品加工	2,054	2.5	4.5
酒・飲料	1,978	17.9	9.8
金属加工	1,753	4.9	4.4
食品	1,622	9.2	5.5
ゴム・プラスチック	1,493	5.0	5.1
石油・天然ガス採掘	1,313	76.4	106.7

(出所) 中国国家统计局より明治安田生命作成

(図表10) 粗鋼・鉄筋の生産量(前年比)



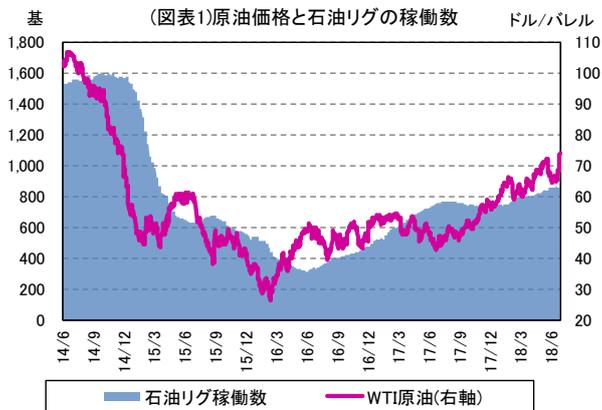
(出所) 中国国家统计局

かかる状況下、米中貿易摩擦により、中国製の半導体などハイテク製品の関税が引き上げられた場合、中国はハイテク産業育成に向けた有望な市場を失うことになりかねない。単純に輸入額を比較しても、米国の対中輸入額は5,000億ドル、中国の対米輸入額は1,300億ドルと、交渉力は米国に分がある。加えて、中国の国家戦略である「中国製造2025」に対し、米国は当該財に関税障壁を設けて間接的に妨害できる点も、中国に対して有力な武器となろう。米中両国は、7月6日に互いに340億ドル相当の輸入品の関税引き上げを実施しており、それ以降も、両国は2週間程度の間を開けて、160億ドル相当の輸入品に追加関税を実施し、合計500億ドルの関税引き上げを行なう可能性が濃厚である。トランプ大統領は、これに追加して、さらに2,000億ドルの輸入品に対し10%の関税引き上げを行なう措置を示唆しており、貿易摩擦を巡る先行き不透明感は当分晴れそうにない。中国側も、米国発の輸入車や農産物に対して税関の検査を厳しく、かつ長時間行なうなど意図的な遅延行為を行なっている模様で、顧客への納入が遅れるなどの事態が発生しているとのことである。また、米国人の中国での就労ビザが下りにくくなっているとの報道もあり、現地法人の人事に影響を与えている模様である。関税などの数字には現れない、見えない貿易戦争の一端と言える。今後両国間の摩擦がエスカレートすれば、米国製品の不買運動などに発展する可能性も十分にある。中国当局による人民元安誘導や、米国債の売却なども、究極的な選択肢になりうる。貿易摩擦を巡る先行き不透明感や、実際に関税が発動された場合の悪影響を緩和するためにも、金融引き締めを部分的な緩和や、個人・法人減税、インフラ開発投資の再開など、今後中国政府は追加的な景気支援策を打ち出していくと予想する。（担当：久保）

2018年末にかけての原油相場動向

足元のWTI原油価格は再び70ドル/バレル超へ

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、OPEC（石油輸出国機構）と非OPEC主要産油国との協調減産延長合意（2018年末まで）や、米国のイラン核合意離脱に伴うイランへの経済制裁再開等、供給面での懸念から、5月には70ドル/バレルを超えた。その後は、OPEC等の減産緩和（増産）期待から一時65ドル/バレル近辺まで低下したが、6月22日のOPEC総会や、米国によるイランの原油輸入停止の各国への要請等を受け、再び70ドル/バレルを超えて推移している（6月29日時点74ドル/バレル、図表1）。



(出所)ファクトセット、Baker Hughes

OPECの産油量は減少傾向で推移

6月12日に発表されたOPEC月報によると、加盟国14カ国の5月の生産量は概ね2017年11月の協調減産合意の枠内で推移しており、全体としては、減産目標に対し達成率+152%と、大きく目標を上回っている（図表2）。従来から全体の減産目標遵守に向けて大幅減産を行ってきたサウジアラビアや、経済危機により産油量が減少しているベネズエラの影響が大きい。

特にベネズエラでは、5月20日の大統領選挙におけるマドゥーロ氏の再選を受け、米国が民主的な選挙ではないとの理由で経済制裁を強化しており、産油量の回復が見込めない状況にある。米国はまた、5月8日にイラン核合意からの離脱を宣言、同国への経済制裁を復活させた。制裁には、イランと取引のある企業は米企業と取引が禁止されるといった内容も含まれており、イラン原油の主な輸出先であるアジアや欧州諸国は、猶予期間（内容に応じ90日間、180日間）内でイラン産原油の輸入を漸減させていくと見込まれている（図表3）。

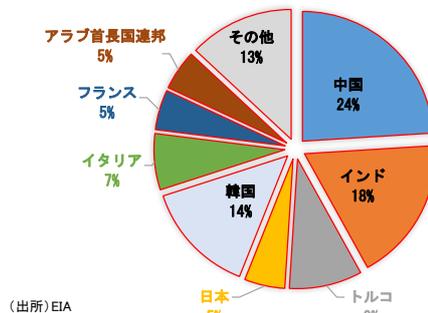
もともと、中国は米国のイラン産原油の輸入停止要請を拒否する姿勢を打ち出していることに加え、日本や欧州も適用除外を求める動きを見せている。2012年のイランへの経済制裁では、同国の産油量は日量100万バレル減少したが、今回は日量100万バレルを超えないレベルにとどまると予想する。

(図表2) OPEC原油生産枠の5月の遵守状況

加盟国	2016年10月 参照生産水準	減産目標	18年5月 生産量	18年5月 減産実績
アルジェリア	1,089	-50	1,031	-58
アンゴラ	1,751	-78	1,525	-226
エクアドル	548	-26	519	-29
赤道ギニア*4	-	-	130	-
ガボン	202	-9	189	-13
イラン*2	3,707	90	3,829	122
イラク	4,561	-210	4,455	-106
クウェート	2,838	-131	2,701	-137
リビア*1	528	-	955	-
ナイジェリア*1	1,628	-	1,711	-
カタール	648	-30	585	-63
サウジアラビア	10,544	-486	9,987	-557
UAE	3,013	-139	2,865	-148
ベネズエラ	2,067	-95	1,392	-675
計*3	33,124	-1,164	31,874	-1,890

(出所) OPECの2016年11月30日付プレス資料、2018年6月報より明治安田生命作成
 *1 ナイジェリアとリビアは適用除外。当該2国の数値は、プレス資料に未記載のため、2016年10月生産量(OPEC月報、外部機関による調査数値)を記載
 *2 イランの2016年10月数値は外部報道機関による推計
 *3 表中の各国数値を単純計算
 *4 2017年6月に新加盟

(図表3) 2017年イラン石油輸出先



(出所) EIA

6月のOPEC総会では協調減産緩和を決定

こうした状況下、OPECと非OPEC主要産油国は、6月22日のOPEC総会で協調減産の緩和を決定した。これにより、サウジアラビア等の協調減産緩和派とイラン・ベネズエラ等の反対派の対立で、

協調減産という枠組み自体が消失する最悪の事態は回避された形となった。ただし、OPEC と非 OPEC 主要産油国の減産順守率を 100% に戻すことが合意された一方で、サウジアラビアやロシアが要求していた日量 100 万バレル程度の増産など、具体的な減産緩和幅や、各国への割当量は明示されなかった。OPEC と非 OPEC 主要産油国のなかで、大きな生産余力を持っているのはサウジアラビアのみとみられるが、過度な増産はイラン等の緩和反対派や増産余力のない国からの反感を買い、協調減産の枠組みの崩壊を招きかねないことから、サウジがどの程度生産を拡大するかは、不透明な部分も残る。

米国シェールオイルの生産拡大は継続

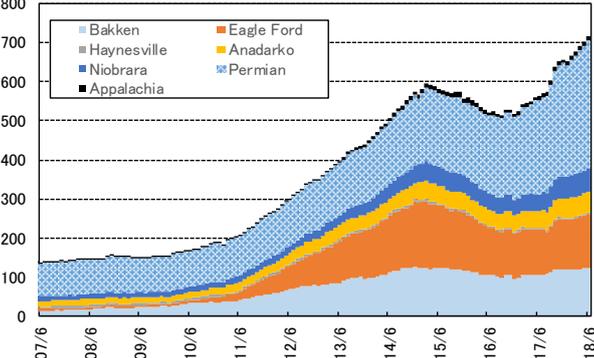
米国のシェールオイルの生産動向を見ると、足元でリグ稼働数の増加ペースはやや鈍化しているものの(前掲図表 1)、生産技術の向上により、既存の油井の産油効率が高まっていることで、増産ペースは加速している(図表 4)。技術開発やコスト削減により、米シェールオイル企業の採算ラインは徐々に下がっており、引き続き投資が促されるとみられている。米エネルギー情報局(EIA)の6月の掘削レポートによれば、シェールオイルの主要生産地域の生産に直結する「完成した油井数(Completed)」は2017年3月以降、対前年比+40%前後で推移しているほか、「完成間もなくの油井数(Drilled but Uncompleted: DUC)」も、足元で伸び幅はやや鈍化しつつあるものの、同+20%程度を維持している(図表 5)。同様に、掘削段階に当たるリグ稼働数(Drilled)も、対前年比で2倍以上の伸びを示していた2017年前半からは大きく伸び幅を縮小させているものの、二桁の伸びを維持しており、現状の原油価格水準では、米国シェールオイルの増産傾向はしばらく続くと見込まれる。

原油価格は秋口以降ボックス圏内で推移へ

世界の石油需要見通しについては、EIA、国際エネルギー機関(IEA)、OPECのいずれの予測でも、堅調な経済成長を続けることが予想される中国、インド、米国を中心に需要拡大が続くと見込まれている(図表6)。また、EIAの6月レポートを見ると、世界原油需給は、2018年4月以降は基本的に供給過剰状態で推移するとみられている(図表7)。

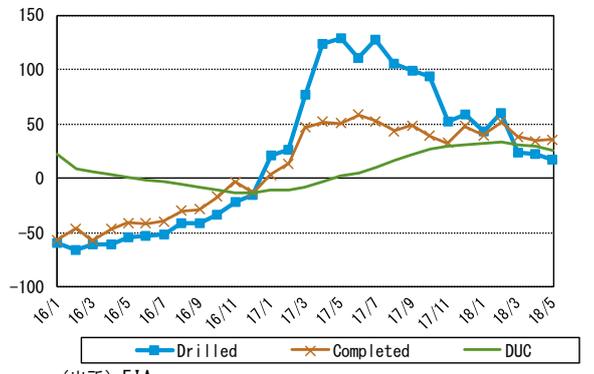
今後については、世界原油需要が増加傾向で推移すると見込まれるなか、OPEC と非 OPEC 主要産油国の協調減産の継続と、イラン・ベネズエラの産油量の減少が原油価格を下支えするとみる。こ

(図表4)主要地区別米国のシェールオイル生産の推移



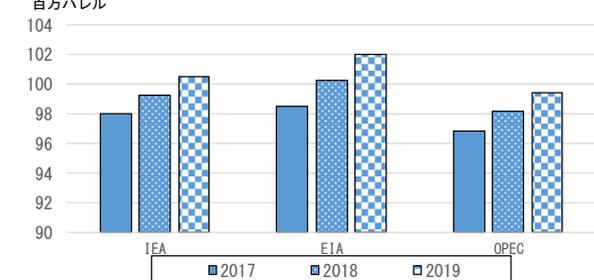
(出所)米国エネルギー省、トムソン・ロイターより明治安田生命作成

(図表5)米国シェールオイルの油井開発の動向(前年比)



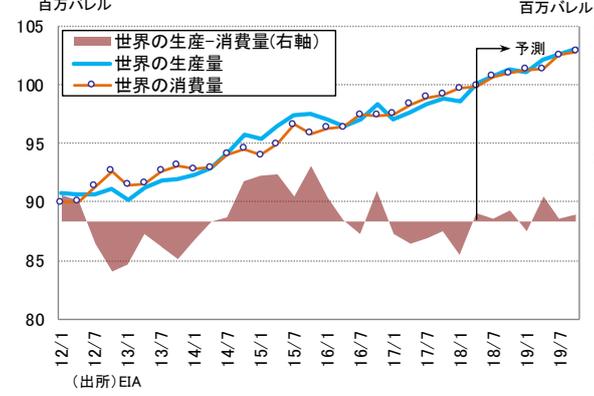
(出所) EIA

(図表6)世界原油需要見通し



(出所) IEA, EIA, OPEC

(図表7)世界の原油消費量と生産量(四半期ベース)



(出所) EIA

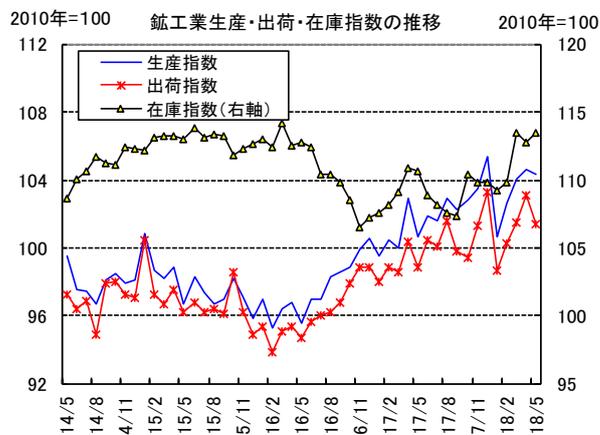
のため、需要期であるドライブシーズン後半（夏場）までは70～75ドル/バレルを中心とする高値圏で推移するとみている。その後は、米国のシェールオイル生産拡大の動きと、サウジアラビアやロシアの増産の動きが徐々に意識されるとみられ、秋口以降の原油価格は、60～70ドル/バレルのボックス圏での推移に落ち着くと予想する。（担当：西山）

主要経済指標レビュー (6/25~7/6)

《日本》

○ 5月鉱工業生産指数 (6月29日)

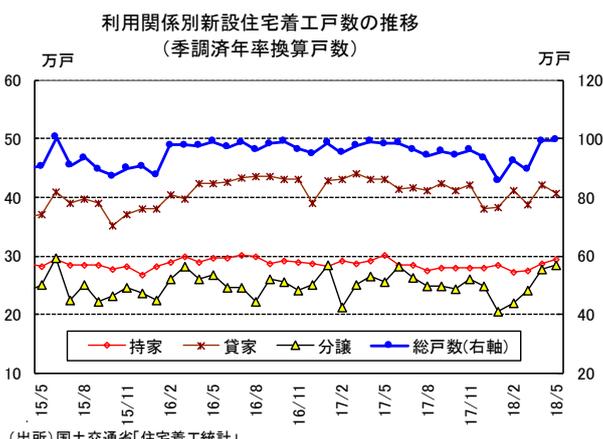
5月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲0.2%と、4ヵ月ぶりのマイナスとなった。製造工業生産予測調査では、6、7月とも小幅な増産が続く見通しだが、6月の経産省の補正予測値ではマイナスとなるなど、目先の鉱工業生産が一進一退となる可能性が示されている。企業にとって貿易戦争への懸念がマインド面での重しになっているが、中国の自動車関税引き下げなども背景に、鉱工業生産は、堅調な海外需要にけん引される形で、今後も均せば緩やかな回復が続くと予想する。内需に関しては、個人消費の力強い伸びは見込みづらいが、更新維持・省力化投資や研究開発投資を中心とする設備投資の回復が生産の伸びにある程度寄与するとみている。



(出所)経産省「鉱工業生産統計」

○ 5月新設住宅着工戸数 (6月29日)

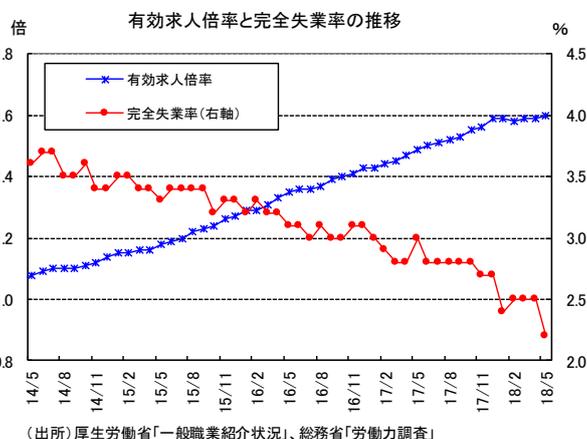
5月の新設住宅着工件数(季調値)は前月比+0.4%と、2ヵ月連続のプラスとなったものの、4月の同+10.9%という高い伸びからは鈍化した。利用関係別では、分譲は同+2.4%と4ヵ月連続のプラス、持家は同+2.7%と3ヵ月連続のプラス、貸家は同▲3.4%と2ヵ月ぶりのマイナスとなった。今後については、住宅支援策や低金利環境が引き続き下支えとなるものの、マンションなどの住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスが続き、貸家着工は減少傾向で推移するとみられる。消費増税前の駆け込み需要も見込まれるものの、住宅着工は均せば鈍化傾向で推移すると予想する。



(出所)国土交通省「住宅着工統計」

○ 5月雇用関連統計 (6月29日)

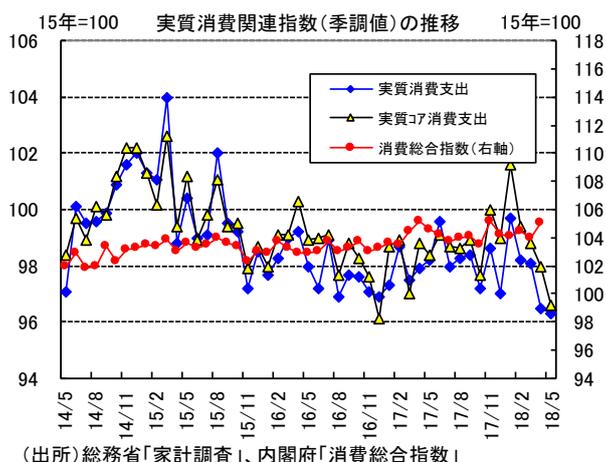
5月の雇用関連統計のうち、完全失業率(季調値)は2.2%と、4ヵ月ぶりに低下(改善)し、前月から0.3%の低下となった。男女別では、男性が2.4%と、こちらも4ヵ月ぶりに低下し、前月から0.4%の低下、女性は2.0%と、2ヵ月連続の低下となった。男女とも労働需給の一段の引き締まりが示される結果となり、女性に関しては2%割れもありうる勢いである。有効求人倍率(季調値)は1.60倍と、求職者数を求人数が上回る状態が続いている。ただ、依然として企業側の採用ニーズは、賃金や社会保険料などの人件費を削減でき、人員調整も容易な非正規や賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っていることから、全職種平均でみた賃金上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



(出所)厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

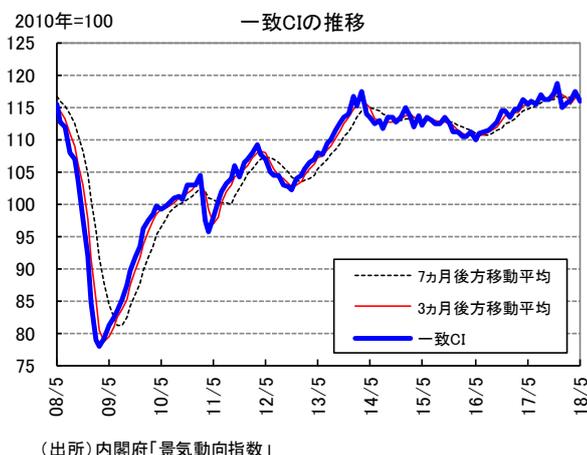
○ 5月家計調査 (7月6日)

5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▲3.9%と、4ヵ月連続のマイナスとなった。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は同+0.2と2ヵ月連続のプラス、実質消費支出は同▲6.1%と2ヵ月ぶりのマイナスとなった。平均消費性向は同▲6.0ポイントとマイナスになっており、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、賃金の高い伸びが見込めないことが引き続き制約要因になるとみられる。足元では原油価格が高値圏で推移していることも、個人消費の抑制要因になる可能性が高く、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。



○ 5月景気動向指数 (7月6日)

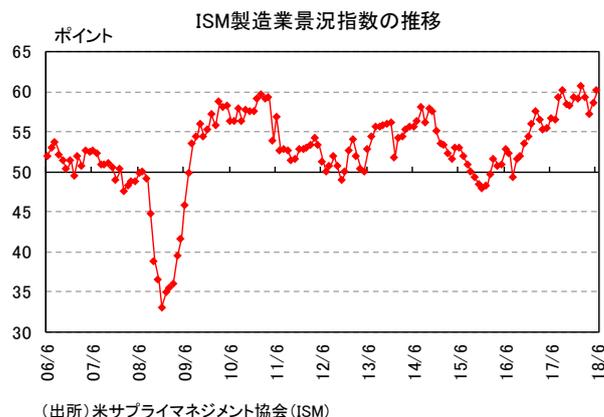
5月の景気動向指数では、一致CIが116.1(前月差▲1.4ポイント)と、4ヵ月ぶりに低下した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」が20ヵ月連続ですえ置かれた。個別系列では、押し上げに寄与したのは商業販売額(卸売業)の1系列だけであり、7系列中6系列がマイナス寄与となった。特に耐久消費財出荷指数や、投資財出荷指数(除輸送機械)のマイナス寄与が大きかった。先行CIは106.9(前月差+0.7ポイント)と、2ヵ月連続で上昇した。今後の国内景気は、米国発の貿易戦争懸念など不安要素は残るものの、堅調な海外景気や、人手不足を背景とした省力化・省人化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



《米 国》

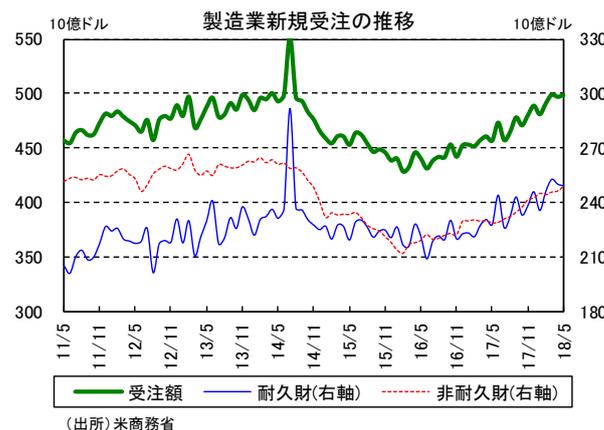
○ 6月ISM製造業景況指数（7月2日）

6月のISM製造業景況指数は60.2と、2ヵ月連続で上昇した。構成項目別に見ると、リードタイムが大幅に上昇し全体をけん引した。個別業種のアンケート結果を見ると、需要や景気の好調さに加えて、運送業界における需給ひっ迫の状況や、鉄鋼・アルミニウム関税が生産能力に影響している様子が示されており、こうした状況がリードタイムの押し上げに繋がった模様である。その他の項目では、生産や在庫が前月から上昇する一方、新規受注や雇用が低下したが、いずれも小さな動きにとどまった。生産活動の拡大を報告したのは18業種中17業種にのぼり、残り1業種も前月から横ばいと、幅広い業種で業況が改善している様子がうかがえる。貿易摩擦への懸念が高まってはいるものの、企業マインドは堅調に推移しており、米国景気は回復基調が続くと予想する。



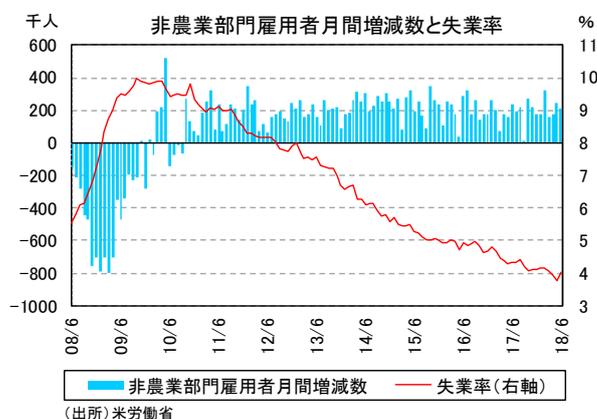
○ 5月製造業新規受注（7月3日）

5月の製造業新規受注は前月比+0.4%と2ヵ月ぶりに増加した。変動の激しい輸送機器を除いたベースでも同+0.7%と、11ヵ月連続の増加となった。財別に内訳を見ると、耐久財は同▲0.4%と、自動車が大きく減少した結果、2ヵ月連続のマイナスとなった。5月の自動車生産が減少したように、自動車部品供給業者の火災が影響した可能性がある。一方で非耐久財は同+1.1%と、3ヵ月連続で増加した。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）は同+0.3%と2ヵ月連続で増加した。貿易摩擦への警戒感などが下押し圧力になっていると考えられるものの、企業業績の改善やトランプ政権の拡張的な財政政策の効果などが下支えとなり、製造業新規受注は増加基調が続くと予想する。



○ 6月雇用統計（7月6日）

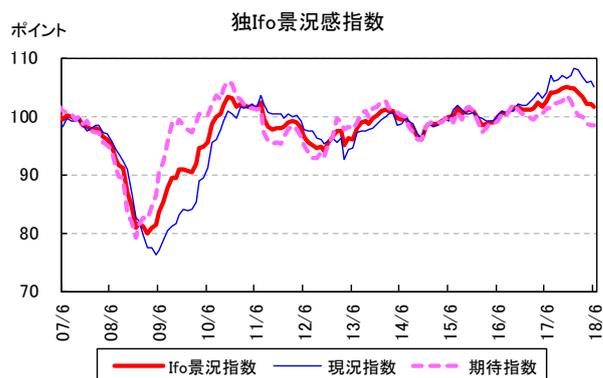
6月の非農業部門雇用者数は前月比+21.3万人と、市場予想（同+19.5万人）を上回り、2ヵ月連続で20万人を超える増加幅となった。前月5月の伸びは同+24.4万人と、同+22.3万人から上方修正されたほか、4月も同+17.5万人と、同+15.9万人から上方修正された。3ヵ月移動平均で見ても同+21.1万人と、20万人を2ヵ月ぶりに上回り、雇用環境が堅調に推移している様子を示した。失業率は4.0%と、5月の3.8%からは悪化したものの、依然低水準で推移している。時間当たり賃金の伸びは前年比+2.7%と5月から横ばいにとどまり、ここ数年見られたレンジ内での推移から脱してはいない。6月の雇用統計は、FRBの緩やかな利上げを後押しする内容だったと考える。



《 欧 州 》

○ 6月ドイツIfo景況感指数 (6月25日)

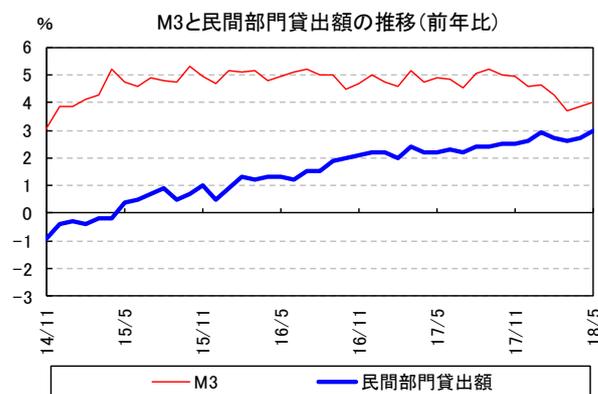
6月のドイツIfo景況感指数は101.8と2ヵ月ぶりに低下した。内訳を見ると、期待指数は98.6と前月から横ばいとなったものの、現況指数が106.1→105.1と2ヵ月ぶりに低下した。産業別では、製造業が24.1→23.8、サービス業が27.1→25.9、小売・卸売業が14.5→11.3、建設業が20.4→19.4と軒並み悪化した。足元では、米国とEUの間で、自動車の関税を相互に撤廃するとの米国政府高官の提案を受け、米欧間の貿易摩擦への懸念はやや後退しつつあるとみられる。また、ドイツでは堅調な雇用環境を背景に内需の回復も期待できることから、ドイツ景気は今後持ち直しに向かうと予想する。



(出所)Ifo経済研究所

○ 5月ユーロ圏マネーサプライ (6月27日)

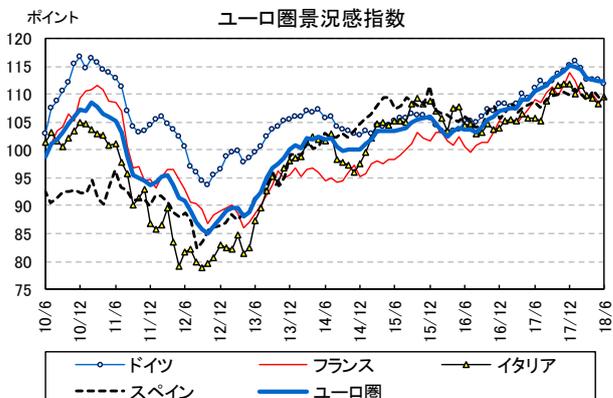
5月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+4.0%と、2ヵ月連続で伸び幅が拡大した。民間向け貸出額も同+3.0%と、2ヵ月連続で伸び幅が拡大した。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同+3.0%→+3.1%、非金融企業向けは同+2.3%→+2.7%と、それぞれ伸び幅が拡大した。ECB(欧州中央銀行)は6月の理事会で、資産購入策を2018年末で終了することを決定した。ただ、現行の政策金利は少なくとも2019年夏の間まではすえ置かれるとともに、購入した資産の再投資について期限は言及されておらず、ユーロ圏の金融環境は、依然緩和的な状態が続くとみられる。貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、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

○ 6月ユーロ圏景況感指数 (6月28日)

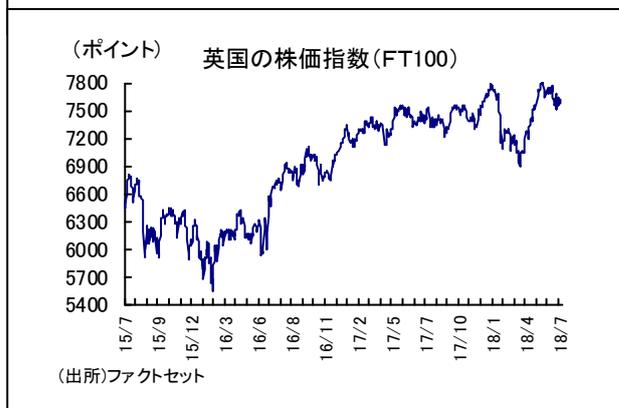
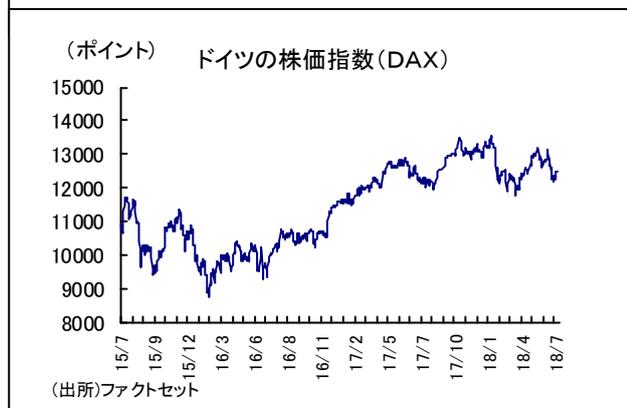
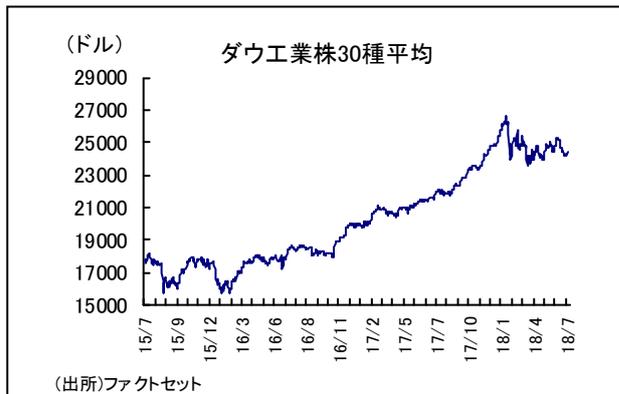
6月のユーロ圏景況感指数は112.3と、6ヵ月連続で前月から低下した。構成項目別に見ると、小売業景況感(0.7→0.8)のみ改善、鉱工業景況感(6.9→6.9)、サービス業景況感(14.4→14.4)は横ばい、消費者信頼感(0.2→▲0.5)、建設業景況感(7.1→5.6)が悪化した。主要国別では、フランス(108.6→109.6)、イタリア(108.4→109.6)は改善、スペイン(109.4→109.4)は横ばい、ドイツ(112.7→111.9)は悪化した。足元では、米国とEUの間で、自動車の関税を相互に撤廃するとの米国政府高官の提案を受け、米欧間の貿易摩擦への懸念はやや後退しつつあるとみられる。また、ドイツを中心に雇用環境は改善が続いていることから、ユーロ圏景気は緩やかな持ち直しに向かうと予想する。



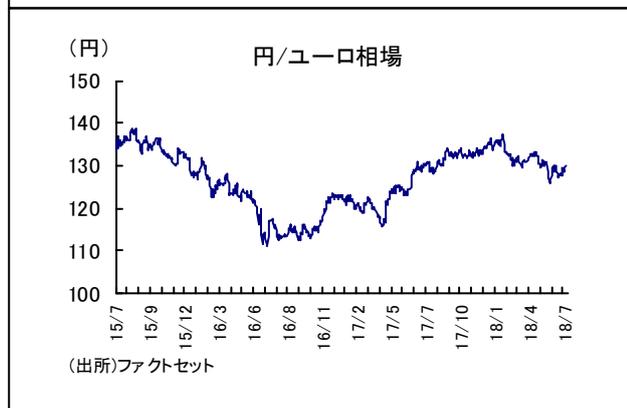
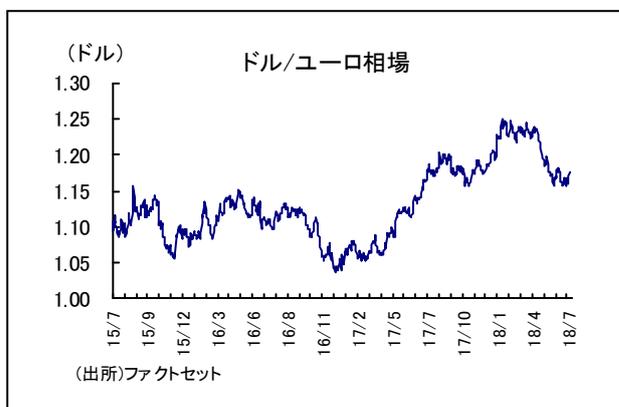
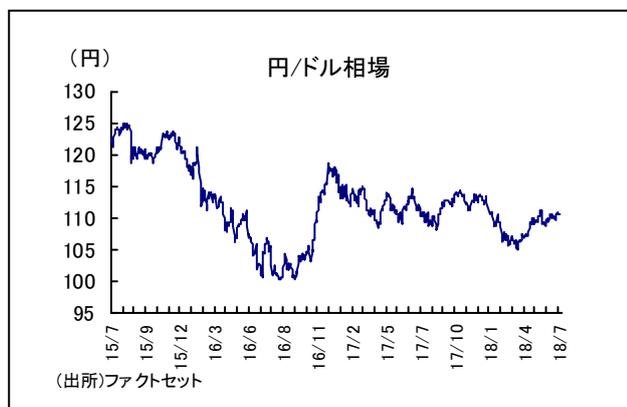
(出所) 欧州委員会

日米欧マーケットの動向 (2018年7月9日現在)

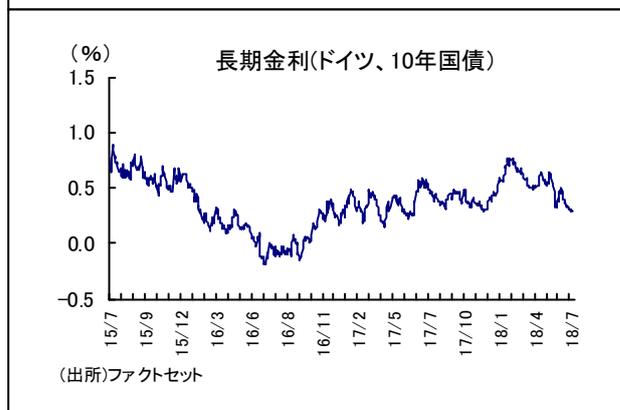
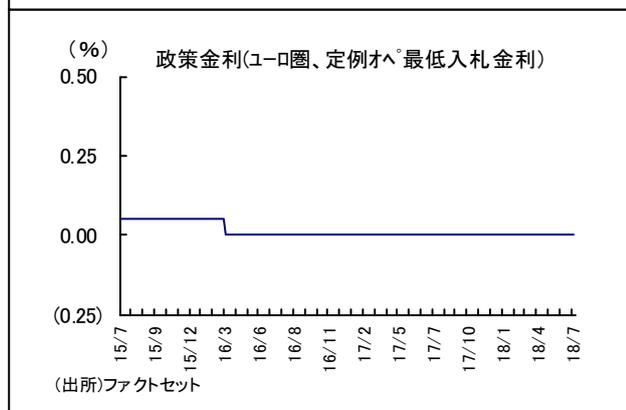
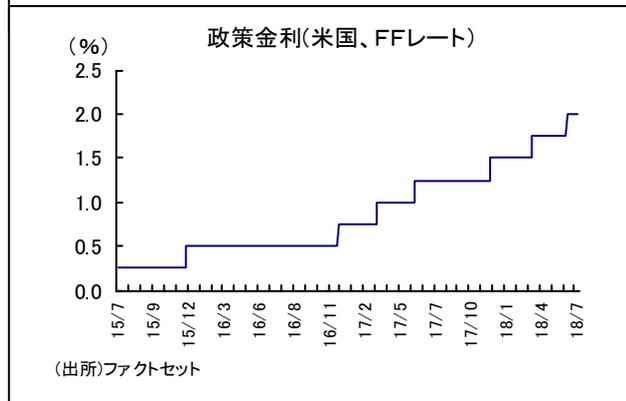
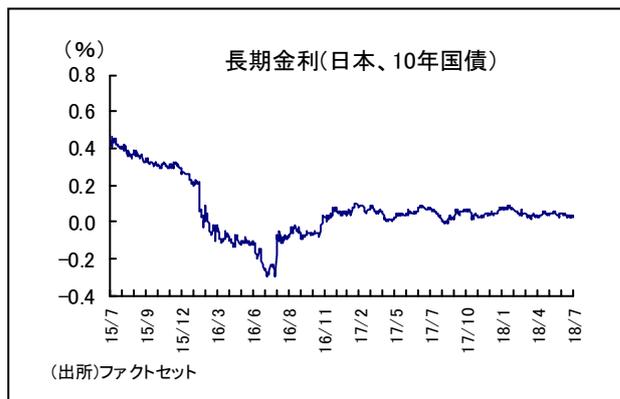
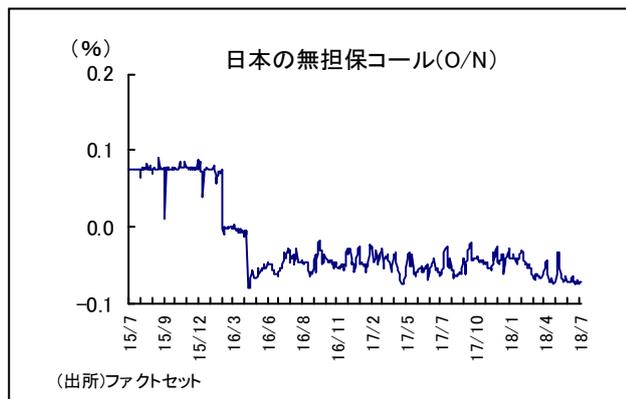
▽各国の株価動向



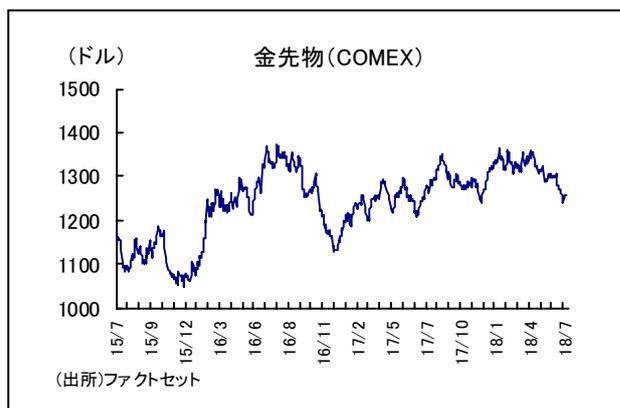
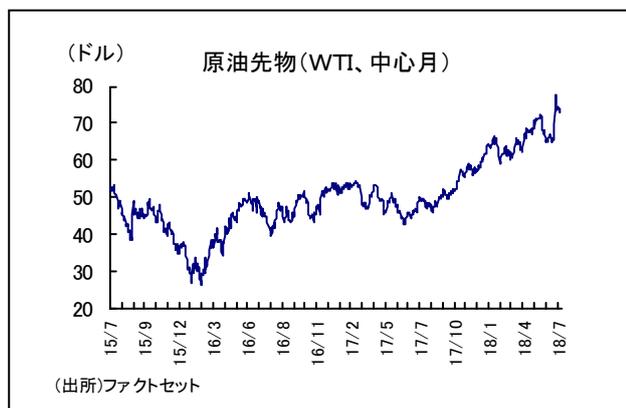
▽外為市場の動向



▽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、木下裕太郎