



## 〈フォーカス〉とどまるところを知らないトランプ劇場

トランプ大統領の対中貿易赤字の削減要求は、軍事面まで含めたより広い意味での覇権争い、特にハイテク分野の「中国製造 2025」の妨害が主目的で、交渉事を有利に運ぶための一種の方便であると見ていたが、どうやらそうでもないようだ。氏は貿易赤字＝「悪」と心の底から信じているらしい。今更トランプ大統領に経済理論を説いても仕方がないが、振り回される世界はたまらない。

もちろん、支持層の貿易赤字問題への関心がきわめて高いという事情もあるだろう。コアな支持層を失うのはトランプ氏にとって命取りであり、まして赤字削減は大統領選当時から公約でもある。自由貿易支持のはずの共和党も対中政策は別で、この点トランプ大統領をけしかける立場にある。世論の支持率も上昇傾向にあり、トランプ氏はこの路線で間違いないとの自信を深めているのかもしれない。

ただ、演目としての「対中貿易戦争」はそろそろ終演(幕間?)が近いかもしれない。トランプ氏はすでに、制裁関税の対象を2千億ドルまで拡大しているが、パブリックコメントの募集期間も終わらないうちに、早くも全輸入品に相当する5千億ドルまで拡大する可能性に言及し始めている。さすがにここまで来ると、現実味が薄れてきた印象は否めず、本来であれば、相手が本気度を信じないと交渉の材料にならないところ、逆にブラフとの印象を強める結果となっている。

トランプ支持者は、今でこそ高関税発言に喝采を送っているかもしれないが、それを払うのは、ほかでもない米国民自身である。高関税の価格転嫁と、サプライチェーンの寸断が同時並行的に進めば、物価上昇と景気失速が同時に起こるスタグフレーションを招く可能性が高く、その兆しが出てくれば世論の風向きは変わる。政権内では、ムニューシン財務長官ら、穏健派の発言力が盛り返すだろう。NY 株価も暴落し、とてもつものではない。高関税で経済が混乱するのは中国も同じだが、中国政府は国民に忍耐を要求することもできる。世論の変化にもろいのは民主主義国家の米国のほうだろう。

無論、中国政府としても政権批判の広がりや社会の不安定化は避けたいところである。中国の半導体の輸入依存度は高く、もとより保護貿易は望むところではない。米中双方に合意へのインセンティブがあり、今のところ中間選挙前に米中間で何らかの合意が成立するというのをメインシナリオに据えている。市場の動きを見ても、本格的な貿易戦争はまだにリスクシナリオの範疇と受け止められているように見える。

驚くべきは、常に自身が世界政治・経済の話題の中心にいるという、トランプ大統領のセルフプロデュース能力である。どこまで意識しているのかは定かではないが、毀誉褒貶にかかわらず、破天荒な言動で世間の耳目を集めること自体が、支持層まで含めた自陣営のエネルギー源になっている。対中貿易戦争を中間選挙まで「トランプ劇場」のメインの演目に据えるのは難しくなりつつあるが、対EU・NATO、返す刀でFRBにも切りつけるなど、まだまだネタには困らないようだ。日本に対するFTAのプレッシャーも今後さらに強まりそうだが、政府はむしろこれを構造改革のテコにするすべを考えるべきだろう。(Kodama wrote)

### 目次

〈フォーカス〉とどまるところを知らないトランプ劇場…………… 1	・主要経済指標レビュー…………… 11
・経済情勢概況…………… 2	・日米欧マーケットの動向…………… 15
・コアCPIの伸びは依然として鈍い…………… 3	
・米中貿易摩擦アップデート ～摩擦は一段と激化…………… 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。

## コア CPI の伸びは依然として鈍い

### エネルギー価格がコア CPI を下支え

全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合物価指数、以下コア CPI）は、2017年以降プラス幅を拡大し、2018年2月には前年比+1.0%に達したが、2018年4、5月は同+0.7%、6月は同+0.8%と、足元の伸びは鈍化傾向にある（図表1）。日銀が公表しているコア指数（除く生鮮・エネルギー）は、2017年4月以降は前年比プラスに転じたものの、2018年2、3月に同+0.5%とピークをつけ、足元では同+0.2%と、1%を下回る推移が続いており、除く生鮮・エネルギーから算出した「物価の基調的な動き」も依然として弱い。

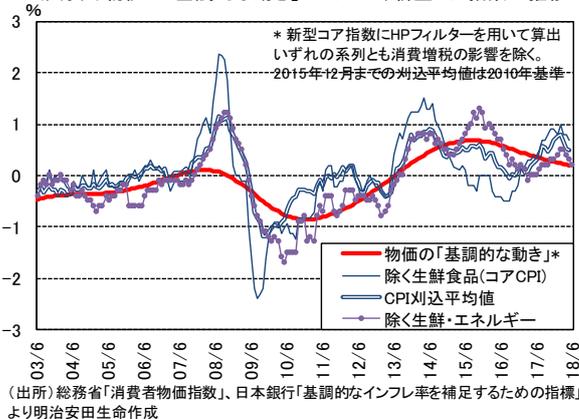
足元のコア CPI のプラス寄与の大部分は、エネルギー価格の上昇によるものである。うち、電気代・ガス代に関しては、原油価格の上昇から数カ月のラグを伴って上昇する傾向があるが（図表2）、原油価格は2017年にいったん伸びが一服するも、2018年以降、再度上昇幅が拡大している。足元ではOPEC総会での協調減産維持の決定や、米国によるイランの原油輸入停止の各国への要請等を受け、WTI原油先物価格は3年7ヵ月ぶりに75ドル/バレルに達するなど、高水準で推移しており、今後もしばらくはコア CPI の押し上げ要因として働くとみている。

### エネルギー以外の物価の基調は弱い

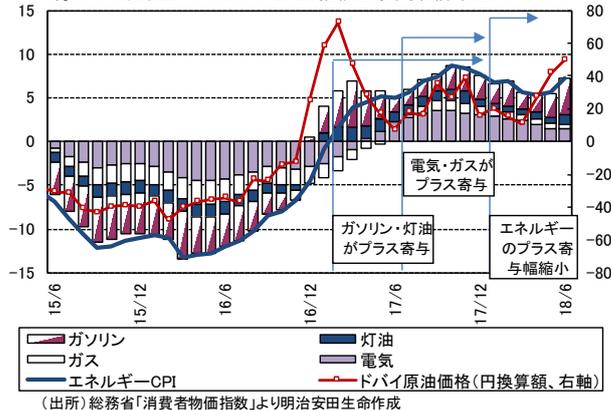
エネルギー以外の項目を見ると、耐久消費財は3月に一時的に伸び幅が拡大したが、4月以降はマイナスに沈んでいる（図表3）。これは、昨年3月に実施された携帯電話機の販売促進のための値下げキャンペーンの反動によるものであり、そうした個別要因を除けば、2016年半ば以降はほぼ前年比マイナスでの推移となっている。消費者物価指数の調査対象523品目（生鮮食品を除く）を、前年比で上昇している品目と下落している品目に分けると、5月の上昇品目数は281品目、下落品目数は178品目で、ともに前月と同水準となった。「上昇品目割合」－「下落品目割合」は19.7%（4月：19.5%）であり、物価上昇が幅広い品目に広がっている様子はない。

為替の影響を見ると、例えば耐久消費財では、為替が円高水準に振れれば、数カ月のラグを伴っ

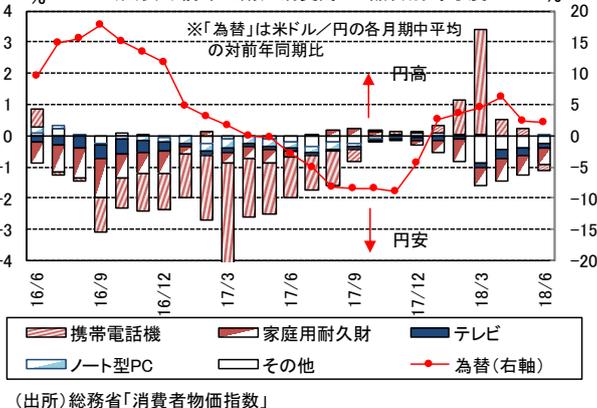
（図表1）物価の「基調的な動き」とコアCPI、新型コア指数の推移



（図表2）エネルギーCPIの推移と寄与度（前年比）



（図表3）前年比耐久消費財CPI品目別寄与度



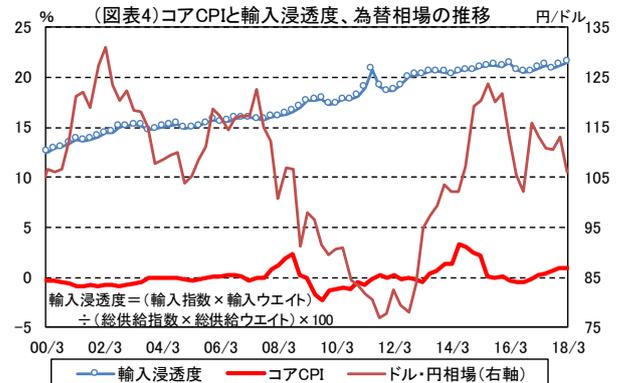
て物価は下落し、円安水準に振れれば、同様に数ヵ月のラグを伴って物価は上昇するという傾向が見て取れる（前掲図表3）。国内で供給されている鉱工業製品の輸入品の割合を総供給で除して算出した輸入浸透度は、2008年以降上昇傾向で推移しており、従前に比べ為替感応度が高まっている要因になっていると考えられる（図表4）。Apple社のiPhoneをはじめとする海外製スマートフォンの輸入の増加のほか、日系企業の生産拠点の海外移転の増加といった構造的な要因も考えられる。

今後の為替動向については、米中貿易摩擦や中国の景気減速懸念などの海外のリスク要因により、円高圧力が高まる場面も想定されるものの、日米の金融政策の方向性の違いによる金利差の拡大を背景に、為替相場は基本的に円安方向に振れやすい地合いにあると考えられ、コアCPIを緩やかに押し上げるとみている。なお、米国の保護的な通商政策による物価への影響は今のところ特段ないともっているが、アジア地域のサプライチェーンの最終過程に位置する中国から米国への輸出が減少すれば、部品生産国である日本の製品価格に影響を及ぼす可能性はある。また、7月末に予定されている日米貿易協議の動向にも留意する必要がある。

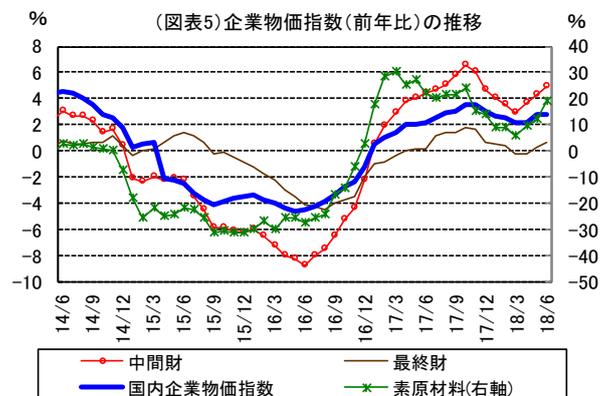
**価格転嫁に踏み切れない企業**

企業物価動向に目を向けてみると、企業物価指数は2017年1月以降、前年比+2.0%～+3.0%程度で推移している（図表5）。背景には、原油価格の上昇があり、2018年6月の数字を見ると、石油・石炭製品が前年比+23.4%（寄与度：+1.35%）と高い伸びとなっているほか、電力・都市ガス・水道や化学製品も上昇に寄与している。ただ、企業物価指数の需要段階別指数を見ると、素原材料は前年比+18.8%、中間財は同+5.0%、最終財は同+0.6%となっており、消費者に近い「川下」に行くほど伸びが縮小している。最終財は1973年から1975年にかけて二桁台の高い伸びを示して以降、一桁台やマイナスの伸びが続いており、「川上」の物価上昇によるコスト増を川下の企業が吸収している形が継続しているが、足元ではゼロ%付近の、狭い範囲での推移となっている。

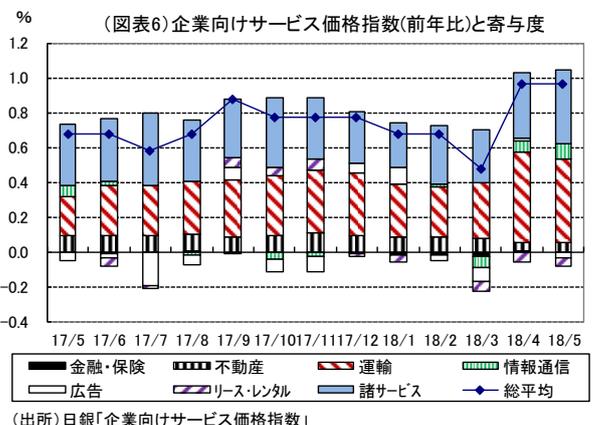
また、企業向けサービス価格指数については、4、5月は前年比+1.0%と、2015年3月以来の1%台と、足元で高い伸びを示している（図表6）。牽引役になっているのは、運輸・郵便と諸サービスで、原油高による輸送コストの増加や、専門性の高い職種、労働条件の厳しい職種における人手不足の影響が表れている。ただ、消費者物価指数のなかのサービス価格を区別別に見ると、公共サービス、一般



（出所）総務省「消費者物価指数」、経済産業省「鉱工業総供給表」、日本銀行



（出所）日銀「企業物価指数」

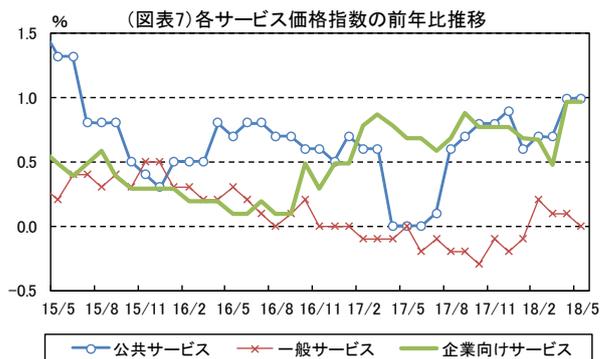


（出所）日銀「企業向けサービス価格指数」

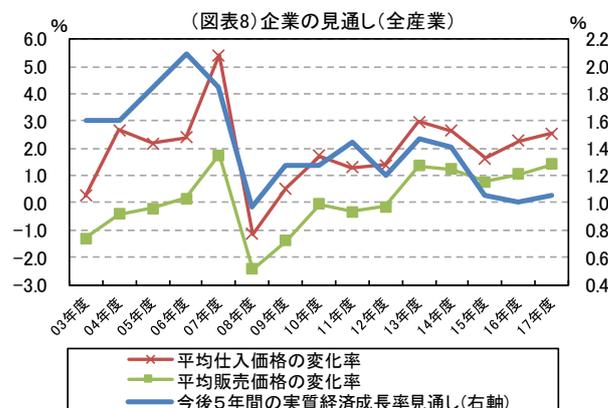
サービスの順に伸びが高くなっており（図表7）、公的部門については人手不足や原油高によるコスト増の消費者への転嫁が相対的には進んでいるとみられるが、民間部門に対しては公共部門と比較して価格転嫁がまだまだ進んでいないと考えられる。

企業物価の最終財や、一般サービス価格の伸び悩みの背景としては、根強いデフレマインドがあると考える。2017年度の企業行動に関するアンケート調査結果によると、企業が見込む1年後の販売価格の変化率が+1.4%であるのに対して、仕入れ価格は+2.4%と、同項目の調査を開始した2003年度以降、販売価格が仕入れ価格を1~3%程度下回る水準での回答が続いている（図表8）。コアCPIが小幅ながらも前年比プラスで推移している現在、日本経済はもはや「デフレ的状况」ではなくなっているのは確かである。需給ギャップを見ても、日銀の公表値によれば、2016年10-12月期以降プラスに転じ、2018年4-6月期は1.71まで拡大しているが、そのようななかでも、足元の物価上昇ペースは鈍い。7月のQUICK短観での「物価が上がりにくくなっている最も大きな要因は何か」という問いに対し、「消費者の根強いデフレ心理」と回答した企業が56%、「賃金の伸び悩み」と回答した企業が37%にのぼり、デフレマインドが払拭されないなかでの企業の慎重姿勢が、物価上昇サイクルの形成を妨げているのが現状である。2018年春闘の最終集計結果を見ても、賃上げ率は2.07%で、昨年度を0.09ポイント上回るにとどまっており、賃金面からの物価上昇圧力は依然限定的である。

6月調査の日銀短観における全規模・全産業の物価全般の見通しは、3年後、5年後ともに前年比+1.1%となっており、いずれも前回から変わっていない（図表9）。規模別に見ると、中小企業は販売価格の上昇を比較的高く見込んでいるのに対し、大企業の見通しは低い伸びにとどまっている。特に大企業製造業においては、3年、5年後と時間が経過するごとに販売価格が低下するという見通しを維持している。人手不足等のコスト増加の影響は、相対的に経営体力の劣る中小企業でより深刻だと考



(出所) 総務省「消費者物価指数」、日銀「企業向けサービス価格指数」



(出所) 企業行動に関するアンケート調査

(図表9) 企業の物価見通し（6月調査日銀短観）

		販売価格の見通しの平均		物価全般の見通しの平均		
		変化幅		変化幅		
全規模合計	全産業	1年後	0.7	0.0	0.9	0.1
		3年後	1.2	0.0	1.1	0.0
		5年後	1.5	0.1	1.1	0.0
大企業	製造業	1年後	0.3	0.1	0.6	0.0
		3年後	-0.1	0.1	0.8	▲0.1
		5年後	-0.2	0.2	0.8	▲0.1
	非製造業	1年後	0.6	0.1	0.6	0.0
		3年後	1.1	0.1	0.8	▲0.1
		5年後	1.1	0.0	0.8	0.0
中小企業	製造業	1年後	1.1	0.2	1.0	0.0
		3年後	1.5	0.1	1.2	0.0
		5年後	1.8	0.2	1.3	0.0
	非製造業	1年後	0.8	0.0	1.0	0.1
		3年後	1.6	▲0.1	1.2	0.0
		5年後	2.1	0.0	1.3	0.0

(出所) 日銀短観

(図表10) コアCPI見通し

	展望レポート※1		見直し想定	各社予測※2
	1月	4月		
2018年度	1.3~1.6% <1.4%>	1.2~1.3% <1.3%>	1.0%程度	0.9%
2019年度	2.0~2.5% <2.3%>	2.0~2.3% <2.3%>	1%台半ば	1.4%
2020年度	-	2.0~2.3% <2.3%>	?	1.4%

※1 <>内は政策委員見通しの中央値

※2 ESPフォーキャスト7月調査の中央値

(出所) 展望レポート、日経新聞、ESPフォーキャスト調査より明治安田生命作成

えられるが、大企業において販売価格の上昇を見込まない限りは、物価全般の上昇期待は高まりにくいとみられる。

### 日銀は2019年度の物価見通しを下方修正する方向

日経新聞の報道によると、日銀は展望レポートのなかで明記している2019年度の物価見通しを、7月30、31日に開く金融政策決定会合において下方修正する方向とのことである（図表10）。従前の日銀予想は民間エコノミストの予想を大きく上回る水準であり、弊社も経済見通しで、2018年度のコアCPIを前年比+0.9%、2019年度を同+1.3%と予想していたなかでは、従前よりも現実的な数字に落ち着くのではないかという認識だ。また、日銀は6月18日に「インターネット通販の拡大が物価に与える影響」というレポートを公表した。そこでは、インターネット購買比率の上昇は、既存の小売企業との競合関係が強まっている財を中心に物価を下押しする効果を持つことが確認されたとし、総合除く生鮮食品・エネルギーに対しては前年比▲0.1～▲0.2%ポイント程度の押し下げ効果を持つとの結果が得られたと説明している。展望レポートで想定されている予想値の引き下げ幅をカバーできるほどではないが、シェアリングサービスの拡大など、消費活動の変化が今後も消費者物価指数の下押し要因となる可能性はあるだろう。

今後のコアCPIは、当面は2018年初以降の原油高の影響により、エネルギー価格が押し上げ方向に寄与することで、2018年末ごろには前年比+1%程度でピークをつけるとみており、引き続き日銀の目標である2%を下回って推移しよう。コアCPIは、2018年度通年で前年比+0.9%、2019年度通年では同+1.3%（消費増税の影響：+0.6%を含む）という予想を維持する。（担当：柳田）

米中貿易摩擦アップデート ～摩擦は一段と激化

2,000億ドルの追加関税リスト

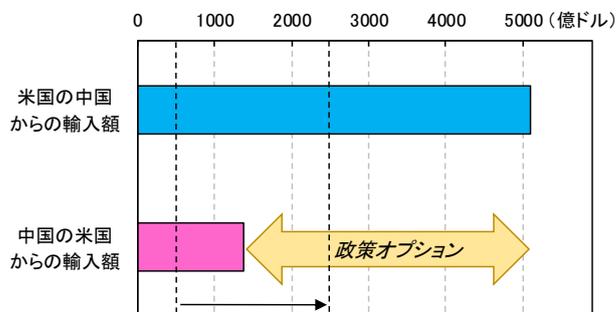
日本時間の7月11日、米国が追加で2,000億ドル相当の対中輸入関税リストを準備しているとの報道が流れた。規模としては、現在発動されている、もしくは発動が予定されている500億ドルの4倍であり、課税ベースの拡大という観点では、中国は追随できなくなる(図表1)。そのため、今後中国が行なう報復は、①現在米国から輸入している1,300億ドル相当の輸入品の関税を引き上げ、税率を米国より高く設定する、②中国内の米国製品に対し、政府主導で不買運動を展開する、といったものが想定しうる。究極的には米国債の売却や人民元の元安誘導なども選択肢となりうるが、国際金融市場の混乱を招く可能性が高く、「身勝手な米国に振り回される被害者」という立場を手放すことになると考えると、そこまで至る可能性は低いとみる。

ただ、今回の米国による2,000億ドルの対中輸入品関税の拡大は、トランプ大統領としても相応にリスクを取った行動とみられる。米国の中国からの輸入品を産業段階別に分けると、原材料、半製品、部品がおよそ1,200億ドルである。2,000億ドルの関税リストを作成するには、最低でも800億ドルは資本財や消費財などの関税も引き上げる必要が出てくる(図表2)。資本財のなかには、これまで米政府が意図的にリストから外してきた携帯電話や、ホームセンターなどで販売されるDIY関連の財も含まれる。米国が2,000億ドル相当の輸入品の関税を引き上げるには、消費者物価の上昇に直結する品目にも手をつけざるを得ない。なお、今回の関税リストからは、スマートフォンやパソコンは再び外されたとのことだが、報復関税がエスカレートしていけば、最終的にはそこにも手をつけざるをえなくなるだろう。米国民としても、中国との不公正な貿易取引(知的財産の侵害や技術移転の契約)の是正には賛同しやすいとみられるが、実際に自分達が直面する財の価格が上がることには、不満が出るのではないだろうか。そういった意味でも、今回の2,000億ドルの関税引き上げは、国民の不満を甘受しつつも中国を叩く、というトランプ政権の本気度を内外に示すものと受け取れる。

下落を続ける人民元

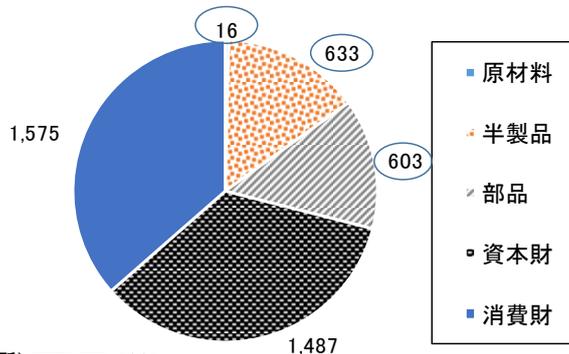
米中両国とも相手に弱みを見せまいとするなか、政治的には落とすところを探ることは困難である。また、景気についても、米中両国ともに今のところ目立った減速感は見られない。米国景気は元々堅調だったところに2017年末に成立した減税も加わり、潜在成長率を大きく上回るペースで回復が続いている。また、中国景気についても、政府による住宅建設促進策や、

(図表1)米中貿易額の差



(出所)米センサス局

(図表2)米国の段階別対中輸入品(2016年、億ドル)



(出所)RIETI-TID 2016

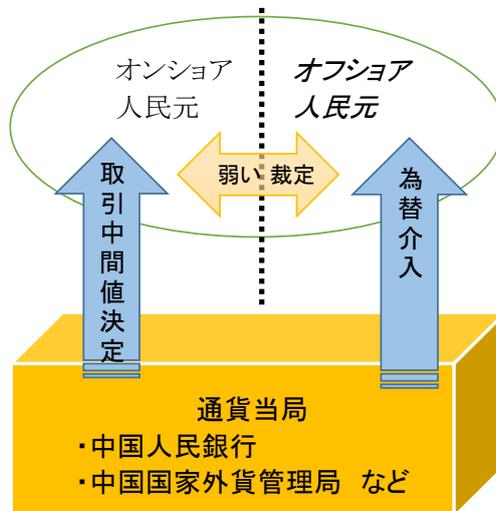
人民銀行による預金準備率の引下げ、一部企業への減税策などを梃子に、景気は安定的に推移している。米中どちらかが景気悪化を理由に音を上げるといふ展開は考えにくい。

ただ、為替市場や株式市場では、貿易摩擦の影響を先取りする形で、ストレスが徐々に高まりつつある。特に人民元については、急速な元安は内外投資家の資本逃避懸念につながりやすいだけに、中国当局も注視しているところである。人民元市場はオンショア、オフショア市場の二つがあり、オンショア人民元のレートは、通貨当局が毎日定める取引中間値の上下2%以内（米ドルの場合）で取引ができる。裏を返せば、通貨当局は取引中間値を操作することで、オンショア人民元のレートを制御できる。一方、オフショア人民元のレートは自由市場であり、中国は外貨準備を用いた為替介入により影響力を行使する（図表3）。

6月15日に米中両国が関税賦課の方針を発表して以降、オンショア人民元は市場レート主導で元安方向に推移している（図表4、補論①）。取引中間値は、「通貨当局が前日の市場レートを参考に合理的に決定する」とされているが、究極的には市場の流れを無視して当局の意向で決定しうるものである。ただ、現在のところオンショア市場においては、当局が取引中間値を用いて元安の流れを押しとどめる動きも、逆に加速させる動きも観察されない。

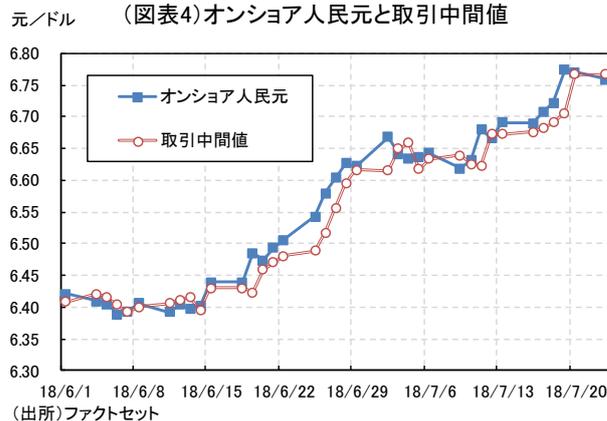
オフショア市場においても、人民元は6月15日の関税引き上げ決定以降、元安方向に推移している。中国当局の為替介入は、外貨準備資産を使いオフショア元を買い占めて流動性をひっ迫させ、短期金利を急騰させることで投機筋の空売りポジションを一掃するショート・スクイーズという手法が一般的に用いられる。オフショア元の翌日物金利を見る限りは、こちらも中国当局が為替介入を行なった形跡は確認できない（図表5、補論②）。また、月次で公表されている外貨準備高も、6月末時点で3.11兆ドルと前月からほぼ同水準で推移していることから、中国は足元で外貨準備を取り崩した形での為替介入はほとんど行なっていないとみられる。中国当局も、資金流出の動向は細かく確認しているとみられるが、元高介入をすること自体が「現状の元安水準は耐えられない」と中国が自白をするに等しく、むしろ投機筋を呼び寄せ元安の動きを勢いづかせるリスクがあるだけに、中国も簡単には動けないとみられる。

（図表3）人民元の価格決定メカニズム



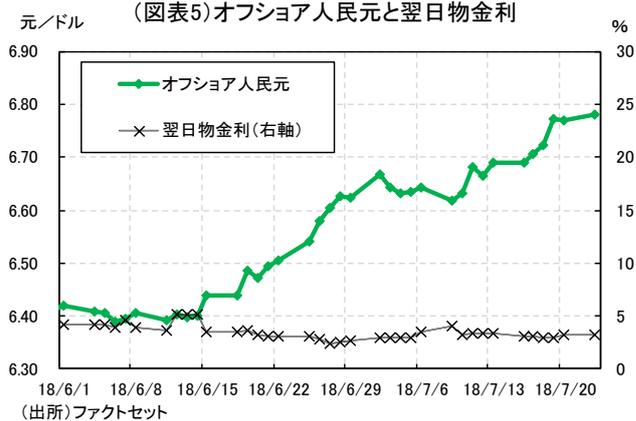
（出所）明治安田生命作成

（図表4）オンショア人民元と取引中間値



（出所）ファクトセット

（図表5）オフショア人民元と翌日物金利



（出所）ファクトセット

中国の対外債務を満期別に見た場合、満期が1年未満の「足が速い資金」の割合が多いことにも注意がいる。2015年半ばから2016年初にかけて人民元が大きく下落した際には、その背後で短期資金が中国から流出していた(図表6)。その後、中国の対外債務は再び短期債務を中心に増加しており、今後米中貿易摩擦が激化するなかでは、こうした短期資金が再度流出し、人民元下落が加速するリスクが煽る。

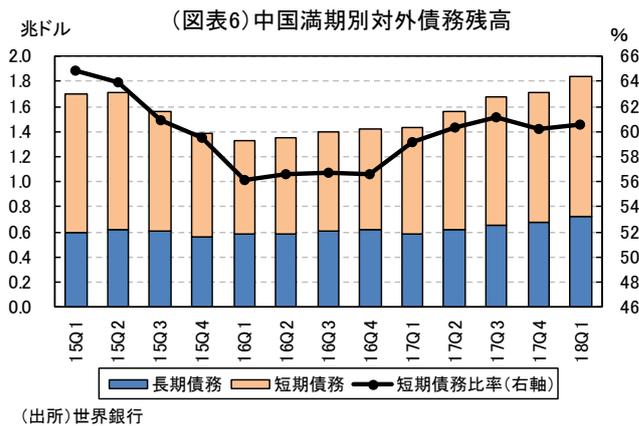
**リスクオフが落としどころとなるリスク**

貿易赤字削減を公約の一つに当選したトランプ大統領にとって、対中関税引き上げは至上命題に近い。「中国叩き」の結果として選挙民に悪影響がおよび、最終的に政権が支持を失うと大統領が判断しない限り、振り上げた拳を下ろす動機は生じない。米国民への悪影響という観点からは、米国の過剰なまでの「中国叩き」が世界的な株安などのリスクオフ相場を招くことが、トランプ大統領にとって矛を取める動機になりうる。

7月20日、トランプ大統領はテレビインタビューで「(対中関税で)総額5,000億ドルに進む用意がある」と述べた。これは2017年の中国からの全輸入額に匹敵し、万一実行されれば、それこそ世界貿易の縮小から世界同時不況につながりかねない政策である。こうした発言の背景には、トランプ大統領が保護主義的な政策を次々と打ち出すなかで、金融市場が「所詮、中間選挙に向けたパフォーマンスに過ぎない」との見方を強めていることがあるとみられる。金融市場の混乱を示すとされるVIX指数は、1月26日、ダボス会議でムニューシン財務長官が「ドル安は短期的には米国の貿易にとって良いこと」と保護主義的な見解を述べたのを皮切りに大きく上昇し、その後も3月に鉄鋼・アルミニウム関税の引き上げを打ち出した際にも、同指数は市場混乱の節目とされる20を上回るなど、相応の反応を見せた(図表7)。

少なくとも当時の金融市場では、トランプ大統領は本気で保護主義政策を行ない、世界景気に多大な影響が及ぶリスクを懸念していたとみられる。ただ、その後各国との貿易摩擦が激化する一方で、市場の反応は徐々に鎮静化し、ハイテク株で構成されるナスダック株価指数などは7月18日に最高

値を更新した。トランプ大統領は貿易関係で中国を筆頭に他国を糾弾しているつもりでも、自身の本気度を改めて内外に示さざるを得ない局面に立たされているとみられる。今回の対中関税の発言以外にも、対EU・対日本との関係では、特に自動車関税の引き上げなどを宣言、ないし実行するリスクが高まっているとみられる。米中という二人の巨人が報復に次ぐ報復を重ねた結果、「周囲の環境が耐え切れず破壊されてしまうので、お互いこの辺にしておこう」というストーリーを落としどころに持つ可能性は次第に高まっているとみられる。今後の米国や中国の動向には、いっそうの注意が必要である。(担当：久保)



(補論)

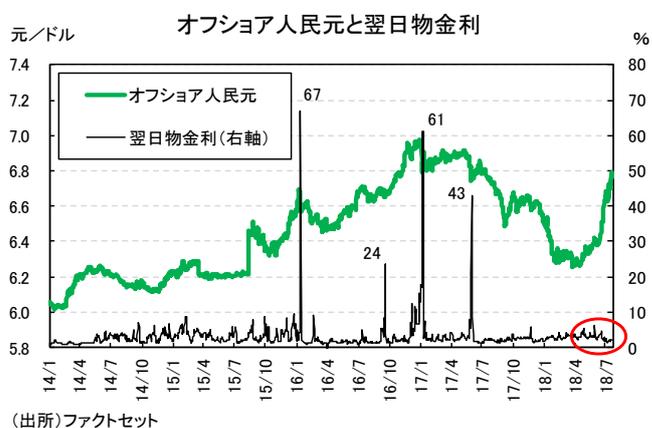
①2015年の人民元「切り下げ」について

2015年8月11日、中国外貨管理局は取引中間値の「計算方法を変更した」と発表し、取引中間値を大幅な元安方向に設定した。元々市場レートは元安方向への推移を望んでおり、取引中間値で元高に押しとどめていたところを、市場レートに合わせた形。なお、中国当局は当措置について「SDRの構成通貨の要件である「自由な価格決定メカニズム(=自由市場であること)」を満たすため」としている。2016年、人民元はSDRの構成通貨として採用された。



②オフショア市場における元高介入について

2015年の人民元「切り下げ」以降、オフショア市場では短期筋によるショートポジション構築が活発化しており、中国の通貨当局は数回に渡りオフショア人民元の買い占め、翌日物金利を数十%に引き上げる「ショート・スクイーズ」を実行していたとみられる。なお、これまでのショート・スクイーズはFRBの利上げと同時期に行なわれることが多かった。

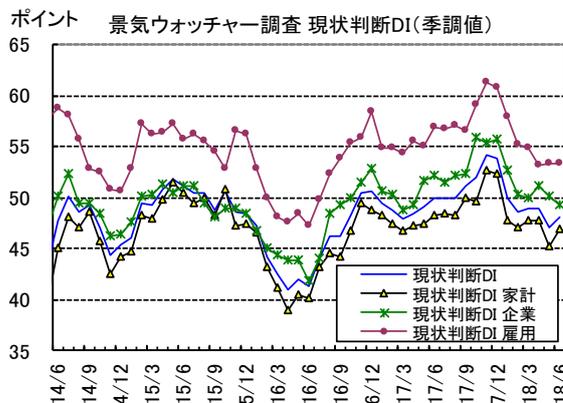


主要経済指標レビュー (7/9~7/20)

《日 本》

○ 6月景気ウォッチャー調査 (7月9日)

6月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が先月から+1.0ポイントの48.1に上昇したものの、節目の50を6ヵ月連続で下回った。家計、雇用DIが改善した一方で、企業DIは悪化した。高水準で推移する原油価格や米中貿易戦争への懸念が引き続き景況感の重石になったとみられる。基調判断は5月に下方修正された「緩やかな回復基調が続いているものの、一服感がみられる」がすえ置かれた。先行き判断指数も先月から+0.8ポイントの50.0と2ヵ月ぶりに改善した。先行きについての景気ウォッチャーの見方は、「人手不足、コストの上昇等に対する懸念もある一方、引き続き受注、設備投資等への期待がみられる」とまとめられている。



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

○ 5月機械受注 (7月11日)

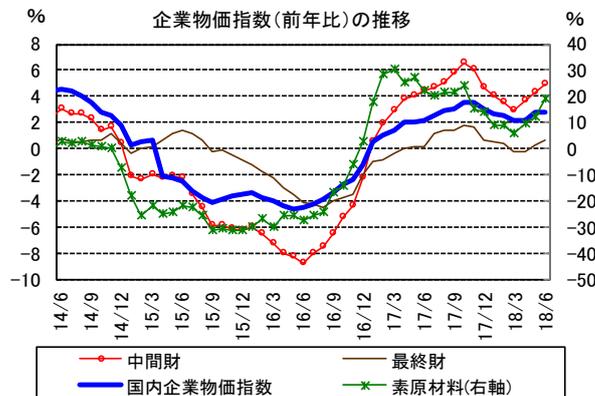
5月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比▲3.7%と、4月の大幅プラスからの反動減で2ヵ月ぶりのマイナスとなったが、製造業(同+1.3%)、非製造業(除船・電、同+0.2%)は小幅ながらいずれもプラスを維持した。内閣府による基調判断は、4月に上方修正された「機械受注は、持ち直している」がすえ置かれた。5月に公表された4-6月期の見通し(船舶・電力を除く民需)は前期比+7.1%と、1-3月期の同+3.3%を大きく上回る見込みとなっており、今後の製造業の設備投資については、好業績のもと、維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えになるとみられ、非製造業でも、人手不足に起因した合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれる。



(出所)内閣府「機械受注統計」

○ 6月企業物価指数(速報値、7月11日)

6月の国内企業物価指数は前年比+2.8%と、18ヵ月連続のプラスとなり、5月の同+2.7%から伸び幅が拡大した。押し上げに寄与した項目は、石油・石炭製品、電力・都市ガス・水道、非鉄金属、化学製品など。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比+2.6%→+3.5%、輸入物価は同+6.7%→+10.5%と、輸出物価が小幅にプラス幅を拡大した一方で、輸入物価は引き続き高い伸びとなっており、交易条件は対前月比で悪化した。今後については、米国のシェールオイルの増産拡大などを背景に、原油相場の上昇が一服することで、石油・石炭製品を中心に企業物価の上昇ペースは鈍化傾向で推移すると予想する。

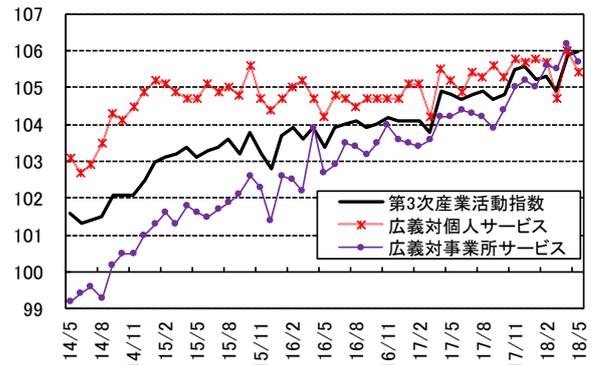


(出所)日銀「企業物価指数」

○ 5月第3次産業活動指数（7月11日）

5月の第3次産業活動指数は前月比+0.1%と、2ヵ月連続のプラスとなった。基調判断は前月引き上げられた「持ち直しの動きがみられる」が維持された。全体では11業種のうち6業種が上昇し、5業種が低下した。業種別内訳で指数が最も上昇したのは卸売業で、同+0.9%と3ヵ月連続のプラスとなった。そのほかでは、医療、福祉が同+0.8%とプラス幅が大きかった。一方で、小売業が同▲1.4%、生活娯楽関連サービスが同▲1.2%とマイナスに転じた。今後については、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかながら改善が続くとみる。

2010年=100 第3次産業活動指数の推移(季調値)

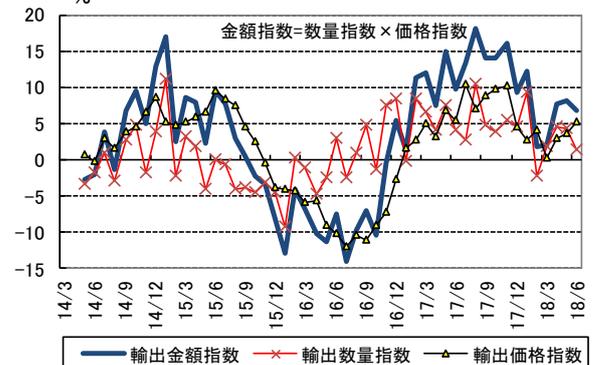


(出所) 経済産業省「第3次産業活動指数」

○ 6月貿易統計（7月19日）

6月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+6.7%と19ヵ月連続のプラスとなった。自動車の輸出が低調だったほか、地域別では米国向けが落ち込んだものの、中国を中心とするアジア向けやEU向けは、増加基調を維持している。今後については、自動車産業の市場開放や、「中国製造2025」構想のもと、中国向けの輸出が引き続きけん引役をはたすとみている。また、米国では減税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、輸出は緩やかな増加基調で推移すると予想する。ただ、足元では米中貿易摩擦の報復合戦や、日米貿易協定の動向などに引き続き留意が必要である。

輸出金額(前年比)の推移

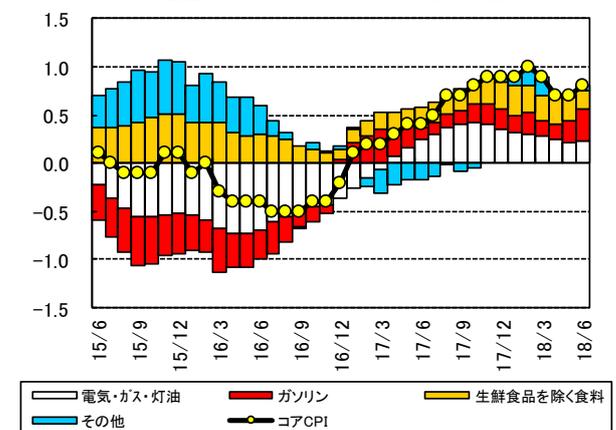


(出所) 財務省「貿易統計」

○ 6月全国消費者物価指数（7月20日）

6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+0.8%となった。5月の同+0.7%から伸び幅が0.1%ポイント拡大したが、エネルギー価格上昇の影響が大きく、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5月から伸び幅が0.1%ポイント縮小し、同+0.2%となった。2018年春闘の最終集計結果によると、賃上げ率は2.07%で、昨年度を0.09ポイント上回るにとどまっており、賃金面からの物価上昇圧力は依然限定的である。今後も、原油価格や食品価格の動向次第で上下に振れる展開は考えられるものの、物価上昇の裾野の広がりにはみられない状況が続くと考えられる。

全国コアCPIの推移(前年同月比寄与度)

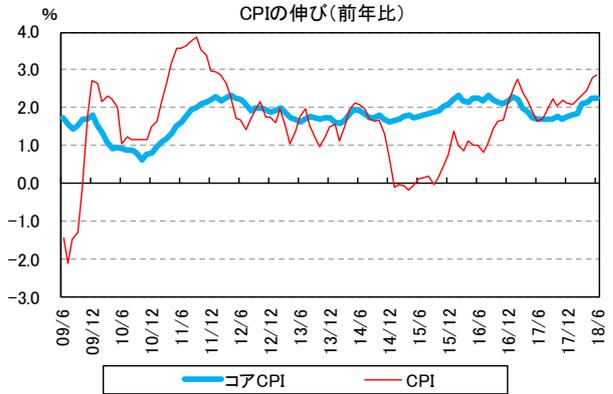


(出所) 総務省「消費者物価指数」

《米 国》

○ 6月CPI（消費者物価指数）（7月12日）

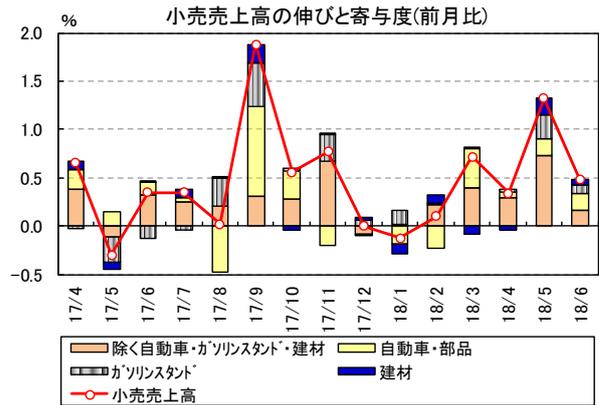
6月のCPIは前月比+0.1%と、3ヵ月連続で上昇した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIも同+0.2%と、緩やかながら15ヵ月連続の上昇となった。前年比では、CPIが+2.9%（5月:+2.8%）、コアCPIも+2.3%（5月:+2.2%）と、ともに伸び幅が拡大した。コアCPIの伸びを財別にみると、小幅ながら財価格のマイナス幅が縮小したほか、サービス価格はプラス幅が拡大しており、物価上昇圧力は緩やかながらも徐々に広がりを見せつつある。ただ、米国の雇用環境が大きく改善しているにもかかわらず、賃金の伸びにまだ加速の兆しは見られていない。期待成長率の低下などを背景に本格的な賃上げに慎重となっている企業スタンスなどを考慮すれば、今後も賃金は緩やかな伸びにとどまる可能性が高く、CPIも緩慢な伸びが続くと予想する。



(出所)米労働省

○ 6月小売売上高（7月16日）

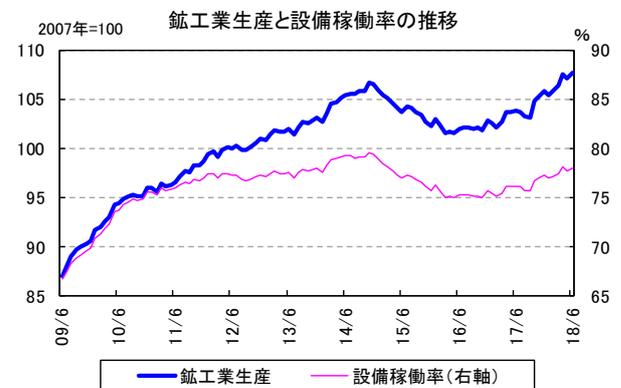
6月の小売売上高は前月比+0.5%と、5ヵ月連続の増加となった。5月も同+0.8%から+1.3%に上方修正されており、春先以降、伸び率は加速傾向にある。内訳を見ると、建材店が同+0.8%と2ヵ月連続の増加となったほか、原油価格の上昇基調を受けてガソリンスタンドも同+1.0%と11ヵ月連続の増加となった。変動の激しい自動車・部品を除いたベースでも同+0.4%と13ヵ月連続の増加となっており、個人消費の基調は好調と判断できる。今後についても、資産価格の上昇などを背景に家計のバランスシートが好転しているほか、良好な雇用・所得環境や所得税減税の効果などを背景に、個人消費は増加基調が続くと予想する。



(出所)米商務省

○ 6月鉱工業生産（7月17日）

6月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%と、2ヵ月ぶりに上昇した。産業別に見ると、製造業が同+0.8%と2ヵ月ぶりに上昇、鉱業が同+1.2%と5ヵ月連続で上昇した一方、公益事業が同▲1.5%と2ヵ月連続で低下した。製造業では、5月に部品業者の大規模火災に伴う生産減がみられた反動から、自動車中心に輸送機器が同+4.7%と上昇したほか、原油価格の上昇基調を背景にシェールオイルの採掘活動が続いていることもあり、エネルギー生産が同+0.3%と4ヵ月連続で上昇した。設備稼働率は78.0%と高水準で推移している。堅調な企業業績を背景に設備投資の増加が続くと見込まれるほか、雇用・所得環境の改善などから個人消費も堅調推移が見込まれ、鉱工業生産は回復傾向が続くと予想する。

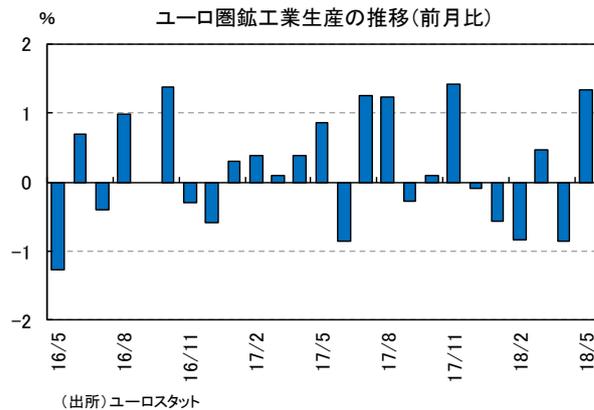


(出所)FRB

《 欧 州 》

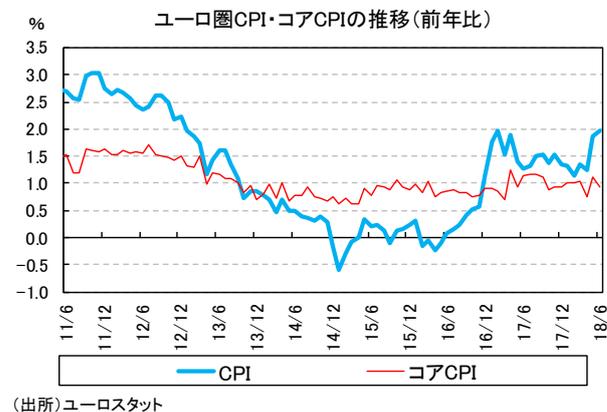
○ 5月ユーロ圏鉱工業生産（7月12日）

5月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+1.3%と、2ヵ月ぶりに増加した。内訳では、資本財が同+0.7%、中間財が同+1.6%、エネルギーが同+0.5%、耐久消費財が同+2.1%、非耐久消費財が同+2.1%と、いずれも前月比で増加した。主要国別では、フランスでは同▲0.5%→▲0.2%と減産が続いたが、ドイツでは同▲1.8%→+2.5%と大きく伸びたほか、イタリアは同▲1.3%→+0.7%、スペインは同▲1.8%→+1.0%と、それぞれ前月比で増加に転じた。ただ、米国を中心とする保護主義の動きは徐々に拡大しており、企業景況感の悪化などを通じ、目先の鉱工業生産は減速傾向をたどるとみる。



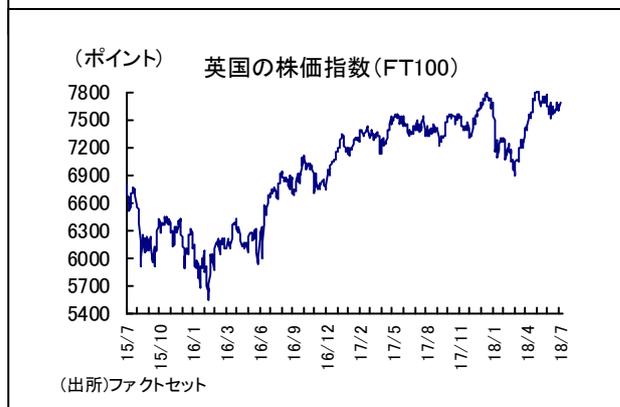
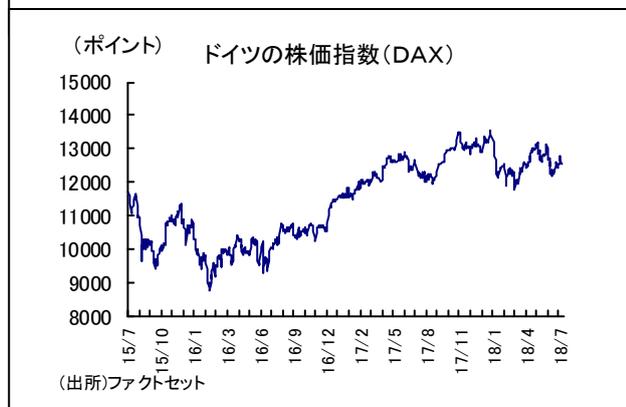
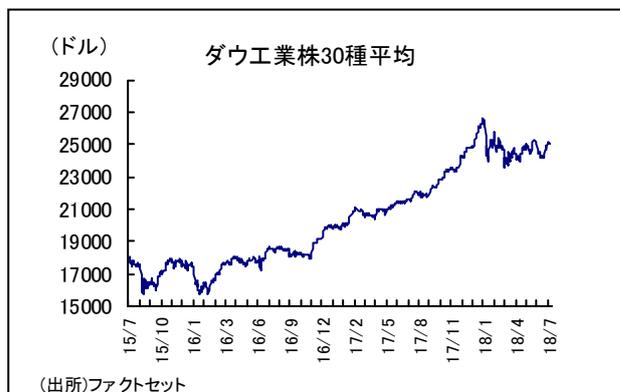
○ 6月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（7月18日）

6月のユーロ圏CPIは前年比+2.0%と、前月の同+1.9%から伸び幅が小幅に拡大した。特に財価格は同+2.1%→+2.5%と伸び幅が拡大しており、エネルギー価格の伸び幅拡大（同+6.1%→+8.0%）が大きく寄与したとみられる。国別では、ドイツでは同+2.2%→+2.1%と伸び幅が縮小したものの、フランスが同+2.3%で前月と同じ伸び幅となり、イタリアが同+1.0%→+1.4%、スペインは同+2.1%→+2.3%とそれぞれ伸び幅が拡大した。一方、基調的な物価の動きを示すとされるコアCPI（除くエネルギー、食品、タバコベース）は同+1.1%→+0.9%と、加速感に乏しい。基調的な物価の動きが鈍いことから、ECBによる利上げは、2019年9月頃と予想する。

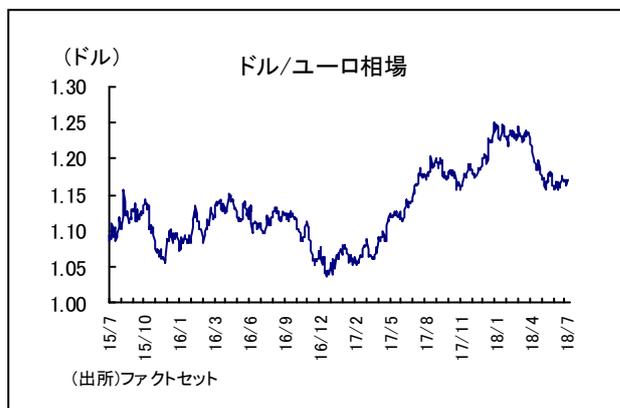
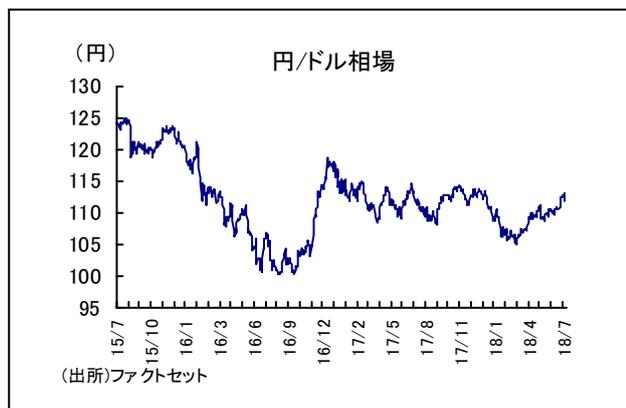


## 日米欧マーケットの動向 (2018年7月23日現在)

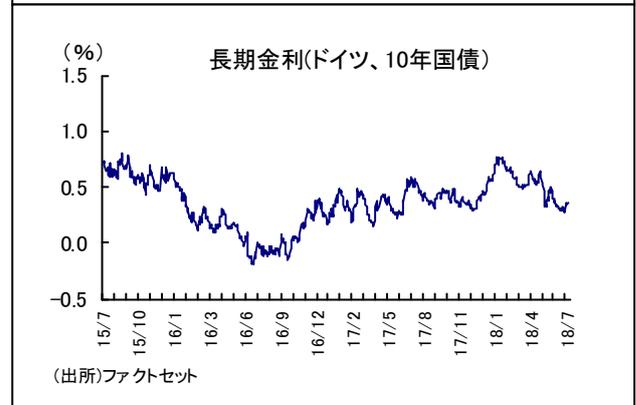
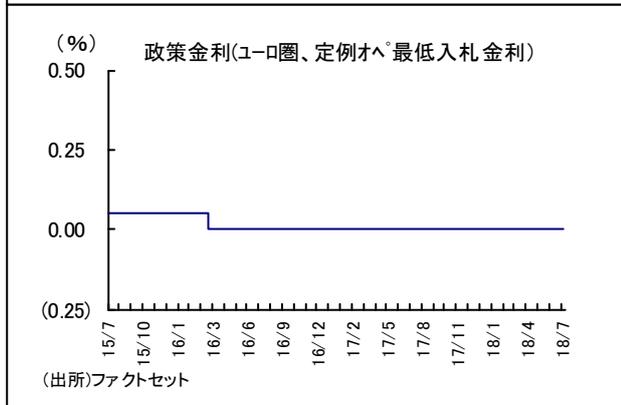
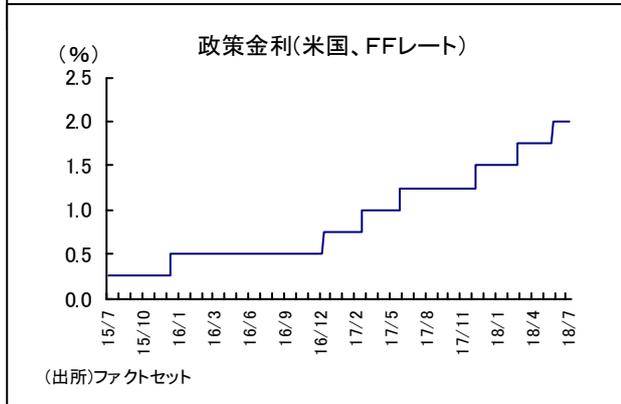
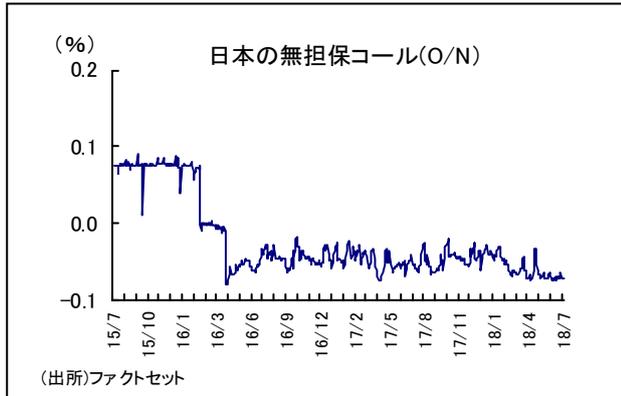
### ▽各国の株価動向



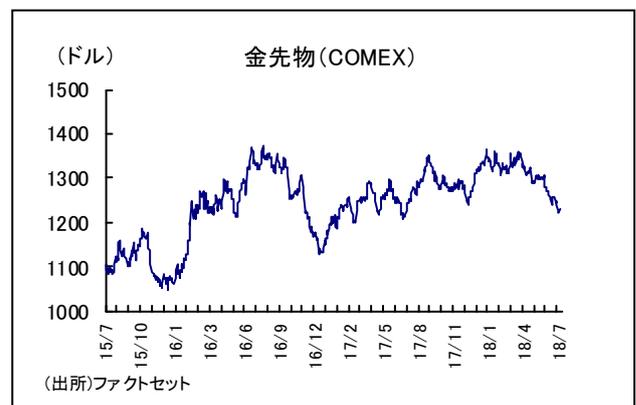
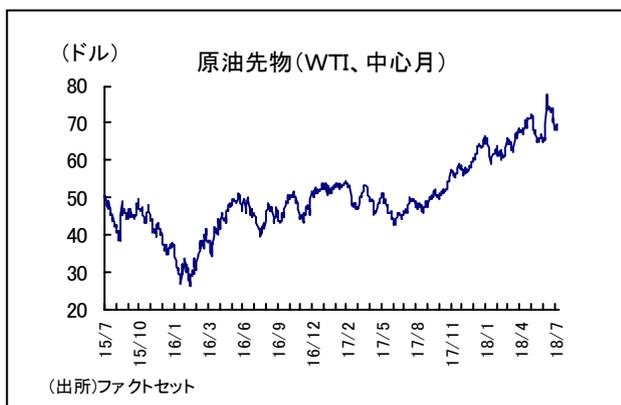
### ▽外為市場の動向



▽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