



〈フォーカス〉 厳しい交渉が予想される日米物品貿易協定 (TAG)

新 NAFTA 協定をなんとかまとめあげ、中間選挙前の成果アピールに成功したトランプ大統領は、いよいよ貿易交渉の軸足を日本に移してきた。交渉中の自動車関税の引き上げは行なわないなど、とりあえず最低ラインは確保したうえでのスタートとなったが、これはドナルド・シンゾーの関係あってこそだろう。しかし、農産品は身代わりになったようだ。「関税は TPP 並みが上限」と一見条件を勝ち取ったかのような言い方だが、逆に言えば、TPP 並みの譲歩を最初から約束したに等しく、米国にとってはここがスタートラインである。日本の立場も、「尊重する」と述べただけであり、実際の交渉では、手を変え品を変え、さまざまな品目で譲歩を迫ってくる展開が想定される。個人的には、たとえ TPP 以上の自由化を受け入れたとしても、それは農業にとっても日本経済にとってもむしろプラスになる可能性を秘めているように思うが、交渉カードとしての重要性は別である。日本政府としては、TPP11 の参加国に顔向けができなくなるような合意はできないので、あくまで「TPP 並み死守」との立場を貫くのであろう。そうすると、結局は自動車分野でもなんらかの譲歩を余儀なくされる可能性が高い。

ライトハイザー通商代表は、レーガン政権時に次席代表として、日本に鉄鋼の輸出自主規制を呑ませた、筋金入りの管理貿易主義者である。高関税で脅して、数量規制を呑ませるのがパターンで、対韓国でも、対カナダ、メキシコでも同様の手口で譲歩を引き出した。来たるべき日米物品貿易協定 (TAG) でも、自動車分野では数量規制の有無とその水準を巡る攻防が焦点になるほか、為替条項の導入なども争点となる。おそらく、トランプ大統領が最も喜ぶのは、ラストベルト(錆びついた工業地帯)への日本メーカーの投資である。16年の大統領選では、激戦州であるラストベルトの主要4州、すなわちミシガン州・オハイオ州・ウィスコンシン州・ペンシルベニア州をトランプ氏が軒並み制したことが当選につながった。ここで支持者への点数稼ぎができれば再選に弾みがつくとの目論みがある。ただ、日本のメーカーにとっては、賃金水準や産業インフラ面などから、本格的な投資のハードルは高い。

また、日本の自動車関税はすでにゼロなので引き下げようがない。トランプ氏の言う「公正な貿易」が建前なら、逆に攻め込む余地がありそうなものだが、そうした理屈の通じる相手ではない。氏は、「日本はボーリングの玉を20フィートの高さからボンネットに落として、へこんだら失格にしている」とも述べたが、米車輸入にあたってのなんらかの優遇措置なら検討する価値はあるかもしれない。規制緩和の程度にかかわらず、米車の国内販売が伸びる余地は限定的と考えられるためである。為替条項についても、日本は2011年を最後に為替介入していないので、条項自体はさほど恐れることではない。日銀の低金利政策に攻撃の矛先が向くのであれば、振り上げたこぶしを降ろせない政府・日銀にとって、いい口実にもできる。総じて、切れるカードはいくつかありそうだが、同盟国だから手加減してくれるとの甘い期待はいずれにせよ禁物で、交渉の過程も結果も厳しいものになる覚悟が必要である。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉厳しい交渉が予想される日米物品貿易協定 (TAG) ……	1	・ 中国景気は政策支援を受け緩やかな減速にとどまると 予想 ……	9
・ 経済情勢概況 ……	2	・ 主要経済指標レビュー ……	12
・ 発展する行動経済学 ……	3	・ 日米欧マーケットの動向 ……	17

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、夏季賞与の増加などから底堅く推移するも、月例賃金の高い伸びが見込めないことから、力強さには欠けると予想する。住宅投資は、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や被災地復旧工事などが下支えし、底堅く推移すると見込む。

輸出は堅調な海外景気などに支えられ、底堅く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、原油価格が高水準で推移していることで、しばらくは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+1.4%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、低調な推移を予想する。

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ものの、資本ストックの積み上がりから増勢は徐々に鈍化すると予想する。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、世界景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは9月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.75-2.00%から、2.00-2.25%へと引き上げた。12月に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。ただ、消費マインドが悪化していることから、改善ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

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。

発展する行動経済学

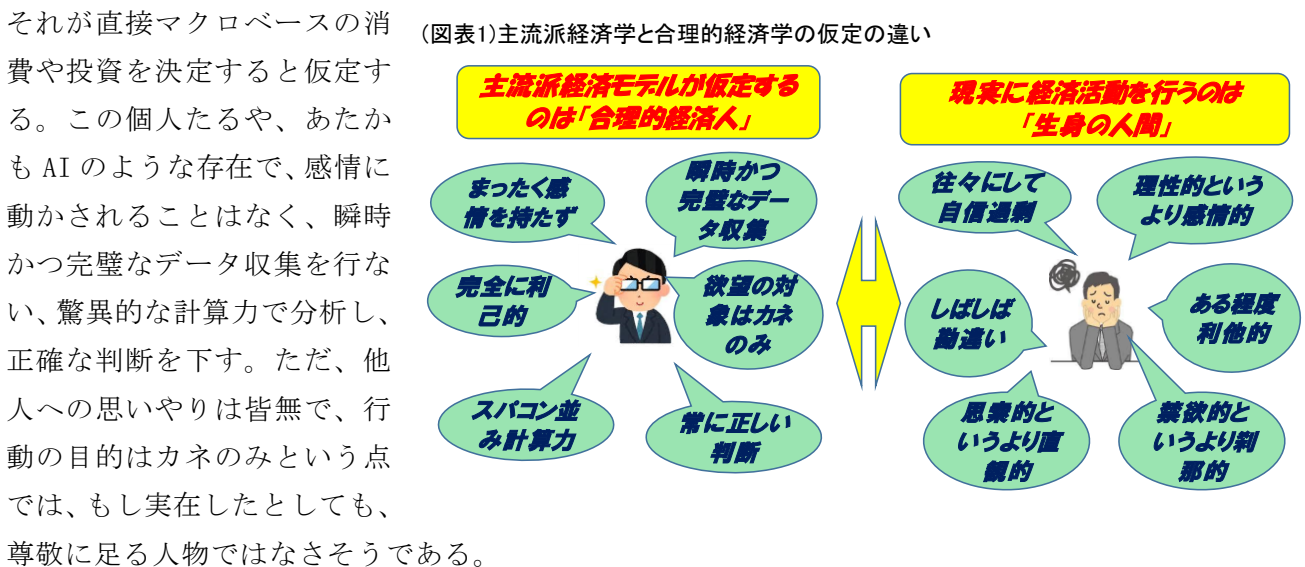
※当レポートは、毎日新聞社「週刊エコノミスト」および実教出版「じっしょう」に掲載された原稿を再編集したものです

行動経済学とは何か

心理学と経済学が融合した学問である行動経済学は、これまで3人のノーベル経済学賞の受賞者を輩出している。2002年のダニエル・カーネマン、プリンストン大学名誉教授、2013年のロバート・シラー、イェール大学教授、そして2017年のリチャード・セイラー、シカゴ大学教授である。主流派経済学者の間ではいまだに異端視されることが多い行動経済学だが、近年、各分野での応用が一段と進んでおり、将来的にノーベル経済学賞の受賞を期待される学者も増えている。その存在感が今後いっそう強まることこそあれ、弱まることはないであろう。

伝統的な主流派経済学(新古典派経済学)では、あたかもひとりの代表的な個人が経済活動を行なっていると仮定し、将来への合理的な予想のもと、現在から将来にかけて効率的な資源配分を実現、それが直接マクロベースの消費や投資を決定すると仮定する。この個人たるや、あたかもAIのような存在で、感情に動かされることはなく、瞬時かつ完璧なデータ収集を行ない、驚異的な計算力で分析し、正確な判断を下す。ただ、他人への思いやりは皆無で、行動の目的はカネのみという点では、もし実在したとしても、

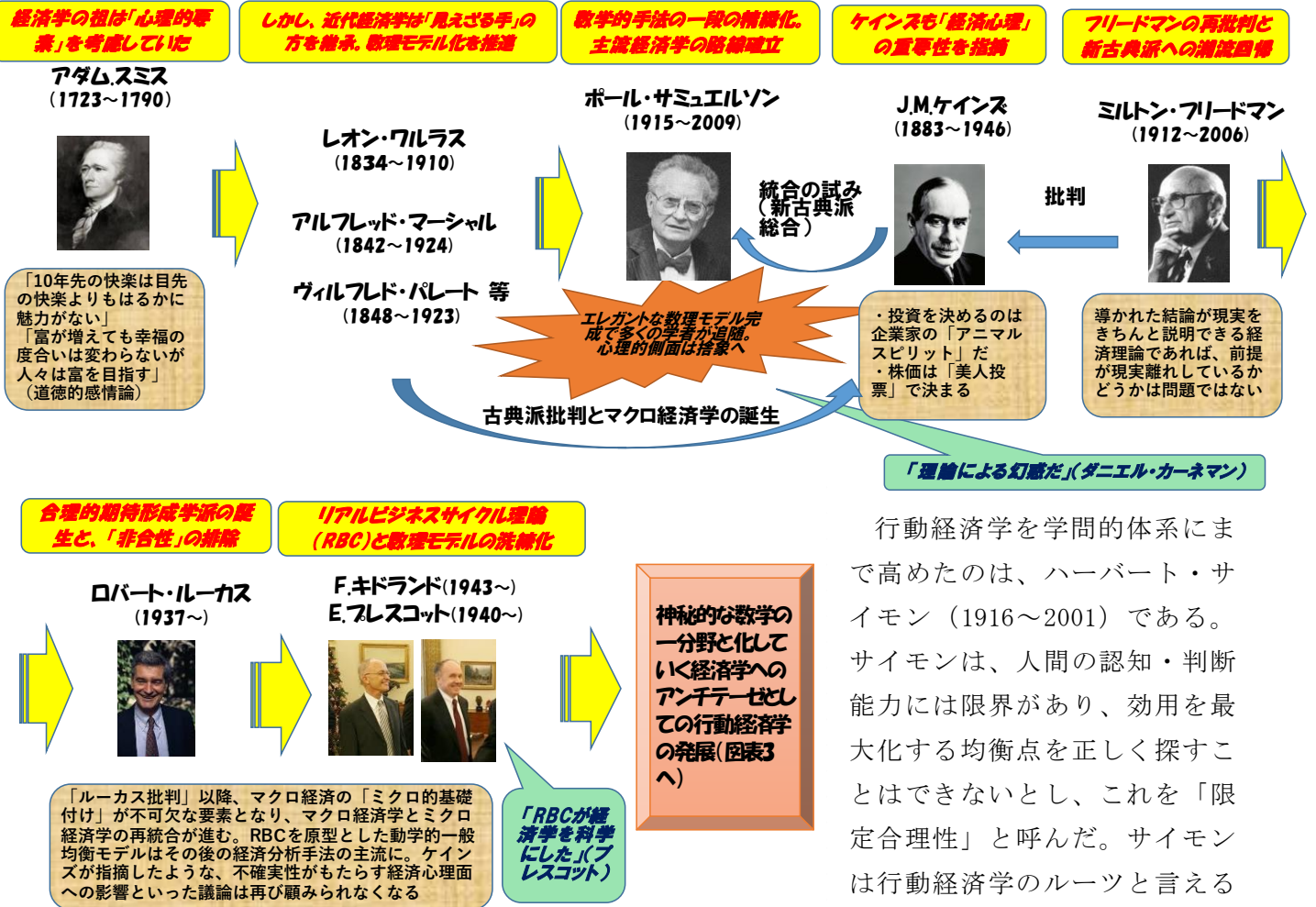
(図表1)主流派経済学と合理的経済学の仮定の違い



尊敬に足る人物ではなさそうである。しかし、生身の人間の行動は、当然ながら種々の心理的影響に左右される。これが、現実の経済の動きが理論としばしば乖離する要因である。まず、人間の情報収集能力や分析能力は限定的である。正しいと思った行動が、結果的に間違っていたというのも日常茶飯事だ。理性的というより感情的であり、禁欲的というより利他的であり、思索的というより直観的である。ただ、代表的個人のような「ジコチュウ」ではなく、他人を思いやる利他的な行動をとるという美点も持ちあわせている。代表的個人という前提が非現実的との批判は昔からあったものだが、1980年代に、マクロ経済学のマクロ的基礎づけ（個々の行動主体の行動をモデル化して、その基礎の上にマクロ経済モデルを構築すること）が重視されるようになったことから、人間の行動様式に関する経済学者への関心が一段と高まった。こうした時代背景のもと、心理学の研究を経済学の分野に持ち込み、より「現実的な」人間の行動様式をモデルに取り入れる行動経済学への注目が増すことになった。とりわけ、2002年度にダニエル・カーネマンがプロスペクト理論（後述）等の功績でノーベル経済学賞を受賞してからは、一般の人びとの間でも興味を持つ人が増え、日本でも毎年のように、行動経済学関連の啓蒙書が出版されている。

経済学的发展と心理面の扱いの歴史

(図表2) 近代経済学的发展と「経済心理」の扱い



行動経済学を学問的体系にまで高めたのは、ハーバート・サイモン(1916~2001)である。サイモンは、人間の認知・判断能力には限界があり、効用を最大化する均衡点を正しく探すことはできないとし、これを「限定合理性」と呼んだ。サイモンは行動経済学のルーツと言える存在だが、経済における心理的側面の重要性を最初に指摘したという意味では、ほかならぬアダム・スミス(1723~1790)にまでさかのぼる。経済学の祖であるアダム・スミスは、有名な「国富論」に先立つ「道徳的感情論」の中で、「10年先の快楽は目先の快楽よりもはるかに魅力がない」「富が増えても幸福の度合いは変わらないが人々は富をめざす」と、後年の行動経済学の系譜に繋がる指摘を残している。しかし、レオン・ワルラス(1834~1910)、アルフレッド・マーシャル(1842~1924)、ヴィルフレド・パレート(1848~1923)など、古典派に連なるスミスの後継者たちは、もっぱら「神の見えざる手」がもたらす均衡のメカニズムを示すモデルの精緻化に注力、その結果、モデル化できない心理的側面は捨棄されていくことになった。

合理的経済人が最適に行動すれば、総需要と総供給は常に一致し、本来マクロの失業は起こりえない。しかし、ジョン・メイナード・ケインズ(1883~1946)は、大恐慌であふれかえる失業者を目の当たりにして、古典派経済学が示す世界の妥当性に疑問を抱いた。ケインズは、企業家は将来的な収益の期待値を計算する方法を持たず、投資の意思決定はその「アニマルスピリット」に依存していると述べた。また、人々は将来への不確実性から一定量の貨幣を手元に保有するが、こうした「貨幣愛」が加速することが不況をもたらすとしたほか、株価は美人投票の論理で決まると述べるなど、心理的側面の重要性を指摘した数々の名言を残している。この点、ケインズも、行動経済学の起源に連なるひとりと位置づけられるかもしれない。

マクロ経済学は、ケインズとともに誕生した学問である。それ自体革命的な業績ではあったが、厳密なモデルに基づいた理論ではない。現代経済学の巨人のひとりであるポール・サミュエルソン（1915～2009）は、新古典派とケインズ理論を、新古典派総合という形で統合、エレガントな数理モデルを完成した。以後、数多くの学者が追随し、心理的側面は再び軽視されるようになっていく。ダニエル・カーネマンが、「理論による幻惑だ」と批判した部分である。

古典派の系譜に連なる一方の巨人、ミルトン・フリードマン（1912～2006）は、新古典派の路線を一段と推し進め、マネタリズムという一分野を打ち立てた。フリードマンは、1968年の全米経済学会の講演で、需要を刺激するケインズ政策が最終的にはスタグフレーションをもたらすことを「予言」、これが現実のものとなったために、ケインズ経済学は一気に信頼を失うことになった。フリードマンは、「導かれた結論が現実をきちんと説明できる経済理論であれば、前提が現実離れしているかどうかは問題ではない」と述べている。同じく古典派の路線を推し進め、合理的期待形成学派を打ち立てたロバート・ルーカス（1937～）が「ルーカス批判」で、ケインズ経済学的前提を批判して以降、「マクロ経済学のミクロ的基礎づけ」が不可欠な要素となり、マクロ経済学とミクロ経済学の再統合が進んでいく。





その後、古典派経済学はさらに「純化」が進んでいく。ギドランド（1943～）とプレスコット（1940～）が打ち立てたリアルビジネスサイクル（RBC）理論を原型とした、動学的一般均衡（DSGE）モデルは、その後の経済分析手法の主流になった。プレスコットは「RBCがマクロ経済学を科学にした」と宣言したが、以後、経済学がどんどん神秘的な数学の一分野と化していく一方、そうした流れへのアンチテーゼとして、行動経済学への注目も高まっていくことになる。

行動経済学の発展

ハーバート・サイモン後の行動経済学の発展過程を概観してみよう。ダニエル・カーネマンとエイモス・トヴァスキー（1937～1996）が、サイモンの「限定合理性」を受け継ぎ、意思決定理論として展開したのが「ヒューリスティクス」である。人々は問題解決の道筋を探る際、厳密な計算や思考を省いて、より直感的で簡便な解決法を探り、最適ではなくてもある程度満足できる選択肢を探る。その判断のバイアスのかかり方には法則性があるというものである。

ヒューリスティクスには、代表性ヒューリスティクス、利用可能性ヒューリスティクス、係留と調整ヒューリスティクスなどがある。代表性ヒューリスティクスとは、ある種類の物事に対して典型的と考えることが、個別の物事にあてはまる確率を過大に評価することである。例として「リンダ問題」が良く挙げられる。まず最初に、「リンダは31歳独身で意見を率直に述べ、学生時代には

（図表3）行動経済学の発展

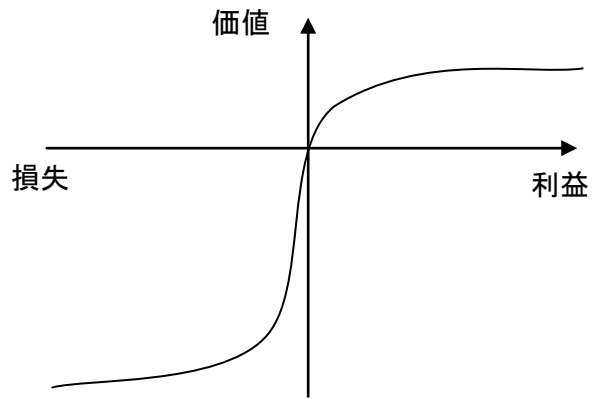
「合理性」の否定と行動経済学の誕生		行動経済学の体系構築		実際の政策への応用		行動経済学はさまざまな分野で積極的に発展	
ハーバート・サイモン (1916～2001)	ダニエル・カーネマン (1934～)	エイモス・トヴァスキー (1937～1996)		リチャード・セイラー (1945～)			
							
人間の認知・判断能力には限界があり、効用を最大化する均衡点を正しく探すことはできない。→ 限定合理性	・「ヒューリスティクス」の展開……人間は情報を重視したおおまかな認知・判断を行う。ただし判断のバイアスのかかり方には法則性がある。 ・「プロスペクト理論」……人は利益が得られる局面では確実に利益を得ることを優先、損失を被る局面では損失を最大限に回避することを優先する、等			・「ナッジ」……「経いつつき（ナッジ）」で人間を望ましい行動に誘導できる。ex 男子トイレのハエマークで清掃費が減少 ・「心理会計」……人はキャンブルで儲けた金は簡単に使い切る、等			行動ファイナンス→ロバート・シラー等。投資家心理やバブルのメカニズムの解明など 神経経済学→コリン・カメルム、エルンスト・フエール等。非合理性の脳科学的説明 フィールド実験→ジョン・ハリス、グリン・シー等。現実の経済で実験を行う手法の発展 「非合理性」のモデル化→マシュー・ラビン等。行動経済学の弱点の克服 幸福の経済学→キャロル・グラハム等。主観的幸福感の測定と応用

哲学を専攻しており、差別や社会正義の問題に深い関心を持ち、反核デモにも参加していた」という情報が与えられるとする。このとき、(a)リンダは銀行員である。(b)リンダは銀行員でかつフェミニスト運動の活動家である、のどちらの確率が高いかと問うと、多くが(b)を選んでしまう。実際には、(b)は(a)の一部であり、単に銀行員だと言っている(a)の方が常に確率は高くなる。

利用可能性ヒューリスティクスとは、利用しやすく、考えやすい情報を過大に評価することである。例えば、自動車と飛行機では、実際の事故が発生している確率は飛行機の方が小さいが、飛行機事故の方が大きく報道されることなどから、人々は飛行機事故の方をより警戒しがちである。係留と調整ヒューリスティクスとは、物事を推定する時に、人は初めに直感的に得た情報をもとに調節を加えていくが、調節が十分に行なわれず、初めの直感に引きずられてしまうことである。アンカリングとも呼ばれる。ヒューリスティクスでは物事を単純化して捉えるため、求められる解は必ずしも正しいものとは限らず、ある種の偏りを生む。このような偏りをバイアスといい、市場でのアノマリー（理論的に説明できない動き）などの要因となっているとされる。

カーネマンとトヴァスキーのもう一つの代表的な理論に、プロスペクト理論がある。これは、ある事象が起こった時に人々がどれだけの価値を見出すかを表す「価値関数」を中心とした理論で、意思決定は特定の状態からの変化によって発生する利益や損失に依存するという考えである。価値関数は図表4のような非線形な形状をしており、利益が出ている時にはリスク回避的となる一方、損失が出ている時にはリスク愛好的な行動を取るという特徴を持つ。これは次のような場合の選択から導き出される。

(図表4)プロスペクト理論



問1) A、確実に100万円を得る B、80%の確率で125万円を得るが20%の確率で何も得られない

問2) A、確実に100万円を失う B、80%の確率で125万円を失うが20%の確率で何も失わない

このとき、問1、問2とも、利益、損失の期待値はA、B間で等しくなる。しかし、多くの人は、問1ではAを選ぶ一方で、問2ではBを選ぶことが知られている。このことは、人々が損失回避的であることを示しており、株式投資等において、多くの人が利益を早く確定させたがる一方で、損失を認めたくないことから損切りが遅れがちになることと整合的であるとされる。

カーネマンと長く行動を共にし、行動経済学の発展に貢献してきた第一人者のひとりであるリチャード・セイラーの有名な業績のひとつは、「ナッジ」である。「ナッジ」とは、ひじで軽くつつくといった意味で、強制するのではなく、人々を自発的に望ましい方向にそれとなく誘導する手法である。例えば、男子トイレにハエマークを付けることで、「そそう」が大幅に減る、社員食堂で、手前に野菜を置き、高カロリーのメニューを奥に置くことで、自然に社員の健康増進を計れる、臓

器移植の意思表示の選択肢で、「同意する」をデフォルトの状態とすることで、同意率が大幅にアップする等の効果が知られている。「心理会計」も有名だ。この理論で、人は汗水たらして稼いだ金は大事に使うが、ギャンブルで儲けた金は簡単に使い切るといった、「悪銭身につかず」という経験則を説明できる。

金融分野で花開いた行動経済学

行動経済学はさまざまな分野で応用が進んでいるが、代表的なのは、金融分野で発展した行動ファイナンスであろう。この分野の碩学がロバート・シラー（1946～）であり、投資家心理やバブルのメカニズムの解明などに貢献した。シラーは、90年代後半のITバブルや、2000年代のサブプライムバブルにも警鐘を鳴らしたことで知られる。

株式市場では、人々の合理的な行動を前提とした場合、利用可能なすべての新たな情報がただちに織り込まれるという効率的市場仮説が該当するため、株価は常にファンダメンタルズ（経済や企業業績等の基礎的条件）の価値に一致する。しかし、実際には、人々の投資行動は心理的要因に左右されるため、株価がファンダメンタルズの価値に一致するのはむしろまれで、しばしば暴落や暴騰を繰り返す。例えば、プロスペクト理論に従えば、人々は10万円の利得と20万円の利得はそれほど大きな違いとして認識しないが、0円（損得なし）と5万円の損失の違いは非常に大きく感じる。また、長期的な利得の見通しよりも、短期的な損失を回避することを重視して行動するため、余程高いプレミアムが見込めないと株式投資を決断しない。こうした要素が、株式プレミアムの決定要因となる。

そのほか、行動ファイナンスでは、ランダムな数字の系列を見て、ありもしないパターンを見出したと錯覚する「代表性バイアス」、新しい情報を過小評価し、すでに持っている思い込みに縛られる「保守性バイアス」、投資行動が他人の行動に左右される「トレンド追従行動」、自分の知識が向上したことで予測精度も上昇したと錯覚し、リスクを過小評価する「自信過剰」などの現象が説明できる。

他分野でも複線的に発展

金融分野以外でも、行動経済学はさまざまな分野で複線的に発展を遂げている。まず、神経経済学は、行動経済学と神経科学を融合させることで、非合理的な意思決定のメカニズムを解き明かそうとする分野である。今後、脳の仕組みや神経システムの解明が一段と進み、これを反映した経済モデルの構築ができれば、より正確な経済予想やバブル発生の予想に応用できるようになることが期待されている。コリン・カメレールやエルンスト・フェールが第一人者である。

実験経済学は、非合理的な意思決定を確認する重要な実証手段である。従来は実験室のなかで行なわれるものだったが、実験室では現実の経済の意思決定場面と同じ条件は作れない。そこで、現実の経済活動の場で実験を行なうフィールド実験が発展した。ジョン・リスト、ウリ・ニージーが有名である。例えば、子どもの成績を上げたいとき、ご褒美はどのタイミングであげるのが有効か、保育園のお迎えの遅刻をなくすための罰金は有効かなど、興味深い研究結果が得られている。

「幸福度」という概念を経済学の分野で発展させたのが、キャロル・グラハムである。グラハムは、経済学者がしばしば区別せずに用いる「厚生」と「幸福」の相違を明確にし、後者の方が、満足度を計る手法として有用であることを示した。標準的な経済学は、消費者の厚生を評価するにあたり、消費者が実際にどのような消費財を選択するかという点から判断（顕示選好という）するが、実際には、格差や環境など、個人の選択では変えようがない要素も多い。公共財の消費も顕示選好

ではうまく測定できない。幸福度という概念を用いれば、より正確な消費者の満足度の測定が可能になる。

行動経済学の弱点は、モデルに基づいた政策提言ができない点だが、「非合理性」の経済モデル化という、ある意味行動経済学の究極的な目標ともいべき分野の研究を進めているのが、マシュー・ラビンらである。

教育の分野でも行動経済学の知見が生かされている。近年、世界中でeラーニングが普及しているが、これで得られた知見の蓄積はビッグデータである。これをフィールド実験と結びつけることで、学習意欲の高い子供と低い子供の行動様式の相違、学習意欲の低い子供への動機づけの方法、自己管理能力の向上や学習の習慣性を促す方法、報酬の適切な与え方等の研究が可能になる。これまでは「生まれつき」で片づけられがちだった子供の資質を、学習により後天的にどの程度改善することができるのか。行動経済学を応用することで、教育分野でもいずれ大きな業績が生まれることが期待される。（担当：小玉）

中国景気は政策支援を受け緩やかな減速にとどまると予想

7-9月期の景気は減速

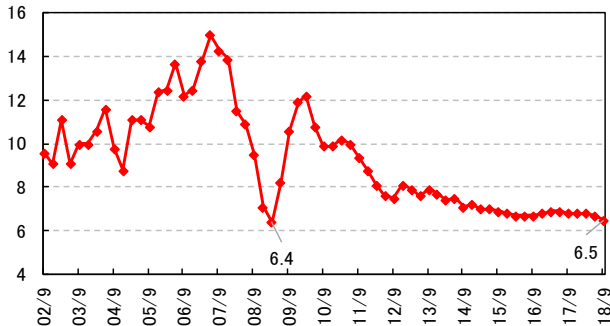
7-9月期の中国実質GDP成長率は前年比+6.5%と、前期の同+6.7%から減速し、市場予想の同+6.6%も下回った。伸び率は、リーマン・ショック直後の2009年1-3月期の同+6.4%に準ずる低い伸びである(図表1)。成長率が減速した背景には、足下で米中貿易摩擦が激化するなか、家計、企業ともにマインドが悪化し、内需に下押し圧力が加わったことがあるとみられる。逆に、輸出については、米国が2,000億ドル分の中国製品に対し、2019年以降関税を10%から25%に引き上げると発表したことで、輸出の駆け込みが発生した結果、伸びが加速する結果となった。

直近の中国経済について、まず供給サイドを見ると、9月の鉱工業生産は前年比+5.8%と、8月の同+6.1%から減速した。7-9月期平均の伸びも同+6.0%と、4-6月期平均の同+6.6%から減速している。生産全体の足枷となっているのは、主に自動車生産の減少である。自動車生産台数は、9月は同▲10.6%、7-9月期平均でも同▲5.2%と大幅減産となっている(図表2)。2017年末をもって終了した自動車減税による需要の先食いと、その反動減が続いているとみられる。また、米中貿易摩擦の影響で、主に米国系メーカーの自動車買い控えられていることも、自動車生産を圧迫している可能性がある。

消費マインドは悪化傾向

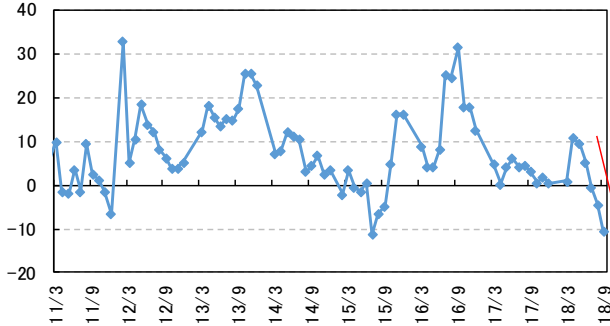
需要サイドのうち、個人消費関連についてみると、9月の実質小売売上高は前年比+6.4%と、前月の同+6.6%から減速した。7-9月期平均でも同+6.5%と、4-6月期平均の同+7.2%から減速している(図表3)。前述の米国系自動車の自発的な不買運動に加え、米中貿易摩擦を背景とした景気の先行き不透明感による消費マインドの悪化(図表4)、対米関税の引き上げによる消費者物価の上昇などが、消費を下押ししているとみられる。今後については、中国では10月から個人向け

(図表1) 中国の実質GDP成長率(前年比)



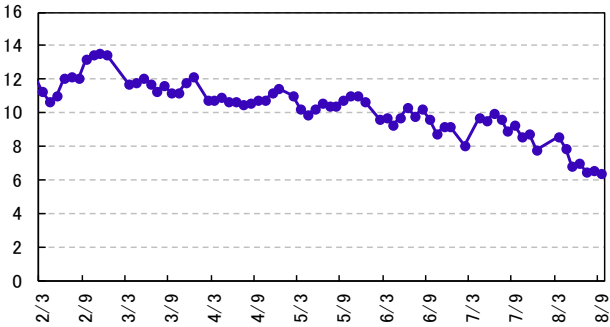
(出所) 中国国家統計局

(図表2) 自動車生産台数(前年比)



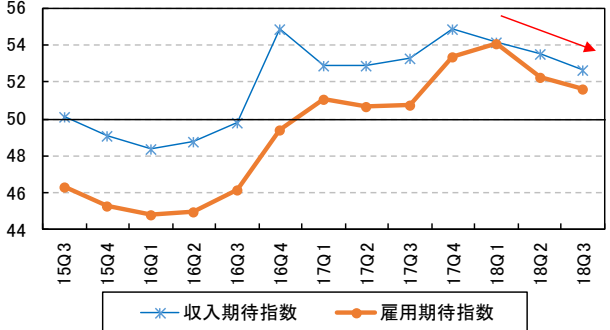
(出所) 中国国家統計局

(図表3) 実質小売売上高の推移(前年比)



(出所) 中国国家統計局

(図表4) 家計の収入・雇用期待DI



(出所) 中国人民銀行

減税が開始されたことから、家計可処分所得の増加が個人消費の減速ペースを緩和すると予想する。

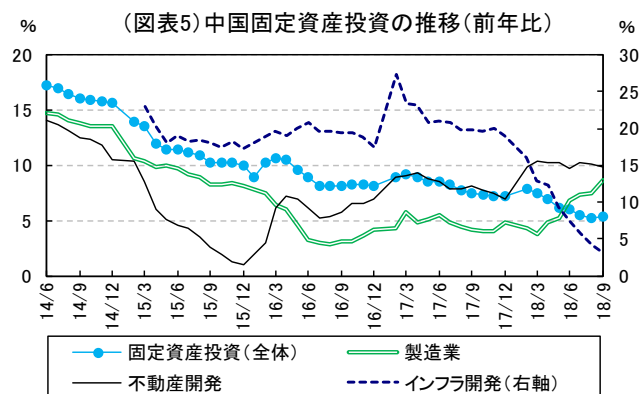
インフラ開発投資の再加速に期待

固定資産投資は、1-9月は前年比+5.4%と、1-6月の同+6.0%から減速した。特に、インフラ開発投資の減速が著しい。1-9月期は同+3.3%と、1-6月期の同+7.3%から減速しており、2017年の同+20%台から一貫して減速傾向が続いている。一方、製造業投資は1-9月期は同+8.7%、不動産開発投資は同+9.9%と安定した高い伸びが続いている(図表5)。インフラ開発投資については、日本の内閣に相当する国务院から、7月に1.35兆元(約20兆円)の特別地方債発行による資金調達への許可と、インフラ開発投資の再加速が地方政府に向けて指示された経緯がある。インフラ開発投資自体は減速が続いているものの、特別地方債発行による資金調達は着々と進んでいる。9月の社会融資総量では「特別地方債」の新項目が年初来まで遡及して公表され、8、9月の2ヵ月で1.1兆元が調達されたことが明らかとなった(図表6)。

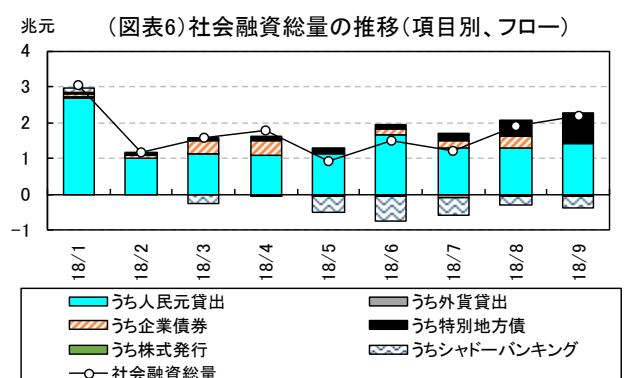
こうした資金を元手に、今後はインフラ開発投資が再加速することが期待される。また、中国人民銀行の金融政策スタンスの変更を受け、銀行の貸出態度も緩和的になっている。中国人民銀行が四半期ごとに調査している銀行貸出態度DIは、7-9月期は緩和方向に推移している(図表7)。背景には、中国人民銀行による大量の流動性供給による金利の低め誘導などがあるとみられる。地方政府によるインフラ開発投資の再加速や、銀行の貸出態度の緩和により、固定資産投資の伸び幅は今後徐々に拡大すると予想する。

輸出は駆け込み増と反動減が見込まれる

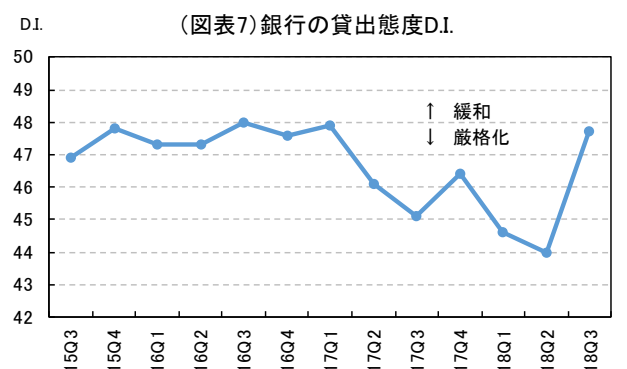
対外貿易については、7-9月期の輸出は前年比+11.7%と、4-6月期の同+11.5%から伸び幅が小幅拡大した(図表8)。足下では米中相互に関税を引き上げており、中国の対米輸出については、2,000億ドル分の財について2019年以降関税が10%から25%に引き上げられる見込みになっていることから、米国向けの駆け込みが発生しているとみられる。今後の輸出は、10-12月期も米国



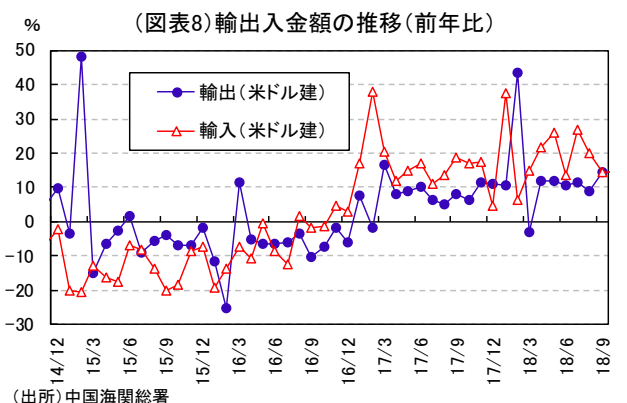
(出所) 中国国家统计局 ※年初来累計値の前年比



(出所) 中国人民銀行 ※シャドーバンキングは委託融資、信託融資、未割引手形



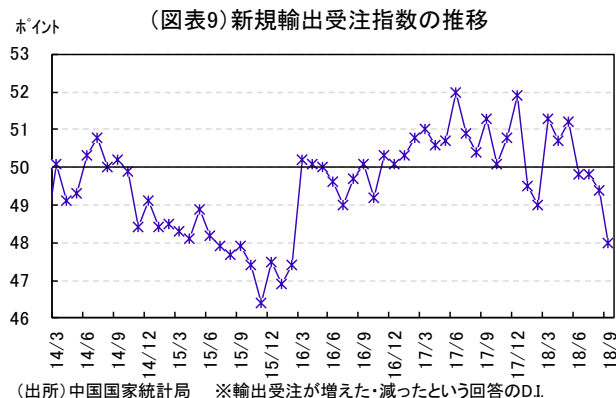
(出所) 中国人民銀行



(出所) 中国海関総署

向けの駆け込みが発生することで堅調に推移するとみられるが、2019年以降は反動減が顕在化するとみられる。一方、輸入は7-9月期は前年比+20.1%と、4-6月期の同+20.5%からやや減速した。特に9月の輸入は同+14.3%と、8月の同+19.9%から大きく伸び幅を縮めている。内需が減速していることに加え、対米関税を引き上げたことなどが、輸入の減速につながった可能性がある。

年末に向けての中国景気は、関税引き上げを控えた米国向け輸出の駆け込み増や、インフラ開発投資の再加速に支えられ、GDP成長率自体は上向くと予想される。ただ、製造業PMIに含まれる新規輸出受注指数は明確に悪化しており、米中貿易摩擦が緩和しない限り、2019年の輸出の反動減は免れないが(図表9)、中国政府による景気支援策が断続的に打ち出される展開も予想される。中期的には債務残高の多さが金融リスクに結びつくおそれは残るものの、中国景気は当面、政策効果により下支えされ、減速ペースは緩やかなものにとどまると予想する。(担当：久保)

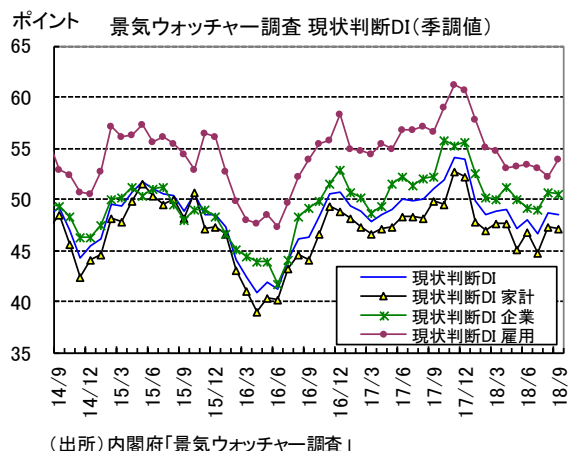


主要経済指標レビュー (10/9~10/19)

《日本》

○ 9月景気ウォッチャー調査 (10月9日)

9月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が48.6と、先月から▲0.1ポイントと2ヵ月ぶりに悪化し、節目の50を9ヵ月連続で下回った。内訳を見ると、家計DI、企業DIは悪化し、雇用DIは改善した。地域別では震度7の地震を観測した北海道の大幅悪化が目立った。停電による店舗の臨時休業や、観光客によるホテルのキャンセルが下押しとなった。基調判断は「緩やかな回復基調が続いている」がすえ置かれた。先行き判断指数も前月から▲0.1ポイントの51.3と2ヵ月ぶりに悪化した。先行きについての景気ウォッチャーの見方は、「コストの上昇、通商問題の動向等に対する懸念もある一方、災害からの復旧等への期待がみられる」とまとめられている。



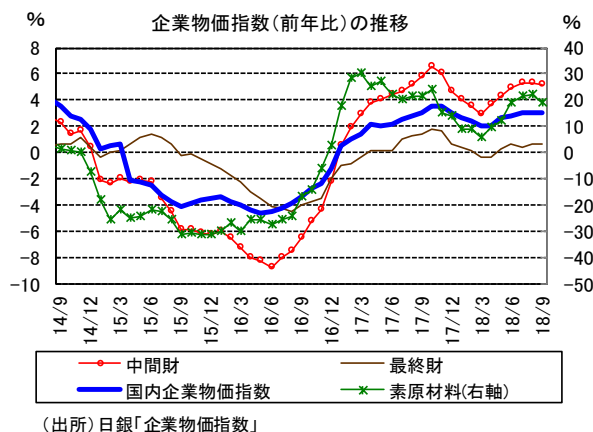
○ 8月機械受注 (10月10日)

8月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比+6.8%と2ヵ月連続のプラスとなった。業種別では、製造業が同+6.6%、非製造業(除船・電)が同+6.0%と、いずれも2ヵ月連続のプラスとなった。今後については、引き続き米中貿易摩擦問題などが懸念材料となるが、設備投資の回復傾向は続くと思込まれる。製造業の設備投資については、能力増強投資の増加は見込みにくいものの、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る。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みている。



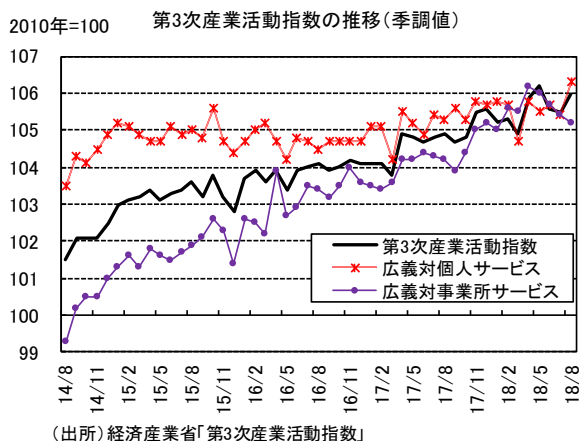
○ 9月企業物価指数(速報値、10月11日)

9月の国内企業物価指数は前年比+3.0%と、21ヵ月連続のプラスとなり、伸び幅は8月と同じであった。前月比で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、化学製品、生産用機器など。一方、押し下げに寄与した項目は、農林水産物、非鉄金属。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比+2.8%→+2.2%、輸入物価は同+12.2%→+10.9%と、いずれも伸び幅が縮小し、交易条件は若干悪化した。今後については、米国のシェールオイル生産拡大ペースの鈍化等の供給不足懸念が原油価格の下支えとなり、石油・石炭製品を中心に企業物価は緩やかな上昇を続けると予想する。



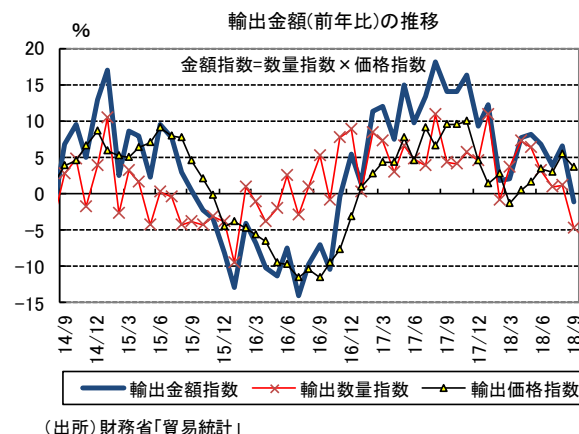
○ 8月第3次産業活動指数 (10月12日)

8月の第3次産業活動指数は前月比+0.5%と、3ヵ月ぶりにプラスとなった。基調判断は「持ち直しの動きがみられる」が維持された。全11業種のうち6業種が上昇し、5業種が低下した。業種別内訳で最もプラス寄与が大きかったのは生活娯楽関連サービスで、同+4.1%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。そのほかでは、運輸、郵便業、卸売業が3ヵ月ぶりのプラスとなった。一方で、金融業、保険業が同▲1.0%とマイナスに転じたほか、電気・ガス・熱供給・水道業が同▲2.7%と5ヵ月ぶりのマイナスとなった。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。



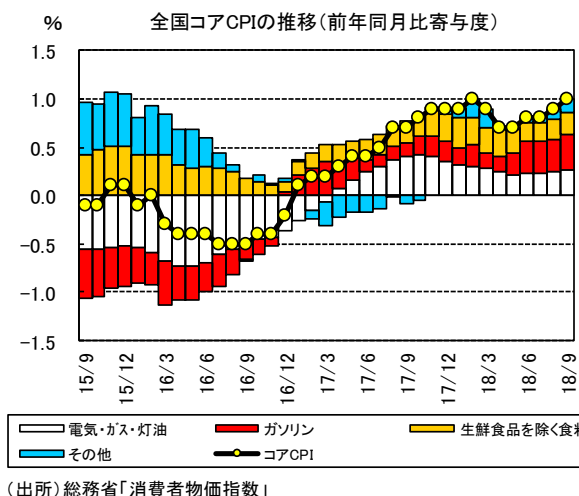
○ 9月貿易統計 (10月18日)

輸出金額は前年比▲1.2%と、22ヵ月ぶりのマイナスとなった。輸出金額の季調済前月比は▲2.5%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなり、輸出金額から価格変動要因を除いた輸出数量の伸びも前年比▲4.8%と、7ヵ月ぶりのマイナスとなった。ただ、台風21号による関西国際空港の閉鎖や、北海道胆振東部地震等の一時的な影響によるところが大きいとみる。今後については、米国を中心とする海外景気の回復を背景に、輸出は均せば増加基調を維持すると予想するものの、米中両国の交渉の行方に加え、今後期待される中国政府の景気支援策の規模と効果、日米通商交渉の動向、ここへきてピークアウトの兆しが出てきている欧州経済等にも留意が必要となる。



○ 9月全国消費者物価指数 (10月19日)

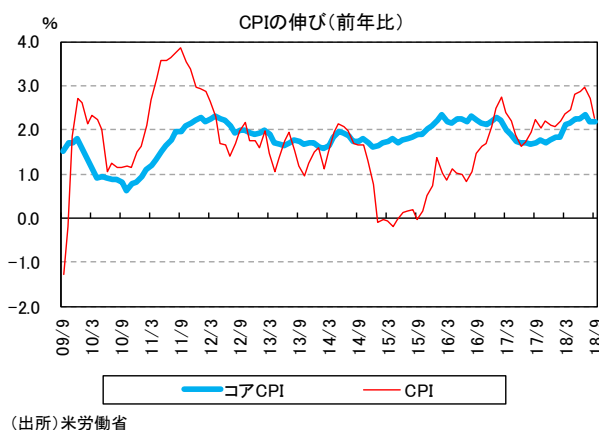
9月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+1.0%と、21ヵ月連続のプラスとなり、伸び幅は8月から0.1%ポイント拡大した。総合指数は同+1.2%と、こちらは8月の同+1.3%から伸び幅が0.1%ポイント縮小、エネルギーを除いた新型コア指数(生鮮食品およびエネルギーを除く総合)は同+0.4%と、伸び幅は8月から変わらなかった。総合指数への項目別の寄与度を見ると、エネルギーが+0.60%ポイントと、引き続き上昇幅の大半を占めており、今後しばらくエネルギー関連項目がCPIの押し上げ要因となるとみている。ただ、物価の基調に大きな影響を与える可能性は低く、日銀が掲げる2%という目標のハードルは依然として高いだろう。



《米 国》

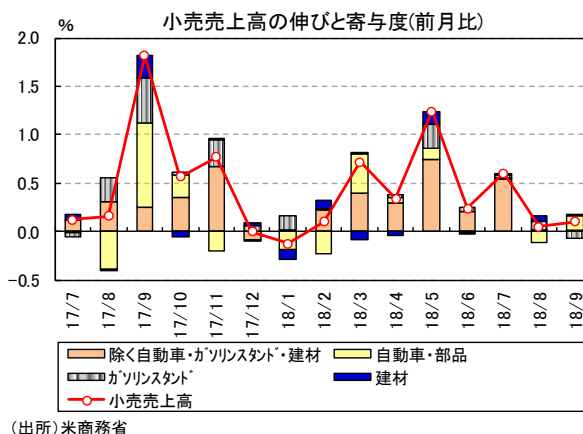
○ 9月CPI（消費者物価指数）（10月11日）

9月のCPIは前月比+0.1%と、6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+0.1%と、緩やかながら18ヵ月連続の上昇となった。一方、前年比ではCPIが+2.3%（8月：+2.7%）と、エネルギー価格の伸び鈍化などにより2ヵ月連続でプラス幅を縮小した。コアCPIは同+2.2%と前月から変わらずだった。今後、原油価格が足元の水準で横ばい推移したとしても、前年比ではプラス幅が縮小することとなるため、CPIの前年比も鈍化しよう。一方、賃金が緩やかながらも伸びていることから、サービス価格を中心に底堅い推移が見込まれ、コアCPIの前年比は横ばい圏での推移が続くと予想する。



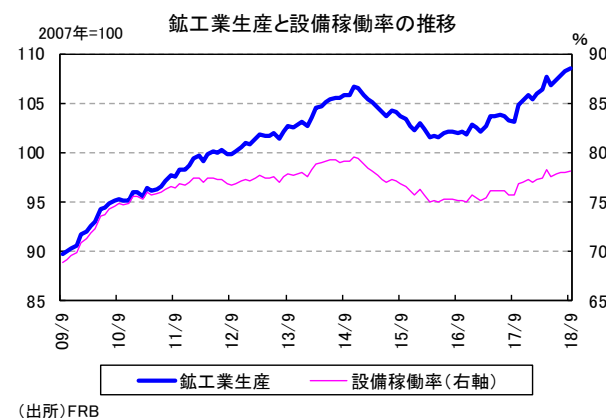
○ 9月小売売上高（10月15日）

9月の小売売上高は前月比+0.1%と、小幅の伸びにとどまったものの8ヵ月連続で増加した。内訳を見ると、建材店が同+0.1%と3ヵ月連続、自動車・部品が同+0.8%と2ヵ月ぶりに増加する一方、ガソリンスタンドが同▲0.8%と14ヵ月ぶりに減少した。また、ハリケーン・フローレンスの影響もあって飲食店や百貨店などの売上が減少した結果、変動の激しい自動車・部品、ガソリンスタンド、建材店を除いたベースでは同+0.01%とほぼ横ばいにとどまった。今後の個人消費については、雇用・所得環境の改善が続くものの、減税効果の逡減が見込まれるほか、関税引き上げによる値上げやマインド面への影響などから緩やかな伸びにとどまると予想する。



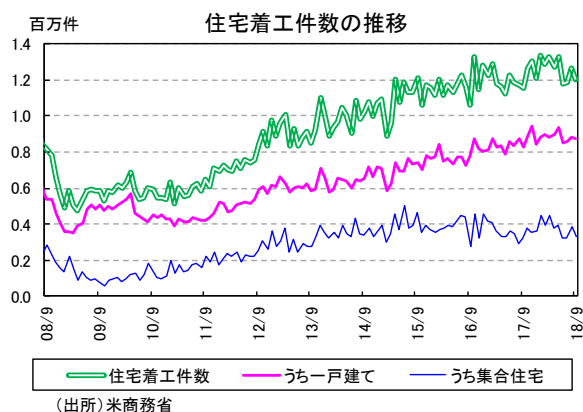
○ 9月鉱工業生産（10月16日）

9月の鉱工業生産指数は前月比+0.3%と、4ヵ月連続で上昇した。産業別に見ると、公益事業が横ばいにとどまるなか、製造業が同+0.2%と4ヵ月連続で上昇したほか、鉱業が同+0.5%と8ヵ月連続で上昇した。製造業では、一般機械が同+0.9%と4ヵ月連続で、自動車中心に輸送機器が同+1.4%と2ヵ月連続で上昇した。シェールオイルの採掘などにより、エネルギー生産は同+0.4%と引き続き堅調に推移している。設備稼働率は78.1%と前月から横ばいにとどまったが、引き続き高水準での推移となった。堅調な企業業績を背景に設備投資の増加基調が続くほか、雇用・所得環境の改善などから個人消費も緩やかながら増加が見込まれ、鉱工業生産は増産傾向を持続しよう。



○9月住宅着工・販売件数（10月17,19日）

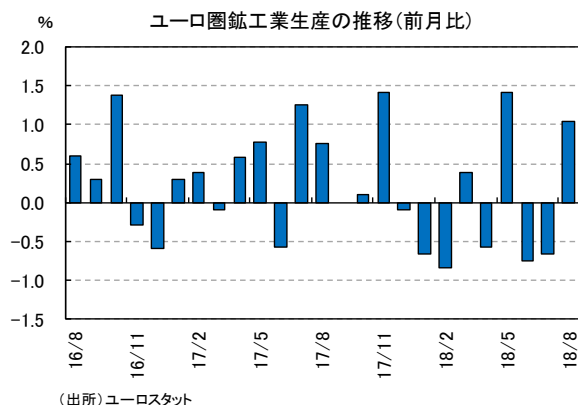
9月の新築住宅着工件数は年率換算で120.1万戸、前月比▲5.3%と、3ヵ月ぶりに減少した。ハリケーンが上陸した南部で落ち込みが目立った。9月の米中古住宅販売件数も年率換算で515万戸、同▲3.4%と、6ヵ月連続で前月割れとなった。9月は、ハリケーンが下押し材料となったものの、先行指標とされる住宅着工許可件数が年率換算で124.1万戸、同▲0.6%と減少傾向が続いているほか、住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数も低下傾向が続いている。今後の住宅投資については、雇用・所得環境の改善などが下支え要因となるが、用地や人手不足といった供給制約や住宅ローン控除の対象縮小、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となり、低調な推移を予想する。



《 欧 州 》

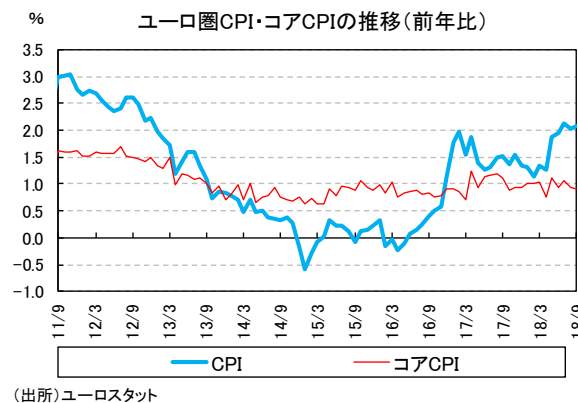
○ 8月ユーロ圏鉱工業生産（10月12日）

8月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+1.0%と、3カ月ぶりにプラスとなった。内訳では、中間財が同▲1.0%→+0.4%、エネルギーが同+0.7%→+1.9%、資本財が同+1.0%→+1.4%、耐久消費財が同▲1.9%→+1.5%、非耐久消費財が同▲1.0%→+1.4%と軒並みプラスになった。主要国別では、ドイツのみ同▲1.7%→+0.0%と前月から横ばいとなったものの、フランスは同+0.8%→+0.3%、イタリアは▲1.6%→+1.7%、スペインが同+0.1%→+0.8%とプラスであった。足元では、米中貿易摩擦の激化を背景に両国間の貿易が縮小する兆しも見えつつあり、当面の間ユーロ圏の生産は若干の減速を余儀なくされるとみる。



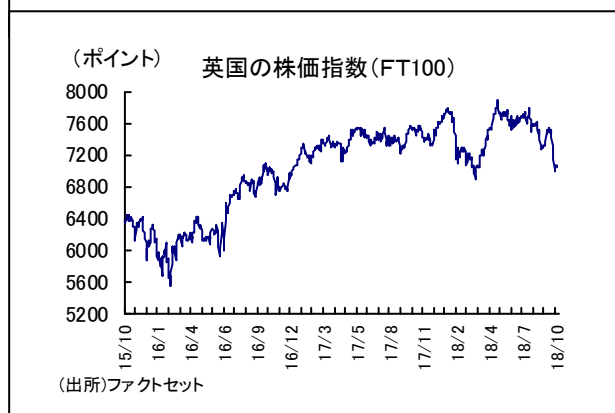
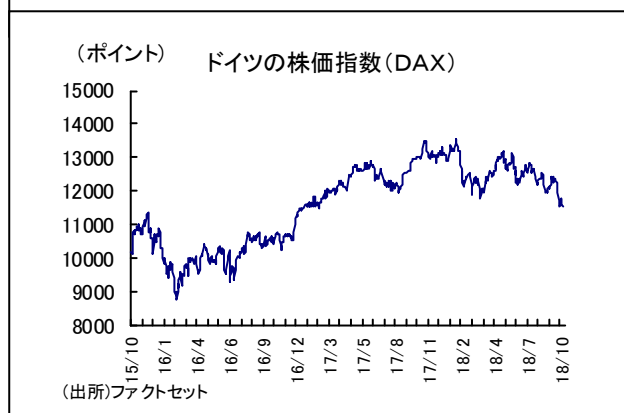
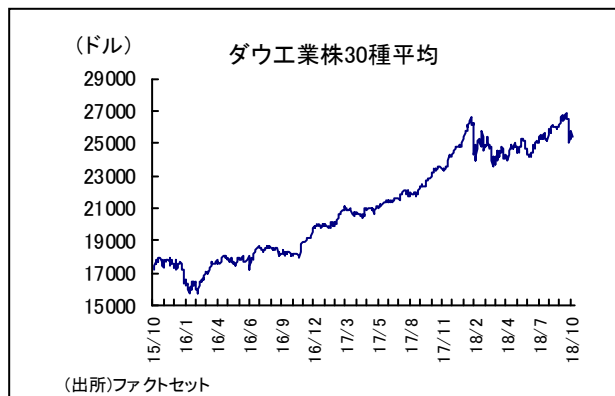
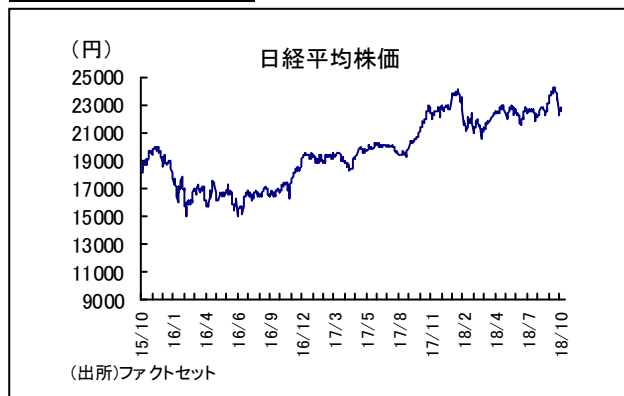
○ 9月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（10月17日）

9月のユーロ圏CPIは前年比+2.1%と、前月の同+2.0%から伸び幅が拡大した。財価格は、エネルギー価格や食品価格の上昇を背景に、伸び幅が拡大した。サービス価格は同+1.3%で伸び幅は変わらなかった。国別では、ドイツが同+1.9%→+2.2%、スペインが同+2.2%→+2.3%と伸び幅が拡大し、フランスが同+2.6%→+2.5%、イタリアが同+1.6%→+1.5%と伸び幅が縮小した。コアCPIはサービス価格の伸びが鈍いことを背景に前年比1%前後での推移が続いているものの、ユーロ圏全体として見れば失業率は低下し、賃金も上向いてきていることから、今後のユーロ圏コアCPIは徐々に上昇に向かうと予想する。

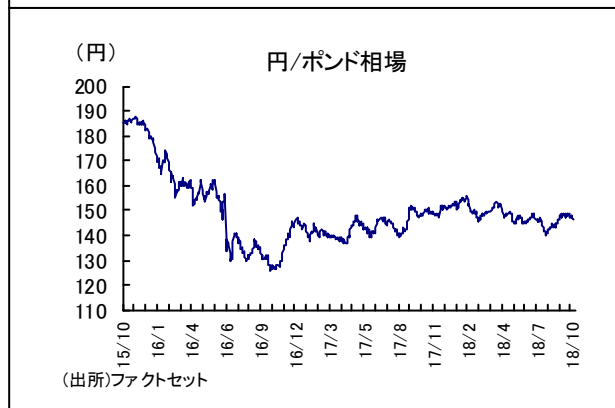
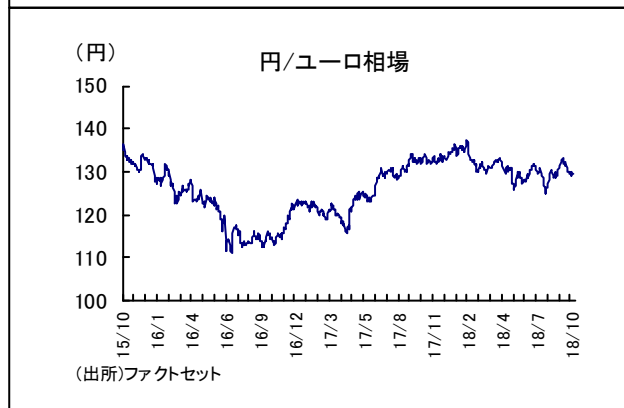
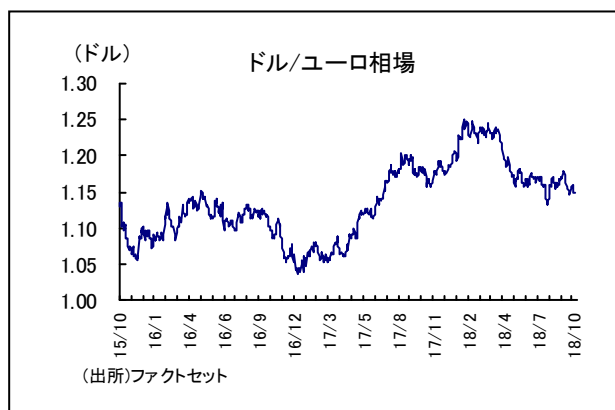
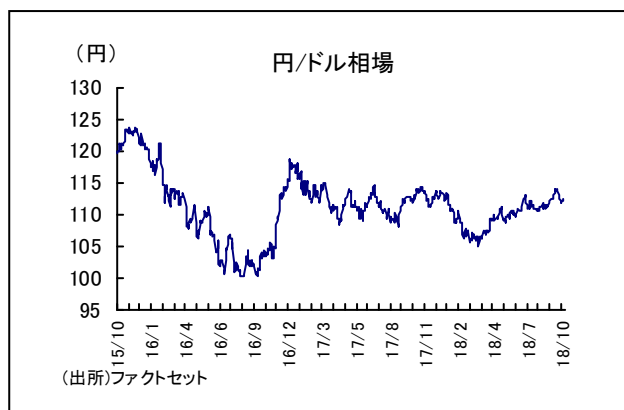


日米欧マーケットの動向 (2018年10月22日現在)

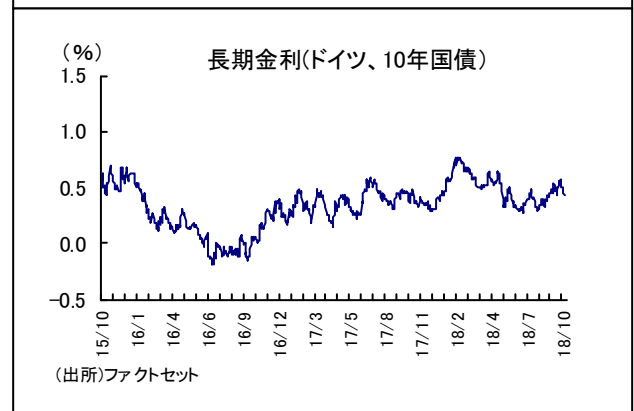
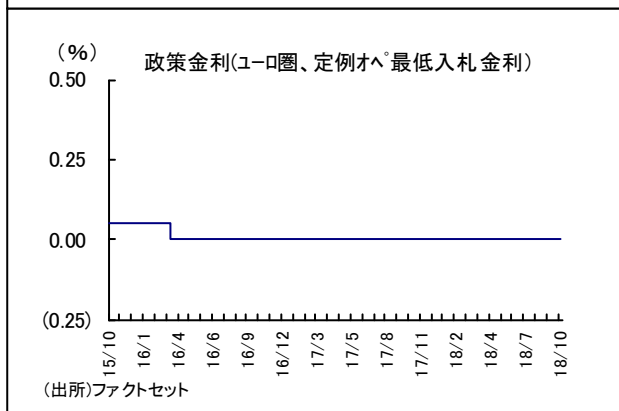
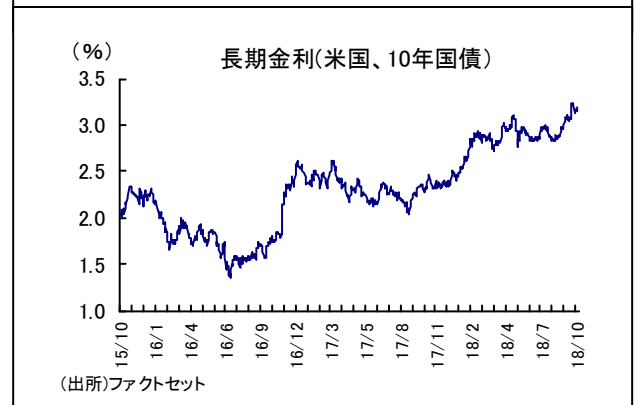
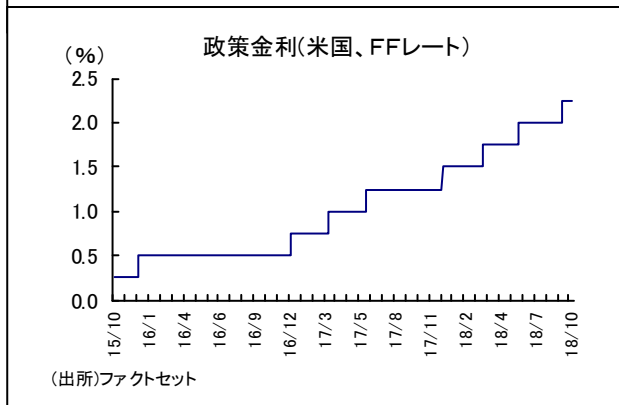
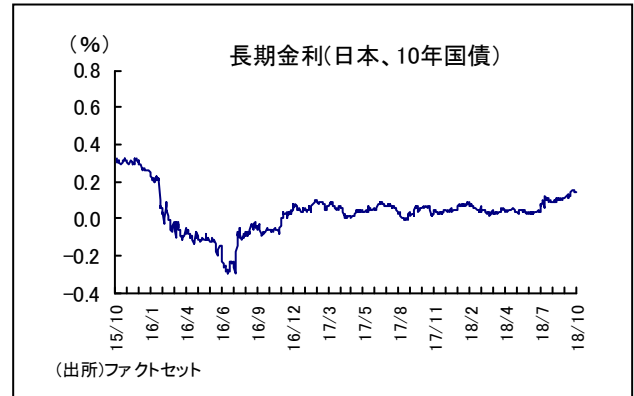
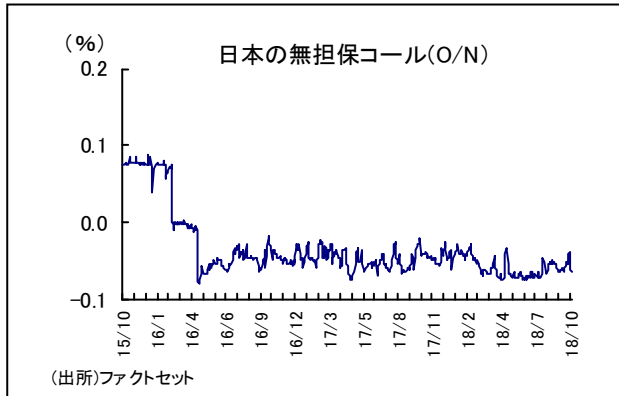
▽各国の株価動向



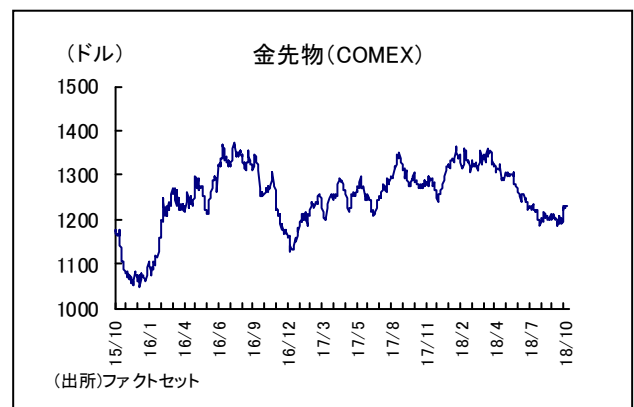
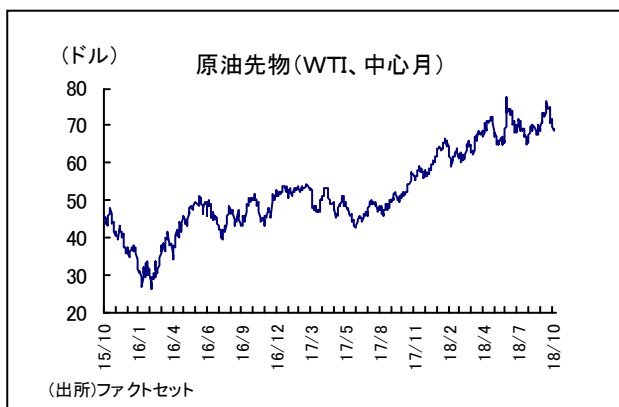
▽外為市場の動向



▽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