



〈フォーカス〉平成の30年は財政悪化の30年

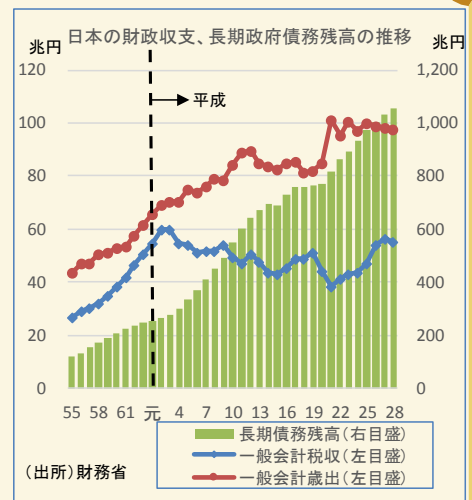
平成の30年間は、財政悪化の歴史である(図表)。平成元年時点では、国と地方の長期政府債務残高は254兆円で、名目GDPの6割程度に過ぎなかった。これがいまや金額ベースで4倍、GDP比で2倍に膨らんでいるのは周知のとおりである。

いわゆる「ワニの口」の広がり具合を見ると、日本の財政悪化には、歳出拡大が止まらないのもさることながら、税収の弱さが大きく影響してきたことがわかる。景気回復でこのところ下顎が上がってきたのには勇気づけられるが、景気は循環する。本来なら景気拡張期にこそ徹底的な歳入・歳出改革を進めるべきだが、すでに6年を費消してしまった。ひとたび景気が失速したら、財政赤字が再び加速度的に悪化し、財政再建が遠い夢であったことが改めて白日のもとに曝け出されることになってしまうのではないか。

税収が右肩下がり推移してきたのは、長期にわたる景気停滞はもちろんだが、数々の減税措置や租税法が半ば恒久化していることが、課税基盤を侵蝕してきたという理由も大きい。住宅減税や中小企業減税はいい例である。住宅ローン減税はもうかれこれ20年以上続いており、今回の税制改正大綱でも、減税期間を現行の10年から13年に延ばすことが決定したばかりである。中小企業の法人税率も、09年度以降、租税法で19%から15%に下げられているが、これも21年3月まで2年延長することが決定済みである。

安倍首相の19年の消費増税の表明については評価できるが、2%の増税に際し、5%のポイント還元という、本末転倒のような事態に陥っている。今のところは9カ月の時限措置ということになっているが、これも恒久化の道をたどる可能性が捨てきれない。そもそも、たった9カ月のために、カード会社や中小小売店にシステム改修投資を強いるのは酷な話である。特例措置の終了後、中小企業にとっては、カード会社への手数料の支払いだけが残ってしまう。消費税対策として結局は需要の前倒しにすぎず、終了時には景気下押し圧力が顕在化することを考えれば、本当にスパッと辞められるのかどうか、疑問視せざるをえない。

政府としては、本格的な景気回復までは手厚い対策が必要という認識かもしれないが、潜在成長率並みの成長が続き、かつ需給ギャップもほぼゼロという現状は、すでに日本経済が本格回復の途上にあることを示している。バブルや高度成長の記憶が残る世代には、ニューノーマルが認識できていないということなのかもしれない。すでに米国景気も余命を見極めなければいけない時期に差し掛かっているが、曲がりなりにも利上げを進めてきた米国と異なり、日本の場合、次の景気後退期に金融政策で景気を支える余地はなく、さらなる財政の大盤振る舞いに頼るしかない。財政問題は依然、眼前にある危機である。(Kodama wrote)



目次

| | | | |
|-----------------------------|---|---------------------------|----|
| 〈フォーカス〉平成の30年は財政悪化の30年..... | 1 | ・米個人消費は緩やかながら増加基調を持続..... | 11 |
| ・経済情勢概況..... | 2 | ・主要経済指標レビュー..... | 14 |
| ・物価目標に逆行する諸対策..... | 3 | ・日米欧マーケットの動向..... | 20 |
| ・企業は足元よりも先行きを強く懸念..... | 6 | | |

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、海外景気が腰折れするとは考えておらず、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、耐久消費財の買い替えサイクルによる需要押し上げなどが下支えするも、月例賃金の高い伸びが見込めないことから、力強さには欠ける展開が続くと予想する。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、更新維持投資や省力化・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。

輸出は米国を中心とした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、原油高による押し上げ効果が薄れることで、消費税の引き上げまでは伸びが鈍化し、2018年度は+0.9%程度、2019年度は+1.2%程度、2020年度は+1.5%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。ただ、今後は2018年の景気を押し上げた大規模減税の効果が徐々に逓減することで、成長ペースは緩やかになると予想する。

個人消費は、所得税減税の効果逓減が見込まれるものの、雇用・所得環境の改善が続くとみられることなどから、緩やかながら回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、雇用環境の改善など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、企業の増益基調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ものの、資本ストックの積み上がりなど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、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれることから増加基調の持続を予想する。ただし、米中貿易摩擦の影響が徐々に顕在化してくることなどから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

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、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ととどまるとみる。

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。輸出は、米国向けを中心に、持ち直しが続くと予想する。

ECBは126月の理事会で、これまで示してきたとおり資産買入れ策の年内終了と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月以降と予想する。

物価目標に逆行する諸対策

携帯電話値下げだけで日銀コアは0%に近づく

物価目標2%の早期達成は、元々アベノミクスの看板政策であった。しかし、当初の期限だった2年はおろか、5年以上経っても全く達成の見込みが立たないにもかかわらず、政府内から日銀の責任を問う声は上がらない。それどころか、最近は政府の方が逆に物価目標の達成に水を差すような政策を次から次に打ち出している。

まずは、携帯電話の料金引き下げである。菅義偉官房長官が8月に「4割程度下げる余地がある」と述べたのをきっかけに、目下、携帯大手各社が対応を迫られているところである。業界最大手のNTTドコモは、10月31日の決算説明会の場で、2019年4～6月に携帯電話の通信料金を2～4割引き下げると発表した。

携帯電話通信料の全国消費者物価指数におけるウェイトは2.3%で、品目別では「持家の帰属家賃」、「電気代」、「民営家賃」に次ぐ第4位となっている。総務省の公表資料によると、移動系通信（携帯電話・PHS等）の大手3社のシェアは89%（NTTドコモ：38.5%、KDDI：27.5%、ソフトバンク：23.0%）である。NTTドコモの値下げを受けて大手他社も追随し、同じく2～4割程度の値下げを実施すると仮定して試算すると、全国消費者物価指数の押し下げ効果は0.2%～0.6%に及ぶ。

もっとも、値下げの軸にするのは「分離プラン」と呼ばれる、携帯電話端末の購入代金と毎月の通信料金を区別した料金プランとなる模様で、利用料金を下げる代わりに端末代金の値引きをなくすなどの対応が見込まれる。従って、押し下げ幅はどちらかというところレンジの前半に着地する可能性が高いとみるが、10月のコアCPI（生鮮除く総合）が前年比+1.0%、日銀版コア（生鮮食品およびエネルギーを除く総合）が同+0.4%という現実を見れば、これだけでもかなり大きな押し下げインパクトになる。

幼児教育無償化でさらに0.5%～0.7%押し下げ

次に、幼児教育の無償化である。消費増税が実施される19年10月から、国民が広く利用している3～5歳の幼稚園、認可保育所、認定こども園の費用が所得制限なしで無償化される。0～2歳についても、当面、住民税非課税世帯を対象として無償化が行なわれる。認可外保育所は上限付きで、その金額は、認可保育所における月額保育料の全国平均額である月額3.7万円（0～2歳については月額4.2万円）となっている。

CPI総合へのウェイトは、幼稚園保育料が0.3%、保育所保育料が0.5%である。仮に全部無償化されると、合計0.8%の下押し圧力となる。0～2歳や認可外については制限がある分、実際の影響はこれより小さくなるが、認可保育所の入所児童数は認可外の10倍以上であること、認可外保育施設の利用料はタイプや所得によって差があるものの、平均で3～5万円程度の水準にあること、年齢別では認可保育所の入所児童の約3分の2が3～5歳であること等を考慮すると、多くが無償化の範囲内に収まると考えられ、総合CPIへの押し下げ圧力はだいたい0.5%～0.7%程度になることが見込まれる。コアCPIへの影響を考えた場合、携帯料金と幼児教育無償化だけで、前年比マイナスに陥る可能性があるということである。現時点で前年比+0.4%にすぎない日銀版コアであれば、マイナスに陥るのはほぼ確実だろう。

そもそも、この幼児教育の無償化策、保育所の供給不足が問題の本質であるにもかかわらず、需

給を余計引き締める政策という意味では最初から方向性を誤っているほか、より保育にお金をかけることのできる富裕層優遇になっているという意味でも、筋の悪い政策である。

外国人労働者拡大は中長期的な押し下げ要因に

携帯料金と幼児教育無償化に加え、中長期的には入管法の改正に伴う外国人労働力増加の影響が加わる。深刻な人手不足を考えれば、外国人労働者の受け入れ拡大はおそらく必要な措置であろう。しかし、本法案は事実上の移民容認に道を開く政策の大転換ともいえるべき要素をはらんでいる。政府は、受け入れを希望する14業種で初年度は4万7,550人、5年間で34万5,150人の受け入れを想定しているが、建前上労働移民を認めてこなかった現状でも、外国人労働者はすでに127万人に達している（17年時点）。この数字とて、届け出に基づく集計分だけであり、実際は無届の業者も多く、公式統計をはるかに上回る外国人労働者が存在する現状を考えると、法改正により今後なし崩し的に増加していく可能性は捨てきれない。

外国人労働者であっても同一労働・同一賃金が適用されることから、本来平均賃金が大きく低下する理由にはならないはずだが、今のところは建前の世界である。大半の企業は安価な労働力を期待しているのに加え、政府も、外国人労働者の身分保障のための法的、制度的インフラの整備をおざなりにしたまま、受け入れの間口のみ広げようとしている。中長期的には、日本人労働者の賃金にまで、裁定による下押し圧力がかかる可能性がある。

そもそも、労働需給がひっ迫していると言っても、いまだに賃金の上昇ペースは鈍い。また、人手不足に陥っている業種、事業所ほど、低生産性・低賃金などが多い。かかる状況下で、安価な労働力の利用可能性が広がることは、こうした業種、事業所におけるIT技術を活用した労働代替投資への意欲を削ぎ、生産性の改善を余計遅らせ、結果として低賃金構造を温存する環境を作りかねない。

日銀としては、足元の労働市場は賃上げの本格化まで胸突き八丁との認識であり、景気回復下でも超金融緩和政策を維持し、「日本版高圧経済」とでも言うべき環境を作り出すことで、賃金と物価の上昇圧力につなげようとしてきた。ところが、政府は側面支援どころか、後ろから鉄砲を打つような政策を次々に繰り出していることになる。

政府はもはや物価目標を重視していないが

政府がもはや物価目標の達成を重視していないのは確かで、それは、安倍首相の10月14日の自民党総裁選討論会における発言にも現れている。安倍首相は、「2%の物価安定目標は、デフレ脱却に向けた一つの指標としてめざすが、目的は実体経済、つまり雇用を良くしていくことだ」と述べた。かつて、日銀法改正までちらつかせて白川前総裁に採用を迫った目標が、いつの間にか「一つの指標」に格下げされており、最終目標は雇用だと明言している。至極もったいな見解だが、これまではそうした言い方はしてこなかった。

本来であれば、物価目標未達の責任者である黒田氏を日銀総裁に再任したこと自体、首相の評価軸が変わったことを示していよう。目標未達でも評価が下がらない黒田総裁自身にとっては幸いだが、日銀としては、過去の政策と整合性を保ちつつ、振り上げたこぶしをおろす方法を考えていかなければならない苦しさがある。安倍首相に近いリフレ派経済学者も、いつの間にか次々にオールドケインジアン（財政重視）に鞍替えするなど、いまや日銀は完全にハシゴを外された形になっている。

もちろん、携帯料金や幼児教育無償化の物価押し下げのベース効果は、1年経てば剥落する。そ

うはいつでも、この間、コアCPIや日銀版コアCPIがマイナスに沈むなかで、日銀が出口に向けた政策修正に踏み切れば、「日銀、デフレ下で出口に舵を切る」といったたぐいの論評が飛び交うのは確実である。見栄えも聞こえも悪く、アカウントビリティの確保は難しくなる。

進むも退くも厳しい日銀

かといって、出口に向けた微修正を行なうたびに、他の政策を付け足して金融緩和の強化に見せかけたりする手法（7月の方法）や、「総括検証」といった言い訳集を付ける手法（YCC導入時の方法）は、そうそう何でもできるものではない。すでに、市場関係者の大半は、日銀の本音と建前のかい離を見抜いており、これからは自らの信任を削り取りながら行なう作業になる。次回の修正は、マイナス金利の撤廃を含めたある程度大きなものにならざるを得ないのではないかとみるが、腹をくくって副作用の増大を政策変更の理由と認めるのか、あくまで緩和強化の建前を維持するのか、それとも明確なアナウンスのないままなし崩し的な政策変更を図るのか、日銀は苦しい選択を迫られることになりそうである。もちろん、その前に米景気がこのまま失速に向かえば、出口どころか、追加緩和という、無い袖を振らなければならない羽目に陥る。いずれにしても道のりは厳しい。（担当：小玉）

企業は足元よりも先行きを強く懸念

大企業・製造業の現状判断DIはいったん下げ止まり

12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+19と、9月調査から横ばいとなり、悪化傾向にいったん歯止めがかかった形となった(図表1、2)。これは、1ポイントの悪化だった市場予想を1ポイント上回った。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6業種、悪化が6業種、横ばいが4業種という結果。

(図表1)日銀短観業況判断DI

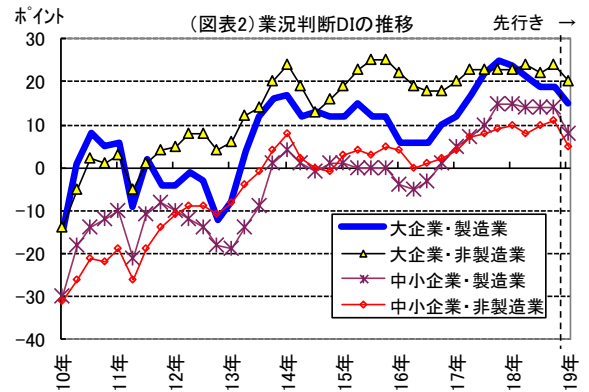
| | 9月調査実績 | | 12月調査実績 | | | | 12月調査の当社予測値 | | | |
|------|--------|-----|---------|----|-----|----|-------------|----|----|----|
| | 9月 | 12月 | 12月 | | 3月 | | 12月 | | 3月 | |
| | 最近 | 先行き | 最近 | 変化 | 先行き | 変化 | 予測 | 変化 | 予測 | 変化 |
| 大企業 | 21 | 20 | 21 | 0 | 18 | ▲3 | 19 | ▲2 | 18 | ▲1 |
| 製造業 | 19 | 19 | 19 | 0 | 15 | ▲4 | 18 | ▲1 | 17 | ▲1 |
| 非製造業 | 22 | 22 | 24 | 2 | 20 | ▲4 | 21 | ▲1 | 20 | ▲1 |
| 中小企業 | 12 | 7 | 12 | 0 | 6 | ▲6 | 9 | ▲3 | 8 | ▲1 |
| 製造業 | 14 | 11 | 14 | 0 | 8 | ▲6 | 12 | ▲2 | 10 | ▲2 |
| 非製造業 | 10 | 5 | 11 | 1 | 5 | ▲6 | 9 | ▲1 | 6 | ▲3 |

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

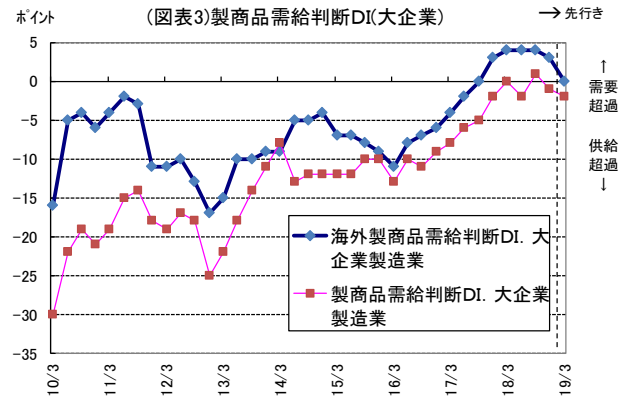
夏場に相次いだ自然災害の影響が一巡したことや、原油安に伴う交易条件の改善、輸出企業にとっては想定為替レートが109.41円/ドルと、9月調査の107.40円/ドルから2円程度円安方向に修正されたことも押し上げ要因となったが、米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念が下押し要因となり、両方向の力が拮抗した結果としての横ばいとみられる。素材、加工別では、素材業種が1ポイントの改善、加工業種が1ポイントの悪化となっている。

需給判断の悪化が下押し、交易条件の改善は下支え

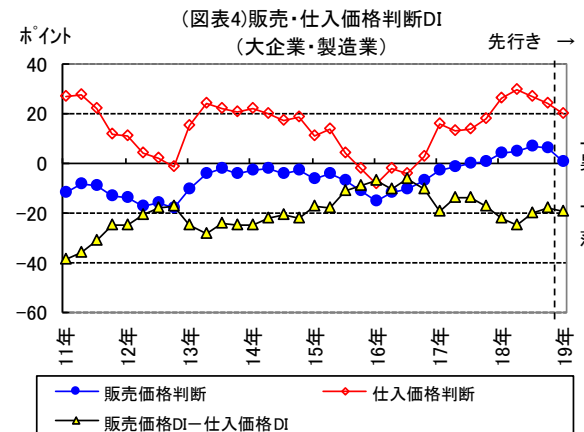
大企業・製造業のうち、業況判断DIの下落幅が大きかった業種は、木材・木製品(+12→±0、▲12)、生産用機械(+48→+40、▲8)、非鉄金属(+18→+12、▲6)、業務用機械(+18→+13、▲5)などである。木材・木製品はもともときわめて振れの大きい業種だが、他の業種は主として中国を中心とした世界需要の減退を懸念した形と考えられる。逆に上昇幅の大きかった業種は、石油・石炭製品(+13→+25、+12)、造船・重機等(▲3→+4、+7)といったところ。石油・石炭製品については、9月が▲18ポイントの大幅悪化だった反動という側面が大きいとみられる。先行きは▲12ポイントと、現状の改善幅と同じだけ悪化しており、業況の改善トレンドが示されているわけではない。造船・重機等は、10期ぶりのプラス圏浮上となった。造船については、環境規制強化の影響で、世界的に造船需要が上向していることを反映していよう。重機については、都市部の建設需要のほか、国内の災害の復興需要等を一部反映している可能性もある(図表5、6)。



(出所)日銀「短観」



(出所)日銀「短観」



(出所)日銀「短観」

大企業・製造業の国内での製商品・サービス需給判断は2ポイントの悪化、海外での製商品需給判断は1ポイントの悪化で、国内の需給判断の悪化幅がより大きい(図表3)。ただ、加工業種に限れば国内が1ポイントの悪化、海外が3ポイントの悪化で、貿易摩擦に伴う海外需要の減少が業況の下押し圧力として働いている様子がうかがえる。一方、大企業・製造業の販売価格判断DIは1ポイントの低下なのに対し、仕入価格判断DIは3ポイントの低下で、交易条件が2期連続で改善しているのは、業況の下支えになっている(図表4)。

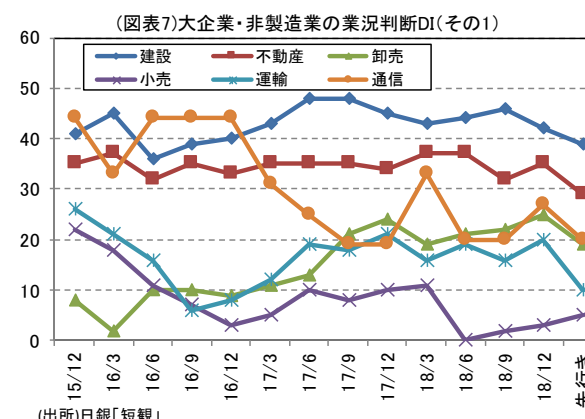
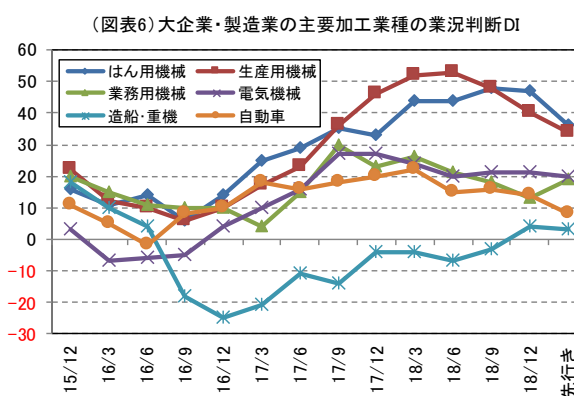
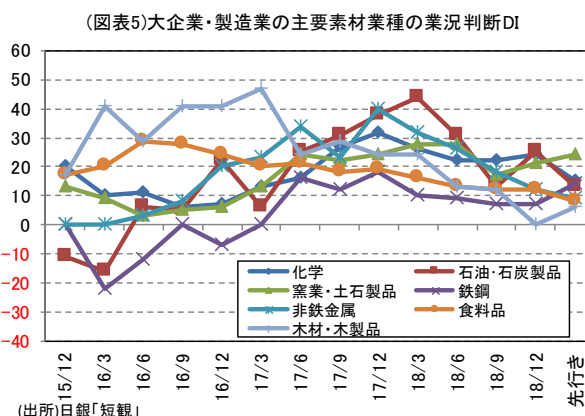
先行きは海外景気への不安が下押し要因

大企業・製造業の3月の先行き判断DIは、12月から4ポイント大きく悪化の▲15となった。こちらは市場予想を2ポイント下回り、大企業・製造業の先行きへの懸念の強さを示した。主要16業種中、悪化が12業種、改善が4業種という結果。素材・加工別では、素材業種が3ポイントの悪化、加工業種が4ポイントの悪化となっている。悪化幅が大きかったのは、石油・石炭製品(+25→+13、▲12)、はん用機械(+47→+36、▲11)、化学(+24→+15、▲9)、金属製品(+18→+10、▲8)といったところ。石油・石炭製品は、足元で軟調な推移に転じた原油価格の影響か。他の業種は主として海外の需要減への懸念を反映した形と考えられる。実際、大企業・製造業の国内での製商品・サービス需給判断の先行きは1ポイントの悪化なのに対し、海外での製商品需給判断の先行きは3ポイントの悪化となっており、海外需要への懸念が、先行き判断DIの下押し圧力になっている様子がうかがえる。

大企業・非製造業は予想外の2ポイント改善

大企業・非製造業の現状判断DIは+24と、9月から2ポイントの改善となり、1ポイントの悪化だった市場予想を3ポイント大きく上回った。業種別に見ると、主要12業種中、9業種で改善、2業種で悪化、1業種で横ばいという結果。改善した9業種の中なかでは、通信(+20→+27、+7)、運輸・郵便(+16→+20、+4)、情報サービス(+31→+35、+4)、対個人サービス(+33→+37、+4)等の改善幅が比較的大きい(図表6、7)。

通信については、コスト削減の進展や、システムインテグレーション事業の拡大に伴う収益の改善を反映している可能性がある。ただ、期待されていたiPhoneの新型機種については伸び悩みが伝えられているほか、携帯電話料金の値下げの影響への不安感などから、先行き判断DIについては7ポイントの悪化となっている。運輸・郵便や対個人サービスも先行きは10ポイントの悪化となっ



おり、けん引役となった業種でも、業況感が安定しているわけではない。運輸は、人件費の価格転嫁の進展等が国内運輸の足元の業況を支えている一方、貿易摩擦への懸念が海運を中心に先行きの業況の下押し圧力となっている可能性がある。現状判断が悪化したのは、建設(+46→+42、▲4)、物品賃貸(+15→+12、▲3)の2業種。人手不足による工期の遅れのほか、土地・建物に一体で投資する個人投資家向けの銀行の融資姿勢が厳しくなっていることが影響している可能性もあろう。

大企業・非製造業の先行き判断DIは、製造業同様、4ポイントの悪化となっている。上述の運輸・郵便(+20→+10、▲10)、対個人サービス(+37→+27、▲10)のほか、電気・ガス(+10→±0、▲10)も二桁の悪化となっている。電気・ガスについては、自然災害による停電や設備破壊の収益への影響、世界景気の不透明感にもかかわらず円安トレンドに変化の兆しが見えないこと、電力自由化に伴う競争激化への懸念等を反映している可能性がある。

中小企業も先行きを懸念

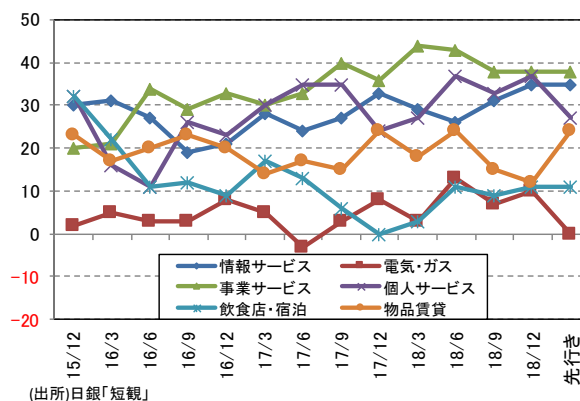
中小企業に目を向けると、まず、中小企業・製造業の現状判断DIは+14と、9月調査から横ばいとなった。2期連続の横ばいで、これは市場予想を1ポイント上回った。主要16業種中、改善が9業種、悪化が5業種、横ばいが2業種という結果。素材、加工とも1ポイントの改善となっている。改善した業種のなかでは、石炭・石油製品(▲23→▲7、+16)が、悪化した業種のなかでは業務用機械(+24→+16、▲8)が目立つ。先行き判断DIは6ポイントの大幅悪化で、16業種中6業種が二桁の悪化となっており、大企業同様、先行きへの懸念が強い。

中小企業・非製造業の現状判断DIは+11で、9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、10業種で改善、2業種で悪化。ただし、先行きは製造業同様6ポイントの大幅悪化となっている。製造業よりも海外景気の恩恵が小さく、かつ大企業よりも人手不足が深刻な中小非製造業にとって、持続的な業況の改善は苦しくなっている。

設備投資計画は強いが

2018年度の大企業・製造業の設備投資計画は前年比+15.6%となり、昨年同時期の同+10.2%を大きく上回った(図表9)。全規模全産業では前年比+10.4%で、いずれも、12月調査としては、金融危機直前の2006年以來の高水準となっている(図表10)。好業績を背景とした大企業の設備投資意欲は今のところきわめて強く、法人企業景気予測調査等でも同様の傾向が確認できる。ただ一方で、機械受注は輸出企業中心に弱含む兆しがみられるほか、海外景気の本質的な弱まりが弱まるなかで、設備投資が一段と伸びることにより、ストック調整が一巡する時期が

(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・前年度比)

| | 17年度実績 | 18年度 | | | | |
|------|--------|------|-------|-------|-------|---------|
| | | 3月調査 | 6月調査 | 9月調査 | 12月調査 | 12月当社予測 |
| | % | % | % | % | % | |
| 全規模 | 4.4 | ▲0.7 | 7.9 | 8.5 | 10.4 | 9.1 |
| 製造業 | 6.3 | 6.0 | 16.0 | 16.5 | 15.4 | 14.9 |
| 非製造業 | 3.4 | ▲4.5 | 3.3 | 4.0 | 7.5 | 5.4 |
| 大企業 | 4.1 | 2.3 | 13.6 | 13.4 | 14.3 | 13.2 |
| 製造業 | 6.3 | 4.9 | 17.9 | 17.5 | 15.6 | 15.0 |
| 非製造業 | 2.9 | 0.8 | 11.2 | 11.0 | 13.5 | 11.8 |
| 中小企業 | 0.6 | 2.3 | ▲11.8 | ▲8.4 | ▲3.7 | ▲3.8 |
| 製造業 | ▲1.0 | ▲2.7 | 7.6 | 11.6 | 15.2 | 12.1 |
| 非製造業 | ▲0.5 | 5.0 | ▲21.2 | ▲18.1 | ▲12.8 | ▲10.4 |

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

早まるリスクも出てきている。生産・営業用設備判断DIは、大企業・製造業、全規模・全産業とも横ばいで（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）、設備不足感の高まりには歯止めがかかった形となっている（図表11）。維持・補修への投資や省力化投資、研究開発投資への需要は依然根強いとみられるものの、設備投資のピークアウトの時期について、慎重に見極めるべき時期に差し掛かっているのかもしれない。

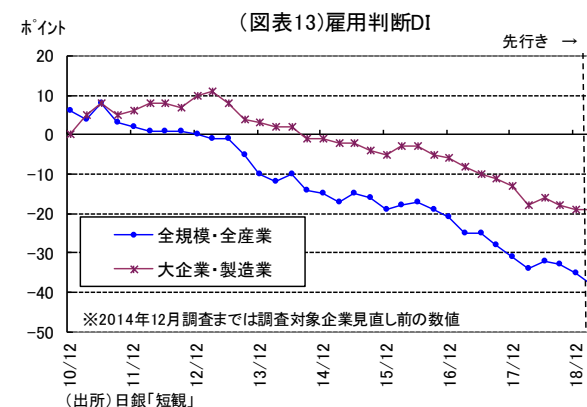
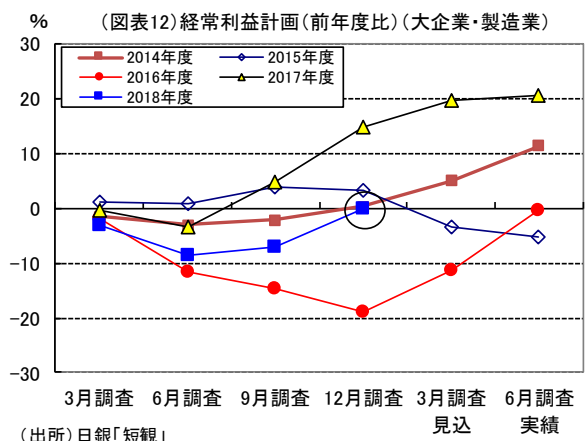
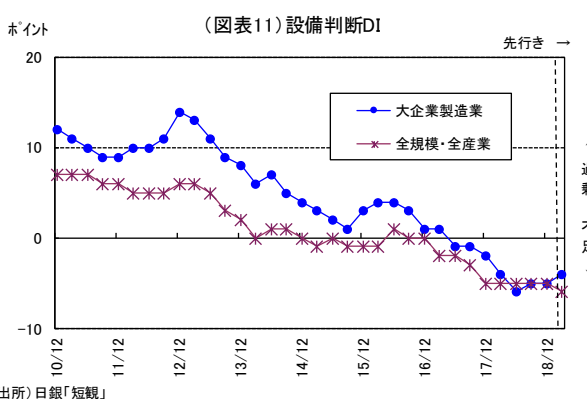
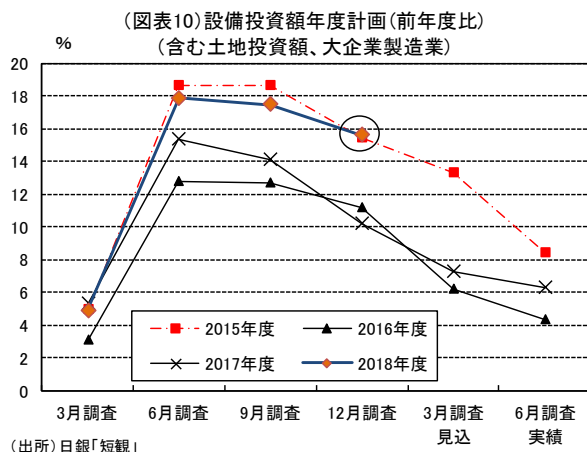
人手不足感に拍車

2018年度の大企業・製造業の経常利益計画は+0.1%で、9月調査から+7.6%の大幅上方修正となった（図表12）。大企業・非製造業は同▲1.7%（修正率+0.7%）、全規模・全産業ベースでは▲0.8%（同+2.9%）という結果。大企業・製造業の計画は、昨年同時期の+15.0%は大きく下回っているものの、足元の円安トレンドが維持できれば、さらなる上方修正につながる可能性もある。

雇用人員判断DI（過剰-不足）は、全規模・全産業ベースで▲35と、9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、図表13）。全規模・製造業は1ポイントの低下、非製造業は2ポイントの低下となっている。全規模・全産業の先行きは3ポイントの低下で、先行き人手不足はいっそう厳しさを増すとの見通しとなっている。特に、全規模・非製造業の先行きDIは▲43ポイントという記録的低水準に達しており、非製造業にとっては、人手不足感が引き続き業況の下押し圧力になり続けると考えられる。

次回も軟調なトレンドは変わらずか

今回の日銀短観では、大企業・製造業の現状判断DIの悪化傾向にはいったん歯止めがかかったものの、非製造業や中小企業まで含め、先行きには強い懸念を抱いている様子が示された。足元の下げ止まりも、自然災害の影響一巡という要因が大きく、軟調なトレンド自体は続いているとみられる。今後については、まず、軟調な原油相場や円相場は、全体としては業況感の下支えにつながるとみられる。大企業・製造業の想定為替レートは、足元の水準との比較でなお4円前後円高水準にある。一方で、人手不足の加速は、非製造業を



中心に引き続き業況の下押し要因になるほか、米中通商交渉やブレグジットといったイベントも、あく抜け感に繋がる展開は期待しにくく、3月の大企業・製造業の業況も、良くて横ばい圏内にとどまる可能性が高い。（担当：小玉）

米個人消費は緩やかながら増加基調を持続

足元の個人消費は堅調推移

米国の個人消費は堅調推移が続いている。商務省が発表した10月の実質個人消費支出は前月比+0.4%と8ヵ月連続で増加した(図表1)。

全米小売業協会(NRF)によれば、今年の年末商戦における小売売上高予想は前年同期比+4.3~4.8%と、リーマン・ショック以降で最大の伸びとなった昨年の同+5.3%からは鈍化するものの、過去5年平均の伸びである同+3.9%を上回る堅調な結果が見込まれている。同協会によれば、雇用の増加、賃金の改善、家計純資産の拡大などが個人の消費意欲と能力を増進させるとの見立てである。足元のオンライン経由の売上高をみると、11月22日(木)の感謝祭を皮切りに本格化した年末商戦は、ブラックフライデー、サイバーマンデーなど、注目されるそれぞれのタイミングでいずれも前年の売上高を上回る結果となっており、好調なスタートを切った様子がうかがえる(図表2)。

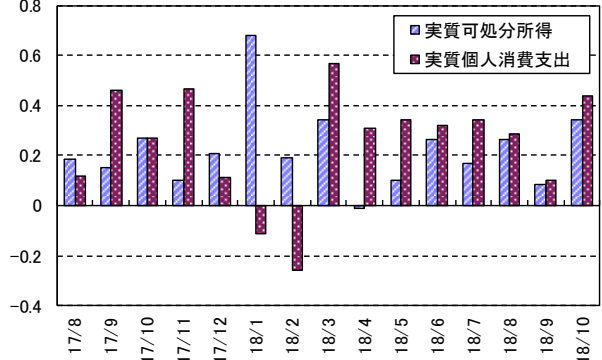
消費マインドの改善が後押しに

前掲図表1では、可処分所得の伸びを上回って消費支出が拡大しており、家計が積極的に消費を行っている姿が示されている。家計の消費マインドを表わす消費者信頼感指数も、約18年ぶりの高い水準で推移しており、消費意欲が旺盛な様子がうかがえる(図表3)。トランプ大統領が打ち出した税制改革法案が成立した2017年末を100とし、大統領選が行なわれた2016年11月以降の同指数を所得階層別に見ると、ペースに差こそあれ、どの階層も改善傾向で推移している(図表4)。トランプ大統領の減税策は主に富裕層をターゲットにしていると言われてきたが、雇用・所得環境の改善と相まって、特に低所得者層でマインドの改善が目立っており、消費の増加に寄与している。

期待指数の動きは鈍い

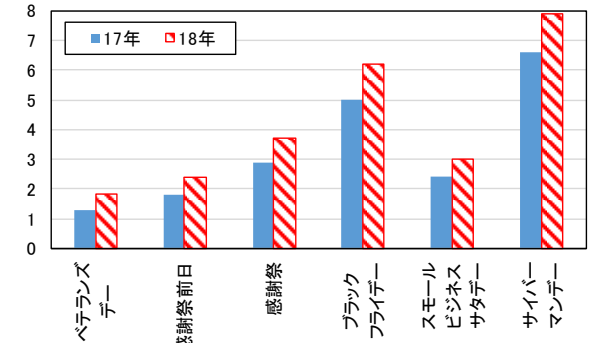
もともと、同指数の上昇は現況指数による押し上げが大きく、今後の消費を占ううえでより重要な期待指数は、大統領選が行なわれた2016年11月に急

(図表1)実質可処分所得と個人消費支出(前月比)



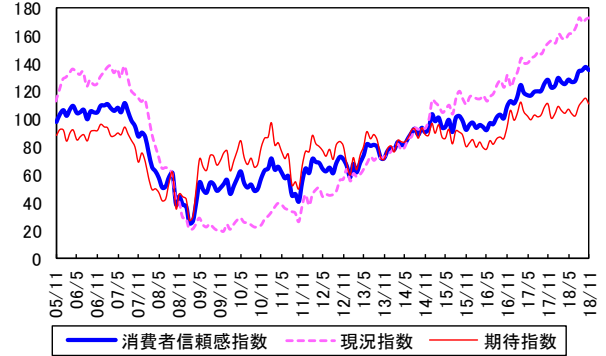
(出所)米商務省

(図表2)オンライン経由の売上高の推移



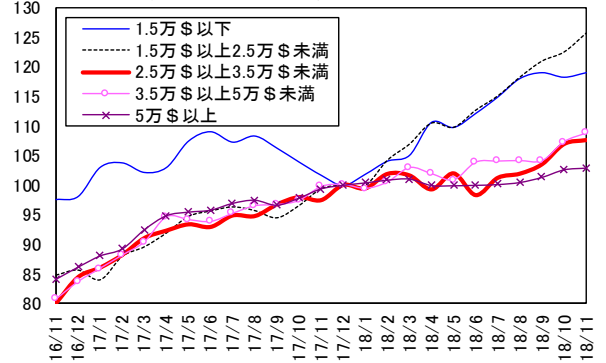
(出所) adobe

(図表3)消費者信頼感指数の推移



(出所)米コンファレンスボード

17/12=100 (図表4)所得階層別消費者信頼感(6ヵ月移動平均)



(出所)米コンファレンスボード

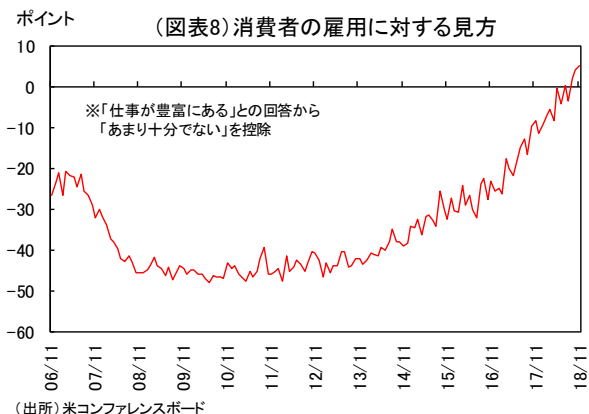
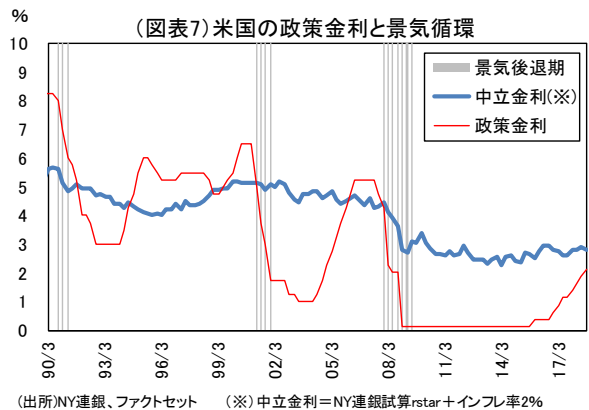
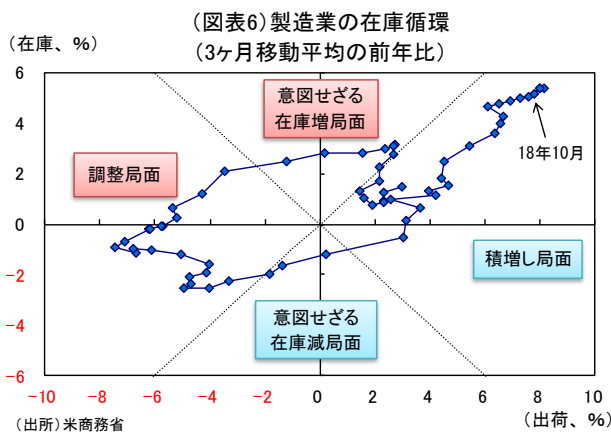
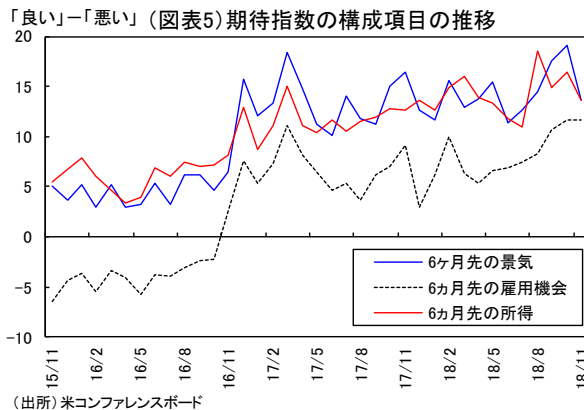
上昇したものの、その後は緩やかな動きが続いている（前掲図表3）。同指数は6ヵ月先の景気、雇用機会、所得に対する見方によって構成される。「良い」という見方から「悪い」を引いた数値をみると、2016年11月以降、3項目ともきわめて緩やかな上昇にとどまっており、主たるけん引役が見当たらない状況にある（図表5）。

今後は減税効果が徐々に逡減するフェーズに入るほか、住宅投資が弱含むなど、FRBの利上げによる影響が顕在化してきていることから、米国景気の成長ペースは次第に鈍化することが予想され、期待指数の動きは一段と抑制されることが見込まれる。足元では、2-5年スプレッドがマイナスに転じるなど逆イールドが示現したことや、パウエル議長をはじめ、最近のFRB高官の講演内容が以前と比較してハト派化したことから米国景気の先行き不安が広がっており、株価も10月初旬以降、1割程度下落している。

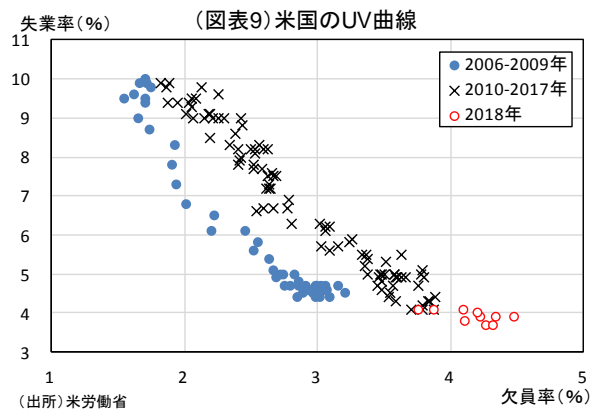
消費マインドは底割れ回避へ

ただ、貿易摩擦懸念が熾り、株価が急落するなかでも11月のISM製造業、非製造業景況指数はともに前月から上昇し、企業マインドの堅調ぶりが示されている。在庫循環をみても、企業は積極的に在庫を積み増す局面にあることから、すぐに景気後退局面入りする可能性は低い（図表6）。1990年以降で振り返ると、景気後退局面が訪れるのは政策金利が中立金利を上回って引き上げられた数年後である（図表7）。現状、政策金利は中立金利を下回って推移しており、FRBの利上げ余地が残っている段階と考えられることから、景気の先行きに対する市場の見方は悲観に振れ過ぎている可能性が高い。今後、期待指数における6ヵ月先の景気に対する見方が弱まったとしても、限定的なものにとどまろう。

一方、6ヵ月先の雇用機会や所得については底堅い推移が続く見込みである。「仕事が豊富にある」との回答から「あまり十分でない」との回答を差し引いた数値は約18年ぶりの高水準となっており、労働市場のひっ迫ぶりを示している（図表8）。米国のUV曲線を見ると、景気拡大が続くなかで雇用



のミスマッチが強まっており、企業が欲しい人材を思うように獲得できない状況にあることが確認できる（図表9）。労働需給がひっ迫するなかでのミスマッチの拡大は、賃金の押し上げに繋がる要因となり得る。技術革新に伴い、資本による労働代替が進んでいることや、グローバル化により国際分業が進んでいることなどが賃金の伸びを抑制する要因となるものの、賃金の伸びが失業率の動きに半年程度遅行する傾向があることを踏まえれば、伸び幅は緩やかなペースながら拡大することが予想される。消費マインドは底堅く推移することが見込まれ、2019年の個人消費は緩やかながら増加基調をたどると予想する。（担当：大広）

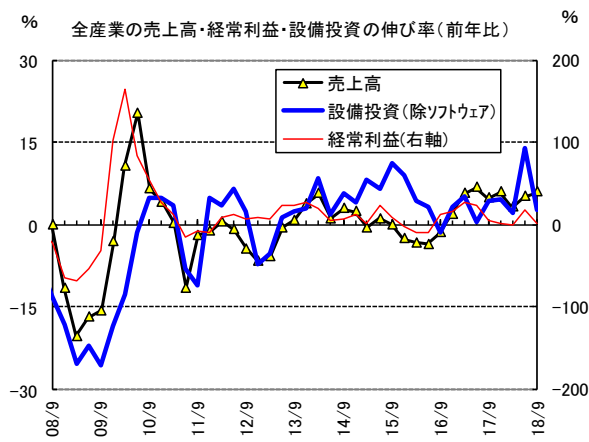


主要経済指標レビュー (12/3~12/14)

《日本》

○ 7-9月期法人企業統計 (12月3日)

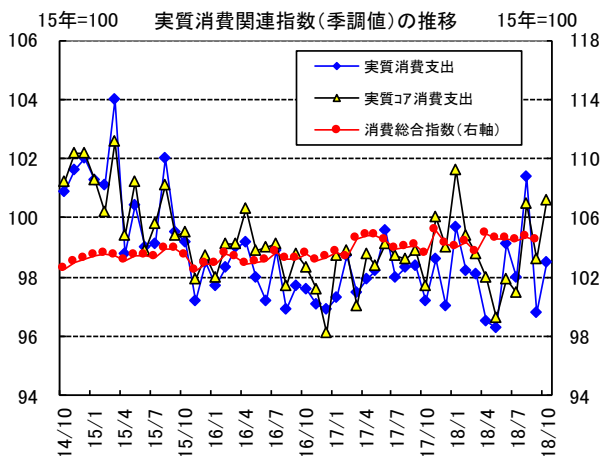
7-9月期の法人企業統計では、売上高が前年比+6.0%と8四半期連続の増収、経常利益は同+2.2%と9四半期連続の増益を維持したが、季節調整済前期比ベースの経常利益が3四半期ぶりのマイナスとなるなど、モメンタムの陰りが示される結果であった。もっとも、海外景気が腰折れするとは考えておらず、基本的には堅調な海外需要にけん引される形で、輸出の増加等が期待でき、企業収益は均せば増益基調で推移すると予想する。設備投資(土地・ソフトウェアを除く)は8四半期連続のプラスを維持したものの、4-6月期から大きく減速し、設備投資の一服感が示された。ただ、今後については、雇用者不足を受けた合理化・省力化投資などが引き続き押し上げ要因になると見込む。



(出所)財務省「法人企業統計」

○ 10月家計調査 (12月7日)

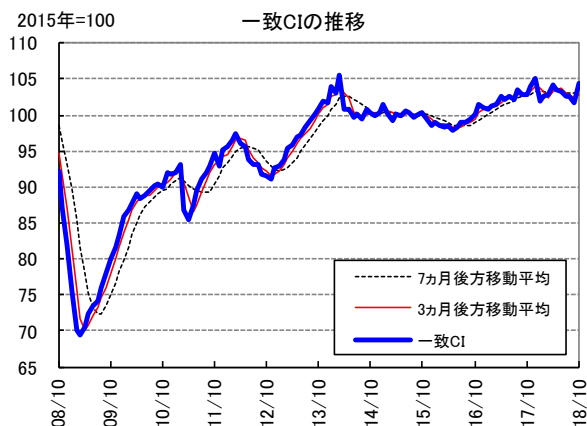
10月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比▲0.3%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は同▲2.4%と4ヵ月連続のマイナス、実質消費支出は同▲2.9%と3ヵ月ぶりのマイナスとなった。平均消費性向は70.0%と前月比+0.1ポイント上昇した。気温が高めに推移し秋冬物衣料の販売が落ち込んだことや、休日が前年よりも1日少なかったことなどが押し下げ要因になったとみられる。今後の個人消費については、耐久消費財の買い替えサイクルによる需要押し上げなどから回復基調で推移するとみている。ただ、月例賃金の力強い伸びが期待できないことから、回復ペースは引き続き緩慢なものにとどまると予想する。



(出所)総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」

○ 10月景気動向指数 (12月7日)

10月の景気動向指数では、一致CIが104.5(前月差+2.9ポイント)と、2ヵ月ぶりに上昇した。内閣府の基調判断は、前月に下方修正された「足踏みを示している」が維持された。個別系列では、7系列中6系列が押し上げに寄与しており、鉱工業用生産財出荷指数、商業販売額(卸売業)、投資財出荷指数(除輸送機械)などのプラス寄与が大きかった。先行CIは100.5(前月差+0.9ポイント)と、こちらも2ヵ月ぶりに上昇した。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、米国を中心とした堅調な海外景気や、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。

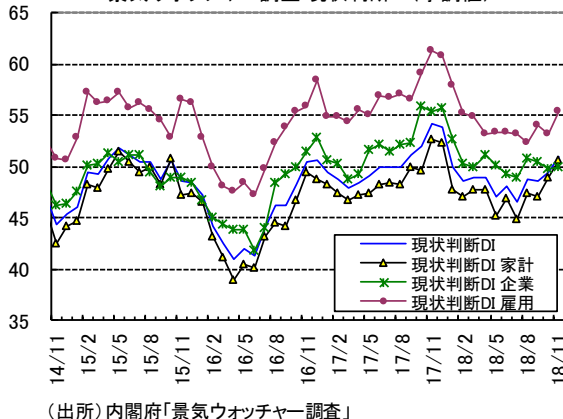


(出所)内閣府「景気動向指数」

○ 11月景気ウォッチャー調査 (12月10日)

11月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が51.0と、先月から+1.5ポイントと2ヵ月連続で改善し、節目の50を11ヵ月ぶりに上回った。内訳を見ると、家計DI、企業DI、雇用DIすべてが改善した。地域別では、9月に発生した地震の影響で落ち込んでいた北海道が、先月から+11.4ポイントと急速に改善し、全体の押し上げに寄与した。基調判断は「緩やかに回復している」に上方修正された。先行き判断指数は前月から+1.6ポイントの52.2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、「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、年末年始のイベント等への期待がみられる」とまとめられている。

ポイント 景気ウォッチャー調査 現状判断DI(季調値)

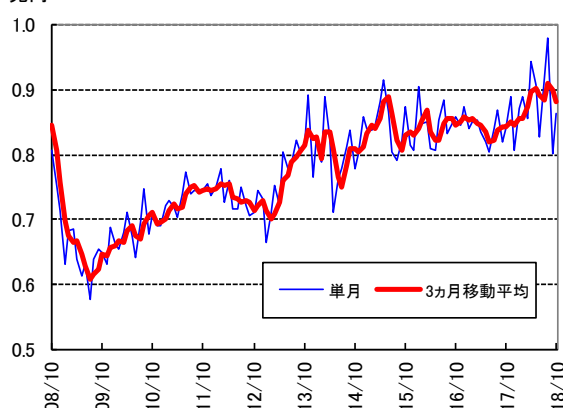


(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

○10月機械受注 (12月12日)

10月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比+7.6%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。ただ、基調判断は「機械受注は、持ち直しの動きに足踏みがみられる」に下方修正された。9月は7-8月の反動減に加え、台風21号・北海道胆振東部地震といった自然災害による影響もあって大きく落ち込んでいたが、そこからの戻りは鈍かった。もっとも、法人企業景気予測調査では、10-12月期の設備投資が底堅く推移する可能性が示唆されていたほか、2018年度の各種設備投資計画を見ると、企業の投資意欲は旺盛である。機械受注はもとより振れの大きい統計であり、トレンドの見極めは慎重に行なう必要はあるが、増加基調自体は崩れておらず、設備投資の緩やかな回復傾向は続くと予想する。

兆円 機械受注(船舶・電力を除く民需)の推移

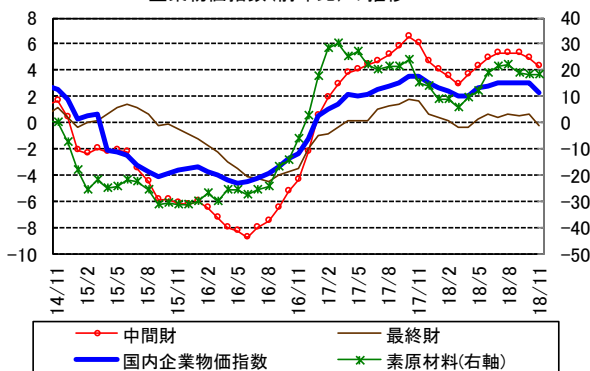


(出所)内閣府「機械受注統計」

○ 11月企業物価指数(速報値、12月12日)

11月の国内企業物価指数は前年比+2.3%と、23ヵ月連続のプラスとなり、伸び幅は10月の同+3.0%から縮小した。前月比で押し上げに寄与した項目は、電力・都市ガス・水道、農林水産物など。一方、押し下げに寄与した項目は、石油・石炭製品や化学製品などで、原油相場が下落した影響が出た。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比+0.8%→+0.5%、輸入物価は同+9.8%→+9.5%と、10月から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、10月以降の原油価格の下落を受け、過去の燃料価格が遅れて反映される電力価格の伸びも鈍化すると考えられ、企業物価の伸びは鈍化傾向で推移するものとみている。

% 企業物価指数(前年比)の推移

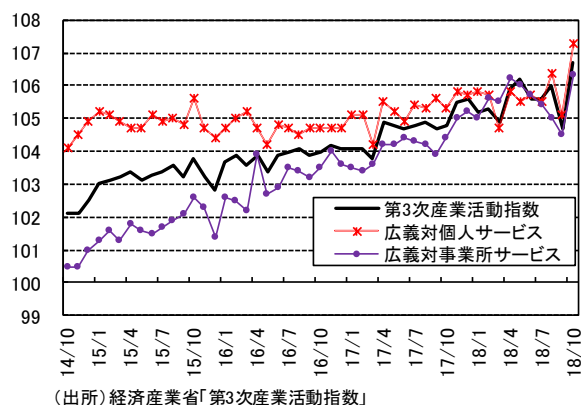


(出所)日銀「企業物価指数」

○ 10月第3次産業活動指数（12月12日）

10月の第3次産業活動指数は前月比+1.9%と、2ヵ月ぶりにプラスとなり、基調判断は「足踏みがみられる」から「持ち直しの動きがみられる」に上方修正された。全11業種のうち9業種が上昇し、2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卸売業で、同+5.2%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。一方で、医療、福祉が同▲0.2%と2ヵ月連続のマイナスとなった。自然災害による物流網の混乱や家計の外出手控えを背景に落ち込んだ9月から持ち直しの動きがみられ、今後についても、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。

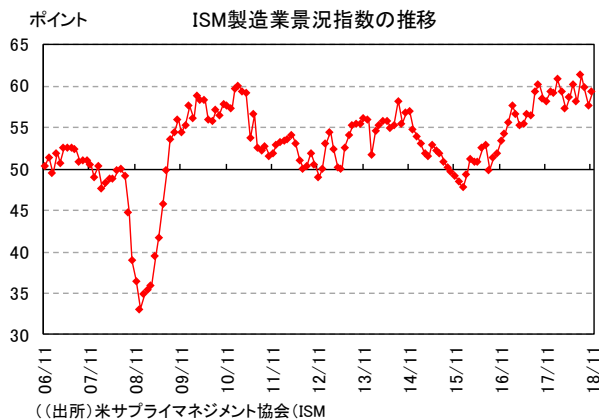
2010年=100 第3次産業活動指数の推移(季調値)



《米 国》

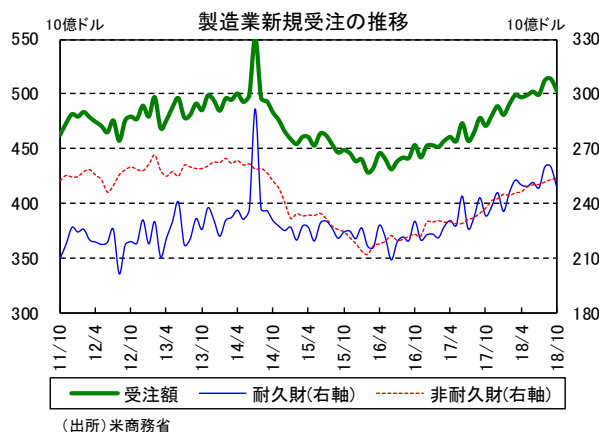
○ 11月ISM製造業景況指数 (12月4日)

11月のISM製造業景況指数は59.3と3ヵ月ぶりに上昇した。構成項目別に見ると、リードタイムが前月から低下する一方、生産、新規受注、雇用、在庫が上昇した。業種別に見ると、調査した18業種中13業種で拡大が報告され、幅広い業種で業況が改善している様子が示されたが、このところ縮小を報告する業種も散見されるようになってきた。公表資料で示された回答者のコメントを見ると、受注がしっかりしているとの声が聞かれる一方、ビジネス活動が弱まる兆しを指摘する意見もみられたほか、供給制約や関税引き上げなどが混乱をもたらしているとの声も聞かれた。関税引き上げの影響は今後次第に強まるとみられることから、企業マインドの重しになると予想する。



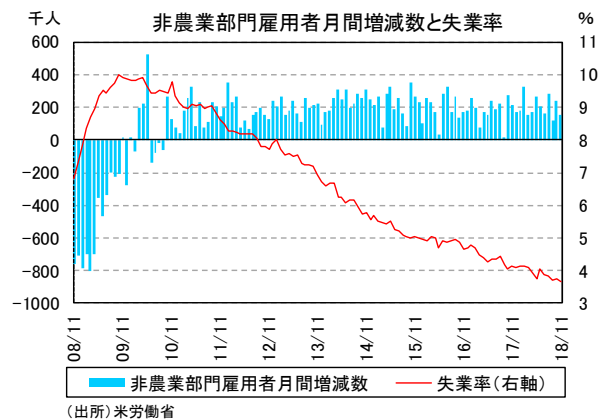
○ 10月製造業新規受注 (12月7日)

10月の製造業新規受注は前月比▲2.1%と3ヵ月ぶりに減少した。一方、変動の激しい輸送機器を除くベースでは同+0.3%と16ヵ月連続の増加となった。財別に見ると、非耐久財が同+0.3%と8ヵ月連続のプラスとなる一方、耐久財は同▲4.3%と、航空機受注の大幅減などにより2ヵ月連続のマイナスとなった。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▲0.0%と、小幅ながら3ヵ月連続で減少した。企業業績は増益基調を維持しているものの、大規模な財政政策により一時的に押し上げられている面も大きく、企業の期待成長率の上昇にはつながりにくい状況にあるほか、通商問題への懸念も燃っていることから、非防衛資本財受注（除く航空機）は、今後頭打ち感を強めよう。



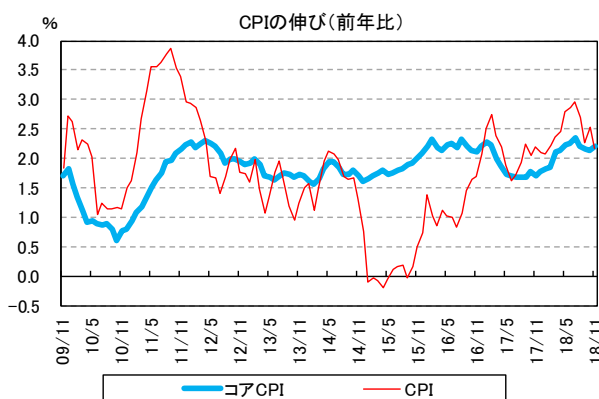
○ 11月雇用統計 (12月7日)

11月の非農業部門雇用者数は前月比+15.5万人と、市場予想の同+19.8万人を下回ったものの、労働力人口の増加を吸収するのに必要とされる10万人増を上回って推移している。失業率も1969年12月以来の低水準で推移しており、雇用環境は引き続き良好と言える。注目の時間当たり賃金は前年比+3.1%と前月に続き2009年4月以来の高い伸びとなった。賃金は失業率の動きに半年程度遅行する傾向が見られることから、今後も上昇傾向が持続しよう。もっとも、法人税減税の効果一巡により企業業績の改善ペースは鈍化が見込まれることなどから、企業は本格的な賃上げに踏み出しにくいと考える。失業率はリーマン・ショック前の水準から大きく改善しているが、当面賃金はリーマン・ショック前と比べて緩やかな伸びにとどまろう。



○ 11月CPI（消費者物価指数）（12月12日）

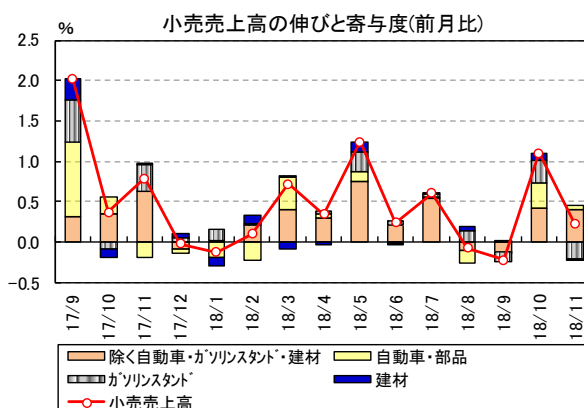
11月のCPIは前月比+0.0%と横ばいにとどまった。一方、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.2%と、緩やかながら20ヵ月連続の上昇となった。前年比を見ると、CPIは+2.2%（10月：+2.5%）と、エネルギー価格の伸びが減速したことなどから2ヵ月ぶりにプラス幅が縮小した。一方、コアCPIは同+2.2%と、中古車価格の持ち直しなどが押し上げ要因となり、10月の同+2.1%から小幅ながらプラス幅が拡大した。今後原油価格が足元の水準で横ばい推移したとしても、前年比ではプラス幅が縮小することとなるため、CPIの前年比は鈍化しよう。一方、賃金が増加基調にあることから、サービス価格は底堅い推移が見込まれ、コアCPIの前年比は横ばい圏での推移が続くと予想する。



(出所)米労働省

○ 11月小売売上高（12月14日）

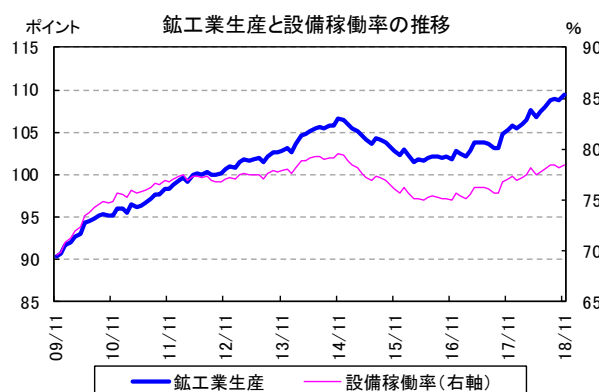
11月の小売売上高は前月比+0.2%と、2ヵ月連続で増加した。変動の激しい自動車・部品、ガソリンスタンド、建材店を除くベースでも同+0.4%と2ヵ月連続で増加し、個人消費が底堅く推移している様子を示した。内訳を見ると、建材店が同▲0.3%と5ヵ月ぶりに減少したほか、ガソリンスタンドが同▲2.3%と2ヵ月ぶりに減少したものの、自動車・部品が同+0.2%と2ヵ月連続で増加したほか、家具店や電器店、一般雑貨店などが堅調だった。今後の個人消費については、雇用・所得環境の改善が続くものの、所得税減税による消費押し上げ効果の逡減や、関税引き上げによる値上げの影響などが見込まれ、緩やかな伸びにとどまると予想する。



(出所)米商務省

○ 11月鉱工業生産（12月14日）

11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、製造業が横ばいにとどまる一方、公益事業が同+3.3%と2ヵ月連続で上昇したほか、鉱業が同+1.7%と2ヵ月ぶりに上昇し、全体をけん引した。製造業では、輸送機器や一般機械など耐久財が上昇したものの、食品などの非耐久財が低下し、足を引っ張った。設備稼働率は78.5%と前月の78.1%から上昇し、引き続き高水準で推移している。貿易摩擦による影響が懸念されるものの、企業の増益基調を背景に設備投資は緩やかながら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増加が見込まれ、鉱工業生産は増産傾向を持続しよう。

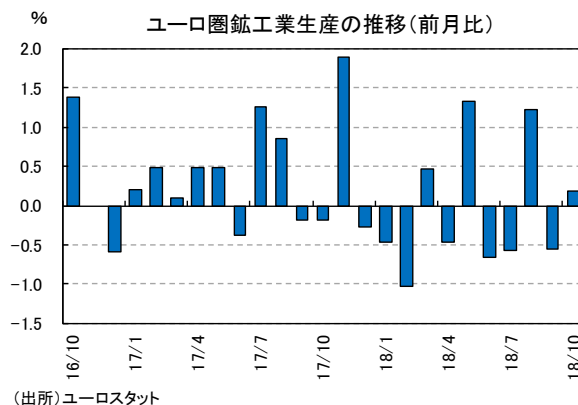


(出所)FRB

《 欧 州 》

○10月ユーロ圏鉱工業生産（12月12日）

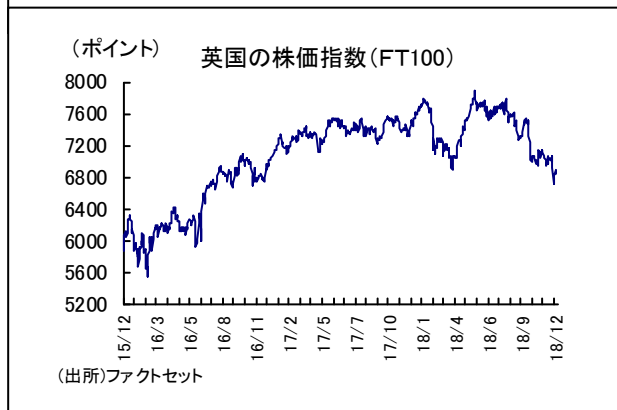
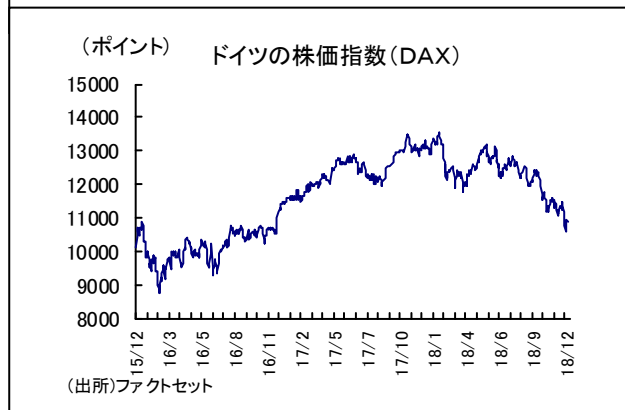
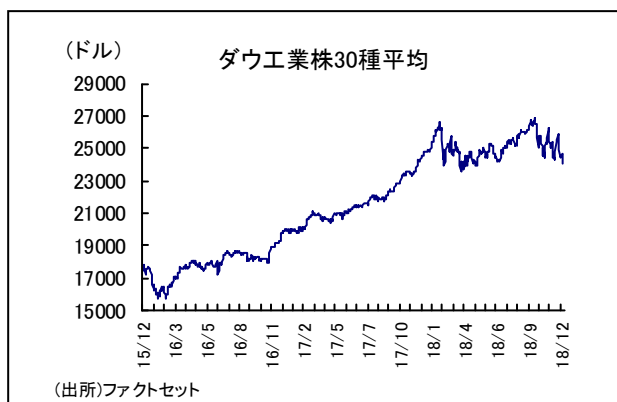
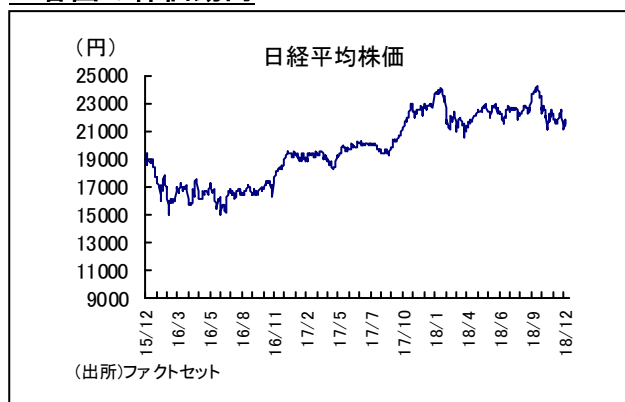
10月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.2%と、2ヵ月ぶりにプラスとなった。内訳では、消費財が同▲1.0%→▲0.2%、エネルギーが同▲1.9%→▲1.7%とマイナスが続いたものの、中間財は同▲0.3%→+0.2%、資本財は同▲0.3%→+1.0%とプラスに転じた。主要国別では、ドイツが同▲0.4%→▲0.6%とマイナスが続いたものの、フランスは同▲1.6%→+1.2%、イタリアは同▲0.1%→+0.1%、スペインは同▲0.8%→+1.2%とプラスに転じた。米中貿易摩擦を背景に両国間の貿易は縮小しつつあり、欧州発の米国、中国向けの中間財輸出も減少圧力を受けているとみられる。ユーロ圏の生産は当面の間、減速傾向で推移するとみる。



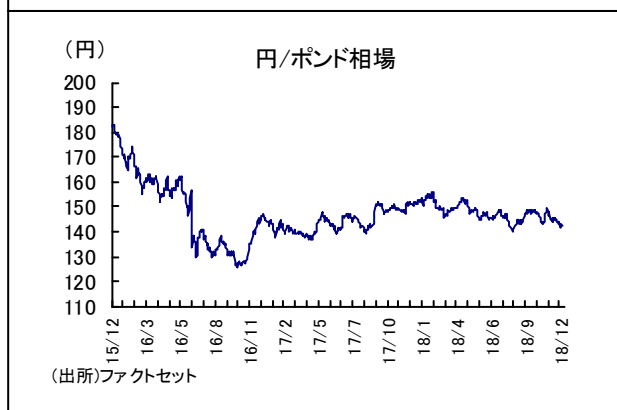
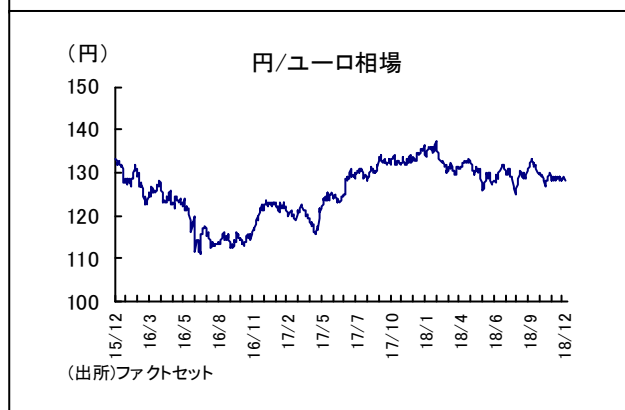
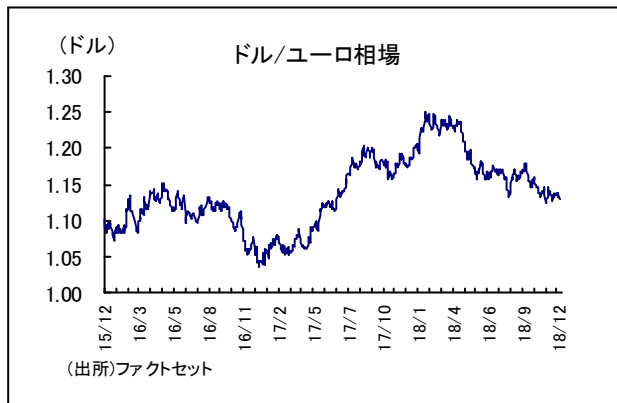
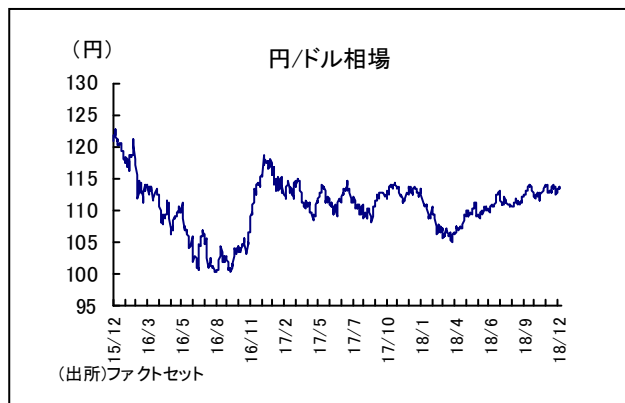
(出所)ユーロスタット

日米欧マーケットの動向 (2018年12月17日現在)

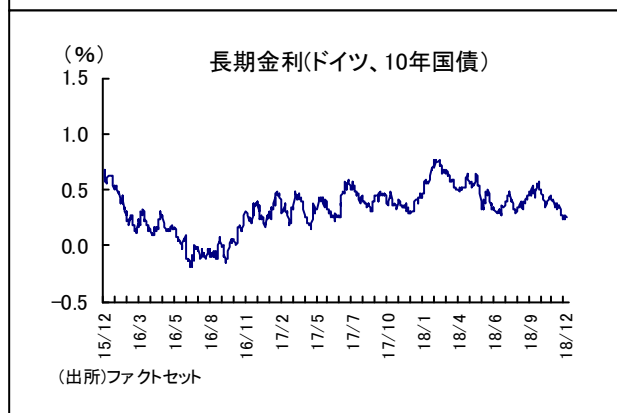
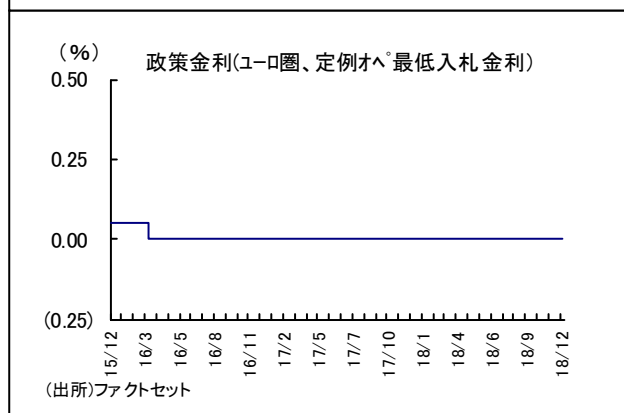
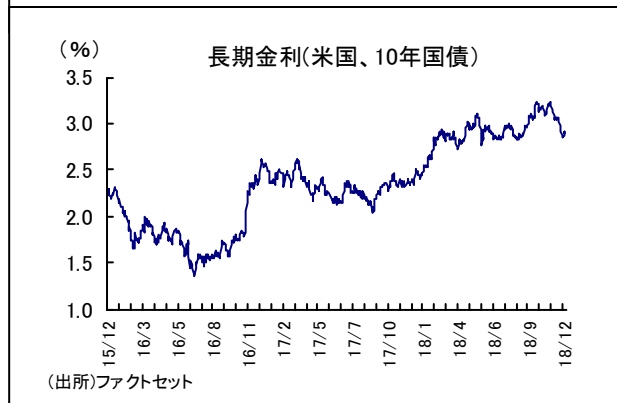
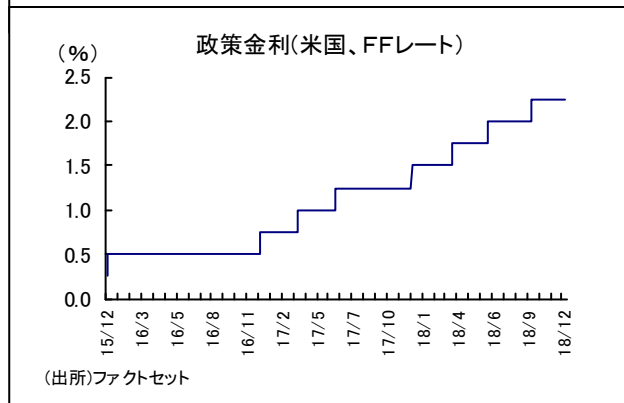
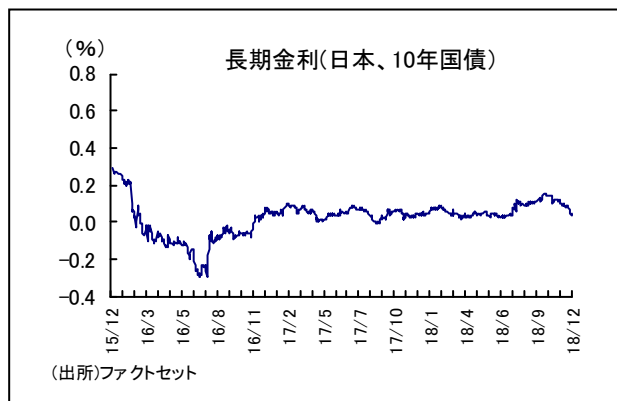
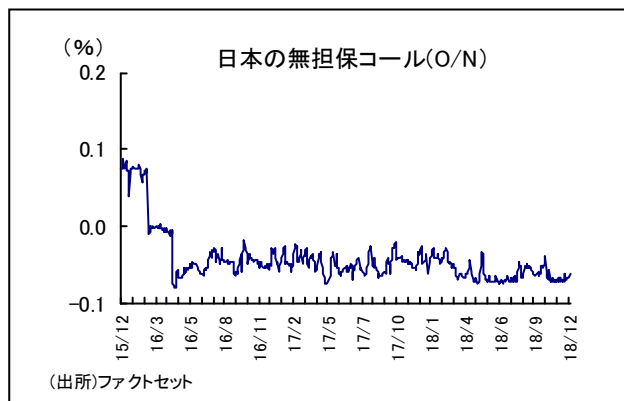
▽各国の株価動向



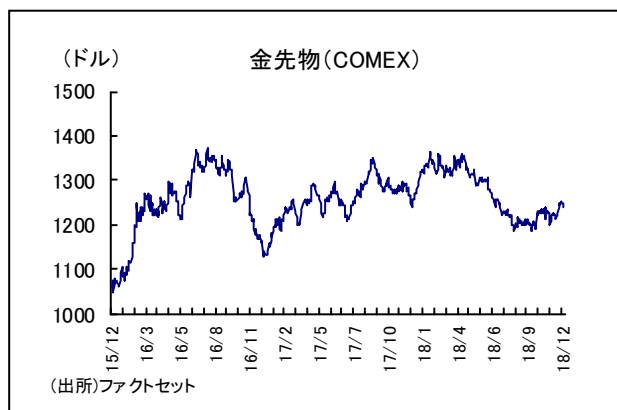
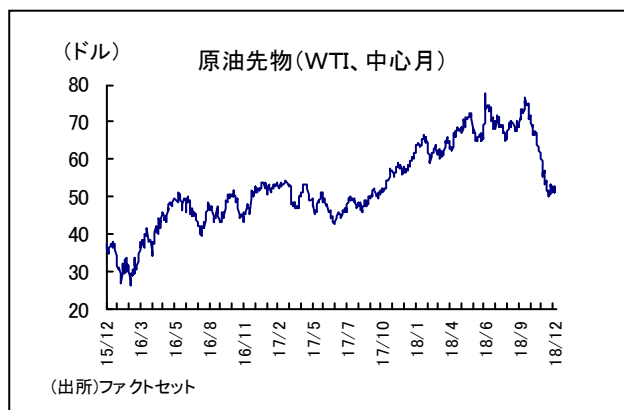
▽外為市場の動向



▽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