



〈フォーカス〉 迷走する貿易交渉の行方

エスカレートする一方だった貿易を巡る米中の対立だが、習近平氏が4月10日に一段の市場開放を表明して以来、小休止といった状況になっている。もともと、両国とも表向きは厳しい措置を発表しながら、水面下では交渉を進めていることを明らかにしていた。株価が下がるたびに米国の高官から、「貿易戦争は望んでいない」との情報発信が出されるなど、米国の態度も腰も据わっているとは言い難いものがあった。トランプ大統領本人も、株式市場の混乱が中間選挙の直前まで続く事態は避けたいはずで、秋口までには、両国の顔が立つようななんらかの「ディール」が成立するのが自然に思える。足元の株式市場も、物事が「予定調和的」に進んでいるとの観測を徐々に強めているのではないかと。

二国間の貿易赤字の縮小にこだわることに経済的意味がないのは明らかである。国内の貯蓄・投資構造に大きな変化がないのであれば、たとえ対中赤字の縮小に成功しても、他国向けの赤字に振り替わるだけに終わる可能性が高い。トランプ大統領とて、こうした話に無知とは考えにくい。中間選挙を控えた支持者へのアピール目的もさることながら、ハイテク技術が決定づける次世代の米中の覇権争いに勝利するという、より壮大な目標があり、高関税は交渉を優位に進めるための道具にすぎないとの解釈が妥当である。実際、米国は、「中国製造 2025」計画の見直しを水面下で要求しているとされる。また、米連邦通信委員会(FCC)は17日、国内の通信会社に対し、外国企業から通信機器を調達することを禁じる方針を発表したが、これは中国との次世代規格5Gを巡る主導権争いの一環でもある。すでに米国では3Dプリンターが「家」を量産するなど、第4次産業革命が大きく花開きつつある。こうした時代に、ハイテク分野での知的財産の保護を確実なものとするのは、米国のみならず、日本にとっても重要な課題である。

もちろん、米中両国が表向き強硬な態度をぶつけ合うなか、なし崩し的に貿易戦争に突入する不測のシナリオには警戒が必要である。一定の前提を置いて試算すると、トランプ大統領が強硬な手段に出た場合、2018~2020年にかけて、中国の実質GDP成長率は毎年▲0.5%~▲0.7%ポイント、日本の実質GDP成長率は▲0.3%~▲0.6%ポイント押し下げられる可能性が示される(P7参照)。実際にはさまざまな要素が絡み合うため、影響はこれより小さくなる可能性も大きくなる可能性もある。例えば、中国政府が米国債の売却といった最終手段に訴えれば、リーマンショックの再来のようなより悲惨な結果を招く可能性もなくはない。

日本は日本で、トランプ大統領から日米FTAを強く要求されている。日本政府は今のところ断固拒否の構えだが、必ずしも日本経済に悪い影響のみをもたらすとは限らない。過去、日本経済の構造改革が進んだのは、変動相場制への移行や、金融市場自由化要求など、良くも悪くも「ガイアツ」がかかった時であった。TPPでは重要5品目を聖域としたために、製造業で大幅譲歩を余儀なくされている。平昌オリンピックでの「もぐもぐタイム」のイチゴが日本から流出した品種に由来していることが明らかになっているように、農業分野の市場開放は日本の農業の競争力を世界に示す足がかりになる可能性すら秘めている。構造改革のテコにできるという意味では、奇禍を奇貨に変えることも可能はずである。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉迷走する貿易交渉の行方……………	1	・主要経済指標レビュー……………	9
・経済情勢概況……………	2	・日米欧マーケットの動向……………	13
・堅調な日本の輸出に貿易戦争の影……………	3		

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日 本

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

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

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

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

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

米 国

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

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

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

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

輸出は、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは3月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.25-1.50%から、1.50-1.75%へと引き上げた。2018年内に残り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、雇用環境の改善や企業収益の増加を背景に、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

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

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

堅調な日本の輸出に貿易戦争の影

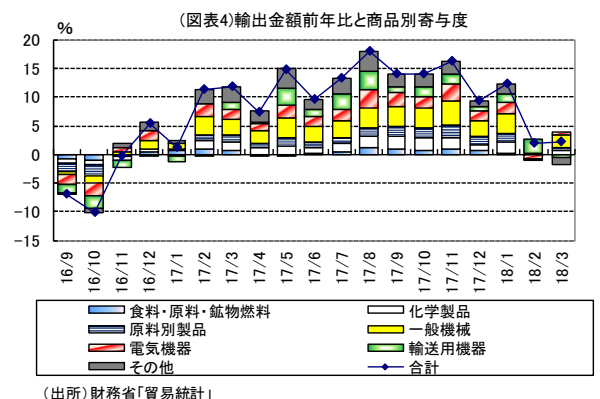
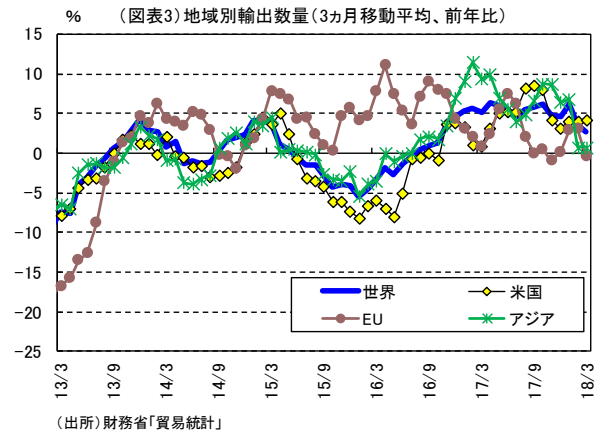
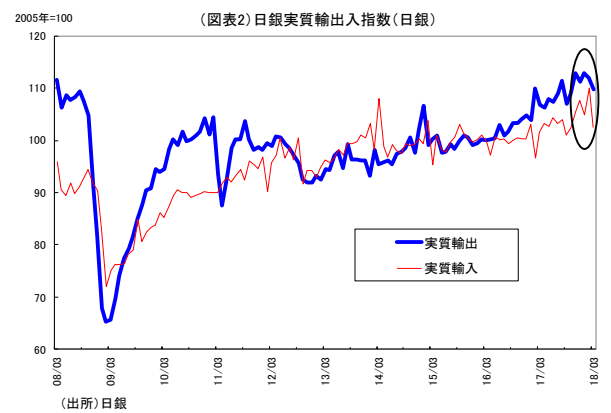
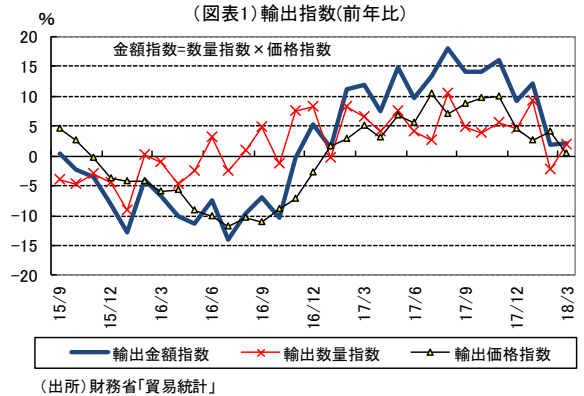
輸出のモメンタムに陰り

財務省の貿易統計によると、3月の輸出金額は前年比+2.1%と、16ヵ月連続のプラスとなった。もっとも、同+5.2%だった市場予想は下回ったほか、プラス幅も縮小傾向が続いている(図表1)。季調済前月比でも▲2.2%と、3ヵ月連続のマイナスとなっており、ここまで景気のけん引役だった輸出のモメンタムには陰りがみえる状況である。

輸出金額を価格と数量に要因分解すると、輸出価格は前年比+0.3%、輸出数量は同+1.8%となっている。輸出価格のプラス幅は、昨年11月の同+10.1%から急速にプラス幅を縮小させているが、これは円高の影響で、円換算額が縮小した影響が大きい。輸出の実勢を見るうえでより重要なのは輸出数量指数だが、こちらは2ヵ月ぶりのプラスとなっているものの、プラス幅はやはり縮小傾向にある。

これを主要相手国・地域別に見ると、米国向け(2月:+5.1%→3月:+3.4%)が14ヵ月連続のプラスとなっているものの、プラス幅は縮小。EU向け(同▲0.9%→▲7.5%)は逆にマイナス幅が大きく拡大した。中国向け(同▲13.6%→+10.4%)はマイナスから一気に二桁プラスに転じたものの、春節の時期が前年からずれた影響で、2月の輸出が押し下げられた反動という理由が大きい。3月の輸出は総じて弱めと言ってよく、日銀の実質輸出指数でも同様の結果が現れている(図表2)。

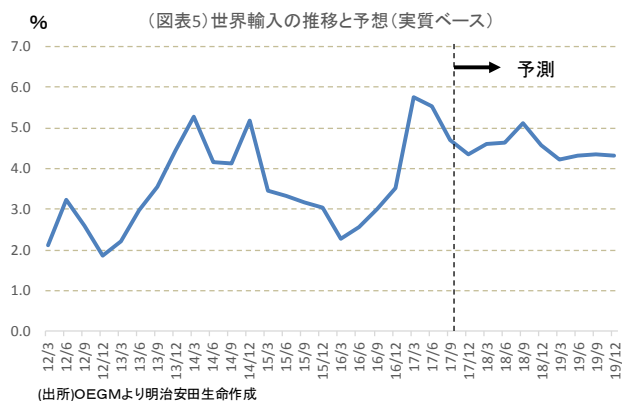
春節の影響を均すため、輸出数量指数の3ヵ月移動平均の推移を主要国・地域別に見ると、アジア向けはやはり昨年から落ち込んでいる(図表3)。EU向けも、前年比で0%前後の月が増えており、安定的に5%近くの伸びが続いている米国向けのみが底堅いという状況である。品目別に見ると(金額ベース)、2、3月は多くの品目で落ち込んでいるが(図表4)、特に、17年はけん引役だった一般機械、電気機械の伸び鈍化が足を引っ張っている。一般機械については、共産党大会を控えた中国のインフラ需要が、秋以降一巡したことが影響している。電気機械につ



いては、昨秋発売のスマホ新製品の販売鈍化に伴う、関連需要の減速という影響も大きい。

先行きの見通しは悪くない

こうした状況下ではあるが、世界経済は堅調な拡大が続いており、減速の兆候も乏しいことから、先行きの見通しに対し悲観的になるのは時期尚早である。当社は、経済モデルで作成したベースラインシナリオにおいて、2018年の実質世界輸入は、2017年の前年比+5.1%から+4.7%までやや減速するものの、その後19年末まで4%程度の伸びを維持する姿を想定している（図表5）。



世界経済のけん引役たる米国景気は、失業率が6

ヵ月連続で4.1%という低水準を維持している。これ以上、下がる気配がないことから、ほぼ自然失業率の水準に達している可能性が高く、景気はほぼ絶好調といえる状態である。完全雇用下での大規模財政政策が、いずれはインフレや、貿易と財政の「双子の赤字」を招く可能性は否定できない。ただ、足元では株式市場の乱高下が続くなか、投資家や企業経営者にとって、大規模減税策の存在が景気減速懸念を緩和するという、心理面での下支え効果を発揮していることも重要である。

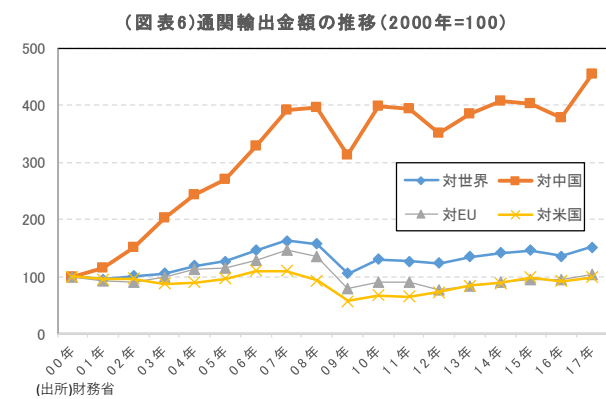
米国景気の拡張期はすでに9年を超えていることから、そろそろピークアウトに向かうのではないかと観測も根強いが、景気はその期間を理由に終わることはない。足元の経済指標を見る限り、在庫をはじめ、循環的な不均衡が米経済に蓄積している証拠は乏しい。トランプ政権の大規模減税はまだ始まったばかりであり、向こう1~2年はむしろ加速する可能性の方が高い。

欧州についても、実体景気の変調をきたしている証拠は乏しい。1-3月の一部経済指標の悪化は、寒波の影響も相当程度あった。ただ、ここへきて各種のマインド指標が悪化しつつあるのは気がかりである。トランプ大統領の一連の保護主義的発言の影響が大きいとみられるが、貿易戦争への懸念が緩和すれば、再び回復に向かう可能性が高いとみる。ただ問題がこじれた場合、企業の設備投資計画に影響する可能性があることから、今後の企業マインドの動向には注意が必要である。

中国景気も、力強さには欠けるものの、市場関係者が警戒していた、共産党大会後の急減速と言った事態は起きていない。1-3月期のGDPは6.8%と、3期連続で同じ伸びを記録するなど、むしろ底堅い推移が続いている印象を受ける。

重要な中国経済

今後の日本の輸出を占うには、中国経済の動向の見極めが重要となる。中国向けの輸出金額は、2000年以降、約4.5倍に拡大しており、2017年は約20%の伸びを記録した(図表6)。輸出相手国別のウェイトを見ると、金融危機後は米中が拮抗した状態が続いているものの(図表7)、中国の成長スピードが主要先進国を倍以上回る状況が、今後も将来にわたって続く可能性が高いことを考えれば、早晚中国向け輸出のウェイトが米国を明確に上回っていく可能性は高い。トランプ政権が続く間は、日米の貿易関係が深まりにくいことも、そうしたトレンドに



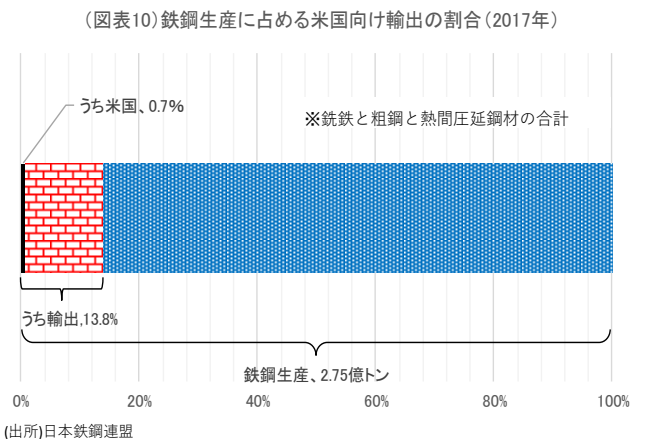
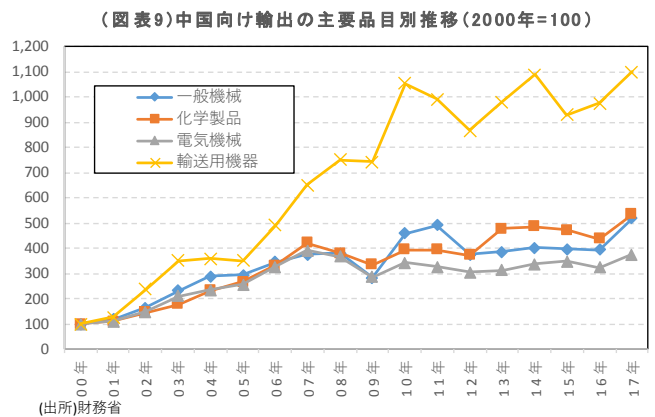
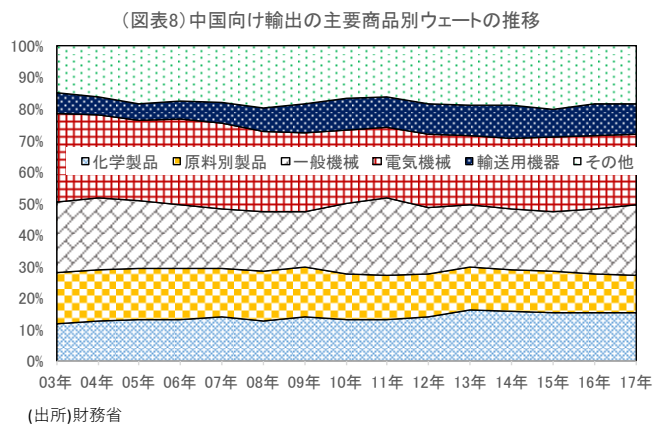
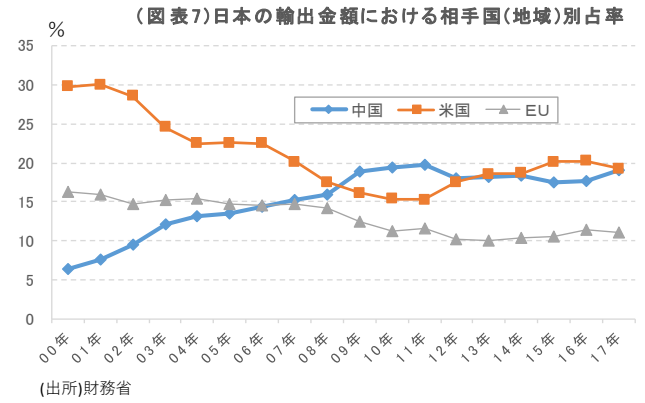
拍車をかける可能性がある。

中国向け輸出の主要品目別ウェイトを見ると、一般機械と電気機械で全体の約半分を占める状況が続いているが(図表8)、2000年以降で最も大きく伸びているのは輸送機器である(図表9)。所得水準の向上とともに、中国の自動車販売は今後も伸び続ける可能性が高い。その意味で、習近平氏が発表した自動車産業の市場開放は、日本の自動車メーカーにとって一段の商機拡大に繋がる可能性がある。自動車産業はすそ野が広く、今後は自動車そのもののIT機器化がいつそう進む可能性が高いことを考えれば、半導体等の電子部品(電気機械)や、半導体製造装置(一般機械)の輸出増にもつながっていくだろう。また、中国政府は、「中国製造2025」構想のもと、ハイテク産業育成政策を進めており、このところ、コンピュータ・通信機器の設備投資が大きく拡大している。日本への輸出誘発効果も相応に大きいとみられ、今後も中国向け輸出は引き続き堅調に推移するとみている。

NIEs などそのほかのアジア向けの輸出も、中国経済にけん引される形で、半導体を中心に堅調に推移するとみる。世界半導体市場統計(WSTS)によれば、世界の半導体市場は2019年末までに、足元の水準から10%以上拡大する予想となっている。スマートフォンの大容量化やデータセンター需要の高まりを背景とした、世界的な半導体需要の拡大がNIEs 景気を下支えするとみており、アジア向け輸出は回復傾向が続くと予想する。

懸念される保護主義加速

気になるのは、米国の保護貿易政策の動向である。4月17~18日に実施された日米首脳会談において、トランプ米大統領は日米FTAの開始にめどがつくまでは、鉄鋼・アルミ関税に関し、日本を除外しない方向性を示した。もっとも、日本の鉄鋼生産に占める米国向け輸出のウェイトはわずか0.7%に過ぎない(図表10)。しかも汎用品は少なく、価格競争力の高い高付加価値品がほとんどの、関税を課されても困るのは米国の方との見方も根強い。日米FTAについて、現段階で経済への影響



を論じるのはむしろ時期尚早だが、ある意味、TPP以上に国内の規制緩和を強いる内容となることも予想され、長い目で見た場合はむしろ日本経済の供給サイドを強化する可能性もあることから、過度な不安は不要と考える。

米中の対立については、樂觀できない状況が続いている。3月1日の鉄鋼・アルミ関税の表明を皮切りに、貿易を巡る米中の応酬が深刻化し、一時は報復の連鎖に歯止めがかからない状況となっていた(図表 11)。4月10日に、中国の習主席がボアオフォーラムにおいて、金融セクターの開放、自動車関税の引下げ、知的財産権保護の強化、一段の市場開放を表明、これに対しトランプ大統領が「習主席の寛大な言葉にとっても感謝している」と応じるなど、足元では両者の対立はやや緩和に向かう兆しが出てきている。また、表向きは厳しい措置を連発しながらも、両国とも水面下で交渉を進めていることを明らかにしている。株価が下がるたびに高官から、「貿易戦争は望んでいない」との情報発信が出るあたり、高関税はブラフだと自白しているに近く、逆に政権の腰が据わっていない印象を受けなくもない。実際、トランプ大統領自身も、株式市場の混乱が中間選挙の直前まで続く事態は避けたいはずで、夏場までには、米中両国の顔が立つような、なんらかの「ディール」が成立するのが自然に思える。株式市場も、足元ではすべてが「予定調和的」に進んでいるとの観測を徐々に強めているのではないか。双方が表向き強硬な態度を崩さないなか、なし崩し的に貿易戦争に突入すると言った不測の事態に陥らなければ、米株式市場は夏場までには落ち着きを取り戻し、日本株も再び上昇基調に乗る展開が期待できる。

覇権争いへの勝利が目的

二国間の貿易赤字の縮小にこだわることに経済的意味がないのは明らかである。国内の貯蓄・投資構造に大きな変化がないのであれば、たとえ対中赤字の縮小に成功しても、他国向けの赤字に振り替わるだけに終わる可能性が高い。いくらスタッフに主流経済学者がいないとはいえ、トランプ大統領がこうした話に関心なくとも考えにくい。選挙公約を確実に実行に移しているという、中間選挙を控えた支持層へのアピール目的もさることながら、より長い目で見た場合、米中の覇権争いに勝利するという壮大な目標があり、トランプ大統領にとって、高関税の脅しは、交渉ごとを優位に進めるためのツールにすぎないと解釈が妥当である。新時代の覇権争いの優劣を決定づけるのはハイテク技術である。実際、4月上旬に米国側が、「中国製造 2025」計画の見直しを要求したことが、中国側の一時的な態度の硬化につながったとする報道もある。また、米連邦通信委員会 (FCC) は 17 日、国内の通信会社に対し、華為技術 (ファーウェイ) と中興通迅 (ZTE) の中国大手 2 社を念頭に、外国企業から通信機器を調達することを禁じる方針を決定したが、これは、安全保障上の理由もさることながら、次世代規格 5G を巡る主導権争いという側面もあるとみられる。米国ではすでに、3D プリンターが家を「プリントアウト」する時代に入ってきている。今後 10 年間で、第 4 次産業革命がさらに大きく花開くと予想されるなか、米国が強みを持つハイテク分野での知的財産の保護を確実なものとし、経済面での中国のキャッチアップを許さないという目標があるものと

(図表 11) 最近の米中貿易交渉を巡る推移

- 3/1 トランプ大統領が鉄鋼に 25%、アルミニウムに 10% の関税引き上げを表明、23 日から実施
- 3/22 通商法 301 条に基づき、中国の知的財産侵害の対象品目 1300 に 25% の関税をかける方針を発表
- 4/2 中国が報復措置発表。ワイン、ナッツ類、果物など 120 品目に 15%、豚肉やアルミニウムスクラップなど 8 品目に 25% を上乗せ
- 4/3 米国が 1300 品目の内訳を公表
- 4/4 中国が、大豆や自動車など 106 品目の米国製品に対し、米国の制裁と同規模となる 500 億ドルの追加関税を課すと発表
- 4/5 米国が、対中制裁 1 千億ドルの積み増しを検討すると発表
- 4/10 中国の習主席がボアオフォーラムにて、金融セクターの開放、自動車関税の引下げ、知的財産権保護の強化を表明

考えられ、これは日本にとっても重要な課題である。

貿易戦争勃発の場合の経済への影響

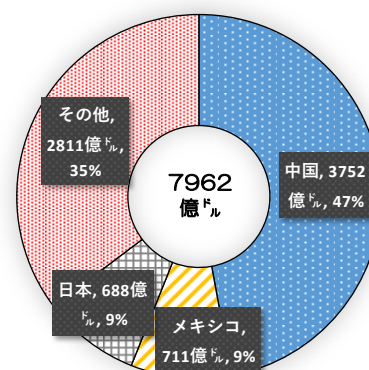
米中両国がなし崩し的に貿易戦争に突入した場合、経済への影響はどうか。2017年の米国の貿易赤字の内訳は図表12のとおりで、対中赤字が半分近くを占める。トランプ大統領は、中国に対し、貿易赤字を1,000億ドル縮小させることを要求している。対日貿易赤字は対中赤字の2割に過ぎず、かつ同盟国でもあるが、手心は加えない姿勢を明らかにしている。最終的には、米国の貿易収支全体をバランスさせるのが目標である。

トランプ大統領が強硬な手段に訴えた場合の各国経済への影響を、当社の経済モデルで試算した結果が図表13である。前提としては、米国が輸入割当や高関税などの措置を2018年7-9月期以降順次発動、輸出と輸入で半々ずつ対応する形で、年間で対中赤字を1,000ドル削減、これを3年間継続すると仮定する。これにより3年後の対中赤字を8割程度縮小させることが可能となる。日本に対しても同様の措置をとり、同じく輸出と輸入で半々ずつ対応する形で、対日赤字を毎年200億ドルずつ削減、これを3年間継続すると仮定する。これにより3年後の対日赤字を8割以上縮小させることが可能となる。図表の数字はすべてベースラインシナリオとの差である。

試算結果によると、中国の実質GDP成長率は、2018年が▲0.5%ポイント、2019年が▲0.7%ポイント、2020年が▲0.6%ポイントそれぞれ押し下げられる。日本の実質GDP成長率は、2018年が▲0.5%ポイント、2019年が▲0.6%ポイント、2020年が▲0.3%ポイントそれぞれ押し下げられる。これに対し、米国の実質GDPの押し上げ効果は、2018年が+0.1%、2019年が+0.1%、2020年が+0.2%と、さほど大きなものにはならない。世界第2位と世界第3位の経済が急減速に向かえば、米国の成長率が高まらないのは当然であろう。これにより、世界全体でも経済は減速に向かう結果となる。また、日本の場合、CPIには2019年以降下押し圧力がかかり、2020年は▲0.4%ポイント伸び率が押し下げられる。せっかく「デフレ的状况ではない」形になったのもつかの間、再度デフレへの逆戻りを余儀なくされるということになりそうだ。

モデルの限界上、試算では品目別の輸出入の増減までは考慮していない。また、実際には貿易だけでなく、政治面を含めさまざまな要素が複雑に絡み合った結果、経済への影響が決まることになるので、当然ながら試算結果はあくまで参考値である。実際には、この試算を上回る可能性も下回る可能性も考えられる。いくらトランプ大統領でも、これほどドラスティックな政策は取らない

(図表12)米国の貿易赤字の国別内訳 (2017年)



(出所) 米総務省

(図表13)貿易戦争勃発の場合の経済への影響

(ベースシナリオからのかい離幅) (%ポイント)

		2018年	2019年	2020年
米国	GDP成長率	+0.1	+0.1	+0.2
	鉱工業生産	+1.9	+2.4	+2.2
	CPI	0.0	0.0	0.0
	経常収支(対GDP比)	+0.6	+0.7	+0.7
中国	GDP成長率	▲0.5	▲0.7	▲0.6
	鉱工業生産	▲1.0	▲1.3	▲0.7
	CPI	▲0.1	▲0.2	▲0.4
	経常収支(対GDP比)	▲0.1	0.0	▲0.1
日本	GDP成長率	▲0.5	▲0.6	▲0.3
	鉱工業生産	▲0.6	▲1.0	▲1.0
	CPI	0.0	▲0.1	▲0.4
	経常収支(対GDP比)	▲0.3	▲0.3	▲0.2

(出所)OEGMより明治安田生命作成

(手段もない)と考えられるので、影響はこれより小さくなるとの見方もできる。反面、試算では中国の報復措置を想定していないので、現実には中国政府が強力な報復措置に出る結果、米中両国の成長率がさらに大きく押し下げられるパターンもありうる。特に、中国政府が人民元の大幅切り下げや米国債の売却といった手段に訴えれば、金融市場の混乱が増幅され、リーマンショックの再来のような事態となる可能性もなくはない。これはリスクシナリオであり、確率的には2割までないとみるが、最悪のシナリオとして頭の片隅に置いておく必要はある

「ガイアツ」を奇貨にできるか

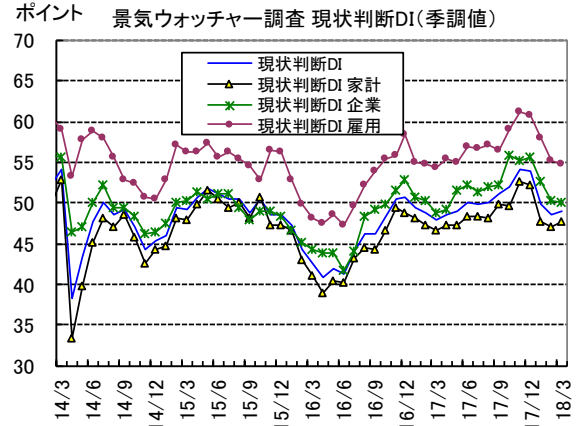
強制的に赤字を縮小させるのではなく、内需拡大のような構造調整で対処した場合も、影響はこれより小さくなるはずである。日本は目下、トランプ大統領から日米 FTA を強く要求されており、政府は断固拒否の構えだが、この点、必ずしも日本経済に悪い影響のみもたらすわけではない。過去、日本経済の構造改革が進んだのは、変動相場制への移行や、金融市場自由化要求など、良くも悪くも「ガイアツ」がかかった時であった。TPP では重要 5 品目を聖域としたために、製造業で大幅譲歩を余儀なくされている。平昌オリンピックでの「もぐもぐタイム」のイチゴが日本から流出した品種に由来していることが明らかになっているように、農業分野の市場開放は日本の農業の競争力を世界に示す足がかりになる可能性すら秘めている。結局、岩盤規制はどこまでいっても岩盤のままである。日本が自主的に改革を進める力に欠けていることは過去の歴史も証明している。この点、FTA が構造改革のドライバーにもなりうるという意味では、奇禍を奇貨に変える発想が重要と考えられる。(担当：小玉)

主要経済指標レビュー (4/9~4/20)

《日 本》

○ 3月景気ウォッチャー調査 (4月9日)

3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+0.3ポイントの48.9に上昇したものの、節目の50は3ヵ月連続で下回った。天候不順で落ち込んだ前月から家計動向関連が上昇した一方で、コスト増や円高・株安、米保護主義への警戒感から企業動向関連が低下した。基調判断は「天候要因等により一服感がみられるものの」が削除され、「緩やかな回復基調が続いている」に上方修正された。先行き判断指数は先月から▲1.8ポイントの49.6と5ヵ月連続で悪化した。今後の国内景気は、賃金の伸び悩みが続くなか、個人消費の回復ペースは緩やかとみられるものの、堅調な海外景気や、設備投資需要の高まりなども背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。

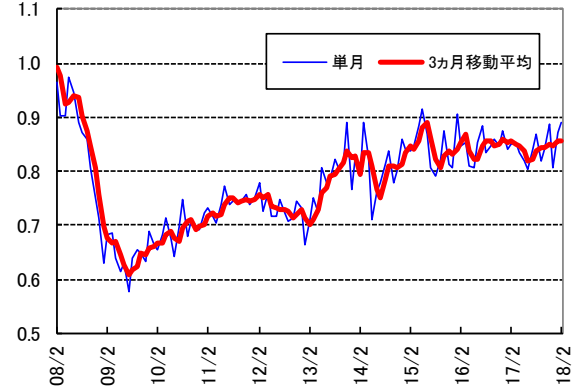


(出所) 内閣府「景気ウォッチャー調査」

○ 2月機械受注 (4月11日)

2月の機械受注 (船舶・電力を除く民需) は、前月比+2.1%と2ヵ月連続のプラスとなった。内閣府による基調判断は、1月に修正された「機械受注は、持ち直しの動きがみられる」がすえ置かれた。1-3月期の見通し (船舶・電力を除く民需) は前期比▲1.5%と3四半期ぶりのマイナスが見込まれており、目先は減速懸念も燃るが、2018年度の大企業製造業の設備投資計画は前年比+4.9%と、引き続き高めであることは日銀短観でも確認されている。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。

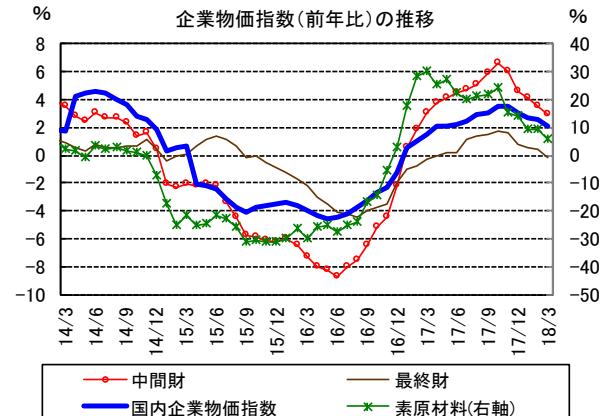
兆円 機械受注 (船舶・電力を除く民需) の推移



(出所) 内閣府「機械受注統計」

○ 3月企業物価指数 (速報値、4月11日)

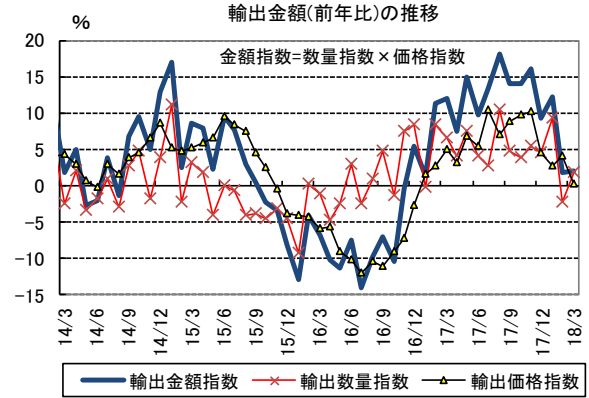
3月の国内企業物価指数は前年比+2.1%と、15ヵ月連続のプラスとなったが、2月の同+2.6%から伸び幅は縮小し、前月比では▲0.1%と、17ヵ月ぶりにマイナスとなった。押し上げに寄与した項目は、電力・都市ガス・水道などで、押し下げに寄与した項目は、石油・石炭製品、非鉄金属など。輸出入物価指数 (円ベース) を見ると、輸出物価が前年比+0.8%→▲0.5%、輸入物価は同+4.4%→+1.8%と、輸出物価が15ヵ月ぶりにマイナスとなった一方で、輸入物価のプラス幅も縮小しており、交易条件は対前月で改善した。今後については、米国のシェールオイルの増産懸念を背景に原油相場の上昇が一服することで、企業物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」

○ 3月貿易統計（4月18日）

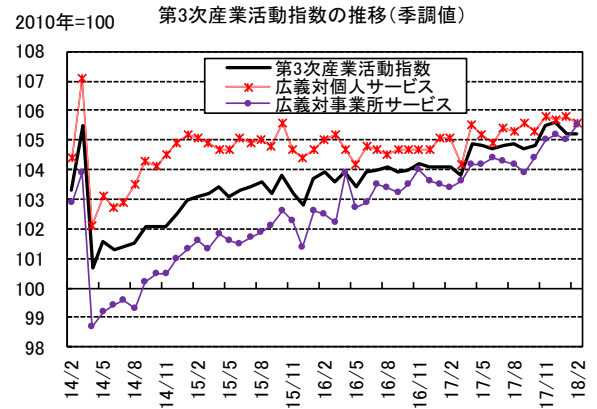
3月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+2.1%と、16ヵ月連続のプラスとなった。輸出金額の季調済前月比は▲2.2%と、3ヵ月連続のマイナスとなったが、輸出金額から価格変動要因を除いた輸出数量の伸びは前年比+1.8%と、2ヵ月ぶりのプラス。春節の影響で2月に中国向けが落ち込んでいた反動増がみられたほか、米国向けの自動車の輸出等が堅調だった。今後については、トランプ政権の保護主義的な政策の継続や、北朝鮮や中東情勢を巡る地政学リスクによるいっそうの円高進行が、輸出を押し下げるリスクとして残るものの、世界半導体市場は拡大傾向の維持が見込まれており、堅調な海外景気を背景に、輸出は増加基調で推移すると予想する。



(出所)財務省「貿易統計」

○ 2月第3次産業活動指数（4月20日）

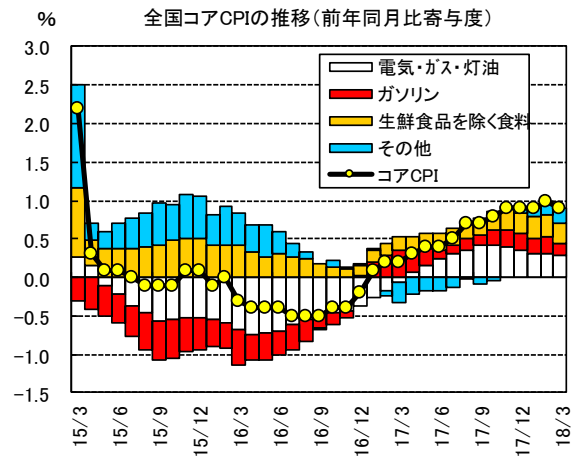
2月の第3次産業活動指数は前月比0.0%と、前月から横ばいとなった。基調判断は「持ち直しの動きがみられる」にすえ置かれた。全体では11業種のうち4業種が低下し、7業種が上昇した。内訳では、指数が最も低下したのは卸売業で、同▲1.9%と2ヵ月連続でマイナスとなった。そのほかでは、情報通信が同▲0.7%、不動産が同▲0.3%となった。一方で、運輸・郵便が同+1.4%となったほか、金融業・保険業、事業者向け関連サービスがともに同+0.8%とプラスとなった。今後については、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかな改善が続くとみる。



(出所)経済産業省「第3次産業活動指数」

○ 3月全国消費者物価指数（4月20日）

3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+0.9%と、15ヵ月連続のプラスとなった。ただ、伸び幅は2月から0.1%ポイント縮小。総合指数は同+1.1%と、生鮮野菜価格の落ち着きにより2月から伸び幅が0.4%ポイント縮小、生鮮食品およびエネルギーを除いた新型コア指数は同+0.5%と、こちらは前月から伸び幅は変わらず。コアCPIへの項目別の寄与度を見ると、エネルギーが+0.44%ポイントと、引き続き上昇幅の半分程度を占めたが、寄与度は2月から0.09%ポイント縮小した。今後については、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しばらくコアCPIの押し上げとなる可能性があるが、物価の基調に大きな影響を与える可能性は低いとみる。

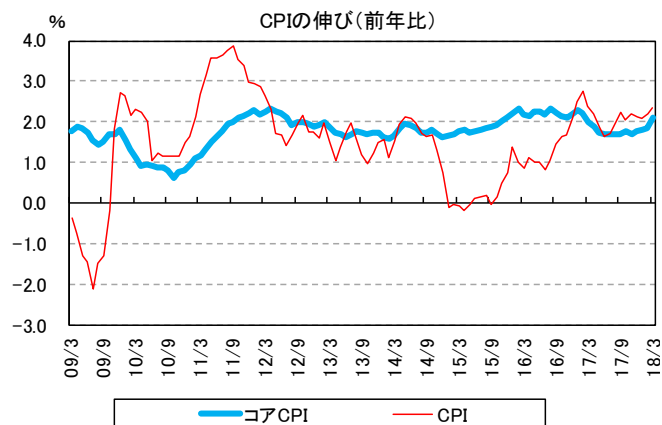


(出所)総務省「消費者物価指数」

《米 国》

○ 3月CPI（消費者物価指数）（4月11日）

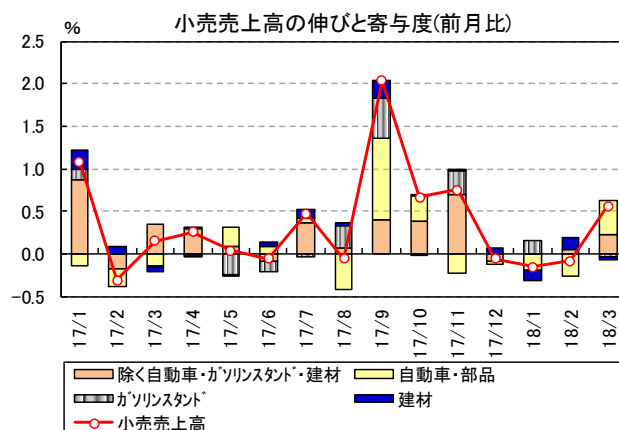
3月のCPIは前月比▲0.1%と、10ヵ月ぶりに低下した。一方でエネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.2%と、12ヵ月連続で上昇しており、エネルギー価格の低下がCPIを押し下げた。前年比では、CPIが+2.4%（2月:+2.2%）、コアCPIが+2.1%（2月:+1.8%）と伸び幅が拡大したが、特にコアCPIは17年3月以来の2%台復帰となった。前年比が加速した背景には、携帯電話料金引き下げの影響が一巡したことや、帰属家賃が上昇したことなどが挙げられる。ドル安による輸入物価の上昇が消費者物価にも次第に影響を与えると見られるほか、労働市場でも平均時給の伸びが緩やかながら拡大すると見込まれることから、コアCPIの伸び幅も緩やかな拡大を予想する。



(出所)米労働省

○ 3月小売売上高（4月16日）

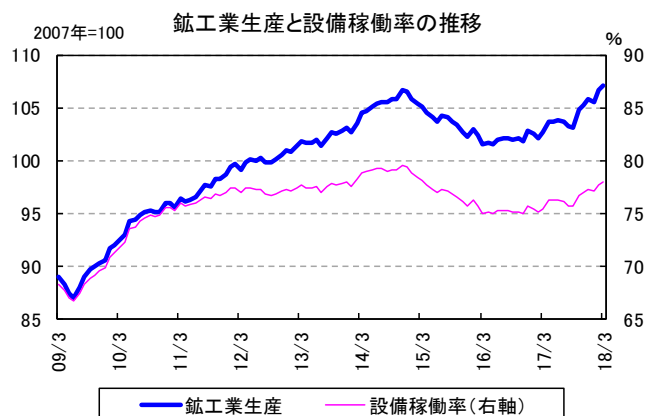
3月の小売売上高は前月比+0.6%と、4ヵ月ぶりに増加した。内訳を見ると、自動車・部品が同+2.0%と、5ヵ月ぶりに増加し全体をけん引した。一方で、前月に伸びた反動や悪天候の影響などから建材が前月比でマイナスとなるなど、変動の激しい自動車・部品を除いたベースでは同+0.2%と小幅の伸びにとどまった。貿易摩擦や地政学リスクへの懸念などから、3月に株価は調整する場面が見られたものの、消費マインドは堅調に推移しているほか、良好な雇用・所得環境や減税効果が見込まれることなどから、個人消費は緩やかな増加基調をたどると予想する。



(出所)米商務省

○ 3月鉱工業生産（4月17日）

3月の鉱工業生産は前月比+0.5%と、2ヵ月連続で増加した。産業別に見ると、製造業が同+0.1%、鉱業が同+1.0%、公益事業が同+3.0%といずれも増加した。製造業では、自動車中心に輸送機器が同+1.7%と好調だったほか、PC・電子部品は同+1.0%と8ヵ月連続で改善し、世界的なITサイクルの改善を背景に製造業を下支えしている様子がうかがえる。また、原油価格の上昇により、シェールオイルの採掘活動も活発化していると見られる。設備稼働率は78.0%と、前月の77.7%から上昇した。個人消費は回復傾向が続くとみられ、設備過剰感の後退から設備投資も活発化が見込まれることから、鉱工業生産は回復傾向が続くと予想する。

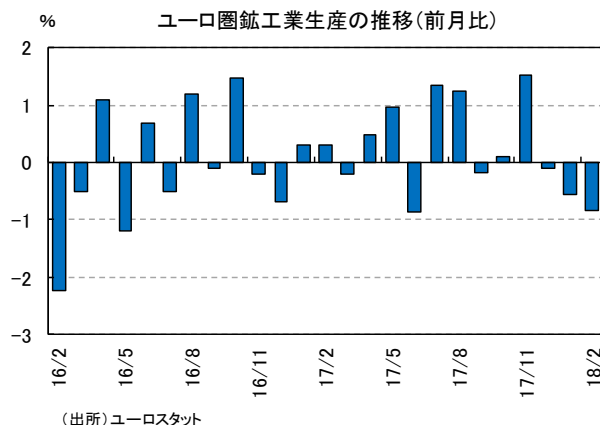


(出所)FRB

《 欧 州 》

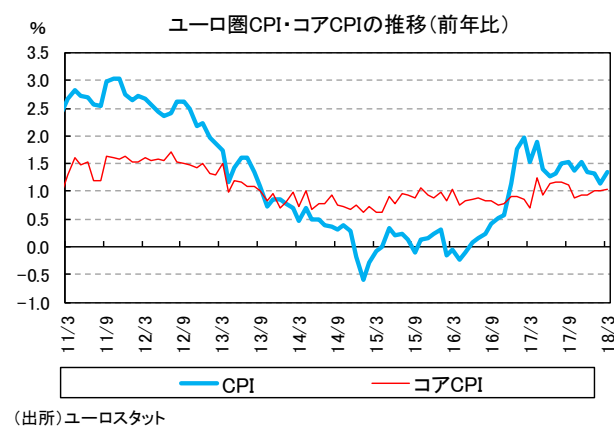
○ 2月ユーロ圏鉱工業生産（4月12日）

2月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.8%と、3ヵ月連続で減少した。内訳では、エネルギーが同▲5.4%→+6.8%と増加したものの、中間財が同▲1.1%→▲0.8%、資本財が同+0.6%→▲3.6%、耐久消費財が同▲1.3%→▲2.1%、非耐久消費財が同+0.4%→▲0.5%と減少した。主要国別では、フランスが同▲1.9%→+1.3%、スペインが同▲2.8%→+1.4%と増加したものの、ドイツが同▲0.4%→▲1.5%、イタリアが同▲1.8%→▲0.5%と減少した。生産が減少した背景には、2月に寒波が到来したことがあるとみられる。また、米中貿易摩擦への懸念などから、企業マインドも悪化しており、ユーロ圏の鉱工業生産は目先減速すると予想する。



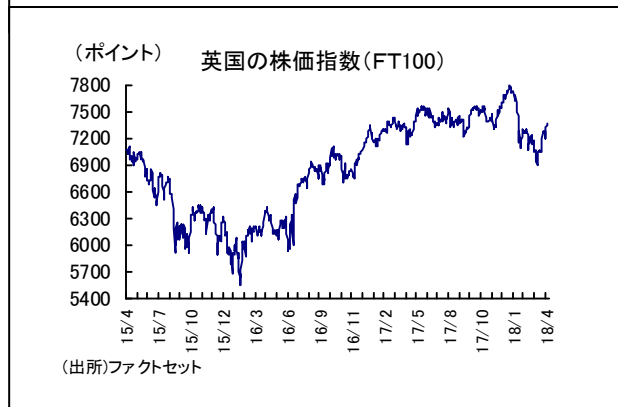
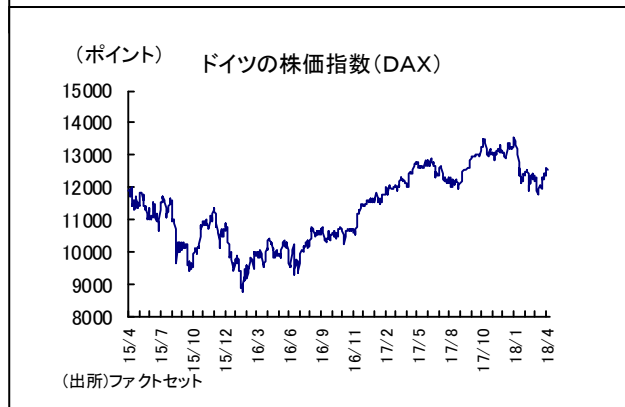
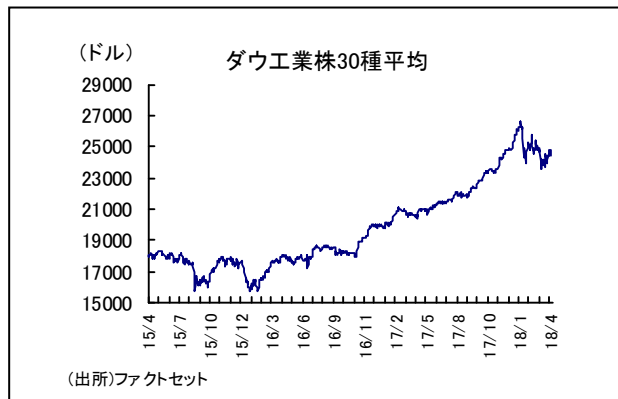
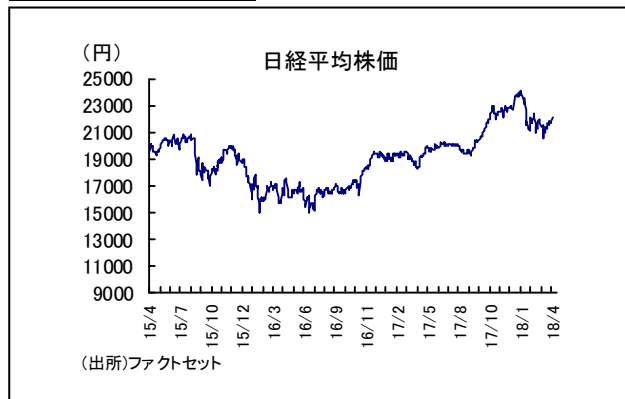
○ 3月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（4月18日）

3月のユーロ圏CPIは前年比+1.3%と、前月の同+1.1%から伸び幅が拡大した。財価格は同+1.0%→+1.2%と、食品価格の伸び幅拡大などから、4ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した。サービス価格は同+1.5%と、前月の同+1.3%から伸び幅が拡大した。国別では、ドイツが同+1.2%→+1.5%、フランスが同+1.3%→1.7%、イタリアが同+0.5%→+0.9%、スペインが同+1.2%→+1.3%と、それぞれ拡大した。ただ、イタリアやスペインなどの国々では、高い失業率を背景に賃金の上昇ペースが緩慢なものにとどまっていることなどから、今後のユーロ圏CPIは伸び悩む展開が続くと予想する。

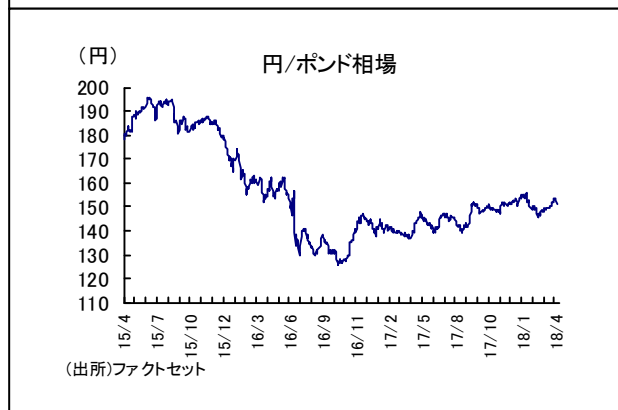
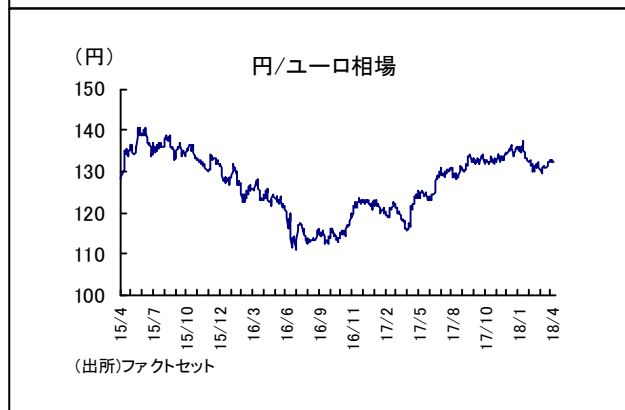
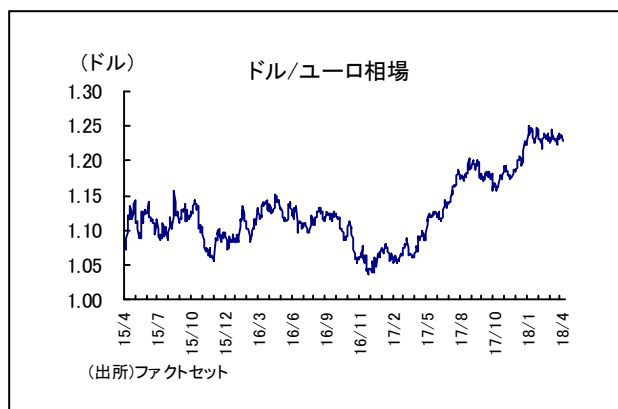
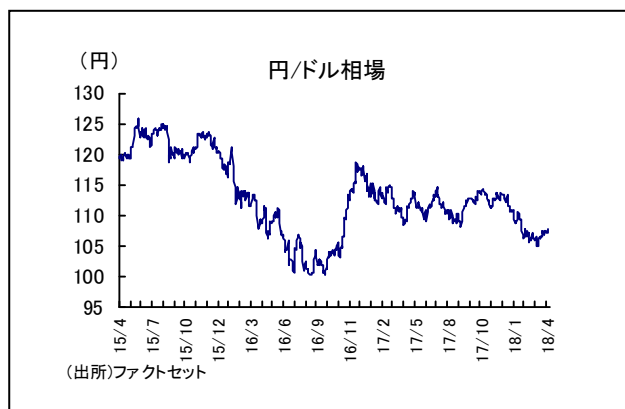


日米欧マーケットの動向 (2018年4月23日現在)

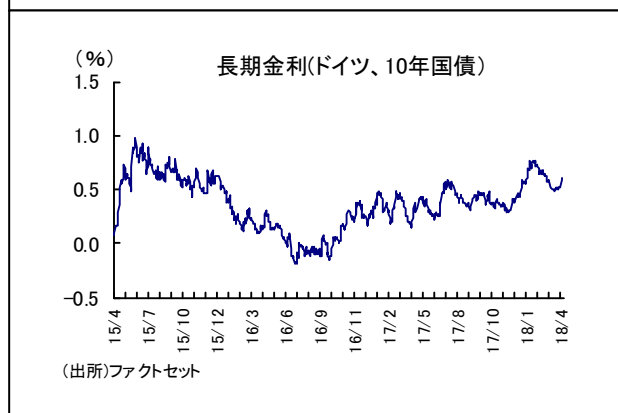
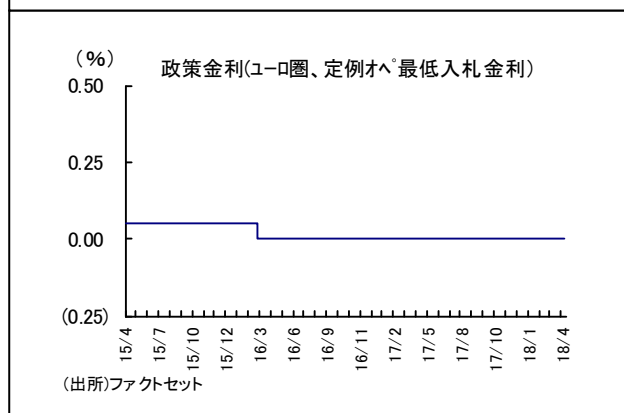
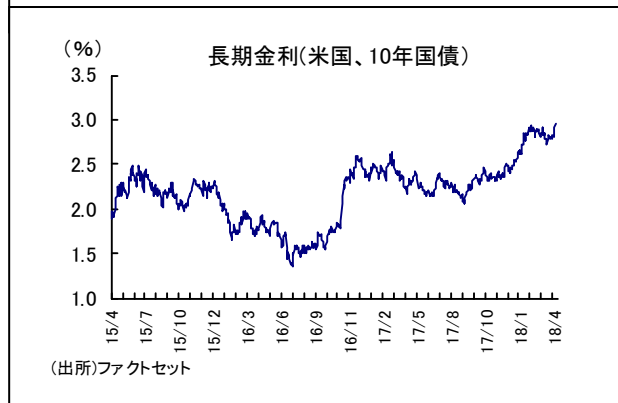
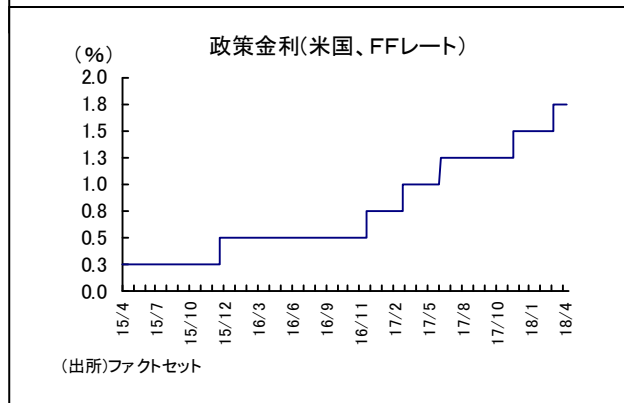
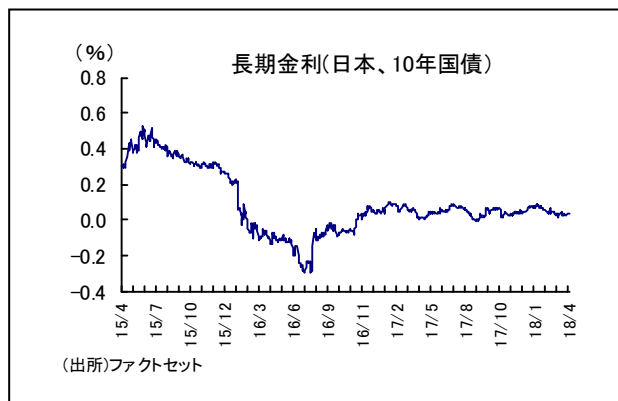
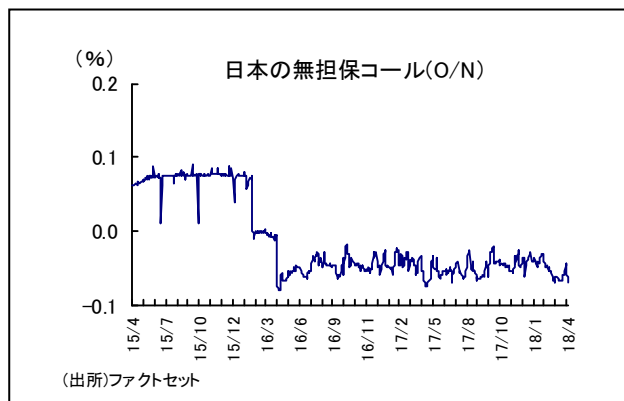
▽各国の株価動向



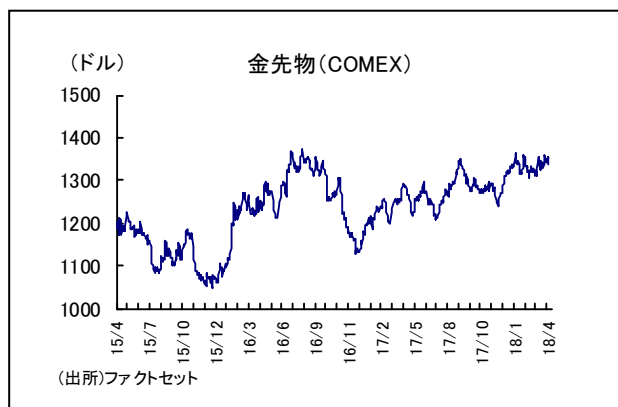
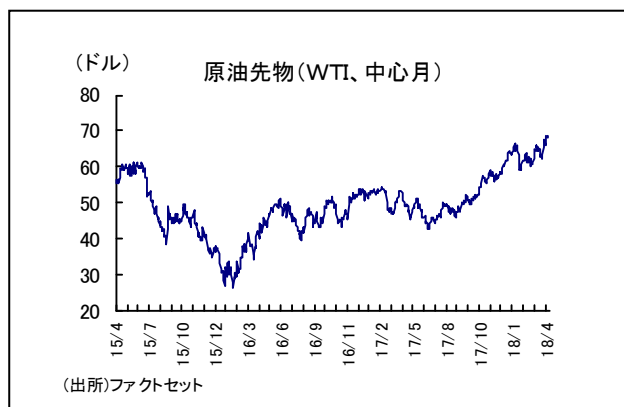
▽外為市場の動向



▽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