



〈フォーカス〉 財政再建計画を担保する仕組みづくりを

6月5日に公表された、経済財政運営と改革の基本方針2018(骨太の方針)の原案では、2025年度に基礎的財政収支の黒字化をめざす方針が示された。これまでより5年先送りした形だが、これとて実質2%、名目3%の「成長実現ケース」を前提にした場合である。アベノミクス始動後、5年以上が経過したにもかかわらず、いまだにインフレ目標は未達で、潜在成長率が上昇した形跡もないことを考えれば、現実味も説得力も欠く目標と言わざるを得ない。財政再建計画はいまや失敗が許されない計画であり、努力目標はさておき、もっと保守的な経済予想のもとでも実現可能な内容とすべきである。

すでに言い尽くされた批判だが、それでも政府のスタンスが変わる気配がないのは、外れても誰も責任をとる必要がないからかもしれない。実際、過去の計画は、延期と反故の歴史である。にもかかわらず、日本の財政が破綻しないのはなぜか。徴税能力を持つ政府は、民間企業と異なり、債務超過に陥っても、財政運営能力への信頼関係が維持されている限り破綻することはない。政府としては、たとえ目標達成の実現味が乏しくても、財政再建の「旗だけは降ろさない」姿勢を保ちさえすれば、市場の信頼をつなぎとめることができると考えているのかもしれない。ただ、実際の行動が伴わない限り、永続可能なスタンスではない。

よって、今後は計画そのものよりも、いかに計画どおりの実行を担保するかの仕組み作りがより重要になると思われる。まず、前提となる経済見通しの作成や、計画の検証は、政治的な影響力から独立した機関が担当すべきだろう。また、財政は、景気拡大期には税収増に安心して再建への意欲が失われ、景気後退期には景気対策が必要になるという形で、恒常的に拡張圧力がかかりやすい宿命にある。従って、景気拡張期の緊縮財政の義務づけや、「ペイ・アズ・ユー・ゴー(歳出拡大策は財源確保を前提とする)」原則の導入など、一定のルールに基づくスキームが検討に値すると考えられる。

骨太2018からは、19年10月の消費増税は延期せずとの強い意志がうかがえ、この点は評価できる。しかし、もちろんこれで終わりではない。超高齢化社会の到来を考えた場合、少なくとも20%以上の税率が必要というのが財政学者や社会保障の専門家のコンセンサスである。しかし、97年の5%への増税から14年の8%への増税まで17年もの歳月を要し、続く計画も2度延期の憂き目を見たことを考えれば、20%への到達など、財政破綻でもない限り国民の理解を得られるとは思えない。もちろんそれでは意味がない。

日本国民の消費税への関心はきわめて高く、ひとたび増税計画が狙上に上がるや、国を上げての上へ下への大騒ぎとなるのが通例である。その一方で、勤労者世帯の収入に対する税・社会保障負担の割合は、2017年までの10年間で4ポイント近くも上昇したにもかかわらず、大騒ぎにはならない。小刻みな増税が負担感の緩和に繋がるのは確かで、毎年機械的に税率を上げる方法も検討に値しよう。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉財政再建計画を担保する仕組みづくりを……………	1	・米中貿易摩擦アップデート……………	5
・経済情勢概況……………	2	・主要経済指標レビュー……………	8
・米設備投資は目先堅調も2019年以降鈍化へ……………	3	・日米欧マーケットの動向……………	12

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、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。

米設備投資は目先堅調も 2019年以降鈍化へ

設備投資の増加を一因に米国景気は堅調推移

米国景気は堅調に推移している。1-3月期の実質GDP成長率（改定値）は前期比年率+2.2%と、速報値の同+2.3%からわずかに下方修正されたものの、2%弱とされる潜在成長率を上回るペースで拡大が続いている（図表1）。

要因の一つが堅調な設備投資である。1-3月期の設備投資は同+9.2%と前期の同+6.8%から伸びが加速し、8四半期連続のプラスとなった。内訳を見ても、構築物投資が同+14.2%と大きく伸びたほか、機械設備投資が同+5.5%、知的財産投資が同+10.9%と、いずれも増加基調を持続している（図表2）。

企業の2018年設備投資計画は強気

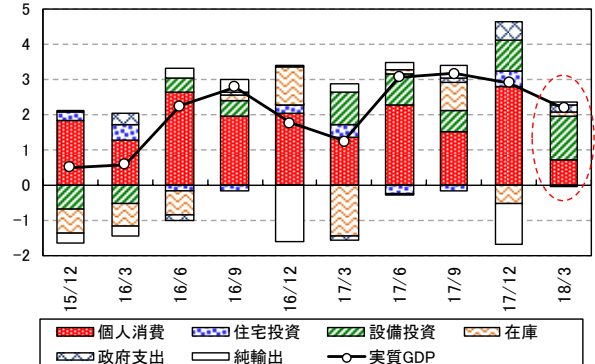
米企業の2018年の設備投資計画は強気な姿勢が示されており、当面、設備投資の増加基調は続く見込みである。米サプライマネジメント協会（ISM）が5月に発表した半期に1度の企業アンケート調査によれば、2018年は製造業、非製造業ともに設備投資の拡大を見込んでいる（図表3）。製造業では、設備投資を前年比10.1%増やす計画としており、昨年12月時点の予想値である同+2.7%から大きく上方修正されたほか、非製造業でも同+6.8%と、12月調査の同+3.8%から上方修正されている。

企業経営者による経済団体ビジネスラウンドテーブルの調査を見ても、企業が設備投資に前向きな様子が見え始める。トランプ米大統領の保護主義政策に対する懸念が燃るなかでも、向こう6カ月の設備投資を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を大きく上回っている（図表4）。また、中小企業の経済団体である全米独立企業連盟（NFIB）による調査でも、今後3~6カ月以内に設備投資を計画していると回答した企業の割合は、過去との比較で高い水準を維持している。

先行指標も設備投資の増加基調持続を示唆

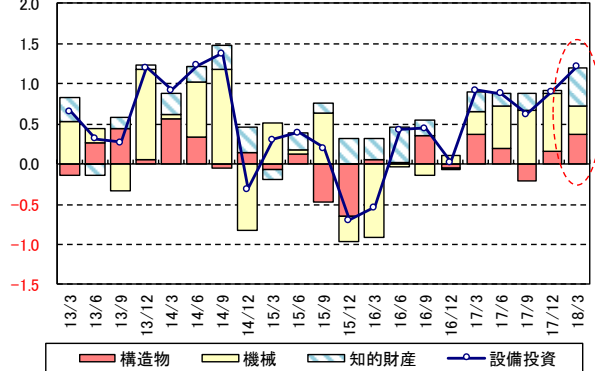
設備投資の先行指標とされる非防衛資本財新規受注（除く航空機）は、2016年を底に増加基調をたどっている（図表5）。グローバル景気が回復へ向かうなか、

（図表1）米国実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



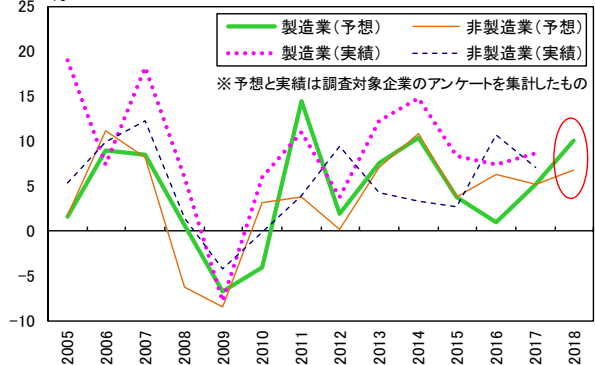
（出所）米商務省

（図表2）実質設備投資の伸び（前期比年率）と項目別寄与度



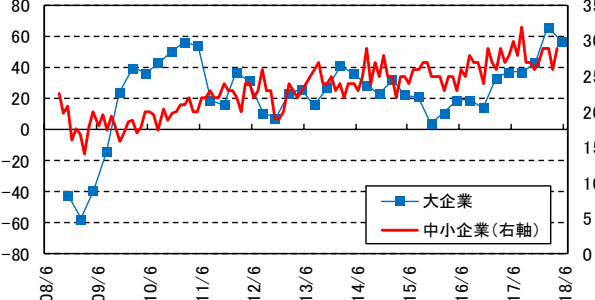
（出所）米商務省

（図表3）製造業・非製造業別の設備投資計画（前年比）



（出所）米サプライマネジメント協会(ISM)

（図表4）企業規模別の設備投資計画



※大企業は、今後6カ月以内に設備投資を「増やす」と回答した比率から「減らす」と回答した比率を差し引いて算出
 ※中小企業は、今後3~6カ月以内に設備投資を計画していると回答した企業の割合
 （出所）Business Roundtable、全米独立企業連盟(NFIB)

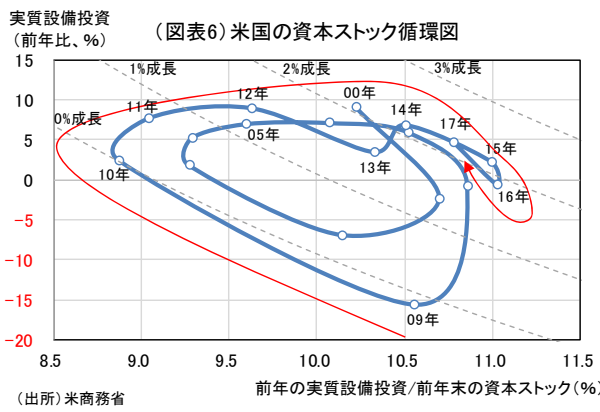
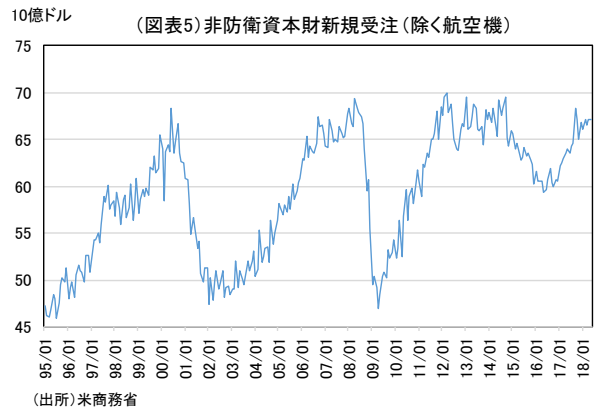
2016年11月の米大統領選で拡張的な財政政策を主張するトランプ大統領が勝利したことで、景気の先行き回復期待が高まり、企業マインドが改善したことが背景にある。2018年に入り、米中貿易摩擦に対する懸念や地政学リスクの高まりなど、企業にとって逆風が吹き荒れたが、昨年末の税制改革で所得・法人税減税の実施が決まったほか、10年間で1.5兆ドルにのぼるインフラ投資計画も発表されたことがマインド面での下支えになっている。設備投資は当面堅調な推移が続く可能性が高い。

循環面からはそろそろ頭打ちとなる可能性も

ただ、同受注を金額面から見ると、過去と比べてすでに高い水準まで増加しており、今後頭打ち感が出てくる可能性がある。そこで、現在の設備投資が循環面から見てどういった局面にあるのか、資本ストック循環図を描いて考えてみる（図表6）。

資本ストックと生産量との間の技術的關係が短期的には大きく変わらないとすると、企業が資本ストックをどれだけ積み増すかは、需要がどのくらい伸びると予想するかにかかっている。図表6では、設備投資と資本ストックの比率が期待成長率（斜め破線）を示すラインを越えてくると、企業は資本ストックが充分積み上がったと判断し、フローの設備投資を徐々に抑えようとする傾向が読み取れる。このため、資本ストック循環図は各時期の期待成長率を中心に円を描く形となっている。

ブルーチップ調査によれば、2020～2024年、2025～2029年における米国景気の長期成長率予測は前年比とともに+2.0%となっている（図表7）。この数値が米国の期待成長率のコンセンサスに相当すると考えるなら、資本ストック循環図から判断する限り、2014～2016年までの動きは、企業が、資本ストックはほぼ期待成長率から見込まれる需要をカバーできる程度まで積み上がった、と判断したため、設備投資を抑えた様子が見取れる。2017年に関しては、2014～2016年までの動きに逆行しているが、トランプ米大統領の拡張的な財政政策に支えられて一時的に押し上げられた可能性があり、先述の各種企業調査からは2018年もそうした動きが続くことが見込まれる。しかし、財政政策による効果が徐々に通減するとみられる2019年には、設備投資の伸びは再び鈍化する可能性が高いと予想する。（担当：大広）



(図表7) 米国景気長期成長率見通し

(単位: %)	実質GDP成長率(前年比)				
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
コンセンサス	1.9	1.9	2.1	2.1	2.1
上位10社平均	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5
下位10社平均	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7

(単位: %)	実質GDP成長率(前年比5年平均)	
	2020～24年	2025～29年
コンセンサス	2.0	2.0
上位10社平均	2.5	2.4
下位10社平均	1.5	1.6

(出所)BLUECHIP 18年3月号

米中貿易摩擦アップデート

第一ラウンド終了のゴング

5月19日、米中両国はワシントンで共同声明を発表し、米国の農産物とエネルギーの輸出の拡大を通じて、対中貿易赤字を大幅に削減することで合意した。通商協議に参加したムニューシン財務長官は、「追加関税発動の保留で一致した」と述べており、米国による1,500億ドル相当の対中関税賦課は延期される見通しとなった。細かい条件は今後両国間で詰めていくとのことである。

中国側が強く求めているとされたZTEに対する制裁措置（米国製部品の供給停止）解除は、19日の共同声明では触れられなかったものの、やや遅れて25日、トランプ大統領から制裁緩和が発表された。元々、ZTEへの制裁緩和は5月13日にトランプ大統領がツイッター上で示唆していた経緯があった。トランプ大統領が制裁緩和を匂わせた翌日、中国政府は中国内における米クアルコム社のオランダ半導体大手買収にかかわる独占禁止法審査を再開した（両社とも多国籍企業であるため中国でも審査が必要）。中国において両社の統合が実現した場合、クアルコム社はモバイル決済や自動運転など、中国ですでに、もしくは今後広がりを見せる新産業に深く関与する道が開かれることになる。

また、同日には、米テスラ社が上海で単独出資による現地法人設立を中国政府が許可した。中国政府は今年4月に自動車分野で外資規制を撤廃する方針を公表しており、今回の事例は規制緩和の適用第1号となる可能性が高い。政策的に新エネルギー車の普及率目標が定められている中国で、EVの先駆けであるテスラ社に単独出資で現地法人設立を許可することは、テスラ社、ひいては米国にとり大きな商機を与えることになる。

加えて、共同声明発表後の22日には、中国は自動車関税を25%→15%、部品についても10%→6%へと引き下げる方針（7月1日以降）を発表した。約800億ドルにおよぶ中国の自動車・部品輸入のうち、完成車輸入については米国が最も多く、完成車輸入の関税引き下げの恩恵を最も受けることになる（図表1）。また、同日22日には国内主要メディアを用いて、国民に対して一斉に米国製品の購入を促すなど、「中国は米国製品の輸入を拡大する」というアピールに余念がない。中国から米国への譲歩が立て続けに打ち出されている背景には、トランプ大統領からZTE制裁の緩和を引き出すねらいがあったとみられる。

（図表1）中国の国別自動車・部品輸入（2017年）
（億ドル）

	完成車		部品
米国	127.9	ドイツ	86.6
ドイツ	127.0	日本	71.7
日本	91.4	韓国	27.9
英国	71.0	米国	18.4
イタリア	20.8	フランス	6.5
世界	499.4	世界	270.8

（出所）国際貿易センター

5G開発に欠かせないZTE

中国側がZTEへの制裁緩和に固執した理由は、ZTEが次世代5G技術で多くの特許を持つ企業の一つであり、「中国製造2025」成功のための重要な役割を担っているからに他ならない。ZTEは8年連続で、国際特許出願件数における世界トップ3にランクインしており、同社が8年間で世界各国で申請した累計69,000件以上の特許出願のなかには、

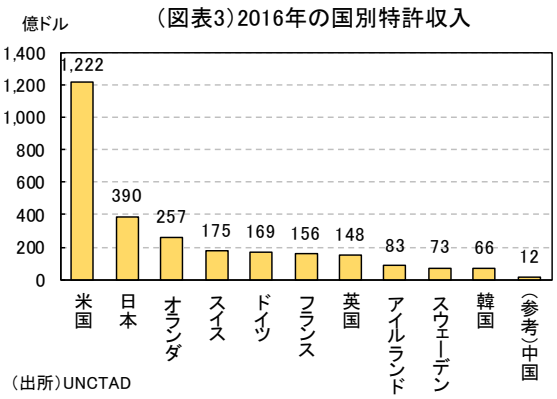
（図表2）2017年国際特許出願数（トップ25）

企業	国	件数	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
1	ファーウェイ	中国	4,024	13	LE	中国	1,397								
2	ZTE	中国	2,965	14	ボッシュ	ドイツ	1,354								
3	インテル	米国	2,637	15	パナソニック	日本	1,280								
4	三菱電機	日本	2,521	16	フィリップス	オランダ	1,077								
5	クアルコム	米国	2,163	17	シーメンス	ドイツ	1,063								
6	LG電子	韓国	1,945	18	華星光電	中国	972								
7	BOE	中国	1,818	19	富士フイルム	日本	970								
8	サムスン	韓国	1,757	20	デンソー	日本	968								
9	ソニー	日本	1,735	21	シャープ	日本	963								
10	エリクソン	スウェーデン	1,564	22	オリンパス	日本	934								
11	マイクロソフト	米国	1,536	23	日立	日本	923								
12	ヒューレット・パッカード	米国	1,519	24	NEC	日本	899								
				25	LGケミカル	韓国	850								

（出所）世界知的所有権機関(WIPO)

1,700件以上の5G関連の特許出願も含まれているという（同社広報より）。ZTEは2017年にファーウェイ

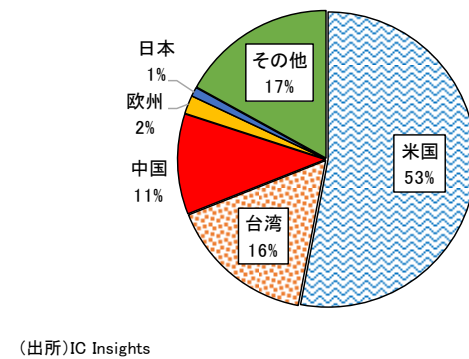
イと並び国際特許出願数で世界1、2位を占め（図表2）、中国は国別合計でも初めて日本を抜き米国に次いで世界2位となった。5Gの通信速度は現行の4Gの最大100倍とされ、次世代のIoT社会の中核技術である。IHS Markit社の調査では、世界経済への波及効果は2035年までに12.3兆ドルに上るとみられている。米国によるZTEへの制裁は、ZTE側にもイランや北朝鮮との不当な取引という瑕疵があったものの、米国側に中国との特許競争に負けるとの危機感から生まれたものと考えられる。米情報技術・イノベーション財団によると、5G関連特許件数は米クアルコム社が全体の15%で首位を占めるが、ファーウェイなど中国勢も合計で10%に迫るといふ。無論、現在普及している3G、4Gの技術面では、中国が米国をはじめとする先進国の後塵を拝していることは間違いない。2016年時点で米国の特許収入は1,222億ドル、中国は12億ドルとその差は歴然である（図表3）。米国の情報産業にファブレス企業が多いことは知られているが、スマートフォンやパソコンなど電子製品の分野で、中国製品が世界市場を席卷すればするほど、韓国や台湾のファウンドリー企業を通じて米国に特許料が流入する構造になっている。裏を返せば、米国政府の意向次第で、中国の情報産業は米国の特許を使用できなくなり、ZTEのように営業停止に追い込まれる可能性があることを示している。政府はこうした現状を、5G通信など先端技術での特許を取得することで打開しようとしているとみられる。



存在感を高める中国のファブレス企業

ここまでの動きを総括すると、中国は産業技術の高度化に不可欠なZTEの存続を米国に揺さぶられたことで、国内市場の開放や関税引き下げなど、米国への譲歩を余儀なくされた形である。一方で、政府は自国産業育成のために半導体企業への補助金（減税、免税含む）を手厚く付与しており、ファブレス企業も2017年は世界シェア11%と、依然米国の地位を脅かすほどではないにせよ、2010年の5%からは着実に成長しつつある（図表4）。こうした中国のファブレス企業には、ファーウェイやZTEなども名を連ねている。かかる状況を鑑みるに、ZTEへの制裁を解除したからといって、米国が中国の次世代技術獲得を座視すると考える根拠はない。依然、中国の企業を指弾する機を窺っているとみるのが妥当である。次なる一手は、いずれまたZTEの話を蒸し返すか、ファーウェイに何かしらの「瑕疵」を見つけるか、さもなければ中国の補助金をダンピングだと非難して中国製の半導体に一方的に高関税をかける、というものになるのではないか。

(図表4) 国別ファブレス半導体シェア(2017年)



終わらない戦い

中国とは対照的に、関税障壁の引き上げにかかっているのが米国である。トランプ大統領は5月23日に、「安全保障上の理由により」自動車輸入関税を引き上げる可能性を示した。また、5月29日にはホワイトハウスから声明が公表され、「対中輸入品関税リストの作成と早期の適用」も引き続き視野に入れていることが明らかになった。これは5月19日の米中通商協議での「追加関税発動の保留で一致した」というムニューシン財務長官の発言と明らかに矛盾する。貿易赤字削減という選挙公約達成のた

めならば、過去の発言を翻すことも厭わないトランプ流の変節ということであろうか。今後、ロス商務長官による訪中で貿易赤字縮減の成果が挙げられなかった場合、リスト作成→関税発動、成果が上がった場合にはリストは作っても発動せず、という選択肢が考えられるが、いずれにせよ、貿易摩擦は第二ラウンド開始のゴングが鳴る前に「まだまだ戦いは終わっていないぞ」というメッセージが米国から内外に向けて放たれた格好である。

こうしたトランプ大統領の発言の背景には、おそらく5月19日の米中通商協議で、中国が米国から「何を」、「いつまでに」、「いくら」買うのか、が明記されなかったことに満足しなかったことがあるとみられる。「何を」の部分は、農作物や資源という言葉が出ているものの、トランプ支持者が多いとされる「ラストベルト」地域に集中する鉄鋼や自動車などの産業とは関係が薄い。対する中国は自動車関税を引き下げたが、元々価格競争力を備えている中国メーカーとの競争が待ち受けているなか、米国の自動車輸出がどれほど増加し、ラストベルトに恩恵が及ぶかは疑わしい。トランプ大統領としてはラストベルトを保護する姿勢をアピールするためには、たとえポーズだけでも、関税引き上げというカードを切らざるを得なかったといえる。

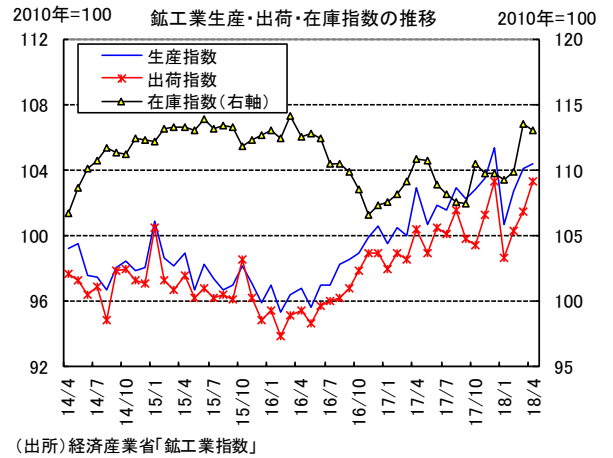
こうした状況を踏まえると、29日のホワイトハウスからの声明も、ロス商務長官の訪中に際して、「米国は「具体的な」成果を望んでいる」と暗に中国へ要求を伝えるために出されたものと考えられる。11月の中間選挙が近付くなか、米国が保護主義的な動きをいっそう強めるリスクが高まった。特に自動車関税引き上げについては、産業の裾野が広いだけに、実施されれば世界経済に大きな影響を与えることは避けられない。今後夏場にかけて、米国の通商政策が企業景況感、ひいては金融市場に大きな変動を与えるリスクが残るとみる。(担当：久保)

主要経済指標レビュー (5/28~6/8)

《日 本》

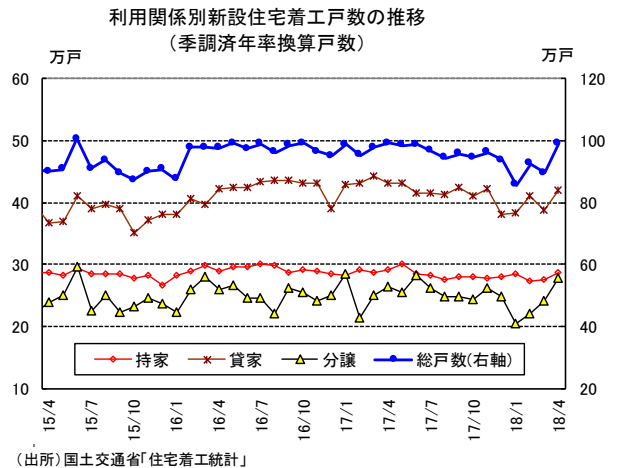
○ 4月鉱工業生産指数 (5月31日)

4月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比+0.3%と、3ヵ月連続のプラスとなり、経済産業省による基調判断は、「生産は緩やかな持ち直し」が3ヵ月連続ですえ置かれた。製造工業生産予測調査では、5月も引き続き小幅な増産見込みだが、試算値では下振れが見込まれているほか、6月は5ヵ月ぶりの減産見込みとなっているなど、目先の鉱工業生産が弱含む可能性が示されている。ただ、夏場以降の鉱工業生産は、堅調な海外需要にけん引される形で、均せば緩やかな回復が続くと予想する。内需に関して、個人消費の力強い伸びは見込みづらいものの、更新維持・省力化投資や研究開発投資を中心とする設備投資の回復が、生産の伸びに寄与するとみている。



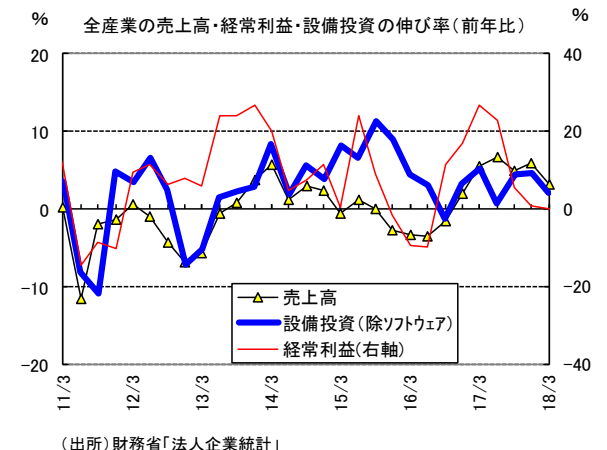
○ 4月新設住宅着工戸数 (5月31日)

4月の新設住宅着工件数(季調値)は前月比+10.9%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。利用関係別では、分譲は同+15.3%と3ヵ月連続のプラス、持家は同+4.1%と2ヵ月連続のプラス、貸家は同+8.6%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。ただ、「各社の着工のタイミングが一致した」と国交省がコメントしたように、今回の大幅な増加は一過性である可能性が高いとみている。今後については、住宅支援策や低金利環境が引き続き下支えとなるものの、マンションなどの住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスが続き、貸家着工は減少傾向で推移するとみられ、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



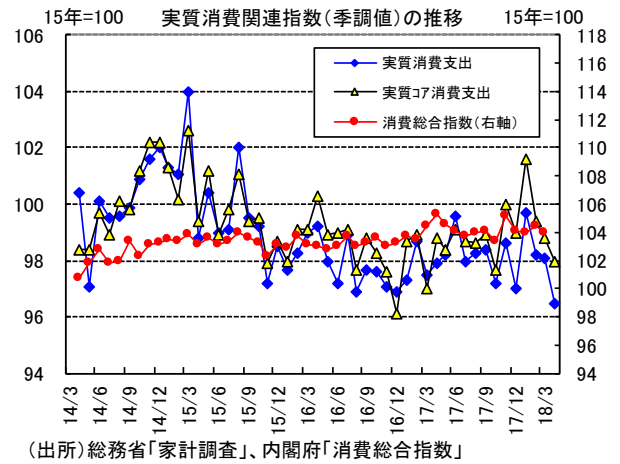
○ 1-3月期法人企業統計 (6月1日)

1-3月期の法人企業統計では、売上高が前年比+3.2%と6四半期連続の増収、経常利益は同+0.2%と7四半期連続の増益を維持した。業種別では、製造業が5四半期連続の増収となったものの、年明け以降の円高の影響もあって、6四半期ぶりの減益となった。一方、非製造業は6四半期連続の増収、3四半期ぶりの増益となった。今後については、堅調な海外景気を背景とした輸出の増加等により、企業収益は堅調に推移すると予想する。設備投資(土地・ソフトウェアを除く)は前年比+2.1%と引き続き回復基調を維持した。今後については、非製造業を中心に、雇用者不足を受けた合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれ、設備投資は緩やかな回復傾向が続くと予想する。



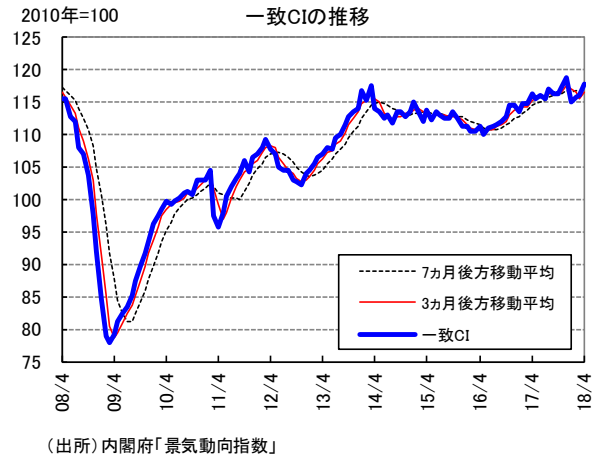
○ 4月家計調査 (6月5日)

4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▲1.3%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+0.7%と4ヵ月ぶりのプラス、実質消費支出も同+0.7%と3ヵ月ぶりのプラスとなった。一方、平均消費性向は同▲3.2ポイントとマイナスになっており、消費者の根強い節約志向が、個人消費の足かせとなっている様子が示唆されている。今後については、賃金の高い伸びが見込めないことが引き続き制約要因になるとみられる。足元では原油価格が高値圏で推移していることも、個人消費の抑制要因になる可能性が高く、個人消費は引き続き緩やかな回復にとどまると予想する。



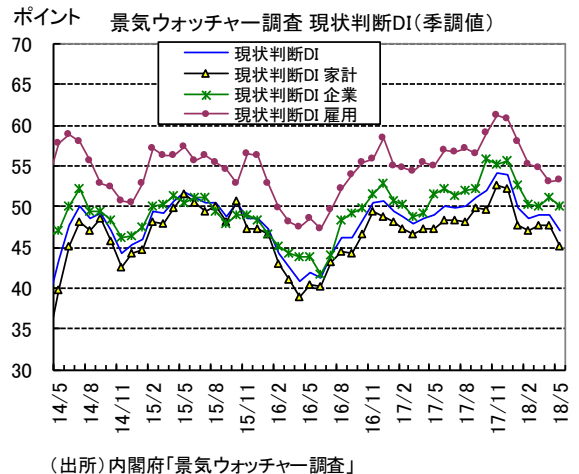
○ 4月景気動向指数 (6月7日)

4月の景気動向指数では、一致CIが117.7(前月差+1.7ポイント)と、3ヵ月連続で上昇した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」が19ヵ月連続ですえ置かれた。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、特に耐久消費財出荷指数、投資財出荷指数(除輸送機械)、商業販売額(卸売業)の押し上げが目立った。一方で、有効求人倍率(除学卒)はマイナス寄与となった。先行CIは105.6(前月差+1.1ポイント)と、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や、不安定な欧米の政治情勢など不安要素は残るものの、堅調な海外景気や、人手不足を背景とした省力化・省人化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



○ 5月景気ウォッチャー調査 (6月8日)

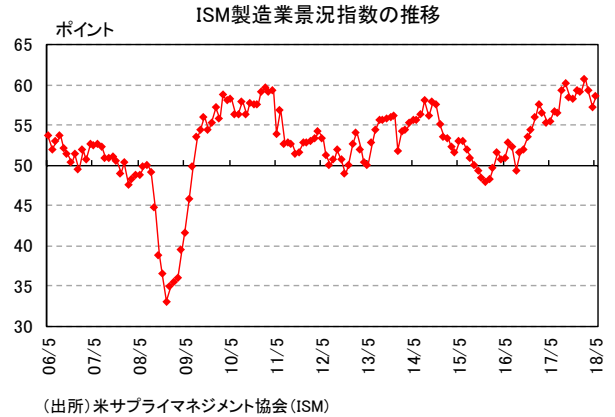
5月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が先月から▲1.9ポイントの47.1に低下し、節目の50を5ヵ月連続で下回った。家計、企業DIともに悪化した一方で、雇用DIは小幅に改善した。基調判断は「緩やかな回復基調が続いている」から「緩やかな回復基調が続いているものの、一服感がみられる」に4ヵ月ぶりに下方修正された。先行き判断指数も先月から▲0.9ポイントの49.2と2ヵ月ぶりに悪化し、節目の50も下回った。先行きについての景気ウォッチャーの見方は、「人手不足、コストの上昇などに対する懸念もある一方、引き続き受注、設備投資などへの期待がみられる」とまとめられている。



《米 国》

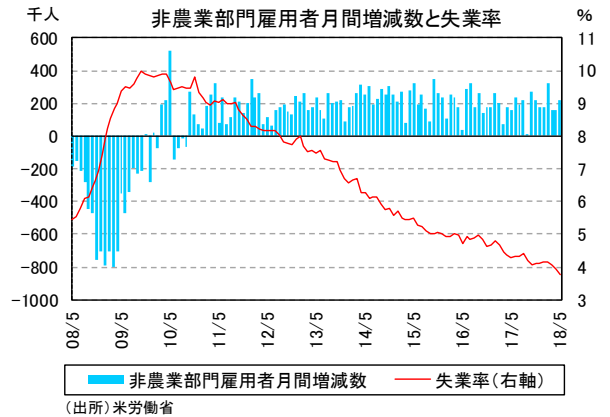
○ 5月ISM製造業景況指数（6月1日）

5月のISM製造業景況指数は58.7と、3ヵ月ぶりに上昇した。構成項目別に見ると、生産、新規受注、リードタイム、雇用が前月から上昇した。生産活動の拡大を報告したのは18業種中16業種にのぼり、残り2業種も前月から横ばいと、幅広い業種で業況が改善している様子がうかがえる。個別業種のアンケート結果を見ると、労働力不足などの供給制約や、関税引き上げ、資源価格上昇などによるコスト増を懸念する意見が見られており、価格指数の上昇に繋がっている。堅調な需要を背景に受注残指数の上昇も目立つ。貿易摩擦や地政学リスクへの懸念が燦るものの、企業マインドは堅調に推移しており、米国景気は回復基調が続くと予想する。



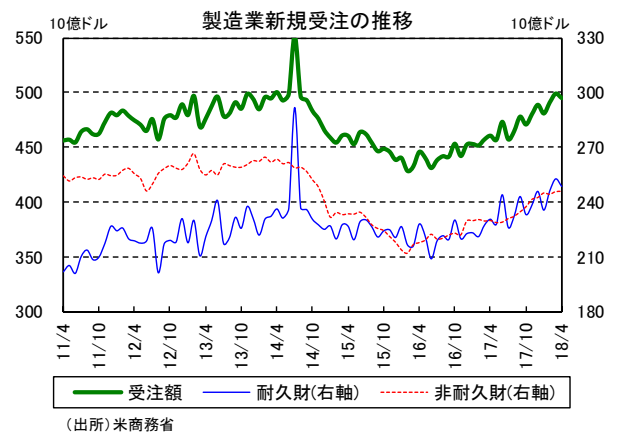
○ 5月雇用統計（6月1日）

5月の非農業部門雇用者数は前月比+22.3万人と、市場予想（同+19.0万人）を上回り、4月から増加幅が拡大した。小売業など民間サービス部門が全体をけん引した。失業率は4月から一段と改善し、3.8%と2000年4月以来の水準まで低下したほか、広義の失業率（U6失業率、就職を断念して労働市場から退出した人や、非自発的パートタイマーなどを失業者を含む）も7.6%と3ヵ月連続で低下しており、雇用環境は良好な状態が続いている。注目の時間当たり賃金の伸びは前年比+2.7%と、前月の同+2.6%から伸びは高まったものの、ここ数年見られたレンジ内での推移から脱してはいない。5月の雇用統計は、FRBの緩やかな利上げを後押しする内容だったと言える。



○ 4月製造業新規受注（6月4日）

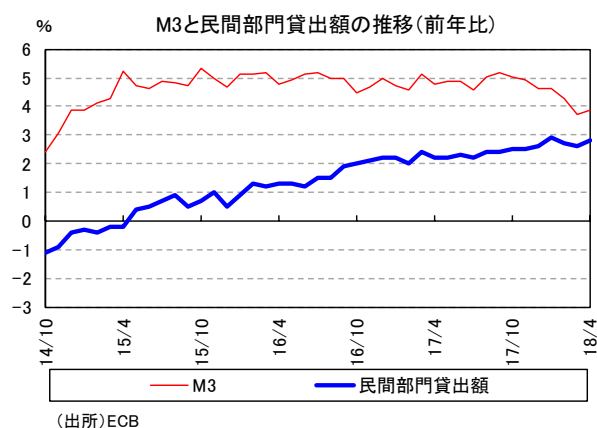
4月の製造業新規受注は前月比▲0.8%と3ヵ月ぶりに減少した。ただ、変動の激しい航空機が前月に大きく伸びた反動もあって減少しており、除く輸送機器ベースでは同+0.4%と、10ヵ月連続の増加となった。財別に内訳を見ると、耐久財は同▲1.6%と、航空機等が大きく減少した結果、3ヵ月ぶりのマイナスとなった一方、非耐久財は同+0.1%と、小幅ながら2ヵ月連続で増加した。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）は同+1.0%と2ヵ月ぶりに増加した。保護貿易への警戒感などが下押し圧力になっていると考えられるものの、企業業績の改善やトランプ政権の拡張的な財政政策の効果などが下支えとなり、製造業新規受注は今後も増加基調が続くと予想する。



《 欧 州 》

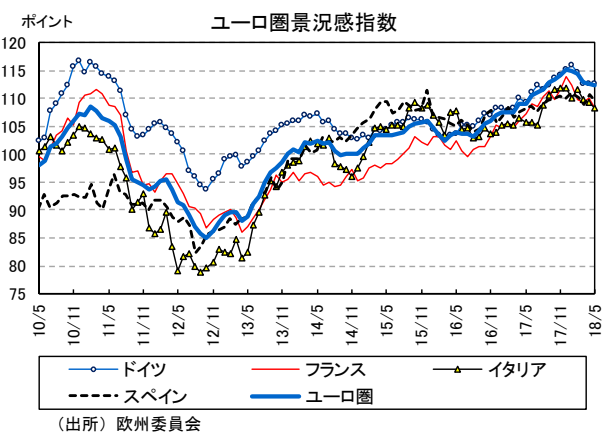
○ 4月ユーロ圏マネーサプライ (5月29日)

4月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+3.9%と、7ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した。民間向け貸出額も同+2.6%→+2.8%と前月から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同+3.0%で前月から横ばいとなり、うち住宅ローンは同+3.0%→+2.9%と伸び幅が小幅に縮小したものの、消費者ローンが同+7.1%→+7.6%と拡大した。非金融企業向けは同+2.2%→+2.4%と伸び幅が拡大した。ECB(欧州中央銀行)による緩和的な金融政策が続くなか、銀行の貸出態度は依然として緩和的であるうえ、貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、今後のユーロ圏民間向け貸出額は緩やかな回復傾向で推移するとみる。



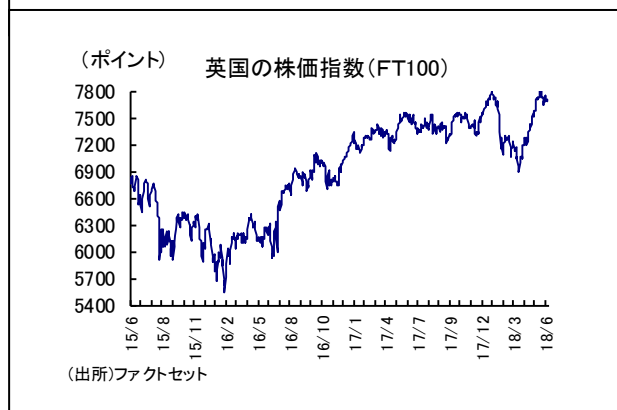
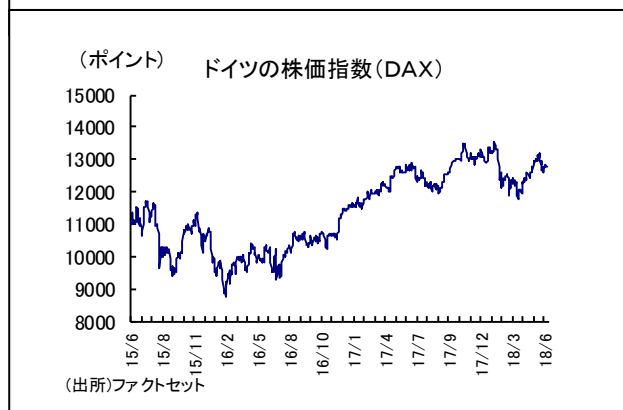
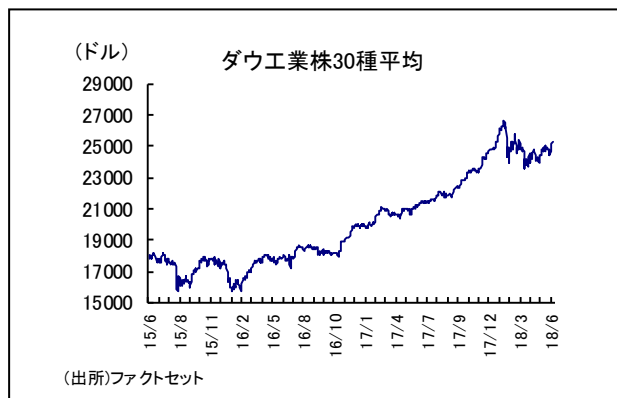
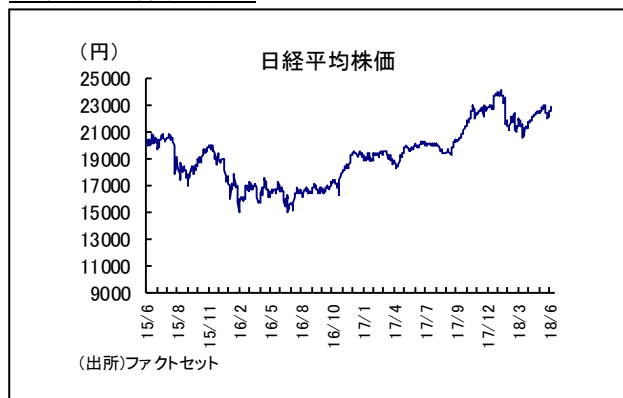
○ 5月ユーロ圏景況感指数 (5月30日)

5月のユーロ圏景況感指数は112.5と、5ヵ月連続で低下した。セクター別では、建設業(4.6→7.0)、小売業(▲0.6→0.7)が改善したものの、鉱工業(7.3→6.8)、サービス業景況感(14.7→14.3)、消費者信頼感(0.3→0.2)が悪化した。主要国別では、ドイツ(112.6→112.7)のみ小幅に改善したものの、フランス(110.2→108.4)、イタリア(109.4→108.4)、スペイン(110.6→109.4)は悪化した。足元では、貿易摩擦への懸念が、特に製造業の企業景況感に悪影響を与えているとみられる。ただ、ユーロ圏では雇用者数の増加が続いており、海外景気の回復も続いていることから、今後のユーロ圏景気は、底堅く推移すると予想する。

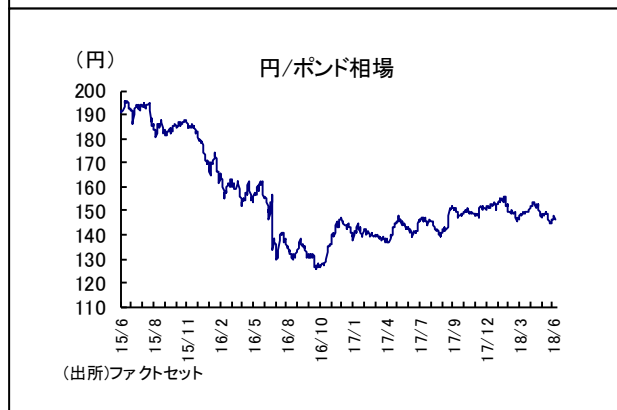
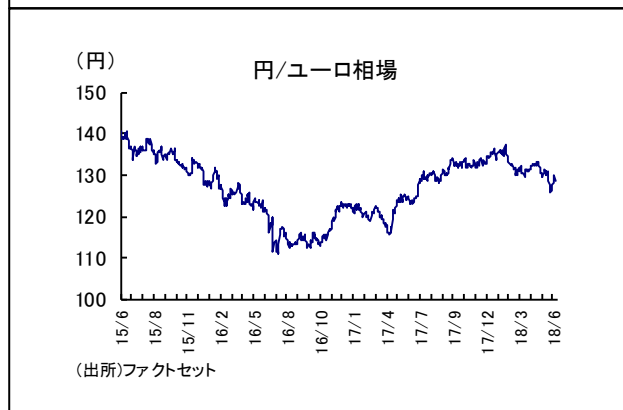
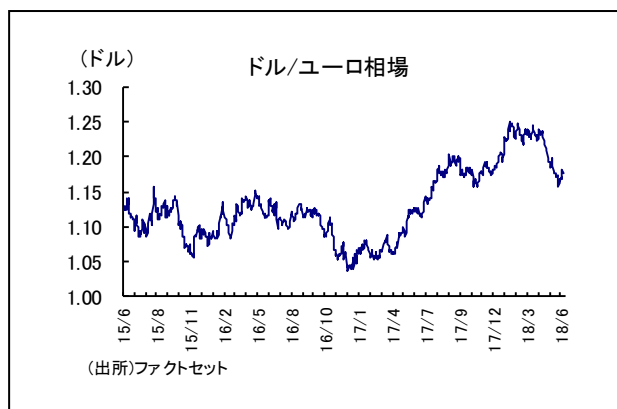
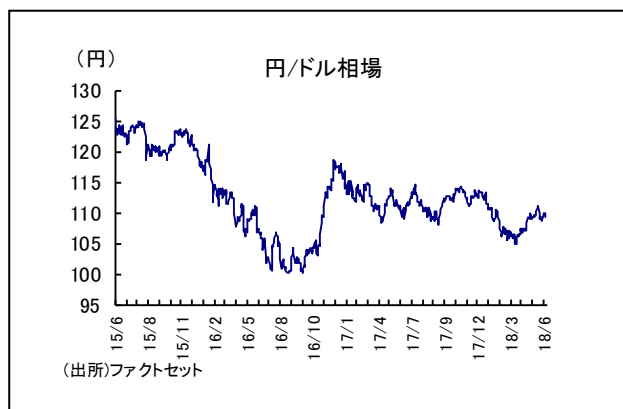


日米欧マーケットの動向 (2018年6月11日現在)

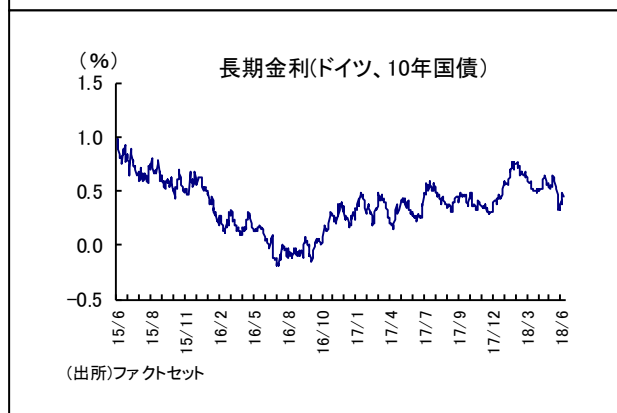
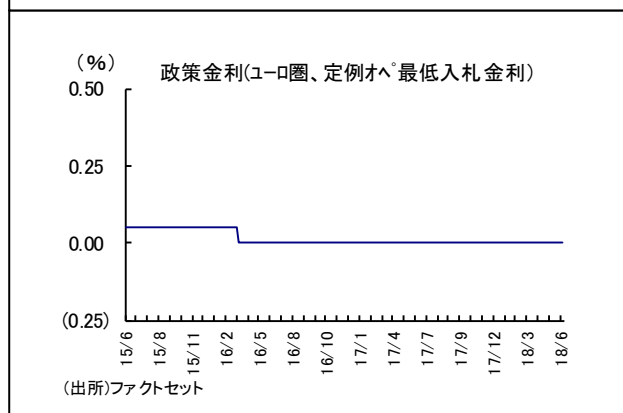
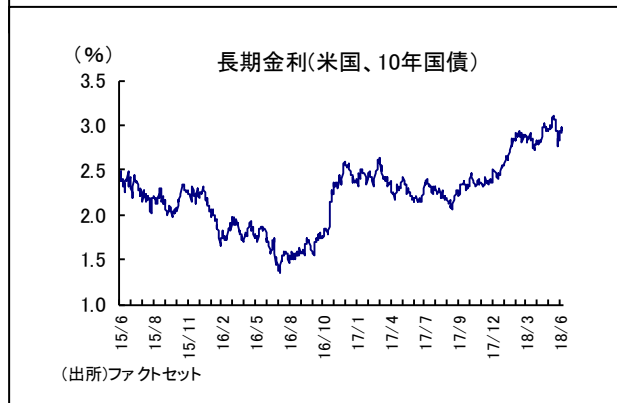
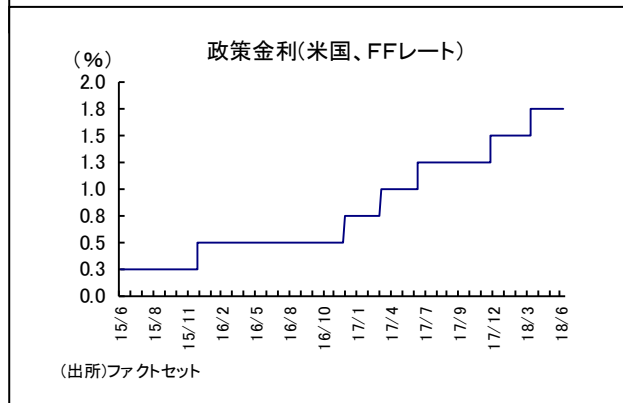
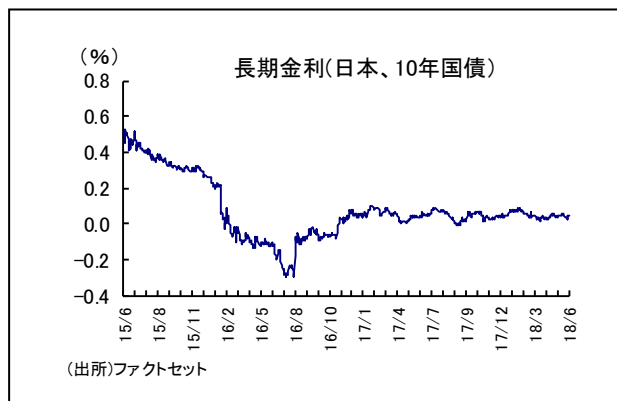
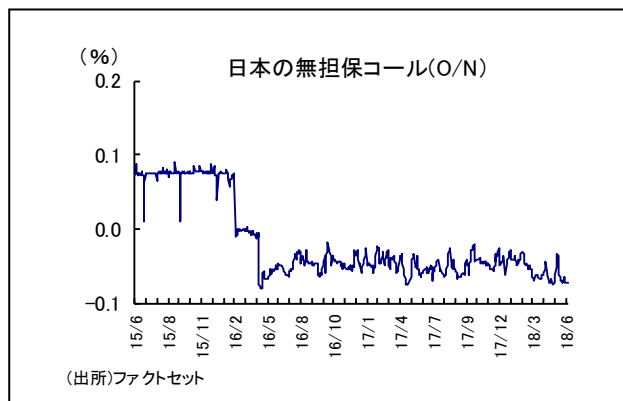
▽各国の株価動向



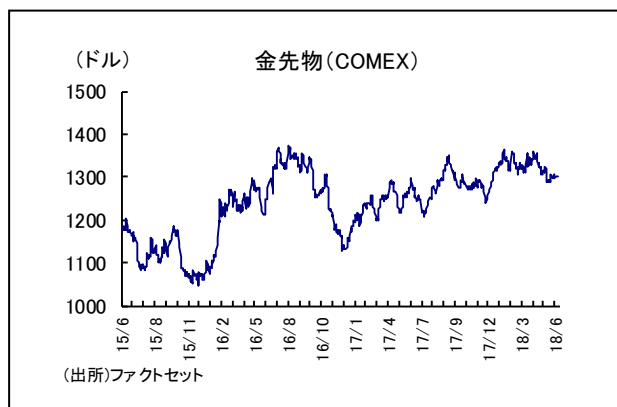
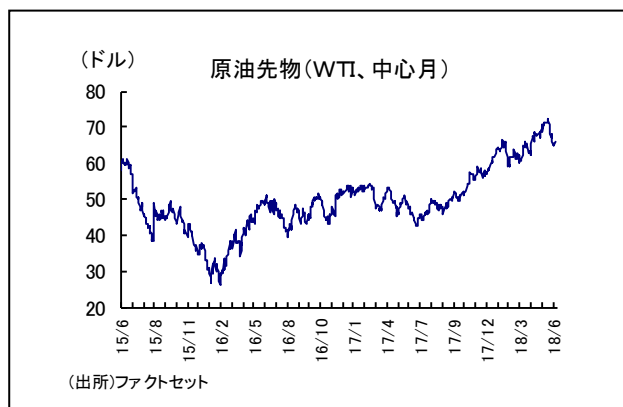
▽外為市場の動向



▽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