

<フォーカス> 貿易戦争に楽観的な株式市場

中間選挙を控え、通商交渉におけるトランプ大統領のポルテージは上がる一方だが、反比例するかのように、金融市場はリスクオンの様相を強めている。先週の NY ダウは、20日、21日と2日連続で過去最高値を更新した。米中間で早晩なんらかの手打ちがあると楽観視しているのか、貿易戦争の経済への打撃は小さいと考えているのか、この手のニュースに単に不感症になっているだけなのか、市場の認識はよくわからないが、予想外の反応である。

今のところ、米国経済が順調に推移しているのは確かである。当初は、完全雇用下での大幅減税がインフレを招くとの懸念もあったが(その懸念は残っているが)、貿易戦争という「引き締め」政策で、意図せずアクセルとブレーキを踏み分けているのが、結果オーライ的な巡航速度に繋がっているのかもしれない。偶然に頼った景気ファインチューニングは当然持続不可能だが、現時点での需給ギャップのずれは、FRB がカバーできる範囲に収まっている。

当社の経済モデルによると、米中両国が互いの輸入品に25%の関税を課した場合、中国のGDP成長率には▲0.2%～▲0.3%の下押し圧力がかかるのに対し、米国経済には▲0.5%～▲0.7%の下押しと、米国経済への悪影響が上回る(図表)。株価下落に加え、物価上昇が個人消費の落ち込みにつながるスタグフレーションシナリオである。実際には株価は下落していないし、価格転嫁も進んでいないので、モデルが現実の経済構造を正しく描写していないとの批判は成り立つ。ただ、一方で、モデルの物価は関税の直接的影響のみを反映しており、サプライチェーンの寸断や生産工程の混乱がもたらす供給ショックは考慮していない。ゆくゆくは、モデルより現実の悪影響がむしろ大きくなるパターンも十分ありうる。

貿易の規模にのみ注目して、貿易戦争は中国の完敗に終わると論じるのはナイーブにすぎる。中国が徹底した持久戦の覚悟を決めれば米国は苦しい。それだけでなくトランプ氏は、日々大統領の適格性を問う声との戦いに多大な労力を割いている。対する習近平氏は、選挙の洗礼を受ける必要がない。国家資本主義を取る国の強みで、元安誘導による関税の相殺が手段になりうるほか、通関手続きの妨害も容易だ。いざとなれば米国債の売却も可能なほか、愛国心を鼓舞して、米国製品の不買運動など、国を挙げた草の根抵抗戦術に持ち込むこともできる。中国の異質な経済体制は問題があるとの認識では日本も米国と立場を一にするが、それでも手段としての保護主義政策には限界があるとみるべきである。(Kodama wrote)

貿易戦争の経済への影響(ベースシナリオからのかい離幅)

※19Q1に米中が相互に関税率を25%まで引き上げると想定(%ポイント)

		2019年	2020年
米国	GDP成長率	▲0.7	▲0.5
	鉱工業生産	▲0.8	▲1.0
	CPI	+0.6	+0.1
	経常収支(対GDP比)	+0.2	▲0.0
中国	GDP成長率	▲0.3	▲0.2
	鉱工業生産	▲0.3	▲0.4
	CPI	▲0.0	▲0.5
	経常収支(対GDP比)	+0.0	+0.0
日本	GDP成長率	▲0.1	▲0.2
	鉱工業生産	▲0.2	▲0.5
	CPI	▲0.1	▲0.3
	経常収支(対GDP比)	+0.0	+0.1

(出所)OEGMより明治安田生命作成

目次

<フォーカス>貿易戦争に楽観的な株式市場	1	・主要経済指標レビュー	11
・経済情勢概況	2	・日米欧マーケットの動向	17
・政府が日銀に助け舟を出していたことが明らかに	3		
・米設備投資は緩やかに鈍化へ	8		

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6月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.50-1.75%から、1.75-2.00%へと引き上げた。2018年内に残り1回、2019年も2回程度の利上げ実施を予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や輸出の増加を背景に、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、貿易摩擦への懸念から、回復ペースの鈍化を見込む。

ECBは6月の理事会で、資産買入れ策を規模を減額したうえで2018年末まで継続し、現行の政策金利の2019年夏中のすえ置きをアナウンスした。政策金利の引き上げは、2019年9月と予想する。

政府が日銀に助け舟を出していたことが明らかに

景気認識は変わらず

9月18、19日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、景気の現状判断が「緩やかに拡大している」ですえ置かれた。これで、10回連続で同じ表現となった（図表1）。個別項目の判断も前回の内容がほぼ踏襲された（図表2）。先行きの見通しも「緩やかな拡大を続けるとみられる」で変化がなかった（図表3）。

（図表1）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
15年7月15日	緩やかな回復を続けている	→	
15年8月7日	緩やかな回復を続けている	→	
15年9月15日	緩やかな回復を続けている	→	
15年10月7日	緩やかな回復を続けている	→	
15年10月30日	緩やかな回復を続けている	→	
15年11月19日	緩やかな回復を続けている	→	
15年12月18日	緩やかな回復を続けている	→	
16年1月29日	緩やかな回復を続けている	→	
16年3月15日	基調としては緩やかな回復を続けている	↓	小幅下方修正
16年4月28日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年6月16日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年7月29日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年9月21日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年11月1日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年12月20日	緩やかな回復を続けている	↑	小幅上方修正
17年1月31日	緩やかな回復を続けている	→	
17年3月16日	緩やかな回復を続けている	→	
17年4月27日	緩やかな拡大に転じつつある	↑	3ヵ月ぶりの上方修正
17年6月16日	緩やかな拡大に転じつつある	→	
17年7月20日	緩やかに拡大している	↑	
17年9月21日	緩やかに拡大している	→	
17年10月31日	緩やかに拡大している	→	
17年12月21日	緩やかに拡大している	→	
18年1月23日	緩やかに拡大している	→	
18年3月9日	緩やかに拡大している	→	
18年4月27日	緩やかに拡大している	→	
18年6月15日	緩やかに拡大している	→	
18年7月29日	緩やかに拡大している	→	
18年9月19日	緩やかに拡大している	→	

（出所）日銀

安倍首相と麻生財務相の発言が注目される

7月に政策変更には踏み切ったばかりということもあり、今回の会合は無風ということで市場関係者の事前予想はほぼ一致していた。そうしたなかで注目されたのは、出口政策に言及した安倍首相の14日の発言と、麻生財務相の18日の発言についての黒田総裁の見解である。会合後の定例会見では実際、記者から複数の質問があった。

報道によれば、麻生財務相は18日の閣議後の記者会見で、「原油価格が下がった時点で2年以内の物価目標の達成はまず無理というのは、政府と日銀でお互いに認識していた」との趣旨の発言をしたという。また、「2%を掲げるのはいいが、責任を感じて、何か不必要なことをやるのは、やめた方がいいということで（政府と日銀は）一致していた」とも述べたとのことである。

一致したとは言っても、雑談レベルの話かもしれない、過大評価は禁物との見方もあろう。麻生氏自体、もともとリフレ政策に否定的な考えの持ち主であり、物価目標に懐疑的な発言をすること自体は驚くべきことではないかもしれない。ただ、少なくとも政権発足当初は、かかる反リフレ的な

(図表2) 個別項目の現状判断の推移 (直近月の下線部は主たる変更箇所)

項目	開催月 (媒体)	評価	方向感
海外経済	6月 (公表文)	総じてみれば着実な成長が続いている	→
	7月 (展望レポート)	総じてみれば着実な成長が続いている	→
	9月 (公表文)	総じてみれば着実な成長が続いている	→
輸出	6月 (公表文)	増加基調にある	→
	7月 (展望レポート)	増加基調にある	→
	9月 (公表文)	増加基調にある	→
設備投資	6月 (公表文)	企業収益や業況感が改善基調を維持するなかで、増加傾向を続けている	→
	7月 (展望レポート)	企業収益や業況感が改善基調を維持するなかで、増加傾向を続けている	↓
	9月 (公表文)	企業収益や業況感が改善基調を維持するなかで、増加傾向を続けている	→
個人消費	6月 (公表文)	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	7月 (展望レポート)	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	9月 (公表文)	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
住宅投資	6月 (公表文)	弱含んで推移している	→
	7月 (展望レポート)	横ばい圏内で推移している	↑
	9月 (公表文)	横ばい圏内で推移している	→
公共投資	6月 (公表文)	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
	7月 (展望レポート)	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
	9月 (公表文)	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
鉱工業生産	6月 (公表文)	増加基調にある	→
	7月 (展望レポート)	増加基調にある	→
	9月 (公表文)	増加基調にある	→
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	6月 (公表文)	きわめて緩和した状態にある	→
	7月 (展望レポート)	きわめて緩和した状態にある	→
	9月 (公表文)	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	6月 (公表文)	横ばい圏内で推移している	→
	7月 (展望レポート)	横ばい圏内で推移している	→
	9月 (公表文)	横ばい圏内で推移している	→

(出所) 日銀

発言を公の場ですることは考えられないことであった。麻生氏ほどの実力者ならまだしも、他の政権幹部であればおくびにも出すことはできなかつたはずである。

後述する安倍首相の発言も、以前とは明らかにニュアンスが変わってきており、麻生氏の発言は、リフレ政策への見方が変わりつつある政府内の雰囲気や代弁していると言える。日銀が出口に動くにあたっての政府サイドのハードルが予想以上に低いことを示しており、物価目標の達成如何にかかわらず、黒田総裁の任期中に、日銀が出口の方向に歩みを進める可能性はこれでいっそう高まってきた。

日銀が、原油価格下落局面の比較的早い段階で、2年以内の達成が困難になったと考えていたのも本来不思議ではない。14年6月の時点で100ドル/バレルを超えていた原油価格は、14年末までに50ドル/バレル近辺へと約半値にまで下がったが、その時点で「2年」の期限まで3ヵ月しか残っていなかった。ピンポイントでの2%到達ではなく、安定的に2%を維持して改めて物価目標の達成とみなす必要があったことを考えればなおさらである。ただ、そうした認識を政府と「共有した」うえで、「不必要な対策は不要」というお墨付きをかなり早い段階で政府から得ていたことがわかったのは興味深い。事実であれば、政府サイドはかなり早い段階からQQEにある意味見切りをつけ、それをはっきり言葉で日銀に伝えていたことになる。

(図表3) 先行きの見通しの推移 (直近月の下線部は主たる変更箇所)

項目	開催月 (媒体)	評価	方向感
経済	6月 (公表文)	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の着実な成長を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる	→
	7月 (展望レポート)	日本経済の先行きを展望すると、2018年度は海外経済が着実な成長を続けるもとで、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。2019年度から2020年度にかけては、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を背景に、成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる	→
	9月 (公表文)	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の着実な成長を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる	→
物価	6月 (公表文)	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる	→
	7月 (展望レポート)	先行きの物価を展望すると、マクロ的な需給ギャップが <u>プラスの状態が続く</u> もとで、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化し、中長期的な予想物価上昇率も徐々に高まってくるとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、 <u>これまでの想定よりは時間がかかるものの</u> 、2%に向けて <u>徐々に</u> 上昇率を高めていくと考えられる	↓
	9月 (公表文)	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる	→

(出所) 日銀

実際、QQE開始から2年前後を境に、政府サイドからの物価目標についての言及は目立ってトーンダウンしていった。安倍首相周辺のリフレ派学者がいつの間にか次々にオールドケインジアンに鞍替えし、財政出動を主張し始めたのもこの頃からである。「不必要な対策は不要」というのが、いつ時点の「一致」なのかは不明で、これが15年末までのことだとしたら、日銀は政府の助け舟にもかかわらず、その後マイナス金利という「不必要な政策」に踏み込んだことになる。ただ、マイナス金利後、2年以上にわたり追加緩和策を控えてきたのは(YCCはむしろ正常化への一歩)、政府のお墨付きを得たうえでの舵取りだったと言える。リフレ路線を貫徹するのであれば、2%の目標に遠く届かない以上、この間も追加緩和策を次から次へと繰り出さなければならないはずだった。

より重要な安倍首相の変節

安倍首相の発言はより重要である。安倍首相は14日に開催された自民党総裁選の討論会で、日銀の大規模緩和策について「ずっとやっていいとは全く思っていない。任期のうちにやり遂げたい」

と述べたという。発言のポイントはその後で、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」としつつも、「目的は実体経済、つまり雇用を良くしていくことだ」と述べたとのことである。

これを政権発足直後の、日銀法の改正までちらつかせながら日銀に物価目標の採用を迫った態度と比較すると、驚くべき変節ぶりと言えるだろう。いつの間にか2%が、「ひとつの目標」にまで格下げされ、「目的は実体経済、つまり雇用を良くしていくこと」と、あくまで景気が第一目標と姿勢を明確にしている。この点は重要である。雇用が基準になるのであれば、有効求人倍率が40数年ぶりの水準にまで上昇し、失業率も2%前半にまで低下した今、すぐにでも出口を開始できる。安倍首相は、「時期や手法は黒田総裁に任せている」とも述べており、発言要旨を読む限り、物価目標が未達でも、出口を容認した発言と受け止められないこともない。

もちろん、グリーンライトが灯ったとみるのは早計である。アベノミクスの本質が「円安・株高政策」であることを考えれば、あくまで為替市場に大きな影響を与えないことが前提で、そのうえで多少いじる分には構わないという程度の認識かもしれない。これだけでも日銀にとってはハードルが高い。また、政府は簡単に手のひら返しできても、日銀は日銀で、これまでの政策との整合性を保つような理屈づくり（総括検証2）が必要になる。

共同声明（アコード）を変える必要はない

両者の発言について見解を求められた黒田総裁の回答自体は、予想どおり当たり障りのない内容だったが、「共同声明にしたがって」、2%の物価目標をめざすことを再三強調した点は注目値する。共同声明を変えてもらえれば安心して出口政策にとりかかれると言いたいのではないかというがった見方をしたくなるが、「アコードについて何らか見直す必要があるのかどうか」との記者の質問に対しては、「依然として有効かつ必要」で、「見直す必要があるとは思っていません」と述べている。このところ本音と建前のかい離が大きくなっているように見える黒田総裁の発言だが、これはおそらく本音であろう。共同声明は、出口政策に強い縛りをはけるような建付けにはなっていないためだ。

共同声明は、黒田体制下ではなく、白川前総裁時代に作成されたものである。安倍首相が首相就任後、新体制の発足を待ちきれずに、民意は出た、レジームチェンジだとばかりに作成を迫ったものである。これが結果オーライで、当時の白川総裁の、ある意味職を賭した抵抗のおかげで、日銀の立場にも配慮したきわめてバランスのとれた書きぶりになっている。黒田総裁としても、声明に乗っかっていた方が逆に出口をやりやすい。

例えば、物価目標の達成の責任は、日銀だけで負う形ではなく、政府との共同責任という建前になっている。達成期限も、「できるだけ早期」とされているだけである。「2年」は黒田体制になってから打ち出したものだが、すでに共同声明のレベルに先祖返りしている。政府サイドは、規制改革等の成長戦略を「強力に推進する」ことが条件になっているほか、財政再建に向けた取組みについても「着実に推進」することが明記されており、この点も従来からの黒田総裁の主張に合致する。共同声明が黒田体制発足後の作成だったら、物価目標は日銀が一方的に責任を負う形になっていたのは確実で、表現ももっと勇ましいものになっていただろう。

また、金融緩和を推進するに当たって日銀は、「金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく」というガード文言がしっかり入っている。ここも白川氏がこだわった部分であることは想像に難くない。この文面に従うからこそ、7月の金利調整も可能だったと言えるだろう。発表当時、副総裁就任前の岩田規久男氏が「結局、日銀には積極的な追加緩和をやる意思がない」と批判した共同声明が、皮肉にもいまや日銀の行動の支えになっている。

「2%」を共同声明から取り去ることができれば、日銀にとってベストと言えるが、これまでの政策の誤りを認めることになるような変更ができないのは明らかである。そうであれば、下手にい

じると政府にハシゴを外されたような内容になってしまうリスクがある分(財政条項の削除など)、このままの方が良い。

長期金利は緩やかな上昇を容認へ

景気失速がない限り、次の一歩も正常化の流れに沿ったものになるはずである。ただ、その道は平坦ではない。今回の長期金利の変動許容幅の拡大措置にしても、あくまで金融調節上の技術的な対応であり、誘導目標の0%を引き上げたわけではない。その意味で小手先の対応にすぎないのだが、小手先の対応から踏み出すためには、「総括検証2」の作成が必要になる。しかし、すでに一度やっている分、敗北宣言と受け止められないような「言い訳集」の作成は難易度が上がる。日銀は失敗や敗北を認められない組織であり、今後も退却を転針と言い張る理屈作りにまい進しなければならない苦しさがある。また、同じ体制下で3度も総括検証を出したら呆れられるのは確実で、許されるのはせいぜいあと1回である。そうすると、マイナス金利の撤廃を含む、抜本的な枠組み変更を行なう時までとっておいた方がいい。それまでは、小手先の対応で凌ぐしかない。

小手先の対応の繰り返しにも限度があるが、幸い、7月の修正で、金融調節の融通性は高まっており、当面はこの政策を継続できる。国債積み増しのペースをさらに落とすことが可能になったほか、ETFについても、買入れ額縮小に向けた環境作りが整った。当面はオペ運営で、緩やかな金利上昇を容認する方針と考えられる。日銀は21日、残存期間25年超の買入れ額を前回までの600億円から500億円に減額した。7月の決定会合の直後からトルコリラが急落、世界の金融市場が不安定化の様相を強めたことから、動きづらい状況となっていた。しかし、ここへきて新興国通貨売りが一巡、貿易摩擦への懸念もいったん和らいだことで、世界的なリスクオン相場の様相が強まっており、国債買入れ減額に動きやすい環境が戻ってきていた。日本の長期金利に低下圧力がかかっていたわけではなく、むしろ上昇圧力がかかるなかでの減額であり、さらなる上昇容認のメッセージと受け止めることが可能である。当面、市場では、さらなる減額が進むとの観測が働きやすい。急速な動きには引き続き警戒するだろうが、10年国債利回りは、年末までには0.2%をうかがう水準にまで上昇する可能性が高いとみている。

かく乱要因になるのが米国の態度である。特に、中間選挙で共和党が大敗するようなことになれば、トランプ大統領が議会調整の制約が少ない分野での実績作りに一段と傾くリスクがある。日本との通商交渉において、関税や数量規制でより強硬な態度に出る可能性があるのはもちろん、日本の金融政策が「為替操作だ」とボルテージを上げる可能性もなくはない。トランプ大統領はメキシコとの交渉でも、「為替条項」の導入を飲ませている。もっとも、QQEにたいした効果がなかったことが明らかになった今、金融緩和の修正は政府にとっては「切れるカード」といえ、出口への道筋を探る日銀にとってはある意味奇貨となる可能性も秘めている。(担当：小玉)

米設備投資は緩やかに鈍化へ

米国景気は絶好調

4-6月期の米実質GDP成長率（改定値）は前期比年率+4.2%と、2014年7-9月期以来の高い伸びを記録した。アトランタ連銀が公表するGDPNowによれば、7-9月期の成長率も4%台半ばの伸びが見込まれている（図表1）。足元の米国景気は2%弱とされる潜在成長率を大きく上回るペースで拡大を続けており、目下絶好調と言える。

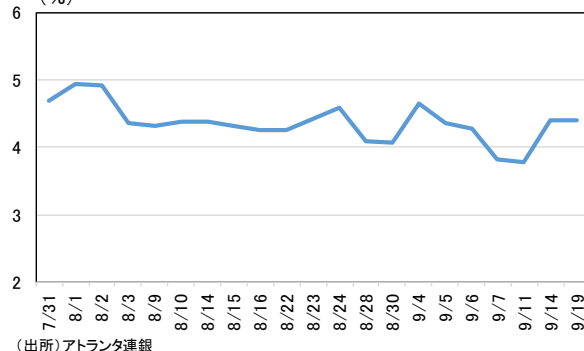
要因の一つが堅調な設備投資である。4-6月期の設備投資は同+8.5%と、前期の同+11.5%から鈍化したものの、依然高い伸びを維持し、9四半期連続のプラスとなった。内訳を見ても、構築物投資が同+13.2%、知的財産投資が同+11.0%と高い伸びを示したほか、機械設備投資も同+4.4%と、いずれも増加基調を維持している（図表2）。

トランプ米大統領の税制改革が後押し

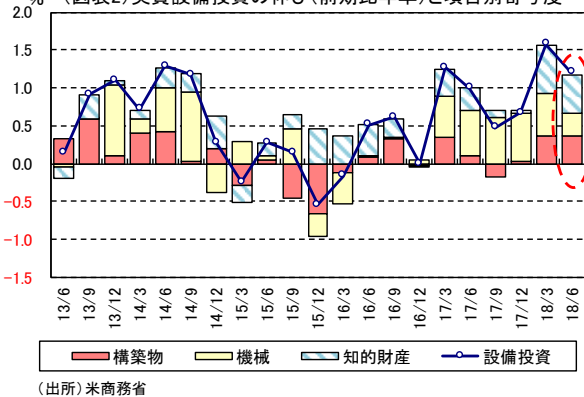
設備投資が好調な背景には、2017年末に成立した税制改革の効果が挙げられる。法人税減税の実施により企業収益が押し上げられたほか、固定資産に対して5年間の時限立法で即時償却が認められたことが設備投資の増加につながっている。加えて、国際課税の変更も設備投資の押し上げに寄与していると考えられる。これまで、米国企業の海外子会社の内部留保は米国に還流した時点で課税され、本来、米国で支払うべき税金から子会社が所在する国ですでに支払った税金を差し引いた分が徴収される仕組みだった。ただ、この制度では、内部留保を米国内に還流させなければ米国での課税対象とならないため、海外子会社が内部留保を溜め込む要因となってきた。また、米国に還流させた場合、海外で課税された後に米国内でも課税されることから、グローバル展開を行なう米企業にとって不利な制度となっていた。今回の税制改革により、海外子会社の内部留保に対して、現金などの流動性資産に15.5%、その他の資産に8%が一度限りで課税（8年間の分納が認められる）されることとなり、それ以降、海外子会社の所得は所在国のみで課税され、米国に還流させても課税されない制度に変更された。

海外子会社が内部留保を必要以上に溜め込む理由がなくなったことから、足元ではこうした資金の一部が米国に還流し始めている。米商務省が公表する国際収支統計で直接投資収益を見ると、海外子会社の内部留保を米国の親会社に送金したことを示す「配当金」が、2018年1-3月期に大幅に増加している（図表3）。還流した資金は自社株買いの原資として使われた部分もあるようで（図表4）、すべてが設備投資に回ったわけではないと考えられるものの、設備投資の押し上げ要因として寄与している可能性が高い。

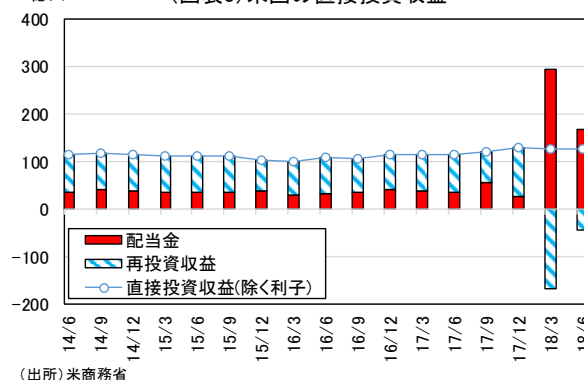
前期比年率（図表1）GDPNow（18年7-9月期GDP予測）



（図表2）実質設備投資の伸び（前期比年率）と項目別寄与度



（図表3）米国の直接投資収益



税制改革の効果は逡減へ

ただ、1-3月期の配当金は、これまで蓄積されてきた内部留保が米国内に還流したため一時的に大きく膨らんだ可能性がある。前回配当金額が大きくなったのは2005年にブッシュ大統領が実施した本国投資法をきっかけとした資金還流時であり、それ以降、十数年にわたって積み上げられてきた資金が原資となっている。4-6月期の配当金は1-3月期から規模が縮小しており、設備投資の浮揚効果は次第に弱まることが予想される。

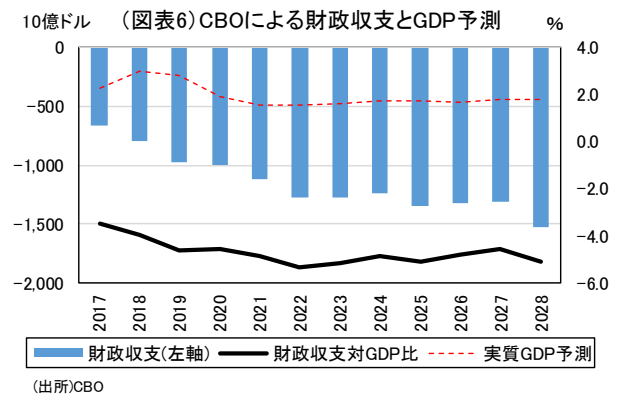
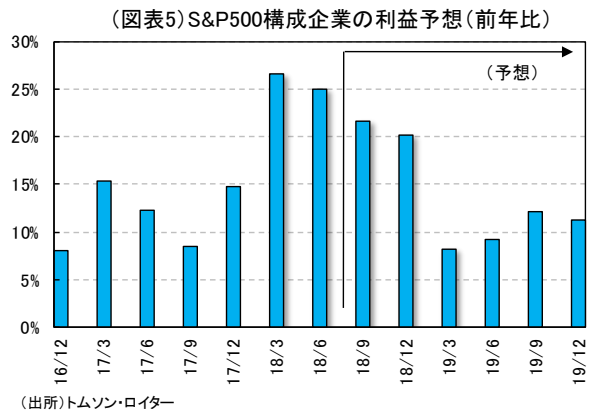
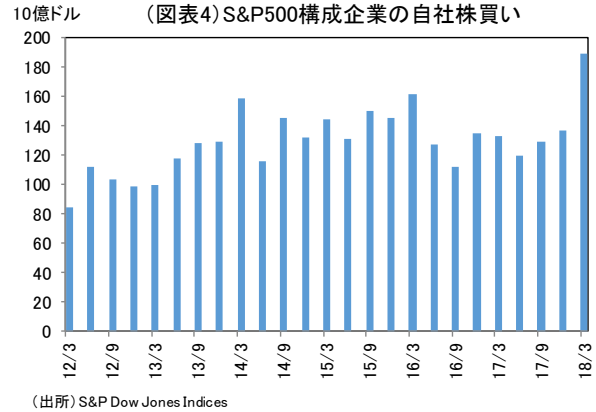
法人税減税による企業収益の押し上げ効果についても、来年以降逡減することが予想される。連邦法人税率が今年1月から35%→21%に引き下げられたことなどから、企業収益は今年に入り2割超の伸びとなっているが、2019年以降はこうした要因が剥落する結果、増勢の鈍化が見込まれている(図表5)。

また、企業が設備投資をどの程度増やすかは、今後需要がどの程度伸びると予想するか、つまり期待成長率をどう見込むかに影響を受けるが、足元の米国景気の好調さは大規模な減税策によって一時的に支えられた面があるほか、将来需要を先食いしている可能性もある。CBO(米議会予算局)の試算によれば、今後、財政赤字は拡大傾向が続く、対GDP比でも危険水域とされる5%を超える予測となっており(図表6)、将来、財政の引き締めが見込まれる。こうした状況下、企業の期待成長率は上昇しにくいと考える。

通商問題が重しに

設備投資の先行きを予想する上で、貿易摩擦の行方にも注意が必要と考える。米国の通商政策に関しては、すでに鉄鋼・アルミニウム関税に加え、合計2,500億ドルにのぼる中国からの輸入品に対して関税の引き上げが実施されているほか、トランプ米大統領は、中国の対応によっては追加で2,670億ドルの対中輸入品に対して制裁関税を課すことにも言及している。

アトランタ連銀が7月に実施したアンケート調査によれば、関税の引き上げにより設備投資計画を「見直した」と答えた企業は全体の約19%にとどまっているが、影響を受けやすい製造業に限ってみれば、約30%の企業が「見直した」と回答している(図表7)。サービス業についても、相対的に影響を受けやすい小売・卸売や運輸などで「見直した」とする回答比率が高い。見直しの内容については、「延期」や「減少」とする割合が約3割にとどまる一方で「再検討」の割合が約7割と高く、今後の交渉次第で「延



(図表7) 関税引上げによる企業への影響

Q1) 設備投資計画を見直したか?

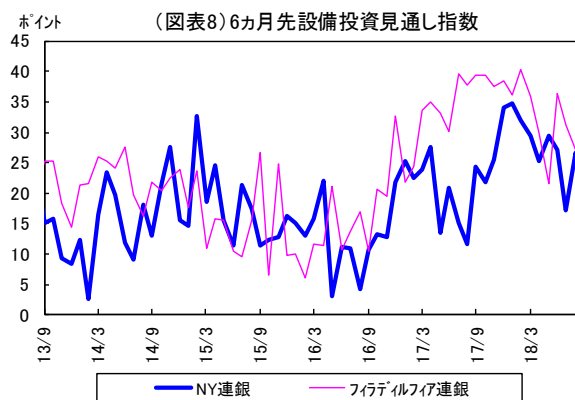
単位(%)	見直した	見直さず
全体	19	81
財生産者	25	75
製造業	30	70
サービス業	14	86
小売・卸売、運輸等	28	72

Q2) どのような見直しを行なったか?

単位(%)	回答割合(※)
再検討	67
延期	22
減少	9
加速	14
新規追加	2

(出所) アトランタ連銀
 (※) 複数回答可のため、合計が100%とならず

期」や「減少」に変化する可能性を秘めている。アトランタ連銀は、米中間の緊張は高まっており、米企業の設備投資に及ぼす影響は容易に拡大する可能性があるとしている。NY連銀やフィラデルフィア連銀が発表する6ヵ月先の設備投資見通しは、今年の春先以降、ともにピークアウトしており、今後の設備投資の鈍化を示唆している（図表8）。足元ではISM製造業景況指数が2004年5月以来の高水準を記録するなど、企業マインドへの影響は限られたものにとどまっており、設備投資の増加基調自体は続くと考えられるものの、増勢は緩やかながら鈍化へ向かうと予想する。（担当：大広）

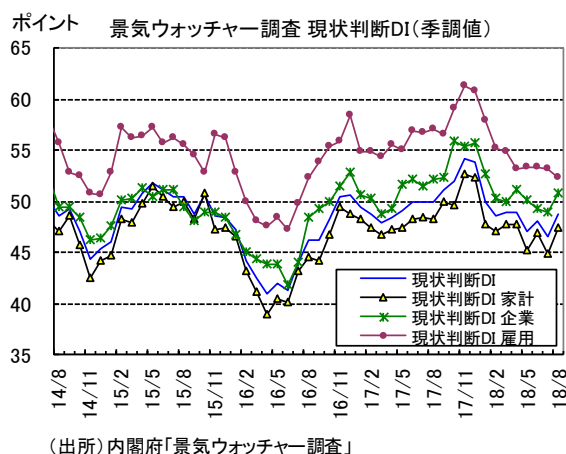


主要経済指標レビュー (9/10~9/24)

《日 本》

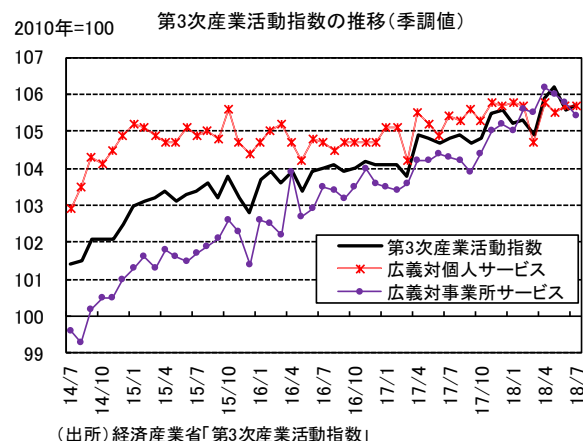
○ 8月景気ウォッチャー調査 (9月10日)

8月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が48.7と、節目の50を8ヵ月連続で下回ったものの、先月から+2.1ポイントと2ヵ月ぶりに改善した。内訳を見ると、家計DI、企業DIは改善し、雇用DIは悪化した。基調判断は「緩やかな回復基調が続いている」に上方修正された。先行き判断指数も前月から+2.4ポイントの51.4と2ヵ月ぶりに改善した。先行きについての景気ウォッチャーの見方は、「人手不足、コストの上昇等に対する懸念もある一方、秋物商戦や受注増等への期待がみられる」とまとめられている。ただ、今回の調査期間には台風21号や北海道胆振東部地震の影響は反映されていない点には留意が必要である。



○ 7月第3次産業活動指数 (9月11日)

7月の第3次産業活動指数は前月比+0.1%と、2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7業種が上昇し、4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医療、福祉および金融業、保険業で、前者は同+1.0%、後者は同+1.4%とどちらも2ヵ月ぶりのプラスとなった。そのほかでは、電気・ガス・熱供給・水道業が同+3.8%と4ヵ月連続のプラスとなった。一方で、生活娯楽関連サービスが同▲1.4%とマイナスに転じた。今後については、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかながら改善が続くとみる。



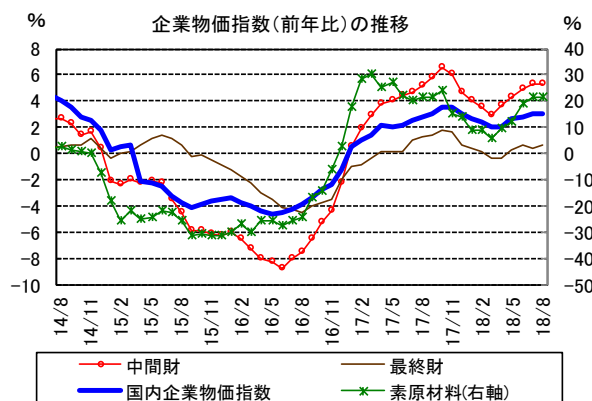
○ 7月機械受注 (9月13日)

7月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比+11.0%と3ヵ月ぶりのプラスとなった。業種別では、製造業が同+11.8%、非製造業(除船・電)が同+10.9%と、いずれも2ヵ月ぶりのプラスとなった。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、2018年度の各種設備投資計画や法人企業景気予測調査を見ると、企業の投資意欲は旺盛であり、設備投資の回復傾向は続くと思われる。製造業については、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。



○ 8月企業物価指数（速報値、9月13日）

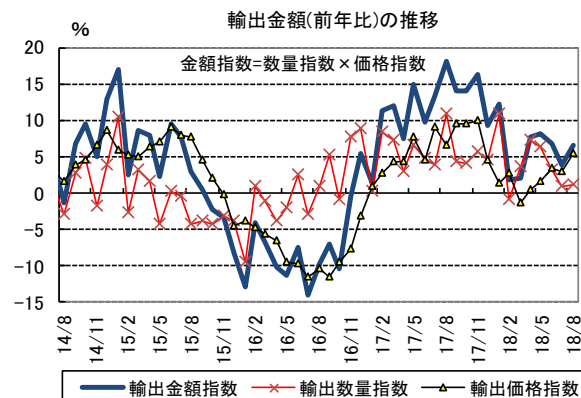
8月の国内企業物価指数は前年比+3.0%と、20ヵ月連続のプラスとなり、伸び幅は7月と同じであった。押し上げに寄与した項目は、化学製品、電力・都市ガス・水道など。一方、押し下げに寄与した項目は、非鉄金属、石油・石炭製品など。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比+2.6%→+2.9%、輸入物価は同+11.5%→+12.2%と、対前月比でいずれも伸び幅が僅かに拡大し、交易条件は若干改善した。今後については、米国のシェールオイルの増産拡大などを背景に、原油相場がボックス圏での推移に落ち着くことで、石油・石炭製品を中心に企業物価の上昇ペースは一服すると予想する。



(出所) 日銀「企業物価指数」

○ 8月貿易統計（9月19日）

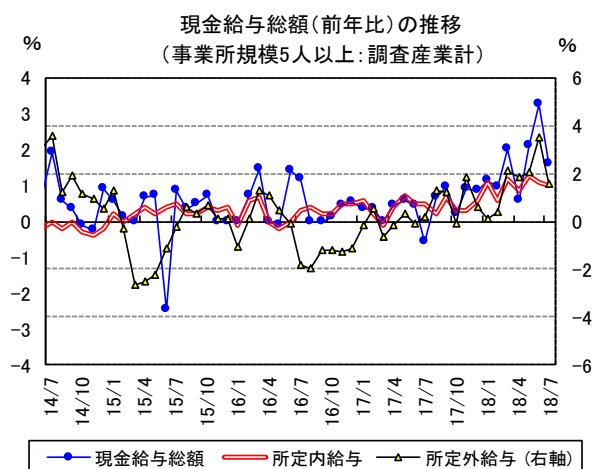
8月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+6.6%と、21ヵ月連続のプラスとなった。地域別では、中国を除くアジア向けの伸びが鈍化したものの、米国向けが2ヵ月ぶりにプラスに転じたほか、中国向けやEU向けも増加基調を維持した。今後については、中国の自動車産業の市場開放や、「中国製造2025」構想のもと、中国向けの輸出は引き続きけん引役をはずすとみている。また、米国では税制改革法案施行を受けた設備投資の活発化、EUでは個人消費を中心とした緩やかな回復が見込まれ、堅調な世界景気を背景に、輸出は緩やかな増加基調で推移すると予想する。ただ、米中貿易摩擦の報復合戦や、日米貿易協定の動向などには、引き続き留意が必要である。



(出所) 財務省「貿易統計」

○ 7月毎月勤労統計（確報、9月21日）

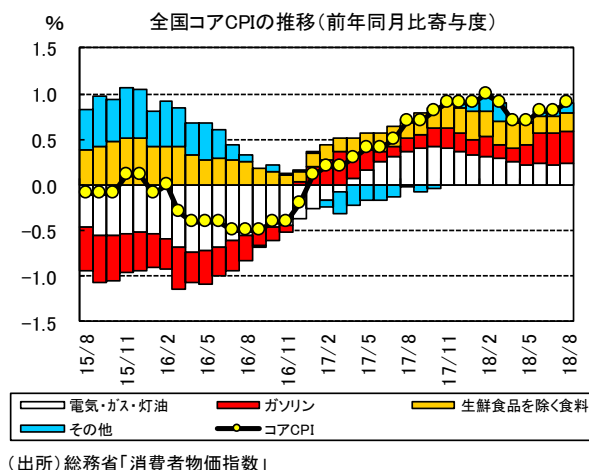
7月の毎月勤労統計では、現金給与総額（事業所規模5人以上：調査産業計）が前年比+1.6%と、12ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、特別給与が同+2.8%と3ヵ月連続のプラスとなったが、伸び幅は2ヵ月連続で縮小した。定期給与のうち、所定内給与は同+1.0%と、16ヵ月連続のプラス、所定外給与は同+1.6%と、9ヵ月連続のプラス。ただ、3月からの高い伸びは、調査サンプルの入替えの影響があり、割り引いて見る必要がある。今後についても、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、国内の低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみている。



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」

○ 8月全国消費者物価指数（9月21日）

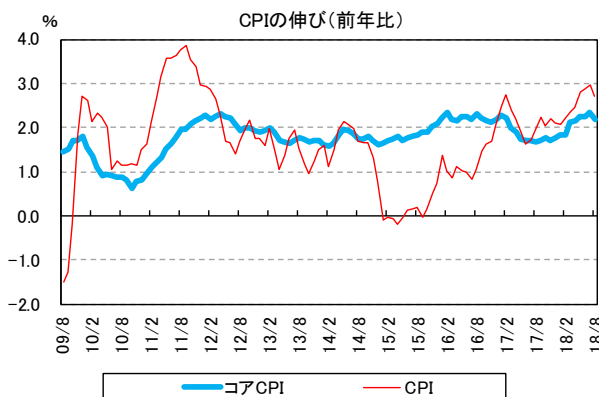
8月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数）は前年比+0.9%と、20ヵ月連続のプラスとなり、伸び幅は7月から0.1%ポイント拡大した。総合指数は同+1.3%と、生鮮食品の上昇などを背景に7月から伸び幅が0.4%ポイント拡大、エネルギーを除いた新型コア指数（生鮮食品およびエネルギーを除く総合）は同+0.4%と、こちらも前月から伸び幅が0.1%ポイント拡大した。総合指数（前年比）への項目別の寄与度を見ると、エネルギーが+0.55%ポイントと、引き続き上昇幅の大半を占めており、今後しばらくエネルギー関連項目がCPIの押し上げ要因となるとみている。ただ、物価の基調に大きな影響を与える可能性は低く、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》

○ 8月CPI（消費者物価指数）（9月13日）

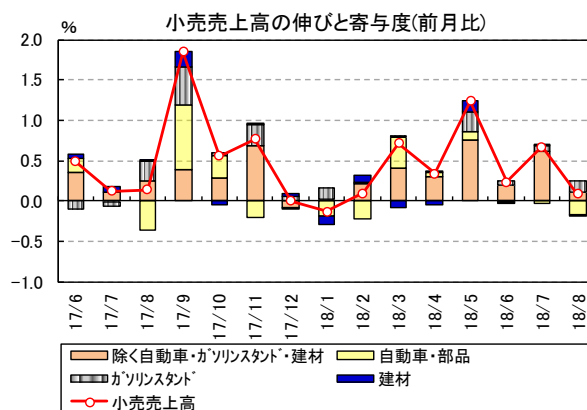
8月のCPIは前月比+0.2%と、5ヵ月連続で上昇した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIも同+0.1%と、緩やかながら17ヵ月連続の上昇となった。一方、前年比では、CPIが+2.7%（7月:+2.9%）、コアCPIも+2.2%（7月:+2.4%）とともに前月から伸びが鈍化した。前者ではエネルギーが、後者では医療やアパレルなどが伸び鈍化に寄与した。今後、原油価格が足元の水準で横ばい推移したとしても、前年比ではプラス幅が縮小することとなり、CPIの伸びは鈍化しよう。一方、賃金が緩やかながらも伸びていることから、サービス価格を中心に底堅く推移することが見込まれ、コアCPIは横ばい圏での推移が続くと予想する。



(出所)米労働省

○ 8月小売売上高（9月14日）

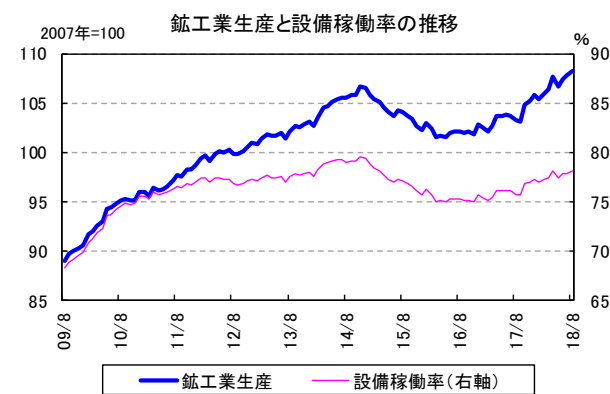
8月の小売売上高は前月比+0.1%と小幅の伸びにとどまったものの、7ヵ月連続の増加となり、個人消費が堅調に推移している姿を示した。内訳を見ると、建材店がほぼ横ばいにとどまるなか、自動車・部品が同▲0.8%と3ヵ月連続で減少する一方、ガソリンスタンドが同+1.7%と13ヵ月連続で増加した。また、飲食店や一般雑貨店などが伸びた結果、変動の激しい自動車・部品、ガソリンスタンド、建材店を除いたベースでも同+0.1%と8ヵ月連続の増加となった。今後についても、資産価格の上昇などを背景に家計のバランスシートが好転しているほか、良好な雇用・所得環境などを背景に、個人消費は増加基調が続くと予想する。



(出所)米商務省

○ 8月鉱工業生産（9月14日）

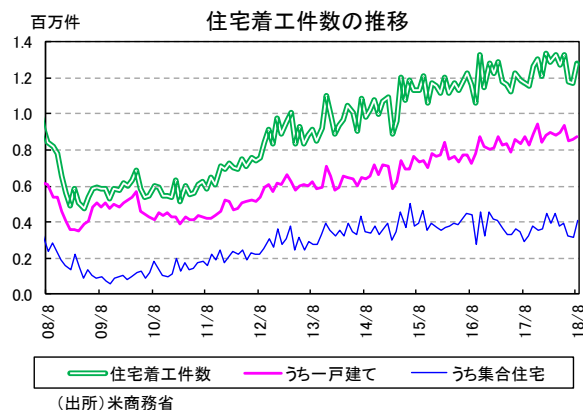
8月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%と、3ヵ月連続で上昇した。産業別に見ると、製造業が同+0.2%と3ヵ月連続で上昇したほか、鉱業が同+0.7%と7ヵ月連続、公益事業が同+1.2%と2ヵ月連続で上昇した。製造業では、一般機械が同+1.1%と上昇したほか、自動車中心に輸送機器が同+2.6%と高い伸びを示した。シェールオイルの採掘などにより、エネルギー生産は同+0.7%と引き続き堅調に推移している。設備稼働率は78.1%と前月から上昇し、引き続き高水準で推移している。堅調な企業業績を背景に設備投資の増加基調が続くほか、雇用・所得環境の改善などから個人消費も増加基調が続くと見込まれ、鉱工業生産は回復傾向を持続しよう。



(出所)FRB

〇8月住宅着工・販売件数（9月19,20日）

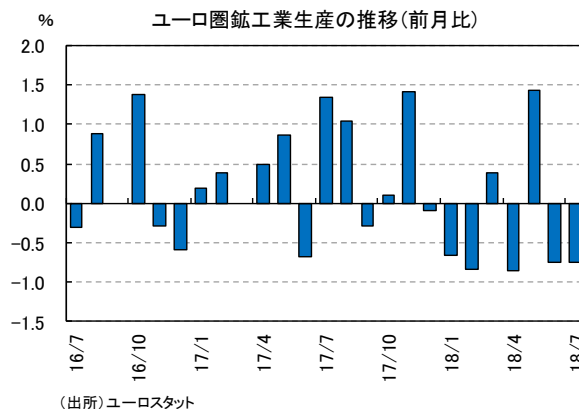
8月の新築住宅着工件数は年率換算で128.2万戸、同+9.2%と、3ヵ月ぶりに増加した。ただ、基調としてはピークアウト感が出てきているほか、先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で122.9万戸、同▲5.7%と減少傾向が続いている。米中古住宅販売件数は年率換算で534万戸、前月比横ばいと、5ヵ月ぶりに前月割れを回避したものの、緩やかながら減少傾向で推移している。今後の住宅投資については、雇用・所得環境の改善などが下支え要因となるものの、用地や人手不足といった供給制約や住宅ローン控除の対象縮小、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となり、低調な推移を予想する。



《 欧 州 》

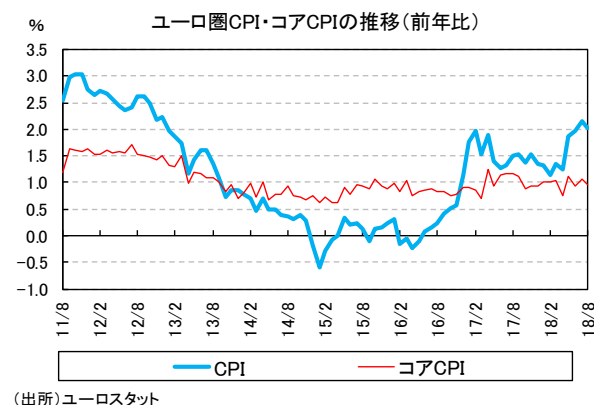
○ 7月ユーロ圏鉱工業生産 (9月12日)

7月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.8%と、2ヵ月連続で減少した。内訳では、エネルギーが同▲0.2%→+0.7%、資本財が同▲1.9%→+0.8%とプラスに転じた一方、中間財が同▲0.5%→▲0.8%、耐久消費財が同▲0.1%→▲1.9%、非耐久消費財が同▲1.1%→▲1.3%とマイナスが続いた。主要国別では、フランスのみ同+0.7%→+0.7%とプラスになったものの、ドイツが同▲0.6%→▲1.8%、イタリアが同+0.3%→▲1.8%、スペインが同▲0.7%→▲0.3%とマイナスになった。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。



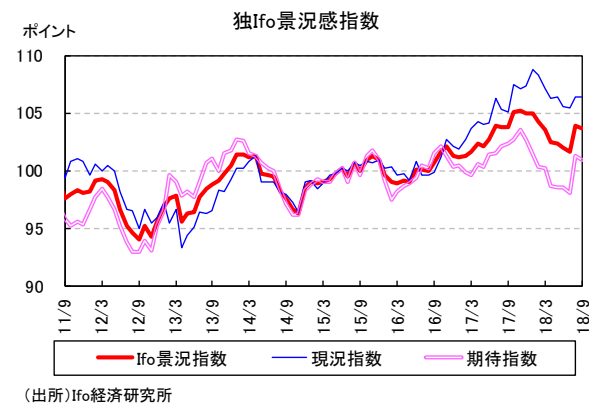
○ 8月ユーロ圏CPI (消費者物価指数) (9月17日)

8月のユーロ圏CPIは前年比+2.0%と、前月の同+2.1%から伸び幅が縮小した。財価格は同+2.8%→+2.7%と、エネルギー価格の伸び鈍化を背景に6ヵ月ぶりに伸び幅が縮小した。サービス価格は同+1.4%→+1.3%と、伸び幅が小幅に縮小した。国別では、フランスが同+2.6%→+2.6%と横ばい、ドイツが同+2.1%→+1.9%、イタリアが同+1.9%→+1.6%、スペインが同+2.3%→+2.2%と伸び幅が縮小した。足元では原油価格の上昇がCPIを押し上げているものの、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が伸び悩んでいることから、ECBによる利上げは2019年9月頃と予想する。



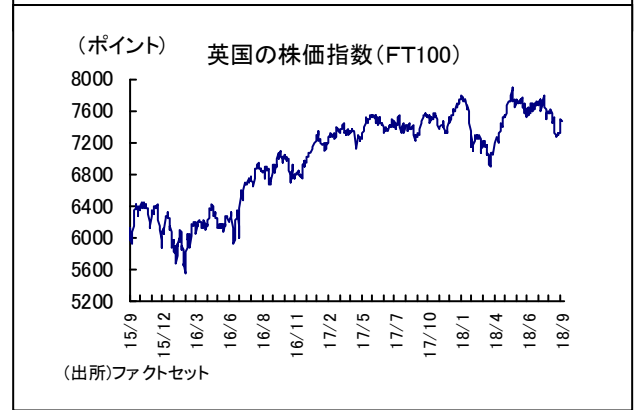
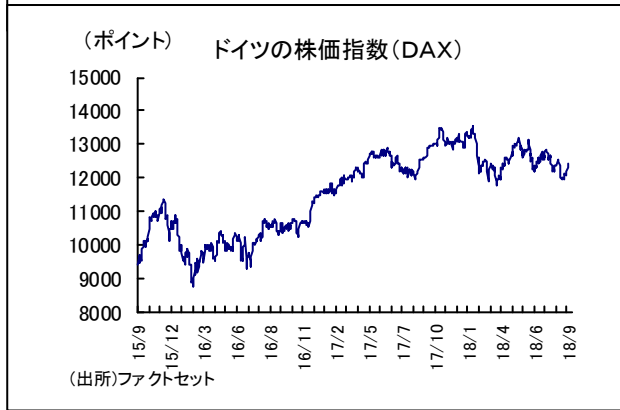
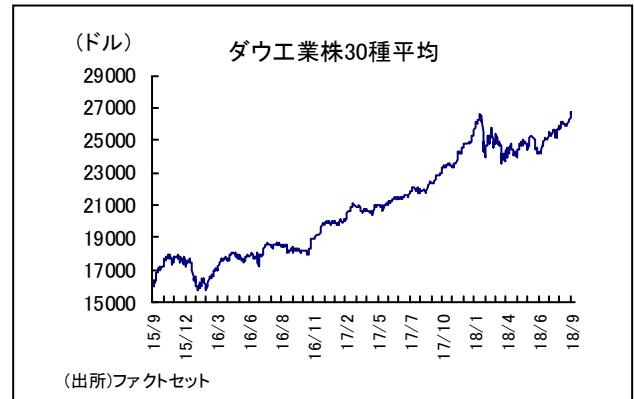
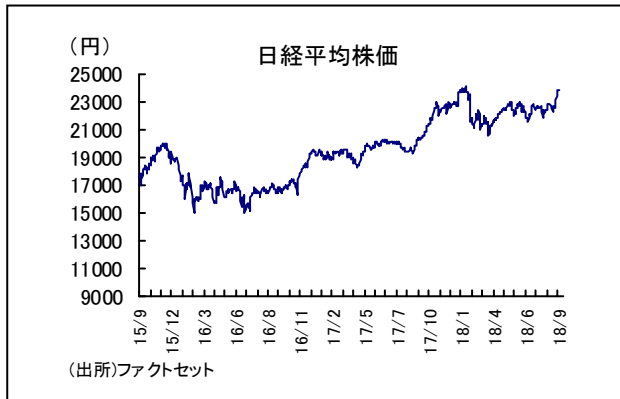
○ 9月ドイツIfo景況感指数 (9月24日)

9月のドイツIfo景況感指数は103.7と2ヵ月ぶりに低下した。内訳を見ると、現況指数が106.5→106.4、期待指数が101.3→101.0とそれぞれ小幅に悪化した。産業別では、サービス業が32.4→32.5、小売・卸売業が10.6→11.6、建設業が29.6→31.9と改善したものの、製造業が24.3→23.5と悪化した。公表元のIfo経済研究所によれば、「先行き不透明感が増しているものの、ドイツ景気は底堅く推移している」とのことである。足元では、米中貿易摩擦が激化しているものの、ドイツでは堅調な雇用環境を背景に内需の回復が期待できることから、ドイツ景気は緩やかな回復が続くと予想する。

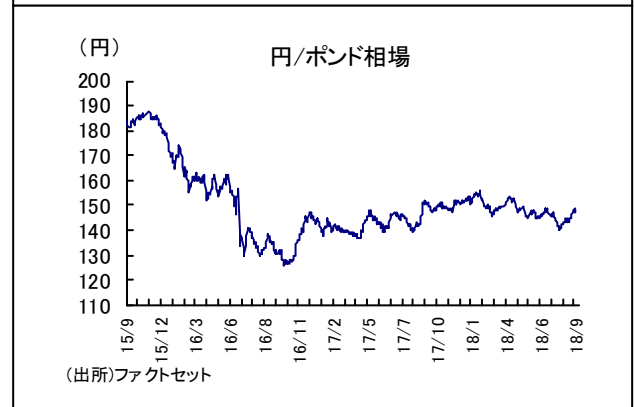
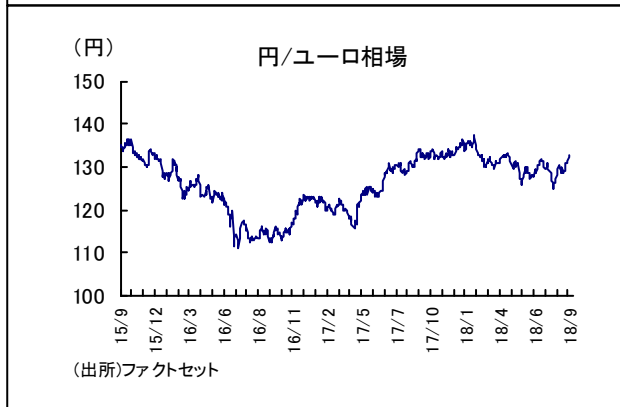
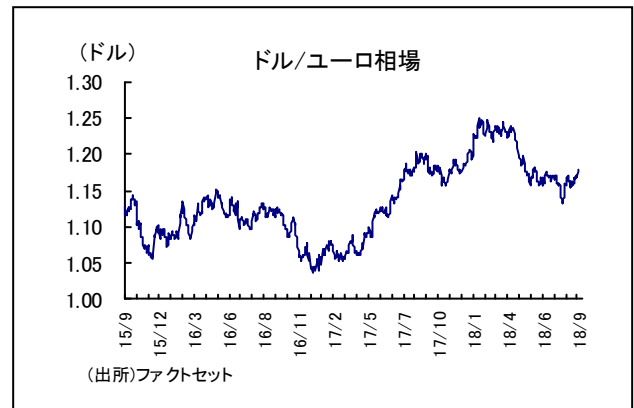
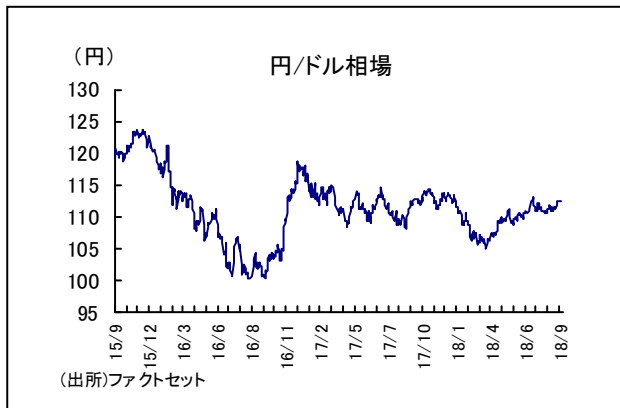


日米欧マーケットの動向 (2018年9月25日現在)

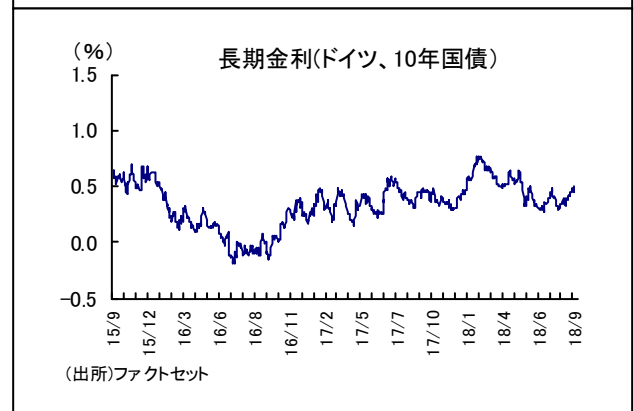
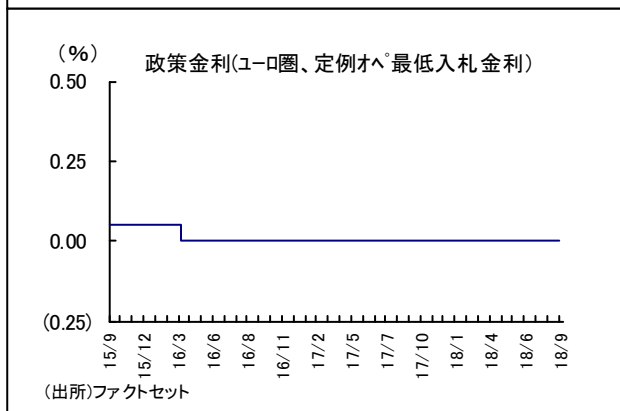
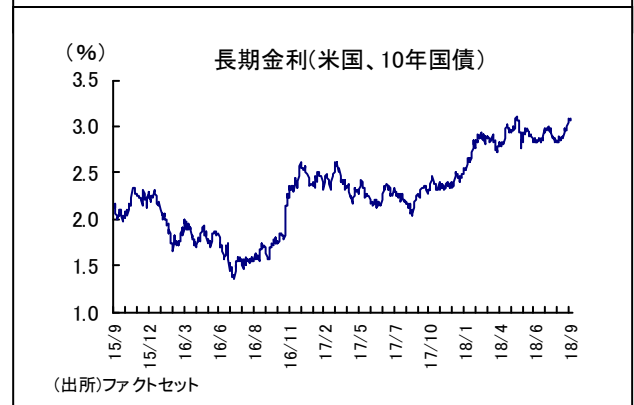
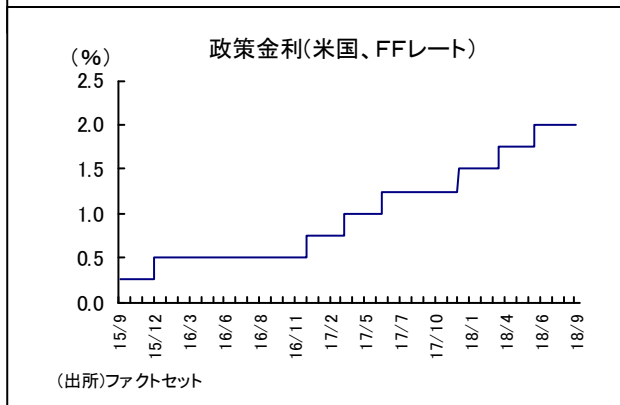
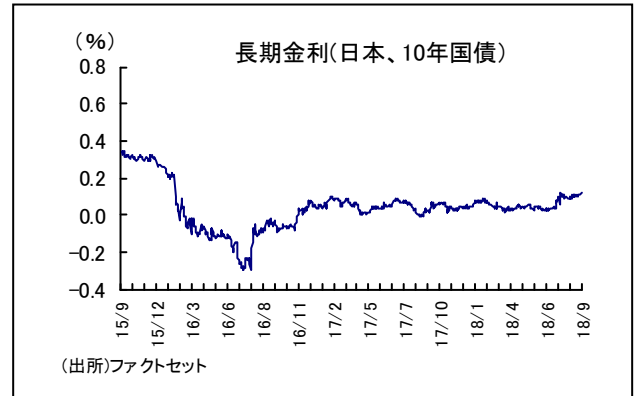
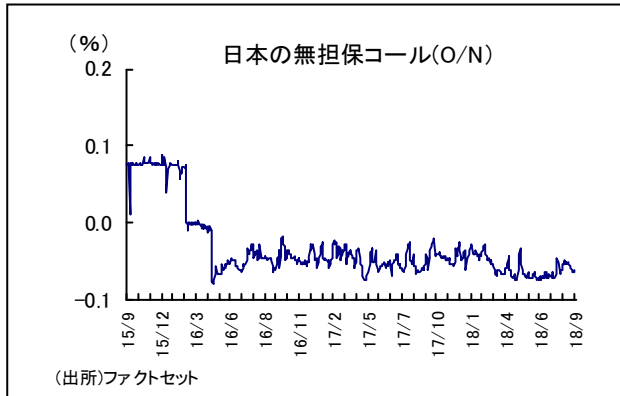
▽各国の株価動向



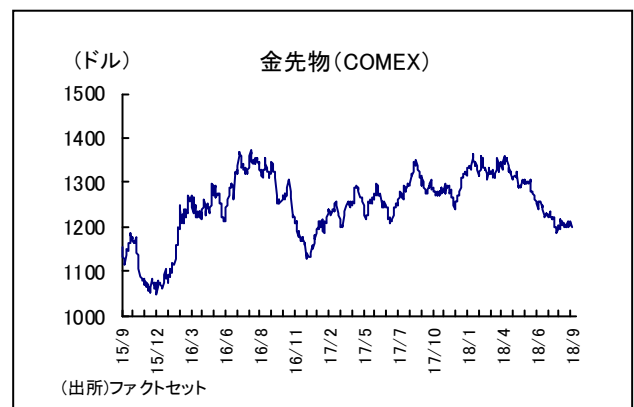
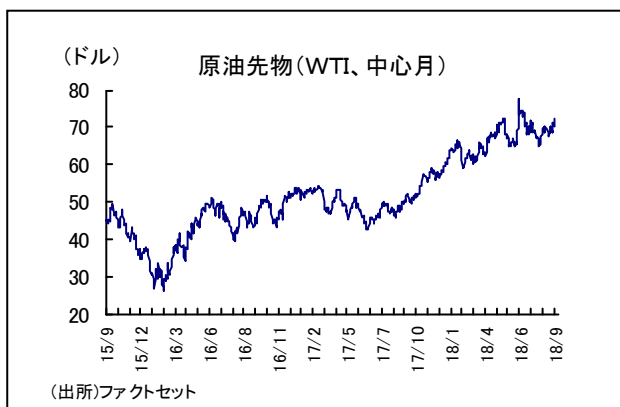
▽外為市場の動向



▽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