

Development Bank of Japan Inc.

日本政策投資銀行 産業調査部



DBJ Monthly Overview

今月のトピックス

- 財務分析と事業開発の観点から見た医薬品産業の現在
- ドライバー別にみる日本の輸出増加の持続力
- 一部にみられる物価上昇の動きと先行きの金融政策

2018 **4**

* 本資料は原則として3月19日までに発表された
経済指標に基づいて作成しています。

Contents

今月のトピックス

財務分析と事業開発の観点から見た医薬品産業の現在	....	2
ドライバー別にみる日本の輸出増加の持続力	....	10
一部にみられる物価上昇の動きと先行きの金融政策	....	12

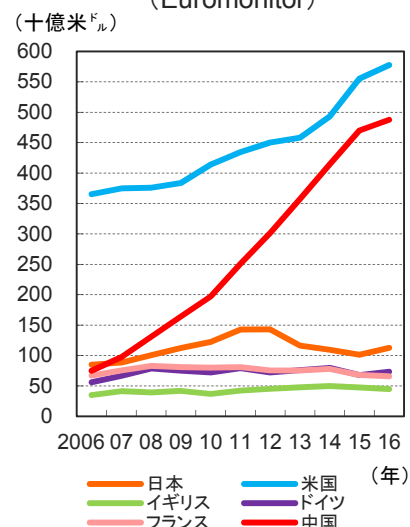
マクロ経済アップデート	.....	14
マーケット動向	.....	18
日本経済	.....	20
海外経済	.....	28
マーケット図表	.....	38
産業動向	.....	40
産業図表	.....	42
経済見通し	.....	45
設備投資計画調査	.....	47
注 記	.....	48

財務分析と事業開発の観点から見た医薬品産業の現在

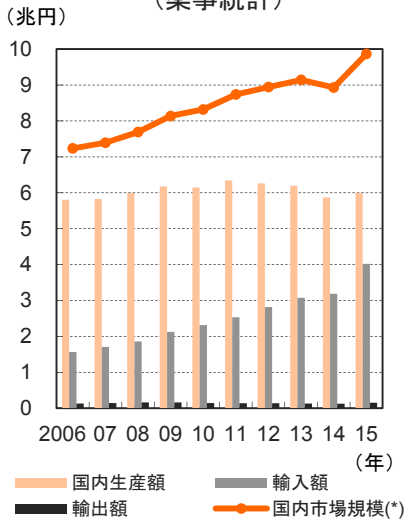
1. はじめに

- 医薬品産業ではグローバルに開発競争が続いており、研究開発投資や事業買収のあり方は事業展開の核となっている。しかしながら、こうした活動に振り向けるうえでの資金的限界も当然ながらあり、取り組みに優先順位をつけていくことは必須である。
- 本稿では、前半にて主要医薬品企業に関して、過去10年程度の財務的推移を見ながら、これまでの事業展開がどのような結果を残してきたか、を考察する。ただし、これは医薬品産業をごく一面からのみ切り取った話であり、「どの分野にどういった注力をすべきか」という開発等の中身が本来は最も重要な事項である。その点について後半で一部触れていくところではあるが、あくまで限定的であることを付言しておきたい。また、本稿では折に触れて欧米主要企業との比較なども行うが、「日本企業の事業開発」に関する分析を主目的としていることを冒頭述べておきたい。
- まず、財務的な分析の前に「医薬品産業の規模感」を把握しておきたい。市場規模は、ドルベースでは米中の伸びに対し、日本や欧州主要3国の伸び幅は限定的である(ただしいずれも現地通貨ベースでは一定の伸びを示している)。製品を限定した官公庁統計に基づく数字(日米)はやや動きが異なるが、日本については輸入量の増加が目立ち、海外生産の進捗などもうかがえる。
- 一方、「事業開発」の主要手法の一つである「買収」についても過去10年間で主だったものを図表1-4及び図表1-5でリストアップしている。あくまで大型買収の一部をリストアップしているものであり、小さな買収はこの何倍もの数が存在している。この10年程度における大型買収という観点で言えば、07～10年頃には大型案件が重なったが、11～14年は小康状態となり、15年頃からは改めて件数が増加している。

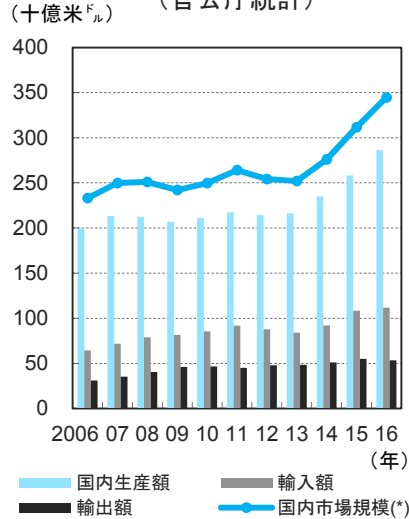
図表1-1 医薬品市場規模
(Euromonitor)



図表1-2 日本の医薬品市場規模
(薬事統計)



図表1-3 米国の医薬品市場規模
(官公庁統計)



* 国内市場規模＝国内生産額＋輸入額－輸出額

図表1-4 主な大型買収リスト(欧米企業)

2007年	AstraZenecaが米バイオMedImmuneを買収
2009年	Merckが米製薬Schering-Ploughを買収
2009年	Rocheが米バイオGenentechを買収
2009年	Pfizerが米製薬Wyethを買収
2010年	Novartisがスイス眼科医薬Alconを買収
2011年	Sanofiが米バイオGenzymeを買収
2015年	NovartisがGSKの抗がん剤製品群を買収
2015年	Pfizerが米バイオHospiraを買収
2016年	Pfizerが米バイオMedivationを買収
2017年	J&Jがスイス製薬Actelionを買収
2017年	Gileadが米バイオKite Pharmaを買収
2018年	Sanofiが米製薬Bioverativを買収

図表1-5 主な大型買収リスト(日本企業)

2008年	エーザイが米バイオMGI PHARMAを買収
2008年	武田が米バイオMillennium Pharmaceuticalsを買収
2008年	塩野義が米製薬Sciele Pharmaを買収
2008年	第一三共がインド後発薬Ranbaxy Laboratoriesを買収
2009年	大日本住友が米製薬Sepracorを買収
2010年	アステラスが米製薬OSI Pharmaceuticalsを買収
2011年	武田がスイス製薬Nycomedを買収
2012年	大日本住友が米バイオBoston Biomedicalを買収
2015年	大塚製薬が米製薬Avanir Pharmaceuticalsを買収
2017年	武田が米製薬ARIAD Pharmaceuticalsを買収
2017年	田辺三菱がイスラエル製薬NeuroDermを買収

- (備考) 1. 図表1-1は、Euromonitor により作成
 2. 図表1-2は、厚生労働省「薬事工業生産動態統計調査」により日本政策投資銀行作成
 3. 図表1-3は、U.S. Census Bureau “U.S. International Trade in Goods and Services”及びU.S. Bureau of Economic Analysis “Gross-Domestic-Product-(GDP)-by-Industry Data”により日本政策投資銀行作成
 4. 図表1-4及び1-5は、各社リリースにより日本政策投資銀行作成

2. 主要欧米企業の財務分析

- 分析手法であるが、本稿では「個社の動向」ではなく、全体動向を把握する為、欧米籍の主要10企業と日本籍の主要10企業につき、その動向を見ていきたい(ここでの主要10社は分析用のものであり、2016年度売上高上位企業のうち、医薬品単体の売上高が大きく、かつ2006年度と比較可能な企業のみを10社選定している)。あくまで現時点でのトップ10企業を過去10年にわたって振り返るという構成を取る為、「成長部分」などが極端に出る部分もあるかと思うが、その勢い共々、状況を見ていく形となる。また、本稿では10年を振り返るにあたって、紙幅の関係から2006年度・2011年度・2016年度の定点観測という形をとっている。なお、会計基準についてもこの間に様々な変更があり、日本企業も適用する会計基準を変更しているケースがある為、あくまで趨勢を見る為だけの作業であることは繰り返し付言をしておきたい。
- まず、欧米籍主要10社からスタートしたい。2016年度時点で合計の売上高は約40兆円に上る。この10社を全体像として見ると、(Gilead、Amgenというバイオ系の大手を除くと)2011年度に比べその5年後の2016年度には売上高が低下している企業も存在している。事業切り離しなどの側面や、この間に大きく成長したバイオ医薬品を主軸とした大型企業の伸長などがあり、疾病領域によっては勢力図が入れ替わってきた。また、各企業が籍をおく国以外の売上高(海外売上高)は7割を超えており、各企業共に完全にグローバル化しているが、その海外売上高比率に大きな変動はない。(以下、損益計算書をPL、貸借対照表をBSと表記)
- コスト面では、減価償却費が2011年度、研究開発費が2016年度に大幅に上昇しており、この結果として営業利益率は2006年度に比べ、2016年度では1.6ポイント低下した状況になっている。ただし、その水準は24.0%であり、3.で見える日本企業に比べれば高い利益水準を保っている。
- 一方、BSを見ると総資産は1.7倍となっている(売上高はこの期間で1.3倍)。その中身を見ると、(広義の)無形固定資産の増加割合が大きい(1,729→3,920億米ドル)。特に無形固定資産のうち「のれん」の増加幅が大きく目立つ格好となっている。PLにおける減価償却費の増加も「買収案件の増加」に伴う無形固定資産(ただし、のれん計上はBSのみなので、それ以外の(狭義の)無形固定資産)の増加による影響が色濃い。
- なお、この間の調達についてであるが、有利子負債の金額は3.3倍となっている。「営業利益+減価償却費」という簡易なキャッシュフローで有利子負債を割った比率についても0.75倍から1.95倍となっている。
- 「2006→2011年度」と「2011→2016年度」を比較すると、後期間は営業利益率が低下しているが、同期間での資産残高(例えばのれん)は大幅に上昇しているわけではない。2011年度に収益規模は最大化されているが、その後事業集約などの流れが続き、近年になって改めて投資が活性化してきている、という状況である。ちなみに研究開発費比率自体は上昇傾向にあり、その意味では「組み入れた各種シーズ」のブラッシュアップにも相応のコストが発生していることは見てとれる。

図表2-1 欧米主要10企業 PL推移

	(百万米ドル)					
	2006年度		2011年度		2016年度	
売上高	280,507	100.0%	397,311	100.0%	367,019	100.0%
うち海外売上高	208,776	74.4%	307,011	77.3%	263,958	71.9%
研究開発費	45,690	16.3%	64,608	16.3%	69,426	18.9%
減価償却費	22,390	8.0%	37,977	9.6%	33,281	9.1%
営業利益	71,947	25.6%	103,060	25.9%	88,198	24.0%
税引前利益	73,247	26.1%	89,527	22.5%	76,109	20.7%

(備考) 1. 図表2-1~3は、以下10社のIR資料により日本政策投資銀行作成。
Pfizer Inc, Roche Holding AG, Novartis AG, Merck & Co Inc, Sanofi SA, GlaxoSmithKline plc, Gilead Sciences Inc, AstraZeneca plc, Amgen Inc, Eli Lilly and Company
2. 以下3社はそれぞれの公表通貨から米ドルに換算。Roche (スイスフラン)、Sanofi (ユーロ)、GSK (イギリスポンド)
3. BSは期首期末平均(以下同じ)

図表2-2 欧米主要10企業 BS推移

	(百万米ドル)		
	2006年度	2011年度	2016年度
現金及び同等物	36,268	64,399	62,084
有形固定資産	94,193	115,166	107,440
無形固定資産	172,879	357,031	392,003
うちのれん	87,250	170,408	193,482
資産合計	517,428	817,649	888,778
有利子負債	70,881	189,377	236,681
負債合計	235,215	442,250	531,379
純資産合計	282,213	375,399	357,399

会計基準
2006年度時点: IFRS5社、米国基準5社
2011年度時点: IFRS5社、米国基準5社
2016年度時点: IFRS5社、米国基準5社

図表2-3 欧米主要10企業 簡易CF・有利子負債

		(百万米ドル)		
		2006年度	2011年度	2016年度
簡易キャッシュフロー (営業利益+減価償却費)	A	94,337	141,037	121,480
有利子負債	B	70,881	189,377	236,681
B/A		0.75	1.34	1.95

3. 主要日本企業の財務分析

- 次に日本の主要10社に関する数字が下表となる。欧米籍主要10社の合算との対比では売上高水準で2割弱に留まる。こうした中、売上高はこの10年間で欧米企業の動向とは異なり、年率2%程度増加してきた。また、海外売上高の比率は47.8%であり、欧米企業に比べると自国での売上高割合が高い。海外売上高比率自体は10年前に比べ10ポイント増加している訳だが、逆に言えば、国内売上高についてはこの10年間で年率0.7%程度の増加に留まっている。
- 一方、営業利益率は欧米籍主要10企業に比べ、10ポイント程度低い水準となっている。2006年度時点ではその差が4ポイント近くで留まっていたことを考えると、この10年間での変化が大きいと言える。この傾向は既に2011年度時点で明確になっているが、利益率低下の要因を見ると、2006→2011年度で研究開発費及び減価償却費合算の対売上高比率が20.1%から26.4%まで増加しており、これが主たる要因と言えよう。
- BSについてもこの傾向がそのまま反映されており、無形固定資産はこの10年間で21倍（金額で3.4兆円の増加）となっている。有形固定資産の増加幅に比べると極めて大きいものであり、同時に有利子負債の増加幅と「現預金及び同等物」の減少幅は合計で2.8兆円に及ぶ（なお、純資産の増加額は1.3兆円）。
- この結果、簡易キャッシュフローで有利子負債を割った倍率は0.04から1.11となっており、2016年度での水準は欧米企業の2011年度の水準に近づいている。
- 日本企業がこの10年間に行ってきたことを数字で見ると以上の通りであるが、実際にこの10年間には様々な取り組みが為されてきた。特に2006→2011年度という面では、二つの大型合併もあり（田辺三菱や大日本住友（合併は2005/10））、また海外案件の買収も本格的にスタートしている。同時に海外売上高比率の大幅上昇からもわかる通り、買収や販売チャネルの構築などグローバル展開は本格化したと言える。各々の企業が核となるブロックバスターのpatentクリフ（特許消滅後の低収益期）を見越しつつ、自身の強い領域もしくは（今後の成長機会を踏まえた）新規分野への対応という点をミックスして、事業展開を行ってきた。
ただし、①主要なポジションをしめる国内市場自体の伸びが限定的なこと（今後は社会保障費の観点で考えるとより厳しい状況が想像される）、②海外展開を行う中で人件費などのコスト増が目立ってきている点、などは損益という観点で見ても留意が必要な点である。
- なお、本分析は、欧米・日本を問わず、①社数が限定的であること、②売上高が上位10社内であっても比較可能な数字の有無（医薬が当該企業の一部門の場合、BSまで見ることが出来ないなど）により省いている有力企業があること、③会計基準の異なるものを合算していること、④大型の再編を行った企業の数値は当該期間内に大きな変更があること、など多くの課題がある。ただし、日本企業の財務的特性を大枠で把握することが目的であり、また分析の中から一定の特性も見えるため、一つの見方として整理を行っている。

図表3-1 日本主要10企業 PL推移

	2006年度		2011年度		2016年度	
売上高	52,900	100.0%	59,528	100.0%	67,920	100.0%
うち海外売上高	19,994	37.8%	22,876	38.4%	32,441	47.8%
人件費	5,339	10.1%	6,130	10.3%	10,681	15.7%
研究開発費	8,704	16.5%	11,108	18.7%	12,494	18.4%
減価償却費	1,891	3.6%	4,568	7.7%	4,143	6.1%
営業利益	11,373	21.5%	8,739	14.7%	10,005	14.7%
経常利益(*)	12,974	24.5%	8,562	14.4%	10,194	15.0%

* IFRS適用会社は税引前利益

（備考）図表3-1～3は、以下10社のIR資料により、日本政策投資銀行作成。
武田薬品工業、アステラス製薬、第一三共、エーザイ、中外製薬、田辺三菱製薬、大日本住友製薬、協和発酵キリン、塩野義製薬、小野薬品工業

図表3-2 日本主要10企業 BS推移

	2006年度	2011年度	2016年度
現預金及び同等物	30,558	17,683	17,531
有形固定資産	12,335	15,629	16,856
無形固定資産	1,686	23,438	36,148
うちのれん	197	11,053	16,660
資産合計	94,220	106,196	132,722
有利子負債	549	12,026	15,743
負債合計	20,858	34,561	46,670
純資産合計	73,362	71,635	86,052

会計基準

2006年度時点：日本基準10社

2011年度時点：日本基準10社

2016年度時点：IFRS7社、日本基準3社

図表3-3 日本主要10企業 簡易CF・有利子負債比率

		2006年度	2011年度	2016年度
簡易キャッシュフロー (営業利益+減価償却費)	A	13,265	13,307	14,149
有利子負債	B	549	12,026	15,743
B/A		0.04	0.90	1.11

4. キャッシュフローと投資の関係(日・欧米比較)

- 2. 及び3.ではある意味で「主要欧米医薬品株式会社」と「主要日本医薬品株式会社」を擬制して、その推移をPL・BSの観点から見てみたわけだが、この数字をもう少し深掘りしてみたい。
- ここでは、同期間(2006年度、2011年度、2016年度)の以下3点に着目した。
 - ①投下済資産(有形固定資産+無形固定資産)に対する売上高の割合
:資産がどの程度回転をしているか?
 - ②売上高に対する「簡易キャッシュフロー+研究開発費」に対する割合
:開発費支払前のキャッシュフローが売上高の何割程度を占めているか?
 - ③投下済資産に対する上記キャッシュフローの割合(及びその逆数)
:投下済資産と開発費支払前キャッシュフローの水準
- もし産業構造が大きく変化していなければ、投下済資産に対する売上高の水準(①)は一定のレベルで収斂する一方、競合構造などにより②の水準は上下し、これを踏まえて、③も比較的同様の動きをする、という想定もするが、実際には異なる動きを見せている。
- まず欧米企業から見ると、①は低下傾向で2016年度時点で2006年度の7割程度の水準となっている。一方、②についてはほぼ変わらない水準であり、この結果として、③については0.52から0.38に低下している。「投下済資産が生み出す売上高は低減しているが、開発費支払前キャッシュフローの対売上高水準は一定程度で推移している」という構造である。こうした構造の中では、どのようなペースで資本投下を続けるかが論点となるだろう。
なお、この期間(2006→2016年度)で投下済資産自体は1.9倍、簡易キャッシュフローは1.3倍となっているが、この動きをブレイクダウンすると、2006→2011年度では投下済資産が1.8倍、簡易キャッシュフローが1.5倍という「高資本投下・中成長」期、2011→2016年度は投下済資産が1.1倍、簡易キャッシュフローは0.9倍ということで「低資本投下、低成長期」に入っており、前半と後半で様相が異なっている。
- 一方、日本企業について見ると①は大幅に低下しているが、これは2006→2011年度での大幅な無形固定資産の増加に伴うところが大きい。ポイントは2016年度の水準なのだが、この数字(1.28)は欧米10社の2006年度の水準より高いものである。
しかし、②で示される数字は利益率の絶対水準に引っ張られるように、欧米企業と比べて低い水準にある。この10年間で研究開発費込みキャッシュフローの伸びは1.2倍、年率で2%程度であり、投下済資産の増加幅に比べれば、相対的に低い水準となっている。
この結果、③についても大幅に低下したが、その水準は欧米企業の2006年度レベルの数字に留まっている。
- 日本企業は2006年度以降大幅な事業買収展開を行い、その流れを維持して迎えた2016年度時点において、結果として「2006年度の欧米企業」と類似した構造となった、ということがこの分析から見てくる姿である。欧米企業は2011年度程度まで強気の動きを続けてきたのだが、2011年度以降その動きが鈍っていたことを考えると、日本企業が欧米企業の2011年度水準まで行く「投資余力」は一定程度あるとも言える。一方で、その後の欧米企業が示している現時点での収益の伸び幅を考えると、これ以上のギアを踏むことが適正なリターンを生むことになるのかどうか、という点は慎重に考えていくべきであろう。その点については6. で確認してみたい。

図表4 欧米・日本各主要10企業のキャッシュフロー及び固定資産額等推移

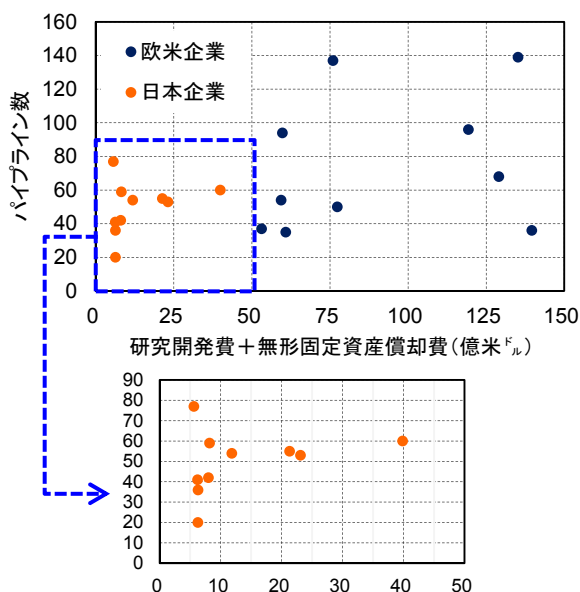
		(百万米ドル)			(億円)		
		欧米			日本		
		2006年度	2011年度	2016年度	2006年度	2011年度	2016年度
売上高	a	280,507	397,311	367,019	52,900	59,528	67,920
総資産	b	517,428	817,649	888,778	94,220	106,196	132,722
有形固定資産	c	94,193	115,166	107,440	12,335	15,629	16,856 ←㊦
無形固定資産	d	172,879	357,031	392,003	1,686	23,438	36,148 ←㊦
投下済資産	e=c+d	267,071	472,197	499,443	14,021	39,067	53,003
①投下済資産に対する売上高	a/e	1.05	0.84	0.73	3.77	1.52	1.28
簡易キャッシュフロー	f	94,337	141,037	121,480	13,265	13,307	14,149
研究開発費	g	45,690	64,608	69,426	8,704	11,108	12,494
研究開発費込みCF	h=f+g	140,028	205,646	190,906	21,968	24,415	26,642 ←㊦
②売上高に対する研究開発費込みCF	h/a	49.9%	51.8%	52.0%	41.5%	41.0%	39.2%
③投下済資産に対する研究開発費込みCF	h/e	0.52	0.44	0.38	1.57	0.62	0.50
償還倍率的概念(③の逆数)	1/③	1.91	2.30	2.62	0.64	1.60	1.99
			↑㊩	↑㊨			

(備考) 図表2-1~3及び図表3-1~3の備考を参照。赤枠㊦~㊨は図表6にて解説

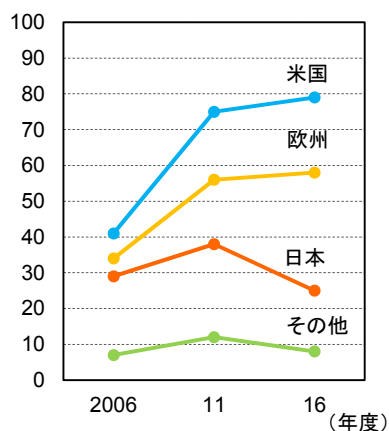
5. パイプラインとコラボレーション

- ここまでは企業の財務諸表を見てきたが、当然ながらこれらの数字は「結果」でしかなく、今後について考えるうえでは、その時点での「開発状況」が重要である。そこで図表5-1では、先に取り上げた企業群が公表しているパイプライン数につき、各企業の直近期(2016年度)の研究開発費及び無形固定資産償却費を横軸に取りながらプロットしてみた。あくまで開示されているパイプラインに関しての集計であり、基本的に1プロジェクト・1パイプラインとしてカウントしている(同一化合物が複数の適応症にて開発されている場合、その適応症毎に1プロジェクトとしてカウント)。なお、パイプラインについて言えば、やはり「ブロックバスターを目指すもの」が最重要と考えられるため、ここで言う「パイプライン数」の多寡に関わらず、いかに次のブロックバスターに辿り着く開発が行えるか、が最大のポイントであることは付言しておきたい。
 - さて、この図を見るとわかる通り、相関があるというよりは、「開発費+償却費」の年間水準が130億米ドル前後ゾーン、60~70億米ドルゾーン、10億米ドルゾーンの3区分程度にわかれ、その中で40~100程度のパイプラインが企業の注力エリアに沿って散らばっている、という姿である。また、その内容であるが、全ての企業が疾病分野まで公表をしている訳ではなく開示区分が企業によりオーバーラップするケースも多いためあくまで概算となるものの、欧米主要企業では約4割が「がん」領域であり、次いで10%強が「代謝・炎症」領域、残りは「神経」「循環器」「呼吸器」「ワクチン」「感染症」などが5-7%程度ずつをしめる格好になっている。日本主要企業も「がん」領域が4割を超えるが、次いで「神経」が10%強、次いで「代謝・炎症」「消化器」となっており、「神経」系及び「消化器」系については、若干特徴がある。とはいえ、このプロットは「投入金額」を反映している訳ではない為、あくまで一つの切り口ということでご理解頂きたい。
 - 一方、現在の医薬品開発は自社企業でのみ完結することは稀である。そこで図表5-2では、日本企業が、どのような国の企業と協業プロジェクトを行ってきたかの定点推移を示している。3.で見たように、日本企業の無形固定資産は2006年から2011年度の間に大幅に上昇しているが、そうした直接的な買収のみではなく、共同研究や技術導入などが進んできており、その中でまず米国との協業が目立つ格好となった。その後、近時5年間でみると米・欧州双方の動きはほぼ並行している。(ただし、日本国内でのコラボレーションは減少している)
 - なお、米国と欧州のバイオベンチャー企業のIPO時市場調達額を見ると、市場調達額(2016年度)の差は大きく、やはり米国企業はエグジット時の調達額が大きい。故に、大企業からベンチャー企業へのコミットという意味でも、米国案件への参入がコスト的に高くつく傾向にはあろう。逆に欧州でも大学・研究機関やライフサイエンス系のクラスターなどが相応に存在しており、各々のエリアが特徴をもった展開をしていることを踏まえると、バランス感として「開発におけるコラボレーション先」としての欧州の位置づけも引き続き重要となってくるであろう。
- 図表1-1では欧州市場の伸びはやや限定的に見えるが、現地通貨ベースでは2006→2016年度で英1.7倍、独1.5倍、仏1.1倍であり、WHOによる一人当たりヘルスケア支出(Current Health Expenditure)でも2005年と2015年を比較すると(米1.5倍、日1.8倍に対し)英1.8倍、独1.6倍、仏1.4倍となっている。支出抑制も社会的課題である為、こうした伸びは今後抑制傾向とは思われるが、市場自体も一定の伸びを示している。

図表5-1 欧米・日本各主要10企業のパイプライン数
(2018年1月調査時点)



図表5-2 日本主要10企業の国別コラボレーション数(*)の推移



* 有価証券報告書「経営上の重要な契約等」より、技術導入契約や共同研究開発をカウント。技術導入契約については、研究、開発、製造、販売の各契約のうち「研究」「開発」を含むもの。なお、一契約に複数の相手方がいる場合は、それぞれ1カウント

(備考) 1. 図表5-1は、各社公表資料により日本政策投資銀行作成。日本の「研究開発費+無形固定資産償却費」は日本円から米ドルに換算
2. 図表5-2は、各社IR資料により日本政策投資銀行作成
3. 図表5-1及び5-2における主要各社は、図表2-1~3及び図表3-1~3の備考を参照

6. 投資余力の概算と企業の規模感

- 本項では少し角度を変えて、幾つかの仮定に基づき日本企業の今後の投資余力を考えて見たい。図表6は、図表4における「③投下済資産に対する研究開発費込みキャッシュフロー」の逆数(「償還倍率的概念」)を一つのメルクマールとした概算を実施したものである(なお、図表4同様ここでの無形固定資産はのれんも含む広義の無形固定資産である)。

この数値は、有形固定資産・無形固定資産という投下済資産が研究開発費込みキャッシュフローの何倍程度か、という数字であるが、この数値が欧米企業では少しずつ伸びてきている。一方、日本企業は2006年度時点では投下資本が乏しかったこともあり、この値自体は低い水準にあったが、2006→2011年度にまず急速に伸び、先述のように2016年度においては欧米企業の2006年度水準と並ぶ格好になった。

- これに対して非常にラフな考え方ではあるが、「もし日本企業が欧米籍企業並の倍率」までギアを踏む場合の投資規模を図表6で示す。ここではその時点でのキャッシュフロー水準に仮定を置いた上で「どこまでギアを踏むか」の水準により4つほど場合分けを行った。コンサバティブに見た場合、現状よりも10社計でプラス8,000億円程度が無形固定資産額の増加幅である。これを倍率を米2016年度並、もしくは企業の営業利益率が2割程度伸びた場合(5年後程度を想定)、この増加幅が1.6~2兆円となる(あくまで10社計)。

なお、この金額から実際の「パイプライン数」を計算するには「パイプラインあたりの年間開発・償却コスト」の概算が必要になるが、実際には図表5-1の通り、企業・国により相当な開きがあり(開示されているパイプライン数や想定している市場規模に起因)、平均値として見ていくことは困難である。但しグローバル基準での金額を想定した場合、上記増加幅で想定しても現状より5~7件程度の増加(各社1件弱)、というあたりが実状であろう。

- また2. で見てきたように、欧米企業では「研究開発費+減価償却費」が2006年度から2011年度にかけて大幅に増加してきたが、2011年度から2016年度にかけて、売上高や利益面で大幅なプラスを生み出していないという点は十分考えておく必要がある。この結果を踏まえると、規模感として欧米の2016年度型まで行くことは可能かもしれないが、その投資行動に見合ったリターンが得られるかどうかは、現時点では判断が難しいということである。
- 同時にここで改めて「欧米企業と日本企業の規模感の差」を考えておく必要がある。その差のあり方も一律の話ではなく、欧米企業では「歴史の長い企業が合従連衡の末にメガファーマになった」という流れと、「10年程度前は規模としては小さかったが、バイオ医薬分野の伸長と共にメガファーマになった企業」という二つの流れがある。一方、日本企業の規模感はこのどちらのパターンと比べてもトップ10レベルの企業としては規模感が小さく、かつ米国で近時伸長したような形の企業はないため、このあたりの構図は大きく異なる。
- 医薬品開発のエコシステムは、北米(特にボストン、シリコンバレー等北カリフォルニア、サンディエゴ)でのベンチャーキャピタル(VC)等によりフェイズ毎の役割分担が出来ており、ここからIPOないしはM&Aというエグジットを目指す企業が出てくる。資金供給主体との兼ね合いもあるが、製品上市前に上記エグジットを行うケースが大半であり、同時に、その中で開発の継続を支えるクロスオーバーファンドなども存在するなど複層的なシステムが構築されている。このエコシステムの存在を踏まえつつ、欧米のメガファーマは開発を進めている。
- グローバル基準でのパイプラインの「開発額」は、こうした背景と直結し、金額規模は大きなものとなっている。一方、ここまで記載してきたように規模感が限定的な日本企業としては、こうした投資自体をポートフォリオ的に見ていくのはなかなか困難であり、乾坤一擲的性格も出てくる(かつそれが100%成功するわけではない)。「投資余力」的な観点についても、もしある程度バッファがあったとしても、構造自体を大きく変える金額感ではないため、やはり「ある種の制約」の中で投資検討をしていく必要があろう。

図表6 投資余力の概念の簡易算出

		(億円)			
		日本の16年度と同一		欧米・日本の 中間並増加(2割増)	
		㉑	㉒	㉑×1.2	㉒×1.2
研究開発費込みCF	A	26,642	26,642	31,971	31,971
		欧米の 11年度並	欧米の 16年度並	欧米の 11年度並	欧米の 16年度並
		㉓	㉔	㉓	㉔
償還倍率的概念(㉓の逆数)	B	2.30	2.62	2.30	2.62
A×B	C=A×B	61,278	69,803	73,533	83,764
△有形固定資産(16年度と同一と仮定)	D=C-㉕	44,422	52,947	56,677	66,908
現状の無形固定資産との差分	D-㉕	8,274	16,799	20,529	30,760

(備考) 図表2-1~3及び図表3-1~3の備考を参照。
③及び㉑~㉔は図表4を参照

7. 事業開発の対象

- ここまでは財務分析的に医薬品産業を見てきたが、本項では事業開発の対象に関連する項目を俯瞰する。

(1) モダリティ

- 治療手段をモダリティというが、この観点では従来の低分子医薬に加え、大きな流れとしては抗体医薬を含むタンパク質医薬、中分子での創薬、再生医療・細胞医療、遺伝子治療、などが各々進んでおり、またこれら創薬を行う上でのプラットフォーム的技術も重要となっている。
- 世界のブロックバスターは、関節リウマチや癌などの疾患領域では抗体医薬(病気に関係のある特定の場所に結合するように作られ、薬剤の標的が明確となるもの。高分子構造。)に移行しており、次いでこの分野での後発薬としてのバイオシミラーの上市動向も重要である。一方、近時開発の進む核酸医薬、ペプチド医薬は中分子構造にあり、新たな標的を狙う観点から開発が進んでいる。
- また、日本が承認制度を含め主導的に動いているといえる再生医療や、CART療法などの細胞医療においても、自家が主導か他家が主導か(患者本人の細胞か本人以外か)、という論点はあるものの、前者について皮膚・軟骨領域のみならず多様な臨床応用が、後者についても癌領域主体に展開が為されている。
- 遺伝子治療では、上述のCARTなどは「がん免疫療法におけるT細胞受容体の遺伝子導入」という形態であり、この分野の中でも動きが進んでいる領域である。
そのほか近時臨床試験が進んでいる分野としては、腫瘍溶解ウイルス療法も挙げられよう。腫瘍細胞の中で増殖、細胞溶解するウイルスを打ち込み、選択的に腫瘍細胞を破壊するものである。
- なお、これはモダリティに依らずの話となるが、主にかん領域での分子標的薬選定という流れにおいてプレジジョン・メディシンは重要である。米国ではPrecision Medicine Initiative、ALL of US という流れで、遺伝子情報を網羅的に解析するプロジェクトが進んでおり、遺伝情報等や各個人を取り巻く環境・習慣をベースに、どの治療法等が有効かを患者毎に考える世界の具現化に向かっている。日本においても、「がんゲノム医療推進コンソーシアム構想」が走るなど一種のインフラ整備が進み始めている。
- 世界レベルの新薬メーカーはこれら治療手段の最新動向に対応せんとしているが、企業規模に一定の制約がある状況を見ると、日本企業が網羅的に対応することは難しいという側面もあり、動向の見極めやコラボレーションなども重要となっている。

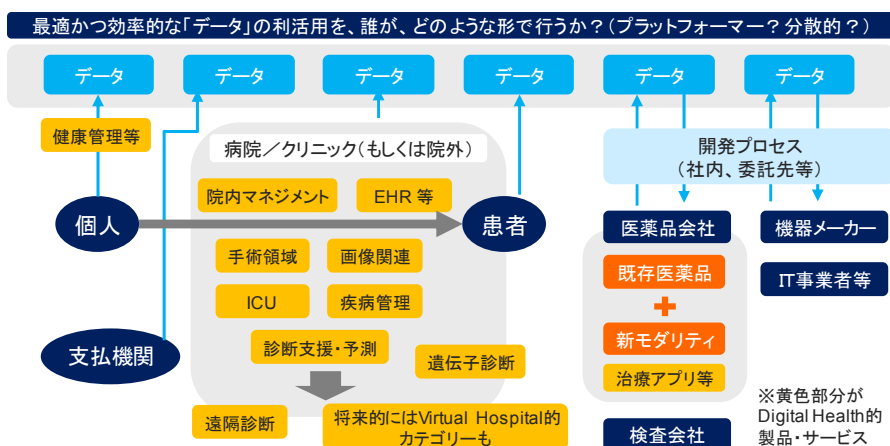
(2) デジタルヘルス

- また、医療サービスや創薬プロセスの変革要素として「デジタルヘルス」と言われる領域も重要である。特に北米での動きは急激であり、関連する事業者も多岐に及ぶ。図表7-1は主立った項目、図表7-2は将来を想定した上で、これらをプロットした「医療環境」イメージを記載したものである。自動車産業でも自動運転・コネクティッドカーの進展などによりデータやソフトウェアの重要性がうたわれているが、医療でもこの傾向は高まってくるだろう。ただし、医療の場合は臨床現場での有用性が重要であり、効率化等を実現しつつ、既存サービスのあり方をいかに高度化していくかがポイントとなる。医薬品メーカーとしては、創薬プロセスのデジタル化のほか、治療アプリ含めた治療の高度化プロセスや個別化医療が進んだ場合のデータの利活用対応などが必要だが、同時にどのように医療環境の将来像へ繋ぐことが出来るかを整理していくことも、今後はより必要となってくるだろう。

図表7-1 デジタルヘルス領域の
主な製品・サービス

活用現場	製品・サービス
創薬現場	(創薬現場での)AI活用等
検査領域	遺伝子検査、画像解析・管理
治療領域	診断支援・予測、疾病管理、治療アプリ
病院「内」	病院マネジメント
病院の外側等	遠隔医療・モニタリング、テレメディスン等
予防など	コンシューマー向け商品・サービス
その他	従業員向け、支払い機関向けなどの各種サービス

図表7-2 デジタルヘルスが生み出さる将来図



(備考) 図表7-1、2は日本政策投資銀行作成

8. 産業としての今後の方向感

- これまでの整理をまとめると、概ね以下のような形となっている。

(1) 市場環境

市場環境としては、グローバルに見ても医療費・社会保障費の抑制という流れがある。日本国内では、今時診療報酬改定でも見られるように薬価自体が抑制傾向であり、市場自体の伸びも(図表1-2記載のように過去10年間、年率3.4%程度で伸びたとはいえ)限定的ではある。海外市場についてもある程度同様であり、米国市場は人口増含め伸び幅は大きい、社会的課題としてクローズアップされている要素も大きく、欧州市場も堅調な伸びというレベル感である。市場の伸びという観点ではやはりそれ以外の国を見ていく必要がある。

(2) 規模に関する一種の制約

日本企業は、投資活動等を行うには6. に記載したように規模として一定の制約があり、一件一件の成功確率は変わらないとしてもポートフォリオをある程度幅広く組める欧米企業との差は大きい。

(3) モダリティの多様化

「画期的な新薬を生み出す」という観点では、7. 記載の通り、選択肢が多様化するなか、その「成功確度」につき予測しにくくなっている側面はある。なお、販売という観点でも、「既存のビジネスモデル・チャネルでの製造・販売が可能な領域」と、再生医療や遺伝子治療のように「製造・販売においても新たなモデルの構築が必要になる領域」の双方が入り混ざる形となっている。

(4) デジタルヘルスの展開

当該領域についても「どういうビジネスモデルが何年頃成立するか」という観点はまだ試行錯誤である。この点は図表7-2上部にある「データ」を誰がどう活用し、何を生み出せるか、という論点とも密接にリンクしている。

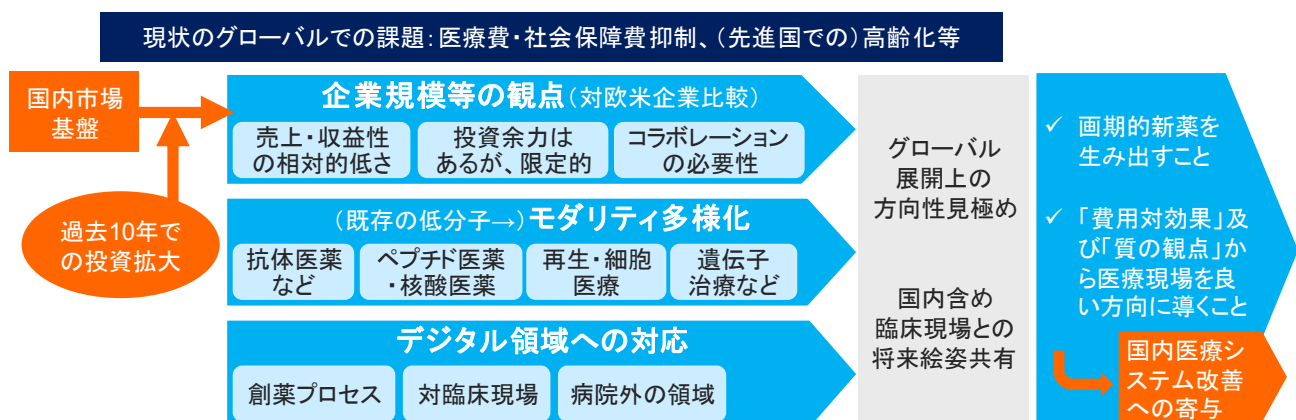
- 一方、企業側の事業開発面でのゴールは様々だが、①画期的新薬を生み出すこと、②「費用対効果」及び「質の観点」から医療現場を良い方向に導くこと、と置くことも許されるであろう。その実現に関し、どのようにイノベーション・ストラテジーを構築するか、が最重要テーマとなるが、この二つのテーマは「技術の革新」と「サービス/デリバリーの革新」という二つのイノベーションに区別出来る。

まず、①については、本線はやはりサイエンスとして新たなモダリティにどう対応するか、という点に尽きるが、市場の伸びと企業規模制約がある以上、見極めが重要となる。「プラス何件」の取り組みが出来るかは6. でも概観したところであるが、若干慎重な検討が必要であり、かつ、5. で述べたように欧州含めこの国とコラボレーションするかも引き続き重要な要素となるだろう。

②については、市場のあり方が変わる可能性に対して企業としてどうアプローチ出来るか、という点である。幸い日本企業にとって国内市場は小さなものでも、質の低いものでもない。その前提を踏まえるとどのような立場で図表7-2の世界に関わって行くかが重要であるが、例えば北米市場に見られるような医療機関と各種事業者の積極的なコラボレーションは日本市場では見受けにくい。ここをキャッチアップしつつ、将来的な絵姿を医療機関と共有したうえで医療環境の改善に寄与をしていくことは、日本企業の差別化の一要素にはなるだろう。

- 以上をまとめたものが図表8である。医療費抑制・開発費高騰という二つの相反する事象の落としどころ、データドリブンな世界が具現化するかどうかなど不確定要素が強い状況下で、事業を振り向ける方向を適切に定めていくことが必要となっており、本稿は財務的観点を主眼としたそのアウトルックとなる。

図表8 医薬品産業の現状と必要な方向性



(備考) 日本政策投資銀行作成

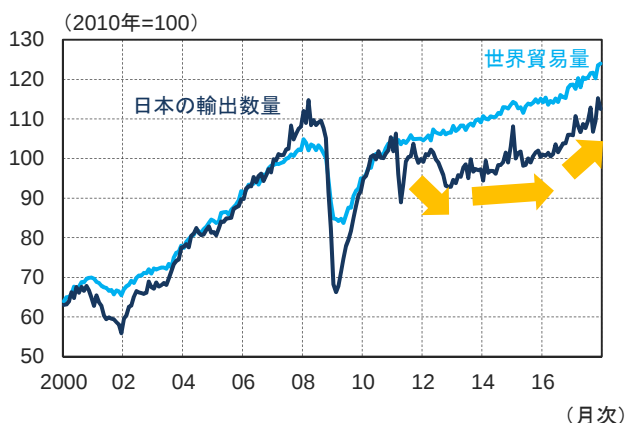
[産業調査部 青山 竜文]

ドライバー別にみる日本の輸出増加の持続力

1. 低迷が続いた日本の輸出は2016年後半から急速に上向く

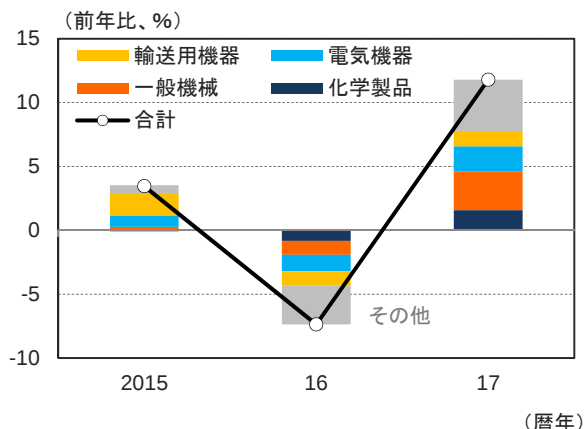
- 世界貿易は、リーマン・ショック後に伸びが鈍化し、「スロートレード」と呼ばれた。その中でも日本の輸出は一層弱く、13年にかけて減少し、アベノミクス下での円高是正後も上向くことなく下げ止まるにとどまった。しかし、16年後半に世界貿易の伸びが高まると、日本の輸出は急速に上向いた。
- 日本の17年の輸出額は広汎な業種で増加したが、全体の3割を占める輸送用機器は、米国自動車販売の頭打ちにより伸びは緩やかにとどまった。一方、電気機器や一般機械が中国などアジア向けを中心に増加し、牽引役となった。
- 牽引役の一つである電気機器では、17年に多くの財で増加したが、ウェイトの大きいメモリーなどの半導体等電子部品や、コネクタなどの電気回路等の機器が特に寄与した。こうした電子部品の需要増加の背景には、スマートフォン向けやIoTの普及に伴うデータセンターの拡充がある。世界の半導体市場は、17年に予想を上回って急速に増加したが、特にメモリーは6割増加した。18年も伸びは鈍化するものの、高水準で推移すると予測されている。

図表1-1 世界貿易量と日本の輸出数量



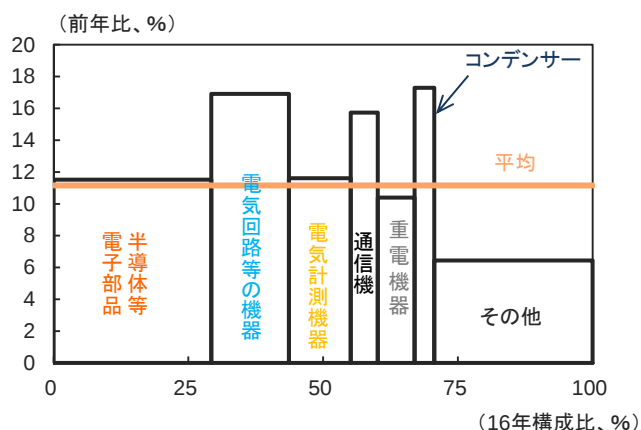
(備考) 1. オランダ経済政策分析局
2. 季節調整値

図表1-2 日本の輸出額増加の財別寄与度



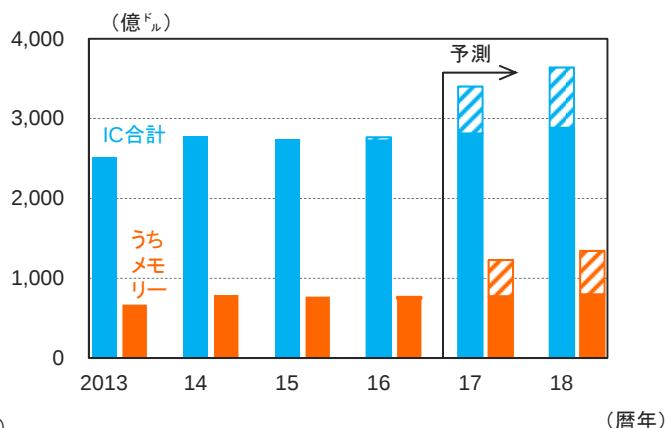
(備考) 財務省

図表1-3 17年の日本の電気機器輸出 (品目別スカイライングラフ)



(備考) 1. 財務省
2. 17年の電気機器の輸出額は13.7兆円

図表1-4 世界の半導体市場(販売額)

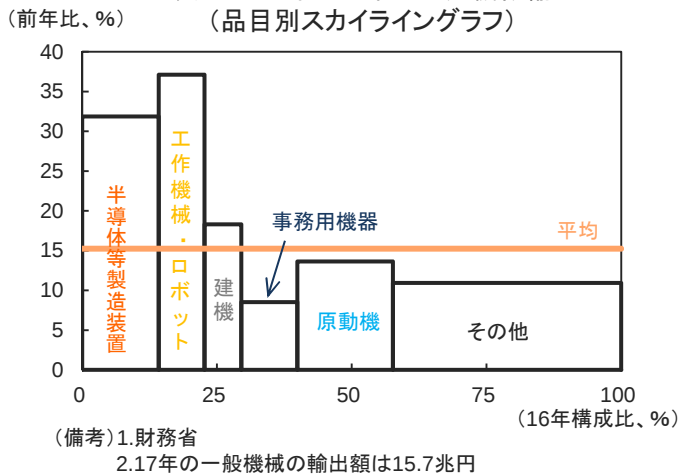


(備考) 1. WSTS
2. 17年秋時点
3. 網掛けは前年予測からの上振れ

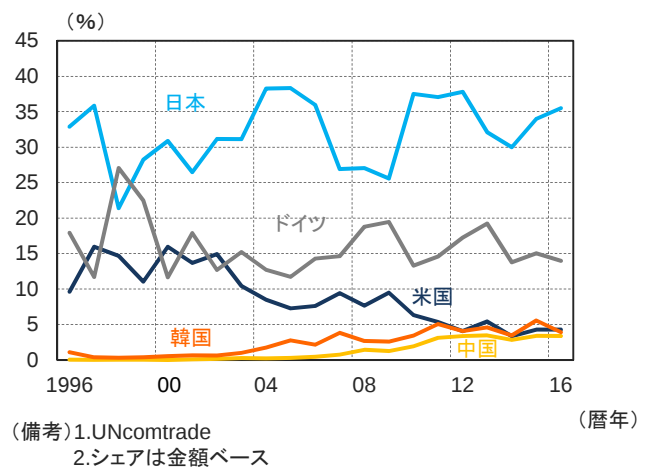
2. 今後は、ITや自動化の需要が日本の輸出を後押し

- もう一つの牽引役である一般機械では、半導体等製造装置、ロボット類などが増加した。原動機など汎用的な分野は比較的伸びが弱い。アジア新興国では技術力などの問題でまだ内製化できないような財で大きく増加したといえる。
- 半導体等製造装置の世界輸出に占める日本のシェアは、長期的には低下傾向にあるが、依然3割を占め、世界首位となっている。また、産業用ロボットの輸出シェアは、近年は中国、韓国がやや上昇しているものの、日本は高い性能を武器に、30%台のシェアを維持している。
- 今後も世界の産業用ロボット市場は拡大が見込まれている。特に中国では労働者1万人当たりのロボット稼働台数(49台、15年時点)は日本(305台)や韓国(531台)、ドイツ(301台)を大きく下回っており、工場の自動化のニーズが高い。中国では製造業の高度化目標を掲げているが、内製化は追いついていないため、日本製ロボットへの需要増が見込まれる。
- 17年上半年期における日本の輸出の伸びは、同じく成熟した製造業をもつ米独を上回る。メモリーなどの電子部品や、製造設備の高度化投資など、強みを有する分野での需要増が、日本の輸出を顕著に押し上げ、日本の景気拡大のメイン・エンジンとなった。
- IT需要や投資循環が一巡すれば、日本の輸出環境は転換期を迎える。ただし、電子部品は伸び鈍化が予想されるものの、半導体等製造装置やロボットなどの一般機械は、中国向けの需要で当面増加が予想されている。輸出は19年にかけて増加が続くと期待できる。

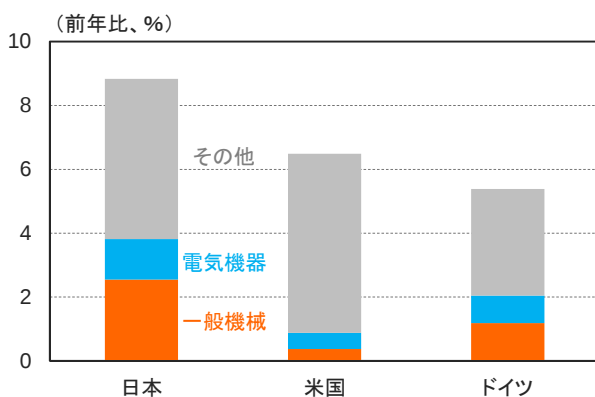
図表2-1 17年の日本の一般機械輸出
(品目別スカイライングラフ)



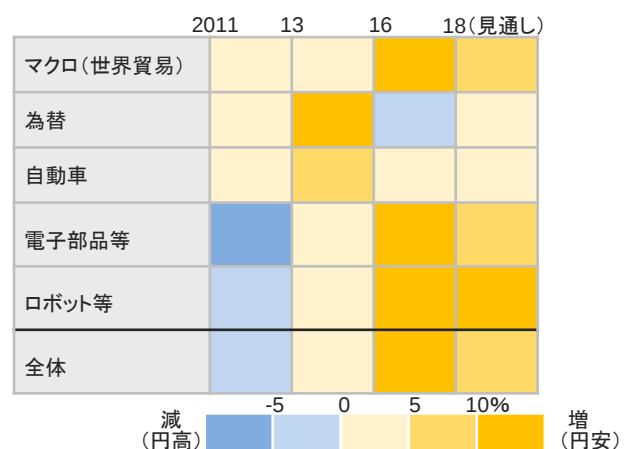
図表2-2 産業用ロボットの輸出シェア



図表2-3 17年上半年期の日米独の輸出額(産業別寄与)



図表2-4 主なドライバー別の輸出増減

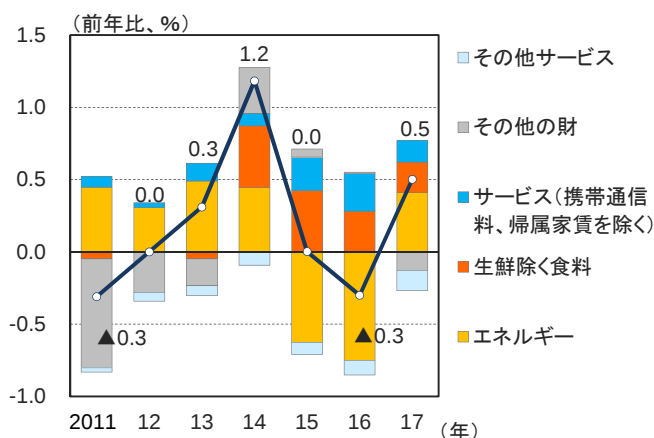


一部にみられる物価上昇の動きと先行きの金融政策

1. 消費者物価の伸びは緩慢だが、サービスや食品では価格が上昇

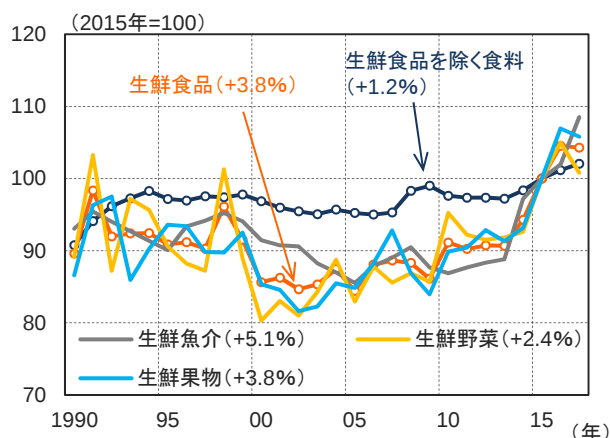
- 消費者物価(生鮮食品を除く、「コアCPI」)の伸びは2017年に高まったが、主因であるエネルギーの上昇は今後鈍化する見込みであり、日銀が目指す2%にはまだ隔たりが大きい。しかし、14年ごろからサービスや食料(生鮮除く)で価格上昇がみられる。特に人手不足による人件費上昇は、医療・福祉、教育など、サービスを中心に様々な分野で価格上昇要因となっており、宿泊費や運送料では、訪日観光客の増加やネット販売の拡大もあり、値上げの動きなどが報じられている。
- また生鮮食品をみると、台風などの悪天候が続いたため野菜などの価格が高止まりしているほか、魚介も中国との競争などによる漁獲量の減少もあり、14年以降、価格が上昇している。コアCPIの食品は生鮮食品を含まないが、加工食品や外食が原材料となる生鮮食品の価格上昇の影響を受ける。また人件費の上昇が、外食や調理食品の価格を押し上げており、広く食品価格の上昇をもたらしている。
- このようにサービスや食品といった一部の品目では、価格上昇の動きがみられるが、コアCPI全体への寄与は17年で約0.4%程度にすぎない。日銀は19年度に2%目標の達成を見込むが、民間コンセンサスは0.9%にとどまる。フィリップスカーブに沿って考えると、17年10~12月期で日本の需給ギャップは既にプラスに転じているが、コアCPIの伸びは、1%に達していない。物価上昇の鍵を握る期待インフレ率は、17年以降持ち直しているが、エネルギー価格の上昇による一時的な動きに終わる可能性がある。好景気や賃上げを背景に物価上昇が続くことで期待インフレ率が徐々に高まり、将来のインフレ率を引き上げることが必要となる。

図表1-1 消費者物価(生鮮食品を除く)



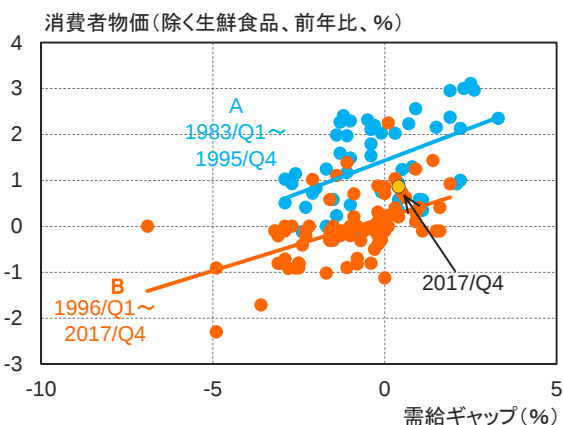
(備考)1.総務省 2.消費税除く
3.その他サービスは携帯通信料と帰属家賃

図表1-2 食品価格の推移



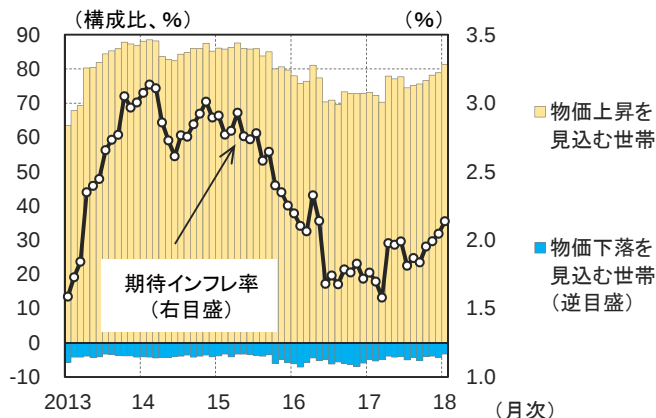
(備考)1.総務省 2.消費税除く 3.括弧内は14~17年の平均伸び率

図表1-3 フィリップスカーブ



(備考)1.総務省、内閣府 2.消費増税の影響を除く

図表1-4 家計の期待インフレ率

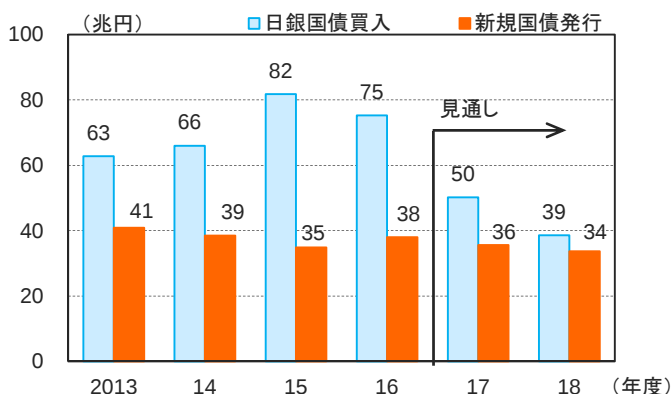


(備考)1.内閣府 2.1年後の見通し
3.期待インフレ率は日本政策投資銀行試算

2. 物価目標の早期達成が困難な中、日銀は緩和長期化に備え国債買入を減額

- 2016年9月に実施した異次元緩和の総括的検証後の大きな枠組みの変化は、物価目標の早期達成が困難な中、日銀が緩和の長期化に備えるべく、政策ターゲットを「量」から「金利」に変更したことにある。現在、国債買入額は年80兆円をめどとするが、実際は0%程度の長期金利ターゲットの実現に必要な量に抑制されており、足元では新規国債発行額に近い40兆円程度まで減少、緩和の持続性は高まっていると言える。
- 各国中銀の動向をみると、米国で17年末に大規模な減税が成立したほか、欧州でも景気が堅調となっていることから、18年に入って欧米中銀がタカ派姿勢をやや強めており、欧米金利の急上昇につながっている。こうした中、日銀についてもいずれ金融引き締めに移行するとの見方が浮上。2月には国内長期金利がターゲットの事実上の上限である0.1%に近づく局面もみられたが、日銀は指し値オペなどでこれを沈静化した。
- 今後の日銀の政策について、市場では、インフレ率が2%に達せずとも1%程度を維持できれば、19年ごろに日銀は金利ターゲットを引き上げるとの見方が多い。この意図は、金融引き締めではなく、総括的検証と同様に緩和の持続性にある。今後も欧米金利の上昇が見込まれる中、国内金利の上昇を抑えるために国債買入の増額を迫られる事態は、緩和継続の観点から望ましくない。日銀はターゲットを小幅に引き上げることで、国債買入を抑制し、緩和の持続性を高めることが想定される。
- しかし、日銀の緩和縮小観測に加え、2月の株価下落や米国の保護主義政策を背景に、一時1ドル105円台まで円高が進行した。円高は輸入物価の下落を通じ、物価目標の達成をさらに困難にする。黒田総裁ほか、新執行部は金融引き締め観測の払拭に努めており、当面は金利ターゲット引き上げは想定しづらく、日銀は現行の政策を維持するものと見込まれる。

図表2-1 日銀の国債買入ペースと新規国債発行額



(備考) 1. 日本銀行、財務省 2. 国債買入は償還を考慮したネット買入額、見通しは足元の買入実績などから試算、新規国債発行額の見通しは予算ベース(補正予算含む)

図表2-2 日米欧の長期金利



(備考) 各国財務省、中銀

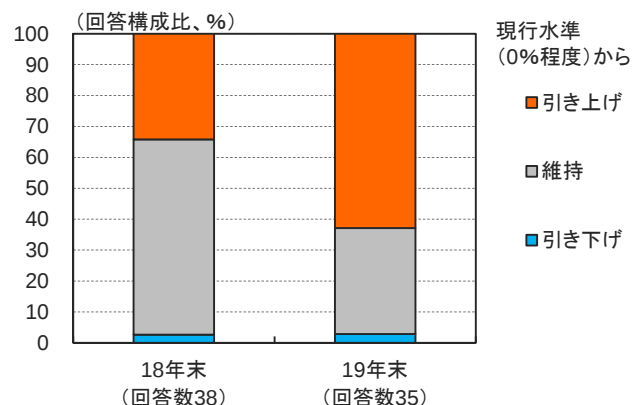
(日次)

図表2-3 最近の日米欧中銀の動き

日銀	国債買入を減額してきたが、2月の金利上昇局面では指し値オペなどで金利上昇を抑制 (2/2)
FRB	パウエル議長の議会証言で、経済の好調を受けた利上げペース加速の可能性に言及 (2/27)
ECB	理事会声明で「必要な場合に量的緩和を拡大」との記述を削除、緩和縮小姿勢を示す (3/8)
BOE	2月金融政策委員会で、インフレ率の高止まりを受けて、昨年11月に続く利上げを示唆 (2/8)

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表2-4 日銀の長期金利ターゲットの見通し



(備考) 日本経済研究センター(ESPフォーキャスト、2/8)

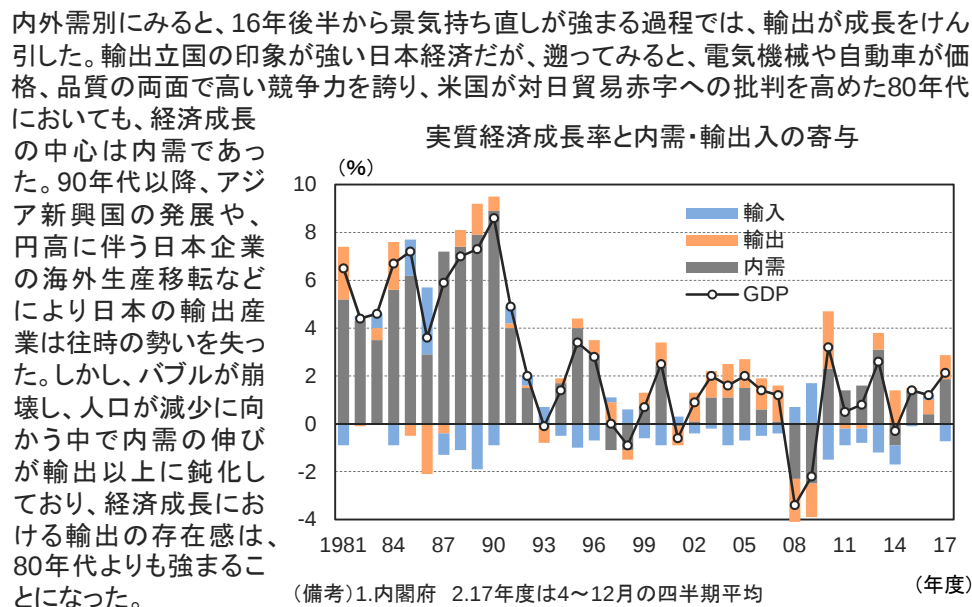
マクロ経済アップデート

日本経済

緩やかな回復が続く

2017年10～12月期の実質GDP成長率は、1次速報の前期比年率0.5%から同1.6%に上方修正された。16年以降の成長率は2010～15年と比べて決して高いとはいえないが、約30年ぶりの8期連続プラス成長を記録するなど、安定的かつ緩やかな景気回復が続いている。

内需の動きが鈍くなる中
成長の輸出依存が強まる



米国が鉄鋼、アルミの輸入
制限措置を導入

18年に入り、景気を主導する輸出に二つの懸念が浮上した。まず、トランプ米大統領が、3月に鉄鋼、アルミの関税強化を決めた。NAFTA再交渉中のカナダ、メキシコをはじめ、同盟国の適用免除の可能性を残したが、中間選挙を控える中で大統領が強権的に保護主義姿勢を強める可能性は、世界経済にとってのリスクとなっている。

直接の影響は限定的だが、
余波への懸念は大きい

ただし、日本の米国向け輸出に占める鉄鋼、アルミの割合は、合計で1.5%、輸出全体に対する割合は0.3%にとどまる。また、高品質な日本製品は、関税引き上げでも代替品確保が難しいとの見方や、日本への適用が免除される可能性もあり、日本経済への直接の影響は限定的と考えられる。

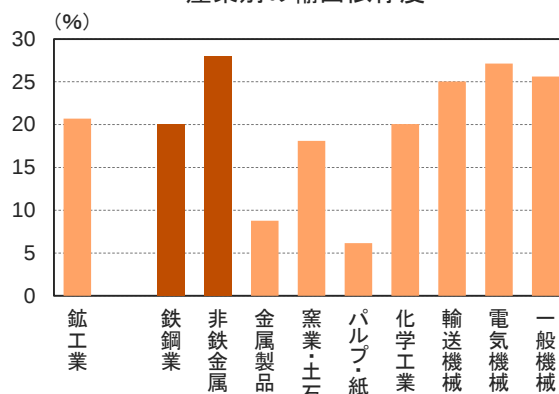
それでも、鉄鋼やアルミを含む非鉄金属の輸出依存度は、鉱工業平均と遜色ない。米国への対抗措置で各国が保護主義姿勢を取れば、日本の鉄鋼・アルミ輸出への影響は拡大する。さらに、海外の余剰製品が国内市場に流入し、国内向けの生産が数量、価格の両面から打撃を受ける可能性もある。もちろん、米国が自動車などにも保護主義色を強めた場合には、国内産業への影響が一段と広がることになる。

日本の輸出に占める鉄鋼・アルミの対米輸出(17年)

	金額(億円)	構成比(%)	対米輸出の 構成比(%)
世界計	782,907	100	-
米国	151,135	19.3	100
自動車	45,684	5.8	30.2
鉄鋼	2,134	0.3	1.4
アルミ	220	0.03	0.1
その他	103,096	13.2	68.2
中国	148,897	19.0	-
その他	482,875	61.7	-

(備考) 財務省

産業別の輸出依存度



円高進むが採算レート割れには至らず

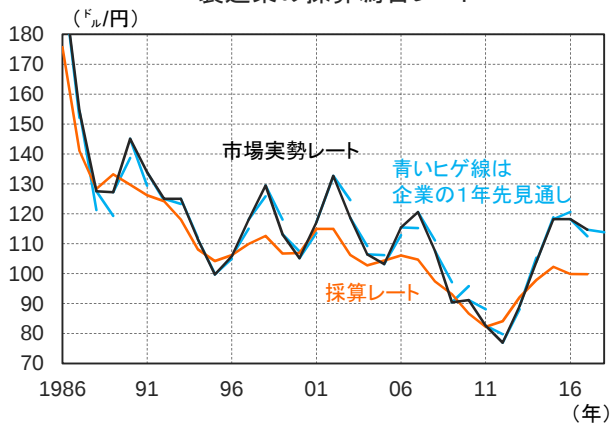
輸出に対する二つ目の懸念は、105円台に達した想定外の円高進行である。ただし、製造業の採算レートは、長期的な円高の動きに連れてシフトしており、企業努力や輸入コストの低下、生産品目の移り変わりを反映すると考えられる。18年1月時点の採算レートは1ドル99.9円と、市場実勢とは5円ほど余裕があるほか、円高が進んだ11年の採算レートは80円近くにあった。円高は、輸出や企業業績の逆風となり、企業・家計マインドの悪化とともに景気を下押しする要因だが、現状では景気の腰折れを懸念すべき材料には至らないと考えられる。

GNIを支える海外所得の受け取りは目減り

ただし、日本経済が海外から受け取る恩恵は輸出だけではない。海外での事業や投資から受け取る収益は純額で年間20兆円前後に拡大しており、原油価格の下落などから生じる数兆円の交易利得とともに、GNI(国民総所得)をGDP(国内総生産)から押し上げている。円高は、円換算後の海外所得を目減りさせるため、GNIを押し下げる。同時に、家計、企業が所得、収益から生み出す需要を減退させ、GDPを下押しする。

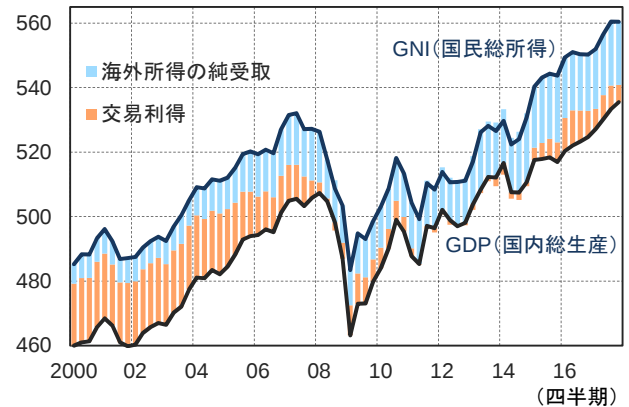
加えて、円高は訪日外国人数やその消費支出に悪影響をもたらすほか、輸入物価の下落を通じてデフレ脱却を難しくする。今回の円高は、2月の金融市場の混乱や、保護主義の強まりなどが原因だが、円高が長期化したり、一層進行した場合には、複数のルートから国内経済にマイナスの影響が及ぶと考えられる。

製造業の採算為替レート



GDPとGNI

(年率兆円、2005年価格)



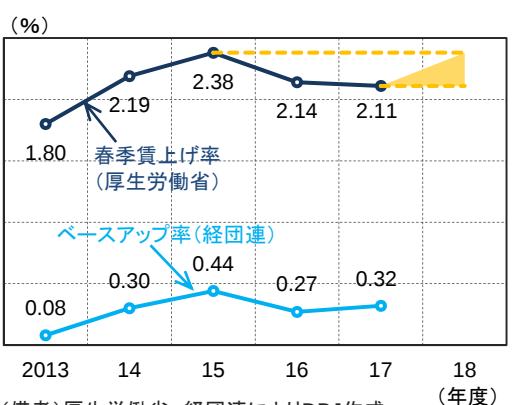
賃上げは前年を上回るが15年度を上回るかは微妙

3/14に集中回答日を迎えた今年の春闘は、政府要請や人手不足もあり、概ね昨年度を上回るベースアップ額(ベア)で妥結し、非正規の待遇改善に取り組む例も多くみられた。ただし、多くの企業では、近年では最も高い賃上げ率となった15年度のベアを下回った。この結果を単純に用いれば、主要企業の今年の賃上げ率は、17年度の2.11%は上回るものの、15年度2.38%に満たないと考えられる。

ベアを抑える代わりに賞与を増額した企業も少なくないほか、近年は、人手確保のため中小企業の賃上げが大きくなる傾向もあり、経済全体でみれば、賃金上昇はより大きな可能性はある。

ただし、ベアが期待される理由には、所得・消費を将来にわたって押し上げる効果への期待があった。消費は緩やかな回復が見込まれる一方、景気を主導するには至らず、保護主義や円高リスクに目配りしつつ、輸出の増勢継続に期待する状況が続く。

2018年度春闘に基づく賃上げ率の見込み



マクロ経済アップデート

米国経済

実質GDPは高水準を維持

2017年10～12月期の実質GDP(2/28公表、2次速報)は前期比年率2.5%増となった。年末商戦の堅調な結果を受けて個人消費が同3.8%増となったほか、ハリケーン後の復興需要から住宅投資も同13.0%増と3期ぶりにプラスに転じた。1次速報時からの大きな修正はなく、通年でも前年比2.3%増と2%弱である潜在成長率を上回った。

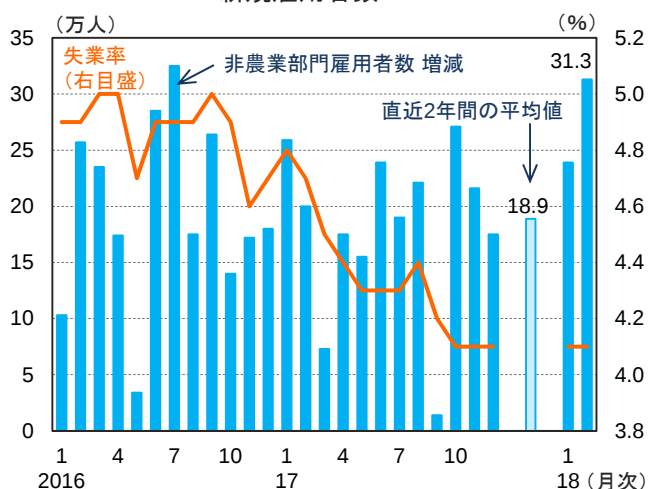
2月の新規雇用者数は30万人超

2月の非農業部門雇用者数は前月差31.3万人増と直近2年間のトレンドを大きく上回る結果となった。失業率は4.1%と17年秋頃から横ばい圏で推移。良好な雇用環境が労働者の参加意欲を高めている。

プライムエイジの労働参加率が上昇

賃金上昇局面では、賃金の上昇期待などが労働者の勤労意欲が高め、労働参加率が上昇する傾向がある。2000年頃のITバブル期は賃金上昇率も高く、高齢化などの人口動態の影響を受けにくいプライムエイジ(25～54歳)でみると、労働参加率は高水準で推移。その後は、リーマン・ショック後に大きく低下したが、16年以降、持ち直している。

新規雇用者数



(備考)米労働省

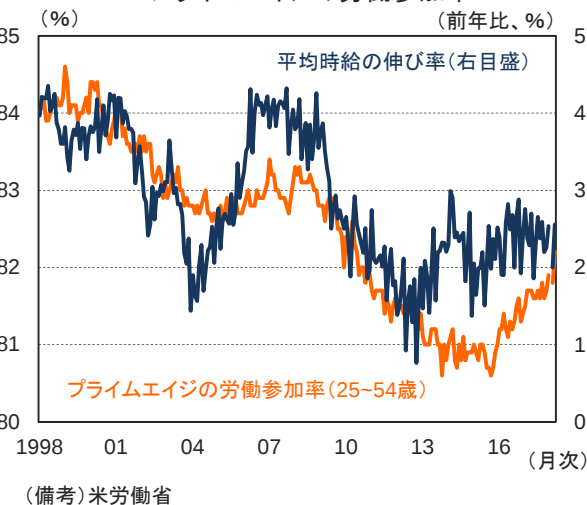
労働供給余力(スラック)は未だ大きい

良好な雇用環境を受けて、米議会予算局(CBO)の予想をもとに算出した労働供給余力は、リーマン・ショック以前の水準まで低下。労働参加率の水準もCBOが試算する長期トレンドに近づくが、賃金上昇率は緩やか。賃金上昇期待による労働者のマインド変化は労働参加を促すが、労働参加率が1%上昇した際の追加労働供給余力は250万人程度と大きいことから、その意味での追加労働供給余力(スラック)の存在が賃金の上昇を抑制している可能性がある。

1月の賃金上昇率の高まりは一過性

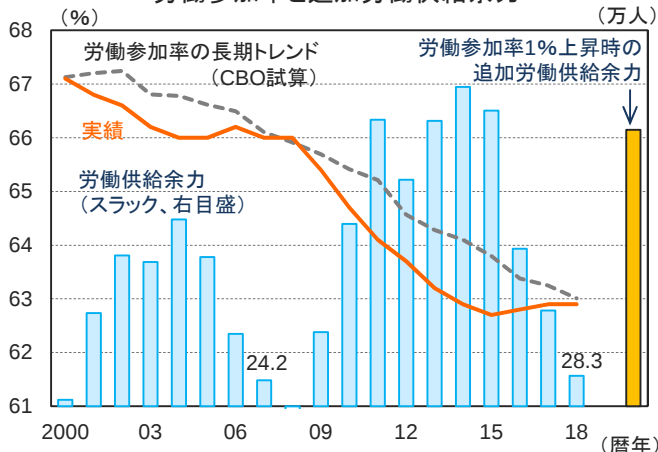
1月の賃金上昇率の高まりは、天候不順による出勤停止から固定給労働者の労働時間短縮の影響を受けた可能性があり、2月の伸び率は一服。賃金の上昇速度は依然として緩やかである。

プライムエイジの労働参加率



(備考)米労働省

労働参加率と追加労働供給余力

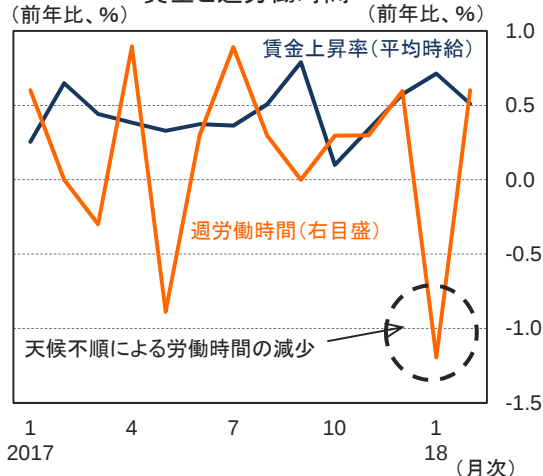


(備考)1.米労働省、米議会予算局(CBO)

2.18年の労働参加率は月次データを採用

16 DBJ Monthly Overview 2018/4

賃金と週労働時間



(備考)米労働省

欧州経済

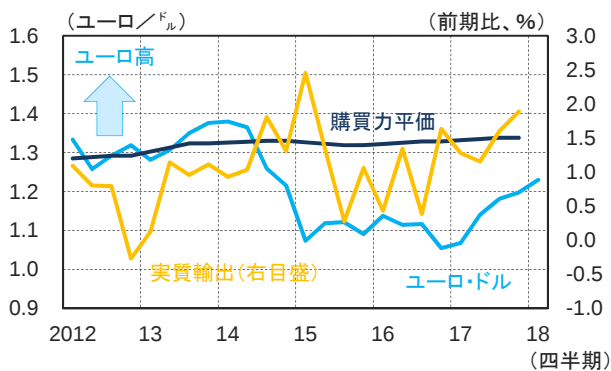
17年はユーロ高進行も
輸出下押しには至らず

17年のユーロ圏実質GDPは前年比2.3%増と10年ぶりの高い伸びとなった。経済が堅調に推移する中、ECBの緩和縮小観測もあり、この1年間でユーロは対ドルで約15%も通貨高が進行した。ユーロ高は経済のけん引役の一つである輸出の下押し圧力となるが、世界経済の持ち直しを背景に輸出の伸びに減速感は見られていない。また、OECDが推計するユーロドルの購買力平価は依然足元の実勢レートよりも高い水準にあり、依然ユーロに割安感がある。

ユーロ高は物価下落圧力

ただし、18年に入ってからユーロ高の進行は継続しており、今後のさらなる上昇は輸出を下押ししかねない。またユーロ高は輸入物価の下落を通じ、消費者物価の下押し圧力となる。ECB当局者からは最近ユーロ高をけん制する発言が目立っているが、ユーロ高が進行した場合には、先行きのECBの緩和縮小ペースがさらに緩やかになる可能性がある。

ユーロ圏・実質輸出と為替レート



(備考) 1. Eurostat, OECD 2. 実質輸出は財・サービス輸出

ユーロ圏・消費者物価と輸入物価



(備考) Eurostat

中国経済

今年の成長目標は6.5%程度

成長の質、雇用、社会保障
を重視する姿勢

3/5開幕の全国人民代表大会（全人代）では、李克強首相が「政府工作報告」を行い、今年の成長目標は昨年から据え置き、6.5%程度とした。経済政策ではニューエコノミーの推進、製造業の高度化などにより持続的な経済成長を図り、一定の成長率を確保しながら雇用、社会保障を重視する方針が鮮明になった。

今回の全人代は3/20まで開催され、会期が昨年より1週間ほど延長された。国家主席の任期（10年）の撤廃などを含む憲法改正や、国家副主席、人民銀行総裁などの重要人事が決定された。

主な経済指標

	17年目標	17年実績	18年目標
GDP成長率	6.5%程度	6.9%	6.5%程度
消費者物価	3.0%程度	1.6%	3.0%程度
新規雇用増加	1,110万人以上	1,351万人	1,110万人以上
財政赤字対GDP比	3.0%	3.7%	2.6%
都市部登録失業率	4.5%以下	3.9%	4.5%以下
都市部調査失業率	今回初めて公表 農民工などを含む		5.5%以下

(備考) 1. 全人代「政府工作報告」、中国財政部、中国国家統計局

2. 調査失業率は、戸籍人口だけではなく、農民工を含む
常住人口を対象とし、登録失業率より範囲が広い

18年の主な経済政策方針

- ✓ 金融政策では中立的なスタンスを維持。金融市場改革、中小企業や実体経済向け資金供給を強化
- ✓ 財政赤字のGDP比は昨年より低下したが、積極的な財政政策は変わらず。技術革新や社会保障分野での支出増
- ✓ インフラ投資では民間資本を活用し高水準を維持
- ✓ ITとの融合などによるニューエコノミーの発展や製造業の高度化を推進
- ✓ 企業負担減を推進（8千億元減税のほか、電力料金や高速道路料金の引き下げなどによる3千億元のコスト減）
- ✓ 供給側改革を引き続き推進。今年鉄鋼3千万トン、石炭1.5億トンの生産能力削減目標。環境保護を一層強化
- ✓ 保護主義に反対し、「一帯一路」や自由貿易を推進。金融を始めとする外資参入規制を緩和

(備考) 全人代「政府工作報告」により抜粋

長期金利：日銀の金融緩和が継続するとの見方から、金利は低位横ばいで推移

- 米国では、好景気などを背景にFRBが利上げペースを加速させるとの観測から、長期金利は2.8%台まで上昇。日本では、日銀の金融緩和が継続されるとの見方が広がっており、金利は0.05%程度で推移。
- 日銀では、黒田総裁が続投し、新副総裁として雨宮氏・若田部氏が就任。若田部氏は現副総裁の岩田氏に近いリフレ派であり、雨宮氏は現行の政策の立案者であることから、金融政策の運営上大きな影響はないとみられている。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米国財務省

日銀の新副総裁の略歴と所信表明の内容

	若田部氏	雨宮氏
前職	早稲田大学教授	日本銀行理事
専門・スタンス	経済学史が専門 リフレ派	マイナス金利や金利 ターゲット政策を立案
今後の方針	必要なら追加緩和を 提案	実務経験を活用し総 裁をサポート
副作用 の考え方	緩和の副作用は顕 在化していない	緩和の副作用はある が、効果が上回る

(備考) 衆院議院運営委員会での所信表明をもとにDBJ作成

株価：日経平均株価は軟調

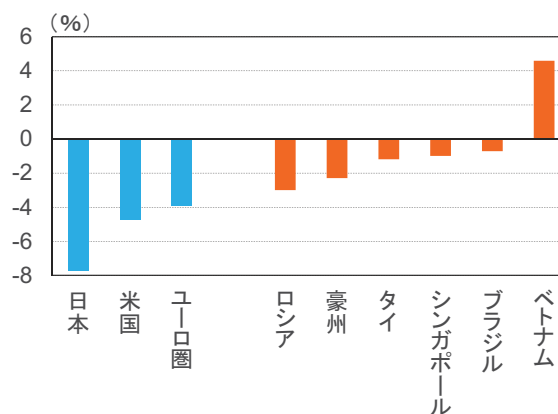
- 米国では、2月初めの調整を経て株価は反発したが、3/1にトランプ大統領が鉄鋼・アルミの関税引き上げを表明すると、保護主義への懸念が高まり伸び悩んだ。日本では、円高進行が重しとなり、株価は軟調となっている。
- 2月初めの株式市場の混乱で先進国の株価は調整したが、新興国・資源国の株価への影響は比較的小さい。17年後半からの原油価格上昇もあり、新興国・資源国の経済が安定しているほか、ドル安の進行により資金流出懸念は高まっていないことが背景にある。

日米株価



(備考) 日本経済新聞社、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス

株価騰落率の比較



(備考) 1.Thomson Reuters Datastream
2.3/16時点 (2/1終値比の騰落率)

為替: 米財政赤字拡大や保護主義政策への懸念が円高圧力に

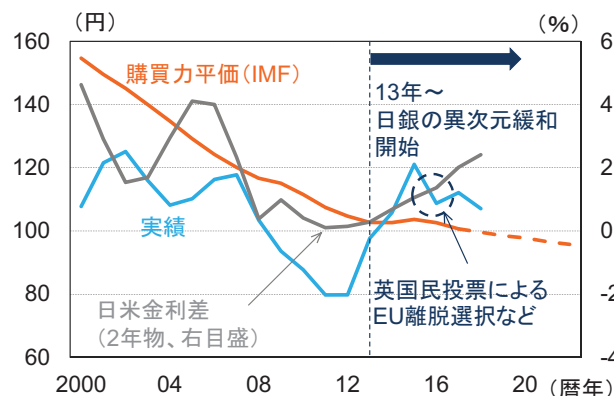
- 対ドル円レートは、2/27のパウエルFRB議長の議会証言で利上げの加速が示唆されると、一時円安に動いたが、米財政赤字の拡大や3/1に発表された鉄鋼・アルミへの関税引き上げなどの保護主義への懸念が円高圧力となり、3月初旬に107円程度まで円高が進行。
- 2月以降の円高進行は購買力平価でみた長期トレンドへの回帰との見方もあるが、日米金融政策の基調は変わらず。また、日米物価差の拡大も緩やかに留まるとの見方から購買力平価の低下幅も限定的。足元の円高は、保護主義などへの懸念を受けた動きとみられる。

外国為替の動向



(備考) 1. 日本銀行
2. 17:00現在の銀行間取引レート

購買力平価説に基づく為替レートと実績



(備考) 1. IMF、米財務省、日本銀行
2. 破線はIMF予測、18年の為替および金利は月次データ

原油価格: 緩やかに上昇

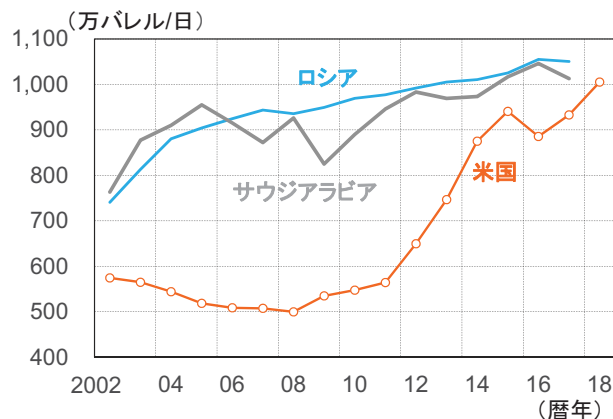
- OPEC協調減産は18年3月以降も継続するとの観測を背景に需給改善期待が高まり、原油価格は2月初に65ドル台へ上昇。その後、株価急落で投資家心理の悪化により60ドルを下回ったが、3月に入り、米景気回復期待や株価の回復を背景に上昇。ただし、米生産増懸念もあり上昇幅は緩やかで、足元では62ドル程度で推移。
- 米国の原油生産は、12年頃からシェールオイルの増産により急増。16年は原油価格の急落により減産となったものの、価格の回復や生産効率の向上などを背景に17年は再び増加に転じ、足元では増産ペースが拡大。一方、ロシア、サウジアラビアは協調減産の下で17年の生産がやや低下。米原油生産は18年にも世界1位になる可能性がある。大幅な増産となれば、供給過剰懸念が強まり、原油価格の下押し圧力になる。

WTI価格



(備考) CMEグループ(NYMEX)

主要産油国の原油生産

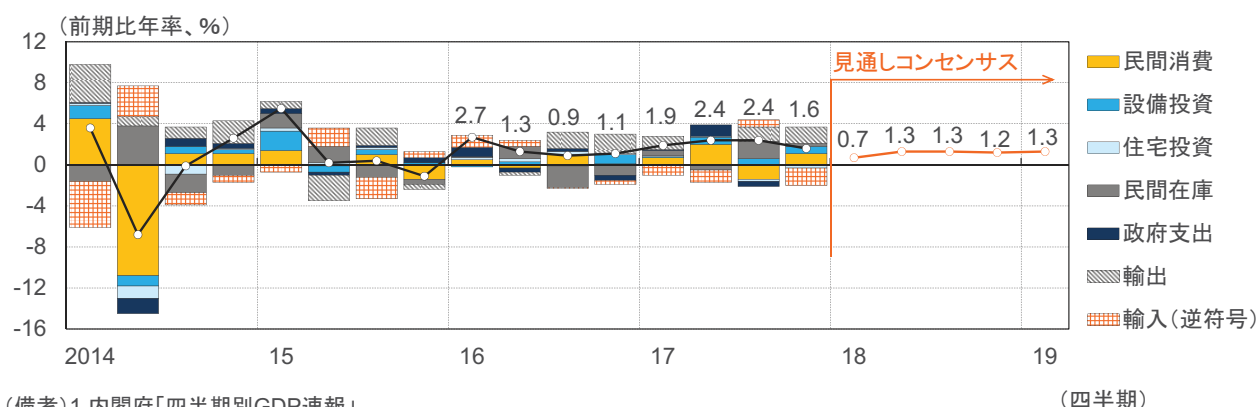


(備考) 1. EIA(米エネルギー情報局)によりDBJ作成
2. 18年の米生産は3/2までの週次データの平均値

緩やかに回復している

- 2017年10～12月期の実質GDP(3/8公表、2次速報)は前期比年率1.6%増。国内経済の持ち直しを受けた輸入増を受けて成長率は鈍化したものの、民間消費や輸出の堅調さを受けて8期連続のプラス成長を維持。1次速報から設備投資と民間在庫が上方修正。
- 先行きは、雇用・所得環境の改善を背景に消費が緩やかに回復するほか、輸出が堅調に推移することから、前期比年率1%程度の成長率が維持される見通し。17、18年度の見通しコンセンサスは各々前年比1.8%、同1.3%増。引き続き堅調な推移が見込まれている。

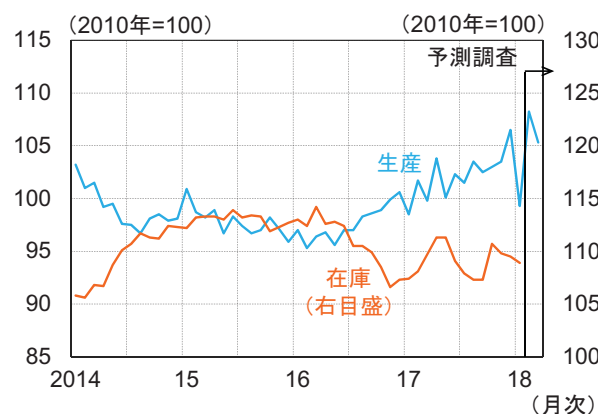
実質GDP成長率



生産は持ち直している

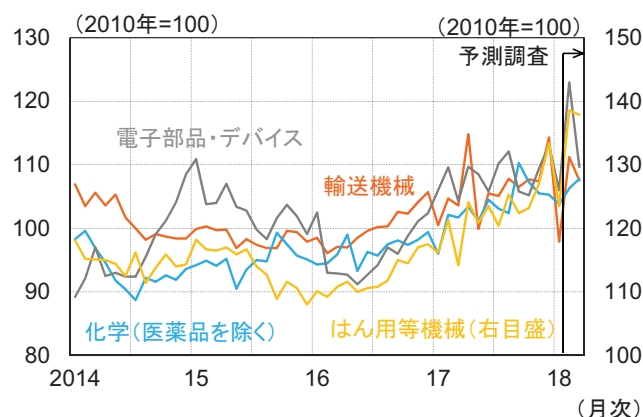
- 1月鉱工業生産は、輸送機械をはじめ全業種で減少し、前月比6.8%減となった。予測調査では、同4.3%減の見通しだったが、増産が予定されていた電子部品・デバイスなどが減産となり、予測を上回って減少した。1月の在庫は、前月比0.5%減と3カ月連続で減少した。
- 予測調査では、2月は前月比9.0%増、3月は同2.7%減と、生産は振れを伴いつつも増勢が続く見通しだが、1～3月期は前期に比べると、増勢が鈍化する見込み。

鉱工業生産



- (備考) 1.経済産業省「鉱工業指数」
2.2月・3月は予測調査による伸び率で延長

鉱工業生産(主要業種別)

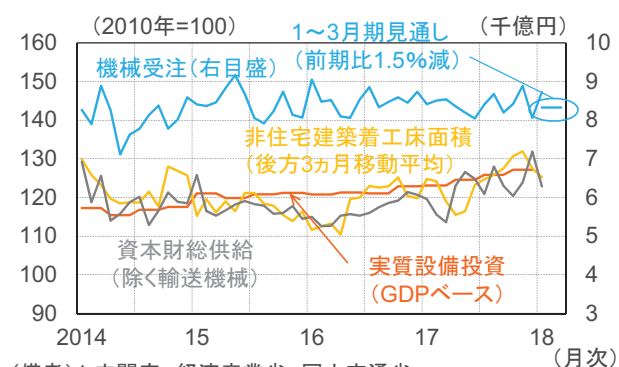


- (備考) 1.経済産業省「鉱工業指数」
2.2月・3月は予測調査による伸び率で延長

設備投資は緩やかに増加

- 10～12月期の設備投資は、実質GDPベースで前期比年率4.2%増と5期連続で増加。機械投資の先行指標となる機械受注(船舶・電力を除く民需)は、1月は電気機械などの製造業からの受注を中心に前月比8.2%増となった。1～3月期は前期比1.5%減の見通し。
- 10～12月期の法人企業統計の設備投資は前期比3.1%増と2期連続で増加。経常利益は前期比1.7%減と2期連続で減少したが、子会社からの受取配当金の減少が要因であり、本業の利益を示す営業利益は同2.4%増と6期連続で増加している。

設備投資関連指標

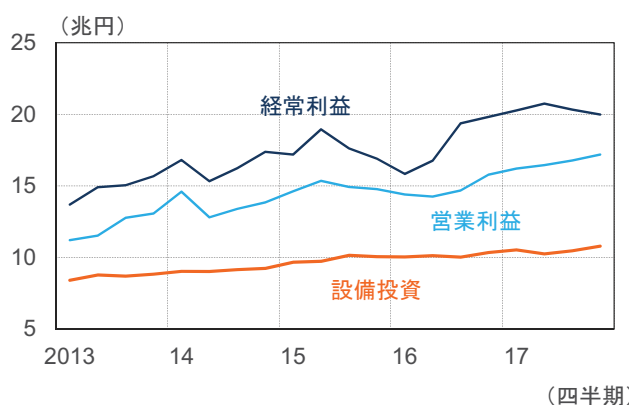


(備考) 1.内閣府、経済産業省、国土交通省

2.機械受注は船舶・電力を除く民需、資本財総供給は除く輸送機械

3.季節調整値(非住宅建築着工統計のみDBJ試算)

設備投資、企業収益(全規模全産業)

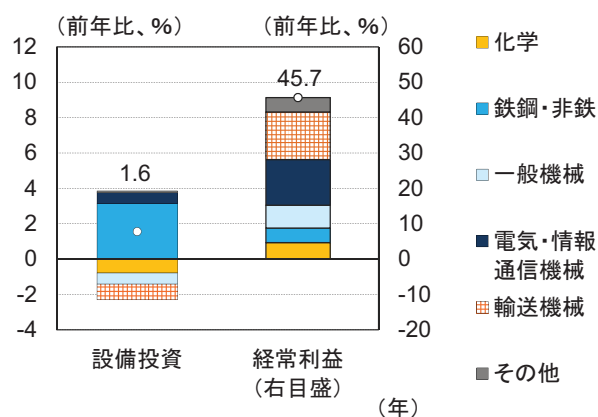


(備考) 1.財務省 2.設備投資はソフトウェア除く

2017年の設備投資は増加基調が継続、利益は製造業を中心に増益

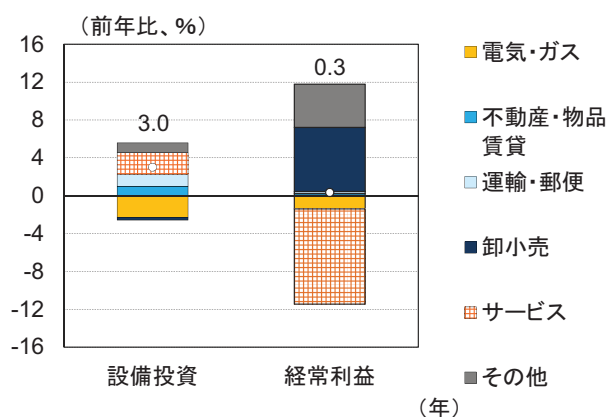
- 2017年の大企業製造業の設備投資は、鉄鋼・非鉄や輸出が堅調な電気・情報通信機械を中心に前年比1.6%増となった。経常利益は、海外経済の持ち直しを背景に輸出が堅調な電気・情報通信機械、一般機械など加工業種を中心に同45.7%増となった。
- 2017年の大企業非製造業の設備投資は、前年比3.0%増。都市開発需要を背景に不動産等が増加したほか、インバウンド需要を追い風に運輸やサービス業も堅調な動き。経常利益は同0.3%増と、資源価格の持ち直しを受け、商社を含む卸売業が増益となったが、前年の純粋持株会社の受取配当金の反動減でサービス業がマイナス寄与となった。

17年設備投資、経常利益(大企業製造業)



(備考) 1.財務省 2.設備投資はソフトウェア除く

17年設備投資、経常利益(大企業非製造業)

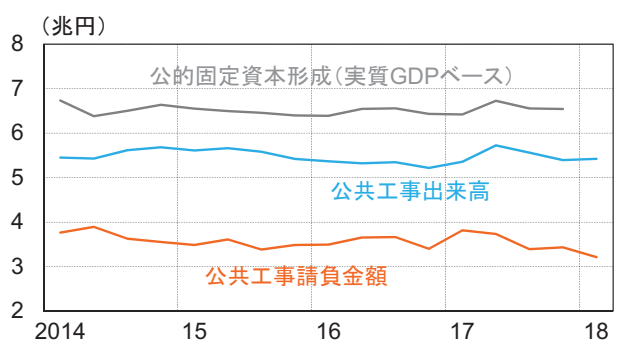


(備考) 1.財務省 2.設備投資はソフトウェア除く

公共投資は減少している

- 公共投資は、10～12月期の実質GDPベースで前期比年率0.8%減と、16年度中の補正予算執行の効果はく落により、2期連続で減少。先行指標の公共工事請負金額も減少してきており、公共投資は当面、軟調な推移が見込まれる。
- 歳出抑制を進める中、近年では公共事業関係費の当初予算は横ばいとなっている。政府は、19年10月の消費税増税による駆け込み需要と反動減といった経済の振れを平準化するため、具体策を検討するとしている。

公共投資関連指標

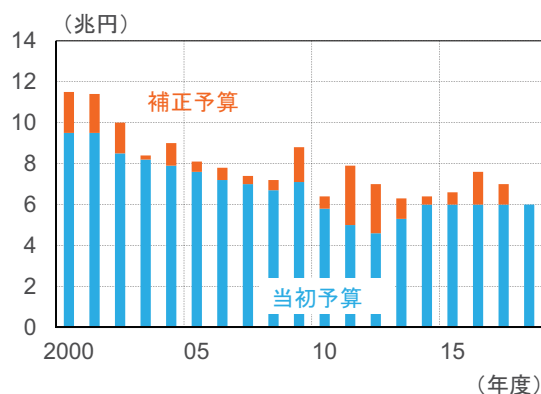


（備考）1.北東西三保証事業会社、国土交通省、内閣府（四半期）

2.季節調整値（公共工事出来高と請負金額はDBJ試算）

3.出来高の18年1～3月期は1月の数値を、請負金額の18年1～3月期は1、2月の数値を元に四半期換算

公共事業関係費



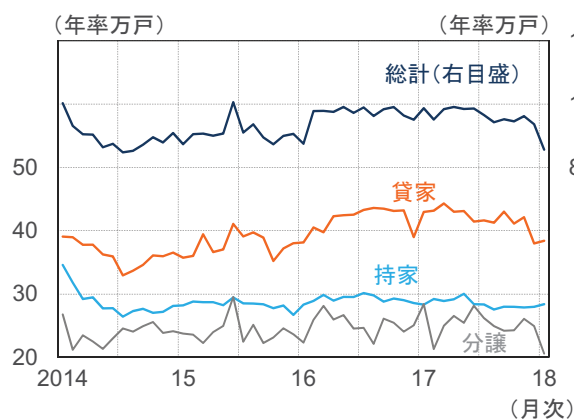
（備考）1.財務省

2.18年度は当初予算のみ

住宅着工は鈍化している

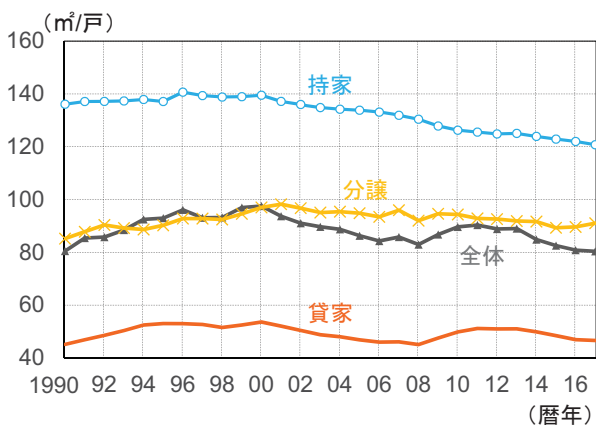
- 10～12月期の実質住宅投資（GDPベース）は、前期比年率10.1%減と2期連続のマイナスとなった。1月住宅着工は年率85.6万戸と前月から減少。低下基調の貸家に加え、振れの大きい分譲が大きく減少した。住宅着工は17年半ばから鈍化している。
- 2000年代以降、所得の伸び悩みや、少子化高齢化による世帯平均人数の減少を背景に、住宅の一戸当たり面積が持家を中心に、減少基調となっている。全体平均では2000年の一戸当たり約100㎡から17年の80㎡と20㎡程度減少した。

住宅着工戸数



（備考）国土交通省

住宅の一戸当たり面積

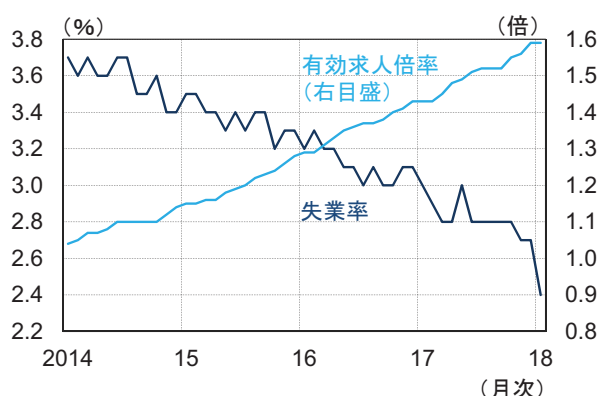


（備考）国土交通省

雇用・所得は改善している

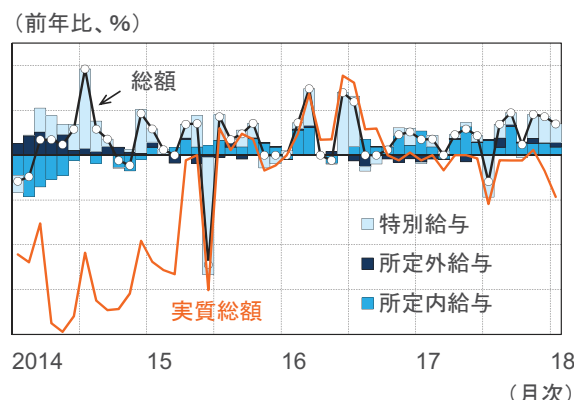
- 1月は就業者が前月から42万人増加し、完全失業者は23万人減少したことから、完全失業率は2.4%まで低下。1月の有効求人倍率は1.59倍と高水準横ばいとなり、労働需給の逼迫が続いている。
- 1月の一人当たり給与は、前年比0.7%増。全体では前月から横ばいとなったが、所定内給与の伸びはやや縮小。実質賃金は、生鮮食品の高騰を背景に消費者物価(持家の帰属家賃を除く総合)の伸びが拡大したことから、同0.9%減。

失業率と有効求人倍率



(備考) 1.総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」
2.季節調整値

一人当たり給与

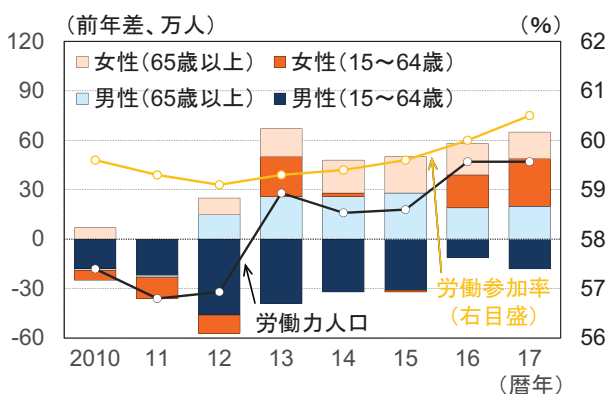


(備考) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」

17年の労働力人口は増加、潜在的な労働力は残存

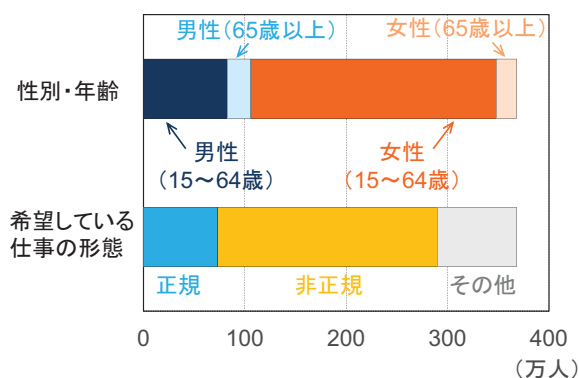
- 13年頃から労働参加が進んだ女性や高齢者を中心に、17年も労働力人口が増加。
- 中期的には、労働力人口は高齢化などを背景に減少に転じる見込みだが、労働参加がさらに進む余地は残されている。潜在的な労働力は、人口減少や労働参加が進む中で減少基調にはあるが、15～64歳の女性を中心に400万人弱存在しており、その多くはより柔軟に働ける非正規職員としての就業を希望している。こうした人材を有効活用するには、正社員も含め、多様な働き方が可能な労働環境を整備することが重要と考えられる。

労働力人口と労働参加率



(備考) 総務省「労働力調査」

潜在的な労働力(17年平均)

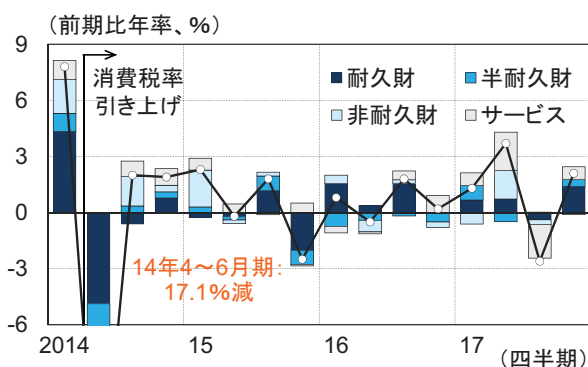


(備考) 1.総務省「労働力調査(詳細集計)」
2.非労働力人口のうち、就業希望者を潜在的な労働力とした

消費は緩やかな回復基調にある

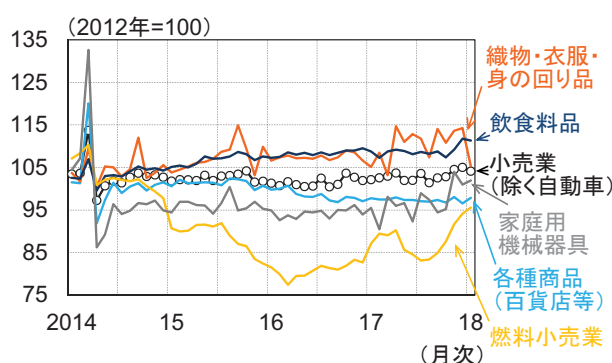
- 10～12月期の実質民間消費（GDPベース）は、前期比年率2.1%増となった。天候の安定などを背景に消費性向が持ち直し、耐久財を中心に前期から持ち直した。
- 1月の名目小売売上高（除く自動車）は前月比0.9%減。原油高により燃料小売業は増勢を維持したが、大雪などを背景に客足が伸び悩んだとみられ、好調だった衣類販売が大幅に下振れた。

実質民間消費（GDPベース）



（備考）1. 内閣府「四半期別GDP速報」
2. GDPベース内訳は対家計民間非営利団体を除き、国内家計消費の寄与比率で按分した

業態別名目小売業販売額

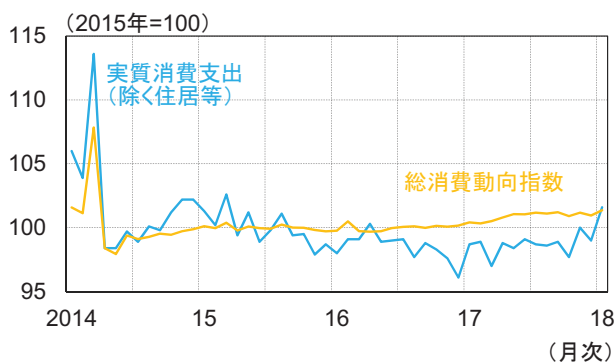


（備考）1. 経済産業省「商業動態統計」
2. 季節調整値

消費マインドの改善は一服

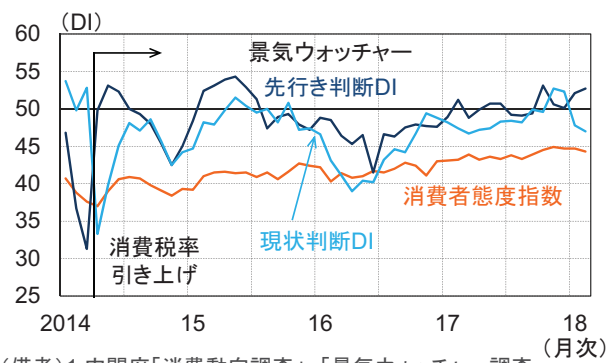
- 1月の小売売上高は弱含んだが、需要側統計の家計調査（除く住居等）では、実質消費支出は前月比2.6%増と大幅増。総務省が新たに公表した需給両方の動向を反映する総消費動向指数は、これを受けて同0.4%増となった。勢いは欠くが、消費は回復基調にある。
- 2月の景気ウォッチャー調査（家計関連）の現状判断DIは小幅に低下。大雪に加え、五輪観戦のため外出を控える動きもあり、客足が伸び悩んだ。半年間の見通しを示す消費者態度指数もこのところ伸び悩んでおり、消費マインドの改善は一服している。

実質消費支出と総消費動向指数



（備考）1. 総務省「家計調査」、「消費動向指数」
2. 季節調整値

消費マインド指標

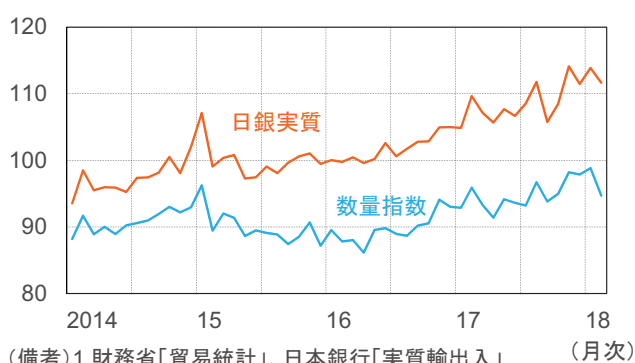


（備考）1. 内閣府「消費動向調査」、「景気ウォッチャー調査（家計関連）」
2. 季節調整値
3. 消費者態度指数は今後半年の見通し

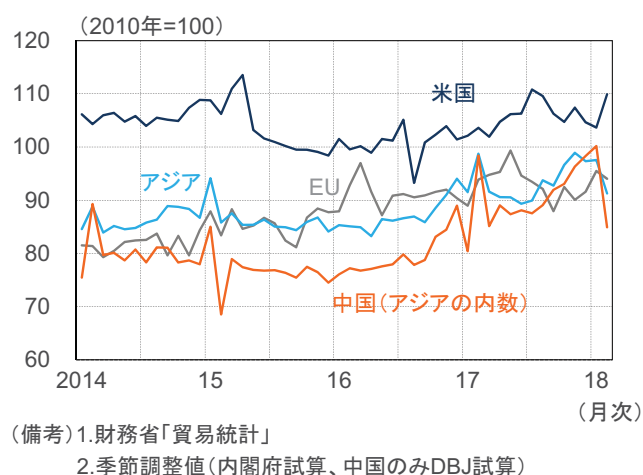
輸出は持ち直している

- 10～12月期の実質輸出（GDPベース）は、半導体等製造装置などの一般機械や、半導体などの電気機器がアジア向けを中心に増加したことから、前期比年率10.1%増となった。
- 2月の輸出数量指数は、前月比4.2%減。日銀実質輸出においても、同2.1%減となった。このところ増加した中国向けの一般機械や電気機器が一服したが、1～2月平均でみると、輸出数量指数は前年比3.1%増、実質輸出は同5.2%増。輸出は基調として持ち直している。

輸出数量指数と実質輸出



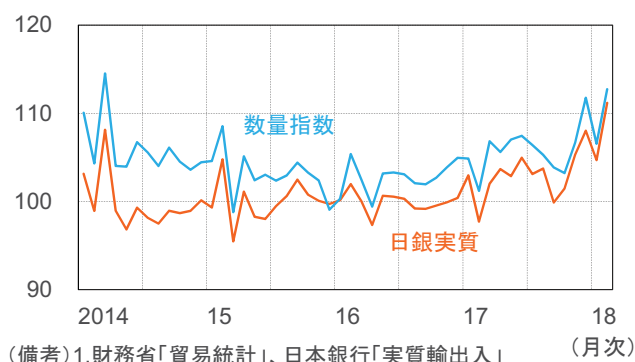
国・地域別輸出数量指数



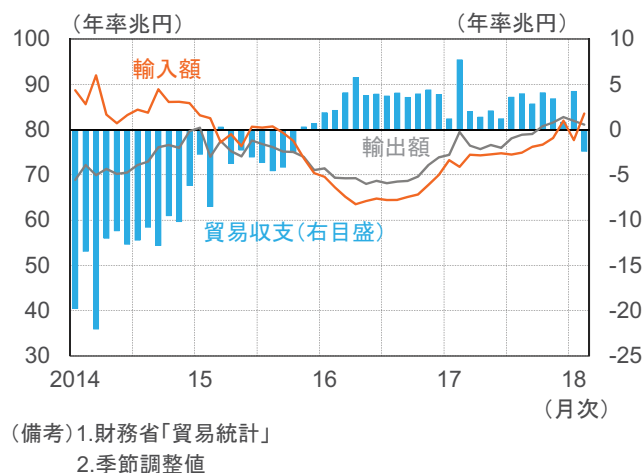
輸入は持ち直している

- 10～12月期の実質輸入（GDPベース）は、鉱物性燃料や通信機の増加により、前期比年率12.0%増となった。
- 2月の輸入数量指数は、LNGなどが増加し、前月比5.8%増となった。日銀実質輸入においても、同6.3%増。
- 2月の貿易収支は、輸入が大きく増加したため、年率2.4兆円の赤字とおおよそ2年半ぶりの赤字となった。

輸入数量指数と実質輸入



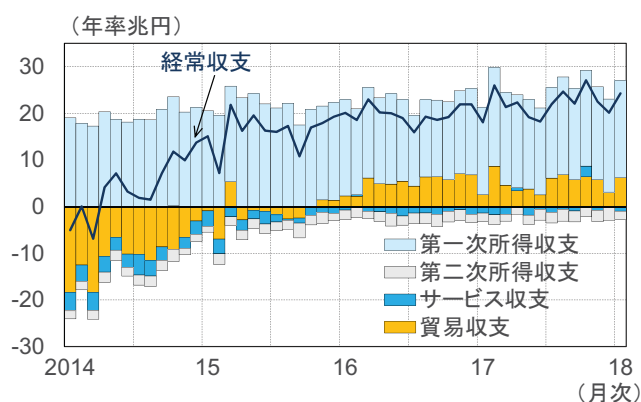
輸出入額、貿易収支



経常収支の黒字は高水準

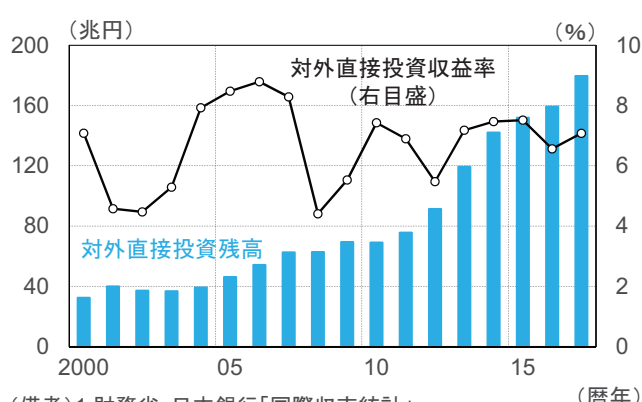
- 1月の経常収支は、貿易黒字が拡大したことから、年率24.3兆円の黒字に拡大。直接投資収益などの第一次所得収支は、引き続き堅調となっている。
- 直接投資収益が堅調に推移する背景には、日本企業の海外進出に伴う対外直接投資残高の増加がある。一方で、直接投資の収益率は概ね横ばいにとどまっており、今後は収益率の向上が期待される。

経常収支



(備考) 1.財務省・日本銀行「国際収支統計」
2.季節調整値

対外直接投資残高と収益率

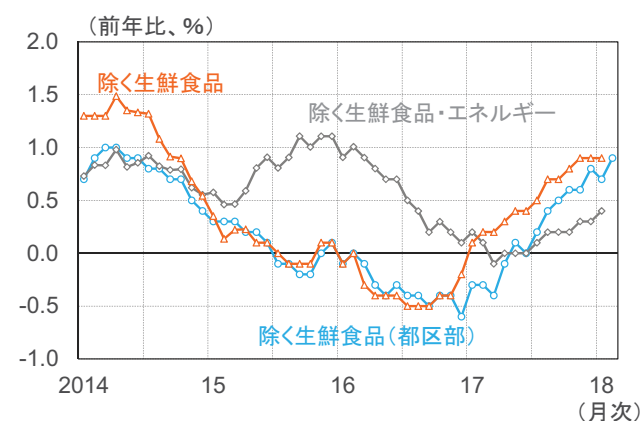


(備考) 1.財務省・日本銀行「国際収支統計」
2.収益率は、当年の直接投資収益(受取)/当年末の対外直接投資残高で算出

消費者物価は小幅に上昇している

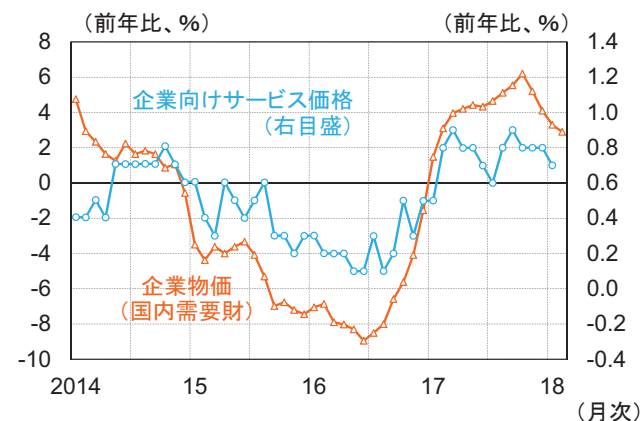
- 1月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、前年比0.9%上昇。エネルギーの伸びは縮小したものの、食料や冬衣料の押し上げもあり、伸び率は3カ月連続で横ばいとなった。エネルギーを除くと、伸び幅は前月から拡大し同0.4%上昇となった。
- 2月企業物価（国内需要財）は、前年比2.9%上昇。円高の影響もあり、エネルギーや非鉄金属、輸入品の押し上げが縮小し、伸びが鈍化した。1月企業向けサービス価格は、諸サービスや運輸・郵便の上昇一服もあり、前月から伸びが鈍化し同0.7%上昇となった。

消費者物価



(備考) 1.総務省
2.消費増税の影響除く

企業物価・企業向けサービス価格

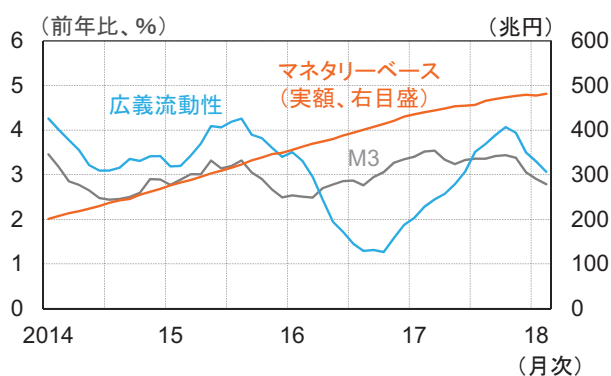


(備考) 1.日本銀行
2.消費増税の影響除く

マネースtockや貸出の伸びは鈍化

- 2月のマネタリーベースは前月比0.8%増となったが、16年9月の日銀の金利ターゲット政策移行後、増加ペースはやや鈍化している。2月のマネースtock統計では、M3が前年比2.8%増（前月比0.2%増）と増加基調が続いているが、貸出の伸び一服などもあり、伸びは鈍化している。
- 銀行貸出残高は、16年夏場以降に拡大した企業のM&A向け貸出の一巡のほか、不動産向け貸出も伸びが鈍化しており、17年末にかけて全体の伸びが鈍化している。

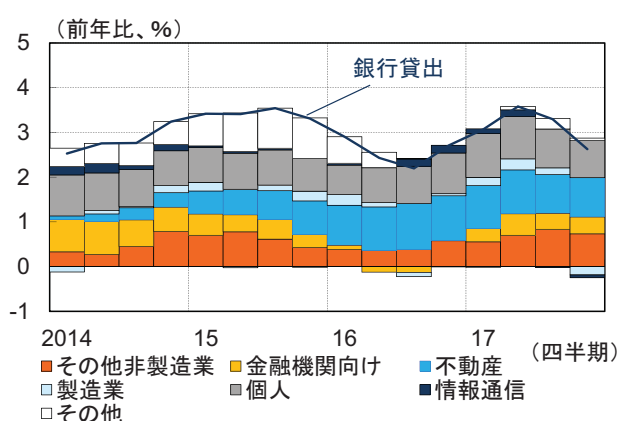
マネースtock、マネタリーベース



(備考) 1. 日本銀行

2. マネタリーベースは季節調整値

貸出先別貸出金

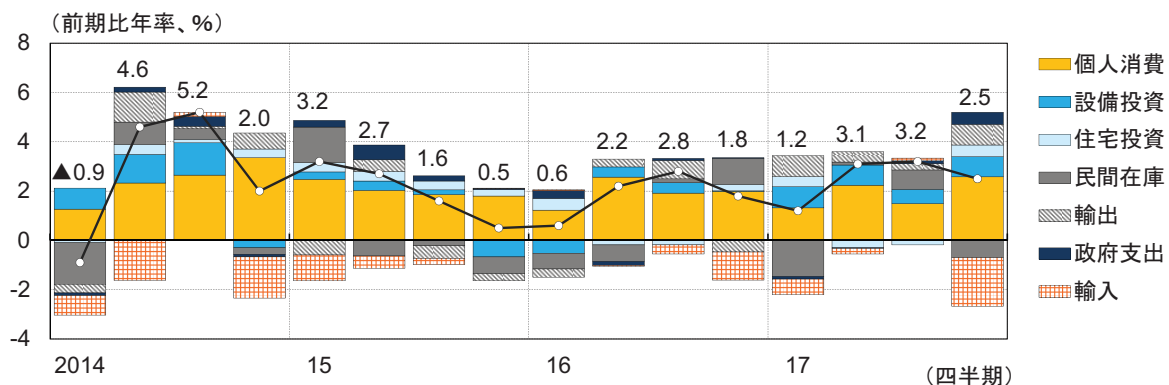


(備考) 日本銀行

米国:回復が続いている

- 米国の2017年10～12月期の実質GDP(2/28公表、2次速報)は前期比年率2.5%増。年末商戦の堅調な結果を受けて個人消費が同3.8%増となったほか、機械設備を中心として設備投資が同6.6%増と伸びを維持、ハリケーン後の復興需要などから住宅投資も同13.0%増と3期ぶりにプラスに転じた。通年でも前年比2.3%増と、潜在成長率である2%弱を上回る堅調な結果となった。
- 先行きは、雇用および所得環境の改善を背景に個人消費が堅調を維持し、引き続き緩やかな回復が続く見通し。

実質GDP成長率

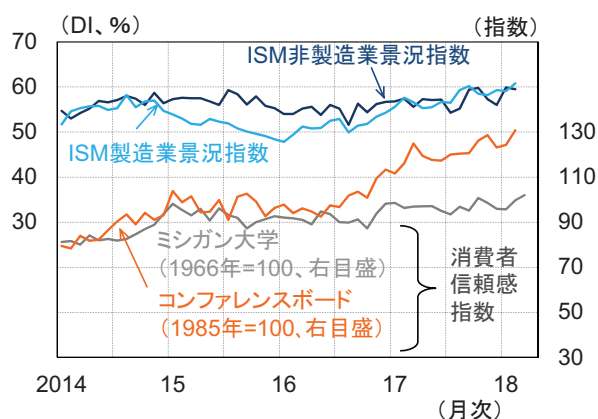


(備考)米商務省

米国:景況指数は50を上回る、雇用は堅調な推移

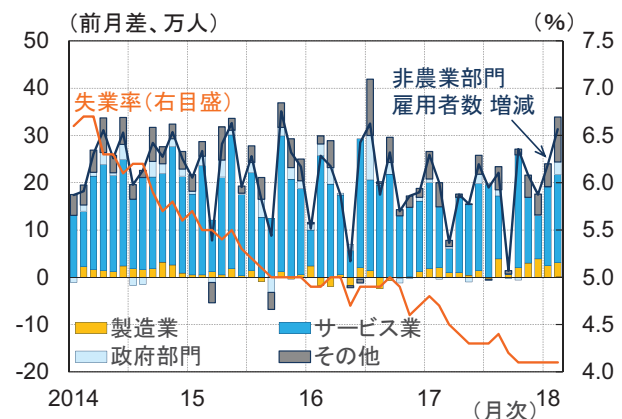
- 企業の景況感を表すISM景況指数(2月)は、製造業が60.8、非製造業が59.5と拡大・縮小の目安となる50を上回った。製造業は、ハリケーンの影響で上振れした昨年9月を除き、約14年ぶりの高水準。消費者の景況感を表す指標も歴史的に高い水準を維持。
- 2月の非農業部門雇用者数は前月差31.3万人増、失業率は4.1%。労働市場に対する期待から労働参加率が上昇し、雇用者数は1年7ヵ月ぶりの大幅増。前月にインフレ観測を高めた賃金上昇率は鈍化した。労働市場は堅調に推移している。

景況指数



(備考) Thomson Reuters Datastream

雇用者数の伸びと失業率

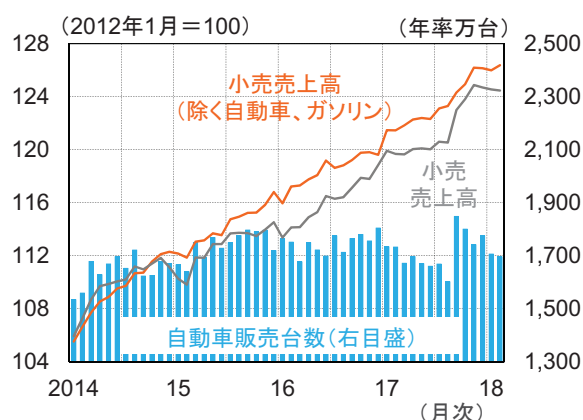


(備考)米労働省

米国:消費は緩やかに増加、住宅は持ち直し基調を維持

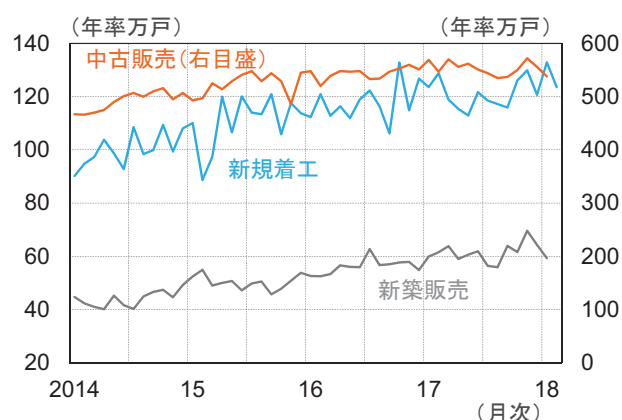
- 2月の小売売上高(除く自動車・ガソリン)は、ハリケーン後の復興需要の反動から前月に落ち込んだ建築資材の持ち直しや通信販売の伸びを受け、前月比0.3%増。良好な雇用環境を背景に、消費者マインドは堅調であり、消費は持ち直している。
- 2月の住宅着工は前月比7.0%減。振れの大きな集合住宅が同26.1%減と全体を押し下げた。戸建ては同2.9%増。住宅ローン金利が上昇する中、住宅着工許可件数が同5.7%減となった。住宅市場は持ち直し基調を維持も、今後の増勢は緩やかとなる見通し。

小売売上高と自動車販売



(備考)米商務省

住宅着工・販売件数



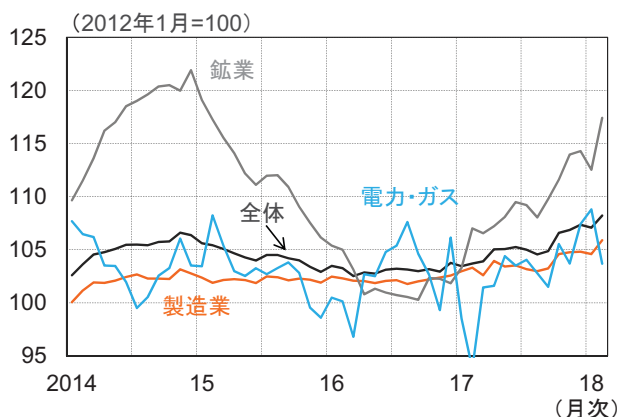
(備考) 1.米商務省、Thomson Reuters Datastream

2.新規着工は持家や貸家など販売されないものを含む

米国:生産は持ち直し、輸出は堅調

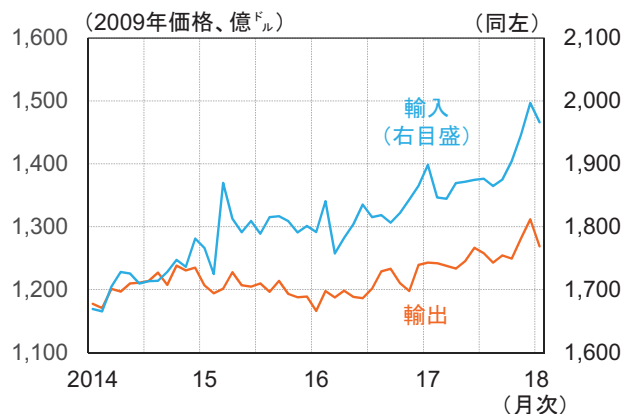
- 2月の鉱工業生産は前月比1.1%増。前月に天候不順などの影響で弱含んだ製造業が同1.2%増、鉱業が同4.3%増と全体を押し上げた。電力・ガスは暖房需要の剥落に伴い同4.7%減。2月の稼働率は78.1%と15年1月以来の高水準となった。生産は持ち直している。
- 1月の実質輸出は、食品や資本財などの伸びが一服し、前月比3.3%減。実質輸入は同1.5%減。輸出の伸び一服を受けて、実質ベースの貿易収支は約12年ぶりの赤字幅に拡大。輸出は、堅調な世界経済を受けて基調として持ち直している。

鉱工業生産



(備考)FRB

実質輸出入

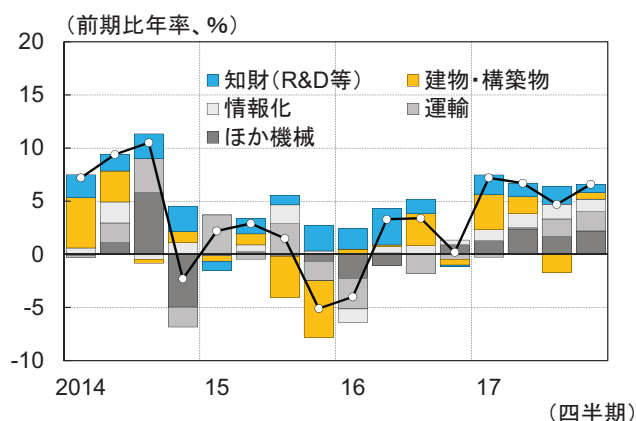


(備考)米商務省

米国:設備投資は緩やかに増加

- 10～12月期の設備投資(GDPベース)は、前期比年率6.6%増と7期連続で増加。原油価格の緩やかな上昇を背景に原油・天然ガス開発投資が構築物投資をけん引したほか、情報化や運輸などの機械設備投資が引き続き堅調に推移している。
- 機械設備の先行指標である1月の非国防資本財受注(除く航空機)は、前月比0.3%減。1月は天候不順などから生産活動が鈍化した可能性がある。企業収益は実績・見通しともに好調であり、引き続き緩やかな増加が見込まれる。

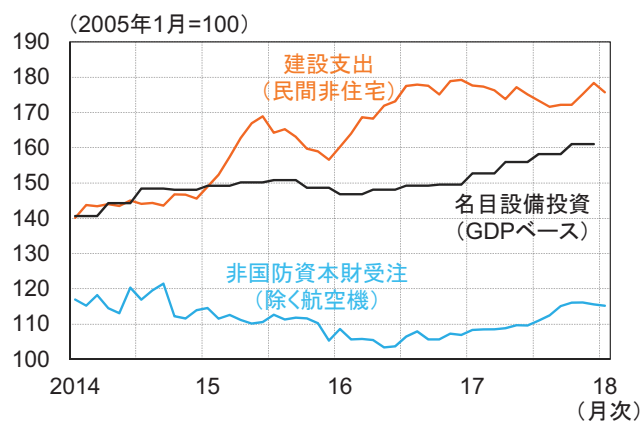
設備投資(GDPベース)



(備考) 1.米商務省

2.機械設備投資=情報化+運輸+ほか機械

設備投資関連指標



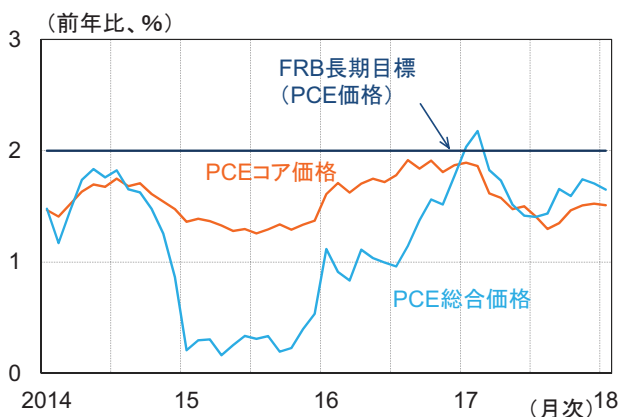
(備考) 1.米商務省

2.名目設備投資は四半期の値

米国:インフレ率は緩やかに上昇、利上げ期待はやや上昇

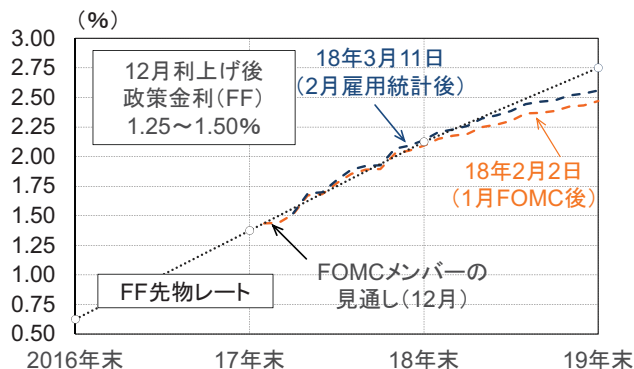
- 1月の個人消費支出(PCE)価格は、食品・エネルギーを除くコアで前年比1.5%の上昇。先行きは、堅調な雇用および所得環境を背景として緩やかに上昇幅が拡大する見通し。
- 2月雇用統計の堅調な結果を受け、FF先物レートは上昇。2/27に行われたパウエルFRB議長の議会証言では、米経済が力強さを増すとともに、インフレ率も緩やかに上昇するとの見方が示された。市場は、3月FOMCでの景気見通しの上方修正と利上げ加速の可能性を織り込んでおり、18年のFF先物レートは昨年12月時点のFOMCメンバーの利上げ見通しを上回っている。

インフレ率(PCE価格)



(備考) 米商務省

FRBと市場の政策金利見通し



(備考) 1.CMEグループ(CBOT)、FRB

2.FOMCメンバーの見通しは、年末時点の政策金利見通しの中央値

欧州：回復している

- EU28カ国の2017年10～12月期実質GDP(3/7公表)は前期比年率2.4%増と、5期連続で2%を上回る伸びとなった。2017年通年では、前年比2.4%増となり、成長率は10年ぶりの高い水準となった。
- ECBによる緩和的な金融環境のもと、需要項目別では、民間消費や固定資本形成、輸出が堅調に推移しており、欧州経済は回復が続いている。

実質GDP成長率

(前期比年率、%)

	2017年			
	1～3	4～6	7～9	10～12
EU28カ国	2.6	2.7	2.7	2.4
ユーロ圏	2.5	3.0	2.8	2.4
ドイツ	3.6	2.6	3.0	2.5
フランス	2.7	2.5	2.2	2.6
イタリア	1.9	1.7	1.6	1.3
ギリシャ	2.7	3.2	1.2	-
スペイン	3.2	3.5	2.8	2.7
ポルトガル	2.9	1.3	2.5	2.9
アイルランド	▲13.1	11.3	18.1	-
英国	0.9	1.1	2.0	1.6

(前年比、%)

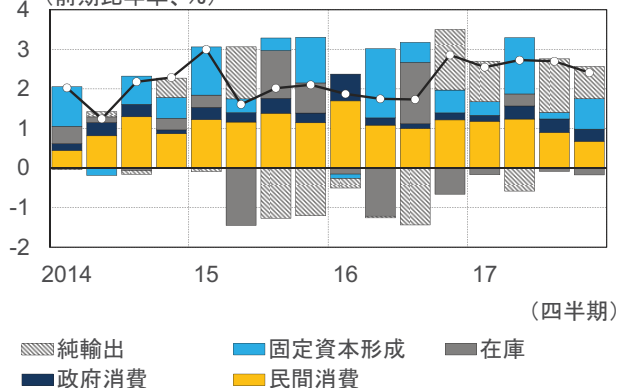
	2017年 実績	18年 見通し	19年 見通し
EU28カ国	2.4	2.3	2.0
ユーロ圏	2.3	2.3	2.0
ドイツ	2.3	2.3	2.1
フランス	1.8	2.0	1.8
イタリア	1.5	1.5	1.2
ギリシャ	-	2.5	2.5
スペイン	3.1	2.6	2.1
ポルトガル	2.7	2.2	1.9
アイルランド	-	4.4	3.1
英国	1.7	1.4	1.1

(備考) 1. Eurostat

2. 見通しは欧州委員会(2018年2月公表)

実質GDP成長率寄与度分解(EU28カ国)

(前期比年率、%)



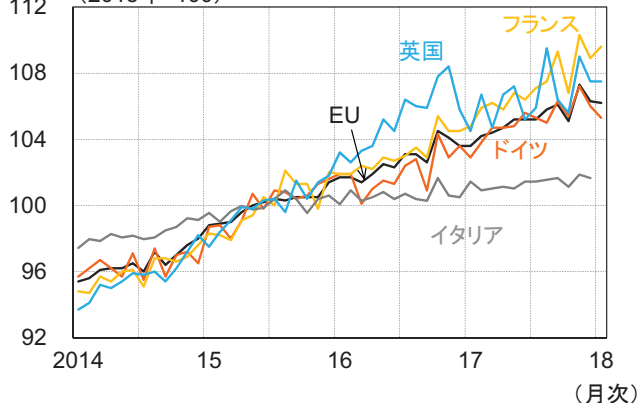
(備考) Eurostat

欧州：消費は緩やかに回復、消費者マインドは改善傾向

- EUの1月実質小売売上高は前月比0.1%減と、食品や医薬品などが減少し、2ヵ月連続の減少となった。
- EUの消費者のマインドは国毎にばらつきはあるものの、改善傾向にあり、消費は今後も緩やかな回復が続く見込み。

EUの実質小売売上高(除く自動車)

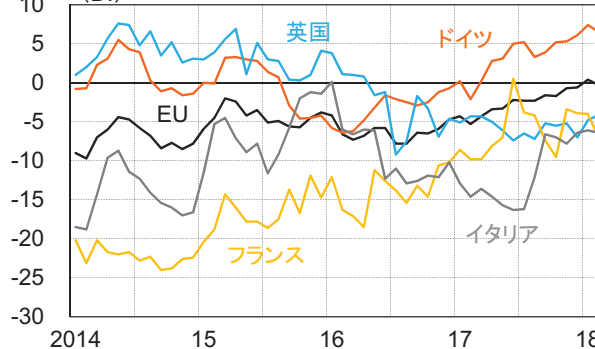
(2015年=100)



(備考) Eurostat

EUの消費者信頼感指数

(DI)

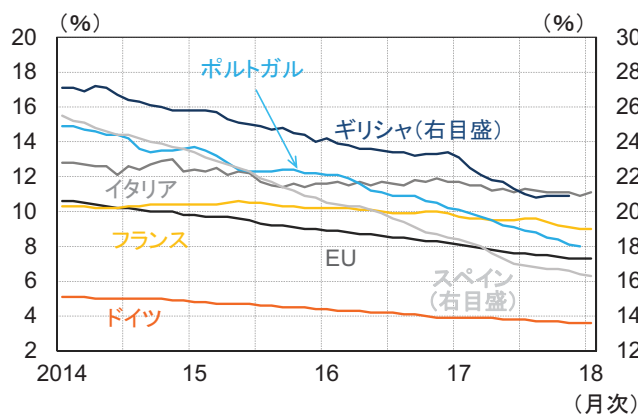


(備考) 1. 欧州委員会 2. 消費者信頼感指数は今後1年間の「月次」「経済情勢」、「家計の財政状況」、「家計の貯蓄」、「失業懸念」の見通しについて尋ねた指数を平均したもの

欧州：失業率は緩やかに低下、生産は緩やかに増加

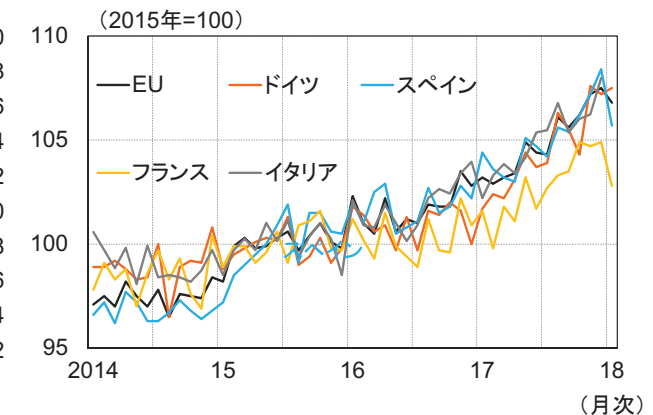
- 1月のEUの失業率は7.3%と、リーマンショック前の最低水準(2008年4月:6.8%)には及ばないものの、2013年央をピークに緩やかな低下基調が続いている。
- EUの1月鉱工業生産は、暖冬によるエネルギーの減産が全体を押し下げ、前月比0.7%減となったが、内外需が堅調に推移する中、生産は総じて緩やかな増加が続いている。

EU各国の失業率



(備考)Eurostat

EUの鉱工業生産

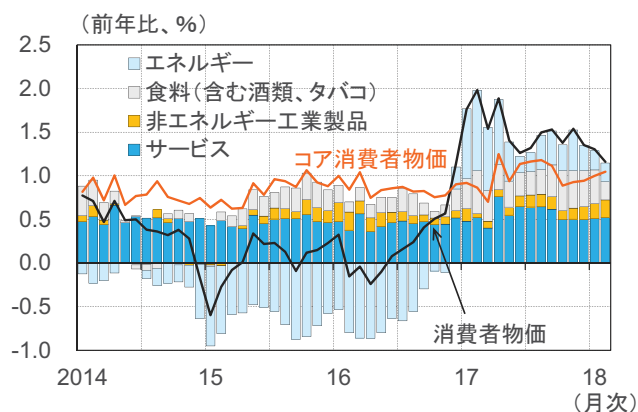


(備考)Eurostat

欧州：物価の伸びは鈍いが、景気改善を受け、ECBは緩和縮小スタンスを明確化

- ユーロ圏の2月消費者物価は前年比1.2%上昇と、前月から伸びが鈍化。コア消費者物価も同1.0%上昇と、物価の伸び悩みが続いている。
- ECBは18年から量的緩和の規模を月額300億ユーロに半減しており、ECBのバランスシート拡大ペースは鈍化している。また3/8のECB理事会では、政策の現状維持を決定したが、声明文から先行きの緩和拡大の可能性を示す文言を削除した。物価の伸びは鈍いものの、景気が堅調に推移する中、ECBは先行きの緩和縮小姿勢を明確化した。

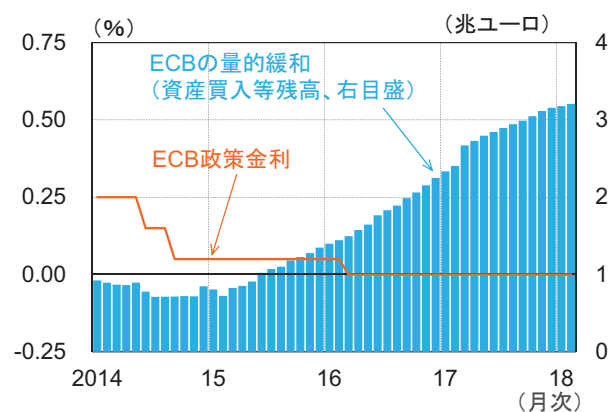
ユーロ圏消費者物価



(備考)1.Eurostat

2.コア消費者物価は食料およびエネルギーを除く

ユーロ圏の金融政策

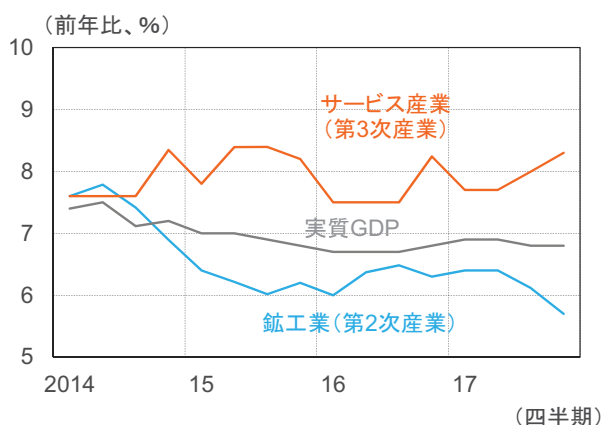


(備考)ECB, Eurostat

中国: 成長ペースがやや鈍化している

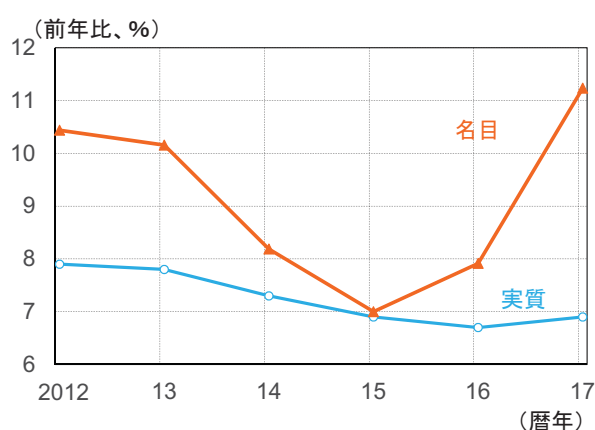
- 2017年10～12月期実質GDPは前年比6.8%増(前期比年率6.6%増)と、前期並みの伸び率となった。通年の成長率は6.9%増と、政府目標(6.5%程度)を上回り、7年ぶりに拡大し堅調な伸びとなった。ただし、年前半の高い伸びに比べ、後半はやや鈍化している。
- また、17年の名目GDPは前年比11.2%増と大きく増加し、名目と実質の成長率の差が拡大した。消費者物価は低水準で推移したが、企業物価や資源価格の上昇を背景にデフレーターが大きく上昇し、名目GDP成長率が押し上げられた。高い名目成長率は企業収益増や住民所得増などに反映され、景気回復の実感がより強く出ているとみられる。

実質GDP成長率



(備考) 中国国家統計局によりDBJ作成

GDP成長率(名目・実質比較)

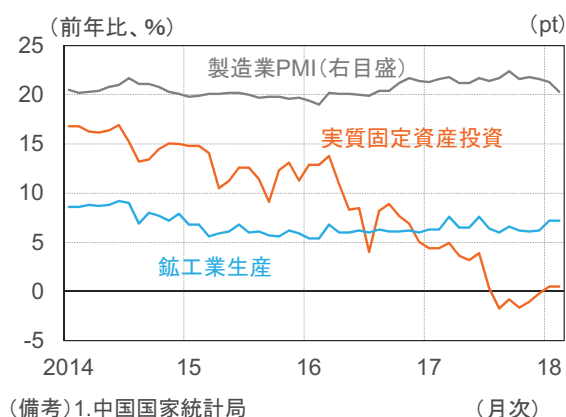


(備考) 中国国家統計局

中国: 鉱工業生産の伸びが拡大

- 2月製造業PMIは50.3と、春節の影響もあり先月より低下したが、好不況の目安である50を依然上回る。1～2月の鉱工業生産は前年比7.2%増と、半導体やエネルギーが牽引し、伸び率は拡大した。
- ただし、1～2月のスマートフォン生産台数は前年比3.3%減となり、出荷台数は同26%減と大幅減となった。17年通年はすでに前年比マイナスとなり、足元では軟調が続いている。中国のスマートフォン市場が飽和しつつある中、今後、高品質化による買い替え需要の喚起が重要となっている。

PMI、生産、固定資産投資

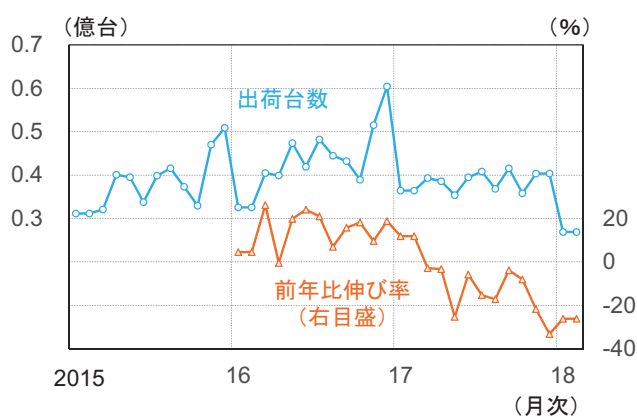


(備考) 1. 中国国家統計局

2. 固定資産投資はDBJ試算

3. 生産と投資の1,2月は1～2月合計の前年比

スマートフォンの出荷台数



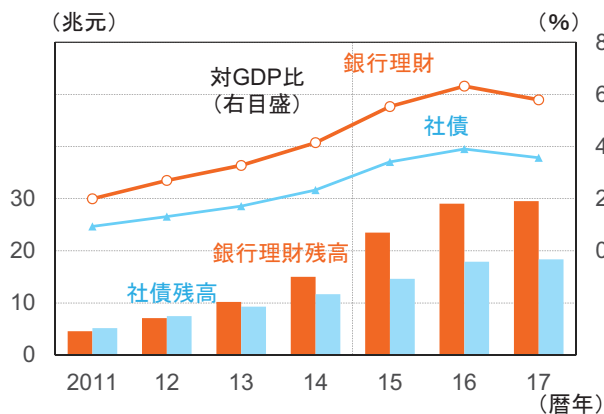
(備考) 1. WindによりDBJ作成

2. 1,2月は1～2月合計の前年比

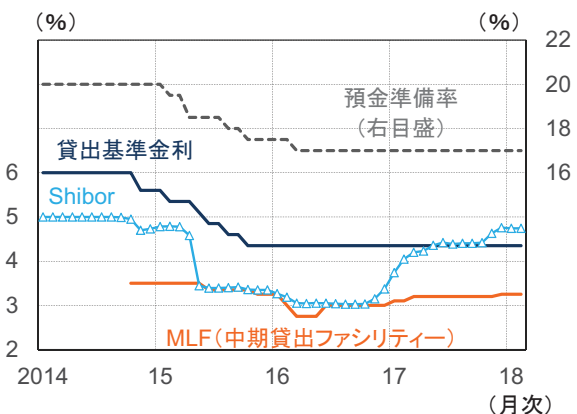
中国: 金融政策では規制強化が続くが、中立的なスタンスを維持

- 16年秋から金融監督の強化と金融レバレッジの縮小の政策が打ち出され、17年秋の党大会の後、理財商品への規制強化などその姿勢が顕著となっている。17年の社債および銀行理財残高の増加は小幅にとどまり、対GDP比では統計開始以来、初めて低下した。
- 16年秋から金融市場の安定化などの下で銀行の調達金利の引き上げなどが行われ、引き締めの動きがみられたが、貸出基準金利などは依然据え置かれている。全人代では今年は昨年と同様に、金融政策では中立的なスタンスを維持する政策方針が示された。

社債と銀行理財残高



各種金利と預金準備率



(備考) 中国国家統計局、WindによりDBJ作成

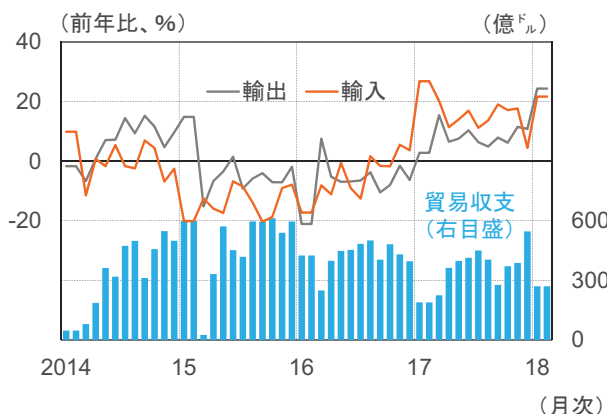
(備考) 1. 中国人民銀行、Wind

2. 金利は1年もの、ShiborはShanghai interbank offered rate

中国: 輸出入ともに大きく伸び、米保護主義の動向に注目

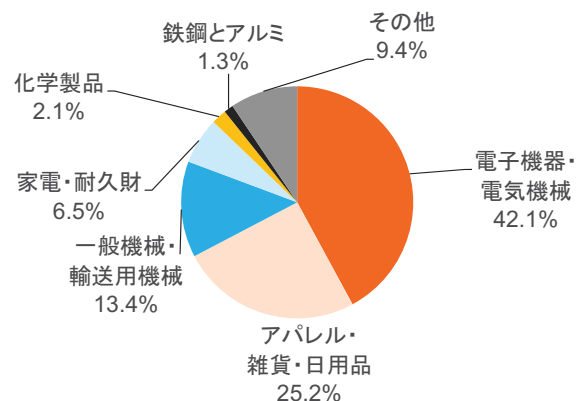
- 1～2月輸出は前年比22.4%増と、欧米、新興国向けを中心に大きく増加。輸入は同21.7%増と、昨年少水準であったことや資源価格の上昇などにより堅調な伸びとなった。1～2月の貿易黒字は月平均で270億ドルと前年比43%増、その内、対米黒字は167億ドルと同16%増となった。
- 米政府は3月上旬、鉄鋼、アルミに輸入関税を課することを決定。米国の中国からの鉄鋼とアルミの輸入はあわせても全体の1%程度にとどまり、影響は限定的。ただし、制裁対象は今後、知的財産権侵害の疑いのある一部の電子機器やアパレルなどに拡大する可能性とも報道されており、米中貿易摩擦懸念が高まっている。

輸出入と貿易収支



(備考) 1. 中国海関 2. 1、2月は1～2月平均

米国の中国からの輸入構造 (17年)

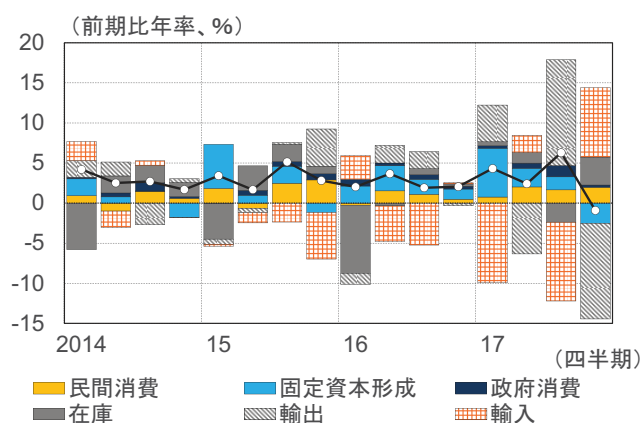


(備考) 1. 米商務省によりDBJ作成 2. 全体の輸入金額は5,056億ドル

韓国:回復している

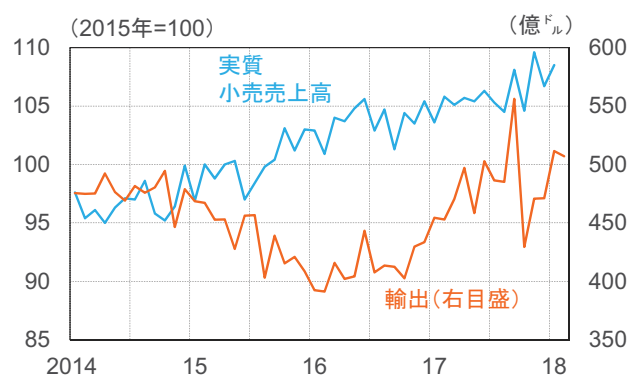
- 2017年10～12月期実質GDPは前期比年率0.9%減。前期は、10月初めの大型連休を控えた前倒し生産や補正予算執行に伴い上振れており、今期は反動でマイナス成長となった。17年下期でみると、上期から年率7.1%増で成長しており、景気回復が続いている。
- 1月の実質小売売上高は、前月比1.7%増と、基調としては持ち直しが続いている。輸出は、引き続き半導体輸出が好調を維持し、春節の影響を調整した1～2月平均で12月比8.1%増となった。

実質GDP成長率



(備考) Thomson Reuters Datastream、誤差は省略

小売売上高と輸出

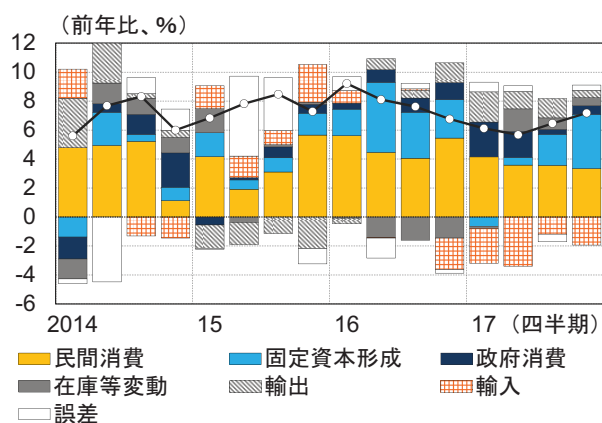


(備考) 1.韓国統計庁、Thomson Reuters Datastream (月次)
2.季節調整値(DBJ試算)
3.1、2月の輸出は平均した後で季節調整

インド:回復している

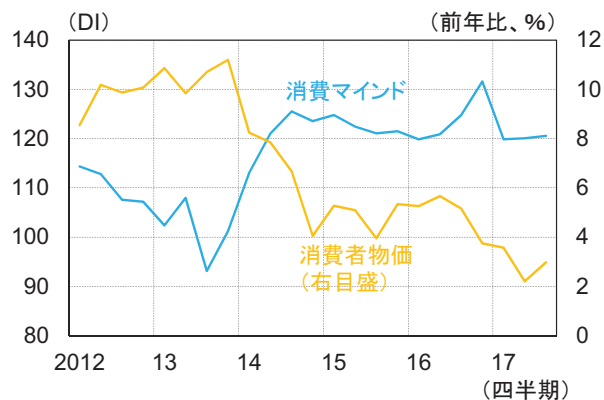
- 2017年10～12月期実質GDPは前年比7.2%増と伸びが加速。固定資本形成が牽引し、5期ぶりに7%を上回る成長となった。
- 消費者の1年間の見通しを示すマインド指標は、物価の安定を背景に高水準で推移。良好なマインドを背景に、GDPの5割以上を占める民間消費は今後も回復が続くとみられる。ただし、原油高などを背景に物価が上昇している点には注意が必要である。

実質GDP成長率



(備考) Thomson Reuters Datastream

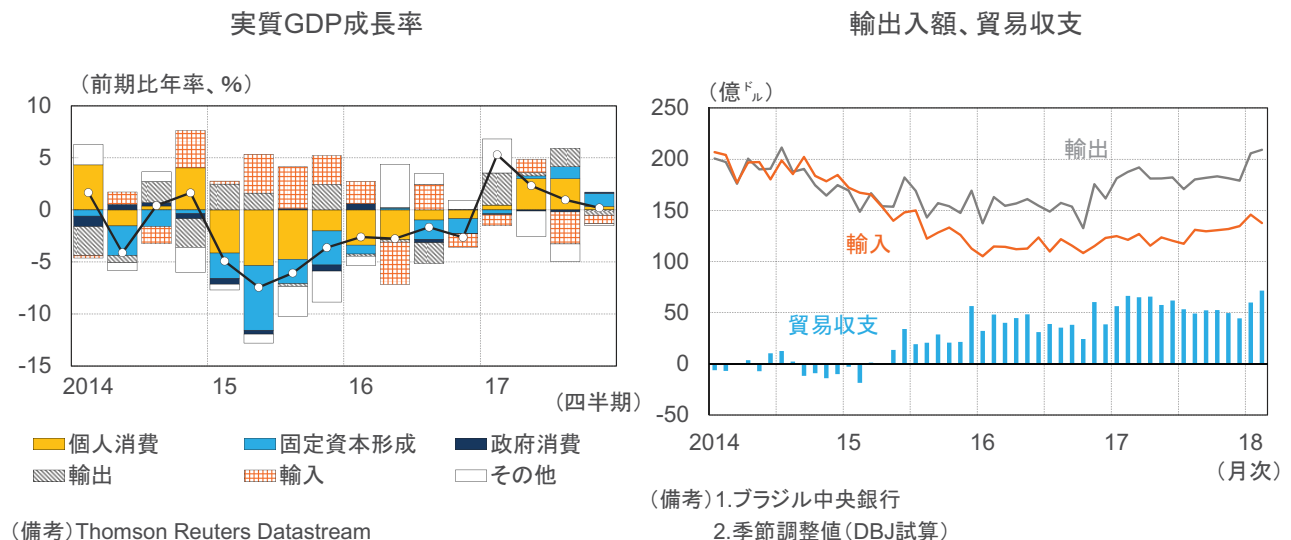
消費マインド(先行き)と消費者物価



(備考) 1.インド準備銀行
2.消費マインドは季節調整値(DBJ試算)

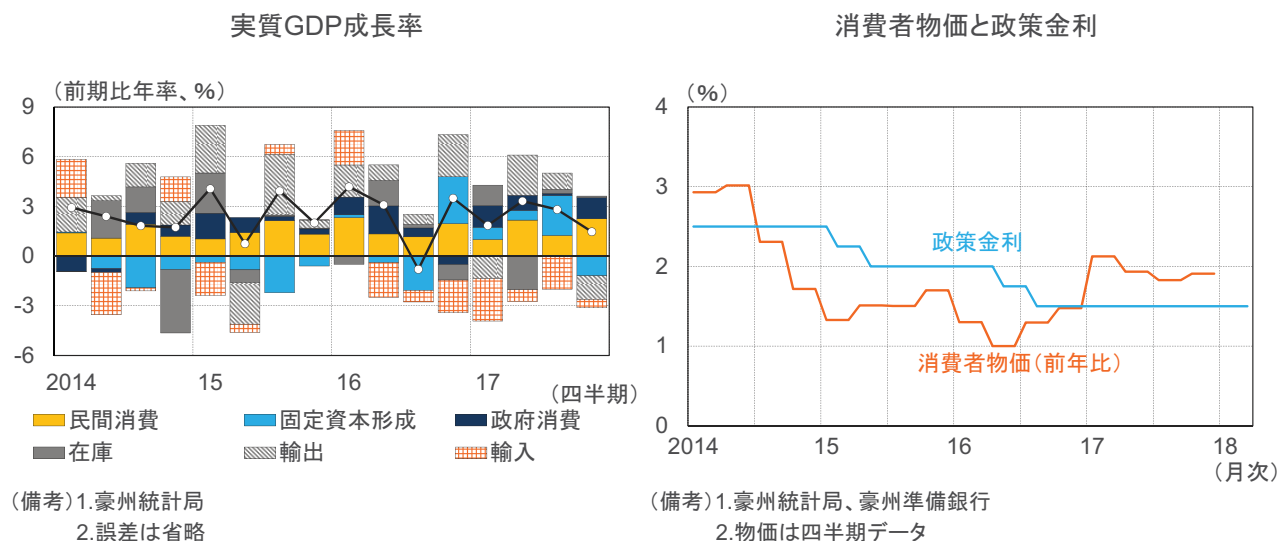
ブラジル:持ち直しの動きが一服している

- 2017年10～12月期実質GDPは、個人消費と輸出が減速し、前期比年率0.2%増と伸びは鈍化。17年通年では、前年比1.0%増と3年ぶりのプラス成長となったが、3期連続で成長率は減速しており、持ち直しの動きが一服している。
- 貿易収支は15年後半以降、輸入減少により黒字が拡大したが、16年末からは輸出の増加がけん引している。17年後半にかけ、大豆価格の低下もあり一次産品の輸出が伸び悩んだが、自動車などの工業製品が安定して増加する中、18年に入り輸出は再び増加した。



オーストラリア:緩やかに持ち直している

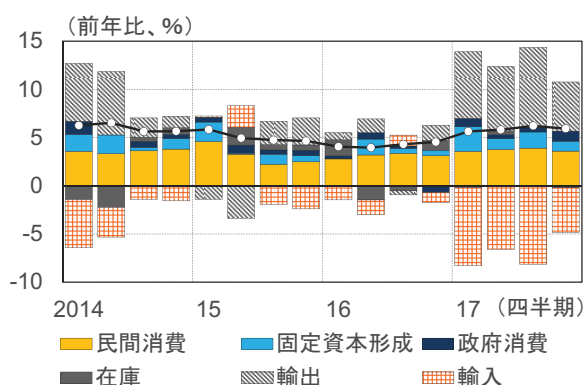
- 2017年10～12月期実質GDPは前期比年率1.5%増と成長率は前期から鈍化。投資用住宅ローンの規制強化を受け、住宅投資などの固定資本形成がマイナス寄与となった。
- 10～12月期の消費者物価は前年比1.9%上昇と、中銀のインフレーターゲット(2～3%)を下回る。失業率や雇用者数などは改善傾向にあり、中銀は今後、賃金の伸び拡大が物価に波及するとみているが、3/6の会合では政策金利を過去最低の1.5%で据え置くことで、低金利による景気刺激を続ける方針を示した。



マレーシア:回復している

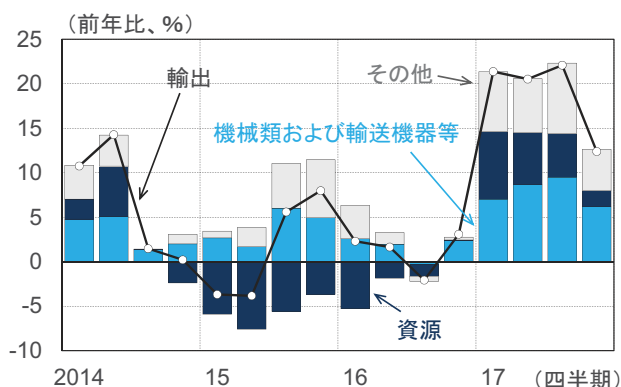
- 2017年10～12月期実質GDPは、前年比5.9%増。前期からやや減速したが、輸出が増勢を維持したほか、雇用・所得の改善を背景に個人消費が堅調だった。
- 17年中、世界経済や資源価格の回復による恩恵を受け、輸出は幅広い品目で増加。これが国内で設備投資の拡大や所得の改善につながる好循環を生み出し、GDPは通年でも5.9%増と高い伸びとなった。年末にかけて輸出の急伸は一服しているものの、底堅い内需に支えられ、景気は回復基調が続くとみられる。

実質GDP成長率



(備考) マレーシア統計庁

品目別輸出額

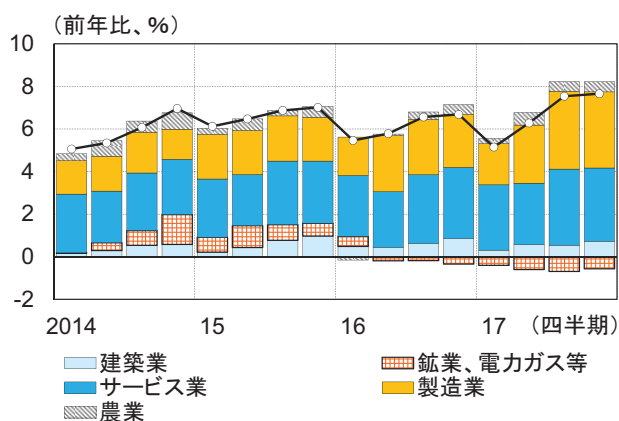


(備考) マレーシア統計庁

ベトナム:持ち直している

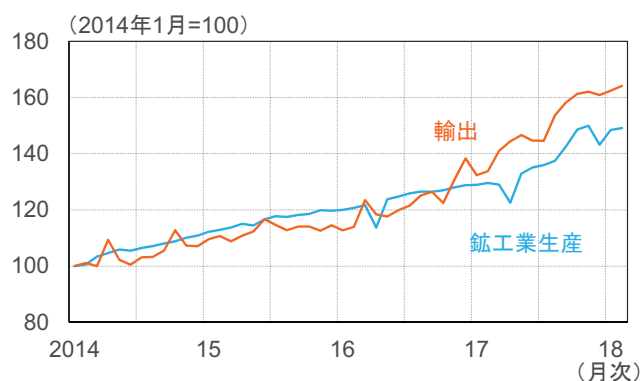
- 2017年10～12月期の実質GDPは、前年比7.7%増。17年通年の成長率は、製造業の輸出けん引により同6.8%増となり、政府目標(同6.7%)を上回る伸びとなった。
- 輸出総額の2割を占めるスマートフォンを中心に、生産、輸出が17年の高成長を支えた。対内直接投資は活発であり、18年に入ってから新型スマートフォンの生産が行われるなど、生産と輸出は増勢を維持している。

実質GDP成長率



(備考) Thomson Reuters Datastream

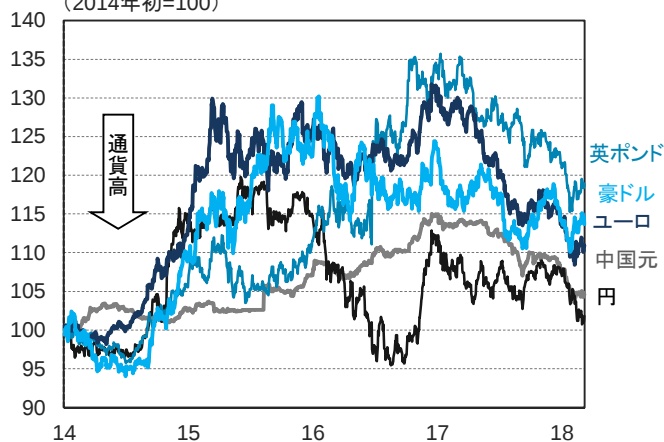
鉱工業生産と輸出



(備考) 1. Thomson Reuters Datastream
2. 季節調整値(DBJ試算)

1. 各国通貨 対ドル・レート

(2014年初=100)

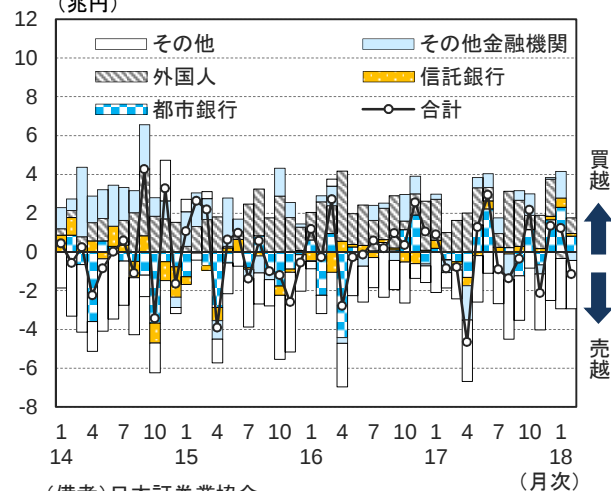


(備考)FRB

(日次)

2. 投資部門別中長期債売買高

(兆円)

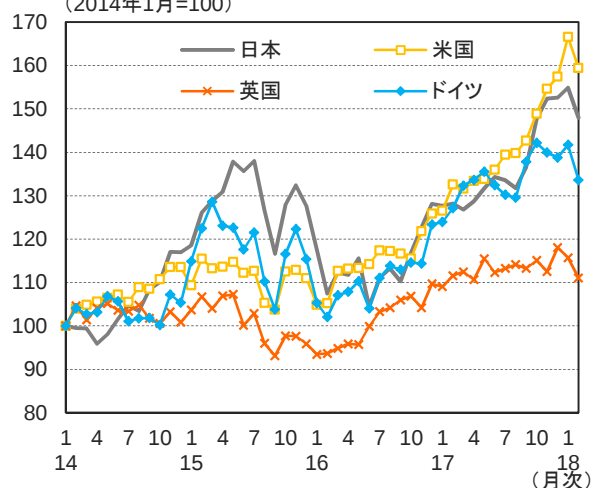


(備考)日本証券業協会

(月次)

3. 主要先進国の株価

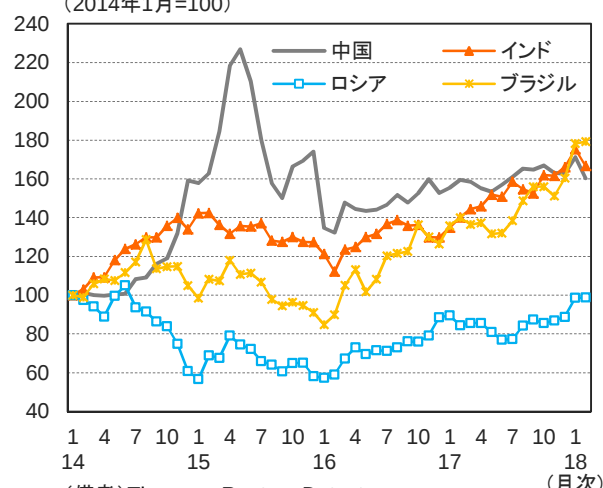
(2014年1月=100)



(備考)日本経済新聞社、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、Thomson Reuters Datastream

4. 主要新興国の株価

(2014年1月=100)

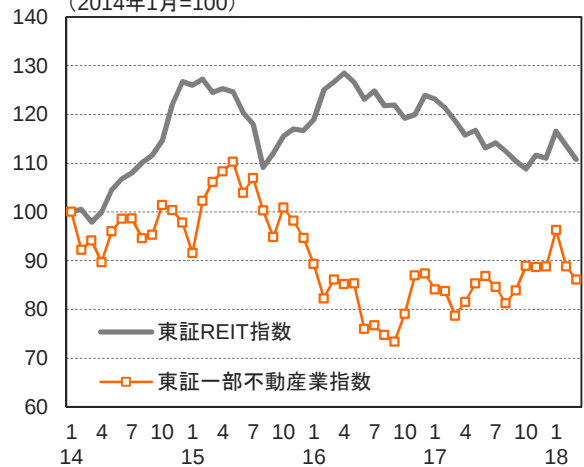


(備考)Thomson Reuters Datastream

(月次)

5. 不動産の株価とREIT市場

(2014年1月=100)

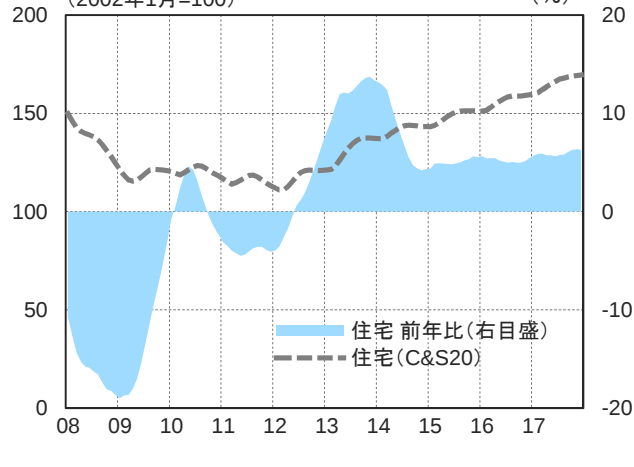


(備考)(株)東京証券取引所

(月次)

6. 米国の住宅価格

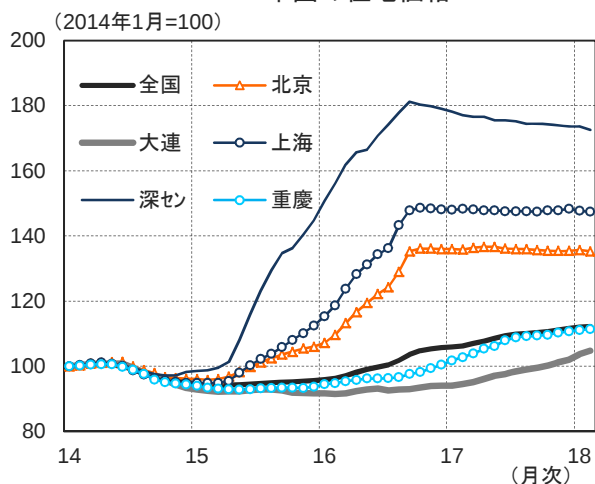
(2002年1月=100)



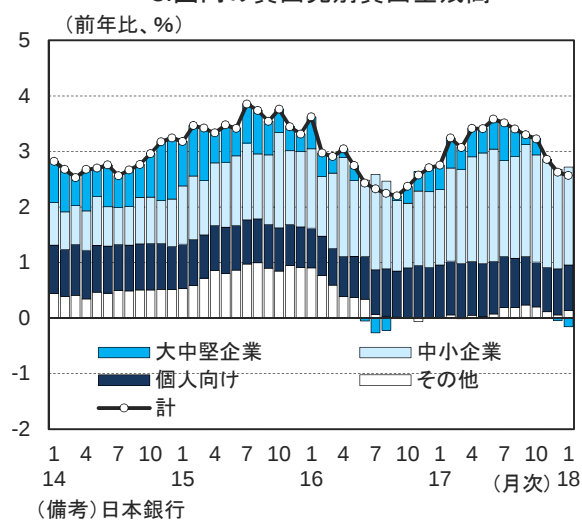
(備考)S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス

(月次)

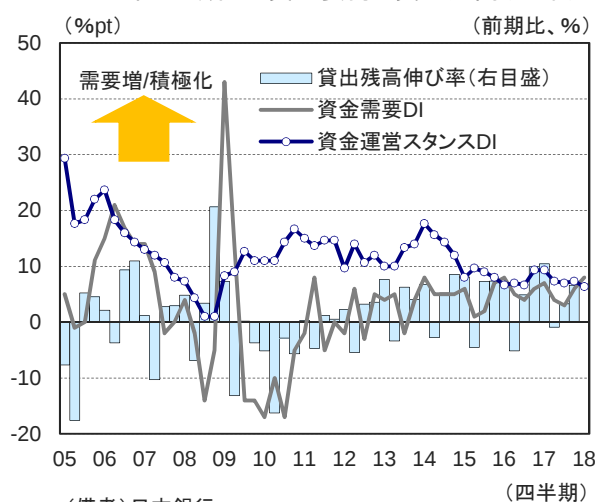
7. 中国の住宅価格



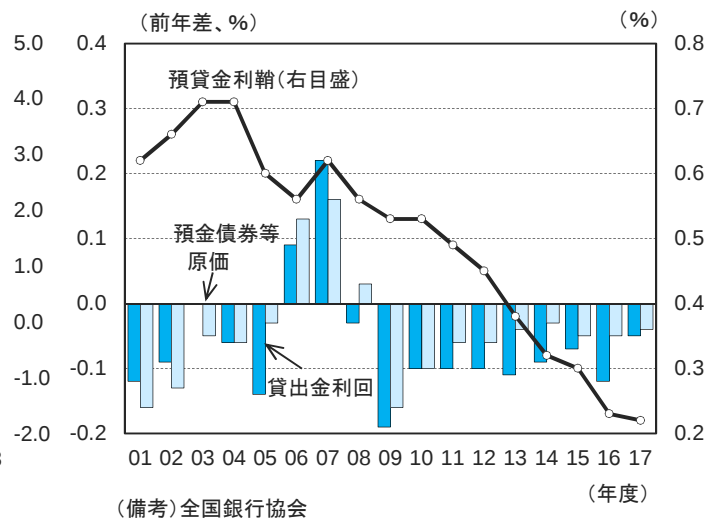
8. 国内の貸出先別貸出金残高



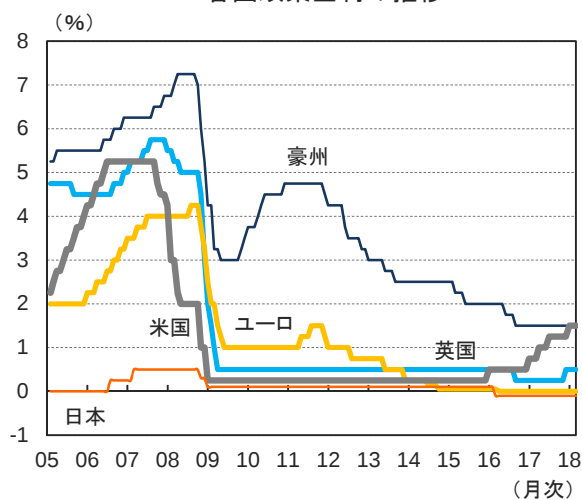
9. 国内銀行の貸出姿勢と貸出残高(企業)



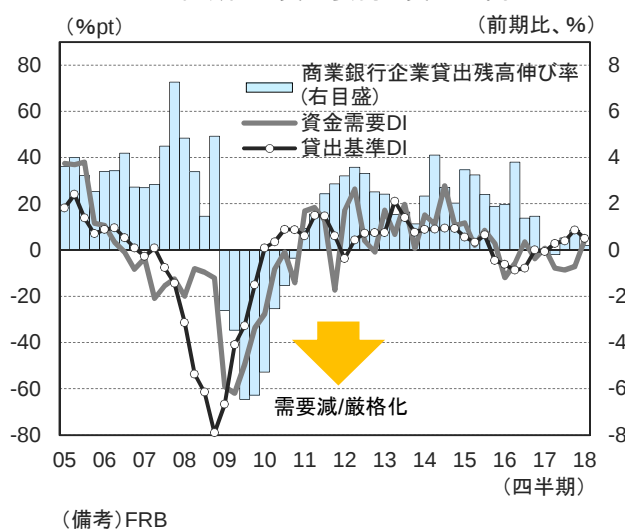
10. 預貸金利鞘



11. 各国政策金利の推移



12. 米銀行の貸出姿勢と貸出残高



産業動向

生産等の動向

				2016年度 実績	対前年比	17年													18年
						1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	
製造業	素材型産業	石油化学	エチレン 生産量	6,286千t	▲7.3%	△	△	○	○	○	○	○	◎	◎	○	○	△	△	
		鉄鋼	粗鋼生産量	105,166千t	0.9%	○	△	○	○	△	△	△	△	○	△	○	○	○	
		紙・パルプ	紙・板紙 生産量	26,341千t	0.4%	○	△	○	○	○	○	△	○	○	○	○	○	△	
	加工組立型産業	自動車	国内生産台数	9,360千台	1.9%	○	◎	○	◎	○	○	○	○	○	○	○	○	△	
		工作機械	受注額	12,893億円	▲7.8%	○	○	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	
		産業機械	受注額	50,945億円	▲6.7%	▲ ¹⁰	▲ ²⁰	▲ ²⁰	▲ ¹⁰	◎	△	◎	◎	◎	△	○	▲ ³⁰	△	
		電気機械	生産額合計	186,051億円	▲2.4%	○	◎	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	
		(うち電子部品・ デバイス)	生産額合計	73,480億円	▲5.4%	○	◎	◎	◎	◎	○	◎	◎	○	○	○	○	△	
		半導体製造 装置	日本製装置 販売額**	15,080億円	12.7%	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	
非製造業	小売	小売業販売額	1,402,750億円	▲0.2%	○	○	○	○	○	○	○	○	○	△	○	○	○		
	外食	外食産業 売上高	*254,169億円	2.2%	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○		
	旅行・ホテル	旅行業者 取扱高	55,656億円	▲2.3%	△	△	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	-		
	貨物輸送	JR貨物	30,938千t	0.5%	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○		
	通信	携帯電話累計 契約数	16,273万件	4.0%	-	-	○	-	-	○	-	-	○	-	-	○	-		
	情報サービス	売上高	110,973億円	1.8%	○	○	○	○	○	○	○	△	○	○	○	○	○		
	電力	販売電力量	8,504億kWh	1.5%	○	○	○	○	○	△	○	○	△	△	○	-	-		
	不動産	平均空室率 (東京都心5区大型 オフィスビル)	3.83%	0.74%pt 改善	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○		

(備考) 1. 各月欄の表示は以下の基準による

◎(前年比10%以上増)、○(同10%未満増)、△(同10%未満減)、▲(同二桁以上減。例: ▲²⁰([同20%以上30%未満減])
ただし、不動産については以下の基準による◎(前年差1%ポイント以上改善)、○(同1%ポイント未満改善)、△(同1%ポイント未満悪化)、▲(同1%ポイント以上悪化)
例: ▲²([同2%ポイント以上3%ポイント未満悪化])

2. *は2016年実績。**は3ヵ月移動平均。

【概況】

1月は13業種中、9業種で増加または改善し、4業種で減少した。

製造業は、鉄鋼、工作機械、電気機械、半導体製造装置が増加した。

非製造業は、統計公表済みの5業種全てで改善または増加した。

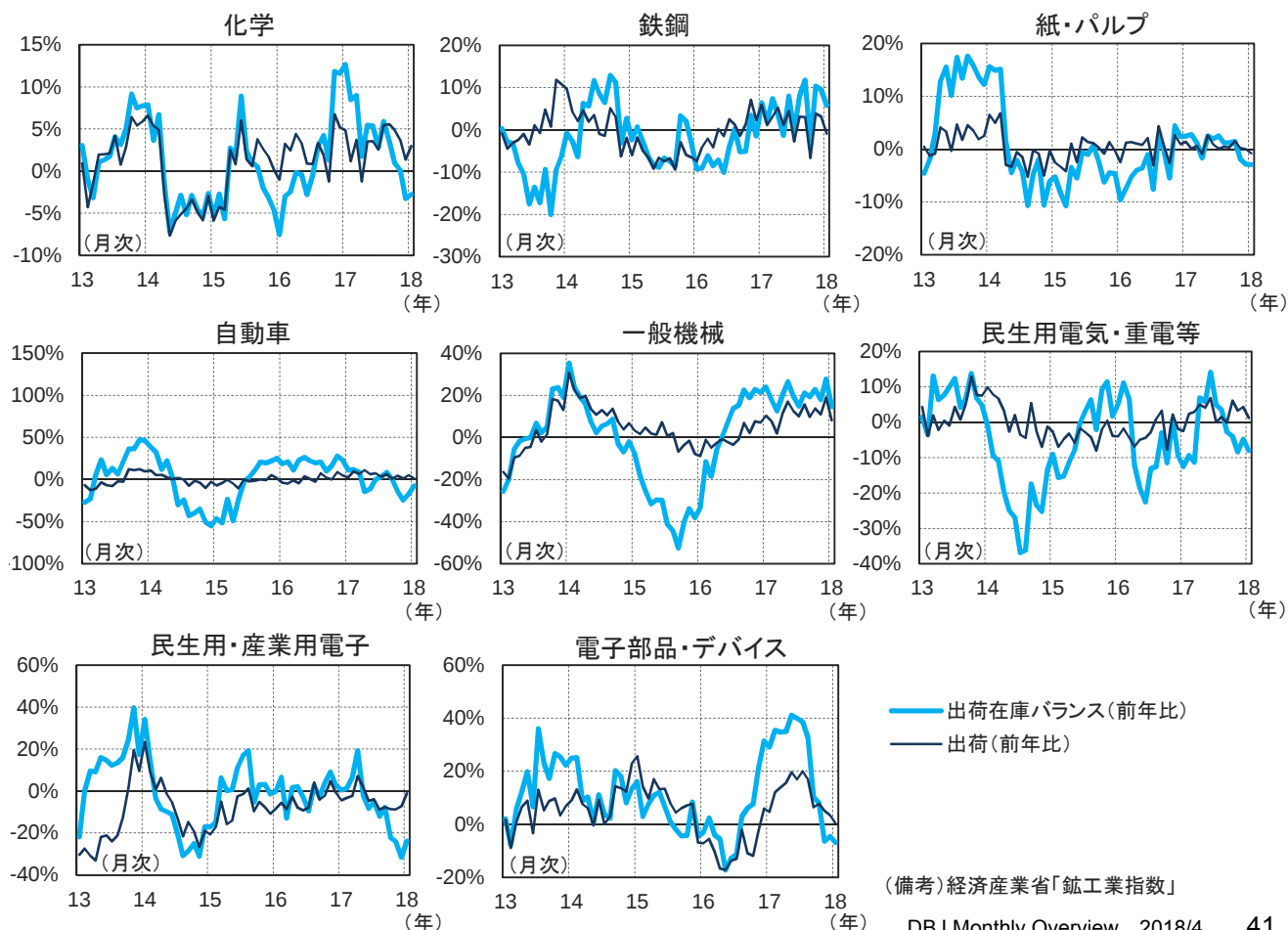
出荷在庫バランス（前年比、出荷前年比－在庫前年比）

		17年												18年
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
素材型産業	化学	◎	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	△	△
	鉄鋼	○	○	○	○	△	○	△	○	◎	△	◎	○	○
	紙・パルプ	○	○	○	△	○	○	○	○	○	○	△	△	△
加工組立型産業	自動車	◎	◎	○	▲	▲	△	○	○	○	▲	▲ ²⁰	▲	△
	一般機械（工作機械、産業機械、半導体製造装置等）	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
	電気機械	民生用電気・重電等（エアコン、冷蔵庫、重電等）	▲	△	▲	○	○	◎	○	○	△	△	△	△
		民生用・産業用電子（携帯、テレビ、パソコン等）	○	○	○	◎	△	△	△	▲ ¹⁰	△	▲ ²⁰	▲ ²⁰	▲ ³⁰
		電子部品・デバイス	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	○	△	△	△

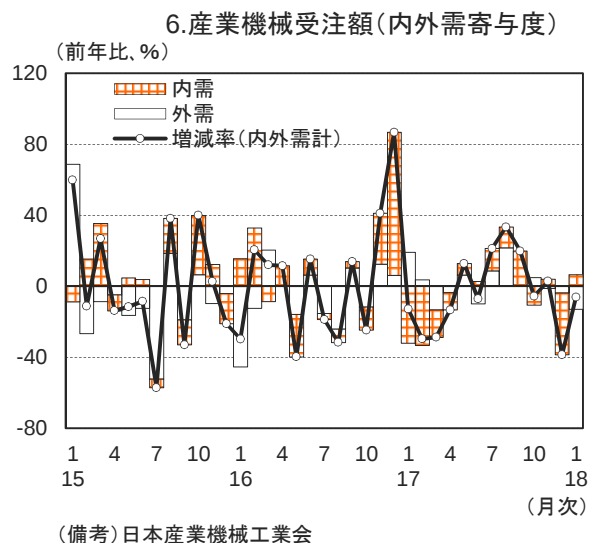
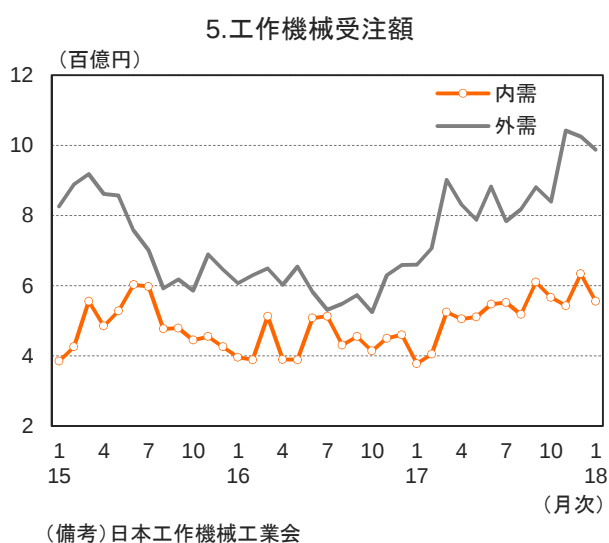
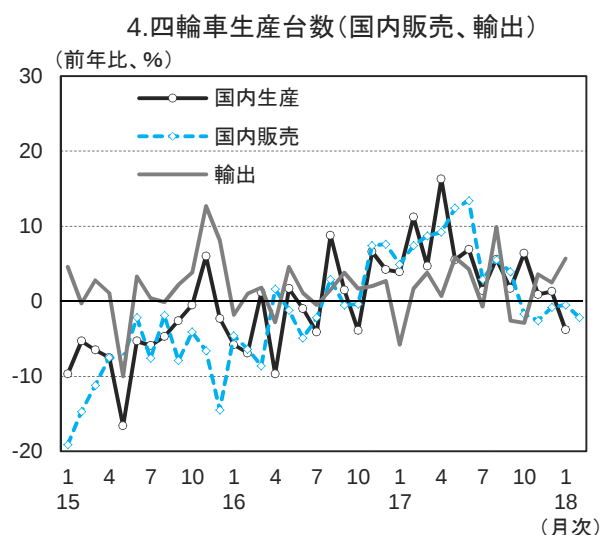
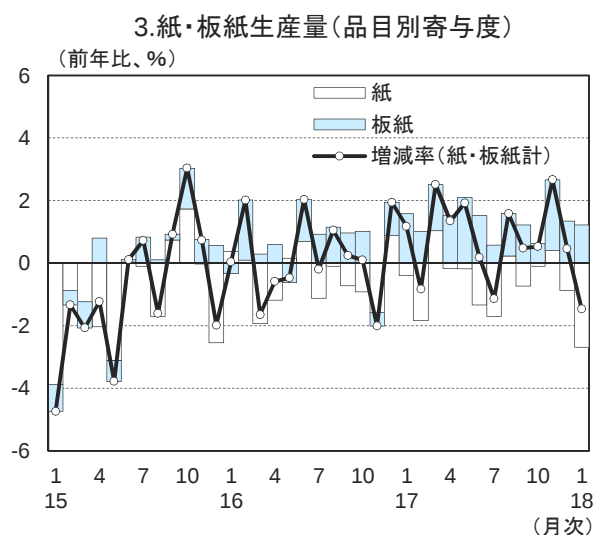
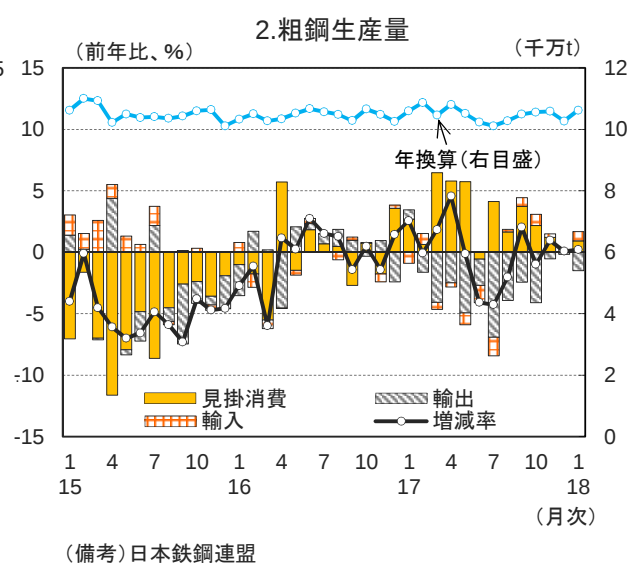
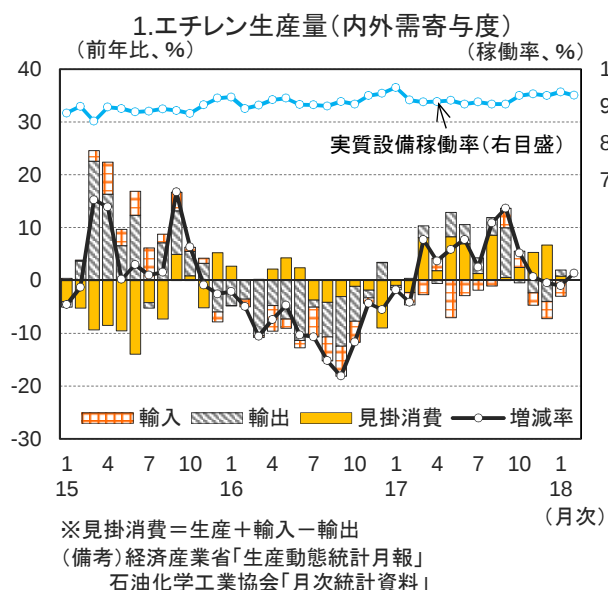
（備考）1. 各月欄の表示は以下の基準による

◎（前年比10%以上増）、○（同10%未満増）、△（同10%未満減）、▲（同二桁以上減。例：▲²⁰（同20%以上30%未満減））

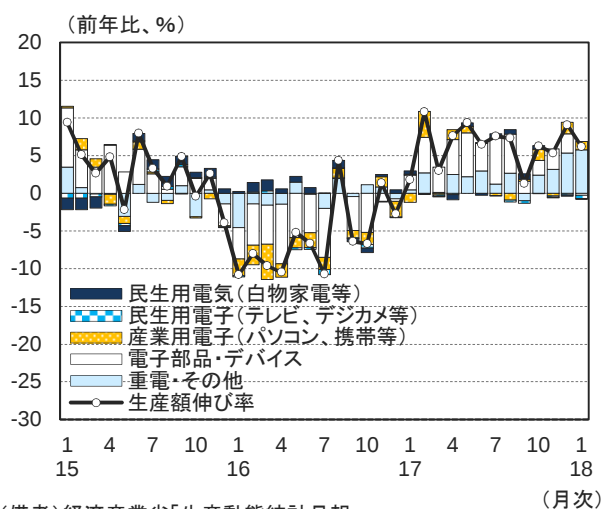
2. 民生用電気・重電等、民生用・産業用電子は、経済産業省「鉱工業指数」における電気機械及び情報通信機械に対応



産業図表

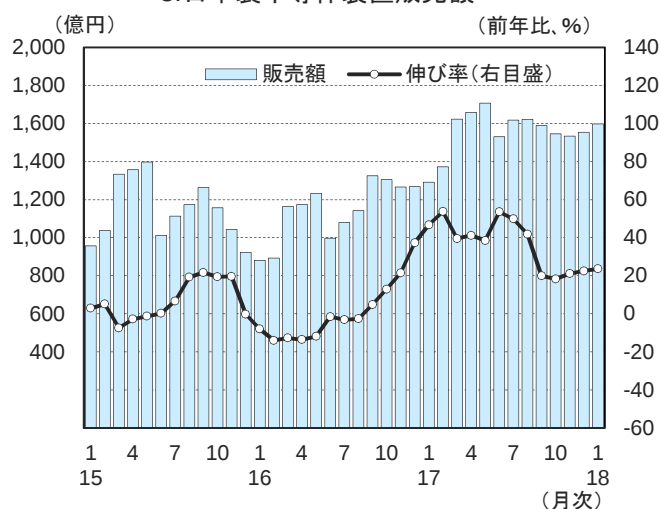


7.電気機械生産額(部門別寄与度)



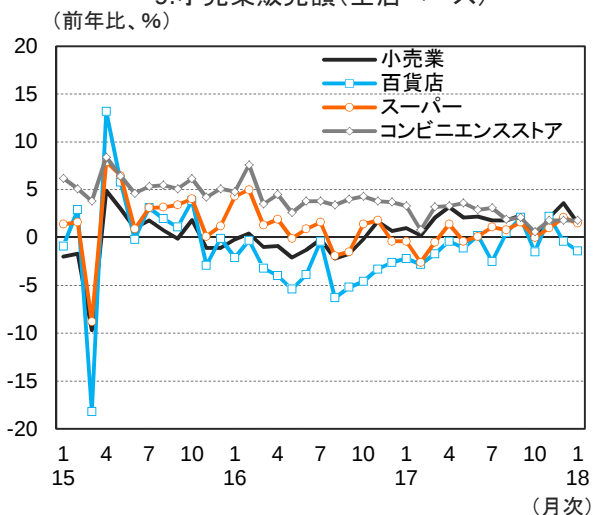
(備考) 経済産業省「生産動態統計月報」、
 電子情報技術産業協会、日本電機工業会

8.日本製半導体装置販売額



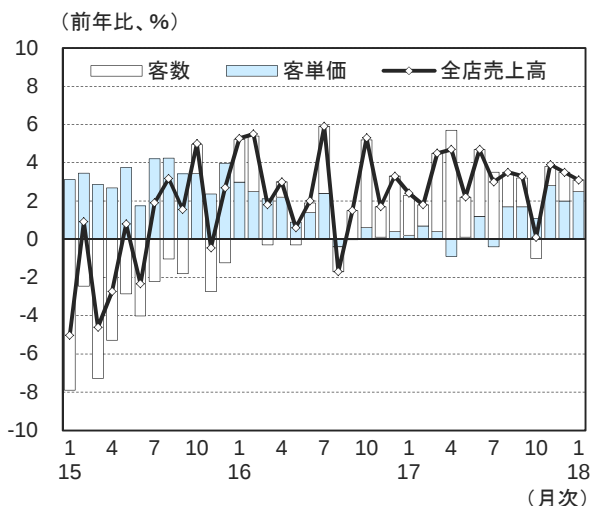
(備考) 日本半導体製造装置協会

9.小売業販売額(全店ベース)



(備考) 経済産業省「商業動態統計」

10.外食産業売上高(要因別寄与度)

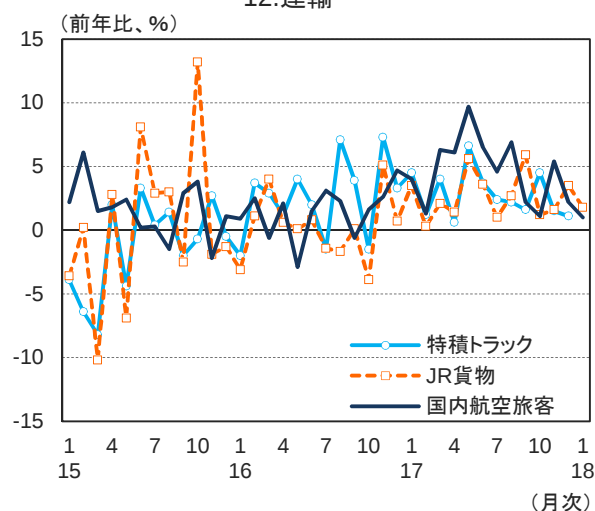


(備考) 日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」

11.主要旅行業者取扱高及び
全国ホテル客室稼働率

(備考) 観光庁「主要旅行業者の旅行取扱状況」、
 全日本シティホテル連盟「客室利用率調査」

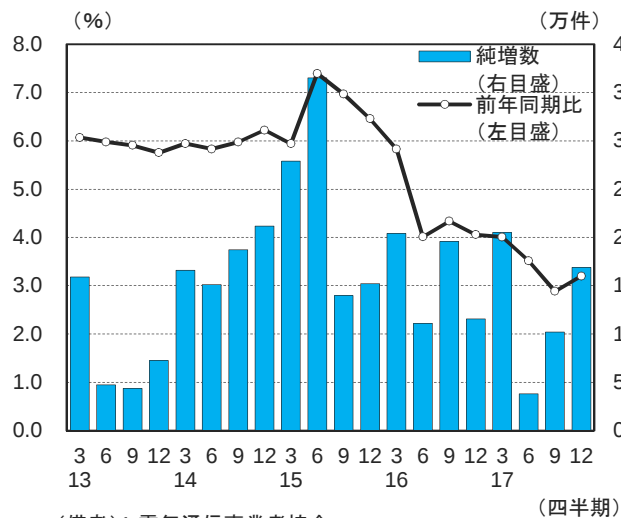
12.運輸



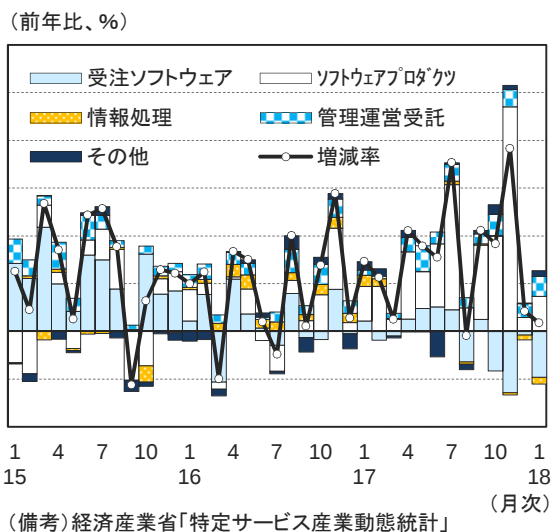
(備考) 国土交通省「トラック輸送情報」、各社ホームページ

産業図表

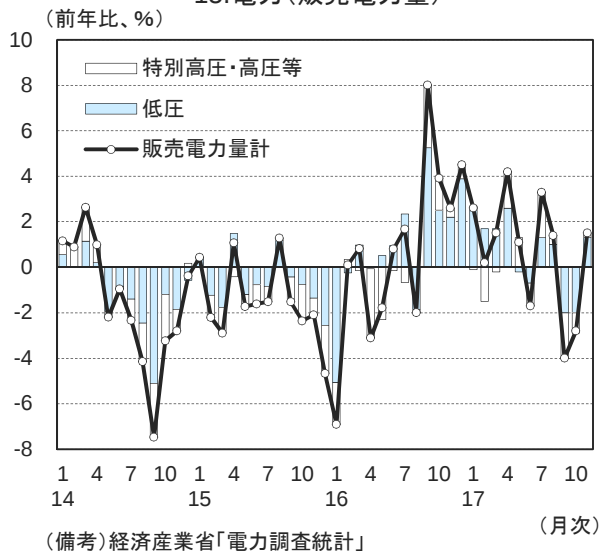
13.携帯電話契約数



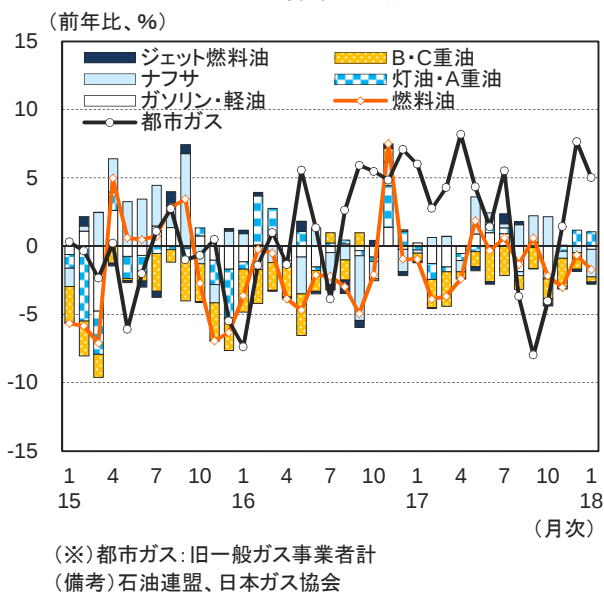
14.情報サービス売上高(部門別寄与度)



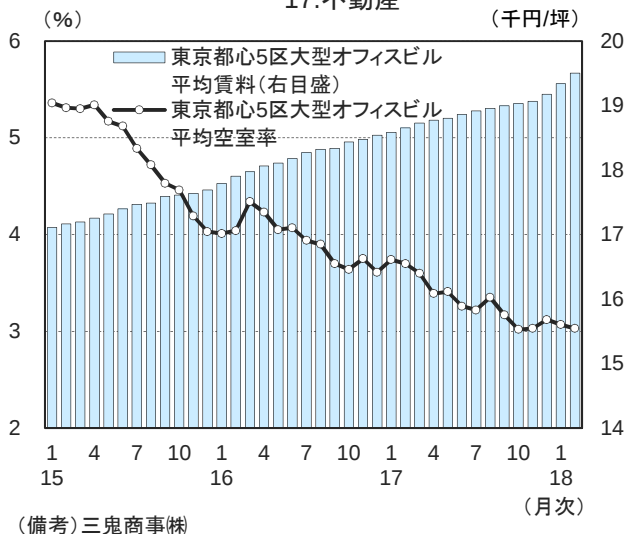
15.電力(販売電力量)



16.石油・都市ガス販売量



17.不動産



世界経済見通し

(単位: %)

[2016年構成比]	IMF予測									OECD予測						
	実質GDP成長率					消費者物価上昇率				実質GDP成長率						
	2017 17/10 18/1		2018 17/10 18/1		2019 18/1	2017 17/10 18/1		2018 17/10 18/1		2019 18/1	2017 17/11 18/3		2018 17/11 18/3		2019 17/11 18/3	
世界計	3.6	3.7	3.7	3.9	3.9	3.1	-	3.3	-	-	3.6	3.7	3.7	3.9	3.6	3.9
先進国 [41.8]	2.2	2.3	2.0	2.3	2.2	1.7	1.7	1.7	1.9	2.1	2.4	-	2.4	-	2.1	-
1.日本 [4.4]	1.5	1.8	0.7	1.2	0.9	0.4	-	0.5	-	-	1.5	1.7	1.2	1.5	1.0	1.1
2.米国 [15.5]	2.2	2.3	2.3	2.7	2.5	2.1	-	2.1	-	-	2.2	2.3	2.5	2.9	2.1	2.8
3.カナダ [1.4]	3.0	3.0	2.1	2.3	2.0	1.6	-	1.8	-	-	3.0	3.0	2.1	2.2	1.9	2.0
EU [16.7]	2.3	-	2.1	-	-	1.7	-	1.7	-	-	-	-	-	-	-	-
4.イギリス [2.3]	1.7	1.7	1.5	1.5	1.5	2.6	-	2.6	-	-	1.5	1.7	1.2	1.3	1.1	1.1
5.ドイツ [3.3]	2.0	2.5	1.8	2.3	2.0	1.6	-	1.5	-	-	2.5	2.5	2.3	2.4	1.9	2.2
6.フランス [2.3]	1.6	1.8	1.8	1.9	1.9	1.2	-	1.3	-	-	1.8	2.0	1.8	2.2	1.7	1.9
7.イタリア [1.9]	1.5	1.6	1.1	1.4	1.1	1.4	-	1.2	-	-	1.6	1.5	1.5	1.5	1.3	1.3
8.オーストラリア [1.0]	2.2	-	2.9	-	-	2.0	-	2.2	-	-	2.5	2.3	2.8	3.0	2.7	3.0
9.ニュージーランド* [0.1]	3.5	-	3.0	-	-	2.2	-	2.0	-	-	2.6	-	3.2	-	3.0	-
NIEs	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10.香港 [0.4]	3.5	-	2.7	-	-	2.0	-	2.2	-	-	-	-	-	-	-	-
11.シンガポール [0.4]	2.5	-	2.6	-	-	0.9	-	1.3	-	-	-	-	-	-	-	-
12.台湾 [0.9]	2.0	-	1.9	-	-	1.0	-	1.4	-	-	-	-	-	-	-	-
13.韓国 [1.6]	3.0	-	3.0	-	-	1.9	-	1.9	-	-	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0
途上国 [58.2]	4.6	4.7	4.9	4.9	5.0	4.2	4.1	4.4	4.5	4.3	-	-	-	-	-	-
アジア [31.6]	6.5	6.5	6.5	6.5	6.6	2.6	-	3.2	-	-	-	-	-	-	-	-
14.中国 [17.7]	6.8	6.8	6.5	6.6	6.4	1.8	-	2.4	-	-	6.8	6.9	6.6	6.7	6.4	6.4
ASEAN	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15.マレーシア [0.7]	5.4	-	4.8	-	-	3.8	-	2.9	-	-	-	-	-	-	-	-
16.タイ [1.0]	3.7	-	3.5	-	-	0.6	-	1.0	-	-	-	-	-	-	-	-
17.フィリピン [0.7]	6.6	-	6.7	-	-	3.1	-	3.0	-	-	-	-	-	-	-	-
18.インドネシア [2.5]	5.2	-	5.3	-	-	4.0	-	3.9	-	-	5.0	5.1	5.2	5.3	5.4	5.4
19.ベトナム [0.5]	6.3	-	6.3	-	-	4.4	-	4.0	-	-	-	-	-	-	-	-
20.ブルネイ [0.0]	▲1.3	-	0.6	-	-	▲0.2	-	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-
21.カンボジア [0.0]	6.9	-	6.8	-	-	3.7	-	3.5	-	-	-	-	-	-	-	-
22.ラオス [0.0]	6.9	-	6.9	-	-	2.3	-	2.7	-	-	-	-	-	-	-	-
23.ミャンマー [0.3]	7.2	-	7.6	-	-	6.5	-	6.1	-	-	-	-	-	-	-	-
24.インド* [7.2]	6.7	6.7	7.4	7.4	7.8	3.8	-	4.9	-	-	6.7	6.6	7.0	7.2	7.4	7.5
25.バングラデシュ [0.5]	7.1	-	7.0	-	-	5.7	-	5.8	-	-	-	-	-	-	-	-
中東・北アフリカ [7.7]	2.6	2.5	3.5	3.6	3.5	6.8	-	7.7	-	-	-	-	-	-	-	-
26.パキスタン [0.8]	5.3	-	5.6	-	-	4.1	-	4.8	-	-	-	-	-	-	-	-
27.サウジアラビア [1.5]	0.1	▲0.7	1.1	1.6	2.2	▲0.2	-	5.0	-	-	-	-	-	-	-	-
28.イラン [1.3]	3.5	-	3.8	-	-	10.5	-	10.1	-	-	-	-	-	-	-	-
29.エジプト [0.9]	4.1	-	4.5	-	-	23.5	-	21.3	-	-	-	-	-	-	-	-
中東欧 [3.5]	4.5	5.2	3.5	4.0	3.8	6.0	-	5.7	-	-	-	-	-	-	-	-
30.トルコ [1.7]	5.1	-	3.5	-	-	10.9	-	9.3	-	-	6.1	6.9	4.9	5.3	4.7	5.1
独立国家共同体 [4.5]	2.1	-	2.1	-	-	5.8	-	5.2	-	-	-	-	-	-	-	-
31.ロシア [3.2]	1.8	1.8	1.6	1.7	1.5	4.2	-	3.9	-	-	1.9	1.5	1.9	1.8	1.5	1.5
中南米 [7.8]	1.2	-	1.9	-	-	4.2	-	3.6	-	-	-	-	-	-	-	-
32.メキシコ [1.9]	2.1	2.0	1.9	2.3	3.0	5.9	-	3.8	-	-	2.4	2.3	2.2	2.5	2.3	2.8
33.アルゼンチン [0.7]	2.5	-	2.5	-	-	26.9	-	17.8	-	-	2.9	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2
34.ブラジル [2.6]	0.7	1.1	1.5	1.9	2.1	3.7	-	4.0	-	-	0.7	1.0	1.9	2.2	2.3	2.4
サハラ以南アフリカ [3.0]	2.6	2.7	3.4	3.3	3.5	11.0	-	9.5	-	-	-	-	-	-	-	-
35.南アフリカ [0.6]	0.7	0.9	1.1	0.9	0.9	5.4	-	5.3	-	-	0.7	1.2	1.0	1.9	1.5	2.1
36.ナイジェリア [0.9]	0.8	0.8	1.9	2.1	1.9	16.3	-	14.8	-	-	-	-	-	-	-	-

(備考) 1. IMF“World Economic Outlook”、OECD“Economic Outlook”

2. 構成比はIMF資料に基づく

3. OECDの「先進国」は、OECD加盟30カ国計

経 済 見 通 し

政府経済見通し/ESPフォーキャスト調査

	政府経済見通し			日本経済研究センター ESPフォーキャスト調査		
	2017年度(%程度)	2018年度(%程度)		2017年度(%)	2018年度(%)	2019年度(%)
	2017/7	2018/1		2018/3		
国内総生産・実質	1.5	1.9	1.8	1.80	1.28	0.79
民間最終消費支出	0.9	1.2	1.4	1.09	0.89	0.58
民間住宅	0.8	1.1	0.6	▲0.02	▲1.60	0.69
民間企業設備	3.6	3.4	3.9	3.53	2.90	1.83
政府支出	1.5	1.3	0.4	0.43	0.67	0.82
財貨・サービスの輸出	4.6	4.8	4.0	6.58	4.85	3.03
財貨・サービスの輸入	3.5	3.3	3.4	4.29	3.83	3.18
内需寄与度	1.3	1.6	1.6	-	-	-
外需寄与度	0.2	0.3	0.1	-	-	-
国内総生産・名目	2.5	2.0	2.5	1.88	1.68	1.76
完全失業率	2.8	2.8	2.7	2.77	2.62	2.55
雇用者数	0.9	1.2	0.7	-	-	-
鉱工業生産指数	3.2	4.7	2.7	4.54	2.32	1.48
国内企業物価指数	2.1	2.6	2.3	-	-	-
消費者物価指数(総合)	1.1	0.7	1.1	0.70 (除く生鮮食品)	0.94 (除く生鮮食品)	0.92 (除く生鮮食品)
GDPデフレーター	0.9	0.2	0.8	-	-	-

(備考)内閣府「平成29年度 内閣府年次試算」(2017年7月14日)、「平成30年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」
(2018年1月22日閣議決定)、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(2018年3月19日)

日銀 経済・物価情勢の展望(2018/1)

	2017年度(%)	2018年度(%)	2019年度(%)
国内総生産・実質	1.8~2.0(1.7~2.0)	1.3~1.5(1.2~1.4)	0.7~0.9(0.7~0.8)
消費者物価指数・総合(除く生鮮食品)	0.7~1.0(0.7~1.0)	1.3~1.6(1.1~1.6)	2.0~2.5(2.0~2.5)

(備考)1.日本銀行「経済・物価情勢の展望」 2.()は前回

日銀短観(全国企業)

(%pt)

全規模合計		2017/9調査		2017/12調査			
		最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
業況判断(良い-悪い)	全産業	15	11	16	1	11	▲ 5
生産・営業用設備(過剰-不足)	全産業	▲ 3	▲ 4	▲ 5	▲ 2	▲ 6	▲ 1
雇用人員判断(過剰-不足)	全産業	▲ 28	▲ 31	▲ 31	▲ 3	▲ 33	▲ 2
資金繰り(楽である-苦しい)	全産業	17		17	0		
金融機関貸出態度(緩い-厳しい)	全産業	23		24	1		
借入金利水準(上昇-低下)	全産業	▲ 6	1	▲ 4	2	3	7

(前年度比、%)

全規模合計			2017/12調査					
			2016年度			2017年度(計画)		
			伸び率	修正率	修正幅	伸び率	修正率	修正幅
売上・収益	売上高	全産業	▲ 1.5	-		3.0	0.8	
	経常利益	全産業	4.4	-		5.2	6.2	
	売上高経常利益率 (%、%ポイント)	全産業	5.21		-	5.31		0.27

(備考)日本銀行「第175回 全国企業短期経済観測調査」

設備投資計画調査

(単位: %)

		調 査 時 点	業 種	回 答 会社数	設備投資額前年度比			備 考 (対象企業等)
					2016年度	2017年度	2018年度	
大 企 業	日本政策 投資銀行	2017/6	全 産 業	2,033	1.6	11.2	▲ 8.9	資本金10億円以上
			製 造 業	982	4.7	14.2	▲ 9.5	
			非製造業	1,051	0.2	9.5	▲ 8.6	
	日本銀行	2017/12	全 産 業	2,097	▲ 2.1	7.4	—	資本金10億円以上
			製 造 業	1,074	4.3	10.2	—	
			非製造業	1,023	▲ 5.4	5.8	— [短 観]	
	日本経済 新聞社	2017/10	全 産 業	1,176	15.8	1.3	—	上場企業と資本金1億円 以上の有力企業
			製 造 業	630	17.2	2.3	—	
			非製造業	546	13.8	▲ 0.2	—	
	財務省 内閣府	2018/2	全 産 業	4,492	—	9.3	6.6	資本金10億円以上
			製 造 業	1,530	—	11.1	13.7	
			非製造業	2,962	—	8.1	1.0 [法人企業景気予測調査]	
中 堅 企 業	日本銀行	2017/12	全 産 業	2,971	0.2	18.9	—	資本金1億円以上10億円未満
			製 造 業	1,140	6.3	15.3	—	
			非製造業	1,831	▲ 3.1	21.1	— [短 観]	
	財務省 内閣府	2018/2	全 産 業	3,253	—	▲ 0.3	▲ 11.8	資本金1億円以上10億円未満
			製 造 業	924	—	▲ 2.7	▲ 3.9	
			非製造業	2,329	—	1.3	▲ 16.0 [法人企業景気予測調査]	
中 小 企 業	日本銀行	2017/12	全 産 業	5,577	8.8	▲ 6.4	—	資本金2千万以上1億円未満
			製 造 業	2,119	▲ 6.7	4.4	—	
			非製造業	3,458	16.3	▲ 10.6	— [短 観]	
	財務省 内閣府	2018/2	全 産 業	5,066	—	4.2	▲ 30.0	資本金1千万以上1億円未満
			製 造 業	1,337	—	▲ 1.9	▲ 12.6	
			非製造業	3,729	—	6.3	▲ 35.6 [法人企業景気予測調査]	
金 融	日本政策 金融公庫	2017/9	製 造 業	7,925	▲ 4.9	9.0	—	従業者数 20人～299人
	日本銀行	2017/12	(上記の外数)	195	▲ 4.1	18.8	—	[短 観]
	財務省 内閣府	2018/2	(上記の内数)	—	—	▲ 2.2	▲ 0.6	[法人企業景気予測調査]

注 記

[該当ページ]

[38] マーケット図表

- 2.その他：個人、投資信託、事業法人、その他法人、債券ディーラー、官庁共済組合、その他（日銀、政府、地公体、簡保、公社、公団、公庫等）
その他金融機関：地銀、農林金融機関、第二地銀協加盟銀行、信用金庫、その他金融機関（商工中金、信組、労金、証金、短資等）、生損保
- 3.日本：日経平均、米国：NYダウ工業株30種、英国：FT100指数、ドイツ：DAX指数
- 4.インド：S&P BSE SENSEX指数、ロシア：RTSドル指数、ブラジル：ボベスパ指数、中国：上海総合指数

[39] マーケット図表

- 8.期中平均残高
- 9.資金需要判断DI＝（「増加」とした回答金融機関構成比＋0.5×「やや増加」とした回答金融機関構成比）－（「減少」とした回答金融機関構成比＋0.5×「やや減少」とした回答金融機関構成比）。
貸出運営スタンスDI＝（「積極化」とした回答金融機関構成比＋0.5×「やや積極化」とした回答金融機関構成比）－（「慎重化」とした金融機関構成比＋0.5×「やや慎重化」とした回答金融機関構成比）。なお、同DIは大企業、中堅企業、中小企業の単純平均値
- 10.預貸金利鞘＝貸出金利回－預金債券等原価

[47] 設備投資計画調査

- 1.設備投資額前年度比は、国内、工事ベース（日本公庫は支払ベース）、土地を含み、ソフトウェアは含まず、単体決算ベースで集計（日本経済新聞社は連結決算ベース）
- 2.企業規模別区分は資本金基準の場合、大企業が資本金10億円以上、中堅企業が同1億円以上10億円未満。その他の基準による場合、本表の備考欄に記載
- 3.金融・保険業の設備投資は、内閣府・財務省は「全産業」「非製造業」の内数、日本銀行は外数。他の機関については調査対象外（日本経済新聞社は銀行・証券・保険以外の金融業を一部含む）
- 4.回答会社数は主業基準分類で、日本銀行については調査対象社数を記載
- 5.内閣府・財務省の過年度分は実績値が公表されていない

「今月のトピックス」 バックナンバー(2017年7・8月号掲載分～)

掲 載 号

- | | |
|----------|---|
| 2018.3 | 米国CES2018調査報告 |
| 2018.3 | サービス産業の生産性と価格設定 |
| 2018.2 | 化学産業の設備投資動向
～自動車や電池向けなど高機能品で攻めの投資が増加～ |
| 2018.2 | 企業の資金余剰をめぐる論点 |
| 2018.1 | マイナス金利長期化が及ぼす日欧経済への影響について |
| 2018.1 | 「EV化」とは ～各国の規制動向を踏まえて～ |
| 2018.1 | 低下する労働分配率とスーパースター企業 |
| 2017.12 | ケーブルテレビ事業におけるサービス高度化とマーケットイン戦略序章
～ スマートテレビからVR/AR、ホームIoTまで ～ |
| 2017.12 | 欧州放送事業者の多角化戦略投資を支えるメディアの株式化
～Media for Equityにみる我が国スタートアップ企業の成長課題への示唆～ |
| 2017.11 | 設備投資のけん引役は能力増強投資
～設備投資と投資動機の関係性の検討～ |
| 2017.11 | FSRU(浮体式LNG貯蔵・再ガス化設備)市場の現状と見通し |
| 2017.10 | 注目を集める仮想通貨市場 ～ビットコインからICOまで～ |
| 2017.10 | 東南アジアの経済統合：その課題と展望 |
| 2017.9 | 2016・2017・2018年度 設備投資計画調査 結果概要 |
| 2017.7・8 | CeBIT2017 調査報告 |

次号「DBJ Monthly Overview」(5月号)は、5月上旬に発行の予定です。

©Development Bank of Japan Inc.2018

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要です。当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

DBJ Monthly Overview

編 集 株式会社日本政策投資銀行
産業調査部長 竹ヶ原 啓介

発 行 株式会社日本政策投資銀行
〒100-8178
東京都千代田区大手町1丁目9番6号
大手町フィナンシャルシティ サウスタワー
電 話 (03)3244-1840(産業調査部代表)
ホームページ <http://www.dbj.jp/>

各種お問い合わせ先
電 話 : (03)3244-1856
e-mail(産業調査部) : report@dbj.jp
