

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

- 化学産業の設備投資及び M&A の動向
～自動車向けを中心に国内外で投資が積極化～
- 回復が続く米経済の過熱感と金融政策運営

2019 **2**

* 本資料は原則として1月21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

化学産業の設備投資及びM&Aの動向 ～自動車向けを中心に国内外で投資が積極化～	2
回復が続く米経済の過熱感と金融政策運営	16

マクロ経済アップデート	20
マーケット動向	24
日本経済	26
海外経済	33
マーケット図表	44
産業動向	46
産業図表	48
経済見通し	51
設備投資計画調査	53
注 記	54

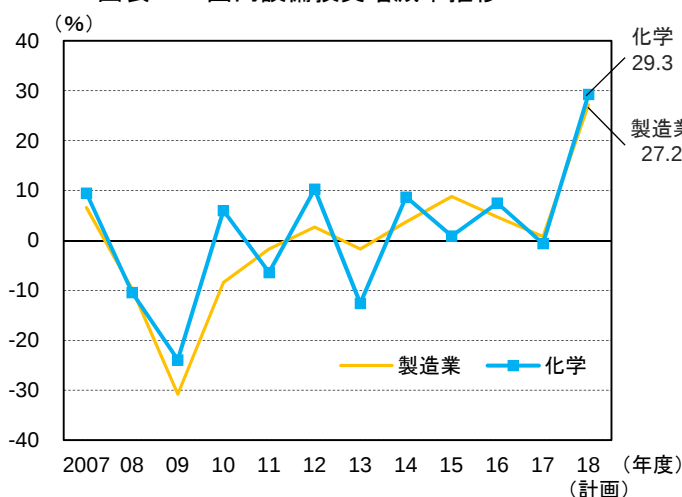
化学産業の設備投資及びM&Aの動向 ～自動車向けを中心に国内外で投資が積極化～

1. 2018年度の国内設備投資～二桁増の見通し～

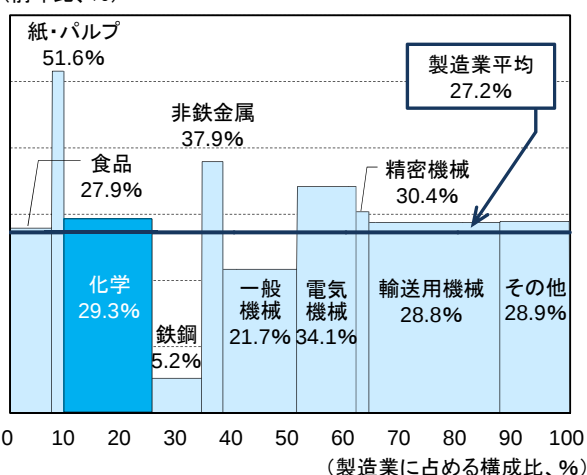
- 2018年6月時点の当行設備投資計画調査(※)によると、化学産業の2018年度国内設備投資は、前年比29.3%増となる計画で、製造業の中では自動車に次ぐ増加寄与度の高い業種となっている(図表1-1、1-2)。
- 投資動機別では、「能力増強」の比率が減少するが、大型案件の剥落等による影響が大きく、投資金額の水準としては15年度、16年度と同程度である。一方で、「研究開発」「新製品・製品高度化」など新たな取り組みに向けた投資の比率は上昇している。これらの3項目を合わせた比率は過半を占め、引き続き前向きな投資姿勢が見受けられる(図表1-3)。
- なお、当調査では投資計画の見直しや工期の遅れ等により、計画値は実績に向けて下方修正される傾向があるが、特に化学産業ではその修正幅が大きく、近年は20%pt前後下振れする傾向となっている(図表1-4)。

※ 詳細は、日本政策投資銀行(2018年8月)「2017・2018・2019年度 設備投資計画調査 (2018年6月調査)」を参照。
<https://www.dbj.jp/ja/topics/report/2018/html/0000031065.html> なお当行では、本調査である「設備投資計画調査」の付帯調査として「企業行動に関する意識調査(特別調査)」も併せて実施している。今年度の調査では、国内での有形固定資産投資のほか、海外での有形固定資産投資や研究開発、M&Aなどを含めた広義の投資やESGの取り組み等をテーマにしている。

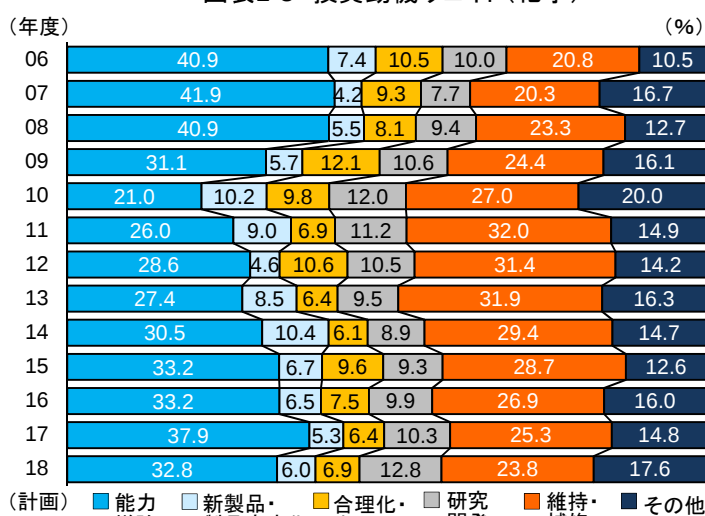
図表1-1 国内設備投資増減率推移



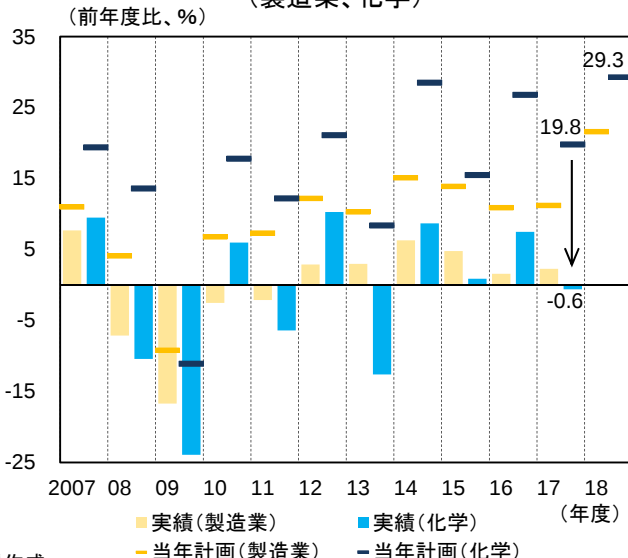
図表1-2 2018年度設備投資計画の業種別動向
(前年比、%)



図表1-3 投資動機ウェイト(化学)



図表1-4 国内設備投資増減率の計画と実績
(製造業、化学)



(備考) 1.図表1-1～1-4 日本政策投資銀行「2018年度設備投資計画調査」により作成
 2.図表1-2 数字は2018年度対前年度増減率、面積が大きいほど全体への寄与が大きい
 3.図表1-1、1-3 2017年度までは実績、2018年度は計画

2. 2018年度国内投資の特徴～日用品向け、電池・電子材料、自動車向け、研究開発投資で投資増～

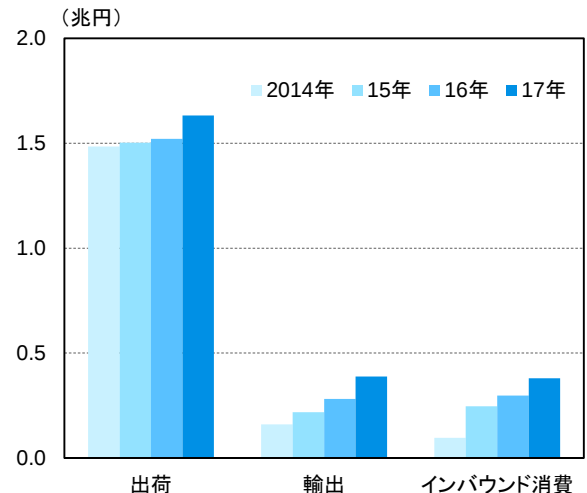
- 次に、今年度の国内投資において、増加が目立つ日用品、電池・電子材料、自動車向け素材、研究開発に係る投資について、それぞれの特徴をみることにする(図表2-1)。
- 当行調査によると、日用品向けは化学産業の設備投資において、今年度最も増加寄与度が高い分野となっている。特に伸びているのは化粧品やその原料であるが、インバウンド観光客の化粧品消費拡大に加えて、訪日観光がきっかけとなり、帰国後も日本製品を越境ECなどで購買する動きが拡大し、輸出が増加していることが背景にある(図表2-2)。国・地域別では、化粧品輸出のうち約9割をアジア向けが占めているが、特に中国・香港向けが伸張している(図表2-3)。香港向けの割合が大きいのは、関税面の優遇措置によって、香港経由で中国に輸出されているためと言われている。
- 電池・電子材料については、ディスプレイ向け、半導体向け、車載電池向け材料での投資増が目立つ。ディスプレイ向けは、液晶パネル部材がテレビの画面サイズの大型化などで需要が安定的に見込まれるほか(図表2-4)、液晶パネルの大規模な増産投資を進めている中国の大手パネルメーカー等から材料の引き合いが強まっていることも投資増の一因と思われる。なお、スマートフォンでは画面の有機EL化が徐々に進んでいるが、面積ベースで大半を占めるテレビにおいては、引き続き液晶が主流である(後掲図表2-5、2-6)。

図表2-1 投資増加がみられる分野

	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度(計画)
1	航空機・自動車向け	電池・電子材料	衛生品向け	自動車向け	日用品
2	電池・電子材料	ジェネリック医薬品	研究開発投資	研究開発投資	電池・電子材料
3	衛生品向け	研究開発投資	ジェネリック医薬品		研究開発投資
4	研究開発投資		自動車向け		自動車向け
5	ジェネリック医薬品				

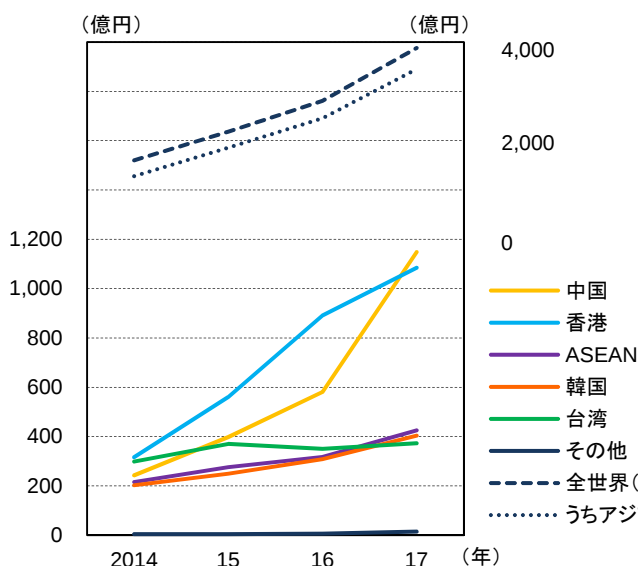
(備考) 1. 日本政策投資銀行「2018年度設備投資計画調査」、各社情報により作成
2. 増加寄与度が高い順

図表2-2 化粧品の出荷・輸出・インバウンド消費



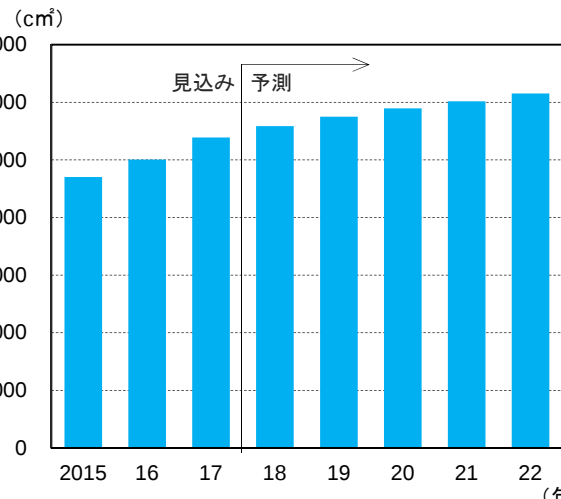
(備考) 1. 経済産業省「生産動態統計」、財務省・日銀「貿易統計」、観光庁「訪日外国人消費動向調査」、日本政府観光局の訪日外国人データにより作成
2. インバウンド消費は、上記調査の訪日外国人数、化粧品購入率、購入単価を乗じて算出

図表2-3 国・地域別化粧品輸出



(備考) 財務省・日銀「貿易統計」により作成

図表2-4 液晶TVの平均画面面積

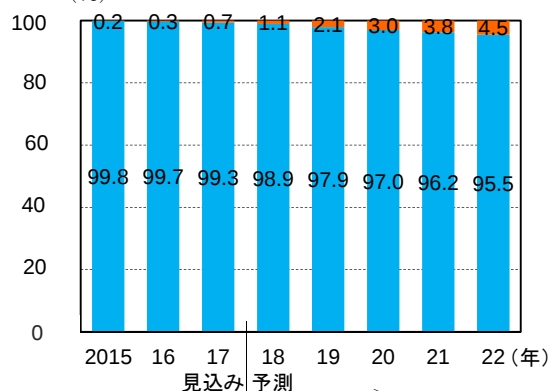


(備考) 富士キメラ総研「2017ディスプレイ関連市場の現状と将来展望(上巻)」により作成

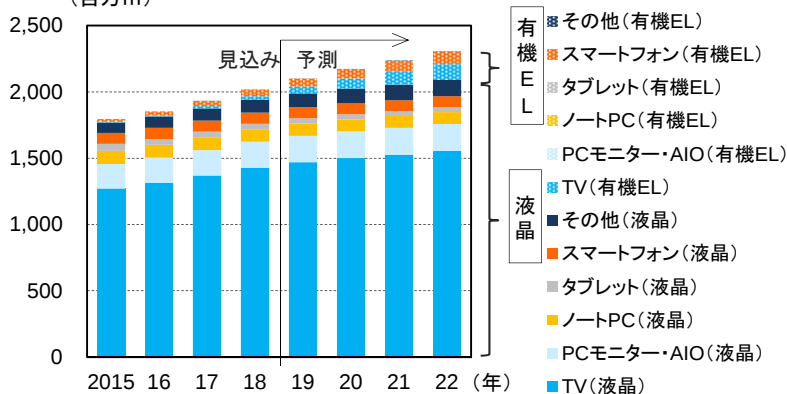
2. 2018年度国内投資の特徴～日用品向け、電池・電子材料、自動車向け、研究開発投資で投資増～(続き)

- 半導体向けは、半導体市場の拡大に伴い、半導体材料やプロセス材料、また製造装置に使われる材料などで投資増がみられる。半導体市場は、従来パソコンやスマートフォン向けの需要に依存していたが、足元、IoTの普及、SNSや動画配信サービスの利用拡大に伴いデータセンターでのサーバー向け需要を背景に、規模が拡大している(図表2-7)。また、今後、5G、AI、自動車の電動化や自動運転などが普及してくると、さらに需要は重層的な広がりをみせると言われている。材料では、特にプロセス材料での投資増が目立つが、半導体数量の増加に加え、半導体の回路微細化や容量を増やすための積層化が進んでいることにより、製造工程数が増加し、ウエハー1枚当たりの製造工程に使われる材料の需要が増えていることも、背景として挙げられる(図表2-8)。また、半導体装置についても、ウエハーの数量増に加え、工程複雑化によりウエハー1枚当たりの製造に要する装置数の増加があり、装置向け材料が拡大しているようだ。ただし、2018年後半以降、足元では半導体市場の先行きに不透明感が出てきており、投資の先送り等が出てくる可能性はあろう。
- 電池材料については、一時期程の伸びではないものの、世界のEV市場拡大を受けて車載用リチウムイオン電池向け材料への投資が引き続き伸張している。
- 自動車向けは、近年投資の増加が続いているが、車体軽量化や環境負荷物質低減に資する素材を中心に引き続き伸張する見込みである。特に軽量化素材への投資増加が顕著であるが、世界的に環境規制が強まる中、燃費向上や排出ガス低減ニーズを受けて、プラスチックなどの軽量化素材を成長領域と位置付け積極的に投資を行っているようだ。また、安全性・快適性向上等のための装備の充実によって、年々車体が重量化する傾向があることや、普及しはじめたEVでは電池搭載により車体重量が重くなることなどから、重量増加分を吸収するためにも軽量化が求められている。
- 研究開発関連投資についても、引き続き増加が見込まれる。今回調査でも多くの企業において研究開発設備への投資がみられたが、中でも研究機能を集約し、情報や技術が共有されやすい環境を整えて分野横断的な研究開発を推進したり、研究者同士や社内の他部署、社外組織との交流を促す仕組みを設けてオープンイノベーションを目指す取り組みが多く見受けられる。

図表2-5 TVの液晶・有機EL割合 (%)

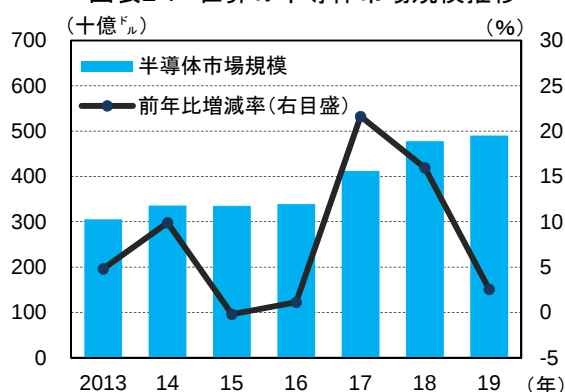


図表2-6 ディスプレイのデバイス別面積推移(液晶・有機EL別) (百万㎡)



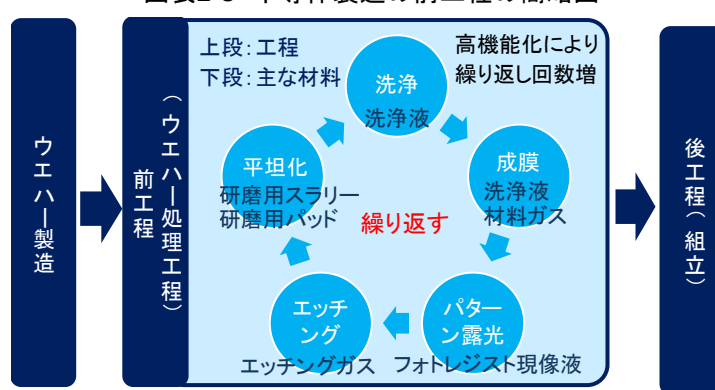
(備考) 図表2-5～2-6 富士キメラ総研「2017ディスプレイ関連市場の現状と将来展望(上巻)」により作成

図表2-7 世界の半導体市場規模推移



(備考) 1. WSTS日本協議会「WSTS2018年秋季半導体市場予測セミナー」により作成
2. 2018年以降はWSTS予測

図表2-8 半導体製造の前工程の簡略図

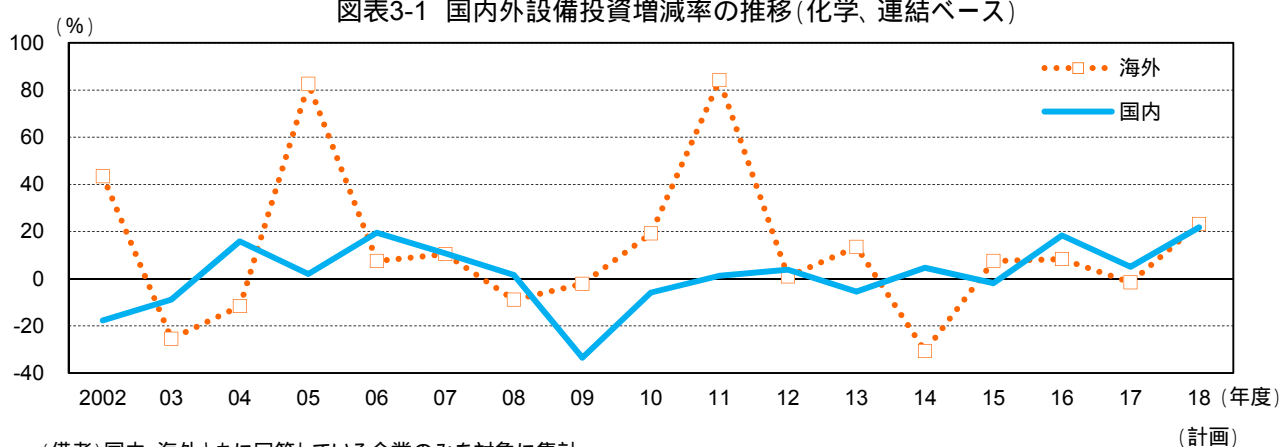


(備考) 各種情報により日本政策投資銀行作成

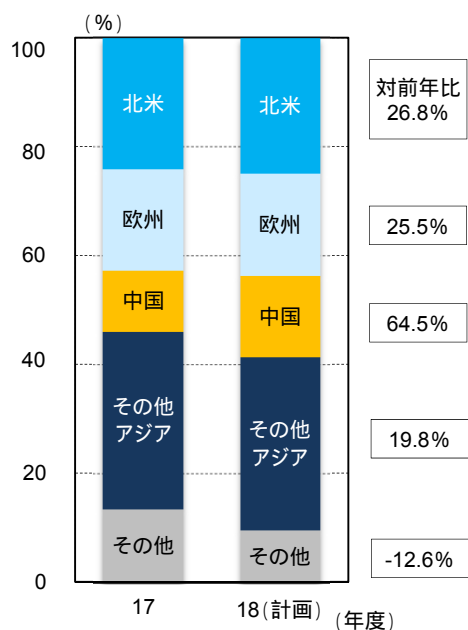
3. 2018年度の海外設備投資の特徴

- 2018年度の化学産業の海外設備投資は前年比23.2%増となる計画であり(図表3-1)、国内と同様に積極的な投資姿勢が見受けられる。地域別には欧米アジア全ての地域で増加する計画となっており(図表3-2)、分野別では、大型汎用品プラント、自動車、電池・電子材料、日用品向け等の分野で投資増がみられる。
- なお、国内同様に、海外設備投資計画においても、投資額が下方修正される傾向がある。2017年度については、計画時点では二桁増の見込みであったが、実績は1.9%の減少となった。案件自体がなくなったケースはほぼ見当たらず、北米での建設作業員不足などを背景とした工期の遅れが発生していると考えられる。2018年度については、足元、世界経済の先行き不透明感の高まりを背景に、例年よりも下方修正幅が大きくなる可能性がある。
- なお、中長期的な国内外供給能力見通しをみると、かねてから海外重視の傾向がみられたが、今年度調査では国内を増加させると答える企業の割合も高まっており、国内外共に積極的な投資姿勢が窺える。ただし、長期的には海外における能力増強投資をより重視する傾向は変わらないと思われる(図表3-3)。

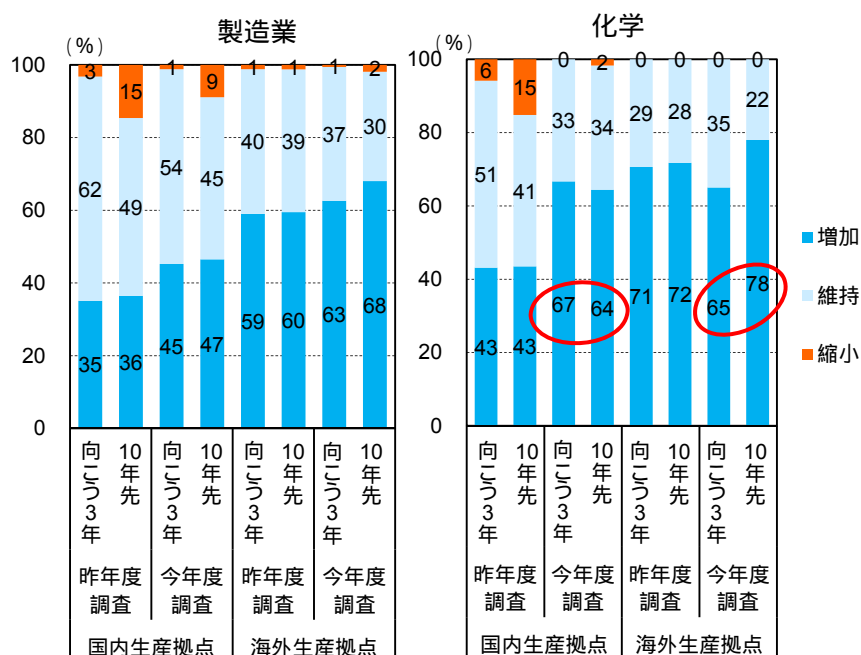
図表3-1 国内外設備投資増減率の推移(化学、連結ベース)



図表3-2 投資先別設備投資額比率(連結ベース)と対前年比増減率



図表3-3 中長期的な国内外供給能力見通し



(備考) 図表3-1～3-3 日本政策投資銀行「2018年度設備投資計画調査」により作成

4. 中期的にみた設備投資の傾向～国内外で攻めの大型投資が増加、自動車向け投資が加速～

- 次に、今後数年間の主要化学企業の設備投資計画案件(図表4-1)を公表情報より整理した。従来大型投資は海外で多くみられたが、中小型の案件が中心であった国内でも、足元では自社が優位性を持つ分野での大型投資が出てきている。例えば、セパレータなどの電池材料や、光学フィルムなどの電子材料、低環境負荷に資する自動車向け材料への投資が目立つ。
- また、数年前まで縮小一辺倒であった国内石化プラントの大型投資への動きも複数みられる。これらの投資動機としては、能力増強を狙ったものではなく、高付加価値化や、省エネ対応、生産効率を上げるためのものとなっている。また、一部企業では、安全面での対応という目的も含まれているようだ。石化分野では能力削減が進んだ結果、何らかのトラブルがあると急激に生産量が減ってしまうリスクがあるため、安全対策への投資は各社にとって重要性が高まっていると聞く。国内エチレン設備をみても、2015年11月以降、実質フル稼働水準である95%超えが続いており、定期修繕やトラブル発生による設備能力の増減が、生産量を決める状況が続いている。
- 海外の投資は、地域別では引き続きアジアが中心であり、東南アジア、中国など幅広い地域で自動車向け材料、韓国・台湾で電子材料、韓国で電池材料への投資が多くみられる。北米では炭素繊維や車体軽量化材料・内装用材料などの自動車向けや、シェールガスを原料とした汎用品プラントでの投資が中心となっている。欧州では自動車向け投資が目立つ。
- 国内外共に、中期的な投資動向として特徴的なのは、引き続き自動車向けが増えることである。世界で自動車生産台数が増加していることに加え、今後さらに低燃費・環境負荷低減・安全を実現する化学素材へのニーズが強まることが背景にある。また、電池・電子材料の内容をみても、車載向け電池やパワー半導体など、自動車の電動化・電装化に伴う投資が多く含まれており、自動車への注力度は引き続き高まっている。

図表4-1 主要化学メーカーの主な今後の投資案件(各種公表資料より)

	国内	海外		
		北米	アジア	欧州・その他
三菱ケミカル	■製鉄用コークス向け成形炭設備新設(坂出、2019年稼働) ■電解液増強(四日市、～2020年度) ■負極材増強(坂出、～2020年度) ■(子会社)日本ポリプロ:PP高機能化(千葉、2019年) ■(子会社)日本合成化学:OPLフィルム増強(熊本、2019年完工)	■MMA新工場建設(米、2021年度稼働) ■電解液増強(米、～2020年度)	■MAA増強(泰、2018年6月完工済) ■MAA増強(韓、2019年完工) ■デジタル印刷器用有機感光体工場新設(越、2019年稼働) ■光学フィルム増強(中、2019年稼働) ■自動車内装材表皮向けPVCコンパウンド工場建設(中、2019年稼働) ■包装用フィルム工場建設(泰、2020年4月稼働) ■電解液増強(中、～2020年度) ■負極材増強(中、～2020年度)	■電解液増強(英、～2020年度)
住友化学	■メチオン増強(愛媛、2018年10月完工済) ■LNG火力発電所(愛媛、2020年完工、w/他3社) □LiBセパレータ増強(愛媛)		■半導体用洗浄液増強(中、2019年稼働) ■PPコンパウンド新工場(中、2019年稼働) ■TPE工場新設(中、2019年稼働) ■OLED用タッチセンサーモジュール新工場(中、2019年稼働) □LiBセパレータ増強(韓)	■ラービグ第2期計画(サウジ、2019年稼働)
東レ	■MLCC離型用フィルム設備(岐阜、2018年稼働) ■ポリオレフィン発泡体増強(滋賀、2019年稼働) ■人工皮革増強(滋賀・岐阜、2019年完工) ■炭素繊維革新プロセス開発設備導入(愛媛、2019年稼働) ■電極基材用カーボンペーパー新設備(愛媛、2021年完工)	■レギュラートウ設備新設(墨、2018年稼働) ■ラージトウ増強(墨、2018年完工) ■ナイロン糸・エアバッグ用基布設備新設(墨、2021年完工) ■炭素繊維一貫生産設備建設(米、2023年完工)	■樹脂コンパウンド生産設備新設(印、2019年完工) ■PPSB設備新設(中、2019年度稼働) ■PPSB新拠点建設(印、2020年稼働) ■LiBセパレータ増強(韓、～2020年完工) ■LiBセパレータ用コーティング加工増強(韓、2020年完工) □ABS樹脂増強(マレーシア、2020年以降計画) □PPSコンパウンド増強(韓)	■自動車内装等向け人工皮革増強(伊、2019年度稼働) ■ラージトウ増強(ハンガリー、2021年完工)

4. 中期的にみた設備投資の傾向～国内外で攻めの大型投資が増加、自動車向け投資が加速～(続き)

図表4-1 主要化学メーカーの主な今後の投資案件(各種公表資料より)(続き)

	国内	海外		
		北米	アジア	欧州・その他
旭化成 (マテリアル事業)	■研究開発棟新築・改築、第2期工事(水島、2018年完工) ■LiBセパレータ増強(滋賀、2018年完工済) ■LiBセパレータ増強(守山、2019年完工) ■エアバッグ用N66繊維増強(延岡、2019年完工) ■人工皮革増強(延岡、2019年稼働) ■キュブラ繊維増強(延岡、2019年完工) ■LiBセパレータ増強(守山、2020年完工)	■LiBセパレータ増強(米、2018年完工)	■MMA増強(泰、2018年完工) ■S-SBR増強(シンガポール、2019年完工) ■樹脂コンパウンド工場建設(中、2020年) ■エアバッグ用ナイロン繊維工場新設(越、2022年完工)	□S-SBR増強(候補地ペルギー、2021年以降完工)
信越化学工業	■光ファイバー母材増強(鹿島、2018年完工)※中国投資との総額 ■メチルセルローズ増強(新潟、2019年稼働) ■フォトマスクブランクス増強(福井、2021年稼働/新潟、2019年稼働) シリコン事業(～2020年稼働): ■シリコンモノマー中間体(群馬、タイ) ■シリコン製品群(群馬、新潟、福井、タイ、米、蘭、中、台、韓の7ヵ国) ■出荷など付帯設備(国内ほか)	■エチレン新工場(米、2018年完工) ■シリコン製品増強(米、2019年完工) ■PVC新增設(米、2020年完工)	■レア・アースマグネット増強(越、2018年完工済) ■フォトレジスト新工場(台、2018年完工) ■光ファイバー母材増強(中、2019年完工)	■メチルセルローズ・ヒドロキシエチルセルローズ増強(独、2019年稼働)
昭和電工	■SiCエビウエハー増強(秩父、2018年9月稼働済) ■プロピレン精留塔増強、エタンホルダー新設(大分、～2020年度、w/JXTGエネルギー) □SiCエビウエハー増強増強(秩父、2019年稼働)		■アルミ缶工場新設(泰、2018年完工) ■アルミ缶工場新增設(越、2018年6月完工済)	
帝人	■高機能メンブレン量産設備新設(松山、2019年稼働) ■プリカーサ増強(三島、2019年稼働)	■炭素繊維工場新設(米、2030年)	■LiBセパレータ設備増設(韓、2018年稼働) ■エアバッグ用生地増強(中、2018年稼働) ■エアバッグ用生地新設(越、2018年完工) ■樹脂コンパウンド工場、開発技術センター新設(泰、2019年稼働)	■SMC設備新設(仏、2019年稼働)
積水化学工業			■自動車内装材新工場(中、2019年)	■中間膜増強(蘭、～2020年) ■EV向け放熱材新工場(蘭、2020年稼働)
三井化学	■ハイゼックスミリオン増強(岩国大竹、2018年7月完工済) ■高機能不織布新工場(名古屋、2018年10月完工済) ■ガスタービン導入(大阪、2018年～) ■高純度プロピレン増強(市原、2020年度) ■(子会社)プライムポリマー: GFPP新設(市原、2019年稼働) ■ルーカント新設(市原、2021年完工) ■(子会社)プライムポリマー: PP新鋭設備(市原、2021年完工) □電解液増強(名古屋)	■ミラストマー増強(米、2019年稼働) ■GFPP新設(米、2019年稼働) □ミラストマー(米等で2020年までに再増強)	■ウレタン材料新工場(印、2018年8月稼働) ■機能性コンパウンド増強(中、2019年稼働) ■イクロステープ新工場(台、2019年稼働) ■PPコンパウンド増強(泰、～2020年度) ■ミラストマー増強(中、2020年) ■タフマー増強(シンガポール、2020年完工) □PPスパンボンド新設(印) □PPコンパウンド増強(印、2020年度) □GFPP新設(中、2020年度) □電解液増強(中)	■PPコンパウンド新設(蘭、2020年稼働)

4. 中期的にみた設備投資の傾向～国内外で攻めの大型投資が増加、自動車向け投資が加速～(続き)

図表4-1 主要化学メーカーの主な今後の投資案件(各種公表資料より)(続き)

	国内	海外		
		北米	アジア	欧州・その他
東ソー	■発電用ボイラのリプレース(南陽、2018年完工) ■トヨパール増強(南陽、2018年9月完工済) ■ジルコニア粉末増強(周南、2019年完工) ■新研究棟・新本館建替え(南陽、2019年完工) ■研究棟建て替え(四日市、2019年) ■ハイシリカゼオライト増強(陽南、2019年完工) ■分解炉更新、ガスタービン導入(四日市、2020年完工) □PPS増強(候補地:四日市、2020年)		■PVC増強(比、2018年稼働、w/三菱商事)	
DIC	■PPSコンバウンド増強(愛知、2018年9月稼働済) ■カラーフィルタ用ブルー顔料増強(茨城、2018年下期稼働)	■食品用天然系色素増強(米、2018年稼働)		
宇部興産	■硫安大粒品増強(宇部、2018年完工済) ■LiBセパレータ増強(堺、2018年6月完工済) ■木質バイオマス炭化燃料実証設備(宇部の発電所内、2019年稼働) ■LiBセパレータ増強(堺、2020年完工) ■セメント工場で排熱発電設備設置(山口、2020年稼働) ■SiC繊維工場棟新設(宇部、2025年完工)	■射出成形機の組立工場拡張(米、2018年10月完工済)	■PP添加剤新工場建設(泰、2019年完工) ■TSL増強(泰、2022年) ■LUSR増強(マレーシア、2020年)	□合成ゴム事業第5工場建設(環太平洋エリア、2025年完工)
日立化成	■半導体研磨材料増強(茨城、2018年完工) ■半導体実装材料・プロセス研究所新設(川崎、2019年完工)		■電気絶縁ワニスや機能性コーティング材料開発拠点新設(マレーシア、2018年5月完工) ■半導体研磨材料増強(台、2018年完工) ■プリント配線板用積層材料工場新設(台、2020年稼働)	
三菱ガス化学	■完全人工光型植物工場新設(福島、2019年完工) ■特殊PC増強(鹿島、2019年稼働) ■MXDA増強・新工場建設(国内、～2022年)	■超純過酸化水素工場新設(米、2019年稼働)		■メタノール・DMEプロジェクト参画(トリニダード・トバゴ、2019年稼働、w/三菱商事・他4社)
カネカ	■生分解性プラスチック設備大型化(兵庫、2019年完工) ■PIフィルム増強(滋賀、2019年完工) ■(子会社)栃木カネカ:グラファイトシート増強(栃木、2019年完工) □生分解性プラスチック商業化プラント(兵庫)	■航空機向けブリブレグ製造設備新設(米)	■発泡ポリオレフィン工場新設(泰、2018年10月完工済)	■変成シリコンポリマー増強(ベルギー、2018年稼働) ■発泡ポリオレフィン増強(ベルギー、2019年稼働) ■バイオ医薬品受託製造用設備増強(ベルギー、2020年完工)
クラレ	■光学用ポパールフィルム設備新設(倉敷、2019年稼働) ■ビニロン設備増設(岡山、2019年完工) ■発電設備・ボイラー一部更新(岡山、～2022年頃完工)	■水溶性ポパールフィルム増強(米、2018年上期完工済) ■エパールJ増強(米、2018年11月完工済)	■ブタジエン誘導品工場新設(泰、2021年完工、w/PTT、住友商事) ■イソブチレン誘導品MPD設備建設(泰上記工場団地内) □エパール新工場建設(東南アジア、2021年以降完成) □水溶性ポパールフィルム(欧州かアジアで新設)	
ダイセル	■回路印刷用銀ナノインク量産設備新設(新潟、2018年10月完工) ■COプラント増強(兵庫、2021年完工)		■エンブラコンバウンド増強(台、マレーシア) □エアバッグ用インフレーター生産拠点(印)	

4. 中期的にみた設備投資の傾向～国内外で攻めの大型投資が増加、自動車向け投資が加速～(続き)

図表4-1 主要化学メーカーの主な今後の投資案件(各種公表資料より)(続き)

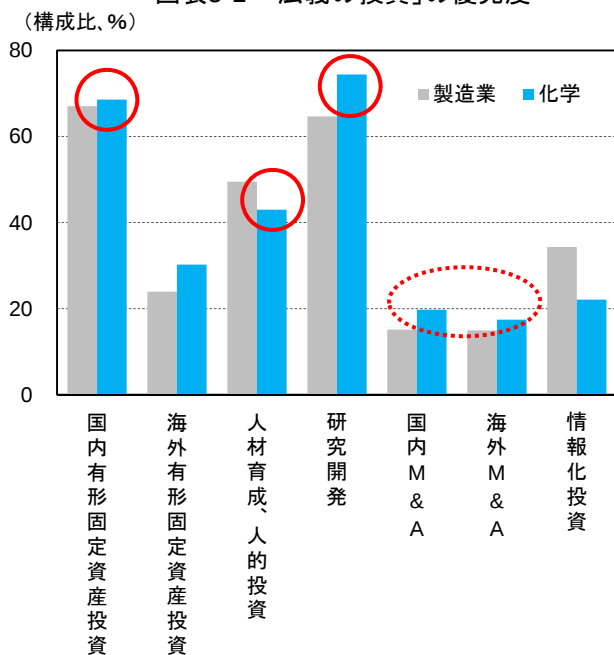
	国内	海外		
		北米	アジア	欧州・その他
JSR	■ライフサイエンス研究棟新設(川崎、2020年)			■S-SBR新工場(ハンガリー、2018年内稼働) ■抗体医薬精製用材料増強(ベルギー、2017～19年完工)
デンカ	■新規高機能エラストマー設備建設(新潟、2018年10月完工済) ■「新青海川発電所」建設(新潟、2019年稼働) ■工場でのAI・IoT導入等(福岡等、～2022年度)		□球状アルミナフィラー新拠点(候補地:シンガポール)	
	□LiB用正極活物質導電材増強(候補地:中国か千葉)			
日本触媒	■機能性化学品増強(姫路、川崎、2018～19年完工) ■中分子原薬合成施設建設(吹田、2019年稼働)	■自動車塗料用新素材設備建設(米、2021年稼働)	■AA増強(インドネシア、2021年稼働) □界面活性剤設備新設(泰、2022年、w/三井物産)	
日本ゼオン	■HNBR乾燥工程増強(川崎、2019年完工) ■光学フィルム原反増強(富山、2019年稼働) ■大型TV用光学フィルム新規増設(福井、2020年量産)	■(子会社)ゼオン化成:PSC増強(墨、2020年頃)	■アクリルゴム工場建設(泰、2020年)	□(子会社)ゼオン化成でPSC新工場(欧州)
東洋紡	■高耐熱PIフィルム工場新設(福井、2018年11月完工済) ■セラコン用離型フィルム設備増設(福井、2019年稼働) ■LCD用フィルム増強(愛知、2020年稼働)		■包装フィルム生産設備新設(インドネシア、2019年稼働)	
ADEKA	■化粧品向け制菌保湿剤増強等(千葉、2018年10月完工済) ■ポリオレフィン用添加剤増強(三重、2019年稼働) ■潤滑油添加剤増強(福島、2019年稼働)		■食品新製造棟建設(中、2018年10月稼働) ■半導体材料増強(韓、2019年稼働) ■樹脂添加剤工場新設(中、2020年稼働)	
住友ベークライト	■感光性CRC増強(宇都宮)			■タイヤ用高機能樹脂増強(ベルギー、2018年度稼働)
三洋化成工業		■ENB製造装置増強(米、～2020年、w/JXTGエネルギー)	■潤滑油添加剤設備新設(韓、2019年稼働)	
クレハ	■LiB用バインダー向けPVDF増強(福島、2018年8月完工済) ■「プロセス実験棟」第2期(福島、2018年度完工) ■PPS樹脂設備新設(福島、2020年完工)		□LiB用バインダー向けPVDF増強(中)	
東亜合成			■アクリルポリマー工場建設(泰、2018年5月完工済) ■エラストマーコンパウンド工場新設(泰、2019年稼働)	
日本曹達	■生産技術研究棟新設(富山、2019年完工)			
積水化成工業			■EPS成形品第2工場新設(泰、2018年9月完工済)	
住友精化			■SAP増強(韓、2018年稼働) ■LiB用バインダー設備建設(中、2019年稼働)	

(備考)1.各社発表資料、化学工業日報、その他新聞記事により作成(日本政策投資銀行「設備投資計画調査」の回答とは関係ない)
2.総投資額が100億円以上と確認されたもの、もしくは明らかに100億円以上と推測されるものに赤色を付している
3.□は検討中案件
4.2018年11月時点

5. M&A動向～スタンス積極化、自動車分野での案件増～

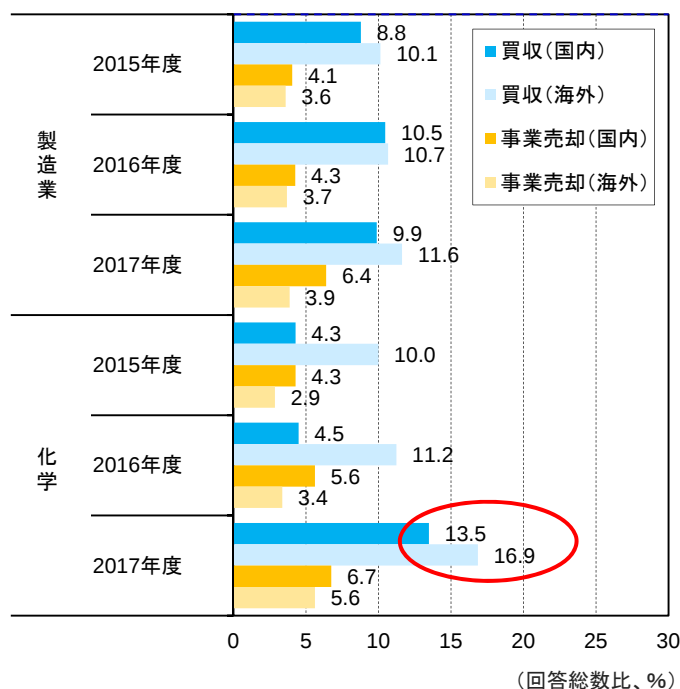
- ここまでは設備投資動向をみてきたが、当行では持続的な企業価値向上に向けた化学産業の取り組み全般についても「広義の投資」として調査を行っている。ここでは、近年活発化しているM&Aについて、取り上げたい。
- 「広義の投資」に対する取り組みでは、化学産業においては、製造業全体と同様に、国内有形固定資産投資、研究開発、人材育成・人的投資が3本柱となっている。一方で、M&Aについては、設備投資や研究開発に比べると、企業の取り組み優先度は高くない結果となっている(図表5-1)。
- ただ、M&Aの実施状況をみると、国内外買収ともに実施した企業の割合は増加している(図表5-2)。また、M&Aに対するスタンスについても、昨年度の調査時点に比べて、より多くの企業が買収に対して前向きになっているようだ。化学は製造業全体に比べても、国内外ともにより積極的なスタンスが窺える(図表5-3)。

図表5-1 「広義の投資」の優先度

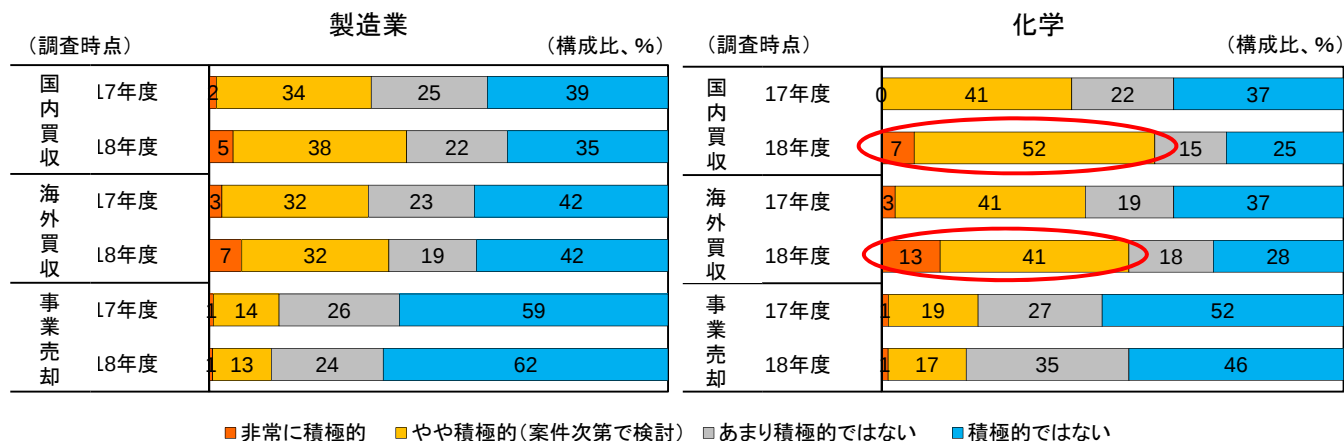


(備考)3つまでの複数回答

図表5-2 M&Aの実施状況



図表5-3 M&Aに対するスタンス

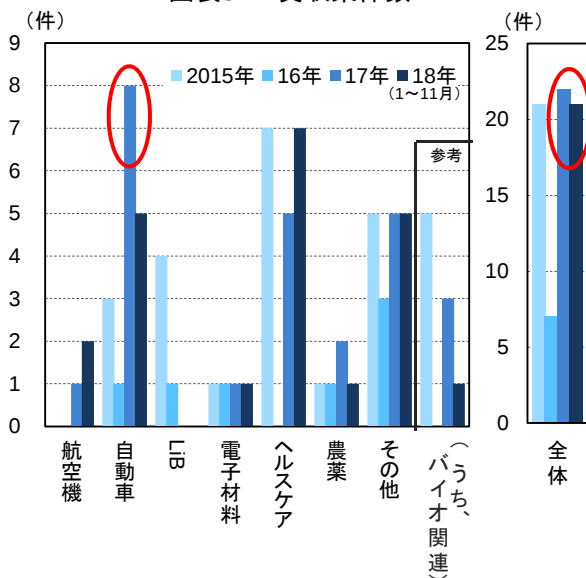


(備考)図表5-1～5-3 日本政策投資銀行「2018年度設備投資計画調査」により作成

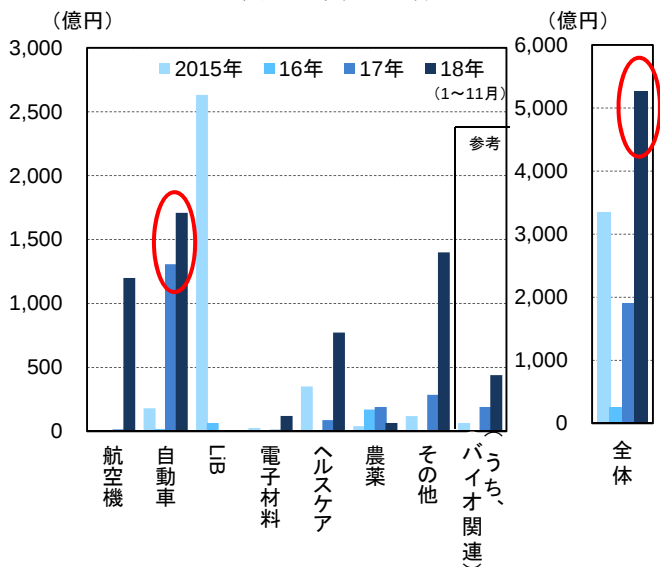
5. M&A動向～スタンス積極化、自動車分野での案件増～(続き)

- 図表5-11は、公表情報から主要化学メーカーの2015年以降の買収案件をまとめたものである。2015年から2018年11月現在で71件の案件が確認された。件数については、16年に一旦減ったものの、17年以降に回復しており、18年は11月時点ですでに17年の件数と同水準となっている(図表5-4)。金額ベースでみると、2018年は複数の大型案件があったことなどから、大幅に増加している(図表5-5)。
- 買収案件数を分野別でみてみると、数年前はヘルスケア分野を対象とした案件が多かったが、足元は自動車分野においても案件が増えている(図表5-4)。金額でも、自動車分野で特に増加していることがみとれる(図表5-5)。
- また、案件数を地域別でみてみると、北米、欧州、アジアの各地域で買収が行われていることが分かる。地域別・分野別でみると、自動車分野では欧米企業の案件が多くみられる。一方で、リチウムイオン2次電池(LiB)や電子材料では、国内買収の割合が大きい(図表5-6)。金額ベースでは、全体的に米国での投資額が大きい、特に自動車やLiB分野における米国の割合が大きくなっている(図表5-7)。

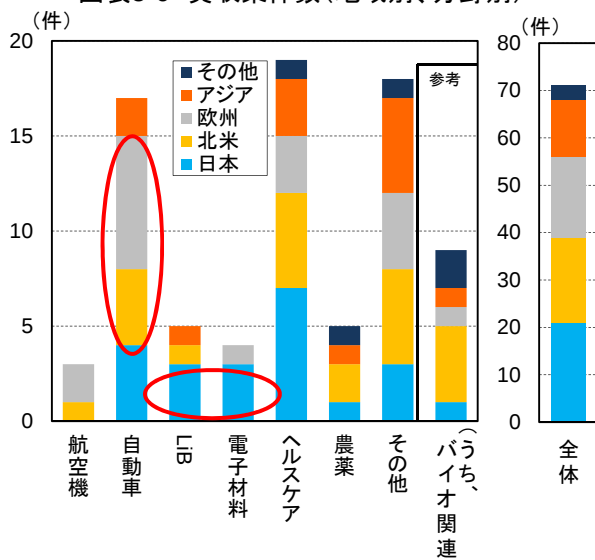
図表5-4 買収案件数



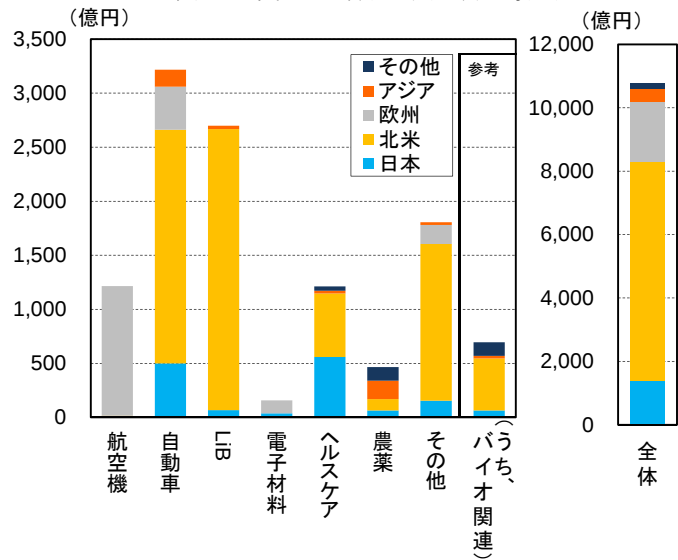
図表5-5 買収金額



図表5-6 買収案件数(地域別、分野別)



図表5-7 買収金額(地域別、分野別)

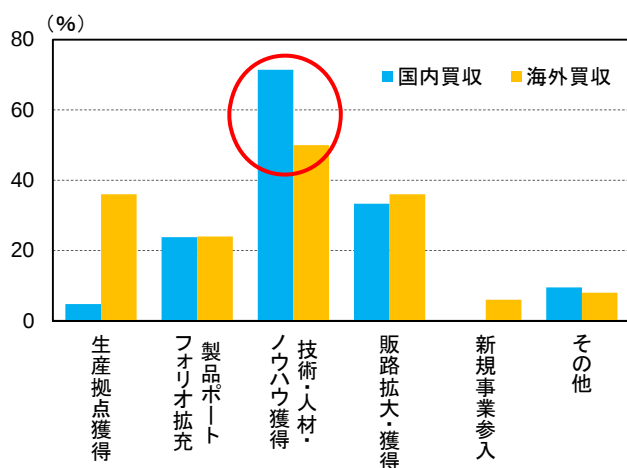


(備考) 1. 図表5-4～5-7 各社公表資料、各種新聞等により日本政策投資銀行作成
 2. 図表5-5、5-7 各社発表もしくは報道等により金額が判明しているもののみを集計
 3. 分野は買収した企業もしくは事業の分野
 4. パイオ関連は、ヘルスケア、農業、農業に含まれるパイオに関連する買収を特筆したものである

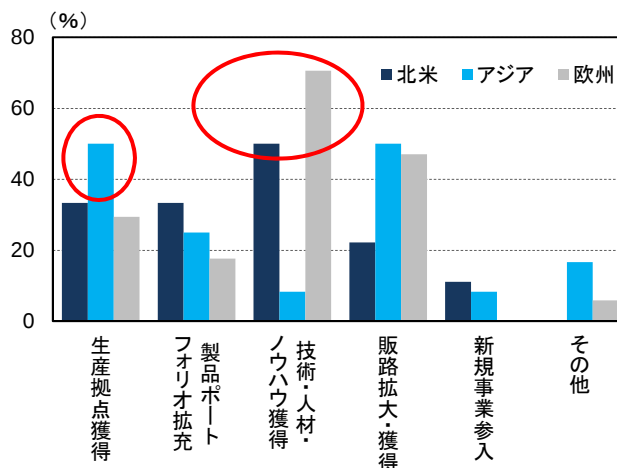
5. M&A動向～スタンス積極化、自動車分野での案件増～(続き)

- 次に、前述の71件の買収の目的について考察する(以下の目的別分類は当行による)。国内M&A、海外M&Aで分けてみると、いずれにおいても「技術・人材・ノウハウ獲得」といった知的財産の取り込みを目的としたものが多くなっている(図表5-8)。また、海外M&Aにおいては、「生産拠点獲得」や「販路獲得」も比較的多くみられる。海外M&Aをさらに地域別でみてみると、欧米においては「技術・人材・ノウハウ獲得」、アジアにおいては「生産拠点獲得」の割合が高くなっていることが特徴である(図表5-9)。
- 「技術・人材・ノウハウ獲得」の内容を分野別にみると、日本の化学メーカーが従来競争力を持っている製品が多いとされる電子材料や電池材料では、買収先企業と自社の技術やノウハウを複合することで開発強化や製品強化を狙うものが多いようだ。一方で、航空機、ヘルスケア、バイオ関連分野においては、欧米勢が競争力を持っている製品が多いこともあり、自社が持たない技術・ノウハウ・人材の獲得が目的である買収が多いと思われる(図表5-10)。
- また、前述の通り、足元買収案件が増えている自動車分野では、主な目的として知的財産の取り込み以外にも、特に海外で販路拡大・獲得の動きが多くみられた。日本の化学企業は、日系の自動車・車部品メーカーとの取引が中心であったが、買収により販路を取り込んだり、より部品生産などの川下分野に進出することで、海外の最終顧客への距離を縮めようとする動きが出てきている。また、自動車産業が大変革期を迎えている中、化学製品にも従来とは異なる機能や素材が求められているが、より川上(自動車の開発や設計など)に進出し、市場の声に応える素材を先回りして、最終顧客に提案できるような体制を目指す動きもみられ、多くの企業において、素材を売るだけのビジネスからのシフトが進んでいるようだ。

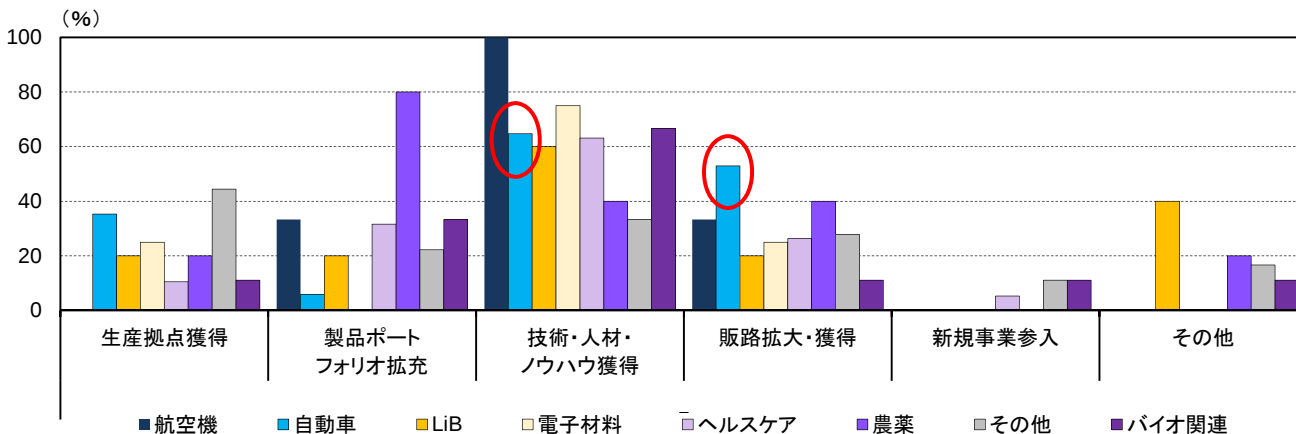
図表5-8 買収の目的(件数ベース、国内・海外別)



図表5-9 買収の目的(件数ベース、海外企業の地域別)



図表5-10 買収の目的(分野別)



(備考) 1. 図表5-9～5-10 図表5-4の案件をベースに日本政策投資銀行作成

2. 目的は各種公表情報を元に主な目的を選んでいる、複数の目的がある場合は複数カウントしている

5. M&A動向～スタンス積極化、自動車分野での案件増～(続き)

図表5-11 主要化学メーカーの2015年以降のM&A案件(各種公表資料より)

	国内	海外		
		北米	アジア	欧州・その他
三菱ケミカル		■2017年3月:ジェミニコンボジット(米のCFRP設計・製造ベンチャー)買収	■2018年8月:ABCプラスティン(インドネシアのPVCコンパウンドメーカー)買収 ■2018年秋:印ウェルセット・ブラスト・エクストルージョンズのPVCコンパウンド事業買収	■2017年4月:SGL(独の素材大手メーカー)の米国炭素繊維工場買収 ■2018年3月:ダッチフィラメンツ(蘭の3Dプリンター用樹脂フィラメントメーカー)買収 ■2018年10月:クリーンパートグループ(独の半導体装置洗浄サービス企業)買収
東レ	■2017年6月:NGR(半導体検査装置メーカー)を買収		■2015年9月:韓LG化学のLiBセパレータ工場買収	■2015年7月:ソルビコア(独の燃料電池部材開発企業)買収 ■2015年10月:デルタテック(伊の炭素繊維シートメーカー)買収 ■2018年7月:デンカーテ・アドバンスト・コンボジット(蘭のCFRP加工・開発企業)買収
住友化学	■2015年4月:日立金属の化合物半導体材料事業買収 ■2016年10月:田中化学研究所買収 ■2017年10月:協和発酵バイオの植物生長調整剤事業買収	■2015年3月:マイコライザル・アプリケーションズ(米の微生物農業資材ベンチャー)買収	■2016年6月:エクセル・クロック・ケア(印の農業メーカー)買収	■2017年11月:ボタニカル・リソース・オーstralia(豪の殺虫成分大手サプライヤー)買収
旭化成		■2015年8月:ポリボア(米のバッテリーセパレータメーカー)買収 ■2018年9月:セージ・オートモーティブ・インテリアズ(米の自動車シート加工大手)買収		■2015年9月:キーマ(イスラエルの医療機器ベンチャー)買収
三井化学	■2017年12月:旭化成の「サンヴィーオ」事業買収 ■2018年1月:アーク(自動車製品開発支援企業)買収	■2015年3月:レスパイア・メディカル(米のオーラル医療機器メーカー)買収		
積水化学工業	■2015年7月:エナックス(リチウムイオン電池開発企業)買収 ■2015年12月:エーディア(検査薬メーカー)買収 ■2017年8月:PTケイマン買収 ■2017年12月:ソフランウイズ(ウレタン製品メーカー)買収		■2018年3月:ヴェリダス・ラボラトリーズ(シンガポールの遺伝子検査機器・試薬メーカー)買収	
昭和電工			■2016年11月:GMMグループ(香港の調理器具向けコーティング剤メーカー)買収	■2017年10月:独SGLカーボンの黒鉛電極事業買収
東ソー			■2015年4月:ライラック・メディケア(印の体外診断薬メーカー)買収 ■2015年9月:マブハイ・ビニル(比の苛性ソーダ・塩素メーカー)連結子会社化	
帝人	■2018年3月:MDテックハート(医療機器ベンチャー)買収	■2017年1月:米コンチネンタル・ストラクチャル・プラスチック(北米最大の自動車向け複合材料成形メーカー)買収		■2018年8月:イナパル・プラスティコ(ポルトガルの自動車向け複合材成形企業)買収 ■2018年8月:ジューグラー(独の自動車向け内装材で世界大手)買収
日立化成	■2016年2月:大日精化工業の電気絶縁ワニス事業の営業権等譲受 ■2018年1月:協和メデックス買収	■2017年5月:PCT(米の再生医療ベンチャー)買収	■2017年9月:タイ・ストレージバッテリー(泰の大手自動車・産業用鉛蓄電池メーカー)買収	■2017年2月:フィアム(伊の自動車部品メーカー)の自動車・産業用鉛蓄電池事業買収 ■2017年4月:イゾライト(独の自動車・航空機・産業用断熱部品メーカー)買収

今月のトピックス

5. M&A動向～スタンス積極化、自動車分野での案件増～(続き)

図表5-11 主要化学メーカーの2015年以降のM&A案件(各種公表資料より)(続き)

	国内	海外		
		北米	アジア	欧州・その他
宇部興産	■2017年1月:三菱重エラスチックテクノロジー(三菱重工の射出成型機子会社)買収			
DIC		■2016年2月:加コルマールインクのフレキソインキ事業譲受 ■2017年9月:ジュールス・オングストローム・U.V.プリンティングインクス(米の大手UV硬化型インキメーカー)買収 ■2018年3月:米PPGインダストリーズのメタルデコ用印刷インキ事業買収	■2018年7月:香キャセイインダストリーズグループから高純度酸化鉄顔料事業買	■2015年7月:キングフィッシャーカラーズ(英の化粧品顔料メーカー)買収 ■2018年2月:ルミネッセンスホールディングス(英のセキュリティ印刷用インキメーカー)買収
三菱ガス化学	■2015年3月:JSP連結子会社化			
カネカ	■2016年1月:セメダイン連結子会社化	■2017年7月:アブライド・ボレラミック(米の航空機向け樹脂配合メーカー)買収		■2018年1月:ヘンケル(独の化学大手)の米法人から航空機向け樹脂材料事業を買収
クラレ		■2018年3月:カルゴンカーボン(米の活性炭メーカー)買収		■2015年4月:ブランティック・テクノロジーズ(豪の植物由来食品包装フィルムメーカー)買収
ダイセル		■2015年12月:米ディフィニティー・ジェノミクスからDNA精製事業を買収		■2018年8月:ロマファーム(独の中堅医薬品製剤メーカー)買収
JSR	■2015年10月:医学生物学研究so連結子会社化 ■2017年7月:レキシー(医療用3Dソフトウェア開発企業)買収	■2015年3月:KBIバイオファーマ(米のバイオ医薬品開発・製造受託企業)買収 ■2018年5月:クラウンバイオサイエンス(米の創業支援企業)買収		■2017年6月:セレクス(スイスの動物細胞株構築受託企業)買収
デンカ		■2015年10月:米デュボンからクロロブレンゴム事業譲受	■2015年4月:ポスコ・ベンチャー(マレーシアの建築資材会社)連結子会社化 ■2016年5月:PTエストップ・インドネシア(インドネシアの建材メーカー)連結子会社化	■2017年8月:アイコン・ジェネティクス(独のバイオ医薬品研究開発企業)完全子会社化
日本触媒		■2017年3月:シラス(米の化学技術ベンチャー)買収		
ADEKA	■2018年9月:日本農薬連結子会社化			
住友ベークライト	■2017年5月:イノメディックスの電動式低圧吸引器事業買収			
クレハ	■2015年12月:クレハ・バッテリー・マテリアルズ・ジャパン完全子会社化			
日本曹達		■2018年9月:ゾエティス・ジャパン(米ゾエティスの日本法人、動物薬メーカー)のプラントヘルス事業買収		

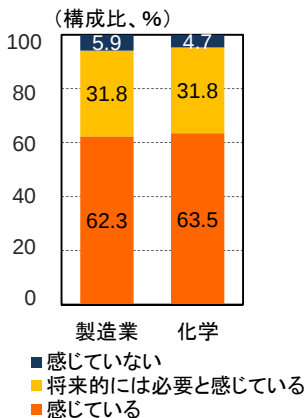
※信越化学工業、日本ゼオン、東洋紡、三洋化成工業、東亜合成、積水化成成品工業、住友精化については、M&A案件が確認できなかったためリストから除外している

- (備考) 1.各社発表資料、化学工業日報、その他新聞記事により作成(日本政策投資銀行「設備投資計画調査」の回答とは関係ない)
2.総投資額が1,000億円以上と確認されたものに赤色を付している
3.年月は買収完了時期
4.2018年11月時点

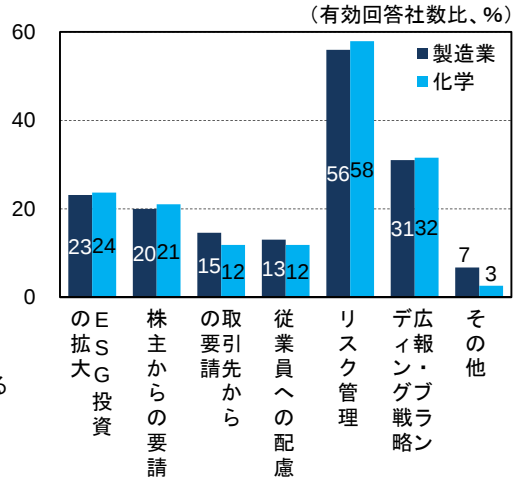
6. 自動車分野への注力とESGへの取り組み

- 最後に近年注目されているESGについて考察したい。当行調査では、ESGに取り組む必要性があるとする化学企業は95%以上となっている(図表6-1)。取り組む背景については、「リスク管理」と答える企業が6割で、次に「広報・ブランディング戦略」が3割となっている。ESGに取り組むことで企業価値向上に繋げようとするスタンスが一部企業で窺えるものの、リスク管理などやや防衛的なスタンスが中心となっている(図表6-2)。
- 図表6-3のESG課題特定における社内体制をみると、テーマごとに各部門で対応しているとの回答が最も多く、社内横断的な体制や経営層による協議体制の回答が少ないことから、社内で統合的な運営が図られていない企業が多いと思われる。経営層が中心となって、ESGへの取り組みをリスク管理の観点からだけでなく、成長の機会として捉え、外部に発信していくことが求められているのではないだろうか。
- 今回の調査において、化学産業では自動車向けの設備投資やM&Aが目立ったが、地球の環境保全のための課題の1つに、自動車の環境負荷低減がある。例えば、地球温暖化に最も大きな影響を及ぼす二酸化炭素(CO₂)の世界と日本の排出源をみると、どちらも運輸部門によるものが2割前後となっており、そのうち自動車占める割合が大部分となっている(図表6-4)。このことから自動車からの環境負荷物質抑制対策は環境問題解決にとって非常に重要であることがわかる。
- このような状況下、自動車の軽量化や電動化に対応する素材など、環境負荷低減に大きく寄与する製品に強みを持つ日本の化学企業は多く、自動車向け素材を通して、化学企業がESGの「E」に貢献できる部分は大きいと考える。例えば、一部の大手メーカーにおいては、環境負荷低減に資する自社製品を認定、それらの開発や普及を目標に設定し、環境保全に貢献しながら自社の収益向上も目指すという取り組みを行っている。
- 化学産業自体を単独で取り上げると、エネルギー多消費産業と言えるが、素材供給等を通じたサプライチェーン全体における環境負荷低減への我が国化学企業の貢献余地は大きく、特に自動車分野への注力は、地球温暖化などの社会的課題の解決と、自社の持続的成長を両立するチャンスであると考え。併せて、自社および社会のサステナビリティを実現するこれらの取り組みを、ステークホルダーに対してより効果的にアピールしていくことを期待したい。

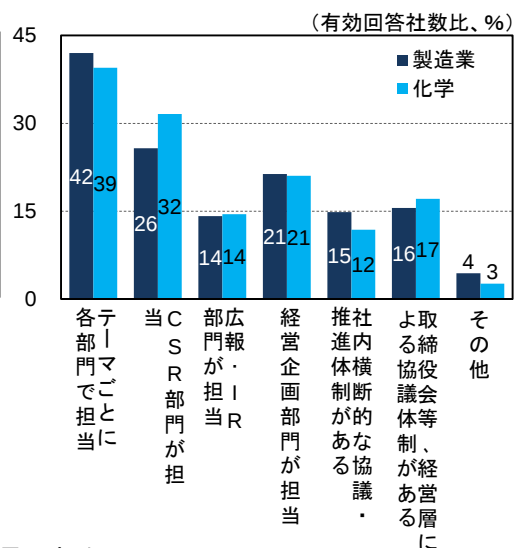
図表6-1 ESGに取り組む必要性



図表6-2 ESGに取り組む背景

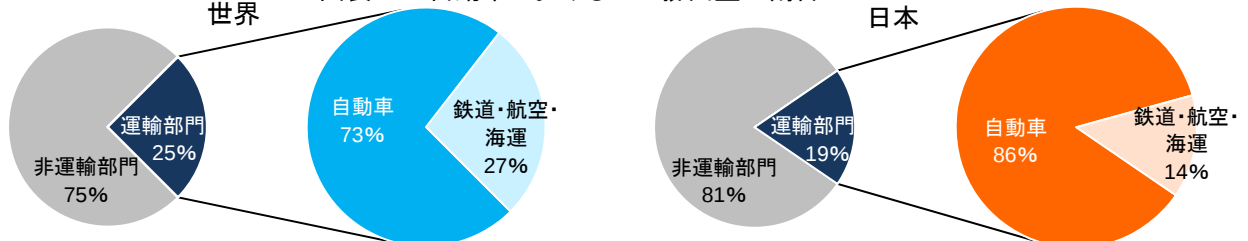


図表6-3 ESG課題特定における社内体制



(備考) 1. 図表6-1～6-3 日本政策投資銀行「2018年度設備投資計画調査」により作成
2. 図表6-2～6-3 2つまでの複数回答

図表6-4 自動車におけるCO₂排出量の割合



(備考) 1. 世界(2016年): International Energy Agency “CO₂ Emissions from Fuel Combustion Highlights © OECD/IEA 2018, www.iea.org/statistics”により作成
2. 日本(2016年度): 国立研究開発法人国立環境研究所のデータをもとに作成
3. エネルギー起源CO₂を集計の対象としている

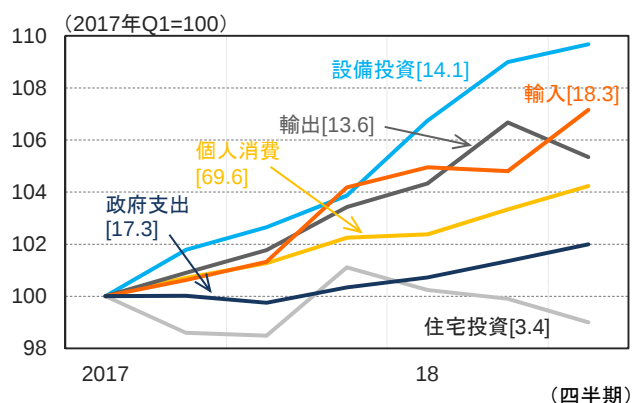
[産業調査部 餅友佳里]

回復が続く米経済の過熱感と金融政策運営

1. 米経済は堅調だが、19年以降を懸念する声も

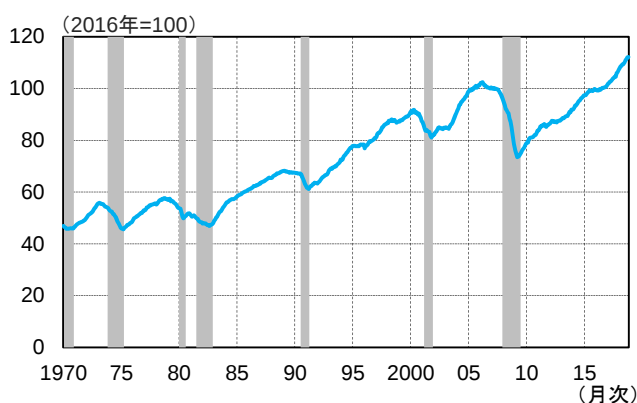
- 米経済は拡大しており、景気回復は19年6月に過去最長を更新するとみられる。堅調な内需を背景に輸入が増加し、貿易赤字は拡大しているものの、個人消費や設備投資が堅調を維持している。また、トランプ政権が国防を中心に政府支出を拡大していることも、成長を押し上げている(図表1-1)。
- 景気に11ヵ月程度先行する景気先行指数も上昇が続いており、先行きについても、現時点では景気後退の兆候はみられない(図表1-2)。ただし、10月以降は株価が大きく下落し、一部の年限で逆イールドが発生した。減税効果の一服や、世界経済の減速が見込まれる中、19年以降の景気を懸念する声が増えてきた。
- 逆イールドは、より長い期間の金利が、将来の短期金利低下を織り込んで低下することで生じることから、景気後退のシグナルとされる。70年以降についてみると、10年と3年の金利差は、景気後退入りする前に必ずマイナスとなっている。足元についてみると、マイナスとはなっていないものの、金利差は急速に縮小している(図表1-3)。
- ただし、金融引き締め局面で長短金利差が縮小するのは自然な現象であり、仮に逆イールドになったとしても、景気後退入りするまでは、平均して2年程度の期間がある(図表1-4)。どのタイミングで、何をきっかけに景気後退入りするかを考えるには、経済状況を広く点検する必要がある。

図表1-1 実質GDP(需要項目別)



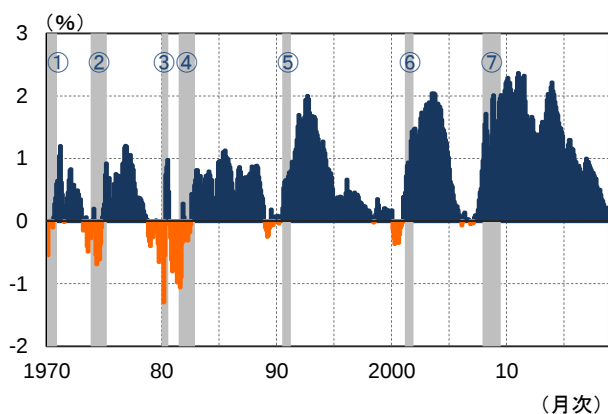
(備考) 1.米商務省により日本政策投資銀行作成
2.[]内は17年の実質GDPに占める割合

図表1-2 景気先行指数



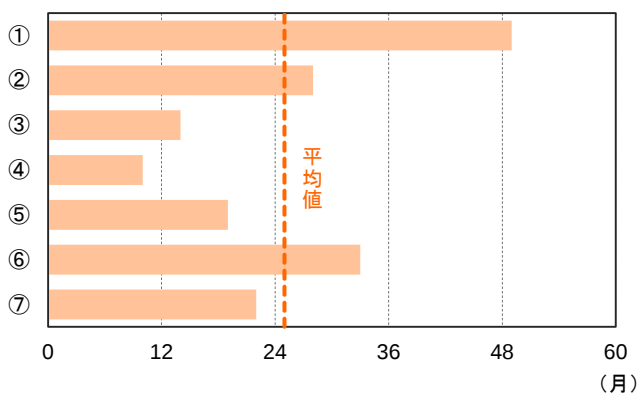
(備考) 1.Thomson Reuters Datastream
2.網掛けは景気後退局面

図表1-3 長短金利差(10年－3年)



(備考) 1.FRB、NBERにより日本政策投資銀行作成
2.網掛けは景気後退局面、オレンジは逆イールド

図表1-4 逆イールド入りから景気の山までの距離

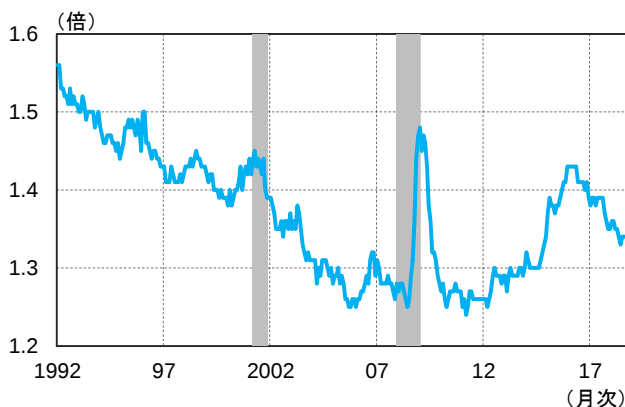


(備考) FRB、NBERにより日本政策投資銀行作成

2. 過去の実験を踏まえ、FRBも金融システムにより配慮

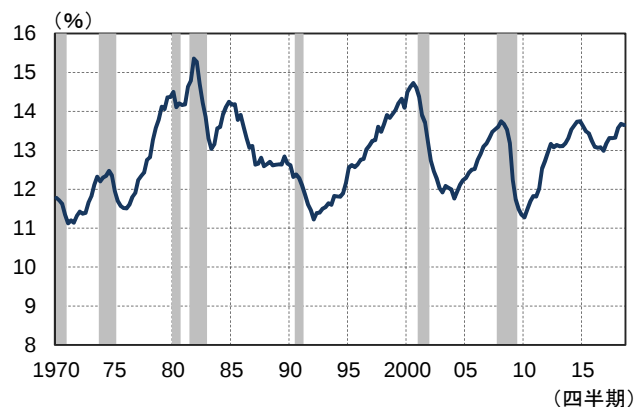
- 伝統的な考え方によれば、景気循環は波長の異なる複数の波によって生じる。
- 短期の波をもたらす在庫についてみると、足元で積み上がりはみられず、16年以降はむしろ売上高比が低下している(図表2-1)。また、最近では、需要変動に対する生産調整の高度化が進んだことから、在庫が積み上がりにくくなり、在庫循環が景気に与える影響が低下したとの指摘もある。
- 次に、10年程度の周期をもつとされる設備投資についてみると、原油高を背景にシェール関連の投資が牽引しているが、2000年頃のITバブルに比べれば過熱感はない(図表2-2)。今後は減税効果の剥落や原油価格の下落を受けて減速すると見込まれ、過熱・反動減が景気転換をもたらすことは想定しづらい。
- 以上を踏まえ、景気後退のリスクは限定的といえるだろうか。70～80年代の景気後退は、オイルショックや、高インフレを抑制するための金融引き締めが原因となった。一方、それ以降の景気後退は、資産バブルの崩壊や、信用不安など、金融面の不均衡によりもたらされた(図表2-3)。従って、景気後退のリスクについて考える際には、実体経済のみならず、金融的不均衡の有無について点検する必要があると考えられる。
- なお、金融的不均衡については、金融政策で事前に対処すべきとする「BISビュー」に対し、FRBは従来、否定的なスタンスをとっていた。ただし、リーマンショック以降は、金融政策の目的を物価と雇用の安定としつつも、金融システムの安定にも配慮する姿勢をみせている(図表2-4)。

図表2-1 在庫(対売上高比)



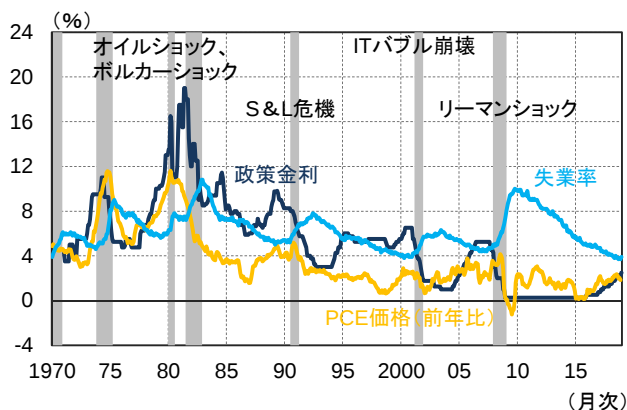
(備考) 1.米商務省、NBER
2.季節調整値
3.網掛けは景気後退局面

図表2-2 名目設備投資(対GDP比)



(備考) 1.米商務省、NBER
2.季節調整値
3.網掛けは景気後退局面

図表2-3 政策金利と失業率・物価



(備考) 1.米商務省、FRB、NBERにより日本政策投資銀行作成
2.網掛けは景気後退局面

図表2-4 金融政策におけるスタンス

Fedビュー: Clean up the mess (事後対応型)

金融政策の目標はあくまで物価と雇用。金融不均衡は規制で対処。バブルも崩壊後の緩和で対応可

最近のFRBのスタンス

目標は変わらないが、金融危機の経験を踏まえ、かつてより金融システムにも配慮

BISビュー: Lean against the wind (予防対応型)

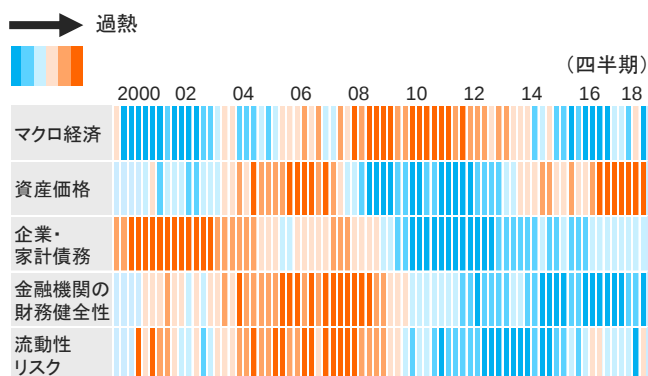
インフレ圧力がなくとも、金融危機に陥ったケースがあり、金融政策は資産価格などへの目配りが必要

(備考) 日本政策投資銀行作成

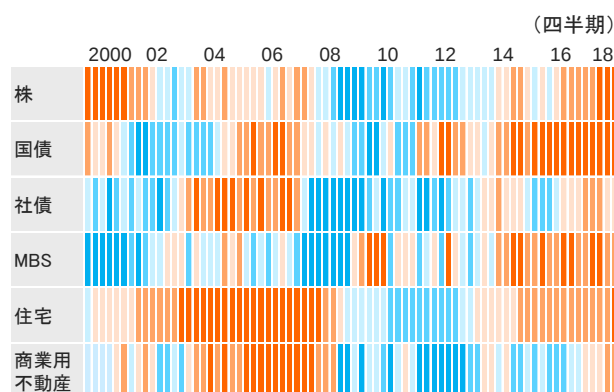
3. 資産価格には過熱の兆候がみられ、高リスクの企業債務も増加

- 金融面を含む市場全体の過熱感について、ヒートマップを用いて点検すると、マクロ経済や金融市場では、リーマンショック前にみられたような過熱感があるわけではない(図表3-1)。ただし、株式や国債、住宅などの資産価格には、過熱の兆候がみられる(図表3-2)。
- 18年に入り、株式市場では数回調整が生じた。今後も調整が起きる可能性はあるが、それが資産価格の急落につながるかどうかは、金融政策正常化のペースや、投資家の目線が変わるような破綻などのショックの有無などに左右されると考えられる。
- 次に、BISが作成する「早期警戒指標」の一つであるクレジット/GDPギャップをみると、リーマンショック後に金融規制が強化されたこともあり、トレンドを下回っている(図表3-3)。クレジットサイクルの観点からみれば、危機発生リスクが高まっているわけではない。
- ただし、その内訳をみると、ハイイールド債やレバレッジド・ローンなど、リスクの高い企業債務が増加している(図表3-4)。日欧と同様、緩和的な金融環境が続くなかで、目先の収益を確保(search for yield)しようとリスクテイクが拡大する動きといえる。

図表3-1 市場全体の過熱感

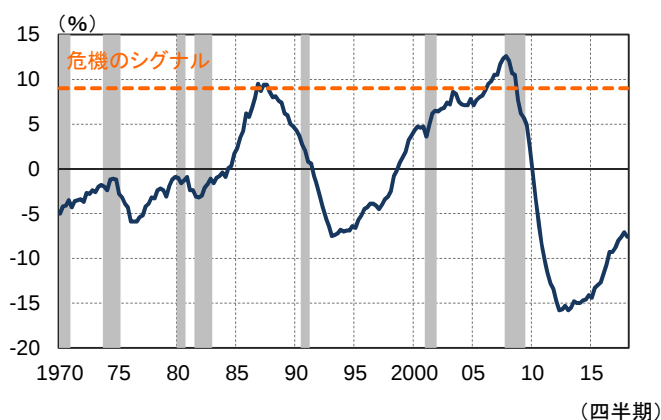


図表3-2 資産価格の過熱感

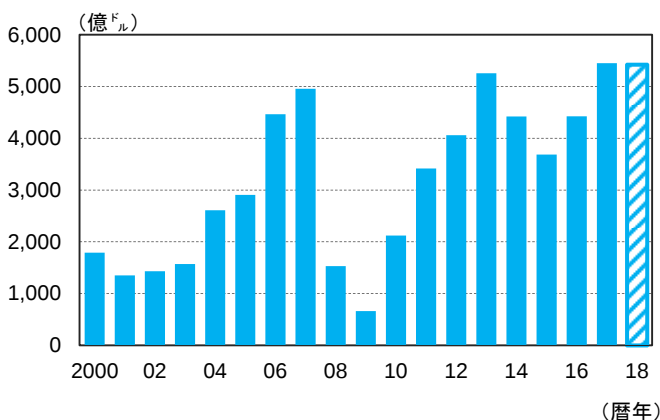


(備考) 1.OFR 2.「マクロ経済」は、経常収支や財政収支の対GDP比を含むため、景気後退でGDPが落ち込むと過熱を示す傾向がある

図表3-3 非金融部門のクレジット/GDPギャップ



図表3-4 レバレッジド・ローンの発行額



(備考) 1.BIS, NBER, Aldasoro et al. (2018)
2. 網掛けは景気後退局面
3. クレジット/GDPギャップは、非金融部門の債務(対GDP比)のトレンドからの乖離

(備考) 1.BOE
2. 18年は上半期の発行額により日本政策投資銀行にて年率換算

4. FRBは19年も段階的な利上げを続ける見込み

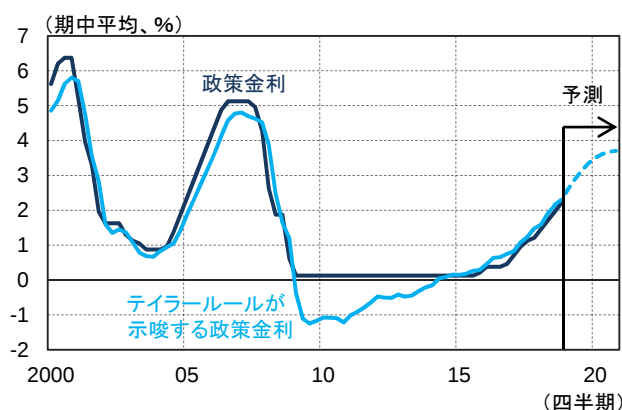
- 以上みてきたように、市場全体ではリーマンショック前にみられたような過熱感はないものの、一部の資産価格については過熱の兆候がみられるほか、緩和的な金融環境が続く中で、高リスクの企業債務が積み上がってきた。こうした中で、FRBの金融政策の正常化ペースが焦点となる。
- 18年11月頃にかけては、FOMCメンバーによるハト派的な発言が目立った。海外経済や国内住宅市場に弱さがみられるほか、物価に過熱の兆候がみられないこともあり、市場では19年早々にも利上げが打ち止められるとの見方も多い(図表4-1)。
- ただし、内需は好調であるほか、労働市場のスラックが縮小し、賃金の伸びも高まっており、金融政策ルールから考えても19年以降の利上げ継続が示唆される(図表4-2)。また、早急に利上げを打ち止めすれば、資産価格などが過熱し、将来の調整リスクが高まる。FRBは、急速な引き締めは避けつつも、段階的な利上げを続けることで、息の長い景気回復の持続を目指すと考えられる。

図表4-1 FRBの利上げについての見方

	利上げ打ち止め説 (市場で多い)	利上げ継続説 (エコノミストに多い)
主張	19年早々にも利上げ打ち止め	慎重に判断するも利上げは継続
根拠	- 住宅市場の弱含み - 物価の頭打ち - 中立金利の低迷 - 海外経済の減速	- 景気は堅調を維持 - 賃金上昇の加速 - 中立金利は今後上昇 - 金融面の不均衡
その他	金利上昇による株安や大統領の利上げ牽制発言への配慮も	株安は一時的であり、政治が金融政策に与える影響は限定的

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表4-2 テイラールールが示唆する政策金利



(備考) 1.米商務省、米労働省、FRB、クリーブランド連銀よりDBJ作成
2.テイラールールは、クリーブランド連銀の可変的な中立金利を前提とした以下のモデル(変数の見通しはCBO)

$$i_t = 0.8i_{t-1} + 0.2[(r_{alt}^* + \pi_t^{Core} + 0.5(\pi_t^{Core} - \pi^*) + (outputgap_t)]$$

i_t : 政策金利

r_{alt}^* : 中立金利(ウィリアムズNY連銀総裁らによる推計値)

π_t^{Core} : コアPCE価格(前年比)

π^* : インフレ目標(2%)

$outputgap_t$: 需給ギャップ

参考文献

- Iľaki Aldasoro, Claudio Borio and Mathias Drehmann (2018), "Early warning indicators of banking crises: expanding the family," BIS Quarterly Review.

日本経済

18年10～12月期は自然災害による落ち込みから回復

戦後最長の景気回復も平均成長率は低い

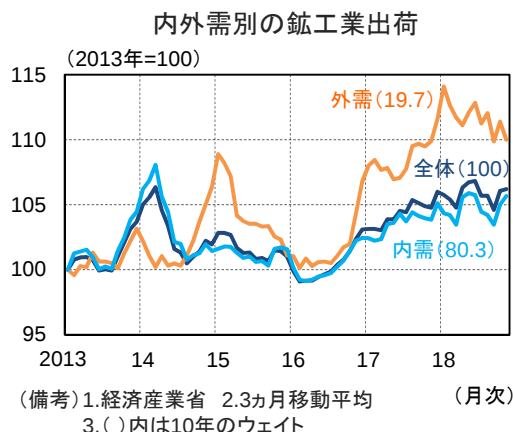
名目成長率はいざなぎ景気を上回る

金融市場の弱気の背景に五つの要因

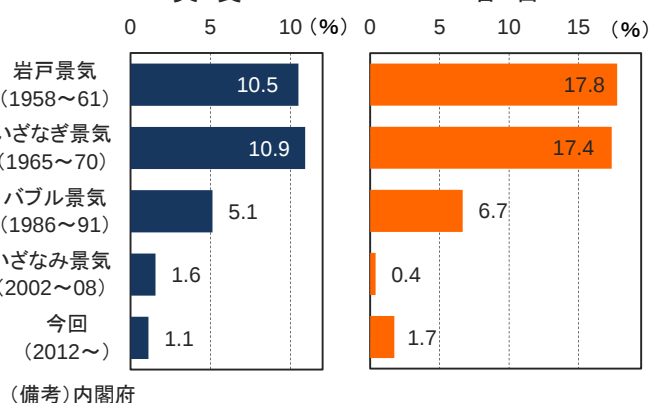
日本経済は、2018年7～9月期に自然災害の影響により実質年率2.5%と大きめのマイナス成長となったが、2月14日に公表される10～12月期GDPでは、この落ち込みを取り戻すとみられている。鉱工業の内外需別出荷により11月までの動きをみると、ウェイトで8割を占める国内出荷は、18年夏に災害などによりもたついた後、10、11月は回復の動きがみられる。一方、残り2割の輸出は18年中に水準を落としている。今後は、内需の下支えに期待したいところだが、国内の企業や消費者のマインドも、海外景気や、海外金融市場の動きに反応しやすい。19年は景気のブレーキが強まっていないか、下振れに警戒する展開になる。

こうした先行き懸念はあるものの、景気回復は1月で戦後最長を更新したとみられる。もちろん、年平均成長率を比較すると、10%を超えた高度成長期はもとより、バブル景気、2000年代のいざなぎ景気に比べても成長は鈍化している。また、消費者や企業の実感に近いとされる名目では、バブル以前との差は一層大きい。日本経済が先進国へのキャッチアップを終え、08年をピークに人口減少に転じたといった構造要因は容易に変えられないが、好況の実感が乏しいことは否定できない。

他方、今回の景気回復局面ではデフレ状態を脱しており、名目の成長率はいざなぎ景気を上回った。また、好況の実感がなく、リーマンショック後の不況を除けば、景気変動そのものが小ぶりになり、景気悪化の深刻度も低下しているともいえる。



主な長期回復局面のGDP成長率(年当たり)



「弱気」の要因分解

要因		18年夏頃まで	18年秋から年末
景気減速懸念	景気減速・後退	米国を中心に世界経済の回復が続く	中国: 経済指標が振るわず 米国: 住宅など一部に弱さ
	金利上昇	景気が好調な中、大問題にはならず	FRBの利上げが景気減速に拍車をかけるとの懸念
リスク回避	米中対立	関税引き上げによる影響への懸念	技術覇権争いの様相を呈し深刻化・長期化が懸念に
	米国の内政混乱	大きな混乱はみられず	中間選挙でねじれ、政府閉鎖 パウエル議長解任問題
テクニカル要因			年末年始の薄商い 機械取引の影響力拡大

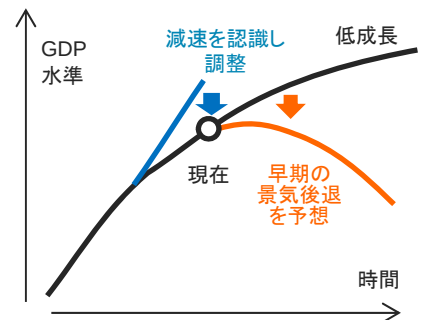
(備考) DBJ作成

対立の象徴的な事件は、市場参加者のリスク回避姿勢を強めたが、イベント発生直後に過敏に反応した後、影響は徐々に落ち着く性質のものと考えられる。

景気減速を認識する
タイミングで株安要因

最後に、「景気減速懸念」でまとめられる要因は、長期的な影響をもたらす点で最も重要だが、この言葉で表される見通し修正には二つの側面があると考えられる。一つ目は、17年までの高成長からの減速を認識する局面である。中国経済が減速基調に回帰することや、米国で減税効果が減衰することは、広く予想されていた。しかし、マクロ経済の減速による影響は、個々の業界、企業に対して十分に織り込まれておらず、決算見通しの修正などのタイミングで減速が認識され、株価の調整が生じる。

「景気減速」による二つの調整要因



(備考) DBJ作成

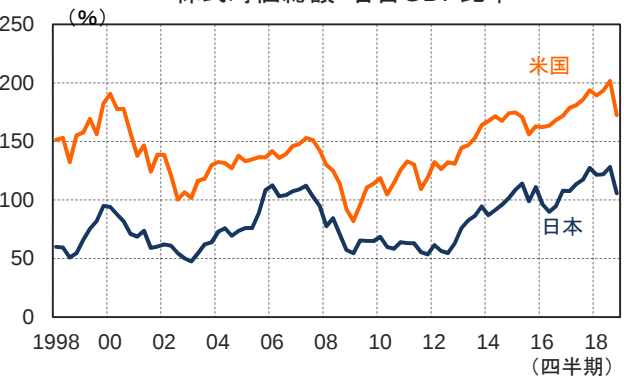
早期の景気後退の可能性を
織り込んだ株安も

もう一つは、景気が早期に山をつけ、後退に至る可能性を含めて、景気認識を引き下げるものであり、株価を一段と引き下げる材料になる。18年末の時点で、低成長局面入りはともかく、景気後退入りを示すほどの材料がどれほど加わったかは疑わしいが、弱気が広がったことで、実態以上に大きく株価を動かしたと考えることができる。

株価はやや戻すものの、
今後の持ち直しは緩やか

1月に入り、日米はじめ各国で株価は戻しているものの、依然として18年9月末頃の水準を1割程度下回っている。英国議会でBrexit法案が否決され、不透明感が増しているほか、中国では減速を示す指標が相次いだ。最大の懸案である米中協議も、期限の3/1を前に憶測が先行している。景気や企業業績が急落はしない、という自信を回復するまでの間は、株価は軟調が続くとみられる。一方、株式時価総額のGDP比率は、18年夏までに、日米ともに過去20年間で最高水準に上昇していた。今回の株安で割高感はいくらか和らいだが、歴史的にみれば依然高い。株価持ち直しは、実体経済とのバランスからみても、緩やかになると考えられる。

株式時価総額・名目GDP比率



(備考) 1. 日本銀行、内閣府、米FRB、米商務省
2. 18年10～12月期はDBJ試算

今後の注目イベント

日付	イベント	株式市場のシナリオ	
		反転上昇	一段と下落
1月下旬	米企業決算	強気	弱気
2月	米1月経済指標	堅調	減速
3月1日	米中協議期限	一定の合意	関税引き上げ
3月19～20日	米FOMC	金利据え置き	利上げ
3月29日	Brexit	合意 or 延期	合意なき離脱
4月17日	中国1～3月期GDP	減速緩和	減速

(備考) DBJ作成、オレンジは可能性が高いと思われるシナリオ

景気後退よりも16年同様に
構造的な低成長の議論へ

今回の株安は、原油安、中国減速、Brexitの国民投票などでリスク回避姿勢が強まった16年と似ているとの指摘が少なくない。当時は世界的に「長期停滞論」をテーマに、イノベーション不足や、金融緩和が恒常化するような需要不足が議論とされた。同年秋に選出されたトランプ大統領が減税策などを掲げ、中国でも第2期習近平政権発足のタイミングで景気テコ入れが図られ、停滞論は遠のいた。ただし、一時的な景気刺激は減衰し、保護主義の台頭もあって、再び低成長のパス(経路)に乗せようとしている。この過程で景気後退懸念が生じているが、むしろ構造的な低成長について、改めて議論が必要となつてこよう。

マクロ経済アップデート

米国経済

景気が堅調を維持する中、混乱した市場

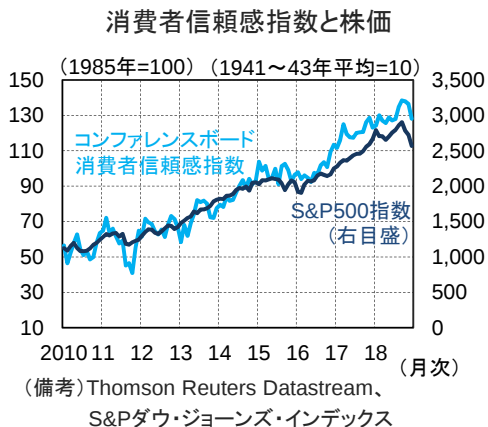
2018年7～9月期の実質GDP(12/21公表、確報値)は、前期比年率3.4%増となった。引き続き堅調な実体経済とは裏腹に、市場では年末年始にかけて混乱が続いた。ここでは、その背景と、米経済やFRBの金融政策への影響について整理する。

市場の混乱をもたらした複合的な要因

18年末以降の市場混乱は、複合的な要因によるものと考えられる。12月末から年明けにかけては、暫定予算の失効に伴う米政府機関の閉鎖や、アップルの業績見通しの下方修正といった、リスク回避的な動きにつながる材料が重なったほか、年末年始特有の薄商いも、ボラティリティを高める要因となった。また、より根底にあるのは、米中対立の長期化や、世界経済が減速、さらには景気後退に陥ることへの懸念である。

FRBと市場の認識に乖離が生じる

こうした中で、市場ではFRBの利上げ打ち止め観測が高まっていた。しかし、12月FOMCでは、18年4回目の利上げが実施され、19年も利上げを続ける方針が示された。市場では、これが景気減速に拍車をかけると捉えられ、リスク回避の動きが一段と強まった。このことは、FRBと市場との間で、経済の先行きについての見方に乖離があることを示している。

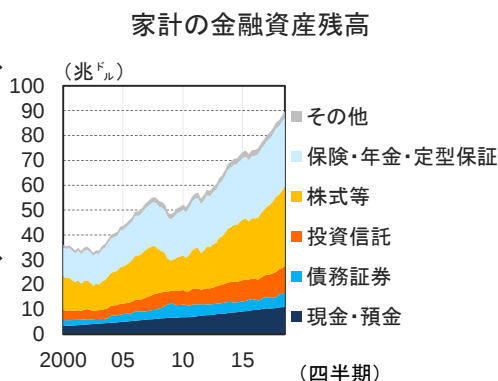


実績を踏まえれば、利上げ継続に違和感はない

確かに中国では、生産や小売をはじめ、複数の指標が景気減速を示唆している。米国では、住宅市場に弱さがみられるほか、家計や企業のマインドも、高水準を維持しているものの、従来の楽観的な見方は修正されつつあるとみられる。一方で、中国が「ニューノーマル」に向かう中での減速は、以前からある程度想定されていた。また、米国では、雇用統計をはじめ、多くの指標が米経済が引き続き堅調であることを示唆しており、利上げの継続を支持する内容となっている。こうした観点では、12月FOMCで示されたスタンスに大きな違和感はない。

市場不安が実体経済に波及する可能性

ただし、金融市場の混乱は、実体経済にも悪影響を及ぼす可能性がある。例えば、株安は、株式や投資信託を保有する家計の消費を押し下げる効果(逆資産効果)を持つとされる。米国の家計が保有する株式や投資信託が金融資産に占める割合は47.4%(18年第3四半期)と、日本(約15%)や欧州(約30%)などと比べて高く、株高とともに上昇傾向にある。このため、株安が消費に与える影響は、他国と比べても大きいと考えられる。



株安が消費にもたらす影響は軽視できない

今回の株安は、消費に対してどれほどの影響があるだろうか。S&P500指数は、18年9月から12月にかけて、11.5%下落した。家計が保有する株式と投資信託残高も同時期に同じ割合で減少すると考えれば、目減り分は42.6兆ドルとなる。先行研究では、米国で家計の資産が100ドル減ると、消費は4ドル程度減少するとされる。この考え方をを用いると、今回の株安に伴う消費の下押し効果は、0.2兆ドルとなる。これは年間の名目消費(17年:13.3兆ドル)の1%あまりに相当するため、軽視できる内容ではない。

FRBはより慎重な判断を求められる

1月の2週目以降は、市場も落ち着きを取り戻しつつあり、混乱の影響は一時的にとどまる可能性もある。しかし、上記のような実体経済への悪影響は、FRBの念頭にもあるものと考えられる。パウエル議長も、1/4の講演で、金融政策の正常化を柔軟に見直す姿勢を示している。今後数カ月の間に公表される指標が、FRBの見立て通り堅調な結果となれば、市場でも過度な悲観シナリオが徐々に修正され、利上げを続けるための環境が整う。一方、景気認識をさらに悪化させる材料が出てくれば、FRBは大きな方針転換を迫られる。現状は前者がベースケースとなるが、FRBがより慎重に判断せざるを得ない状況になっているのは間違いない。

欧州経済

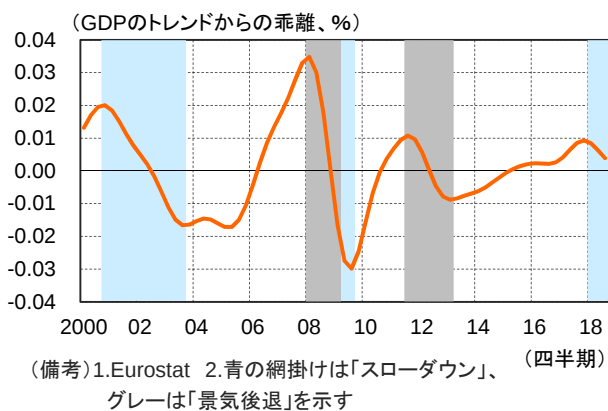
成長ペースが
鈍化

EU28カ国の2018年7～9月期実質GDPは前期比年率1.2%増と、輸出の伸び悩みにより2%台後半だった17年から成長ペースの鈍化が続いた。

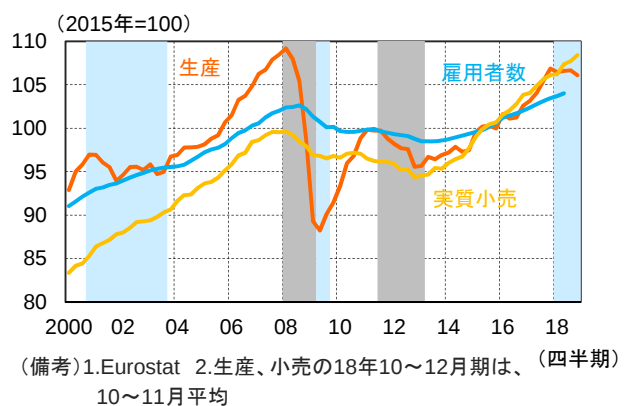
景気後退ではないが
スローダウン局面

欧州では日米のような景気基準日付を公表する公式な機関は存在しないが、Eurostatが、景気後退とその前段階のスローダウンの時期を示す「景気循環時計」を公表している。これによれば、18年はスローダウン局面にあるとされる。主要な経済指標の動きと照らし合わせると、過去の景気後退局面では生産、小売、雇用者数の全てで低下がみられた。18年以降は、小売、雇用者数に関しては増加が続いているものの、鉱工業生産は外需の減速と自動車の生産の遅れにより概ね横ばいとなっている。00年代前半のスローダウン局面においても、雇用者数や小売が増加する一方で、生産に弱含みがみられたが、その後は生産も持ち直し、スローダウン局面を脱した。今回も、生産の弱い動きが続いて雇用や小売に波及し、景気後退局面に至らないか注意が必要である。

ユーロ圏景気循環時計



生産、雇用者数、小売と景気循環



中国経済

成長ペースが鈍化し
ている

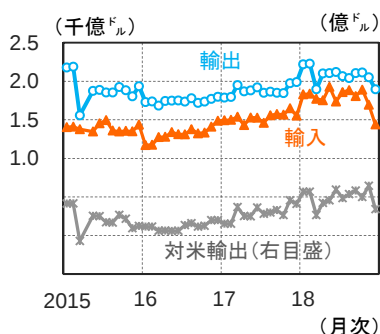
2018年10～12月期実質GDPは前年比6.4%増と、3期連続で伸びが縮小。通年では6.6%増と17年の6.8%増(改定値)から鈍化し、1990年以来の低い成長となった。

輸出は、対米向けの
駆け込み反動減の
顕在化もあり、不振
が続く

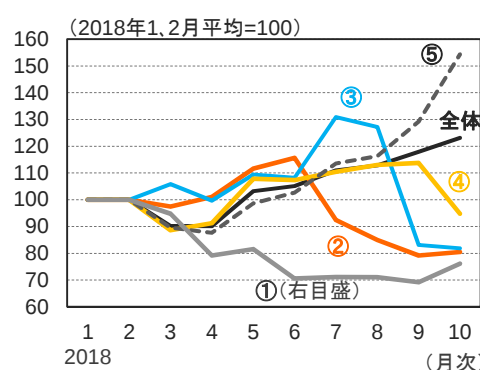
足元の輸出は駆け込み反動減により米国向けが減少したほか、EU向けも景気減速の影響により減少した。一方、輸入も国内景気減速を背景に、米国からの輸入減などにより減少。

対米輸出を品目別でみると、関税引き上げを挟んで、駆け込みと反動減がみられた。一方、まだ制裁関税が課されていない⑤の品目は、将来の関税引き上げの可能性を懸念した駆け込みにより、クリスマス商戦に向け大きく増加し、全体を牽引してきた。しかし、米国の需要期が過ぎれば、反動減が顕在化するとみられ、中国の統計では、12月の対米輸出全体はすでに減少した。駆け込みの反動減に加え、関税が引き上げられた品目では、税負担の増加による下押しもあり、今後、落ち込みが大きくなる可能性が考えられる。

輸出入



対米輸出



米国による制裁関税

	発動時期	規模(億ドル)	税率(%)
①	3/23	30	25、10
②	7/6	340	25
③	8/23	160	25
④	9/24	2,000	10
⑤	-	2,640	-

長期金利：一時マイナスに低下

- 米国では、景気減速懸念や利上げ早期打ち止め観測の浮上、政府機関閉鎖などに伴うリスク回避の流れから、金利は一時2.5%台に低下。日本では、米金利の低下とともに、長期金利は一時17年9月以来のマイナスに低下した。
- 12/18～19のFOMCでは利上げを行ったほか、19年の見通しを下方修正しつつも、段階的な利上げを続ける方針を示した。市場では、19年早々にも利上げが打ち止められるとの観測もあったため、想定よりもタカ派的な結果と受け止められたが、株価が大きく下落したため、リスク回避の動きから長期金利は低下した。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米国財務省

FOMCメンバーの利上げ見通しの変化

政策金利	19年		20年	
(%)	前回	今回	前回	今回
3.75～4.00			●	
3.50～3.75	●		●●●●●●	●●
3.25～3.50	●●●●		1回 ●●	●●●
3.00～3.25	3回 ●●●●	●●●●●●	●●●● 1回 ●●●●	
2.75～3.00	2 ●●●●	2回 ●●●●●●	●	●●●●●●
2.50～2.75	1 ●	1 ●●●●	●	●
2.25～2.50	●	●●		●
2.00～2.25	●		●	

(備考) 1.FRB 2.青は18年12月FOMC後の水準、黄色は中央値

3.回数は当該年における利上げ回数見通しを示す

株価：日米株価は大幅下落後やや回復

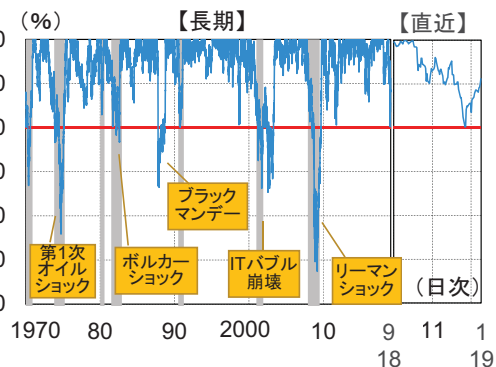
- 米国株価は、12月FOMCでの利上げ実施や政府機関の閉鎖、アップルの売上高見通し下方修正などを受けて大きく下落した後、堅調な雇用統計などの結果を受けて持ち直し。日本の株価も米株に連動して大幅下落した後、上昇した。
- 株価は、過去1年における高値から20%超下落すると、「弱気相場」入りしたとされる。米株は18年9月下旬にピークをつけた後、12/24までに19.8%下落し、弱気相場入り目前となったが、辛うじて回避した。

日米株価



(備考) 日本取引所グループ(株)東京証券取引所、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス

米株の弱気相場の目安



(備考) 1. S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス

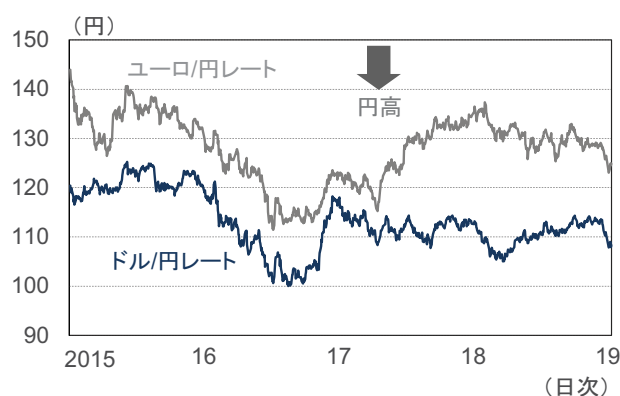
2.過去1年間(261営業日)における最高値からの下落率

3.網掛けは景気後退を示す 4.S&P500指数の推移

為替: 米金利低下とリスク回避的な動きが円高圧力に

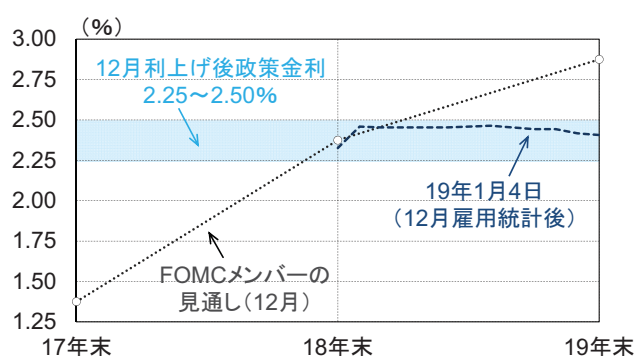
- 対ドル円レートは、FRBが19年も利上げを続ける方針を示したことがリスク回避につながったほか、米政府機関閉鎖やアップルの業績見通しの悪化などで、円高が進行。1/3には年始の薄商いの中で一時104円台をつけた。足元は、米中協議進展への期待などにより、109円前後で推移。
- 年明け以降は、パウエル議長が金融政策正常化の見直しを示唆したこともあり、リスク回避の動きはやや後退。今後、米景気が堅調を維持すれば、景気に対する市場の悲観的な見方は、徐々に修正されるとみられる。その中で利上げが継続されれば、日米金利差は再び拡大し、円安圧力が加わると考えられる。

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

FRBと市場の政策金利見通し

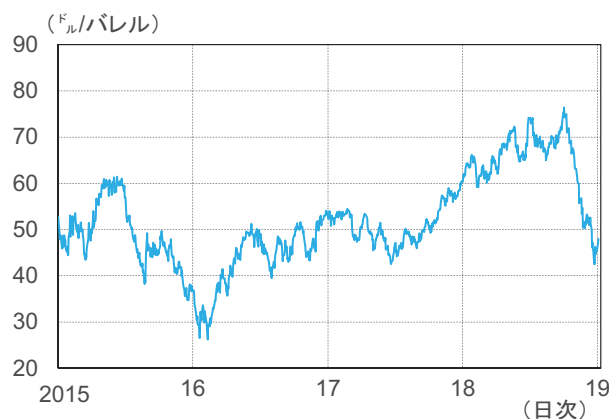


(備考) 1. CMEグループ(CBOT)、FRB
2. FOMCメンバーの見通しは、年末時点の政策金利見通しの中央値

原油価格: 50ドル台前半で推移

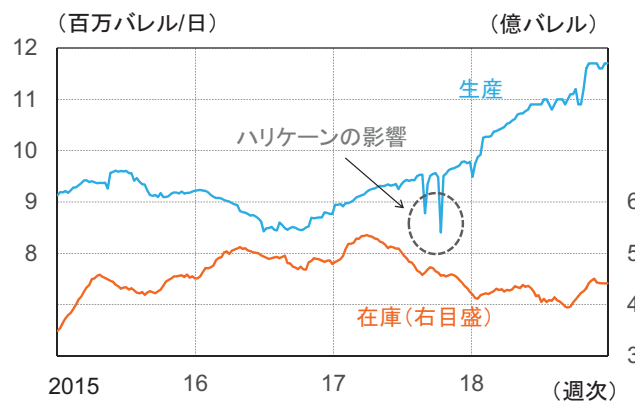
- 12月のOPEC総会では、19年からの減産が決定したが、米生産が堅調なこともあり、供給過剰の不安を払拭できず、世界経済の減速懸念を背景とする株価急落とともに一時40ドル台前半に下落。年明け後は、米国などの株価の持ち直しとともに、50ドル台前半までやや上昇。
- 米国の原油生産は、シェール革命以来、拡大基調にある。17年以降、原油価格の回復や、開発技術の向上による生産コストの低下を背景に大きく増加し、サウジアラビアやロシアが協調減産を行う中、18年8月に世界一の産油国となった。生産の増加とともに足元の在庫も再び高まり、原油価格の下押し圧力となっている。

WTI原油価格



(備考) CMEグループ(NYMEX)

米国原油生産と在庫

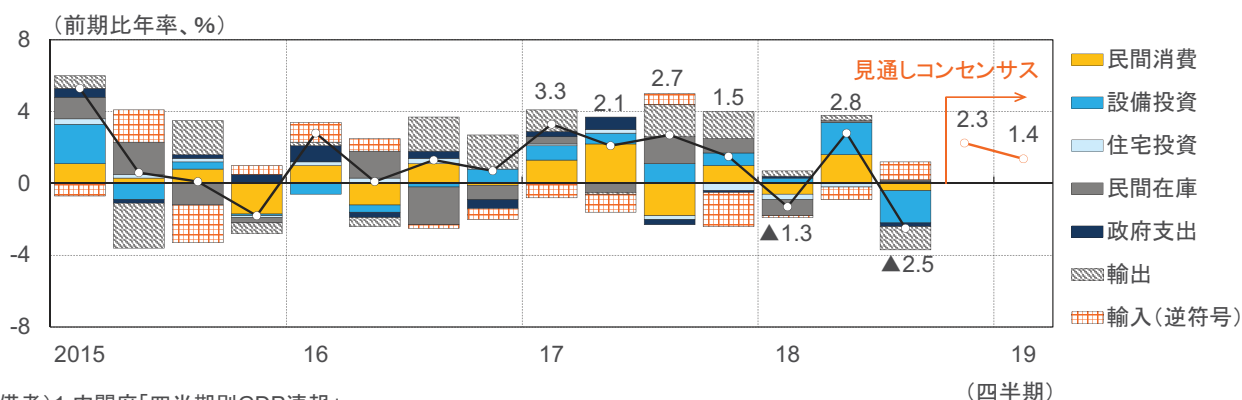


(備考) EIA(米エネルギー情報局)

自然災害の影響がみられるが、緩やかに回復している

- 2018年7～9月期の実質GDP(12/10公表、2次速報)は前期比年率2.5%減。前期に大きく増加した設備投資が反動減となったほか、自然災害の影響で消費や輸出が弱含み、マイナス成長となった。
- 先行きは、雇用・所得環境の改善を背景とした消費の増加や、世界経済の回復を背景とした輸出と設備投資の増加に支えられ、前期比年率1%以上の成長が続く見通し。

実質GDP成長率



(備考) 1.内閣府「四半期別GDP速報」

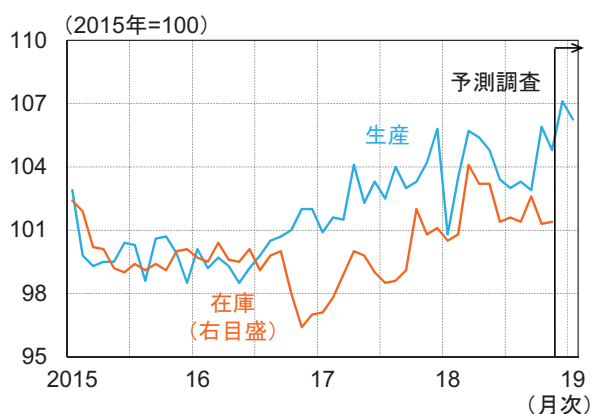
2.政府支出=公的資本形成+政府消費+公的在庫

3.見通しコンセンサスは日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」

生産は緩やかに増加している

- 11月の鉱工業生産は前月比1.0%減と、台風や地震などの自然災害からの挽回生産のあった前月から減少したが、自然災害により停滞する前の水準を上回っており、緩やかな増加基調を維持している。
- ただし、予測調査では、12月は前月比2.2%増、1月は同0.8%減と、輸送機械を中心に1月にかけてやや慎重な見通しとなっている。

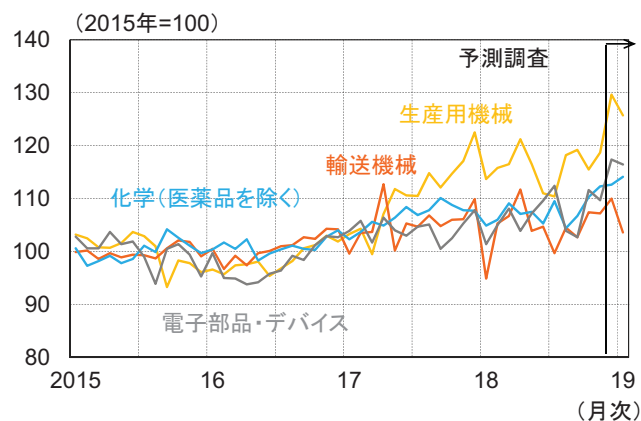
鉱工業生産



(備考) 1.経済産業省

2.12月、1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)



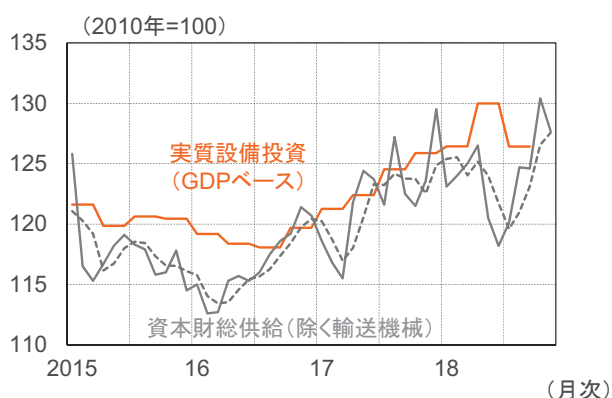
(備考) 1.経済産業省

2.12月、1月は予測調査による伸び率で延長

設備投資は増加している

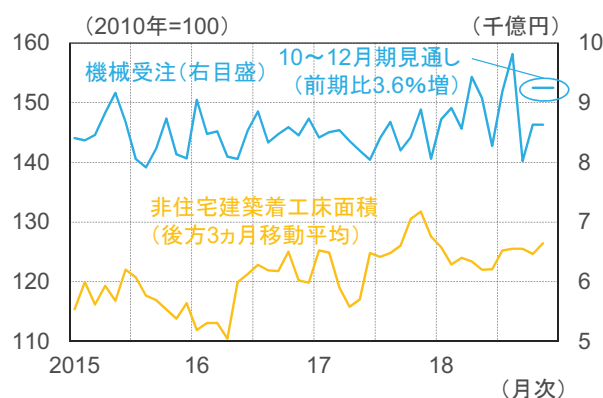
- 7～9月期の実質設備投資(GDPベース)は前期比年率10.6%減と、大幅に増加した前期から減少したものの、均してみれば増加している。機械投資の一致指標である資本財総供給(除く輸送機械)は増加基調にある。
- 先行指標をみると、機械投資については、11月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は横ばい。12月に大幅増とならない限り、10～12月期は前期比でマイナスとなり、増勢は一服。建設投資は、非住宅着工床面積が工場や倉庫を中心に増加している。

設備投資関連一致指標



(備考) 内閣府、経済産業省

設備投資関連先行指標



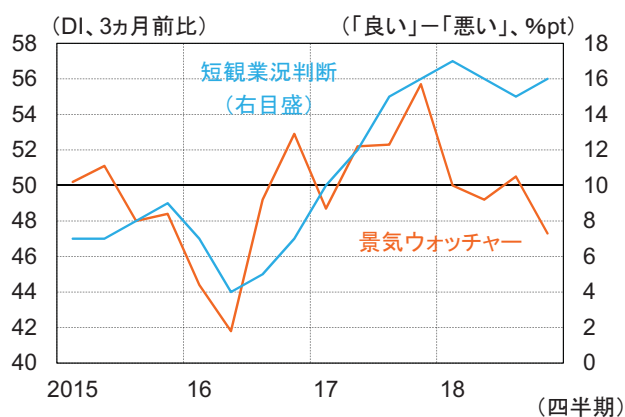
(備考) 1.内閣府、国土交通省

2.季節調整値(非住宅建築着工統計はDBJ試算)

19年度の設備投資は18年度より慎重だが底堅い見通し

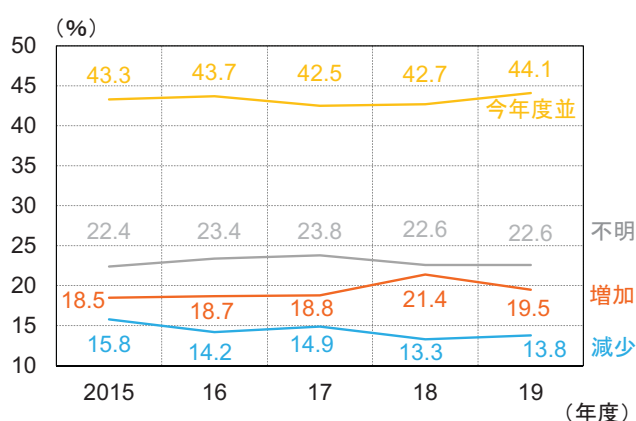
- 18年の日銀短観の業況判断は、中国減速懸念などにより、改善が足踏み。年末にかけて実施された10～12月の景気ウォッチャー調査によれば、株価の急落もあり企業の景況感指数は大きく低下した。
- 法人企業景気予測調査によると、19年度の設備投資見通しは、増加すると回答した企業の割合が19.5%と前年より低下し、昨年と比べると慎重な結果となった。ただし、設備投資の増加基調が続いた15～17年はやや上回っており、省力化需要や都心再開発やホテル建設投資が続く中で、底堅い見通しとなっている。

企業の景況感



(備考) 内閣府、日本銀行

翌年度の設備投資の見通し



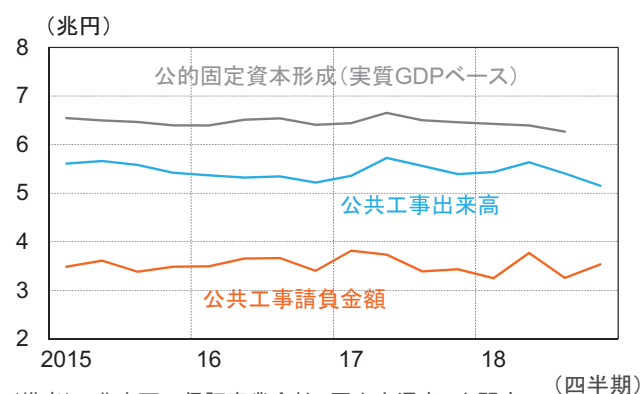
(備考) 1.財務省 2.土地を除く、ソフトウェアを含む

3.各年の12月時点での翌年度見通し 4.大企業

公共投資は足元で減少している、住宅着工は横ばいとなっている

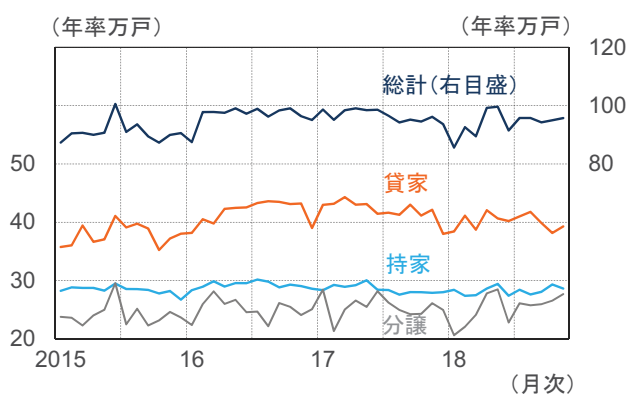
- 7～9月期の実質公共投資（GDPベース）は、前期比年率7.7%減少した。足元の出来高が減少する中、請負金額は一進一退。政府は、災害復旧のための18年度補正予算に加えて、第2次補正予算および19年度当初予算でも防災・減災、国土強靱化のためのインフラ緊急対策を盛り込んだ。19年度は、公共事業関係費の増加が公共投資を押し上げると見込まれる。
- 7～9月期の実質住宅投資（GDPベース）は、前期比年率2.7%増と5期ぶりに増加。11月の住宅着工は、前月比0.8%増。銀行のアパート向け貸出の厳格化などで貸家は低調が続いているが、消費増税を控えた駆け込み需要などもあり分譲が増加し、全体では概ね横ばいとなった。

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
2. 季節調整値(公共工事出来高と請負金額はDBJ試算)
3. 18年10～12月期の出来高は10～11月の数値を元に試算

住宅着工戸数

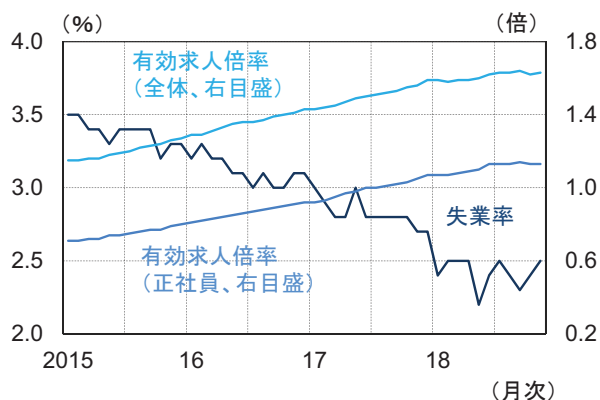


(備考) 国土交通省

雇用・所得は改善している

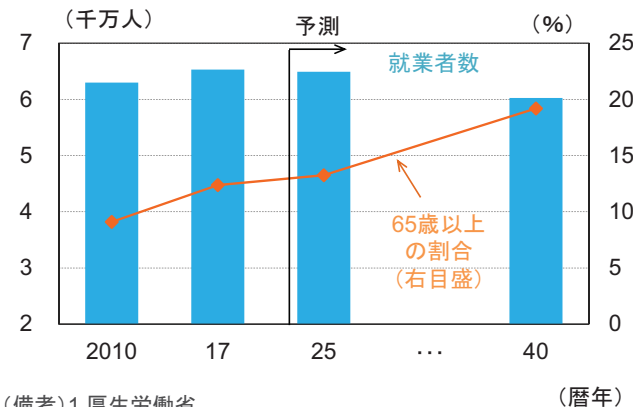
- 11月の完全失業率は、労働参加率の高まりを背景に、2.5%とやや上昇。このところ下げ止まっているが、2%台半ばの低水準にある。有効求人倍率は、18年半ば頃からは概ね横ばいとなっているものの、11月は全体で1.63倍、正社員でも1.13倍と高水準が続いている。
- 厚生労働省が公表した就業者数の長期見通しによると、2040年には就業者に占める65歳以上の割合は約2割に達する。高齢者では、フルタイムの正社員ではなく、パートタイムや非正規労働者での就労を選択する労働者も多いことから、正社員を中心とした働き方の見直しや生産性の向上が課題となる。

失業率と有効求人倍率



(備考) 1. 総務省、厚生労働省
2. 季節調整値

就業者数の長期見通し

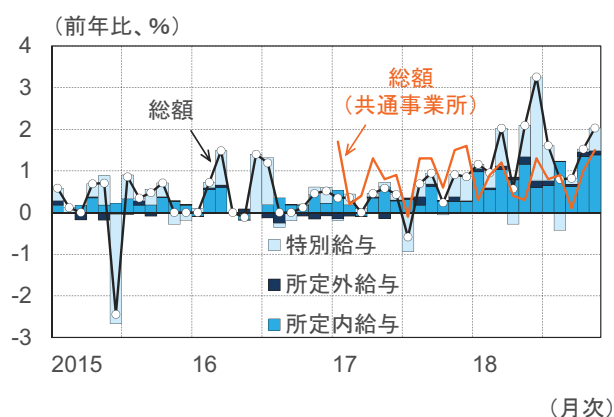


(備考) 1. 厚生労働省
2. 経済成長と労働参加が進むケースで、外国人労働者の受け入れは想定していない

給与増加は緩やかだが、冬のボーナスは増加

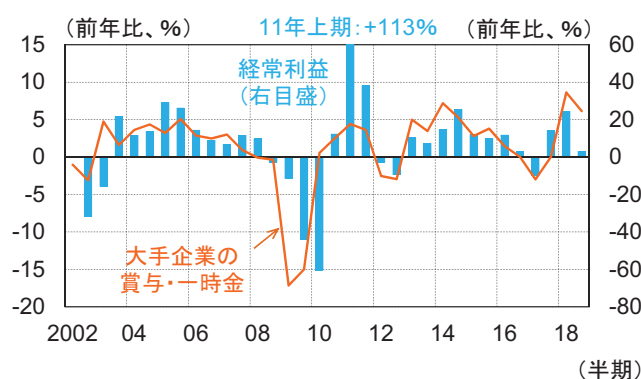
- 11月の一人当たり給与は、前年比2.0%増。なお、18年1月に実施されたサンプル替えの影響で、給与の伸びが高めとなっている可能性が指摘されており、その影響を除いた共通事業所集計では、同1.5%増。前月から伸びは高まったが、基調としては緩やかな増加となっている。
- 大手企業の18年冬のボーナスは、前年比6.1%増。企業収益の伸びは鈍化したものの、18年夏に続き高い伸びとなった。

一人当たり給与



(備考) 厚生労働省

大手企業の賞与・一時金



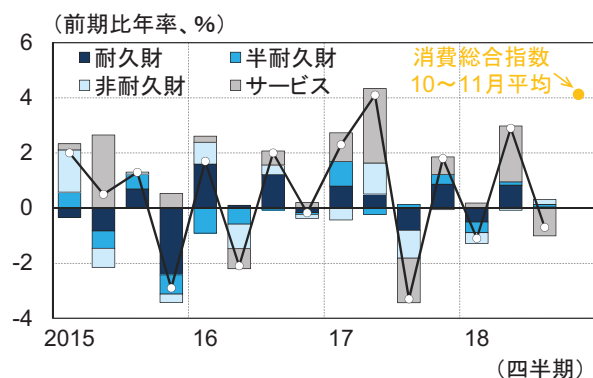
(備考) 1.財務省、日本経済団体連合会

2.経常利益は2期前の値

消費は弱い動きもみられるが、緩やかな回復基調にある

- 7～9月期の実質民間消費 (GDPベース) は、前期比年率0.7%減。雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな回復基調にあるものの、自然災害により外出の機会が減少したことで、サービスが全体を下押した。一方、GDPベースに準じて月次で作成される消費総合指数の10～11月平均は、7～9月期比で年率4.1%増となった。
- 12月の景気ウォッチャー調査では、株価の下落などを背景に、現状判断DIが低下。半年後の見通しを示す消費者態度指数は、このところ足踏み状態となっており、消費マインドは力強さを欠いている。

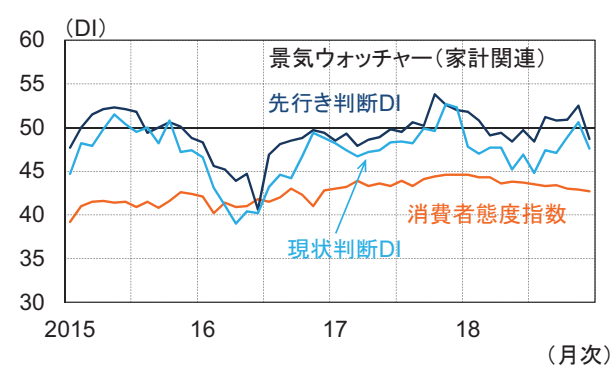
実質民間消費



(備考) 1.内閣府

2. GDPベース内訳は対家計民間非営利団体を捨象し
国内家計消費の寄与比率で按分した

消費マインド指標



(備考) 1.内閣府

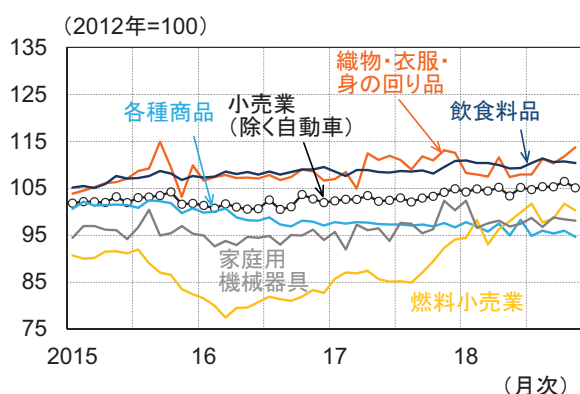
2. 季節調整値

3. 消費者態度指数は今後半年の見通し

暖冬で冬物商材の販売が振るわず

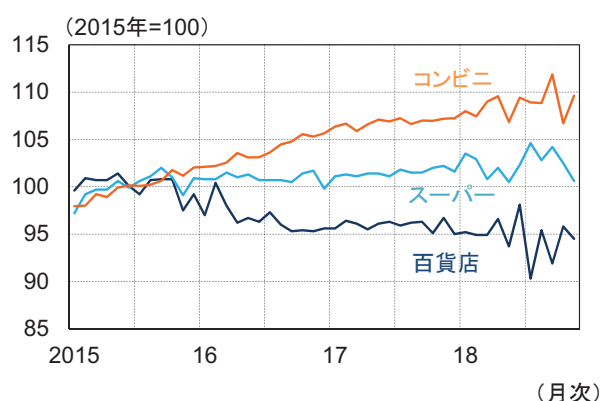
- 11月の名目小売売上高(除く自動車)は、前月比1.3%減。ガソリン価格の下落により、燃料小売業が減少したほか、飲食料品などでも弱い動きとなった。
- 主要業態の販売額をみると、11月は好天による行楽需要の高まりを背景に、コンビニの売上高は増加した。一方、例年よりも気温の高い日が多かったため、スーパーや百貨店では、冬物商材の販売が振るわなかった。

業種別名目小売業販売額



(備考) 1.経済産業省
2.季節調整値

主要業態別の名目販売額

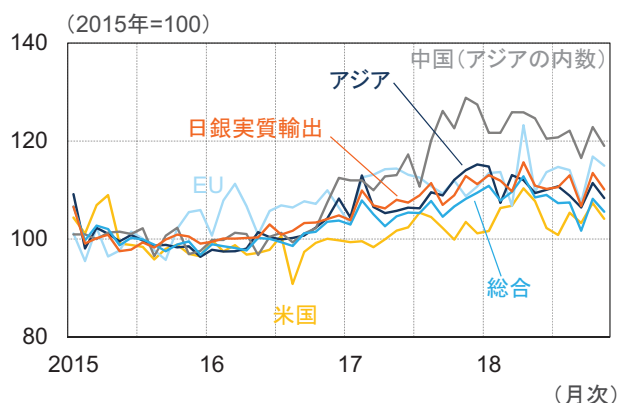


(備考) 1.経済産業省
2.季節調整値(コンビニはDBJ試算)

輸出は横ばい基調

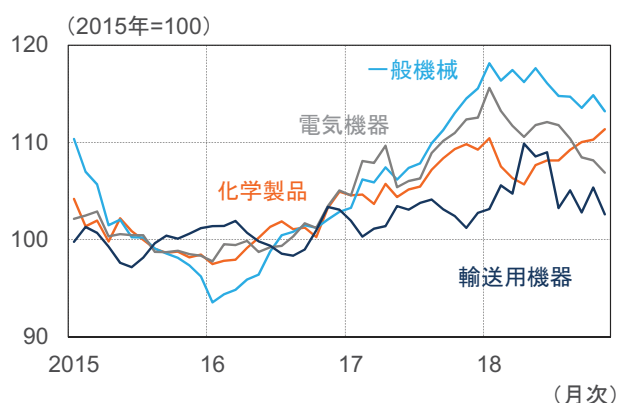
- 7～9月期の実質輸出(GDPベース)は、前期比年率6.9%減。自然災害による生産の停滞や物流の混乱の影響を受け、自動車などが減少した。
- 11月の輸出数量指数は、前月比2.4%減、日銀実質輸出は、同2.9%減となった。9月の自然災害による影響から持ち直し、均してみると横ばいとなっている。貿易摩擦の影響や減速などが懸念される中国向けは、概ね横ばいとなっている。

日銀実質輸出と国・地域別輸出数量指数



(備考) 1.財務省
2.季節調整値(内閣府試算、中国のみDBJ試算)

主要財の輸出数量指数

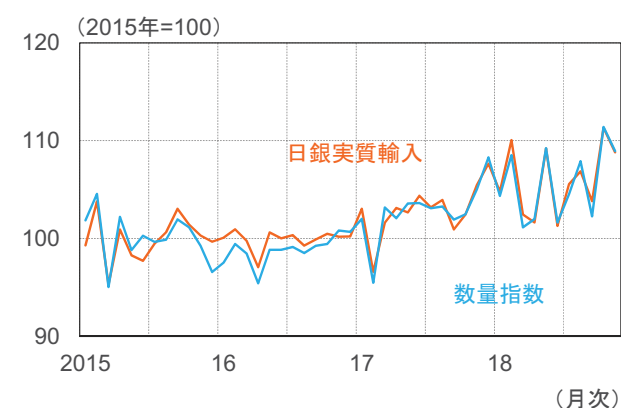


(備考) 1.財務省
2.季節調整値(DBJ試算、3ヵ月後方移動平均)

輸入は横ばい基調

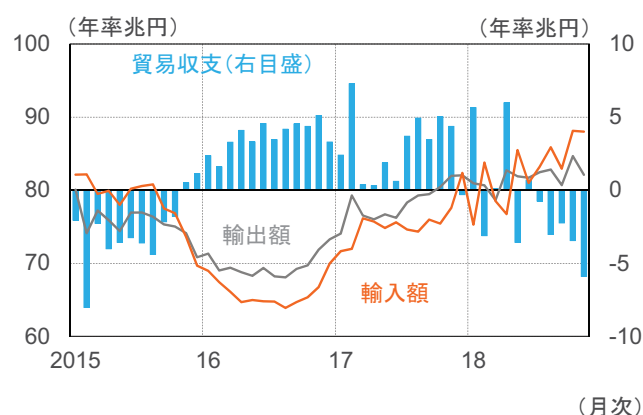
- 7～9月期の実質輸入(GDPベース)は、自然災害の影響もあり前期比年率5.5%減となった。
- 11月の輸入数量指数は、前月比2.2%減、日銀実質輸入は、同2.3%減となった。9月の自然災害による影響が一服し、概ね横ばい基調になっている。
- 11月貿易収支は、原油高の影響により、年率マイナス5.9兆円と赤字幅が拡大し、5ヵ月連続で赤字となった。先行きは、原油価格の下落による輸入金額の減少が収支の改善要因となる一方、世界経済の減速で輸出が弱含めば、悪化要因となる。

輸入数量指数と実質輸入



(備考) 1.財務省、日本銀行
2.季節調整値(数量指数は内閣府試算)

輸出入額、貿易収支

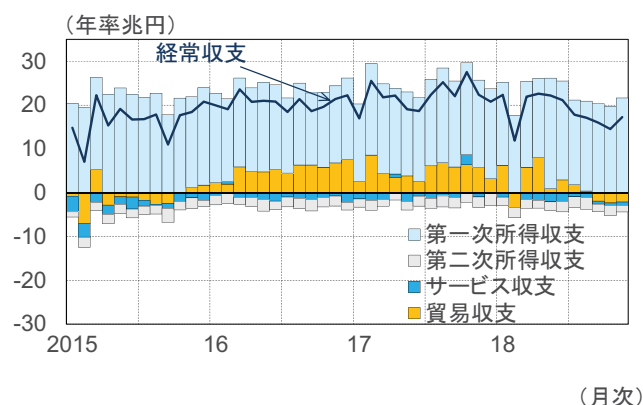


(備考) 1.財務省
2.季節調整値

経常収支の黒字はやや縮小

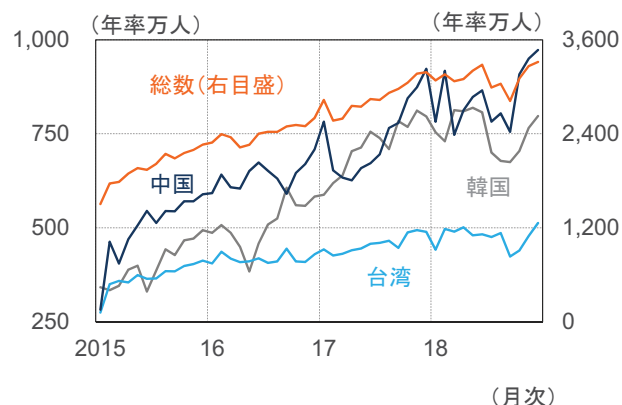
- 11月经常収支は、直接投資収益や証券投資収益の増加により第一次所得収支が拡大した。黒字幅は年率17.3兆円とやや持ち直したが、18年前半の20兆円超と比べると黒字幅はやや縮小。
- 訪日外客数をみると、2018年は、7～9月期に相次ぐ自然災害により大きく減少し、影響の長期化も懸念されたものの、年末にかけて持ち直した。先行きは、中国の景気減速などが懸念材料となるが、20年の東京五輪に向けて増加が見込まれる。

経常収支



(備考) 1.財務省、日本銀行
2.季節調整値

訪日外客数

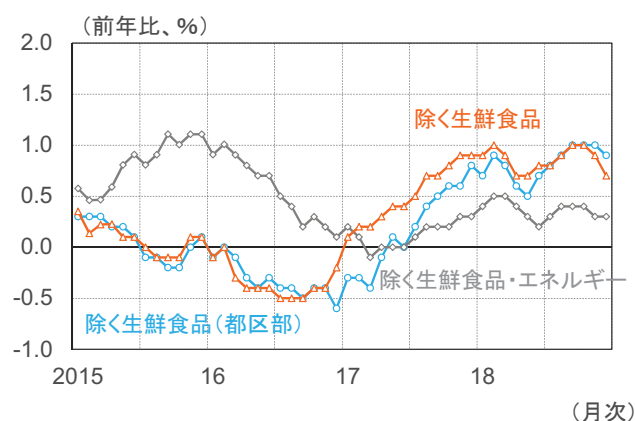


(備考) 1.日本政府観光局(JNTO)
2.季節調整値(DBJ試算)

消費者物価は伸びが鈍化している

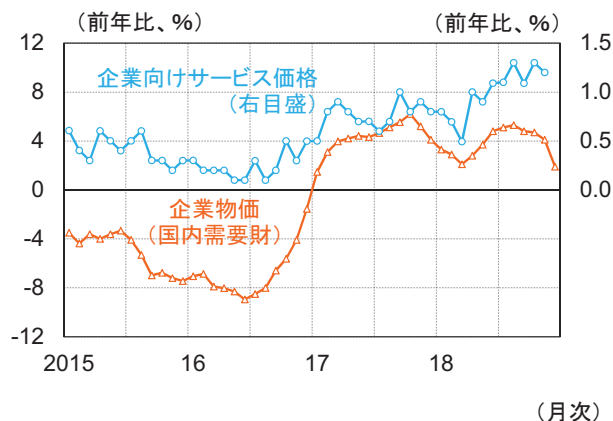
- 12月の全国消費者物価(除く生鮮食品)は前年比0.7%上昇。原油価格下落により、ガソリン価格が低下し、2カ月連続で伸びが鈍化した。12月東京都部でも、ガソリン価格の押し下げにより、同0.9%上昇と前月から鈍化した。
- 12月の企業物価(国内需要財)は石油・石炭製品などの押し上げがさらに縮小し、前年比1.9%上昇と伸びが大きく鈍化した。11月企業向けサービス価格は、運輸・郵便の鈍化もあり、同1.2%上昇と伸び幅が縮小した。

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

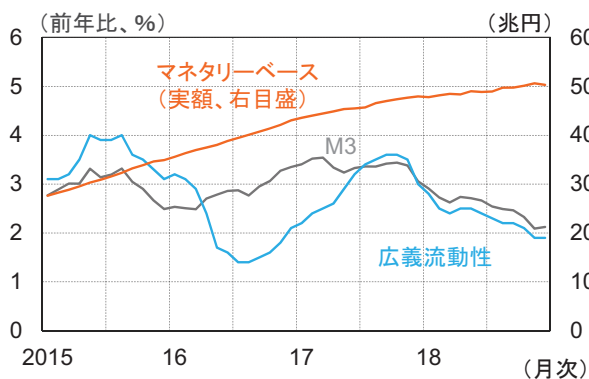


(備考) 1.日本銀行
2.消費増税の影響除く

マネーストックの伸びは鈍化、日銀国債保有残高増加は年40兆円ペースを下回る

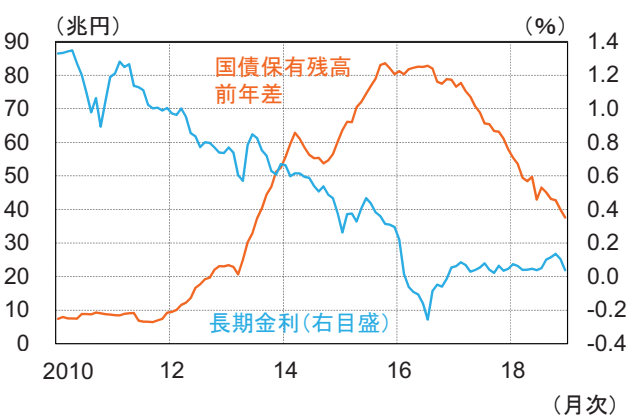
- 12月のマネタリーベースは前月比0.6%減、M3は前年比2.1%増。16年9月に日銀がイールドカーブコントロール政策を導入し、金融政策の主たる操作対象を長期金利とした後、マネタリーベースの増加ペースは鈍化しており、M3は減少基調にある。
- 日銀は国債買い入れ方針として年80兆円の増加を掲げるが、長期金利が日銀が許容するレンジに収まる中、18年11月には、日銀による国債保有残高の増加ペースは16年9月以降減少を続け、年40兆円ペースを下回っている。

マネーストック、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

日銀の国債保有残高の増加ペースと長期金利

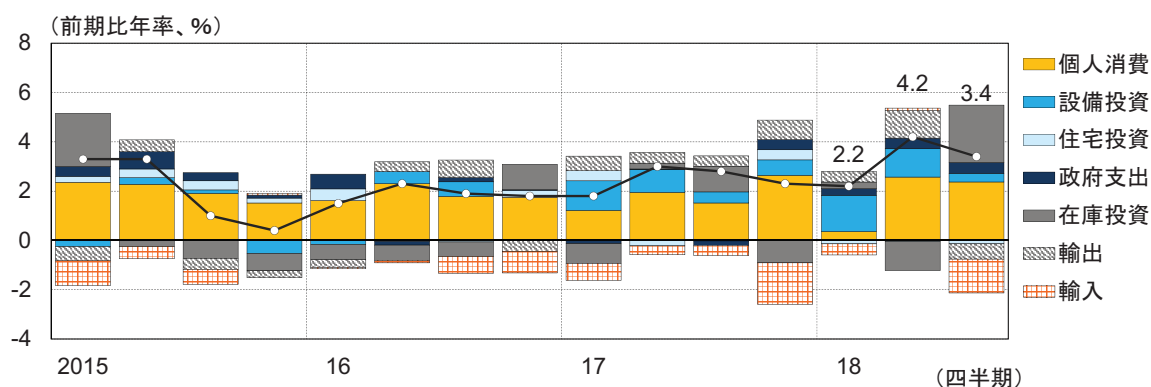


(備考) 日本銀行、日本相互証券

米国: 拡大している

- 2018年7～9月期の実質GDP(12/21公表、確報値)は、前期比年率3.4%増。対中関税引き上げを前に輸入が増加したほか、設備投資の伸びが鈍化し、前期から減速したが、消費が好調を維持し、2%程度とされる潜在成長率を上回る高い伸びが続いた。
- 今後も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、潜在成長率を上回る成長が続く見通し。

実質GDP成長率

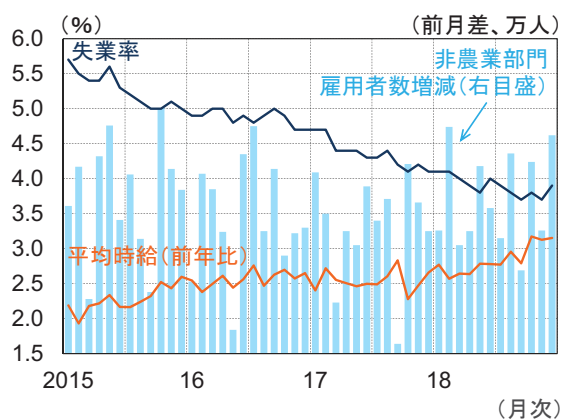


(備考) 米商務省

米国: 雇用は堅調、好調な年末商戦を受けて季節雇用も増加

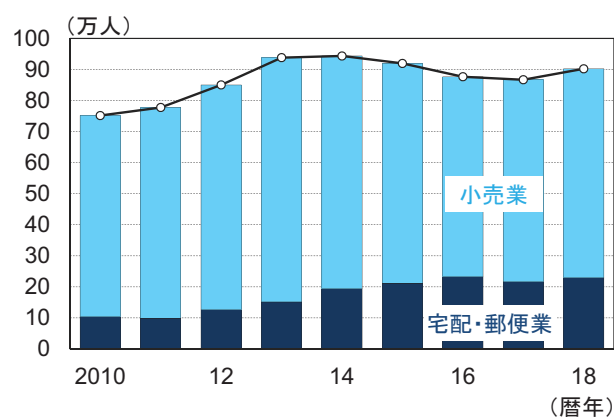
- 12月の雇用者数は、前月差31.2万人増と大きく増加。通年でも、月当たり22万人の増加と、前年(18.2万人)を上回る堅調な結果となった。新たに職探しを始めた労働者や転職のための離職者の増加で、失業率はやや悪化したものの、3.9%と依然低水準。平均時給は、前年比3.2%上昇となり、3カ月連続で3%を上回る伸びが続いた。
- 18年のクリスマス商戦は、雇用・所得の好調を背景に、良好な結果となったと報じられている。こうした中、年末にかけての小売業や宅配・運輸業の雇用は、ともに前年を上回る増加となった。

雇用統計



(備考) 1. 米労働省 2. 季節調整値

小売業と宅配・郵便業の季節雇用



(備考) 1. 米労働省 2. 9月から12月にかけての雇用の増加

米国: 企業マインドは良好も悪化の兆しあり、生産は製造業が足踏み

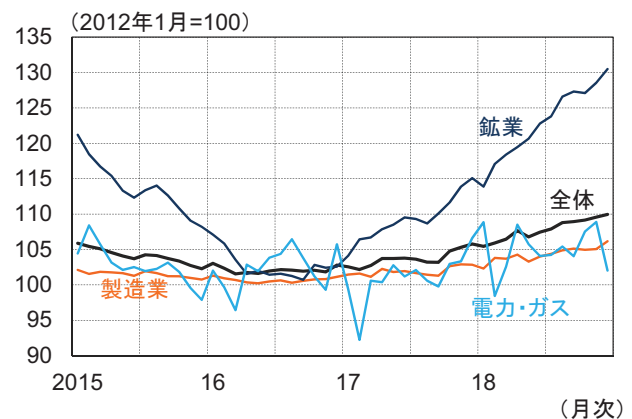
- 12月ISM製造業景況指数は54.1と、生産や受注を中心に前月から大きく低下。ただし、景気回復の目安は43.2とされており、GDPが10～12月期に大きく落ち込む可能性は低い。企業マインドは過去と比べれば引き続き良好だが、17年末以降の楽観的な見方は修正されつつある。
- 12月の鉱工業生産は前月比0.3%増。前月大きく増加した電力・ガスが暖冬により減少したものの、製造業は自動車を中心に堅調に増加した。

実質GDPとISM製造業景況指数



(備考) 米商務省、Thomson Reuters Datastream

鉱工業生産

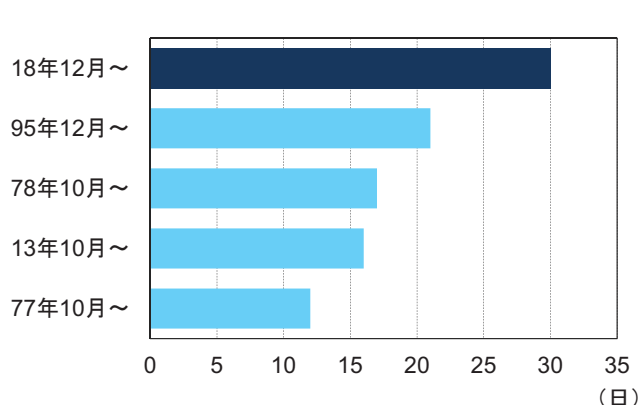


(備考) FRB

米国: 一部政府機関の閉鎖が長期化、経済への影響も懸念

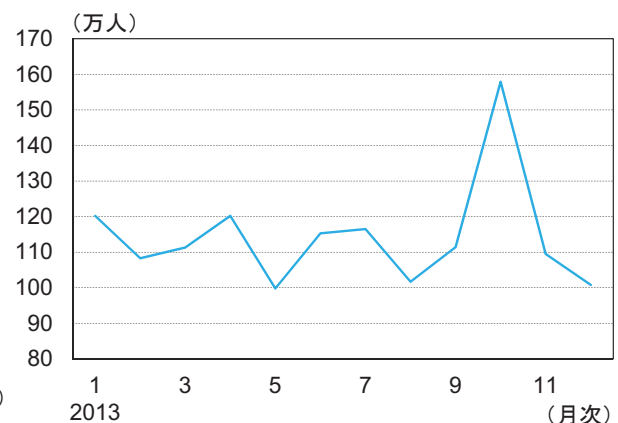
- 与野党の「国境の壁」建設予算を巡る対立が続く中、政府機関の閉鎖が長期化し、一部の政府職員が一時帰休や無給での勤務を余儀なくされている。経済全体への影響も懸念され、ホワイトハウスの試算によると政府閉鎖が1月末まで続いた場合、1～3月期のGDPを年率0.5%下押しする可能性がある。
- 13年10月は、一部の政府職員が一時帰休を強いられたことで、一時的失業者が大きく増加した。報道では、今回の閉鎖で一時帰休となっている政府職員は38万人程度とされており、19年1月の失業率が0.2%程度押し上げられる可能性がある。

一部政府機関が閉鎖となった期間



(備考) 1. 各種報道によりDBJ作成 2. 1/20時点

2013年の一時的失業者

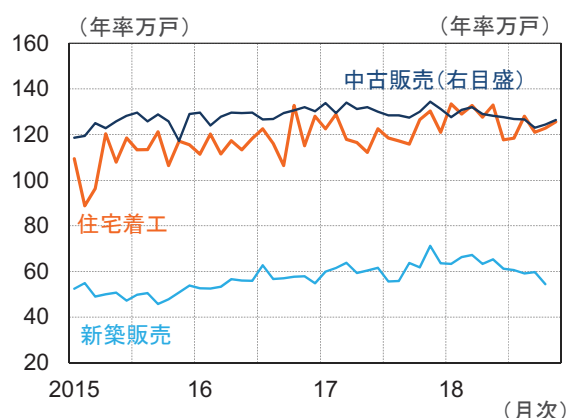


(備考) 1. 米労働省 2. 季節調整値

米国: 住宅市場では弱い動きが継続、物価に過熱感は見られず

- 11月の住宅着工は、前月比2.3%増と2カ月連続で増加したものの、18年前半に比べれば弱い動きが続いている。先行きは、18年末以降、住宅ローン金利が低下したことによる持ち直しが期待されるものの、人件費をはじめとする建設コストの上昇といった供給側の制約がある中、力強さを欠く動きが続く見通し。
- 12月消費者物価(除く食品・エネルギー)は、前年比2.2%上昇と、前月並の伸びとなった。先行きは、賃金上昇の加速が押し上げ要因となるものの、家計のインフレ期待にも過熱感がみられない中で、インフレ率の上昇は緩やかとなる見通し。

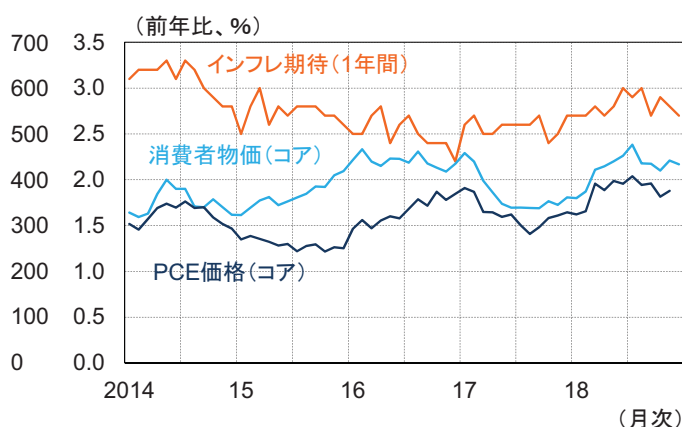
住宅着工と販売



(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

インフレ率と家計のインフレ期待

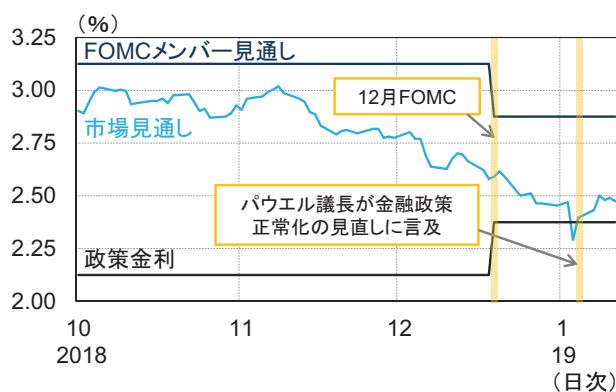


(備考) 米商務省、米労働省、Thomson Reuters Datastream

米国: 市場で利上げ打ち止めが意識される中、FRBも正常化の見直しに言及

- FOMCは、18年12月会合で利上げを決定。19年の見通しは下方修正(3→2回)したものの、利上げの継続を示唆。一方、市場見通しは、景気減速への懸念などを背景に、利上げの打ち止めを織り込んでいる。また、パウエル議長も、1月の講演では金融政策の正常化を見直す用意があるとした。
- 1月FOMCから、投票権を持つ地区連銀総裁が輪番制で交代。新たに加わるジョージ総裁はタカ派として知られるほか、エバンス総裁やローゼングレン総裁も、近年はタカ派的な発言が増えていた。ただし、年明け後の講演では、3名ともハト派的な見方を示しており、1月FOMCでタカ派色が強まることはないと考えられる。

政策金利と19年末時点の見通し



(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

投票権を持つFOMC参加者

2018年	2019年
パウエル議長	パウエル議長
クラリダ副議長	クラリダ副議長
クオールズ副議長	クオールズ副議長
ブレイナード理事	ブレイナード理事
ボウマン理事	ボウマン理事
ウィリアムズ総裁(NY)	ウィリアムズ総裁(NY)
メスター総裁(Cleveland)	エバンス総裁(Chicago)
バーキン総裁(Richmond)	ローゼングレン総裁(Boston)
ポストニック総裁(Atlanta)	ブラード総裁(St. Louis)
デイリー総裁(SF)	ジョージ総裁(Kansas City)

(備考) 1. FRB、各地区連銀、各種報道によりDBJ作成

2. 橙色の枠は輪番制で交代する地区連銀総裁

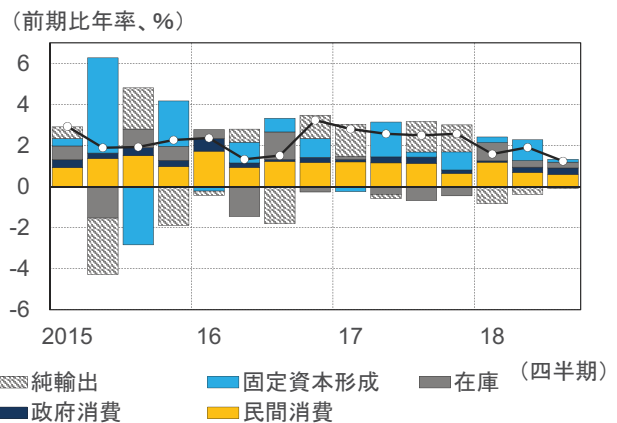
欧州: 緩やかに回復している

- EU28カ国の2018年7~9月期実質GDP(12/7公表)は前期比年率1.2%増と、輸出が伸び悩んでいることにより2%台後半だった17年から成長ペースの鈍化が続いている。また、新燃費試験対応の遅れによる自動車生産の減少も下押しし、前期から減速した。
- 需要項目別では、純輸出が3期連続でマイナスとなったほか、民間消費と固定資本形成など内需も前期から減速した。

実質GDP成長率

	(前期比年率、%)				(前年比、%)		
	2017年 10~12	18年			2017年 実績	18年 見通し	19年 見通し
EU28カ国	2.6	1.6	1.9	1.2	2.5	2.1	1.9
ユーロ圏	2.7	1.5	1.7	0.6	2.5	2.1	1.9
ドイツ	2.2	1.5	1.8	▲0.8	2.5	1.7	1.8
フランス	2.8	0.6	0.6	1.6	2.3	1.7	1.6
イタリア	1.2	1.3	0.7	▲0.5	1.6	1.1	1.2
スペイン	2.9	2.2	2.3	2.4	3.0	2.6	2.2
英国	1.5	0.4	1.6	2.5	1.7	1.3	1.2

実質GDP成長率寄与度分解(EU28カ国)



(備考) 1. Eurostat

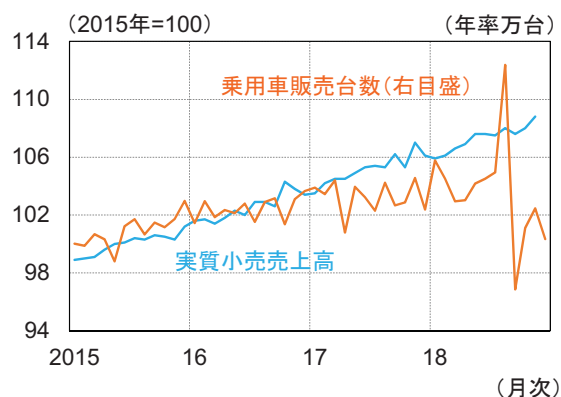
2. 見通しは欧州委員会(2018年11月公表)

(備考) Eurostat

欧州: 消費は緩やかに増加、ただし12月は減少が懸念される

- EUの11月の実質小売売上高は前月比0.7%増と2ヵ月連続の増加。家電や衣服などが増加した。乗用車販売台数は、9月の新燃費試験施行を前に実施された非対応車種の値引きセールにより8月に急増した後、水準を落とし、弱含んでいる。
- EUの景況感は、18年に入り、外需の減速や米中貿易摩擦の影響により工業セクターの低下が目立ったが、年末にかけては、世界的な株安に加えてフランスでのデモの影響もあり、小売やサービスなど内需関連セクターも低下しており、12月の小売売上高の減少が懸念される。

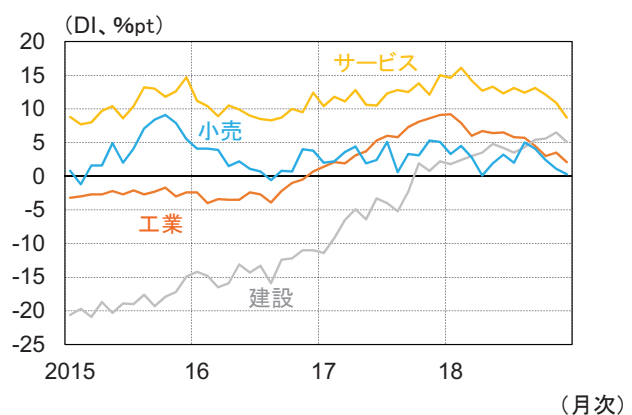
EUの小売売上高



(備考) 1. Eurostat, 欧州自動車工業会

2. 小売売上高は自動車を含まない

業種別景況感

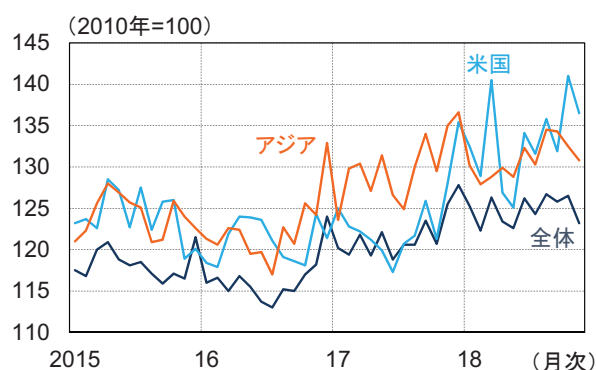


(備考) 欧州委員会

欧州：輸出、生産は概ね横ばい

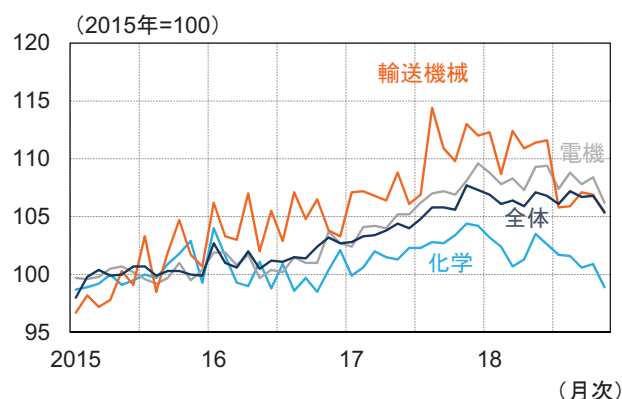
- EUの11月の域外輸出は前月比2.6%減と2ヵ月ぶりに減少。アジアや米国向けなどが減少し、均してみると概ね横ばいとなっている。
- EUの11月の鉱工業生産は前月比1.3%減と2ヵ月ぶりに減少。新燃費試験対応の遅れが続いており輸送機械が弱含んでいるほか、外需が伸び悩む中で電機や化学も増勢を欠いている。

EUの域外輸出



(備考) Eurostat

EUの業種別生産

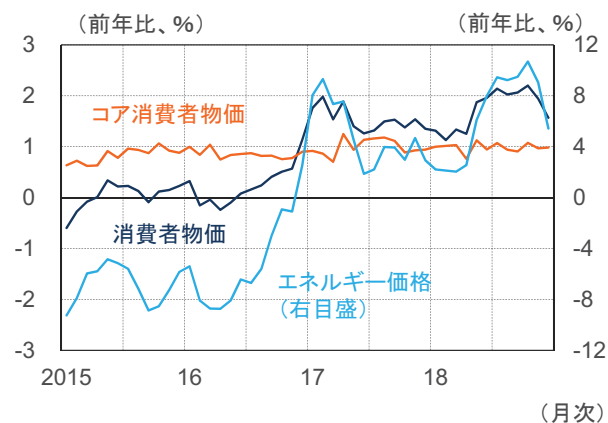


(備考) Eurostat

欧州：物価は緩やかな上昇、株価は足元持ち直し

- ユーロ圏の12月消費者物価は、エネルギー価格の伸びが鈍化し、前年比1.6%上昇と前月から0.3%ポイント伸びが縮小。コア消費者物価は同1.0%上昇と、引き続き緩やかな伸びにとどまっている。
- 12月後半の欧州の株価は、IFO景況感指数が市場予想を下回ったことや、世界的な株安の流れを受けて下落。1月に入ると、好調な米雇用統計や米中貿易摩擦の緩和などにより持ち直した。対ドル為替レートは、米国金利低下に伴うドル安により株価と比べて底堅く推移した。

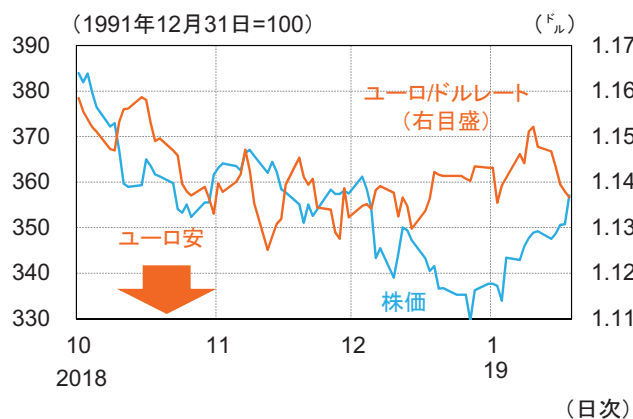
ユーロ圏消費者物価



(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

株価と為替レート



(備考) 1.Thomson Reuters Datastream

2.株価はストックス欧州600

英国: EU離脱は混迷状態

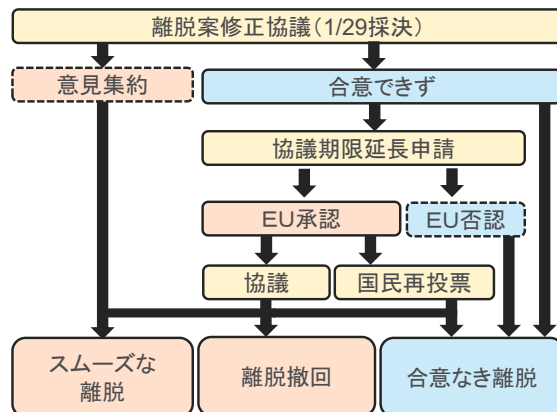
- 昨年11月にEUと合意した英国のEU離脱案は、野党だけでなく、与党内の強硬離脱派とEU残留派、閣外協力の北アイルランド政党の反対により、1/15の英国議会で大差で否決。翌日野党が提出した内閣不信任案は否決されたものの、政府が21日に提示した代替案は合意の可能性が低い。
- 一部の強硬離脱派以外は、EUも含めて合意なき離脱を回避する方針では概ね一致しているため、まずは、3/29の離脱期限が延長される可能性が高いとみられている。ただし、根本的な解決が見込めない中、国民再投票や解散総選挙の可能性も報じられており、混迷状態がしばらく続くと思われる。

これまでの経緯

2016/6/23	国民投票でBrexit選択
17/3/29	英国がEUに離脱通告
6/8	下院選挙: 保守党過半数取れず
6/19	EUと英国が離脱案交渉開始
18/3/23	大枠合意: 移行期間設定などで正式合意
7/12	英政府チェッカーズ案公表: EUに譲歩
11/25	EUと英国で離脱案合意
12/11	離脱案の英国議会採決延期
19/1/15	離脱案英国議会否決
1/16	内閣不信任案否決
1/21	英政府代替案提示

(備考) 各種報道によりDBJ作成

今後のシナリオ

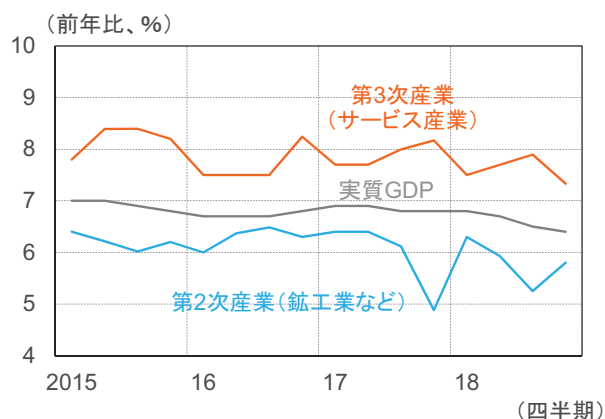


(備考) 各種報道によりDBJ作成

中国: 成長ペースが鈍化している

- 2018年10～12月期実質GDPは前年比6.4%増と、3期連続で伸びが縮小した。全体を牽引する高いサービス産業の伸びがやや鈍化。
- また、18年通年では6.6%増と政府目標(6.5%程度)を達成するものの、17年の6.8%増(改定値)から鈍化し1990年以来の低い成長となった。純輸出はマイナス寄与となったが、消費は全体を牽引した。

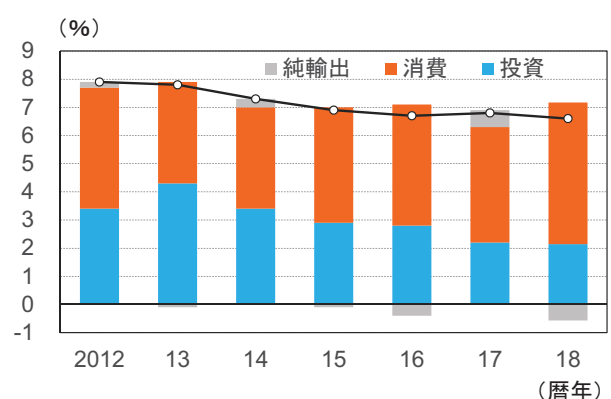
実質GDP成長率



(備考) 1. 中国国家統計局によりDBJ作成

2. 第2次産業には鉱工業、建設業、電力・ガス・水道を含む

需要項目別GDP成長率

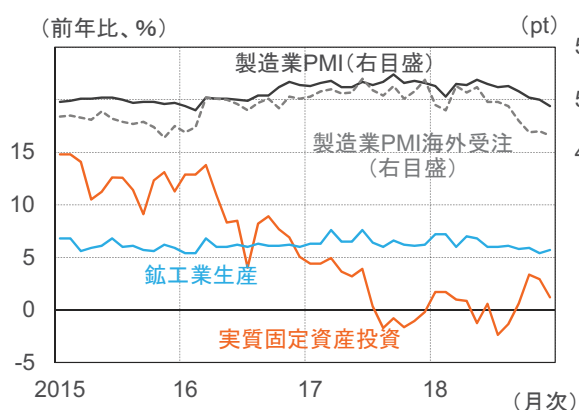


(備考) 中国国家統計局

中国: 製造業PMIは50を下回る、預金準備率を引き下げ

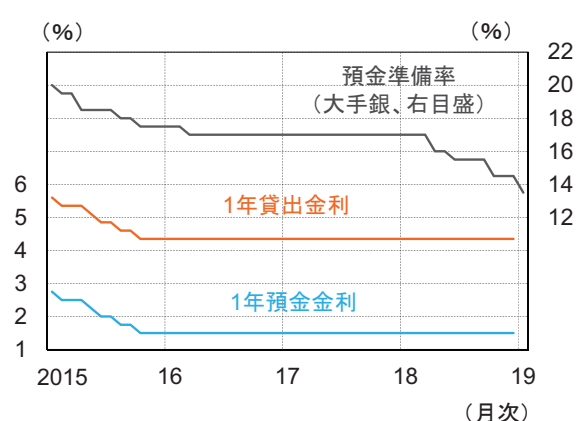
- 12月製造業PMIは、景気減速や米中貿易摩擦を背景に49.4に低下し、好不況の目安である50を2年5ヵ月ぶりに下回った。12月鉱工業生産は前年比5.7%増と、医薬などが牽引し伸びがやや拡大するものの、自動車やスマートフォンが引き続き低調となる中、低い伸びが続いている。固定資産投資はインフラ投資の一服などを背景に、低い伸びにとどまっている。
- 景気対策では、一層の人民元安を誘うリスクのある利下げは見送られている一方、デレバレッジやMLF(中期貸出ファシリティ)の償還などによる流動性のタイト化を防ぐため、預金準備率の引き下げが行われており、1/4に人民銀行は18年以来4回目の引き下げを決定。

PMI、生産、固定資産投資



(備考) 中国国家統計局によりDBJ作成

預金準備率と基準金利

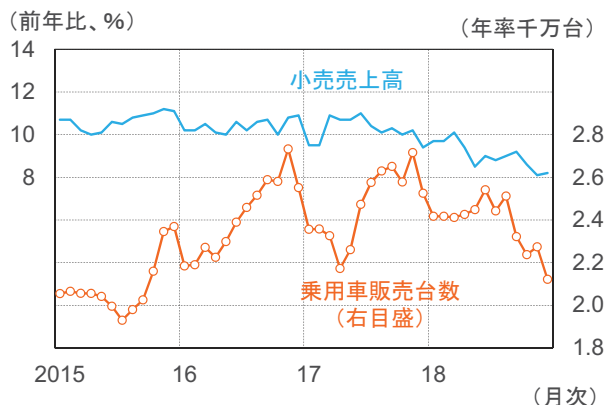


(備考) 中国人民銀行

中国: 小売売上高は鈍化、サービスを含む消費全体のマインドは底堅い

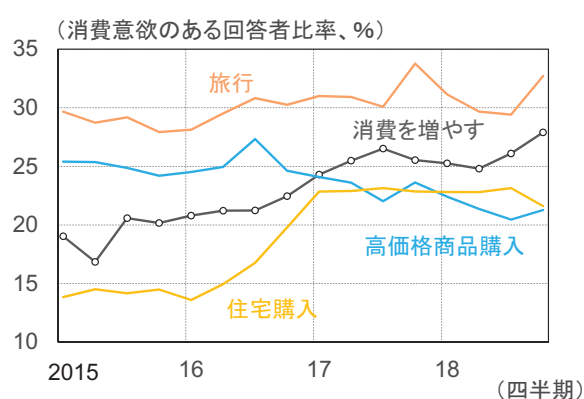
- 12月小売売上高は前年比8.2%増と自動車販売の低調が続く一方、ネット販売が堅調となっており、伸びはほぼ横ばいとなった。乗用車販売台数は17年末に終了した小型車購入優遇策の反動減に加え、足元では景気減速もあり、低迷が続いている。
- 消費マインドをみると、サービスを含めて消費全体を増やすとの割合は引き続き増加している。ただし、自動車などの高価格商品が低下するなど、一部に陰りもみられる。旅行支出の意欲は底堅いが、人民元安のほか、越境ECの普及で中国国内でも海外製品の購入が容易になったことなどから、海外での消費は鈍化するとみられる。

小売売上高と乗用車販売台数



(備考) 1. 中国国家統計局、中国汽车工业协会
2. 小売は名目値、乗用車販売は季節調整値(DBJ試算)

消費マインド

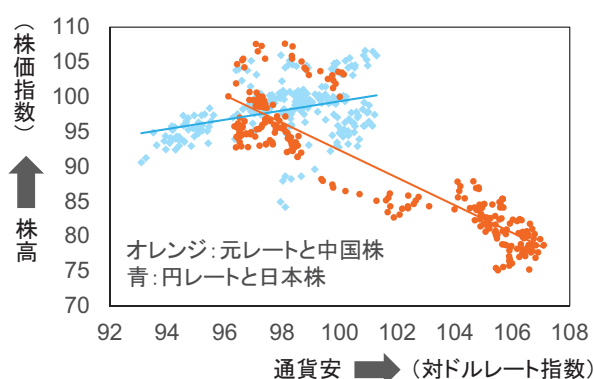


(備考) 1. 中国人民銀行アンケート、毎年2、5、8、11月中旬の調査
2. 季節調整値(DBJ試算)

中国: 人民元安は株安材料になる

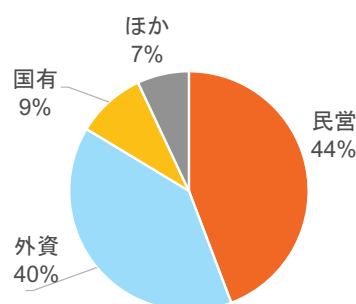
- 日本では円安時に株価が上昇することが多いが、中国では人民元安時には株価も下落する傾向がある。元安時には中国の景気減速が意識されることが多く、海外投資家を中心に株価に売り圧力がかかりやすい。
- 中国の上場企業は、自動車、電気、機械などの製造業でも、製品の販売先は国内市場が中心で、輸出や海外展開は限定的である。こうした企業は、元安による輸出増や海外所得増の恩恵よりも、国内景気減速の影響を受けやすく、海外需要への依存が大きい日本の上場企業と対照的である。

為替レートと株価の関係(2018年)



(備考) 1. Thomson Reuters Datastream によりDBJ作成
2. 18年初=100

企業別輸出シェア(2015~17年平均)

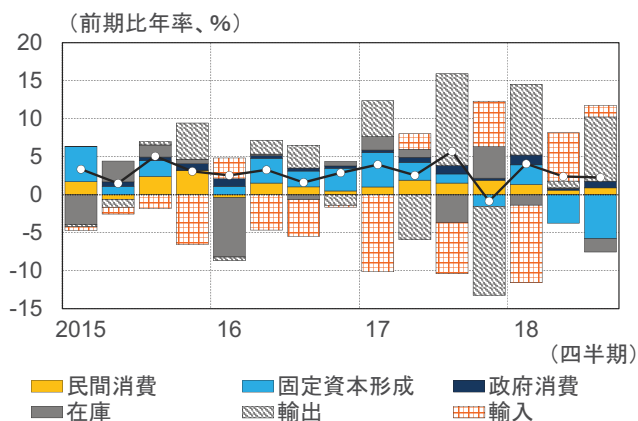


(備考) 中国海関によりDBJ作成

韓国: 回復ペースが鈍化している

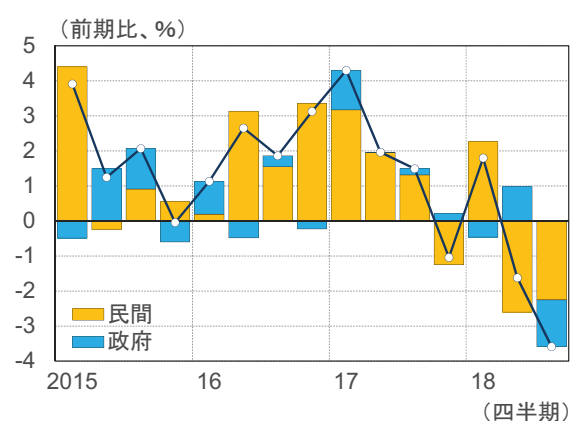
- 2018年7~9月期実質GDPは前期比年率2.3%増。半導体の好調により輸出が増加したものの、固定資本形成の減少が続いたほか、個人消費も勢いを欠き、成長ペースは2期連続で鈍化した。
- 18年末にかけて、半導体需要の減退や米中の関税引き上げへの反動減もあり、輸出は中国向け半導体を中心に減少。固定資本形成も、企業投資の一巡もあって民間部門で特に減少している。韓国政府が昨年12月に公表した19年の経済政策方針によると、公共投資の拡大に加え、企業投資の促進に向けた財政支援などを盛り込んでおり、投資の刺激を図る方針を示している。

実質GDP成長率



(備考) 韓国銀行、誤差は省略

実質固定資本形成

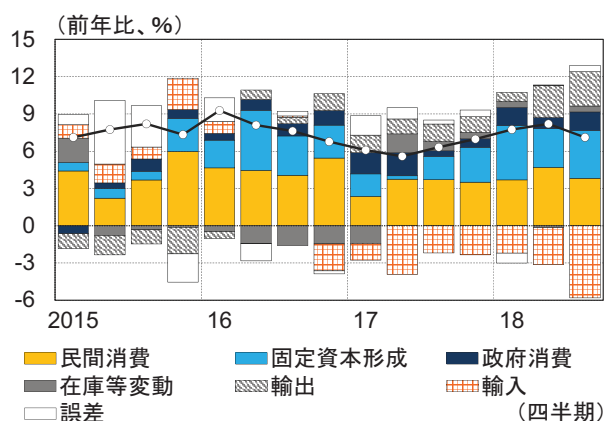


(備考) 韓国銀行

インド:回復している

- 2018年7～9月期の実質GDPは、前年比7.1%増。8.2%増だった前期から伸びは鈍化したものの、7%台の高い成長率を維持した。堅調な個人消費に加え、インフラ整備など官民の投資が牽引した。
- モディ政権は、この春予定される総選挙に向けた景気刺激策として、金融緩和が必要との認識を示している。一方、パテル前中銀総裁は、通貨安への懸念などから利下げに否定的だったこともあり、18年12月に辞任。後任のダス総裁は、元財務次官で政権にも近いことから、2月の会合で利下げの可能性が取り沙汰されている。

実質GDP成長率



(備考) Thomson Reuters Datastream

政策金利と為替レート

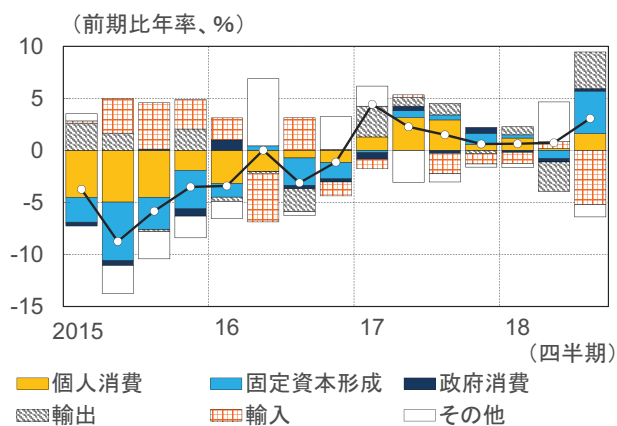


(備考) Thomson Reuters Datastream

ブラジル:緩やかに持ち直している

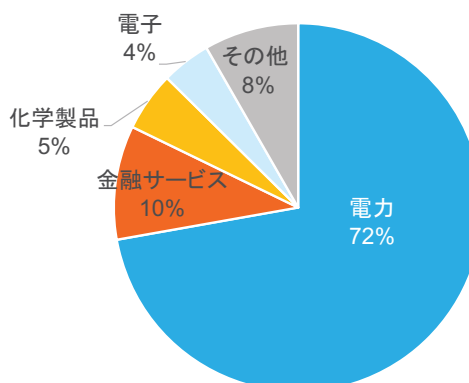
- 2018年7～9月期の実質GDPは、前期比年率3.1%増となり伸びが高まった。石油・ガス採掘施設を中心に固定資本形成が大幅に増加したほか、ストライキが解消したことで輸出が回復し、個人消費も堅調に推移した。
- 1月に就任したボルソナロ大統領は、選挙期間中に貿易関係の深い中国によるブラジル資源分野への投資拡大に警戒感を表明。中国企業による投資は、現状では全体に占める割合は限定的だが、産業活動や国民生活に直結する電力分野などのインフラに集中している。

実質GDP成長率



(備考) Thomson Reuters Datastream

中国企業によるセクター別直接投資流入額割合

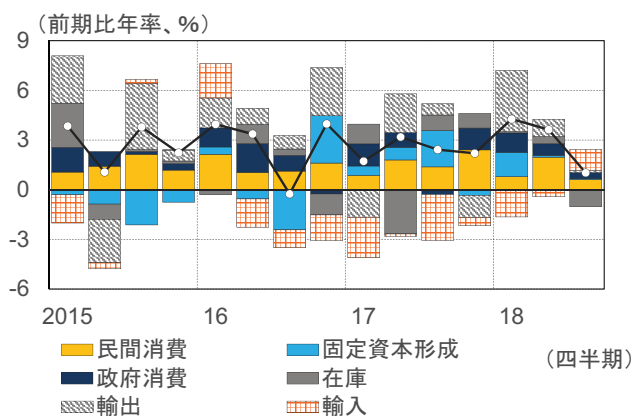


(備考) 1. ブラジル中央銀行
2. 2014～17年における最終投資家ベースの流入額

オーストラリア:持ち直しペースが鈍化

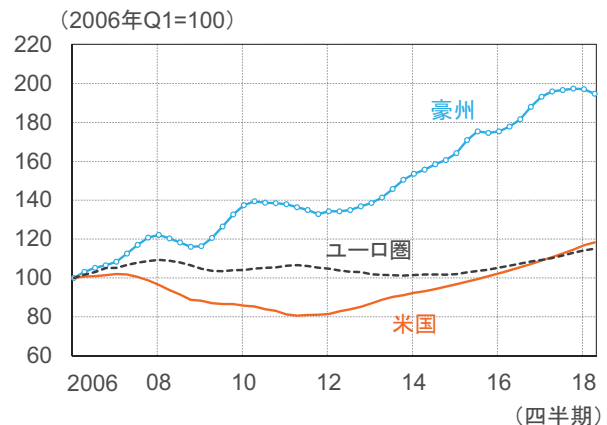
- 2018年7～9月期実質GDPは前期比年率1.0%増と伸びが鈍化。中国の景気減速などによる輸出の鈍化に加え、住宅価格の下落に伴う消費マインドの悪化もあり、民間消費も大きく鈍化。
- 住宅価格はリーマンショックを経て、資源ブームや低金利などを背景に高騰してきたが、資源価格の伸び悩みに加え、ローン審査の厳格化、中国を中心とする海外投資マネーに対する規制強化などにより、18年に入り下落に転じた。OECDは今後、住宅価格は緩やかに低下するが、ハードランディングの可能性が依然として残ると指摘している。

実質GDP成長率



(備考) 1. 豪州統計局 2. 誤差は省略

住宅価格

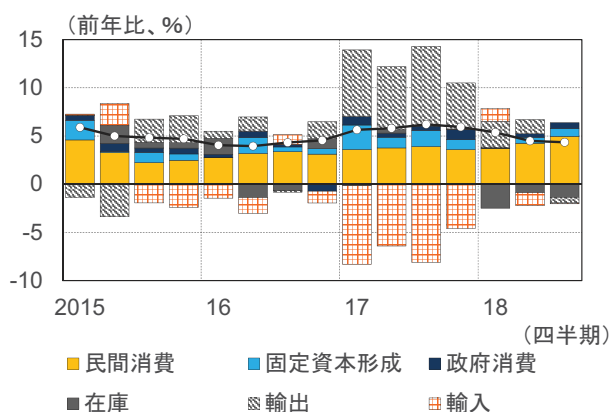


(備考) OECD

マレーシア:回復している

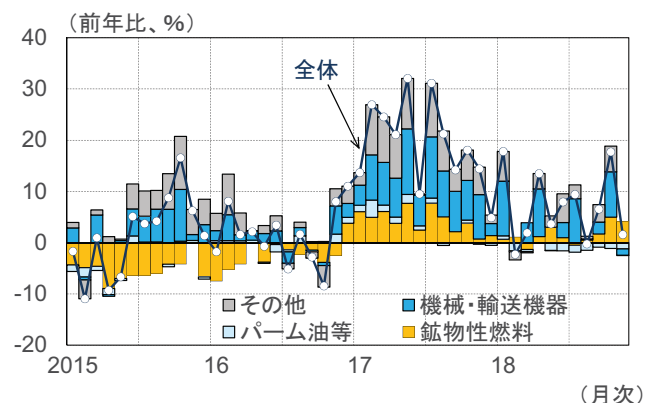
- 2018年7～9月期の実質GDPは、前年比4.4%増。輸出はマイナスとなったものの、物品・サービス税(GST)を廃止した6月から、売上・サービス税(SST)を導入した9月までは税の減免期間(タックスホリデー)となったため、個人消費が押し上げられた。
- 17年の輸出は、世界経済の回復を背景に、機械類や鉱物性燃料など幅広く増加したが、このところは海外需要の減速を受けて伸びが鈍化している。10月には米国の関税引き上げを前に中国の輸出入が増加し、マレーシアの輸出も押し上げられたものの、11月は前年比1.6%増と減速した。

実質GDP成長率



(備考) Thomson Reuters Datastream

財別輸出

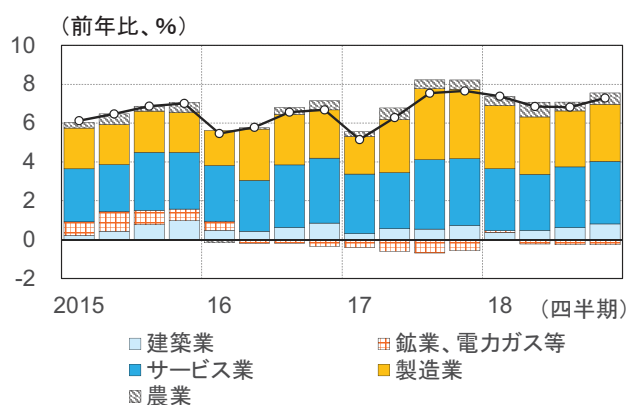


(備考) Thomson Reuters Datastream

ベトナム:持ち直している

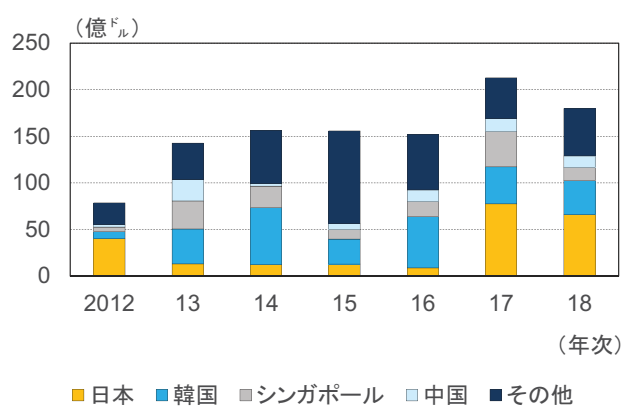
- 2018年10～12月期の実質GDPは、前年比7.3%増。18年通年の成長率は、外資を中心とした製造業や都市圏における建築業の好調により、同7.1%と政府目標(同6.7%)を上回り、07年以来の高い伸びとなった。
- ベトナムの対内直接投資は、近年増加基調にある。13年以降は、通信機などでのサムスンの進出をはじめ、韓国からの投資が増加した。また、17年以降は、大型火力発電設備の建設、ハノイの都市開発などで、日本からの投資が最大となっている。

実質GDP成長率



(備考) Thomson Reuters Datastream

対内直接投資

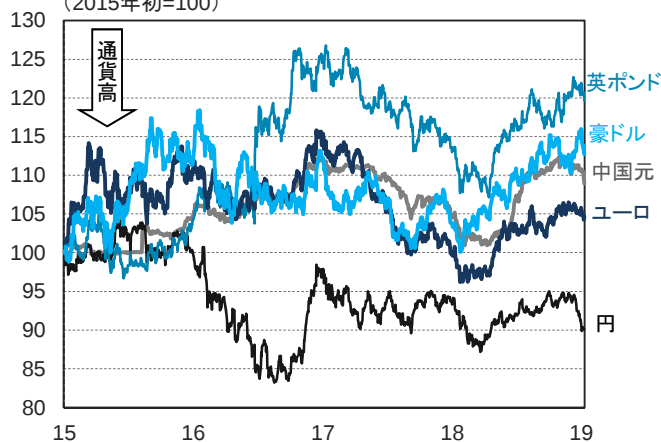


(備考) ベトナム統計総局

マーケット図表

1. 各国通貨 対ドル・レート

(2015年初=100)

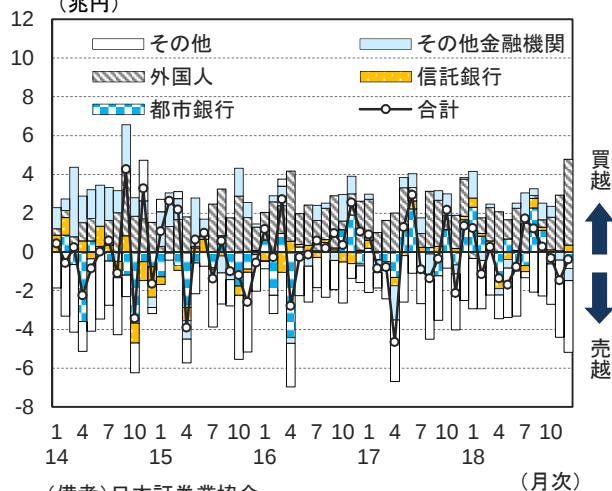


(備考)FRB

(日次)

2. 投資部門別中長期債売買高

(兆円)

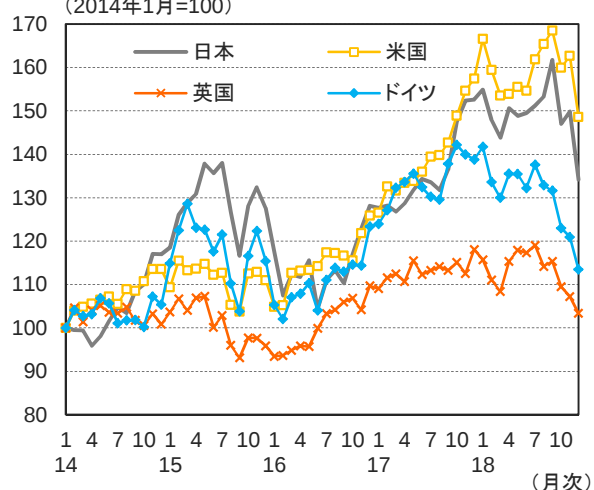


(備考)日本証券業協会

(月次)

3. 主要先進国の株価

(2014年1月=100)

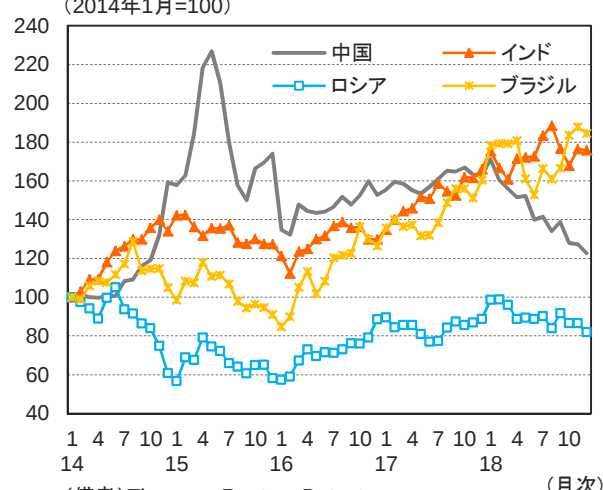


(備考)日本経済新聞社、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、Thomson Reuters Datastream

(月次)

4. 主要新興国の株価

(2014年1月=100)

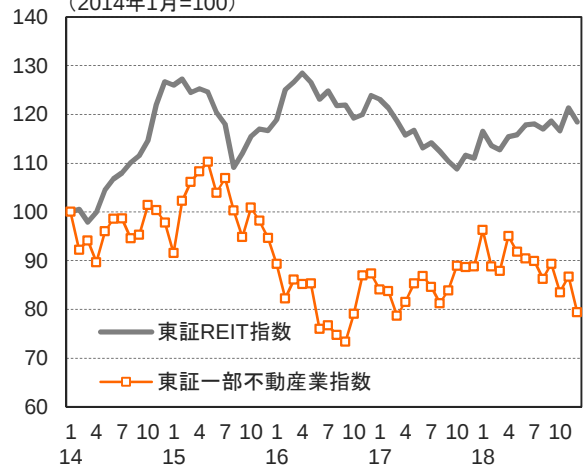


(備考)Thomson Reuters Datastream

(月次)

5. 不動産の株価とREIT市場

(2014年1月=100)

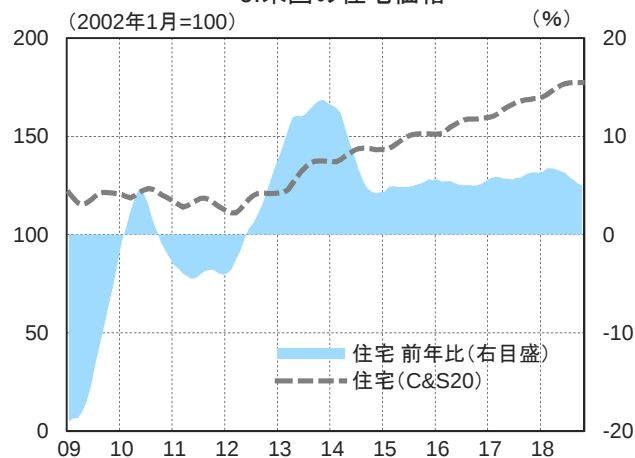


(備考)(株)東京証券取引所

(月次)

6. 米国の住宅価格

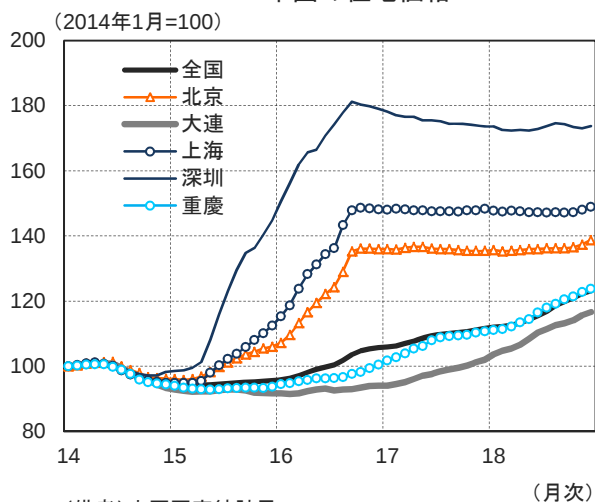
(2002年1月=100)



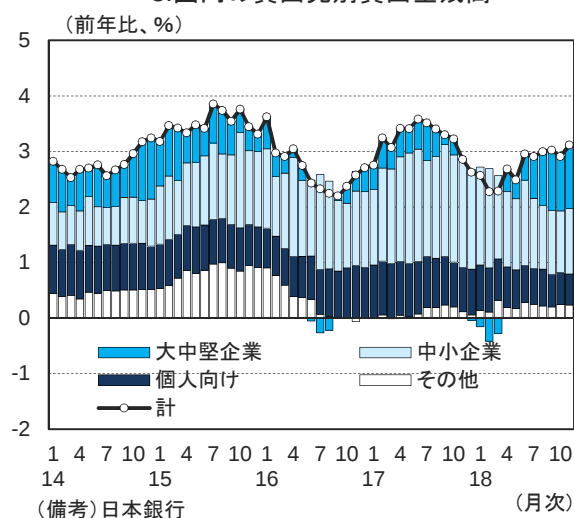
(備考)S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス

(月次)

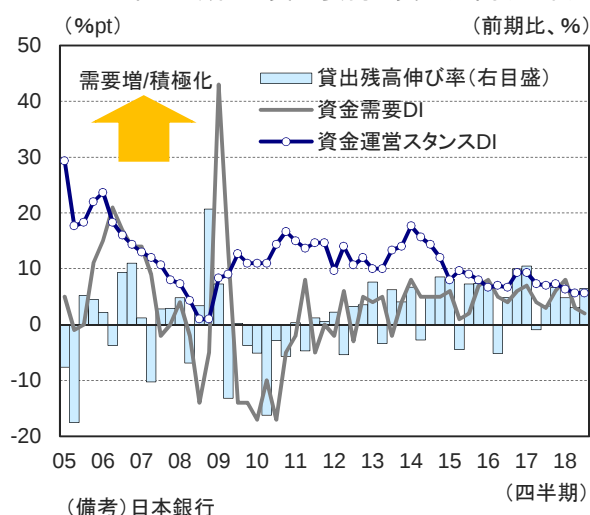
7. 中国の住宅価格



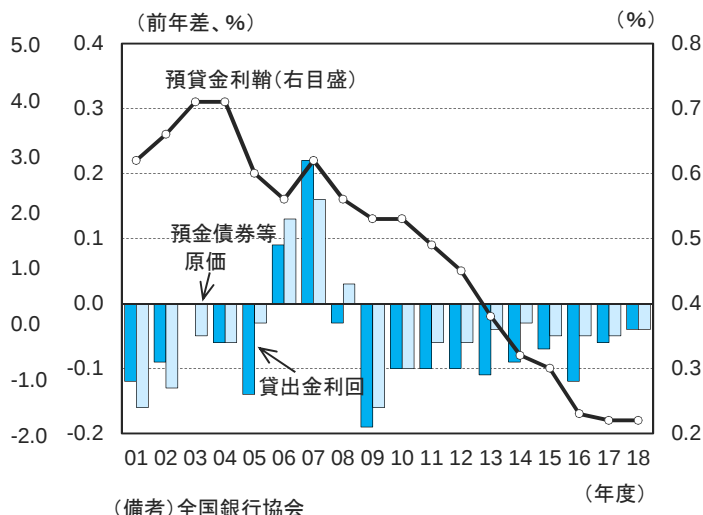
8. 国内の貸出先別貸出金残高



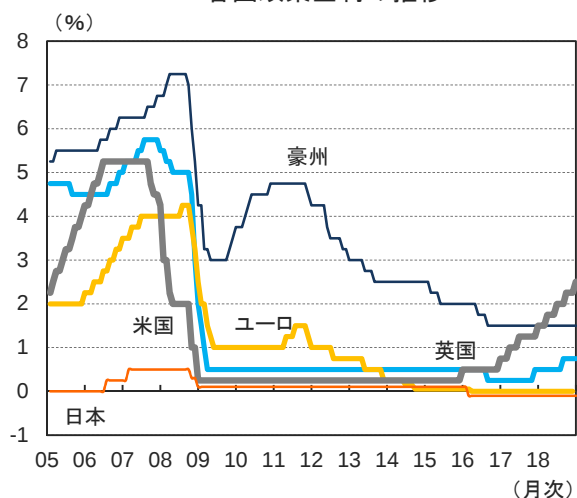
9. 国内銀行の貸出姿勢と貸出残高(企業)



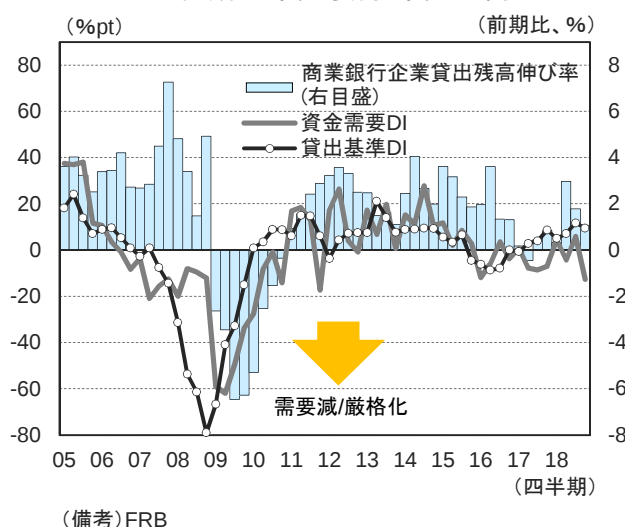
10. 預貸金利鞘



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

				2017年度 実績	対前年比	17年		18年										
						11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
製造業	素材型産業	石油化学	エチレン 生産量	6,459千t	2.7%	○	△	△	○	▲ ¹⁰	▲ ¹⁰	△	▲ ¹⁰	△	△	▲ ¹⁰	○	△
		鉄鋼	粗鋼生産量	104,838千t	▲0.3%	○	○	○	△	○	△	○	○	△	○	△	△	△
		紙・パルプ	紙・板紙 生産量	26,403千t	0.2%	○	○	△	△	△	△	○	△	△	△	△	△	△
	加工組立型産業	自動車	国内生産台数	9,676千台	3.4%	○	○	△	△	○	○	○	△	△	△	△	○	-
		工作機械	受注額	17,803億円	38.1%	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	○	○	△	▲ ¹⁰
		産業機械	受注額	49,284億円	▲3.3%	○	▲ ³⁰	△	◎	▲ ¹⁰	◎	◎	△	◎	▲ ¹⁰	▲ ²⁰	○	◎
		電気機械	生産額合計	195,762億円	5.3%	○	○	○	△	○	○	○	△	○	△	△	◎	△
		(うち電子部品・ デバイス)	生産額合計	78,619億円	7.0%	○	○	△	△	○	△	○	△	○	△	△	○	△
		半導体製造 装置	日本製装置 販売額**	19,797億円	31.3%	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
	非製造業	小売	小売業販売額	1,430,050億円	1.9%	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
外食		外食産業 売上高	256,561億円*	0.8%	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	
旅行・ホテル		旅行業者 取扱高	57,085億円	3.0%	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	△	○	-	
貨物輸送		JR貨物	31,643千t	2.3%	○	○	○	○	△	△	○	△	▲ ²⁰	▲ ¹⁰	▲ ²⁰	△	△	
通信		携帯電話累計 契約数	16,844万件	3.5%	-	○	-	-	○	-	-	○	-	-	○	-	-	
情報サービス		売上高	113,665億円	1.5%	△	○	○	△	△	△	○	○	△	○	△	○	○	
電力		販売電力量	8,632億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)	3.16%	0.67%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2017年実績。**は3ヵ月移動平均

【概況】

11月は12業種中、6業種で増加または改善し、6業種で減少した。

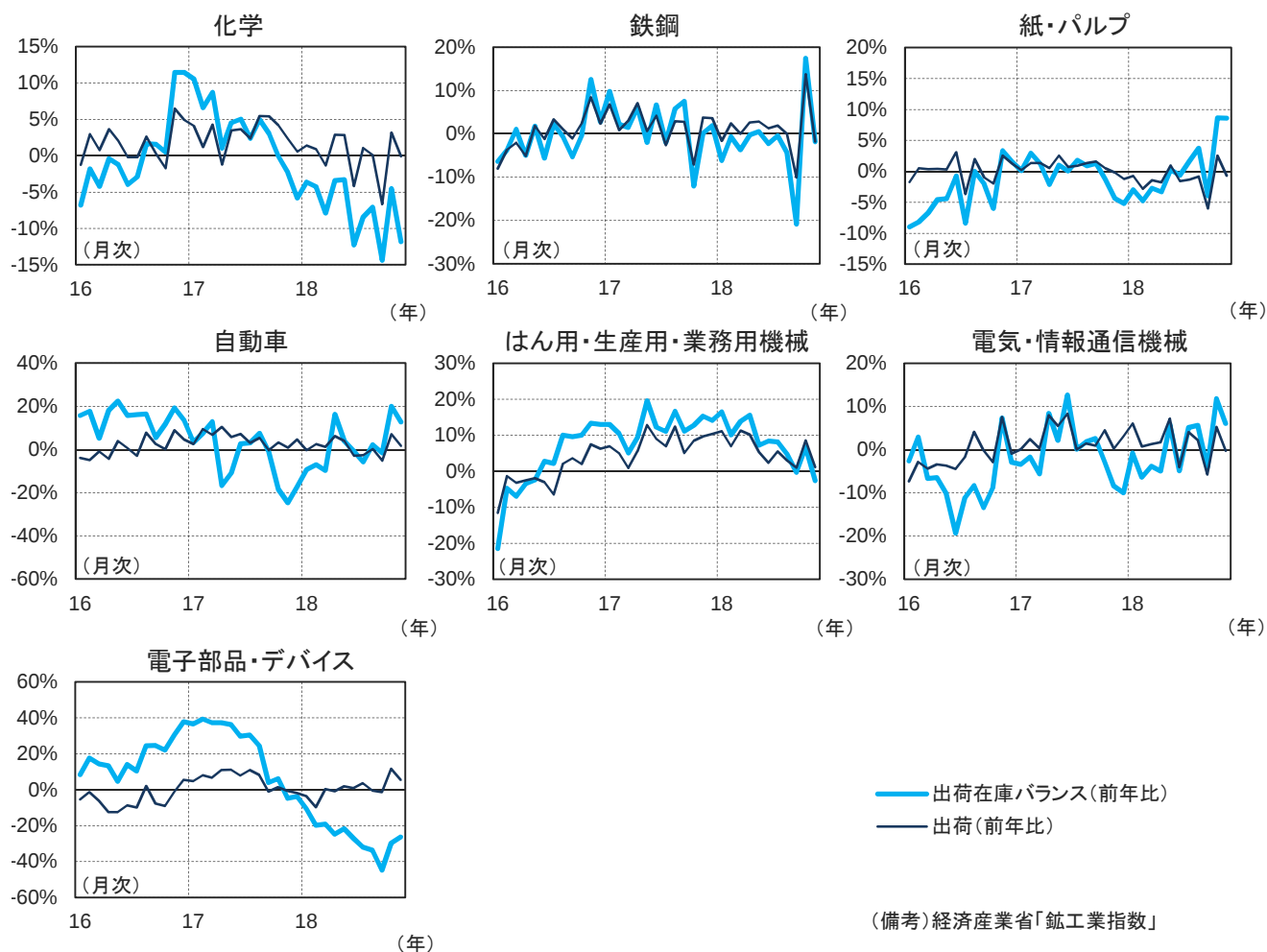
製造業は、産業機械、半導体製造装置が増加した。

非製造業は、小売、外食、情報サービス、不動産が改善または増加した。

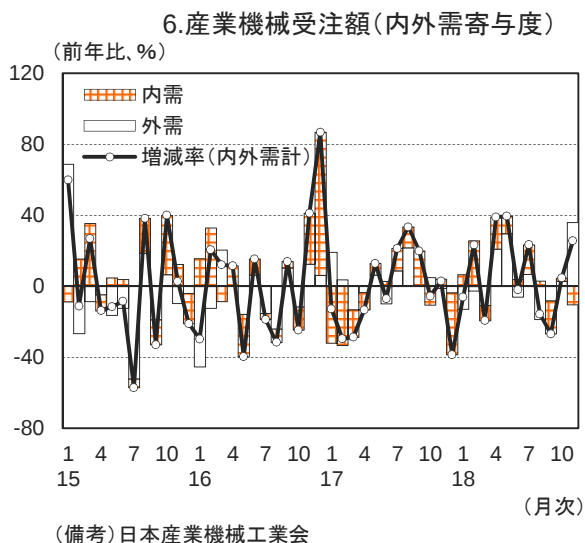
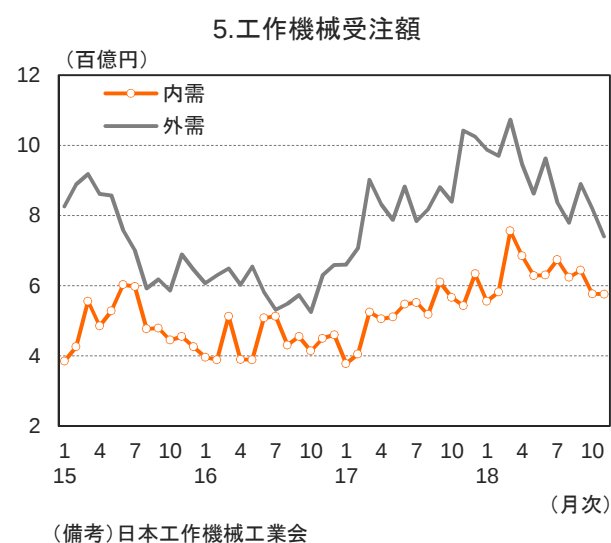
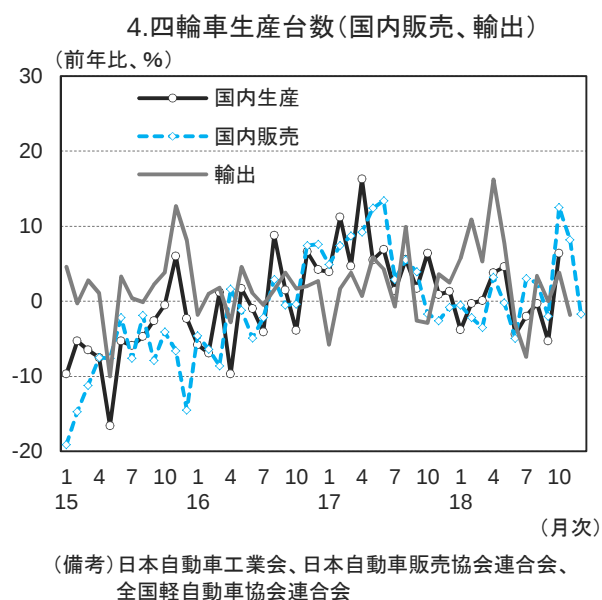
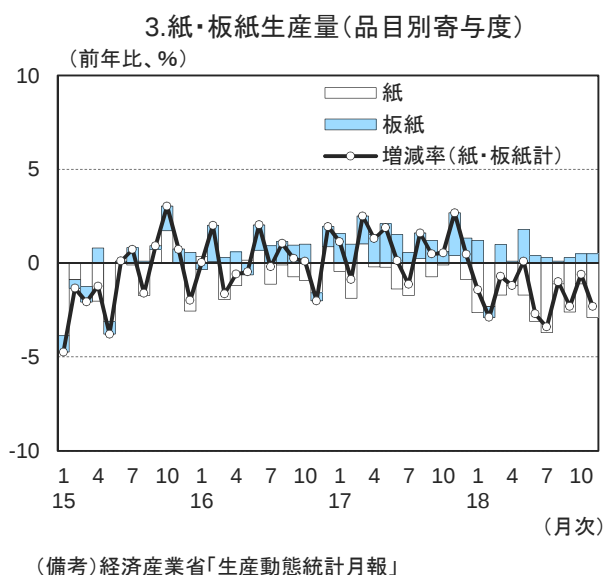
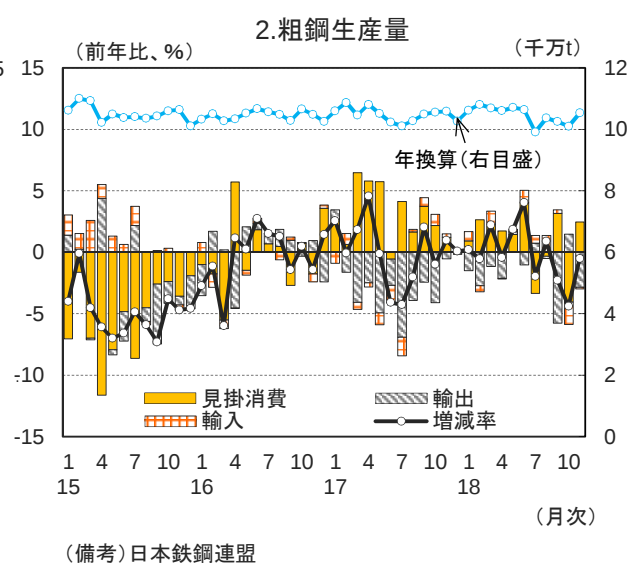
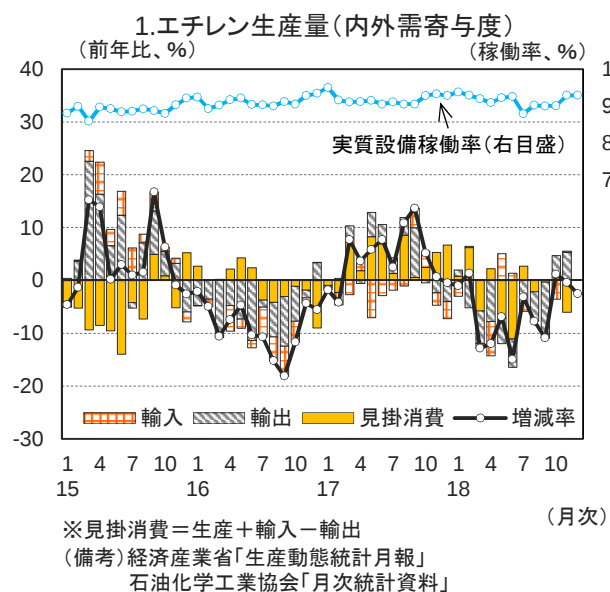
出荷在庫バランス（前年比、出荷前年比－在庫前年比）

		17年		18年										
		11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
素材型産業	化学	○	△	△	△	△	△	△	▲	△	△	▲	△	▲
	鉄鋼	◎	○	○	○	○	○	○	△	△	○	▲ ²⁰	◎	△
	紙・パルプ	△	△	△	△	○	△	○	△	○	○	△	○	○
加工組立型産業	自動車	▲ ²⁰	▲	△	△	△	◎	○	○	△	△	△	◎	◎
	はん用・生産用・業務用機械 （工作機械、産業機械、半導体 製造装置等）	◎	◎	◎	○	◎	◎	◎	○	△	○	△	○	△
	電気・情報通信機械	▲ ²⁰	▲ ³⁰	▲ ⁴⁰	▲ ²⁰	▲ ³⁰	▲ ³⁰	▲	△	▲ ³⁰	▲	△	◎	○
	電子部品・デバイス	△	△	△	▲	▲	▲ ²⁰	▲ ²⁰	▲ ³⁰	▲ ⁵⁰	▲ ⁴⁰	▲ ⁴⁰	▲ ²⁰	▲ ²⁰

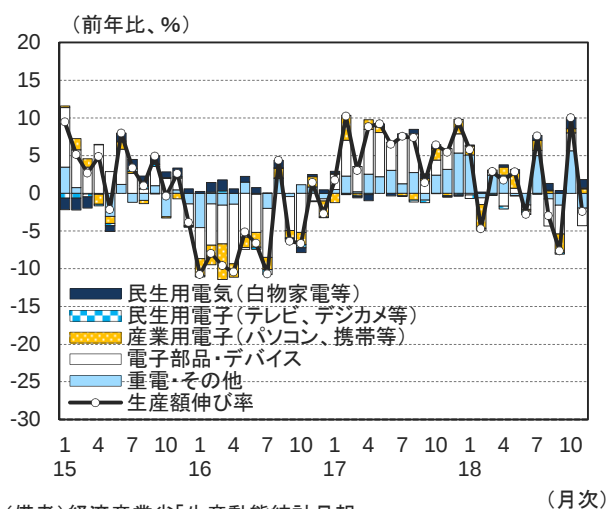
（備考）各月欄の表示は以下の基準による

◎（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））

産業図表

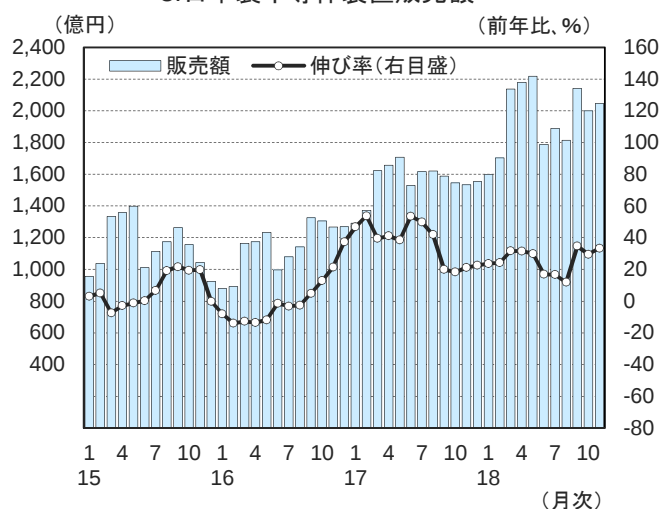


7.電気機械生産額(部門別寄与度)



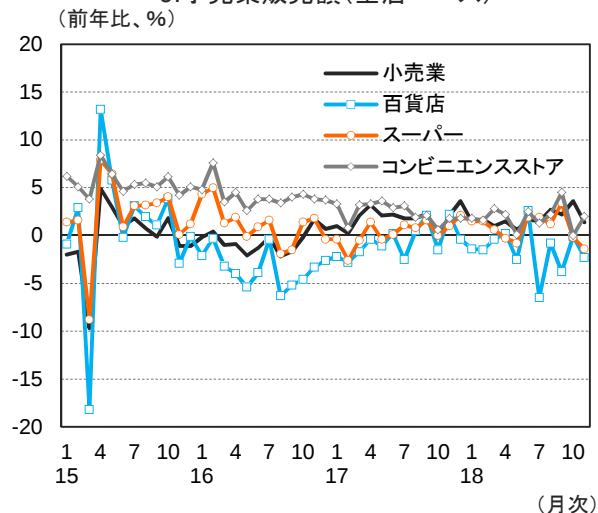
(備考) 経済産業省「生産動態統計月報」、
 電子情報技術産業協会、日本電機工業会

8.日本製半導体装置販売額



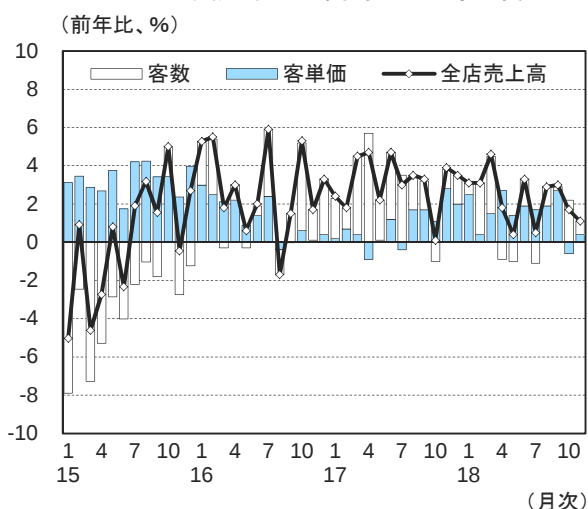
(備考) 日本半導体製造装置協会

9.小売業販売額(全店ベース)

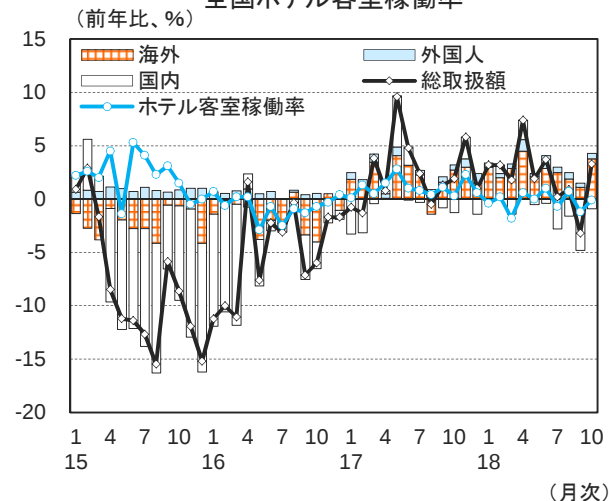


(備考) 経済産業省「商業動態統計」

10.外食産業売上高(要因別寄与度)

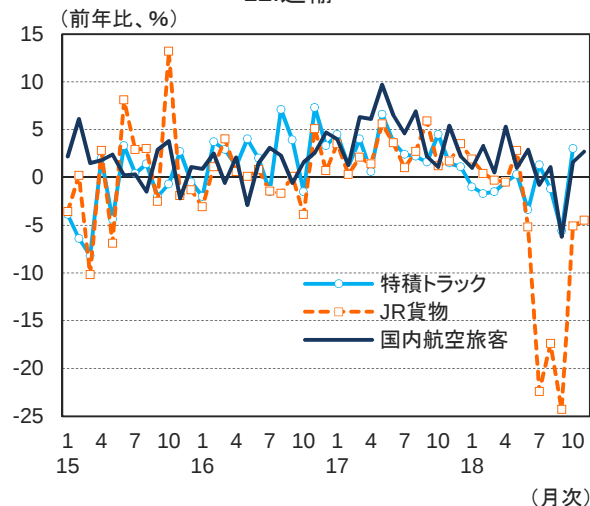


(備考) 日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」

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」、「宿泊旅行統計調査」

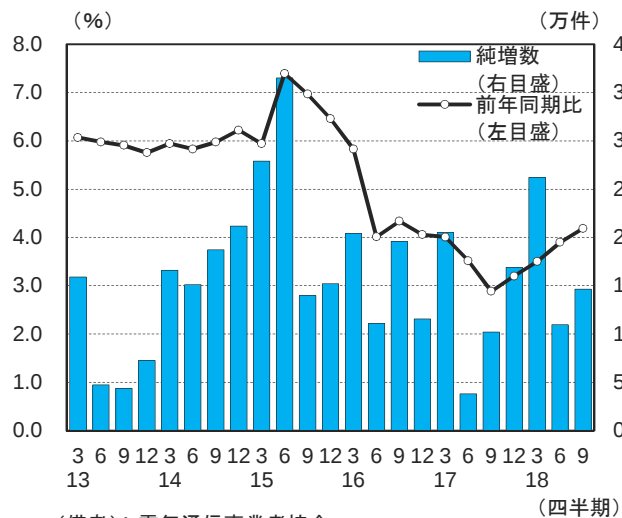
12.運輸



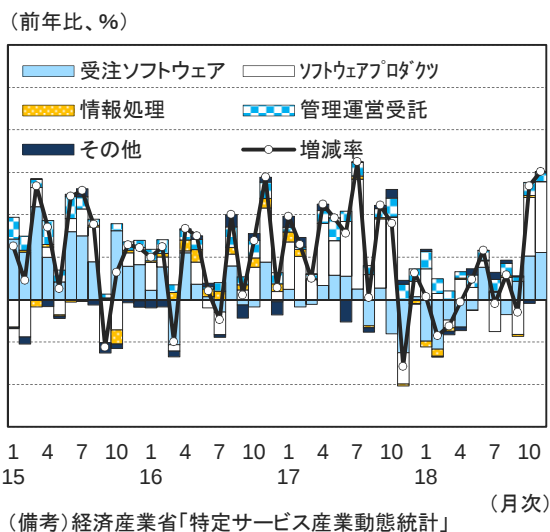
(備考) 国土交通省「トラック輸送情報」、各社ホームページ

産業図表

13.携帯電話契約数



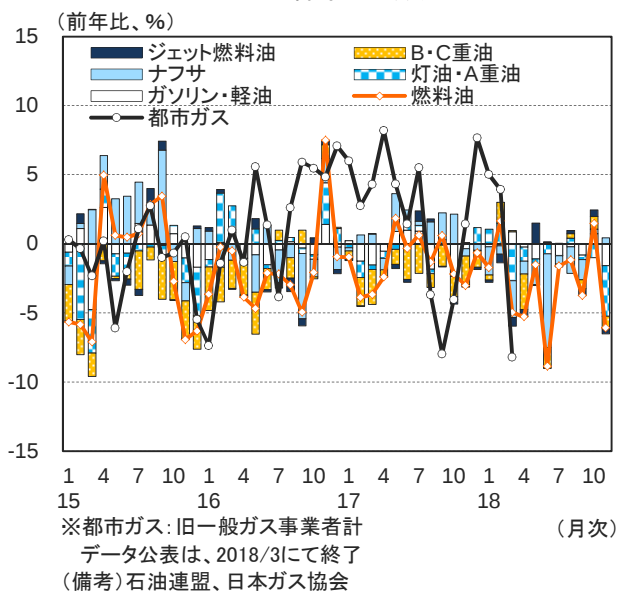
14.情報サービス売上高(部門別寄与度)



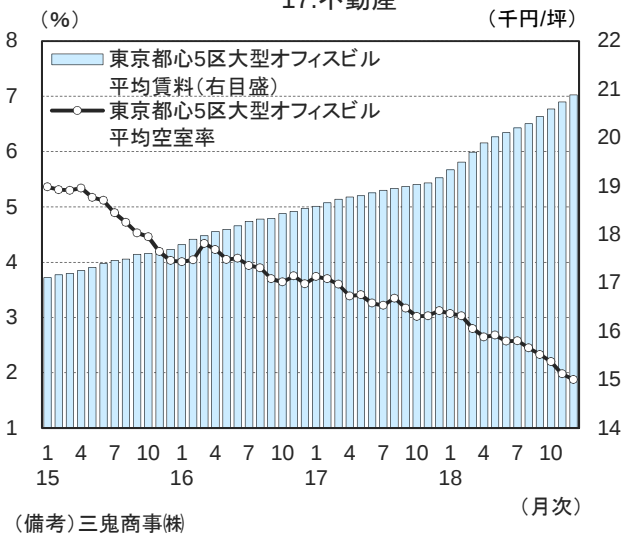
15.電力(販売電力量)



16.石油・都市ガス販売量



17.不動産



世界経済見通し

(単位: %)

[2017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				
	2018 18/10	2018 19/1	2019 18/10	2019 19/1	2020 19/1	2018 18/10	2018 19/1	2019 18/10	2019 19/1	2020 19/1	2017 18/11	2018 18/5	2018 18/11	2019 18/5	2019 18/11
世界計	3.7	3.7	3.7	3.5	3.6	3.8	-	3.8	-	-	3.6	3.8	3.7	3.9	3.5
先進国 [41.3]	2.4	2.3	2.1	2.0	1.7	2.0	2.0	1.9	1.7	2.0	2.5	2.6	2.4	2.5	2.1
1. 日本 [4.4]	1.1	0.9	0.9	1.1	0.5	1.2	-	1.3	-	-	1.7	1.2	0.9	1.2	1.0
2. 米国 [15.5]	2.9	2.9	2.5	2.5	1.8	2.4	-	2.1	-	-	2.2	2.9	2.9	2.8	2.7
3. カナダ [1.4]	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9	2.6	-	2.2	-	-	3.1	2.1	2.1	2.2	2.2
EU [16.5]	2.2	-	2.0	-	-	1.9	-	1.9	-	-	-	-	-	-	-
4. イギリス [2.3]	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	2.5	-	2.2	-	-	1.7	1.4	1.3	1.3	1.4
5. ドイツ [3.3]	1.9	1.5	1.9	1.3	1.6	1.8	-	1.8	-	-	2.5	2.1	1.6	2.1	1.6
6. フランス [2.3]	1.6	1.5	1.6	1.5	1.6	1.9	-	1.8	-	-	2.3	1.9	1.6	1.9	1.6
7. イタリア [1.9]	1.2	1.0	1.0	0.6	0.9	1.3	-	1.4	-	-	1.6	1.4	1.0	1.1	0.9
8. オーストラリア [1.0]	3.2	-	2.8	-	-	2.2	-	2.3	-	-	2.2	2.9	3.1	3.0	2.9
9. ニュージーランド [0.1]	3.1	-	3.0	-	-	1.4	-	1.7	-	-	2.7	3.0	2.9	3.0	2.8
NIEs	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10. 香港 [0.4]	3.8	-	2.9	-	-	2.3	-	2.1	-	-	-	-	-	-	-
11. シンガポール [0.4]	2.9	-	2.5	-	-	1.0	-	1.4	-	-	-	-	-	-	-
12. 台湾 [0.9]	2.7	-	2.4	-	-	1.5	-	1.3	-	-	-	-	-	-	-
13. 韓国 [1.6]	2.8	-	2.6	-	-	1.5	-	1.8	-	-	3.1	3.0	2.7	3.0	2.8
途上国 [58.7]	4.7	4.6	4.7	4.5	4.9	5.0	4.9	5.2	5.1	4.6	-	-	-	-	-
アジア [32.5]	6.5	6.5	6.3	6.3	6.4	3.0	-	3.2	-	-	-	-	-	-	-
14. 中国 [17.7]	6.6	6.6	6.2	6.2	6.2	2.2	-	2.4	-	-	6.9	6.7	6.6	6.4	6.3
ASEAN	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15. マレーシア [0.7]	4.7	-	4.6	-	-	1.0	-	2.3	-	-	-	-	-	-	-
16. タイ [1.0]	4.6	-	3.9	-	-	0.9	-	0.9	-	-	-	-	-	-	-
17. フィリピン [0.7]	6.5	-	6.6	-	-	4.9	-	4.0	-	-	-	-	-	-	-
18. インドネシア [2.5]	5.1	-	5.1	-	-	3.4	-	3.8	-	-	5.1	5.3	5.2	5.4	5.2
19. ベトナム [0.5]	6.6	-	6.5	-	-	3.8	-	4.0	-	-	-	-	-	-	-
20. ブルネイ [0.0]	2.3	-	5.1	-	-	0.4	-	0.5	-	-	-	-	-	-	-
21. カンボジア [0.0]	6.9	-	6.8	-	-	3.3	-	3.3	-	-	-	-	-	-	-
22. ラオス [0.0]	6.8	-	7.0	-	-	0.9	-	4.5	-	-	-	-	-	-	-
23. ミャンマー [0.3]	6.4	-	6.8	-	-	6.0	-	5.8	-	-	-	-	-	-	-
24. インド [7.2]	7.3	7.3	7.4	7.5	7.7	4.7	-	4.9	-	-	6.7	7.4	7.5	7.5	7.3
25. パンゲラデシュ [0.5]	7.3	-	7.1	-	-	6.0	-	6.1	-	-	-	-	-	-	-
中東・北アフリカ [7.6]	2.4	2.4	2.7	2.4	3.0	10.8	-	10.2	-	-	-	-	-	-	-
26. パキスタン [0.8]	5.8	-	4.0	-	-	3.9	-	7.5	-	-	-	-	-	-	-
27. サウジアラビア [1.5]	2.2	2.3	2.4	1.8	2.1	2.6	-	2.0	-	-	-	1.6	1.7	2.1	2.6
28. イラン [1.3]	▲1.5	-	▲3.6	-	-	29.6	-	34.1	-	-	-	-	-	-	-
29. エジプト [0.9]	5.3	-	5.5	-	-	20.9	-	14.0	-	-	-	-	-	-	-
中東欧 [3.6]	3.8	3.8	2.0	0.7	2.4	8.3	-	9.0	-	-	-	-	-	-	-
30. トルコ [1.7]	3.5	-	0.4	-	-	15.0	-	16.7	-	-	7.4	5.1	3.3	5.0	▲0.4
独立国家共同体 [4.5]	2.3	-	2.4	-	-	4.5	-	5.7	-	-	-	-	-	-	-
31. ロシア [3.2]	1.7	1.7	1.8	1.6	1.7	2.8	-	5.1	-	-	1.6	1.8	1.6	1.5	1.5
中南米 [7.7]	1.2	-	2.2	-	-	6.1	-	5.9	-	-	-	-	-	-	-
32. メキシコ [1.9]	2.2	2.1	2.5	2.1	2.2	4.8	-	3.6	-	-	2.3	2.5	2.2	2.8	2.5
33. アルゼンチン [0.7]	▲2.6	-	▲1.6	-	-	31.8	-	31.7	-	-	2.9	2.0	▲2.8	2.6	▲1.9
34. ブラジル [2.6]	1.4	1.3	2.4	2.5	2.2	3.7	-	4.2	-	-	1.1	2.0	1.2	2.8	2.1
サハラ以南アフリカ [3.0]	3.1	2.9	3.8	3.5	3.6	8.6	-	8.5	-	-	-	-	-	-	-
35. 南アフリカ [0.6]	0.8	0.8	1.4	1.4	1.7	4.8	-	5.3	-	-	1.3	1.9	0.7	2.2	1.7
36. ナイジェリア [0.9]	1.9	1.9	2.3	2.0	2.2	12.4	-	13.5	-	-	-	-	-	-	-

(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		
	2018年度(%程度)	2019年度(%程度)		2018年度(%)	2019年度(%)	2020年度(%)
	2018/7	2018/12		2019/1		
国内総生産・実質	1.5	0.9	1.3	0.69	0.70	0.58
民間最終消費支出	1.2	0.7	1.2	0.63	0.56	0.38
民間住宅	▲ 0.7	▲ 4.2	1.3	▲ 4.44	0.94	▲ 2.85
民間企業設備	3.7	3.6	2.7	2.94	1.56	0.94
政府支出	0.3	-	-	0.69	0.81	0.82
財貨・サービスの輸出	4.3	2.7	3.0	1.97	2.06	1.93
財貨・サービスの輸入	3.9	2.8	3.3	2.39	2.47	1.35
内需寄与度	1.4	0.9	1.4	-	-	-
外需寄与度	0.1	0.0	▲ 0.0	-	-	-
国内総生産・名目	1.7	0.9	2.4	0.72	1.58	1.33
完全失業率	2.5	2.4	2.3	2.39	2.36	2.36
雇用者数	0.9	1.7	0.9	-	-	-
鉱工業生産指数	2.4	1.4	2.4	0.80	1.26	0.63
国内企業物価指数	2.9	2.7	2.0	-	-	-
消費者物価指数(総合)	1.1	1.0	1.1	0.85 (除く生鮮食品)	0.68 (除く生鮮食品)	0.73 (除く生鮮食品)
GDPデフレーター	0.2	0.0	1.1	-	-	-

(備考) 1.「平成30年度 内閣府年央試算」(2018年7月6日)、内閣府「平成31年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」(2018年12月18日閣議了解)、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(2019年1月16日)

2.「ESPフォーキャスト調査」の2019、2020年度の消費者物価指数(総合)は消費増税の影響を除く

日銀 経済・物価情勢の展望(2018/10)

	2018年度(%)	2019年度(%)	2020年度(%)
国内総生産・実質	1.3~1.5(1.3~1.5)	0.8~0.9(0.7~0.9)	0.6~0.9(0.6~0.9)
消費者物価指数・総合(除く生鮮食品)	0.9~1.0(1.0~1.2)	1.8~2.0(1.8~2.1)	1.9~2.1(1.9~2.1)

(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		2018/9調査		2018/12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	12	16	1	10	▲ 6
生産・営業用設備(過剰-不足)	全産業	▲ 5	▲ 7	▲ 5	0	▲ 6	▲ 1
雇用人員判断(過剰-不足)	全産業	▲ 33	▲ 37	▲ 35	▲ 2	▲ 38	▲ 3
資金繰り(楽である-苦しい)	全産業	18		17	▲ 1		
金融機関貸出態度(緩い-厳しい)	全産業	24		24	0		
借入金利水準(上昇-低下)	全産業	▲ 1	7	▲ 1	0	8	9

(前年度比、%)

全規模合計			2018/12調査					
			2017年度			2018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	4.4	-		2.7	0.7	
	経常利益	全産業	12.0	-		▲ 0.8	2.9	
	売上高経常利益率 (%、%ポイント)	全産業	5.83		-	5.63		0.13

(備考) 日本銀行「第179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)
					2017年度	2018年度	2019年度	
大 企 業	日本政策 投資銀行	2018/6	全 産 業	2,059	2.3	21.6	▲ 9.1	資本金10億円以上
			製 造 業	996	0.8	27.2	▲ 6.7	
			非製造業	1,063	3.0	18.5	▲10.7	
	日本銀行	2018/12	全 産 業	1,924	4.1	14.3	—	資本金10億円以上
			製 造 業	1,009	6.3	15.6	—	
			非製造業	915	2.9	13.5	—	
	日本経済 新聞社	2018/10	全 産 業	1,171	4.7	15.7	—	上場企業と資本金1億円 以上の有力企業
			製 造 業	628	5.5	18.1	—	
			非製造業	543	3.5	12.2	—	
	財務省 内閣府	2018/11	全 産 業	4,567	—	17.3	—	資本金10億円以上
			製 造 業	1,544	—	22.8	—	
			非製造業	3,023	—	13.4	—	
中 堅 企 業	日本銀行	2018/12	全 産 業	2,760	12.0	11.1	—	資本金1億円以上10億円未満
			製 造 業	1,052	12.7	15.0	—	
			非製造業	1,708	11.6	8.6	—	
	財務省 内閣府	2018/11	全 産 業	3,337	—	▲ 6.4	—	資本金1億円以上10億円未満
			製 造 業	925	—	8.8	—	
			非製造業	2,412	—	▲13.4	—	
中 小 企 業	日本銀行	2018/12	全 産 業	5,176	▲ 0.5	▲ 3.7	—	資本金2千万円以上1億円未満
			製 造 業	1,998	0.6	15.2	—	
			非製造業	3,178	▲ 1.0	▲12.8	—	
	財務省 内閣府	2018/11	全 産 業	4,991	—	▲ 4.9	—	資本金1千万円以上1億円未満
			製 造 業	1,367	—	26.4	—	
			非製造業	3,624	—	▲16.6	—	
日本政策 金融公庫	2018/9	製 造 業	6,701	7.0	10.2	—	従業者数 20人～299人	
金	日本銀行	2018/12	(上記の外数)	210	▲ 1.1	2.3	—	[短 観]
融	財務省 内閣府	2018/11	(上記の内数)	—	—	5.4	—	[法人企業景気予測調査]

注 記

[該当ページ]

[44] 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

[45] 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」とした回答金融機関構成比＋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

[53] 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(2018年7・8月号掲載分～)

掲 載 号

- | | |
|----------|---|
| 2019.1 | 企業行動にみるドイツの競争力 |
| 2018.12 | MaaS(Mobility as a Service)の現状と展望
～デジタル技術と新たなビジネスモデルによる「移動」の再定義～ |
| 2018.12 | サービス・インテグレーションとテクノロジー・イノベーション
～サブシー産業(海洋石油・ガス生産)の構造変化とわが国への示唆～ |
| 2018.12 | 日銀の金融政策は銀行経営にどう影響したか |
| 2018.11 | 失業率はなぜ10年近くにわたり低下しているのか |
| 2018.11 | 期限の迫るBrexit交渉 |
| 2018.10 | 動き出す電力業界の新ビジネス
～再エネの拡大と共に注目を集めるエネルギー・リソース・アグリゲーション事業～ |
| 2018.10 | 堅調な住宅着工と住宅ローンの増加 |
| 2018.10 | 外国人労働者の新たな受け入れ方針とその影響 |
| 2018.9 | 2017・2018・2019年度設備投資計画調査 結果概要 |
| 2018.9 | 中国自動車市場の発展の行方～電動化の先に見えてくる姿～ |
| 2018.9 | 日銀は金融緩和の継続と過度な緩和の修正を決定 |
| 2018.7・8 | ハノーバーメッセ2018視察報告 |
| 2018.7・8 | 消費税率引き上げと消費回復を妨げる複合的な要因 |
| 2018.7・8 | 不安定化する新興国通貨 |

次号「DBJ Monthly Overview」(3月号)は、3月上旬に発行の予定です。

©Development Bank of Japan Inc.2019

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 <https://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
