



日本政策投資銀行  
Development Bank of Japan  
産業調査部

# DBJ Monthly Overview

# 2019 04

DBJ Monthly Overview  
2019/4  
日本政策投資銀行  
産業調査部

今月のトピックス

設備投資の状況と「広義の投資」を巡る諸課題について

低金利下の米国で期待を集める財政拡張策

\*本資料は原則として3月18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

設備投資の状況と「広義の投資」を巡る諸課題について	2
低金利下の米国で期待を集める財政拡張策	8

マクロ経済アップデート	10
日本経済	15
海外経済	22
マーケット動向	32
マーケット図表	34
産業動向	36
産業図表	38
経済見通し	41
設備投資計画調査	43
注 記	44

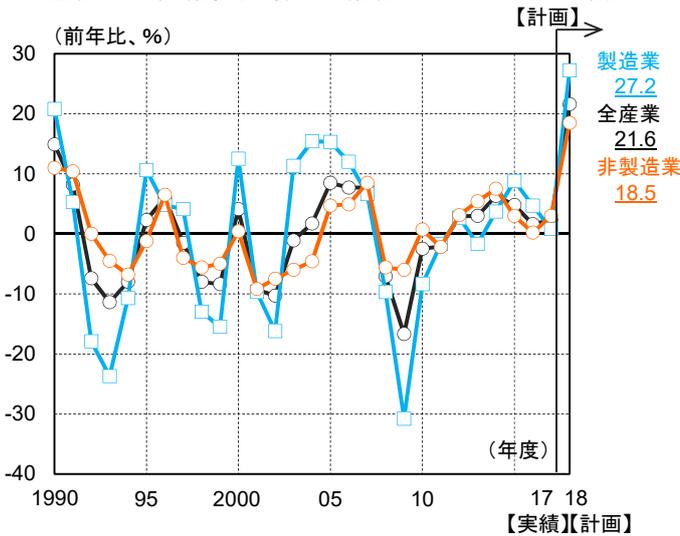
## 設備投資の状況と「広義の投資」を巡る諸課題について

産業調査部 木元 和久

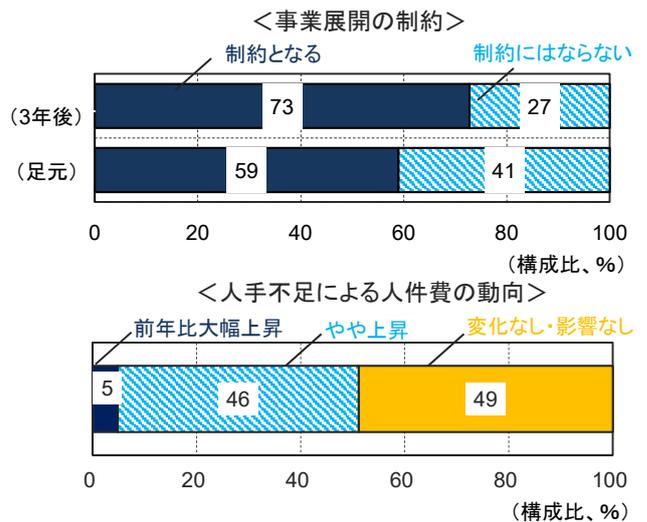
### 1. 問題意識

- 本稿は、2018年8月に公表したDBJ設備投資計画調査（以下、DBJ調査）の結果を受け、その後の投資計画の進捗状況や、「広義の投資」と呼ばれる、人的投資、情報化投資、研究開発投資といったそれぞれの投資の課題について、定量データや企業へのヒアリング等を通じて深掘りして考察するものである。DBJ調査の結果を受けた問題意識としては以下の通り。
- 18年度の設備投資は、自動車の電動化などのモデルチェンジ対応や都市機能拡充、インバウンド対応の投資を牽引役に、前年比21.6%増と38年ぶりの非常に強い計画が示されたが、米中貿易戦争などその後の環境変化によって計画に変化がみられていないか（図表1-1）。
- 人的投資については、人手不足による労働投入の供給制約がある中で、企業がいかに生産性を維持、向上させるために取り組みを行っているか（図表1-2）。
- 情報化投資、研究開発投資については、AI、ビッグデータ等の新技術活用を進める企業の比率は全体の1割程度、オープンイノベーション等、外部リソース活用を増やしているとの回答は製造業の3割程度にとどまっており、こうした技術活用や取り組みの普及に向けた課題は何か（図表1-3、1-4）。

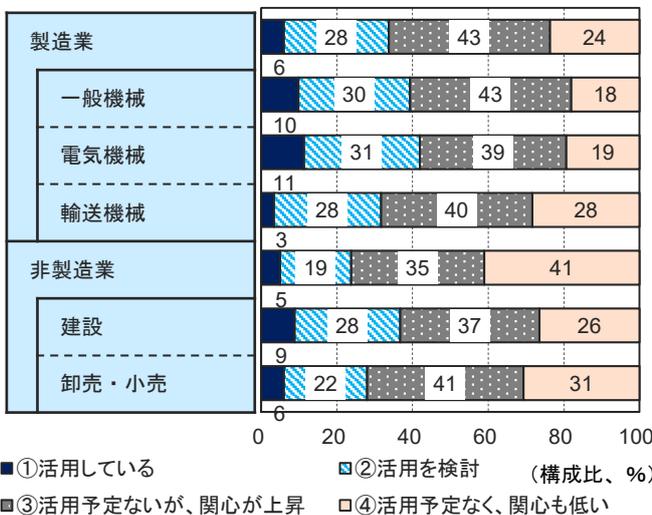
図表1-1 設備投資増減率推移（1990～2018年度）



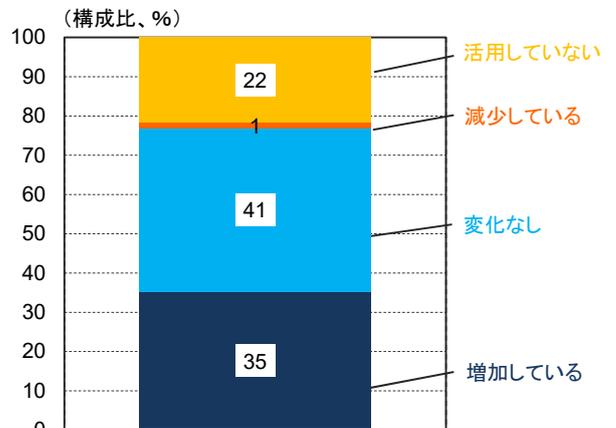
図表1-2 人手不足の動向（非製造業）



図表1-3 AI、ビッグデータの活用



図表1-4 オープンイノベーション等、外部リソース活用機会（製造業）

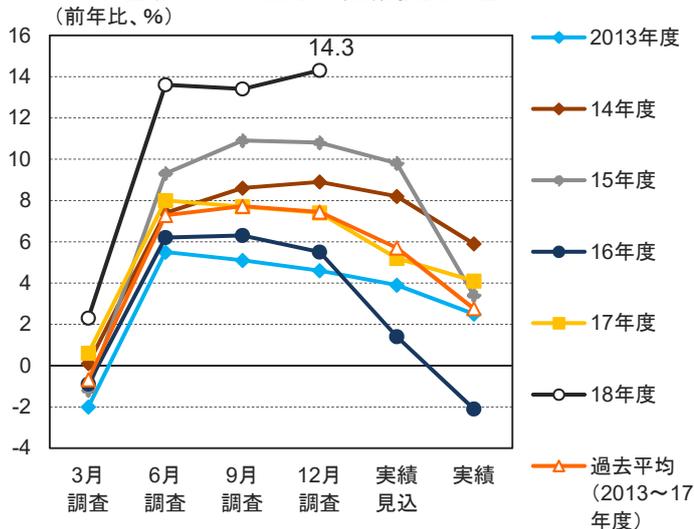


（備考）図表1-1～1-4 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」により作成

## 2. 大企業の設備投資計画の状況と今後の見通し

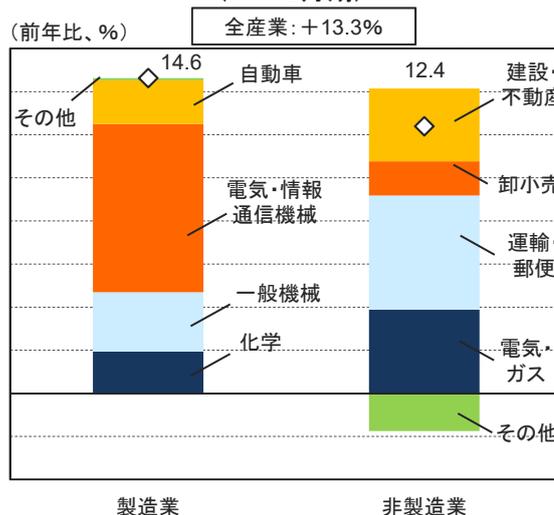
- DBJ調査以降に公表された他機関の統計をみると、日銀短観による18年度の大企業の設備投資計画は12月調査時点で、前年比14.3%増と依然高い伸びを維持しており、今のところ目立った下方修正はみられていない(図表2-1)。財務省の法人企業統計でも4~12月期実績は同13.3%増となっており、DBJ調査の実績着地見込み(10%前後)と近い伸びとなっている。また業種別でも、製造業は、電気機械や自動車、化学、非製造業では不動産、運輸などが牽引役となっており、DBJ調査といずれも整合的な内容となっている(図表2-2)。
- このように現在確認できる統計では、投資計画に目立った下方修正はみられていない。DBJが18年11月~19年1月に実施した企業へのヒアリング(以下、ヒアリング)でも、特に米中貿易戦争については、企業が需要地での生産を進めていることから今のところ事業や投資計画への影響は軽微との声が大勢であった(図表2-3)。しかし、足元では中国経済の減速を背景に日本企業の輸出は電子部品や工作機械等を中心に減速が鮮明であり(図表2-4)、貿易戦争の長期化に伴う世界経済減速への懸念もあり、今後の動向には注視が必要である。他方、自動車の次世代技術開発や、老朽設備の更新投資の需要は構造的要因によるものであり、設備投資の下支えとなることが期待されよう。
- 20年の東京オリパラ以降の見通しについては、景気の腰折れは見込み難いとの声がヒアリングでは多く聞かれた。インバウンドについても堅調に伸びていくことが期待され、関連の投資のさらなる増加が期待される(図表2-3)。

図表2-1 大企業の設備投資計画



(備考) 1.日本銀行により作成  
2.土地を含み、ソフトウェアを除く

図表2-2 大企業の設備投資の進捗状況 (4~12月期)



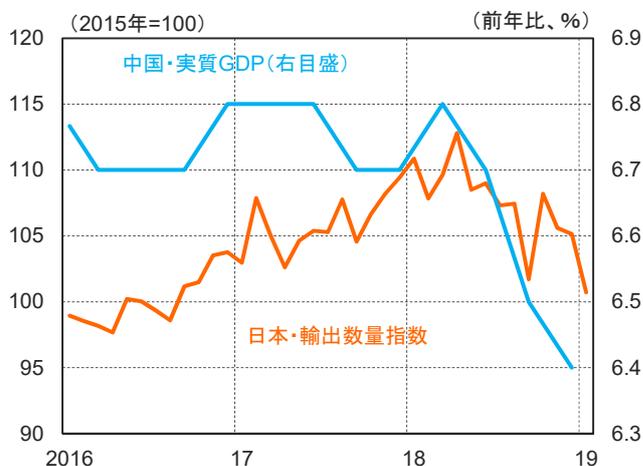
(備考)財務省により作成

図表2-3 設備投資に関する主要な論点と企業の声

論点	企業からの声
米中貿易戦争の事業への影響	<ul style="list-style-type: none"> <li>需要地での生産を進めており、今のところ事業や投資計画等への影響は軽微</li> <li>他方、貿易戦争は安全保障の問題にも関わり、長期化は必至。世界経済の減速につながると影響は甚大</li> <li>素材・部品メーカーも含めた自動車の次世代技術開発や、老朽化設備の更新投資等、構造的要因による投資は短期的な動向に左右されない</li> </ul>
オリパラ前後の景気、インバウンドの見通し	<ul style="list-style-type: none"> <li>25年に大阪万博が決まり、インバウンド需要も堅調な推移が見込まれる。オリパラ前後での景気の腰折れは想定しにくい</li> <li>金融市場の混乱、米中貿易戦争等による世界経済の下押しがリスク</li> </ul>

(備考) 1.日本政策投資銀行作成  
2.ヒアリングは18年11月~19年1月にかけて実施

図表2-4 中国実質GDP成長率と日本の輸出数量指数

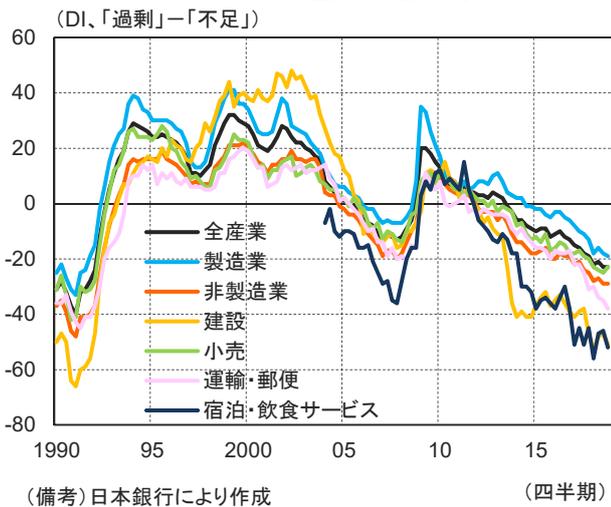


(備考)中国国家统计局、内閣府により作成

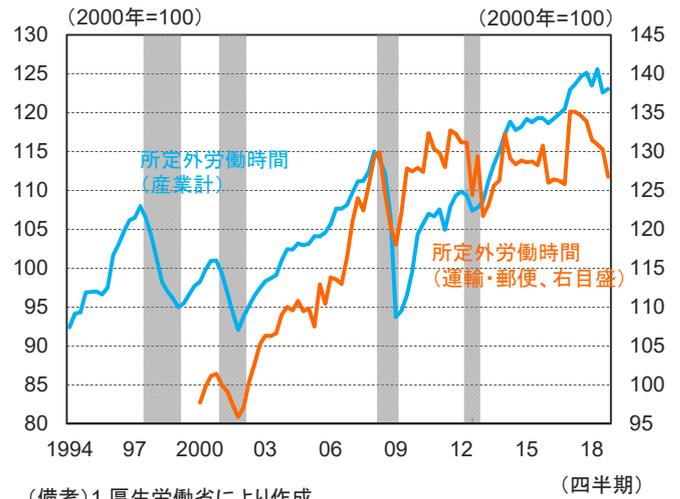
3. 人手不足等への対応

- 雇用の過不足を示す日銀短観の雇用判断DIをみると、運輸・郵便、建設、宿泊・飲食サービスといった非製造業を中心に人手不足の度合いはバブル期以来の水準となっている(図表3-1)。また、これまで景気回復期には残業時間の増加が経済全体でみられてきたが、物流業が含まれる運輸・郵便では、残業時間が増えておらず、こうした業種では人手不足の中で労働投入における供給制約の圧力がかかっていると見える(図表3-2)。ヒアリングにおいても働き方改革の一環として残業時間削減を進めるといった声が聞かれている。
- こうした状況において、企業はいかに生産性を維持していくか。DBJ調査では休暇取得や研修強化といった取り組みが多く聞かれたが、ヒアリングを通じては、それ以外に付加価値を高めた製品・サービスの開発、待遇改善や評価体系の見直しによるモチベーション向上、業務運営の効率化によるコスト吸収、多様な人材の活用など様々な取り組みを実施しているとの声が聞かれた(図表3-3)。
- また労働代替としての省力化投資も拡大傾向にある。コンベヤ、自動搬送装置等の運搬機械は、人手不足が深刻な運輸業などを中心に大きく設備投資が伸びている(図表3-4)ほか、製造業では、産業用ロボットによる自動化投資が拡大傾向にある。
- ヒアリングでは、こうした省力化投資の拡大がある一方で、コスト対比で採算が合わず、あえて自動化をせず人手で行っている業務もあるとのことであり、省力化やロボットの技術の普及を通じたコスト低減がさらなる省力化投資を呼び込むことが期待される。

図表3-1 大企業の雇用判断DI



図表3-2 所定外労働時間



図表3-3 人手不足への対応に関する企業の声

対応策	備考
販売価格引き上げ	• 付加価値の高い商品開発やサービスの提案を通じ、単価を上げて売っていく
モチベーションの向上	• 従業員の待遇改善や等級制度の見直しによる若手の登用を実施。また再雇用制度変更により高齢者の年収維持を実施
業務効率化	• 働き方改革の中で残業時間は大きく減ったが、業務効率化などによって対応は可能
多様な人材の活用	• 様々なバックグラウンドの人材が混ざった方が良いものが生み出せる
省力化投資による労働代替	• セルフレジの導入に加え、人事・経理のシステムによる省力化を実施 • 物流現場では、自動搬送装置を増やしているが、ややコストが高く、人手で行っている業務もある

(備考)日本政策投資銀行作成

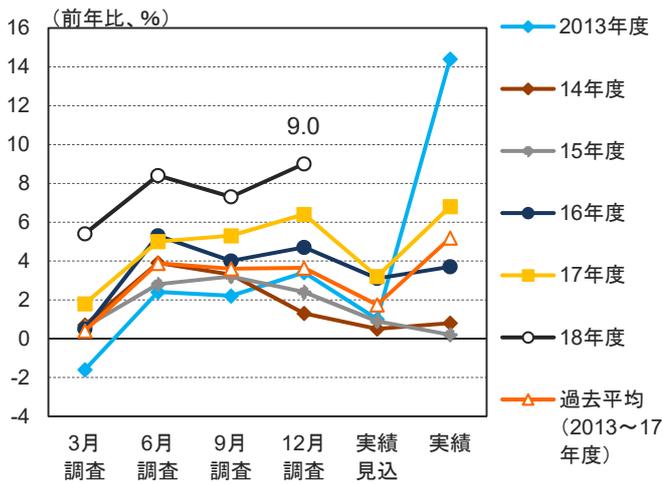
図表3-4 運搬機械の受注



#### 4. AI、ビッグデータ等の新技術活用に向けて

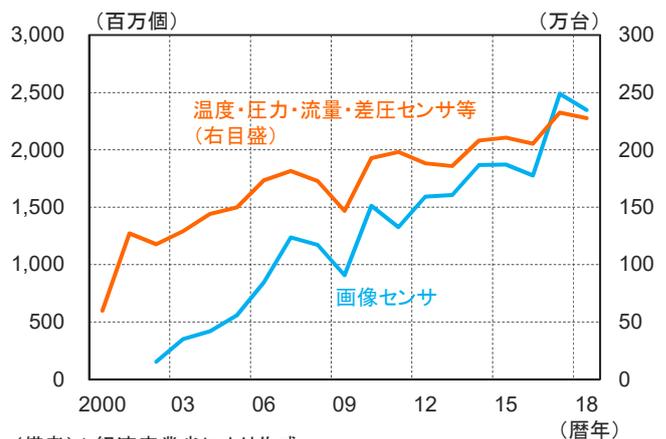
- DBJ調査における18年度の情報化投資(サーバー等の有形資産も含む)は前年比27.1%増と非常に高い計画が示されていたが、日銀短観をみても、大企業のソフトウェア投資の計画は引き続き強い計画が維持されている(図表4-1)。また製造業の生産効率化等、企業の生産性向上に大きな貢献が期待されるIoTの技術活用においては、データを収集するセンサの役割が重要になるが、こうしたセンサの生産は、画像センサに限らず、温度センサ等、様々な用途で増加しており、企業の取り組みの進展が期待される(図表4-2)。
- 他方、DBJ調査では、前述したようにAIやビッグデータを活用していると回答した企業は全体の1割弱にとどまっていた。こうした背景について、ヒアリングではAI等の技術を扱う人材の不足、特にデータサイエンティストなどを集めるのが困難との声が多く聞かれた。(独)情報処理推進機構の調査でも、企業のIT人材の量に対する不足感は年々高まっている(図表4-3)。また総務省の「ICTによるイノベーションと新たなエコノミー形成に関する調査研究」報告書では、AI導入にあたっての課題として、日本は先進各国に比べ、「AI導入を先導する組織・人材の不足」との回答が多くなっており、やはり人材の不足といった点がボトルネックになっていると思われる(図表4-4)。
- また「導入を先導する組織の不足」という観点では、導入を進める旗振り役の部署や意思決定を行う機関がない、もしくは十分な機能が発揮できていないといったことが考えられる。ヒアリングでは、AI等の導入にあたっては、企業が失敗を恐れず、スピード感を持って意思決定を行うことが重要との声が多く聞かれたが、企業全体としてこうした技術への理解や認識が不足しているといった点も普及に向けた課題であると考えられる。

図表4-1 大企業のソフトウェア投資計画



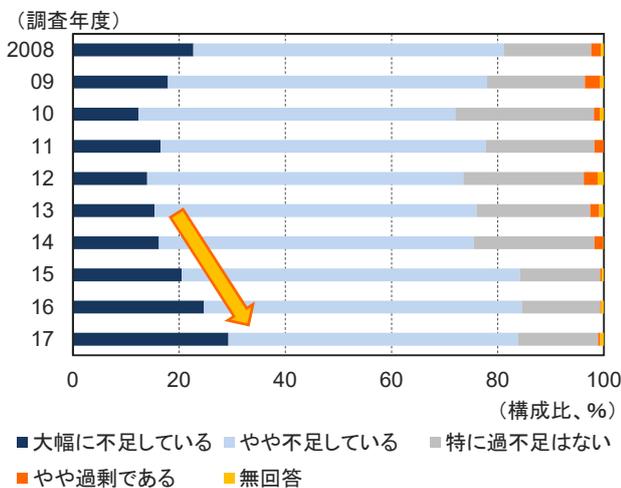
(備考)日本銀行により作成

図表4-2 センサ関連の生産



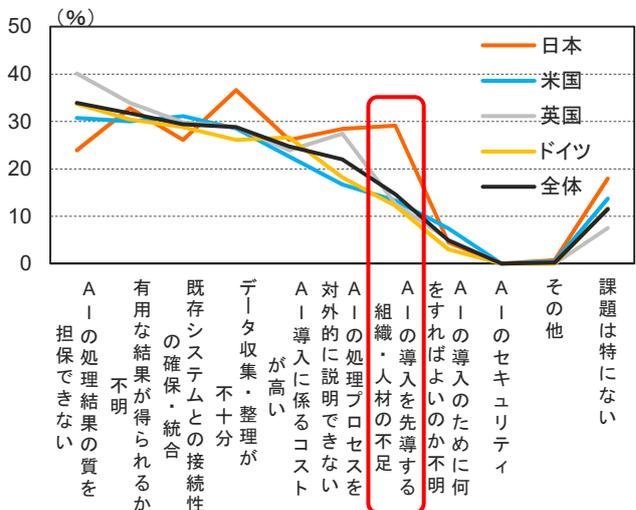
(備考)1.経済産業省により作成  
2.画像センサはCCD。温度・圧力・流量・差圧センサ等は、発信機(温度計、圧力計、流量計、差圧計、その他の発信機)

図表4-3 企業におけるIT人材の量に対する過不足感



(備考)独立行政法人情報処理推進機構により作成

図表4-4 AI導入にあたっての課題



(備考)総務省により作成

5. オープンイノベーション等、外部リソースの活用に向けて

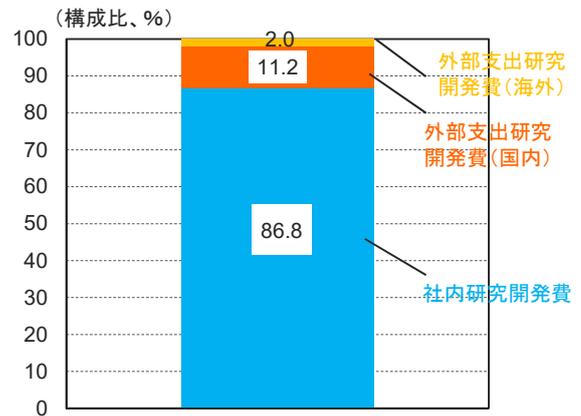
- DBJ調査では、オープンイノベーション等の外部リソースの活用が増えていると回答した企業は、製造業で3割程度にとどまったが、近年、企業が外部に支出する研究開発費自体は増加傾向にある。文部科学省科学技術・学術政策研究所が実施する「民間企業の研究活動に関する調査報告」では、07年度に比べ、16年度の外部支出研究開発費は、約30%増加しており、社内研究開発費の伸びを大きく上回る。企業の全研究開発費に占める外部支出研究開発費の割合は上昇傾向にあると想定され、16年度では13.2%となっている(図表5-1、5-2)。
- 他方、オープンイノベーション等、外部と連携して研究開発を行う場合の課題について、ヒアリングでは、大企業は意思決定のスピードが遅いとの声が大企業、ベンチャー企業の双方から聞かれた。また大企業は様々な技術や知財を抱える中で、自社技術に対する認識不足を指摘する声も一部からは聞かれた。
- 前述した文科省の調査でも、他組織との連携時の課題として、大企業については、意思決定のスピードや契約手続き等に時間がかかることが課題として多く挙げられている。また他の組織については、中小企業では、情報発信の少なさや情報漏洩のリスク、国内の大学・公的研究機関については、実用化につながる研究成果が少ないといったことが課題として指摘されており、こうした課題を双方が認識し、対応していくことが日本全体でのオープンイノベーション等の活性化につながると考えられる(図表5-3)。

図表5-1 社内研究開発費／外部支出研究開発費



(備考) 1.文部科学省 科学技術・学術政策研究所により作成  
2.企業物価により実質化した系列。15年度までは共通サンプル(17年5月公表調査)、16年度は18年5月公表調査の伸びで延伸

図表5-2 研究開発費の構成(16年度)



(備考) 1.文部科学省 科学技術・学術政策研究所により作成  
2.18年5月公表調査、各社毎の構成比の平均値

図表5-3 他組織との連携における問題点(主な回答を抜粋)

	国内の大企業	国内の中小企業	国内の大学・公的研究機関	海外の大学・公的研究機関
契約が円滑に結べないこと(煩雑、時間がかかりすぎるなど)	23.7%	7.5%	13.2%	8.0%
意思決定のスピードが遅いこと	18.0%	4.2%	6.3%	1.3%
特許・企業秘密等の使用許諾を受ける際に、条件が厳しすぎる	15.6%	3.1%	9.4%	4.2%
研究成果についての情報発信が少ないこと	7.9%	13.6%	4.7%	2.2%
自社の技術情報が他者に漏らされてしまうこと	8.0%	11.6%	6.4%	2.2%
研究のスピードが遅いこと	11.0%	11.7%	21.6%	2.6%
実用化につながる研究成果が少ないこと	13.7%	23.6%	33.2%	5.6%
連携した経験はない	12.5%	19.7%	18.5%	71.1%

(備考) 1.文部科学省 科学技術・学術政策研究所により作成  
2.17年5月公表調査、上図は946社の回答

## 6. 日本の潜在成長率押し上げに向けて

・内閣府の1月の月例経済報告では、12年12月から始まった景気回復期間は、19年1月時点で戦後最長となった可能性が指摘されているが、過去の景気回復局面に比べ、成長率は低位にとどまっており、今後の持続的な成長実現のためには、日本経済の潜在成長率の押し上げが重要となる(図表6-1、6-2)。潜在成長率を規定する供給側諸要因(資本、労働、技術革新(TFP、全要素生産性))について、DBJ調査やヒアリング、その他統計等で得られた示唆をまとめると以下の通りとなる(図表6-3)。

①資本: 昨年末時点では米中貿易戦争の事業や投資計画等への影響は限定的であり、オリパラ前後の景気腰折れも見込み難いとの声が多かったが、今後の中国経済、世界経済の動向には注視が必要。他方、自動車の次世代技術開発や、老朽設備の更新投資の需要などが下支えとなり、投資は底堅く推移する。

②労働: 深刻な人手不足による供給制約下において、企業は業務効率化や製品、サービスの付加価値向上等様々な取り組みにより生産性の維持、向上に注力しており、労働代替としての省力化投資も拡大がみられる。

③技術革新: イノベーションの実現に向けては、AI、ビッグデータ等の新技術活用、企業のオープンイノベーション等の取り組みに期待が高まっているが、普及に向けては、人材の獲得や育成、意思決定のスピードアップ、失敗を許容する文化の醸成といった点が日本企業に求められる。

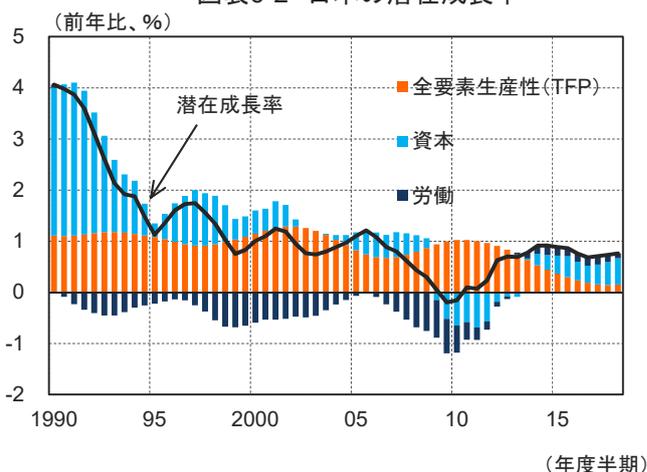
・ヒアリングを通じては、特に③技術革新という観点で、複数の企業からデジタル化など新技術等の普及によって、今後、既存のビジネスモデルが大きく転換していくとの声が聞かれた。日本企業が現在の課題を乗り越え、広く技術の活用が進むことによって、新産業、新ビジネスの創造による新たな付加価値創出が期待されよう。

図表6-1 各景気回復期間における実質GDP成長率(年率)

	期間	成長率
今回	2012年12月～ (74ヵ月 ※2019年1月時点)	1.2%
第14循環	2002年2月～2008年2月 (73ヵ月)	1.6%
第6循環 (いざなぎ景気)	1965年11月～1970年7月 (57ヵ月)	11.5%
第11循環 (バブル景気)	1986年12月～1991年2月 (51ヵ月)	5.3%

(備考) 1. 内閣府により作成  
2. 今回の景気回復期間の判定については、今後のデータ蓄積と専門家の事後的検証により変更となる可能性がある

図表6-2 日本の潜在成長率



(備考) 日本銀行により作成

(年度半期)

図表6-3 潜在成長率を規定する供給側諸要因に対する示唆

供給側諸要因	主な論点	ヒアリングや定量データから得られた示唆
資本	・ DBJ調査では、非常に強い投資計画が示されたが、米中貿易戦争等の環境変化の中で、計画に変化はみられていないか。また今後も設備投資の増勢は続くのか	・ 今のところ、米中貿易戦争等の影響は限定的であり、設備投資計画への影響はみられていない。他方、世界経済の減速につながると、影響は甚大 ・ オリパラ前後で大きな景気腰折れは想定されず、今後もインバウンド需要は堅調に推移。自動車の次世代技術開発、老朽化設備の更新投資の需要等、構造的な要因による投資が下支え
労働	・ 人手不足等による労働投入の供給制約がある中で、企業がいかに生産性を維持、向上させていくか	・ 企業は人件費上昇を業務効率化や付加価値向上等でカバー。省力化投資による労働代替も進む
技術革新 (TFP、全要素生産性)	・ AI、ビッグデータ等の新技術活用、企業のオープンイノベーション等の取り組みに期待が高まるが、普及に向けた課題は何か	・ イノベーション実現には、意思決定のスピードアップやトライアンドエラーによる積極的な姿勢が必要 ・ デジタル化など新技術の活用が既存のビジネスモデルを大きく変革させる

(備考) 日本政策投資銀行作成

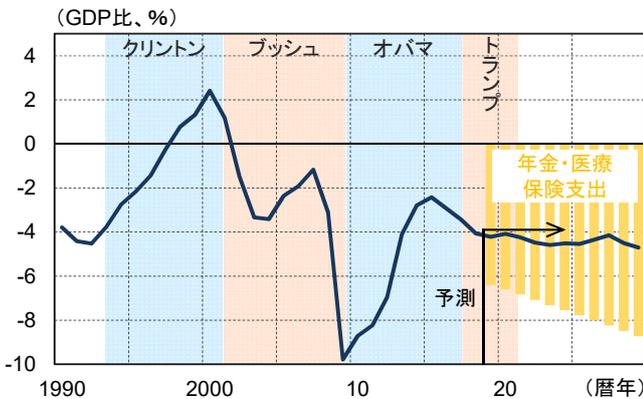
## 低金利下の米国で期待を集める財政拡張策

経済調査室 久保 達郎

### 1. 米国では財政赤字が続く中、左派系の民主党議員が「大きな政府」を掲げる

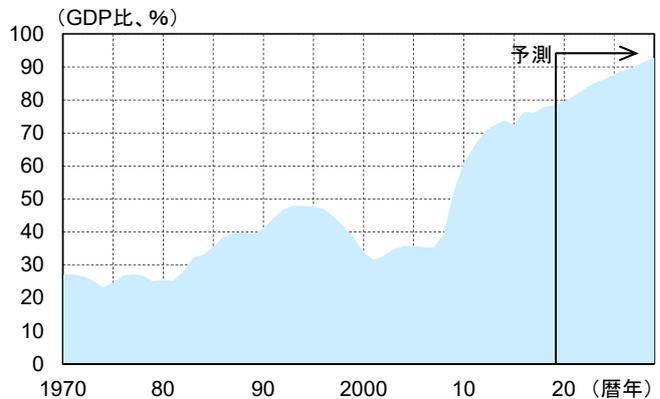
- 米国の財政収支は、クリントン政権下の好景気や冷戦後の国防費の削減で大きく改善したが、ブッシュ政権では減税などにより再び赤字に転じた(図表1-1)。リーマン後は景気対策により赤字は大幅に拡大し、景気は回復したものの、財政再建は進んでいない。今後は、高齢化を背景に年金や医療保健などの社会保障負担の増大が見込まれる。共和党は、伝統的に財政均衡を志向し、リーマン後も茶会派などが歳出削減を求めたが、トランプ政権では減税、歳出増により赤字が拡大しており、債務・GDP比率は30年までに90%を超える見通し(図表1-2)。
- 20年の大統領選に向けた動きをみると、格差拡大などを背景に、民主党では左派系の候補者も支持を集めている。また、被選挙権はないものの、史上最年少の女性下院議員となったオカシオコルテス氏は、若者を中心に高い支持を集めている。左派候補は、国民皆保険やグリーン・ニューディール計画など、巨額の支出を伴う政策を提言し、「大きな政府」を掲げる。財源としては、富裕層・企業への増税が挙がるほか、オカシオコルテス氏はMMT(Modern Monetary Theory、現代貨幣理論)に言及しつつ、財政赤字拡大を示唆している。
- MMTは、16年の大統領選でサンダース候補のアドバイザーを務めたケルトンNY州立大学教授らが提唱する理論であり、貨幣価値の根拠が国家権力にあるとする「表券主義」の考え方に基づいている(図表1-3)。この考え方によれば、政府は予算制約に直面せず、必要に応じて貨幣を創出できるほか、徴税を強化して景気を冷やすことで、高インフレにも対処可能である。これは典型的なヘリコプターマネーである。財政ファイナンスを明示的に用いることからインフレ懸念からは逃れられず、現実には通貨発行量や政府債務の制約が加わると考えられる。

図表1-1 財政収支



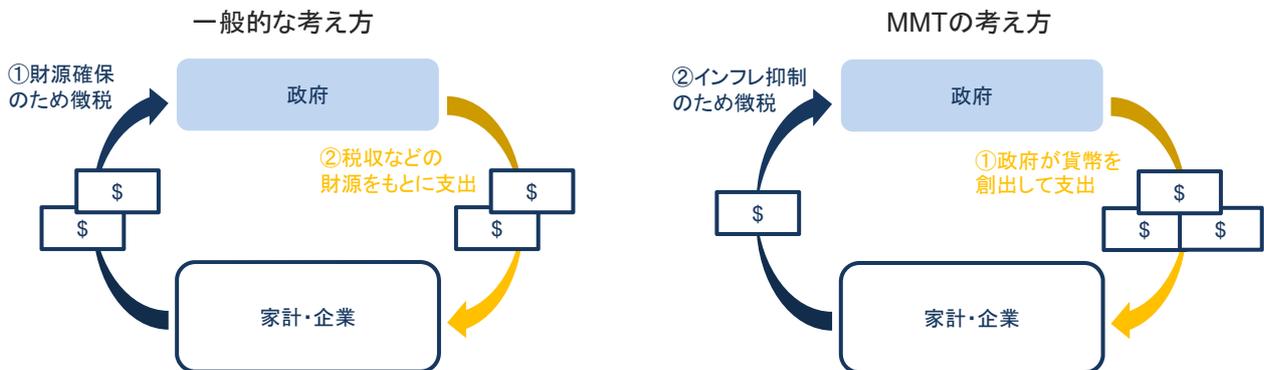
(備考)CBOにより日本政策投資銀行作成

図表1-2 政府債務残高



(備考)CBO

図表1-3 政府財政についての考え方



(備考)日本政策投資銀行作成

## 2. 日本では、財政拡張には米国以上に慎重に取り組むことが必要

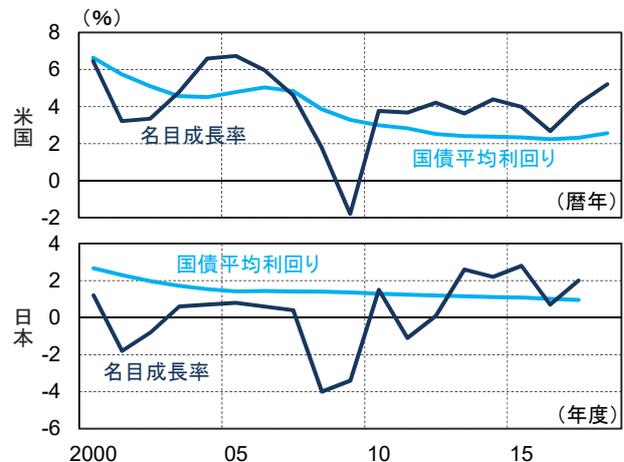
- 米国の人口を世代別にみると、15年以降は81～97年生まれの子世代が最多となっている。今後もその存在感が増すことから、政治的にも、高学歴で人種も多様なミレニアル世代の支持が重要となっている。MMTに基づく財政拡張は、高インフレを招くリスクがあるが、ミレニアル世代は「低インフレ・低成長・低金利」の時代を生きてきたことから、格差是正などの政策とともに、財政拡張を支持する可能性がある(図表2-1)。
- 経済学者の間では、MMT自体の支持はほぼない。徴税による機動的なインフレ抑制が困難なほか、金融市場が発達した現在、財政赤字や債務残高が膨らめば、政府財政の持続可能性にリスクがあるとして、先進国でも国債、通貨に売り圧力が加わる。他方で、教育やインフラなどの歳出拡大で成長を促す余地を認める声は少なくない。財源についても、低金利下で政府の利払い負担が軽減されているほか、政府支出が民間投資を抑制(クラウディングアウト)する効果が限られており、一定の財政拡張の余力があるとの意見がある。
- 日米ともに、リーマン後の金融緩和で、国債平均利回りが名目成長率を下回っている(「ドーマー条件」が成立、図表2-2)。この状況下では、政府債務の増加ペースはGDPの成長率を下回り、債務・GDP比率は上昇しない。この環境は当面続くとみられるが、長期的には持続可能ではないと考えられる。また、ドーマー条件を満たす場合にも、債務・GDP比率が上昇しないプライマリーバランス(PB)赤字には上限がある(図表2-3)。日本だけでなく、米国もPBは赤字であり、ドーマー条件が満たされる中でも債務・GDP比率は上昇している。
- 日本では追加的な金融緩和の余地が限られており、景気の変調を来せば、政府の需要創出や税負担の軽減などの財政拡張策に期待が集まる可能性がある。内閣府の見通しによれば、PBは名目3%の高成長を想定した場合でも、25年度まで赤字が続く(図表2-4)。緩和的な金融環境や、国内資金による国債安定消化が当面続くとしても、債務・GDP比率が米国の2倍を超える日本では、持続可能な財政の道筋を示すことが一層重要である。財政拡張には、経済落ち込みの深刻度を踏まえ、慎重に取り組むことが必要と考えられる。

図表2-1 世代別の経済状況

世代 (カッコ内は生年)	インフレ率	実質GDP 成長率	長期金利
ミレニアル世代 (1981～97年)	2.2%	2.5%	3.9%
ジェネレーションX (1965～80年)	3.3%	2.6%	6.1%
ベビーブーマー世代 (1946～64年)	3.8%	3.1%	6.2%
沈黙の世代 (1928～45年)	3.7%	3.1%	

(備考) 1.FRB、米商務省、米労働省  
2.各世代の最年長が15歳になってから2018年までの平均

図表2-2 国債平均利回りと名目成長率



(備考) 日米財務省、米商務省、内閣府

図表2-3 債務・GDP比率の変動要因

$$\frac{\text{債務残高}}{\text{GDP}} \text{ の変動} = \frac{(\text{金利} - \text{成長率}) \times \text{債務残高} + \text{PB赤字}}{\text{GDP}}$$

**金利 < 成長率の場合:**  
債務・GDP比率を上昇させずに、一定のPB赤字を許容可

**金利 > 成長率の場合:**  
PB赤字なら債務・GDP比率は上昇

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表2-4 国・地方のプライマリーバランス



(備考) 1.内閣府  
2.復興・復旧対策の経費および金額を除いたベース

# マクロ経済アップデート

## 日本経済

景気は足踏み、  
GDPギャップは再びゼロに

2018年10～12月期の実質GDPは、2次速報で前期比年率で1.9%増に上方修正された。ただし、1次速報同様、自然災害の影響でマイナス成長となった前期の落ち込み(2.4%)を挽回せず、景気回復は足踏みとなっている。リーマンショック後、7%まで拡大したGDPギャップ(実績と潜在GDPの差)は17年に解消してプラスとなっていたが、18年後半には再びゼロに縮小した。

景気一致指数は大きく低下、  
「下方への局面変化」に

年明けも、1月は輸出、生産が大きく減少し、内閣府が3/7に公表した1月の景気動向指数は、一致、先行ともに大きく低下した。機械的に決まる基調判断は、昨年9月以降の「足踏み」から、「下方への局面変化」に引き下げられた。12年には、この判断が「悪化」に達し、後日、景気後退が正式に認定されている。

2月は中国春節で持ち直し、  
注目は3月以降

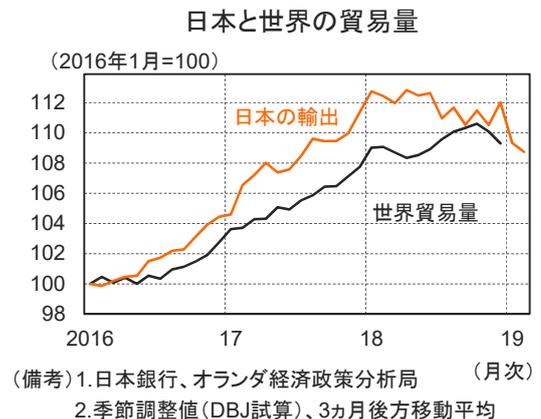
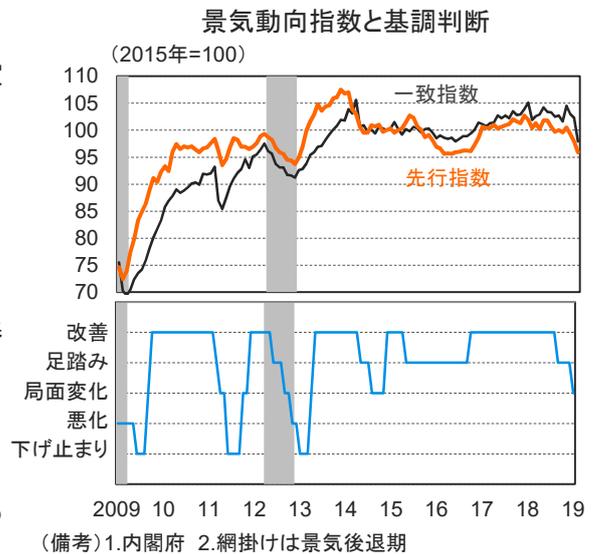
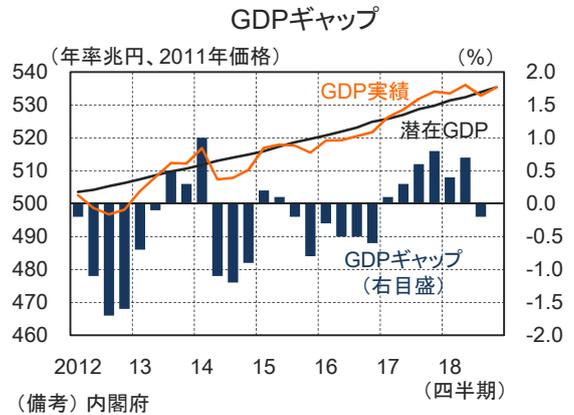
注目される2月の指標では、輸出はやや持ち直し、1月の指標悪化は春節の影響が大きかったと考えられる。これを受けて生産も盛り返すと考えられるが、あくまで春節による振れと考えられ、注目は3月以降の動きとなる。

国内の調整圧力は溜まって  
おらず、論点は海外に

仮にこのまま景気後退に至った場合、生産の直近のピークである18年10月を山に、11月から景気後退局面に入った可能性があり、論点は調整がどの程度長く、深くなるかに移る。景気後退期間は戦後平均で15ヵ月であった。単純にこれを当てはめれば、20年2月から景気は持ち直す。幸い、国内には過剰投資・過剰在庫などの調整圧力は溜まっていない。景気悪化の原因となった海外経済、とりわけ中国が、昨年後半からのテコ入れ策や、米中協議の進展を受けて持ち直すかが論点となる。

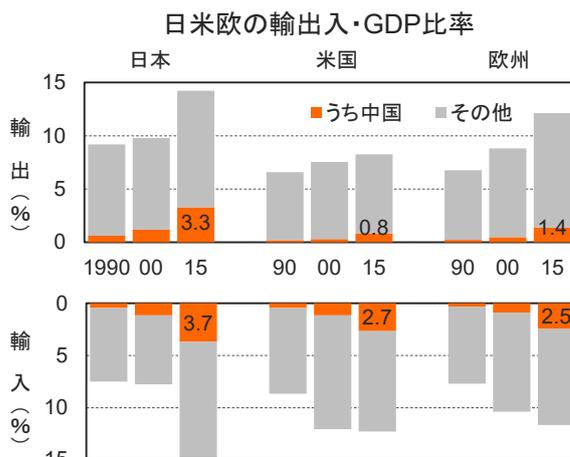
日本の輸出は世界貿易と  
比べて弱さが目立つ

世界経済は、18年終わりにかけて減速が強まり、世界貿易の伸びが鈍化している。しかし、それと比べても日本の輸出の動きは弱い。この要因には、(1)先行き懸念から投資が停滞し、日本が得意とするデジタル関連財や資本財などの需要が減退したことに加えて、(2)日本の対中国輸出のウエートが大きいことがある。



日本は輸出入ともに中国依存度が高い

輸出入のGDPに占める割合は、90年以降、日欧米ともに上昇し、グローバル化の進展がみられる。この時期、中国の工業生産は急成長し、13年までに日米欧を追い抜く。中国の存在感は特に米欧では輸入で強く、貿易摩擦を惹起した。他方、日本は、地理的に近いこともあり、中国依存度は輸出入ともに米欧を上回る。輸出の依存度が高いため、不均衡は問題となっていないが、中国景気の減速が及ぼすインパクトは、日本で最も大きくなる。また、中国依存度のより高いアジア新興国でも景気が悪化し、日本の輸出への下押し圧力を一段と大きくする。



(備考) 1.IMFによりDBJ作成  
2.中国は香港、マカオを含む。欧州は、域外貿易のみ

消費を支える所得・雇用の改善が鈍る

海外経済減速の影響が輸出や設備投資に及ぶ中、下支え役が期待される消費についても、その決定要因たる所得、雇用の改善の動きが鈍っている。労働市場では、失業率は2%台前半、有効求人倍率も1.6倍と、歴史的にみても良好な状況が続いているが、改善の動きは18年後半にはほぼ止まっている。

労働分配率は低いが、19年の春闘は振るわず

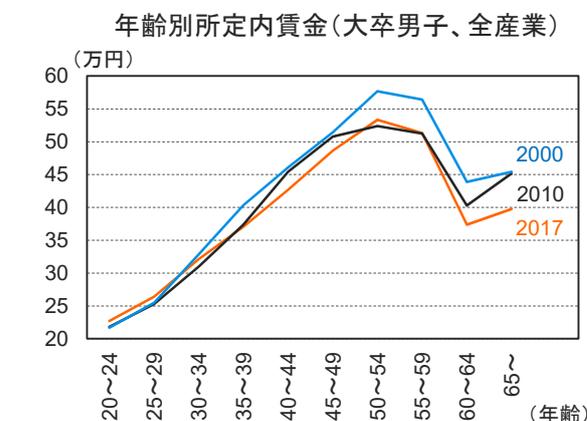
また、19年の春闘では、主要企業の多くでベアが前年を下回った。政労使一体での賃上げ論議が見送られたことや、景気先行き懸念が影響したとみられる。ただし、付加価値に占める人件費の割合である労働分配率は、長期的にみても低い。この値は、景気後退期には賃金高止まりにより上昇し、景気回復とともに低下し、近年は景気回復が長期化する中、企業は賃上げに慎重な姿勢を緩めず、低下基調となっていた。内需の好循環を維持するため、労働分配率を高める余地は少なくない。過度な弱気は、内需減速を招き、結果として労働分配率の悪い上昇を招く可能性がある。

賃金は若手に偏って上昇

最後に、近年の賃金上昇は若手に偏っている。2010年にかけて、デフレ下で賃金は中高年を中心に低下したが、その後は、20代から30代前半の賃金が上昇した。若手の人手不足が原因と考えられるが、年功カーブのフラット化は、若い世代においても将来所得の減少要因となり、消費への影響に懸念なしとはいえないだろう。



(備考) 1.財務省によりDBJ算出 2.付加価値に占める人件費の割合、季節調整値 3.網掛けは景気後退期



(備考) 1.厚生労働省 2.金融保険を除く全産業、全勤続年数

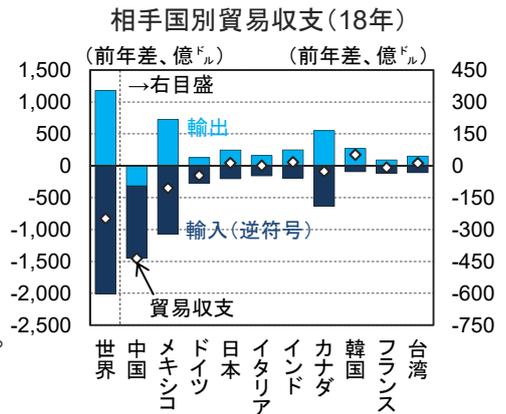
米国経済

18年は3年ぶりの高成長

2018年10～12月期の実質GDP(2/28公表、速報値)は、前期比年率2.6%増と減速したものの、2%程度とされる潜在成長率を上回る底堅い伸びとなった。個人消費は、年末商戦が当初の期待ほど盛り上がり、伸びがやや鈍化したが、原油安を背景に一服していた設備投資は、知財や機械投資を中心に盛り返した。通年では、2.9%増と15年以来の高成長となった。

貿易赤字は10年ぶりの規模に

一方、トランプ大統領が目指した貿易赤字削減は実現せず、18年の赤字額は10年ぶりの規模に拡大した。国別にみると、皮肉にも対中赤字が最も増加した。関税引き上げ前の駆け込みもあり、輸入が大きく増加した一方、中国の報復により、大豆などの輸出が大幅減となった。



(備考) 1.米商務省 2.センサスペース  
3.18年の赤字額が大きかった順に左から表示

景気減速を示す指標が増加

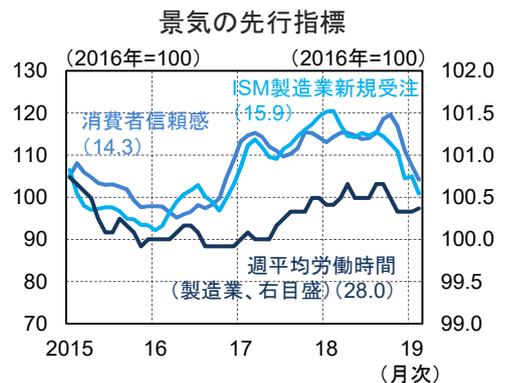
中国や欧州の減速が際立つ中、GDPは年末まで米経済が堅調であったことを裏付け、一部では「米国一人勝ち」とも言われた。一方、月次指標では、雇用や小売などでやや弱い動きがみられる。景気一致指数は引き続き上昇しているが、景気に11ヵ月程度先行する景気先行指数をみると、18年9月から横ばいとなっている。



(備考) Thomson Reuters Datastream

外需減速なども景気を下押ししている可能性がある

減税効果の剥落に伴う減速は、もともと予想されていた。また、12月以降の政府閉鎖などによる下押しは、一時的なものである。ただし、3月公表のページブックでは、製造業を中心に、複数の企業が外需減速、関税引き上げなどによる悪影響を指摘している。また、労働需給が引き続き逼迫しているとの声も多い一方、需要減に伴い残業が減り、採用の切迫感が低下したとの指摘や、人員を削減するとのコメントも一部みられる。景気先行指数を構成する主な指標でも、製造業の労働時間が頭打ちとなったほか、企業の受注が悪化するなど、総合的な動きがみられる。



(備考) 1.米労働省、Thomson Reuters Datastream  
2.3ヵ月移動平均(消費者信頼感はミンガン大とコンファレンスボードの期待指数を合成)  
3.[ ]内は景気先行指数に占めるウエート

雇用が悪化に転じたとは言いがたいが、今後の動きに留意

2月雇用統計では、雇用者の伸びが大幅に鈍化したが、失業率は低下し、平均時給が高まるなど、強弱入り交じる内容となっており、雇用が悪化に転じたとは言いがたい。また、米国の景気回復の柱は内需であり、日本などに比べ、外需主導で景気が大きく落ち込む懸念は少ない。ただし、今後製造業を中心に、外需減速などの影響が雇用面に広がれば、柱である個人消費を下押しする可能性に留意が必要となる。

欧州経済

成長ペースが鈍化

EU28カ国の2018年10～12月期実質GDPは前期比年率1.1%増と、2期連続で1.7%程度とされる潜在成長率を下回った。

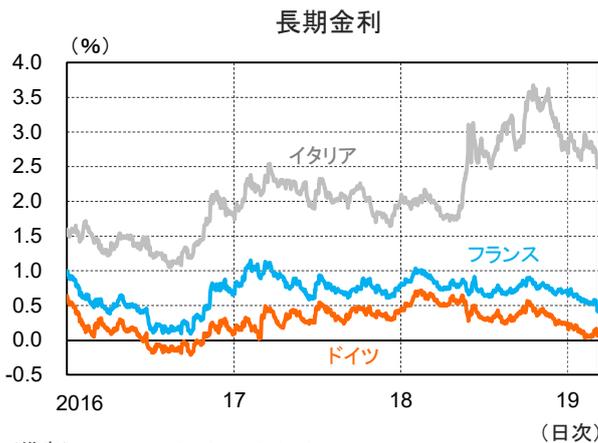
見通しの下方修正相次ぐ

足元の減速を受けて、各機関は軒並み19年のユーロ圏経済の見通しを下方修正した。欧州委員会は+1.9→1.3%、OECDは+1.8→1.0%、ECBは+1.7→1.1%とそれぞれ3か月前から大幅な下方修正となった。

金融市場でも先行き懸念高まる

経済見通しの引き下げを受けて、金融市場でも先行き懸念が高まり、ドイツをはじめとして欧州各国の金利が大きく低下した。ドイツの長期金利は2/8に0.1%を下回り、16年半ば以来のマイナスに接近した。

財政懸念のあるイタリアを除き、フランスなどその他の国でも金利は16年以来の水準に低下。特に安全資産とされるドイツ国債への需要が高まった。ただし、今回と同様に経済減速懸念が世界的に高まった16年半ばも、企業部門の減速を背景に経済成長率は低下したとはいえ、テクニカルリセッションには至らなかった。

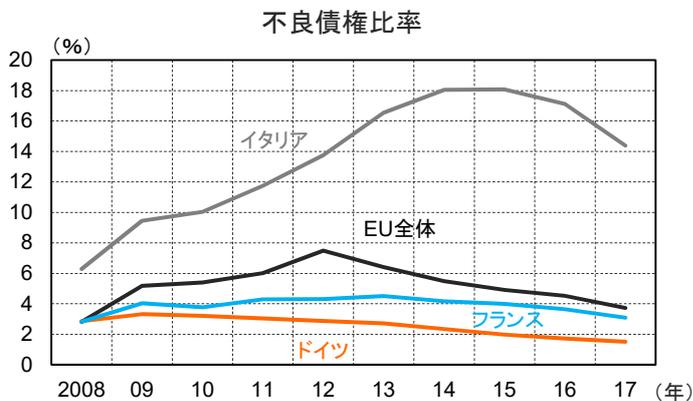


不良債権比率は低下も一部懸念

外需の減速以外に景気後退をもたらすリスクとして留意が必要なのは金融面でのリスクである。銀行の不良債権比率をみると、欧州全体では13年以降改善を続けている。ただし、イタリアの不良債権比率は10%超の高水準にあり、銀行の統廃合や不良債権売却など、金融システム健全化に取り組むものの、そのペースは鈍い。ポルトガルなど他の南欧諸国でも経営に不安を抱える銀行が残り、景気悪化や金融環境のタイト化をきっかけに、銀行経営や企業向け貸出などの問題が強まるリスクがある。

ECBは緩和強化で経済下支え

その中で、ECBは16年以來3回目となる貸出条件付き長期資金供給策(TLTROⅢ)の9月開始を決定。ECBはこれを追加的な景気安定策としているが、高水準の不良債権を抱えるほか、保有国債の下落で資本毀損リスクも高まっているイタリアの銀行への配慮との見方が少なくない。イタリアの銀行による利用が多い既存のTLTROⅡが今年の夏以降償還を迎えることを考慮し、早めの金融安定化策を打ち出したと考えられる。さらに、ECBは利上げ開始時期も秋頃から来年以降に先延ばし経済を下支えする姿勢を示した。金融市場の予想を上回る緩和強化策の打ち出すことで、不安の払拭を企図したものと思われるが、Brexitや欧州議会選挙、世界経済の減速など、不確実性の高い要因を抱える中で、欧州経済は今後も低成長が続く可能性は高い。



【経済調査室エコノミスト 渡会 浩紀】

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期連続で伸びが鈍化し、通年では6.6%増と昨年の6.8%増を下回った。より経済の実態を反映する修正李克強指数をみると、17年半ばから18年前半にかけての鈍化はGDPよりも大きく、実際の減速感がより強かったことを示唆している。ただし、足元では、修正李克強指数の鈍化は、GDPとほぼ同じペースとなっている。

今年の成長目標は「6～6.5%」に引き下げ

3/5開幕の全人代では、今年の成長目標は「6～6.5%」に引き下げられたが、積極的な財政出動（財政赤字のGDP比の拡大）、金融緩和、付加価値税（日本の消費税に相当）の減税、国有大手銀行の中小企業向け融資の強化（前年比30%増）など、昨年より景気対策を強化し、成長目標の達成を図るとした。また、産業の高度化を引き続き行う一方、米中貿易協議も推進していく方針を示した。



(備考) 1. 中国国家統計局、Wind 2. 修正李克強指数は4変数でGDPを推計した係数を用いて算出 (DBJ試算)

全人代で示された主な経済目標と対策

	18年目標	19年目標
GDP成長率	6.5%程度	6～6.5%
財政赤字GDP比	2.6%	2.8%
失業率	5.5%以下	5.5%程度
減税	8千億元	2兆元
地方政府特別債発行	1.35兆元	2.15兆元
金融政策	今年では預金準備率の引き下げに加え、利下げも言及	

(備考) 1. 全人代「政府活動報告」、中国国家統計局 2. 減税は企業の社会保障料負担減なども含む

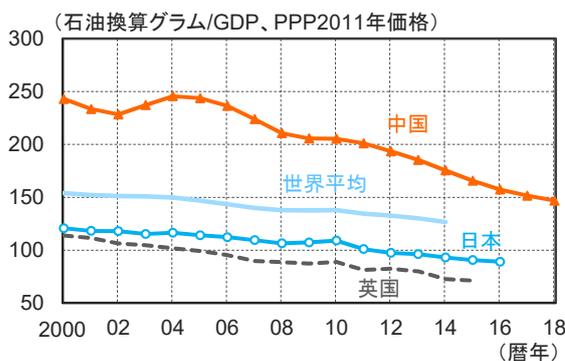
持続的成長を目指し、環境規制強化や省エネが進む

国民の環境意識が高まる中、政府は経済の「量」だけでなく「質」を重視するようになりつつある。GDP当たりエネルギー消費量の低減は全人代「政府活動報告」の政策目標の一つとなっており、今年も前年比3%程度の削減と定めている。こうした取り組みもあり、中国のGDP当たりエネルギー消費量は低下しており、世界平均との差は縮小している。

環境規制は短期的には経済成長の下押し圧力

一方、環境規制の強化により、企業は生産制限や効率の悪い設備の廃棄などを強いられるほか、18年1月に導入された環境税導入も新たな負担となった。景気減速を受けて一部では地方政府が運用を緩める動きもあるが、国としては依然厳しい方針を維持しており、中長期的には一段と強化されるものとみられる。環境規制は持続的成長にとって必要不可欠ではあるが、短期的には経済の下押し圧力が続くと思われる。

エネルギー効率



(備考) 世銀、中国国家統計局、経済産業省によりDBJ作成

環境税の概要

主な内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 18年1月より実施</li> <li>▶ 汚染物質排出量に応じ税金が徴収される</li> <li>▶ 単位当たり排出量の課税額には幅があり(最高は最低の10倍)、各地方政府が裁量で決定</li> </ul>
過去との比較	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ これまで環境保護部門が徴収する「排汚費」があったが、税に格上げをすることにより、税務局が担当し、徴収強化を狙う</li> <li>▶ また、「排汚費」に比べ、「環境税」の徴収額は約3倍になるとみられている</li> </ul>

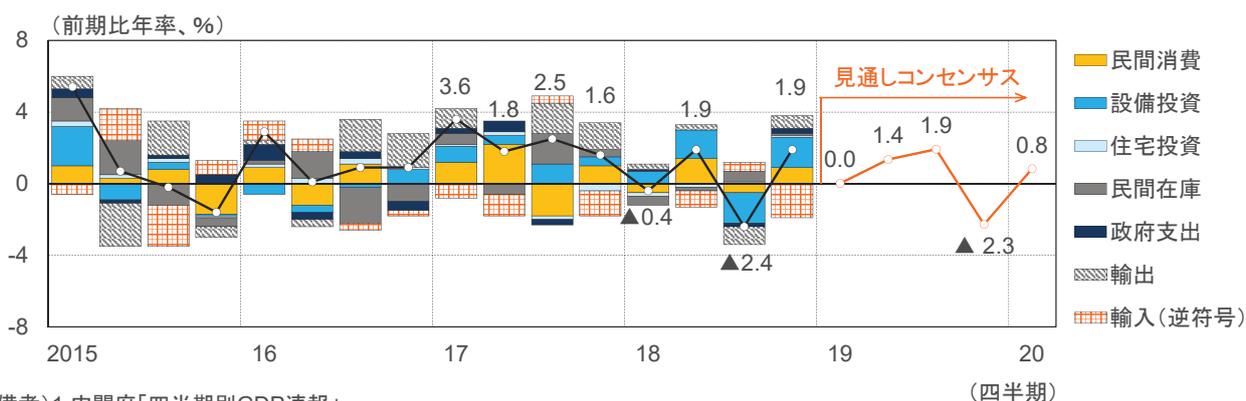
(備考) DBJ作成

【経済調査室エコノミスト 岳 梁】

## 回復の動きに足踏みがみられる

- 2018年10～12月期の実質GDP(3/8公表、2次速報)は前期比年率1.9%増。消費と設備投資が増加し、自然災害の影響で弱含んだ前期から持ち直したものの、輸出が力強さを欠いたほか、輸入が大きく増加し、災害前の水準には回復せず。
- 19年1～3月期は、輸出の減速により横ばいにとどまる。その後は、19年10～12月期に予定されている消費増税による駆け込み・反動の影響もあるものの、雇用・所得環境の改善を背景とした消費の増加などに支えられ、概ね前期比年率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」

## 生産は弱含んでいる

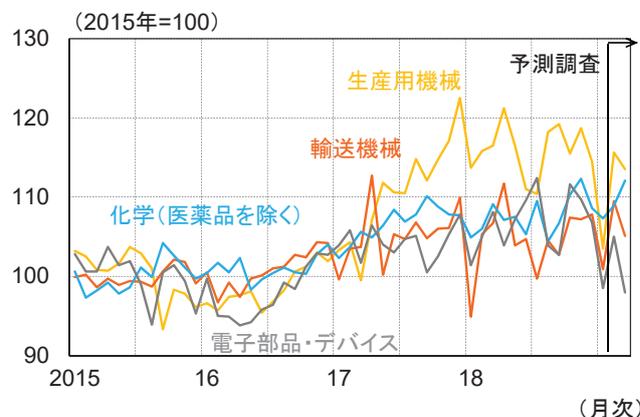
- 1月の鉱工業生産は前月比3.4%減と、3ヵ月連続で減少し、弱含んでいる。輸出の振るわない一般機械や電子部品・デバイスに加えて、一部生産停止のあった輸送機械など広い業種で減少した。
- 予測調査では、2月は前月比5.0%増となっているが、輸出の弱い動きが続いており、小幅な伸びにとどまる可能性がある。

鉱工業生産



- (備考) 1.経済産業省 2.季節調整値  
 3.2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 2.季節調整値  
 3.2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している

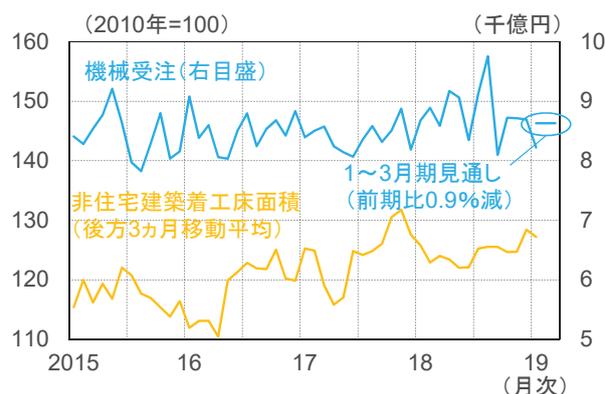
- 10～12月期の実質設備投資(GDPベース)は前期比年率11.3%増と、振れを伴いながら緩やかに増加している。機械投資の一致指標である資本財総供給(除く輸送機械)は1月に前月比9.3%減と大きめに減少した。
- 先行指標をみると、機械投資については、1月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は3ヵ月連続で減少。電気機械など製造業を中心に足踏み。1～3月期見通しは前期比0.9%減と弱めの計画となっている。建設投資は、非住宅着工床面積が倉庫などで増加している。

設備投資関連一致指標



(備考) 1.内閣府、経済産業省 2.季節調整値  
3.点線は後方3ヵ月移動平均

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)

## 10～12月期の設備投資は製造業が増加

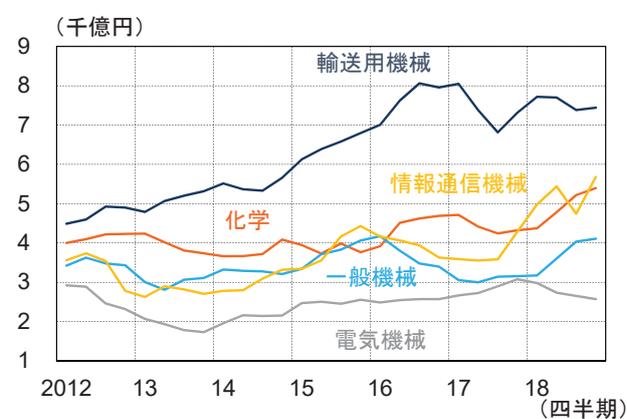
- 法人企業統計による10～12月期の設備投資を業種別にみると、非製造業は、運輸業などが一服し、前期比0.2%増にとどまった。一方、製造業は同8.8%増と、前期の減少を取り戻した。
- 製造業の内訳をみると、電気機械が弱含む一方、化学や情報通信機械などは増勢を維持。ただし、これらの業種も中国経済の減速や半導体需要の弱まりにより景況感が低下しており、先行指標の機械受注が足踏みしていることから、先行きの鈍化が懸念される。

製造業、非製造業別の設備投資



(備考) 1.財務省 2.季節調整値

主要な製造業の設備投資

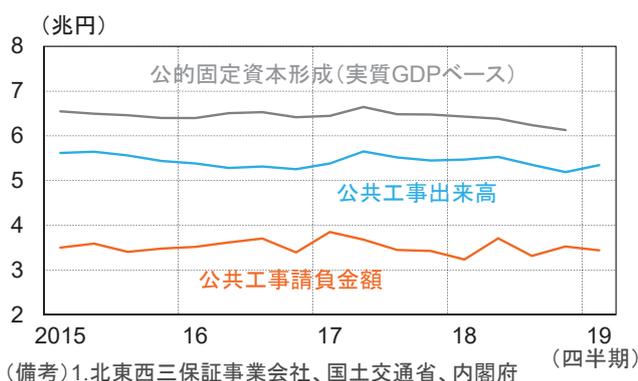


(備考) 1.財務省 2.後方2期移動平均 3.季節調整値(DBJ試算)

## 公共投資は減少、住宅着工は横ばいとなっている

- 10～12月期の実質公共投資（GDPベース）は、前期比年率4.6%減少した。一方、先行指標の請負金額は一進一退。先行きは、災害復旧のための18年度補正予算に加えて、防災対策が中心の第2次補正予算が2/7に成立。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でおり、19年度の公共投資を押し上げる見込み。
- 10～12月期の実質住宅投資（GDPベース）は、前期比年率4.6%増。1月の住宅着工は、前月比9.3%減。持家は横ばいだったものの、貸家の低調が続いたほか分譲も減少し、4か月ぶりの減少となった。

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)  
3.19年1～3月期の出来高は1月の数値を、請負金額は1、2月の数値を元に試算

住宅着工戸数



(備考)国土交通省

## 雇用は良好、所得は緩やかに増加している

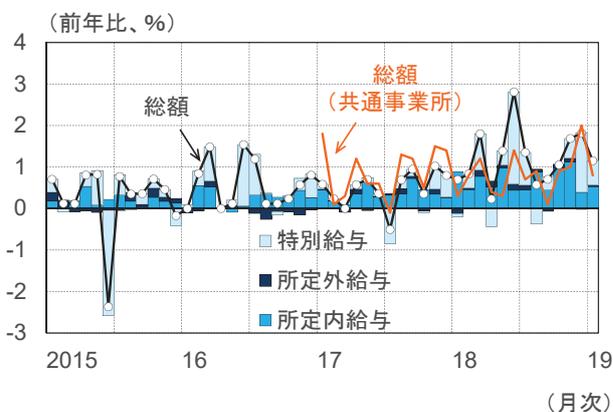
- 1月の完全失業率は2.5%と、2%台半ばの低水準が続いている。1月の有効求人倍率は、1.63倍と高水準で横ばいとなっている。雇用は引き続き良好だが、生産の弱含みにより製造業の所定外労働時間が減少するなど、一部に弱い動きもみられる。
- 1月の一人当たり給与は、前年比1.2%増。特別給与が押し上げた前月から伸びが縮小した。なお、18年1月に実施されたサンプル替えの影響を除いた共通事業所集計では、同0.8%増と、基調としては緩やかに増加している。

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

一人当たり給与

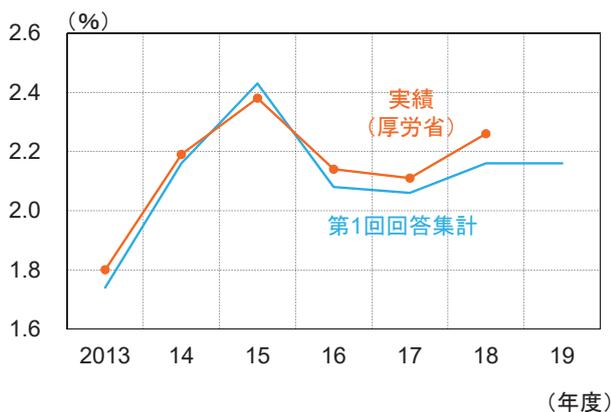


(備考)厚生労働省

## 19年度の賃上げ率は、前年度並み

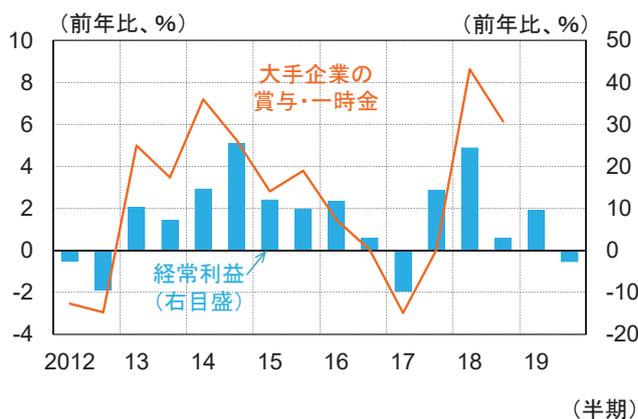
- 19年春闘の第1回回答集計では、今年度の賃上げ率は2.16%と前年度並みとなった。景気の先行き不透明感が下押し要因となった一方、人手不足が続く中、流通・サービス、運輸業などでは前年度を上回る回答がみられた。
- 18年は、企業の好業績を背景にボーナスが増加し、家計の所得を押し上げた。しかし、売上高の伸び鈍化や原材料費の上昇を受け、企業収益には下押し圧力がかかっており、19年のボーナスは伸びが鈍化する可能性がある。

賃上げ率の回答集計と実績



(備考) 厚生労働省、日本労働組合総連合会

大手企業の賞与・一時金

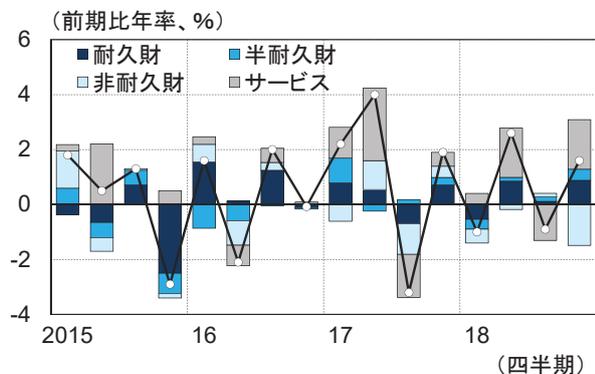


(備考) 1.財務省、日本経済団体連合会  
2.経常利益は2期前の値

## 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1.6%増。自然災害からの回復により反動増となったサービスなどが押し上げた。良好な雇用や所得の回復を背景に、消費は緩やかな回復基調にある。
- GDPベースに準じて月次で作成される消費総合指数は、1月は前月比0.3%増、供給側統計のみで作成される消費活動指数では同0.2%増。1月は暖冬や好天による外出の増加が、サービス消費を押し上げたと思われる。

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

消費総合指数と消費活動指数

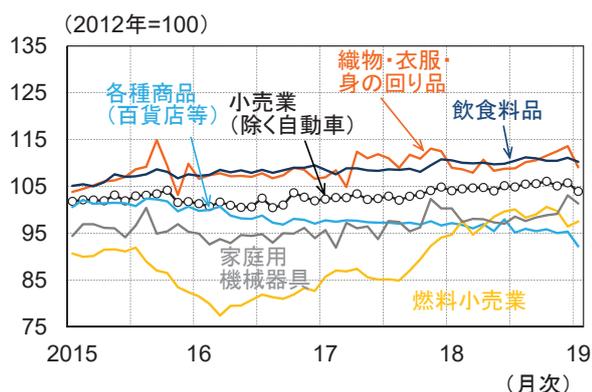


(備考) 1.内閣府、日本銀行  
2.季節調整値、横線は3ヵ月平均

## 小売業販売額は減少、消費マインドは力強さを欠く

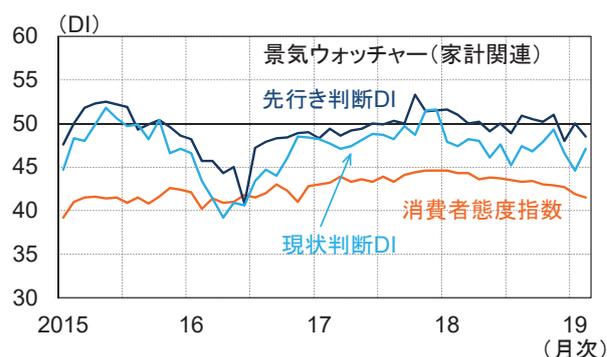
- 1月の名目小売売上高(除く自動車)は、前月比1.7%減。暖冬で冬物衣料の販売が落ち込んだほか、百貨店では年初のセールが不振となるなど、多くの業種でマイナスとなった。
- 2月の景気ウォッチャー調査では、好天などを背景に、現状判断DIが上昇。一方、半年後の見通しを示す消費者態度指数は、このところ足踏み状態となっており、消費マインドは力強さを欠いている。

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

消費マインド指標

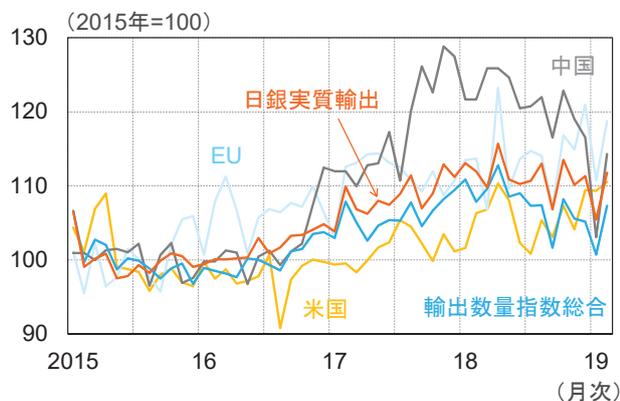


(備考) 1.内閣府  
2.季節調整値  
3.消費者態度指数は今後半年の見通し

## 輸出は弱含んでいる

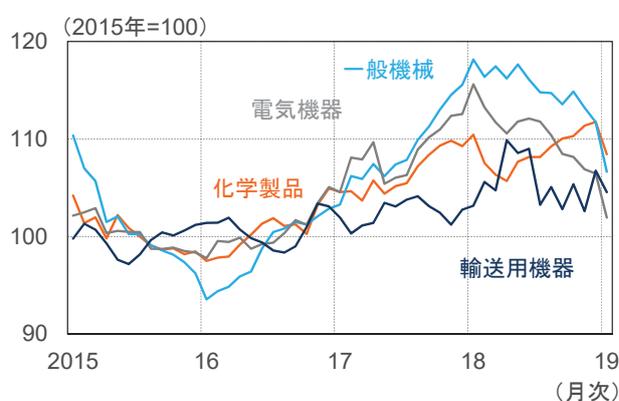
- 10~12月期の実質輸出(GDPベース)は、前期比年率3.7%増。アジア向け一般機械や電気機器などが減少したものの、自然災害からの反動増もあり、輸送用機器などが牽引した。
- 2月の輸出数量指数は、前月比6.5%増、日銀実質輸出は、同6.0%増。春節の影響で、中国向けなどが前月の大幅減からの反動増となった。ただし、基調としては、中国経済の減速などにより、中国をはじめとするアジア向けの一般機械や電気機器が減少しており、均してみると弱含んでいる。

日銀実質輸出と国・地域別輸出数量指数



(備考) 1.財務省、日本銀行  
2.季節調整値(数量指数は内閣府試算、中国のみDBJ試算)

主要財の輸出数量指数

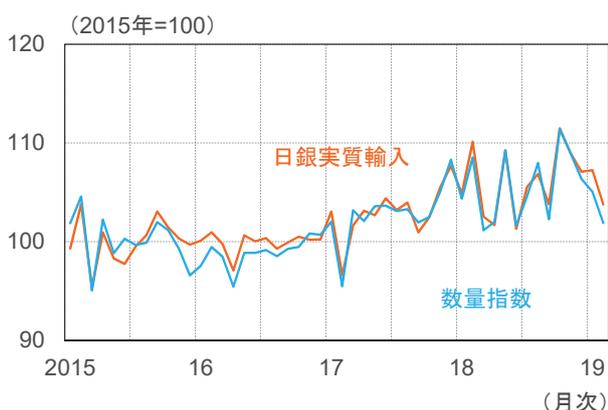


(備考) 1.財務省  
2.季節調整値(内閣府試算、3ヵ月後方移動平均)

## 輸入は横ばい基調

- 10～12月期の実質輸入(GDPベース)は、新型スマートフォン発売などにより電気機器が増加したほか、自然災害からの反動で幅広い品目が増加し、前期比年率11.3%増となった。2月の輸入数量指数は、前月比3.0%減、日銀実質輸入は同3.2%減となり、均してみれば輸入は概ね横ばい基調になっている。
- 2月貿易収支は、輸入は前月並だったものの、輸出が春節による中国向けの大幅減から回復し、年率1.4兆円と小幅な黒字となった。

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

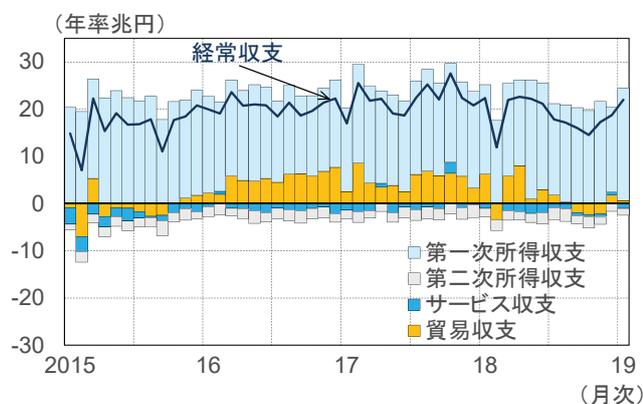


(備考) 1.財務省  
2.季節調整値

## 経常収支の黒字はやや拡大

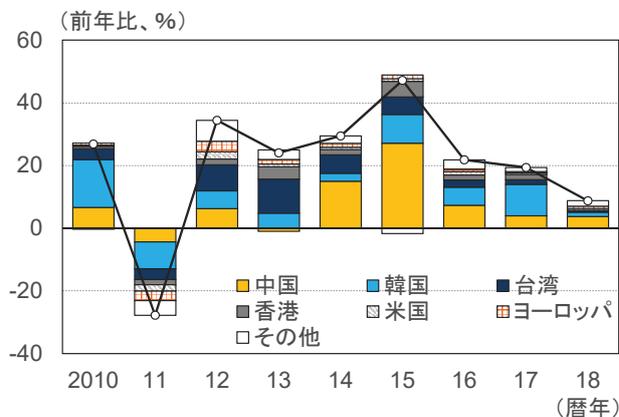
- 1月経常収支は、年率22.0兆円と黒字が拡大し、7ヵ月ぶりに20兆円を上回った。輸出の弱含みで貿易収支が悪化したものの、海外子会社からの受取配当金が増加し、所得収支が大幅に改善した。
- 訪日客数は、中韓台などを中心に増加しており、東日本大震災後の2012年から17年にかけて、前年比20～50%増のペースで増加した。一方、18年は年間3,000万人を達成したものの、相次ぐ自然災害やこれに伴う関西空港の一部閉鎖の影響により、8.7%増にとどまった。先行きは中国などの景気減速による下押しが懸念される。

経常収支



(備考) 1.財務省、日本銀行  
2.季節調整値

訪日客数の国別増減寄与度

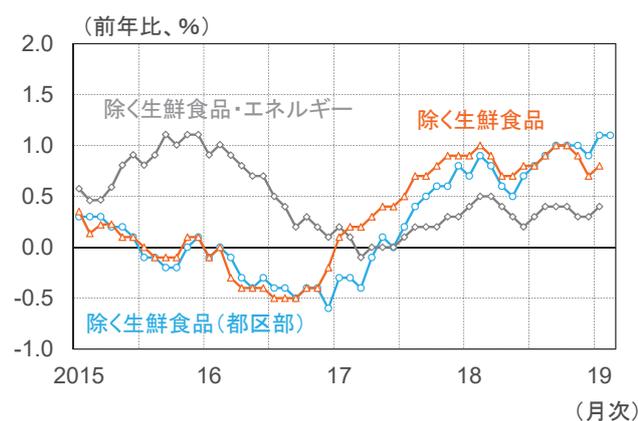


(備考) 1.日本政府観光局  
2.ヨーロッパ、その他はDBJ推計

## 消費者物価は小幅に上昇している

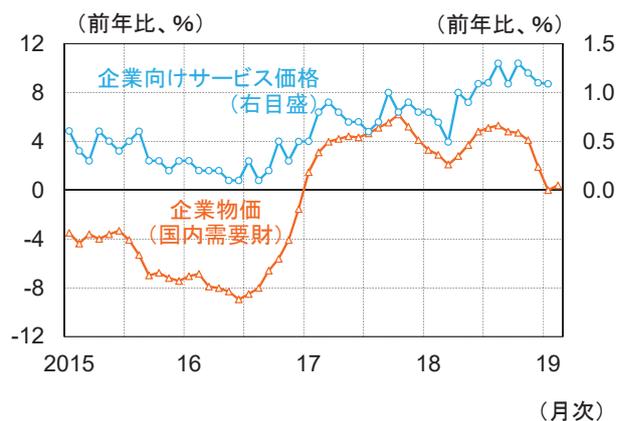
- 1月の全国消費者物価(除く生鮮食品)は、前年比0.8%上昇。エネルギーは鈍化しているが、宿泊料や自動車保険料などのサービス価格が下支え。2月東京都区部は、宿泊料が鈍化したものの、新製品が投入されたエアコンなどの家庭用耐久財が上昇し、前月から横ばいの同1.1%となった。
- 2月の企業物価(国内需要財)は石油・石炭製品などの押し下げが縮小し、前年比0.4%上昇と6ヵ月ぶりに伸びがやや高まった。1月企業向けサービス価格は、原油価格の下落の影響を受け運輸・郵便が押し下げたが、人手不足による諸サービスの上昇が継続しており、同1.1%上昇と前月並となった。

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

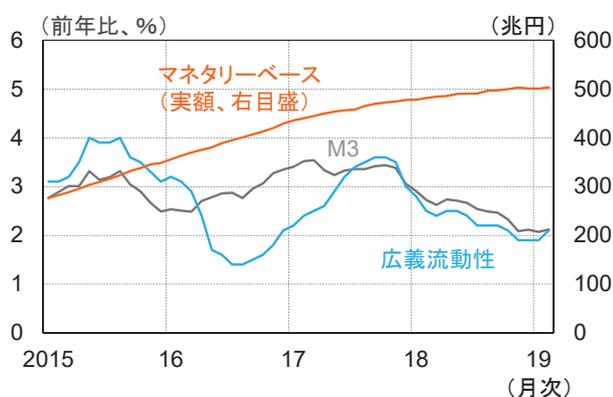


(備考) 1.日本銀行  
2.消費増税の影響除く

## マネーストックの伸びは鈍化、高金利貸出が減少

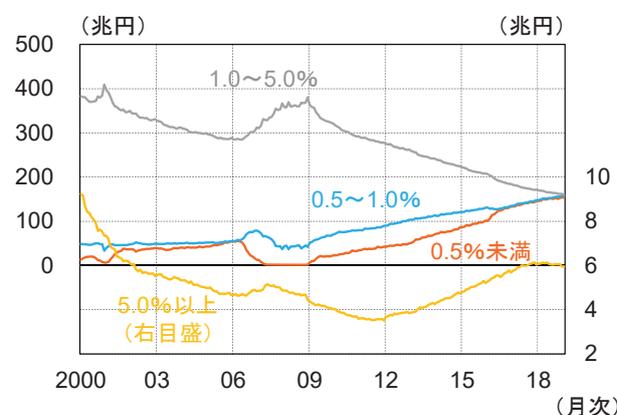
- 2月のマネタリーベースは前月比0.5%増、M3は前年比2.1%増となった。16年9月に日銀がイールドカーブコントロール政策に移行後、ともに増加ペースが鈍化している。
- 金利別貸出残高をみると、低金利の長期化により1%以上の貸出で減少が続く一方で、1%未満の低金利貸出が増加。こうした中で、銀行は、収益機会を求めて、カードローンなど、信用リスクは高い高金利の貸出にも注力したため、金利5%以上の貸出は増加傾向にあった。しかし、18年頃から個人向け貸出への金融庁の厳格化姿勢もあり、高金利貸出も鈍化している。

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

金利別貸出

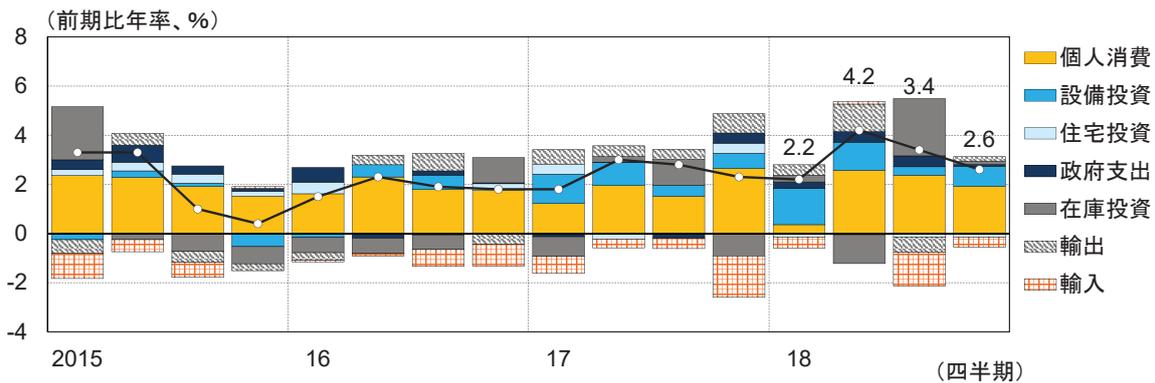


(備考) 日本銀行

米国: 拡大ペースが緩やかになっている

- 2018年10~12月期実質GDP(2/28公表、1次速報)は、前期比年率2.6%増。個人消費の減税効果が薄れたことや、政府閉鎖の影響で減速したが、2%程度とされる潜在成長率を上回る底堅い伸びとなった。
- 先行きは、減税効果の剥落などにより、緩やかな減速が見込まれるものの、雇用および所得環境の改善を背景に個人消費が底堅さを維持し、潜在成長率並みの伸びは確保する見通し。

実質GDP成長率

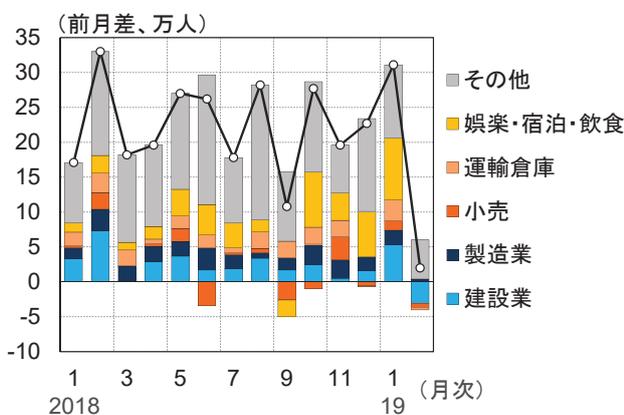


(備考)米商務省

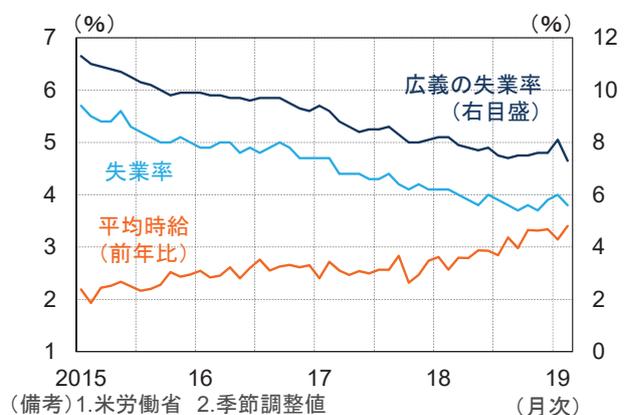
米国: 雇用は一部に弱さもみられるが、均してみれば堅調

- 2月の雇用者数は、前月差2万人増と伸びが大幅に鈍化。寒波の影響もあったとみられ、前月まで堅調に増加していたサービス業の伸びが小幅にとどまったほか、建設業が減少に転じた。
- 一方、失業率は3.8%に低下し、潜在的な労働力を含めた広義の失業率(U6)は、2000年以来の水準に低下。また、労働需給が逼迫する中、平均時給も前年比3.4%上昇と伸びが高まった。2月の雇用統計は、強弱入り交じる内容となった。

業種別雇用者数



失業率と平均時給



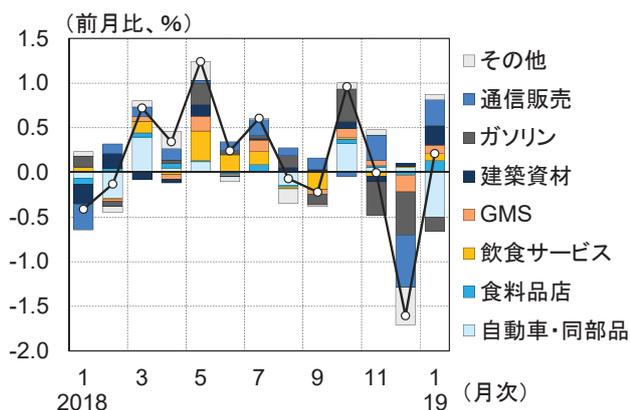
(備考) 1.米労働省 2.季節調整値

3.広義の失業率は、求職していない就業希望者や、経済的な理由による短時間労働者を含む

### 米国:消費は増勢鈍化

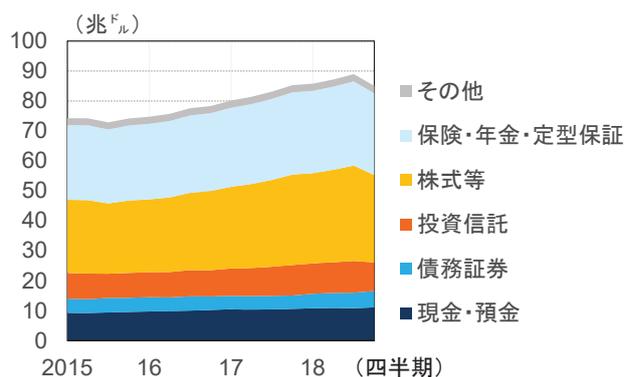
- 1月の小売売上高は、前月比0.2%増。振れの大きい自動車・同部品やガソリンを除くと、通信販売や建築資材を中心に同1.2%増となったものの、12月の落ち込み(同1.6%減)前の水準には回復せず。1/25まで続いた政府閉鎖が下押ししたとみられる。
- 10~12月期の家計の金融資産は、株安を背景に株式等が大きく目減りし、前期から4兆ドル程度減少。逆資産効果を通じて、株式や投資信託を保有する家計の消費を押し下げた可能性がある。

名目小売売上高



(備考)米商務省

家計の金融資産残高

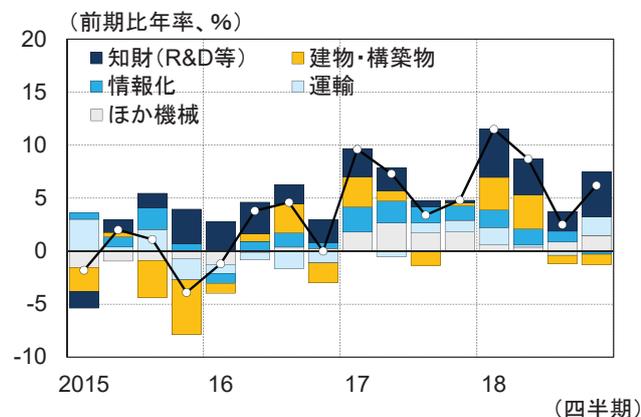


(備考)FRBによりDBJ作成

### 米国:設備投資は持ち直し、先行きは減速の兆し

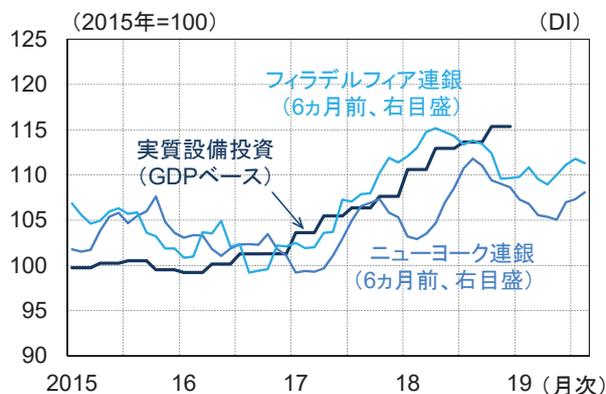
- 10~12月期の実質設備投資(GDPベース)は、前期比年率6.2%増。原油安が続く中、上期に構築物投資を牽引した原油・天然ガス開発投資は減少が続いたものの、知財や機械投資を中心に、堅調に増加した。
- 先行きは、減税効果の剥落などに伴い、設備投資は減速すると予想される。地区連銀が実施する調査をみても、19年の設備投資はやや弱めの計画となっている。

実質設備投資



(備考)米商務省

設備投資の実績と計画



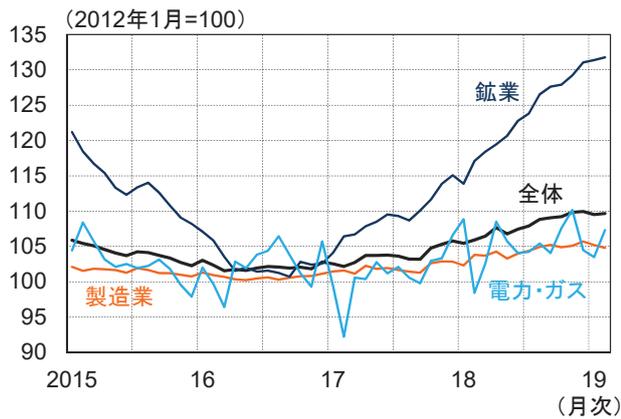
(備考)1.米商務省、NY連銀、フィラデルフィア連銀

2.設備投資計画は6ヵ月後の見通し(3ヵ月移動平均)

米国:生産は増勢鈍化、貿易赤字は拡大

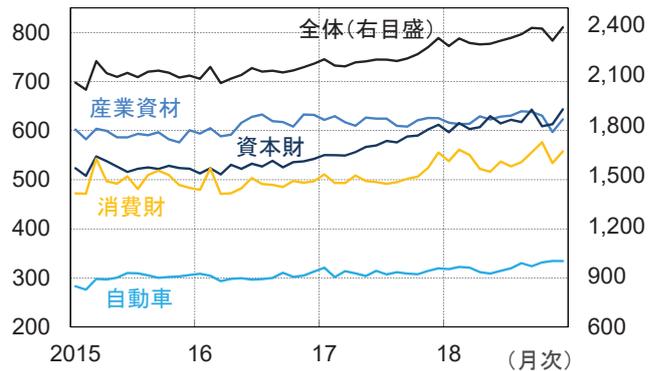
- 2月の鉱工業生産は前月比0.1%増。寒波の影響もあり、電力・ガスが大きく増加したものの、製造業が2カ月連続で減少した。原油安により鉱業も伸び悩んでおり、生産の伸びは鈍化している。
- 10～12月期の実質輸出(GDPベース)は、前期比年率1.6%増と増加に転じたものの、実質輸入の伸びが同2.7%増と上回ったことから、貿易赤字は拡大。11月は中国からの消費財などの輸入で弱い動きがみられたものの、底堅い内需を背景に、12月は持ち直した。

鉱工業生産



(備考)米商務省

財別実質輸入(2012年連鎖価格、億ドル)



(備考)1.米商務省 2.季節調整値

米国:インフレ率は2%程度で推移、政府支出は政府閉鎖の影響もあり伸びが鈍化

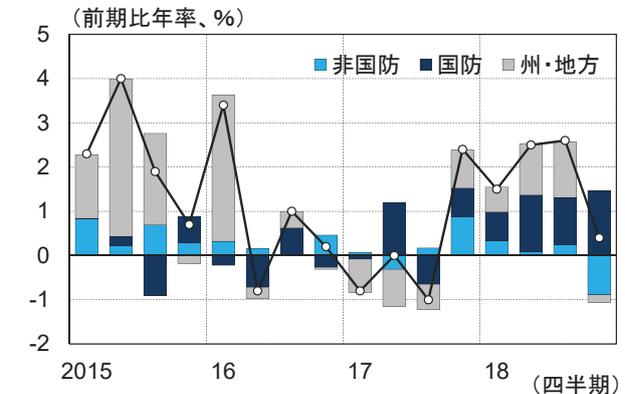
- 2月消費者物価(除く食品・エネルギー)は、前年比2.1%上昇となり、前月から伸びがやや鈍化。輸入物価は、このところ原油安やドル高を背景に伸びが鈍化しており、消費者物価の伸び悩みの一因となっている。
- 10～12月期実質政府支出(GDPベース)は、前期比年率0.4%増と伸びが鈍化。国防は増加が続いたものの、12/22からの政府閉鎖で支出が遅延した影響もあり、非国防が減少した。商務省の試算によれば、政府閉鎖による政府支出の減少は、10～12月期GDPを0.1%程度押し下げた。

消費者物価と輸入物価



(備考)米労働省

実質政府支出



(備考)米商務省

## 欧州：回復が緩やかになっている

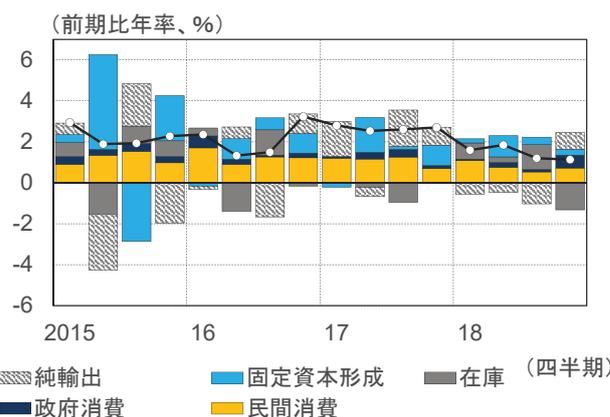
- EU28カ国の2018年10～12月期実質GDP(3/7公表)は前期比年率1.1%増と、2期連続で1.7%程度とされる潜在成長率を下回った。
- 国別では、ドイツは前期比横ばいにとどまったほか、イタリアでは2期連続のマイナスとなり、テクニカルリセッション入り。フランスでも、暴動などにより消費が横ばいに鈍化し、同1.0%増の低成長。
- 需要項目別では、消費や固定資本形成が増勢を欠く。また、在庫の増加ペースは、自動車の新燃費試験対応の遅れにより大きく積み上がった前期から縮小し、マイナス寄与となった。

実質GDP成長率

	(前期比年率、%)			
	2018年			
	1～3	4～6	7～9	10～12
EU28カ国	1.6	1.8	1.2	1.1
ユーロ圏	1.4	1.7	0.6	0.9
ドイツ	1.5	1.8	▲0.8	0.1
フランス	0.8	0.6	1.0	1.0
イタリア	0.9	0.3	▲0.6	▲0.4
スペイン	2.2	2.3	2.2	2.8
英国	0.3	1.7	2.5	0.7

	(前年比、%)		
	2018年	19年	20年
	実績	見通し	
EU28カ国	2.0	1.5	1.7
ユーロ圏	1.8	1.3	1.6
ドイツ	1.5	1.1	1.7
フランス	1.5	1.3	1.5
イタリア	0.8	0.2	0.8
スペイン	2.5	2.1	1.9
英国	1.4	1.3	1.3

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(2019年2月公表)

(備考) Eurostat

## 欧州：消費は緩やかに増加、機械投資は横ばい

- EUの1月の実質小売売上高は前月比1.1%増と2ヵ月ぶりに増加。12月にブラックフライデーからの反動減で大きく減少した後、緩やかな増加基調にある。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、水準を落としたが、足元では持ち直している。
- EUの機械投資は、横ばいとなっている。生産の弱含みにより設備稼働率がやや低下しているほか、イギリスではEU離脱を巡る不透明感から、投資を手控える動きが出ているものとみられる。

EUの実質小売売上高



(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

3. 小売売上高の太線は後方3ヵ月移動平均

EUの実質機械投資と設備稼働率

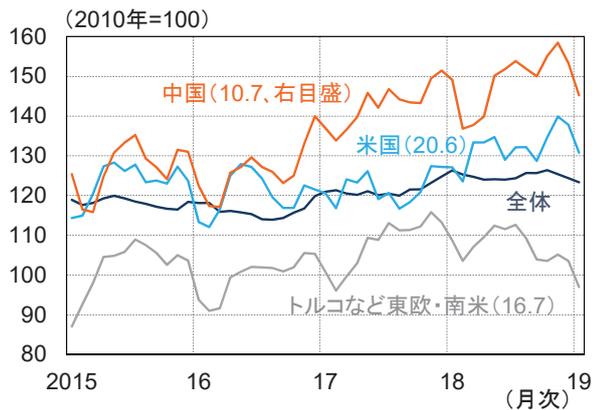


(備考) Eurostat

欧州：輸出、生産は弱含み

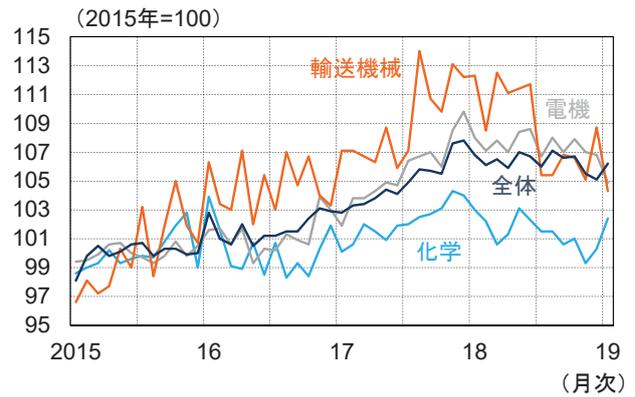
- EUの域外輸出は、中国向けが大きめに減少したほか、欧州と関係の深いトルコなど東欧や南米向けも政治・経済の混乱から弱含んでいる。
- EUの1月の鉱工業生産は前月比1.0%増と3カ月ぶりに増加したが、外需の伸び悩みにより弱含んでいる。化学は2カ月連続で持ち直したものの、ストライキの影響により部品供給が滞った輸送機械が減少し、全体の伸びを押し下げた。

EUの域外実質輸出



(備考) 1. Eurostat 2. ( )内は17年の域外輸出に占めるウエート  
3. 後方3ヵ月移動平均

EUの業種別生産



(備考) Eurostat

欧州：ECBは利上げ延期と資金供給策を決定

- 3/7のECB理事会で、ユーロ圏の経済見通しを大幅に下方修正した上で、政策金利水準を「年末まで」維持するとし、利上げを延期することを決定。追加の景気安定策として貸出条件付き資金供給策であるTLTROⅢを9月から開始することも決定した。前回のTLTROⅡの償還期限が近づく中で、イタリアを中心とした金融機関への支援という側面もあるとみられている。
- 欧州の株価は、英議会在3/13に合意なき離脱の回避、3/14に離脱期限の延期を可決したことを好感し、上昇した。対ドルレートは、3/7のECB理事会のハト派的な決定により一時ユーロ安となったが、合意なき離脱回避可決などによりユーロ高となった。

3/7ECB理事会の決定事項

ユーロ圏19年経済見通し (12月時点からの修正)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・実質GDP成長率 +1.7 → 1.1%</li> <li>・消費者物価 +1.6 → 1.2%</li> </ul>
政策金利見通し	<ul style="list-style-type: none"> <li>・少なくとも19年夏頃まで維持 → 19年末まで維持</li> </ul>
貸出条件付き長期資金供給策の導入 (Targeted Longer Term Refinancing Operation Ⅲ)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・16年以来、3回目の導入</li> <li>・実施時期：19年9月～21年3月</li> <li>・貸出期間：2年間</li> </ul>

(備考) ECB

株価と為替レート



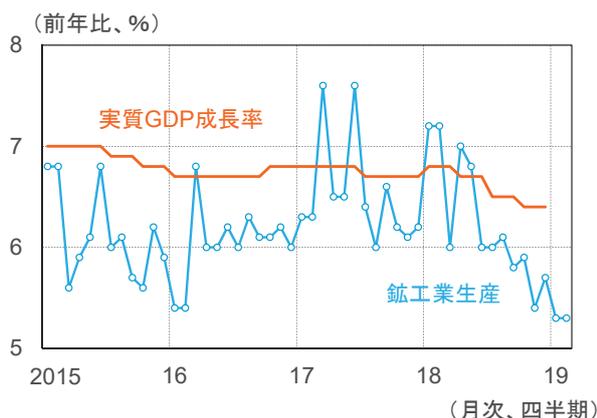
(備考) 1. Thomson Reuters Datastream  
2. 株価はストックス欧州600

(日次)

## 中国: 成長ペースが鈍化、鉱工業生産の伸びが鈍化

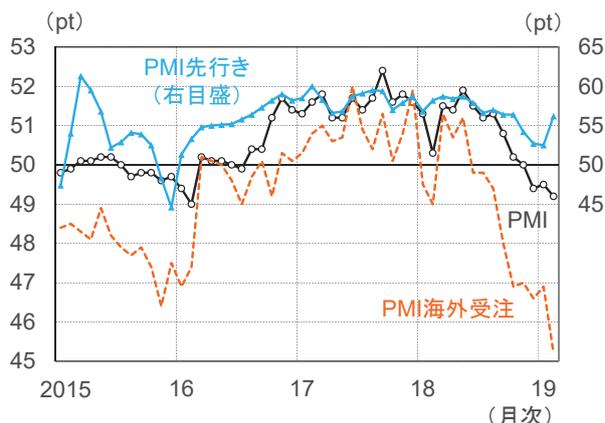
- 2018年10～12月期実質GDPは前年比6.4%増と3期連続で伸びが鈍化し、通年では6.6%増と昨年の6.8%増を下回った。1～2月鉱工業生産は前年比5.3%増と自動車や通信・電子機器を中心に、大きめの減速となった。
- 2月製造業PMIは49.2と、3ヵ月連続で好不況の目安である50を下回った。PMI海外受注も関税引き上げ前の駆け込みで増加していた対米輸出が反動減に転じたことなどから、大幅に悪化した。ただし、2月末頃に米中貿易協議の進展が報じられたことから、PMI先行きの判断は上昇した。

実質GDPと鉱工業生産



(備考) 1. 中国国家統計局 2. GDPは四半期  
3. 鉱工業生産の1、2月は合計の前年比

製造業PMI



(備考) 1. 中国国家統計局 2. 先行きは先3ヵ月間の判断

## 中国: 小売売上高は鈍化、固定資産投資の鈍化は一服

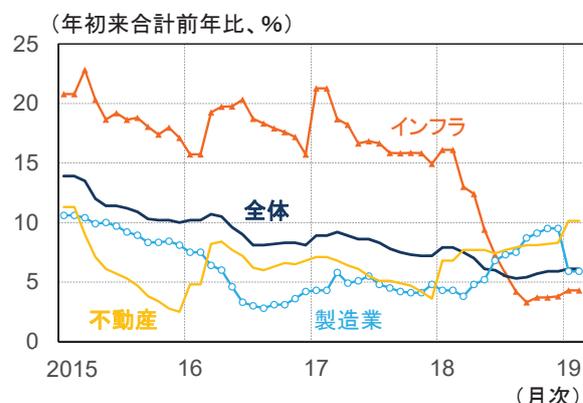
- 1～2月小売売上高は、小売売上高は自動車のマイナス幅は縮小したものの、全体では前年比8.2%増と12月並みの伸びにとどまった。乗用車販売台数は17年末に終了した小型車購入優遇策の反動減に加え、足元では景気減速もあり、低迷しているが、1～2月の鈍化幅はやや縮小。
- 固定資産投資は、インフラ投資の伸びがやや回復し、全体では伸びの鈍化が一服している。政府はインフラ投資強化の方針を打ち出しており、今後、伸びが拡大するとみられる。

小売売上高と乗用車販売



(備考) 1. 中国国家統計局 2. 小売の1、2月は合計の前年比  
3. 乗用車販売は季節調整値 (DBJ試算)

固定資産投資

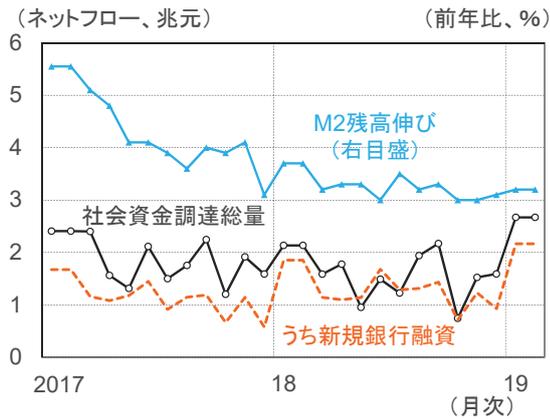


(備考) 1. 中国国家統計局、1月は非公表で2月のデータを使用  
2. 不動産の19年1、2月はDBJ試算

中国:金融環境がやや緩和、元高・株高基調

- 17年頃からデレバレッジで、引き締めとなっていた金融環境は、緩和傾向に転じている。18年に入って預金準備率の引き下げを再開したほか、1月には大手銀行に永久債発行を認め、自己資本の強化による貸出の増加を促した。こうした中で、新規銀行融資は大きく増加し、M2残高の伸びもやや上昇。
- 景気減速や米中貿易摩擦への懸念を背景に、人民元安と株安が進んでいたが、足元では、米中貿易協議進展への期待から、元高と株高の動きとなっている。米国は中国に対して、元安誘導を控えるよう要求しており、米中交渉が進展するとの期待も人民元高の要因になっているとみられる。

社会資金調達総量とM2



(備考) 1. 中国人民銀行、1、2月は平均値  
2. 新規銀行融資は金融機関向けを除く

為替と株価

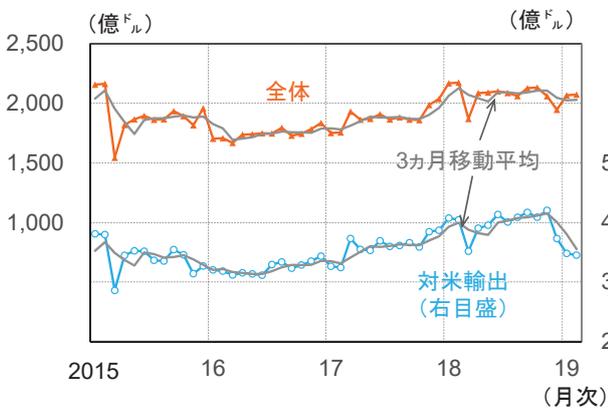


(備考) Thomson Reuters datastream

中国:輸出入は弱含む

- 2月の輸出は春節の影響を均すと昨年12月と比べてやや増加したが、昨年秋頃以降、弱含んでいる。対米輸出は、関税引き上げに伴う駆け込みの反動減により減少。先行きは、米中貿易協議で追加関税の引き上げが回避されれば、下げ止まる可能性がある。
- 輸入は国内需要の鈍化や、輸出の弱含みによる部品や部材輸入の減少、関税引き上げによる米国からの輸入減少などにより、弱い動きが続いている。

輸出



(備考) 中国海関、季節調整値(DBJ試算)

輸入

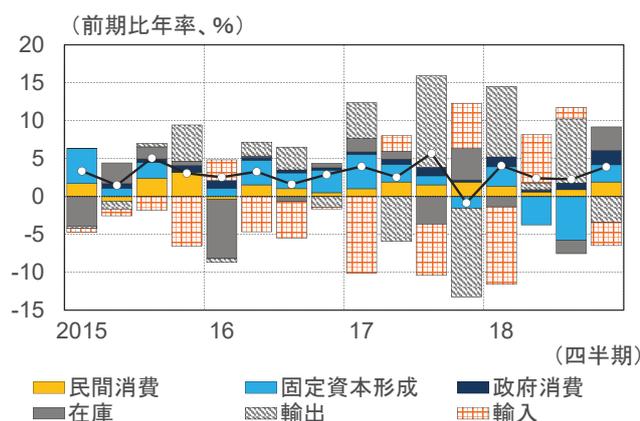


(備考) 中国海関、季節調整値(DBJ試算)

### 韓国:回復が緩やかになっている

- 2018年10～12月期実質GDPは、前期比年率3.9%増。中国向け半導体を中心に輸出が減少したものの、軍事関連の固定資本形成が増加したほか、政府消費や個人消費も増加。ただし個人消費や民間投資などの民需は勢いを欠いており、回復が緩やかになっている。
- 中国経済の減速や半導体需要の鈍化などにより韓国経済の牽引役である輸出が振るわないことから、OECDは3/6公表の世界経済見通しで韓国の19年成長率を下方修正(2.8→2.6%)。政府は3/4に、貿易金融の規模拡大など、輸出支援策を策定した。

実質GDP成長率



(備考)韓国銀行

輸出数量指数

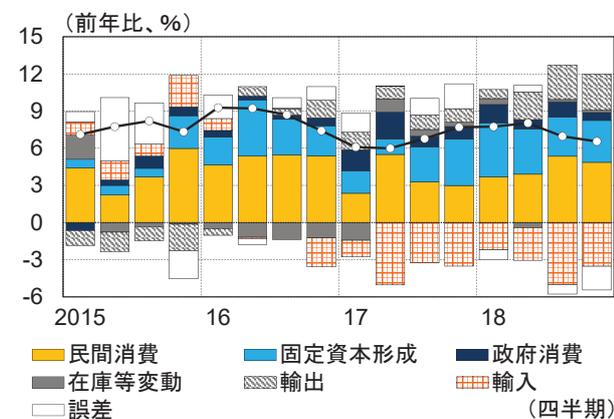


(備考)1.オランダ経済政策分析局、財務省、韓国銀行  
2.季節調整値(日本は内閣府、韓国はDBJ試算)、  
後方3ヵ月移動平均

### インド:回復している

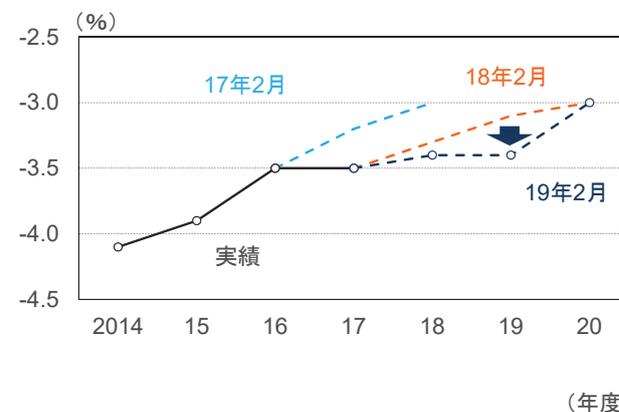
- 2018年10～12月期の実質GDPは、前年比6.6%増。堅調だった個人消費や政府支出の伸びが鈍化したものの、回復基調が続いている。
- モディ政権は、発足以来、徴税強化によって歳入を増加させ、財政赤字の削減を進めた。しかし、足元では今年4～5月の総選挙を控えることもあり、農民・中低所得者層への優遇措置拡大などによる支出を増大させている。2/1公表の19年度予算案でも、目標を下方修正(▲3.1→▲3.3%)しており、財政再建は足踏みしている。

実質GDP成長率



(備考)Thomson Reuters Datastream

インドの財政赤字(対GDP比)

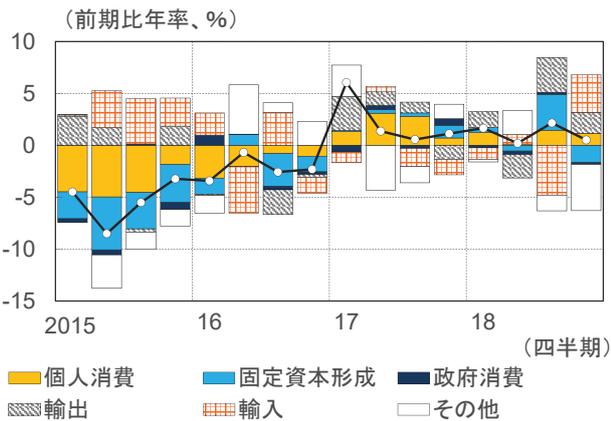


(備考)1.インド財務省  
2.点線は各年度予算公表時点の見通し・目標

ブラジル: 緩やかに持ち直している

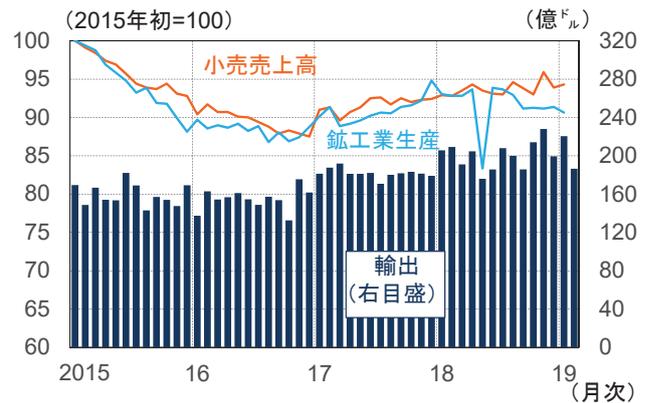
- 2018年10～12月期の実質GDPは、前期の反動で固定資本形成が減少したことなどから、前期比年率0.5%増と伸びが鈍化した。10月に大統領が交代し、政権移行に伴い、公共事業が一時的に停滞したことなどから政府支出がマイナスとなったことも成長率を押し下げたが、基調としては緩やかに持ち直している。
- 鉱工業生産や輸出は、5月のストライキの影響などにより一時減速し、18年の成長率の下振れ要因となった。小売売上高は、緩やかに増加。17年以降、雇用情勢は改善が続いており、個人消費は堅調を維持している。

実質GDP成長率



(備考) Thomson Reuters Datastream

鉱工業生産、輸出、小売売上高

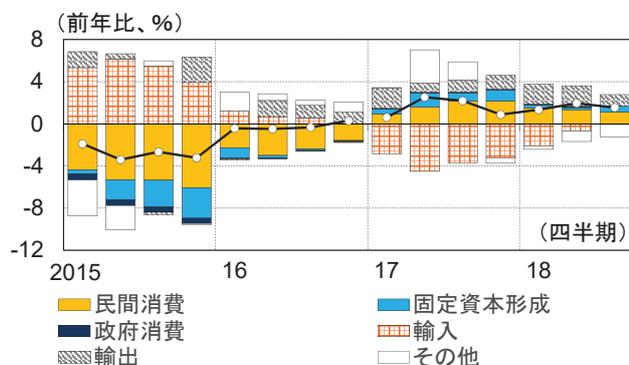


(備考) 1. Thomson Reuters Datastream  
2. 輸出は季節調整値 (DBJ試算)

ロシア: 緩やかに持ち直している

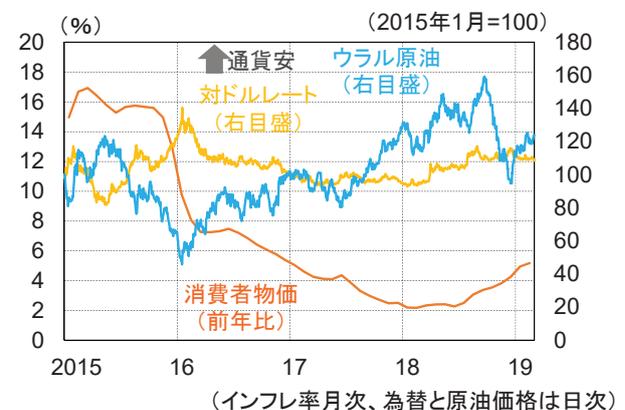
- 2018年7～9月期実質GDPは、前年比1.5%増。輸出や政府消費が減少したものの、民間消費が底堅く推移し緩やかに持ち直している。
- 物価上昇率は、ルーブル安の影響などにより、18年夏以降加速しており、中央銀行の目標値である4%を超えている。ロシア中央銀行は、ルーブル安によるインフレ加速への懸念もあり、12月に利上げを実施した(7.50→7.75%)。

実質GDP成長率



(備考) 1. ロシア国家統計局、ロシア連邦中央銀行  
2. 実質GDPは16年まで11年価格、17年以降16年価格を基準

消費者物価、為替と原油価格

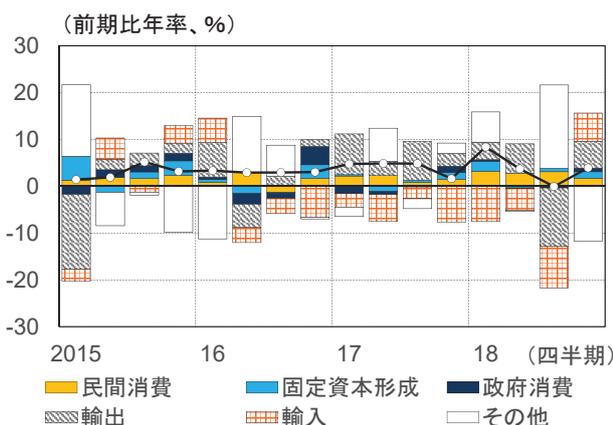


(備考) Thomson Reuters Datastream

### タイ:一部に弱い動きもみられるが、緩やかに持ち直している

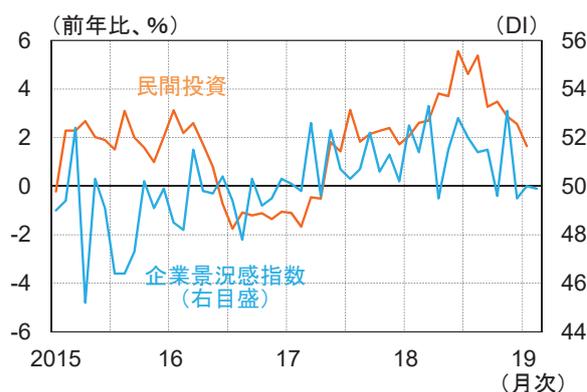
- 2018年10～12月期実質GDPは、前期比年率3.3%増。雇用・所得の改善を背景に、民間消費の増加が続いた。輸出は前期の落ち込みを取り戻さず、依然、弱さがみられるものの、増加に転じた。
- 18年後半以降、企業の景況感は弱含んでおり、民間投資の伸びも鈍化している。米中貿易摩擦などによる世界経済の減速懸念に加え、3月末に総選挙を控える中で政治的な不透明感もあり、企業が投資を様子見る姿勢がみられる。

実質GDP成長率



(備考)タイ国家経済社会開発庁

民間投資と企業景況感指数

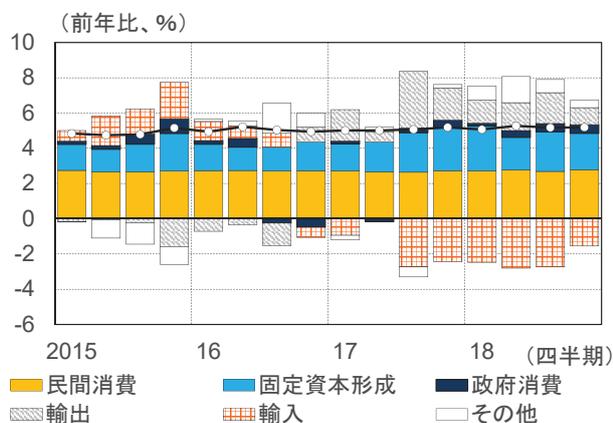


(備考) 1.Thomson Reuters Datastream  
2.民間投資は3ヵ月移動平均

### インドネシア:緩やかに持ち直している

- 2018年10～12月期実質GDPは、前年比5.2%増と伸びは横ばいとなった。民間消費や固定資本形成を中心とした成長が続いている。
- 米金利上昇に伴い18年後半まで通貨安が進んだが、米国の利上げ打ち止めへの期待から、ルピアは上昇に転じた。通貨上昇を受けて、インドネシア中銀による追加利上げ期待が後退したほか、1月以降は世界的な株価の持ち直しに連動して、株価は高値圏で推移している。

実質GDP成長率



(備考)Thomson Reuters Datastream

為替レートと株価



(備考)Thomson Reuters Datastream

長期金利: マイナスで推移

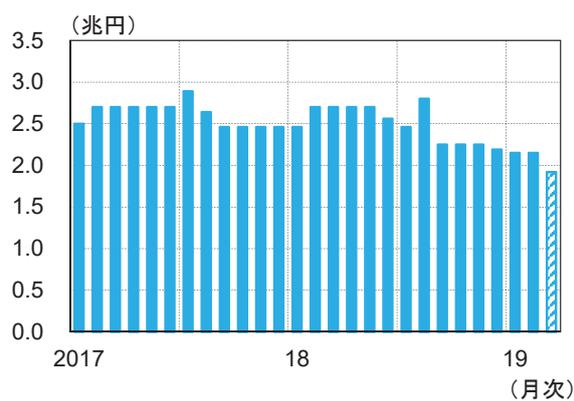
- 米国では、米中通商合意への期待から金利は一時上昇したが、ECBの利上げ延期表明などを受け、2.6%台に低下。日本では、日銀が3月の国債買入を減額する方針を示し、長期金利は一時上昇したが、世界経済の減速懸念から再び低下し、マイナスで推移している。
- 18年7月の緩和修正後、日銀による長期国債の買入額は減少傾向にある。日銀は3月もオペ回数を減らす方針を示しており、月間で2,000億円超の減額となる見込み。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米国財務省

日銀の長期国債買入額(グロス)



(備考) 1. 日本銀行  
2. 19年3月は予想

株価: 米中交渉の進展などから上昇するも回復は鈍い

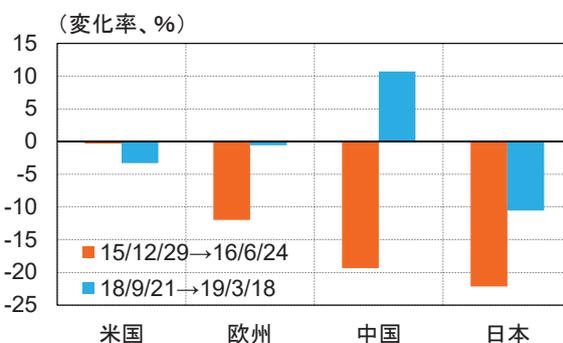
- 米国の株価は、米中通商協議進展への期待から上昇したが、3月に入るとECBの経済見通し下方修正を嫌気してやや低下した。日本の株価も米株に連動して上下した。
- 最高値から急落後、半年の株価を16年初と比較すると、今回急落の震源である米国は足元の弱い経済指標もあり急落前の高値を下回る一方、中国は米中協議の進展を好感し、急落前の水準を回復した。日本は、株式時価総額に占める製造業の割合が高く、世界経済減速の影響を受けやすいことなどから前回同様回復が鈍く、当面、こうした状況が続くとみられる。

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

株価下落半年後の直近高値からの下落率

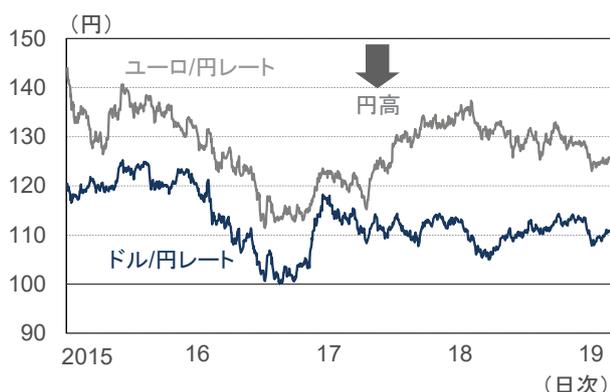


(備考) 1. Thomson Reuters Datastream 2. 米国はS&P500、欧州はストックス欧州600、中国は上海総合、日本はTOPIX  
3. 青は、急落する直前の最高値から直近までの変化率、橙は、急落する直前の最高値から青と同じ営業日の変化率

### 為替: 米中交渉の進展が円安圧力に

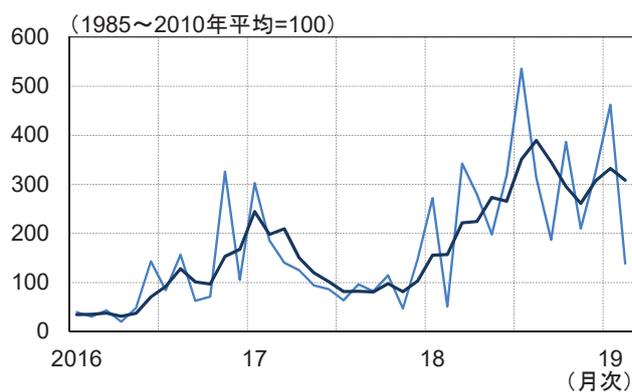
- 対ドル円レートは、米国が3/2の対中関税引き上げを見送り、米中の通商合意への期待が高まったことを受け、112円程度まで円安が進んだ。その後はECB理事会の決定を受けてユーロ安が進んだことや、2月の米雇用の伸びが大幅に鈍化したことが円高圧力となり、111円程度となっている。
- 年明け以降の円安の背景には、米中対立への懸念後退がある。新聞報道をもとに作成される米通商政策不確実性指数は、このところ低下基調にあるが、ハイテク産業振興などに関する論点が残ることから、早期合意が見送られれば、再び円高圧力が高まるとみられる。

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

米通商政策不確実性指数

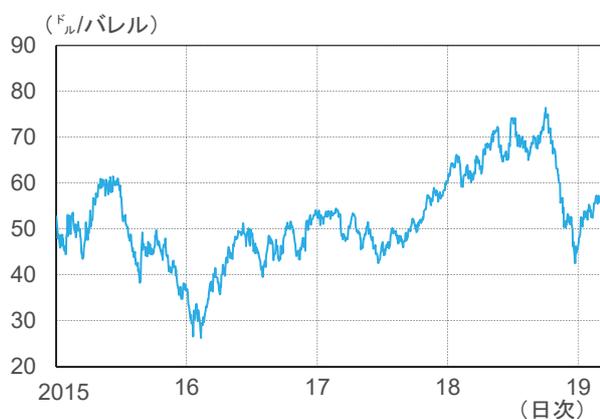


(備考) 1. Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis  
"Measuring Economic Policy Uncertainty"  
2. 太線は3カ月移動平均

### 原油価格: やや上昇し、50ドル台後半で推移

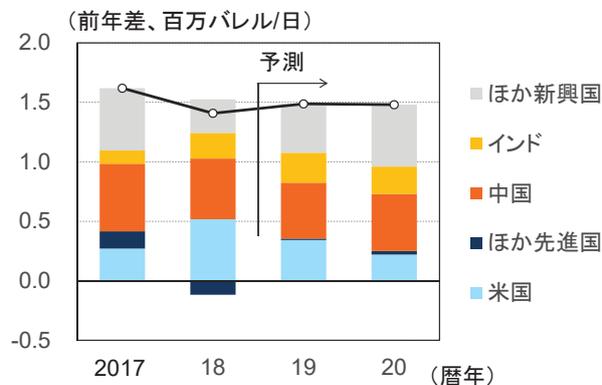
- 世界経済減速による需要鈍化への懸念が続くものの、OPECとロシアが協調減産を順守する中、米国のリグ稼働数も減少していることから、原油価格はやや上昇し、50ドル台後半で推移。
- 世界の石油需要をみると、米国では18年に大きく増加し、今後も緩やかに増加するが、ほかの先進国はほぼ横ばいにとどまる。一方、中国では経済が減速しているものの、自動車や暖房向け需要の拡大もあり、底堅く推移。また、経済成長が拡大するインドやそのほかの新興国も堅調に増加し、世界の原油需要は堅調に増加する見通し。

WTI原油価格



(備考) CMEグループ(NYMEX)

世界石油の需要



(備考) EIA(米国エネルギー情報局)

マーケット図表

1.各国通貨 対ドル・レート

(2015年初=100)

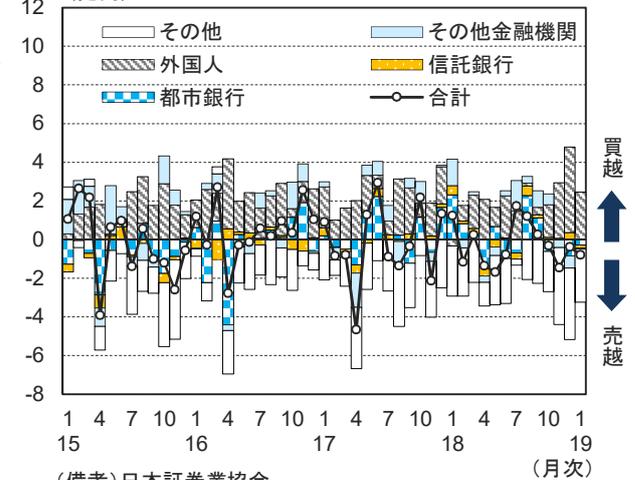


(備考)FRB

(日次)

2.投資部門別中長期債売買高

(兆円)

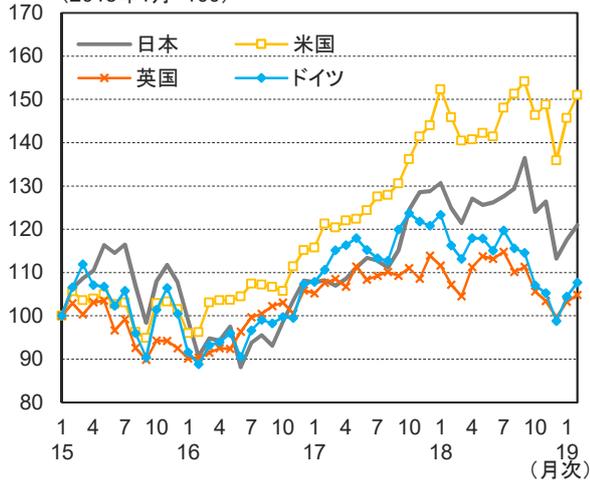


(備考)日本証券業協会

(月次)

3.主要先進国の株価

(2015年1月=100)

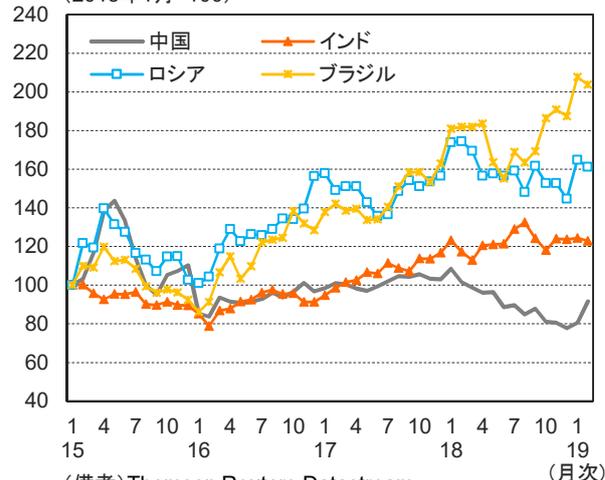


(備考)日本経済新聞社、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、Thomson Reuters Datastream

(月次)

4.主要新興国の株価

(2015年1月=100)

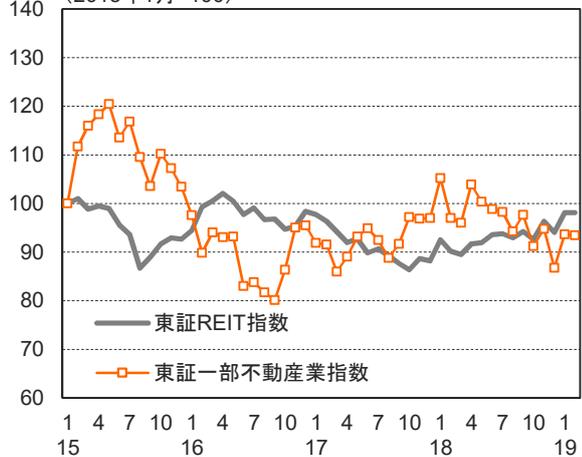


(備考)Thomson Reuters Datastream

(月次)

5.不動産の株価とREIT市場

(2015年1月=100)

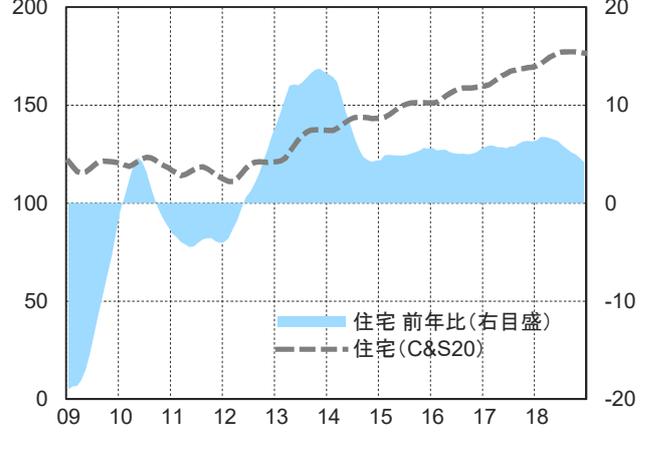


(備考)(株)東京証券取引所

(月次)

6.米国の住宅価格

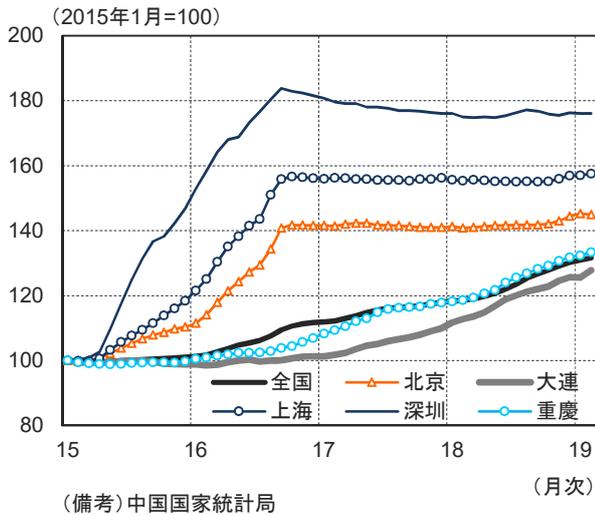
(2002年1月=100)



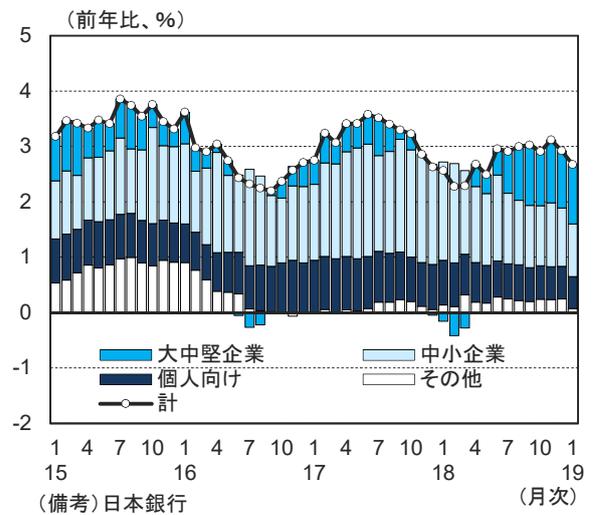
(備考)S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス

(月次)

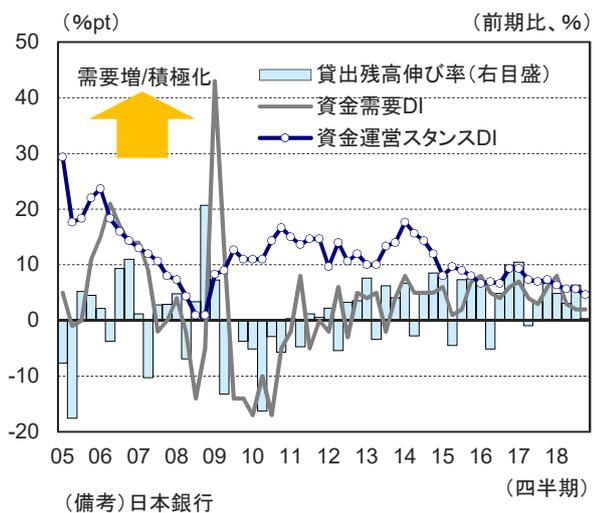
7. 中国の住宅価格



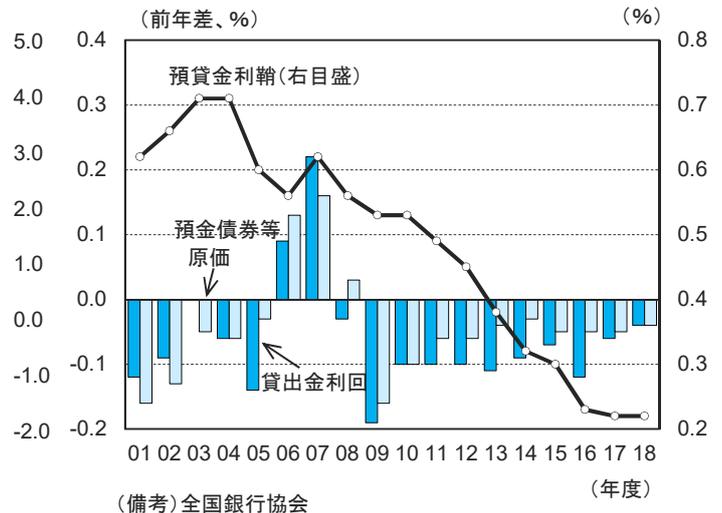
8. 国内の貸出先別貸出金残高



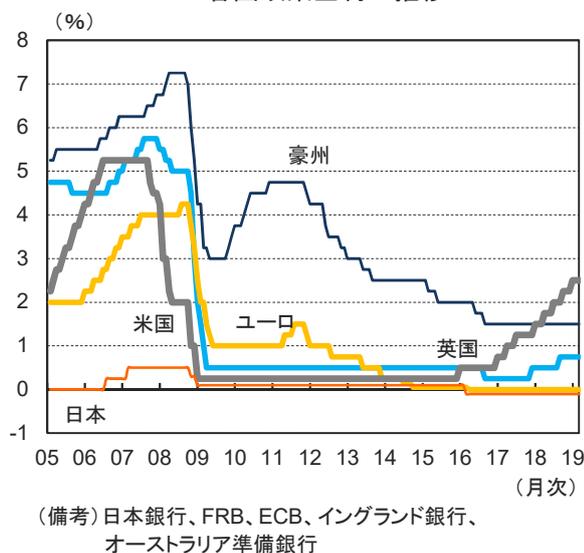
9. 国内銀行の貸出姿勢と貸出残高(企業)



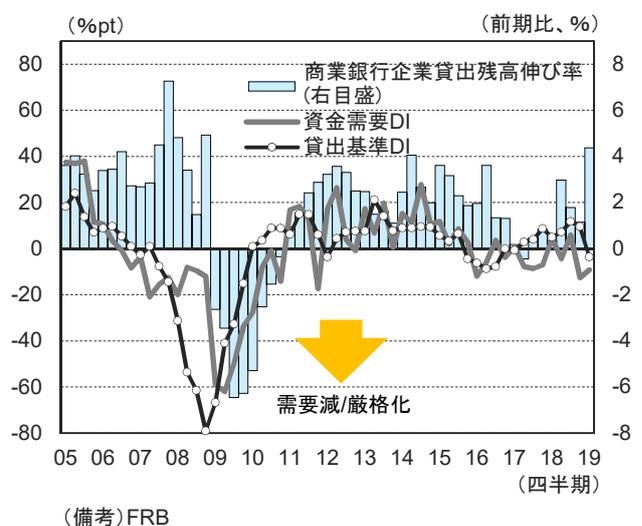
10. 預貸金利鞘



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

産業動向

生産等の動向

		2017年度実績	対前年比	18年												19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	6,459千t	2.7%	△	○	▲ <sup>10</sup>	▲ <sup>10</sup>	△	▲ <sup>10</sup>	△	△	▲ <sup>10</sup>	○	△	△	△	
		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%	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	○	○	△	▲ <sup>10</sup>	▲ <sup>10</sup>	▲ <sup>10</sup>
		産業機械 受注額	49,284億円	▲3.3%	△	◎	▲ <sup>10</sup>	◎	◎	△	◎	▲ <sup>10</sup>	▲ <sup>20</sup>	○	◎	△	◎	
		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%	△	△	○	△	○	△	○	△	△	○	△	▲ <sup>10</sup>	-	
		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%	○	○	△	△	○	△	▲ <sup>20</sup>	▲ <sup>10</sup>	▲ <sup>20</sup>	△	△	△	△		
	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: ▲<sup>20</sup>([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: ▲<sup>2</sup>([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】

1月は11業種中、7業種で増加または改善し、4業種で減少した。

製造業は、紙・パルプ、産業機会、半導体製造装置が増加した。

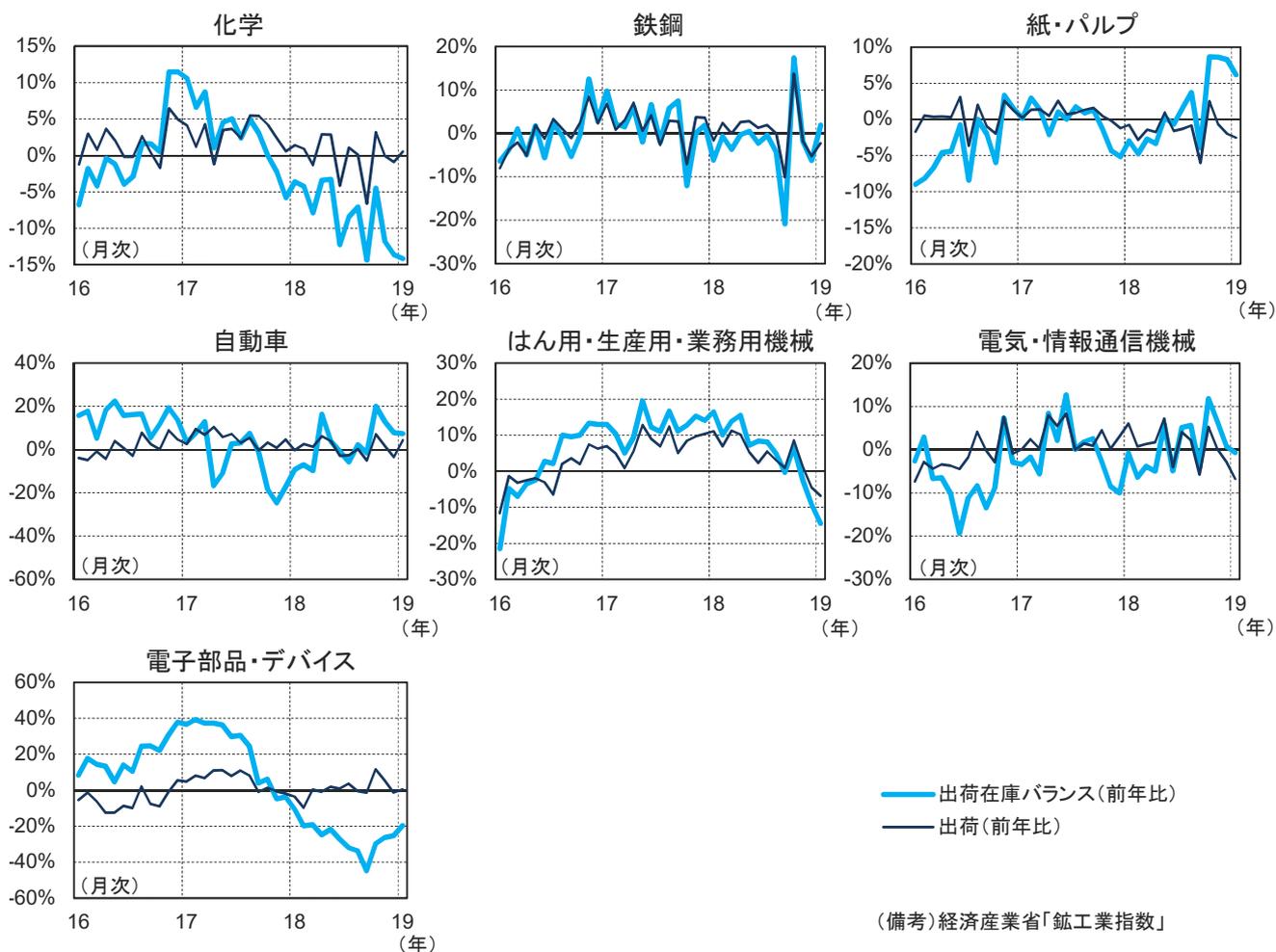
非製造業は、小売、外食、情報サービス、不動産が改善または増加した。

出荷在庫バランス（前年比、出荷前年比－在庫前年比）

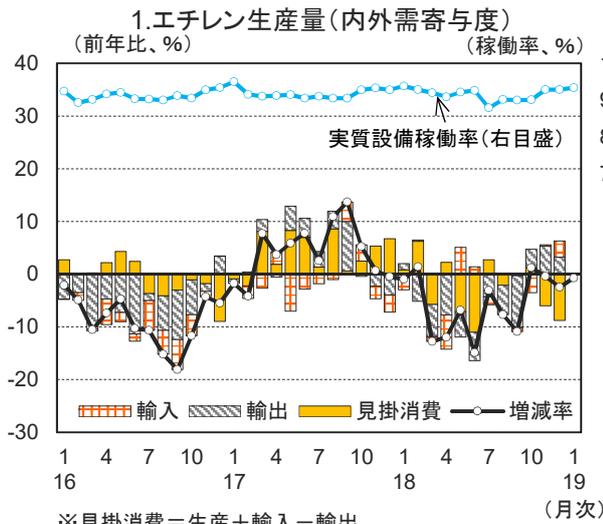
		18年												19年
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
素材型産業	化学	△	△	△	△	△	▲	△	△	▲	△	▲	▲	▲
	鉄鋼	○	○	○	○	○	△	△	○	▲ <sup>20</sup>	◎	△	△	○
	紙・パルプ	△	△	○	△	○	△	○	○	△	○	○	○	○
加工組立型産業	自動車	△	△	△	◎	○	○	△	△	△	◎	◎	○	○
	はん用・生産用・業務用機械 （工作機械、産業機械、半導体製造装置等）	◎	○	◎	◎	◎	○	△	○	△	○	△	△	▲
	電気・情報通信機械	▲ <sup>40</sup>	▲ <sup>20</sup>	▲ <sup>30</sup>	▲ <sup>30</sup>	▲	△	▲ <sup>30</sup>	▲	△	◎	○	○	△
	電子部品・デバイス	△	▲	▲	▲ <sup>20</sup>	▲ <sup>20</sup>	▲ <sup>30</sup>	▲ <sup>50</sup>	▲ <sup>40</sup>	▲ <sup>40</sup>	▲ <sup>20</sup>	▲ <sup>20</sup>	▲ <sup>20</sup>	▲

（備考）各月欄の表示は以下の基準による

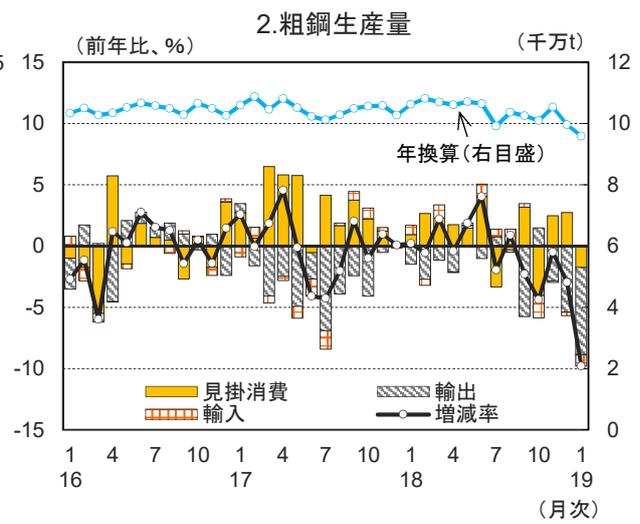
◎（前年比10%以上増）、○（同10%未満増）、△（同10%未満減）、▲（同二桁以上減。例：▲<sup>20</sup>（同20%以上30%未満減））



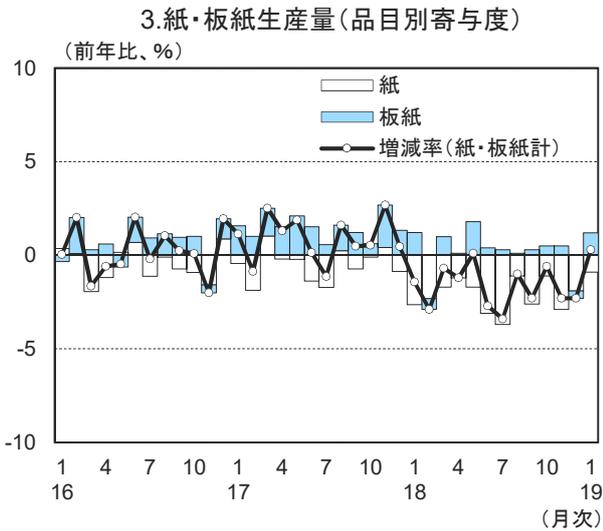
産業図表



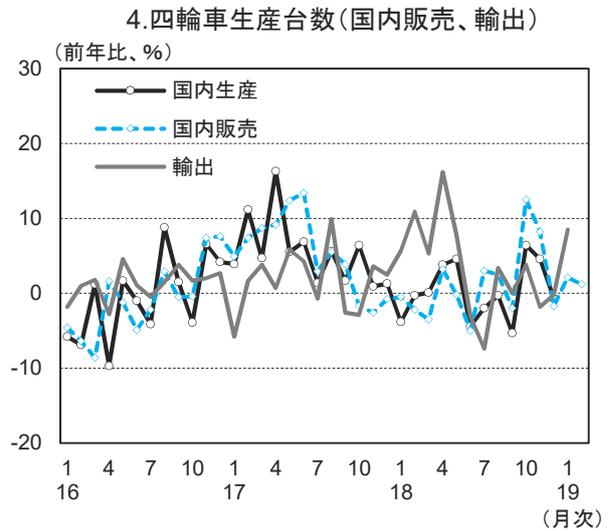
※見掛消費=生産+輸入-輸出  
(備考)経済産業省「生産動態統計月報」  
石油化学工業協会「月次統計資料」



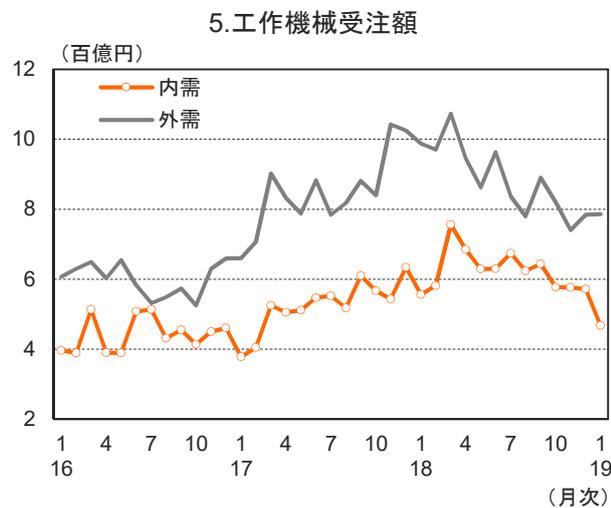
(備考)日本鉄鋼連盟



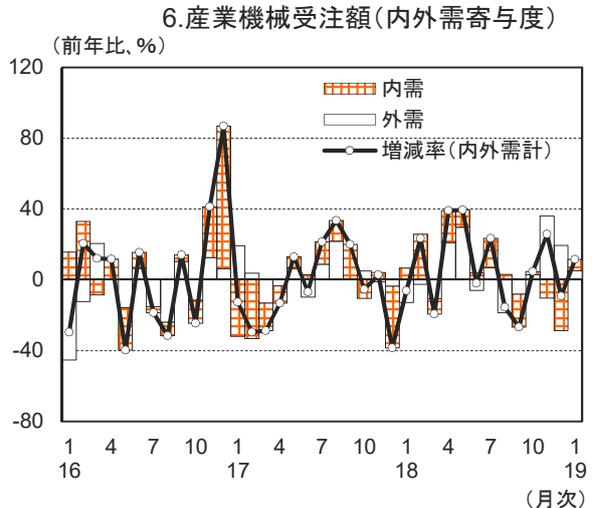
(備考)経済産業省「生産動態統計月報」



(備考)日本自動車工業会、日本自動車販売協会連合会、  
全国軽自動車協会連合会

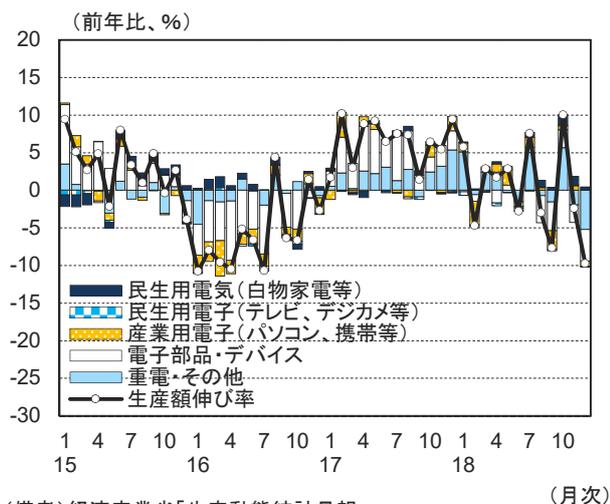


(備考)日本工作機械工業会



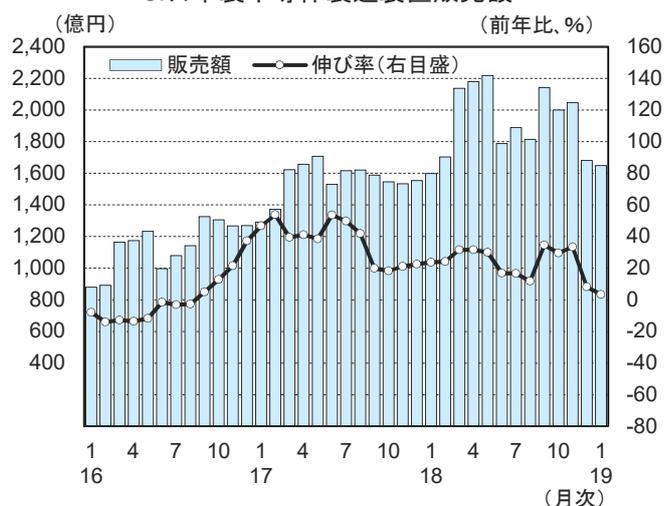
(備考)日本産業機械工業会

7.電気機械生産額(部門別寄与度)



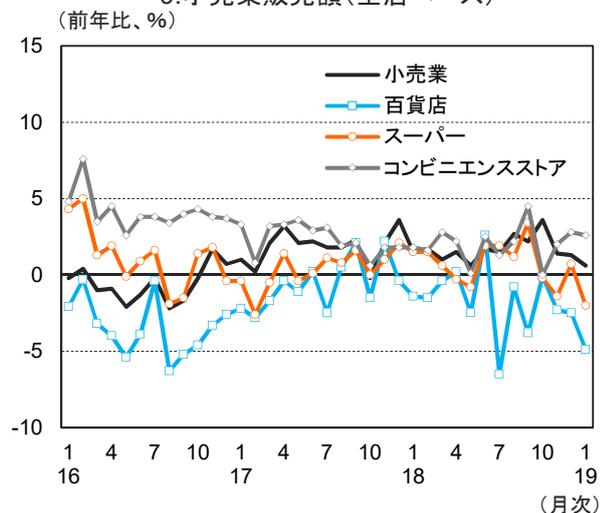
(備考) 経済産業省「生産動態統計月報」、  
電子情報技術産業協会、日本電機工業会

8.日本製半導体製造装置販売額



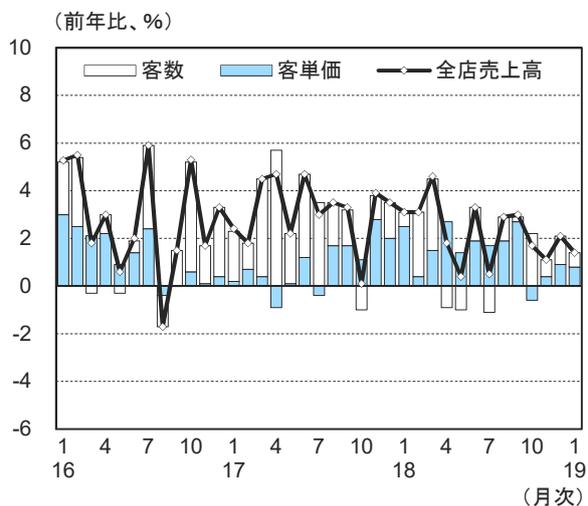
(備考) 日本半導体製造装置協会

9.小売業販売額(全店ベース)



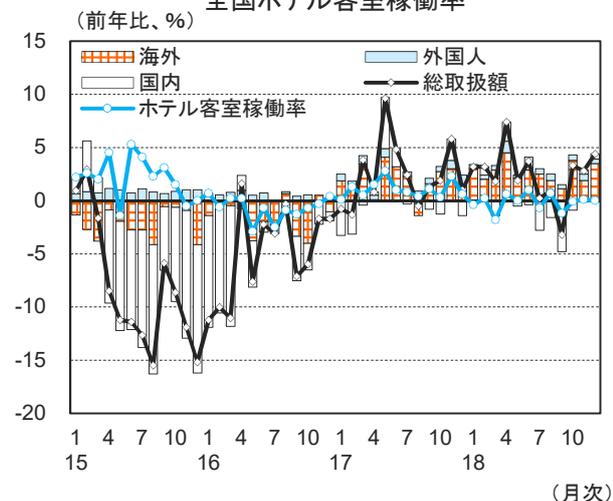
(備考) 経済産業省「商業動態統計」

10.外食産業売上高(要因別寄与度)



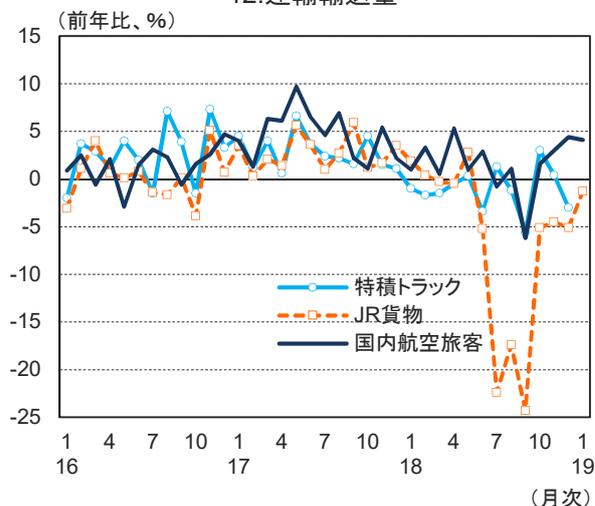
(備考) 日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」

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」

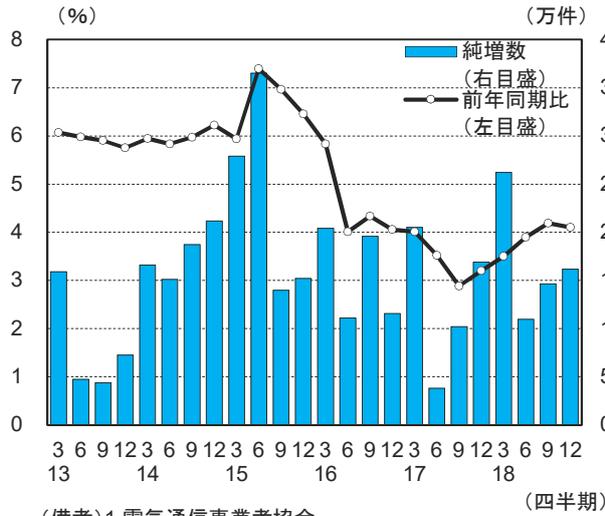
12.運輸輸送量



(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



(備考) 1. 電気通信事業者協会  
2. 数値は四半期ごとの更新

## 14. 情報サービス売上高 (部門別寄与度)



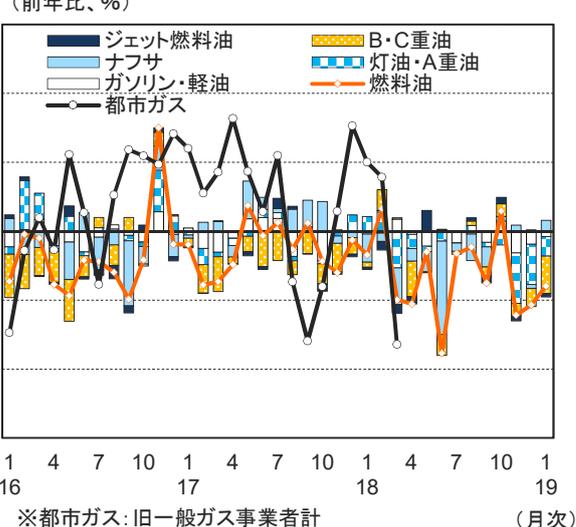
(備考) 経済産業省「特定サービス産業動態統計」

## 15. 電力 (販売電力量)



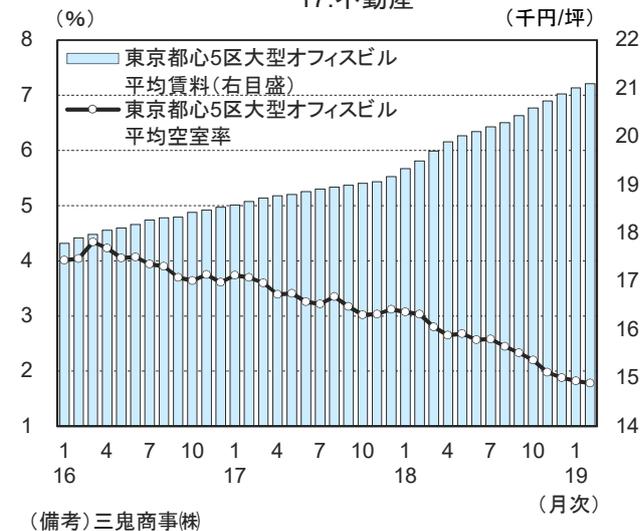
(備考) 経済産業省「電力調査統計」

## 16. 石油・都市ガス販売量



※都市ガス: 旧一般ガス事業者計  
データ公表は、2018/3にて終了  
(備考) 石油連盟、日本ガス協会

## 17. 不動産



(備考) 三鬼商事(株)

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 19/1		2019 18/10 19/1		2020 19/1	2018 18/10 19/1		2019 18/10 19/1		2020 19/1	2017 18/11	2018 18/5 18/11		2019 18/5 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.ハンガリー [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	2019/1		2019/3		
国内総生産・実質	1.5	0.9	1.3	0.55	0.54	0.52
民間最終消費支出	1.2	0.7	1.2	0.59	0.60	0.35
民間住宅	▲0.7	▲4.2	1.3	▲4.43	0.44	▲2.65
民間企業設備	3.7	3.6	2.7	3.44	1.59	0.65
政府支出	0.3	0.7	1.0	0.95	0.98	0.85
財貨・サービスの輸出	4.3	2.7	3.0	1.57	0.88	1.71
財貨・サービスの輸入	3.9	2.8	3.3	3.07	2.37	1.17
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	0.47	1.36	1.18
完全失業率	2.5	2.4	2.3	2.41	2.38	2.41
雇用者数	0.9	1.7	0.9	-	-	-
鉱工業生産指数	2.4	1.4	2.4	0.50	0.54	0.62
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	0.81 (除く生鮮食品)	0.39 (除く生鮮食品)	0.49 (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」(2019年1月28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」(2019年3月18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)は消費増税と教育無償化の影響を除く

## 日銀 経済・物価情勢の展望(2019/1)

	2018年度(%)	2019年度(%)	2020年度(%)
国内総生産・実質	0.9~1.0(1.3~1.5)	0.7~1.0(0.8~0.9)	0.7~1.0(0.6~0.9)
消費者物価指数・総合(除く生鮮食品)	0.8~0.9(0.9~1.0)	0.8~1.1(1.3~1.5)	1.2~1.4(1.4~1.6)

(備考)1.日本銀行「経済・物価情勢の展望」 2.( )は前回 3.消費者物価指数・総合(除く生鮮食品)は消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く

## 日銀短観(全国企業)

(%pt)

		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	2019/2	全産業	4,507	—	17.2	▲ 4.2	資本金10億円以上
			製造業	1,532	—	19.4	11.1	
			非製造業	2,975	—	15.8	▲ 16.0	
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	2019/2	全産業	3,285	—	▲ 3.1	▲ 5.5	資本金1億円以上10億円未満
			製造業	920	—	9.9	▲ 1.4	
			非製造業	2,365	—	▲ 9.1	▲ 7.7	
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	2019/2	全産業	4,933	—	▲ 6.5	▲ 26.3	資本金1千万円以上1億円未満
			製造業	1,354	—	16.6	▲ 13.5	
			非製造業	3,579	—	▲ 14.2	▲ 32.2	
	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 融	日本銀行	2018/12	(上記の外数)	210	▲ 1.1	2.3	—	[短観]
	財務省 内閣府	2019/2	(上記の内数)	—	—	▲ 4.8	▲ 3.7	[法人企業景気予測調査]

注 記

[該当ページ]

[34] 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

[35] 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

[43] 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



## 「今月のピックアップ」 バックナンバー(2018年10月号掲載分～)

### 掲載号

- 2019.3 米国CES2019調査報告
- 2019.3 中国のデレバレッジと米中貿易摩擦
- 2019.3 反グローバリズムで人の流れはどう変わったか
- 2019.2 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～
- 2019.2 回復が続く米経済の過熱感と金融政策運営
- 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

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.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](mailto:report@dbj.jp)

---

---