



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

# DBJ Monthly Overview

## 2020 02

今月のトピックス

金融緩和下の米国における債務の拡大

\* 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

|                   |   |
|-------------------|---|
| 金融緩和下の米国における債務の拡大 | 2 |
|-------------------|---|

|             |    |
|-------------|----|
| 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 |

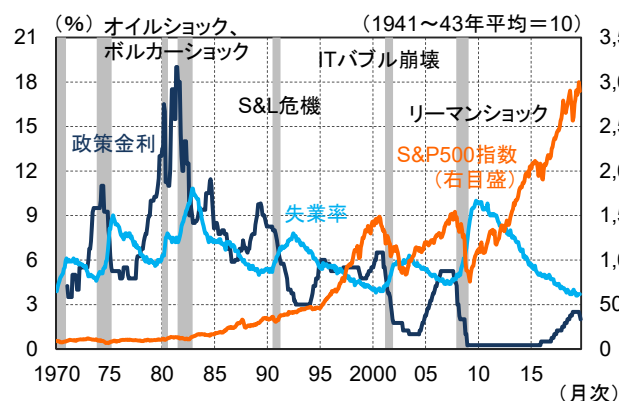
## 金融緩和下の米国における債務の拡大

経済調査室 久保 達郎  
DBJ Americas Inc. (現地調査協力)

### 1. 米国では、企業債務がリスクの高い企業を中心に増加

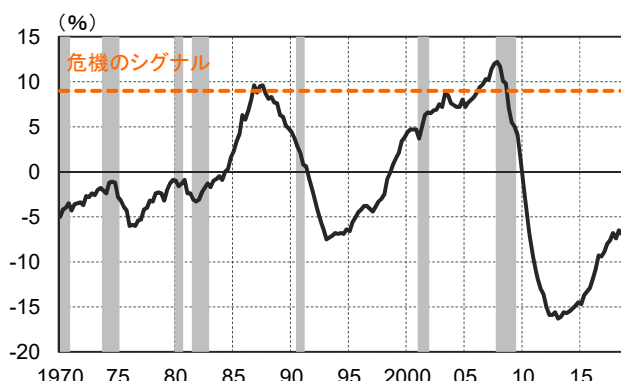
- 米国では、FRBがリーマンショック後に行った未曾有の金融緩和からの正常化を進めたものの、2019年には外需減速や物価伸び悩みなどを背景に、「予防的利下げ」に踏み切った。緩和的な金融環境の長期化は、景気を下支えする一方、金融市場でバブルの醸成につながることが懸念される。90年代以降を振り返ると、景気後退はITバブルの崩壊や信用不安など、金融面の不均衡によりもたらされた(図表1-1)。11年目に入った米国の景気回復は当面続くと思われるものの、本稿では、緩和的な金融環境下で金融面の不均衡が蓄積されていないか、企業、家計の債務に着目して点検を行う。
- 国際決済銀行(BIS)が作成する「早期警戒指標」の一つであるクレジット/GDPギャップは、リーマン後に金融規制が強化されたこともあり、低水準にあり、民間部門全体における金融不均衡は大きくない(図表1-2)。ただし、家計と企業に分けてみると、リーマン後、家計債務のGDP比は低下が続いているものの、企業債務のGDP比は12年から再び上昇し、19年初には過去最高を更新した(図表1-3)。
- 企業債務残高は、07年末の約1.5倍に増加した(図表1-4)。内訳をみると、社債がほぼ倍増しており、投資適格の中でも利回りの高いBBB格の増加が目立つ。貸出は規制強化もあって、比較的緩やかな伸びにとどまるが、投機的格付け企業向けを中心とするレバレッジドローン(レバローン)は、リーマン前の約0.5兆ドルから倍以上に膨らみ、その過半が融資条件の緩い「コベナントライト」とされる。

図表1-1 政策金利、失業率、株価



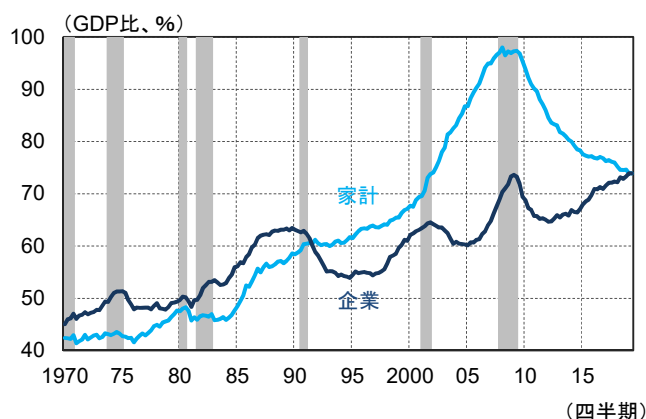
(備考) 1.米労働省、FRB、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、NBERにより日本政策投資銀行作成  
2.網掛けは景気後退局面

図表1-2 民間非金融部門のクレジット/GDPギャップ



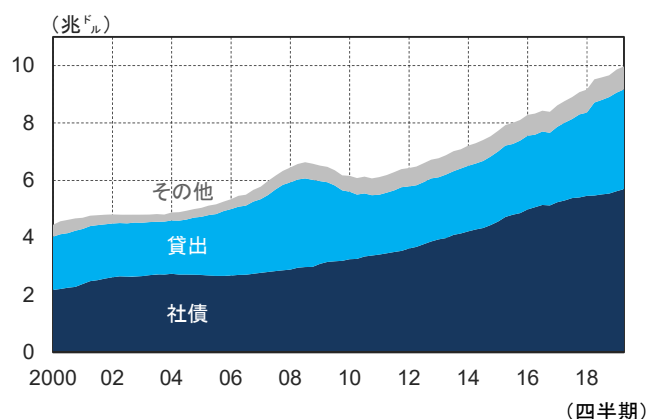
(備考) 1.BIS、NBER、Aldasoro et al. (2018)  
2.網掛けは景気後退局面  
3.クレジット/GDPギャップは、非金融部門の債務(GDP比)のトレンドからの乖離

図表1-3 家計と非金融企業の債務残高



(備考) 1.FRB、米商務省、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1-4 非金融法人企業の債務内訳



(備考) FRBにより日本政策投資銀行作成

## 2. 企業債務のリスクは、銀行から機関投資家、ファンドへ

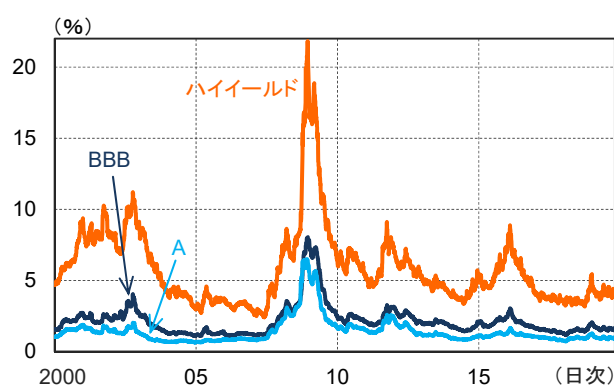
- ・リスクが高い企業債務が増加した背景には、リーマン後の金融緩和が長期化する中で、リターンの高い資産への需要が高まったことがある。ただし、18年末以降は、景気減速への懸念が高まったほか、コベナントライト・ローンの比率が上昇したことによるレバローンの質低下への懸念が強まり、レバローン市場からの資金流出、価格下落が続いている(図表2-1)。
- ・一方、社債スプレッドは、ハイイールド(HY)債を中心に18年末にやや上昇したものの、引き続き低水準で推移している(図表2-2)。投資家の債券需要は引き続き強く、HY債にはレバローンから資金を振り向ける動きもあるとされる。企業側でも、低金利環境下で、M&Aや配当、自社株買いを用途とする社債発行の動きが続いている。
- ・レバローンの投資家構成をみると、06年に2割を占めていた銀行・証券のシェアは、17年には1割に低下した(図表2-3)。一方、CLO(ローン担保証券)に組み込まれた形での販売比率が、全体の6割近くまで高まっている。なお、日本の金融機関がCLOの大口投資家となっていることが話題となった。保有するCLOの大半はAAA格であるとされるが、19年3月には金融庁が規制強化に乗り出し、投資対象のリスクを適切に把握することを求めているほか、9月には日銀と共同調査を実施し、金融機関への注意喚起を行っている。
- ・社債の投資家構成をみると、機関投資家、ファンドの占める割合が大きい(図表2-4)。一般に機関投資家は長期保有が中心と見込まれるが、投資信託などのファンドは、顧客の換金要求に応じる必要があるため、何らかのショックをきっかけに売り圧力が高まるリスクがある。

図表2-1 レバレッジドローンの流通市場価格



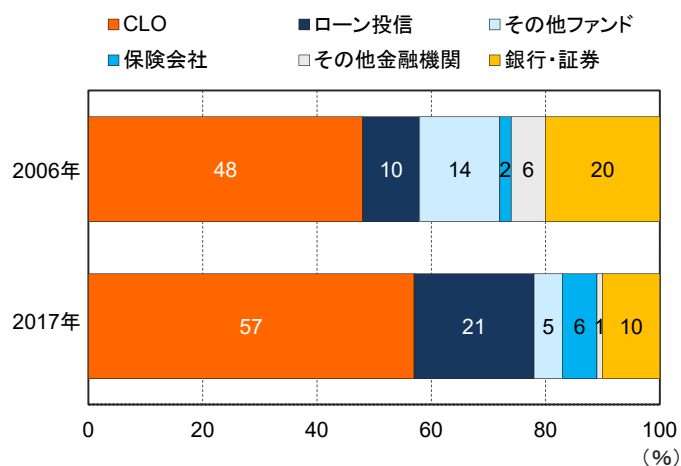
(備考) Bloomberg

図表2-2 社債スプレッド



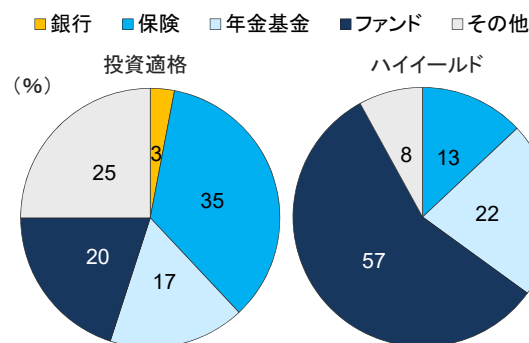
(備考) セントルイス連銀

図表2-3 レバレッジドローンの投資家構成



(備考) IMF

図表2-4 社債の投資家構成(18年)

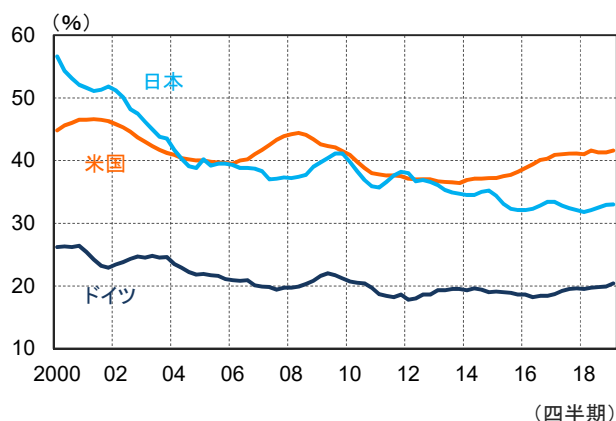


(備考) IMFにより日本政策投資銀行作成

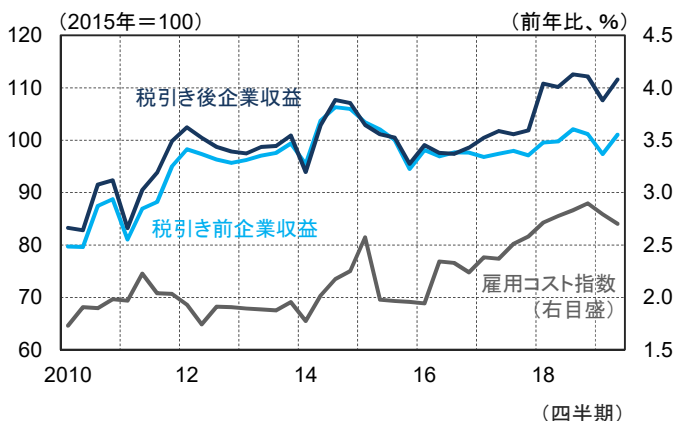
## 3. マクロ経済の下押しを通じた債務問題の顕在化に留意

- これまで高リスクの企業債務が増加しても大きな問題が生じなかった背景には、企業の収益が比較的安定していたことがあると考えられる。企業の債務返済比率は、FRBが07年以降に行った大規模な金融緩和で返済負担が軽減されたほか、企業収益も持ち直したことから、リーマン後に低下した(図表3-1)。
- しかし、15年からFRBが利上げを開始したほか、債務残高が増加したことから、債務返済比率も上昇に転じ、概ね横ばいの日本やドイツと対照的となっている。加えて、企業収益は、18年後半以降頭打ちとなっている。先行きは、貿易交渉を進めてきた米中両国が1/15に第1段階の合意に署名したことを受け、米中摩擦を巡る不透明感が和らぐものの、17年末の法人税減税による効果の縮小もあり、企業収益の大幅な改善は見込みがたい。さらに、賃金に加えて、社会保障費の企業負担などを含めた人件費の伸びが高まっており、企業収益を圧迫している(図表3-2)。企業収益の悪化により、BBB格から投機的への格下げ(Fallen Angel)が相次ぐリスクも指摘されている。
- マクロ経済や金融市場では、リーマン前のような広範な過熱感は見られない。しかし、企業債務は過熱傾向にあるほか、資産価格については、引き続き過熱状態にある(図表3-3)。株式市場、社債市場とも18年末に調整したが、今後も低金利下で企業債務が増加しやすい状況が続く。企業はこれまで良好な収益環境を享受してきたが、今後は景気減速やコスト増などで企業収益の悪化、格下げや債務不履行などが生じ、これが投資抑制や雇用調整などマクロ経済の下押しを通じて、問題を顕在化させる可能性に留意が必要となる。

図表3-1 企業の債務返済比率



図表3-2 企業収益と雇用コスト指数



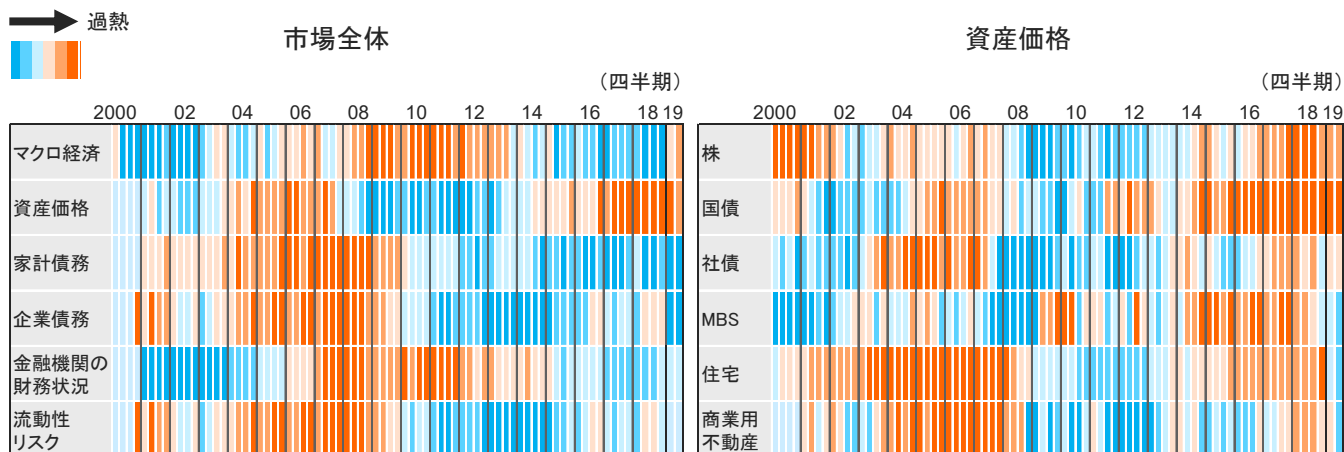
(備考) 1. BIS

2. 債務返済比率 = 元利返済額 ÷ (企業所得 + 支払利息 + 支払配当金)

(備考) 1. 米商務省、米労働省

2. 雇用コスト = 賃金・報酬 + 残業代、保険・社会保障関連費用等

図表3-3 ヒートマップ(金融システム警戒指標)

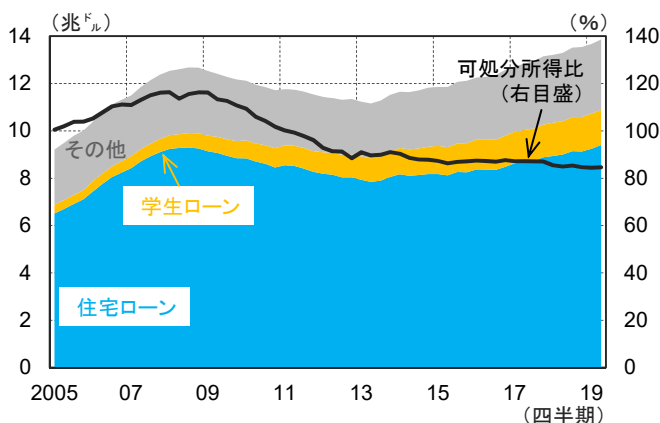


(備考) 1. OFR 2. 「マクロ経済」の構成項目のうち、経常収支や財政収支のGDP比は景気悪化でGDPが低下すると過熱を示し、好況下でのインフレ率低下もデフレ警戒のサインとなる

#### 4. 家計が抱える学生ローンは住宅ローンに次ぐ規模に拡大

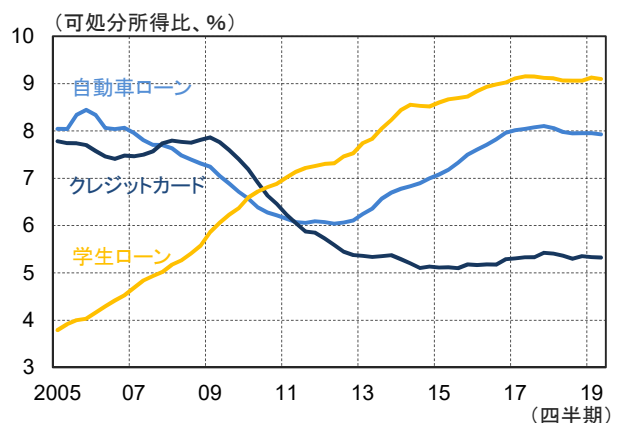
- 家計債務に目を転じると、米国ではリーマン前の水準を超えて増加しているものの、可処分所得比で見れば概ね横ばいとなっており、家計のバランスシートは過去に比べて健全な状態にある(図表4-1)。この背景には、雇用・所得の改善により、可処分所得の増加が続いていることに加え、住宅ローンの借入基準厳格化などを背景に、7割弱を占める住宅ローンの増加が緩やかにとどまっていることがある。
- 一方、住宅ローン以外では、学生ローンが継続的に増加しており、残高は足元で1.5兆ドル程度にまで膨らんでいる。可処分所得比では、9%程度まで上昇しており、自動車(8%程度)やクレジットカード(5%程度)を上回る(図表4-2)。
- 学生ローンが増加した背景には、大学進学率の上昇や、学費の高騰がある(図表4-3)。学費の高騰については、寄付金や政府補助の減少、大学関係者の報酬の増加、大学における維持管理費の上昇など、様々な要因が指摘される。特に私立大学の学費は、他国を大きく上回る水準となっており、一部の営利法人の大学では、テレビCMなどで大々的に広告を行い、強気な価格設定を行っている(図表4-4)。
- また、米国では政府が低利かつ柔軟な返済プランの学生ローンを提供しており、学生ローンの9割程度が政府からの借入れとなっている。例えば、政府の所得連動型返済プランを活用すれば、最大20~25年の返済期間において、所得の一定割合を上限とした支払いが可能となるほか、返済期間終了後に残っている債務は免除される仕組みとなっている。このように、政府から好条件で借入れができることも、学生ローンの増加の一因となっている。

図表4-1 家計債務残高



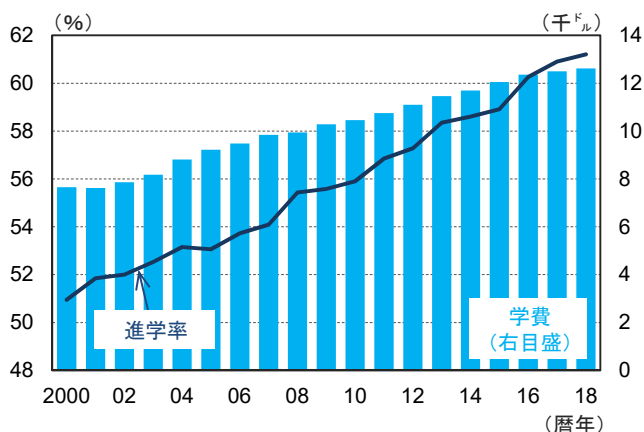
(備考)米商務省、NY連銀により日本政策投資銀行作成

図表4-2 消費者ローン残高の内訳



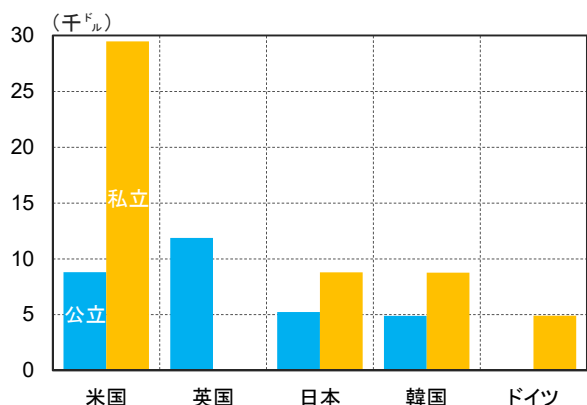
(備考) 1.米商務省、NY連銀により日本政策投資銀行作成  
2.後方3期移動平均

図表4-3 大学進学率と大学の学費



(備考)米商務省、National Center for Education Statistics

図表4-4 大学の学費(年間)の国際比較



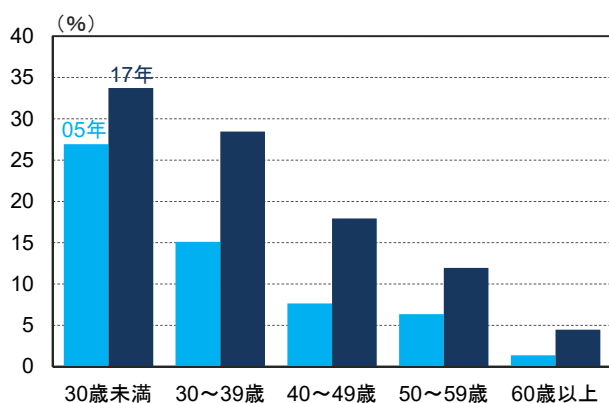
(備考) 1.OECD 2.PPP(購買力平価)によるドル換算(18年)  
3.英国の私立大学についてはデータが存在しない



## 5. 学生ローンの増加が金融システムに及ぼす影響は限定的

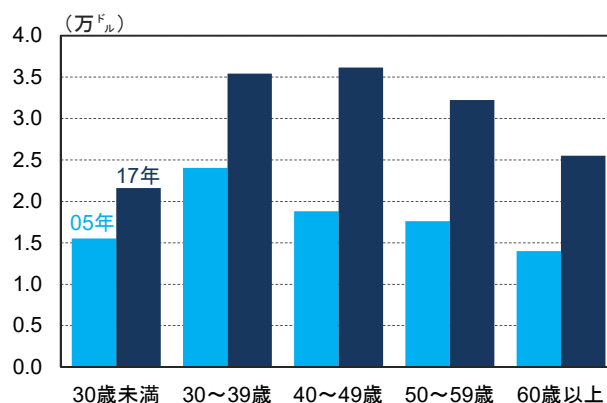
- 文部科学省の統計によれば、日本で貸与型の奨学金を日本学生支援機構から受給している大学生等は4割未満だが、米国ではこの比率が8割程度となっている。米国で各年齢層の学生ローン保有比率をみると、05年から17年にかけて全ての年齢層で上昇しているが、最も高いのは30歳未満であり、同世代の30%以上が学生ローンを保有している(図表5-1)。ただし、保有比率の上昇幅は、30～49歳でより大きくなっている。借り手一人当たりの残高をみても、全ての年齢層で増加しているものの、30歳以上の増加が目立つ(図表5-2)。
- この要因として、学生ローンを負担できない子供の債務を親が肩代わりしていることが指摘されているほか、学生時代に抱えたローンの返済が滞っている可能性が考えられる。学生ローンの延滞率をみると、近年は高止まりしているものの、新規延滞への移行率は低下基調にある(図表5-3)。この背景には、雇用環境の改善に加え、前述の政府による所得連動型返済プランの活用が進み、返済期間の延長や返済負担の軽減が可能になったことがあると考えられる。学生ローンの9割程度が政府からの借入れとなっていることも勘案すれば、学生ローンの不良債権化が大規模に進んだとしても、金融システムに及ぼす影響は限られるとの見方は多い。
- 他方で、学生ローンの増加は、個人消費や住宅購入の下押しにつながる可能性がある(図表5-4)。利払い負担の増加により、実質所得が減少するという直接的な影響に加え、クレジットスコアの低下により、住宅ローンや自動車ローンなど、他の消費者ローンへのアクセスが困難になることや、学生ローンを抱える者が返済を優先することで、消費や住宅購入が見送られるといった間接的な影響が考えられる。そこで、次頁では、学生ローンが①持ち家率と②個人消費に与えた影響について確認する。

図表5-1 学生ローンの保有比率



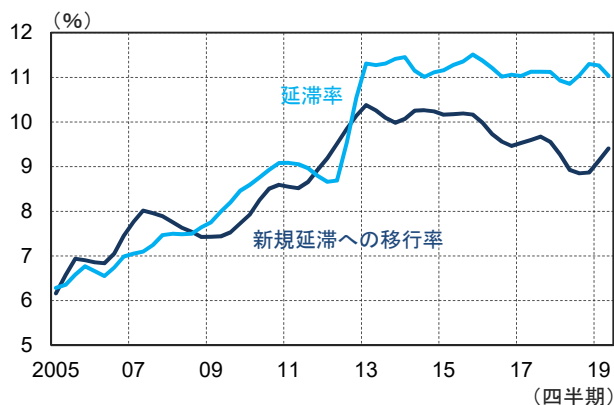
(備考) NY連銀

図表5-2 借り手一人当たりの学生ローン残高



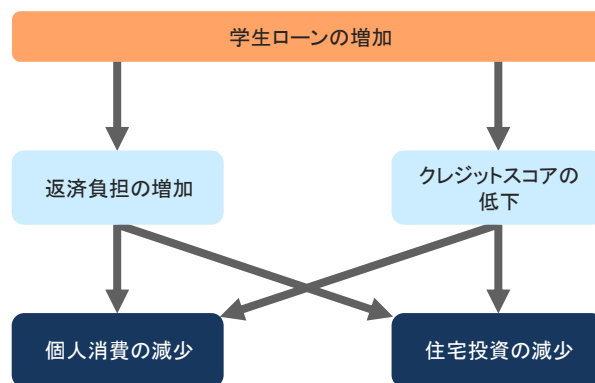
(備考) 1. NY連銀 2. 実質値

図表5-3 学生ローンの延滞状況(90日超)



(備考) 1. NY連銀 2. 後方3期移動平均

図表5-4 学生ローンの増加により想定される影響

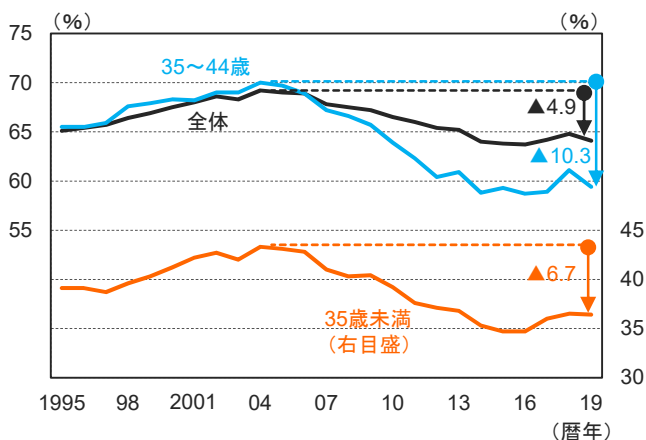


(備考) 日本政策投資銀行作成

## 6. 学生ローンの増加は個人消費を下押し

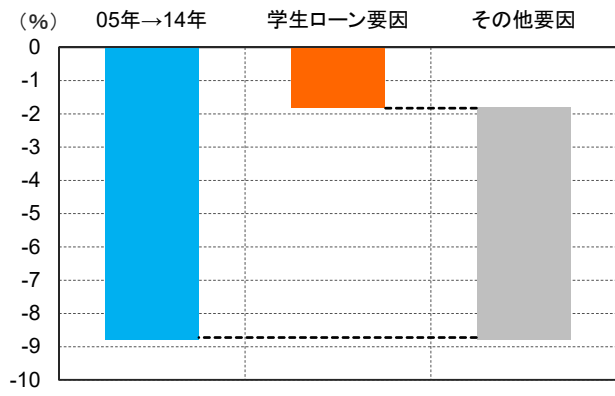
- ・持ち家率は、04年頃をピークとし、リーマン後は低下が続いている(図表6-1)。また、年齢別にみると、学生ローンをより多く抱える若い世代の低下幅が大きくなっている。持ち家率低下の背景としては、建設コストの増加による住宅価格の上昇に対し、雇用・所得の改善が追いついていないことなどが指摘されるが、学生ローンの増加も、若い世代の持ち家率の低下の一因となった可能性が考えられる。
- ・このことについて検証したMezza et al. (2019)によれば、学生ローンの増加は、24～32歳の若者の持ち家率に有意なマイナスの影響を与えた。ただし、05年から14年にかけての持ち家率の低下のうち、学生ローン要因は2割弱にすぎず、これが持ち家率低下の主因であるとはいえない(図表6-2)。
- ・次に、学生ローンが消費に与える影響について、消費関数の推計により確認する(図表6-3)。ここでは、個人消費の変化率を説明する変数として、家計の可処分所得(変化率)と、資産効果を示す純資産(前期差の可処分所得比)に加え、Pistaferri (2016)の手法に倣い、レバレッジ比率(家計債務残高/可処分所得)を含めている。これは、(資産効果に含まれる)債務残高の変化だけでなく、債務の水準自体が消費に影響を与える、すなわち高水準の債務は、クレジットスコアの低下や返済負担の増加により、個人消費の下押しになるとする「過剰債務」の考え方にに基づいている(Dynan (2012))。なお、家計は前期の債務残高に基づいて今期の消費額を決めるとの仮定から、1期前のレバレッジ比率を説明変数としている。
- ・推計結果によれば、実質可処分所得や実質純資産(可処分所得比)と個人消費の間には、有意な正の関係がある。また、レバレッジ比率と個人消費の間には、有意な負の関係がある。このことから、学生ローンの増加は、①ローンの利払い負担の増加による実質可処分所得の減少、②負債の増加による実質純資産の減少、③レバレッジ比率の上昇のいずれのルートからも、個人消費の減少に結びついていると考えられる。

図表6-1 持ち家率



(備考) 1. 米商務省 2. 18年までは第4四半期、19年は第2四半期の値  
3. 矢印は05年から19年にかけての低下幅

図表6-2 学生ローンによる持ち家率への影響



(備考) 1. Mezza et al. (2019) 2. 分析対象は24～32歳

図表6-3 消費関数

| 変数      | 係数                  |
|---------|---------------------|
| 定数項     | 0.0080 (4.23) ***   |
| 実質可処分所得 | 0.2707 (4.26) ***   |
| 実質純資産   | 0.0116 (2.74) ***   |
| レバレッジ   | -0.0046 (-2.94) *** |

修正R<sup>2</sup>=0.22

(備考) 1. 以下の式による推計

(推計期間: 1970年第1四半期～2019年第2四半期)

$$\Delta \ln(c_t) = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln(y_t) + \beta_2 \frac{\Delta w_t}{y_t} + \beta_3 L_{t-1} + \varepsilon_t$$

$c_t$ :  $t$ 期の一人当たり実質個人消費

$y_t$ :  $t$ 期の一人当たり実質可処分所得

$w_t$ :  $t$ 期の一人当たり実質家計純資産

$L_t$ :  $t$ 期のレバレッジ比率(家計債務残高/可処分所得)

2. ( )内はt値。\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意

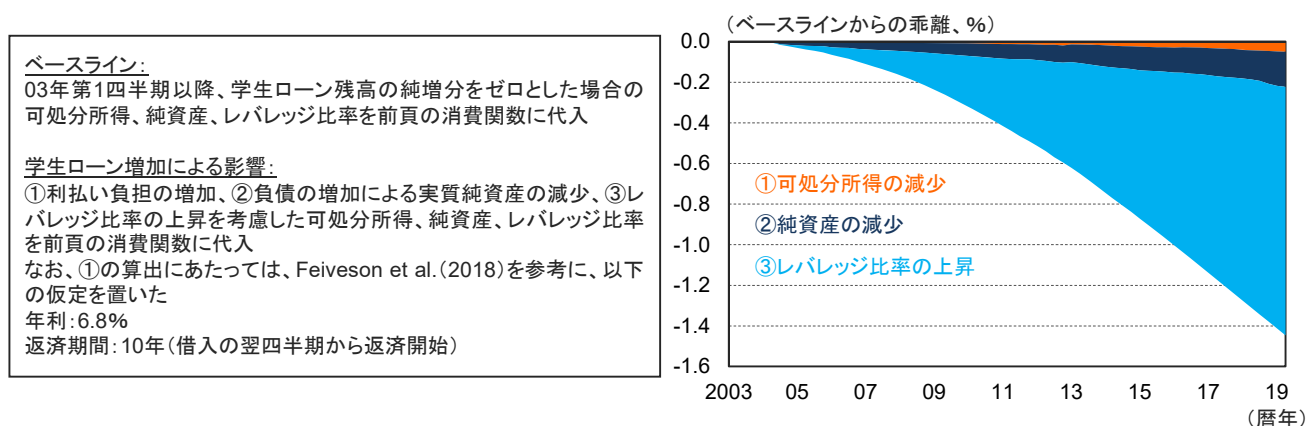
3. データの出所はFRB、米商務省



## 7. 学生ローン増加による経済全体への影響は限定的だが、社会問題として対策が求められる

- 前頁に挙げた①～③の影響について、一定の仮定に基づき試算を行った(図表7)。ここでは、学生ローン残高が03年以降一定だったと仮定したケース(ベースライン)と、学生ローン残高が実績通りに増加したケースについて、それぞれ可処分所得、純資産、レバレッジ比率を算出し、前頁で推計した消費関数に代入することで、各時点の個人消費を比較した。その結果、学生ローンの増加は、個人消費の下押しとなっているものの、下押し幅は直近の19年第2四半期時点でも1.5%程度となっており、経済全体への影響は必ずしも大きくないことが分かった。なお、下押し要因の内訳をみると、③のレバレッジ比率の上昇による影響が相対的に大きくなっている。学生ローンの特徴として、住宅ローンのように購入した資産(住宅)が直接的に計上されず、学費を支払った分、純資産が減少することがあるが、その影響(②)は限定的となっている。
- もっとも、低所得層を中心に、多額の学生ローンを抱える一部の家計は困窮しており、20年11月の大統領選を巡っては、一部民主党候補が提案した学生ローンの全額返済免除措置が争点となるなど、学生ローンの積み上がりは社会問題となっている。教育による中長期的なリターン(将来所得の増加)がコストを上回る限り、学生ローンの活用は歓迎されるべきであるが、近年普及している営利大学のプログラムは、高価でありながらも高収入に結びつきづらく、学生がリターンに見合わないコストを支払っているとの指摘も多い。米国では、NPOなどが学生の大学選びや学生ローンの返済プランの選択にかかる啓蒙、支援を行っているが、こうした取り組みを通じて、学生ローンによるマイナスの影響が低減されることが期待される。

図表7 学生ローンが個人消費に与える影響



(備考) 1.FRB、米商務省 2.単純化のため、一人当たり学生ローン残高が減少した期については、利払い負担の増分はゼロとした  
3.定義上、利払いは可処分所得の控除項目ではなく消費支出の一部に含まれるが、ここでは利払い負担の増加が可処分所得の減少につながると仮定した

## 参考文献

- Aldasoro, I., Borio, C. and Drehmann, M. (2018), "Early Warning Indicators of Banking Crises: Expanding the Family," BIS Quarterly Review.
- Dynan, K. (2012), "Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?," Brookings Papers on Economic Activity.
- Feiveson, L., Mezza, A. and Sommer, K. (2018), "Student Loan Debt and Aggregate Consumption Growth," FEDS Notes.
- Mezza, A., Ringo, D. and Sommer, K. (2019), "Can Student Loan Debt Explain Low Homeownership Rates for Young Adults?," FRB Consumer & Community Context.
- Pistaferri, L. (2016), "Why Has Consumption Remained Moderate after the Great Recession?," Mimeo.



## マクロ経済アップデート

### 日本経済

消費増税後の回復、米中合意後の海外持ち直しに期待

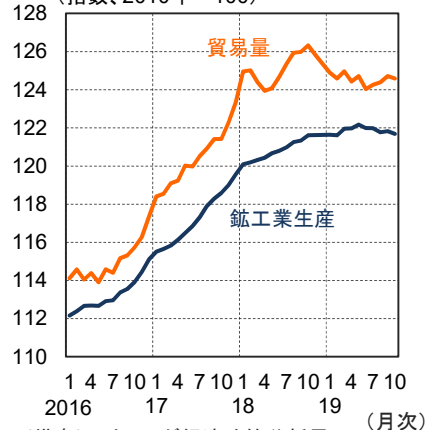
日本経済は、2019年10～12月期に消費増税によってマイナス成長となるものの、20年1～3月期からは再び拡大するものと予想されている。また、18年以来、海外経済の減速や不確実性の高まりが日本経済の重荷となってきたが、米国と中国が1/15に第1段階の署名に至り、30日後の2月中旬には米国が対中関税を一部引き下げる見通しとなった。抜本解決は遠いにしても、米中関係の悪化懸念も弱まり、海外経済には徐々に明るい動きが出てくると期待できよう。

関税など貿易制限により世界経済の効率が悪化

19年の世界経済は、貿易が18年秋をピークに減少し、これを受けて鉱工業生産も19年半ばには弱含みに転じた。サービス産業を含めた世界経済全体は減速したとはいえ、拡大が続いており、財の貿易・生産が短期間に減少に転じた原因は、大幅な在庫・投資循環やサービス化などの構造的な原因でなく、やはり関税などの貿易制限にあると考えられる。企業や家計が関税のかかった輸入財もしくは割高な国産品の選択を強いられれば、実質でみた所得(=GDP)が損なわれ、生産性が低下する。関税縮小は、こうした非効率性や投資を阻害する不透明感を改善する効果がある。

世界の貿易と鉱工業生産

(指数、2010年=100)



(備考) 1.オランダ経済政策分析局

2.3ヵ月移動平均

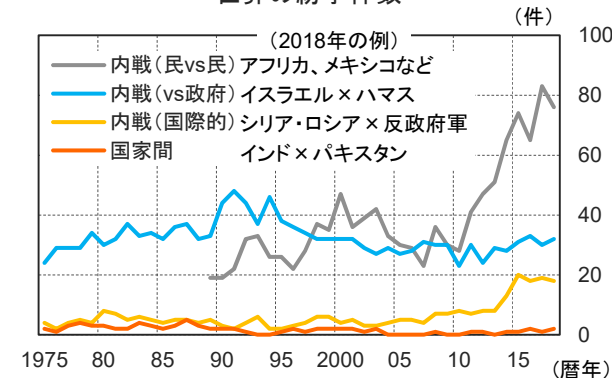
米国・イランの緊張化で不透明感が高まる

期待をもって明けた2020年だったが、米国とイランの関係緊張化で再び不透明感が高まった。世界の紛争件数は、リーマン危機後頃から増加した。アフリカなどでは、政府統治の弱体化に伴う人種・宗教間の紛争が増加しているだけでなく、IS掃討やシリア内戦など、外国が関わる内戦も増加している。米中摩擦も米国・イランの対立も、米国が従来のを一方向的に放棄し、新たな要求・合意(deal)を求めたものであった。地域紛争は、大国の関与でも必ずしも長期的な安定には至らず、むしろ大国の思惑で火勢が強まるケースは珍しくない。

一旦緊張は緩んだが武力衝突リスクが意識される

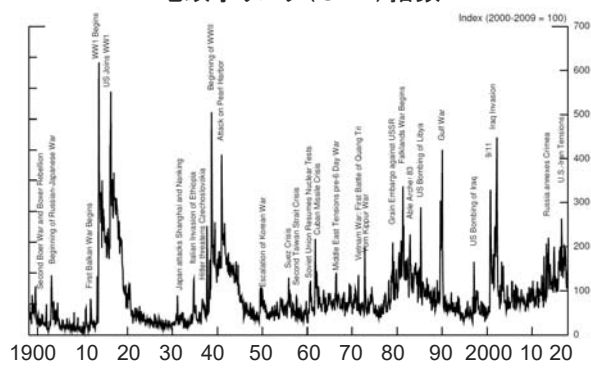
地政学リスクの認識を示す指数によれば、第2次大戦後には、湾岸戦争、イラク戦争が大きな不安要因となったが、それでも、国家間の戦争に至った例は限られた。米国とイランの緊張は一旦緩み、両国ともに交戦を望まないとみられている。また、米国のシェール増産で原油価格は高騰しにくい構造にある。それでも、仮に両国が武力衝突に至れば、経済活動は萎縮し、相応のインパクトが生じるリスクが意識されている。

世界の紛争件数



(備考) ウプサラ紛争データベース(UCDP), Eck & Hultman (2007) ほか

地政学リスク(GPR)指数



(備考) Caldara and Iacoviello (2019) The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty, FRB

日本の一人当たりGDPは  
世界20位

為替変動の影響を除いても  
2000年にかけて順位低下

所得伸び悩みの一因に  
労働力・人口比率の低下

韓国、北欧でも時短は進む  
日本は生産性向上が必要

内閣府の国民経済計算年報には、所得水準である一人当たりGDPの国際比較が掲載される。昨年末に公表された18暦年データでは、前年に続き20位となり、続くイタリアや韓国とともに、近年の定位置となっている。また、10年前からの変化率も、韓国や米国の所得が大きく増加する一方、日本は横ばい、欧州ではマイナスと冴えない。

この差が生じた一因には、米国が金融正常化を進めた一方、緩和を継続した欧州や日本の通貨が減価したことがある。為替変動は、日本の順位変動にも影響を及ぼしている。1985年のプラザ合意以降の円高によって日本の所得のドル換算額は拡大し、一時はルクセンブルクに次ぐ2位に上昇し、同じく円高が進んだ2011年も11位とやや盛り返した。ただし、短期的な変動の影響を受けない購買力平価（PPP）ベースでみると、最高位は6位にとどまり、また2000年にかけて順位を下げて現在に至った動きが鮮明となる。

日本の所得伸び悩みの一因には、少子高齢化により労働力人口・総人口比率が低下したことがある。国民一人を支える労働者数が減少すれば、所得水準は低下せざるを得ない。この比率は、12年を底に上昇しているが、この背景にある女性、高齢者の労働参加に伴い、パート比率が上昇し、一人当たり労働時間が減少した。労働時間の変化を加味すると、週休二日制の普及もあって90年頃から比率の低下はより大きくなり、12年以降も横ばいとなっている。

ただし、労働時間が減少したのは、日本ばかりではない。韓国では、日本より2割程度長い労働時間を、日本以上に減らしながら、所得水準は日本との差を詰めている。また、フィンランドが週休3日を検討との報道は正しくなかったようだが、北欧では、所得ランクが高く、労働時間が短い中でも時短をさらに進める国は少なくない。安全や質の高い食事など、日本には非金銭的な豊かさがあるとの主張も一理あるが、長寿化に伴う労働参加の高まりが「貧乏暇なし」を意味するようでは困る。老いても「悠々自適」に働く選択肢がある社会を望むのであれば、R&DやIT投資とともに、現状に安住せず、財や労働市場の競争環境を整えるなど、生産性を高める方策に取り組むことが必要であろう。

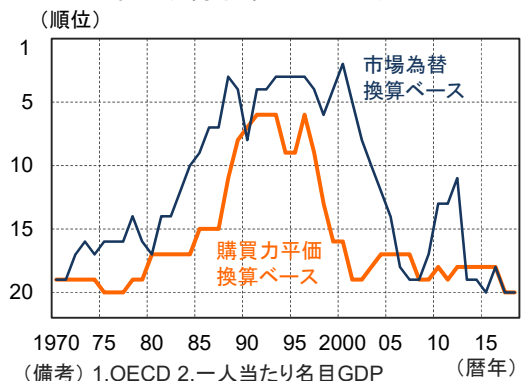
OECDの所得水準ランキング（ドル）

|           | 2018年   |    | 2008年   | 変化率  |
|-----------|---------|----|---------|------|
| 1 ルクセンブルク | 116,433 | 1  | 114,164 | 2%   |
| 2 スイス     | 82,818  | 3  | 72,182  | 15%  |
| 3 ノルウェー   | 81,702  | 2  | 96,948  | ▲16% |
| 6 米国      | 62,853  | 12 | 48,311  | 30%  |
| 13 ドイツ    | 47,616  | 16 | 46,186  | 3%   |
| 16 英国     | 42,978  | 14 | 47,277  | ▲9%  |
| 19 フランス   | 41,287  | 17 | 45,346  | ▲9%  |
| 20 日本     | 39,182  | 19 | 39,342  | 0%   |
| 21 イタリア   | 34,489  | 18 | 40,494  | ▲15% |
| 22 韓国     | 31,351  | 27 | 20,431  | 53%  |
| OECD平均    | 40,586  |    | 37,199  | 9%   |

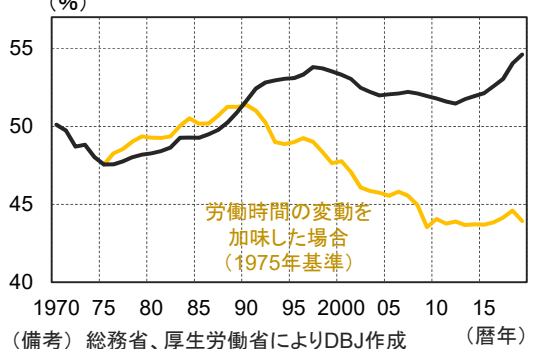
（備考）1.内閣府、OECD

2.一人当たり名目GDP（市場為替換算ベース）

日本の所得水準のOECDランキング



労働力人口・総人口比率



〔経済調査室長 宮永 径〕

## マクロ経済アップデート

### 米国経済

景気は消費中心に  
拡大基調が続く

米国経済は、米中貿易摩擦の影響もあって輸出や設備投資の弱い動きが続いており、成長ペースが緩やかになっているものの、良好な雇用などを背景に小売売上高は堅調であり、消費を中心として拡大基調が続いている。

イランとの緊張が高まる

1/31に、米国人殺害計画への自衛措置として、米軍がイラン革命防衛隊のソレイマニ司令官を殺害した。これに対しイラン政府は1/7にイラク米軍基地を攻撃して報復、米イラン間の緊張が高まり、戦争突入の可能性も懸念された。

戦争は経済を下押し  
ただしその影響は限定的

過去の戦争時の経済への影響をみると、湾岸戦争時には、90年のイラク侵攻を契機に、株価が下落するとともに原油価格が上昇。消費者や企業マインドの低下、家計の所得環境や企業の収益環境の悪化が個人消費や設備投資などの減少を通じてGDPを下押しした。S&L破綻などの金融環境の悪化も背景にある中で、景気後退の引き金の一つとなったと指摘されている。ただし、戦争開始後は短期終結への期待によりマインド指標や原油価格、株価も改善したため、経済への影響は一時的、かつ限定的となった。また、イラク戦争時は、株価の下落幅や原油価格の上昇幅が湾岸戦争に比べて小さかったほか、当時はITバブル崩壊からの回復過程にあり、プラス成長を維持した。いずれも、金融システムに問題が及んだリーマンショックと比較すれば、戦争がもたらした経済的インパクトは小さかった。

過去のリスク時における米経済・金融の変化

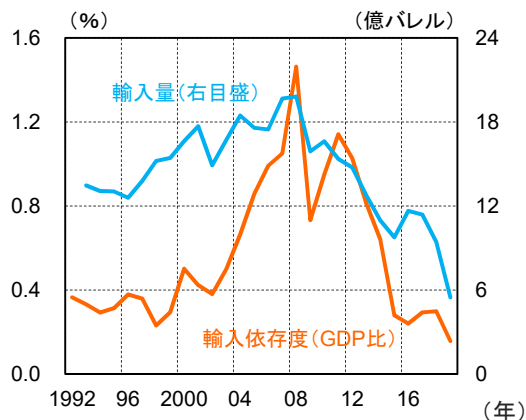
|                | 時期・期間                                      | GDP       | 株価   | 原油価格             | 長期金利           |
|----------------|--------------------------------------------|-----------|------|------------------|----------------|
| 湾岸戦争           | 1990年8月：イラクの侵攻<br>91年1月17日：開戦<br>3月6日：終結   | 90Q3～91Q1 | ▲20% | 16.5→<br>40.4ドル  | 9.02→<br>8.25% |
|                |                                            | ▲1.4%     |      |                  |                |
| イラク戦争          | 2002年11月8日：国連決議<br>03年3月19日：開戦<br>5月1日：略終結 | 02Q4～03Q2 | ▲14% | 25.2→<br>37.8ドル  | 4.26→<br>3.33% |
|                |                                            | +1.4%     |      |                  |                |
| (参考)<br>リーマン危機 | 2008年9月15日<br>景気は09年夏に底入れ                  | 08Q2～09Q2 | ▲52% | 145.3→<br>34.0ドル | 4.27→<br>2.20% |
|                |                                            | ▲3.9%     |      |                  |                |

(備考) 1. DBJ作成 2. 株・原油・金利は影響が及んだ時期の変化 3. 株価はS&P500、原油価格はWTI

中東依存度は低下  
経済への影響は縮小

今回、トランプ大統領が武力行使を回避する方針を示しており、大規模な戦争へ突入する懸念は和らいでいるが、たとえ、今後戦争に至ったとしても、現状では、経済への影響はさらに小さくなっている。米国のシェールオイルの生産増により、中東からの原油の輸入量やGDPに対する依存度は低下し、データ取得可能な92年以降の最低水準となっており、中東情勢の緊迫化に伴う原油価格の上昇圧力は縮小している。昨年9月にサウジアラビアの石油施設が攻撃された時も、原油価格の上昇は限定的であった。また、湾岸戦争時のような、金融システム不安などの問題はみられず、ファンダメンタルズは良好であり、戦争により景気後退に至る可能性は低いとみられる。ただし、小規模な軍事衝突や、サイバー、テロ攻撃などの可能性は指摘されており、不確実性が継続すれば、限定的とはいえ、経済を下押しする点には留意が必要である。

中東からの原油輸入と依存度



(備考) 1. 米商務省、EIA

2. 19年の輸入量は1～10月の前年比を用いて計算。  
GDPは7～9月期までの平均を使用

【経済調査室エコノミスト 渡会 浩紀】



## 欧州経済

明るい2020年を期待させる  
二つの動き

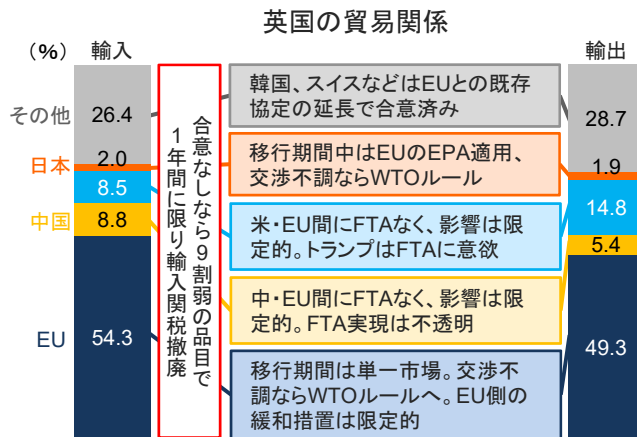
EU28カ国の景気回復は緩やかになっている。欧州委員会は、19年の経済成長率は1.4%と、18年の2.0%から減速したと見込む。ただし、19年末の英総選挙での保守党勝利と米中部分合意は、20年がより明るい年となることを期待させる動きとなった。

停滞感を打破する姿勢を  
明示して勝利した保守党

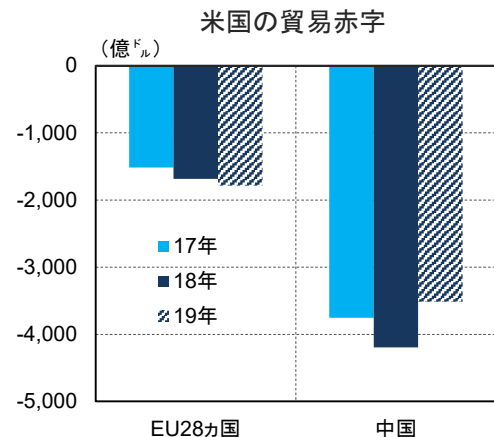
国民投票から3年以上が経過した英国は、既にBrexit論争に疲弊していた。12月の総選挙では、EU離脱について明確な方針を打ち出せなかった労働党は支持を集められず、停滞感を打破する姿勢を明示したジョンソン首相が圧勝した。20年は、Brexitを巡る不確実性がやや和らぐことによる持ち直しが期待される。

EUとの通商交渉が不調なら  
英国の輸出に打撃

ただし、現在20年末を期限とする移行期間における通商交渉は、難航必至である。英国は、EUとの間で無関税を維持しつつ、EUよりも企業に有利な規制を設けることを目指すが、EUとしてはこのような「いいとこ取り」は認めがたい。20年6月末が移行期間延長の期限だが、ジョンソン首相は延長しない方針を示す。移行期間中に新たな通商協定に合意できなければ、事実上の合意なき離脱となるが、この場合、最大の貿易相手国であるEUへの輸出が打撃を受ける。なお、従来からFTAがない米中とは混乱は予想されないが、日本については19年2月に発効した日・EU間EPAが適用除外となる。



(備考) 1.ONSによりDBJ作成 2.貿易比率は18年



(備考) 1.米商務省  
2.19年は11月までのデータにより試算

EUでは米国との貿易摩擦  
への懸念も残る

次に、米中の部分合意は、外需の持ち直しにつながるプラス材料だが、対中交渉での成功体験をもとに、米国が欧州に矛先を向ける可能性を念頭に置く必要がある。対中赤字は、追加関税発動前の駆け込みがあった18年は拡大したものの、19年には関税引き上げ後の輸入の減少により、縮小している。他方で、対EU赤字は、その規模こそ対中赤字の半分程度であるものの、拡大が続いており、米国は対EUの貿易赤字に不満を抱いている。

報復の応酬に発展すれば  
EUの対米輸出に打撃

現状の主な論点は次の通りである。(1) 米国はEUからの自動車輸入に追加関税を課す可能性を排除していない。(2) EUによるエアバスへの補助金を不当とし、報復関税(10/18～、航空機、酒、化粧品など75億ドル)を既に発動しており、追加関税も検討している。(3) フランスが19年7月に施行したデジタル課税がGAFAなどの米企業に過度な負担を強いるとし、対仏で24億ドル相当の報復関税を検討している。米国が公表済みの対EU関税の対象範囲は一部にとどまるものの、中国との間にみられたような報復の応酬に発展する可能性も否定できない。EU主要国の米国への輸出依存度は高く、対米輸出の下押しによる経済への影響は大きい。

[経済調査室エコノミスト 久保 達郎]

## マクロ経済アップデート

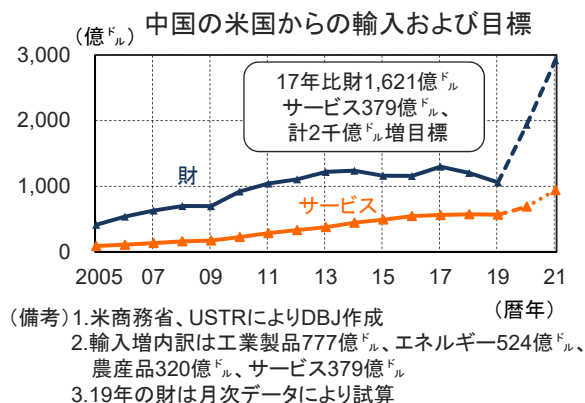
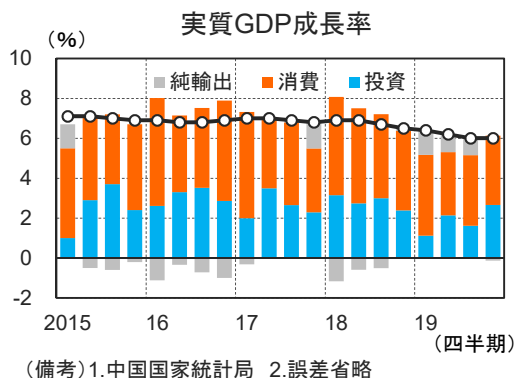
### 中国経済

#### 成長ペースが鈍化

2019年10～12月期実質GDPは前年比6.0%増と前期から横ばいとなったものの、デレバレッジ政策などで成長ペースが鈍化しており、今後も鈍化基調が続くとみられる。

#### 第1段階合意の目標達成のハードルは高い

米中は1/15に米中貿易協議の第1段階合意に署名。不透明感の後退で、市場や企業のマインドに改善がみられるものの、合意には、中国が米国からの輸入を17年比2年間でほぼ倍増することを目指し、2千億ドル拡大する内容が含まれており、中国にとって目標達成は容易ではない。また、今後の交渉を見据え、米国の制裁関税引き下げは一部にとどまっており、第2段階の米中協議の先行きは難航が予想される。

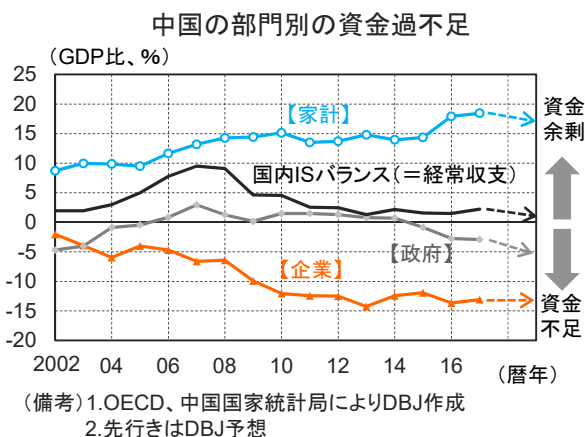


#### 中長期的には、消費増加で貿易黒字縮小へ

そもそも、巨額の貿易黒字の背景には、中国の資金余剰がある。資金余剰は、所得(=生産)に対して、内需が不足する状態であり、その分は、外需(輸出-輸入)が補う形となっている。部門別にみると、積極的な設備投資を続ける企業や、景気対策を行う政府は資金不足が続くものの、家計は大規模な資金余剰となっている。ただし、中長期的には、少子高齢化の進行で消費のみを行う引退世代が増加するほか、豊かさを求める現役世代の消費拡大により、家計部門の資金余剰は縮小する。社会保障支出増などによる政府部門の資金不足の拡大もあり、国内の余剰資金が縮小し、貿易黒字が縮小すると考えられる。

#### 短期的に米国以外からの輸入が抑制される可能性

しかし、米中合意により中国は早期の輸入拡大を迫られることとなった。中国の財輸入はこの2年間に約2,300億ドル増加したが、米国からの輸入は300億ドル余り減少しており、目標達成にはこれを1,900億ドル以上増加させる必要がある。政府は、関税引き下げなどによる輸入需要の喚起、国有企業によるエネルギーや航空機、農産物の購入に加え、民間企業にも米国製品の購入拡大を促すとみられる。この時、輸入増による国内生産への影響を回避するならば、ほか地域からの輸入を減らさざるを得ない。EUの旅客機やブラジル的大豆、中東の原油などの輸入がしわ寄せを受ける可能性がある。



17～19年の中国財輸入の増減(億ドル)

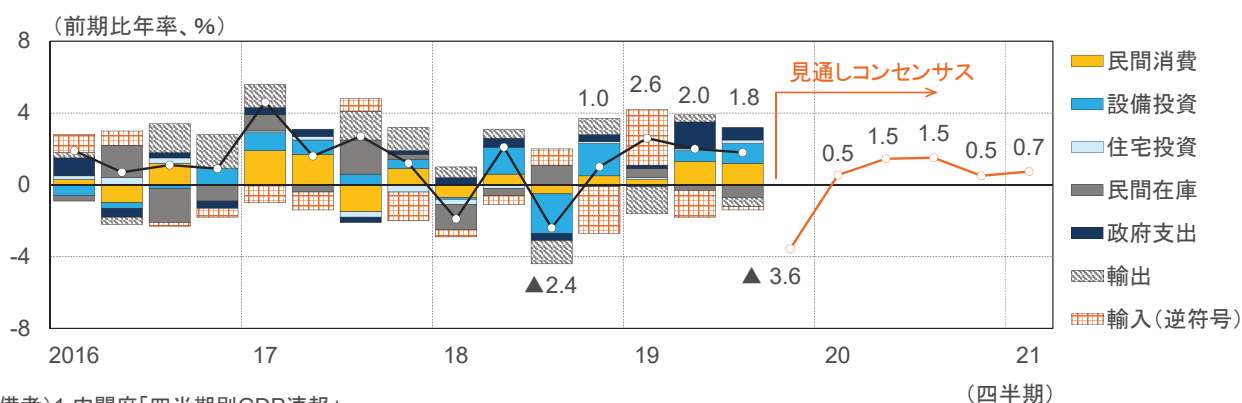
|       | 2年間の増減 | 主な輸入品目       |
|-------|--------|--------------|
| ASEAN | 455    | 一次産品、電気機械    |
| EU    | 312    | 電気機械、自動車、航空機 |
| ブラジル  | 209    | 大豆、鉄鉱石       |
| 日・韓・台 | 193    | 電子通信機器、電気機械  |
| その他   | 1,489  | 石油などの一次産品    |
| 米国    | ▲328   | 一次産品、航空機     |
| 合計    | 2,331  | -            |

(備考) Wind、USTRIによりDBJ作成

## 回復の動きに足踏みがみられる

- 2019年7～9月期の実質GDP(12/9公表、2次速報)は前期比年率1.8%増となった。ただし、耐久財の個人消費などで、消費増税前の駆け込みがあったとみられ、こうした要因を除けば、内需に力強さはみられない。世界経済の減速などで輸出も弱含んでおり、景気回復の動きに足踏みがみられる。
- 先行きは、10～12月期は消費増税後の反動減が見込まれるものの、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、均してみれば緩やかな成長が続く見通し。ただし、世界経済の減速で、輸出の弱含みが長引いた場合、見通しから下振れる可能性がある。

実質GDP成長率



(備考) 1.内閣府「四半期別GDP速報」

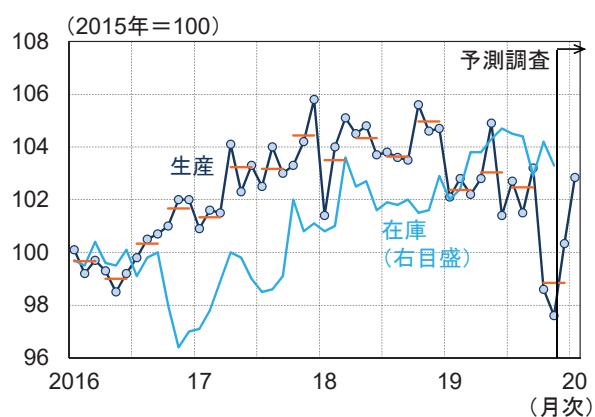
2. 政府支出＝公的資本形成＋政府消費＋公的在庫

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」

## 生産は消費増税や台風の影響もあり、減少している

- 11月鉱工業生産は前月比1.0%減となり、台風の影響が大きく、大幅減となった10月に続き、2ヵ月連続で減少した。自動車は持ち直したものの、部品調達への影響が続いた建設機械は10月に続いて落ち込んだ。ITサイクルに底打ちの兆しもみられ、電子部品・デバイスは緩やかに持ち直しているものの、外需の弱含みもあり生産は減少している。
- 予測調査では、先行きの生産は持ち直す計画となっている。ただし、外需が弱含むほか、消費増税後で内需も力強さを欠く中、緩やかな持ち直しにとどまる可能性がある。

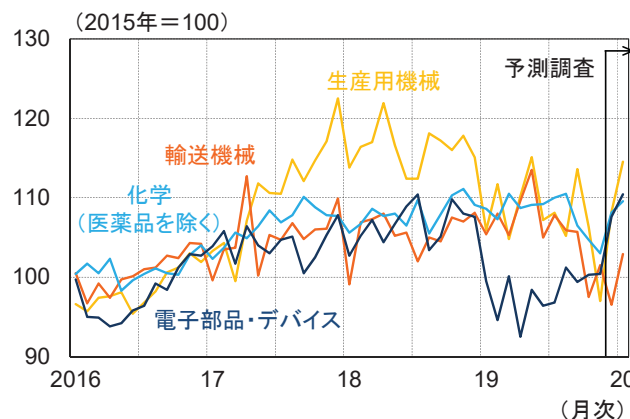
鉱工業生産(全体)



(備考) 1.経済産業省 2.季節調整値

3. 先行きは予測調査に基づく 4. 横線は3ヵ月平均

鉱工業生産(主要業種別)



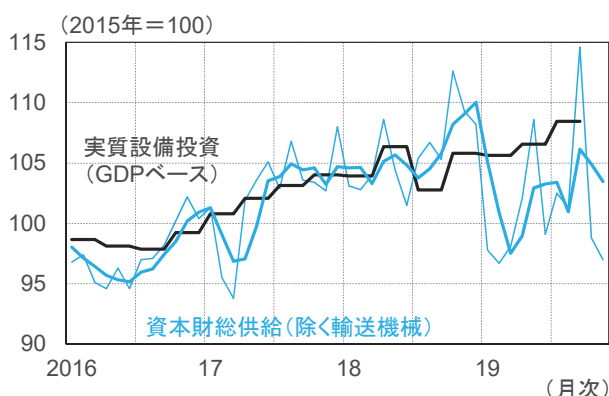
(備考) 1.経済産業省 2.季節調整値

3. 先行きは予測調査に基づく

## 設備投資は緩やかに増加している

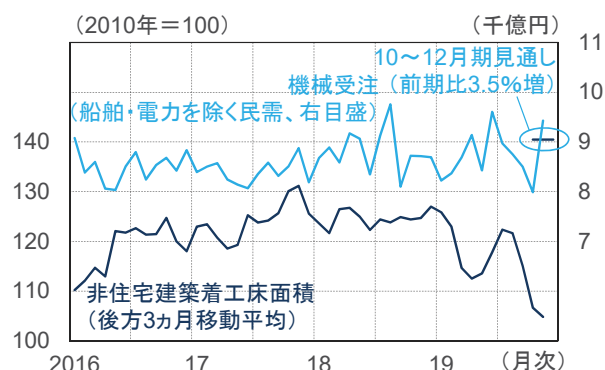
- 7～9月期の実質設備投資(GDPベース)は、前期比年率7.3%増となり、緩やかに増加している。機械投資の一致指標である資本財総供給(除く輸送機械)は、10月の消費増税を前に小規模事業者による駆け込み需要もあったとみられ、大きく増加したが、その後は反動減となっている。
- 先行指標をみると、11月機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比18.0%増。ただし、鉄道車両の大型案件による押し上げを除けば、製造業を中心に足踏みしている。建築着工は製造業用などで減少している。

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.資本財総供給の太線は後方3ヵ月移動平均

設備投資関連先行指標

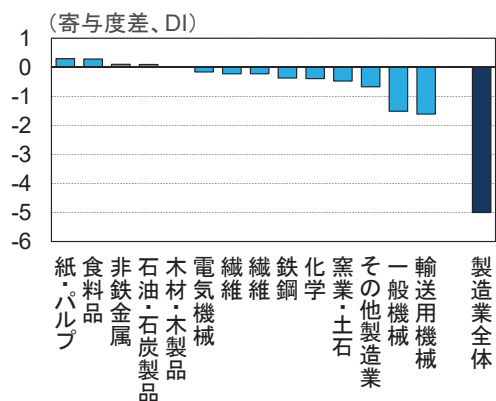


(備考) 1.内閣府、国土交通省  
2.季節調整値 (非住宅建築着工統計はDBJ試算)

## 大企業製造業の業況は悪化、輸送機械の出荷は減少

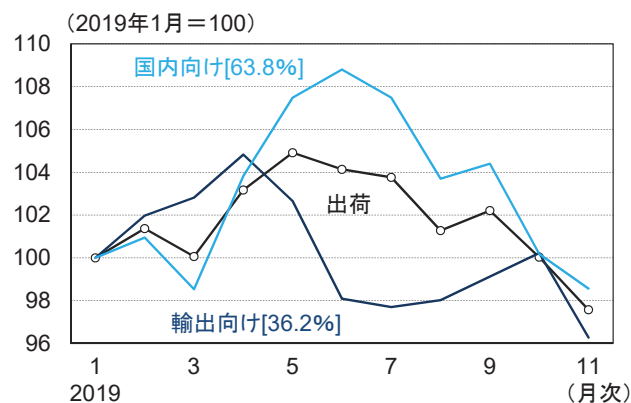
- 日銀短観12月調査によると、大企業製造業の業況判断は前期から5pt低下し、4期連続で悪化した。水準としても0ptとなり、13年3月調査のマイナス8pt以来の低水準。幅広い業種で悪化がみられ、特に輸送用機械や一般機械が押し下げた。
- 輸送機械の出荷は、19年5月以降減少基調にある。大宗を占める自動車についてみると、国内向けは、新車効果や増税前の駆け込み対応の一服により、夏頃から減少が続く。輸出向けは、一部モデルの生産拠点が北米に移管されたこともあり、5月以降は落ち込んでいる。

業種別の業況の変化(大企業製造業)



(備考) 1.日本銀行  
2.社数ウェイトにより算出した製造業における寄与度

輸送機械工業の出荷



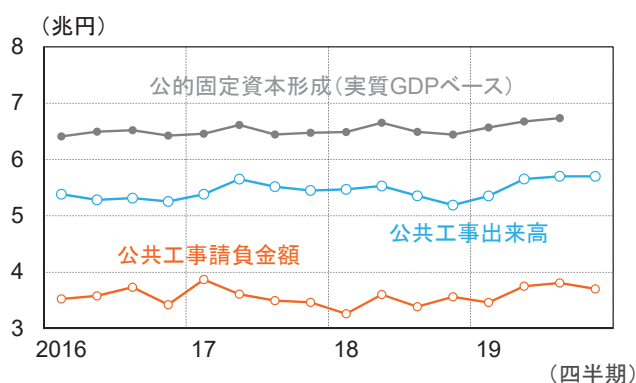
(備考) 1.経済産業省 2.3ヵ月移動平均(季節調整値)  
3.[ ]内は出荷に占めるウェイト(2015年平均)



## 公共投資は増加、住宅着工は減少している

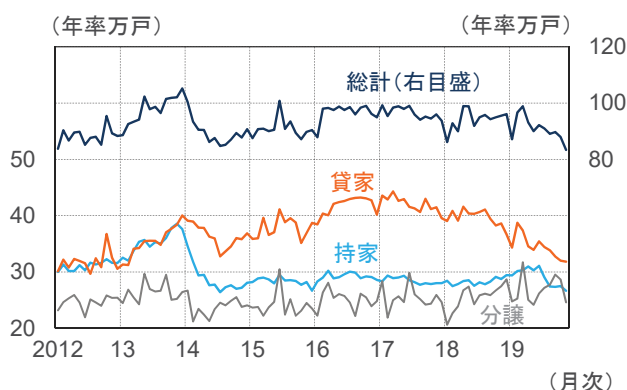
- 7～9月期の実質公共投資（GDPベース）は、前期比年率3.6%増と、3期連続で増加。先行指標の請負金額も増加基調にある。災害復旧などのインフラ緊急対策を含む、財政支出13.2兆円の経済対策（公共投資は約6兆円）が計上された19年度補正予算案と20年度本予算案が閣議決定されており、今後も増加が続く見込み。
- 7～9月期の実質住宅投資（GDPベース）は、前期比年率6.5%増。11月住宅着工は、前月比5.2%減と、減少している。17年から減少基調が続く貸家に加え、持家もこのところ減少基調にあり、振れの大きい分譲も、マンション・戸建ともに減少した。

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10～12月期の出来高は10～11月の数値を基に試算

住宅着工戸数

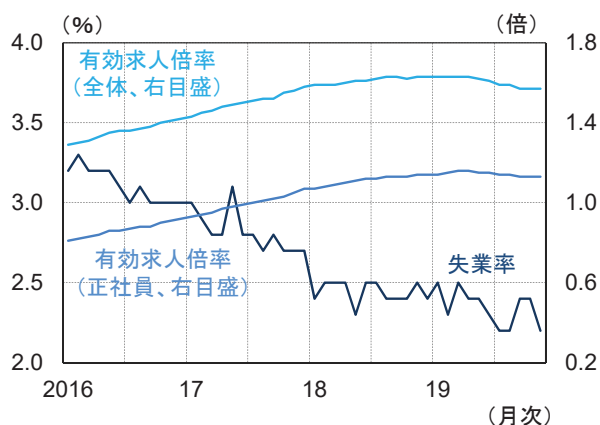


（備考）国土交通省

## 雇用は良好だが、有効求人倍率は緩やかに低下している

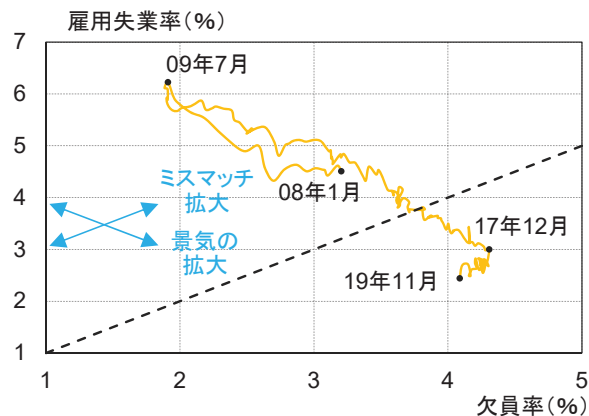
- 11月の完全失業率は、完全失業者が減少し2.2%に低下。11月の有効求人倍率は前月から横ばいの1.57倍と、引き続き高水準だが、4月の1.63倍をピークに緩やかに低下している。
- 失業率と企業の欠員率の関係を表すUV曲線を見ると、17年末以降、欠員率と失業率がともに低下傾向にある。少子化による構造的な人手不足などを背景とした採用条件の緩和などで、雇用のミスマッチは改善傾向にある。

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

UV曲線



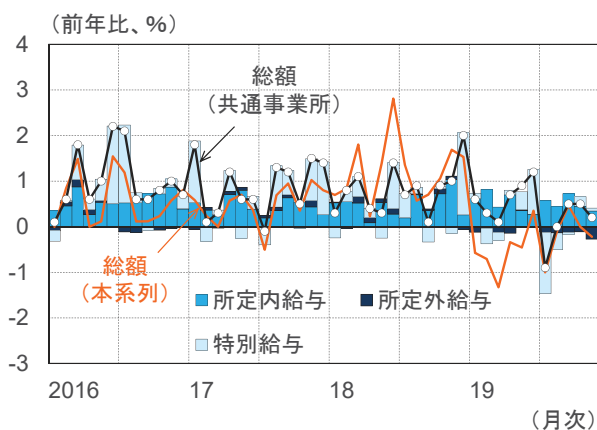
（備考）1.総務省、厚生労働省 2.季節調整値



## 所得は緩やかに増加

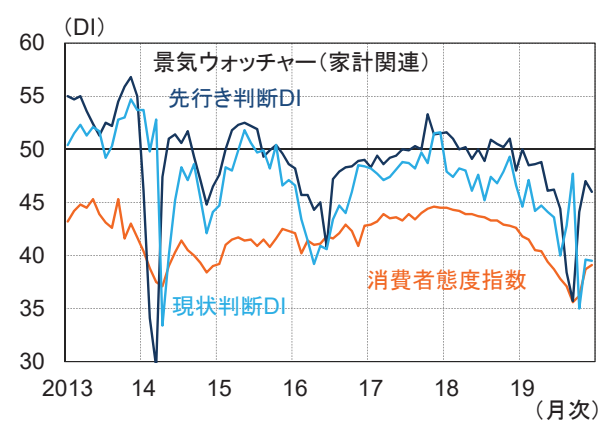
- 11月の一人当たり給与は、前年比0.2%減。サンプル替えの影響を除いた共通事業所集計でみると、所定内給与の増加で同0.2%増と、プラス基調が続いており、所得は緩やかに増加している。ただし、働き方改革や景気の弱含みによる残業時間の減少で、所定外給与は減少基調となっている。
- 12月の景気ウォッチャー調査は、10月の消費増税による落ち込みのあと、先行き判断の改善傾向が続く一方、増税による負担増や暖冬による冬物衣料の販売不振などで、現状判断は低水準となっている。半年後の見通しを示す消費者態度指数は、10月以降、上昇傾向にある。

一人当たり給与



(備考)厚生労働省

消費マインド指標

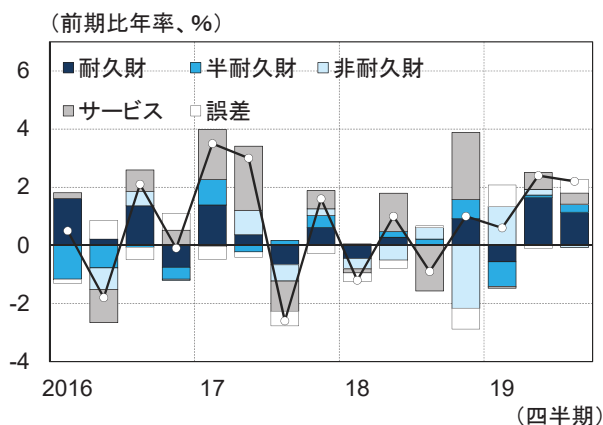


(備考) 1.内閣府 2.季節調整値  
3.消費者態度指数は今後半年の見通し

## 消費増税の影響もみられるが、緩やかな回復基調にある

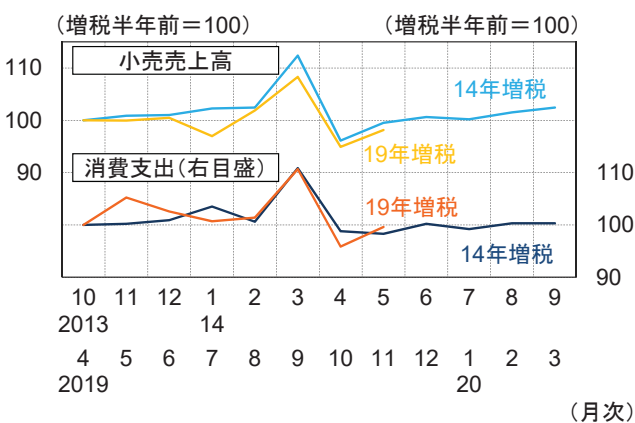
- 7～9月期の実質民間消費(GDPベース)は、前期比年率2.2%増。長梅雨や台風などの悪天候が下押ししたものの、消費増税前の駆け込み需要が押し上げた。消費は、増税の影響もみられるが、良好な雇用や所得の緩やかな増加を背景に、緩やかな回復基調にある。
- 11月の名目小売売上高(除く自動車)は前月比3.4%増となり、消費増税後の反動減や台風19号の影響で同12.4%減となった10月からの持ち直しは、今のところ限定的。ただし、消費マインド指標の改善などを踏まえると、消費の緩やかな回復基調は続いているとみられる。

実質民間消費



(備考)内閣府

消費増税前後の消費

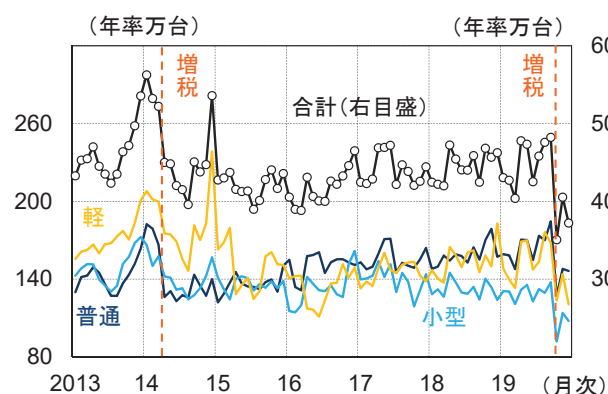


(備考) 1.経済産業省、総務省 2.名目値  
3.消費支出は住居などを除く 4.季節調整値

## 増税後の反動減がみられる

- 12月の新車販売は、前月比8.2%減。10月の消費増税や台風の影響で販売店来訪者が減少したことに加え、一部軽自動車での生産停止などもあり、新車販売は弱い動きとなっている。
- インターネットを利用した支出額（ネット通販）は、18年末に13年末の2倍以上に増加しており、拡大傾向にある。ネット通販でも食料を含む多くの品目で駆け込みがみられたものの、キャッシュレス決済比率が高いネット通販では、政府のポイント還元策が下支えとなり、10月の反動減は相対的に小さく、11月は持ち直しの動きがみられる。

乗用車販売台数



（備考）1.日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会  
2.季節調整値（DBJ試算）

一世帯当たりの名目支出額

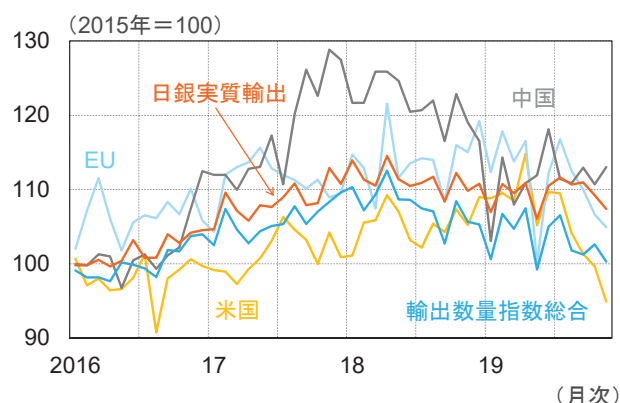


（備考）1.総務省 2.二人以上の世帯（利用のない世帯も含む）  
3.支出計は、ネット通販と実店舗の合計（主要44品目）  
4.季節調整値（DBJ試算）

## 輸出は弱含んでいる

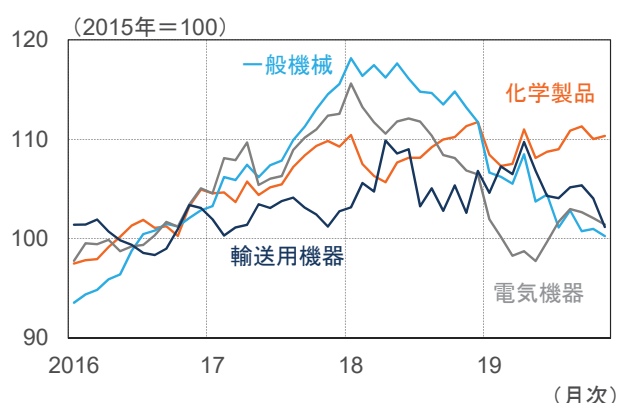
- 7～9月期の実質輸出（GDPベース）は、前期比年率2.5%減。アジア向けの電気機器が持ち直すなど、財輸出はやや改善したものの、訪日客減少などによるサービス輸出の減少が大きく下押しした。
- 11月の輸出数量指数は、前月比2.3%減。日銀実質輸出は同1.7%減。船舶などの米国向け輸送用機器の下押しにより、自然災害の影響があった前月から減少が継続。アジア向けの電気機器などの一部に持ち直しの動きはみられるものの、一般機械や輸送用機器に弱さがみられ、輸出は依然弱含んでいる。

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



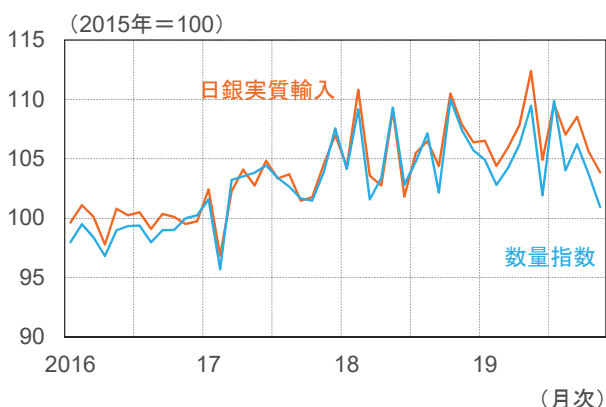
（備考）1.財務省  
2.季節調整値（内閣府試算、3ヵ月後方移動平均）

# 日本経済

## 輸入は横ばい基調

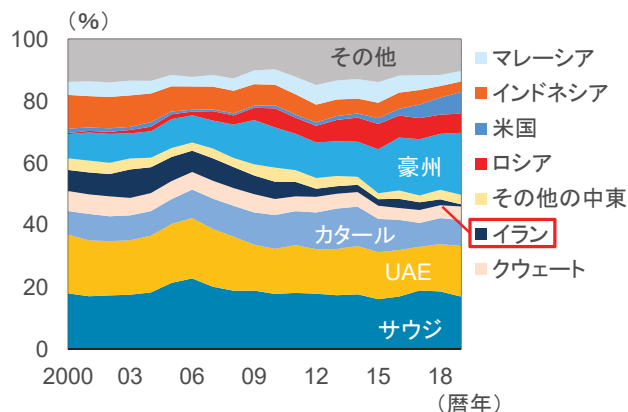
- 7～9月期の実質輸入(GDPベース)は、前期比年率1.3%増となった。11月の輸入数量指数は、前月比2.7%減。消費税増税前の駆け込み需要の反動減が残り、電気機器や輸送用機器を中心に輸入は足元で減少しているものの、均してみれば横ばい基調となっている。
- 19年5月以降、イラン産原油は全面的に輸入が停止された。鉱物性燃料の中東への依存度は、以前と比べて低下しているものの、引き続き50%程度と高く、中東情勢の悪化で、石油タンカーの航行などに支障が生じれば、エネルギー安定供給の大きなリスクとなる。

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DBJ試算)

鉱物性燃料輸入金額の国別ウエート

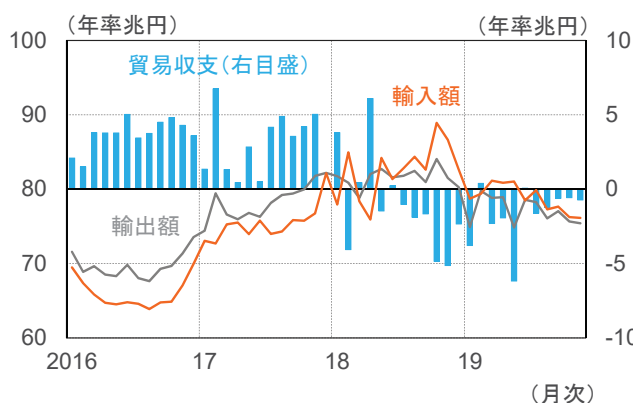


(備考) 1.財務省によりDBJ作成 2.金額ベース  
3.19年は11月までのデータを基にDBJ試算

## 経常収支の黒字は高水準

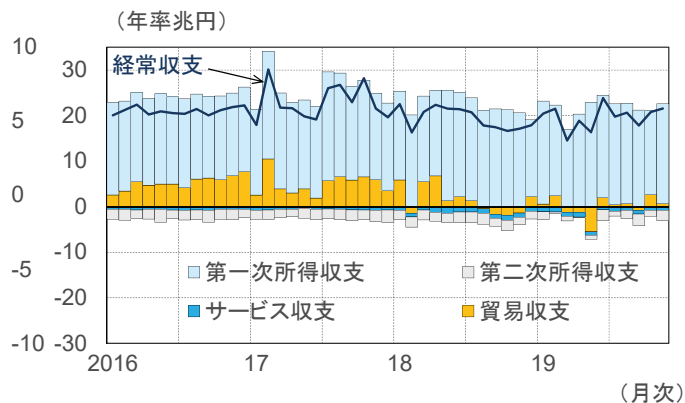
- 11月の輸出入はともに減少し、貿易収支は年率0.7兆円の赤字となり、このところ小幅な赤字基調となっている。
- 11月経常収支は、年率21.5兆円の黒字となり、引き続き高水準。海外からの利息や配当による第一次所得収支の黒字により、高水準の黒字が続いている。

貿易収支



(備考) 1.財務省  
2.季節調整値

経常収支

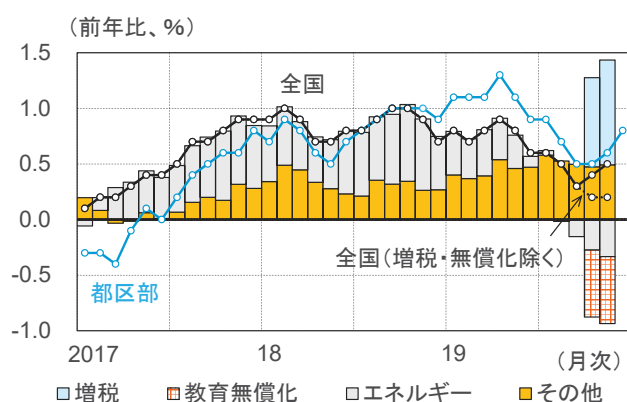


(備考) 1.財務省、日本銀行  
2.季節調整値

## 消費者物価は伸びが鈍化している

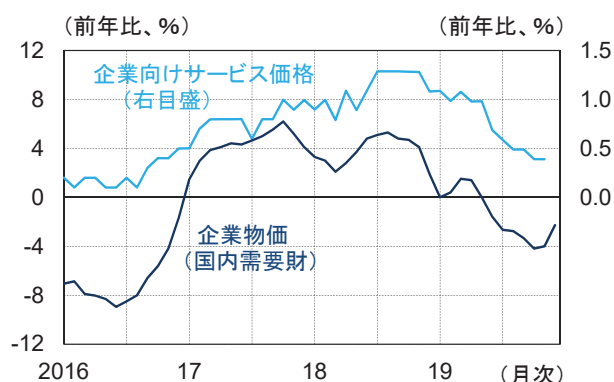
- 11月の全国消費者物価(除く生鮮食品、増税・教育無償化の影響)は、前年比0.2%上昇。エネルギーが押し下げた一方、外食や携帯電話機が押し上げた。11月都区部は、ガソリンや振れの大きい宿泊料などが押し上げ、同0.4%上昇。
- 12月の企業物価(国内需要財)は、石油・石炭製品が押し上げ、下落幅が縮小したものの、前年比2.3%低下と7ヵ月連続で前年を下回った。11月の企業向けサービス価格は、諸サービスや運輸・郵便が押し下げた一方、振れの大きい広告などが押し上げ、増税の影響を除けば同0.4%上昇と、前月から横ばい。

消費者物価(除く生鮮食品)



(備考) 1.総務省  
2.内訳は全国コアCPIに対する寄与度で、DBJ試算

企業物価・企業向けサービス価格

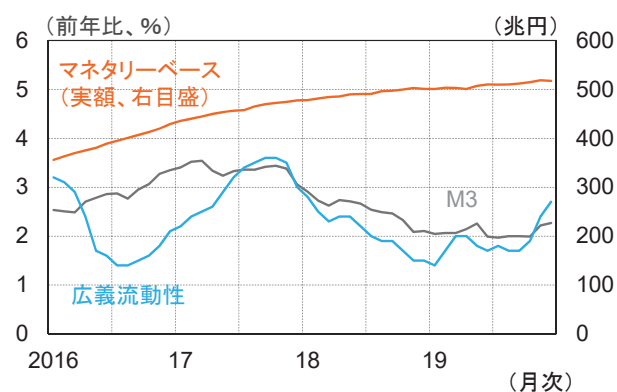


(備考) 1.日本銀行  
2.消費増税の影響除く

## マネーストックは緩やかに増加

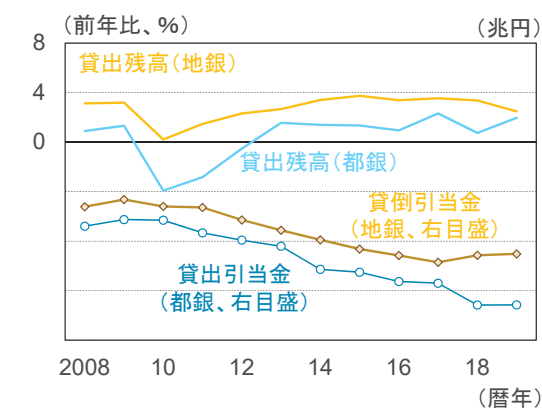
- 12月のマネタリーベースは前月比0.2%減。日銀は国債の買い入れを実質的に縮小しており、概ね横ばいとなっている。12月のM3は前年比2.3%増となった。16年9月に日銀がイールドカーブコントロール政策に移行後、ペースは鈍化したものの、引き続き緩やかに増加している。
- 地方銀行は、金利低下で縮小した利鞘を補うために、貸出を積極化しており、貸出残高の伸びは都市銀行を上回っている。しかし、優良な貸出先に限りがある中、相対的にリスクの高い貸出が増加しているとみられ、貸倒引当金は足元でやや増加している。

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

地銀の貸出残高と貸倒引当金

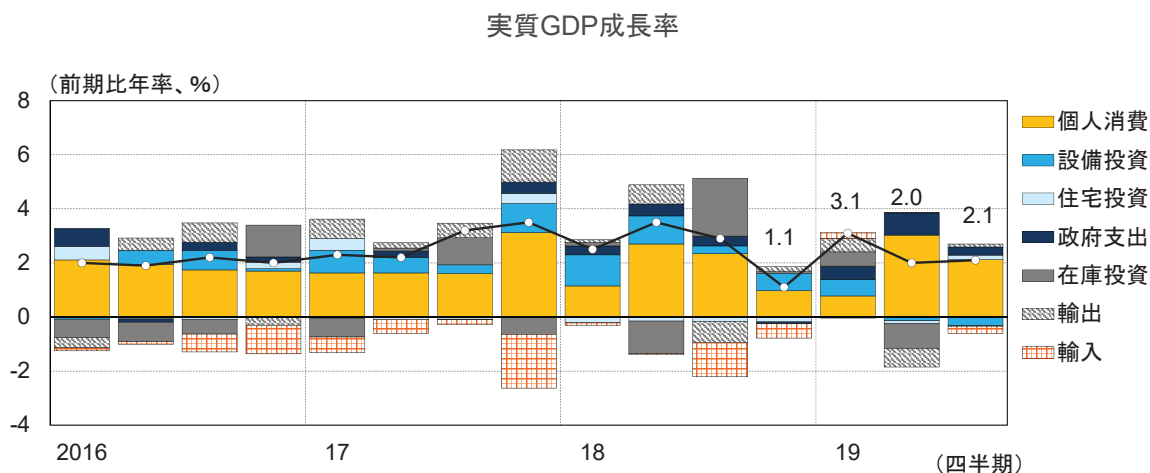


(備考) 日本銀行

## 海外経済

### 米国: 拡大ペースが緩やかになっている

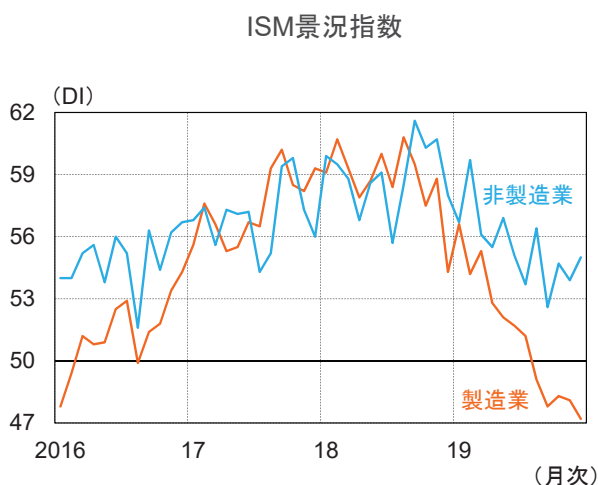
- 2019年7～9月期の実質GDP(12/20公表、確報値)は、前期比年率2.1%増。個人消費が牽引し、2%程度とされる潜在成長率並みを維持。ただし、米中貿易摩擦の影響もあり、輸出がほぼ横ばいにとどまったほか、設備投資は2期連続のマイナスとなった。
- 先行きは、堅調な雇用および所得環境を背景に個人消費が底堅さを維持するとみられるものの、17年末に実施された法人税や所得税減税効果の剥落などにより、20年の経済成長率は2%をやや下回るとの見方がコンセンサスとなっている。



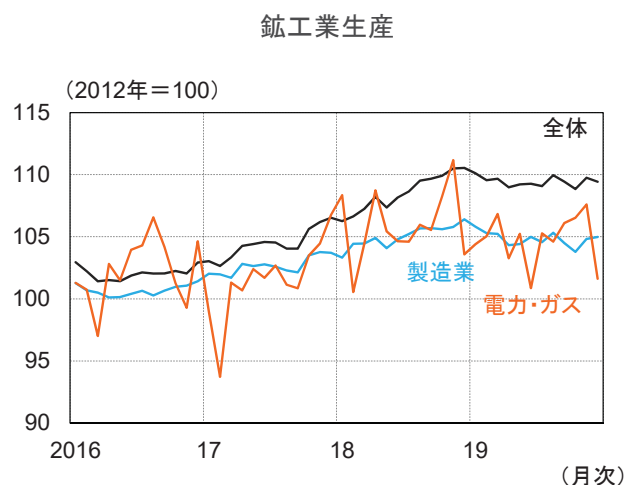
(備考) 米商務省

### 米国: 製造業の景況感指数は低下、製造業生産は小幅増

- 12月ISM製造業景況指数は、米中合意への期待が支えとなったとみられるものの、外需の弱さを受けた生産や受注の低迷が続き、09年6月以来の水準に低下した。一方で、非製造業は、年末商戦が好調だったこともあり、上昇した。
- 12月の鉱工業生産は、暖冬の影響により電力・ガスが大きく減少し前月比0.3%減となったが、製造業は同0.2%増。11月まで自動車メーカーのストライキの影響により振れがみられたが、12月は建設財の増加などにより、小幅に増加した。



(備考) Thomson Reuters Datastream



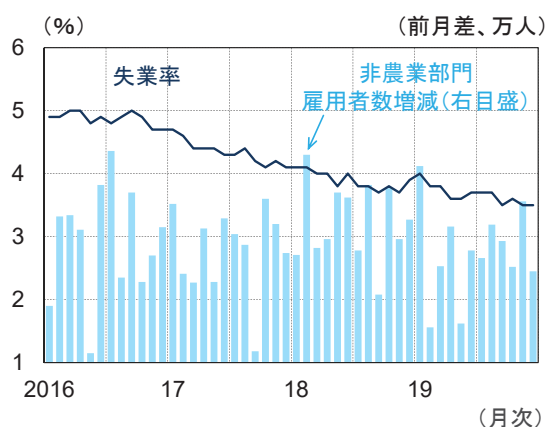
(備考) FRB



## 米国：雇用は底堅い伸び

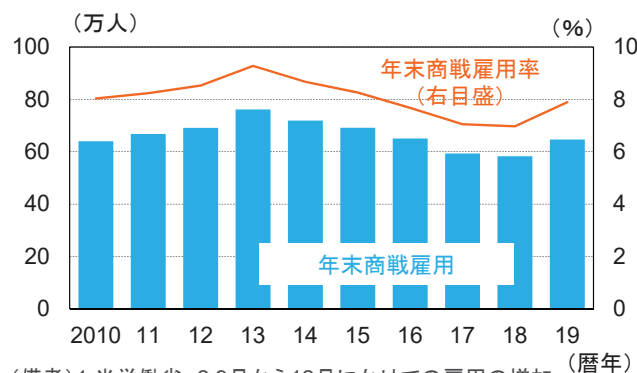
- 12月雇用統計では、雇用者数が前月比14.5万人増と、一部自動車メーカーのストライキ終了により大幅増となった前月から鈍化したものの、15万人程度の底堅い伸びとなった。失業率は3.5%と1969年以来の低水準が続いている。
- 19年の年末商戦は、堅調な雇用・所得などを背景に、好調な結果となった。また、通信販売の増加に伴って配送センター人員が増えていることもあり、年末商戦に関連する小売業の雇用は、前年を上回る増加となった。

雇用統計



(備考)米労働省

年末商戦に関連する小売業の雇用

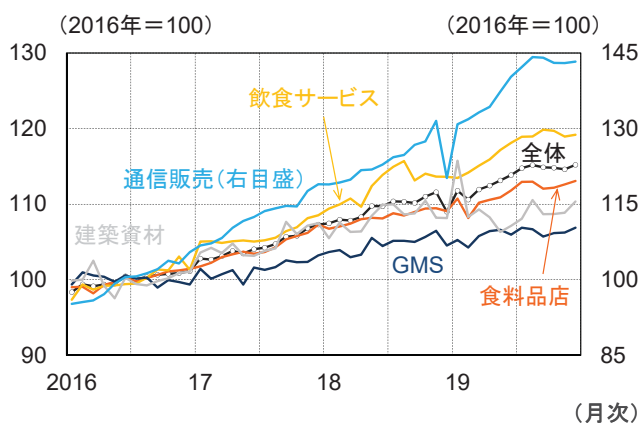


(備考) 1.米労働省 2.9月から12月にかけての雇用の増加  
 3.小売業のうち、家具、電気製品、薬局、衣服、趣味、GMS、雑貨、無店舗販売を集計  
 4.雇用率は、9月の雇用者数に対する増加幅の割合

## 米国：小売売上高は堅調、家計の金融資産は増加

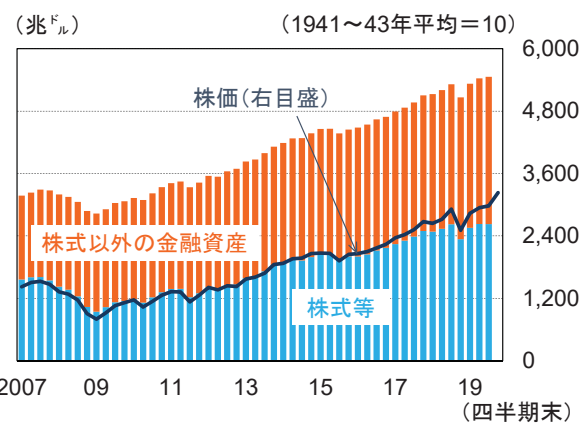
- 小売売上高は、9月以降弱い動きもみられたが、12月は前月比0.5%増と堅調に増加。米中合意への期待や株価の上昇なども下支えとなり、11/28の感謝祭後の年末商戦は好調だった。
- 米国の家計の金融資産に占める株式比率は50%弱と、10%台の日本などに比べて高く、株価の上昇による家計に対する資産効果が大きい。19年末にかけては、米中合意を受けた株価上昇が、資産効果を通じて消費の下支えとなったとみられる。

小売売上高



(備考) 1.米商務省 2.除く自動車、ガソリン

家計の金融資産残高と株価



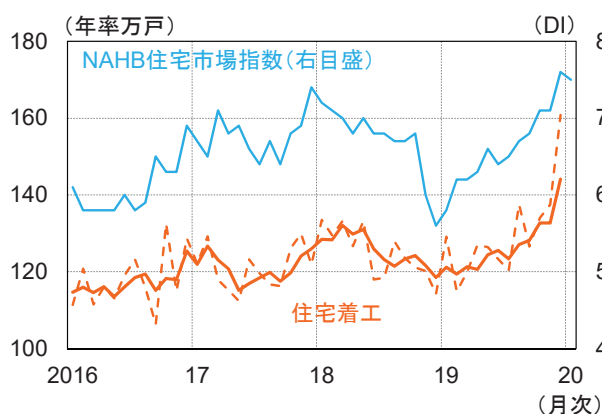
(備考)FRB、S&amp;Pダウ・ジョーンズ・インデックス

## 海外経済

### 米国: 住宅着工は増加、輸出入はともに弱い動き

- 12月の住宅着工は前月比16.9%の大幅な増加。金利低下が追い風となり19年以降堅調な増加が続く中、12月は良好な天候が大幅増につながった可能性がある。建設業界の景況指数は1月にやや低下したが、99年以来の高水準。
- 11月の輸出は前月比0.7%増と3ヵ月ぶりに増加。3ヵ月移動平均では同0.1%減にとどまり、海外経済の減速により基調としては弱い。輸入は同1.0%減と3ヵ月連続で減少。9月に適用開始となった1,100億円相当の対中制裁関税の影響もあり、中国からの輸入を中心に減少し、貿易赤字は16年10月以来の水準に縮小した。

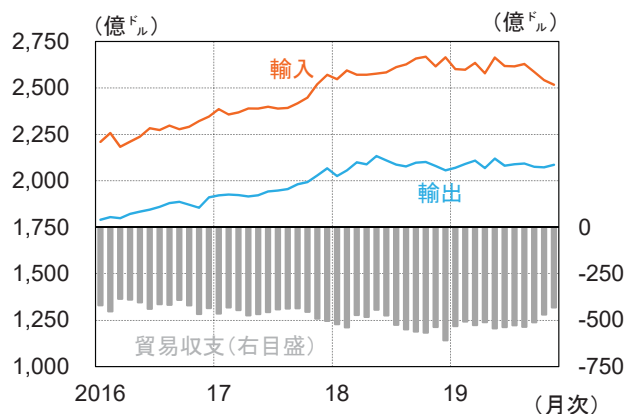
住宅着工と住宅市場指数



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

2.太線は3ヵ月移動平均

輸出入と貿易収支

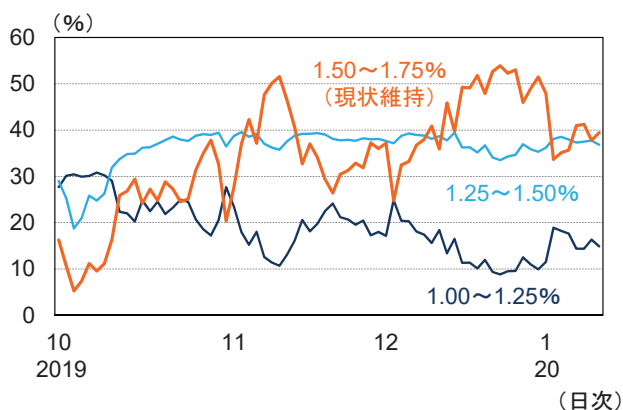


(備考) 米商務省

### 米国: 市場の利下げ期待は今後修正される可能性

- 10月のFOMCで利下げ休止が示唆されて以降、20年中の利下げを見込まない市場関係者の割合が上昇し、一時多数派となった。年始以降、中東情勢の緊迫もあり利下げ派が相応に残っているが、地政学リスクに対する懸念が後退すれば、利下げ期待は修正され、金利上昇圧力となる。
- 1月FOMCから、投票権を持つ地区連銀総裁が輪番制で交代。タカ派のローゼングレン総裁やジョージ総裁に代わって、ハト派のカシュカリ総裁が加わるほか、トランプ大統領は1/16に2名のハト派の理事を指名した。ただし、大半のメンバーは、現状が適切との見方を相次いで表明しており、米中摩擦の再燃などがなければ、今年中の利下げは見送られるものとみられる。

20年末時点の政策金利の市場見通し



(備考) CMEグループ(CBOT)

投票権を持つFOMC参加者

| 2019年               | 2020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               |
| (空席)                | シェルトン理事(候補)          |
| (空席)                | ウォラー理事(候補)           |
| ウィリアムズ総裁(NY)        | ウィリアムズ総裁(NY)         |
| エバンス総裁(Chicago)     | カシュカリ総裁(Minneapolis) |
| ローゼングレン総裁(Boston)   | カプラン総裁(Dallas)       |
| ブラード総裁(St. Louis)   | ハーカー総裁(Philadelphia) |
| ジョージ総裁(Kansas City) | メスター総裁(Cleveland)    |

(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：回復が緩やかになっている

- EU28カ国の2019年7～9月期実質GDPは前期比年率1.2%増。前期から持ち直したものの、潜在成長率とされる1%台後半を下回った。消費は依然底堅いものの、外需の減速を受けて回復が緩やかになっている。
- 国別では、スペインなどが底堅さを維持したほか、英国がやや持ち直した。また、前期にマイナス成長となったドイツは、個人消費や輸出が持ち直し、小幅ながらプラスに転じた。先行きは、米中対立への懸念後退によるドイツの持ち直しなどを背景に、欧州経済の減速には歯止めがかかるとみられる。

実質GDP成長率

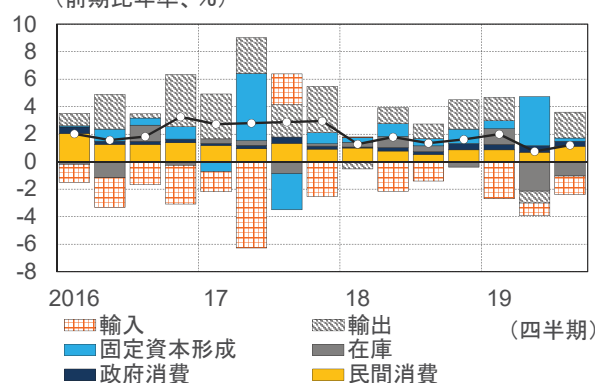
(前期比年率、%)

(前年比、%)

|        | 2018年 | 2019年 |      |     |     | 2018年 | 19年 | 20年 |
|--------|-------|-------|------|-----|-----|-------|-----|-----|
|        | 10～12 | 1～3   | 4～6  | 7～9 | 見通し |       |     |     |
| EU28カ国 | 1.6   | 2.0   | 0.7  | 1.2 | 2.0 | 1.4   | 1.4 |     |
| ユーロ圏   | 1.4   | 1.8   | 0.7  | 0.9 | 1.9 | 1.1   | 1.2 |     |
| ドイツ    | 0.8   | 1.9   | ▲1.0 | 0.3 | 1.5 | 0.4   | 1.0 |     |
| フランス   | 1.8   | 1.1   | 1.4  | 1.1 | 1.7 | 1.3   | 1.3 |     |
| イタリア   | 0.3   | 0.5   | 0.2  | 0.2 | 0.7 | 0.1   | 0.4 |     |
| スペイン   | 2.3   | 2.2   | 1.6  | 1.7 | 2.4 | 1.9   | 1.5 |     |
| 英国     | 1.3   | 2.3   | ▲0.9 | 1.2 | 1.4 | 1.3   | 1.4 |     |

実質GDP成長率寄与度分解 (EU28カ国)

(前期比年率、%)



(備考) 1. Eurostat

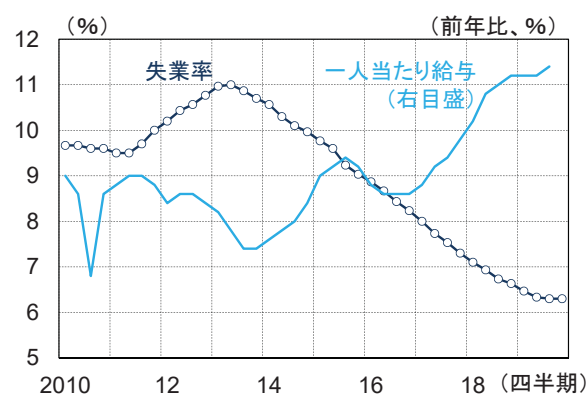
2. 見通しは欧州委員会 (2019年11月公表)

(備考) Eurostat

## 欧州：賃金上昇を受け、消費は緩やかに増加

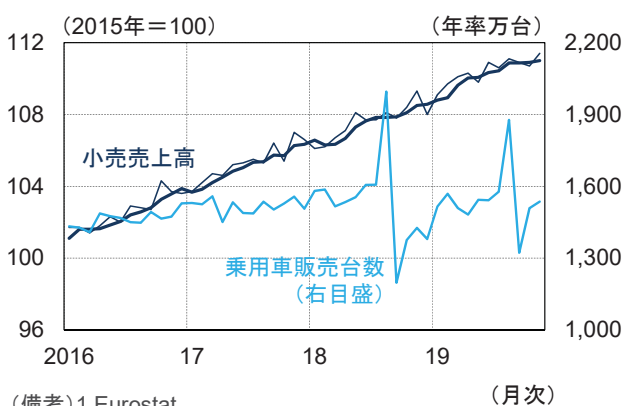
- EUでは、13年半ば以降、失業率の低下が続いている。雇用の改善により賃金の伸びも高まっており、19年7～9月期は前年比3.2%上昇と約10年ぶりの高い伸びとなった。
- EUの11月実質小売売上高は前月比0.6%増。均してみても、消費は雇用・所得の改善を背景に緩やかに増加している。乗用車販売台数は、9月に新たな環境規制が適用されたことで、駆け込み・反動が生じたあと、10、11月はやや持ち直し。ただし、通年の販売は前年から横ばい程度となると見込まれる。

EUの失業率と一人当たり給与



(備考) Eurostat

EUの実質小売売上高と乗用車販売台数



(備考) 1. Eurostat

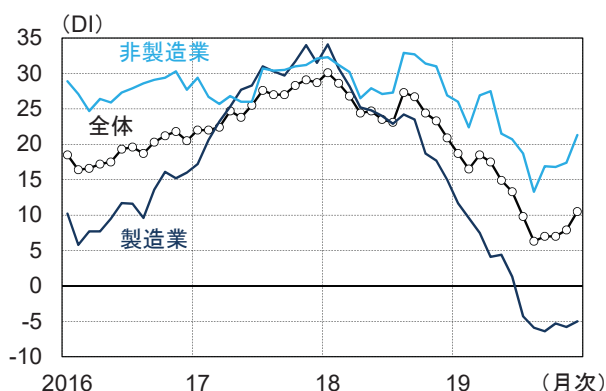
2. 小売売上高は自動車を含まない

3. 小売売上高の太線は後方3ヵ月移動平均

## 欧州:ドイツの景況感は持ち直し、フランスの消費者マインドはストライキで悪化

- 独IFO企業景況感指数は、米中合意もあり、2ヵ月連続で上昇。18年以降に低下した製造業は、拡大・縮小の目安となるゼロは依然下回るものの、19年末にかけて下げ止まっている。
- 仏消費者信頼感指数は、18年に発生したストライキや暴動で低下したあと、19年秋頃にかけて持ち直した。しかし、12/5から始まった政府の年金改革制度に反対するストライキで主要交通機関が閉鎖されことなどを受けて、19年12月は大きく低下した。なお、ストライキは年明け以降も続いており、消費者マインドの弱含みが続けば、消費の鈍化など、仏経済への下押しとなる。

独IFO企業景況感指数



(備考) Thomson Reuters Datastream

仏消費者信頼感指数

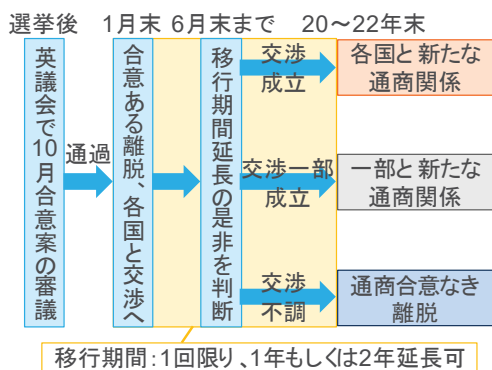


(備考) Eurostat、仏国立統計経済研究所 (INSEE)

## 欧州:英国は1月末に離脱、その後の通商交渉は難航の見通し

- 英国では、12/12の総選挙で保守党が過半数を確保した。1月末に合意のもとでEUを離脱するが、現在20年末を期限とする移行期間における通商交渉は難航が予想される。20年6月末が移行期間延長の期限だが、ジョンソン首相は延長しない方針を示す。
- 英国の失業率は74年以来の低水準にあるものの、雇用者数は19年半ばから頭打ちとなっている。BOEメンバーもこのところ雇用の弱さに言及しており、Brexitの進展はあったものの、通商交渉を巡り先行き不透明感が続けば利下げを検討する姿勢を維持。

Brexitの今後のシナリオ



(備考) DBJ作成

英国の失業率と雇用者数

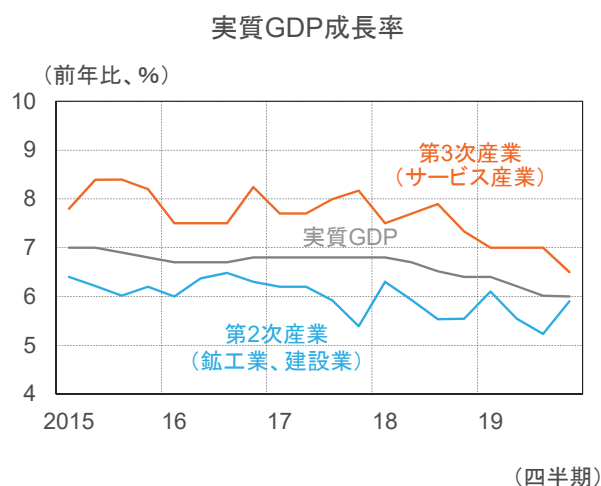


(備考) 1.英国国家統計局 (ONS)

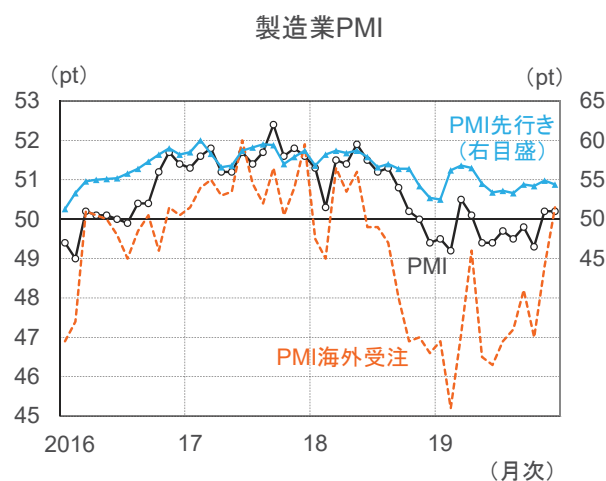
2.季節調整値(雇用者数は後方3ヵ月移動平均)

## 中国:成長ペースが鈍化

- 2019年10～12月期実質GDPは前年比6.0%増となった。第2次産業の改善により前期並みの伸びとなった一方、第3次産業の鈍化が続いている。通年の成長率は6.1%増と、年間目標の6～6.5%を達成したもの、1990年以来の低い伸び。米中の第1段階合意で、先行き不透明感はやや後退したもの、債務削減(デレバレッジ)政策の継続などで、今後も成長ペースの鈍化が続くとみられる。
- 製造業PMIは、11月に自動車など一部内需業種が改善し、景気拡大縮小の目安である50を7ヵ月ぶりに上回った。12月も、米中協議の第1段階合意などがあり、2ヵ月連続で50を上回った。



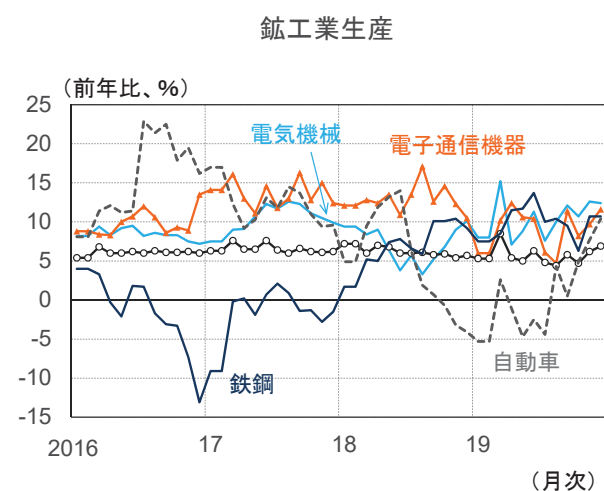
(備考) 中国国家統計局によりDBJ作成



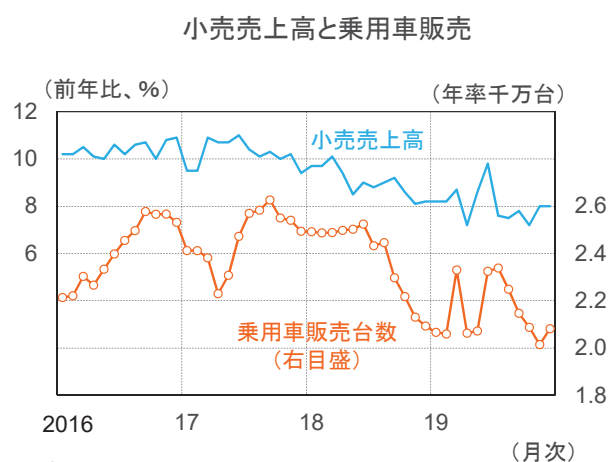
(備考) 中国国家統計局

## 中国:生産、小売の伸びは鈍化基調が一服

- 12月鉱工業生産は、自動車や電子・通信機器などを中心に前年比6.9%増と伸びが拡大し、鈍化基調が一服。比較対象となる18年12月が、米中貿易摩擦の激化を背景に鈍化していたことも影響したとみられる。
- 12月小売売上高は前年比8.0%増と、自動車販売の持ち直しなどにより、先月並みの伸びとなり、鈍化が一服。乗用車販売台数(出荷ベース)は、6月の旧環境基準車の値引き販売、7月の新環境基準車の販売開始により一時的に持ち直した後、再び減少基調となったが、下げ止まりの兆しもみられる。



(備考) 1. 中国国家統計局 2. 1、2月は平均値



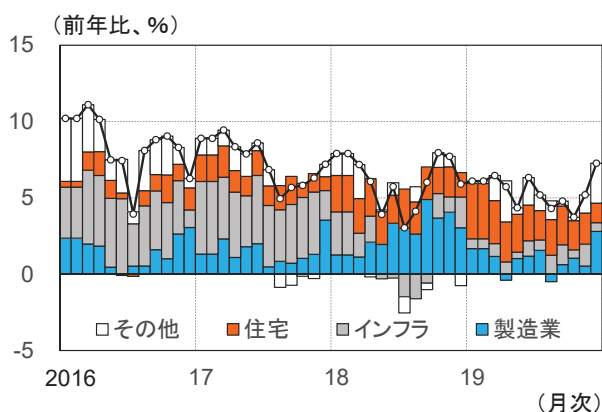
(備考) 1. 中国国家統計局、中国汽车工业协会  
 2. 小売の1、2月は合計の前年比  
 3. 乗用車販売は季節調整値(DBJ試算)



## 中国: 固定資産投資の伸び鈍化が一服、輸出入は改善

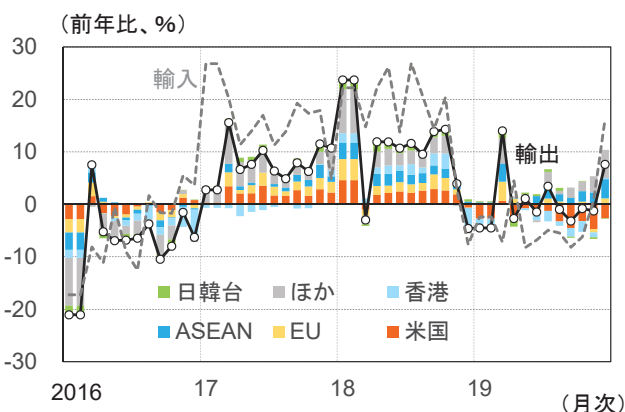
- 固定資産投資は、デレバレッジ政策や米中貿易摩擦を背景に鈍化基調にあったが、12月はハイテク分野の投資で製造業の伸びが拡大。2ヵ月連続で伸びが高まり、鈍化が一服。
- 12月輸入は、引き続き米国向けが落ち込んだ一方、ASEAN向けなどの増加により、前年比7.6%増となった。一方、輸出は、輸出品用の部品や資源などの輸入が増加したほか、昨年同月が低水準だったこともあり、同16.3%増と大幅増となった。

固定資産投資



(備考) 中国国家統計局によりDBJ作成

輸出入

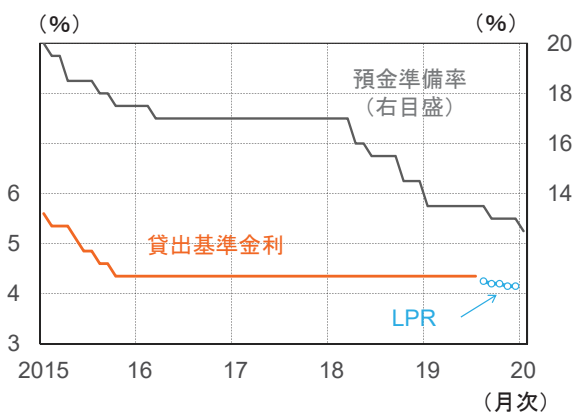


(備考) 中国海関

## 中国: 慎重な金融緩和が継続

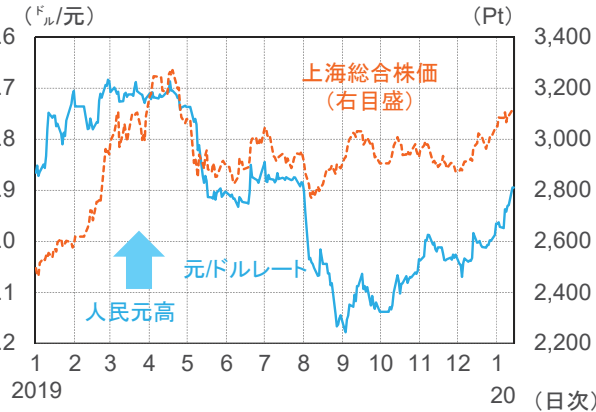
- 人民銀行は、デレバレッジ政策や住宅市場への影響を顧慮し、慎重に金融緩和を続けている。12月は事実上の政策金利である最優遇貸出金利(LPR)を小幅に引き下げ、1月には5ヵ月ぶりに預金準備率を引き下げた。
- 米中協議の第1段階合意への期待などを背景に、人民元高と株高の動きが続いており、人民元の対ドルレートは、6.9元台に上昇。昨年8月に人民元が急落し、米財務省は中国を「為替操作国」に指定したが、米国は第1段階合意への署名を前にした1/13に、中国の指定を解除した。

預金準備率と政策金利



(備考) 1. 中国国家統計局、Wind 2. 1、2月は平均値

為替と株価

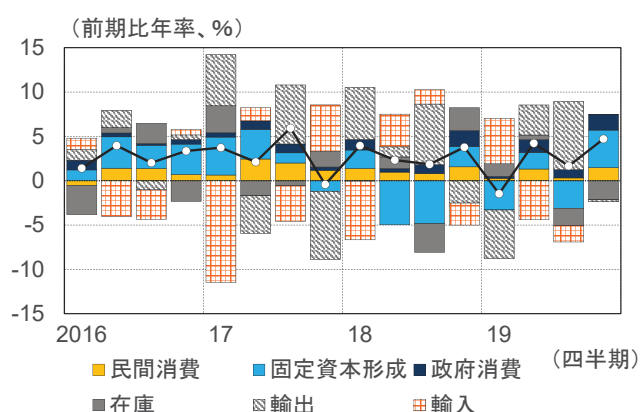


(備考) Thomson Reuters Datastream

## 韓国:回復の動きに足踏みがみられる

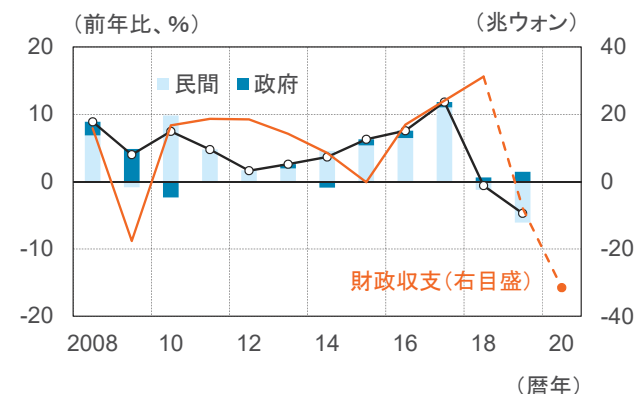
- 2019年10～12月期の実質GDPは、前期比年率4.7%増。政府消費や公共投資の増加で約2年ぶりの高い伸びとなったものの、輸出は概ね横ばいにとどまり、民間消費や設備投資にも力強さはみられず、回復の動きに足踏みがみられる。
- 18年以降、IT関連財の需要減退や米中貿易摩擦などによる先行き不透明感により、固定資本形成は民間部門を中心に減少している。政府はIMF改革を余儀なくされた経験などから、財政拡大には慎重だったが、20年はリーマンショック級の09年を上回る財政赤字を容認して景気を支える姿勢を示している。

実質GDP成長率



(備考) 韓国銀行

実質固定資本形成と財政収支

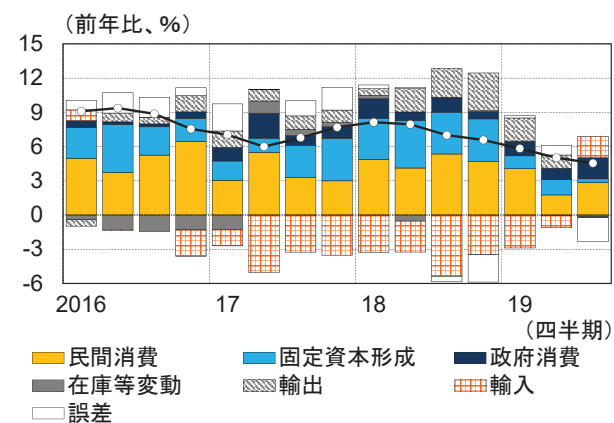


(備考) 1. 韓国銀行によりDBJ作成  
 2. 19年の財政収支は11月末時点  
 3. 点線部分は予測・計画

## インド:回復ペースが鈍化している

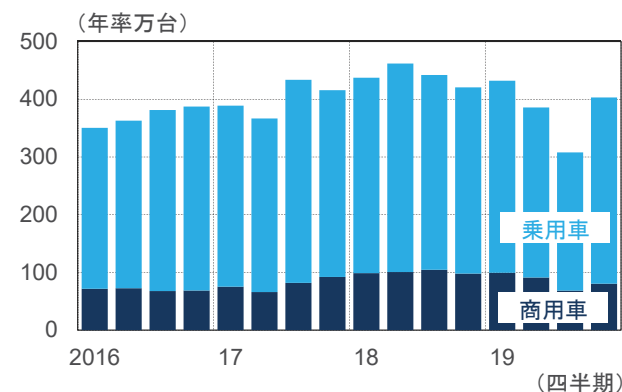
- 2019年7～9月期の実質GDPは、前年比4.5%増。政府消費が押し上げたものの、世界経済減速で輸出が減少しており、回復ペースが鈍化している。固定資本形成の伸びが鈍化するなど、内需の弱さも継続している。10～12月期については、一部で持ち直しもみられるものの、弱含みが続いている指標も多く、回復ペースの鈍化が続く可能性もある。
- 自動車販売台数は、ノンバンクの自動車ローン貸出厳格化などが下押しし18年半ばから減少基調にあったが、19年10月以降は持ち直しの動きがみられる。政府が8月に自動車支援策を発表したほか、10月末の祝祭シーズンに向けた新モデル投入や値引きキャンペーンなどが販売を促進したとみられる。

実質GDP成長率



(備考) Thomson Reuters Datastream

自動車販売

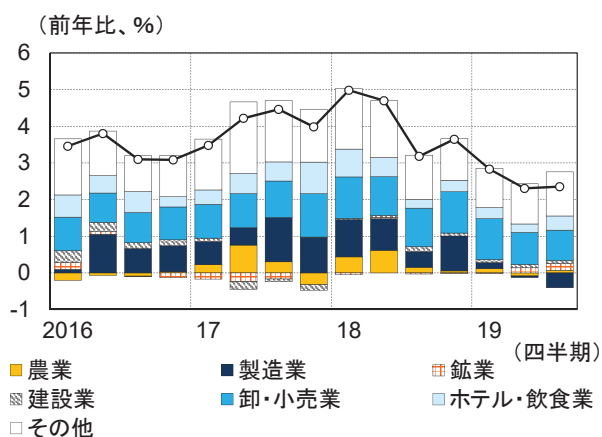


(備考) 1. Thomson Reuters Datastream 2. 季節調整値(DBJ試算)  
 3. 19年10～12月期は、10、11月の平均

## タイ:持ち直しのペースが緩やかになっている

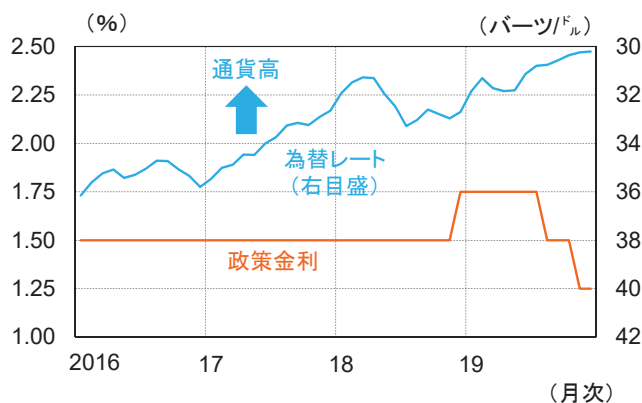
- 2019年7～9月期実質GDPは、前年比2.4%増と、持ち直しのペースが緩やかになっている。アジア圏を中心とした観光客増加により、サービス業が成長を維持したものの、パーツ高や外需減速を受けた輸出の弱含みを背景に、製造業がマイナスとなっている。
- 利下げ余地が乏しいことや、経常収支の黒字が続いていることなどから、パーツの上昇傾向が続いている。中銀は政策金利の引き下げに加え、投機マネーの流入抑制や海外送金の規制緩和などの対策を講じたものの、効果は限定的となっている。

実質GDP成長率



(備考) タイ国家経済社会開発庁

政策金利と為替レート

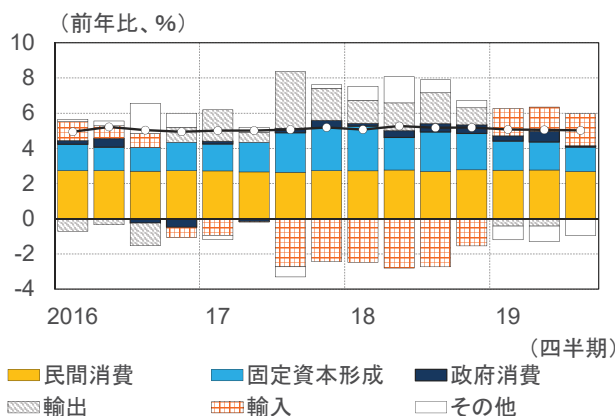


(備考) Thomson Reuters Datastream

## インドネシア:緩やかに持ち直している

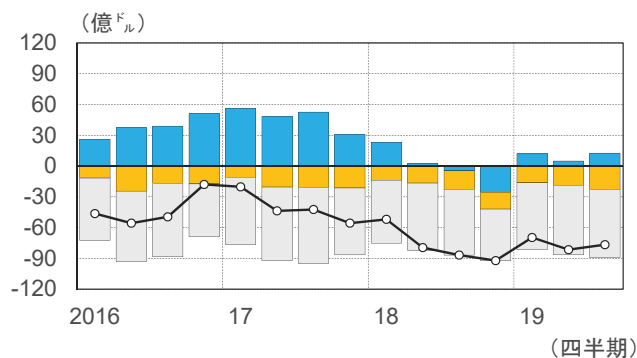
- 2019年7～9月期実質GDPは、前年比5.0%増と、緩やかに持ち直している。物価の安定を背景に民間消費は増加したものの、インフラ投資の延期などの輸入抑制政策により、輸入が減少し、固定資本形成の伸びが鈍化した。
- 19年に入り、経常収支のやや赤字幅が縮小している。パーム油の輸出が弱含んだことから、政府は、国産のパーム油を混合したバイオディーゼル燃料の利用を促進し、燃料輸入を抑制。不急のインフラプロジェクトの延期などもあって、貿易収支が黒字を回復し、経常収支の悪化に歯止めがかかった。

実質GDP成長率



(備考) Thomson Reuters Datastream

経常収支

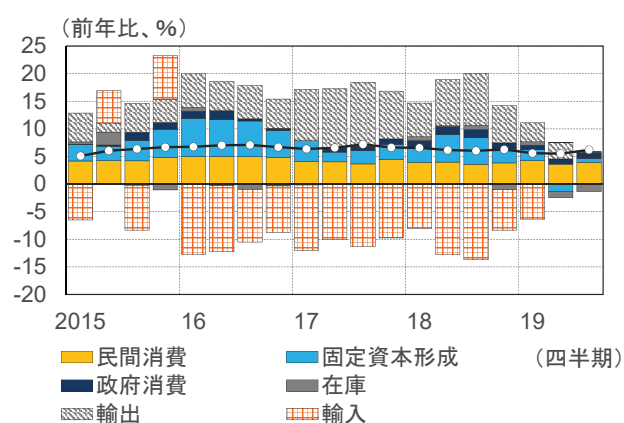


(備考) インドネシア中央銀行

## フィリピン: 持ち直しのペースが緩やかになっている

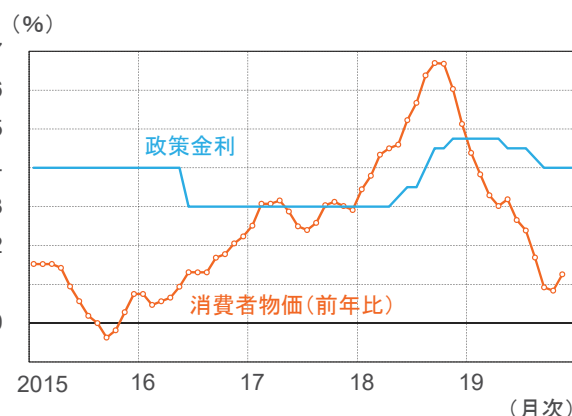
- 2019年7～9月期実質GDPは前年比6.2%増と3期ぶりに伸びが拡大。予算成立の遅れで停滞していた政府消費が持ち直したほか、インフラ投資の増加で固定資本形成がプラスに転じた。一方、中国経済の減速を背景に輸出が振るわず、投資マインドの低下や外資企業の税優遇政策の撤廃が含まれる税制改革に対する懸念もあり、設備投資が依然減少している。
- 消費者物価上昇率は物品税率の引き上げなどにより、18年に大きく上昇したあと、反動で19年は伸びが鈍化した。19年に入り、中銀は金融緩和に転じたが、経済成長率の改善や物価上昇率の鈍化一服などにより、12月の会合では、2会合連続で政策金利を4%に据え置いた。

実質GDP成長率



(備考) Thomson Reuters Datastream

消費者物価と政策金利

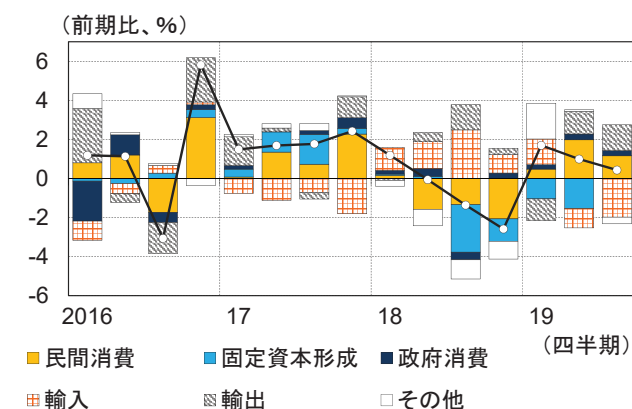


(備考) Thomson Reuters Datastream

## トルコ: 持ち直している

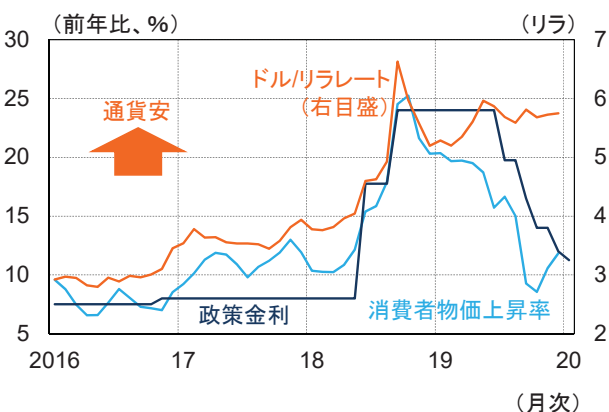
- 2019年7～9月期の実質GDPは、前期比0.4%増。固定資本形成は依然弱含むものの、物価の急上昇一服で消費が持ち直したほか、輸出も増加が続いた。
- 19年以降、リラ安の一服で消費者物価上昇率が低下したこともあり、中銀は景気下支えのため大幅な利下げを実施。エルドアン大統領からの圧力もあり、先行きも利下げが続く可能性がある。ただし、対外債務負担の増加などを背景に固定資本形成の弱含みが続いており、景気の持ち直しは緩やかにとどまる見通し。

実質GDP成長率



(備考) トルコ統計局

物価、政策金利、為替レート



(備考) トルコ統計局、トルコ中央銀行

## マーケット動向

### 長期金利：米中第1段階合意などにより上昇

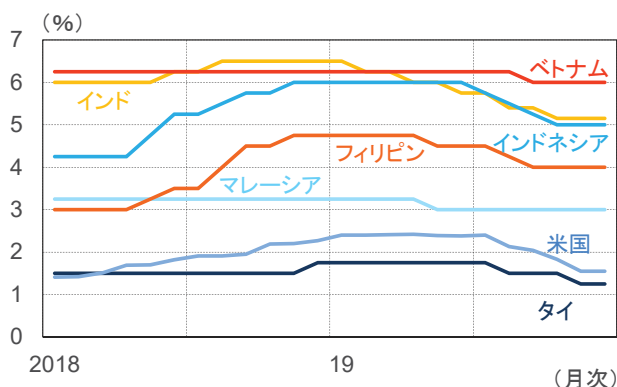
- 米国では、12月以降、米中第1段階合意などにより長期金利は一時1.9%台に上昇。20年初には米国とイラン間で緊張が高まり、金利は1.7%台に低下したが、本格的な武力衝突の可能性が後退し、足元では1.8%台で推移している。日本の長期金利も、ほぼ同様の要因で変動し、足元では0.01%程度で推移している。
- FRBは、2019年に世界経済の減速などを受けて7、9、10月と3会合連続で利下げを実施するなど緩和姿勢を強め、多くのアジア新興国も追随した。一方、先行きは、米国が当面、利下げを休止するとの見方が強まっており、成長ペースの鈍化が続くインドなどを除けば、各国の金融緩和は一服するとみられる。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米国財務省

米国・アジア新興国の政策金利



(備考) Thomson Reuters Datastream

### 株価：米イランの対立への懸念後退により上昇

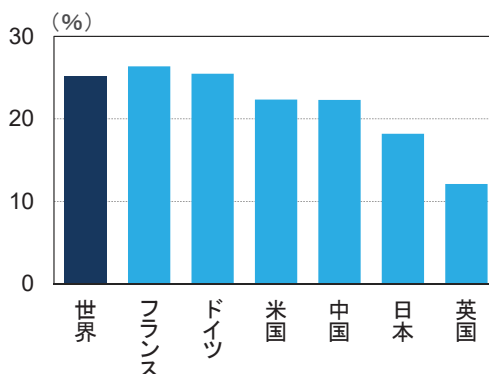
- 米国の株価は、12/13に米中両政府が第1段階合意に至ったことを受けて上昇。その後は、米イラン間の緊張の高まりから株安となったものの、1/8にトランプ大統領が軍事力の行使を抑制する方針を示したことを受け、上昇に転じた。日本株も、米株価の上昇などを受けて、株高となっている。
- 19年中の各国の株価は、18年末の調整を経て安値でのスタートとなったほか、金融緩和や米中対立への懸念後退もあり、軒並み上昇。欧州株は、景気減速懸念から年央にかけて伸び悩んだが、ECBの追加緩和が支えた。また、米中は合意への期待を背景に上昇したが、追加緩和を見送った日本やBrexitの混迷が続いた英国は、相対的に低い伸びとなった。

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

各国株価指数の19年初来騰落率(19年末時点)



(備考) 1. Thomson Reuters Datastream

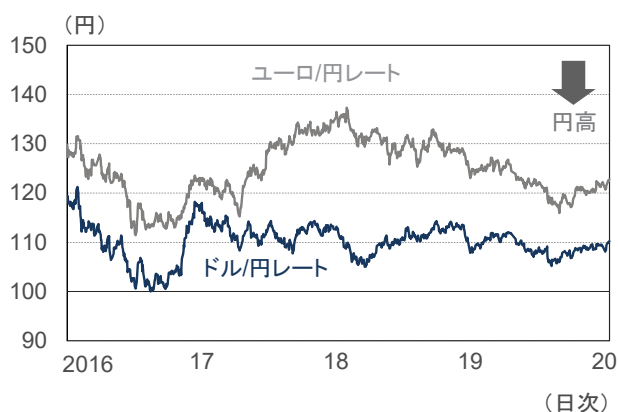
2. 世界はMSCI、フランスはCAC40、ドイツはDAX、米国は  
ダウ、中国は上海総合、日本は日経平均、英国はFTSE100



## 為替：米イラン緊張緩和と米中協議進展期待により円安

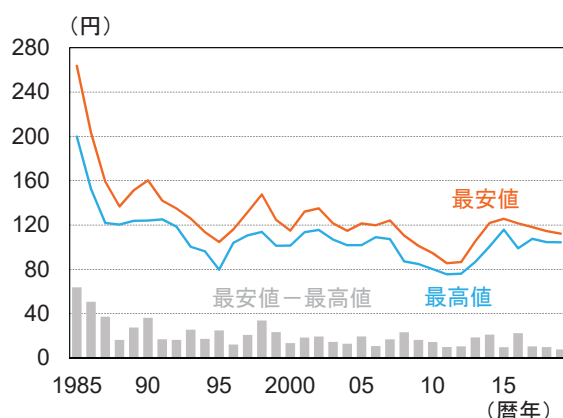
- 対ドル円レートは、1/3に米軍がイランのソレイマニ司令官を殺害すると一時107円台まで円高となったが、1/8にトランプ大統領が軍事力行使を抑制する方針を発表し、戦争の懸念が後退したほか、1/13に米国が中国を為替操作国の指定から解除すると、米中協議進展期待により110円台まで円安となった。
- 対ドル円レートの19年の最安値は112.2円、最高値は104.5円、その差は7.7円となり、85年のプラザ合意以降で最小となった。金利差縮小によるキャリートレードの縮小のほか、リーマンショック以降の日本企業の海外進出に伴う現地での再投資増加なども影響していると考えられる。

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

ドル円レートの最安値と最高値

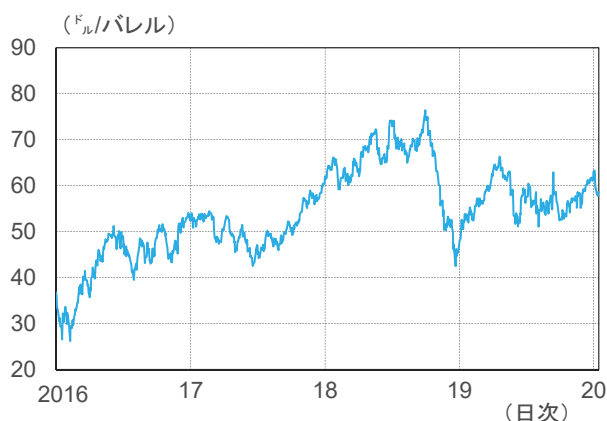


(備考) 日本銀行、Thomson Reuters Datastream

## 原油価格：米中合意や中東情勢の緊迫を受け上昇

- 原油価格は、12月後半以降、米中協議の第1段階合意、世界景気を持ち直しに伴う原油需要増への期待から、緩やかに上昇。年明けに米国がイラン司令官を殺害すると、中東情勢が緊迫化し、64ドルへ上昇した。その後、トランプ大統領が軍事力行使を抑制する方針を発表し、50ドル台後半へ低下。
- 中東ではイラン情勢以外にも、イラクの政治混乱などの地政学リスクが山積する。OPEC全体では減産を行っていることや米国産原油の増産などで、世界全体の供給余力は大きいものの、依然として原油生産における中東のシェアは大きく、中東情勢の緊迫による原油価格急騰の可能性に留意する必要がある。

WTI原油価格



(備考) CMEグループ (NYMEX)

中東地政学を巡る動き

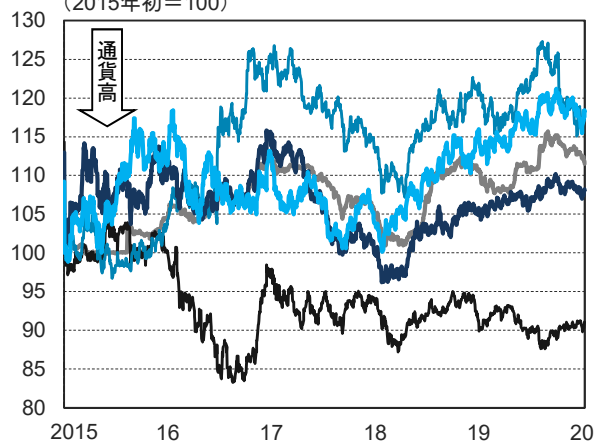
|     |                                                                                                                                                                      |
|-----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| イラン | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 米国は核合意を巡り、18年に制裁を再開。19年5月以降、日本などへの原油輸出も停止</li> <li>➢ 米軍は1/3にイラン司令官を殺害したのに対し、イランは1/7に報復。米国は更なる軍事力行使は留保するも、経済制裁を強化</li> </ul> |
| イラク | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 生活苦や汚職などへの不満から、昨年10月から大規模デモが発生し、政治混迷が継続</li> <li>➢ 米軍は、テロ組織やイランに関係するイラク領内の施設を度々空爆。不満を強めるイラク議会は、1/5に米軍撤退を政府に求め決議</li> </ul>  |
| その他 | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ サウジアラビアとイエメンフシ派の対立</li> <li>➢ イスラエルとイランの対立</li> <li>➢ 米軍のシリア撤退とロシアの影響力拡大など</li> </ul>                                       |

(備考) 各報道によりDBJ作成

## マーケット図表

1. 各国通貨 対ドル・レート

(2015年初=100)

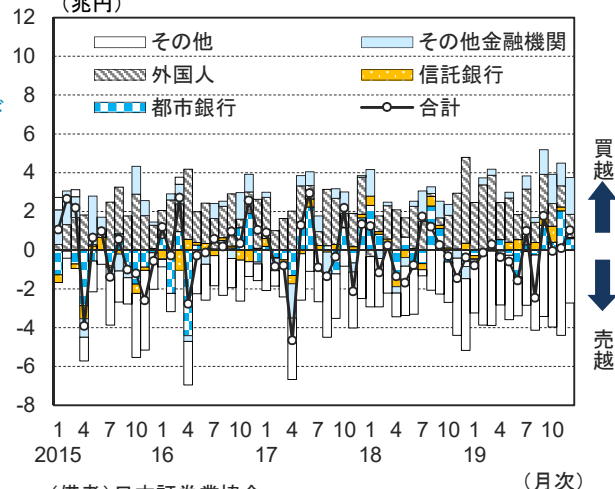


(備考)FRB

(日次)

2. 投資部門別中長期債売買高

(兆円)

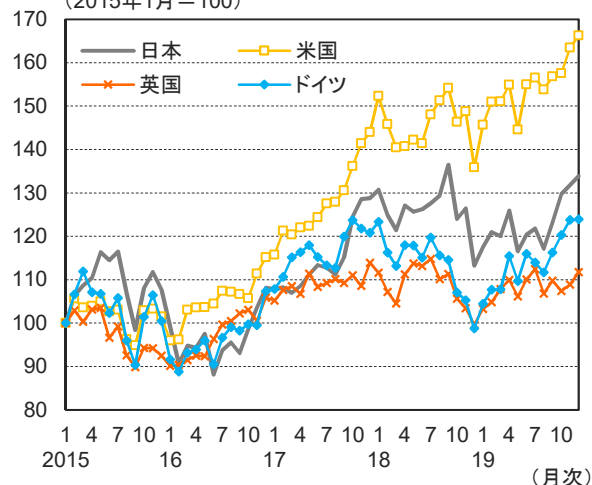


(備考)日本証券業協会

(月次)

3. 主要先進国の株価

(2015年1月=100)

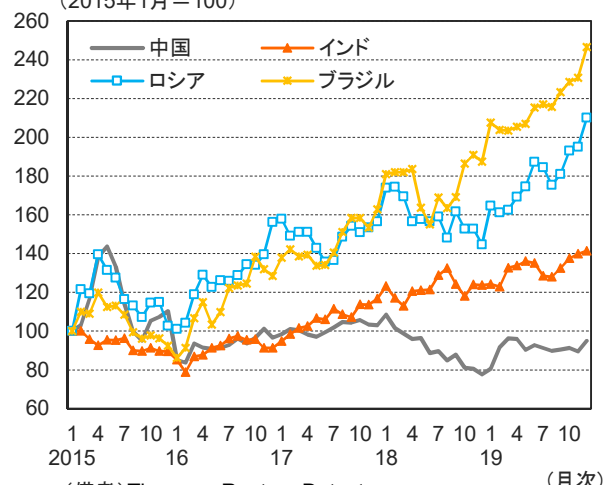


(備考)S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、  
Thomson Reuters Datastream

(月次)

4. 主要新興国の株価

(2015年1月=100)

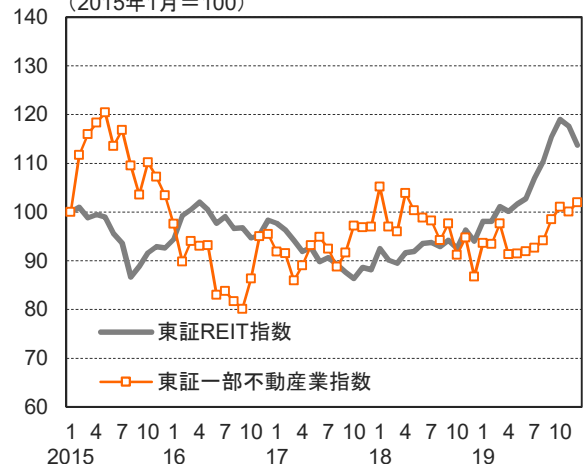


(備考)Thomson Reuters Datastream

(月次)

5. 不動産の株価とREIT市場

(2015年1月=100)

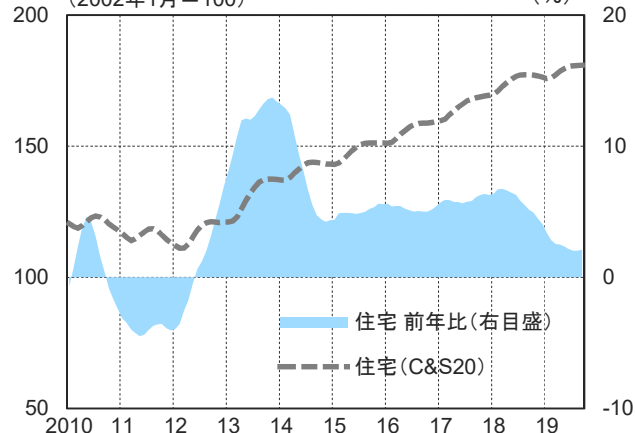


(備考)日本取引所グループ(株)東京証券取引所

(月次)

6. 米国の住宅価格

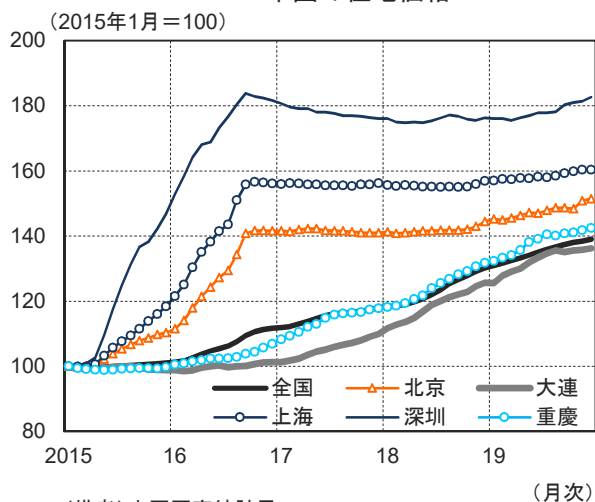
(2002年1月=100)



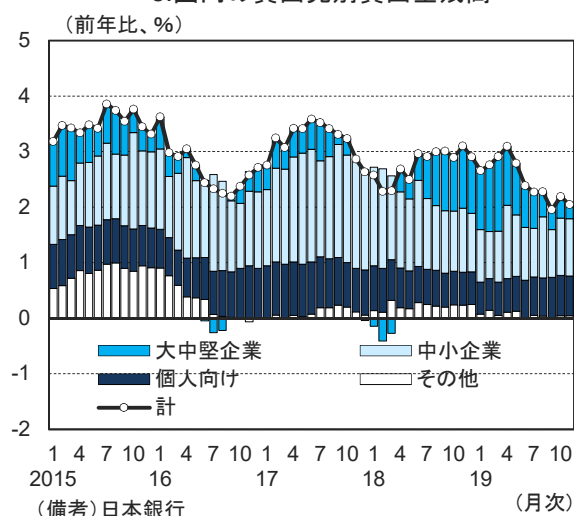
(備考)S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス

(月次)

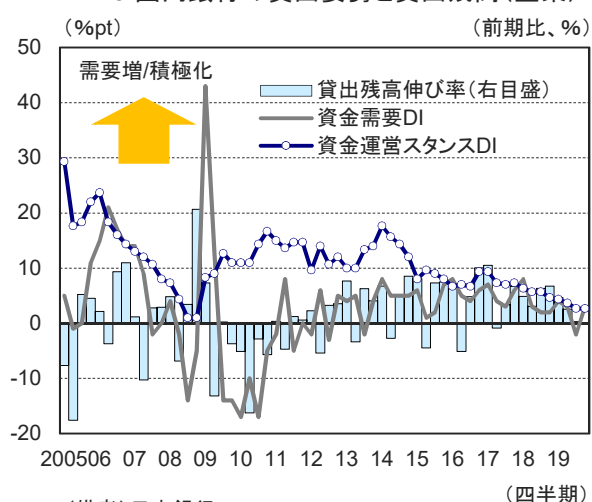
7. 中国の住宅価格



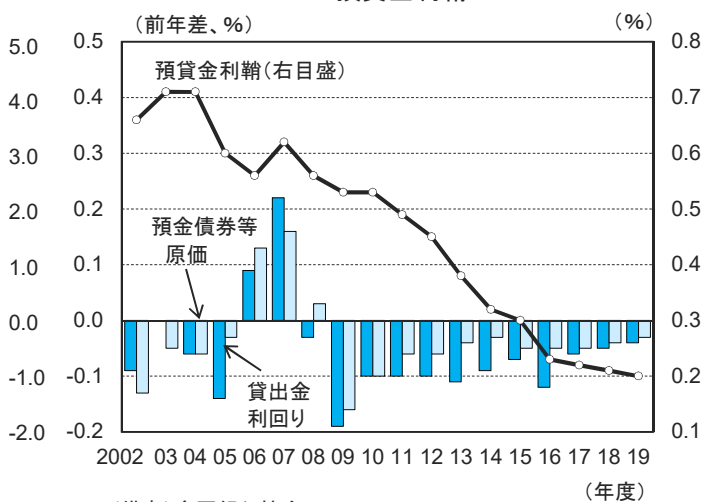
8. 国内の貸出先別貸出金残高



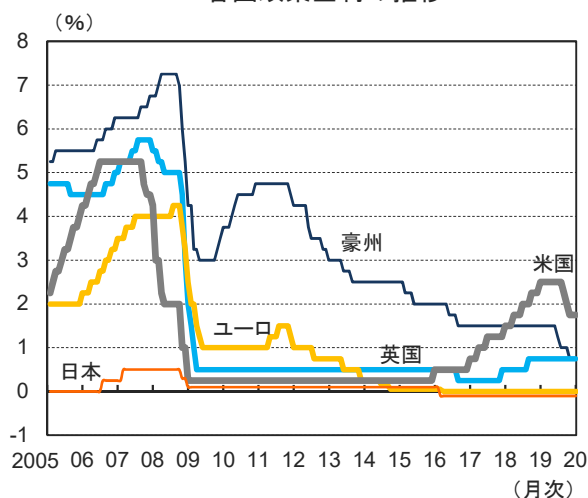
9. 国内銀行の貸出姿勢と貸出残高(企業)



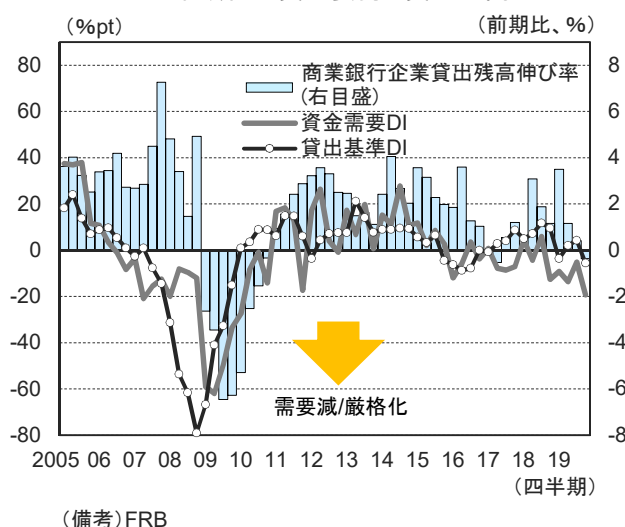
10. 預貸金利鞘



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

|        |         |                               |               | 2018年度<br>実績 | 対前年比   | 18年             |                 | 19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<br>生産量   | 6,186千t      | ▲4.2%  | △               | △               | △               | △               | ◎               | ○               | ○               | ◎               | ○               | ○               | ◎               | ○               | △               |
|        |         | 鉄鋼                            | 粗鋼生産量         | 102,888千t    | ▲1.9%  | △               | △               | △               | △               | △               | △               | △               | ○               | △               | △               | △               | △               | ▲ <sup>10</sup> |
|        |         | 紙・パルプ                         | 紙・板紙<br>生産量   | 26,028千t     | ▲1.4%  | △               | △               | ○               | △               | △               | △               | △               | △               | ○               | △               | △               | △               | △               |
|        | 加工組立型産業 | 自動車                           | 国内生産台数        | 9,749千台      | 3.4%   | ○               | △               | ○               | ○               | △               | ○               | ○               | △               | ◎               | △               | ○               | ▲ <sup>10</sup> | -               |
|        |         | 工作機械                          | 受注額           | 16,891億円     | ▲5.1%  | ▲ <sup>10</sup> | ▲ <sup>10</sup> | ▲ <sup>10</sup> | ▲ <sup>20</sup> | ▲ <sup>20</sup> | ▲ <sup>30</sup> | ▲ <sup>20</sup> | ▲ <sup>30</sup> | ▲ <sup>30</sup> | ▲ <sup>30</sup> | ▲ <sup>30</sup> | ▲ <sup>30</sup> | ▲ <sup>30</sup> |
|        |         | 産業機械                          | 受注額           | 52,276億円     | 6.1%   | ◎               | △               | ◎               | ▲ <sup>10</sup> | ◎               | ▲ <sup>20</sup> | ▲ <sup>20</sup> | ▲ <sup>20</sup> | ▲ <sup>10</sup> | ◎               | ○               | ◎               | ▲ <sup>30</sup> |
|        |         | 電気機械                          | 生産額合計         | 184.237億円    | ▲4.9%  | △               | ▲ <sup>10</sup> | △               | △               | △               | △               | △               | △               | △               | △               | ○               | ▲ <sup>10</sup> | △               |
|        |         | (うち電子部品・<br>デバイス)             | 生産額合計         | 67,206億円     | ▲12.1% | ▲ <sup>10</sup> | ▲ <sup>10</sup> | △               | △               | △               | △               | ▲ <sup>10</sup> | ▲ <sup>10</sup> | △               | △               | △               | ▲ <sup>10</sup> | △               |
|        |         | 半導体製造<br>装置                   | 日本製装置<br>販売額* | 22,799億円     | 15.2%  | ◎               | ○               | ○               | ▲ <sup>10</sup> | ▲ <sup>10</sup> | ▲ <sup>10</sup> | ▲ <sup>20</sup> | ▲ <sup>20</sup> | ▲ <sup>10</sup> | ▲ <sup>10</sup> | ▲ <sup>10</sup> | △               | △               |
|        | 非製造業    | 小売                            | 小売業販売額        | 1,452,260億円  | 1.6%   | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | △               | ○               | ○               | △               | △               |
| 外食     |         | 外食産業<br>売上高                   | 257,692億円     | 0.3%         | ○      | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | △               | ○               | ○               | △               | ○               |                 |
| 旅行・ホテル |         | 旅行業者<br>取扱高                   | 52,246億円      | 1.6%         | ○      | ○               | ○               | ○               | △               | ◎               | ○               | △               | △               | △               | ○               | △               | △               |                 |
| 貨物輸送   |         | JR貨物                          | 29,222千t      | ▲7.7%        | △      | △               | △               | △               | △               | △               | △               | △               | ◎               | ◎               | ◎               | ▲ <sup>10</sup> | △               |                 |
| 通信     |         | 携帯電話累計<br>契約数                 | 17,536万件      | 4.1%         | -      | ○               | -               | -               | ○               | -               | -               | ○               | -               | -               | ○               | -               | -               |                 |
| 情報サービス |         | 売上高                           | 117,286億円     | 2.8%         | ○      | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               | ○               |                 |
| 電力     |         | 販売電力量                         | 8,524億kWh     | ▲1.3%        | △      | △               | △               | △               | △               | ○               | ○               | △               | △               | △               | ○               | -               | -               |                 |
| 不動産    |         | 平均空室率<br>(東京都心5区大型<br>オフィスビル) | 2.23%         | 0.93pt<br>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3ヵ月移動平均。\*\*は2018年実績。\*\*\*は2018年度実績

#### 【概況】

11月は13業種中、3業種で増加または改善し、10業種で減少した。

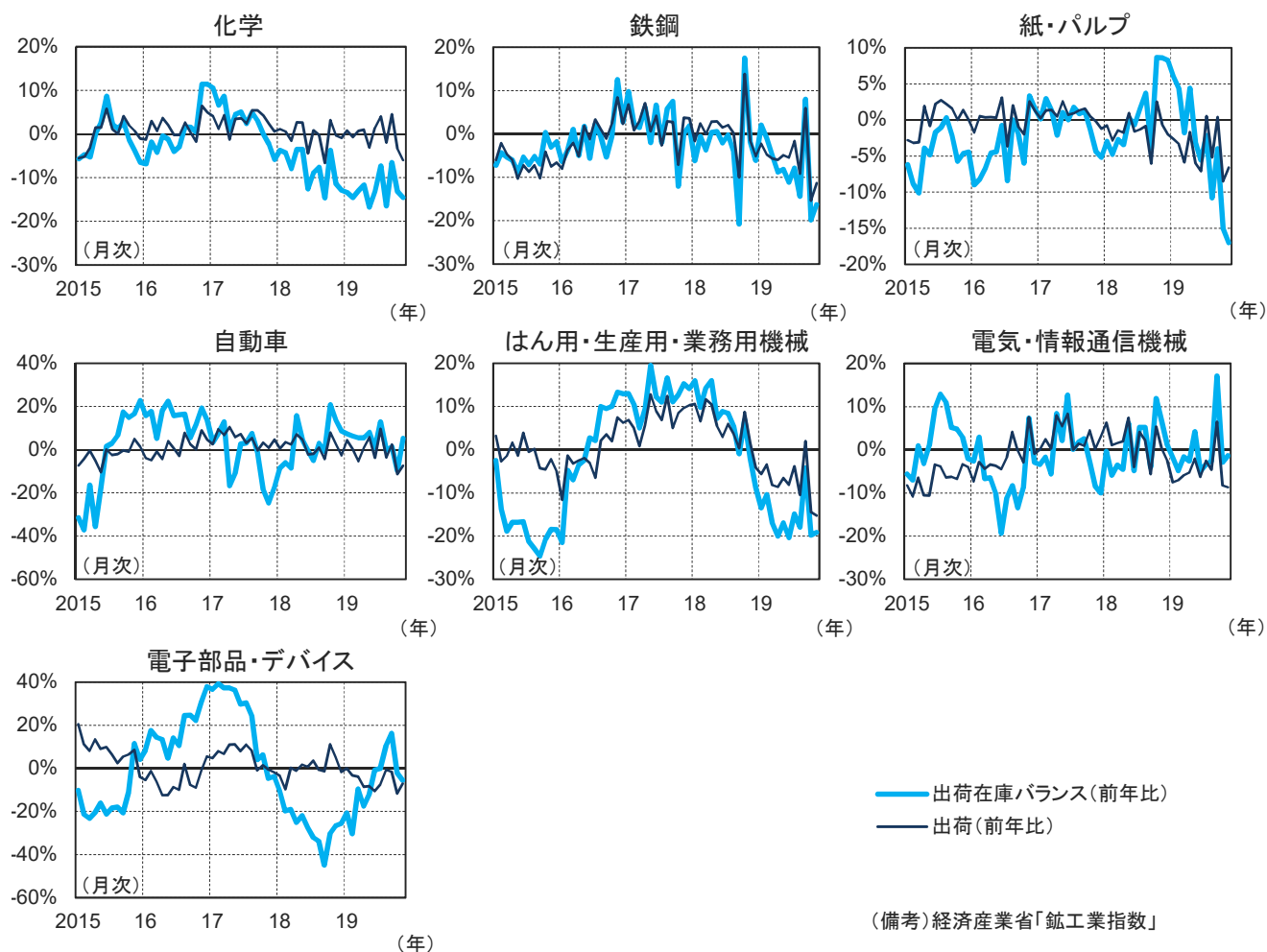
製造業は、全業種で減少した。

非製造業は、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）

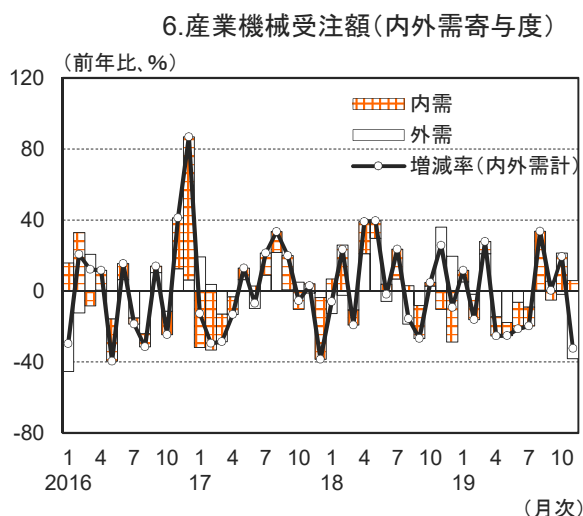
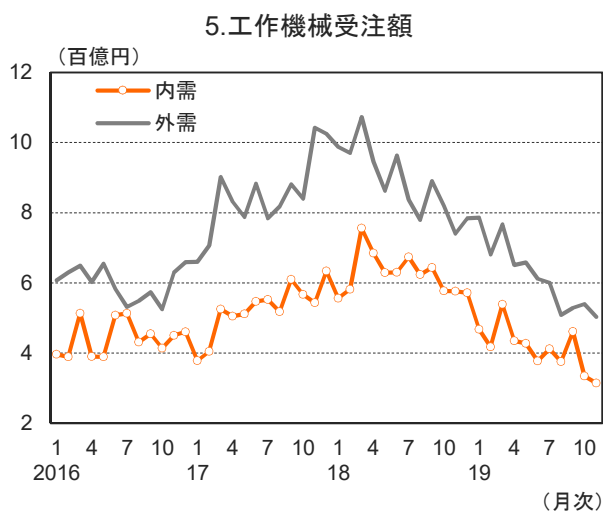
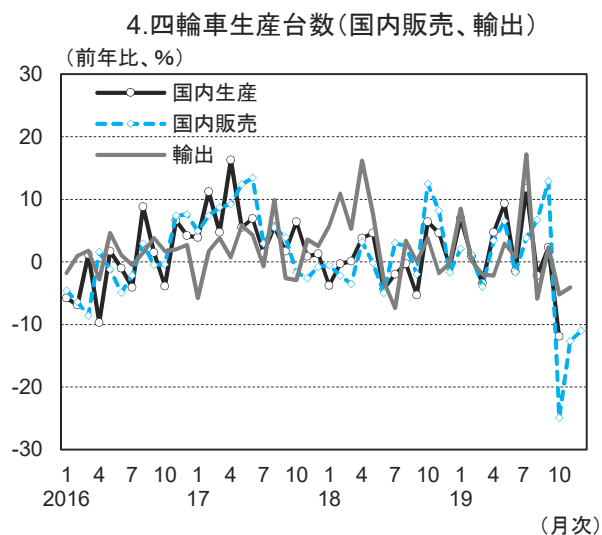
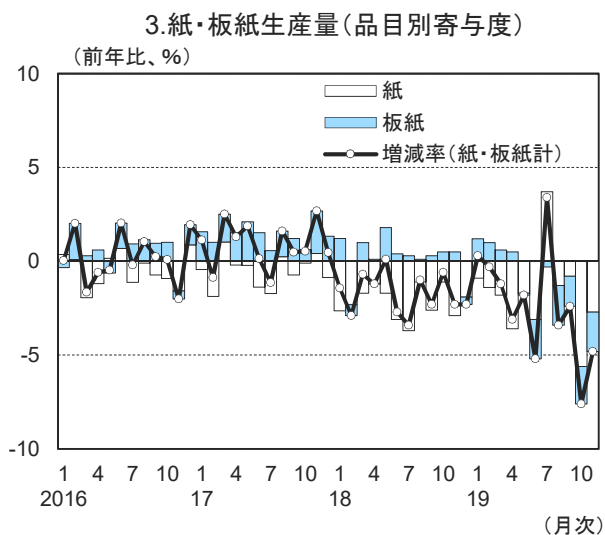
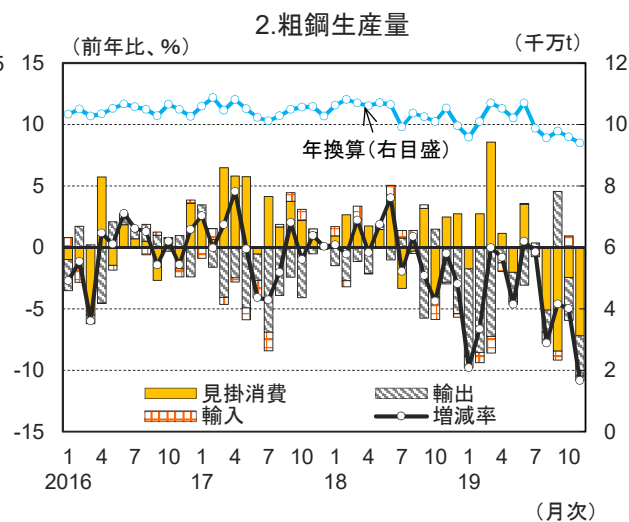
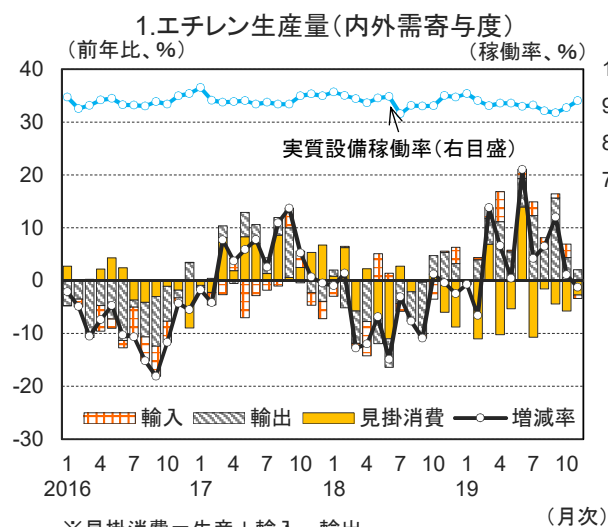
|         |                                           | 18年             |                 | 19年 |                 |    |    |    |                 |    |    |    |     |     |
|---------|-------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----|-----------------|----|----|----|-----------------|----|----|----|-----|-----|
|         |                                           | 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                                        | △               | △               | ○   | △               | △  | △  | △  | ▲               | △  | ▲  | ○  | ▲   | ▲   |
|         | 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<br>（工作機械、産業機械、半導体<br>製造装置等） | △               | △               | ▲   | ▲               | ▲  | ▲  | ▲  | ▲ <sup>20</sup> | ▲  | ▲  | △  | ▲   | ▲   |
|         | 電気・情報通信機械                                 | ○               | ○               | △   | △               | △  | △  | ○  | △               | △  | △  | ◎  | △   | △   |
|         | 電子部品・デバイス                                 | ▲ <sup>20</sup> | ▲ <sup>20</sup> | ▲   | ▲ <sup>30</sup> | △  | ▲  | ▲  | △               | △  | ◎  | ◎  | △   | △   |

（備考）各月欄の表示は以下の基準による

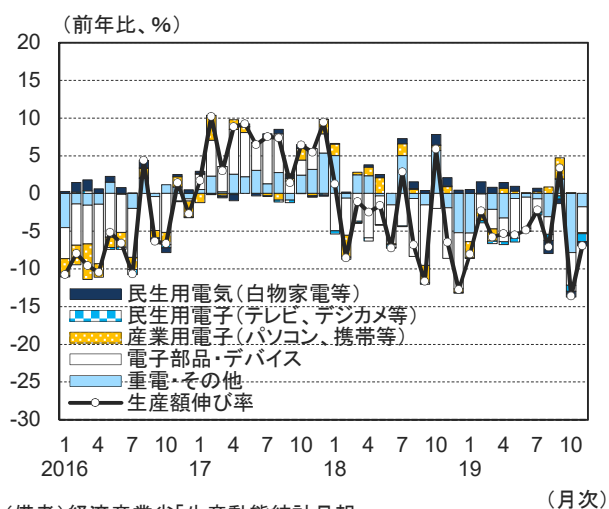
◎（前年比10%以上増）、○（同10%未満増）、△（同10%未満減）、▲（同二桁以上減。例：▲<sup>20</sup>（同20%以上30%未満減））



## 産業図表

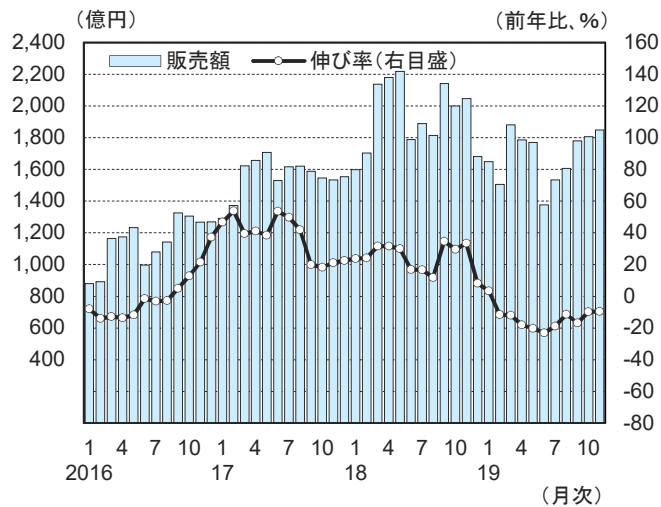


7.電気機械生産額(部門別寄与度)



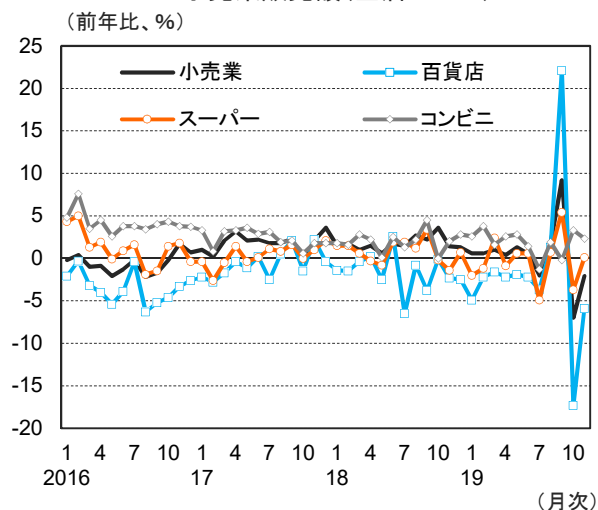
(備考) 経済産業省「生産動態統計月報」、  
 電子情報技術産業協会、日本電機工業会

8.日本製半導体製造装置販売額



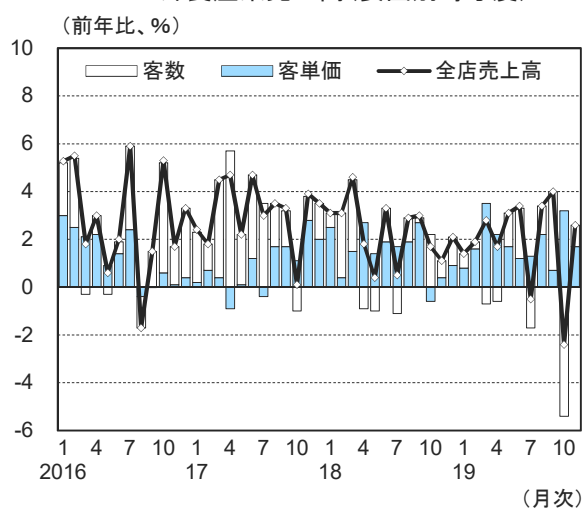
(備考) 日本半導体製造装置協会

9.小売業販売額(全店ベース)

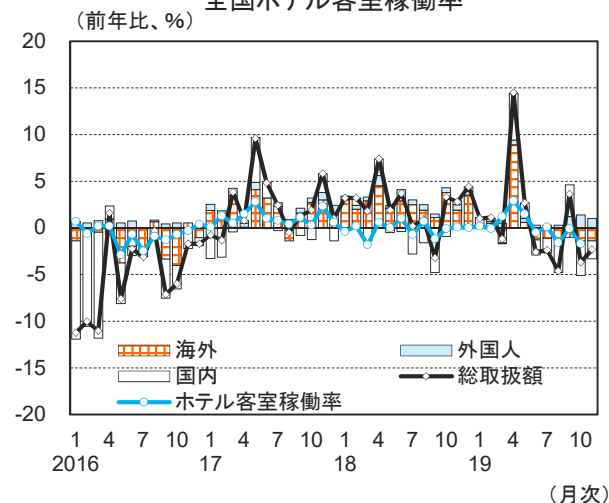


(備考) 経済産業省「商業動態統計」

10.外食産業売上高(要因別寄与度)

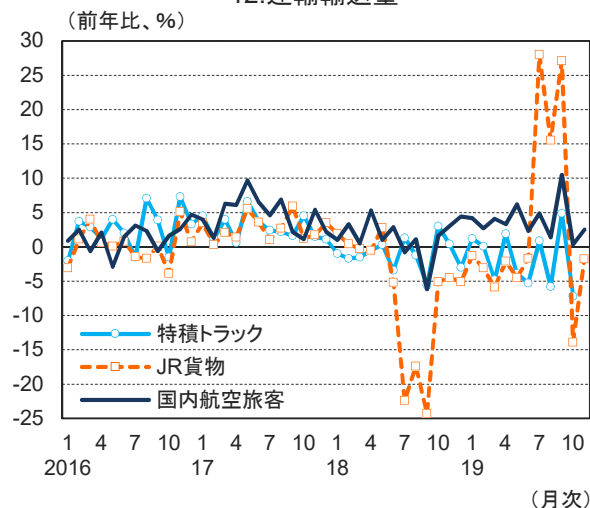


(備考) 日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」

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」

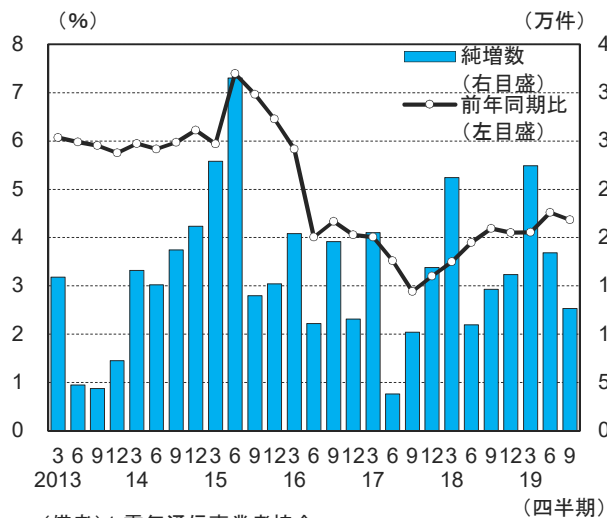
12.運輸輸送量



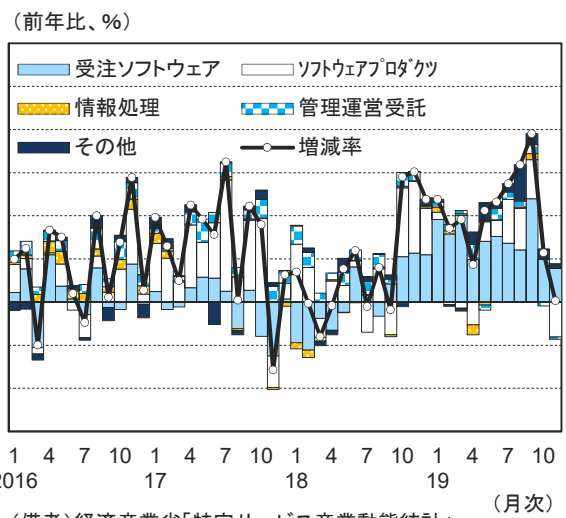
(備考) 国土交通省「トラック輸送情報」、各社ホームページ

## 産業図表

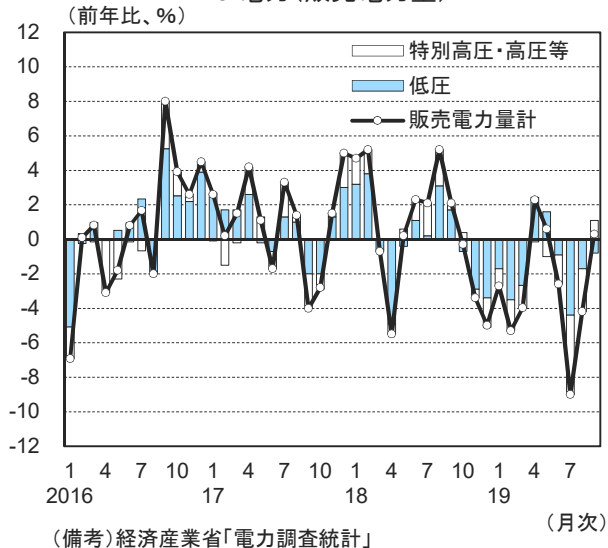
13.携帯電話契約数



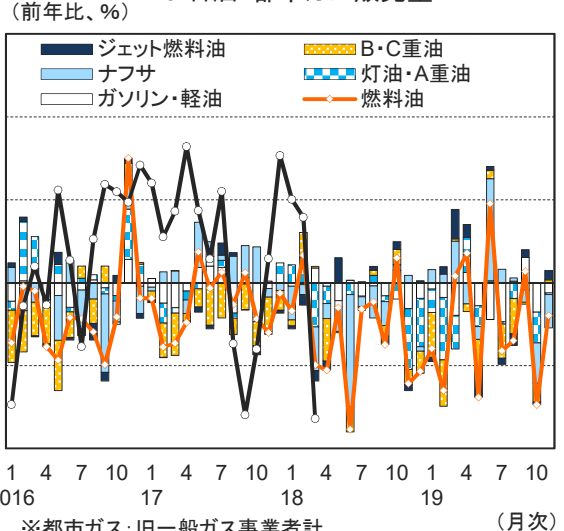
14.情報サービス売上高(部門別寄与度)



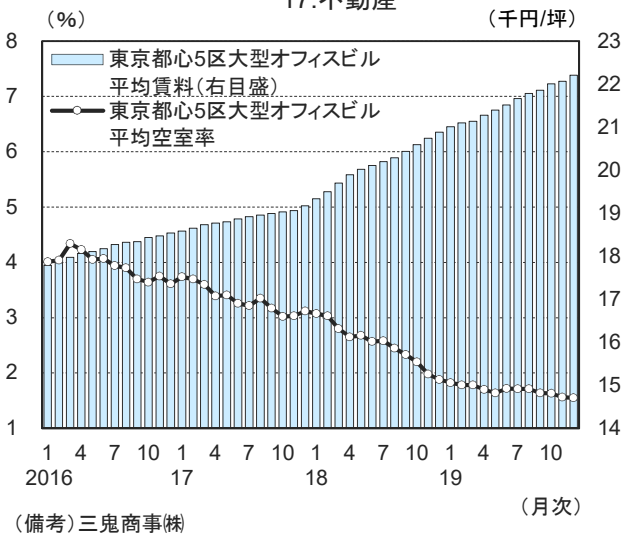
15.電力(販売電力量)



16.石油・都市ガス販売量



17.不動産



世界経済見通し

(単位: %)

| [2018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 |      |       |      |       |
|                     | 2019     |      | 2020  |      | 2021 | 2019     |      | 2020  |      | 2021 | 2018     |      | 2019  |      | 2020  |
|                     | 19/10    | 20/1 | 19/10 | 20/1 | 20/1 | 19/10    | 20/1 | 19/10 | 20/1 | 20/1 | 19/11    | 19/5 | 19/11 | 19/5 | 19/11 |
| 世界計                 | 3.0      | 2.9  | 3.4   | 3.3  | 3.4  | 3.4      | -    | 3.6   | -    | -    | 3.5      | 3.2  | 2.9   | 3.4  | 2.9   |
| 先進国・地域 [40.8]       | 1.7      | 1.7  | 1.7   | 1.6  | 1.6  | 1.5      | 1.4  | 1.8   | 1.7  | 1.9  | 2.3      | 1.8  | 1.7   | 1.8  | 1.6   |
| 1. 日本 [4.1]         | 0.9      | 1.0  | 0.5   | 0.7  | 0.5  | 1.0      | -    | 1.3   | -    | -    | 0.8      | 0.7  | 1.0   | 0.6  | 0.6   |
| 2. 米国 [15.2]        | 2.4      | 2.3  | 2.1   | 2.0  | 1.7  | 1.8      | -    | 2.3   | -    | -    | 2.9      | 2.8  | 2.3   | 2.3  | 2.0   |
| 3. カナダ [1.4]        | 1.5      | 1.5  | 1.8   | 1.8  | 1.8  | 2.0      | -    | 2.0   | -    | -    | 1.9      | 1.3  | 1.5   | 2.0  | 1.6   |
| EU [16.3]           | 1.5      | -    | 1.6   | -    | -    | 1.5      | -    | 1.7   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 4. イギリス [2.2]       | 1.2      | 1.3  | 1.4   | 1.4  | 1.5  | 1.8      | -    | 1.9   | -    | -    | 1.4      | 1.2  | 1.2   | 1.0  | 1.0   |
| 5. ドイツ [3.2]        | 0.5      | 0.5  | 1.2   | 1.1  | 1.4  | 1.5      | -    | 1.7   | -    | -    | 1.5      | 0.7  | 0.6   | 1.2  | 0.4   |
| 6. フランス [2.2]       | 1.2      | 1.3  | 1.3   | 1.3  | 1.3  | 1.2      | -    | 1.3   | -    | -    | 1.7      | 1.3  | 1.3   | 1.3  | 1.2   |
| 7. イタリア [1.8]       | 0.0      | 0.2  | 0.5   | 0.5  | 0.7  | 0.7      | -    | 1.0   | -    | -    | 0.7      | 0.0  | 0.2   | 0.6  | 0.4   |
| 8. オーストラリア [1.0]    | 1.7      | -    | 2.3   | -    | -    | 1.6      | -    | 1.8   | -    | -    | 2.7      | 2.3  | 1.7   | 2.5  | 2.3   |
| 9. ニュージーランド [0.1]   | 2.5      | -    | 2.7   | -    | -    | 1.4      | -    | 1.9   | -    | -    | 2.8      | 2.6  | 2.7   | 2.5  | 2.5   |
| 10. 香港 [0.4]        | 0.3      | -    | 1.5   | -    | -    | 3.0      | -    | 2.6   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 11. シンガポール [0.4]    | 0.5      | -    | 1.0   | -    | -    | 0.7      | -    | 1.0   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 12. 台湾 [0.9]        | 2.0      | -    | 1.9   | -    | -    | 0.8      | -    | 1.1   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 13. 韓国 [1.7]        | 2.0      | -    | 2.2   | -    | -    | 0.5      | -    | 0.9   | -    | -    | 2.7      | 2.4  | 2.0   | 2.5  | 2.3   |
| 新興市場国と発展途上国 [59.2]  | 3.9      | 3.7  | 4.6   | 4.4  | 4.6  | 4.7      | 5.1  | 4.8   | 4.6  | 4.5  | -        | -    | -     | -    | -     |
| アジア [33.2]          | 5.9      | 5.6  | 6.0   | 5.8  | 5.9  | 2.7      | -    | 3.0   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 14. 中国 [18.7]       | 6.1      | 6.1  | 5.8   | 6.0  | 5.8  | 2.3      | -    | 2.4   | -    | -    | 6.6      | 6.2  | 6.2   | 6.0  | 5.7   |
| 15. マレーシア [0.7]     | 4.5      | -    | 4.4   | -    | -    | 1.0      | -    | 2.1   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 16. タイ [1.0]        | 2.9      | -    | 3.0   | -    | -    | 0.9      | -    | 0.9   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 17. フィリピン [0.7]     | 5.7      | -    | 6.2   | -    | -    | 2.5      | -    | 2.3   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 18. インドネシア [2.6]    | 5.0      | -    | 5.1   | -    | -    | 3.2      | -    | 3.3   | -    | -    | 5.2      | 5.1  | 5.0   | 5.1  | 5.0   |
| 19. ベトナム [0.5]      | 6.5      | -    | 6.5   | -    | -    | 3.6      | -    | 3.7   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 20. ブルネイ [0.0]      | 1.8      | -    | 4.7   | -    | -    | 0.1      | -    | 0.2   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 21. カンボジア [0.1]     | 7.0      | -    | 6.8   | -    | -    | 2.2      | -    | 2.5   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 22. ラオス [0.0]       | 6.4      | -    | 6.5   | -    | -    | 3.1      | -    | 3.3   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 23. ミャンマー [0.2]     | 6.2      | -    | 6.3   | -    | -    | 7.8      | -    | 6.7   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 24. インド [7.7]       | 6.1      | 4.8  | 7.0   | 5.8  | 6.5  | 3.4      | -    | 4.1   | -    | -    | 6.8      | 7.2  | 5.8   | 7.4  | 6.2   |
| 25. バングラデシュ [0.6]   | 7.8      | -    | 7.4   | -    | -    | 5.5      | -    | 5.5   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 中東・中央アジア [8.2]      | 0.9      | 0.8  | 2.9   | 2.8  | 3.2  | 8.2      | -    | 9.1   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 26. パキスタン [0.8]     | 3.3      | -    | 2.4   | -    | -    | 7.3      | -    | 13.0  | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 27. サウジアラビア [1.4]   | 0.2      | 0.2  | 2.2   | 1.9  | 2.2  | ▲1.1     | -    | 2.2   | -    | -    | -        | 2.5  | 0.2   | 1.9  | 1.4   |
| 28. イラン [1.2]       | ▲9.5     | -    | 0.0   | -    | -    | 35.7     | -    | 31.0  | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 29. エジプト [1.0]      | 5.5      | -    | 5.9   | -    | -    | 13.9     | -    | 10.0  | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| ヨーロッパ [7.2]         | 1.8      | 1.8  | 2.5   | 2.6  | 2.5  | 6.8      | -    | 5.6   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 30. トルコ [1.7]       | 0.2      | -    | 3.0   | -    | -    | 15.7     | -    | 12.6  | -    | -    | 2.8      | ▲2.6 | 0.3   | 1.6  | 3.0   |
| 31. ロシア [3.1]       | 1.1      | 1.1  | 1.9   | 1.9  | 2.0  | 4.7      | -    | 3.5   | -    | -    | 2.3      | 1.4  | 1.1   | 2.1  | 1.6   |
| ラテンアメリカ・カリブ諸国 [7.5] | 0.2      | 0.1  | 1.8   | 1.6  | 2.3  | 7.2      | -    | 6.7   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 32. メキシコ [1.9]      | 0.4      | 0.0  | 1.3   | 1.0  | 1.6  | 3.8      | -    | 3.1   | -    | -    | 2.0      | 1.6  | 0.2   | 2.0  | 1.2   |
| 33. アルゼンチン [0.7]    | ▲3.1     | -    | ▲1.3  | -    | -    | 54.4     | -    | 51.0  | -    | -    | ▲2.5     | ▲1.8 | ▲3.0  | 2.1  | ▲1.7  |
| 34. ブラジル [2.5]      | 0.9      | 1.2  | 2.0   | 2.2  | 2.3  | 3.8      | -    | 3.5   | -    | -    | 1.1      | 1.4  | 0.8   | 2.3  | 1.7   |
| サハラ以南アフリカ [3.0]     | 3.2      | 3.3  | 3.6   | 3.5  | 3.5  | 8.4      | -    | 8.0   | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |
| 35. 南アフリカ [0.6]     | 0.7      | 0.4  | 1.1   | 0.8  | 1.0  | 4.4      | -    | 5.2   | -    | -    | 0.7      | 1.2  | 0.5   | 1.7  | 1.2   |
| 36. ナイジェリア [0.9]    | 2.3      | 2.3  | 2.5   | 2.5  | 2.5  | 11.3     | -    | 11.7  | -    | -    | -        | -    | -     | -    | -     |

(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<br>ESPフォーキャスト調査 |                  |                  |
|-------------|-------------|-------------|------|----------------------------|------------------|------------------|
|             | 2019年度(%程度) | 2020年度(%程度) |      | 2019年度(%)                  | 2020年度(%)        | 2021年度(%)        |
|             | 2019/7      | 2020/1      |      | 2020/1                     |                  |                  |
| 国内総生産・実質    | 0.9         | 0.9         | 1.4  | 0.88                       | 0.51             | 0.68             |
| 民間最終消費支出    | 0.9         | 0.6         | 1.0  | 0.39                       | 0.17             | 0.56             |
| 民間住宅        | 0.6         | 1.5         | ▲1.9 | 1.58                       | ▲2.43            | 0.12             |
| 民間企業設備      | 2.5         | 2.2         | 2.7  | 2.13                       | 0.92             | 1.27             |
| 政府支出        | 1.3         | 1.6         | 1.8  | 2.34                       | 1.05             | 0.75             |
| 財貨・サービスの輸出  | 0.5         | ▲1.2        | 2.4  | ▲1.35                      | 1.43             | 2.04             |
| 財貨・サービスの輸入  | 2.3         | 0.3         | 3.1  | 0.27                       | 1.13             | 1.87             |
| 内需寄与度       | 1.2         | 1.2         | 1.5  | -                          | -                | -                |
| 外需寄与度       | ▲0.3        | ▲0.3        | ▲0.1 | -                          | -                | -                |
| 国内総生産・名目    | 1.7         | 1.8         | 2.1  | 1.56                       | 1.07             | 1.09             |
| 完全失業率       | 2.3         | 2.3         | 2.3  | 2.35                       | 2.41             | 2.38             |
| 雇用者数        | 1.0         | 1.0         | 0.6  | -                          | -                | -                |
| 鉱工業生産指数     | 1.4         | ▲1.7        | 2.1  | ▲2.46                      | 0.33             | 1.20             |
| 国内企業物価指数    | 1.1         | 0.3         | 1.0  | -                          | -                | -                |
| 消費者物価指数(総合) | 0.7         | 0.6         | 0.8  | 0.20<br>(除く生鮮食品)           | 0.16<br>(除く生鮮食品) | 0.61<br>(除く生鮮食品) |
| GDPデフレーター   | 0.8         | 0.9         | 0.8  | -                          | -                | -                |

(備考) 1.内閣府「令和2年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」(2020年1月20日閣議決定)、「令和元年度 内閣府年央試算」(2019年7月29日)、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(2020年1月15日)

2.「ESPフォーキャスト調査」の2019、2020、2021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(2020/1)

|                    | 2019年度(%)        | 2020年度(%)        | 2021年度(%)        |
|--------------------|------------------|------------------|------------------|
| 国内総生産・実質           | 0.8~0.9(0.6~0.7) | 0.8~1.1(0.6~0.9) | 1.0~1.3(0.9~1.2) |
| 消費者物価指数・総合(除く生鮮食品) | 0.4~0.5(0.4~0.6) | 0.9~1.0(0.7~1.1) | 1.2~1.6(1.2~1.7) |

(備考) 1.日本銀行「経済・物価情勢の展望」 2.( )は前回

3.2019、2020年度の消費者物価指数・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)

| 全規模合計            |     | 2019/9調査 |     | 2019/12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 | 8        | 2   | 4         | ▲4  | 0   | ▲4  |
| 生産・営業用設備(過剰-不足)  | 全産業 | ▲3       | ▲4  | ▲3        | 0   | ▲4  | ▲1  |
| 雇用人員判断(過剰-不足)    | 全産業 | ▲32      | ▲35 | ▲31       | 1   | ▲33 | ▲2  |
| 資金繰り(楽である-苦しい)   | 全産業 | 16       |     | 16        | 0   |     |     |
| 金融機関貸出態度(緩い-厳しい) | 全産業 | 23       |     | 23        | 0   |     |     |
| 借入金利水準(上昇-低下)    | 全産業 | ▲2       | 3   | ▲1        | 1   | 3   | 4   |

(前年度比、%)

| 全規模合計 |                       |     | 2019/12調査 |     |     |            |      |       |
|-------|-----------------------|-----|-----------|-----|-----|------------|------|-------|
|       |                       |     | 2018年度    |     |     | 2019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 | 2.5       |     |     | ▲0.1       | ▲0.8 |       |
|       | 経常利益                  | 全産業 | 0.4       |     |     | ▲7.5       | ▲0.9 |       |
|       | 売上高経常利益率<br>(%、%ポイント) | 全産業 | 5.71      |     |     | 5.28       |      | ▲0.01 |

(備考) 日本銀行「第183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<br>時 点 | 業 種     | 回 答<br>会社数 | 設備投資額前年度比 |        |               | 備 考<br>(対象企業等)         |
|------------------|--------------|------------|---------|------------|-----------|--------|---------------|------------------------|
|                  |              |            |         |            | 2018年度    | 2019年度 | 2020年度        |                        |
| 大<br>企<br>業      | 日本政策<br>投資銀行 | 2019/6     | 全 産 業   | 2,016      | 11.4      | 11.5   | ▲5.2          | 資本金10億円以上              |
|                  |              |            | 製 造 業   | 983        | 12.8      | 13.5   | ▲6.9          |                        |
|                  |              |            | 非製造業    | 1,033      | 10.7      | 10.5   | ▲3.9          |                        |
|                  | 日本銀行         | 2019/12    | 全 産 業   | 1,909      | 7.3       | 6.8    | －             | 資本金10億円以上              |
|                  |              |            | 製 造 業   | 1,000      | 7.0       | 11.3   | －             |                        |
|                  |              |            | 非製造業    | 909        | 7.4       | 4.3    | －             |                        |
|                  | 日本経済<br>新聞社  | 2019/10    | 全 産 業   | 1,098      | 9.4       | 8.6    | －             | 上場企業と資本金1億円<br>以上の有力企業 |
|                  |              |            | 製 造 業   | 592        | 10.4      | 9.5    | －             |                        |
|                  |              |            | 非製造業    | 506        | 7.9       | 7.5    | －             |                        |
|                  | 内閣府<br>財務省   | 2019/11    | 全 産 業   | 4,036      | －         | 11.5   | －             | 資本金10億円以上              |
|                  |              |            | 製 造 業   | 1,407      | －         | 10.3   | －             |                        |
|                  |              |            | 非製造業    | 2,629      | －         | 12.3   | －             |                        |
| 中<br>堅<br>企<br>業 | 日本銀行         | 2019/12    | 全 産 業   | 2,712      | 8.3       | ▲ 4.5  | －             | 資本金1億円以上10億円未満         |
|                  |              |            | 製 造 業   | 1,034      | 6.4       | ▲ 2.8  | －             |                        |
|                  |              |            | 非製造業    | 1,678      | 9.5       | ▲ 5.6  | －             |                        |
|                  | 内閣府<br>財務省   | 2019/11    | 全 産 業   | 3,094      | －         | ▲ 0.1  | －             | 資本金1億円以上10億円未満         |
|                  |              |            | 製 造 業   | 897        | －         | 4.2    | －             |                        |
|                  |              |            | 非製造業    | 2,197      | －         | ▲ 2.4  | －             |                        |
| 中<br>小<br>企<br>業 | 日本銀行         | 2019/12    | 全 産 業   | 5,060      | 2.6       | ▲ 2.2  | －             | 資本金2千万円以上1億円未満         |
|                  |              |            | 製 造 業   | 1,960      | 17.2      | 0.5    | －             |                        |
|                  |              |            | 非製造業    | 3,100      | ▲ 4.4     | ▲ 3.8  | －             |                        |
|                  | 内閣府<br>財務省   | 2019/11    | 全 産 業   | 4,360      | －         | ▲ 7.6  | －             | 資本金1千万円以上1億円未満         |
|                  |              |            | 製 造 業   | 1,436      | －         | ▲ 2.7  | －             |                        |
|                  |              |            | 非製造業    | 2,924      | －         | ▲ 9.9  | －             |                        |
| 日本政策<br>金融公庫     | 2019/9       | 製 造 業      | 8,144   | 7.1        | 3.4       | －      | 従業員数 20人～299人 |                        |
|                  |              |            |         |            |           |        |               |                        |
| 金<br>融           | 日本銀行         | 2019/12    | (上記の外数) | 207        | ▲ 6.3     | 14.2   | －             | [短 観]                  |
|                  | 内閣府<br>財務省   | 2019/11    | (上記の内数) | －          | －         | 11.5   | －             | [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



## 「今月のトピックス」 バックナンバー(2019年7・8月号掲載分～)

### 掲 載 号

- |          |                                                                  |
|----------|------------------------------------------------------------------|
| 2020.1   | 中国ニューリテールとロジスティクス・イノベーション                                        |
| 2019.12  | 我が国におけるプラスチック資源循環ビジネスのフロンティア<br>～海洋プラスチック問題の解決に向けたケミカルリサイクルの可能性～ |
| 2019.12  | 倒産は今後増加するのか                                                      |
| 2019.12  | 米中対立下の東南アジア経済                                                    |
| 2019.11  | 続・MaaS(Mobility as a Service)の現状と展望<br>～「日本版MaaS」の実現に向けて～        |
| 2019.11  | 増税を迎えた消費の点検                                                      |
| 2019.11  | 円高懸念と経済へのインパクト                                                   |
| 2019.10  | 縮小する中国の経常黒字                                                      |
| 2019.10  | QRコード決済などで加速するキャッシュレス                                            |
| 2019.10  | ジョンソン首相が強行する合意なき離脱                                               |
| 2019.9   | 2018・2019・2020年度設備投資計画調査結果概要                                     |
| 2019.9   | 最低賃金引き上げの是非                                                      |
| 2019.9   | 韓国経済の変調と日韓対立                                                     |
| 2019.7・8 | 着実な進歩がみられるインダストリー4.0<br>～ハノーバーメッセ2019調査報告～                       |

次号「DBJ Monthly Overview」(3月号)は、2020年3月上旬に発行の予定です。

©Development Bank of Japan Inc. 2020

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)

---