

Market Flash

世界経済情勢
～政治難局、but、経済好調～

2017.07&8



日本アルプス電子 株式会社
NIHON ALPS ELECTRONICS CO.,LTD.



暑中お見舞い 申し上げます



平素は格別のお引き立てにあずかり、誠にありがとうございます。

連日の酷暑ですが、くれぐれもご自愛のほどお祈り申し上げます。

今後共なお一層ご愛顧のほどよろしくお願い申し上げます。



Market Flash

足元の経済情勢



米国ではトランプ大統領の公約政策が全く実現されていないにもかかわらず、経済状態は極めて良好で金利引き上げ途上にある。

日本では、加計学園、森友学園問題で安倍政権の支持率は過去最低にもかかわらず日本経済は順調に回復している。

EUでは、英国の離脱問題の先行きも全く見えず、やや薄らいだとはいえ右派の台頭懸念はまだある中で、ドイツを始め経済状況は内外需とも好調で、ECBの出口戦略議論も出始めている。

中国では、秋の一大イベントに向け習近平体制固めに躍起になっている中、経済状態は表面的には一時の懸念は払拭された状態にある。

どこもかしこも政治家は経済に対しては無力であり、自身の立場を繕うことばかり考えている。

今月は、各地域の経済状況を確認して見ることにした。

最長の景気拡大期 ～日本経済～

日本経済は緩やかに回復している。まずは日銀短観から全体像をみてみよう。

6月の日銀短観の内容を見ると、**日本経済は引き続き緩やかな拡大を続けている**。特に、**製造業・非製造業と規模を問わずに業況感が改善した**点が注目される。先行きの業況感に対して企業は慎重姿勢を維持しているものの、足下の経済・金融環境を踏まえると今後も景気拡大は継続するものと思われる。

大企業製造業の「業況判断 DI(最近)」は+17%pt と前回(+12%pt)から改善し、市場コンセンサス(+15%pt)を上回った。海外経済の回復が続く中で、為替レートが2016年11月以降に円安方向に振れた効果が続いていることなどがプラスに作用し、3四半期連続の改善となった。大企業非製造業の「業況判断 DI(最近)」は+23%pt と前回調査(+20%pt)から改善し、市場コンセンサス(+23%pt)通りとなった。

今回の短観では、製造業のうち素材業種、加工業種ともに改善した点も注目される。

素材業種は+17%pt と前回(+12%pt)から改善し、改善は5四半期連続となった。個別業種では、「木材・木製品」以外の業種が全て改善するなど、改善の動きに広がりが見られる。

加工業種は+17%pt(前回+12%pt)と4四半期連続で改善した。個別業種では、「はん用機械」「生産用機械」「業務用機械」「電気機械」などに**業況感が改善した**点が注目される。「電気機械」に関しては、円安の効果が続いていることに加えて、アジア向け電子部品輸出が高水準を維持していることなどがプラスに作用した。ただし、電子部品輸出に関しては、足下でやや弱さが見られる点には注意が必要だ。

他方、「自動車」は4四半期ぶりに悪化したものの、総じてみると横ばい圏となった。円安の効果が引き続き業況感の改善に作用した一方で、米国向け輸出の伸び悩みなどが重石となった格好だ。

Market Flash

足元の経済情勢 ～日本経済～



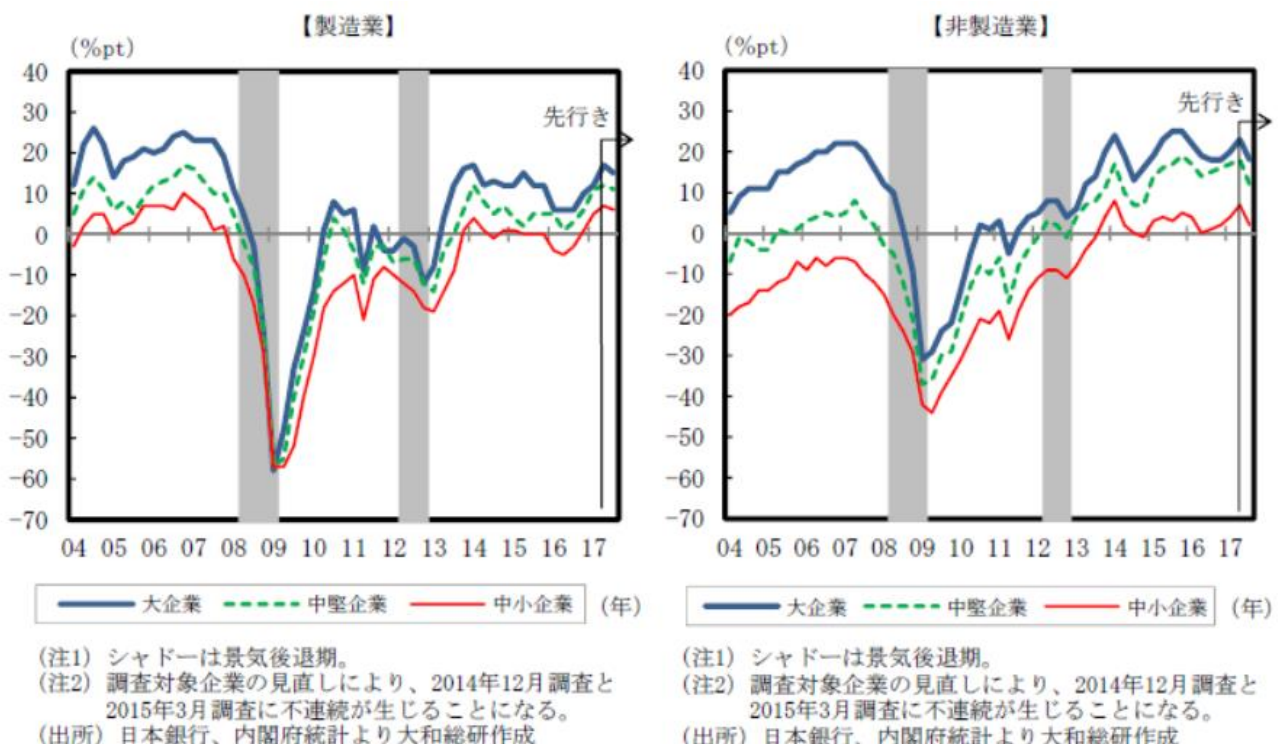
全規模全産業の2017年度の「設備投資計画(含む土地、除くソフトウェア)」は、前年度比+2.9%と増加する計画となり、市場コンセンサス(同+3.9%)を下回った。また、前回調査から公表が開始された研究開発投資額の修正状況について注目されていたが、大企業全産業は小幅ながら下方修正された。

このような数字から企業の将来に対する姿勢はまだ積極的にとはいえない状況である。

実際、「業況判断DI(先行き)」を見ると、大企業製造業が+15%pt(今回から▲2%pt悪化)、大企業非製造業は18%pt(今回から▲5%pt悪化)となった。

このような慎重姿勢の背景には、トランプ大統領の不安定な政権運営、北朝鮮問題など国際的政治リスクが大きく影響している。

中小企業の業況判断DI(最近)は、製造業は2%pt上昇の7%pt、非製造業は3%pt上昇の7%ptと、共に改善した。企業業績の改善が、徐々に中小企業にも浸透してきたと考えられる。



Market Flash

足元の経済情勢 ～日本経済～



設備投資については、日銀短観では緩やかに拡大しているが、将来についての見通しはまだ強くできないでいる状況が分かったが、最近のAI・IOTの急激な拡大によるハイテク、IT関連の生産・輸出は順調に拡大傾向にある。実際、世界の半導体製造装置の販売額を見ると急増していることがわかる(図表2)半導体装置の受注高／販売高を示すBBレシオは、2015年第3四半期(0.84)を底に2017年第1四半期には、1.29と1を超えて活況を示している。また、ロボットの輸出高を見ても、この1年国内出荷、輸出ともに急増しており(図表3)、日本及び世界でハイテク製品の投資や生産が急激に増加している。

これらの動きは、米国株式市場でのハイテク株の急騰にも表れている。AI・インターネット時代を代表するネット企業のネットフリックスやアマゾンの株価収益率(PER)は200倍前後と、90年代のITバブル時のアップルやインテルのピークを上回るようになっている。

<家計部門>

個人消費も緩やかに回復している。

雇用環境の改善がようやく所得面の拡大に結びついてきており、それが個人消費を持ち上げている

5月の消費活動指数は前月から0.5%低下したものの、4・5月平均では、1～3月期比+1.0%と高い伸びを示している。

実質消費支出も自動車の新車販売台数の持ち直しなどから前月比+0.7%と緩やかな増加が続いている。

今後も、雇用・所得環境が持ち直していることから個人消費も拡大が続くものと思われる。

<輸出>

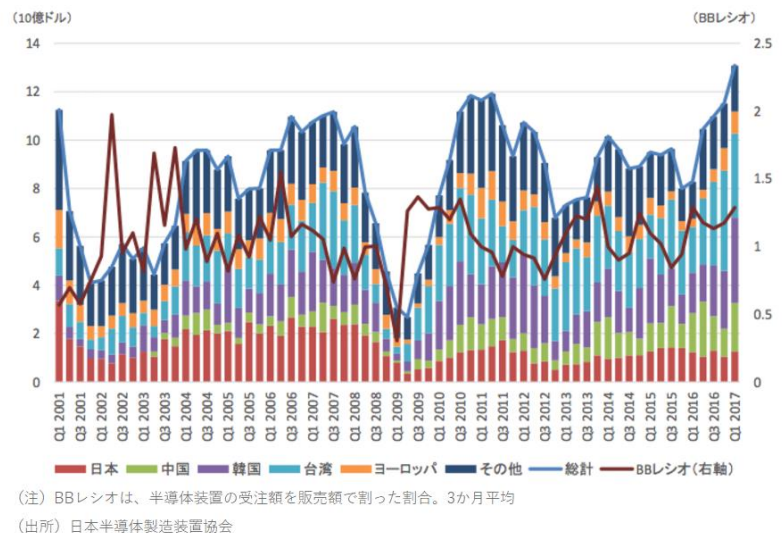
欧米中の経済の環境がやはり拡大していることから日本の輸出も緩やかに回復してきている。

5月の輸出数量指数は、前月比+0.4%と3か月ぶりにプラスに転じた。

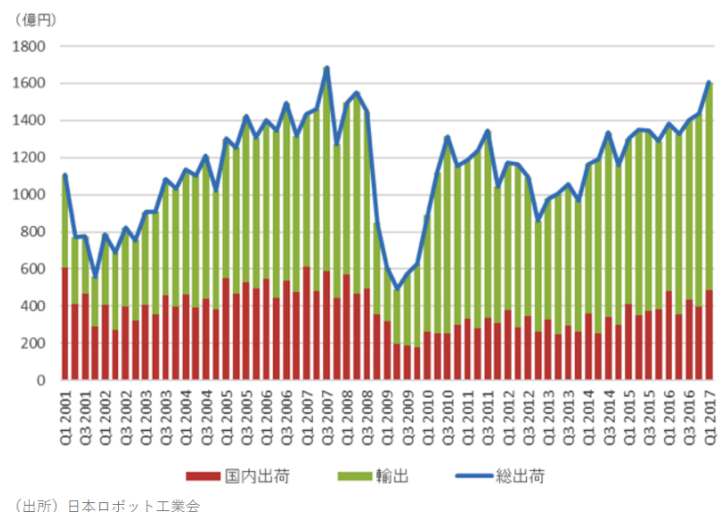
ただ、中国についてはやや弱含んでおり、全体としては、横ばい状況にあるようだ。

全体的に、企業の収益状況の好調で、手元資金は増加傾向が続いており、引き続き設備投資には積極的になっていくものと思われる。特に、AI・IOT関連の投資は、今出遅れてしまうと追いつけなくなるという懸念から積極姿勢は続くであろう。また、大型M&Aも増加していくものと思われる。

図表2：世界：半導体製造装置販売高とBBレシオ



図表3：日本：マニピュレータ、ロボット総出荷額の推移

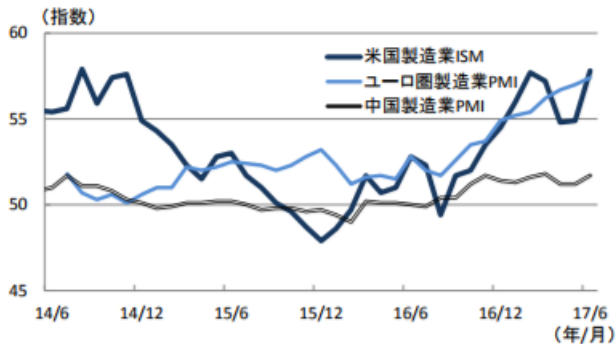


Market Flash

足元の経済情勢 ～日本経済～

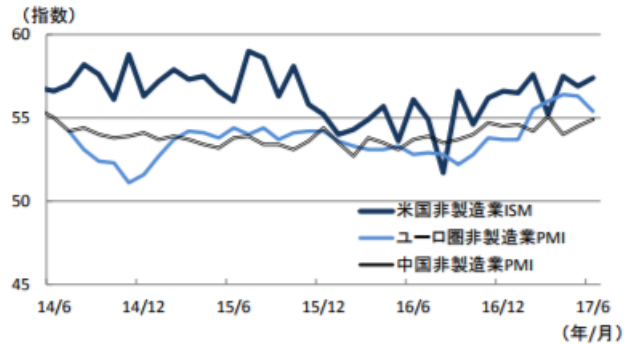


図表1 米欧中の景況感（製造業）



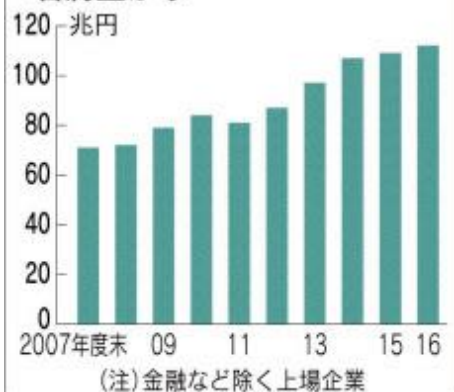
(注) 指数が50以上で景況感の回復、50未満で景況感の悪化を示唆。
(資料) 米サプライマネジメント協会、Markit、中国物流購買連合会より、みずほ総合研究所作成

図表2 米欧中の景況感（非製造業）

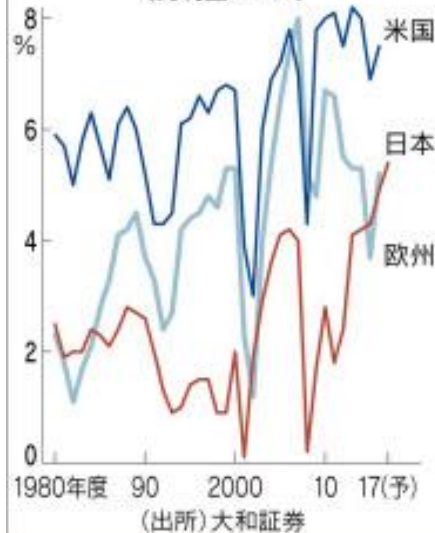


(注) 指数が50以上で景況感の回復、50未満で景況感の悪化を示唆。
(資料) 米サプライマネジメント協会、Markit、中国物流購買連合会より、みずほ総合研究所作成

手元資金は2012年度末から 右肩上がり



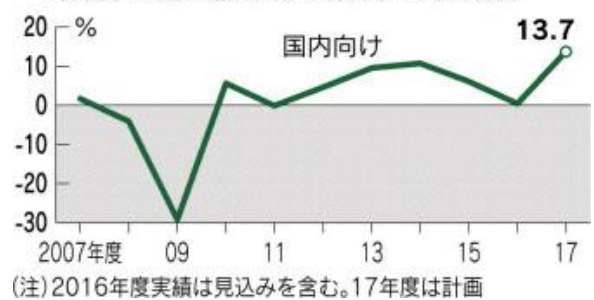
日本企業の利益率が高まっている (純利益ベース)



設備投資は4年ぶり2ケタ増



(注) 2002年度から連結ベース。08年度からファイナンスリースを含む。16年度実績は見込みを含む。17年度は計画



(注) 2016年度実績は見込みを含む。17年度は計画

Market Flash

足元の経済情勢



拡大続くも先行きは不安 ～米国経済～

米経済学者が主要紙の報道ぶりをもとに算出する世界の「**経済政策不確実性指数**」は、**トランプ氏が就任した1月に過去最高の312を記録した。だが6月には164まで低下し、昨年11月の米大統領選の直前に近い水準に戻っている。その是非は別として、市場には「トランプ慣れ」の兆候さえ見て取れる。**

米国内では、オバマケアの全面撤退がうまくいかず、代替案についても共和党内で反対者が出ていったん議会に提出した草案を取り消しせざるを得なかったなど全くうまくいっていない。

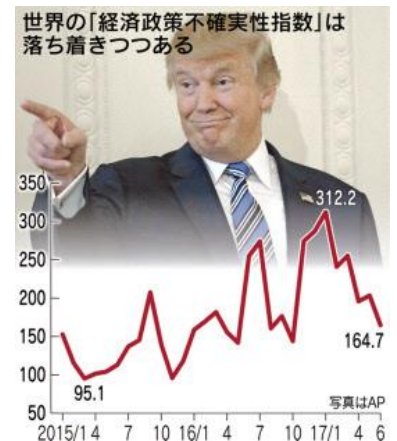
公約に掲げた政策については次々と大統領令を出したものの、実際に実行されているのは極わずか。**大型減税や大型公共投資に対する期待感で株式市場だけが先取りして急上昇している状況である。**

このように政策実が実現していない中での金融市場の膨張にFRBも警戒をしている。

6月27日イエレン議長は、「**資産のバリュエーションは、PER(株価収益率)といった一部の伝統的尺度を使えば幾分高く見える。ただし、適切なバリュエーションについて論評するつもりはない**」とやや控えめに言っているものの、同日に副議長であるフィッシャー氏やサンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁までもが口をそろえて同様の「**株式市場は割高**」ということを述べていることをみれば、かなり心配していることがうかがえる。

かつて、ITバブルが始まってから当時のグリーンズパン議長が「**根拠なき熱狂**」と株式市場を表し警告を発してから数年後にバブルが崩壊し株式市場は1/5に急落したのである。

今回の株式市場の上昇もやや似ている面がある。トランプ大統領になってから大型減税や大型公共投資などが期待されているもののどの政策もまだ議会承認されていない。まさに、「**根拠なき熱狂**」に近い状態である。



米国経済の全体的には雇用環境は非常にタイトで、ほぼ完全雇用状態にあり、賃金の上昇による個人消費は非常に顕著である。

企業業績も底堅さを維持している。6月の製造業景気指数は57.8で、前月の54.9から上昇し、2014年8月以来、約3年ぶりの高水準となった。市場予想の55.2も上回った。内訳では、新規受注が63.5と、前月の59.5から上昇。雇用も57.2と、前月の53.5から上昇した。(前頁の図表1)業種別では18業種中15業種が「業況改善」を報告した。

個人消費は、5月の新車販売台数は年率1,666万台となり3か月連続で1,700万台の水準を割り込んだ。小売売上高もほぼ横ばい状況であるが、無店舗販売が順調であり全体的には拡大が続いている。

米国経済は、数字的には順調に拡大しているようではあるが、設備投資などの先行きを見る限りにおいては、政治的不安が付きまとっているため積極的な投資は控える企業が増えてきている。

税制改革など重要法案の早期設立が非常に難しくなっている見方が強まっている中、トランプ政権は今後打つ手があるのか、米国経済はそこにかかっているといってもいいかもしれない。

Market Flash

足元の経済情勢 ～各中銀の金融戦略～



世界的な金融緩和からまず米国が昨年から利上げを実施し抜け出し、そろそろユーロも出口戦略を考えてもいい雰囲気になっている。日本はまだ金融緩和を続行する方針であるが、出口を考えると恐ろしい状況である。中国は為替政策の一環として金利引き締めを実行している。

このように、世界的金融緩和基調から徐々に各地域の事情により出口戦略を慎重に検討実施してきている。その内容を簡単にまとめてみた。

<米国の追加利上げと出口戦略>

6月の米連邦公開市場委員会(FOMC)において、**2015年12月から数えて四度目となる利上げを実施し、政策金利を従来の0.75-1.0から0.25%引き上げて、1.00-1.25%とした。**

声明文における景気判断としては、**1-3月期の減速から、「緩やかに持ち直している」と好転した。**雇用環境は、「緩やかな伸び」から「堅調」に、家計支出についても「緩やか」から「持ち直し」へと判断が引き上げられた。

短期的な見通し上のリスクについては、「概ね均衡している」との判断が維持されるとともに、昨年4月以来挙げられていた「国際経済、金融動向」がFOMCの監視対象から外れ、「物価動向」のみが残った。

注目すべきは、新たな出口戦略として、**再投資の縮小ベースと年内開始が明らかにされたことである。**

当初の上限は月間100億ドルとし、米国債が60億ドル、エージェンシーMBSが40億ドルとなった。3ヶ月ごとに同額ずつ引き上げることで、1年後の月間上限は、米国債300億ドル、MBS200億ドルの合計500億ドルとなる。その後、上限はそのまま保たれ、バランスシートの規模が正常化するのを待つという政策である。

ただ、バランスシートの正常な規模に関するコメントは先送りされた。

イエレン議長はトランプ大統領とはそれほど良好な関係ではなく、来年更迭される可能性がある。そのためイエレン議長は自分の任期中に資産縮小の筋道を付けておきたいとの意向が強く反映されているようである。

利上げについては年内あと1回が予想される。9月になるか12月となるかは今後の経済指標次第であろう。

<ECBの悩み>

ECBはデフレ危機に対処するなか、2014年央に政策金利の一部をマイナス圏に引き下げ、2015年春には国債などの資産買い取り策を開始した。これまで**ユーロ圏全体で2兆ユーロ(約250兆円)近くの資金を供給し、少なくとも年内いっぱいはいずれも買入れを継続することを約束している。**ただ、景気の下振れリスクが後退したことを受け、**来年には大規模な金融緩和からの「出口」を開始するのではないかと**の見方が広がっている。先日の景気判断の引き上げはこうした地ならしの一環で、秋にも来年以降の段階的な緩和縮小(テーパリング)を決定するとの見方が有力視されている。

ECBにとって悩みの種は、景気の順調な拡大にもかかわらず、**基調的な物価や賃金に目立った上昇圧力が確認されないことだ。**足許の消費者物価の底入れは変動の大きいエネルギー価格の押し上げによるものに過ぎない。ECBの2019年の消費者物価の見通しは1.6%にとどまり、政策目標とする中期的な物価安定(2%をやや下回る水準)には届かない。拙速な緩和縮小でようやく広がってきた物価底入れの兆しを断ち切ってしまうことを恐れているのだ。ECBの出口に向けた今後の手綱さばきに注目が集まる。

Market Flash

足元の経済情勢 ～各中銀の金融戦略～



＜中国はバブル抑制＞

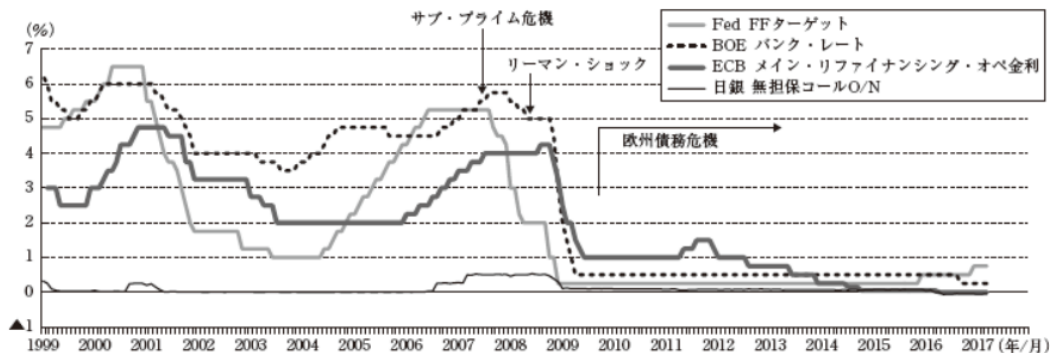
中国人民銀行は公開市場操作を行う際のリバースレポ金利を2017年2月から2カ月連続で引き上げ。金融機関向けの中期貸出ファシリティ(MLF)金利も引き上げ。不動産市場の沈静化とシャドーバンキングの抑制、デレバレッジ(過剰債務の解消)などが狙い。この背景には、バブル拡大への懸念。近年の金融緩和を受けて、緩和マネーが住宅市場やシャドーバンキングなどの資産市場に流入。シャドーバンキングの規模急拡大は、バブル期の日本を彷彿させる動きである。こうした状況下、金利上昇が資産価格の大幅な下落につながり、ひいては景気失速に至るリスクに留意が必要である。バブル抑制のための金融引き締めは、日本を含む他国の例をみても、往々にしてコントロールが困難。

＜日銀だけが変化なし＞

日本の金融政策については、欧米と違って全く変化なしである。引き続き物価水準が上がるまでは金融緩和を継続するというのが日銀のスタンスである。しかし、インフレターゲットの2%達成時期目標については、何度も先延ばしされている。政府も企業に対して賃上げの要求を強めたり、最低賃金を引き上げたりと、まず個人所得の増加に努めそこから個人消費引き上げ、物価上昇という絵を描いている。なかなか数字として上がっていかないが、少しずつ効果が表れ始めている。

ただ、日銀のバランスシートの増加は将来の出口戦略の難しさを増すことになり、金融市場の大きなリスクとなっている。

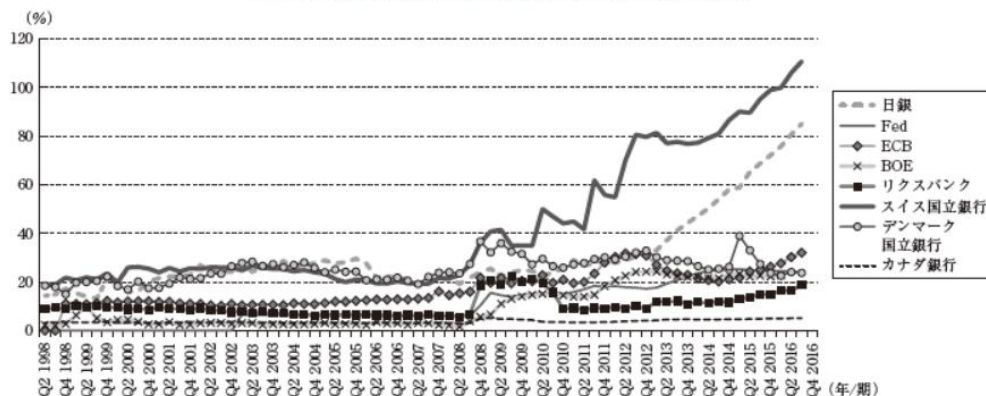
(図表1) 日米欧の主要中央銀行の主な政策金利の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成

(原資料) Federal Reserve, Bank of England, European Central Bank, 日本銀行

(図表2) 先進国の主要中央銀行の資産規模の推移 (名目GDP比)



(資料) Datastream, 日本銀行『金融経済統計月報』を基に日本総合研究所作成

(原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS、BOC、CANSIM-Statistics Canada, Sveriges Riksbank, SCB-Statistics Sweden, DNB, Statistics Denmark-statsbank.dk, SNB, SECO-State Secretariat for Economic Affairs Switzerland

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

Market Flash

足元の経済情勢



EUは再び結束できるか ～欧州経済～

EUについては、英国のEU脱退、米国トランプ大統領誕生などに刺激され、各国の右派勢力が勢いを増し、EUも解体に向かうのかという懸念が強く市場にのしかかっていた。

しかし、一番懸念されていたフランス大統領選において、EU離脱を主張する国民戦線のマリーヌ・ルペン党首が決選投票まで進んだが、**決選投票では親EUを掲げるエマニュエル・マクロン前経済相に敗れた。6月の下院選挙においても、マクロン大統領率いる共和国前進が過半数を得て大勝利。**フランスの政治情勢は当面安定が予想されている。(しかし、無政党の大統領候補が勝利し、その大統領が立ち上げた政党が過半数を得るといふ何とも大胆な国民の選択であると感じた。まるで、小池都知事率いる都民ファーストの会が国政選挙で一気に過半数を獲得したようなものである)

一方の英国においては、EU離脱を強力に進めようと目論んだ**メイ首相の解散総選挙は、メイ首相の惨敗に終わり、ますますEU離脱交渉は英国にとって不利な情勢になりつつある。**この英国のEU離脱の難航は、国際的な金融機関や多くの製造業などに大きく影響を与えるリスクとなっていくものと思われる。

さて、EUの経済情勢を見ていこう。

EUの1～3月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%となり、順調な回復が続いている。過去12か月の景況感は劇的に改善している。

ユーロ圏合成PMIは、6月55.7と高水準を維持。4～6月平均で56.4となり、1～3月期の55.6を上回った。

ECBが表明したように、国際的政治、EU内の政治的リスクが和らいだことによる景気の下振れリスクが和らいだことが大きい。

輸出

4月のユーロ圏域外向け輸出金額は前月比▲1.3%と2か月連続で減少したものの、**平均すれば増加基調は維持**されている。ただ、先行きについては、特に米国に対する輸出の動向には注意を要する。米国内におけるドイツ車の販売不振が今後影響を及ぼしそうである。

ユーロ圏生産

4月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.5%と2か月連続で増加。ドイツを中心に生産の基調は底堅い。先行指標であるユーロ圏製造業受注は3か月ぶりに減少したが、引き続き改善傾向を維持した。

ユーロ圏消費

ユーロ圏の消費は緩やかに回復している。4月のユーロ圏小売り数量は前月比+0.1%となり2か月連続で緩やかに増加した。5月のユーロ圏新車登録台数は+3.0%と大幅増となった。

ユーロ圏物価

ECBが唯一懸念しているのが物価動向である。5月のインフレ率は+1.4%と4月から低下。物価上昇率は鈍化している。この点が、ECBが金融政策の出口戦略についてまだ前向きではない原因である。

ユーロ全体としては、業況感はかなり改善してきており、かつ政治的リスクが弱まり景気の下振れリスクが緩和されたことから、年後半に向けてさらなる景気回復が期待される。

Market Flash

足元の経済情勢



何としても持たせる経済 ～中国経済～

年初来落ち込みが懸念されていた中国経済であるが、数字上は盛り返しを示し一安心といったところである。

秋の共産党大会を控え習政権は何としてもマイナスイメージを与えるわけにはいかなかった。

4-6月期の実質GDP成長率は前年比+6.9%と、政府目標である6.5%を上回る回復を見せた。また、直近で50を下回っていた財新製造業PMI(購買担当者景況感指数)も6月には50.4と節目の50を上回り、中国経済の不透明感を後退させた。

その他の個別の経済指標を見ると、ここ数ヶ月に間頭打ち間の強かった中国経済が再び勢いを取り戻してきていると見える。

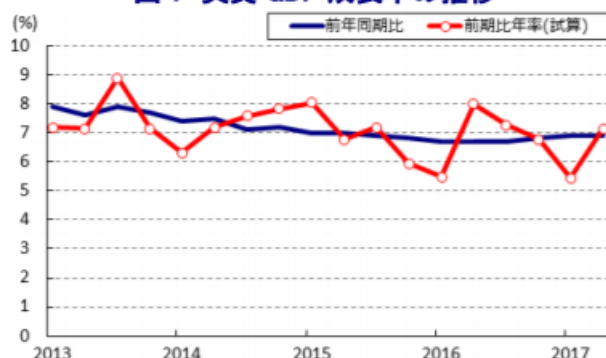
6月の小売売上高は、前年同月比+11.0%と5月の10.7%からさらに上昇している。減税幅の大幅削減により、急激に落ち込んでいた自動車販売もようやく底入れの動きを見せている。また同じく大幅に減少していたスマートフォンなど通信機器関連にも底入れが見え始めている。

不動産投資については、金融面での規制強化などにより下押し懸念されていたが、以前と不動産に対する需要は堅調に推移している。それに伴い家電などの耐久消費財の伸びも高止まりしている。

EC(電子商取引)を通じた小売売上高は、年初来の増加が前年比+33.4%にも上っている。インターネットを通じた購買意欲はとどまるところを知らないといったところである。

秋の共産党大会での習近平の絶対的地位の確保のためにも「経済の安定」は絶対条件であり、政策的にもそれを後押しする政策の実行が中心となっている。一方で、過熱化して膿みが出てこないように慎重な対応を続けている。中国経済は当面心配ないようである。

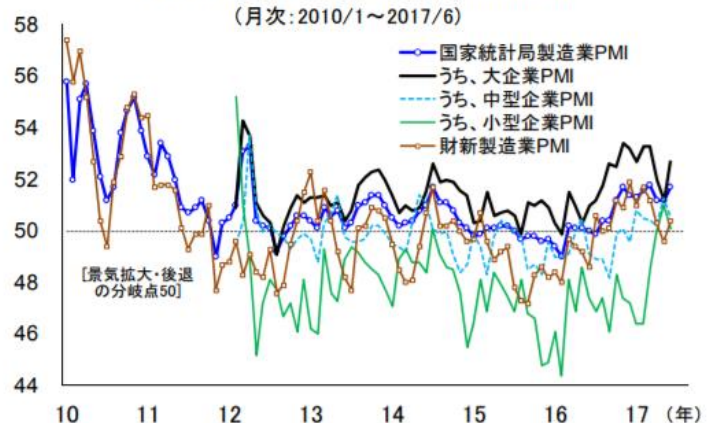
図1 実質 GDP 成長率の推移



(出所) 国家統計局、CEIC より第一生命経済研究所作成

中国の製造業PMIと企業規模別PMI

(月次: 2010/1～2017/6)



(注) 国家統計局製造業PMIの企業規模別PMIは2012年2月から
出所: 中国国家統計局資料、マークイット資料、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成