

Press Release



TOKAI TOKYO FINANCIAL HOLDINGS, INC.

平成 30 年 3 月 8 日

各 位

東海東京フィナンシャル・ホールディングス株式会社
代表取締役社長 石田 建昭
東京都中央区日本橋三丁目 6 番 2 号
証券コード 8616 東証・名証第一部

**東海東京調査センター
「改定日本経済見通し～景気拡大持続も日銀は“ハト派色”を再び強める公算～」
のお知らせ**

当社の子会社である株式会社東海東京調査センターが「改定日本経済見通し～景気拡大持続も日銀は“ハト派色”を再び強める公算～」を発表いたしましたので、別紙のとおりお知らせいたします。

以 上

改定日本経済見通し

～景気拡大持続も日銀は“ハト派色”を再び強める公算～

GDP 統計は総じて良好な内容

東海東京調査センターでは、本日公表された 17 年 10-12 月期の GDP 統計(2 次速報)を踏まえて、日本経済見通しの改定を行った(図表 1 参照)。

10-12 月期の実質 GDP 成長率(以下、全て実質ベース)は前期比年率+1.6%と 1 次速報の同+0.5%から大きく上方修正された(図表 2、コンセンサス予想は同+0.8%、日経クイック)。設備投資が前期比+1.0%と 1 次速報の同+0.7%から上方修正され(年率 GDP 成長率に対して 0.3%ポイントの上方修正要因)、在庫投資の寄与度が 1 次速報の▲0.1%から+0.1%に上方修正された(年率 GDP 成長率に対して 0.6%ポイントの上方修正要因)。

設備投資の上方修正は、グローバルな景気の拡大、それに伴う輸出・生産の上昇トレンドを受けて設備投資もしっかりとした増加基調に転じつつあることを示唆するものでありポジティブ材料だ。しかし在庫投資の上方修正は、最近の電子部品・デバイスの在庫の積み上がり(図表 3、局面的には意図せざる在庫調整局面)と重ね合わせると若干の不安材料を包摂しているといえよう。ただし在庫投資の上方修正効果を除いても、実質 GDP は年率で+1.0%程度と十分潜在成長率を上回っており、総じて良好な内容だ。

「円高」でも輸出・生産の拡大基調は不変

先行きの景気を予測する上では、実質輸出の増加基調が今後も続くのかどうかポイントとなる。これに関しては最近の「円高」は気がかりな材料だが、現状程度の円高であれば、基本的には数量ベースの輸出に対してはそれほど大きくは影響しないと考えられる。グローバル競争激化の中、企業は為替レートの変動分を安易に輸出価格に上乘せすることは難しくなりつつあり、グローバルな需要環境そのものが大きく損なわれていない以上、輸出数量の目立った減少は想定し難いからである。1-3 月の鉱工業生産指数は一時的に小幅な低下になりそうだが、これは 10-12 月の反動という意味合いが強いと思われる。実質輸出は今後も前期比+1%前後の安定ペースで増加すると予想され、18 年度の実質 GDP 成長率も前年度比+1.3%と潜在成長率(日銀推計値は+0.85%、内閣府推計値は+1.1%)を上回ると見ている(1 次速報発表直後の実質 GDP 成長率予測値は+1.2%であったが、今回の 10-12 月期の成長率の上方修正を踏まえて若干上方修正)。19 年度に関しては消費税増税の影響やオリンピック関連需要の一巡等を踏まえ同+0.9%に減速すると予想している(1 次速報発表直後の予測値から不変)。

世界経済の拡大持続シナリオ、現段階での見直しは時期尚早

リスクシナリオとして、グローバル経済そのものが下振れしてくる展開については一応考えておく必要があるだろう。例えば 2 月のグローバル PMI 製造業指数(MARKIT 社と JP モルガンが共同で作成)は 54.2 と、前月から 0.2 ポイント低下した。依然として高水準ではあるものの、2 ヶ月連続の低下は年明け以降の若干の景気モメンタムの低下を示唆しているともいえよう(図表 4)。株値の先行指標として注目される OECD の CLI(景気先行指数、季節調整済み)は、16 年 6 月を底として 18 ヶ月連続で上昇を続けているが、上昇ペ

チーフエコノミスト

武藤弘明

03-3517-8374

Hiroaki_Muto@tokaitokyo.co.jp

ースは徐々に弱まりつつある。世界貿易は拡大を続けており、各国・各地域のファンダメンタルズ自体は依然として堅調と判断されるものの、トランプ政権下で米国が保護貿易主義への傾斜を強めつつあり、先行きのグローバルな経済活動に負の影響が及んでくる可能性もあり注意が必要だ。また米欧中銀の出口へ向かう動きが、長期金利の急上昇等を通じて、マーケットや実体経済を毀損する可能性も排除できない。ただし、今のところハードデータに目立った下振れは観測されておらず、資源価格も安定的に推移していることから、現段階でメインシナリオとしての世界経済の拡大シナリオを修正するのは時期尚早と思われる。

コア CPI の 1% 台への定着は困難

しかし、上述のとおり景気の拡大基調が持続しても、これが国内の賃金や物価の上昇へとスムーズに波及するわけではないと考えられる。「円高」は数量ベースの日本の景気には大きく影響しないと見られるが、金額ベースでは企業の売上や収益に影響するため、18年の春闘には少なからずマイナスのインパクトを及ぼすと考えられる。既にアベノミクス開始以降のベースアップについては、15年をピークに伸びそのものはピークアウトしているが、今の環境を踏まえると18年春闘ではこれが更に縮小する可能性が高いと思われる。これまでの所定内給与（基本給）と失業率の関係を見る限り、労働市場の逼迫はマクロ経済全体の賃金上昇には殆ど結びついておらず、人手不足に直面した企業は、賃上げよりも労働時間の短縮や省力化投資（AI投資等）に傾斜する形で対応しつつあるように見て取れる。サービス価格の伸びも低位で横這っている。更に「円高」は輸入物価の抑制を通じて、コア CPI の伸びを押し下げると考えられる。これまでコア CPI を押し上げてきたエネルギー価格も今後はベース効果（＝対前年比効果）の剥落により、今後はプラスの寄与を縮小させていく公算であり、コア CPI の前年比 1% 台での定着はかなり難しいと考えられる（図表 5）。コア CPI（消費税増税の影響を除く）に関しては、18年度を前年度比+0.8%、19年度を同+0.9%と19年度でも 1%には到達しない展開を予想する。

日銀は“ハト派色”を再び強める公算

日銀の総裁・副総裁人事では黒田総裁が再任され、新たな副総裁として両宮正佳氏（現日銀理事）、若田部昌澄氏（現早大教授）が選任される見通しだ。両宮氏はこれまでの黒田総裁下の異次元緩和の政策立案に深くかかわっており、基本的には今後も黒田・両宮ラインが主導する形で現行金融政策のフレームワークが維持されよう（大規模緩和を維持しつつも、長期金利の過度の低下が金融機関収益に与える副作用にもそれなりにケア）。一方で若田部氏は、副作用にあまり重きを置かず、量の一層の拡大や長期金利の更なる低下を志向しているように見受けられるが、執行部の一員である限り、あまり目立った“造反行動”はとれないと思われる（3月に退任予定の岩田規久男現副総裁も、時間の経過とともに当初のハト派的主張をトーンダウンさせている）。ただし安倍首相は多少の不協和音が生じることを承知の上で敢えて（強固な）リフレ派の若田部氏を送り込んだわけであり、黒田・両宮ラインといえども、そのような“官邸”の意思は今後も無視できないと思われる。また日銀自身も物価見通しを時間の経過とともに今後下方修正していくと予想され、最近の「円高」も考え合わせると、日銀の“ハト派色”は再び強まっていく可能性が高いと思われる。市場に燻っていた日銀の早期引締め観測も時間の経過とともに更に後退していくと予想される。（以上）

(図表 1)

日本経済予測一覧表

<年度予測>

項目	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	前回2月14日予測		
				予測			FY17	FY18	FY19
実質GDP	-0.3%	1.4%	1.2%	1.8%	1.3%	0.9%	1.7%	1.2%	0.9%
民間最終消費支出	-2.5%	0.8%	0.3%	1.1%	0.8%	0.4%	1.1%	0.8%	0.4%
民間住宅投資	-9.9%	3.7%	6.2%	0.1%	-0.7%	1.3%	0.2%	-0.7%	1.3%
民間企業設備投資	3.3%	2.3%	1.2%	3.5%	3.3%	3.0%	3.3%	3.2%	3.0%
在庫投資(寄与度)	0.4%	0.2%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
公的固定資本形成	-2.0%	-1.6%	0.9%	1.5%	-0.9%	0.2%	1.3%	-1.1%	0.2%
純輸出	0.6%	0.1%	0.8%	0.3%	0.2%	0.0%	0.3%	0.2%	0.0%
財サ輸出	8.7%	0.7%	3.4%	6.6%	4.9%	2.9%	6.6%	4.9%	2.9%
財サ輸入	4.2%	0.3%	-1.0%	4.3%	3.7%	2.9%	4.3%	3.7%	2.9%
鉱工業生産指数	-0.5%	-1.3%	1.5%	4.7%	2.3%	0.0%	5.0%	2.6%	0.0%
完全失業率(末値)	3.4%	3.2%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%
消費者物価指数(コア)	2.8%	0.0%	-0.2%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%
GDPデフレーター	2.5%	1.5%	-0.2%	0.0%	0.5%	1.4%	0.0%	0.5%	1.4%

<四半期予測>

項目	2017			2018			2019	
	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP(年率)	2.4%	2.4%	1.6%	0.7%	1.3%	1.1%	1.2%	2.4%
民間最終消費支出	0.9%	-0.6%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
民間住宅投資	0.9%	-1.7%	-2.6%	-0.4%	0.1%	0.3%	0.8%	2.5%
民間企業設備投資	1.2%	1.0%	1.0%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	2.0%
在庫投資(寄与度)	-0.1%	0.4%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	4.8%	-2.6%	-0.2%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%
純輸出	-0.3%	0.6%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
財サ輸出	0.0%	2.1%	2.4%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%
財サ輸入	1.9%	-1.2%	2.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%
鉱工業生産指数	2.1%	0.4%	1.8%	-0.5%	1.2%	0.2%	0.2%	1.3%
完全失業率(末値)	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
消費者物価指数(コア)	0.4%	0.6%	0.9%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%
GDPデフレーター	-0.3%	0.2%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%

(注) 鉱工業生産指数の年度値は季節調整値をもとにしたもの、消費者物価指数(コア)は前年比

(注) 実質GDP成長率以外の需要項目は単純前期比(在庫投資と純輸出は寄与度)、GDPデフレーターは前年比(出所) 内閣府、総務省、経済産業省、予測は東海東京調査センター

(図表 2)

GDPと各需要項目の推移

(%、前期比伸び率、GDPのみ年率)

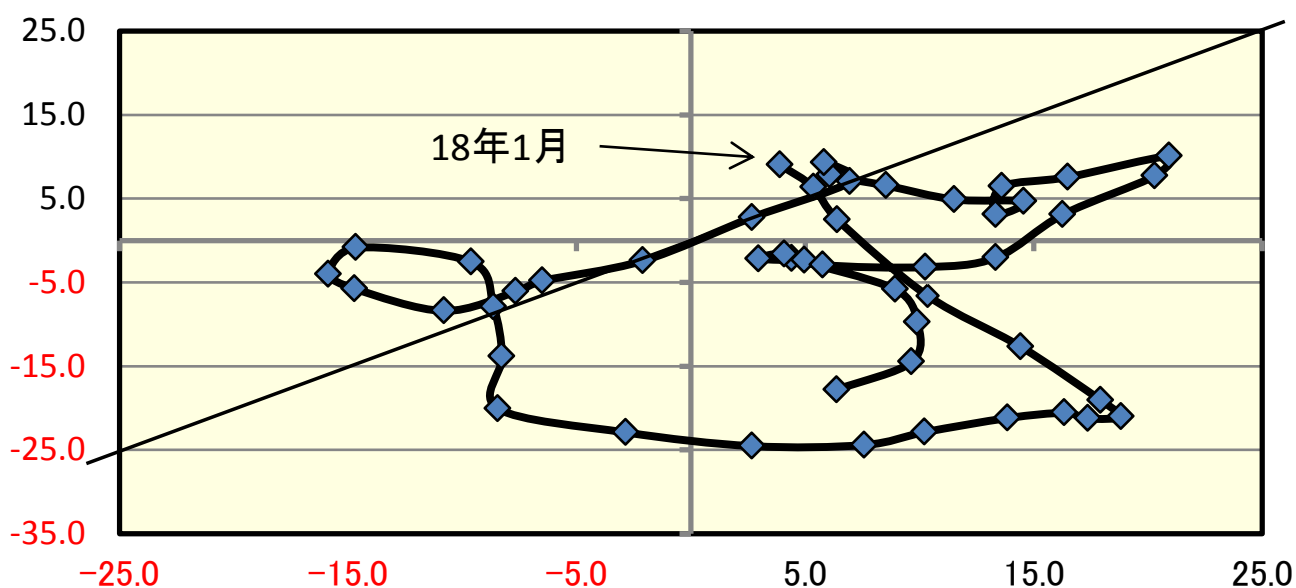
(年・四半期)		GDP	消費	住宅投資	設備投資	在庫	公的固定 資本形成	政府消費	純輸出	輸出	輸入
15	1	5.5	0.6	2.8	3.0	0.3	-1.3	0.8	0.0	1.0	0.9
	2	0.2	-0.1	1.7	-1.0	0.4	-0.8	0.1	-0.2	-3.4	-2.2
	3	0.4	0.4	1.5	0.8	-0.3	-0.6	0.4	-0.1	2.5	2.6
	4	-1.1	-0.6	-0.2	0.3	-0.1	-0.9	0.9	0.0	-0.7	-0.7
16	1	2.7	0.2	1.4	-0.4	0.0	-0.1	1.1	0.3	0.0	-1.7
	2	1.3	-0.1	2.1	0.4	0.3	2.4	-1.1	0.1	-0.5	-0.9
	3	0.9	0.4	2.5	-0.2	-0.5	0.2	0.4	0.4	2.3	0.2
	4	1.1	0.0	0.8	1.5	-0.2	-1.9	-0.2	0.4	2.7	0.6
17	1	1.9	0.3	1.2	0.2	0.1	-0.2	0.1	0.1	2.0	1.7
	2	2.4	0.9	0.9	1.2	-0.1	4.8	0.2	-0.3	0.0	1.9
	3	2.4	-0.6	-1.7	1.0	0.4	-2.6	0.1	0.5	2.1	-1.2
	4	1.6	0.5	-2.6	1.0	0.1	-0.2	0.0	0.0	2.4	2.9
1次速報		0.5	0.5	-2.7	0.7	-0.1	-0.5	-0.1	0.0	2.4	2.9

(出所) 内閣府より東海東京調査センター作成

(注) 在庫と純輸出は寄与度

(図表 3)

(% 在庫前年比) 電子部品・デバイスの在庫循環図(3カ月移動平均)

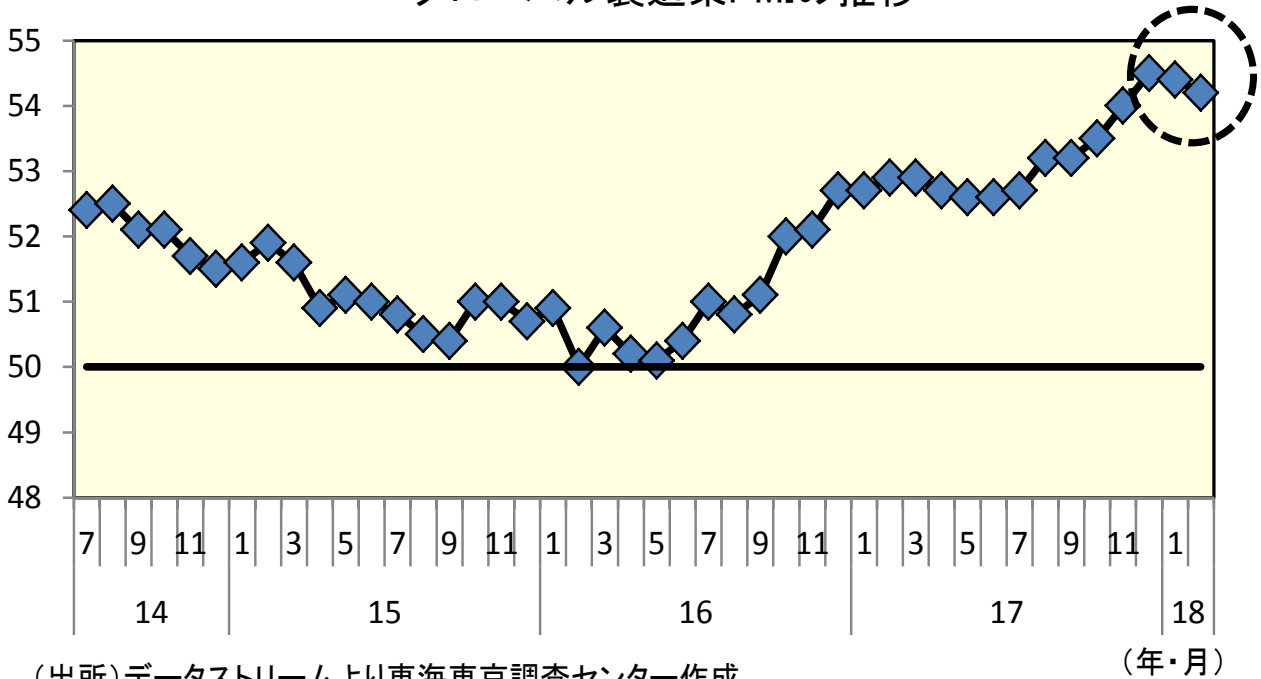


(出所) 経済産業省より東海東京調査センター作成

(% 出荷前年比)

(図表 4)

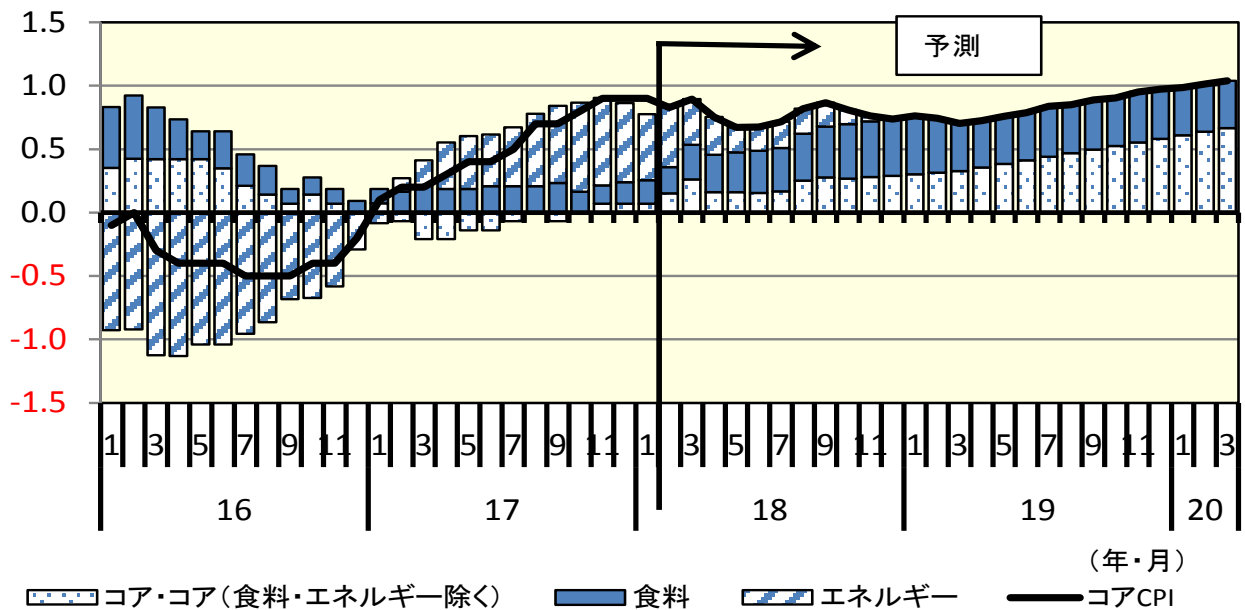
グローバル製造業PMIの推移



(図表 5)

(前年同月比 %)

コアCPIの予想と要因分解



東海東京調査センターからの注意事項

このレポートは、東海東京調査センター(以下「弊社」)が作成し、弊社の許諾を受けた証券会社、及び情報提供会社等から直接提供する形でのみ配布いたしております。提供されたお客様限りでご利用ください。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、弊社は、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された内容は、作成日におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートの権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製又は転送等を行わないようお願いいたします。

このレポートで述べられている見解は、当該証券又は発行会社に関する執筆者の意見を正確に反映したものです。執筆者の過去、現在そして将来の報酬のいかなる部分も、直接、間接を問わず、このレポートの投資判断や記述内容に関連するものではありません。

弊社は、このレポートを含め、経済・金融・証券等に関する各種情報を作成し、証券会社等に提供することを主たる事業内容としており、弊社の許諾を受けた証券会社よりこのレポートの対価を得ております。

東海東京証券からの注意事項

このレポートは、東海東京調査センターが作成し、東海東京証券株式会社が許諾を受けて提供いたしております。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

金融商品取引法に基づきお客様にご留意いただきたい事項を以下に記載させていただきます。

東海東京証券の概要

商号等 : 東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長(金商)第 140 号

加入協会 : 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【 リスクについて 】

- ◎ 国内外の金融商品取引所に上場されている有価証券(上場有価証券等)の売買等にあたっては、株式相場、金利水準等の変動や、投資信託、投資証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品等(裏付け資産)の価格や評価額の変動に伴い、上場有価証券等の価格等が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 上場有価証券等の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合、上場有価証券等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等については、これらの権利を行使できる期間に制限がありますのでご注意ください。
- ◎ 上場有価証券等が外国証券である場合、為替相場(円貨と外貨の交換比率)が変化することにより、為替相場が円高になる過程では外国証券を円貨換算した価値は下落し、逆に円安になる過程では外国証券を円貨換算した価値は上昇することになります。したがって、為替相場の状況によっては為替差損が生じる恐れがあります。
- ◎ 信用取引またはデリバティブ取引を行う場合は、その損失の額がお客様より差入れいただいた委託保証金または証拠金の額を上回るおそれがあります。

※裏付け資産が、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等である場合には、その最終的な裏付け資産を含みます。

※新規公開株式、新規公開の投資証券及び非上場債券等についても、上記と同様のリスクがあります。

- ◎ 上記以外の上場有価証券等にも価格等の変動による損失が生じるおそれがありますので、上場有価証券等の取引に際しては、当該商品等の契約締結前交付書面等をよくお読みください。

【手数料等諸費用について】

I. 国内の金融商品取引所に上場されている有価証券等

国内の取引所金融商品市場における上場有価証券等の売買等についてお支払いいただく委託手数料等は、次の通りです。

- (1) 国内の金融商品取引所に上場されている株券等(新株予約権付社債券を除く)
委託手数料の上限は、約定代金の 1.242%(税込)になります。
- (2) 国内の金融商品取引所に上場されている新株予約権付社債券等
委託手数料の上限は、約定代金の 1.08%(税込)になります。

※上記金額が 2,700 円(税込)に満たない場合には、2,700 円(税込)になります。

※信用取引には、委託手数料の他に、委託保証金を差し入れていただきます。対面取引における信用取引の委託保証金は、売買代金の 30%以上で、かつ 500 万円以上、ダイレクト信用取引の委託保証金は、売買代金の 33%以上で、かつ 30 万円以上が事前に必要です。加えて、買付の場合は金利、売りつけの場合は貸株料及び品貸料等をいただきます。金利、貸株料、品貸料等の額は、その時々々の金利情勢等に基づき決定されますので、金額等をあらかじめ記載することはできません。

II. 外国金融商品市場等に上場されている株券等

外国株券等(外国の預託証券、投資信託等を含みます)の取引には、国内の取引所金融商品市場における外国株券等の売買等のほか、外国金融商品市場等における委託取引と国内店頭取引の 2 通りの方法があります。

(1) 外国金融商品市場等における委託取引

① 国内取次ぎ手数料

国内取次ぎ手数料(上限:約定代金の 1.404%(税込))が掛ります。

② 外国金融商品市場等における委託手数料等

外国株券等の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における委託手数料及び公租公課その他の諸費用が発生します。当該諸費用は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

(2) 国内店頭取引

お客様に提示する売り・買い参考価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で算出した社内価格を仲値として、仲値と売り・買い参考価格との差がそれぞれ原則として 1.50%、2.50%(手数料相当額)となるように設定したものです。当該参考価格には手数料相当額が含まれているため、別途手数料は頂戴いたしません。

※外国株券等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものいたします。

III. その他

募集、売出し又は相対取引の場合は、購入対価をお支払いいただきます。また、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。

金融商品等にご投資いただく際のリスク、手数料等は、金融商品等ごとに異なりますので、契約締結前交付書面や上場有価証券等書面または目論見書等をよくお読みください。