

Press Release



平成 30 年 6 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～景気回復は持続だが、内外需ともに“先細り”～」
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～景気回復は持続だが、内外需ともに“先細り”～」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

改訂日本経済見通し

～景気回復は持続だが、内外需ともに“先細り”～

GDP 統計が映し出す日本経済の現状

GDP 統計(2次速報)では18年1-3月の実質GDP成長率が前期比年率▲0.6%と1次速報から変化はなかった(事前のコンセンサス予想は同▲0.4%、日経クイック)。法人企業統計の結果を受けて、実質設備投資が前期比+0.3%(1次速報は同▲0.1%)と上方修正されたが、一方で実質消費が前期比▲0.1%(1次速報は同0.0%)が下方修正され、ネットアウトされた形となっている。実質輸出が同+0.3%(10-12月の同+2.2%から大きく減速)と1次速報から修正はなく、基本的に内外需ともに不振という大きなピクチャーに変化は見られない。「外需」に関しては、年明け以降海外経済のモメンタムが顕著に下振れを続けており、いわゆるグローバルソフトパッチともいえる状況を反映している。「内需」に関しては、天候不順の影響もあり上述のとおり個人消費がブレキになっていることその他、(GDP成長率に対する影響はさほど大きくないが)住宅投資が3四半期連続で減少していることも家計行動全般の“萎縮”を象徴しているように思われる。今回上方修正された設備投資についても伸び率自体は弱く(10-12月の同+0.7%から減速)、基本的に足もとの景気の弱さを踏まえた動きと考えられる。

“停滞局面はやや長期化”

東海東京調査センターでは、今回の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)。新しい経済見通しでは、18年度の実質GDP成長率を前年度比+1.0%(5月16日作成の前回見通しから不変)、19年度を同+0.7%(前回見通しから不変)と予想している。成長率は17年度(実績)の+1.6%をピークに、段階的に先細りしていくイメージだ。18年度の成長率の減速は、年明け以降の“ソフトパッチ”が1-3月の1四半期だけで終わらず、4-6月にも多少持ち越す、つまり大方が想定していたよりも停滞期間が少し長引くと考えられるからである。元来、日本経済は外需主導経済の側面が大きく、グローバルな製造業が循環的に下降局面(あるいは停滞局面)に転じてくると、輸出、生産、設備投資等に即座に下押し圧力が加わり、企業収益の下振れや賃金を通じて雇用や消費者のセンチメントにも負の影響が少なからず及ぶと考えられる。その日本経済にとって重要なグローバルな製造業循環の動きを的確に捉えるため、東海東京調査センターでは13の主要経済指標(日本の経済指標だけでなく、海外のソフトデータ、ハードデータを含む)を独自に集計・加工した“TTMI(東海東京モメンタムインデックス)”を活用している。TTMIは昨年までは高水準を維持していたが、18年2月以降は突然マイナスに転じ、5月時点でもまだマイナス圏から脱していない(図表2、3)。4-6月もまだ景気の踊り場的な状況が続くと判断される所以である。

「家計調査」の下振れはネガティブサプライズ

4月の家計調査では、2人以上世帯での実質消費支出が前年同月比▲1.3%と事前のコンセンサス(同+0.8%:日経クイック)から大幅な下振れとなった。1-3月の消費の弱さは天候不順で説明できるかもしれないが、4月のデータと

チーフエコノミスト

武藤弘明

03-3517-8374

Hiroaki_Muto@tokaitokyo.co.jp

もなるとさすがに天候要因だけでは説明がつかない。家計調査はGDP統計の消費を推計する際の重要な基礎統計であり、今回の大幅な下振れは1-3月だけでなく4-6月以降の実質消費も引き続き弱めに推移する可能性を示唆するものである。これは一見すると雇用所得環境の改善と整合性がとれていないように思われる。既に日本の失業率は2.5%にまで低下し、完全雇用失業率（低く見積もっても3%程度）を大きく下回っており、雇用者数は前年比で3%近い増加となっている（18年4月の段階で雇用者数は前年同月比+2.8%）。毎月勤労統計は年明け以降データにサンプルバイアスを含む可能性が指摘されているものの、少なくとも賃金が想定以上に上昇し始めていることを示している（所定内給与は3月、4月ともに前年同月比+1.2%、筆者は+0.5%程度で横這いが続く予想していた）。問題は雇用所得環境の明確ともいえる改善が、今回のGDP統計や4月の家計調査を見てわかるように全く消費の強さにつながっていない点であろう。

「可処分所得」で説明がつく

一般的には消費の動きの多くは所得で説明できる。しかしこの場合の所得は、「雇用者所得（報酬）」ではなく、「可処分所得」を見た方が良いと思われる。例えば16年度の実質雇用者報酬は前年度比+2.7%と大幅に増加しているのに対し、実質消費は同+0.3%と僅かな伸びに留まっている。しかし当該年度の実質可処分所得は前年度比+0.8%と実質消費の動きにより近いものとなり、雇用者報酬で見たときの「乖離」は相当程度解消される（図表4）。その前の14年度、15年度をみても実質消費は実質可処分所得に沿った動きをしていることが認められる。

ではこの雇用者報酬と可処分所得の乖離はどこから生じるかということだが、16年度に関しては「営業余剰その他の財産所得」が一時的に大きく下振れしており、これが可処分所得の伸びを相当抑制している。それ以外の年度ではもっぱら社会保障負担（年金保険料や健康保険料等）がコンスタントに可処分所得の金額を減少させていることがわかる（図表5）。社会保障負担が雇用者報酬に占める割合は、94年度に21.8%であったが16年度には29.1%にまで上昇しており、今後も高齢化の進展とともに上昇していくと予想される。東海東京調査センターの予想では18~19年度の名目雇用者報酬はともに前年度比で7兆円程度増加するが、社会保障負担も2.6兆円増加するため、可処分所得の増加は両年度とも5兆円程度に留まることになる。加えて18年度は、前年度比+1.1%、19年度は同+1.6%（消費税増税の影響を含む）の消費者物価の上昇が予想され、実質可処分所得でみた所得の増加ペースは更に弱いものとなる。19年度10月からの消費税増税の影響もあり、実質消費に関しては18年度が前年度比+0.5%、19年度が同+0.3%と今後先細りしていくと予想される。そしてこの予想は基本的に可処分所得の動きに見合ったものだ（図表6）。

日銀は18年末頃から正常化への地均し

為替レートの年明け以降の「円高」の動きは、このところ内外金利差に反応する形で相当程度落ちてきている。原油価格も地政学リスクを反映してじり高傾向にあり、輸入物価を通じた消費者物価の押し上げ圧力についても当初想定していたよりもやや強いものとなりそうだ。コアCPIに関しては18、19年度とも前年度比+1.1%と予想している（5月16日時点の見通しから不変）。日銀が目標とするところの「2%程度」には到底およばないが、2期目の黒田日銀は消費者物価の動き（2%との乖離度合い）と金融政策運営を意図

的に切り離そうとしているように見受けられ、18年末頃からは出口論が再び頭をもたげてくる可能性が高いと思われる。報道によれば（6月8日付け日本経済新聞）、日銀は6月と7月の金融政策決定会合で、物価の動向を集中的に点検するとのことだが、これは物価上昇率の弱さを構造的なものとして、金融政策運営とのリンクを弱める意図があるように思われる。「物価上昇は遅れているが、それは金融緩和が不十分だからではない」というロジックになれば、今回の「点検」が時間軸の長期化につながることはないだろう（むしろその逆になると思われる）。

いわゆる“クロナノミクス”が開始した13年4月以降の金融政策決定会合の議事要旨から、「副作用」、「金融仲介機能」というキーワードの登場回数をカウントしてみた（図表7）。15年3月16～17日の会合以降は毎回のよう「副作用」というキーワードが登場する。このころは量的・質的緩和政策の限界が意識されはじめた時期である。16年にマイナス金利政策が導入されて以降は、「副作用」に加えて「金融仲介機能」という言葉が毎回のよう「副作用」については、16年9月の「総括検証」の後は一旦消えているが、17年10月30～31日の金融政策決定会合以降は再びキーワードとして復活している。また「金融仲介機能」という言葉も17年12月20～21日の決定会合以降は登場回数が大きく増加している。18年中は自民党の総裁選や消費税増税の可否判断といったイベントがあり、政策変更は難しいと思われるが、19年以降は長期金利の誘導目標の引上げ等の措置が実施されやすくなると思われる。

（以上）

(図表 1)

日本経済予測一覧表

<年度予測>

項目	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY18 FY19	
	実績			予測		前回(5月16日)予測	
実質GDP	1.4%	1.2%	1.6%	1.0%	0.7%	1.0%	0.7%
民間最終消費支出	0.8%	0.3%	0.9%	0.5%	0.3%	0.7%	0.3%
民間住宅投資	3.7%	6.2%	-0.3%	-2.1%	0.5%	-2.3%	0.5%
民間企業設備投資	2.3%	1.2%	3.2%	2.4%	1.9%	2.1%	1.9%
在庫投資(寄与度)	0.2%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.0%	0.2%	0.0%
公的固定資本形成	-1.6%	0.9%	1.4%	-0.9%	0.2%	-0.7%	0.2%
純輸出	0.1%	0.8%	0.4%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
財サ輸出	0.8%	3.6%	6.2%	3.6%	3.0%	3.6%	3.0%
財サ輸入	0.4%	-0.8%	4.0%	3.2%	2.9%	3.2%	2.9%
鉱工業生産指数	-1.3%	1.5%	4.1%	1.8%	1.5%	1.8%	1.5%
完全失業率(末値)	3.2%	2.8%	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%	2.5%
消費者物価指数(コア)	0.0%	-0.2%	0.7%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
GDPデフレーター	1.5%	-0.2%	0.1%	0.5%	1.1%	0.5%	1.1%

<四半期予測>

項目	2017		2018	2019			2019	
	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月
実質GDP(年率)	2.0%	1.0%	-0.6%	1.0%	1.7%	1.5%	1.7%	1.7%
民間最終消費支出	-0.7%	0.3%	-0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
民間住宅投資	-1.6%	-2.7%	-1.8%	0.1%	0.3%	0.8%	1.5%	2.0%
民間企業設備投資	1.0%	0.7%	0.3%	0.3%	0.7%	0.9%	1.1%	1.2%
在庫投資(寄与度)	0.4%	0.2%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	-2.6%	-0.4%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
純輸出	0.6%	-0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
財サ輸出	2.0%	2.2%	0.6%	0.3%	0.7%	0.9%	0.9%	0.7%
財サ輸入	-1.3%	3.1%	0.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%
鉱工業生産指数	0.5%	1.6%	-1.3%	1.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%
完全失業率(末値)	2.8%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
消費者物価指数(コア)	0.6%	0.9%	1.2%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%
GDPデフレーター	0.1%	0.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%

(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(消費税増税の影響除く)

(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)

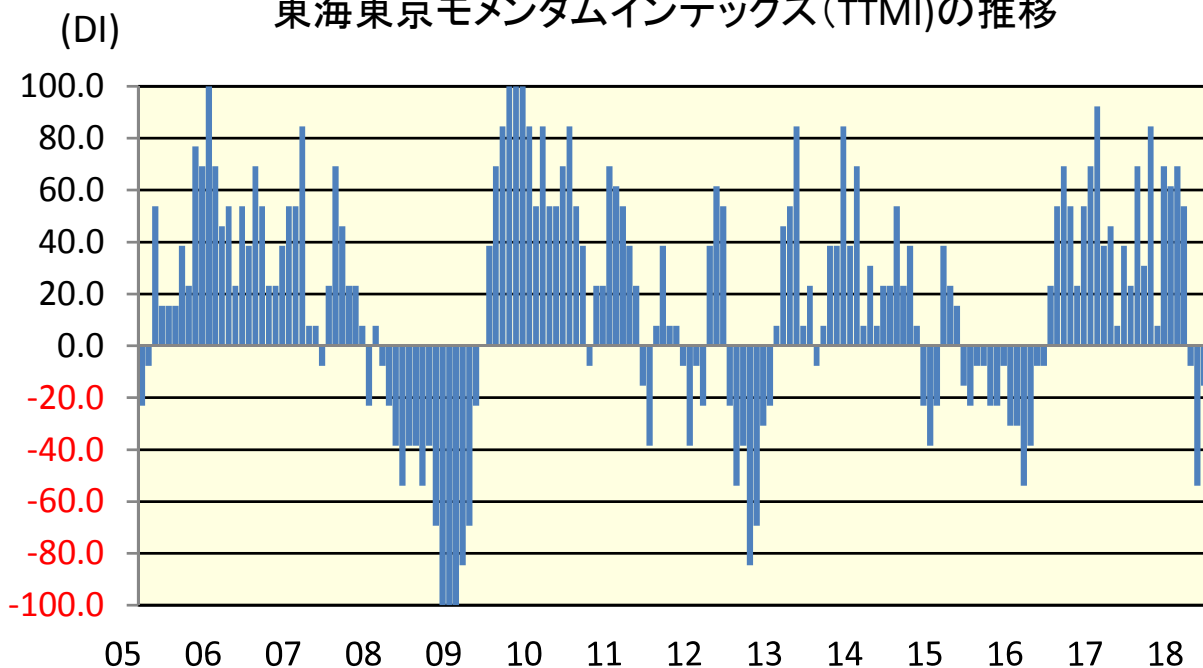
東海東京モメンタムインデックス(TTMI)の各コンポーネントの動きと集計結果

年	月	米国			ユーロ圏			中国台湾			日本				3か月移動平均が増加	3か月移動平均が減少	TTMI
		ISM新規受注指数(前月差)	米国鉱工業生産指数(前月比)	製造業雇用増加(前月差)	IFO業況指数(前月差)	ZEW現況指数(前月差)	ユーロ圏鉱工業生産指数(前月比)	中国製造業PMI(合成、前月差)	中国輸出額(前月比)	台湾輸出額(前月比)	ロイター短観・製造業DI(前月差)	景気ウォッチャー調査・製造業DI(前月比)	実質輸出(日銀発表、前月比)	日本鉱工業生産指数(前月比)			
17	1	2.27	0.16	0.70	-0.13	5.93	-0.19	-0.02	1.70	-1.07	2.67	0.15	0.15	0.20	9	4	38.5
	2	2.80	0.11	0.63	-0.23	5.87	0.00	0.12	-2.07	3.98	2.00	-0.83	1.86	0.20	9	3	46.2
	3	0.77	-0.02	-0.07	0.07	4.60	0.26	-0.05	2.04	-1.13	3.00	-1.15	0.62	-0.20	7	6	7.7
	4	-1.00	0.38	-0.27	0.40	0.93	0.23	-0.13	0.71	0.24	2.67	-0.28	0.73	1.13	9	4	38.5
	5	-1.27	0.50	-0.57	0.23	2.50	0.42	-0.42	3.87	-4.87	1.33	0.65	-0.59	0.07	8	5	23.1
	6	-0.23	0.34	0.13	0.63	3.57	0.03	-0.15	0.15	1.26	0.33	0.97	0.19	0.63	11	2	69.2
	7	1.30	-0.03	-0.47	0.67	2.10	0.48	0.17	-0.15	2.00	0.00	0.53	0.84	-0.43	8	4	30.8
	8	0.60	-0.17	1.17	0.80	0.93	0.58	0.42	0.05	2.35	1.00	0.52	1.03	0.72	12	1	84.6
	9	1.03	-0.19	-0.27	0.33	-0.03	0.83	0.22	-1.26	3.01	-0.33	0.30	-0.15	0.13	7	6	7.7
	10	0.83	0.37	0.80	0.17	0.20	0.35	0.02	0.03	-1.54	1.67	1.48	-0.00	0.39	11	2	69.2
	11	0.70	0.67	-0.30	0.33	0.70	0.44	-0.12	2.07	1.38	0.00	0.62	0.46	0.19	10	2	61.5
	12	1.00	0.81	1.10	0.23	0.47	0.47	-0.05	2.58	-0.58	0.67	0.85	1.28	1.00	11	2	69.2
18	1	0.63	0.17	0.00	0.00	2.73	0.28	0.03	2.74	1.72	1.33	-1.00	1.21	-0.67	9	2	53.8
	2	0.10	0.14	0.03	-0.37	1.17	-0.53	-0.12	6.63	-1.26	0.67	-1.47	-0.29	-0.26	6	7	-7.7
	3	-1.83	0.26	-0.60	-0.57	0.47	-0.34	-0.10	-2.30	-0.13	0.33	-1.87	-0.44	-0.42	3	10	-53.8
	4	-1.40	0.63	0.17	-0.87	-2.43		-0.05	1.15	-0.14	-4.67	-0.78	0.71	1.20	5	7	-15.4
	5	-0.17		-0.43	-0.63	-1.63		0.18	-4.65		-2.33	-0.55			1	7	-46.2

(注) TTMI(東海東京モメンタムインデックス) = ((3ヶ月移動平均の上昇系列数) - (3ヶ月移動平均の下降系列数)) / 採用系列数として算出
 (出所) 上記の各種経済指標から東海東京調査センターが独自に加工、算出

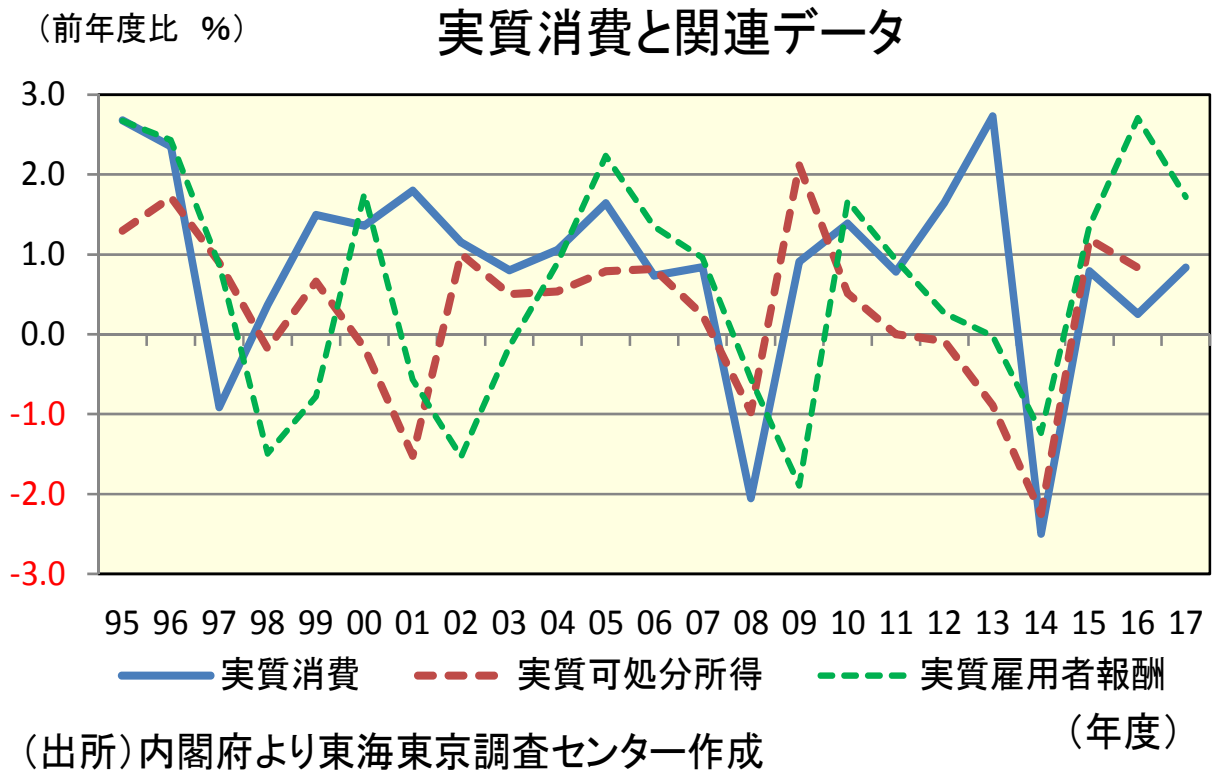
(図表 3)

東海東京モメンタムインデックス(TTMI)の推移

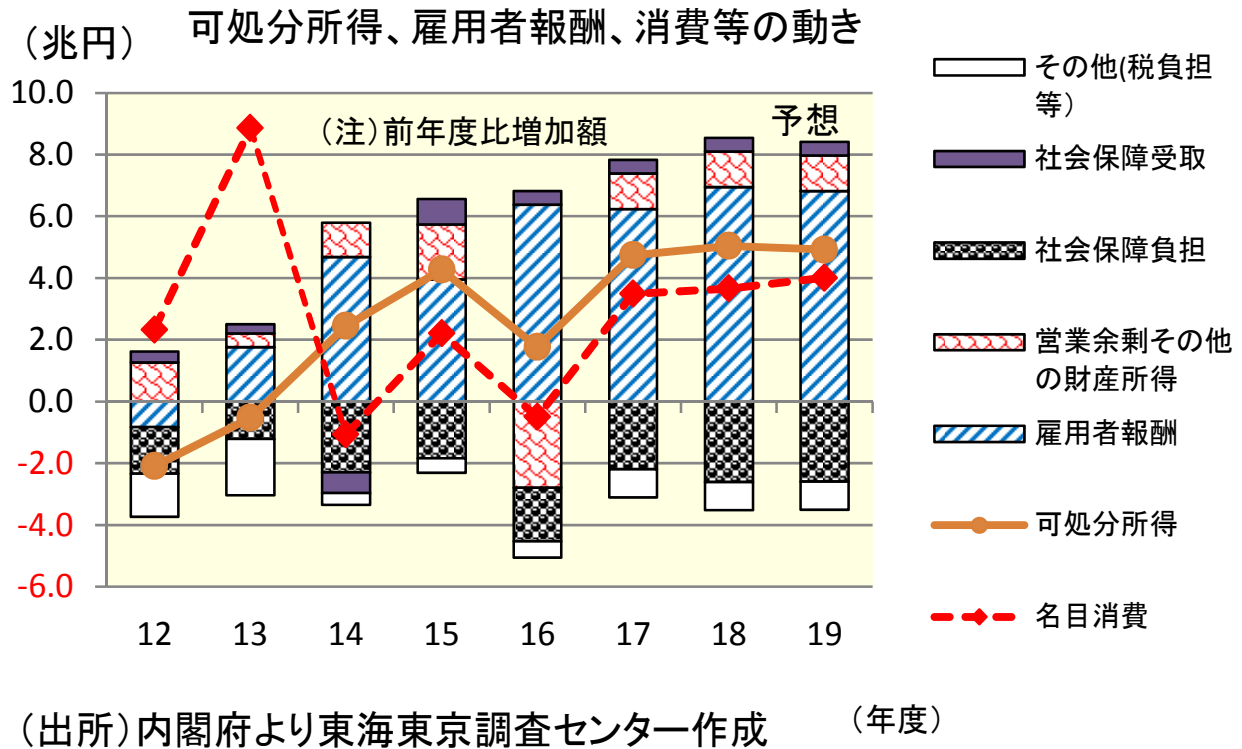


(出所) 各種グローバル経済指標から東海東京調査センター作成

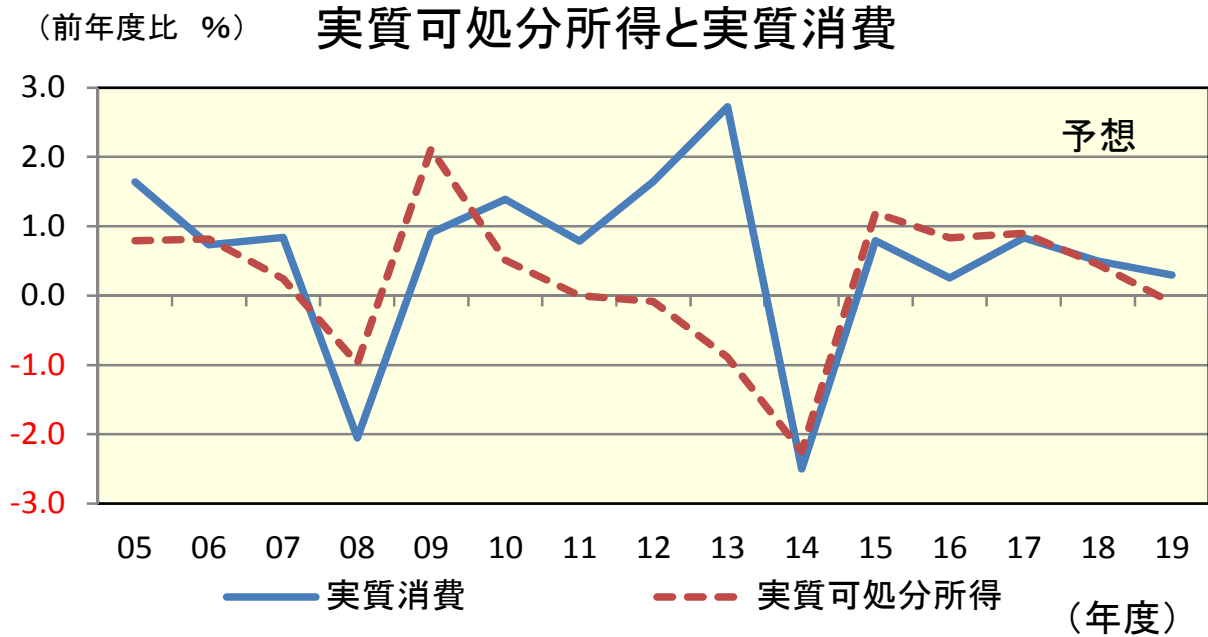
(図表 4)



(図表 5)



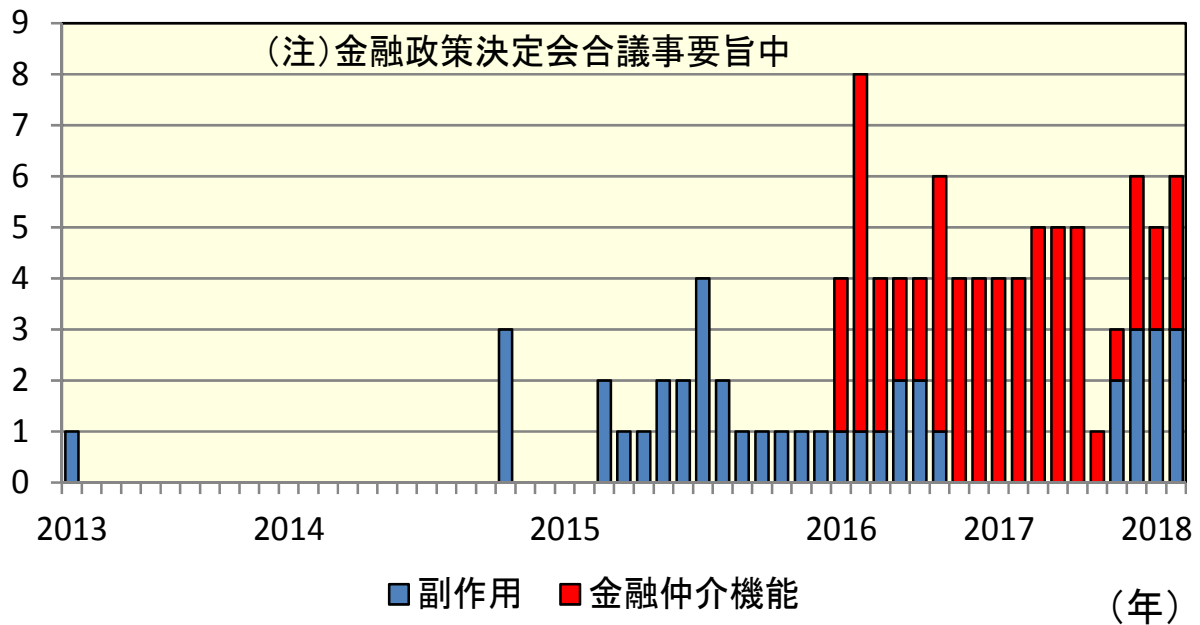
(図表 6)



(出所)内閣府より東海東京調査センター作成

(図表 7)

(回数) 「副作用」、「金融仲介機能」という言葉の登場回数



(出所)日本銀行より東海東京調査センター作成

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变化が生じた場合や、裏付け資産の発行者等の業務や財産の状況等に变化が生じた場合、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といたします。

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。