

# Press Release



2019年12月9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二丁目5番1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～『低成長』を甘受しつつ、景気は緩やかに回復～」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～『低成長』を甘受しつつ、景気は緩やかに回復～」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

～「低成長」を甘受しつつ、景気は緩やかに回復～

## 7-9月の実質GDP成長率は小幅上方修正

GDP統計の2次速報が公表された。19年7-9月の実質GDP成長率は前期比年率+1.8%と1次速報の同+0.2%から大幅な上方修正となった(図表1)。法人企業統計における設備投資の数字が良好であったことを受け、今回のGDP統計でも実質設備投資は前期比+1.8%と1次速報の同+0.9%から上方修正されている。また実質消費も同+0.5%と1次速報の同+0.4%から上方修正されたことも今回の大きな上方修正要因となっている。実質輸出が前期比▲0.6%(1次速報では同▲0.7%)、在庫投資の寄与度が同▲0.2%ポイント(1次速報では同▲0.3%ポイント)とそれぞれ上方修正されたこともプラスに影響した。

米中貿易摩擦の影響を受けて、世界貿易自体がまだ継続的に縮小していることから、足もとの実質輸出の減少はいたしかたないものと言えよう。今回上方修正されたとは言え、実質消費の前期比+0.5%という数字は消費増税の直前四半期の数字としては低い伸びだ。駆け込み需要は、7-9月を通してみると弱く、このことは逆に10-12月以降の反動減を和らげる効果を発揮するであろう。9月の家計調査ではある程度の駆け込み需要が観測されたが、日銀は展望レポートで、今回の駆け込み需要は最終月に偏っている(したがって強くない)と指摘しており、今回のGDP統計でもそのことは裏付けられている。

## 実質消費は20年1-3月以降、小幅プラスに転換へ

輸出の減少はネガティブ要素だが、その大元となるグローバル景気の減速は誰も認識する事実であり、先行きを見通す上では既に消化済みの材料とも言える。むしろ消費増税前の駆け込み需要の弱さは、当面の景気動向を見る上ではポジティブな示唆となっている。ちなみに10月の家計調査では実質輸出(変動調整値)が前年同月比▲5.1%と前回消費増税直後の14年4月(同▲4.6%)を超える落ち込みとなったが(図表2)、台風19号が相当程度影響しており、実体としての「反動減」はそれほど大きくないと考えられる。駆け込み需要が小さいのに反動減だけが大きくなるのは、如何にも不自然であり、何らかのノイズ(自然災害)が混じっていると考えるのが妥当であろう。11月以降は月次の消費データは落ち着きはじめ、20年1-3月期以降の実質消費は小幅なプラスに転じてくと予想する。雇用所得環境自体が慢性的な人手不足にあるため、女性や高齢者の就業参加を背景に良好に推移することと、年明け以降はグローバル景気が次第に回復基調に転じていくという見方が予測の根底にある。

## グローバル景気の先行き、底入れを示唆する材料も

最終的に鍵を握るのは輸出及びそれに連動する生産の動きと考えられる。製造業の循環が上向きさえすれば、内需も含めて景気はしっかりしてくるとというのがこれまでの日本の景気の特徴であり、基本的に今でもその構造は変わっていないと思われる。オランダ経済政策分析局の「世界貿易モニター」によると9月の世界の貿易量は、前月比▲1.3%と3ヵ月ぶりに減少し、世界経済の減速が依然続いていることを印象づけた。前年同月比では▲1.1%とマイナス幅は8月から0.1%ポイント拡大しており、前年同月比では6月から4

チーフエコノミスト

武藤弘明

03-3553-8652

Hiroaki\_Mutou@tokaitokyo.co.jp

ヵ月連続でマイナスとなっている。米中間の二大大国の間で相互に実施された追加関税が（図表 3）、国際経済学の教科書通りに世界貿易全体を縮小させている（図表 4）。

ただ、足もとの経済指標の中には先行きの景気回復を示唆するような前向きなものも出始めている。グローバル製造業 PMI（ IHS Markit 社が月次で公表）は、5 月以降は拡大・縮小の分かれ目である 50 を割り込んでいたが、8 月以降に上昇に転じた後、11 月には 50.3 と 7 ヶ月ぶりに 50 を回復している（図表 5）。このグローバル製造業 PMI と上述の世界貿易量の前年比伸び率は概ね連動して推移する傾向があり、このところのグローバル製造業 PMI の持ち直しは先行き（おそらく 2020 年以降）の世界景気の再浮揚の可能性を示唆するものとなっている。

### 経済見通しの改定

米中貿易交渉は劇的に進展しているわけではないが、「部分合意」の動き等、少なくとも進展に向けた双方の意思は感じとれる。米中両国にとってグローバル経済のこれ以上の悪化はマイナスであり、基本的には貿易摩擦は緩和方向に向かう可能性が高いとみられる。したがって 20 年 1-3 月期以降は内外需ともに次第に安定化する方向に向かうと予想している。10-12 月期はさすがに消費税の影響で実質 GDP 成長率は前期比年率▲2.6%と相応のマイナスを見込むが 20 年 1-3 月期以降は 1%程度の緩やかな成長軌道に復すると予想する。実質輸出も前期比で 0.0~0.5%程度のペースで緩やかに回復していくと見られる。今回の例を見てもわかる通り、製造業の循環が下向きでも設備投資が容易には崩れないことが確認されたことは着目に値しよう。東海東京調査センターの新しい日本経済見通しでは（図表 6）、19 年度の GDP 成長率を前年度比+1.0%、20 年度を同+0.6%、21 年度を同+0.8%と低成長ながら安定的に推移すると予想している。

### 日銀は再び「逃げ切りシナリオ」を狙う展開

賃金上昇が緩慢であることに加えて、エネルギー価格の低下も日本の物価上昇シナリオの実現をこれでもかというくらい妨げている。消費者物価指数（生鮮食品除く）の予想は、19 年度が前年度比+0.7%、20 年度も同+0.7%、21 年度が同+0.6%と、21 年度にかけて 2%の物価安定目標からはやや遠ざかる展開を予想する。予想期間において、「低成長」、「低インフレ」の環境が続くと予想される。ただし日銀は FRB（米連邦準備制度理事会）や ECB（欧州中央銀行）による追加緩和期待の後退に合わせて、一時期強めた「追加緩和に前のめりの姿勢」を修正しており（現に 10 月末の金融政策決定会合では追加緩和を見送った）、今後も国際金融市場が大きく混乱するような事態にならない限り、「現状維持」を続ける可能性が高いと予想される。今後 FRB の次のアクションが「利下げ」ではなく、（21 年以降になると思われるが）「利上げ」というのが既定路線になれば、日銀がこのまま「追加緩和カード」を温存し、逃げ切るシナリオも想定されよう。（以上）

(図表 1)

## GDP成長率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
17	1	4.6	0.9	0.4	1.6	0.2	0.5	0.4	0.1	2.0	1.6
	2	1.6	0.8	1.6	1.3	-0.1	2.4	-0.4	-0.2	0.0	1.6
	3	2.7	-0.7	-2.1	1.0	0.5	-2.6	0.2	0.6	2.4	-1.1
	4	1.2	0.4	-3.4	0.9	0.1	0.5	0.1	-0.1	2.0	2.6
18	1	-1.9	-0.3	-2.7	-0.1	-0.4	0.2	0.5	0.1	0.8	0.6
	2	2.1	0.3	-1.8	2.3	-0.1	2.5	0.1	0.0	0.7	0.8
	3	-2.4	-0.2	0.4	-3.4	0.3	-2.4	0.2	-0.1	-1.8	-1.3
	4	1.0	0.2	1.1	3.0	0.0	-0.7	0.6	-0.4	1.2	3.8
19	1	2.6	0.2	1.1	-0.2	0.1	2.0	-0.3	0.4	-2.1	-4.1
	2	2.0	0.6	0.5	0.9	-0.1	1.6	1.6	-0.3	0.5	2.1
	3	1.8	0.5	1.6	1.8	-0.2	0.9	0.7	-0.2	-0.6	0.3

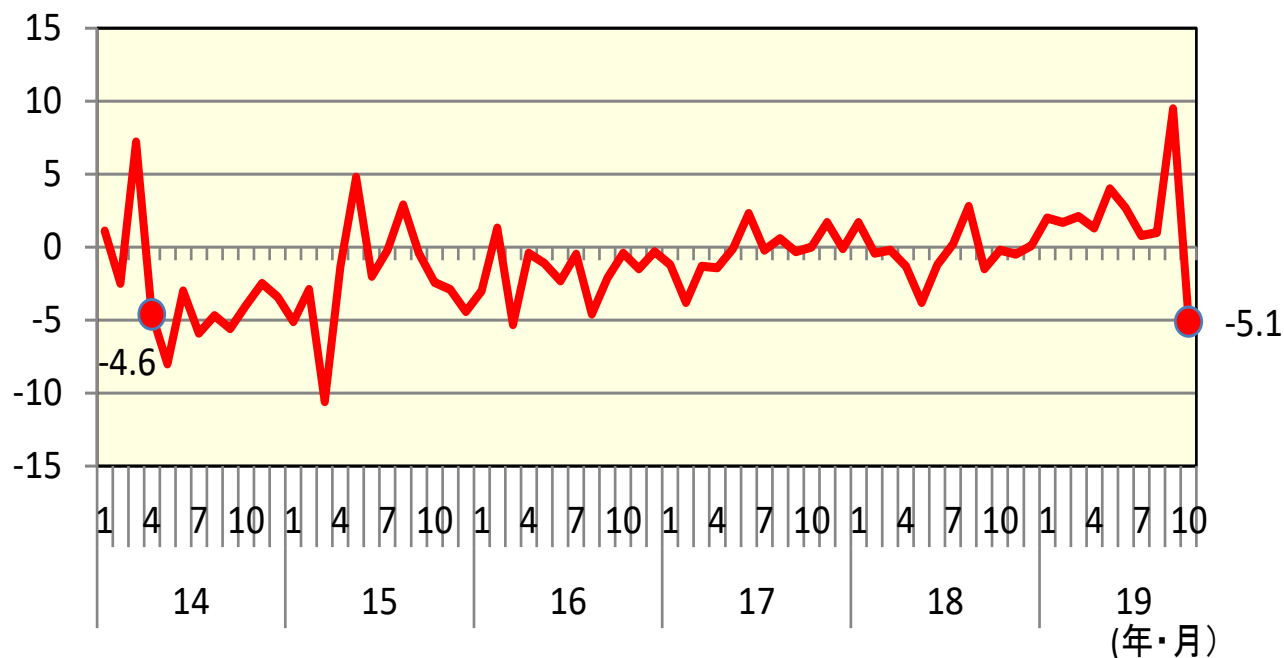
(注) 需要項目も含めて実質ベース、在庫と純輸出は寄与度)

1次速報(19年3Q)	0.2	0.4	1.4	0.9	-0.3	0.8	0.5	-0.2	-0.7	0.2
-------------	-----	-----	-----	-----	------	-----	-----	------	------	-----

(出所) 内閣府より東海東京調査センター作成

(図表 2)

## (前年比 %) 家計調査 実質消費(全体)の推移



(注) 二人以上世帯、変動調整値、マーカーは19年10月と14年4月

(出所) 総務省より東海東京調査センター作成

(図表 3)

## 米中の「関税の掛け合い」の状況

### 米国による対中追加関税

	発動(予定)日	米国の対象金額	品目数	米国の関税率
対中関税第1弾	2018年7月6日	340億ドル	818品目	25% 30%(2019年予定)
対中関税第2弾	2018年8月23日	160億ドル	284品目	25% 30%(2019年予定)
対中関税第3弾	2018年9月24日	2000億ドル	5745品目	10%(2019年5月9日まで) 25%(2019年5月10日から) 30%(2019年予定)
対中関税第4弾	2019年9月1日 (パート1) 2019年12月15日 (パート2)	3000億ドル(残りのほぼ 全品目が対象)	3243品目、2019年12 月15日より555品目追 加	15%

### 中国による対米報復追加関税(上記に対応)

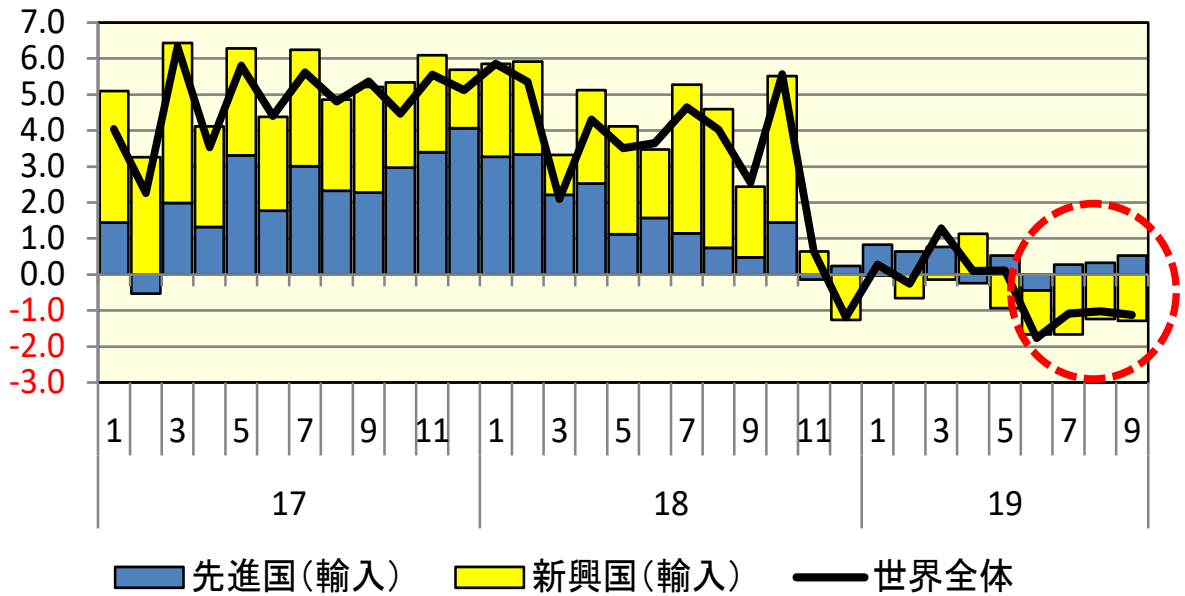
	発動(予定)日	中国の対象金額	品目数	中国の関税率
対米報復関税第1弾	2018年7月6日	340億ドル	545品目	25%(最大)
対米報復関税第2弾	2018年8月23日	160億ドル	333品目	25%(最大)
対米報復関税第3弾	2018年9月24日	600億ドル	5207品目	25%(最大)
対中報復関税第4弾	2019年9月1日 (パート1) 2019年12月15日 (パート2)	750億ドル(残りのほぼ全 品目が対象)	1717品目、2019年12 月15日より3361品目 追加	5% 10%

(出所)各種資料より東海東京調査センター作成

(図表 4)

(% 前年同月比)

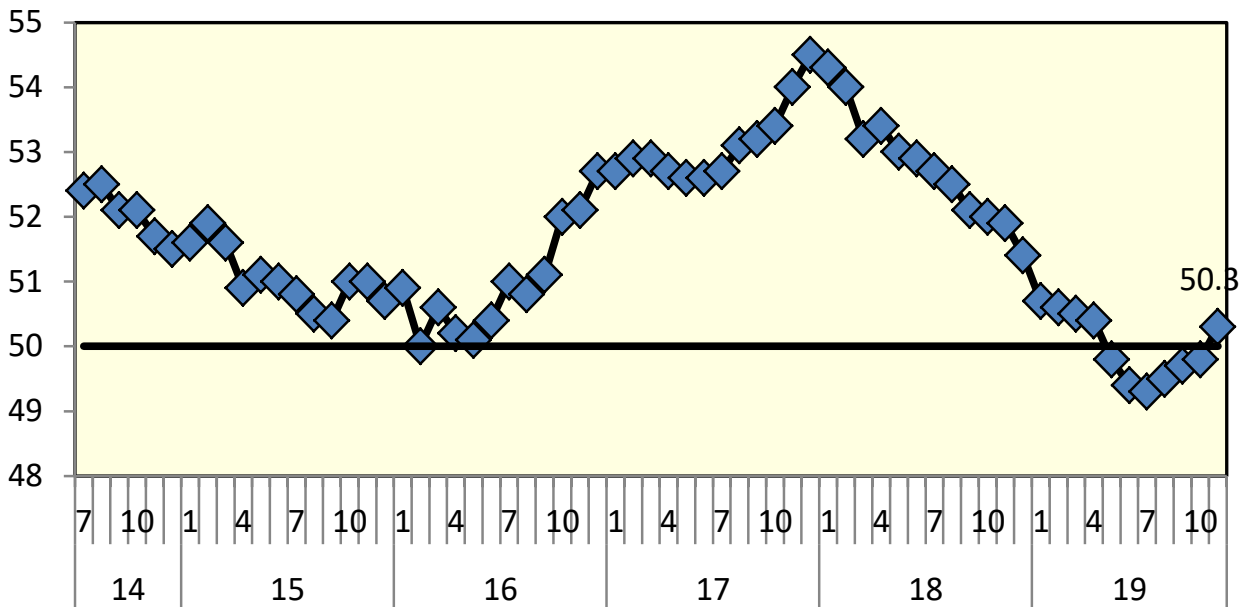
### 世界貿易量の推移



(年・月)  
(出所)オランダ経済分析局「世界貿易モニター」より東海東京調査センター作成

(図表 5)

### グローバル製造業PMIの推移



(出所)リフィニティブより東海東京調査センター作成

(年・月)

(図表 6)

# 日本経済予測一覧表

## <年度予測>

項目	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
	実績		予測		
実質GDP	1.9%	0.3%	1.0%	0.6%	0.8%
民間最終消費支出	1.1%	0.1%	0.5%	0.2%	0.4%
民間住宅投資	-1.4%	-4.9%	1.6%	-0.9%	0.5%
民間企業設備投資	4.3%	1.7%	2.4%	1.7%	1.8%
在庫投資(寄与度)	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.5%	0.6%	3.3%	1.1%	0.4%
純輸出	0.4%	-0.1%	-0.3%	0.0%	0.0%
財サ輸出	6.5%	1.6%	-1.4%	1.0%	2.0%
財サ輸入	3.9%	2.2%	0.5%	1.1%	2.0%
鉱工業生産指数	3.0%	0.2%	-1.2%	0.7%	1.5%
完全失業率(末値)	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%
消費者物価指数(コア)	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%
GDPデフレーター	0.1%	-0.2%	0.7%	0.7%	0.6%

FY19	FY20	FY21
前回(11月14日)予測		
0.7%	0.5%	0.8%
0.4%	0.1%	0.4%
1.5%	-1.0%	0.5%
1.5%	1.5%	1.8%
-0.1%	0.0%	0.0%
3.5%	1.1%	0.4%
-0.3%	0.0%	0.0%
-1.4%	1.0%	2.0%
0.4%	1.1%	2.0%
-1.3%	0.6%	1.5%
2.4%	2.4%	2.3%
0.7%	0.7%	0.6%
0.7%	0.7%	0.6%

## <四半期予測>

項目	2019		2020				2021	
	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)	2.0%	1.8%	-2.6%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
民間最終消費支出	0.6%	0.5%	-1.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	0.5%	1.6%	-2.5%	-1.1%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
民間企業設備投資	0.9%	1.8%	-0.8%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
在庫投資(寄与度)	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	1.6%	0.9%	0.8%	0.5%	0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
純輸出	-0.3%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
財サ輸出	0.5%	-0.6%	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
財サ輸入	2.1%	0.3%	-0.8%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
鉱工業生産指数	0.6%	-0.5%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
完全失業率(末値)	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
消費者物価指数(コア)	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.6%	0.6%
GDPデフレーター	0.4%	0.6%	1.0%	0.9%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%

(注) 鉱工業生産指数の年度値は季調値をもとに計算、消費者物価指数(コア)の実績値は月次公表値をもとに計算

消費者物価指数(コア)の予測は消費税増税の影響を含めたもの

(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

## 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おそれがあります。
- ◎ 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1.2650%(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1.1000%(税込)になります。

※上記金額が2,750円(税込)に満たない場合には、2,750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、売付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1.430%(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。**