

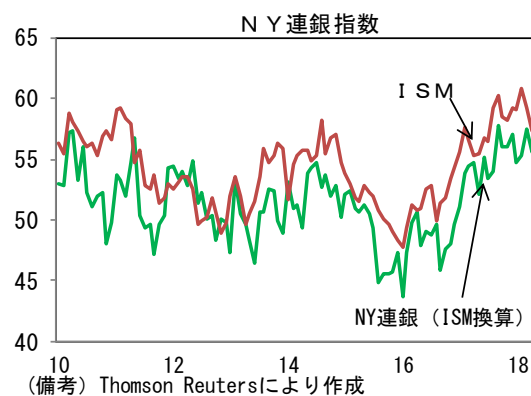
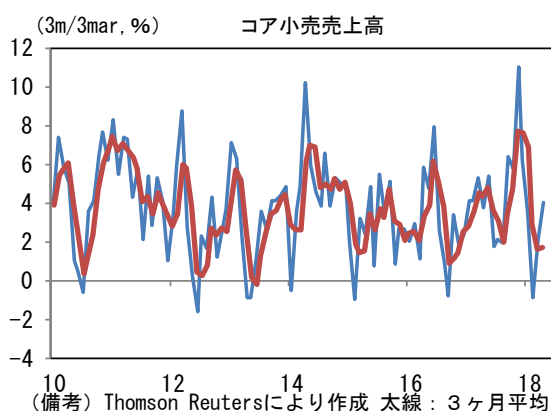
## 全快は難しいが再び拡大経路へ ～サーベイを注視したい～

2018年5月16日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 藤代 宏一  
TEL 03-5221-4523

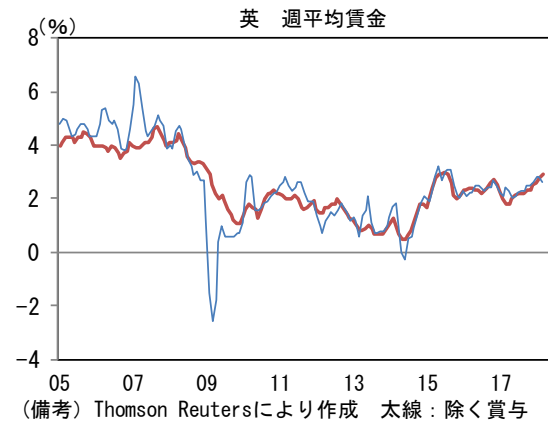
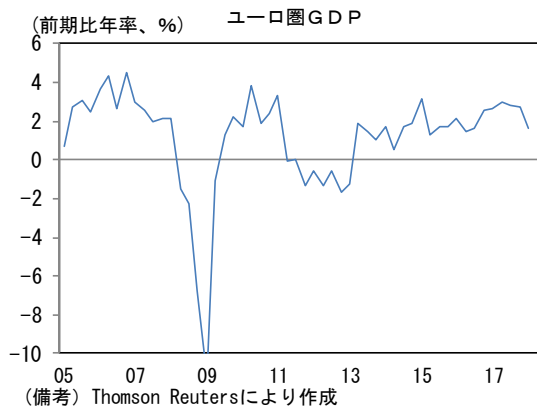
### 【海外経済指標他】

- ・4月米小売売上高は前月比+0.3%と2ヶ月連続で増加し、過去分も上方修正された。ガソリン(+0.9%)、自動車(+0.1%)が増加したほか、それ以外の項目も0.3%と3ヶ月連続の増加。そこから建材等を除いた最重要項目のコア小売売上高は+0.4%と市場予想に一致して3ヶ月連続の増加。3ヶ月前比年率では+4.0%、同3ヶ月平均は+1.7%とモメンタムは復調気配。減税効果が主因かは判然としないが、一度減速しかけた消費が持ち直しているのは事実だろう。
- ・5月NY連銀製造業景況指数は+20.1へと4.3pt改善して市場予想(+15.0)を上回った。新規受注、出荷の伸びを主因にISM換算でも56.8へと0.2pt改善した。この指標単独ではISMの予測精度が高いとはいえないが、ISM換算したうえでフィリー指数と合成した数値はISMと密接に連動する。17日発表のフィリー指数に注目したい。
- ・5月NAHB住宅市場指数は70へと4月から1pt改善。速報性に優れたこの指標は住宅着工、新築住宅販売件数の先行指標として有用。在庫不足がボトルネックになるものの、向こう数ヶ月の住宅関連指標は力強さを維持するだろう。



- ・ユーロ圏実質GDP（1-3月期、2次速報値）は前期比+0.4%と速報値に一致。17年4Qに記録した高成長(+0.7%)の反動を確認。イースター休暇に伴う季節調整の難しさ、ストライキ、インフルエンザ、悪天候といった複数の一過性要因が集中したことから急減速。先行きは雇用・所得環境の改善などから緩やかな回復経路を辿ると予想されるものの、速報性に優れたサーベイ指標をみる限り、17年4Q並みの力強さを取り戻すには至らないと思われる。
- ・英雇用統計によると3月失業率（ILO基準、3ヶ月）は4.2%と2月時点から不変。就業者数が17.9万人増加し、2015年12月以来の高い伸びを記録したものの、3月単月の失業率がやや上向いたことからヘッドイランの数値は変わらず。注目の週平均賃金は前年比+2.6%へと0.2%pt減速した反面、賞与を除いたベースでは+2.9%へと0.1%pt加速。5月MPCで利上げを見送ったBOEに利上げを促す内容に見えるが、

実質賃金がなおマイナス圏にあるなど、必ずしも景気の足腰が盤石でないことから判断すると、BOEが利上げを急ぐ理由は乏しい。



### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は9日ぶり反落。堅調な米指標を背景に米長期金利が上昇するなか、株式市場は売り優勢。WTI原油は71.31<sup>F</sup> (+0.35<sup>F</sup>) で引け。
- ・前日のG10通貨は米長期金利上昇・USD高の展開。USDは主要通貨に対して強含み、USD/JPYは110の台を突破、110半ばへと水準を切り上げた。EUR/USDは1.19を割れ、1.18前半へと水準を切り下げた。
- ・前日の米10年金利は3.072% (+7.0bp) で引け。堅調な米指標を受けてカーブ全体で金利上昇。もっとも、3%突破と同時に世界的株価下落、新興国売りなどリスクオフの反応が強まったことに鑑みると、更なる金利上昇シナリオは描きにくい。欧州債市場(10年)はドイツ(0.645%、+3.4bp)が金利上昇となった反面、フランス、イタリア、スペインは小幅ながら金利低下。対独スプレッドはタイトニング。

### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米国株下落に追随して安く寄り付いた後、もみ合い(10:30)。

#### <# GDP #弱さは一時的 #ただし全快は難しい>

- ・日本の実質GDP(1-3月期、一次速報値)は前期比年率▲0.6%と9四半期ぶりにマイナス成長を記録。野菜価格高騰、大雪等によって個人消費が減速したほか、輸出、設備投資、住宅投資、在庫投資が押し並べて下押し方向に寄与。全体の成長率から在庫寄与度を差し引いた最終需要は±0.0%へと急減速し、4四半期平均では+0.7%へと鈍化。ユーロ圏と同様、17年後半に高い伸びを記録した反動がみられた形である。
- ・個人消費、輸出、住宅投資の減速は月次指標で判明していたとおりの結果で意外感はない一方、設備投資の減速は日銀短観などの結果と整合せず、GDPベースの数値が一時的要因によって弱めに出ている可能性が指摘できる(正確な数値は法人企業統計を待つ必要がある)。在庫投資(▲0.6%)は下押し寄与度となったが、翌期以降の成長にはポジティブな要素である。
- ・このように1-3月期GDPは高成長の反動や一過性要因が集中したことでマイナス成長となったが、個人消費は、足もとで雇用者数が著しい伸びを記録し、所定内給与も加速基調を強めなど、雇用所得環境の改善基調が強まっていることから判断して復調する可能性が高い。また輸出は、米国が相変わらず順調な成長軌道にあるほか、中国も安定成長を遂げ、ユーロ圏も持ち直しが見込まれることから、趨勢的に減速するとは考えにくい。設備投資は、企業収益が拡大する下、日銀短観をはじめ各種ビジネスサーベイで強気な計画が確認されている。こうして考えると4-6月期以降の日本経済は拡大経路に帰する可能性が高いと判断される。

- ・もともと、速報性に優れたサーベイ指標がやや物足りない結果に終わっている点には注意が必要。景気ウォッチャーは下げ止まりつつあるものの反発力が乏しく、PMIもヘッドラインの回復が鈍いほか、新規輸出受注が50を割れるなどネガティブな要素が散見される。また足もとでは原油価格上昇が懸念材料。日本企業の収益を圧迫し、家計への打撃が憂慮されるレベルまで上昇していることから、一段の上昇には警戒感を強めたい。これらから判断すると4-6月期以降の日本経済は、1-3月期対比で持ち直すものの、17年後半対比では弱い展開となる。

