

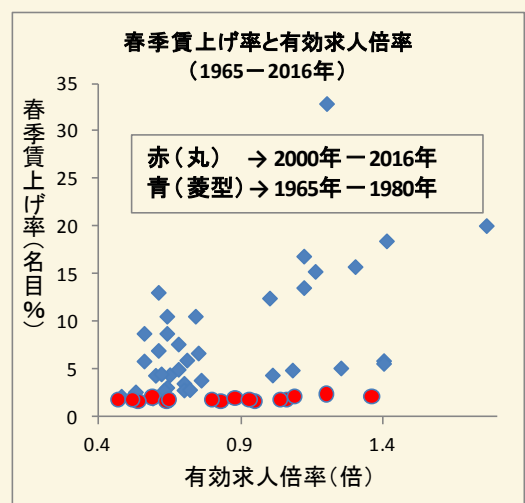
〈フォーカス〉賃上げの動きは加速するのか

賃金が上がるか下がるかは、以前はすぐれて需給ギャップの問題と考えていたが、どうもそうではないようだ。少なくとも、現実のデータを見る限り、そうした見方が説得力を失って久しい(右図)。ひっ迫している非正規雇用の供給源である高齢者、主婦層の枯渇により、今度こそ賃金は急上昇にむかうとの声もあるが、需給要因で賃金が上昇するなら、どこか閾値に達した途端加速するというより、とっくにそうなっていないからおかしような気がする。

筆者自身、最近特に地方の企業経営者と話して驚くのは、「最近は人手不足で景気が悪い」という意見の多さである。すなわち、人手不足＝好景気と認識されていない。人手不足なら賃上げしないのかと問うと、「事業の先行きは不透明だし競争も厳しい」という声が返ってくる。結局のところ、低成長期待が払拭されない限り、人手不足だから賃上げというよりも、これ以上仕事を受けないという方向に流れてしまうのではないか。

企業が賃上げ、とりわけ固定費の増加に繋がるベアに踏み切るためには、自社業績に関し、中長期的にある程度安定的な伸びが続くとの見通しが立つ必要がある。しかし、日本の場合、持続的な人口減少という、非常にわかりやすい、かつ外れようのない将来予想の材料がある。外需に軸足を置いた業界は別にしろ、もはや右肩上がりの成長が期待できる時代ではないのは誰もが知っている。こうした予想を前提に中長期的な事業計画を立案するのであれば、負の需給ギャップ解消後も、潜在成長率が一種の天井になって、賃金上昇がないまま低成長がダラダラと続くだけになるかもしれない。認識は労組側も同じとみられる。実際、大企業の労組はここに至っても大幅な賃上げを要求していない。要求しなければ実現するはずもない。

景気が堅調な割には、賃金が伸びず、インフレは進まず、長期金利も低水準の状態が続くというのは、欧米に共通してみられる現象でもある。これは、世界的に、潜在成長率の低下を背景とした「低体温経済」が常態化していることを示唆しているように思われる。政府にできることは、結局のところ成長戦略しかないということになるが、日本の場合、岩盤規制が何十年も岩盤のままとどまってきたことを考えれば、限界もある。過渡期にある「第4次産業革命」が民間主導で爆発的な発展を遂げるということでもない限り、このまま低成長が状態化する可能性が高いのではないか。(Kodama wrote)



目次

〈フォーカス〉賃上げの動きは加速するのか……………	1	・フランス景気は内需を中心に緩やかな回復が続くと予想……………	16
・経済情勢概況……………	2	・英国景気は停滞気味の推移が続く……………	20
・黒田総裁は改めて出口シナリオの発表を否定……………	3	・財政政策に下支えられる中国の固定資産投資……………	24
・6月調査の日銀短観予測……………	10	・主要経済指標レビュー……………	28
・米国の自動車販売は緩慢ながら持ち直しに向かうと予想……………	13	・日米欧マーケットの動向……………	32

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日 本

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な海外景気や、非製造業の投資需要の高まりなどが後押しし、次第に景気回復ペースをあげていくと予想する。

個人消費は、弱めの動きが続いている。今後も、政府の経済対策が下支えとなるとみられるものの、輸入品価格の上昇に伴う家計の実質購買力の低下などから、緩慢な回復にとどまると予想する。

住宅投資は回復が一服している。今後は、相続税対策としての貸家の節税需要が減衰するとみられるほか、所得環境の回復ペースの鈍さもあって、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、均せば回復が続くと予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しし、底堅い推移を見込む。

輸出は回復が続いているに向かっている。今後も、堅調な海外景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コアCPI）は、1月以降、前年比プラスの推移となっている。当面はエネルギー価格が押し上げ方向に寄与すると見込まれるほか、昨秋以降の円安の影響もあって、2017年度のコアCPIは、前年比+0.6%程度まで伸び幅が拡大すると予想する。

米 国

米経済は、緩やかに回復している。雇用環境の改善や、緩やかな金融環境に支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、雇用者数の増加などに支えられ、堅調に推移するとみる。

設備投資は、企業収益の改善などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。

輸出は、中国景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは63月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.75-1.00%~~0.50-0.75%~~から、1.00-1.25%~~0.75-1.00%~~へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみており、~~次回の利上げは6月に行なわれる~~と予想する。9月年末には、再投資計画の一部変更が実施発表されると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩やかな金融政策が続くと見込まれるほか、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることもあって、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩やかな金融環境が下支えとなるものの、企業債務の高止まりなどが下押し要因になるとみられ、回復ペースの加速は見込みづらい。

ECBは2016年12月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を9ヵ月延長し、少なくとも2017年12月末までとしたほか、4月からの買入れ額を月額800億ユーロから600億ユーロへ減額することなどを決定した。買入れ資産の不足に対応するため、秋ごろに資産買入れ額を縮小するとともに、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

黒田総裁は改めて出口シナリオの発表を否定

景気判断はすえ置き

6月15、16日に開催された日銀金融政策決定会合は、大方の予想どおり、ほぼ無風に終わった。景気の現状判断は、前回4月27日の会合で上方修正された、「緩やかな拡大に転じつつある」との文言がすえ置かれた。個別項目をみると、海外経済について、「新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている」から、「総じてみれば緩やかな成長が続いている」へと、新興国リスクが弱まったとの見解が示されたものの、各需要項目ごとの判断は変わらなかった。最近は、金融政策への関心も一時に比べればかなり下がってきた印象で、アベノミクスの主役の座を降りたい日銀にとっては、望みどおりの展開になってきたと言える。

(図表1) 金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
15年1月21日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
2月18日	緩やかな回復基調を続けている	→	小幅上方修正との解釈も可能
3月17日	緩やかな回復基調を続けている	→	
4月8日	緩やかな回復基調を続けている	→	
4月30日	緩やかな回復基調を続けている	→	
5月22日	緩やかな回復を続けている	↑	明白な上方修正は、一昨年9月以来
6月19日	緩やかな回復を続けている	→	
7月15日	緩やかな回復を続けている	→	
8月7日	緩やかな回復を続けている	→	
9月15日	緩やかな回復を続けている	→	
10月7日	緩やかな回復を続けている	→	
10月30日	緩やかな回復を続けている	→	
11月19日	緩やかな回復を続けている	→	
12月18日	緩やかな回復を続けている	→	
16年1月29日	緩やかな回復を続けている	→	
3月15日	基調としては緩やかな回復を続けている	↓	小幅下方修正
4月28日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
6月16日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
7月29日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
9月21日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
11月1日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
12月20日	緩やかな回復を続けている	↑	小幅上方修正
17年1月31日	緩やかな回復を続けている	→	
17年3月16日	緩やかな回復を続けている	→	
17年4月27日	緩やかな拡大に転じつつある	↑	3ヵ月ぶりの上方修正
17年6月16日	緩やかな拡大に転じつつある	→	

(出所) 日銀

(図表2) 個別項目の現状判断の推移 (直近月の下線部は主たる変更箇所)

項目	開催月 (媒体)	評価	方向感
海外経済	3月 (公表文)	新興国の一部に弱さが残るものの、 <u>緩やかな成長が続いている</u>	→
	4月 (展望レポート)	新興国の一部に弱さが残るものの、 <u>緩やかな成長が続いている</u>	→
	6月 (公表文)	<u>総じてみれば緩やかな成長が続いている</u>	↑

輸出	3月（公表文）	持ち直している	→
	4月（展望レポート）	増加基調にある	↑
	6月（公表文）	増加基調にある	→
設備投資	3月（公表文）	企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
	4月（展望レポート）	企業収益や業況感が業種の拡がりを伴いつつ改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
	6月（公表文）	企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
個人消費	3月（公表文）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している	→
	4月（展望レポート）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している	→
	6月（公表文）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、 <u>底堅さを増している</u>	↑
住宅投資	3月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	↓
	4月（展望レポート）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	6月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	→
公共投資	3月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	4月（展望レポート）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	6月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	→
鉱工業生産	3月（公表文）	持ち直している	→
	4月（展望レポート）	増加基調にある	↑
	6月（公表文）	増加基調にある	→
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	3月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
	4月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
	6月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	3月（公表文）	弱含みの局面が続いている	→
	4月（展望レポート）	弱含みの局面が続いている	→
	6月（公表文）	弱含みの局面が続いている	→

(図表3) 先行きの見通しの推移（直近月の下線部は主たる変更箇所）

項目	開催月（媒体）	評価	方向感
経済	3月（公表文）	緩やかな拡大に転じていくとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズ	→

		ムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の改善を背景として、基調として緩やかに増加するとみられる。	
	4月（展望レポート）	わが国経済は、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとの、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型経済対策の効果を背景に、2018年度までの期間を中心に、景気の拡大が続き、潜在成長率を上回る成長を維持するとみられる。2019年度は、設備投資の循環的な減速に加え、消費税率引き上げの影響もあって、成長ペースは鈍化するものの、景気拡大が続くと見込まれる。	↑
	6月（公表文）	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の改善を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。	→
物価	3月（公表文）	消費者物価の前年比は、エネルギー価格の動きを反映して0%程度から小幅のプラスに転じたあと、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる	→
	4月（展望レポート）	消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格の動きを反映して0%程度から小幅のプラスに転じたあと、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	→
	6月（公表文）	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、 <u>プラス幅の拡大基調を続け</u> 、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる	→

（出所）日銀

「80兆円」は今後も残る可能性大

80兆円という長期国債の積み増しの「めど」も、予想どおり、現在の黒田体制下では変更されない可能性が高まった。定例会見で黒田総裁は、国債買入れ額はあくまでもイールドカーブコントロール（以下YCC）を運営していくうえでの、「内生変数として出てくる」ものであることを強調、「さまざまな状況によって上下に変動するもの」であるため、「あらかじめ、国債買入れ額について、このようにペースを変えていくとか決めていくといったことは考えていません」と明言した。記者からは、「それは半分以下ですとか、例えば20兆円、30兆円でも、80兆円のめどは変えないということでしょうか」と追い打ちの質問が出されたが、黒田総裁は当然の更問だと言わんばかりに呵々哄笑しながら、「足元で80兆円をかなり下回っていても、その翌月にはまた上の方に増えるかもしれませんし、そういうめどであるという意味でお示ししている」と、改めて変更の可能性が低いことを示している。

YCCの導入に伴い、日銀は金利ターゲットに回帰しており、量的な目標やめどは本来不要、というかどのみち両立は不可能なのだが、この80兆円という「めど」は、政策変更時に政策委員会の主流派であるリフレ派のメンツに配慮して残した面があったとみている。しかし、黒田総裁の口から再三にわたり、80兆円はターゲットではないことを強調する発言が出るあたり、リフレ派の政策

委員の間でも量的目標にこだわる雰囲気の下火になっているか、もしくは発言力自体が低下している可能性を示しているように思われる。

別の記者も指摘しているとおおり、現状のオペのペースは、年間55兆円前後まで低下しており、事実上のテーパリングに入っていると言えなくもない（ステルス・テーパリングと言われる）。こんなに幅の広いめどなら、いっそのことなくとも良いという議論は当然ありうるが、日銀が考慮せざるを得ないのは、自ら買入れ額の縮小や撤廃に言及することで、円高・株安が進行するリスクである。これは金融緩和の縮小ではないと、いかに黒田総裁が説明を尽くしたところで、量的指標が好きで、かつヘッドラインニュースだけで行動する一部海外投資家が条件反射的に円買いで反応するのは避けられない。為替相場に根強い円買い圧力が残るなか、これをきっかけに円高がトレンドになるような事態を招けば、日銀のせいになってしまう。

また、足元でイールドカーブコントロールが容易になっているのは、米金利が低位で推移しているためだが、米景気の動向次第では再び上昇に向かう可能性も十分ありうる。下手に「めど」を下方修正したあとに、その水準を上回る買い増しを余儀なくされたら、見通しの甘さを批判されるのは確実で、そうしたリスクを負うことも避けたい。そうした事態に追い込まれることはないとの確信が得られない限り、現行の政策を維持する腹積もりとみられる。なにしろ、QQEの導入から3年過ぎても、「2年という目標は変えない」と強弁していたくらいである。たとえ20兆円、30兆円のペースになったとしても、「80兆円をめど」の範囲内と言い続けることは可能と考えているのではないか。

筆者の目からは、今回の定例会見における黒田総裁の態度は、「頼むからもう80兆円には注目してくれるな」と言いたげに見えた。もし、「めど」への市場関係者の関心が薄れれば、相場変動へのリスクも小さくなるということなので、ひっそりと削除することも考えるだろうが、とりあえず来年4月までは、このまま残る可能性が高い。

黒田総裁は「出口」のシナリオ提示を否定

黒田総裁が、5月10日の衆院財務金融委員会において、民進党の前原誠司氏の質問に答え、出口戦略のシナリオの公表を今後検討していくとの趣旨の答弁をしたことで、出口戦略について問う質問も複数出された。これについて黒田総裁は、「2%の「物価安定の目標」に向けての道は、まだかなりあります。今から具体的に出口がどのようなようになるのか、そのもとで日銀の収益がどうなるかということは、まだ道半ばの状況で、将来の経済・物価、あるいは金利などに加えて、そのもとで日銀がどういう手段をどのような順序でやるかということによって当然変わってきますので、現時点で具体的なシミュレーションを示すことは、却って混乱を招くおそれがあるために難しいし、また、あまり適当ではないと考えています」と述べ、具体的なシナリオの提示には慎重な姿勢を改めて示した。

元々、国会における答弁も、自民党の行革推進本部が実施した独自試算が話題を呼ぶなど、政治家の間でも「出口」への関心が一段と高まるなか、ゼロ回答というわけにはいかずに、ある程度前向きなムードを醸し出すことを余儀なくされたもので、この後も筆者は日銀が早期に出口シナリオの発表に踏み切る可能性はきわめて低いと考えていた。物価目標を達成できる見込みがまったく立たない以上、日銀側に発表を急がなければならない理由がないのに加え、検討するシナリオの幅も広くならざるをえず、日銀や政府にとって不都合なシナリオにも言及せざるを得ないためである。バラ色のシナリオのみ提示することも不可能ではないが、学者や市場関係者の間で議論が沸騰する

のは確実で、結局パンドラの箱を開けることになってしまう。市場にとってみれば、これまでは出口の議論が見えないことが心配だったが、見えたらなおさら心配になってしまい、相場の乱高下を招くリスクもある。もちろん、だからだんまりを決め込んでいいというものでもない。多額の国民負担が生じる可能性を孕むナーバスな問題だけに、いずれは国民的議論に付さなければならない問題なのは確かである。

出口で日銀の損失は避けられない

日銀の剰余金（利益金）は各種経費や税金、準備金、配当に充当した残りが国庫に納付され、納税者の利益となる。したがって、損失は逆に納税者負担となる。日銀と政府の損益は一体なので、日銀と政府のB/Sを統合し、日銀保有の国債と政府発行の国債をネットアウトして考えると、国債を大量に買い取るというこれまでの日銀の行動は、政府の長期固定金利債務を、短期の変動利付債務（＝日銀当座預金）へと、満期構成を短期化しただけにほかならない。この結果、負債構造が急速な金利上昇に脆弱になってしまっている。

日銀の出口とは、オーバーシュート型コミットメントで示されているとおり、CPIが2%を安定的に達成する時期であり、2%にワンタッチすればいいわけではない。そうした暁にはインフレ期待も2%で安定していると考えられるので、短期金利は少なくとも2%に上昇、付利金利も同程度まで引き上げる必要が出てくる。その際の当座預金が500兆円まで膨らんでいるとすると（18年中には到達が有力）、日銀の利払い費は10兆円を超える。

黒田総裁は定例会見で、「**債券取引損失引当金を大幅に拡充していますので、収益の変動に対する対応としては、しっかりしていると思います**」と述べたが、この積立額とて16年度末で約2.7兆円にすぎない。これに、純資産の3.5兆円と、外国為替等取引損失引当金の1.6兆円を広義の自己資本としても7.8兆円で、全額が吹っ飛んでしまう計算になる。長期金利が上昇すれば資産サイドの運用益も増えるが、日銀の保有国債のデュレーションは15年度末の時点で7.2年なので、入れ替わりは徐々にしか進まず、少なくとも短期的には債務超過となる可能性が大きい。

この場合、たとえば日銀の保有国債のデュレーションに近い十分な時間をかけて、インフレ期待と金利の上昇が徐々に進むというシナリオを描けば、資産・負債のミスマッチは最小限にとどめられるが、18年度中に2%達成という目標との整合性はとれない。また、オーバーシュート型コミットメントに従えば、この間は国債買入れを続ける必要がある。仮に、80兆円という積み増しのペースが変わらず、政府による新発国債の発行額が約30兆円とすると、差し引き50兆円ずつ市場の国債は吸い上げられていくため、7年間では350兆円と、市場の国債の大半を買い尽くす計算となる。そのかなり前の段階で国債買入れが行き詰まるのは確実である。

通貨発行益は打ち出の小づちではない

黒田総裁は会見で、「**より一般的には、中央銀行は継続的に通貨発行益が発生する立場にあります。長い目でみれば、必ず収益が確保できる仕組みとなっていますので、短期的な収益の振れがあっても、そのことで中央銀行や通貨の信認が毀損されることはないと思います**」と述べたが、ハイパーインフレにでもならない限り、日銀が無限に通貨発行を増やせるわけではない。人々が手元に置きたいと考える以上の現金通貨は日銀に還流するためである。現状では、貨幣保有の機会費用がほぼゼロなので、通貨発行額は100兆円前後まで膨らんでいる。しかし、過去のデータから、平常時（金利がある状態）の通貨発行額はだいたい40兆円前後であることが読み取れる。この場合、足元の発行額との差額の60兆円は日銀に還流することになる。日銀の損失が巨額な場合は、通貨

発行益でもカバーできない可能性があることは、6月9日の日経の大機小機の試算でも示されている。

付利金利引き上げの代わりに、保有国債を売却して引締めを行なうことも可能だが、金利上昇幅と付利金利の引き上げ幅が同じであれば、理論上、日銀の被る損失は同じになる。また、ただでさえ国債金利が上昇している時に、日銀が大量の売り手に回れば、想定以上に金利が上昇して日銀の損失が雪だるま式に膨らむリスクが大きい。そもそも、政府はそうした大量の国債売りオペを許さないだろう。

日銀はB/S上、保有国債を償却原価法で評価しており、持ち切りを前提とする限り国債価格の下落に伴う評価損は実現しないが、現状では、マイナス金利政策の導入以降、日本銀行が額面を大幅に上回る価格で長期国債を購入していることから、将来の償却負担が急拡大しているという問題もある。また、付利金利にしても、金額がかさめば銀行への補助金として国会で追及される可能性が高いことから、いつまで続けられるかどうかはわからない。

残される引締めの手段は、法定準備率の大幅な引き上げである。日銀は政策委員会の決定で、法定準備率を20%まで引き上げることが可能だが、これは銀行の運用機会を奪うと言う意味で銀行課税、銀行は預金金利にしわ寄せするので事実上の預金者課税となる。銀行株も暴落が予想されるため、やはり各方面からの反発を受ける可能性が大きい。

最後の手段として、交付国債（要求払いの国債で発行時には資金フローが生じない）等で日銀の損失を穴埋めする手段も考えられる。しかし、これが会計上のトリックとみなされれば、財政の信認、ひいては通貨の信認を毀損することになるだろう。どういう形で日銀の損失を埋めるかというシナリオまでは日銀の仕事ではないが、日銀が出口戦略のなかで自らの多額の損失の可能性に触れれば、今度は政府が国会の場で追及されることになるので、出口のシナリオ提示には政府との綿密な事前協議が必要であり、その結果、バラ色もしくは当たり障りのない内容にならざるを得ず、それでは誰も納得しない。

為替相場が重要との本音が飛び出す

こうなると、2%の目標達成のために、日銀があらゆるリスクを背負い込んで猛進するのは正しいのかという議論に立ち返る必要が出てくる。日銀にしる政府にしる、最終的な目標は安定的な景気回復であり、物価目標はそのためのツールである。景気が巡航速度で推移している時の物価上昇率が1%なら、1%で絶対ダメということはないはずである。デフレよりも緩やかなインフレが望ましいという点で学者の意見は一致しているが、中長期的には古典派の二分法が成立するというのが経済理論なので、1%が良いのか、2%が良いのか、3%が良いのかといった経済理論はない。

それでも2%をめざす理由について、今回の会見で黒田総裁は大きく二点挙げている。ひとつは、「ぎりぎり0%というのを目標にしていると、景気後退でデフレにすぐ陥って、通常政策金利の引下げで対応できる余地が無くなってしまいます。金融政策の糊代といいますか、金利の引下げ余地を残しておくことが必要だということから、主要先進国は皆2%程度の物価安定目標を立てています」というものである。しかし、糊代はそこまで重要な要素なのであろうか。どのみち景気後退に陥れば、2~3%程度の政策金利など、あっという間に削り取られてしまう。

実は黒田総裁が述べたもうひとつの理由のほうがはるかに重要で、はからずも日銀の本音がにじみ出ている。曰く、「主要先進国が皆2%の物価安定目標を立てて、そのもとで金融政策を運営していると、長期的にみますと、主要国の間の為替レートも安定的に推移する可能性が高いというこ

ともあると思っています」というもので、これは、常日頃、金融政策との関係を否定しているはずの為替相場が、少なくとも長期的にはターゲットであることを認めた発言である。同じ物価上昇率をめざせば、購買力平価が安定するという意味だが、これとて、古今未曾有の金融緩和を続けることがもたらす隠れたコストと見合うのか、もう一度慎重に検討する必要があるだろう。（担当：小玉）

6月調査の日銀短観予測

6月調査日銀短観の公表日が迫る

政府は6月の月例経済報告における基調判断を、「景気は、緩やかな回復基調が続いている」とし、5月の「景気は、一部に改善の遅れもみられるが、緩やかな回復基調が続いている」から、判断を6ヵ月ぶりに引き上げた。先行きについては、「雇用・所得環境の改善が続くなかで、各種政策の効果もあって、緩やかに回復していくことが期待される。ただし、海外経済の不確実性や金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある」とし、景気は回復基調が続くとしつつも、海外景気動向がリスク要因であるとの見方を示している。

こうした環境下、企業が足元や先行きの景気動向をどのように見ているのかを捉えるため、7月3日に公表される日銀短観（6月調査）の結果に注目が集まっている。本稿では、日銀短観と連動性の高いロイター短観、QUICK短観、商工中金の景況判断指数、内閣府の景気ウォッチャー調査などから、その結果を予想した。

大企業・製造業の業況判断DIは改善へ

まず、大企業・製造業の業況判断DIは、3月調査の+12から+14へ、2ポイントの改善を予想する（図表1）。海外景気の回復などが輸出需要を下支えしているほか、為替相場の安定も追い風になったとみている。

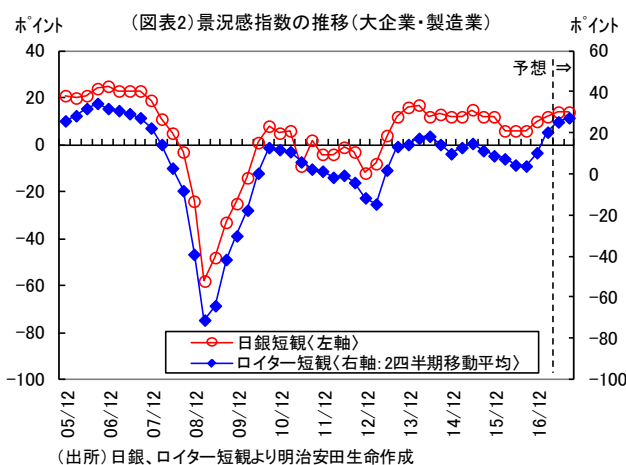
日銀短観の大企業の業況判断DIに連動する傾向があるロイター短観を見ると、6月の製造業の業況判断DIは+26と、3月の+25から1ポイント改善した（図表2）。単月の推移では、4月は+26（前月から1ポイント改善）、5月は+24（同2ポイント悪化）、6月は+26（同2ポイント改善）となっている。製造業業況判断DIは2016年9月から2017年4月にかけて8ヵ月連続で回復、5月には一服感がみられたものの、6月には再び持ち直した形である。

業種別に3月から6月の動きを見ると、9業種中、4業種（繊維・紙パ、石油・窯業、金属・機械、電機）が改善、5業種（化学、鉄鋼・非鉄、食品、輸送用機器、精密・その他）が悪化と、素材・加工業種ともまちまちな結果となった。改善した業種では、「スマートフォン・タブレット向けの半導体需要が強い」、「為替相場が極端な円高に触れず、安定している」（いずれも金属・機械）など、世界的なITサイクルの改善や為替相場の安定を指摘する声があった。一方、悪化した業種では、「原材料の上昇によりスプレッドの確保が難しくなってきた」（化学）と、原材料価格の上昇を指摘する声が聞かれたほか、「中国でのローカルブランド進展で販売不振」、「国内および一部海外での需要減速」（いずれも輸送用機器）など、国内外自動車市場の鈍化を指摘する声

（図表1）日銀短観（6月調査）業況判断DIの予想

	3月調査実績		6月調査の当社予測値			
	3月最近	6月先行き	6月		9月	
			予測	変化	予測	変化
大企業	16	14	18	2	17	▲1
製造業	12	11	14	2	14	0
非製造業	20	16	22	2	21	▲1
中小企業	5	▲1	6	1	1	▲5
製造業	5	0	7	2	3	▲4
非製造業	4	▲1	5	1	0	▲5

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成



が出ている。輸送用機器はこのところ振れが激しく、3月の+23から4月には+14まで落ち込み、5月には+38に持ち直した。6月は再び軟化し、+21となっている。

QUICK短観を見ると、製造業の業況判断DIは、3月の+22から、6月の+30へと、8ポイント改善した。単月の推移を見ると、4月は+27（前月から5ポイント改善）、5月は+28（同1ポイント改善）、6月は+30（同2ポイント改善）と、緩やかな回復が続いており、地政学リスクの緩和などを背景に改善傾向で推移したものと思われる。

先行きの見通しは横ばいか

ロイター短観によると、製造業の先行き9月の業況判断DIは+29と、6月の+26から3ポイント改善する見通しである。業種別では、化学、石油・窯業、鉄鋼・非鉄、食品、電機、精密・その他の6業種が横ばい、金属・機械、輸送用機器の2業種が改善、悪化は繊維・紙パのみとなった。一方、QUICK短観では、製造業の先行き9月は+28と、6月の+30から2ポイントの悪化となっている。半導体市況の改善が引き続き下支えとなるとみるものの、米国トランプ政権の政策への不透明感が下押し圧力となり、日銀短観における大企業・製造業の先行き9月は+14と、6月調査の当社予想から横ばいにとどまると予想する。

大企業・非製造業の業況判断DIも改善へ

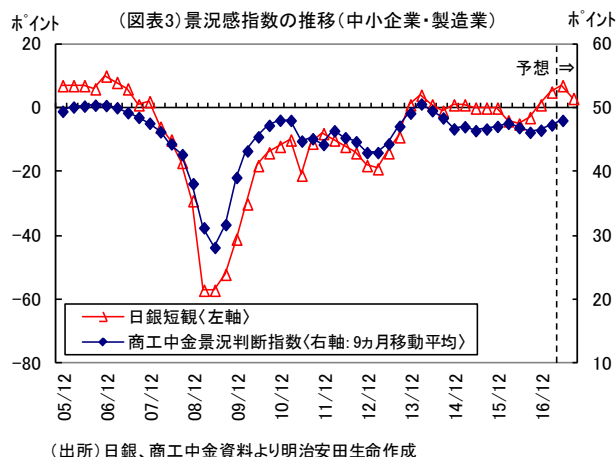
ロイター短観における非製造業の業況判断DIは、3月の+26から6月は+33へと、7ポイント改善した。単月の推移を見ると、4月は+28（前月から2ポイント改善）、5月は+30（同2ポイント改善）、6月は+33（同3ポイント改善）と、回復基調が続いている。業種別に3月から6月の動きを見ると、6業種中4業種（卸売、小売、運輸・電力等、その他サービス）が改善、2業種（不動産・建設、通信・情報サービス）が横ばいとなった。改善した業種では、「需要が引き続き安定、販売単価もやや上昇している」（その他サービス）など、内需の底堅さを指摘する声が出ている。

QUICK短観では、非製造業の業況判断DIは、3月の+29から、6月は+41と、大幅に改善している。単月の推移を見ると、4月は+37（前月から+8ポイント改善）、5月は+37（同横ばい）、6月は+41（同4ポイント改善）となった。インバウンド消費の堅調な推移が続いていることなどから、日銀短観における大企業・非製造業の業況判断DIは、3月調査の+20から+22へと、2ポイント改善すると予想する。

先行き見通しについては、夏季賞与が伸び悩むなかで個人消費の持ち直しが緩慢なものにとどまると見込まれることなどから、非製造業の業況判断DIは、6月の+22（当社予想）から+21へと、1ポイント悪化するとみている。

中小企業の業況判断DIも改善を予想

日銀短観の中小企業の業況判断DIと連動する傾向が強い統計は、商工中金が公表している景況判断指数である（図表3）。直近5月調査の同指数は、製造業が47.8と、4月調査の47.3から0.5ポイント改善、非製造業も49.8と4月調査の49.6から0.2ポイント上昇した。6月予測については、製造業が49.0と前月比1.2ポイントの改善、非製造業は49.2と、同0.6ポイントの悪化を見込



んでいる。

5月の景気ウォッチャー調査を見ると、企業動向関連DIが51.5（製造業51.0、非製造業52.0）と、2ヵ月連続で改善している。ウォッチャーの判断理由を見ると、「製造業の景況感が改善している。半導体製造関連企業で受注増の動きがみられるほか、自動車関連も底堅く推移している（北関東＝金融業）」など、ITサイクルの改善を指摘する声が聞かれる一方、先行きについては、「燃料となる軽油価格の上昇が続いている。前年比で約16円の大幅な値上がりで、この先が心配である（東海＝輸送業）」など、原油価格の上昇の影響を指摘する声も出ている。日銀短観における中小企業・製造業の業況判断DIは、3月調査の+5から+7へと2ポイント改善、先行きについては+3と4ポイントの悪化を予想する。中小企業・非製造業も、3月調査の+4から+5へと1ポイント改善、先行きは0と、5ポイントの悪化を見込む。

大企業の設備投資計画は上方修正

日銀短観において、業況判断DIと並んで注目度が高いのが設備投資計画である。法人企業景気予測調査では、2017年度の設備投資計画（ソフトウェアを除く、土地を含む）は、1-3月期調査の前年度比▲10.4%から、この4-6月調査では同+0.2%へと上方修正された。規模別に見ると、大企業が同▲0.6%から同+8.9%へ、中小企業が同▲22.2%から同▲11.4%へといずれも上方修正されている。2016年度は、大企業が1-3月期調査：同▲1.0%→4-6月期調査：同+8.3%、中小企業が同▲27.9%→同▲13.1%となっており、今年度もほぼ同じ動きとなっている。1-3月期調査時点ではまだ決算確定前であり、例年同様、中小企業を中心に新年度の計画が固まっていなかったことが上方修正の背景とみられる。

日銀短観でも、大企業の設備投資計画は上方修正されると予想する。企業収益が改善に向かうなか、底堅い省力化投資需要などが下支え要因になったとみている。2017年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年度比+0.1%と、3月調査の同▲1.3%から上方修正されると予想する（図表4）。規模別では、大企業が同+0.6%から同+8.3%へ、中小企業が同▲22.6%から同▲18.9%へと、いずれも上方修正されると見込む。（担当：山口）

（図表4）日銀短観設備投資計画予想（全産業・前年比）

	15年度 実績	16年度		17年度	
		3月 見込み	6月 当社予測	3月 予測	6月 当社予測
	%	%	%	%	%
全規模	5.0	0.4	1.5	▲1.3	0.1
製造業	9.1	2.1	0.1	4.4	9.8
非製造業	2.9	▲0.5	2.2	▲4.4	▲5.0
大企業	3.4	1.4	▲0.2	0.6	8.3
製造業	8.4	6.2	3.7	5.3	13.4
非製造業	1.0	▲1.1	▲2.8	▲2.0	4.9
中小企業	7.2	1.1	4.3	▲22.6	▲18.9
製造業	11.5	▲9.4	▲9.1	▲10.6	▲6.3
非製造業	5.2	6.3	9.2	▲27.5	▲23.5

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成

米国の自動車販売は緩慢ながら持ち直しに向かうと予想

自動車販売が頭打ち

米国では自動車販売が減速している。米国の小売売上高に含まれる「自動車・部品」を見ると、2017年以降は4月を除き前月比マイナスの推移となっており、小売売上高を押し下げている(図表1)。新車販売台数の推移を見ても、2014年秋には2000-2007年の平均である年率1,680万台まで回復したものの、その後は一進一退の推移を辿っている(図表2)。5月の新車販売台数は前月比▲1.4%と2ヵ月ぶりに減少しており、2017年1-5月累計でも前年比▲1.8%と、リーマン・ショック以降ほぼ一貫して回復してきた自動車市場に「頭打ち感」が漂っている。

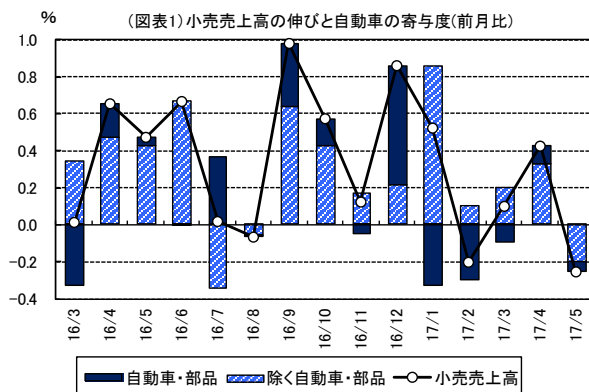
信用能力が低い層へのローン取扱いが減少

自動車ローン平均金利(新規、48ヵ月)の推移を見ると、リーマン・ショック以降のFRB(米連邦準備制度)によるゼロ金利政策を受け、2007年にはおよそ8%だったローン金利は2013年には4%まで低下した。その後、2015年12月からFRBによる利上げが開始されるとともに、ローン金利にも上昇の兆しが見られる。また、自動車ローンの延滞率も2015年以降は徐々に上昇しており、銀行の自動車ローン貸出態度も厳格化に転じている(図表3)。こうした銀行の貸出態度の厳格化は、主に信用能力が低い層へのローン実行額の減少につながっているとみられる。

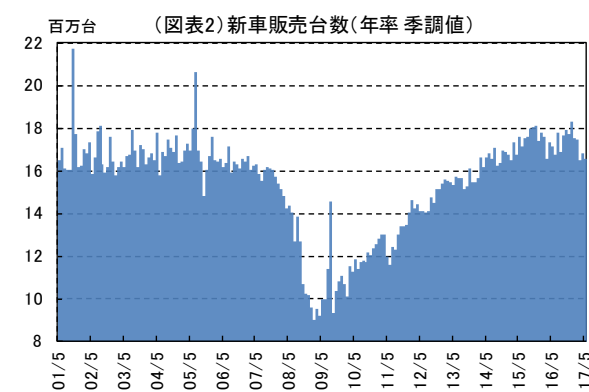
米国の一般的な信用スコアであるFICOスコア別のローンの実行額を見ると、信用スコアが低い「620未満」と「620以上659以下」の層において、ローンの実行額は4四半期移動平均で見ると減少トレンドに転じている(図表4)。ローン延滞率の上昇やFRBの利上げによる将来的な影響を背景とした銀行の貸出態度の厳格化は、特に信用力の低い消費者の自動車ローンへのアクセスを制限していると考えられる。今後とも金融政策正常化路線が継続されることで、自動車販売には一定の逆風となるとみられる。

家計は自動車購入に依然前向き

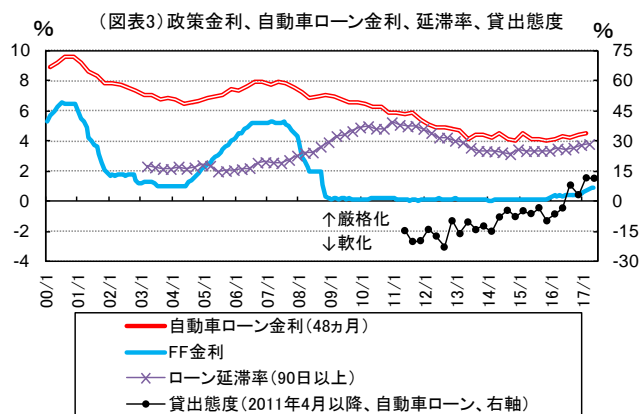
一方、家計の自動車購入意欲は高水準を維持している。米調査会社カンファレンス・ボードの調査に



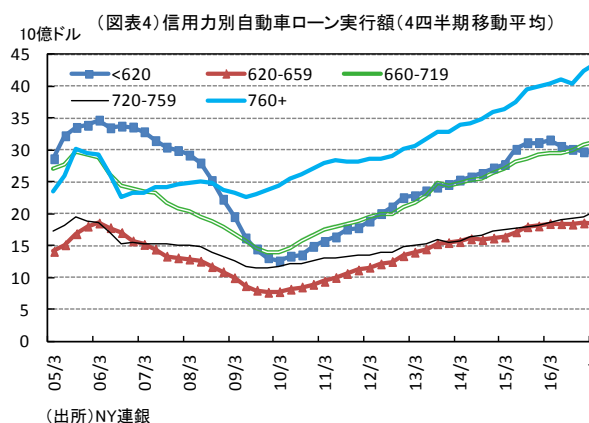
(出所) 米商務省



(出所) 米商務省から明治安田生命作成



(出所) FRB



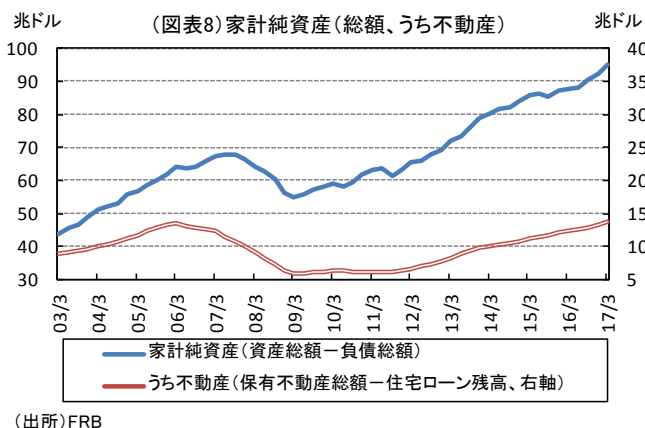
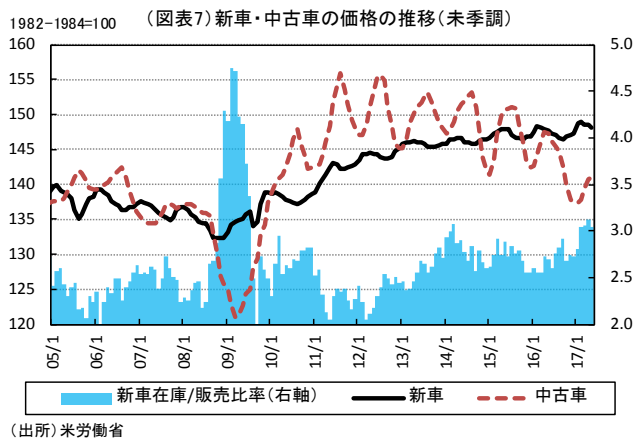
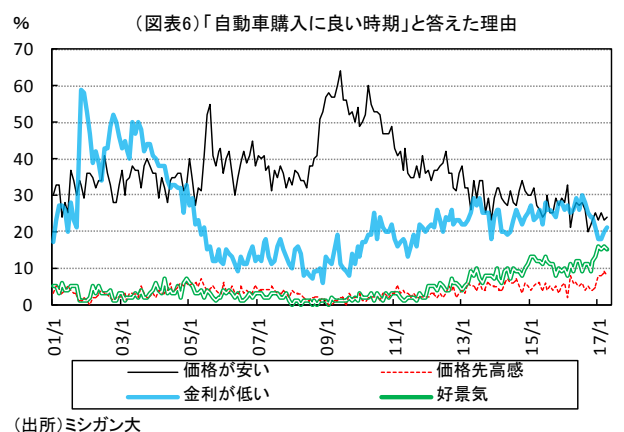
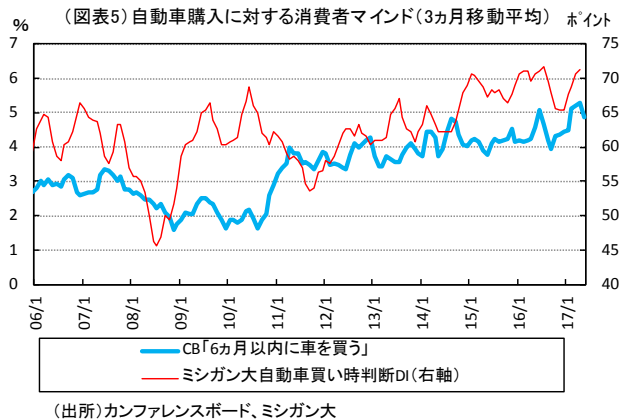
(出所) NY連銀

よると、「6ヵ月以内に自動車を買う」との回答は2014～16年には4%前後で推移していたが、2016年末以降は5%前後へと上昇している(図表5)。また、ミシガン大学の調査では、「自動車購入に良い時期」という回答のDIは2011年以降、足元まで緩やかな上昇傾向が続いている。同大学の調査で、「自動車購入に良い時期」という回答の理由を細かく見ると、一番多く挙げられているのは、2005年から足元までほぼ一貫して「価格が安いこと」であるが、その割合は趨勢的に低下しつつある(図表6)。「金利が低い」という回答は、2009年以降徐々に高まっていたものの、足元ではFRBによる金融政策正常化の動きや、トランプ大統領の提唱する巨額の財政出動による金利先高観から、やや後退している。逆に、「好景気」という回答はトランプ大統領当選以降に増加しており、また、「価格先高観」から自動車購入を急ぐ層もやや増加している。

これまで自動車購入を促してきた「価格が安い」という回答については、今後は底入れし、増加に向かう可能性が高いとみる。CPIに含まれる新車、中古車の価格の推移を見ると、中古車市場はリース期間を終えた中古車が多く流入しているという要因もあり、供給過剰感から価格が下落傾向となっている。新車についても、在庫/販売比率が3倍程度と高水準に達していることや、中古車との相対価格の高止まりから、今後は値引き圧力がかかるとみられる(図表7)。

家計の購買力は回復

家計購買力の観点からは、バランスシート調整が完了し、購買力が回復していることが指摘できる。米商務省が公表する資金循環表を見ると、家計の所有する各資産から負債を差し引いた純ベースでの残高は、すでにリーマン・ショックによる大幅な減少を乗り越えて、過去最高を更新している(図表8)。特に、家計の最大の資産でありかつ落ち込みが大きかった不動産についても、2011年から2016年までのおよそ5年間で2006年からの下落分を取り戻している。金融危機後、家計が債務返済を優先してきた状況は過去のものになっており、自動車などの高額物



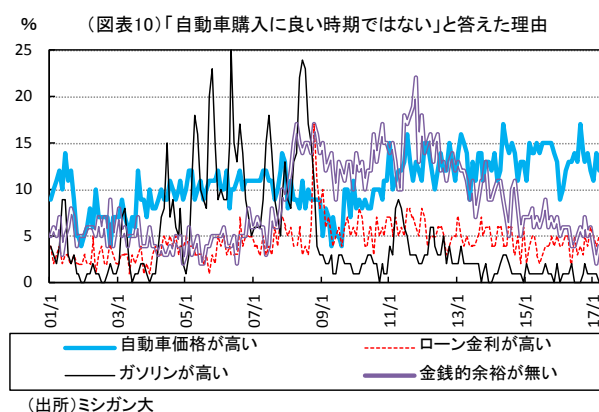
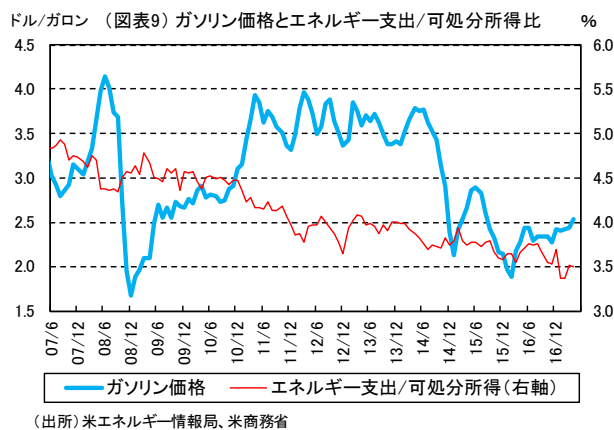
品の購買力は高まっているとみられる。

また、ガソリン価格が低位で安定していることも、家計の購買力を増加させている。OPECの原油増産や米国におけるシェールオイル増産などを背景に、2014年以降ガソリン価格は大幅に低下し、足元では1ガロン2.5ドル程度（1リットルおよそ72円（1ドル＝110円として計算））で推移、「水より安い」状態が続いている（図表9）。これにより、家計の可処分所得に占めるエネルギー支出の割合は、2010年の4.5%から足元では3.5%程度にまで趨勢的に低下している。

自動車販売は緩慢ながらも持ち直しに向かう

雇用環境に目を向けると、5月の失業率は4.3%にまで低下しており、すでに完全雇用には達しているとの見方が強く、平均時給も前年比2.5%増と、加速感に欠けるものの着実な上昇が続いている。事業所調査による非農業部門雇用者数の伸びも17年1-5月平均で16.2万人/月と依然堅調さを保っており、雇用・所得環境が悪化する兆しは見られない。

ミシガン大学の調査で、過去に自動車販売が大幅に落ち込んだ2008年時点での「自動車購入に良い時期ではない」という回答を理由別に見ると、「金銭的余裕がない」、「ガソリン価格が高い」、「ローン金利が高い」などの複合的な要因が重なっていた（図表10）。こうした自動車販売への悪影響は、足元では概ね解消されたとみられる。今後の自動車販売は、FRBによる金融政策正常化の影響で、信用能力の低い層がローンを組みにくい状態が続くことが一定の足枷となるとみられる。ただ、家計のバランスシート調整はほぼ終了しており、原油安を背景とした家計のエネルギー支出の減少や、雇用・所得環境の改善など、家計の購買力は持ち直していることとみられることから、大幅な落ち込みは回避され、緩慢ながらも持ち直しに向かうと予想する。（担当：久保）



フランス景気は内需を中心に緩やかな回復が続くと予想

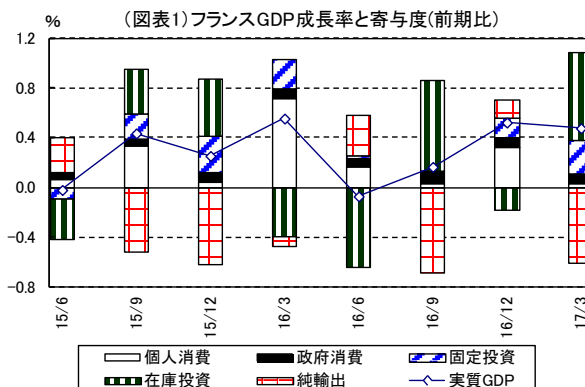
フランス景気は緩やかな回復が継続

1-3月期のフランス実質 GDP 成長率（確定値）は前期比+0.5%と、10-12月期と同じ伸び幅となった（図表1）。需要項目別に見ると、固定投資が同+0.7%→+1.2%と、設備投資を中心に2四半期連続で伸び幅が拡大した一方、個人消費は同+0.6%→0.0%と、暖冬によるエネルギー需要の減衰などもあって、横ばいにとどまった。輸出も同+1.1%→▲0.7%と、輸送機器の落ち込みなどが重しとなり、6四半期ぶりに減少に転じた。今後のフランス景気は、価格競争力の弱さなどが足かせとなって、輸出は伸び悩むとみているが、雇用環境の持ち直しなどを背景に、個人消費は回復に向かうと予想する。固定投資も、緩やかな金融環境が続くなか、企業の設備投資意欲の回復や、各種住宅投資支援策などが後押しし、底堅く推移するとみる。フランス景気は内需を中心に、緩やかな回復が続くとみている。

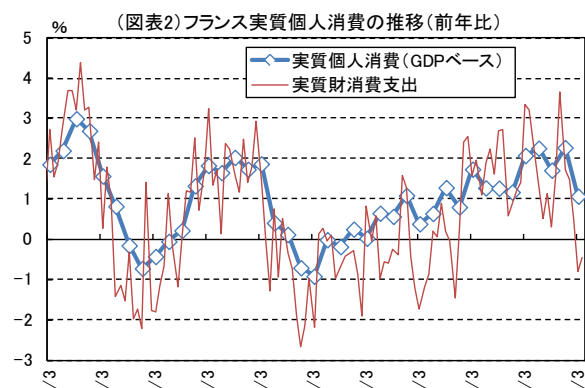
個人消費は回復に向かうと予想

個人消費は足元で弱含んでいる。4月の実質財消費支出は前年比▲0.5%と、2ヵ月連続のマイナスとなった（図表2）。内訳を見ると、暖冬などの影響でエネルギー製品（同▲4.8%）の落ち込みが続いているほか、家庭用耐久財（同▲10.0%）を中心に、工業製品（同▲1.0%）も停滞気味の推移が続いている。

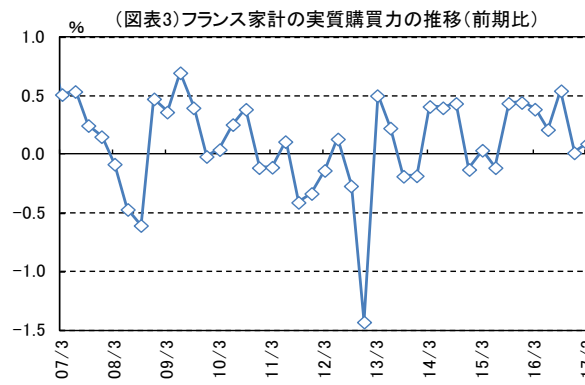
個人消費の伸び悩みの一因として、家計の実質購買力の改善ペースが鈍化していることが挙げられる。Insee（フランス国立統計経済研究所）がGDI（国内総所得）や個人消費デフレーターなどを用いて作成・公表している家計の実質購買力の推移を見ると、2015年7-9月期以降、前期比+0.5%近い伸びが続いてきたものの、2016年10-12月期以降は横ばい圏での推移にとどまっている（図表3）。2015年央以降の原油安による実質購買力の押し上げ効果は、足元ではすでに一巡しているとみられる。



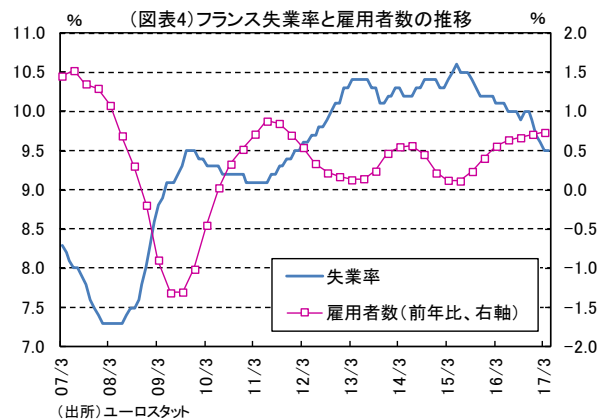
(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット

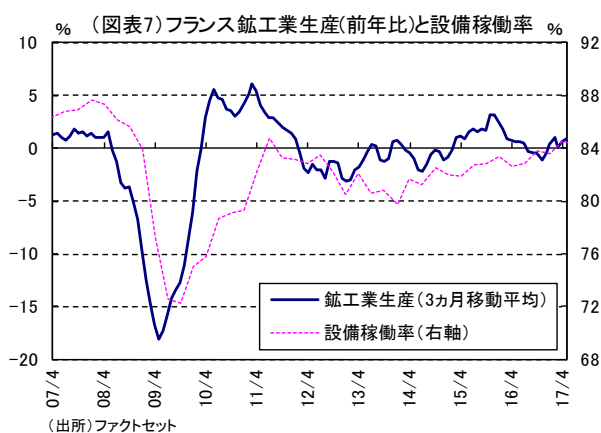
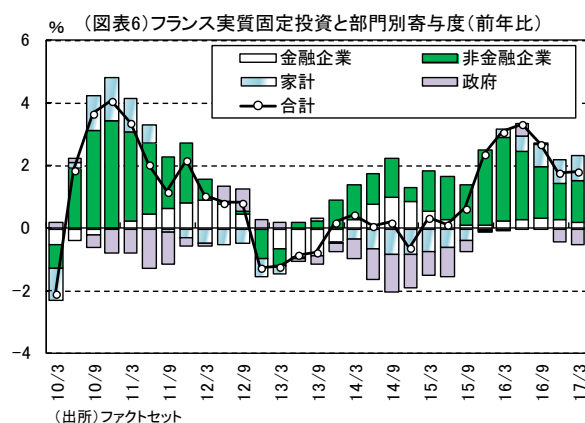
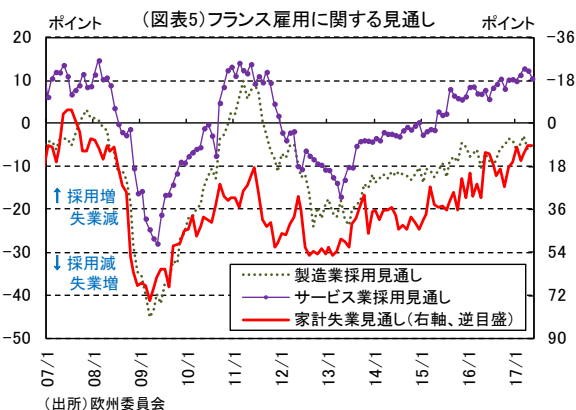


※GDI(国内総所得)、個人消費デフレーターなどをもとにInseeが作成する指標
(出所)Insee(フランス国立統計経済研究所)



(出所)ユーロスタット

一方、雇用環境は改善に向かっている。失業率の推移を見ると、2008年央以降、上昇傾向で推移してきたものの、2015年央以降は低下に転じている(図表4)。雇用者数を見ても、製造業や建設業では減少傾向にあるものの、飲食・宿泊や、教育・医療・福祉などのサービス業が堅調に推移し、雇用者数全体では増加傾向となっている。フランスでは、社会保険料等の事業主負担が重たいことや、各種規制が強いことなどもあって、雇用環境の改善が遅れてきたが、企業の社会保険料等負担を軽減する「競争力強化・雇用促進のための税額控除(CICE、2013年)」や、企業の負担を軽減する代わりに雇用拡大を求める「責任協定(2015年)」、一部業種の営業規制を緩和する「経済成長・雇用法(マクロン法、2015年)」、解雇規制や労使協定に係る規制を緩和する「新労働法(エル・コムリ法、2016年)」といった政策が相次いで打ち出されるなど、労働市場の柔軟化や雇用の拡大に向けた取組みが進められている。今後も労働市場改革を進めていく過程では、短期的には失業者が増加するなどの悪影響が懸念されるものの、社会保険料等負担の軽減による企業業績の改善や、政府による職業訓練の拡充などが雇用の下支えとなろう。欧州委員会が発表する景況感指数の調査項目のうち、企業の採用見通しや家計の失業見通しを見ると、いずれも改善傾向で推移しており、雇用環境は緩やかな改善が続く可能性が高い(図表5)。



今後の個人消費は、原油安による家計の実質購買力の押し上げ効果はすでに一巡しているものの、暖冬による一時的な下押し圧力が緩和に向かうなか、雇用環境の持ち直しなどを背景に、緩やかな回復傾向で推移するとみている。

固定投資は底堅い推移を見込む

実質固定投資は2015年1-3月期以降、前年比プラスでの推移が続いている(図表6)。部門別では、政府部門(公共投資)は軟調な推移が続いているものの、家計部門(住宅投資等)は持ち直しに向かっているほか、企業部門(設備投資等)も底堅く推移している。もっとも、企業の設備投資が1-3月期に力強い伸びとなった背景には、設備投資の税制優遇措置の期限を4月に控え、駆け込み需要が生じたこともあるとみている。

企業の生産活動を見ると、鉱工業生産は2015年冬以降、新興国の景気減速による輸出の軟化や、パリの同時多発テロの影響もあって、停滞気味の推移が続いてきたが、昨冬以降は持ち直し傾向で

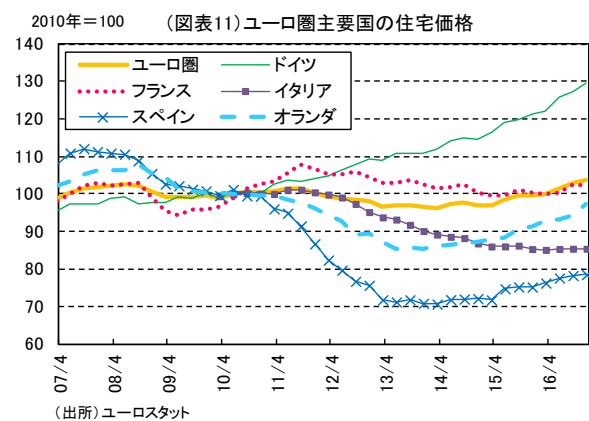
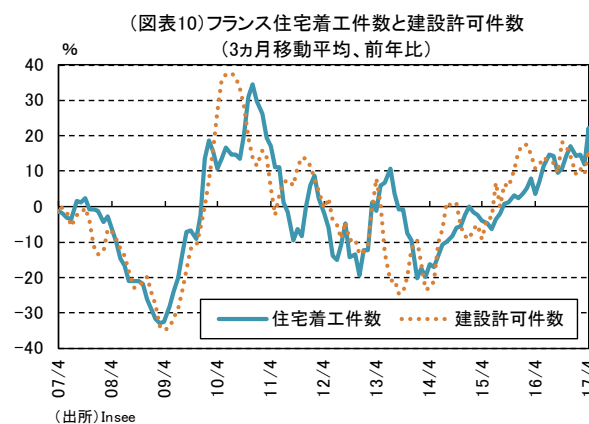
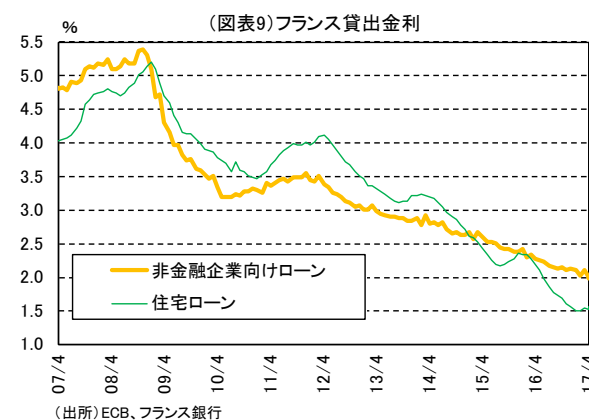
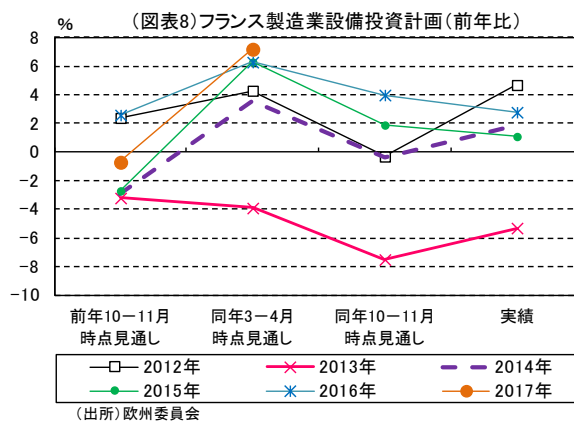
推移している（図表7）。足元の設備稼働率は84.6%と、依然としてリーマン・ショック前の水準を下回るものの、2013年冬以降は上昇傾向で推移しており、設備過剰感は緩和しつつあるとみられる。欧州委員会の調査を見ても、2017年の企業の設備投資計画は3-4月時点で前年比+7.2%と、同時期の調査としては直近6年間で最も強めの計画となっており、企業が設備投資に対して前向きな姿勢を強めている様子が窺える（図表8）。こうしたなか、ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策などを背景に、銀行の企業向け貸出態度の改善が進んだことや、貸出金利の低下が続いていることなどが、引き続き設備投資の下支えになるとみている（図表9）。

一方、住宅投資に目を向けると、先行指標の住宅着工許可件数は2014年央ごろから持ち直し傾向で推移しており、当面の住宅投資が底堅く推移する可能性が示唆される（図表10）。住宅投資の持ち直しの背景には、住宅ローン金利の低下や、住宅価格が横ばい圏にとどまっていることなどがあるとみられる（図表9, 11）。また、深刻な住居不足に対応するために導入された「ピネル減税措置（2014年9月より、特定地域の新築物件を購入し、賃貸運用した場合、購入額の一定割合が所得税から控除される）」や、不動産取得率の向上をめざす「ゼロ金利融資制度（所得収入が一定金額以下で、過去2年間に住居を所有していない場合、ゼロ金利で住宅ローンを組むことができる）」なども、住宅投資を後押ししているとみている。

今後の設備投資は、1-3月期に駆け込み需要が生じた反動で、4-6月期には弱めの動きに転じるとみているが、企業の設備投資意欲の回復や資金調達環境の改善を受け、夏以降、回復傾向で推移するとみる。住宅投資の持ち直しが見込まれることもあって、固定投資は底堅く推移すると予想する。

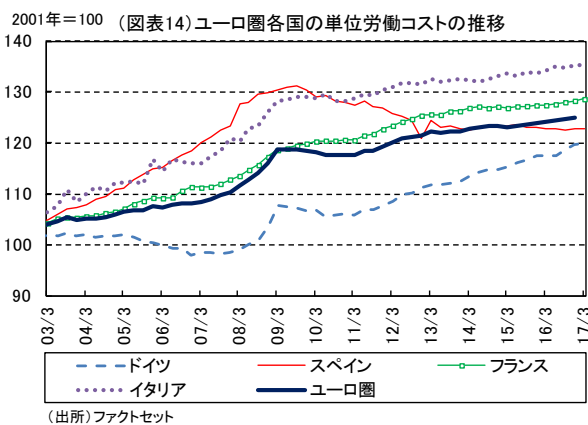
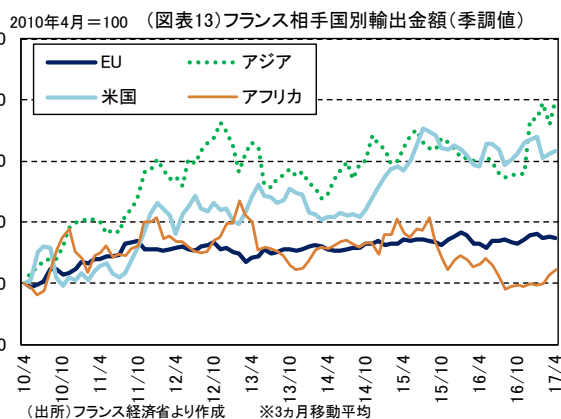
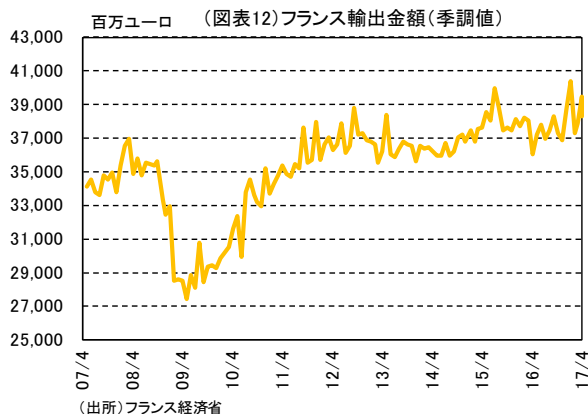
輸出は伸び悩むとみる

輸出金額は昨秋以降、緩やかな増加傾向で推移している（図表12）。相手先別では、輸出金額の



6割近くを占めるEU向けが伸び悩んでいるほか、2014年秋ごろからユーロ安効果で堅調に推移してきた米国向けも、2015年夏以降は停滞気味に推移している(図表13)。一方、アジア向けは、2015年半ばごろから減少傾向が続いたものの、昨秋以降、堅調に推移し、全体を押し上げている。中国をはじめとするアジア新興国景気の回復が、輸出の増加につながっているとみられる。

ただ、ユーロ圏各国の単位労働コストの動きを見ると、フランスの単位労働コストはユーロ圏平均を上回るペースで上昇している(図表14)。フランスは航空産業や原子力産業等の一部産業においては、高い技術力に起因する競争力を有しているものの、他のユーロ圏諸国に比して高い労働コストが、価格競争力の弱さにつながっているとみられる。今後も中国をはじめとするアジア新興国の景気回復が輸出の下支えになると見込まれるものの、価格競争力の弱さなどが足かせとなって、輸出は伸び悩むとみている。(担当:尾家)



英国景気は停滞気味の推移が続く

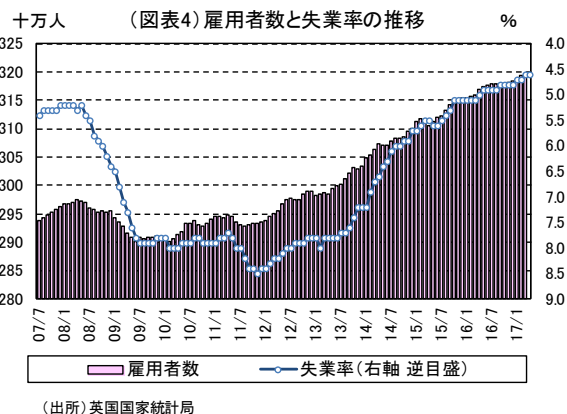
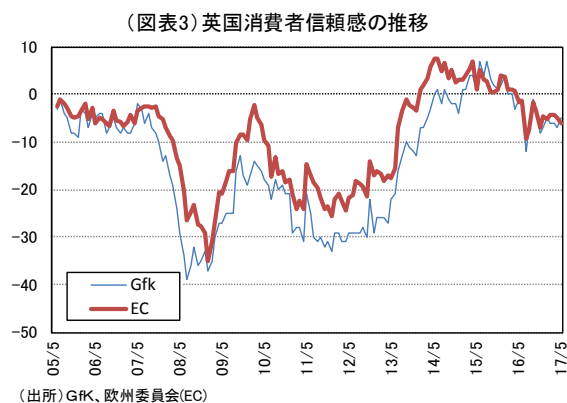
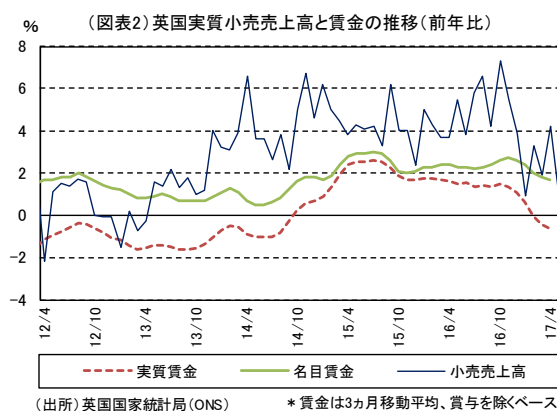
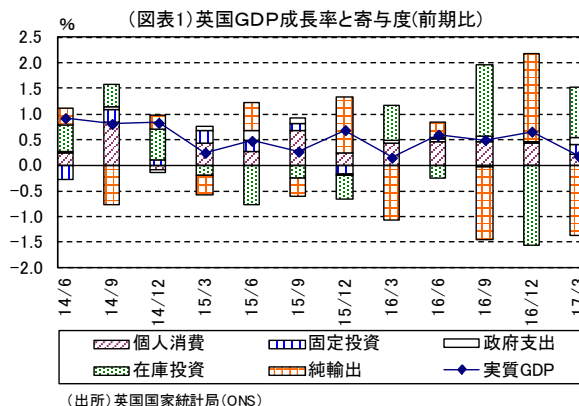
英国景気は停滞気味の推移を予想

英国の1-3月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比+0.2%と、17四半期連続のプラスとなったものの、1年ぶりの低い伸びとなった(図表1)。GDPの約6割を占める個人消費は前期比+0.3%と、2014年10-12月期以来の低い伸びにとどまった。今後の英国景気は、ポンド安の効果で輸出の持ち直しが見込まれるものの、賃金の伸び悩みや、物価上昇に伴う実質購買力の低下などが引き続き個人消費の下押し要因になるとみられ、停滞気味の推移が続くとみる。

個人消費は減速傾向が続く

5月の実質小売売上高は前年比+0.9%と、2ヵ月ぶりに伸び幅が縮小した(図表2)。4月は堅調な伸びとなったが、昨年は3月だったイースターが今年は4月に後ずれしたことや、例年に比べて天気に恵まれたことなど、一時的な要因から押し上げられたとみられ、均せば停滞気味の推移を辿っている。消費者マインドを見ても、GfKと欧州委員会(EC)が発表する消費者信頼感、いずれも昨春以降、悪化傾向で推移している(図表3)。

雇用環境に目を向けると、雇用者数は、2012年ごろから増加傾向にあるほか、5月の失業率は4.6%と、11年ぶりの水準まで改善した(図表4)。イングランド銀行(BOE)による調査を見ても、企業の採用意欲は昨夏のブregジット決定後の落ち込みから回復している(図表5)。ただ、4月の週平均賃金(除賞与)は前年比+2.1%と、4ヵ月連続で伸び幅が縮小し、実質賃金も2ヵ月連続のマイナスとなるなど、賃金は伸び悩んでいる状態が続いている。背景には、パートタイム従事者の増加や、賃金水準の低い業種に労働需要が偏っていることなどがある。加えて、フルタイムの仕事が見つからず、やむを得ずパートタイマーとなっている雇用者の数が、依然としてリーマン・ショック前の水準を大きく上回っていることなどから、賃金は引き続き伸び悩むとみられる(図表6)。



一方、CPIの推移を見ると、2015年12月ごろから前年比の伸び幅が拡大傾向にあり、5月には前年比+2.9%と、BOEの物価目標(+2.0%)を4ヵ月連続で上回った(図表7)。加えて、コアCPIは同+2.6%と、2012年11月以来の高い上昇率を記録した。ポンド安進行に伴う輸入物価の上昇などが、CPIの上昇要因になっているとみられる。引き続きポンド安効果が続くともっており、CPIは2017年内は高い伸び幅を維持すると予想する。

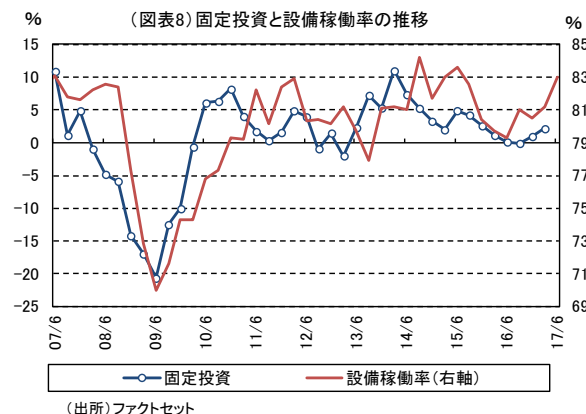
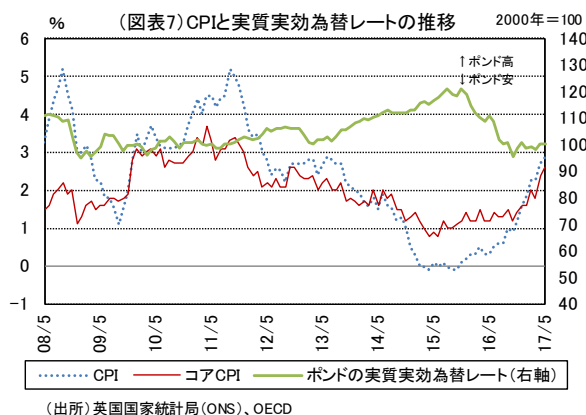
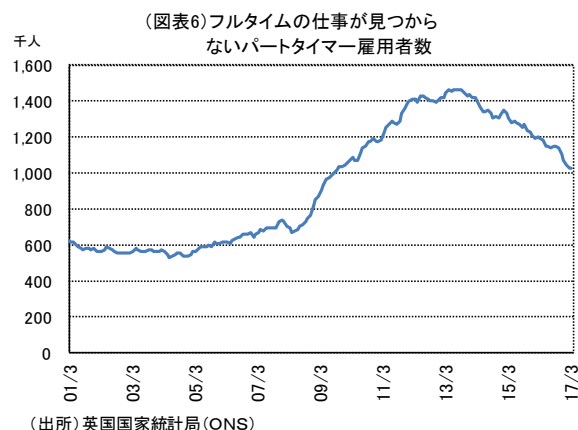
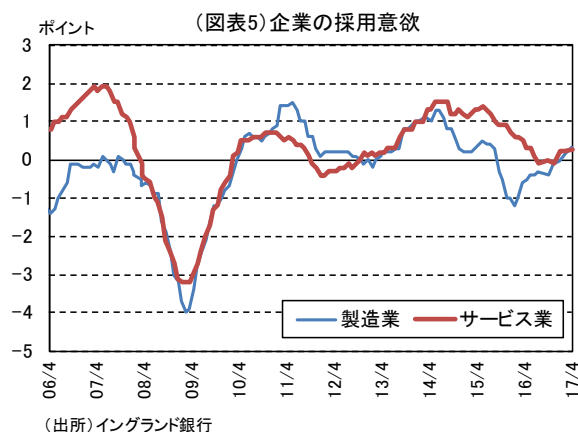
今後については、賃金が引き続き伸び悩むとみられるなか、消費者物価の上昇に伴い、実質賃金が目減りしていくことで、個人消費は減速傾向が続くとみる。

固定投資は緩やかな回復へ

固定投資の回復の足取りは鈍い。1-3月期の固定投資は前期比+0.2%と、小幅な伸びにとどまった(図表8)。一方、4月の鉱工業生産は前月比+0.2%と、4ヵ月ぶりのプラスとなった。また、設備稼働率も順調に回復しており、設備の過剰感も和らぎつつあるとみられる。製造業PMIをみても、8月以降、ポンド安などが後押しし、好不況の境目である50を上回って推移している。(図表9)。加えて、BOEが4月に実施した調査を見ると、企業の設備投資見通しは、サービス業、製造業ともに、EU離脱決定後の一時的な落ち込みからすでに持ち直しており、今後の固定投資は緩やかな回復傾向で推移するとみている(図表10)。

輸出は持ち直し傾向が続く

輸出は、2012年半ばごろから、主要仕向先であるユーロ圏景気の回復力の弱さや、ポンド高などを背景に、停滞が続いてきたが、2015年末以降、持ち直し傾向にある(図表11)。足元の輸出金額を見ると、3月は前月比+1.3%と、3ヵ月ぶりに増加した。輸出数量も同+3.2%と、2ヵ月連続で増加した。地域別では、全輸出金額の48%(2016年平均)を占めるEU向けが2016年から持ち直しつつあるほか、最大の貿易相手国である米国向け(シェア約18%)も昨夏以降、堅調な推移を維持している。ポンド安による価格競争力の改善などが下支えになっていると



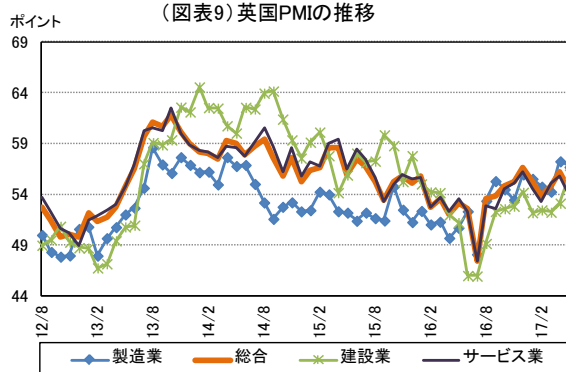
みられる。ポンド安効果に加え、米国景気が回復傾向で推移すると見込まれることもあって、輸出は持ち直し傾向が続くとみる。

EU 離脱交渉は難航へ

メイ首相は2017年3月29日にEUに正式に離脱を通告し、2019年3月末までにEU離脱条約の締結をめざすこととなった。ただ、6月8日に行なわれた総選挙では、保守党が318議席へと13議席減らし、過半数である326議席を割った(図表12)。一方、選挙前に229議席であった労働党は262議席を獲得し、どの政党も議会過半数を取れないハング・パーラメントの状態となった。メイ首相は、北アイルランドの地域政党で、10議席を獲得した民主統一党(DUP)からの協力を得て政権を樹立する方針を表明したが、今後の政権運営は困難を極めることが予想される。メイ首相は選挙前に、「EU離脱交渉に関しては悪い合意よりも何も合意しないほうがましである」と述べるなど、移民などの受け入れを厳しく制限する代償として、欧州単一市場とEU関税同盟からの離脱も辞さないというハードブレグジットを志向する方針を示していた。しかし、DUPはアイルランドとの移動の自由も望んでいることもあって、ハードブレグジット路線の修正は不可避とみられる。

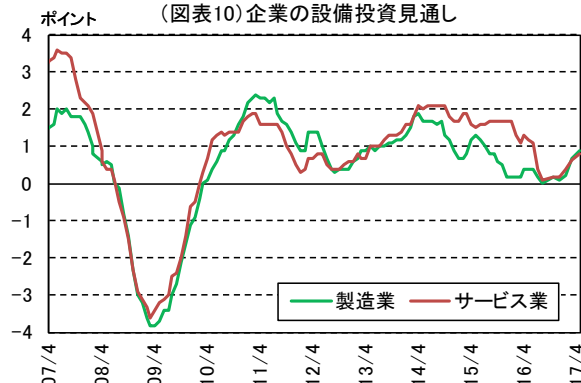
離脱を巡るEUとの交渉は6月19日に開始された。交渉手順について、従来英国は離脱条件と並行し、離脱後の通商協定も協議することを希望してきた。一方、EU側は離脱後の新たな関係の協議を開始する前に、離脱条件、すなわち英国が拠出を約束したEU予算や関係経費の精算、英国に居住するEU市民やEUに居住する英国市民の権利保護等で合意する必要があると主張してきた。ただ、19日の交渉では、通商協定に関する協議は離脱条件交渉後に実施というEUの要求を英国は受け入れた。また、EUは英国が移民制限や資本権限などで主権回復を求める一方で、関税なしでモノの取引を行なうなど、EU単一市場からの恩恵を享受しつつけることは認めない構えであり、今後の交渉は難航するとみている。欧州議会の承認などの手続き期間もふまえて、実質

(図表9) 英国PMIの推移



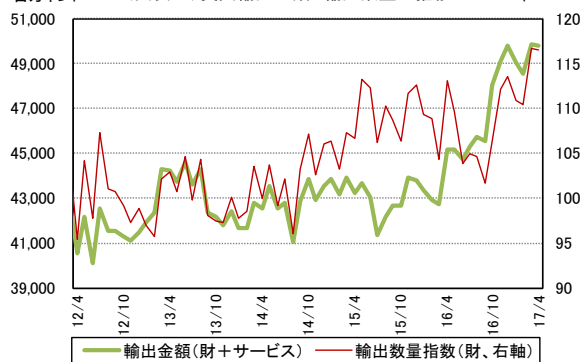
(出所)ファクトセット

(図表10) 企業の設備投資見通し



(出所)BOE

(図表11) 英国輸出金額と輸出数量の推移 2011年=100



(出所)ファクトセット

(図表12) 英国総選挙結果集計

	2017年議席数	2015年議席数	議席数増減
保守党	318	331	-13
労働党	261	232	29
自由民主党	12	8	4
スコットランド国民党	35	56	-21
イギリス独立党	0	1	-1
緑の党	1	1	0
民主統一党(DUP)	10	8	2
その他	13	11	2

(出所)各種報道より明治安田生命作成

的な離脱交渉期限は2018年10月になると見込まれ（図表13）、残された時間は1年あまりしかない。交渉期限までに合意できなければ、英国は先行きははっきりしないままEUから放り出される「無秩序な離脱」となることなどから、EU主導の交渉を余儀なくされることになるろう。

BOEは様子見姿勢を継続

BOEは6月の金融政策委員会（MPC）で政策金利（0.25%）をすえ置いた。ただ、金利すえ置きへの反対票は5月の1名から3名に増加した。5月の公表文では「金融政策は経済見通しに対し、いずれの方向にも対応する」との文言が記されていたが、6月は「すべてのメンバーが政策金利の引き上げは限定的かつ緩やかなペースで行なわれることに同意」と記され、利下げの可能性が取り下げられた。CPIは5月のインフレ予想（前月比+2.7%）を上回る水準で推移しているほか、ポンド安のさらなる進行や、労働市場のスラックの縮小などから、タカ派のフォーブス氏をはじめとした3名のMPC委員が利上げを支持した。一方、5名の委員が金利のすえ置きを支持する理由としては、個人消費を中心とした景気減速と賃金上昇率の低迷などが挙げられた。今後は景気減速の程度などを見極めるため、BOEは2017年内は様子見姿勢を継続すると予想する。ただ、2018年は比較的早い段階で利上げに踏み切る可能性が高いとみている。（担当：陳）

（図表13）今後のEU離脱に関する重要イベント

6月19日	交渉開始
6月21日	女王演説
6月22日-6月23日	EU首脳会合
7月17日	第2ラウンド交渉開始
9月24日	ドイツ総選挙
10月1日-10月4日	保守党年度党会議
10月-12月	新協定の交渉開始に向けた離脱協定の基本合意の目安
2018年10月	議会などでの手続き期間もふまえた実質的な離脱交渉期限
2019年3月29日	EU離脱交渉期限

（出所）各種報道より明治安田生命作成

財政政策に下支えられる中国の固定資産投資

インフラ関連を中心に固定資産投資は堅調

2017年1-5月累計の固定資産投資は前年比+8.6%となり、2016年1-12月累計の同+8.1%からプラス幅は拡大傾向にある(図表1)。寄与度別の内訳を見ると、インフラ関連は、2016年1-12月累計では+3.1%の寄与だったが、2017年1-5月累計では+3.9%となり、全体を押し上げている。製造業(2016年1-12月累計:同+1.4%→2017年1-5月累計:+1.7%)や、不動産開発(同+1.2%→+1.6%)のプラス寄与幅も拡大した。

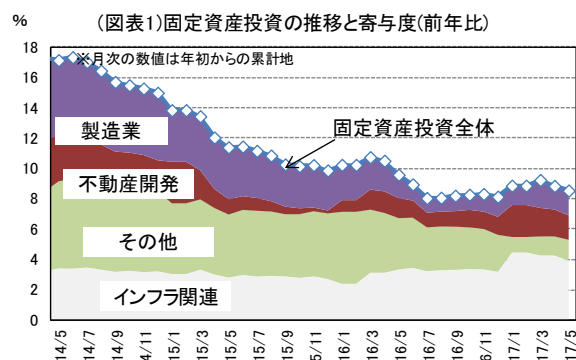
固定資産投資を民間・国有企業別に見ると、1-5月累計の民間企業の投資額は前年比+6.8%と、前月の同+6.9%からプラス幅が小幅縮小した(図表2)。一方、1-5月累計の国有企業の投資は同+12.6%と、依然として国有企業のプラス幅が、民間企業のプラス幅を大きく上回っている。固定資産投資をけん引するインフラ関連の持ち直しは、政府による財政政策が強化されたことが大きく寄与している。

今年3月に行なわれた全人代における「2017年の重要活動任務」では、昨年に引き続き、過剰生産設備の解消が打ち出された。2016年以降、国有企業による設備投資は、過剰生産能力を削減する一方で、インフラ関連投資は拡大させるという、いわばアクセルとブレーキを両方踏んだ状態であったと考えられる。過剰生産能力の削減方針は、今後も国有企業の設備投資に一定の歯止めをかけるとみられる。ただ、今年は5年に一度の共産党大会が開催されることもあって、中小企業を主な対象とした減税策や、送配電価格の引き下げなど、総額1兆元規模の企業負担軽減策が発表されており、こうした財政政策が年内の景気を下支えすると見込む。

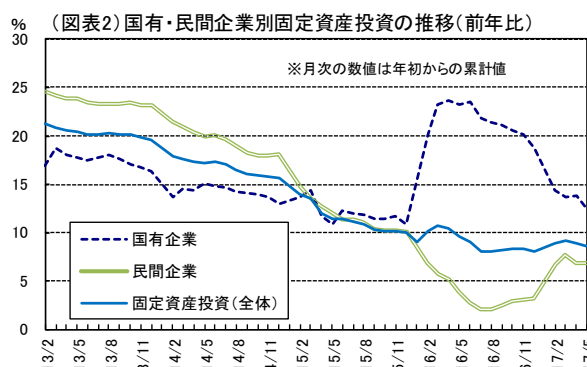
製造業の投資は持ち直し傾向が続く

製造業の投資は持ち直し傾向が続いている。背景には、生産の回復がある。鉱工業生産は2015年以降、前年比+6%程度の推移が長く続いたが、年明け以降は上向き兆しがみられる(図表3)。

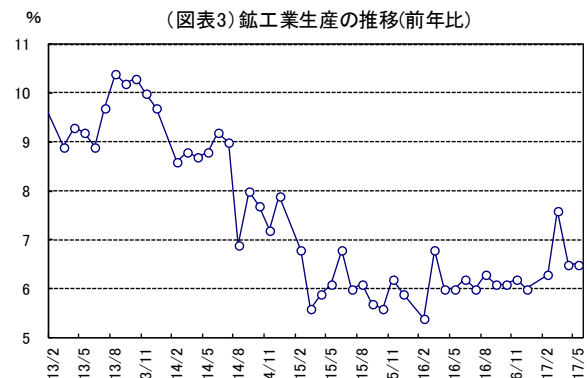
製造業の生産高を業種別に見ると、小型車減税を追い風に、15年以降、生産が加速していた自動車は、2017年1月に減税幅が縮小されたことに伴い、伸び幅は縮小傾向となっている(図表4)。販売(出荷)ベースで見ても、均せば前年割れでの推移が続いている(図表5)。2016年の乗用車販売の約7割は減税対



(出所)中国国家統計局



(出所)中国国家統計局



(出所)中国国家統計局

(注)2月は1-2月の合算ベース

象車だったことから、しばらくの間、需要先食いの反動減の影響が残ることで、自動車生産は減産傾向が続くとみられる。

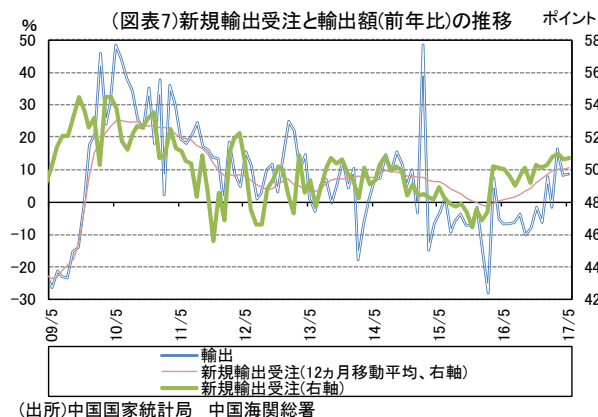
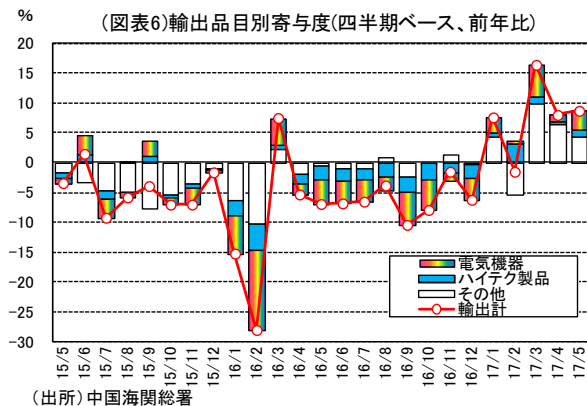
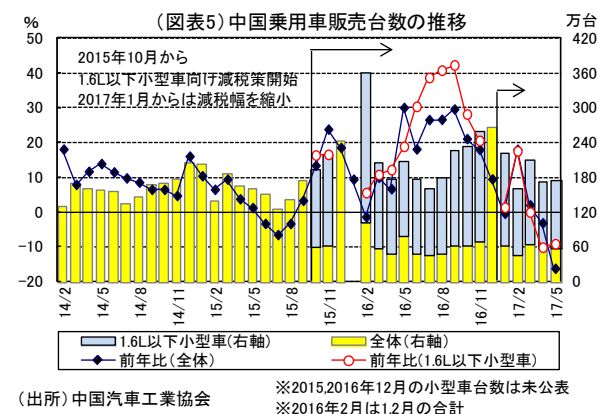
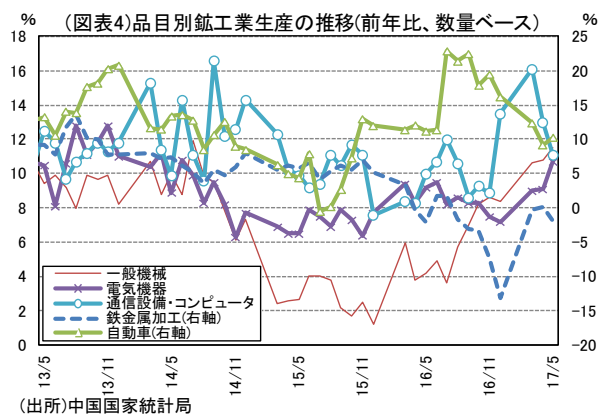
一方、電気機器は昨年12月の前年比+7.2%から、5月には同+10.7%までプラス幅が拡大している。一般機械も2015年末以降、プラス幅が拡大傾向にあり、足元では二桁を超える伸びが続いている。通信設備・コンピュータも、昨年末以降、大きく伸びている。鉄金属加工は、粗鋼の過剰設備・過剰在庫の解消に伴い、2016年後半に大幅な生産調整を経験したが、足元では下げ止まりの兆しがみられる。

電気機器、一般機械、通信設備・コンピュータの増産の主要因としては、輸出の増加が挙げられる。輸出金額をみると、2017年5月は前年比+8.7%と、3ヵ月連続のプラスとなった(図表6)。寄与度別に見ると、5月は電気機器が+3.2%と、前月の+1.2%から拡大したほか、ハイテク製品も+1.1%と、前月の+0.4%から拡大し、全体を押し上げた。国家統計局のPMIの新規輸出受注指数を見ると、世界経済の回復を反映して5月は50.7と、7ヵ月連続で拡大を示す50を上回っている(図表7)。地域別に見ても、米国向けは前年比+11.7%、EU向けが同+9.7%と、いずれも3ヵ月連続のプラスとなったほか、ASEAN向けも同+3.8%と、4ヵ月連続のプラスとなっている。

今後も米国を中心とする先進国景気の回復を背景に、電気機器、一般機械の輸出が底堅く推移するとみられることや、政府の景気対策により、鉄金属加工など、建設関連の業種の押し上げが見込まれることから、鉱工業生産は、回復傾向が続くと予想する。鉱工業生産の回復を受けて、製造業の固定資産投資も、持ち直し傾向で推移するとみる。

企業マインドおよび企業業績は底堅い

企業マインドは大企業を中心に良好な水準を維持している。国家統計局が発表している5月の製造業PMI(購買担当者景気指数、調査対象は主に国有企業や大企業)は51.2と、前月から横ばいとなり、拡大と縮小の境目を表す50を10ヵ月連続で上回った(図表8)。一方、相対的に中小民間企業が多い財新製



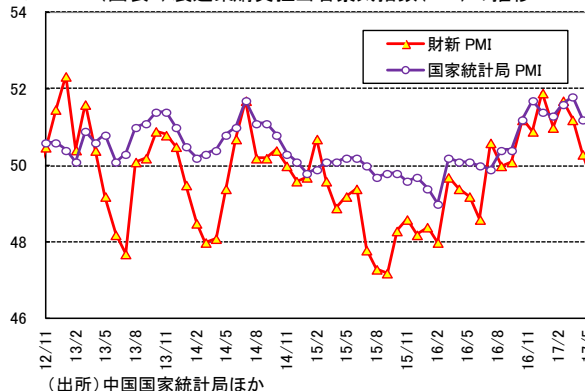
造業 PMI を見ると、5月は49.6、前月差▲0.7ポイントと、前月から低下し、11ヵ月ぶりに50ポイントを下回った。不動産市場の過熱感を受け、3月末から4月初めにかけて、銀行によるレバレッジ取引の規制や理財商品販売規制など、政府が各種金融規制策を打ち出したことが、景況感悪化の主因とみられる。理財商品などのシャドバンキングを経由した資金への依存度が高い中小企業は、金融規制の影響を大企業より受けやすい。ただ、4月に国务院が農業と中小企業を対象とする、3,800億元規模の減税策を発表するなど、政府の財政政策が下支えとなることで、中小企業においても、マインドの急激な悪化は回避されるとみられる。今後の企業マインドは、政府によるインフラ投資の恩恵を受けやすく、かつ信用力の高い国有企業や大企業を中心に、底堅く推移するとみられる。

また、企業収益の改善が、企業の設備投資余力の底上げにつながっている。工業企業利益を見ると、4月は前年差+4,340億元と、2015年12月を底に持ち直している(図表9)。内訳を見ると、石炭採掘が同+980億元、石油天然ガス開発が同+530億元と、エネルギー関連が全体を押し上げた。PPI(生産者物価指数)を見ると、昨年10月以降、掘削や原材料を中心に上昇傾向で推移しており、資源価格の持ち直しが資源採掘系企業の利益改善につながったとみられる。中国人民銀行が四半期ごとに発表している製造業資金繰り指数を見ても、工業企業利益が底打ちとなった2015年末以降、企業の資金繰りが改善している様子が窺える(図表10)。また、2016年以降拡大したインフラ投資を背景に、製鉄が同+490億元と回復しており、今後もインフラ投資や、中小企業減税をはじめとする財政政策が、工業企業の利益を下支えすると予想する。企業マインドが高水準を維持していることや、企業収益の改善を背景に、年内の固定資産投資は、堅調推移を予想する。

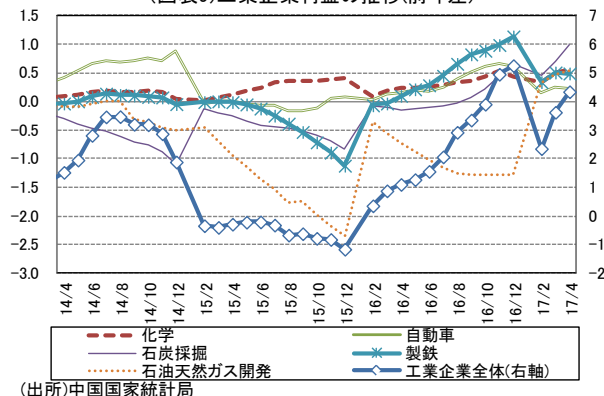
年明け以降の固定資産投資は軟調な推移を予想

今年の秋には、5年に一度の共産党大会を控えており、政府は、共産党大会が閉会するまでは、経済安定を最優先課題に位置付けて政策に取り組むとみられる。政府による財政政策を受けて、インフラ関連への投資が引き続き高い伸びを保つと見込まれるうえ、堅調な輸出に支えられ、鉱工業生産は回復が続くとみられ、製造業の投資は持ち直し傾向が続くとみられる。企業マインドも大企業や国有企業を中心に、高水準を維持していることや、企業収益の改善が見込まれることなどから、年内の固定資産投資は、堅調な推移を予想する。ただ、来年以降は、財政政策の効果が一定程度残

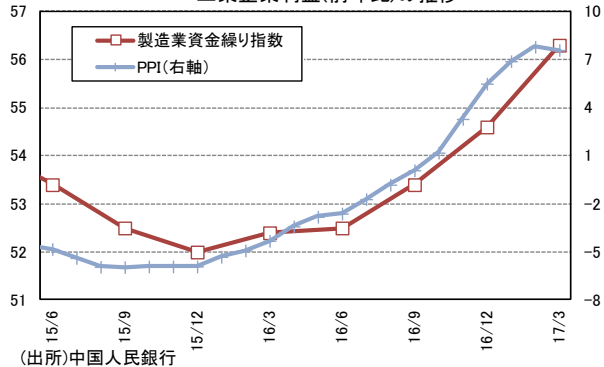
ポイント (図表8) 製造業購買担当者景気指数(PMI)の推移



千億元 (図表9) 工業企業利益の推移(前年差)



ポイント (図表10) 企業経営者へのアンケートと工業企業利益(前年比)の推移



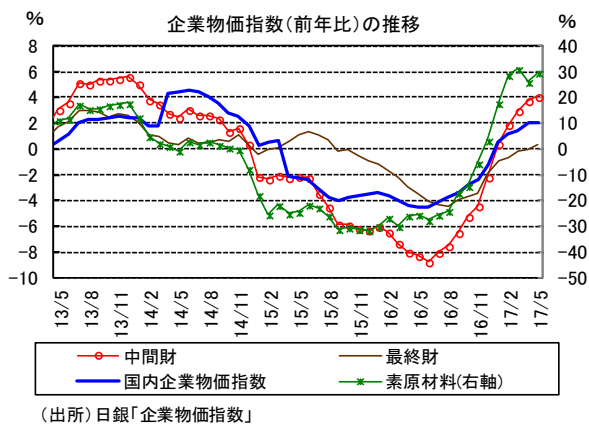
るとみられるものの、その効果は徐々に剥落に向かうと見込まれる。一方、過剰生産能力の解消は継続されるとみられるため、固定資産投資は軟調な推移に転じるとみる。（担当：磯部）

主要経済指標レビュー (6/12~6/23)

《日本》

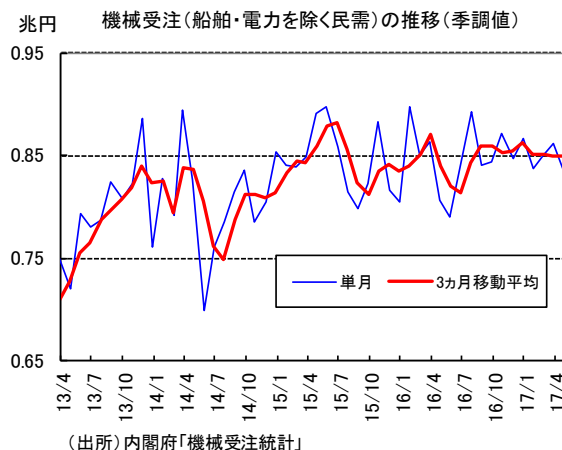
○ 5月企業物価指数(速報値、6月12日)

5月の国内企業物価指数は前年比+2.1%と、5ヵ月連続のプラスで、4月と同じ伸び幅となった。23種目中、17項目が前月から押し上げに寄与、5項目が押し下げに寄与し、1項目が前月と同じ伸び幅となった。押し上げ方向に寄与した項目では、電力・都市ガス・水道、鉄鋼、化学製品などが目立った。押し下げ方向に寄与した項目は、石油・石炭製品など。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比+3.0%→同+4.4%、輸入物価は同+11.0%→同+13.5%と、いずれも5ヵ月連続のプラスとなった。今後については、昨秋以降の円安の影響の一巡のほか、原油価格の上昇が一服していることで、企業物価の上昇ペースは鈍化へ向かうと予想する。



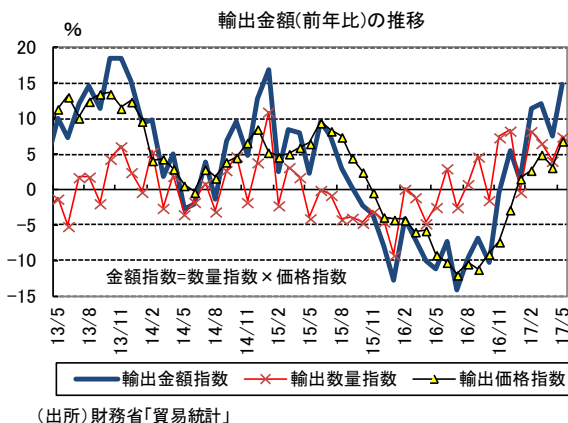
○ 4月機械受注(6月12日)

4月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比▲3.1%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。内閣府による基調判断は、8ヵ月連続で「機械受注は、持ち直しの動きに足踏みがみられる」が維持された。目先の設備投資が停滞気味となる可能性を示す結果だが、各種調査における設備投資計画自体は強めである。国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、製造業の能力増強投資の増加は見込みにくい、好業績のもと、維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えになるとみられる。非製造業でも、合理化・省力化投資などを中心に、底堅い推移が続く可能性が高く、今後の設備投資は均せば回復傾向で推移すると予想する。



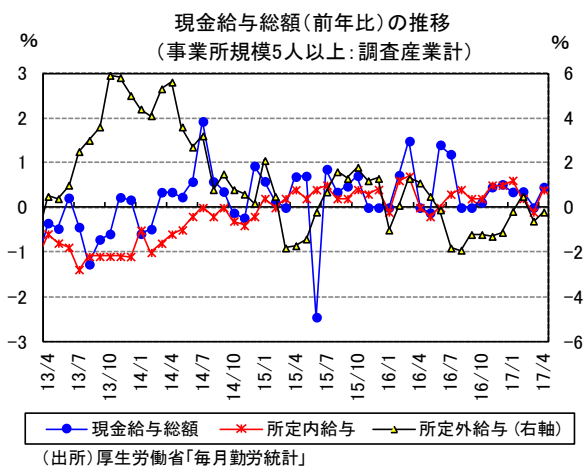
○ 5月貿易統計(6月19日)

5月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+14.9%と、6ヵ月連続のプラスとなり、4月の同+7.5%から伸び幅が拡大した。輸入金額は同+17.8%と、資源価格の持ち直しなどを背景に、5ヵ月連続のプラスとなり、4月から伸び幅が拡大。この結果、貿易収支は▲2,034億円と、4ヵ月ぶりの赤字で、赤字幅は前年同月から拡大。輸出の実勢を示す輸出数量を見ると、5月は同+7.5%と、4ヵ月連続のプラスとなり、均せば回復傾向が続いている。輸出数量の地域別では、中国向け、米国向け、EU向けのいずれもプラス幅が拡大したことが、数量の回復に寄与した。今後の輸出は、堅調な海外景気に支えられ、回復基調で推移すると予想する。



○ 4月毎月勤労統計（確報、6月23日）

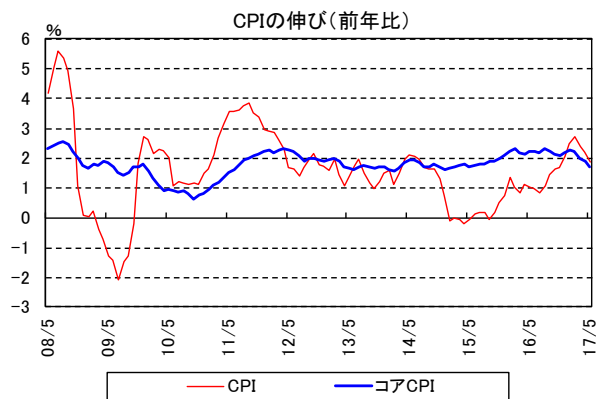
4月の毎月勤労統計では、現金給与総額（事業所規模5人以上：調査産業計）が前年比+0.5%と、前月の同+0.0%から伸び幅が拡大した。内訳項目を見ると、定期給与が同+0.4%と、2ヵ月ぶりのプラスとなったほか、特別給与が同+3.7%と、3ヵ月連続のプラスとなった。定期給与のうち、所定内給与は同+0.4%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった一方、所定外給与は同▲0.2%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。今後の名目賃金は、企業の慎重姿勢が続くなか、ベアの上昇率は前年を下回るとみられるものの、労働需給の引き締まりを受け、人材確保を目的とした賃上げの流れが続く可能性が高く、緩やかな改善傾向で推移するとみる。



《米 国》

○ 5月CPI（消費者物価指数）（6月14日）

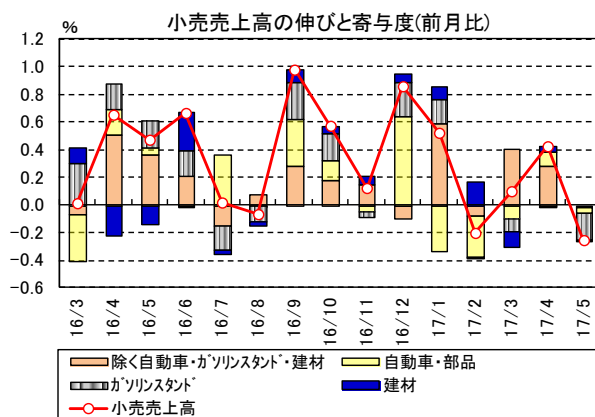
5月のCPIは前月比▲0.1%と、2ヵ月ぶりに低下した。要因としては、燃料が同▲6.4%と、4月の同+1.2%からマイナスに転じたこと大きい。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.1%と、4月の同+0.1%と同じ伸びとなった。前年比で見たCPIは+1.9%と、3ヵ月連続で伸び幅が縮小した。コアCPIも前年比+1.7%と、4ヵ月連続で伸び幅が縮小している。インフレ率はこのところやや鈍化傾向にあるが、雇用環境は改善を続けており、賃金の緩やかな伸びが続くとみられることから、今後のコアCPIは同+2%前後に向かって緩やかに上向いていくと予想する。



(出所)米労働省

○ 5月小売売上高（6月14日）

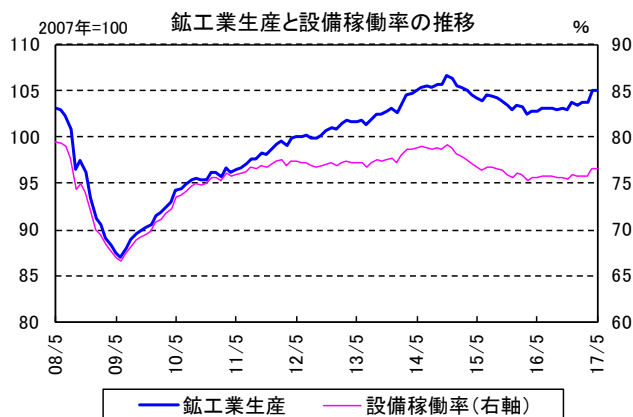
5月の小売売上高は前月比▲0.3%と、3ヵ月ぶりに減少した。内訳を見ると、自動車・部品が同▲0.2%と2ヵ月ぶりに減少したほか、電器も同▲2.8%と3ヵ月ぶりに減少した。無店舗販売は同+0.8%と、28ヵ月連続で増加したものの、GDPの算出に使用される「除く自動車・部品、ガソリン、建材ベース」では、同▲0.0%とほぼ横ばいとなった。家計のバランスシート調整はほぼ完了しているとみられるほか、賃金が改善傾向で推移していることなどから、個人消費は回復傾向が続くとみる。



(出所)米商務省

○ 5月鉱工業生産（6月15日）

5月の鉱工業生産は前月比▲0.0%となった。産業別に見ると、製造業が同▲0.4%と2ヵ月ぶりのマイナスとなり、特に自動車製造が同▲2.0%と足を引っ張った。一方、電気・ガスなどの公益事業は同+0.4%と、3ヵ月連続でプラスが続いた。鉱業は同+1.6%と、2ヵ月連続でプラスが続いた。設備稼働率は76.6%と、前月の76.7%から小幅に低下した。エネルギー価格の持ち直しを背景に資源開発企業の生産が上向していることなどから、今後の生産は持ち直し傾向で推移するとみている。

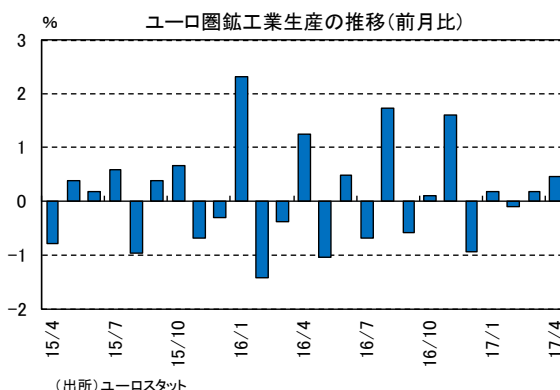


(出所)FRB

《 欧 州 》

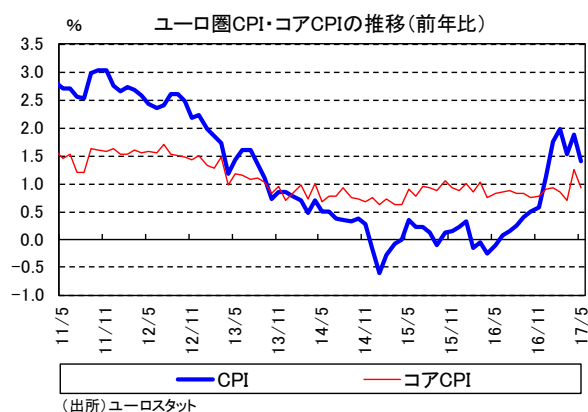
○ 4月ユーロ圏鉱工業生産（6月14日）

4月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.5%と、2ヵ月連続のプラスとなった。財別で見ると、資本財が同+0.9%→▲0.7%と、4ヵ月ぶりのマイナスとなったものの、中間財は同+0.6%→+0.1%、消費財は同+1.8%→+0.3%と、ともにプラス。エネルギーも同▲4.0%→+4.7%と、暖冬の影響が和らいだことなどで、3ヵ月ぶりのプラスとなった。主要国別では、フランスが同+2.4%→▲0.6%、イタリアが同+0.4%→▲0.4%、スペインが同▲0.3%→▲0.1%と、いずれもマイナスとなった一方、ドイツは同▲0.3%→+1.0%と、プラスとなった。緩和的な金融環境が企業の生産活動を下支えすると見込まれることなどから、ユーロ圏鉱工業生産は持ち直し傾向が続くとみる。



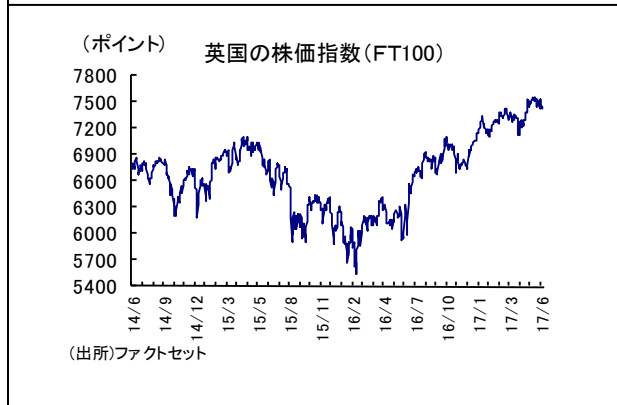
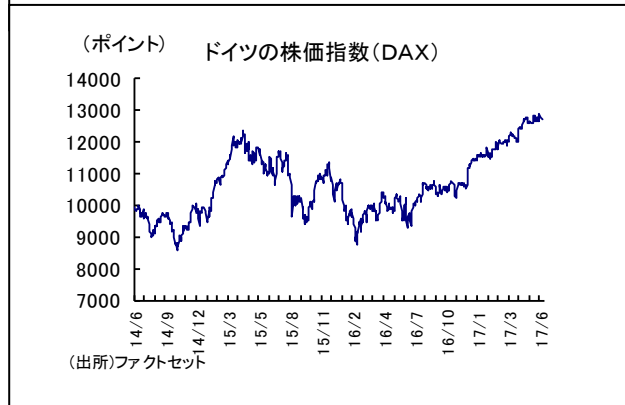
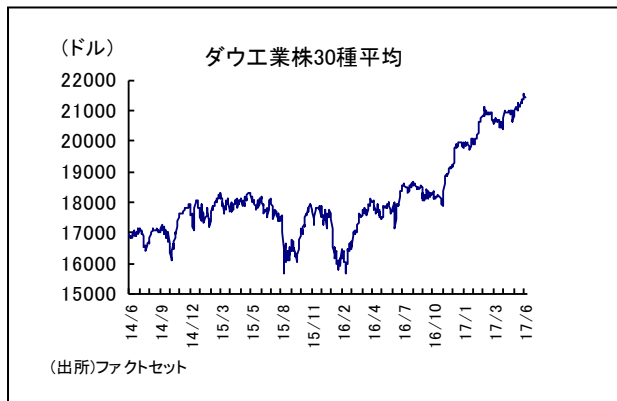
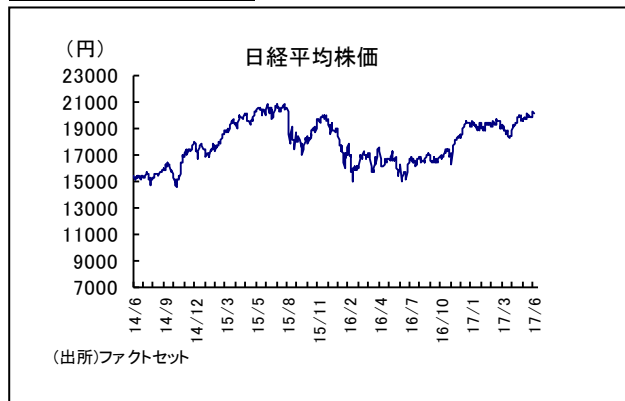
○ 5月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（6月16日）

5月のユーロ圏CPIは前年比+1.4%と、前月の同+1.9%から伸び幅が縮小した。財価格が同+1.9%→+1.5%と、3ヵ月連続で伸び幅が縮小したほか、サービス価格は同+1.8%→+1.3%と、イースター休暇の後ずれによる押し上げ効果がはく落したことで、2ヵ月ぶりに伸び幅が縮小。国別では、ドイツが同+2.0%→+1.4%、フランスが同+1.4%→+0.9%、イタリアが同+2.0%→+1.6%、スペインが同+2.6%→+2.0%と、いずれも伸び幅が縮小した。原油価格上昇の影響が和らぎつつあるほか、賃金の上昇ペースも緩慢なものにとどまっていることなどから、CPIは伸び悩む展開が続くと予想する。

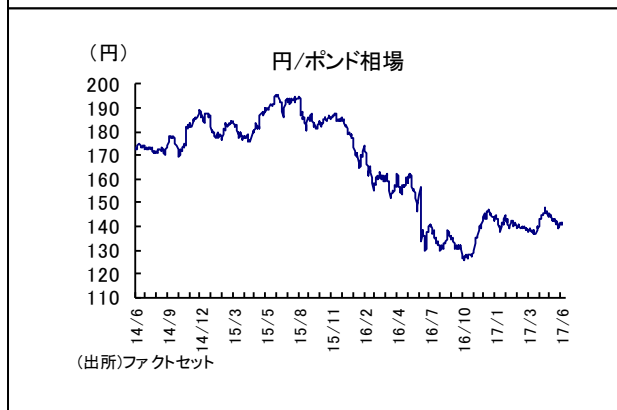
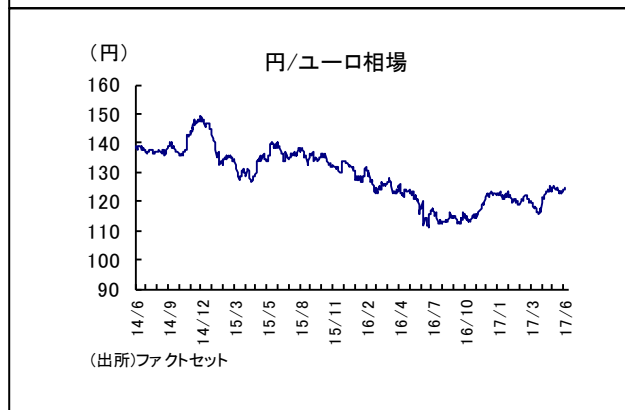
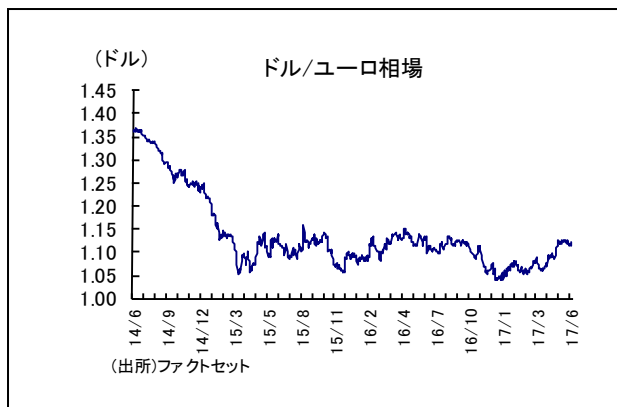
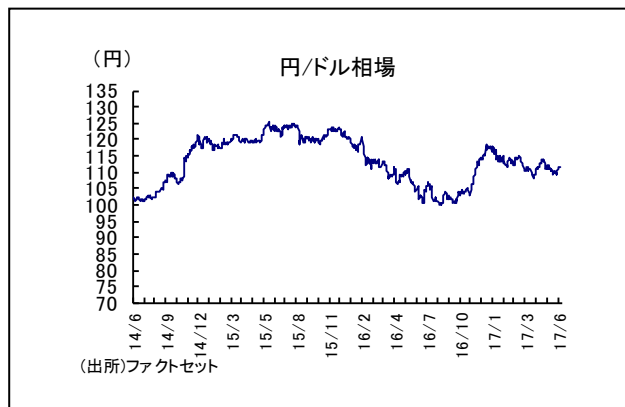


日米欧マーケットの動向 (2017年6月26日現在)

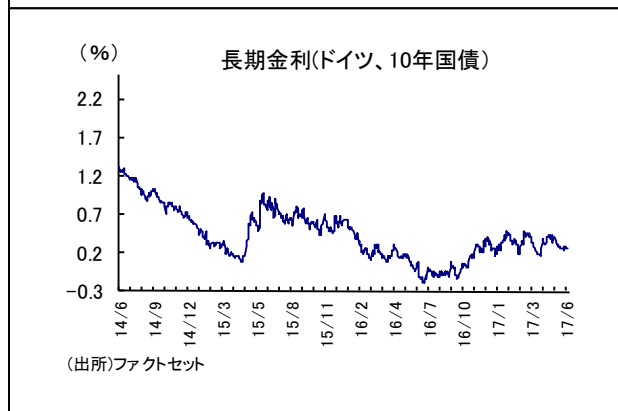
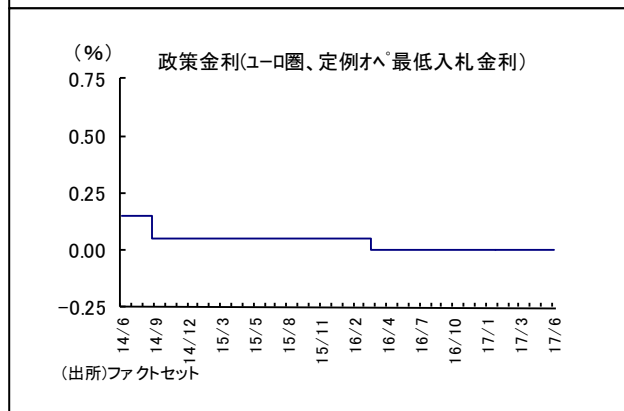
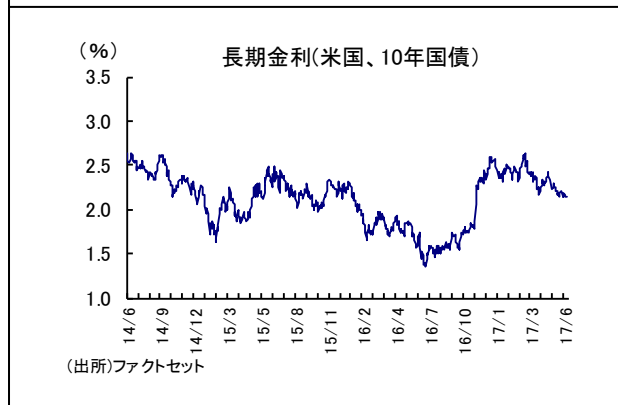
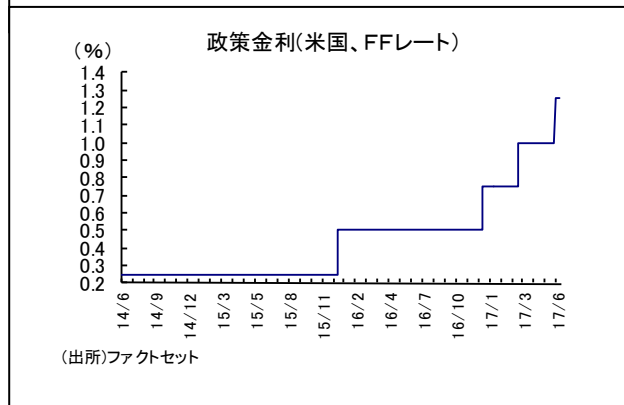
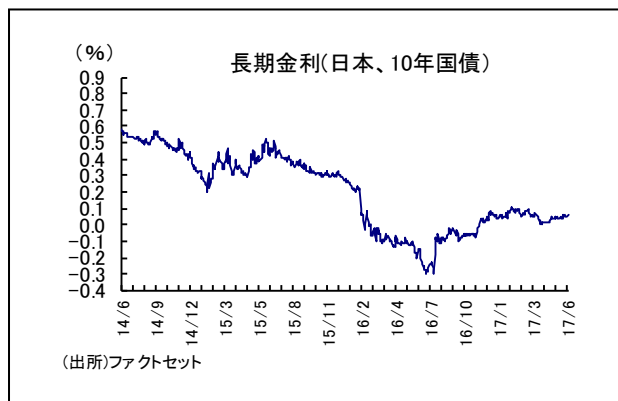
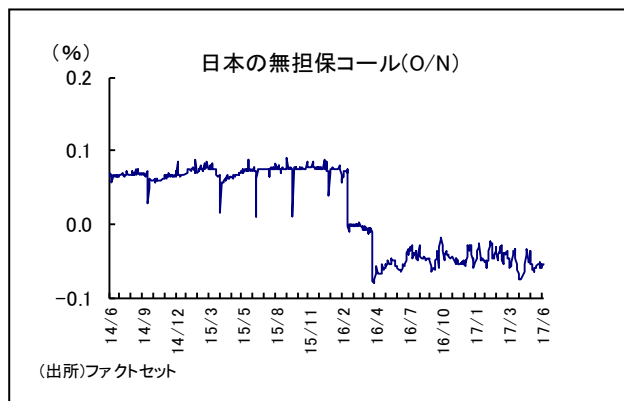
▽各国の株価動向



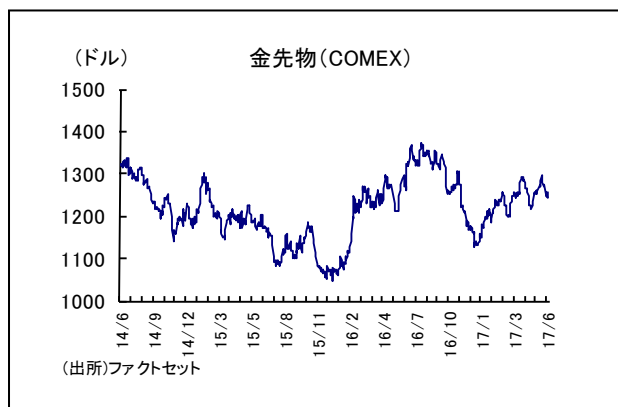
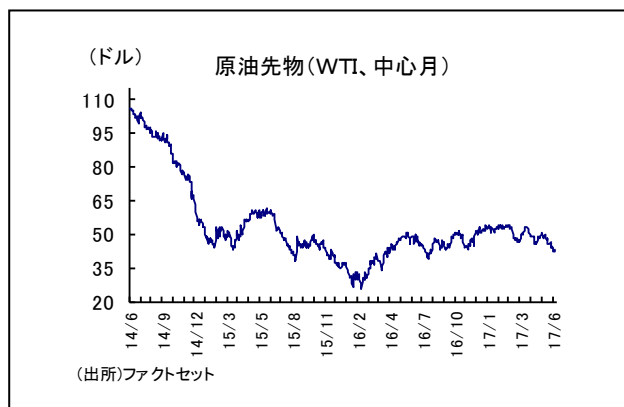
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査 G が情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、平野真依子、久保和貴、
山口範大、尾家小春、磯部雅人、陳家斉