

〈フォーカス〉 改善しない財政見直し

7月18日の経済財政諮問会議に、「中長期の経済財政に関する試算」が提出された。中長期的な経済財政政策を立案するうえでの基礎となるもので、半年に一度のペースでリバイスされているものである。

試算ではこれまで同様、「経済再生ケース」と「ベースラインケース」の2通りのシナリオが提示されているが、問題は、バラ色の経済再生シナリオでさえ、財政見直しはかなり厳しいという点である。政府は、20年度に基礎的財政収支(プライマリー・バランス)の黒字化を目標としているが、ベースラインシナリオでは20年度に▲10.7兆円、経済再生シナリオでも▲8.2兆円の赤字が残る。経済再生シナリオでは、最終年度の25年度によりやく基礎的財政収支の黒字化が実現するが、ベースラインシナリオでは20年度以降逆に悪化、最終25年度は▲14.2兆円までマイナス幅が拡大する。

政府は、今年度の骨太方針で基礎的財政収支の黒字化と並び「債務残高対GDP比の安定的な引下げ」を新たな目標として盛り込んだが、これは経済再生シナリオであれば、一応、達成できる形となっている。たとえ基礎的財政収支が黒字でも、分子の伸びである名目金利が、分母の伸びである名目成長率を上回る状況が続けば財政再建は遠のくことから、新たな目標は理論的に間違っているわけではない。ただ、基礎的財政収支の目標達成が難しいから目標を変えたいということであれば、ご都合主義の批判は免れない。この議論の背景には安倍首相がもともと持っている成長重視のいわゆる「上げ潮」的な思想が背景にある(GDPが伸びれば同比率は下がる)。当然、政府がより高い経済成長を実現する強い意欲を持ち続けることは必要だが、足元の日本の潜在成長率は1%未満というのがコンセンサスである。これに対し、経済再生シナリオの実質GDP成長率は2.4%、名目GDP成長率は3.9%まで高まり、消費者物価上昇率は2%で安定するという、かなりの「楽観度」となっている。前提にあるのは、TFP(全要素生産性)が、2020年台初頭までに2.2%程度まで上昇していくというものだが、これは足元の水準の4倍近い。この水準は、景気循環の第10循環から第11循環(1983年2月から1993年10月の平均)に相当するとのことだが、これはバブル期を含む期間である。

また、両シナリオとも、19年10月の10%への消費増税が前提とされている。安倍首相自体、もともと消費増税には積極的ではないとみられるのに加え、内閣支持率も低下してきたなか、政権の体力を奪う消費増税に踏み切る可能性はますます低下してきたように見える。高めの経済成長を前提に、増税や歳出削減を先送りする楽観的な財政計画を立てても、信認を保ち続けるのは容易ではない。日本の景気は回復傾向にあり、このままでもオリンピックまでは上げ潮ムードが景気を支配するかもしれないが、宴の後の怖い。本来であれば、ベースラインシナリオの下にもうひとつ、消費増税を見送り、かつ景気が後退に向かった場合の「慎重シナリオ」も提示してほしいところである。(Kodama wrote)

目次

| | | | |
|---------------------|----|---------------------|----|
| 〈フォーカス〉改善しない財政見直し | 1 | 米国の賃金上昇率と利上げ見直しについて | 14 |
| ・経済情勢概況 | 2 | ・ドイツ景気は回復基調が続くと予想 | 17 |
| ・黒田日銀は6度目の目標先送り | 3 | ・主要経済指標レビュー | 21 |
| ・設備投資は非製造業を中心に回復が続く | 10 | ・日米欧マーケットの動向 | 25 |

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、次第に景気の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。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6月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.75-1.00%から、1.00-1.25%へと引き上げた。9月には、再投資計画の一部変更が実施されると予想する。

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、10月秋ごろに資産買入れ額の縮小と、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

黒田日銀は6度目の目標先送り

景気判断は上方修正

7月19、20日に開催された日銀金融政策決定会合では、景気の現状判断については「緩やかな拡大に転じつつある」から、「緩やかに拡大している」へと、黒田総裁の言葉を借りれば「一歩前進」させた（図表1）。個別項目では、公共投資が上方修正されている（図表2）。ただ、日銀としては、物価目標未達下で景気が回復すればするほど、しゃにむに2%をめざす意義が希薄になるというジレンマに直面することになる。

（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 | → | |
| 17年7月20日 | 緩やかに拡大している | ↑ | |

（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 | 4月（展望レポート） | 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 | → |

| | | | |
|----------------------|------------|---|---|
| | 6月（公表文） | 総じてみれば緩やかな成長が続いている | ↑ |
| | 7月（展望レポート） | 総じてみれば緩やかな成長が続いている | → |
| 輸出 | 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 | → |
| | 7月（展望レポート） | 増加基調にある | → |
| 設備投資 | 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 | → |
| | 7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 | → |
| 個人消費 | 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、底堅さを増している | ↑ |
| | 7月（展望レポート） | 雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している | → |
| 住宅投資 | 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 | → |
| | 7月（展望レポート） | 横ばい圏内の動きとなっている | → |
| 公共投資 | 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 | → |
| | 7月（展望レポート） | <u>増加に転じつつある</u> | ↑ |
| 鉱工業生産 | 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 | → |
| | 7月（展望レポート） | 増加基調にある | → |
| 金融環境 (方向感は緩和方向が↑) | 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 | → |
| | 7月（展望レポート） | きわめて緩和した状態にある | → |
| 予想物価上昇率 | 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 | → |
| | 7月（展望レポート） | 弱含みの局面が続いている | → |

6度目の目標達成時期の先送りを実施

会合後に発表された展望レポートでは、予想どおり物価見通しが下方修正されるとともに、2%への達成時期も「18年度ごろ」から、「19年度ごろ」へと1年先送りされた(図表3)。

CPI(消費者物価指数)については、前回4月の展望レポートの、17年度が前年比1.4%、18年度が1.7%という予測を、それぞれ1.1%、1.5%へと下方修正した。もともと18年度の1.7%は、「18年度ごろ」という物価目標の達成時期を維持するためには、ぎりぎりの数字であり、下方修正する場合は達成時期の先送りがセットで行なう必要があった。修正後の見通しも、市場予想との比較ではなおかなり高く、今後も持続的な下方修正を余儀なくされよう。

物価目標の先送りは黒田政権下では実に6度目である。これで自身の任期中に物価目標が達成できないことを認める形となった。会見を見る限り、黒田総裁の説明はいよいよ苦しくなっている。今後も金融政策の失敗を認めることなく、説明責任を果たし続けるのはどんどん難しくなっていると言える。

黒田総裁は定例会見で、物価見通しの達成が遅れている点について、相変わらず原油価格を持ち出したほか、「欧米各国の中央銀行の物価安定見通しもずっと何回も先送りになっている」と何度も述べた。しかし、他国は別に2年以内に目標達成と約束しているわけではない。

そもそも、原油価格を理由にするのもフェアではない。条件付きの目標なら誰でも立てられるし、負の外的ショックが5年間何もないことを期待するのは僥倖に近い。条件付きでないと達成できない目標だったのであれば、最初から「原油価格が大きく下がらず、消費増税もない場合は2年で達成」と断っておくべきだった。もともとリフレ派の主張はそうではなかったはずである。物価はマネタリーな現象であり、個別物価がどう動こうと、日銀が資金供給さえしっかり行なえば、全体の物価は2%にチューニングできるというのが主張の肝だったはずである。だからこそ、リフレ派は白川体制を批判できたのではないか。原油価格程度のことが目標未達の言い訳になるのであれば、リーマンショック、東日本大震災、欧州債務危機と、超弩級の外的ショックにさらされた白川総裁を批判できないはずである。

黒田総裁は会見で、「物価見通しが外れたことが誤りであることは事実」と述べている。一方で、再度総括検証を行なう可能性は否定したが、本来2年で達成するはずだった物価目標が、自身の任期をかけても達成できないということであれば、任期中にもう一度、総括検証を行なうのが筋と思われる。黒田総裁は「物価目標未達が日銀信認低下につながることはない」と述べたが、信認低下はすでに進行中である。市場関係者の大半はもはや黒田総裁の説明を真に受けていないというのが実態ではないか。

2%をめざす意義が希薄に

実質成長率は17年度が前年比1.6%、18年度が1.3%という予測を、それぞれ1.8%、1.4%へと上方修正している。物価目標の達成がどんどん遠のくなかで、景気は力強さを増すという、日銀にとっては痛しかゆしの展開となっている。

日銀にしろ政府にしろ、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。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

(図表3) 展望レポート、中間評価における見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

| | 前年比(%) | 17年1月展望 レポート | 17年4月展望 レポート | 17年7月展望 レポート | 当社見通し (7月展望レ ポートの予想) |
|--------|--------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------------------|
| 2017年度 | 実質GDP | 1.3 | 1.6 | 1.8 | 1.7 |
| | コアCPI | 1.5 | 1.4 | 1.1 | 1.2 |
| 2018年度 | 実質GDP | 0.9 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| | コアCPI | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.6 |
| 2019年度 | 実質GDP | - | 0.7 | 0.7 | 0.9 |
| | コアCPI | - | 1.9 | 1.8 | 1.9 |

(出所) 日本銀行より明治安田生命作成

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。強いて言えば、諸外国と同じ物価上昇率を維持できれば、購買力平価が安定するので円高圧力がかからないという点が挙げられるが、そのために古今未曾有の金融緩和を続けることのコストとベネフィットをもう一度慎重に見きわめる必要がある。

後任総裁は誰か

元祖リフレ派審議委員の中原伸之氏が、通信社のインタビューで、黒田総裁の再任について、「長くやっていると惰性に陥り斬新なアイデアが湧きにくくなる」と述べ、「お辞めいただいた方がよい」との見方を示したことが話題を呼んでいる。

市場の見方では、なお黒田総裁の留任が最有力である。ただ、最近の定例会見は禅問答のような同じやり取りが繰り返されるばかりで、惰性、あるいはマンネリという形容がふさわしい沈滞ぶりである。自ら撒いた種ではあるが、金融政策は明らかに手詰まりで、こうした状況下であと5年務めるのは余程の自信と覚悟が必要である。出口が遠い一方で、現行のYCCの枠組みが5年ももたないのも確かである。物価目標の達成を見ないまま、大規模緩和からの撤退戦を手がけなければならなくなる可能性も低くない。大規模緩和を始めた当の本人が、そうしたデシジョンを躊躇なく下せるものだろうか。失礼な言い方ではあるが、黒田総裁にとっては、「デフレ的状况ではなくなった」のを花道に、「勝ち逃げ」するのが、正しい戦略のように思われる。

自民党が都議選で歴史的な大敗を喫したことも、後任の日銀総裁人事に少なからず影響を及ぼす可能性がある。都議選後、自民党は加計問題について野党が要求していた閉会中審査に応じたが、今後は人事面でも、露骨な安倍カラーを抑え、各方面に配慮した人事を行なう必要が出てくるかもしれない。安倍政権の肝入りで発足した体制だけに、黒田総裁の再任の可能性は、以前よりは低下したと考えられるほか、安倍首相の信任が厚いブレーンの某氏あたりも、あまりに「お友達色」が強すぎることから、難しくなったと言える。市場ではほかにも何人か有力な候補者が挙がっているが、早期に下馬評に上がった人は往々にして選ばれないことも多い。今後またいろいろな名前が浮上しては消える可能性もあろう。

(図表4) 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 | 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で、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な循環メカニズムが持続するもとで、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。 | → |
| | 7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 | → |

| | | | |
|----|------------|---|---|
| | | るもとで、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、景気の拡大が続き、2018年度までの期間を中心に、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。 | |
| 物価 | 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、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。 | → |
| | 7月（展望レポート） | 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、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。 | → |

（出所）日銀

（図表5）展望レポートの概要
（前回4月との比較、下線部は主たる変更箇所）

1. わが国の経済・物価の中心적인見通し

(1) 経済情勢

| | 前回（2017/4/27） | 今回（2017/7/20） |
|---------------|---|---|
| 現状判断 | わが国の景気は、緩やかな拡大に転じつつある | わが国の景気は、緩やかに拡大している |
| 先行き見通し | わが国経済は、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとで、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。 | わが国経済は、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとで、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、景気の拡大が続き、2018年度までの期間を中心に、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。 |
| 前回の展望レポートとの比較 | 2018年度までの成長率の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。 | 今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、 <u>幾分上振れている</u> 。 |

(2) 物価情勢

| | 前回（2017/4/27） | 今回（2017/7/20） |
|---------------|--|--|
| 先行き見通し | 消費者物価（除く生鮮食品）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、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。 | 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、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。 |
| 前回の展望レポートとの比較 | 2018年度までの物価見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。 | 従来の見通しと比べると、 <u>見通し期間の前半を中心に下振れるとみられるが、見通し期間の終盤にかけては、賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まるという好循環が次第に作用すると考えられる</u> 。 |

| | | |
|----------|---|---|
| 物価見通しの背景 | <p>①長期的な予想物価上昇率は、「適格的な期待形成」の面では、マクロ的な需給ギャップが改善する中で、エネルギー価格の動向などを映じて、現実の物価上昇率は高まっていく。「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日銀の金融政策の効果で、次第に2%へ収れん</p> <p>②マクロ的な需給ギャップは、ゼロ%程度で横ばい圏内の動きを続けてきたが、このところ改善しており、昨年末にプラス転じた。今後はプラス幅を拡大</p> <p>③輸入物価は、原油価格など国際商品市況の持ち直しは、2017年度の消費者物価のエネルギー価格の前年比を押し上げるが、その影響は次第に減衰。既往の為替相場の円安方向への動きが、2017年度を中心に、価格上昇圧力を高める方向に作用</p> | <p>①マクロ的な需給ギャップは着実に改善している。先行きについても、わが国経済が緩やかな拡大を続けるもとの、2018年度にかけてプラス幅を拡大し、2019年度も比較的大幅なプラスで推移するとみられる。</p> <p>②中長期的な予想物価上昇率は、「適格的な期待形成」の面では、輸入物価が現実の物価上昇率を押し上げるほか、マクロ的な需給ギャップが改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化してくる。「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日銀の金融政策の効果で次第に2%に収れん。</p> <p>③輸入物価は、原油価格など国際商品市況の持ち直しは、2017年度の消費者物価のエネルギー価格の前年比を押し上げる。また、既往の為替相場の円安方向への動きが、2017年度を中心に、価格上昇圧力を高める方向に作用。</p> |
|----------|---|---|

2. 上振れ要因・下振れ要因

| | 前回 (2017/4/27) | 今回 (2017/7/20) |
|----------------|--|--|
| 経済の上振れ要因・下振れ要因 | <p>①海外経済の動向に関する不確実性</p> <p>②企業や家計の中長期的な成長期待</p> <p>③財政の中長期的な持続可能性</p> | <p>①海外経済の動向に関する不確実性</p> <p>②企業や家計の中長期的な成長期待</p> <p>③財政の中長期的な持続可能性</p> |
| 物価の上振れ要因・下振れ要因 | <p>①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向</p> <p>②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度が低い品目がある</p> <p>③今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向</p> | <p>①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向</p> <p>②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度が低い品目がある</p> <p>③今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向</p> |

3. 金融政策運営

| | 前回 (2017/4/27) | 今回 (2017/7/20) |
|--------|---|--|
| 第1の柱 | <p>消費者物価の前年比は、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。このように「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠け、引き続き注意深く点検していく必要がある。</p> | <p>消費者物価の前年比は、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる。</p> |
| 第2の柱 | <p>経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に、下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていない。また、低金利環境が続くもとの、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している。</p> | <p>経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていない。また、低金利環境が続くもとの、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している。</p> |
| 金融政策運営 | <p>金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続</p> | <p>金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続</p> |

| | | |
|--|--|--|
| | <p>するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。</p> | <p>するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。</p> |
|--|--|--|

(出所) 日銀

(担当：小玉)

設備投資は非製造業を中心に回復が続く

非製造業の設備投資は持ち直し

法人企業統計を見ると、1-3月期の設備投資（金融・保険業を除く全産業ベース、土地・ソフトウェアを除く）は前年比+5.2%と、2四半期連続のプラスとなった（図表1）。業種別では、製造業が同+1.1%と、前期の同+7.8%からプラス幅が縮小したものの、非製造業が同+7.4%と、前期の同+0.8%からプラス幅が拡大し、全体を押し上げた。

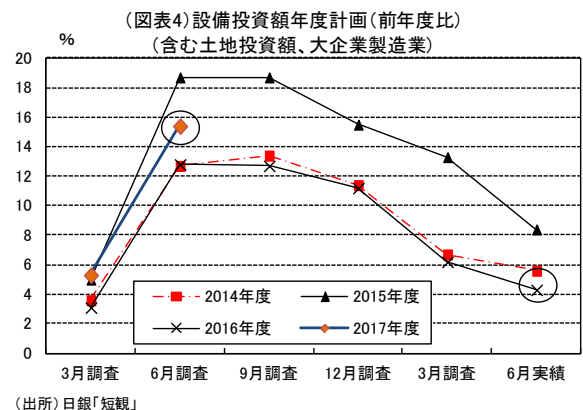
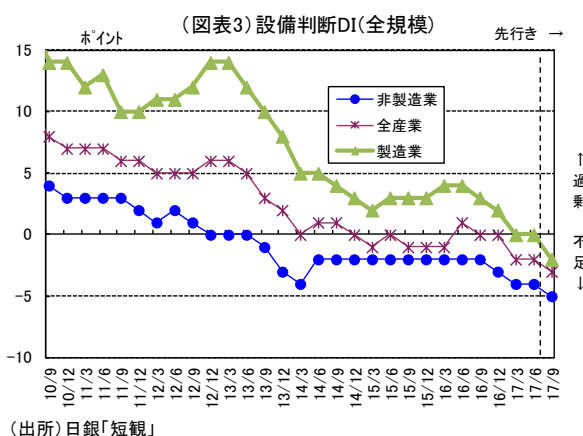
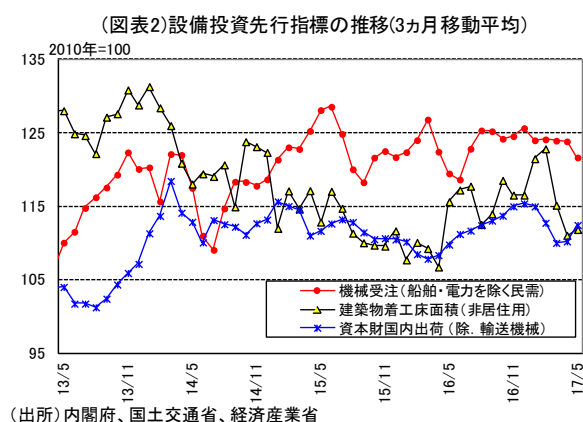
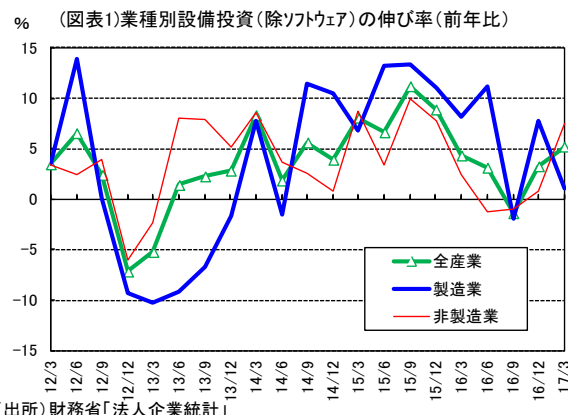
ただ、設備投資に先行する主要3指標（3ヵ月移動平均）を見ると、資本財国内出荷（除く輸送機械）は底打ちの兆しがみられるものの、建築物着工床面積（非居住用）や、機械受注（船舶・電力を除く民需）は鈍化傾向で推移している（図表2）。先行指標からは、当面の設備投資が弱含む可能性が示唆されている。

製造業の設備投資計画は強め

日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業ベース、「過剰」-「不足」）を見ると、3月調査が▲2、6月調査が▲2、先行き9月の予測が▲3と、設備の不足感が強まっている（図表3）。製造業・非製造業別に見ても、非製造業については6月調査が▲4、先行き9月の予測が▲5、製造業については6月調査が0、先行き6月の予測が▲2と、いずれも設備の不足感が強まる見通しとなっている。

同時に発表された設備投資計画を見ると、2017年度全規模・全産業の設備投資計画は前年比+2.9%と、3月調査から+4.3%の上方修正となっている。製造業・非製造業別にみると、2017年度の全規模・非製造業の設備投資計画は前年比▲1.2%とマイナスになる一方、全規模・製造業は同+10.7%、3月調査から+6.5%の上方修正となっており、製造業の投資計画が全体をけん引している形である。

なかでも大企業・製造業の設備投資計画は前年比+15.4%と、3月調査から+7.6ポイントの上方修正で、昨年同時期の同+12.8%を上回り、2年ぶりの伸び幅となった（図表4）。底堅い設備投資計画の背景には、企業の減収が一服したことや、設備稼働率の改善があ



るとみる。2017年度の大企業・製造業の売上高計画は前年度比+2.4%で、3月調査からの修正率は+1.4%となった(図表5)。全規模・製造業ベースでも同+2.3%で、同じく+1.2%の上方修正となっている。

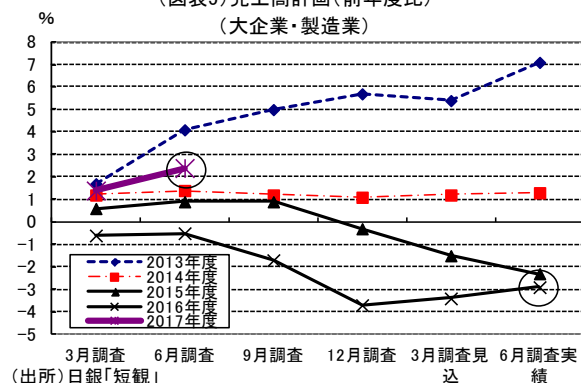
設備の稼働状況を見ると、製造工業稼働率指数は昨夏ごろから持ち直している(図表6)。業種別では、はん用・生産用・業務用機械が輸出の持ち直しを背景に、昨年末から回復傾向で推移している。輸送機械も同様に上昇しており、主力業種を中心に、設備稼働率が高まっている。堅調な設備稼働率や、企業の減収一服などにより、足元の製造業の設備投資計画が強めになっているとみている。

製造業では維持・補修関連投資が下支え

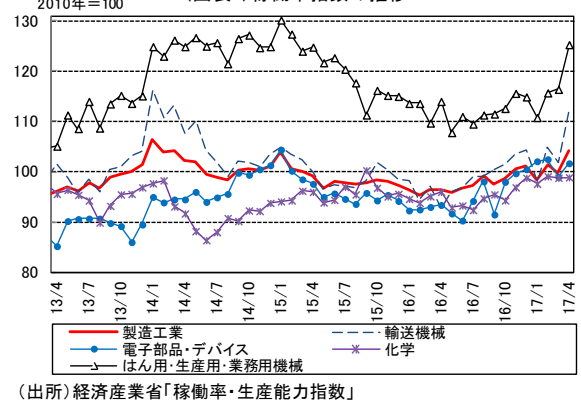
一方、少子高齢化が進むなか、国内の中長期的な低成長期待が定着していることが、設備投資の下押し圧力になるとみられる。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」の直近2016年度調査を見ると、今後5年間、実質経済成長率、業界需要の実質成長率とも低迷が続く見通しとなっており、企業の低成長期待には改善の兆しが見られない(図表7)。設備投資計画は強めとなっているものの、低成長期待が定着していることで、特に製造業の能力増強投資については、企業は慎重に進めていく可能性が高い。

ただ、製造業では維持・補修関連投資が下支えとなるとみる。日本政策投資銀行による「全国設備投資計画調査(2016年度)」で、「投資動機」を見ると、リーマン・ショック以降、能力増強(2007年度:42.8%→2016年度:24.3%)の割合が縮小傾向であるのに対し、維持・補修(16.6%→24.3%)や合理化・省力化(6.2%→10.2%)の割合は拡大傾向にある(図表8)。国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、合理化・省力化投資の必要性は引き続き高いとみられる。また、中国をはじめとするアジア新興国での人件費の高騰を背景に、雇用コストの削減をめざした海外への設備投資が一服するなかで、大企業中心に研究開発拠点との連携や、新製品開発のためのマザー工場としての需要が、国内投資の下支え要因となる可能性が高い。GDP統計

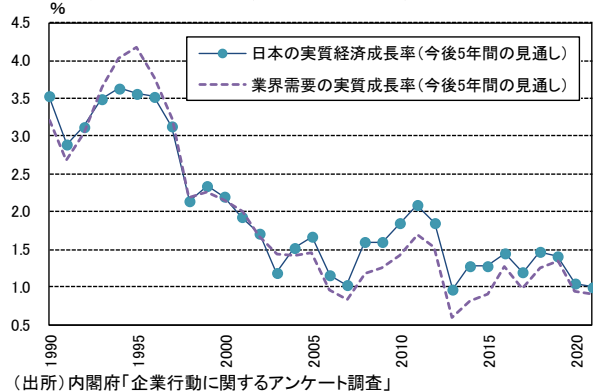
(図表5) 売上高計画(前年度比)
(大企業・製造業)



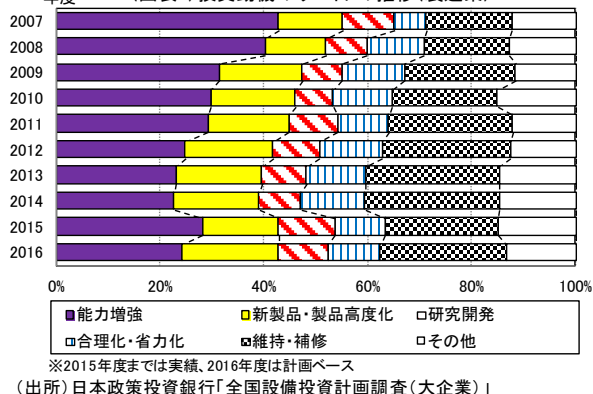
(図表6) 稼働率指数の推移



(図表7) 企業の経済成長率・業界需要成長率見通しの推移



(図表8) 投資動機のウェイトの推移(製造業)



※2015年度までは実績、2016年度は計画ベース
(出所)日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(大企業)」

の基準改定で新たに資本化された研究開発投資も、輸送用機械における環境・安全技術、一般機械での環境技術や医療分野などを中心に、安定して推移すると予想する(図表9)。

設備の平均年齢を表すヴィンテージも上昇傾向にあり、国内の老朽化した設備の維持・補修への需要は蓄積しているとみられることから、今後も、維持・補修や合理化・省力化投資は、底堅く推移するとみている。

非製造業では人手不足を設備投資が代替

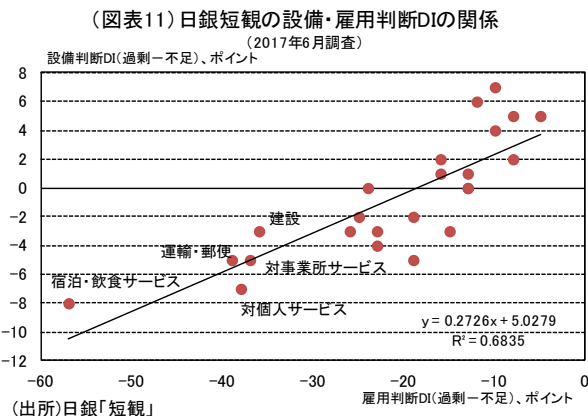
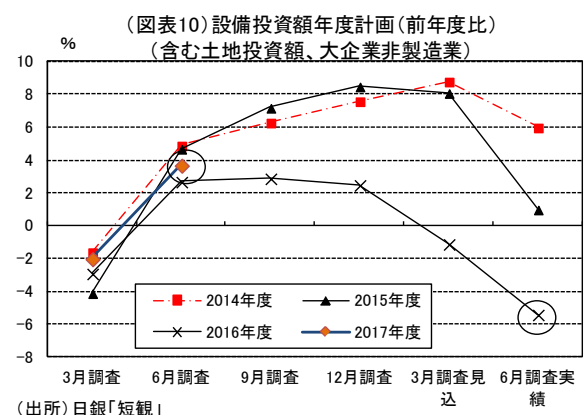
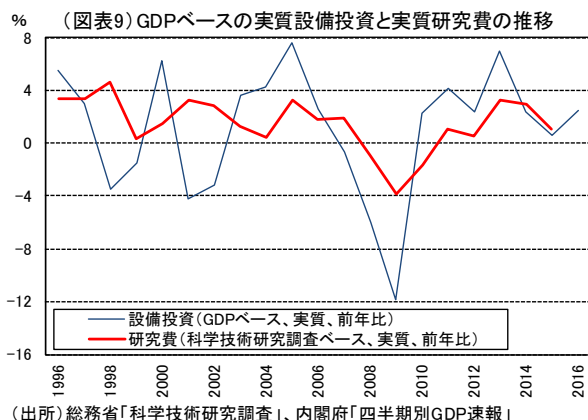
非製造業の設備投資計画を見ると、2017年度の大企業・非製造業の設備投資計画は前年比+3.7%と例年並みの水準だが、3月調査から+1.2%上方修正されている(図表10)。日銀短観で全規模・非製造業の雇用判断DIを見ると、2011年10-12月期以降、不足感が強まっている。非製造業の設備判断DIでは、先行きも不足感が強まる見通しであり、人手不足が事業展開の足かせとなっている業種を中心に、省力化投資の需要が強まっているとみられる。省力化投資需要について、日銀短観で業種別の設備判断DIと雇用判断DIの関係を見ると、2017年6月調査では、宿泊・飲食サービスや、対個人サービス、運輸・郵便など、雇用が不足している業種ほど設備が不足しているという、正の相関関係が見られる(図表11)。このように人手不足に直面する業種ほど、労働代替的な投資への需要が高まっている可能性が示されている。

人手不足の状況に関して、5月の有効求人倍率を見ると、サービスの職業が2.92倍と、職業全体の1.22倍を大きく上回っており、非製造業での需給

のひっ迫が窺える。ただ、日本では米国等に比べ雇用規制が厳しく、人件費が固定費となりやすいことから、国内の中長期的な低成長期待が残るなか、企業が賃金を上げてまで雇用を拡大させていく可能性は低いとみている。また、少子高齢化が進展し、生産年齢人口が減少するなか、人口のボリュームゾーンである団塊の世代の多くが、労働市場から退出しはじめることで、よりいっそう、雇用需給のひっ迫が見込まれる。雇用の需給がひっ迫するなか、引き続き省力化投資への高い需要が見込まれ、人手不足の強い業種を中心に非製造業の投資を押し上げるとみている。

今後の設備投資は非製造業を中心に回復が続く

6月の日銀短観から、設備投資額の年度計画(含む土地投資額、全規模)を業種別に見ると、2017年度は、運輸・郵便が同+13.2%、宿泊・飲食サービスが同+7.8%と、いずれも前年実績のマイ



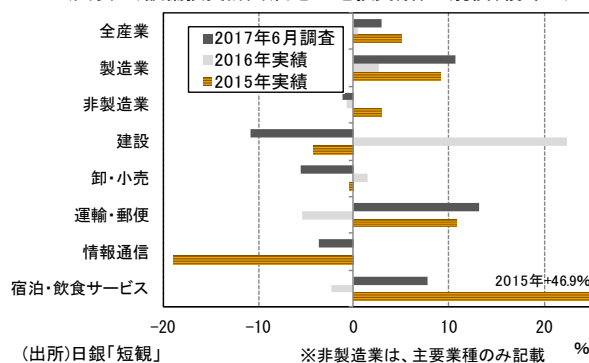
ナスから、プラスに転じている(図表12)。

運輸・郵便については、運輸・不動産での安全対策や、鉄道の高速度化関連の投資が進んだことなどが寄与したとみる。また、宿泊・飲食サービスのプラスは、観光ビザの規制緩和などを受けた、底堅いインバウンド需要が寄与したとみられる。観光局調査による訪日外国人の推移を見ると、2016年2月以降、前年比概ね二桁プラスで推移している(図表13)。観光庁が発表する訪日外国人の旅行消費額を見ても、2017年4-6月期は1兆776億円、前年比+13%となり、堅調な推移が続いている。

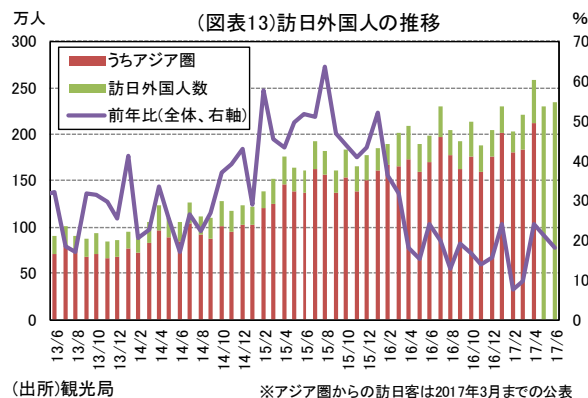
5月の訪日外国人向けの百貨店売上高を見ても前年比+42.8%と、6ヵ月連続のプラスになるなど、足元ではインバウンド消費の勢いが再加速する兆しがみられる。政府は、2020年に訪日外国人旅行者数4,000万人、訪日外国人旅行消費額8兆円の達成を掲げており、全国で民泊を解禁する住宅宿泊事業法案を閣議決定したほか、空港に対して国際線の新規就航の経費支援を行なうなど、訪日外国人の集客に向けた取組みなども追い風となるとみられる。

今後の設備投資は、中期的な内需の低成長期待を背景に、製造業の能力増強投資は低調な推移を見込む。一方、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、合理化・省力化投資は引き続き必要とされているとみられる。非製造業でも、人手不足に起因した底堅い合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれ、設備投資は回復傾向が続くと予想する。(担当：磯部)

(図表12)設備投資計画(含む土地投資額、全規模、前年比)



(図表13)訪日外国人の推移



米国の賃金上昇率と利上げ見通しについて

3ヵ月ぶりの利上げ

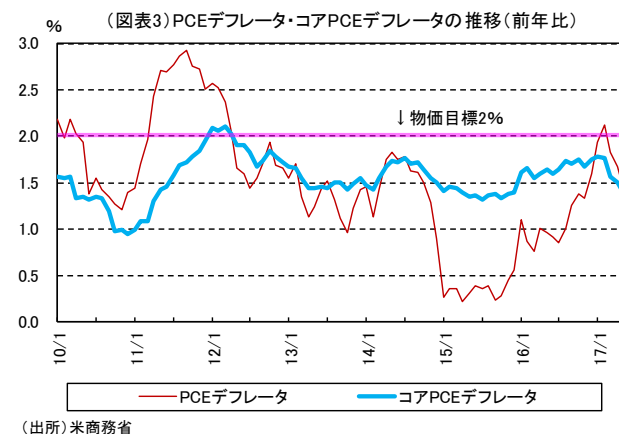
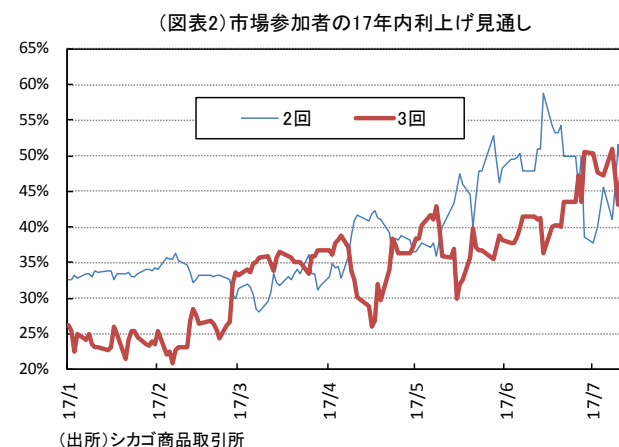
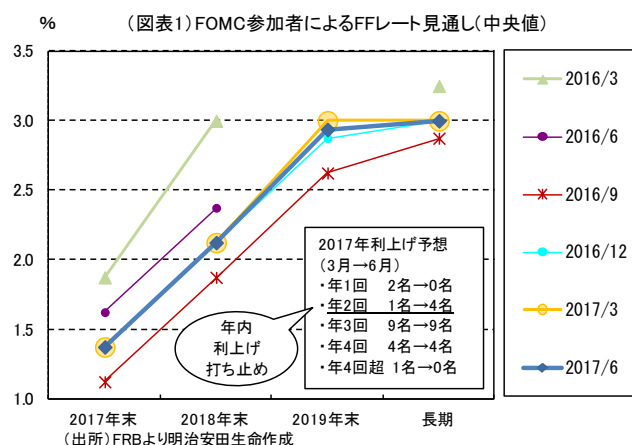
6月13-14日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、事前の市場予想どおり、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジを0.75-1.00%から、1.00-1.25%（中央値1.125%）へと引き上げることが決定された。利上げは3月以来2会合ぶりとなる。

今回更新されたFFレートの見通し（FOMC参加者17名の予想中央値）を見ると、2017年末が1.375%、2018年が2.125%と、3月の見通しからいずれもすえ置かれた（図表1）。また、長期見通しも3.000%で維持されている。1回の利上げ幅が今回の利上げと同じ0.25%となる場合、FOMC参加者の多くは2017年末までに追加で1回の利上げがあるとみていることになる。

一方、市場参加者の間では、2017年中に3回の利上げが行なわれるかについて、必ずしもFRB（米連邦準備制度理事会）と認識を共有してはいない。CME（シカゴ商品取引所）におけるFF金利先物市場から算出される市場参加者の政策金利見通しは、年内最後のFOMCである2017年12月13日時点で、2017年内の利上げ回数は2回という見方と3回という見方が拮抗している（図表2）。

市場参加者の間でFRBの利上げ見通しが完全には織り込まれていない背景には、FRBが掲げている「雇用の最大化」と「物価の安定」という二大責務のうち、物価安定の目標達成が遅れるとの見方が燃えていることがあるとみられる。FRBが政策目標として掲げているPCE（個人消費支出）デフレーターとコアPCEデフレータの推移を見ると、それぞれ3月以降は伸び幅がピークアウトしており、足元5月では両指数とも前年比+1.4%と弱めの推移となっている（図表3）。

もともと、両指標の伸び幅が鈍化に向かった背景には、3月に大手通信会社が低廉な通話プランを発表し、通信費が大幅に下落したという一時的な要因もあったとみられる。この点についてはイエレン議長も再三指摘しており、6月のFOMC声明文のなかでも、「前年比ベースのインフレ率は短期的に2%を幾分下回って推移する見込み」との文言が追加され、インフレ率の短期的な下振れリスクを指摘している。ただ、「中期的に2%付近で安定する」という一文はすえ置かれており、FRBはあくまで中期的



にはインフレ目標を達成するとの姿勢は崩していない。同時に発表されたFOMCの経済見通しでは、PCEデフレータ、コアPCEデフレータの見通しが、2017年はそれぞれ引き下げられている一方、2018年以降は2.0%の伸びに回帰するとの見通しが維持されている(図表4)。

サービス価格と賃金

ただ、今後物価がFRBの見通しどおり2%の伸びに回帰するか否かは、賃金動向に左右される面が大きいと考えられる。前述のPCEデフレータの推移から耐久財とサービスを抜き出すと、耐久財価格は恒常的に前年比マイナスで推移している。一方、サービス価格は足元でやや弱含んでいるものの、前年比プラスで推移していることが分かる(図表5)。

一般的に、貿易が可能な財の価格は、国際的に一物一価の力が働きやすい一方で、非貿易財の性格が強いサービスの価格は、国別に乖離が生じやすい。そして、労働集約的産業であるサービス業の物価上昇率は、賃金動向の影響を大きく受ける。米国の失業率と賃金の関係について、過去の推移を見ると、2008年ごろまでは失業率(U3)が4~5%程度、広義失業率(U6)が8%程度に低下すると、賃金が前年比4%前後まで上昇する傾向が窺える(図表6)。一方、足元の失業率は4.4%、広義失業率も8.6%にまで改善しているものの、賃金上昇率は2%台半ばと鈍いものにとどまっている。

足元の賃金上昇ペースが過去に比して鈍い背景として、パートタイマーの賃金上昇率がフルタイムに比べて低いことが指摘できる。アトランタ連銀の調査では、パートタイマーの賃金上昇率中央値(メディアン)は5月が1.9%と、フルタイムの3.7%に比べ低い水準にとどまっている(図表7)。フルタイムとパートタイムの間で賃金上昇率に差が開いている背景には、昨今の労働市場における需給ひっ迫のなかで、企業は有能なフルタイム人材の獲得をパートタイム人材獲得より優先しているためとみられる。

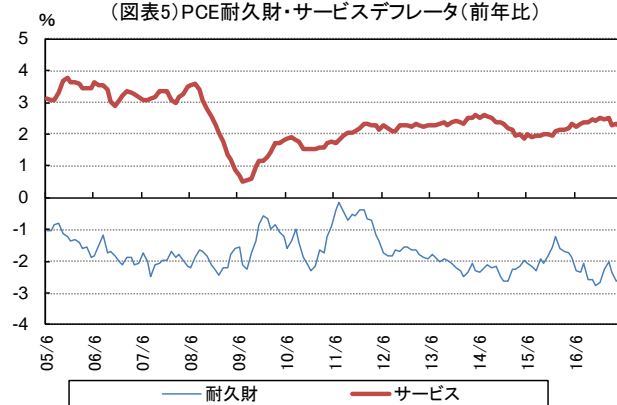
こうした状況下、雇用者に占めるパートタイマー比率は依然として金融危機前よりも高水準で推移

(図表4) FOMC参加者による経済見通し(中央値)(%)

| | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 長期 |
|-------|-------|-------|-------|-----|
| 実質GDP | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.8 |
| 成長率 | 2.1 | 2.1 | 1.9 | 1.8 |
| 失業率 | 4.3 | 4.2 | 4.2 | 4.6 |
| | 4.5 | 4.5 | 4.5 | 4.7 |
| PCE | 1.6 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| デフレータ | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| コアPCE | 1.7 | 2.0 | 2.0 | - |
| デフレータ | 1.9 | 2.0 | 2.0 | - |
| FFレート | 1.4 | 2.1 | 2.9 | 2.9 |
| | 1.4 | 1.9 | 3.0 | 3.0 |

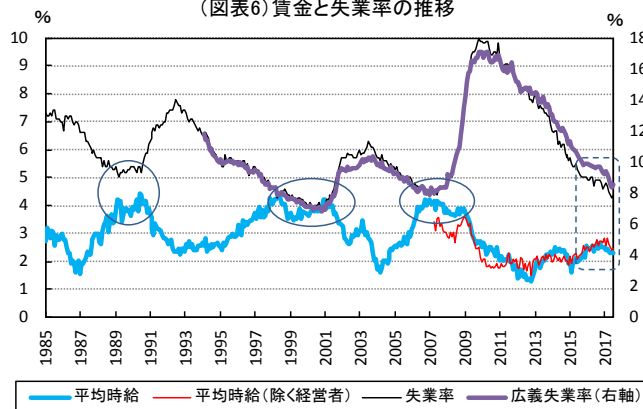
(出所)FRB ※見通しはFOMC参加者の中央値 ※下段は3月会合での見通し

(図表5) PCE耐久財・サービスデフレータ(前年比)



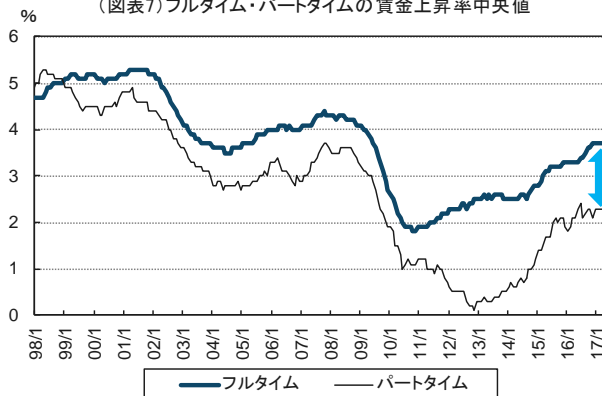
(出所)米商務省

(図表6) 賃金と失業率の推移



(出所)米労働省

(図表7) フルタイム・パートタイムの賃金上昇率中央値



(出所)アトランタ連銀

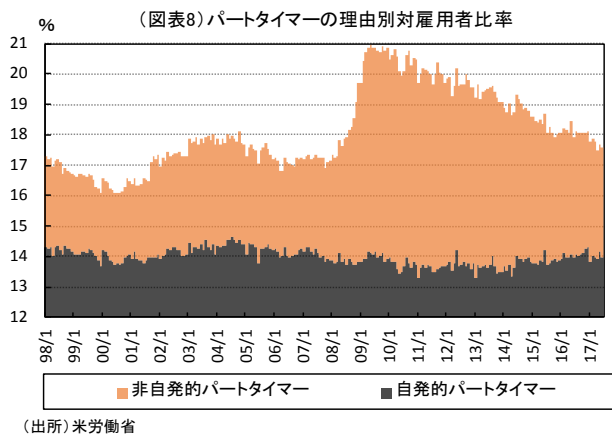
している（図表8）。特に、2010年に成立したオバマケア（医療保険制度改革）の導入により、従業員50人以上の雇用主は正社員への医療保険提供が義務付けられたことも、パートタイム労働者の構造的な増加につながった可能性が指摘されている。

パートタイマーが依然として多いことや、パートタイマーの賃金の伸びが鈍いことなどが、米国の賃金上昇率を鈍いものにとどめている一因になっていると考えられる。

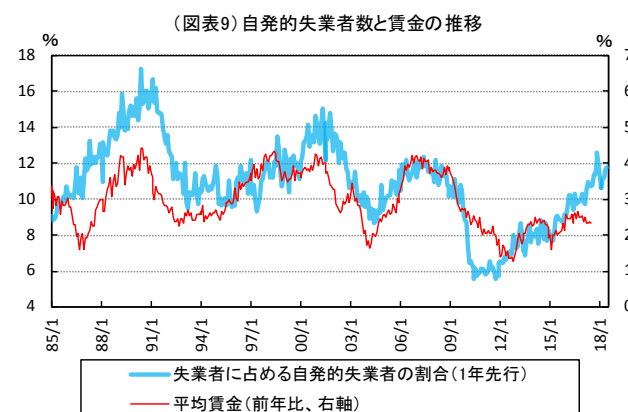
2018年にかけて賃金は緩やかに上向くと予想

一方、より良い待遇を求めて自発的に離職する人々が失業者に占める割合は、リーマン・ショック以降ほぼ一貫して上昇している（図表9）。同指標は、賃金上昇率に1年程度先行する性質があり、足元の状況からは、賃金は2018年央にかけて前年比3%程度にまで上昇する可能性が窺える。前述のアトランタ連銀の調査でも、転職者の賃金は非転職者に比べて上昇幅が大きくなる傾向が示唆されている（図表10）。パートタイムからフルタイムへ転職した場合や、より自分の職能を発揮できる職場へと転職した結果とみられる。

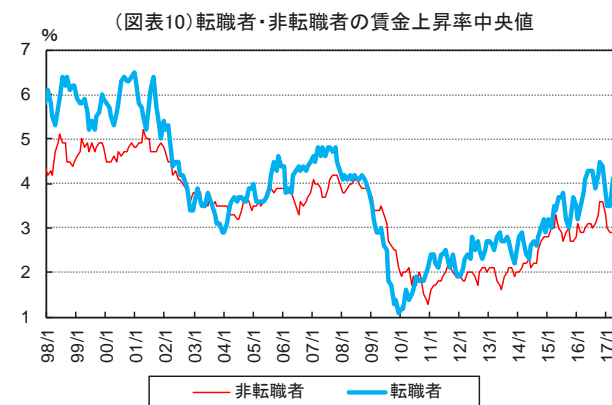
米国の賃金は、足元ではパートタイマーをはじめとして加速感に乏しい状況が続いており、そのことがFRBの利上げ見通しが市場に浸透しにくい一因になっている。ただ、足元まで続いている労働市場の需給ひっ迫が継続するならば、今後の賃金は徐々に上向いていく可能性が高い。米国の賃金上昇率は目先は鈍いものにとどまろうが、2018年央に向けて緩やかに上向いていくとみられ、2018年以降は年2回程度の利上げが実施できる環境が整うと予想する。（久保）



(出所)米労働省



(出所)米労働省



(出所)アトランタ連銀

ドイツ景気は回復基調が続くと予想

1-3月期は2四半期連続で伸び幅が拡大

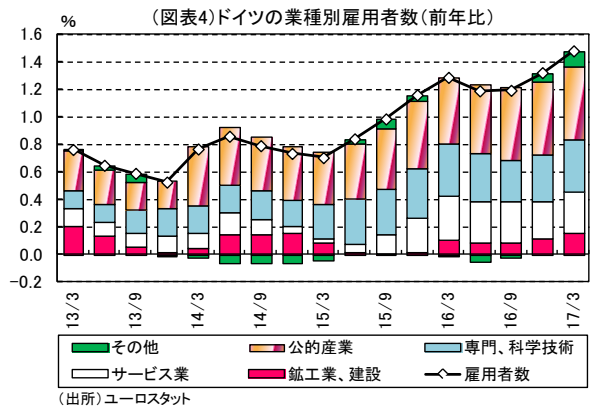
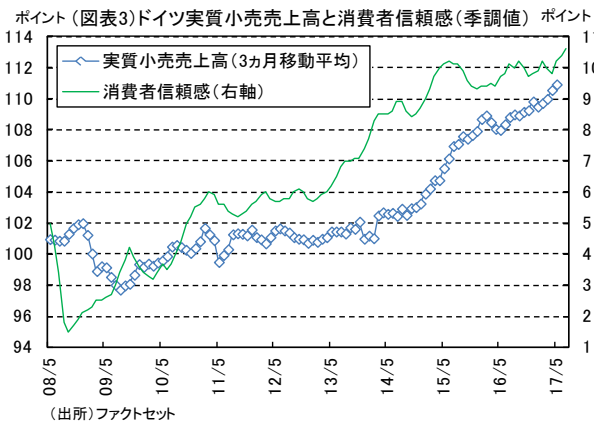
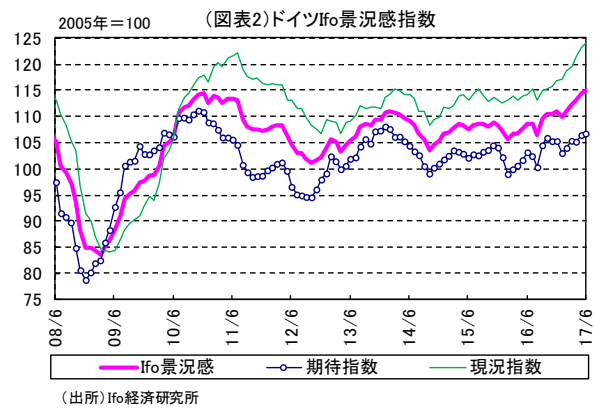
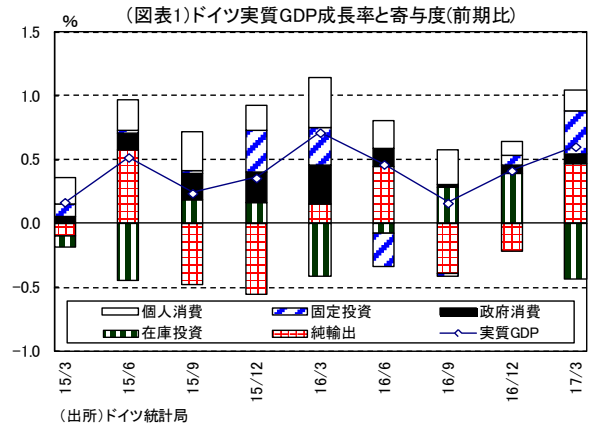
ドイツ景気は回復傾向が続いている。1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%と、2四半期連続で伸び幅が拡大した(図表1)。需要項目別に見ると、個人消費が同+0.2%→+0.3%、固定投資が同+0.4%→+1.7%、政府消費が同+0.3%→+0.4%と、いずれも前期から伸び幅が拡大しており、堅調な内需が全体を押し上げた。一方、輸出は同+1.7%→+1.3%と、前期から伸び幅がやや縮小したものの、引き続き高めの伸びを維持した。

4月以降も、ドイツ景気は堅調に推移しているとみられる。企業景況感を示すIfo景況感指数を見ると、6月は115.1と、5ヵ月連続で改善し、データの残る1991年以降の最高値を記録した(図表2)。内訳を見ると、現況指数が過去最高値となったほか、向こう6ヵ月の見通しを示す期待指数も2ヵ月連続で改善し、景気は今後一段と勢いを増すとの見方が示された。

今後のドイツ景気は、雇用環境の改善や低金利環境の継続などを背景に、個人消費や固定投資の緩やかな回復が見込まれるほか、ユーロ圏各国や米中などの海外景気回復に支えられ、輸出も増加傾向を維持するとみられることから、景気回復基調が続くと予想する。

個人消費は緩やかな回復が続くとみる

個人消費は回復傾向で推移している。月次の実質小売売上高(季調値)の推移を見ると、昨年初以降、宝飾品や繊維製品などの停滞を受け、一進一退での推移が続いたものの、昨年半ば以降は上向いている(図表3)。消費者マインドを見ても、6月のGfK消費者信頼感指数が10.4と、2001年10月以来の水準まで上昇したほか、7月は10.6へと、一段と改善すると見通しが示されるなど、堅調に推移している。GfKは、ECB(欧州中央銀行)の緩和的な金融政策を背景に金利が大きく低下していることなどが、消費意欲の拡大に寄与していると指摘している。



雇用環境も改善傾向が続いている。雇用者数の伸び（前年比）を見ると、2014年以降、医療・教育などの公的産業や、小売・宿泊などのサービス業を中心に、増加ペースが加速している（図表4）。足元の失業率を見ても、ILO基準で3.8%、失業保険申請ベースで5.8%と、いずれも過去最低水準まで低下しており、労働需給が一段と引き締まっている様子が窺える（図表5）。

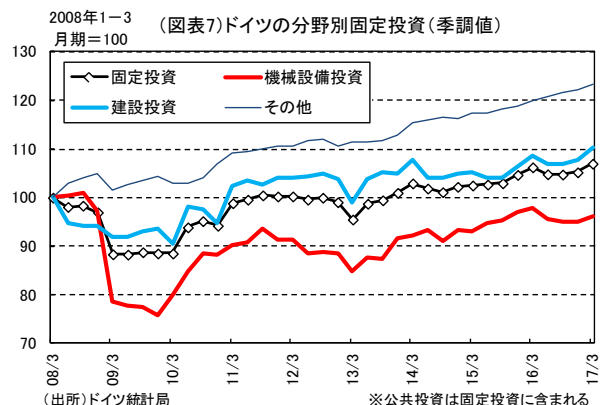
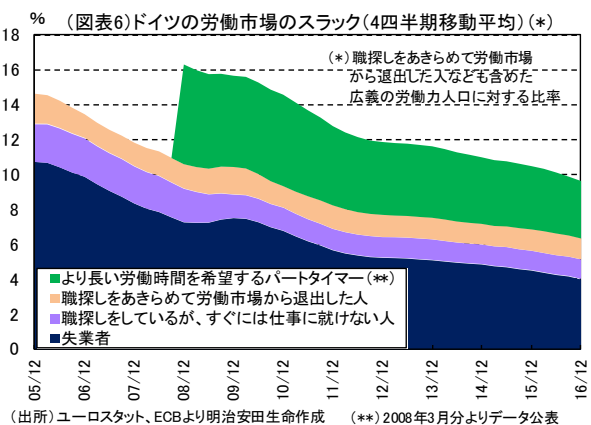
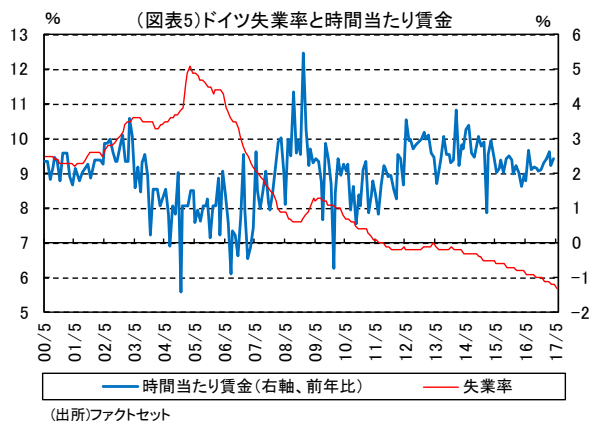
一方、賃金は伸び悩んでいる。時間当たり賃金の伸びを見ると、2015年春先ごろから前年比+2%台前半程度での推移が続いており、賃金の上昇率が加速していく兆しは見られない。背景には、フルタイムの職を望みながらもパートタイムの職に従事している人や、職探しをあきらめて労働市場から退出した人などが一定程度存在しており、失業率が示す以上に、労働市場の Slack が残存しているとみられることがある（図表6）。加えて、ECBは3月の月報において、欧州各国の労働市場改革の影響のほか、低インフレ環境の継続や生産性の伸び鈍化なども、失業率の低下局面において賃金上昇率が加速しない要因であると指摘している。

ドイツでは、2000年代前半にかけて実施された「ハルツ改革」と呼ばれる一連の労働市場改革によって、労働市場の柔軟化と、それに伴う労働コストの抑制や雇用者数の増加といったプラス効果が見られた一方、ミニジョブやパートタイマーなどの低賃金の非正規雇用者が増加したことで、雇用者にとっては賃金水準は上がりづらくなったというマイナス効果もあった。こうした構造的な変化も抑制要因となって、賃金の上昇ペースは加速感が乏しい状況が続くとみている。

もっとも、欧州委員会が発表する企業景況感調査の項目のうち、企業の採用意欲を示す雇用期待指数を見ると、サービス業、製造業、建設業がいずれも上昇傾向で推移しているほか、求人数も増加基調で推移しており、今後も雇用者数は増加傾向が続くと見込まれる。賃金上昇ペースの加速は期待しづらいものの、雇用者数の増加や、消費者マインドの改善などを背景に、個人消費は緩やかな回復が続くとみる。

固定投資は改善に向かうと予想

固定投資は昨年半ばごろから停滞気味の推移が続いてきたが、足元では持ち直しつつある（図表7）。分野別では、固定投資全体の3割強を占める機械設備投資が伸び悩んでいるものの、5割近くを占める建設投資が底堅く推移しているほか、知的財産投資などのその他の投資も堅調に推移している。月次の建設業生産指数を見ると、低金利環境の継続に加え、暖冬などの天候要因もあって、年明け以降、回復傾



向を強めている（図表8,9）。建設投資の約6割を占めるのが住宅投資だが、都心部の人口増加や難民の流入などを受け、ドイツでは住宅不足が深刻化しており、政府は昨年以降、公共住宅支出を増額し、住宅の供給増加に取り組んでいる。今秋に実施予定の総選挙の公約を見ると、与党 CDU（キリスト教民主同盟）や SPD（社会民主党）など、主要政党の多くは低所得者向け公共住宅の建設拡大を掲げており、2018年以降も公共住宅投資は増加傾向が続く可能性が高い。都心部を中心に住宅価格の高騰が続くなか、民間部門の高い伸びは期待しづらいものの、公共部門の投資拡大に支えられ、住宅投資は緩やかな回復が続くとみる。

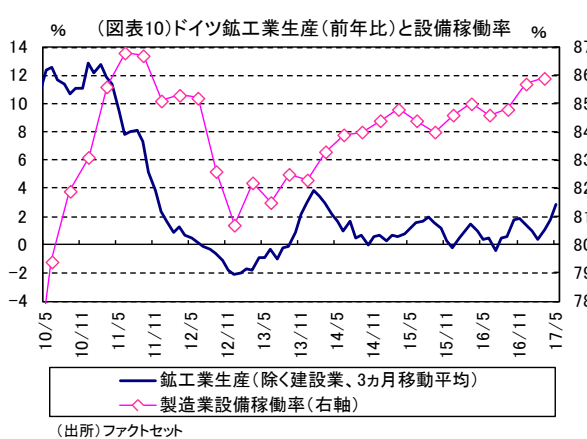
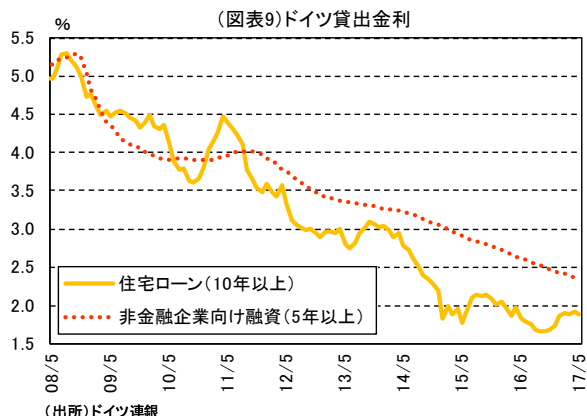
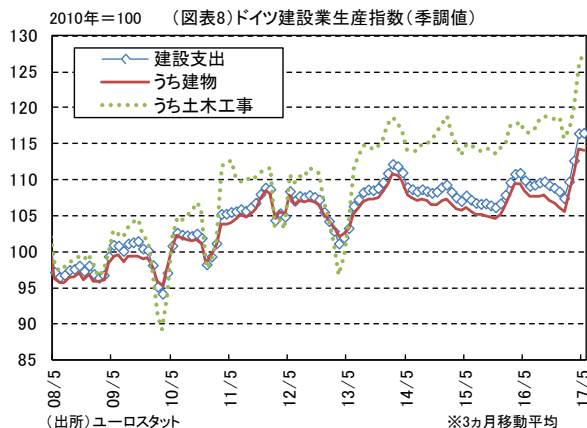
一方、企業の生産活動に目を向けると、海外景気の回復に伴う輸出の増加などを背景に、鉱工業生産の伸び（前年比）は昨夏以降、拡大傾向で推移している（図表10）。生産の回復を受け、設備稼働率も上昇傾向で推移しており、企業の設備過剰感は緩和に向かっているとみられる。加えて、Ifo 経済研究所が実施する設備投資調査の結果を見ると、2016年のドイツの製造業の設備投資は前年比+3%と、英国の EU 離脱を巡る不透明感などから低めの伸びにとどまったものの、2017年計画は同+5%と、2011年以來の強い見通しとなっており、企業の設備投資意欲が持ち直している様子が窺える。

企業の資金調達環境も引き続き緩和的である。非金融企業向けの銀行貸出金利は 2014 年半ば以降、ECB によるマイナス金利政策の導入を受け、低下傾向で推移しているほか、ECB の 4-6 月期銀行貸出調査によると、ドイツの銀行の企業向け貸出態度は、実績・見通しともに、緩和傾向で推移している。ECB は、ユーロ圏景気の回復の勢いが増すなか、2018年1月以降の資産買入れ規模を段階的に縮小していくとみているが、賃金の伸びが緩慢で、基調的なインフレ圧力が弱いことから、マイナス金利政策などは長期間にわたって維持していくとみられる。

今後の設備投資は、緩和的な金融環境が続くと見込まれるなか、設備過剰感の緩和や企業の投資意欲の回復などを背景に、徐々に持ち直すともみている。公共部門を中心に、住宅投資も緩やかな回復が続くとみられることから、固定投資は改善に向かうと予想する。

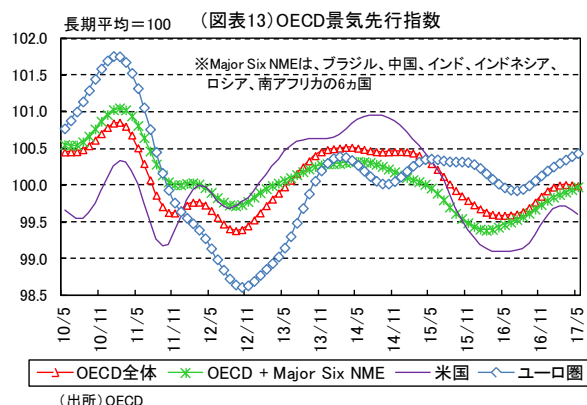
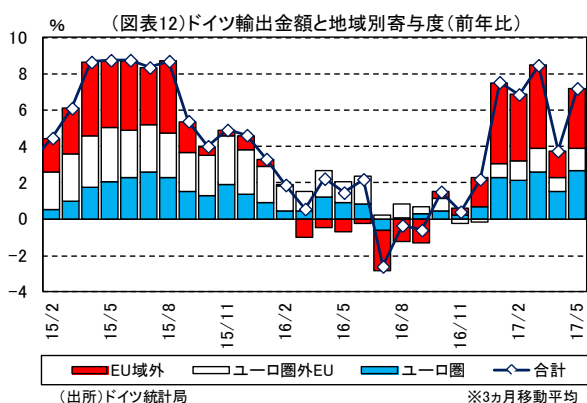
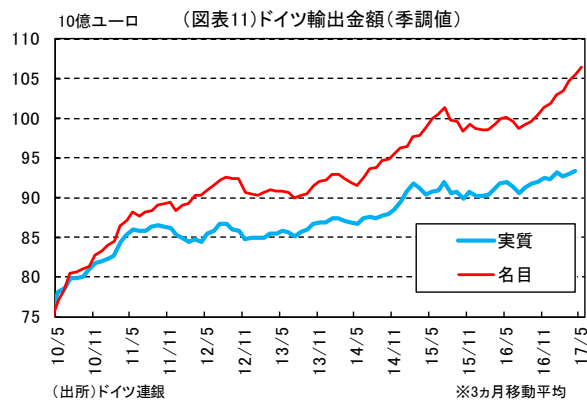
輸出は増加傾向を維持する見通し

実質ベースの輸出金額は 2015 年初以降、横ばい圏での推移が続いたものの、昨夏以降は緩やかな増加傾向で推移している（図表11）。相手先別の動きについて、名目ベースの輸出金額（前年比）



を見ると、年初以降、輸出金額の約4割を占めるユーロ圏向けが回復傾向で推移しているほか、同じく約4割を占めるEU域外向けも、最大の輸出相手国である米国向けの持ち直しや、中国をはじめとするアジア諸国向けの高い伸びにけん引され、堅調に推移している（図表12）。ユーロ圏各国の雇用環境の改善や、緊縮的な財政運営の見直しによる内需の回復に加え、政府の経済対策による中国景気の持ち直しや、米国景気の回復基調の継続などが、輸出の増加につながっているとみられる。一方、ユーロ圏外EU向け輸出は、同地域最大の輸出先である英国景気の減速などが重しとなって、伸び悩む展開が続いている。

今後の海外景気の動向について、OECD（経済協力開発機構）が発表する景気先行指数を見ると、主要輸出先であるユーロ圏は、フランスやオランダを中心に改善基調を強めているほか、中国などの新興国向けも、回復傾向で推移している（図表13）。米国は年明け以降、やや低下しているものの、トランプ大統領の財政政策が遅れる可能性が高まっていることなどが影響しているとみられ、個人消費を中心とする米景気の回復の動きは途切れないとみている。今後の輸出は、英国景気の停滞のほか、4月以降に進んだユーロ高も、ユーロ圏外向け輸出の足かせになるとみるが、ユーロ圏各国や米中をはじめとする海外景気の回復に支えられ、引き続き増加傾向を維持すると予想する。（担当：尾家）

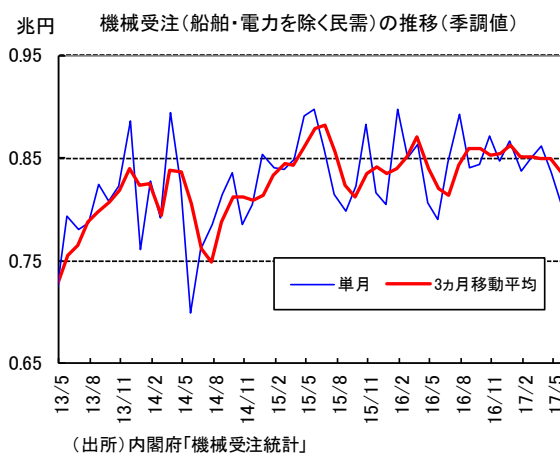


要経済指標レビュー (7/10~7/21)

＜日本＞

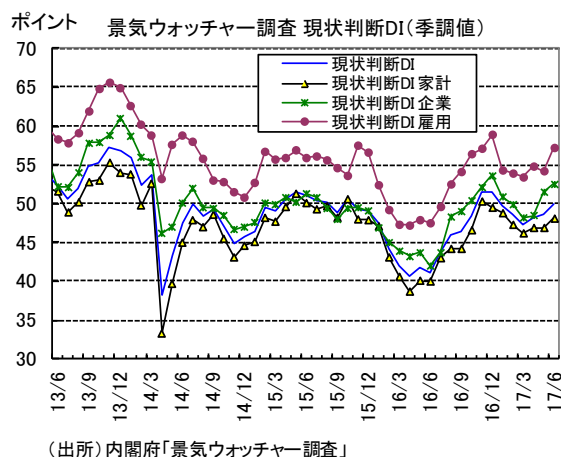
○ 5月機械受注 (7月10日)

5月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比▲3.6%と、2ヵ月連続のマイナス。内閣府による基調判断は、「機械受注は、持ち直しの動きに足踏みがみられる」から、「機械受注は、足踏みがみられる」に下方修正された。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、6月調査の日銀短観など、各種調査における設備投資計画自体は強めである。国内では中長期的な低成長期待が定着しており、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。



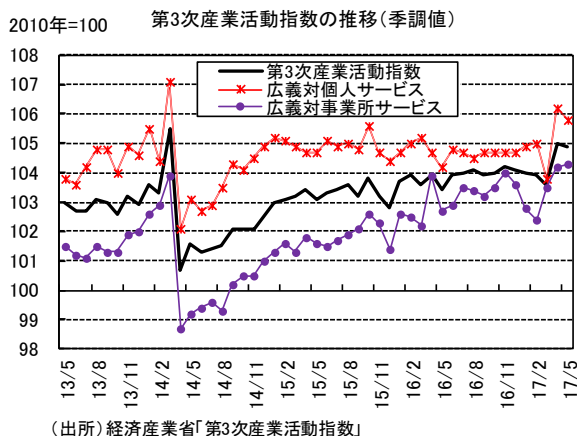
○ 6月景気ウォッチャー調査 (7月10日)

6月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が前月差+1.4ポイントの50.0と、3ヵ月連続で上昇し、6ヵ月ぶりに横ばいを示す50となった。先行き判断DI(季調値)も同+0.9ポイントの50.5と、3ヵ月連続で上昇し、4ヵ月ぶりに50を上回った。基調判断は、前月の「持ち直しが続いている」がすえ置かれた。ウォッチャーからは、人手不足の深刻化を指摘する声が聞かれた一方、インバウンド売上の好調や、企業業績の堅調さを指摘する声が目立った。今後の国内景気は、賃金の上昇ペースが緩やかなものにとどまるなか、個人消費の回復ペースは緩慢とみられるものの、堅調な主要国・地域の景気に支えられ、外需主導で緩やかな回復が続くと予想する。



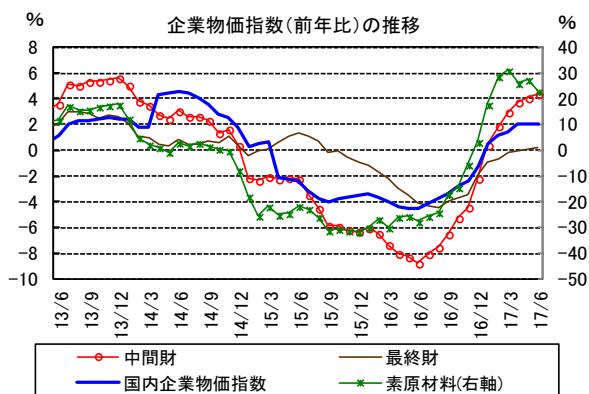
○ 5月第3次産業活動指数 (7月12日)

5月の第3次産業活動指数は前月比▲0.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。4月が同+1.4%と高めの伸びだった反動の影響が大きいとみられる。内訳では、広義対事業所サービスは同+0.1%と、3ヵ月連続のプラスとなったものの、広義対個人サービスが同▲0.4%と、2ヵ月ぶりのマイナス。業種別では、11業種中、6業種が低下、4業種が上昇、1業種が横ばいという結果。低下した業種では、事業所向け関連サービス、医療、福祉、不動産、小売などのマイナス寄与が大きい。一方、上昇した業種では、卸売業のプラス寄与が目立った。今後についても、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみられ、第3次産業活動指数は緩やかな改善が続くとみる。



○ 6月企業物価指数（速報値、7月12日）

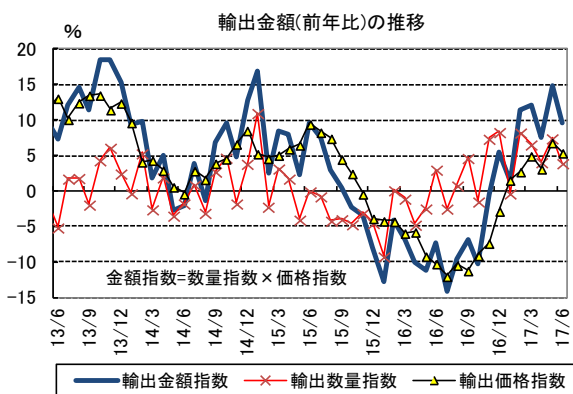
6月の国内企業物価指数は前年比+2.1%と、6ヵ月連続のプラス、5月と同じ伸び幅となった。23項目中、11項目が前月から押し上げに寄与、9項目が押し下げに寄与し、3項目が前月と同じ伸び幅となった。押し上げ方向に寄与した項目では、電力・都市ガス・水道、農林水産物などが目立った。押し下げ方向に寄与した項目は、石油・石炭製品など。輸出入物価指数（円ベース）を見ると、輸出物価が前年比+4.4%→+5.6%、輸入物価は同+12.5%→+11.9%と、いずれも6ヵ月連続のプラスとなった。今後については、昨秋以降の円安の影響の一巡のほか、原油価格の上昇が一服していることで、企業物価の上昇ペースは鈍化へ向かうと予想する。



(出所)日銀「企業物価指数」

○ 6月貿易統計（7月20日）

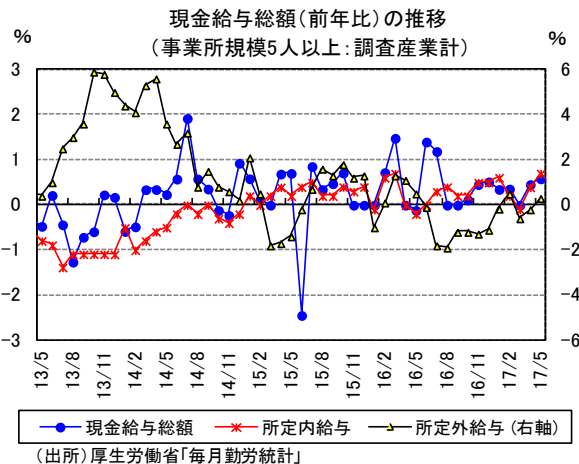
6月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+9.7%と、7ヵ月連続のプラスとなった。輸入金額は同+15.5%と、資源価格の持ち直しなどを背景に、6ヵ月連続のプラスとなった。輸出数量の伸びは同+4.0%で、5ヵ月連続のプラス。季調済前月比をみると、輸出金額は▲0.3%と、直近4ヵ月の輸出金額はほぼ横ばい圏内の推移が続いている。今のところ世界の主要国・地域の経済は概ね堅調である。世界成長率に占める新興国のウェイトが増している分、不安定感は拭い切れないものの、日本の輸出は当面底堅い推移が続くとみる。ただし、秋の党大会後の中国景気の減速や、欧米の政治リスク、主要中銀の金融政策の転換に伴う株価下落などはリスク要因となる。



(出所)財務省「貿易統計」

○ 5月毎月勤労統計（確報、7月21日）

5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+0.6%と、前月の同+0.5%から伸び幅が小幅拡大した。内訳項目を見ると、定期給与が同+0.5%と、2ヵ月連続のプラスとなったほか、特別給与が同+1.3%と、4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+0.7%と、2ヵ月連続のプラスとなったほか、所定外給与も同+0.3%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。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っているものの、労働需給の引き締めを受け、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。

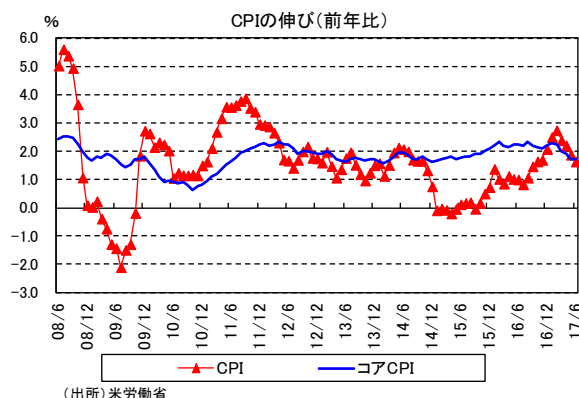


(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」

《米 国》

○ 6月CPI（消費者物価指数）（7/14）

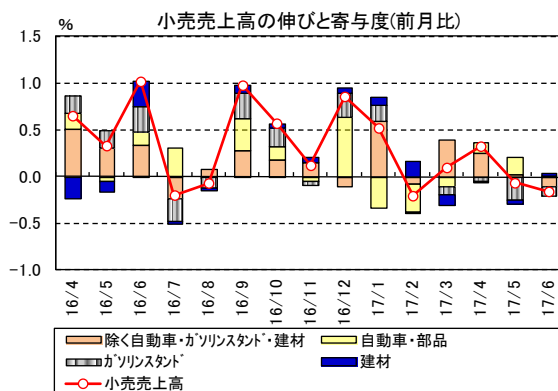
6月のCPIは前月比▲0.0%と、2ヵ月連続で低下した。要因としては、燃料が同▲2.8%と、2ヵ月連続でマイナスとなったことが大きい。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.1%と、3ヵ月連続で同じ伸び幅となった。前年比で見たCPIは+1.6%と、4ヵ月連続で伸び幅が縮小した。コアCPIは前年比+1.7%と、前月と同じ伸び幅となった。3月に大手通信会社が低廉な通話プランを発表したことなどを背景に、前年比で見たインフレ率はこのところ鈍化傾向が続いている。労働市場の需給は引き締まっているものの、賃金の伸びは加速感に欠ける状態が続いており、コアCPIの伸び幅は当面前年比+2%を下回って推移すると予想する。



(出所)米労働省

○ 6月小売売上高（7/14）

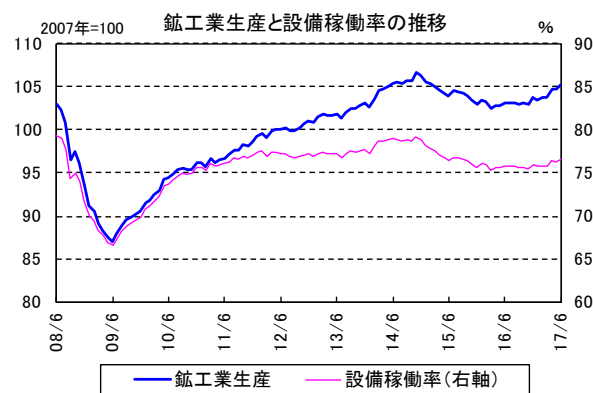
6月の小売売上高は前月比▲0.2%と、2ヵ月連続で減少した。内訳を見ると、ガソリンスタンドが同▲1.3%と5ヵ月連続で減少したほか、飲食店も同▲0.6%と2ヵ月ぶりに減少した。無店舗販売は同+0.4%と、29ヵ月連続で増加したものの、GDPの算出に使用される「除く自動車・部品、ガソリン、建材ベース」では、同▲0.2%と4ヵ月ぶりにマイナスとなった。家計のバランスシート調整はほぼ完了しているとみられるほか、賃金が改善傾向で推移していることなどから、今後の個人消費は回復に向かうと予想する。



(出所)米商務省

○ 6月鉱工業生産（7/14）

6月の鉱工業生産は前月比+0.4%と、5ヵ月連続のプラスとなった。産業別に見ると、製造業が同+0.2%と2ヵ月ぶりのプラスとなり、特に自動車製造が同+0.7%とプラスに回帰した。また、鉱業は同+1.6%と、3ヵ月連続でプラスとなった。設備稼働率は76.6%と、前月の76.4%から小幅に上昇し2015年8月以来の水準にまで回復した。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は堅調を維持するとみられ、鉱工業生産は持ち直し傾向で推移するとみている。

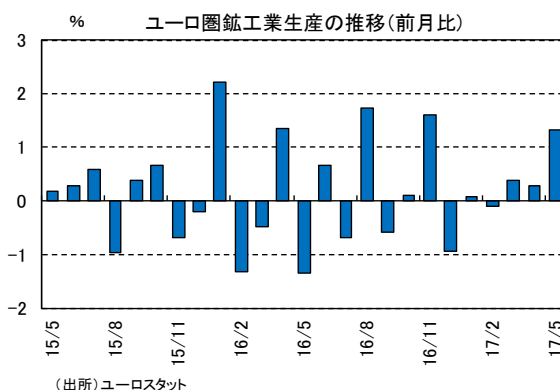


(出所)FRB

《 欧 州 》

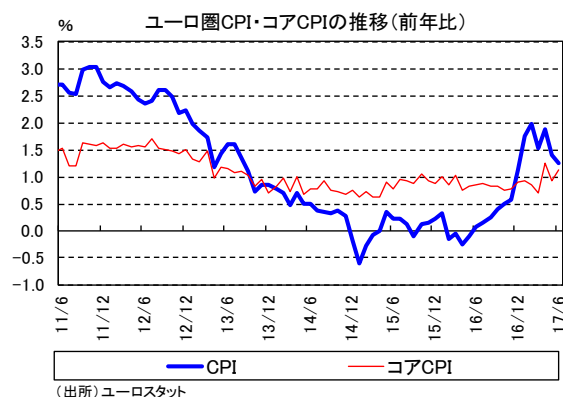
○ 5月ユーロ圏鉱工業生産（7月12日）

5月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+1.3%と、3ヵ月連続のプラスとなった。財別では、中間財が同+0.3%→+0.3%、資本財が同▲1.1%→+2.3%、消費財が同+0.2%→+1.3%と、いずれもプラス。主要国別で見ても、ドイツが同+0.8%→+1.4%、フランスが同▲0.6%→+1.9%、イタリアが同▲0.5%→+0.7%、スペインが同▲0.3%→+1.6%と、揃ってプラスとなった。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今後も回復傾向が続くとみる。



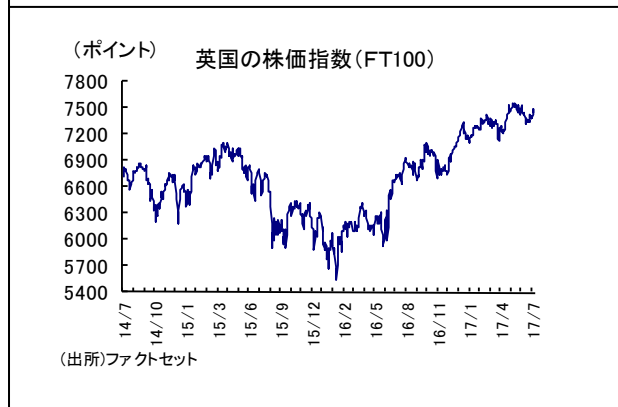
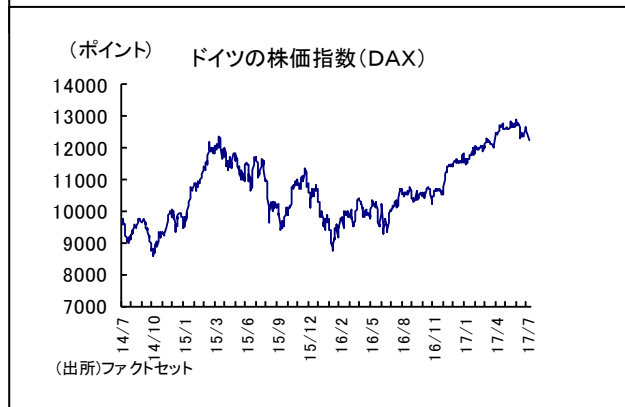
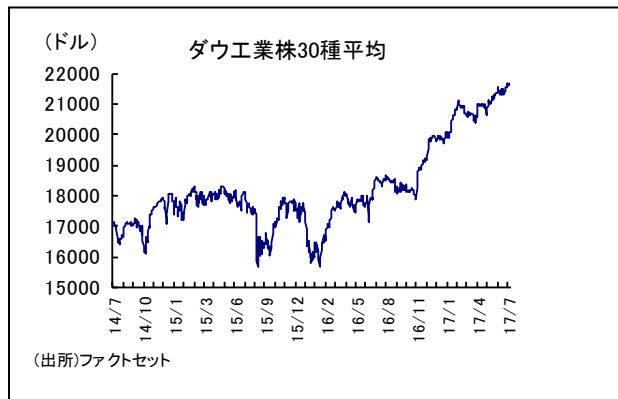
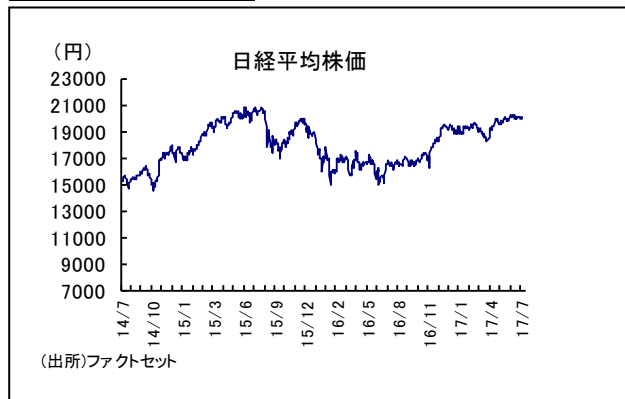
○ 6月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（7月17日）

6月のユーロ圏CPIは前年比+1.3%と、前月の同+1.4%から伸び幅が縮小した。サービス価格は同+1.3%→+1.6%と、ドイツの祝日の時期が昨年とずれた影響などで、2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大したものの、財価格は同+1.5%→+1.0%と、4ヵ月連続で伸び幅が縮小した。国別では、ドイツが同+1.4%→+1.5%と、2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した一方、フランスは同+0.9%→+0.8%、イタリアは同+1.6%→+1.2%、スペインは同+2.0%→+1.6%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。

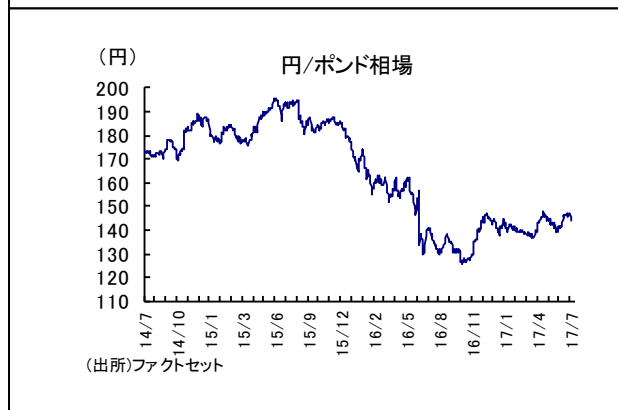
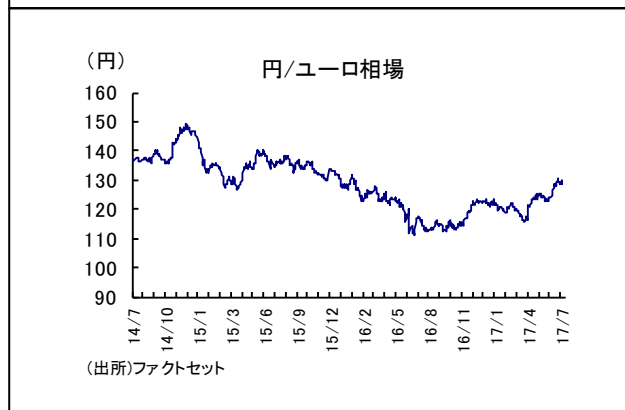
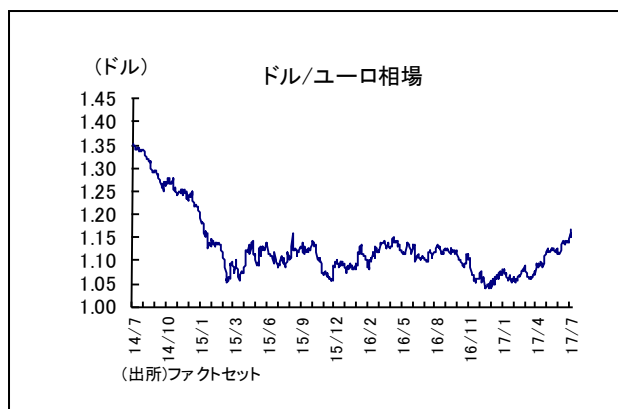
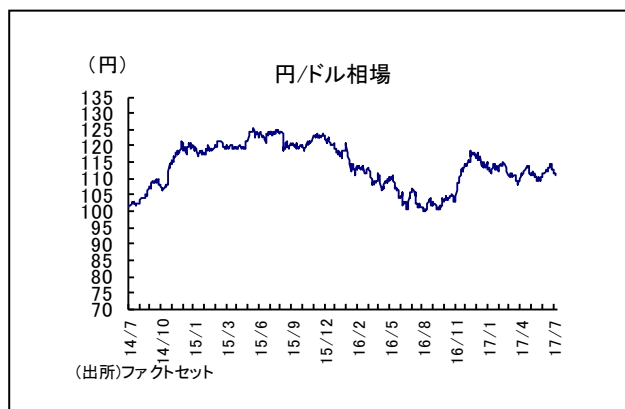


日米欧マーケットの動向 (2017年7月24日現在)

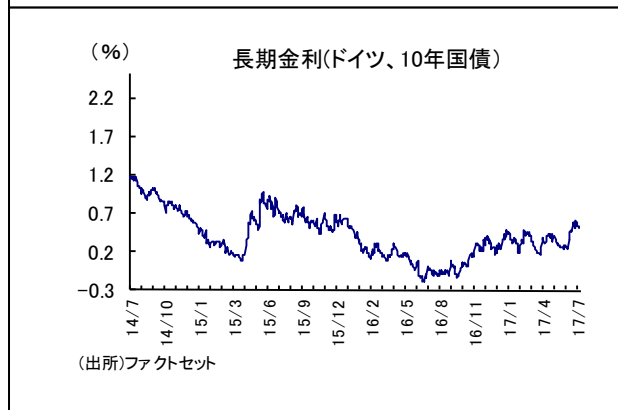
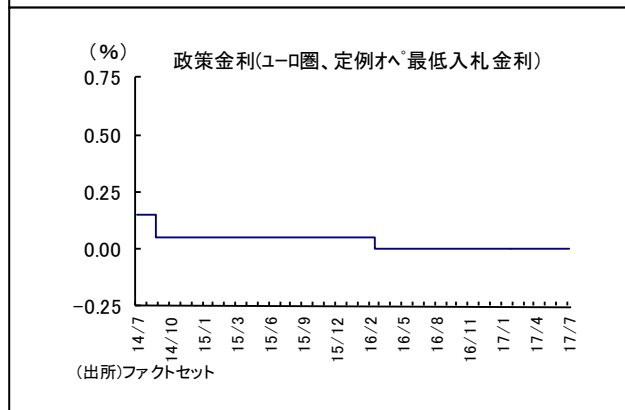
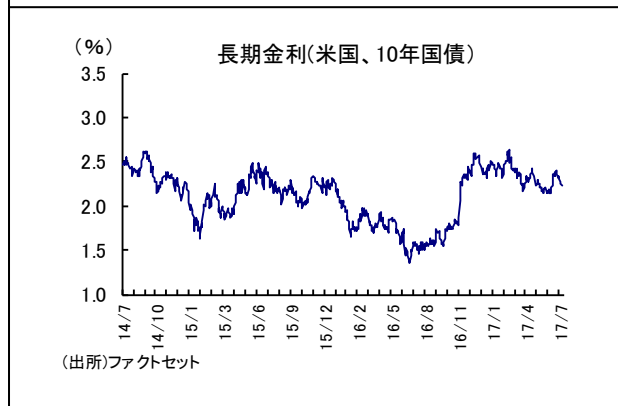
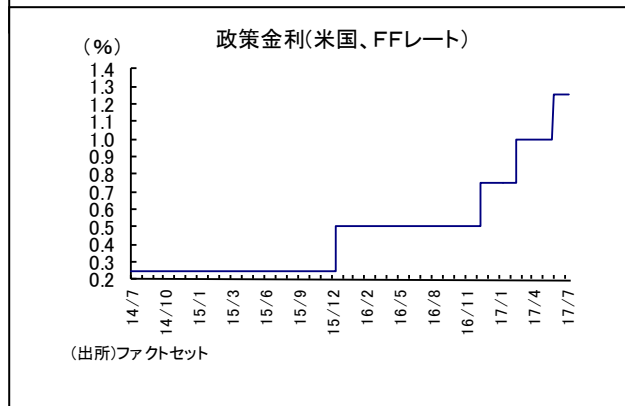
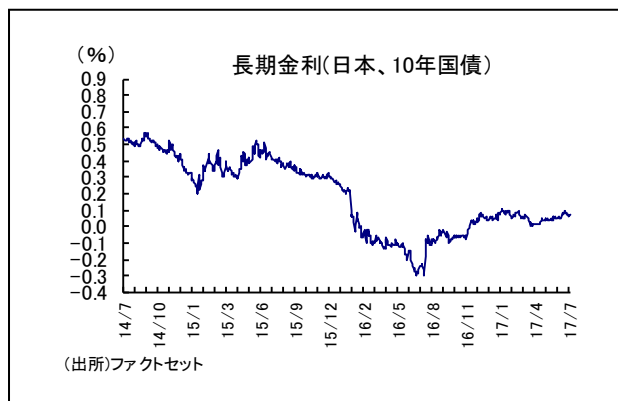
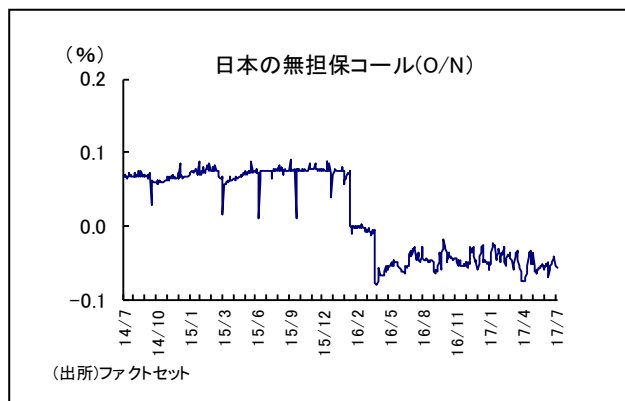
▽各国の株価動向



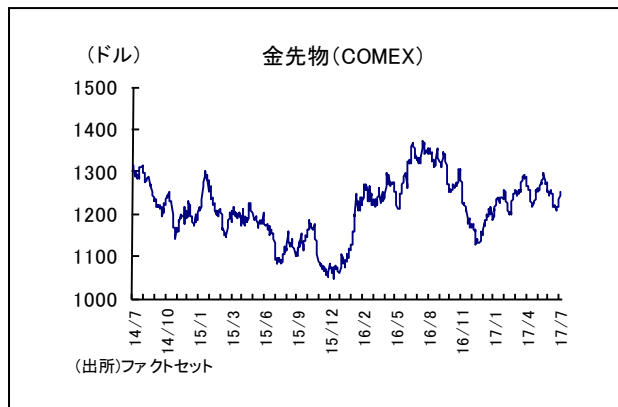
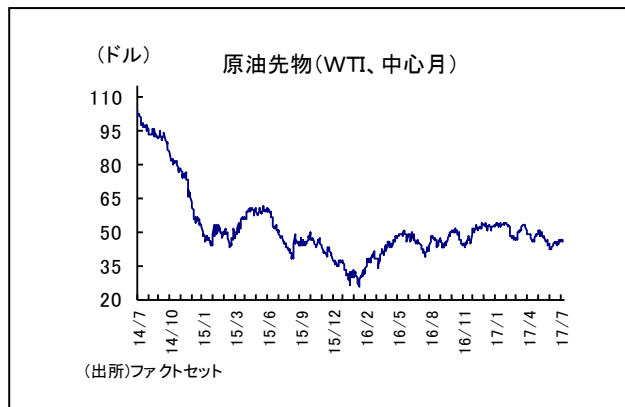
▽外為市場の動向



▽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