



〈フォーカス〉さらなる正常化への道のりは険しい

7月末の金融政策決定会合で決定された日銀の政策変更が、金融緩和の強化なのか、正常化への一歩なのかで市場の解釈が分かれているが、日銀が本来やりたかったことは何かを考えれば、答えはおのずから明らかである。今回の政策変更における日銀の第一の目的は、長期金利の変動許容幅の拡大であり、フォワードガイダンスの強化ではない。物価目標達成前の金利上昇容認は大義名分が立たないのに加え、為替への影響も考慮する必要上、「中和」する措置を必要としたにすぎない。リフレ派の政策委員との意見対立をあいまい決着の背景に挙げる向きもあるが、こうした動機は主流派にも共通するものである。

今回の「消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ云々～」というフォワードガイダンスをきわめて強力なコミットメントと解釈する向きがあるが、過大評価だろう。フォワードガイダンスには、具体的な基準や時期にはっきりコミットすることで、先行きの自らの行動を強く縛るタイプと、先行きの行動の自由度を広く確保するタイプがあるが、今回は明らかに後者である。両宮副総裁自身、8月2日の講演で、あくまで「データ・ディペンデント」であり、カレンダーベースの約束ではないことを強調している。もとより、QQE 発動時の強いコミットが派手に失敗し、いまだにその呪縛に苦しめられている日銀としては、再度自らの手足を強く縛るという選択肢は念頭になかったはずである。

フォワードガイダンスが意外に効いているためなのかどうかは微妙だが、今のところ、10年国債利回りの落ち着いた推移が続いているのは、日銀にとって好都合だろう。日銀にとってはタイミングが悪いことに、決定会合の直後から、国際金融市場が不安定化の様相を呈し始めたためである。ただ、トルコ情勢や通商摩擦問題が落ち着きを見せれば、日銀は10年国債利回りの0.2%への接近を容認するだろうし、それでも落ち着きが続くのであれば、ある意味安心して国債買い入れの減額を進めることができる。ファンダメンタルズ面が多少弱くても、0.2%だったらいつ市場が試しに行ってもおかしくない水準であり、年内にはそうした機会が訪れる可能性が高い。

景気失速がない限り、次の一歩も正常化の流れに沿ったものになるはずである。ただ、その道は平坦ではない。今回も、誘導目標の0%を引き上げたわけではなく、その意味で小手先の対応に過ぎない。しかし、小手先の対応から踏み出すには、「総括検証2」の作成が必要になる。しかし、同じ「言い訳集」でも、2度目ともなると、敗北宣言とならないようにまとめ上げるための難易度は上がる。同じ黒田体制下で3度も総括検証を出すというのはいずれ、許されるのはせいぜいあと1回である。どのみち、向こう2~3年のうちには、マイナス金利の持続性も検討の俎上に上げざるをえない可能性が高く、そうすると、もう一度抜本的な枠組み変更を行なう時までとっておいた方がいいということになる。

撤退戦は攻撃よりも難しいとよく言われる。とりわけ、日銀は失敗を認められない組織であり、今後も、退却を転針と言いつける理屈作りに余計な労力を割かなければならない苦しさがある。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉さらなる正常化への道のりは険しい……………	1	・公共投資は底堅い推移を予想……………	13
・経済情勢概況……………	2	・緩やかな増加が見込まれる米個人消費……………	16
・分かれる長短金利差縮小の解釈……………	3	・主要経済指標レビュー……………	18
・キーワードで振り返るリーマン・ショック10年……………	7	・日米欧マーケットの動向……………	24
・伸び続ける訪日外国人観光客……………	10		

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、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、夏季賞与の増加などから底堅く推移するも、月例賃金の高い伸びが見込めないことから、力強さには欠けると予想する。住宅投資は、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、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、省力化・省人化投資が下支えし、回復傾向が続くと予想する。公共投資は、オリンピック関連工事や被災地復旧工事などが下支えし、当面底堅く推移すると見込む。

輸出は堅調な海外景気などに支えられ、底堅く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、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後は、原油価格が高水準で推移していることで、しばらくはエネルギー関連品目がコア CPI の押し上げ要因となり、2018年度は+0.9%程度、2019年度は+1.4%程度となると予想する。

米 国

米国経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や消費マインドの回復に加え、拡張的な財政政策の効果などから、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の改善が続くとみられることや所得税減税の効果などから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、雇用環境の改善や住宅在庫の水準の低さが下支え要因となるものの、人手不足といった供給制約や、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となり、低調な推移を予想する。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和、法人税減税などを背景に、緩やかな回復基調が続くものの、資本ストックの積み上がりから増勢は徐々に鈍化すると予想する。なお、インフラ開発投資は、財政均衡派への配慮から、ある程度規模を縮小したうえで実現すると予想する。

輸出は、世界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1.50-1.75%から、1.75-2.00%へと引き上げた。2018年内に残り1回、2019年も2回程度の利上げ実施を予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や輸出の増加を背景に、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、貿易摩擦への懸念から、回復ペースの鈍化を見込む。

ECBは6月の理事会で、資産買入れ策を規模を減額したうえで2018年末まで継続し、現行の政策金利の2019年夏中のすえ置きをアナウンスした。政策金利の引き上げは、2019年9月と予想する。

分かれる長短金利差縮小の解釈

迫る長短金利差の逆転

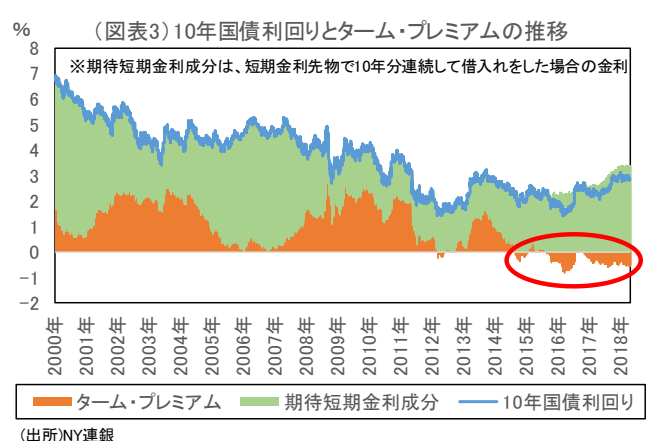
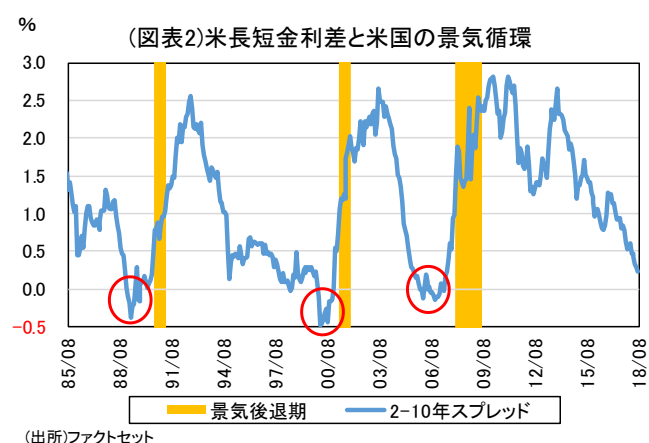
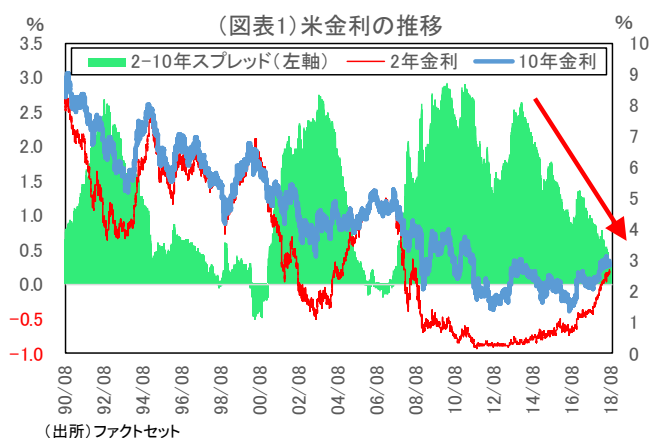
米国における長短金利差の縮小を、景気後退局面入りの兆候とみなすかどうかで識者の意見が割れている。長短金利差は、2年債と10年債の差でみることが多いが、ここ数年顕著な縮小傾向が続いている（図表1）。8月27日には一時0.2%を割り込むなど、この先逆転も十分考えられる状況になっている。

短期金利、長期金利とも、その期間の金融政策、景気、物価の見通しを反映するが、期間が短くなるほど、金融政策の及ぼす影響が大きくなる。市場参加者が先行きの景気回復を予想する場合、持続的な利上げや物価上昇が予想されるので、長期金利が短期金利を上回る状態（順イールド）となる。そうした見通しが強まれば強まるほど、利回りの傾きは急になる。また、保有する債券の保有期間が長いほど、価格変動リスクや、流動性リスクを抱え込むことになるため、投資家は上乗せ金利（期間プレミアム）を要求する。これも長期金利が短期金利を上回る要因となる。

従って、順イールドが正常な状態だが、景気見通しが悪化した場合、先行きの利下げやインフレ圧力の低下が予想されるため、長短金利差は徐々に縮小し、最終的には長期金利が短期金利を下回る逆イールドの状態となる場合もありうる。ただ、歴史的にはそれほど頻繁に生じる現象ではない。米国の場合、80年代後半以降で逆イールドの状態が一定期間続いたのは3回のみである（図表2）。その3回とも、1～2年後に景気後退局面入りしていたことが確認できる。

はたして「今回は違う」のか

ただ、今回の長短金利差縮小の主因は、景気や金融政策の見通しとは別のところにあり、過度に懸念すべきではないとの見方も存在する。ひとつめは、前述の期間プレミアムの縮小である。10年国債利回りを、期待短期金利成分（短期金利先物で10年分連続して借入れをした場合の金利）と、期間プレミアムとに分解すると、2010年前後は2%以上あった期間プレミアムが、足元ではマイナスに転じている（図表3）。金融危機後に、主要国の中央銀行が軒並み超金融緩和策を採用し、長短金利がおしなべて低下に向かうなか、長期金利のボラティリティ（変動性）が低下したことが、期間プレミアム縮小の一因



と考えられる(図表4)。また、低金利下で世界的に高利回りの投資対象を求める動き(イールドハント)が顕著になり、先進国のなかでいち早く利上げに転じた米国の国債が買いを集めやすい構図となっている点も大きいと考えられる。海外からの米国債への資金流入額は、一時流出超の状況にあったが、足元では再び流入超に転じ、その金額も大きく増加している(図表5)。

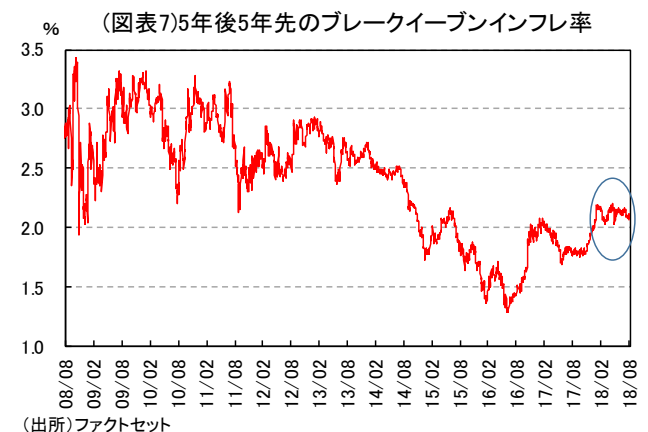
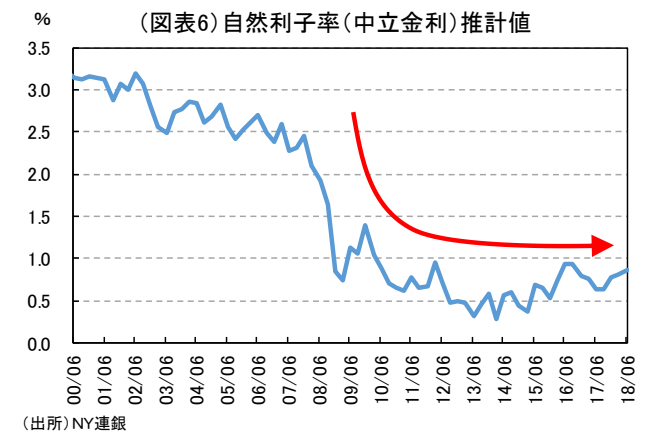
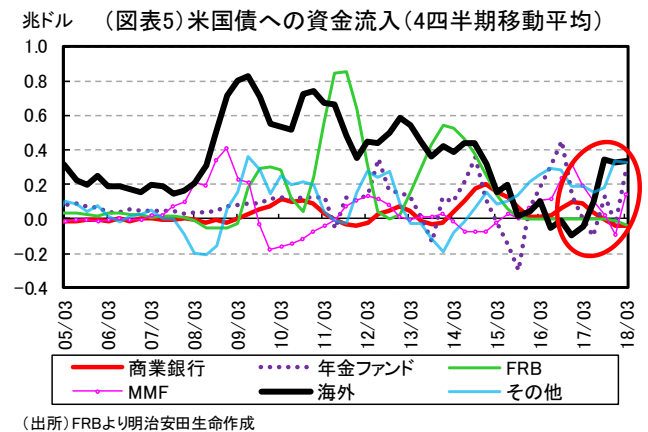
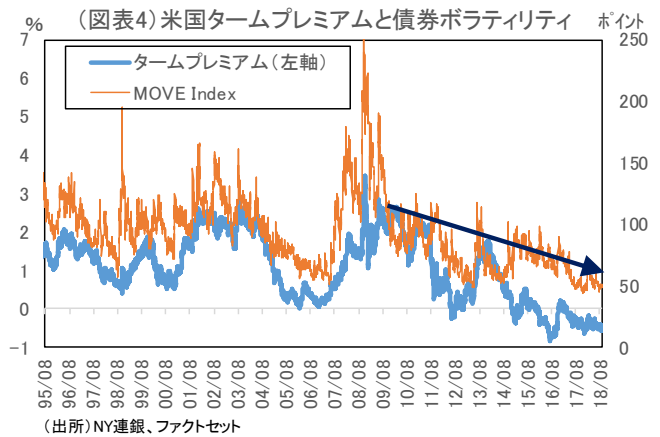
景気循環とは離れた、より中長期的な米国経済の成長性についての疑念が、長期金利の水準に影響を与えている可能性もある。ニューヨーク連銀の試算によると、景気への影響が緩和的でも引締めめでもない実質利率である中立金利は低下傾向にある(図表6)。サマーズ氏がいわゆる長期停滞論で指摘したとおりで、こうした見方の浸透が、より中長期的なインフレ期待の低下につながっている可能性もある。物価連動債に織り込まれているインフレ率を見ると、トランプ政権の誕生後は上昇傾向にあるものの、2%を超えてから一進一退の推移となっており、それ以前の大幅低下分を取り戻すには至っていない(図表7)。

より短期、かつテクニカル的な要因としては、売りポジションの蓄積も挙げられる。投機筋による米10年債のポジションは、足元で大幅ショート(売り越し超)となっており、金利の上昇局面、すなわち国債価格が下落する局面では、売買差益を得るための買い戻しが発生しやすくなっている(図表8)。

長短金利差逆転や景気後退の理由はさまざま

過去、長短金利差の逆転がほぼ確実に景気後退に結び付いてきたという事実は重く、「今回は違う」と力説するのは少なからぬ勇気を必要とするが、個人的には、それでも長短金利差の縮小を過大評価すべきではないと考える。過去の長短金利差逆転と、その後の景気後退には、その時々でさまざまな要因が複雑に絡み合っており、一度として類似のパターンを辿った試しはないためだ。

例えば、80年代前半の米国では、インフレ懸念が残る中で長短金利とも二桁の高みにあったが、



当時のボルカーFRB（米連邦準備制度理事会）議長が、フェデラルファンドレートを一時20%まで引き上げるなど、強力な引締め政策を実施していたことから、短期金利が長期金利を上回りやすい環境にあった。また、長短金利差縮小の過程で、短期調達・長期運用を行っていた S&L（貯蓄貸付組合）が次々に破綻、クレジット・クランチと不動産価格の急落を招いたことが景気への下押し圧力となり、これに90年8月のイラクのクウェート侵攻がとどめを刺した。景気後退は同月から91年3月までの8ヵ月間続いた。

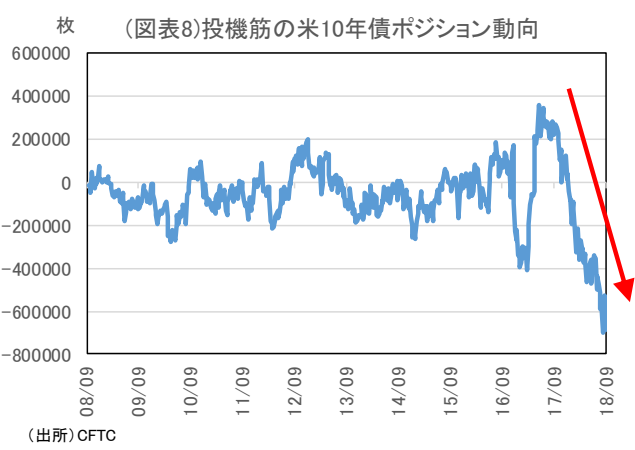
2001年4月から11月まで続いた景気後退は、ITバブル崩壊に伴うものである。NY株価は、グリーンズパン元FRB議長が1996年12月に「根拠なき熱狂」という有名なフレーズを発した後も8割以上上昇、その後破裂した。こうしたなかで起こった2001年9月の同時多発テロも、企業や家計のマインド悪化に拍車をかけた。長短金利差が逆転したのは2000年2月だが、当時はもともと米国の長期金利が下がりやすい需給構造にあった。90年代後半以降、アジア危機、ロシア・ブラジル危機、LTCMの破綻というグローバル金融市場の混乱が続く中で、「質への逃避」というグローバルマネーフローの潮流が残っていたのに加え、クリントン政権のもとで財政バランスが大きく改善し、満期前の国債買い戻しが進展していたことも国債需給の引き締めにつながった。

2008年1月から2009年6月までの景気後退は、いまだ記憶に新しい、「グレートリセッション」である。長短金利差の持続的な逆転は2006年8月以降だが、当時も、危機のかなり前から長期金利が上がりにくい構造にあった。ITバブル崩壊からの復興過程の2004年から2006年にかけて、FRBはFOMC（米連邦公開市場委員会）で、17回連続で利上げしたにもかかわらず、長期金利はほとんど上がらなかった。当時のグリーンズパン議長はこれを「コナンドラム（謎）」と呼んだが、その後、新興国の過剰貯蓄という、いわゆる「グローバルインバランス」が米国債市場への資金流入につながったとの見方が有力になった。これは米景気の下支えに貢献したが、一方で、低金利環境に安心した過度なリスクテイクが、その後の金融危機を招く結果となった。従って、債券市場が景気後退を予知したというよりも、景気後退の要因になったとの言い方が妥当かもしれない。

このとおり、その時々で異なる要因が働いていたことがわかる。特に、90年代後半のアジア危機が一種の転機となり、米国債の需給が「質への逃避」や「グローバルインバランス」という、グローバルマネーフローの影響を大きく受けるようになってからは、長短金利差の景気への指標性が薄れたようにみえる。

長短金利差の逆転が確実に変わったわけでもない

そもそも、今回については、長短金利差の逆転が確実に変わったわけではない。一時的な逆転があったとしても、その後定着するかどうかはわからない。足元では、短期金利の上昇に比例する形でヘッジコストが上昇、機関投資家の投資意欲を削ぐ形となっており、国債市場の高需給に水を差している。また、各国中央銀行の金融政策正常化の動きが強まれば、ボラティリティが上昇に転じ、期間プレミアムが再び上昇に向かう可能性もありうる。このまま米国景気が過熱してインフレ懸念が台頭すれば、もちろん長期金利は上昇するし、インフレが低位に抑えられたとしても、トランプ財政による「高圧経済」政策



が中立金利の上昇につながるパターンも考えられる。最後のシナリオはベストシナリオだが、全く期待できないわけではない。

FRB の利上げサイクルもそろそろ終了に近づいている可能性も低くない。インフレがこのまま加速せず、落ち着いた状態が続くのであれば、FF レートが名目中立金利に達した段階で、利上げは終了する。問題は中立金利の水準が定かではないことだ。今のところ、9月の利上げはほぼ確実視されているが、実際に利上げがあればこの時点でFF レートは2.25%に達する。NY連銀のウィリアムズ総裁の試算によれば、名目ベースの中立金利は2.5%である。一方、FRB の中長期見通しから示唆される名目中立金利は2.9%である。中立金利は実際に観測できない数字であり、推計結果もかなりの幅を持って見る必要があるが、今後、FF レートはいよいよ官民の主要エコノミストの中立金利の予想レンジの範囲に入ってくることになる。FRB も景気や物価動向をより慎重に見極める姿勢を強めてくる可能性が高い。利上げの間隔がこれまでより長期化してもおかしくなく、年内の利上げはスキップされる可能性が相応に残る。その場合も、長短金利差が逆転した状態が定着する可能性は低くなる。(担当：小玉)

キーワードで振り返るリーマン・ショック 10年

※当原稿は、週刊エコノミスト掲載の原稿に若干加筆修正を加えたものです

100年に一度の危機

100年に一度とも称された金融危機、その象徴的なイベントであるリーマン・ショックから、はや10年が経過した。当時の金融市場は、世界経済が崩壊の瀬戸際にあるとの恐怖感に覆われていたが、米国政府・中央銀行の網渡り的な危機対応もあって、米国経済は早期にリセッション（景気後退）を脱却、足元まで9年以上にわたり回復期が続いている。

「低体温経済」が常態化

欧州では、元々財政面が弱いPIIGS（ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン）と呼ばれた国々で、金融危機と財政危機が負の連鎖を招いた分、回復が遅れた（**欧州債務問題**）。しかし、IMF（国際通貨基金）、EU（欧州連合）、ECB（欧州中央銀行）が協力して財政危機国への資金支援の枠組みを整えたこともあって、危機は次第に鎮静化、足元の景気は4年以上にわたり回復が続いている。日本の景気拡張期もまる5年を超え、史上最長に迫る勢いである。

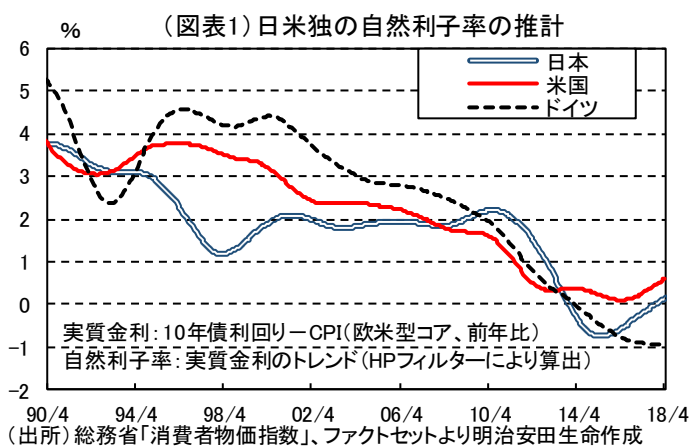
日米欧とも失業率はすでに歴史的な低水準にあるが、その一方で、インフレ率が加速せず、成長率が金融危機以前の平均成長率を下回る傾向もある程度共通している。世界的に、「低体温経済」が常態化しつつあると言えるかもしれない。

これについては、原因を主として供給サイドに求める考え方と、需要サイドに求める考え方に大別される。前者は、金融危機の後遺症に加え、長期的な技術革新の停滞等により**潜在成長率が低下**、これが企業の成長期待押し下げを通じ、賃金の伸び悩みと低インフレに繋がっているとみる。後者は、人口動態の変化、所得格差の拡大、資本財価格の低下等が恒常的な需要不足を招いているというものである（**長期停滞論**）。いずれも、景気への影響が緩和的でも引き締めのでもない実質利子率である**中立金利**の低下要因であり、主要国・地域では一時マイナス圏にあった可能性も指摘されている（図表1）。これが、世界の中央銀行が景気刺激に苦慮する要因のひとつとなっている。

中立金利の低下要因であり、主要国・地域では一時マイナス圏にあった可能性も指摘されている（図表1）。これが、世界の中央銀行が景気刺激に苦慮する要因のひとつとなっている。

世界的に債務が拡大

金融危機の過程で、主要国では、減税や公共投資などの財政政策に加え、金融機関の救済のために巨額の財政支出を余儀なくされた。金融危機後は、超低金利の状態が続いたのに加え、循環的な景気悪化と、本来財政では対応できない構造的な低成長との区別がつきにくくなったことで、恒常的に政府債務が拡大しやすくなっている。潜在成長率の低下は有望な投資機会の減少を意味するが、一方で主要国には大規模緩和が生んだ余剰マネーが溢れている。結果として、余剰マネーの多くは、よりてっとり早く収益の得られる資産市場に流れ込んだ。カナダ、香港、豪州、北欧等では**不動産価格の高騰**をもたらしたほか、ドルキャリー、円キャリーといった取引を通じて国境を越えたマネー



一が、新興国バブルとでもいふべき状況を作り出した。国際決済銀行（BIS）によると、2017年末の新興国の非金融部門の借入残高（含政府）の対GDP比は176.5%で、5年前から35.5%も上昇している。一方、足元では米国が政策金利の巻き戻しを進めるなか、新興国からの資金逆流が懸念される状況となっている。超金融緩和政策が、世界経済をマネーの逆流に脆い、不安定なものとしてしまった感は否めない。

大きく変わった金融政策

金融危機後、各国の金融政策は大きく変質した。主要中銀はこぞって、ゼロ（マイナス）金利政策、国債等の各種資産の大量買い入れ（量的緩和）といった非伝統的な政策に舵を切り、金利の資源配分機能をいかに殺すか、資産価格をいかに歪めるかという、中央銀行の本分とは真逆の方向にまい進せざるをえなくなった。こうした政策は危機管理策および需要対策としては一定の役割を果たしたものの、一方で「ゾンビ企業」の温存、財政規律の弛緩、金融仲介機能の低下等を通じ、潜在成長率の押し下げ要因となっている可能性も指摘されている。

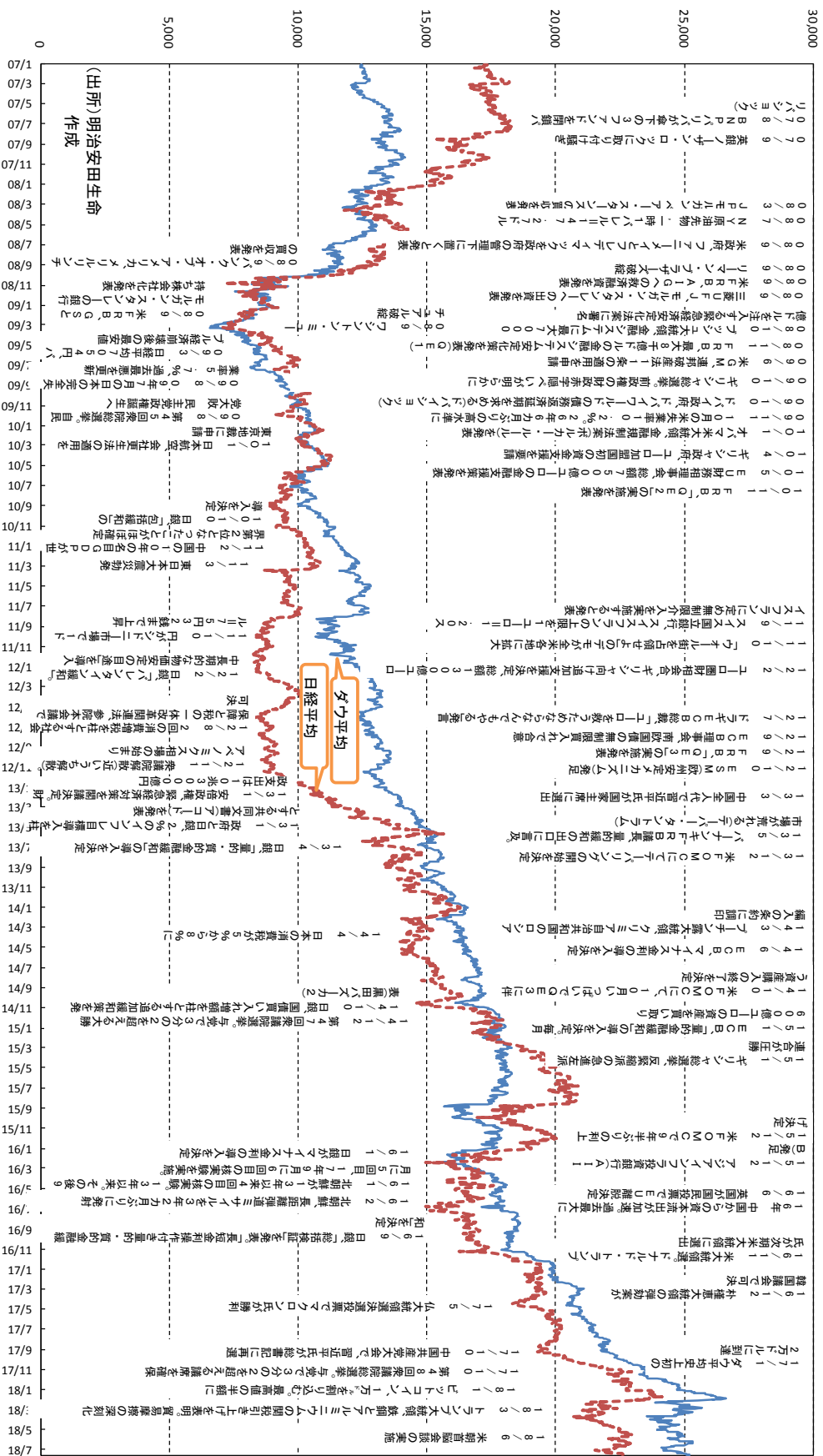
各国政治の不安定化

リーマン・ショック後、反グローバル主义的な動きが顕著になり、多くの国でポピュリズム勢力が台頭する契機となった。移民やEU、既成政党、あるいは不公正な貿易等、わかりやすいスケープゴートを仕立て上げる政治手法が特徴で、その結果各国の政治は不安定化し、国家間の結束は弱体化した。こうした流れのなかで、英国はEU離脱（BREXIT）を決断、また多くの国で、政府債務のいっそうの拡大や、保護主義機運の高まりが懸念される状況となっている。

こうしたなかでも、世界経済は決してお先真っ暗というわけではない。3Dプリンターが「家」をプリントアウトする時代を迎えるなど、第4次産業革命は、いまや大きく花開く過渡期にある。今後、生産性革命的な動きが起こり、長期的な成長率の低下トレンドに歯止めがかかる可能性も期待できなくはない。もっとも、構造改革に苦しむ日本や、斜陽産業の復権に心血を注ぐトランプ大統領、ポピュリズム勢力に絡め取られた欧州政治等をみていると、少なくとも政府の役割への過大な期待は禁物と言えそうである。（担当：小玉）

円、ドル

(別表) 金融危機以降の日米株価推移とイベント



日銀総裁 福井俊彦 (03/3/20 ~ 08/3/19)
日銀総裁 白川方明 (08/4/9 ~ 13/3/19)
日銀総裁 黒田東彦 (13/3/20 ~)
ECB総裁 シヤンクローボトリシエ (03/11/1 ~ 11/10/31)
ECB総裁 マリオ・ドラギ (11/11/1 ~)

伸び続ける訪日外国人観光客

視野に入った4000万人

菅官房長官が8月20日、今年の訪日外国人旅行者数が8月15日時点で2,000万人を突破したことを明らかにした。昨年より約1ヵ月早く、過去最速のペースとなる(図表1)。また、翌日には、年間で3,300万人前後になるとの見通しも明らかにしている。もし実現すれば、17年の実績から15%の伸びということになる。同じ伸びを続けられれば、2020年には4,365万人に達する計算で、16年3月に倍増させた政府目標の4,000万人は、ほぼ達成が確実視される状況となっている。

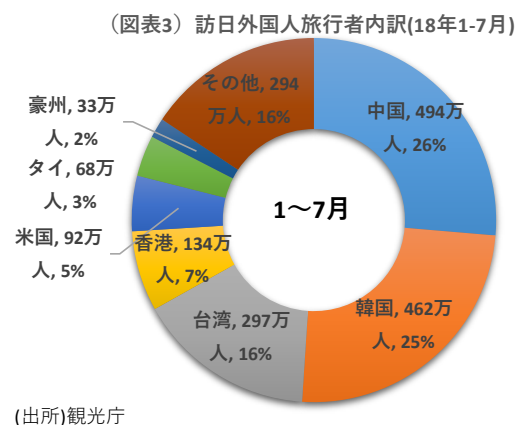
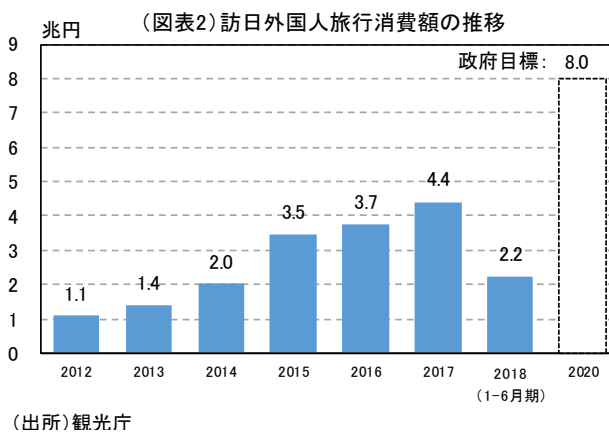
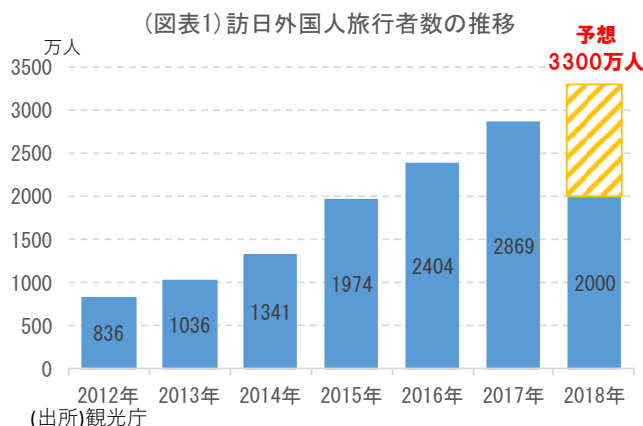
一方、20年に8兆円という訪日外国人消費額の目標は、少し野心的過ぎたようで、達成が危ぶまれる状況にある。本年1-6月の累計では2.2兆円にとどまっている(図表2)。これでも前年同期比では+9.5%の伸びだが、同じ伸びを続けた場合でも、2020年に6兆円に届くかどうかというレベルである。今年に関しては、全体の3分の1を占める中国からの観光客の一人当たり消費額が、前年比で▲6.9%の減少となったことが足を引っ張っている。もっとも、中国からの観光客数自体は7月までの累計で、前年比+21.5%の伸びとなっており、合計ベースの消費額は伸びている。

当面は中国人観光客がけん引

訪日観光客数の国別内訳を見ると、全体の26%を占める中国をはじめ、韓国、台湾、香港の4カ国・地域を加えた東アジア4カ国・地域で全体の74%を占める(図表3)。4-6月の一人当たり消費額を見ると、減少したとはいえ、4カ国・地域のなかでは中国の21.0万円が依然ダントツで、

14.5万円の香港、11.7万円の台湾、6.9万円の韓国を大きく上回る(図表4)。中国人観光客の総消費額は全体の約3割を占めており、相変わらずの中国頼みという状況がしばらく続きそうである。

中国からの訪日客はまだ増加の余地がある。17年の実績で見ると、単純計算で台湾が全人口の19%、韓国が14%に当たる人々が日本を訪れたのに対し、中国はわずか0.5%にとどまる。ポストン・コンサルティング・グループは、2030年までに月収12,000円~22,000円の上位中所得者層が140万世帯程度まで約3倍に増えると試算している。これは、これまでごく一部の「金持ち」しか味わえなかった海外旅行の楽しみが、やっと平均的な家庭の手の届くレベルに近づきつつあるこ



とを意味している。「爆買い」ブームが終わったというのは、あくまで一人あたりの買い物金額が下がったという意味である。そうした意味では、今後も中国人観光客の一人当たり消費額が低下し続けるのは避けられない。しかし、それを補ってあまりあるだけ観光客数が増えていく可能性は低くない。中国人観光客の「総」消費額はまだまだ増えていくだろう。

台湾の場合、単純計算で、5年経てば国民全員が日本を訪れるということである。もし、中国からの旅行者数が台湾並みの割合に上昇

すると仮定すると、年間2億5千万人が訪れる計算になる。あながち荒唐無稽な数字と笑い飛ばすわけにもいかない。フランスやスペインなど、人口を上回る観光客が訪れる国は少なくない。特にスペインは人口比で1.7倍もの外国人観光客を受け入れている。日本の場合、国土が海に囲まれており、入国手段が船舶か航空機に限られることが制約要因になるものの、外国人観光客数が今後も堅調に増え続けるのは確実に、引き続きホテルの増床など、受け入れ態勢の整備が急務である。大都市部では、民泊の180日という上限規制のさらなる緩和、あるいは撤廃も必要になるだろう。

(図表4) 訪日外国人旅行支出額(4-6月期)

	訪日外国人旅行消費額(①) ×②(億円)	一人当たり旅行支出①		訪日旅行者数②	
		(円/人)	前年比	(万人)	前年比
中国	3,403	209,951	-6.9%	162.1	+41.3%
台湾	1,469	117,474	-4.0%	125.1	+7.8%
韓国	1,298	69,221	-1.0%	187.6	+12.1%
米国	844	189,573	-0.2%	44.5	+11.4%
香港	815	145,145	+1.0%	56.1	-3.2%
タイ	380	117,076	+11.5%	32.5	+16.7%
オーストラリア	341	264,327	+24.4%	12.9	+9.2%
英国	190	218,944	-12.8%	8.7	+7.4%
フランス	190	204,330	-3.7%	9.3	+18.8%
ベトナム	189	175,489	-2.9%	10.7	+30.0%
シンガポール	184	158,531	+4.9%	11.6	+11.0%
インドネシア	176	136,313	+6.3%	12.9	+20.7%
フィリピン	164	116,415	+21.5%	14.1	+3.8%
カナダ	163	186,514	-1.4%	8.8	+9.2%
マレーシア	144	119,912	-17.5%	12.0	+13.5%
ドイツ	108	190,385	+0.7%	5.7	+10.4%
イタリア	85	208,822	-10.4%	4.1	+20.3%
インド	75	162,033	+7.7%	4.7	+16.3%
スペイン	65	243,743	+20.6%	2.7	+5.7%

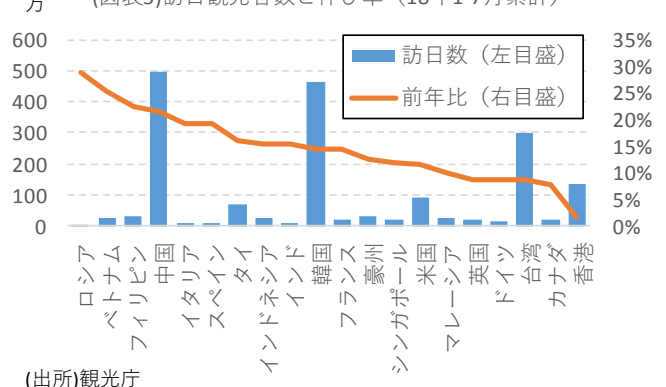
(出所)観光庁

インフラ整備とプロモーション強化が必要

現状では、京都などの一部観光地、および大都市部に観光客が集中しすぎていることが問題と言われる。確かに、京都の伏見稲荷神社あたりは、外国人観光客で立錫の余地もなく、有名な鳥居の歩道は歩くこともままならぬ状況である。大阪の道頓堀や心斎橋の状況は言うに及ばず、銀座の歩行者天国も、大きなスーツケースをガラガラ引いている東洋人が目立つ。こうした地域ではすでに飽和状態に達しつつあるとの印象を受ける人も多いだろう。しかし、バルセロナは人口の20倍もの観光客が訪れるという(国内含む)。バルセロナの場合、騒音や家賃の高騰、衛生面などが深刻な問題となり、ついには観光客の制限を考えざるをえなくなったと聞くが、こうした海外の例に学びつつも、日本についてははまだ受け入れ余地を拡大することは可能なはずである。

地方にも有望な観光資源はたくさんある。東北地方や四国あたりを訪れると、日本人なら誰でも知っている有名な観光地であっても、外国人はまばらで、もったいないと思うことが少なくない。地方政府主体で、Wi-Fi等のインフラ整備や、プロモーションの手法を改善する余地はあるだろう。訪問国の幅も広げたいところである。中国人観光客の一人当たり消費額は、ア

(図表5) 訪日観光客数と伸び率 (18年1-7月累計)



(出所)観光庁

アジアのなかでこそダントツだが、欧米諸国には中国を上回る国がたくさんある。足元で欧米からの観光客も増加傾向にあるのは心強い。1-7月までの累計で見ると、イタリア、フランス、スペイン、米国あたりが前年比で二桁を超えている（図表5）。欧米からの観光客が今後も継続的に伸びていけば、中国の一人当たり消費額低下を補う形で、総消費額の底上げにつながっていく展開が期待できる。

次第に無視できなくなるマクロ経済へのインパクト

海外旅行客の消費は、マクロ経済統計ではどう扱われているだろうか。GDP統計では、「非居住者家計の国内での直接購入」という項目に現れる。この項目は、家計最終消費支出から国内家計消費支出を求める段階で控除され、輸出に含められる。もっとも、17年度の時点では、非居住者家計の国内での直接購入が家計最終消費支出に占める割合はわずか0.7%にすぎない。17年度非居住者家計の国内での直接購入は19%伸びたが、ウェイトが低いため、実質GDP成長率への寄与度は0.11%にとどまっている。

ただ、今後も高い伸びが続き、ボリュームが増していけば同じ伸びでも寄与度は上がる。13年度から17年度のアベノミクス下での5年間で、実質GDPは平均1.0%の伸びなのに対し、非居住者家計の国内での直接購入は平均で28%伸びている。もし今後も両者が同じ伸びを続けた場合、非居住者家計の国内での直接購入の実質GDP成長率への寄与度は、2030年度には3.38%まで跳ね上がる（図表6）。あくまで机上の計算であり、実際にはこれほどのペースで伸び続けることは考えにくいものの、景気動向を分析するうえで、今後徐々に存在感を高めてくる可能性は高い。

なんとといっても、観光戦略はアベノミクスの成長戦略の主要メニューのなかで、計画を上回る成果を挙げているほとんど唯一の項目である。今後も人口減少トレンドが続き、内需の拡大余地が限られるなかで、観光戦略の重要性はますます高まっている。（担当：小玉）



公共投資は底堅い推移を予想

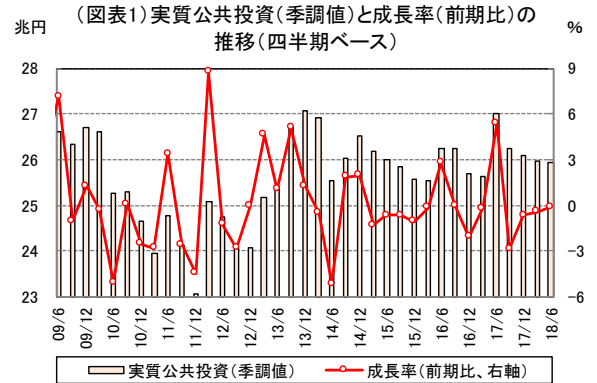
公共投資は持ち直しの可能性

GDP ベースの実質公共投資の推移を見ると、2017年4-6月期にピークをつけ、それ以降は前期比マイナスの推移が続いているが、マイナス幅自体は縮小傾向にある(図表1)。実際の工事の進行を反映する建設総合統計の建設工事出来高を見ると、2017年7月以降、前年比で1桁台の伸びが続いたのち、足元では同▲3.3%とマイナスに転じた。一方、出来高に先行する公共工事請負金額(3ヵ月移動平均)は、2018年初旬に底を打ち、足元ではマイナス幅を縮小している(図表2)。

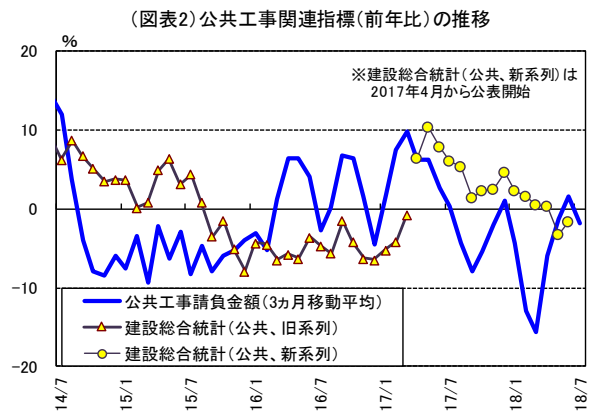
7月のさくらレポートによる公共投資の判断を見ると、北海道の「減少している」、近畿の「下げ止まりつつある」を除いた7地域で「増加している」または「高水準」となっている。ヒアリングによる企業の声からは、2017年度予算の執行や、オリンピックを見据えた空港、道路などインフラ整備の進捗など、多くの地域で公共投資が回復傾向で推移している様子が窺われる。2018年度の公共投資の予算は前年度を上回っており、2018年度分の発注が出始めたことで、一段と増加しているといった声もある。今後公共投資は持ち直す可能性が高い。

オリンピック関連工事の本格化はこれから

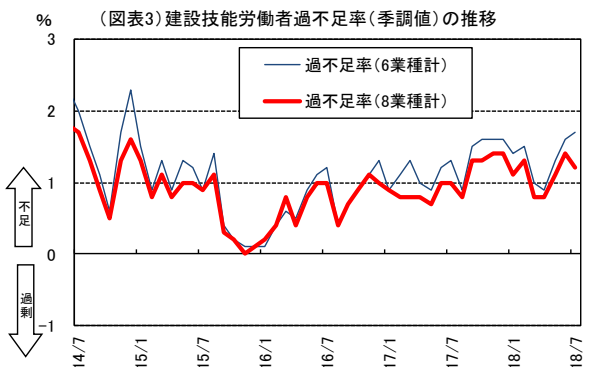
日銀は、過去に公表したレポート「2020年東京オリンピックの経済効果」のなかで、「過去のオリンピック開催国の例が示すとおり、関連施設建設はオリンピック開催前の竣工をめざすため、進捗ベースの建設投資は、開催年の約2-3年前に大幅に増加する傾向がある。わが国では2017-2018年頃に建設投資が大きく増加する可能性が高い」と分析した。しかし、2017年から足元にかけて、実際に公共投資の目立った増加は見られない。要因としては、人手不足による工事の進捗の遅れが考えられる。建設技能労働者過不足率(季節調整値、6業種計および8業種計)を見ると、+1.0%付近での推移が続いており、依然として人手不足感は払拭されていない(図表3)。失業率が2%台前半まで低下するなど、マクロ的に雇用環境がひっ迫しており、人口の減少で将来の就業



(出所)内閣府「国民経済計算」



(出所)国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証(株)「公共工事前払金保証統計」



※6職種:型枠工(土木、建築)、左官、とび工、鉄筋工(建築、土木)、8職種:6職種+電工、配管工

(出所)国土交通省「建設労働需給調査」

(図表4)オリンピック関連の新規恒久施設等抜粋

施設	整備費見込(億円)	工期・執行時期見込
新国立競技場	1,550	2016年~2019年
オリンピックアクアティクスセンター	567	2016年~2020年
選手村	540	2017年~2019年
有明アリーナ	357	2016年~2019年
武蔵野の森総合スポーツプラザ	351	2013年~2017年
海の森水上競技場	308	2016年~2019年

(出所)平成30年度年次経済財政報告

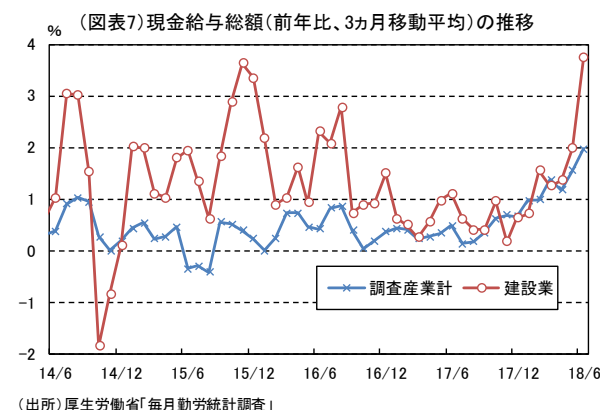
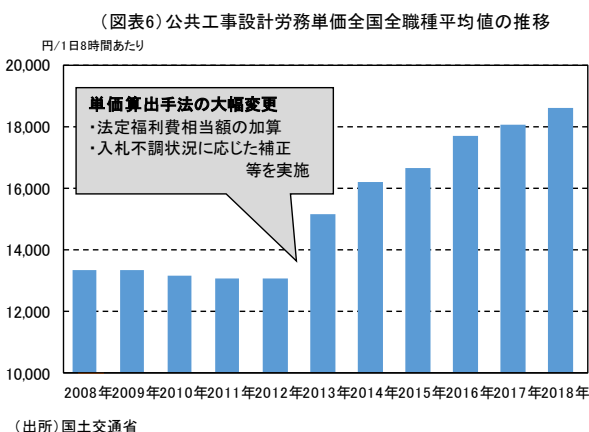
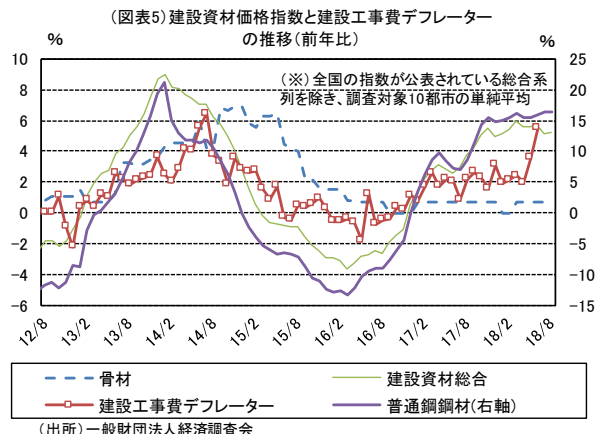
者数の減少も見込まれるなかで、今後人手不足が大きく改善するとは考えづらい。ただ、工事の進捗が遅れているということは、2019年以降も建設投資が底堅く推移する可能性が高いということでもある。実際、平成30年度年次経済財政報告によると、オリンピック関連の新規施設の工期見込みは、概ね2019年や2020年までが予定されている(図表4)。2020年の完成を危ぶむ声もあるが、過去のオリンピックでも準備の遅れは懸念されてきたことであり、いざとなれば計画を大幅に変更してでも完成させるとみるのが自然である。

建設工事費は上昇

資材価格を見ると、都市別建設資材価格指数(建築・土木総合)は、普通鋼材等を中心に2016年以降、上昇傾向で推移している(図表5)。また、国土交通省が発表している、公共工事の人件費を見積もる際に使う労務単価も引き上げが続いており、全国・全職種平均でみると、2018年は前年比+2.8%、2012年との比較では+43.3%と、高い伸びを示している(図表6)。また、毎月勤労統計調査で建設業の現金給与総額(5人以上の事務所規模)を見ると、足元では調査産業全体の伸び幅も大きくなっているが、建設業はさらに高い伸びを示している(図表7)。資材価格、人件費の上昇傾向が続くなか、建設工事費デフレーターについても前年比プラスの推移が続いている(前掲図表5)。ただ、オリンピック関連工事を期日に間に合わせる必要があるなかで、受注工事単価の引上げなど、建設会社側も採算を重視した受注を進めると考えられることから、工事費上昇は実質固定資本形成の押し下げ要因というよりも、もっぱら名目固定資本形成の押し上げ要因として作用すると見込む。

公共投資は均せば底堅く推移

2017年度補正予算では、災害復旧等・防災・減災事業に1兆2,567億円が計上され、2018年度を中心に執行される見込みである。2018年度本予算では、公共事業関係費として前年度比+0.04%の5兆9,789億円が計上されており、こうした予算の執行が公共投資を下支えするとみる。また、2018年7月に西日本を直撃した豪雨の復旧対応のため、政府は、被災した中小企業への財政支援を柱とする「生活・生業再建支援パッケージ」をまとめ、2018年度予算の予備費から総額1,058億円を支出することを決定し、9月6日には616億円を追加支出する方針を決めた。さらにその後、通常とは逆に東から西へと異例のコースをたどること



で、各地に大きな爪痕を残した台風12号や、関西国際空港の閉鎖を引き起こした最強台風21号など、台風による被害も相次いだ。直近では北海道を襲った最大震度7の地震による被害など、復興需要関連の案件は尽きない。9月7日の報道によれば、政府は相次ぐ災害の復旧費を確保するため、2018年度補正予算案を編成する方針を固めたとのことであり、規模は1兆円を上回る可能性もあるとされている。今後の公共投資は、オリンピック関連工事や被災地復旧工事等が下支えすることで、2019年度にかけて底堅く推移すると予想する。（担当：柳田）

緩やかな増加が見込まれる米個人消費

遡及改定により家計の貯蓄率が上方修正

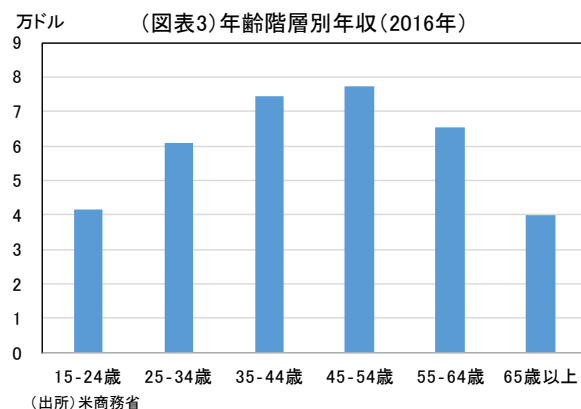
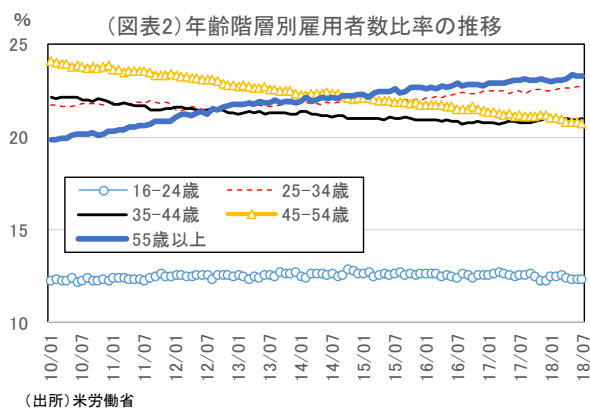
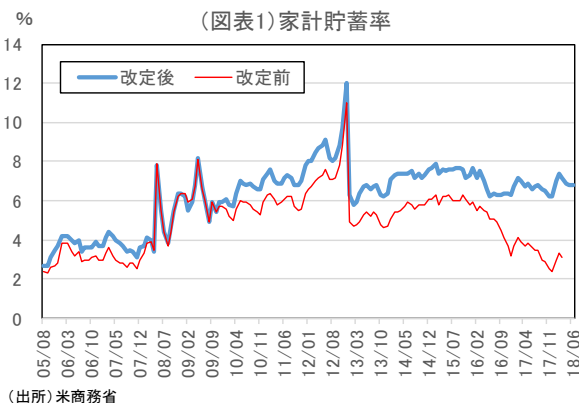
雇用・所得環境の改善や資産価格の上昇など、米国の個人消費を取り巻く環境は良好であるものの、懸念材料として家計の貯蓄率の低さが指摘されてきた。2009年に始まった今回の景気拡大局面は7月で10年目に突入し、1991年4月から2001年3月までの10年に次ぐ戦後2番目の長さとなっている。その間、けん引役として寄与してきたのが個人消費であるが、その結果、家計の貯蓄率は2015年末頃から足元まで低下傾向をたどり、昨年末には約10年ぶりの低水準を記録した。これは、米国の家計がもともと過剰消費体質であり、景気回復の進展に伴い、貯蓄を増やすよりも消費を優先する姿勢を強めたことが影響してきたとみられており、その持続性が疑問視されていた。

しかしながら、7月27日、4-6月期GDPの発表とともに5年毎に実施される遡及改定の結果が公表され、過去の雇用者所得や配当・利子所得などが上方修正されたことで可処分所得が増加し、貯蓄率も大きく上方修正された(図表1)。2013年以降の貯蓄率は、足元まで横ばい圏で推移しており、家計の消費余力がこれまで考えられていたほど小さくなくなったことが明らかとなった。

人口構成の変化が賃金を抑制する構図は続く

足元では、雇用環境の改善が続き、失業率がFRB(米連邦準備制度理事会)の長期見通しのレンジである4.1-4.7%を下回って推移しているにもかかわらず、所得の伸びはなかなか加速しない。これには、人口構成の変化といった構造的な問題が影響していると考えられる。

雇用統計で年齢階層別に雇用者数の比率をみると、25-34歳の若年層と55歳以上のベテラン層の比率が上昇傾向にあり、足元では後者の比率が最も高くなっている(図表2)。2010年以降、ベビーブーマー世代(1946-1964年生まれ)が65歳に到達し始めるなど、高齢化が徐々に進展するなか、企業が将来的なリタイアの増加を見越して若年層の採用を増やしている様子がうかがえる。しかしながら、年齢階層別の年収をみると(図表3)、25-34歳と55歳以上の年収は相対的に低水準となっており、雇用比率が上昇しても平均賃金の伸びを抑制することにつながる。加えて、相対的に賃金水準の高い35-44歳、45-54歳といった中間年齢層の比率が低下傾向をたどっていることも、平均賃金の上昇を抑えることに寄与しているとみられる。米商務省の将来人口予測によれば、2020年にかけて25-34歳、55歳以上の

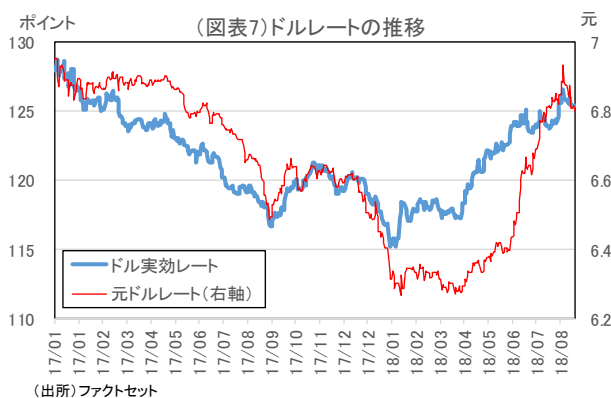
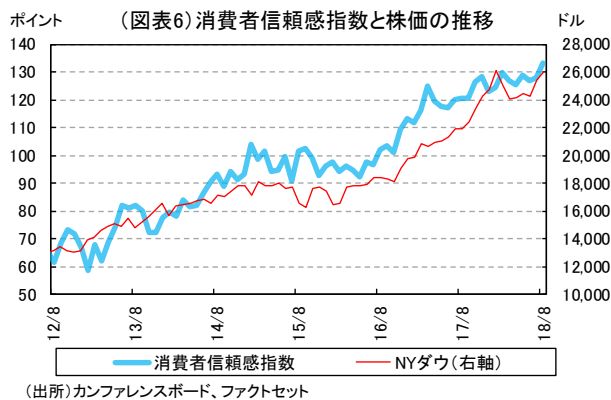
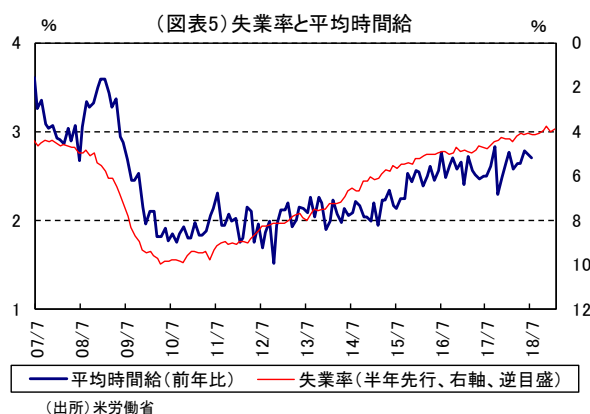
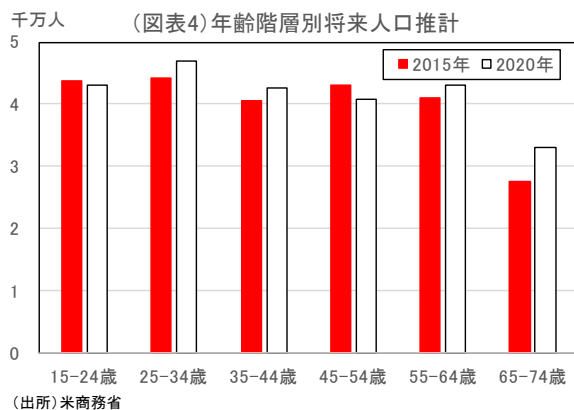


人口が増加する一方、35-44歳、45-54歳はほぼ横ばいとどまることが予想されており（図表4）、当面は現状と同様の傾向が続く可能性が高い。このため、今後も平均賃金の伸びの大幅な加速は見込みにくいと、失業率が平均賃金に先行する傾向がみられることから（図表5）、増加基調自体は続くと見込まれる。ビジネスラウンドテーブル等が実施した各種アンケート調査によれば、企業は引き続き雇用を増やす意向を示しており、雇用の改善とともに個人消費の押し上げ要因として寄与しよう。

今後、消費者マインドは頭打ちへ

米国では家計の景況感の改善が続いている。消費者マインドを示す消費者信頼感指数は、貿易摩擦への懸念が強まるなかでも上昇基調で推移しており、直近8月は2000年10月以来の高水準を記録した（図表6）。同指数は株価に連動して動く傾向が見られるが、景気回復や減税効果などを背景に企業業績は絶好調であり、株価が堅調に推移していることや、雇用・所得環境の改善が続いていることなどが消費者マインドの支えとなっている。

ただ、今後の貿易摩擦の動向には注意が必要と考える。米国の通商政策に関しては、すでに鉄鋼・アルミニウム関税に加え、中国からの500億ドルの輸入品に対する関税の引き上げなどが実施されているが、現在追加で検討中の中国からの輸入品2,000億ドルに対する関税措置では、対象品目リストに生活家電や日用品、食料品等、消費者に身近な品目が3割程度含まれている。追加関税が実施され、こうした商品が値上がりすれば、家計の実質購買力の低下により、個人消費が抑制されるリスクがある。鉄鋼・アルミニウム関税を引き上げた3月23日以降、ドルの実効レートは約6%上昇しているほか、元ドルレートは約7%上昇しており（図表7）、関税引き上げによる物価への影響を減衰させる効果が見込まれるが、米政権は輸入車が同国の安全保障を脅かしているとの理由で、自動車や同部品の関税を引き上げる措置などについても検討している。トランプ米大統領は、景気や株価動向に配慮しながら、11月の中間選挙や2020年の大統領選を見据えて通商交渉を継続していく見込みであり、消費者マインドは徐々に頭打ち感を強めると予想する。所得税減税の効果逓減も見込まれることから、個人消費は緩やかな増加にとどまろう。（担当：大広）

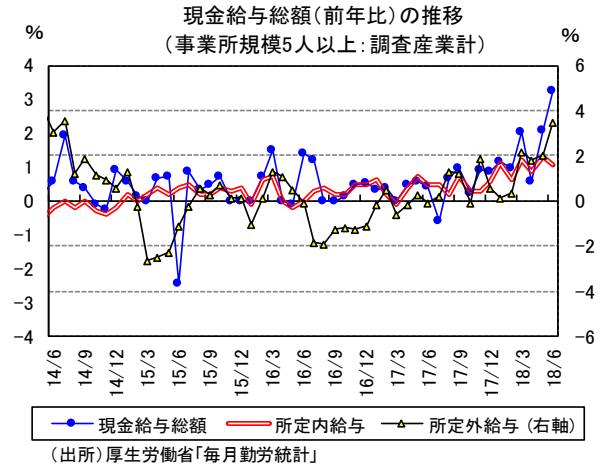


主要経済指標レビュー (8/20~9/7)

《日本》

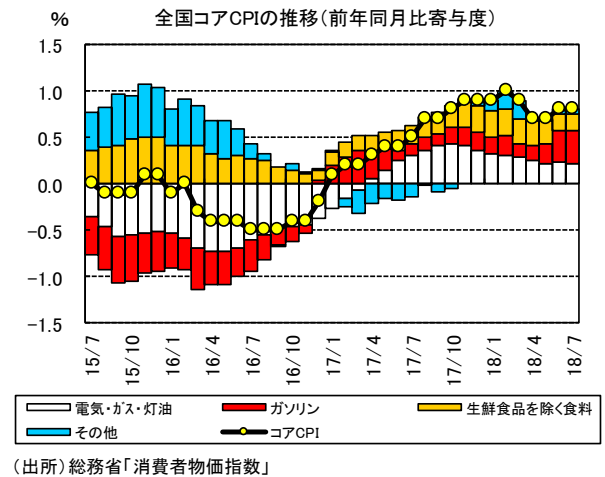
○ 6月毎月勤労統計(確報、8月22日)

6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+3.3%と、11ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、特別給与が同+6.3%と2ヵ月連続のプラスとなり、全体を押し上げた。定期給与のうち、所定内給与は同+1.1%と、15ヵ月連続のプラス、所定外給与は同+3.5%と、8ヵ月連続のプラスとなった。ただ、3月からの高い伸びは、調査サンプルの入替えの影響があり、上昇トレンドが明確に形成されたとは判断し難い。今後は、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、国内の低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみている。



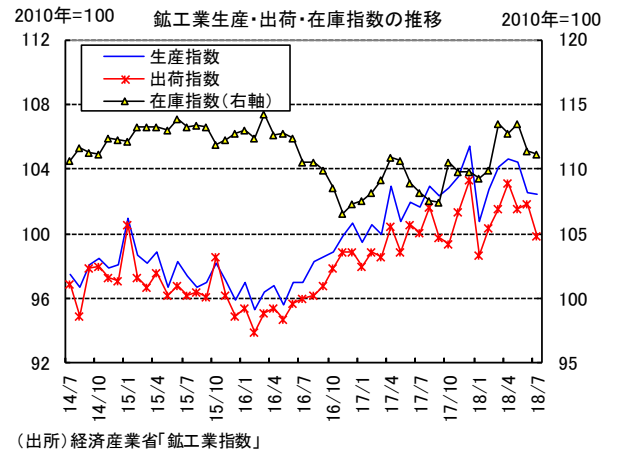
○ 7月全国消費者物価指数(8月24日)

7月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+0.8%と、伸び幅は6月から変わらなかった。総合指数は同+0.9%と、生鮮食品の上昇などを背景に6月の同+0.7%から伸び幅が0.2%ポイント拡大、エネルギーを除いた新型コア指数(生鮮食品およびエネルギーを除く総合)は同+0.3%と、こちらも前月から伸び幅が0.1%ポイント拡大した。総合指数(前年比)への項目別の寄与度を見ると、エネルギーが+0.54%ポイントと、引き続き上昇幅の大半を占めており、今後しばらくエネルギー関連項目がCPIの押し上げ要因となるとみている。ただ、物価の基調に大きな影響を与える可能性は低く、日銀が掲げる2%という目標のハードルは依然として高いだろう。



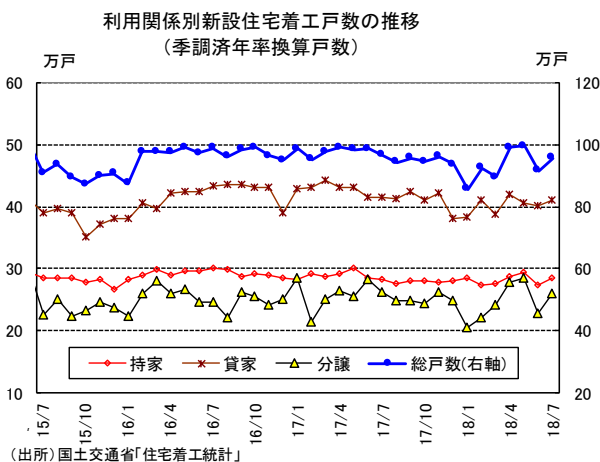
○ 7月鉱工業生産指数(8月31日)

7月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲0.1%と、3ヵ月連続のマイナスとなった。ただ、西日本豪雨による生産停止など、一時的な要因の可能性も考えられ、製造工業生産予測調査では、8月に増産に転じ、9月も増産が続く見通しが示されている。鉱工業生産は、基本的には堅調な海外需要にけん引される形で、今後も均せば緩やかな回復が続くと予想する。内需に関しては、更新維持・省力化投資や研究開発投資を中心とする設備投資の回復が生産の伸びにある程度寄与するとみている。ただ、米中貿易摩擦の報復合戦など、トランプ政権の通商政策に対する懸念の高まりが企業にとってマインド面での重しになっており、日米貿易協議の動向などには、引き続き留意が必要である。



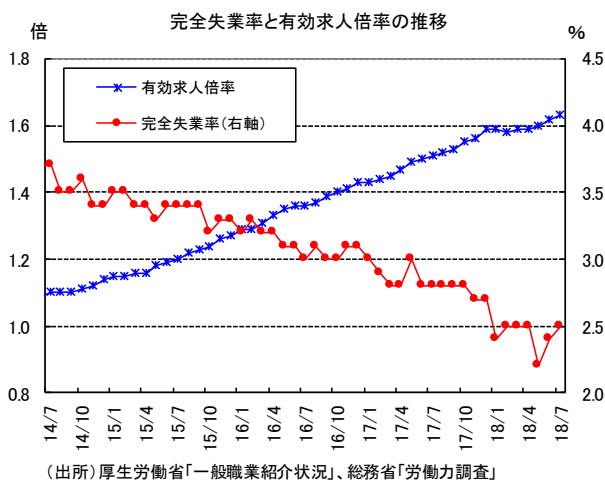
○ 7月新設住宅着工戸数（8月31日）

7月の新設住宅着工戸数（季調値）は前月比+4.7%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。利用関係別では、分譲は同+14.4%、持家は同+3.8%とどちらも2ヵ月ぶりのプラス、貸家は同+2.0%と3ヵ月ぶりのプラスとなった。今後については、住宅支援策や低金利環境が引き続き下支えとなるものの、マンションなどの住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスが続き、貸家着工は減少傾向で推移するとみられる。消費増税前の駆け込み需要も見込まれるものの、住宅着工は均せば鈍化傾向で推移すると予想する。



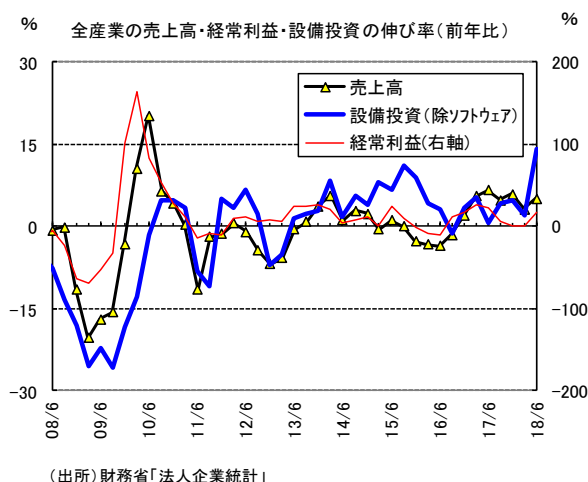
○ 7月雇用関連統計（8月31日）

7月の雇用関連統計は、完全失業率（季調値）が2.5%と前月から0.1%上昇（悪化）したほか、有効求人倍率（季調値）が1.63倍と前月から上昇したものの、求人数が4ヵ月ぶりに減少するなど、やや低調な結果だった。ただ、企業の雇用不足感は今後高まることが予想されており、雇用の改善傾向は変わっていないと考える。賃金の伸び悩みには需給ギャップ以外の構造的抑制要因も働いていることから、正社員の賃金に関しては今後も安定的な上昇は考えにくい。依然として企業側の採用ニーズは、賃金や社会保険料などの人件費を削減でき、人員調整も容易な非正規や賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っていることから、全職種平均でみた賃金上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



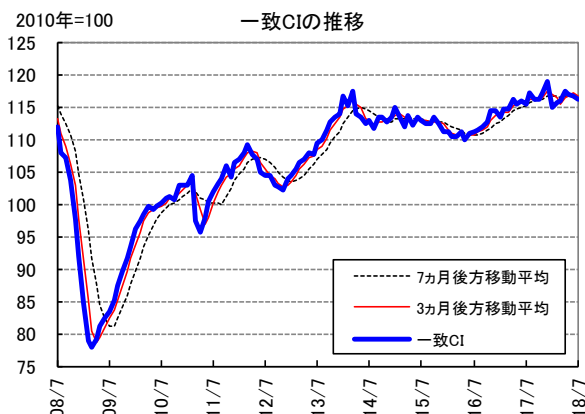
○ 4-6月期法人企業統計（9月3日）

4-6月期の法人企業統計では、売上高が前年比+5.1%と7四半期連続の増収、経常利益は同+17.9%と8四半期連続の増益を維持した。今後については、米国発の貿易戦争懸念や、新興国通貨危機など不安要素は残るものの、基本的には堅調な海外景気を背景とした輸出の増加等により、企業収益は堅調に推移すると予想する。設備投資（土地・ソフトウェアを除く）は前年比+14.0%と強い結果になった。今後については、堅調な海外景気を背景に、製造業の設備投資は、更新維持投資や研究開発投資を中心に回復傾向で推移すると予想する。また、非製造業も、雇用者不足を受けた合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれ、設備投資は緩やかな回復傾向が続くと予想する。



○ 7月景気動向指数 (9月7日)

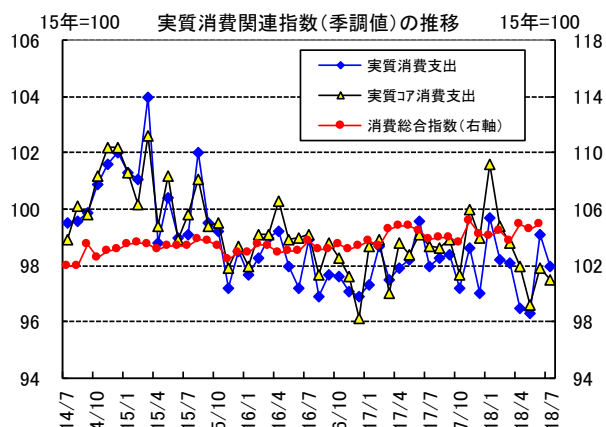
7月の景気動向指数では、一致CIが116.3(前月差▲0.6ポイント)と、3ヵ月連続で低下した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」が22ヵ月連続ですえ置かれた。個別系列では、押し上げに寄与したのは商業販売額(卸売業)の1系列のみで、7系列中6系列が押し下げに寄与した。特に耐久消費財出荷指数のマイナス寄与が大きかった。先行CIは103.5(前月差▲1.1ポイント)と、2ヵ月連続で低下した。今後の国内景気は、米国発の貿易戦争懸念など不安要素は残るものの、基本的には堅調な海外景気や、人手不足を背景とした省力化・省人化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



(出所)内閣府「景気動向指数」

○ 7月家計調査 (9月7日)

7月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比+0.1%と、6ヵ月ぶりのプラスとなった。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は同▲2.0%と4ヵ月ぶりのマイナス、実質消費支出は同▲0.7%と3ヵ月連続のマイナスとなった。平均消費性向は同▲0.3ポイントとマイナスになっており、消費者の根強い節約志向が、個人消費の足かせとなっている様子が示唆されている。今後については、夏季賞与の大幅増加に加え、耐久消費財の買い替えサイクルによる需要押し上げなどから回復基調で推移するとみている。ただ、原油価格の上昇による実質購買力の低下などが抑制要因になり、回復ペースは、引き続き緩慢なものにとどまると予想する。

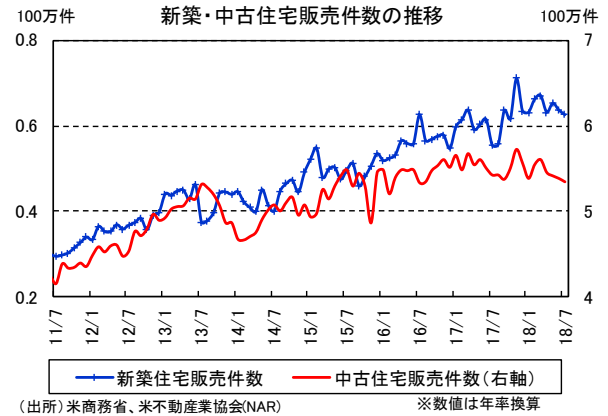


(出所)総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」

《米 国》

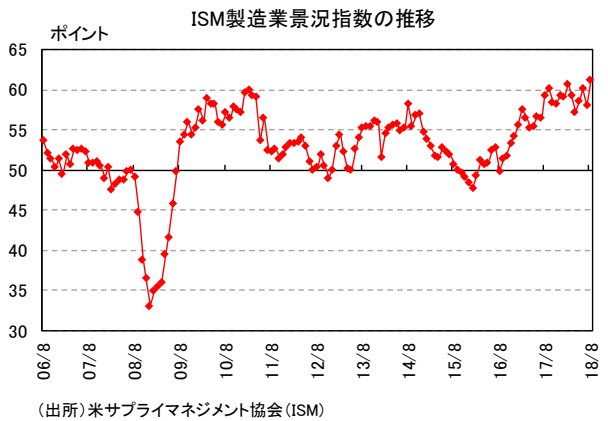
○ 7月住宅販売件数（8月22, 23日）

7月の米新築住宅販売件数は年率換算で62.7万戸、前月比▲1.7%と、2ヵ月連続で減少した。また、米中古住宅販売件数は年率換算で534万戸、前月比▲0.7%と、4ヵ月連続の減少となった。住宅投資の先行指標とされる住宅市場指数は足元で頭打ち感を強めている。発表元の全米住宅建設業協会（NAHB）は、人材・用地不足や資材コストの上昇など供給面での制約が重しになっていると指摘している。加えて、住宅価格や住宅ローン金利の上昇などを背景に家計の住宅取得能力指数が低下傾向にあるほか、昨年末の税制改革法で、住宅ローン控除の対象となる借入額の上限が、現行の100万ドルから75万ドルに引き下げられたことなどから、今後の住宅投資は低調な推移が続くと予想する。



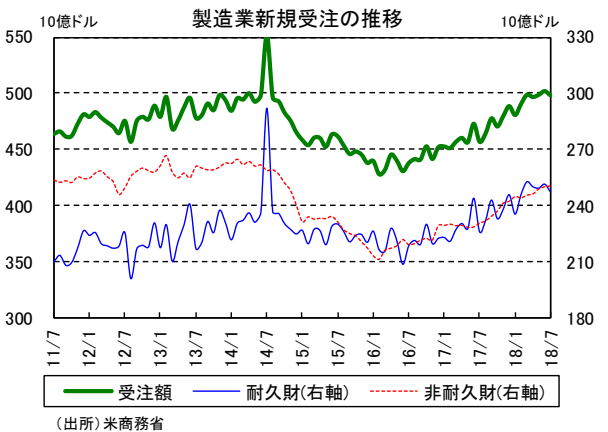
○ 8月ISM製造業景況指数（9月4日）

8月のISM製造業景況指数は61.3と、2004年5月以来の水準に上昇した。構成項目別に見ると、生産、新規受注、リードタイム、在庫、雇用とすべての項目が上昇した。業種別にみても、調査した18業種中16業種で成長が報告されており、幅広い業種で業況が改善した様子が窺える。公表資料で示された回答者のコメントを見ると、需要の強さやビジネス環境が良好な様子が示されている。一方で貿易摩擦や関税引き上げによるコスト面での影響を懸念する声が見られたものの、価格指数は依然高水準ながら3ヵ月連続で低下しており、今のところ部分的な影響にとどまっているようだ。企業マインドが好調なことから、米国景気の回復基調は今後も続く可能性が高い。



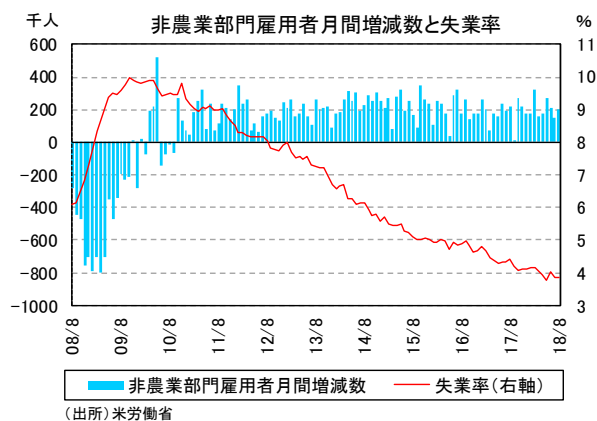
○ 7月製造業新規受注（9月6日）

7月の製造業新規受注は前月比▲0.8%と3ヵ月ぶりに減少した。ただ、変動の激しい輸送機器を除くベースでは同+0.2%と、小幅ながら13ヵ月連続で増加した。財別に見ると、耐久財は同▲1.7%と、輸送機器の減少などにより2ヵ月ぶりのマイナスとなった。自動車は2ヵ月連続で増加したものの、振れの激しい航空機が大きく減少したことが影響した。非耐久財は同+0.2%と5ヵ月連続で増加した。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）も同+1.6%と4ヵ月連続で増加しており、設備投資の増加基調は続く見込みである。通商問題の不透明感などが下押し材料ではあるものの、企業業績は堅調に推移しており、製造業新規受注を下支えしよう。



○ 8月雇用統計 (9月7日)

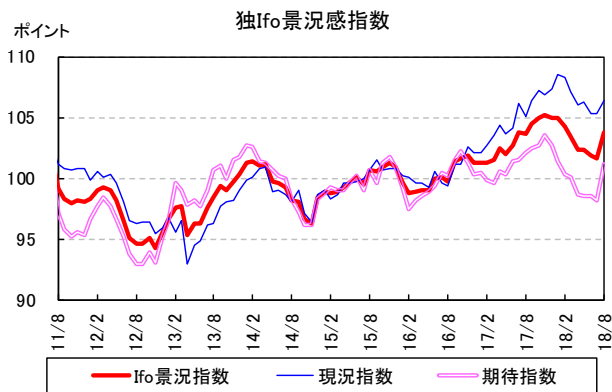
8月の非農業部門雇用者数は前月比+20.1万人と、市場予想の同+19.0万人を上回った。前月7月の伸びが同+14.7万人と、同+15.7万人から下方修正されたことを考慮すれば、ほぼ市場予想どおりの結果だったと言える。なお、6月も同+20.8万人と、同+24.8万人から下方修正された。失業率は7月の3.9%から変わらなかったものの、FRBの長期見通しのレンジである4.1~4.7%を引き続き下回って推移しており、雇用環境は良好な状態が続いている。注目の時間当たり賃金は前年比+2.9%と、9年2ヵ月ぶりの高い伸びを示し、伸び悩んでいた賃金に加速の兆しがみられた。8月の雇用統計は、FRBの利上げを後押しする内容だったと考える。



《 欧 州 》

○ 8月ドイツIfo景況感指数 (8月27日)

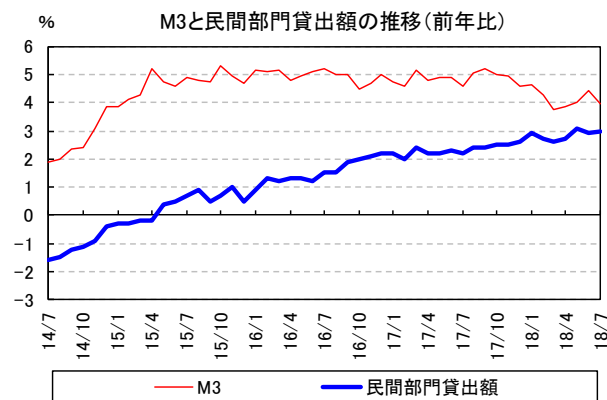
8月のドイツIfo景況感指数は103.8と9ヵ月ぶりに上昇した。内訳を見ると、現況指数が105.4→106.4、期待指数が98.2→101.2とそれぞれ改善した。産業別では、製造業が22.5→24.3、サービス業が26.7→32.3、小売・卸売業が10.5→10.6、建設業が27.4→30.0とそれぞれ改善した。公表元のIfo経済研究所によれば、「国内景気が堅調であったことに加えて、(欧州と)米国との貿易摩擦問題が緩和したことが、期待指数を中心に企業景況感を押し上げた」とのことである。足元では、米中貿易摩擦が激化するとの懸念が煽っているものの、ドイツでは堅調な雇用環境を背景に内需の回復などが期待できることから、ドイツ景気は今後持ち直しに向かうと予想する。



(出所)Ifo経済研究所

○ 7月ユーロ圏マネーサプライ (8月28日)

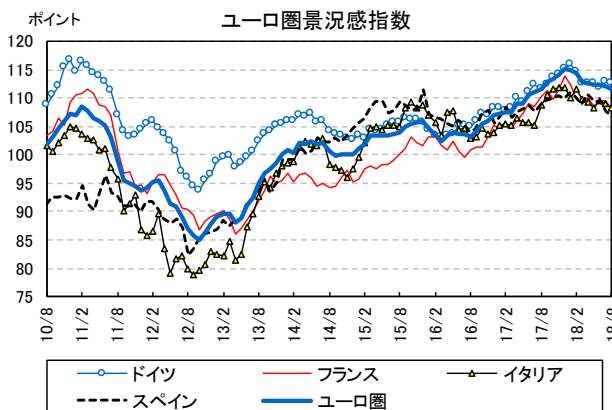
7月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+4.0%と、前月の同+4.5%から伸び幅が縮小した。一方、民間向け貸出額は同+3.0%と、前月の同+2.9%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額の内訳では、家計向けが同+3.0%→+3.3%、非金融企業向けが同+2.5%→+3.0%と、それぞれ伸び幅が拡大した。ECB(欧州中央銀行)は6月の理事会で、資産購入策を2018年末で終了することを決定した。ただ、現行の政策金利は少なくとも2019年夏の間まではすえ置かれるとともに、購入した資産の再投資について期限は言及されておらず、ユーロ圏の金融環境は、依然緩和的な状態が続くとみられる。貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、今後のユーロ圏民間向け貸出額は、緩やかな回復傾向で推移するとみている。



(出所)ECB

○ 8月ユーロ圏景況感指数 (8月30日)

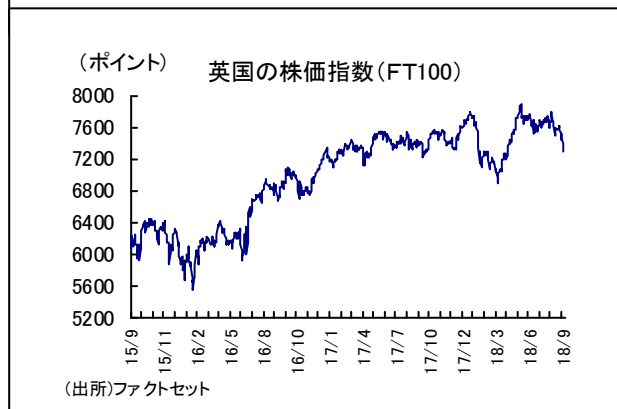
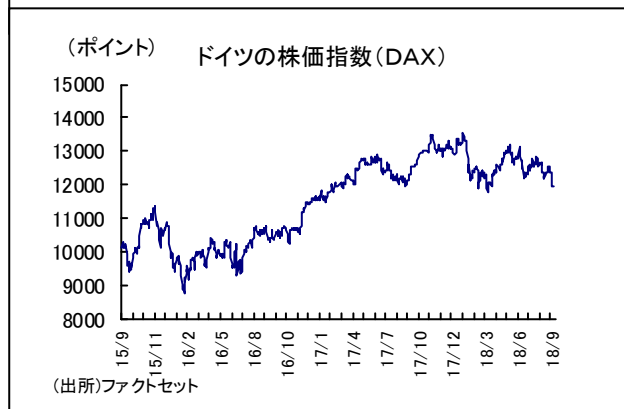
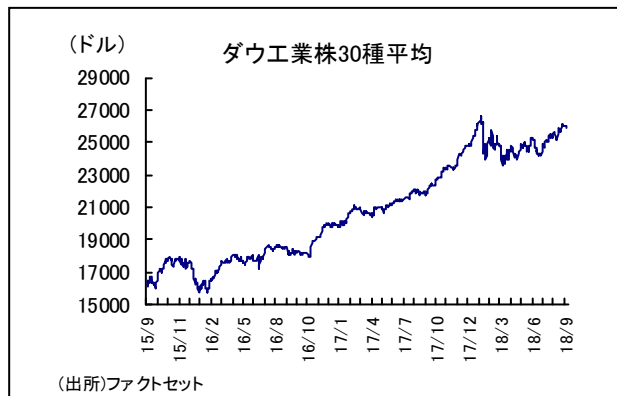
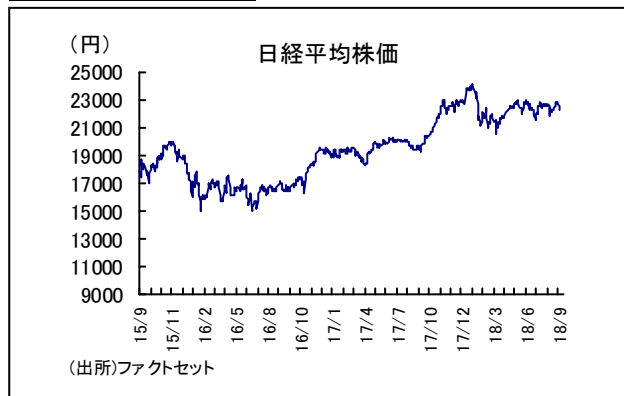
8月のユーロ圏景況感指数は111.6と、8ヵ月連続で前月から低下した。構成項目別では、建設業景況感(5.4→6.4)、小売業景況感(▲0.1→1.7)が改善したものの、鉱工業景況感(5.8→5.5)、サービス業景況感(15.3→14.7)、消費者信頼感(▲0.5→▲1.9)が悪化した。主要国別では、ドイツ(112.8→112.7)、フランス(109.5→108.2)、イタリア(109.0→108.2)、スペイン(107.7→107.0)と主要4ヵ国すべてで悪化した。景況感指数は悪化したものの、米欧間の貿易摩擦はやや緩和しつつあるとみられることや、ドイツを中心に雇用環境は改善が続いていることなどから、ユーロ圏景気は緩やかな回復が続くと予想する。



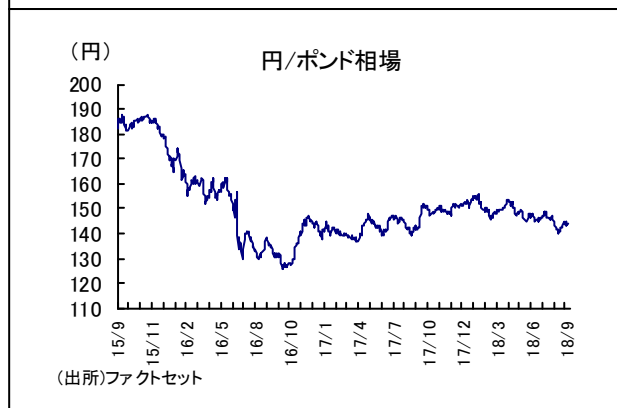
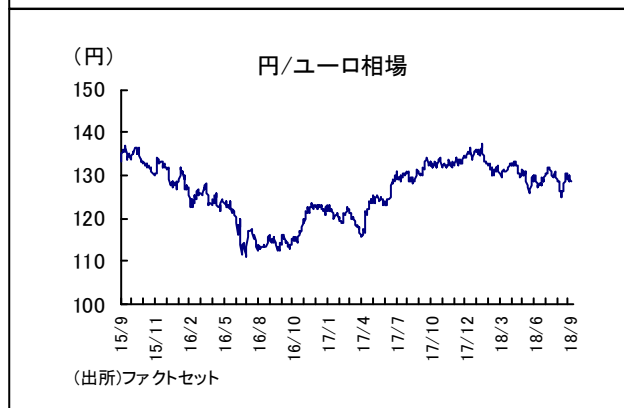
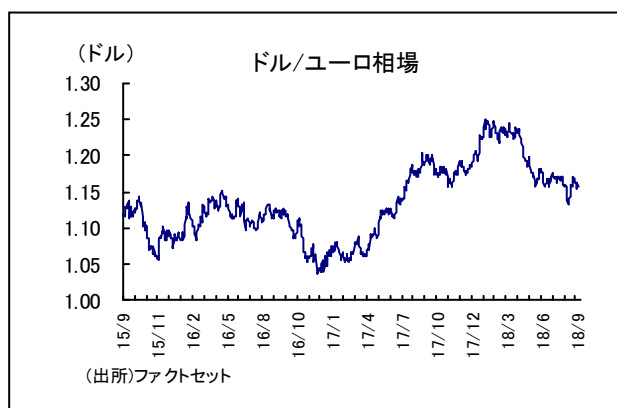
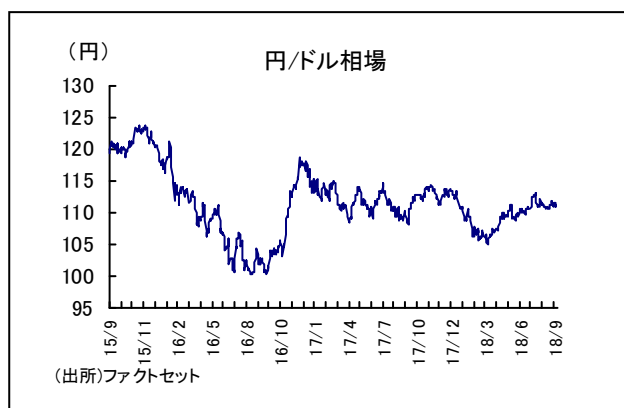
(出所)欧州委員会

日米欧マーケットの動向 (2018年9月10日現在)

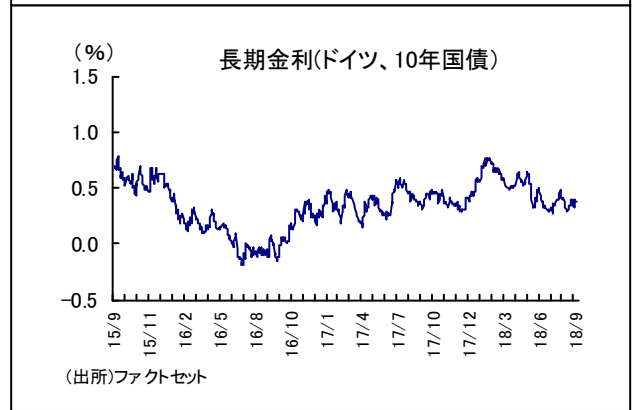
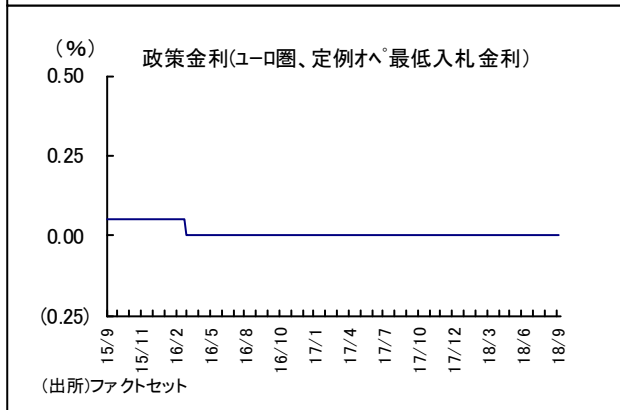
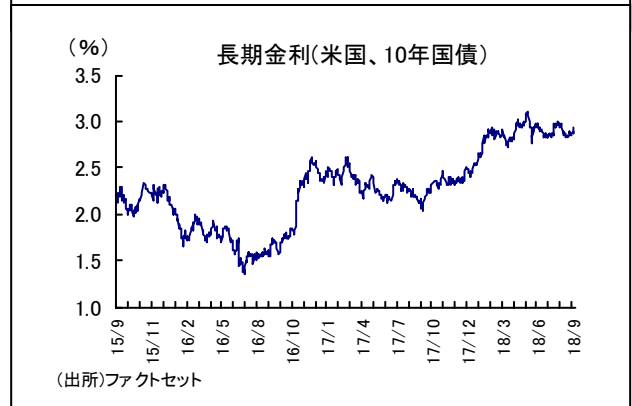
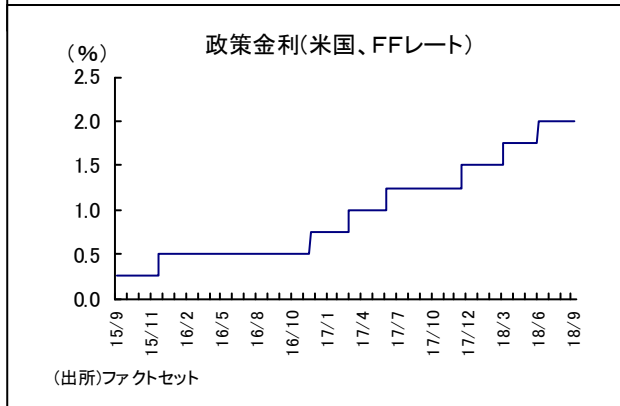
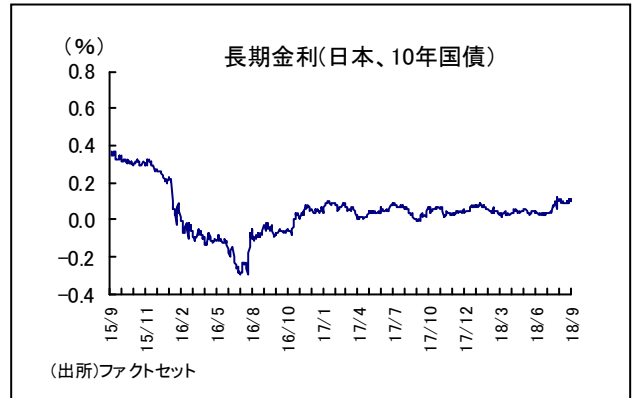
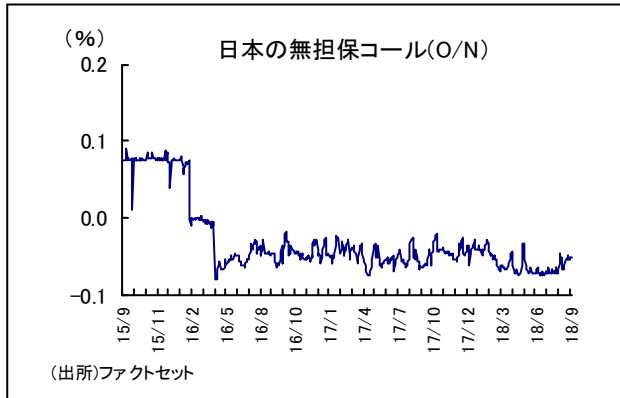
▽各国の株価動向



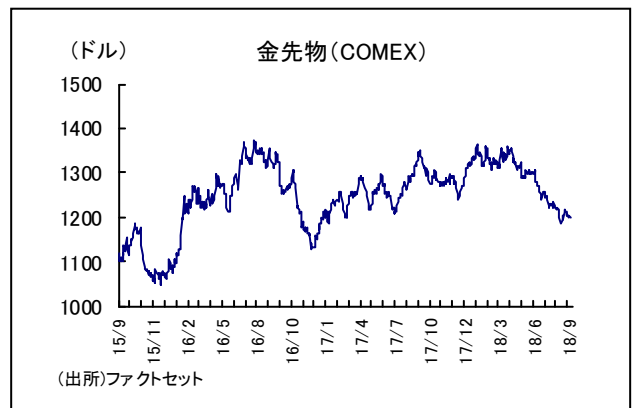
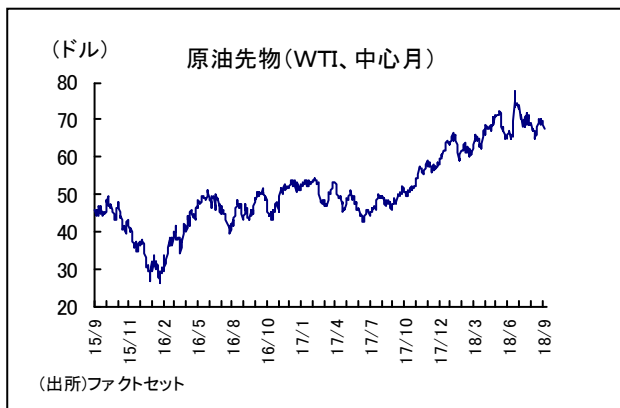
▽外為市場の動向



▽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、大広泰三、久保和貴、柳田亮、
西山周作、木下裕太郎