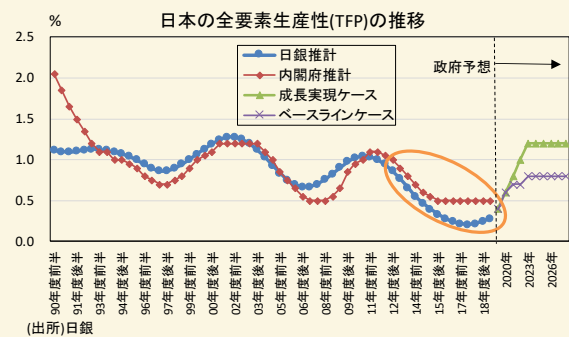


〈フォーカス〉生産性のさらなる低下を覚悟せよ

日本のTFP(全要素生産性)の、長期的な低下トレンドが続いている。特に安倍政権になってからの低下は顕著である。毎年成長戦略を作り直す中で低下を続けているわけで、この一事をもってしても、アベノミクスが成功しているとは言い難い。景気回復時は労働や資本の寄与が大きくなるため、TFPは逆に下がりにやすくなるという統計上のクセはあるにせよ、これほど長きにわたるトレンドは、循環要因では説明できない。



第4次産業革命が喧伝される中での低下傾向に、違和感を覚える向きは多いだろうが、生産性の長期停滞は日本だけの問題ではない。成長理論の第一人者であるロバート・ソローは1987年に、「至るところでコンピュータ時代を目にする、生産性統計を除いて」と述べた。いわゆるソローパラドックスである。以降、生産性論争に火が着き、さまざまな説が論じられてきた。「アメリカ経済 成長の終焉」を著したロバート・ゴードンは、いかにIT革命とはいっても、かつて経験したモータリゼーションや電力革命が生産性の向上にもたらしたインパクトには遠く及ばないと論じる。「大停滞」の著者であるタイラー・コーエンは、イノベーションの不足を、「低い枝の果実は取りつくされた」と形容した。

しかし、日本の場合、日銀の試算では、TFPは足元でわずか0.3%にまで低下している。日本独自の要因があるとすれば高齢化ではないか。労働力人口に占めるベテラン勢の増加は、TFPに対しプラスに働く面もマイナスに働く面もあるが、我々が実施したOECD加盟国14カ国のデータを用いたパネルデータ分析によれば、トータルではマイナスに働く。この分析結果を日本の人口動態に当てはめると、2020年から2030年にかけては年平均で▲0.09%ポイント、2020年から2040年にかけては▲0.06%ポイントTFPを引き下げる(詳しくはP.10~のレポート「労働力の高齢化と生産性」参照)。潜在成長率が1%を割り込んでいると考えられる中では非常に大きなインパクトである。高齢層ほど生産性の個人差は広がると考えられるが、いまだに年功序列的な色彩が残る日本企業の場合、生産性の優劣に関係なく一律に高齢労働者を抱え込む傾向があるため、OECDのデータを基にした上記の分析以上に生産性を引き下げる可能性すらある。

規制緩和、労働市場改革、教育改革等、政府にできることはたくさんあるが、一朝一夕には解決しない。年金の財政検証でも使われている内閣府の見通しは、楽観、悲観シナリオにかかわらず、すべてTFPが上昇していくとの前提に立っているが、過去の平均以外に確たる根拠がない。足元の低生産性の継続、あるいはさらなる低下を前提に、社会保障などの諸政策を立案すべきである。第4次産業革命が、いずれ生産性革命として大きく花開く可能性はあるにせよ、バラ色シナリオを前提とすべきではない。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉生産性のさらなる低下を覚悟せよ……………	1	・米個人消費は緩やかな増加を予想……………	18
・経済情勢概況……………	2	・中国景気は緩やかな減速が続く……………	20
・「予防的」には動かなかった日銀……………	3	・主要経済指標レビュー……………	24
・労働力の高齢化と生産性……………	10	・日米欧マーケットの動向……………	28
・設備投資の増加基調は維持するも伸びは鈍化……………	14		

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。底堅い米国景気や、省力化投資需要などが下支えになり、景気後退は避けられるというのがメインシナリオだが、米中貿易摩擦の激化懸念や、中国、欧州景気の減速などが下押し圧力になり、2020年度にかけて、停滞気味の推移が続くと予想する。

個人消費は、消費増税による悪影響が尾を引く可能性はあるものの、ポイント還元等の景気対策の効果に加え、労働需給のひっ迫が賃金の伸びを支えることから、引き続き緩慢な伸びを維持すると予想する。

設備投資は、海外情勢の不透明感が強まっているものの、人手不足に起因した省力化・省人化投資が下支えし、緩やかながらも回復傾向を維持すると予想する。公共投資は、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算の編成が見込まれることから、持ち直し傾向で推移すると見込む。輸出は欧州向けが下押し圧力となり、回復が遅れるとみる。

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、原油高による押し上げ効果が薄れることで、消費増税を含めても物価上昇圧力は限定的とみている

米国

米国経済は、緩慢ながらも雇用環境の改善や企業の増益基調が続くと見込まれるほか、FRBの予防的利下げにより、内需をけん引役に拡大基調を持続しよう。ただ、貿易摩擦が家計や企業マインドの重しとなり続ける可能性が高く、成長ペースは緩やかになると予想する。

個人消費は、所得税減税の効果がみられた昨年ほどの力強さは見込めないものの、緩やかながら雇用・所得環境の改善基調が続くとみられ、増加基調での推移を予想する。住宅投資は、先行指標が持ち直しているほか、住宅ローン金利の低下、新築価格の調整進展などにより徐々に下げ止まりへ向かおう。設備投資は、法人税減税の効果剥落で企業利益の伸び鈍化が見込まれるほか、米中摩擦やねじれ議会下の政策運営に対する不透明感などから増勢は徐々に鈍化すると予想する。輸出は、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれるものの、貿易摩擦の影響が徐々に顕在化してくることなどから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

金融政策については、米国発の貿易摩擦や世界景気の減速などを背景とした不確実性が燻るものの、ほか、成長ペースが緩やかになるなかでインフレ圧力は限定的なものにとどまるとみられることから、FRBは、2020年春先までに1回程度の予防的利下げを行ない、その後予防的利下げの効果が米景気を下支えするとみられることから様子見姿勢を続けるに移ると予想する。

欧州

ユーロ圏経済は、主に英国のEU離脱問題や米中貿易摩擦による実体面、マインド面の悪化が景気の下押し要因となるなか、ECBによる緩和的な金融政策を背景に、これまでのところ雇用環境が悪化を免れていることが、景気を下支えしている。今後については、海外景気減速の影響を受け、景気は減速傾向で推移すると予想する。

個人消費は、企業の採用意欲や家計の消費マインドが悪化していることにより、減速するとみる。固定投資は、中国景気の減速を背景に、減少するとみる。輸出は、海外景気の減速に伴い、緩やかな伸びにとどまるとみる。

ECBは9月の理事会で、階層化を伴った利下げや資産買い入れの再開などの金融緩和措置を発表した。実体経済の弱さに起因するディスインフレ圧力が今後一段と高まると見込まれ、ECBは来年春までに追加利下げに動くと予想する。

「予防的」には動かなかった日銀

フォワードガイダンスを変更

10月30,31日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策と景気判断はすえ置かれた(図表1)。個別項目ごとの判断も変化なし(図表2)。一方、フォワードガイダンスについては、下記のような修正が施された。

(旧)「政策金利については、海外経済の動向や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、当分の間、少なくとも2020年春ごろまで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」

(新)「政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している(下線部筆者)」

(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
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	↑	
17年9月21日	緩やかに拡大している	→	
17年10月31日	緩やかに拡大している	→	
17年12月21日	緩やかに拡大している	→	
18年1月23日	緩やかに拡大している	→	
18年3月9日	緩やかに拡大している	→	
18年4月27日	緩やかに拡大している	→	
18年6月15日	緩やかに拡大している	→	
18年7月29日	緩やかに拡大している	→	
18年9月19日	緩やかに拡大している	→	
18年10月31日	緩やかに拡大している	→	
18年12月20日	緩やかに拡大している	→	
19年1月23日	緩やかに拡大している	→	
19年3月15日	緩やかに拡大している	→	
19年4月25日	基調としては緩やかに拡大している	↓	16年3月以来の小幅下方修正
19年6月20日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年9月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年10月31日	基調としては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(下線部は変更箇所)

項目	開催月(媒体)	評価	方向感
海外経済	7月(展望レポート)	減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している	→
	9月(公表文)	減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している	→
	10月(展望レポート)	減速の動きが <u>続いている</u> が、総じてみれば緩やかに成長している	→
輸出	7月(展望レポート)	弱めの動きとなっている	→

	9月（公表文）	弱めの動きとなっている	→
	10月（展望レポート）	弱めの動きが続いている	→
設備投資	7月（展望レポート）	企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向を続けている。	→
	9月（公表文）	企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向を続けている。	→
	10月（展望レポート）	企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向を続けている。	→
個人消費	7月（展望レポート）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	9月（公表文）	振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している	→
	10月（展望レポート）	消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している	→
住宅投資	7月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
	9月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
	10月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
公共投資	7月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	↘
	9月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
	10月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
鉱工業生産	7月（展望レポート）	横ばい圏内の動きとなっている	↑
	9月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	10月（展望レポート）	横ばい圏内の動きとなっている	→
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	7月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
	9月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
	10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	7月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
	9月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
	10月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→

(出所) 日銀

フォワードガイダンスの変更自体も市場で広く予想されていた。従来の「来年春まで」という表現では、今回の会合時点で射程があと半年にまで迫っており、フォワードガイダンスとしての用をなさなくなっていたためである。どのみち、来年春までに日銀が金融政策の正常化に舵を切ると考える向きはほとんどないことから、時間軸の延長だけでは金融市場に与える影響はほとんどないか、もしくは手詰まり感から逆に円高に振れる可能性もないわけではなかった。しかし、今回はECB同様、時間条件型から状態条件型に改めると同時に、「またはそれを下回る水準」との一節を盛り込んだ。追加緩和の可能性を明確に示すことで、緩和期待の後退抑止を狙った形と考えられる。黒田総裁は会合後の定例会見でも、「**緩和方向を意識した政策運営**」を行なうとはっきり述べている。

日銀にとっては、今回の状態条件型への変更により、新たな期限到来を気にせず済むというメリットがある。黒田総裁が就任当初に設定した「2年以内に2%」という目標も、再三延期を余儀なくされ、その都度説明に苦しんだ経緯があった。条件をあいまいにすればするほど日銀の裁量度は増すが、この点、「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間」という条件は、いかにもわかりにくく、きわめてあいまいである。日銀文学の複雑化に、次第について

いけなくなっていると感じる市場関係者は少なくないのではないか。何をもって、モメンタムが損なわれる惧れが増したか減ったかを判断するのか、今後の金融政策運営は日銀の裁量に左右される部分が非常に大きいということで、コミットメントとしての力は弱く、市場関係者にとっては、フォワードガイダンスから日銀の次なる動きを予想できる余地はほとんどない。

会合1週間前は3割が追加緩和を予想

決定会合の前週末から、すえ置きを示唆する日銀からのリーク的な情報発信が増えたこともあり、会合直前の段階では市場関係者の大半がすえ置きを予想していたと考えられるが、10月23日締め切りで実施されたブルムバーグのアンケート調査では、約3割の回答者が追加緩和を予想していた。株高が続く中での予想としては、むしろ高いとも言える比率だったが、これは日銀のコミュニケーション戦略に原因がありそうだ。日銀は前回9月の会合後の公表文において、わざわざ6番目の新たなパラグラフを追加したうえで、「日本銀行は、物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、より注意が必要な情勢になりつつあると判断している」と、今回のフォワードガイダンスに引き継がれている持って回った言い方で、先行きの判断を引き下げていた。遠回しに物を言う中央銀行のワーディングの常識に従えば、緩和予告と取られても仕方がなく、多くの市場関係者が次回10月の追加緩和予想に傾いたのも無理からぬところがあった。筆者も迷ったことを否定しないが、追加緩和手段がふんだんに残っているのであればともかく、株価の上昇が続き、為替相場も109円/ドルに接近するなど、相場がリスクオンの状況で、なけなしの追加緩和手段をあえて吐き出す必然性は乏しいと考え、このときはすえ置きに票を投じた。

黒田総裁が、マイナス金利深堀りの余地について、インタビューや講演で再三再四強調したことも市場の緩和織り込みに繋がった面は否定できない。9月には、新聞のインタビューで、マイナス金利深堀りは4つのオプションの一つとして「必ず入っている」と強い表現で強調していた。後から振り返れば、市場関係者がこぞってマイナス金利政策の限界を否定する中、ある意味むきになって反論したにすぎなかったということであろう。

コミュニケーションはさらに難しく

どのみち、緩和に動こうとすえ置きを続けようと、日銀のコミュニケーション戦略に齟齬が生じているのは否定できない。もし、足元のようなリスクオンの相場環境下で追加緩和に動いていたら、いくら「予防的緩和」という説明ができるとは言っても、市場にとっては日銀の政策反応関数がわからなくなるため、今後のコミュニケーションは難しいものになっていただろう。すえ置けばすえ置いたで、「狼少年」との誹りを免れない。案の定、会見では記者から、「市場とのコミュニケーションにおいて、やると言ってやらないということが続けていくと、逆にこの政策スタンスが疑われるということはないのでしょうか」との質問が出されたが、これについて黒田総裁は、「そういうつもりは全くありません。あくまでも、金融政策はデータディペンデントであるわけです」と答えている。黒田総裁の回答が今回市場に残した教訓は、あまり日銀のコミュニケーションやワーディングに神経質にならない方がよいということであろう。真に受けてはいけないうい換えてもいい。

黒田緩和はもともと、市場とのコミュニケーションを否定するところから始まった経緯がある。「総括検証」を公表し、YCCに移行したあたりからは、徐々に立て直す意図も感じられたが、結局今に至るまでちぐはぐな状態が続いている印象が否めない。大規模緩和の行き詰まりが明らかになり始めたころからは、日銀の本音と建前の乖離が次第に顕著になり始め、それを市場に見透かされ

ている分、なおさら正常な対話が難しくなっている。

今となっては、9月の公表文の変更は、単なる円高防止のその場しのぎのようなものにすぎなかったのではないかと思えてくる。9月は、FOMC、ECBが相次いで金融緩和に動くことがあらかじめ想定されていた月であり、10月には米中交渉とブレグジットという二大イベントを控えていたことから、日銀が円高進行への警戒感を高めていたことは想像に難くない。しかし、米国の場合は「予防的利下げ」というスタンスが景気への安心感につながり、ECBの場合は市場予想を上回る規模の緩和が逆に打ち止め感につながったことで、いずれも円高圧力としては働かなかった。10月の米中と英国のイベントについては、筆者自身、かなり悲観的な見方をしていたが、米中会談は部分合意と言う形でいったん落ち着、ブレグジット交渉はEUが予想外の妥協に踏み切り、急転直下合意に至った。いずれも今後の展開には予断を許さない部分が残るとはいえ、市場にとってはポジティブサプライズで、主要国の株価は上昇基調に転じた。追加緩和に動かずに済んだという意味では日銀は助かったわけだが、引き換えにコミュニケーション不全という課題を残すことになった。

やはり為替相場次第

今回、展望レポートに示された見通しでは、GDP、CPIとも全体的に引き下げられている(図表3)。特にCPIは、19年度が0.8%から0.5%へ、20年度が1.2%から1.0%へと、比較的大きめの下方修正がなされた。会見では記者からは「経済はすでに2%達成に向けたモメンタムをかなり失っているのではないかという見方もできると思うのですが」との質問が出された。黒田総裁は「**今の時点で下がっていくという状況でもない一方、上が**

(図表3)展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	19年4月 展望レポート	19年7月 展望レポート	19年10月 展望レポート	19年10月 展望レポート (当社予想)
2019年度	実質GDP	0.8	0.7	0.6	0.6
	コアCPI	0.9	0.8	0.5	0.7
2020年度	実質GDP	0.9	0.9	0.7	0.9
	コアCPI	1.3	1.2	1.0	1.1
2021年度	実質GDP	1.2	1.1	1.0	1.1
	コアCPI	1.6	1.6	1.5	1.4

※コアCPIは消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケース

(出所)日本銀行より明治安田生命作成

っていくという状況にもなっていない」と目標達成が遠いことを認めたが、日銀がそうした意味で「予防的に」動く意思がないことは今回の決定ではっきりした。黒田総裁の言うデータディペンデントとは、ある意味これまでどおり、為替ディペンデントということだろう。

次なる日銀の動きを予想するのは、為替相場の予想とほとんど同義であるため難しい。ただ、米中交渉については、今回の小粒の合意内容を見る限り、トランプ氏は大統領選を控え、内容よりも合意重視のスタンスを続ける可能性が高い。米株高は、トランプ氏に対し関税引き上げの余地を与えることでもあるが、景気失速懸念が現実のものとなれば再び腰砕けとなるのは確実で、大統領選までの間、米中交渉が深刻な株安・円高要因となる可能性は薄れたと考えてよいのではないか。ブレグジットについても、来るべき総選挙の結果次第ではなお混迷の可能性は残るものの、大きな山は越えたように感じられる。市場が懸念していた二大交渉の重しが取れつつあるのは大きい。一方、世界景気に目を向けると、半導体の在庫調整が一巡しつつあることもあって、OECD先行指数、グローバルPMIが底を打つなど、減速局面は最悪期を脱しつつあるようにも感じられる。このままいけば、日銀もしばらくはすえ置きを続けられるかもしれない。なお、展望レポートにおける今後の見通しでは、海外経済減速の影響について「国内需給への波及は限定的なものとなり」と強気の見通しを示している(図表4)。

一方、日本独自の懸念材料は残る。消費者態度指数の推移をみる限り、個人消費のモメンタムが

大方の予想以上に弱っている可能性もあることから、今後の個人消費の動向は予断を許さない。今後、消費増税後の個人消費の動向が経済指標から徐々に明らかになるが、その動向次第では、政府の補正予算と歩調を合わせる形で、早ければ1月末の会合で追加緩和が実施される可能性も消えたわけではない。ただ、リスクオンの相場環境が維持される限りは、すえ置かれるとみるのが妥当だろう。（担当：小玉）

（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	7月（展望レポート）	日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。輸出は、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとで、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、増加基調をたどると見込まれる。	→
	9月（公表文）	先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調としては緩やかな拡大が続くとみられる。国内需要は、 <u>消費税率引き上げなどの影響を受けつつも</u> 、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、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で、増加基調をたどると考えられる。輸出も、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくことを背景に、基調としては緩やかに増加していくとみられる。	→
	10月（展望レポート）	日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、 <u>国内需要への波及は限定的となり</u> 、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。輸出は、当面、弱めの動きが続くものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとで、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、増加基調をたどると見込まれる。	→
物価	7月（展望レポート）	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がプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	→
	9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がプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	→
	10月（展望レポート）	消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、 <u>当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも</u> 、見通し期間を通じてマクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に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 (下線部は前回からの主たる変更箇所)

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済情勢

	前回 (2019/7/30)	今回 (2019/10/31)
現状判断	わが国の景気は、基調としては緩やかに拡大している	わが国の景気は、基調としては緩やかに拡大している
先行き見通し	日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。輸出は、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとで、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、増加基調をたどると見込まれる。	日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、 <u>国内需要への波及は限定的となり</u> 、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。輸出は、当面、弱めの動きが続くものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとで、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、増加基調をたどると見込まれる。
前回の展望レポートとの比較	2020年度までの見通しを従来の見通しと比べると、成長率、物価ともに、概ね不変である。	従来の見通しと比べると、成長率については、海外経済の成長ペースの持ち直し時期の遅れから、幾分下振れている。物価については、原油価格の下落などを背景に、見通し期間の前半を中心に下振れている。

(2) 物価情勢

	前回 (2019/7/30)	今回 (2019/10/31)
先行き見通し	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、 <u>当面、原油価格の下落の影響を受けつつも</u> 、見通し期間を通じてマクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。
物価見通しの背景	①マクロ的な需給ギャップは、引き締まった状態にある労働需給や高水準の資本稼働率を反映して比較的大幅なプラスとなっており、先行きについても、そうした状態を維持するとみられる。 ②中長期的な予想物価上昇率は、「適合的な期待形成」の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていく、「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になる。 ③輸入物価についてみると、既往の原油価格下落は、当面、エネルギー価格を通じた消費者物価の下押し圧力となる。	①労働需給や高水準の資本稼働率を反映して比較的大幅なプラスとなっている。 <u>先行き、海外経済の減速や消費税率引き上げなどの影響からプラス幅を縮小する局面もみられるものの、景気の拡大基調が続くもとで、均してみれば、現状程度のプラスを維持するとみられる</u> ②中長期的な予想物価上昇率は、「適合的な期待形成」の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていく、「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になる。 ③輸入物価についてみると、既往の原油価格下落が、当面、エネルギー価格の下落を通じて消費者物価を相応に下押しすることが見込まれる。 <u>もつとも、その後は、そうした下押しの影響は次第に減衰していくと予想される。</u>

2. 上振れ要因・下振れ要因

	前回 (2019/7/30)	今回 (2019/10/31)
--	----------------	-----------------

経済の上振れ要因・下振れ要因	①海外経済の動向 ②消費税率引き上げの影響 ③企業や家計の中長期的な成長期待 ④財政の中長期的な持続可能性	①海外経済の動向 ②消費税率引き上げの影響 ③企業や家計の中長期的な成長期待 ④財政の中長期的な持続可能性
物価の上振れ要因・下振れ要因	①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向 ②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度 ③今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向	①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向 ②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度 ③今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向

3. 金融政策運営

	前回 (2019/7/30)	今回 (2019/10/31)
第一の柱	消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因について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。	消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因について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。
第二の柱	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、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、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。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、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。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、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある。	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、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、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。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、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。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、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある。
金融政策運営	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。マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。政策金利については、海外経済の動向や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、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる。	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。マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる。

(出所) 日銀

労働力の高齢化と生産性

生産性の伸び鈍化が潜在成長率の下押し圧力に

マクロ経済学の成長会計に基づくと、景気循環を均した一国の中長期的な成長力である潜在成長率は、労働力増減の寄与、資本ストック蓄積の寄与、そして全要素生産性（TFP）の寄与の3要素に分解できる。日銀による試算では、労働力要因は1990年代からマイナス寄与が続いており、人口動態の変化が長きにわたり日本の潜在成長率を押し下げてきたことが分かる（図表1）。

もっとも、安倍政権発足後、女性や高齢者の労働力化が進んだことにより、労働力要因のマイナス寄与はひとところより緩和している。加えて、資本ストック要因についても、省力化投資などを背景に企業の設備投資が増加していることで、プラス寄与幅が拡大傾向となっている。足元で潜在成長率が伸び悩んでいる要因としては、TFP 要因のプラス寄与幅が趨勢的に縮小してきていることが大きい。日銀による推計では、TFP 要因の寄与は+0.3%ポイント程度と、1983年の推計開始以来最低付近での推移が続いている。仮に足元のTFP 要因の寄与度が2000年から2010年間の平均である前年比+1.0%程度であった場合、足元の潜在成長率は+1.5%程度と計算される。

世界的な生産性鈍化とその背景に関する議論

こうしたTFPの伸びの鈍化は日本だけの現象ではない。各国の比較が可能なOECD統計のTFP上昇率を見ると、多くの先進国で、足元の生産性の伸びがリーマン・ショック以前の1990年代後半から2000年代前半を下回っている現象が確認できる（図表2）。特に米国については伸び鈍化が顕著であり、2015年以降のTFPの伸びは2000年代前半の1/4程度にとどまっている。

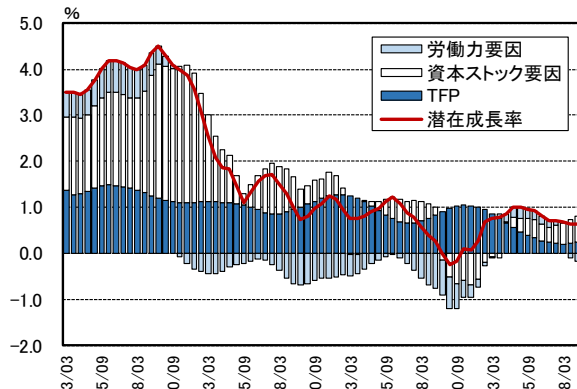
G7の平均で見ても、1990年代後半から2000年代のTFP上昇率が前年比+1%程度であるのに対し、2015年以降はその半分程度に過ぎない。

こうした世界的な生産性の趨勢的な低下の背景としては、いくつかの構造的な要因が考えられている。主なものを挙げると、

① 技術革新の停滞

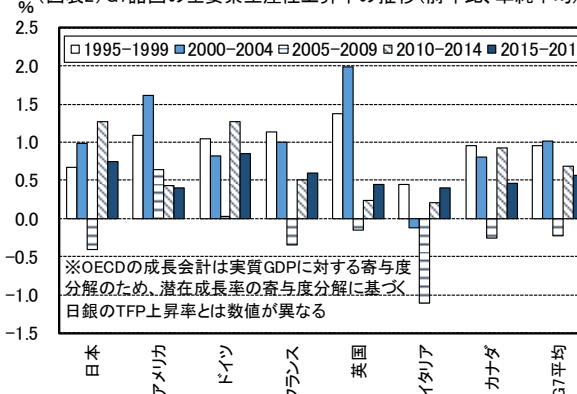
「低い枝の果実は取りつくされた」、との比喻で有名な米ジョージメイソン大学のタイラー・コーエン教授や、ノースウェスタン大学のロバート・ゴードン教授らが、いわゆる供給サイドの長期停滞論で提唱している説である。ロバート・ゴードン教授によれば、1920年から1970年にかけて生産性が高かった背景には、第一次産業革命（蒸気機関の発明による鉄道の開通や製品の金属化）・第二次産業革命（電気・内燃機関・電話などの汎用技術の発明）の影響による生産性改善が長く続いたことがあり、1970年代以降、これらの効果が減衰したことで、生産性の伸びは鈍化傾向となっ

（図表1）潜在成長率の要因分解（日本銀行推計）



（出所）日本銀行より明治安田生命作成

（図表2）G7諸国の全要素生産性上昇率の推移（前年比、単純平均）



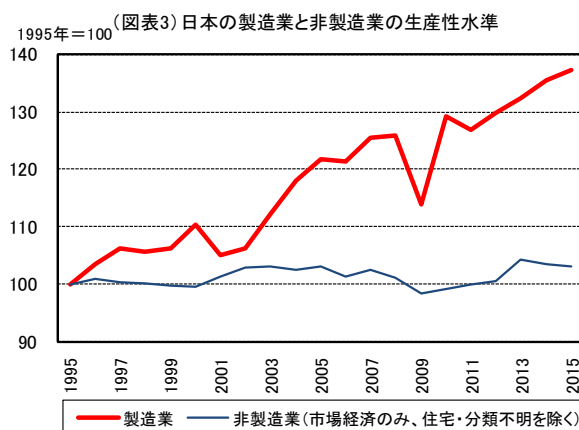
（出所）OECDより明治安田生命作成

た。1990年代後半から2000年代前半にかけては、第三次産業革命とも称されるインターネット技術の革新により、一時的に生産性が改善したものの、この効果はすぐに薄れてしまった。生産性の押し上げが一時的なものにとどまった背景には、かつての電子計算機、ワープロ、PCのような、さまざまな分野の事業を改変させた技術革新が、2005年以降生じていないことや、小売業において、非現金決済の広がりや大規模小売店化による流通革命（ゴードンの議論は米国経済を念頭に置いている）の効果が一巡したこと、起業率が低下し産業の新陳代謝が進まなくなったこと、などが挙げられている。

② 製造業から非製造業への産業構造のシフト

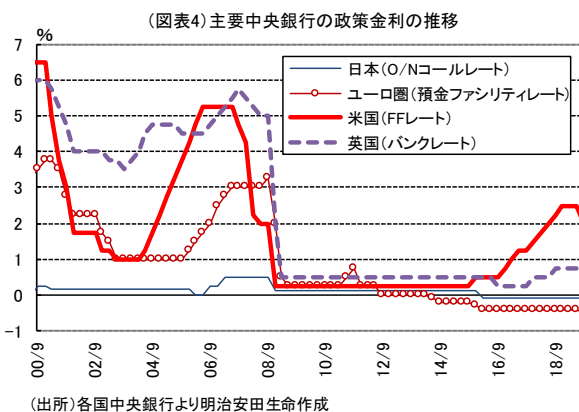
経済のグローバル化が進み、製造業では、製造拠点をよりコストの低い新興国に移転する動きが進んだことを背景に、先進国では近年、製造業から非製造業への産業のシフトが一段と進んでいる。

技術革新による生産性の改善が比較的容易な製造業から、相対的に労働集約的で、技術革新の恩恵を受けることが難しい非製造業に産業構造がシフトしたことで、経済全体の生産性が向上しにくくなっていると考えられる。JIPデータベースで日本のTFPを製造業/非製造業別に見ると、1995年から2015年にかけて、製造業ではTFP水準が40%改善していた一方で、非製造業ではほぼ変化していない（図表3）。



③ 低金利政策の影響

主要国では、金融危機以降、長期にわたり政策金利がゼロ近傍ですえ置かれてきたが、低金利政策が長期化したことで、生産性が押し下げられたという説もある（図表4）。ハーバード大学のローレンス・サマーズ教授の言説では、ゼロ金利政策下では、資金の借換えがきわめて容易となるため、本来は淘汰されるべき生産性の低い企業や、いわゆる「ゾンビ企業」の延命が図られてしまう。加えて、サマーズ教授は「この現象は日本について指摘されている」とのことであり、ゼロ金利期間が世界で最も長い日本では、この影響が他国より大きく出ている可能性がある。



これらのほかにも、金融危機により、金融仲介機能が毀損し、設備投資が控えられたことが生産性の下押し圧力となったという説や、金融危機後、労働市場の機能が低下し、資源配分の効率化が困難となったというような、金融危機の影響を指摘する説も挙げられている。

人口動態の変化も TFP の下押し圧力となる可能性

以上の議論は産業構造の変化などに着目したものであるが、加えて、多くの先進国で進んでいる少子高齢化が TFP にも影響している可能性も考えられる。冒頭の成長会計上、少子高齢化のような人口動態の変化が潜在成長率に与える影響としては、通常、労働力の減少を通じた直接的な影響のみが考慮されるが、仮に少子高齢化が TFP を押し下げるとすれば、今後の日本経済にとってはダブ

ルパンチとなる。

総務省「人口推計」によれば、生産年齢（15-64歳）人口は、1995年をピークに減少に転じており、総人口についても、2010年の1億2,806万人をピークに減少している。国立社会保障・人口問題研究所による推計では、生産年齢人口の減少は今後も続き、総人口も2053年には1億人を下回り、2063年には9,000万人も下回るとみられている。総人口に占める生産年齢人口の比率は、1960年代後半から1990年代後半まで、70%弱で安定的な推移となっていたものの、その後は低下傾向に転じており、足元では60%を下回っている（図表5）。一方で、高齢人口の割合は上昇傾向が続いており、1990年には12%に過ぎなかった高齢人口比率は足元では28%に達し、今後も上昇が続くことが見込まれている。

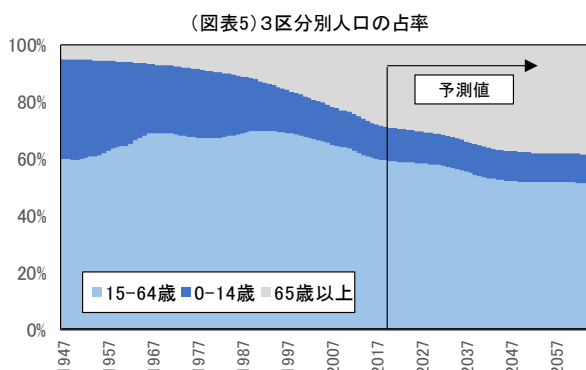
また、生産年齢人口の内訳を見ても、同様の高齢化現象が生じていることが分かる。1970年までは15歳から34歳までの人口が生産年齢の過半を占めていたが、足元では同年齢層の占率は3割強にまで低下、代わって45歳以上の占率が上昇しており、足元では同年齢層が4割強を占めるに至っている（図表6）。

こうした「労働力の高齢化」が生産性に与える影響については、プラス方向、マイナス方向のいずれにもはたらく可能性がある。仮に、労働者の生産性が過去の職務経験に裏打ちされるものであるとすれば、労働力の高齢化は生産性にプラスとなる。一方で、労働者の生産性が就業前の教育に裏打ちされ、年を経るにつれて知識が陳腐化してゆくとすれば、高齢化は生産性にマイナスにはたらく可能性もある。過去の実証分析では、高齢化はどちらかと言えば生産性にマイナスと考えているものが多く、生産性上昇への寄与が最も大きいのは40代人口、と結論付ける研究結果もある（図表7）。

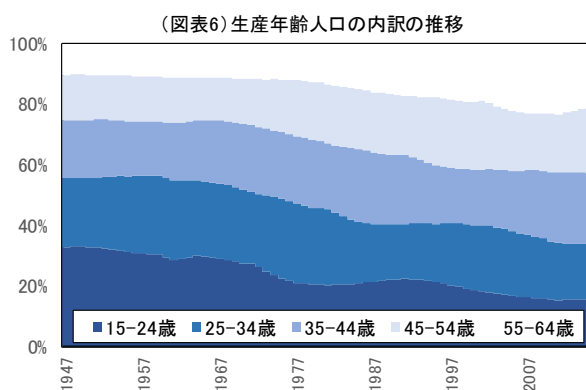
パネルデータによる実証分析

少子高齢化とマクロ的な生産性について、実証的に検証するため、ここではOECD加盟国のうち、1985年から2017年にかけてデータ取得可能な14カ国のデータを用いて、パネルデータ分析を行なった。

今回の推計では、先行研究を踏まえ、各年齢区分の人口比率がTFP上昇率に与える影響を検証するため、15-24歳から55-64歳まで、10年刻みの計5つの年齢区分（総人口比）と高齢人口比率を説明変数とし、OECDのTFP上昇率を被説明変数として、固定効果モデルにより係数を推計した。なお、推計に当たっては45-54歳ゾーンを基準とするため、同年齢区分を推計式から除いている。こ



(図表5) 3区分別人口の占率
(出所)総務省「人口推計」、
国立社会保障・人口問題研究所(出生中位・死亡中位)



(出所)総務省「人口推計」

(図表7) 人口動態と生産性に関する先行研究

Aksoy et al. (2015) 若年層(20代)や中年層(40代)は特許出願数にプラス、高齢グループ(特に50代)の増加はマイナスに寄与
Jones(2010) 若年・中年層はイノベーションにプラス、高齢層はマイナス
Aiyar et al. (2016) 労働力の高齢化はTFP上昇率を押し下げ。55-64歳労働力比率の1%ポイントの増加はTFPを0.8%ポイント押し下げる
Werdning (2008) コホートごとのTFP上昇へのプラス寄与は40代でピークアウト

(出所)各ペーパーより明治安田生命作成

のため、諸係数の推計値がマイナスの場合、その年齢区分の占率が1%ポイント上昇した際に、45-54歳人口の占率が1%ポイント上昇した際よりも、TFP 上昇率はその分だけ低くなるということを意味する。例えば、15-24歳人口の係数が▲0.1であった場合、同世代人口1%ポイントの上昇がTFP 上昇率を押し上げる幅は、45-54歳人口が1%ポイント増加した場合に比べ、0.1%ポイント小さい、と解釈できる。

推計結果を見ると、係数は定数項を除きいずれもマイナスであり、これは生産年齢人口を年齢区分別に見た場合、TFP 上昇率への寄与は45-54歳の年齢区分が最も大きいことが分かる(図表8)。これに対し、係数が有意、かつ最も小さいのは55-64歳の年齢区分であり、この区分の比率が1%上昇した際にTFP 上昇率を押し上げる効果は、45-54歳区分対比0.26%小さい。25-34歳区分や、35-44歳区分の係数も有意にマイナスだが、そのマイナス幅は小さい。また、老齢従属人口についても有意にマイナスであり、そのマイナス幅は比較的大きい。

人口動態が生産性の逆風に

以上の推計と、国立社会保障・人口問題研究所による将来人口推計(出生中位・死亡中位)を基に、今後のTFP への下押しのインパクトを推計すると、2020年から2030年にかけてでは、55-64歳区分比率と老齢人口比率の上昇を受け、累積で▲0.76%ポイント(年平均変化率で▲0.09%ポイント)、2020年から2040年にかけてでは、累積で▲1.11%ポイント(年平均変化率で▲0.06%ポイント)の下押し圧力がかかるとの結果である(図表9)。年換算で▲0.09%ポイントという数値は一見小さいように思えるが、足元の日本のTFP 上昇率が+0.3%程度であることを踏まえると、決して影響は無視できない。少子高齢化の文脈では、生産年齢人口の減少による直接的な影響が注目されることが多いが、こうした二次的な影響についても留意する必要がある。

(担当：山口)

(図表8)固定効果モデルによるパネルデータ分析

回帰式:

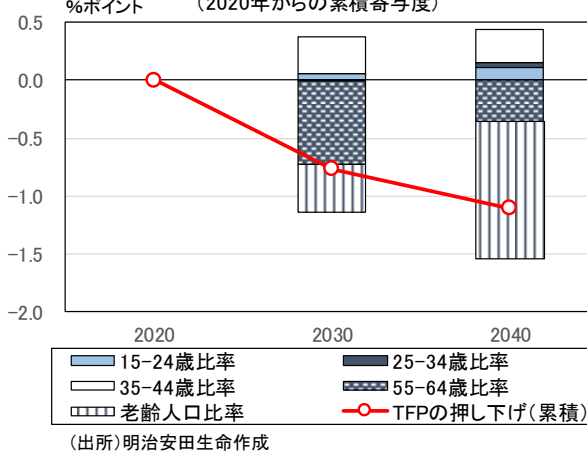
$$\Delta TFP_{i,year} = \alpha_1 \times L(15-24)_{i,year} + \alpha_2 \times L(25-34)_{i,year} + \alpha_3 \times L(35-44)_{i,year} + \alpha_4 \times L(55-64)_{i,year} + \beta \times old\ dependency\ ratio + c + u_i + \eta_{year} + \epsilon_{i,year}$$

説明変数	係数	標準誤差	t値	p値
L(15-24)	-0.10	0.09	-1.06	0.29
L(25-34)	-0.12 *	0.07	-1.76	0.08
L(35-44)	-0.17 **	0.07	-2.25	0.02
L(45-54)	(係数の基準とするため推計から除く)			
L(55-64)	-0.26 ***	0.07	-3.64	0.00
old dep ratio	-0.18 ***	0.07	-2.79	0.01
定数項	11.15 ***	3.55	3.14	0.00

自由度修正済決定係数	0.483
対象国数	14
対象期間	1985-2017(年次)
合計観測数	462

係数のアスタリスクはそれぞれ、***がp<0.01、**がp<0.05、*がp<0.10を示す(出所)国連、OECDより明治安田生命作成

(図表9)人口動態の変化によるTFPの押し下げ幅(2020年からの累積寄与度)



設備投資の増加基調は維持するも伸びは鈍化

先行指標は改善の兆し

設備投資に先行する主要3指標（3カ月移動平均）をみると、資本財国内出荷（除、輸送機械）、建築物着工床面積（非居住用）、機械受注（船舶・電力を除く民需）とも直近の動きはまちまちだが、いずれも今年春先に底打ちしており、目先の設備投資が上向き可能性を示唆している（図表1）。

反面、設備投資と連動性が高い企業売上高（法人企業統計、全産業）は、4-6月期に前年比+0.4%と11四半期連続の増収となったものの、増勢は鈍化しており、設備投資が上向いてもその伸びは高いものとならない可能性が示されている（図表2）。

先行きの設備不足感はやや強まる

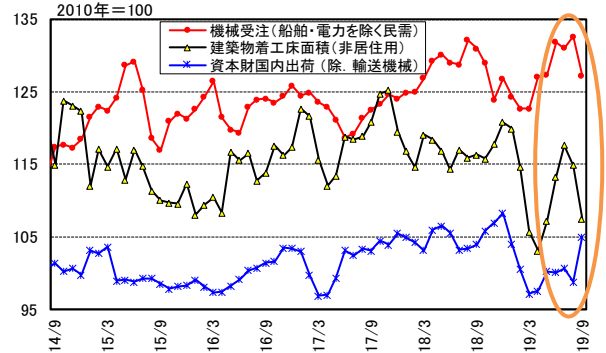
9月調査の日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業ベース、「過剰」-「不足」）をみると、現状が▲3と、2018年度に比べて不足感はやや緩和しているが、12月の予測が▲4と、先行きは逆に強まる見込みである（図表3）。製造業・非製造業別にみると、製造業は、現状が±0で先行き12月の予測が▲1、非製造業は、現状が▲4で先行き12月の予測が▲5となっており、非製造業の方が設備の不足感が強く、先行きもいっそう強まるとの予想が示されている。

設備投資計画は鈍化

日銀短観の設備投資計画をみると、2019年度の全規模・全産業の設備投資計画は、前年度比+2.4%（9月調査の2018年度計画、同+8.5%）と、9月調査としては、最高の水準であった2018年度に比べ、大きく鈍化している（図表4）。

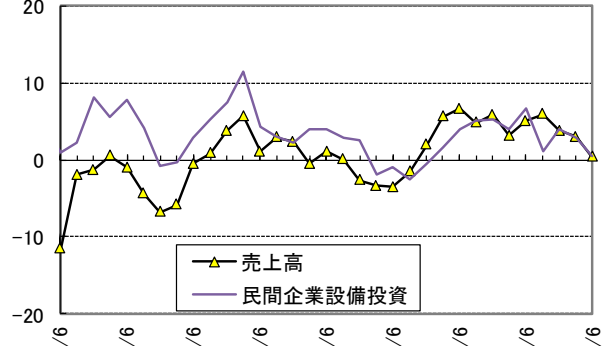
日本政策投資銀行（以下政投銀）による「全国設備投資計画調査（大企業）」をみると、大企業の2019年度国内設備投資額は、全産業では前年度比+11.5%（2018年度計画、同+21.6%）と、こちらも2018年度から鈍化している（図表5）。同調査では、当年計画の前年計画に対する増減率から実績着地見込みを機械的に予測しており、2019年度の全産業の設備投資見込みは前年比+5.7%との予想となっている。これは2018年度実績の11.4%を下回る。

（図表1）設備投資先行指標の推移（3カ月移動平均）



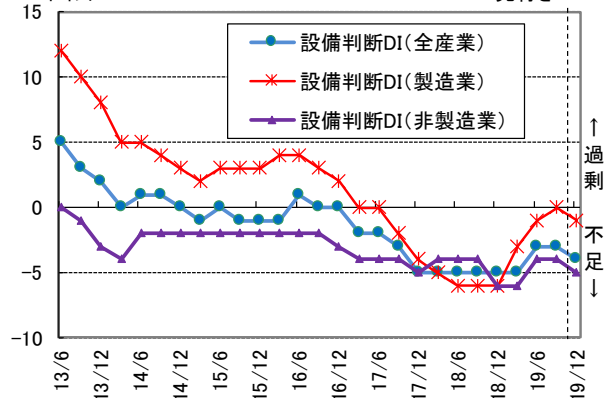
（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築物着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

（図表2）全産業の売上高（法人企業統計）・設備投資（GDP）の伸び率（前年比）



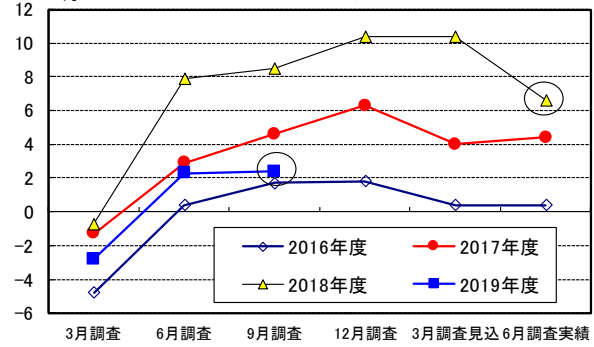
（出所）財務省「法人企業統計」、内閣府「GDP統計」

（図表3）設備判断DI（全規模）



（出所）日銀「短観」

（図表4）設備投資計画（前年度比）
（含む土地投資額、全規模・全産業）



（出所）日銀「短観」

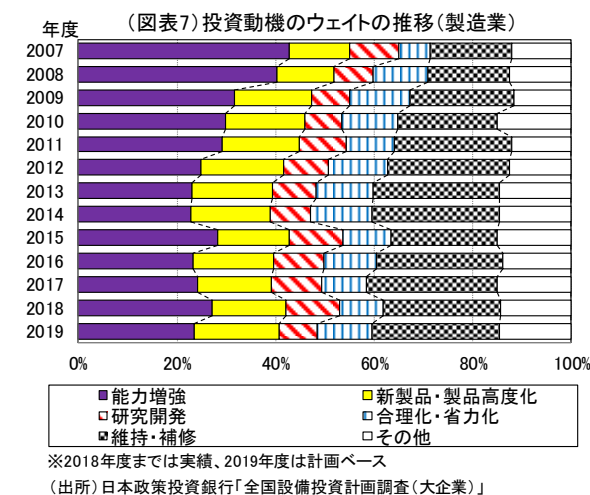
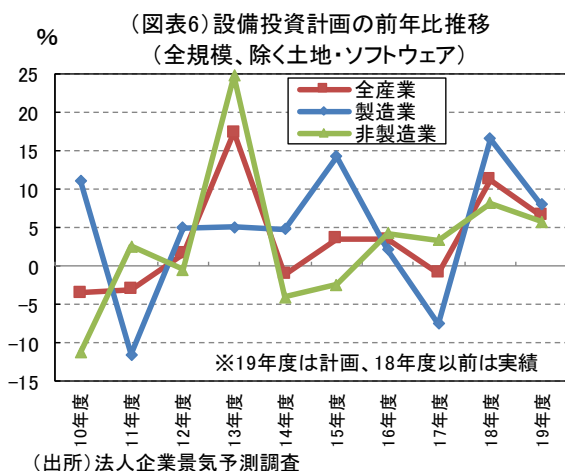
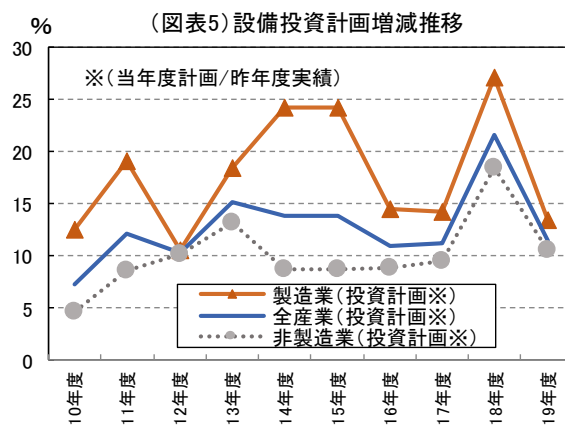
また、7-9月期の法人企業景気予測調査における2019年度設備投資計画（ソフトウェアを除く、土地除く）をみても、全規模全産業は、前年度比+6.7%（2018年度計画、同+8.2%）となっている。以上、いずれの設備投資計画も前年度比でプラスを維持しているものの、伸びは鈍化しているという状況である（図表6）。

製造業は海外情勢の不透明感が足かせ

製造業と非製造業別にそれぞれみると、製造業の設備投資に大きな影響を与える海外情勢は米中貿易摩擦等の影響で依然として先行き不透明である。前述の政投銀の調査では、「米通商政策が企業業績や設備投資にマイナスの影響を与える」と回答した企業が、製造業で約5割にのぼっており、今後の設備投資の抑制要因になっている。足元では、10月の米中貿易協議によって、特定分野での部分的な合意に達したものの、米中摩擦は、経済分野にとどまらない米中間の覇権争いが背景にあることから、今後も包括的な合意に達することは難しく、長期にわたり海外景気の不透明要因として燻り続けるとみている。

もともと、日銀短観、政投銀による調査、法人企業景気予測調査の設備投資計画を業種別にみると、輸送用機械、電気機械、はん用・生産用・業務用機械、化学等、輸出と関連の深い業種でも前年比でプラスとなっており、設備投資意欲が大きく落ち込んでいる様子はみられない。特に2018年度に続き高い伸びとなった化学、設備投資額の大きい輸送用機械、いずれの調査でも前年比+20%~30%の高い伸びとなった非鉄金属等がけん引している格好。自動車の電動化（輸送用機器）、電子部品・電池材料（化学、非鉄金属）への投資等が寄与したとみられ、いずれも継続的な投資が見込まれる分野である。

前述の政投銀の調査によれば、製造業の合理化・省力化投資、維持・補修投資の比率は引き続き高いほか（図表7）、帝国データバンクの「2019年度の設備投資に関する企業の意識調査」における、予定している設備投資内容（複数回答有）をみても、「設備の代替（45.5%）」、「既存設備の維持補修（33.3%）」、「省力化・合理化（28.7%）」が上位となっていることなどから、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、合理化・省力化投資の需要は引き続き底堅く推移するとみられる。製造業の設備投資は、海外情勢の不透明感が残ることなどから昨年度ほどの伸びは期待できないものの、増加傾向を維持するとみる。



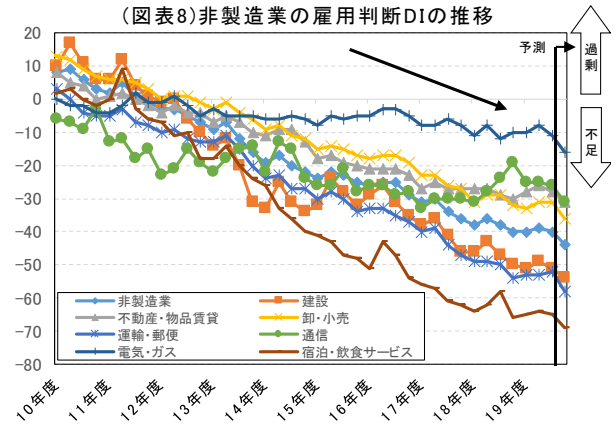
非製造業は人手不足やインバウンド関連が押し上げ

非製造業の2018年度の設備投資は、人手不足の高まりを受けた労働代替的な投資への需要拡大を背景に、底堅く推移してきた。日銀短観の全規模・非製造業の雇用判断DIをみると、非製造業全体ではほぼ一本調子で雇用の不足感が強まっており、とりわけ建設や宿泊・飲食サービスでの不足感が強い(図表8)。先行きも雇用の不足感は強まっており、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、労働代替的な投資・省力化投資需要が引き続き非製造業の設備投資を押し上げるとみている。

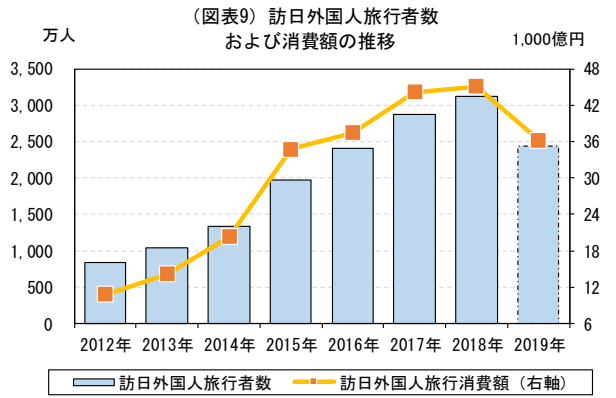
業種別にみると、運輸・郵便については、安全防災対策やリニア中央新幹線等の鉄道の高速度化関連の投資が、宿泊・飲食サービスでは底堅いインバウンド需要が、今後も設備投資の押し上げに寄与していくとみられる。観光局調査による訪日外国人の推移をみると、2012年以降、増加基調で推移している(図表9)。旅行消費額をみても、2019年7-9月期は1兆2,000億円、前年比+9.0%と、堅調な推移が続いている。2020年には東京オリンピック・パラリンピックも開催されることから、さらなる拡大も期待できる。

通信・情報では、次世代の通信インフラになる5G(第5世代移動通信システム)関連投資の活発化が見込まれる。総務省の「第5世代移動通信システム(5G)の導入のための特定基地局の開設計画の認定」によると、新規参入企業も含めた大手通信4社で、本格商用化の始まる2020年を目途に約1兆6,600億円を特定基地局の設備投資に費やすとしている。追加的な電波の割り当てなど、今後も基地局・ネットワーク整備のための設備投資は順次実施されるとみている。また、日本経済が緩慢な成長に留まっているなかでも、EC(電子商取引)市場は右肩上がりの拡大基調を続けている(図表10)。5Gの普及に伴い、EC市場はさらに普及するとみられ、それに対応するための都市機能、物流機能の強化や、インフラ整備等の関連投資が引き続き増加すると見込む。

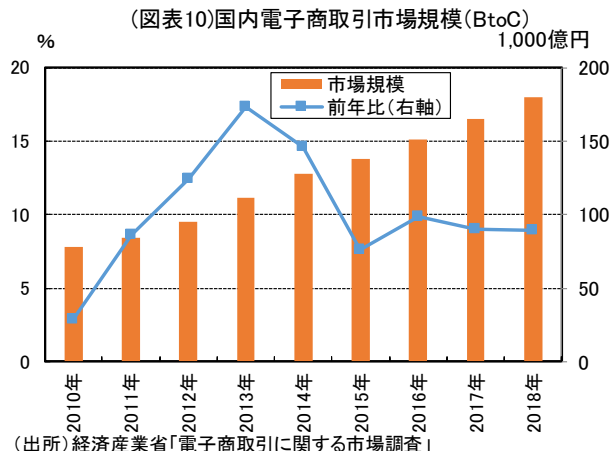
今後の設備投資は、人口の減少トレンドが続くなか、国内の中長期的な低成長期待が定着していることや(図表11)、米中貿易摩擦の長期化等が抑制要因とな



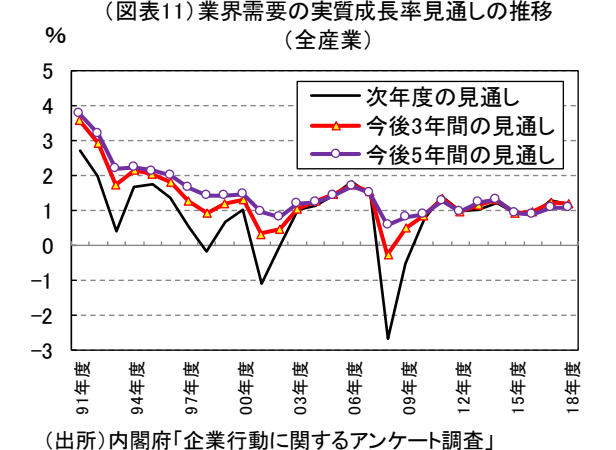
(出所)日銀「短観」



※2019年の訪日外国人旅行者数は9月末まで、訪日外国人旅行消費額は9月末まで(出所)観光庁



(出所)経済産業省「電子商取引に関する市場調査」



(出所)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

ると見込まれるものの、製造業では、設備老朽化に伴う維持・補修への投資などが、非製造業では、人手不足を受けた合理化・省力化投資、インバウンド関連投資などが押し上げ要因となることで、増加基調を維持すると予想する。（担当：西山）

米個人消費は緩やかな増加を予想

足元の個人消費は堅調推移

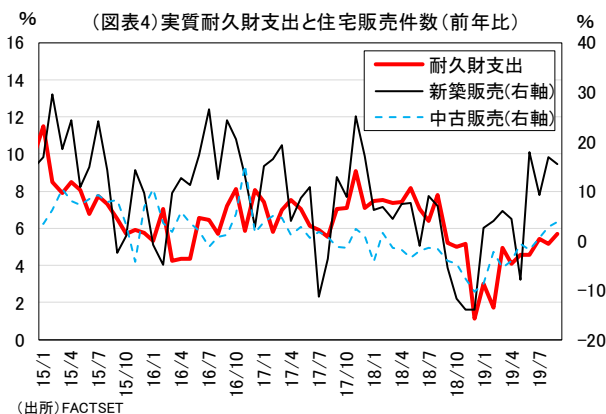
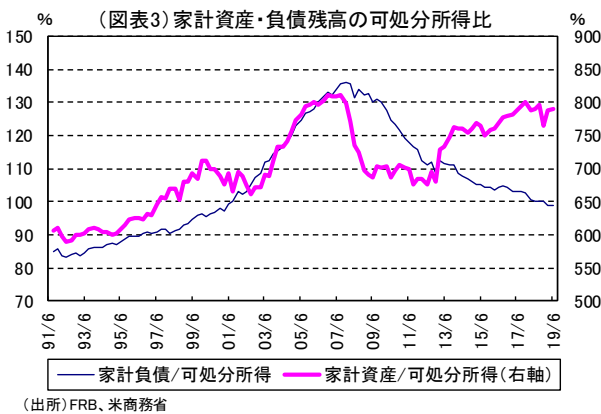
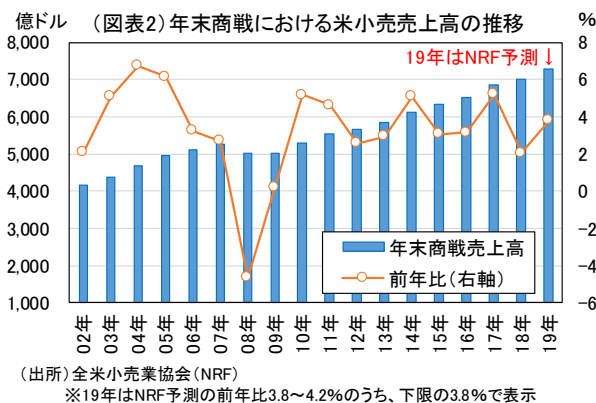
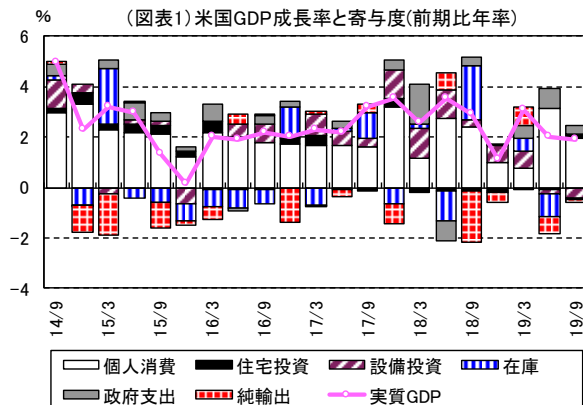
7-9月期の米実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+1.9%となった。貿易摩擦の激化やグローバル景気の減速などといった悪材料があったなかでも2%弱とされる潜在成長率並みの伸びとなり、米景気が底堅く推移している様子が示された(図表1)。けん引役となったのが個人消費である。消費関連財が含まれる対中関税第4弾を控えた駆け込み消費的な動きがあった可能性はあるものの、雇用・所得環境の改善に加え、株高による資産効果などが下支えとなっていることから、基調はしっかりしているとみている。

全米小売業協会(NRF)によれば、今年の年末商戦における小売売上高予想は前年同期比+3.8~4.2%と、過去5年平均の伸びである同+3.7%を上回る伸びが見込まれている(図表2)。同協会は、貿易摩擦等の不確実性が消費者マインドに波及するリスクを警戒しつつも、雇用者数の増加や賃金の上昇などを背景に家計の財務状況が良好なことから、堅調な年末商戦を見込んでいる。

家計のB/S改善が後押しに

家計の資産残高をみると、株高などを背景に対可処分所得に対する比率が上昇傾向をたどっており、足元ではリーマンショック前の水準付近まで回復している(図表3)。一方、家計が負債残高の増加を所得の増加の範囲内にとどめてきた結果、同比率は2000年代初頭の水準まで低下している。資産・負債両面から家計のバランスシートは改善しており、家計の消費余力は高まっている。

足元では、金利低下を受けて住宅販売件数が持ち直ししており、それに伴い耐久財支出も増加基調をたどっている(図表4)。10月FOMCでは予防的利下げの休止が示唆されたものの、今後の金融政策は当面様子見姿勢を続ける意向が示された。当面金利は大きく上昇しにくい状況が続くとみられ、自動車ローンや住宅ローンの増加を通じて個人消費を下支えしよう。

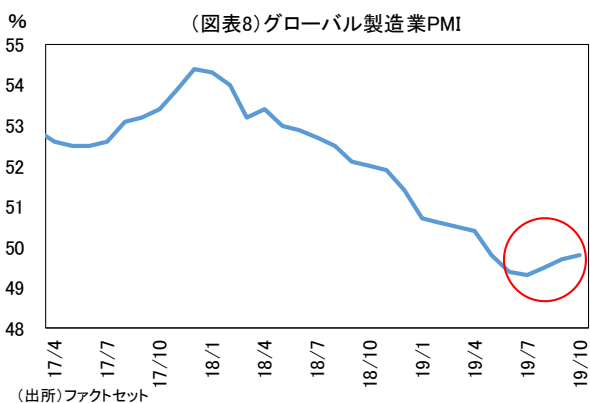
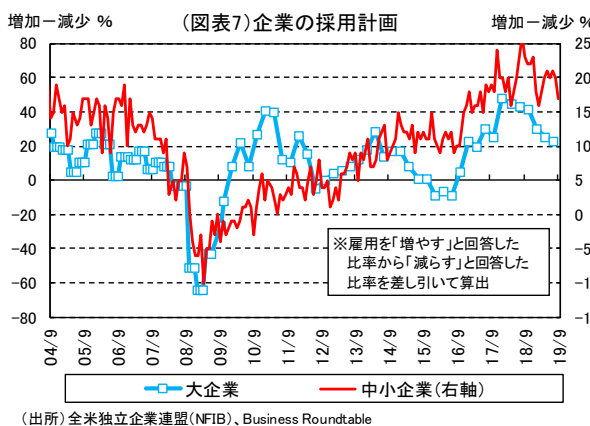
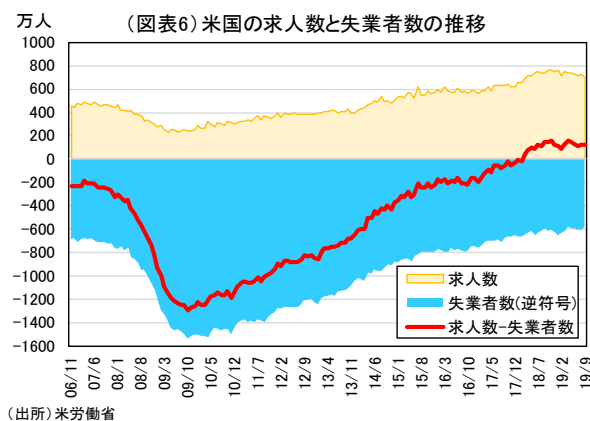
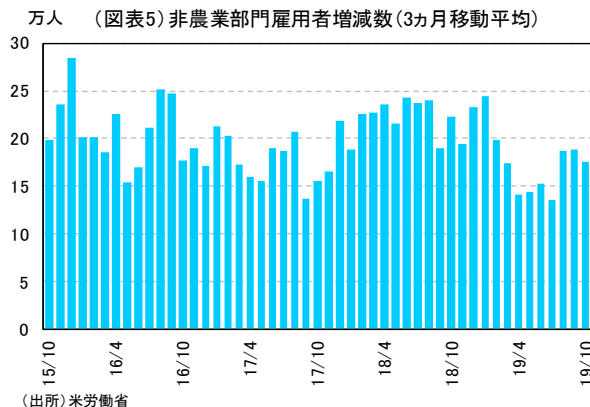


一方で雇用・所得環境の改善は緩やかに

10月の非農業部門雇用者数は、GMのストライキや来年の国勢調査に向けた臨時雇用の終了といった一時的な下押し要因があったなかでも、前月比+12.8万人と堅調な伸びを示した。3ヵ月移動平均でも同+17.6万人と、新しい労働力の供給を吸収するのに必要とされる10万人増を大きく上回って推移している(図表5)。減税効果の剥落や米中貿易摩擦の影響などにより米景気の拡大ペースは鈍化しているが、足元の雇用環境は底堅い。

ただ、今後雇用の改善ペースは幾分弱まると予想する。米国の求人数と失業者数の差をみると、2018年春先以降、前者が後者を大きく上回って推移しており、労働需給がひっ迫している様子を示してきた(図表6)。しかし、このところ求人数がピークアウトしつつある一方、失業者数の減少にも頭打ち感が広がりつつあり、両者の差は横ばい圏での推移に転じている。企業の半年先の採用計画をみても、依然として雇用増を計画している企業が多いものの、増勢が徐々に鈍化している様子が見え始める(図表7)。こうした状況を受けて、今後は所得面でも増加ペースが緩やかになることが見込まれる。

もっとも、雇用・所得環境が悪化に転じる事態は避けられよう。前掲図表7をみると、世界景気の減速や米中貿易摩擦への懸念が高まるなかでも、雇用を「増やす」とする見方が「減らす」とする見方を上回って推移しており、企業の採用意欲は依然底堅い。REFINITIVの調査では、2019年第3四半期を底に企業利益は持ち直し、今後は増益基調が続くとの見通しとなっている。足元では、OECD景気先行指数やグローバル製造業PMIなど世界景気の先行指標に改善の兆しがみられるほか(図表8)、来年11月3日に米大統領選を控えて米中協議に歩み寄りの動きもみられる。今後の米中協議の動向には注意が必要であるものの、個人消費は緩やかながら増加基調をたどると予想する。(担当：大広)



中国景気は緩やかな減速が続く

7-9月期の景気はさらに減速

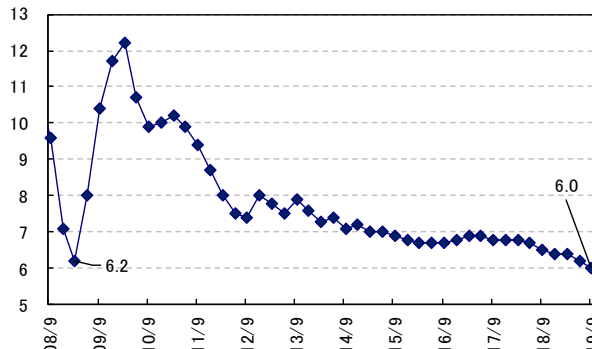
7-9月期の中国実質GDP成長率は前年比+6.0%と、前期の同+6.2%から減速し、1992年の統計開始以来最低の伸び率となった(図表1)。米中貿易摩擦は、米国の対中関税引き上げを通じて輸出の減少をもたらしているほか、先行き不透明感から、個人消費や設備投資などの内需の抑制要因ともなっている。中国政府は減税や金融緩和、インフラ投資の拡大により景気下支えに動いているものの、現時点で景気を強く押し上げるまでは至っていない。

足元の経済動向について、まず供給サイドを見ると、9月の鉱工業生産は前年比+5.8%と前月(同+4.4%)から伸びが拡大したものの、7-9月期平均(同+5.0%)では、4-6月期平均(同+5.6%)から減速している。足枷となっているのは、主に自動車生産の減少である。9月の自動車生産台数は前年比▲6.9%と、2018年7月以降、前年比マイナスが続いている(図表2)。一方、「中国製造2025」のもと、国を挙げて市場規模の拡大をめざす集積回路は、足元では前年比で二桁プラスとなっている(図表3)。携帯電話も小幅ながらプラスに転じた。集積回路産業では、在庫調整に米中対立が加わったことで、昨年後半以降、生産に大きな下押し圧力がかかっていた。ここへきて、次世代通信5Gへの移行本格化の兆候が表れ始め、在庫調整も進展したことに伴い、足元の生産が上向いている可能性がある。

個人消費は下げ止まりへ

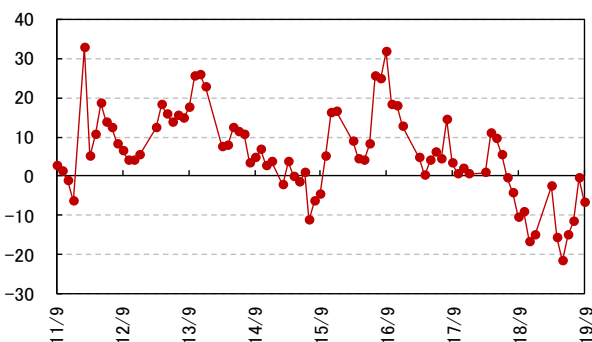
需要サイドのうち、まず個人消費関連をみると、実質小売売上高は減速基調で推移している(図表4)。ウェイトの大きい自動車販売が、7月から実施された排ガス規制強化前の駆け込み需要の反動減で、大きく落ち込んでいる影響が大きい。また、米国の対中関税引き上げの影響から雇用が手控えられ、可処分所得が伸び悩んでいることも個人消費を抑制している(図表5)。

(図表1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)



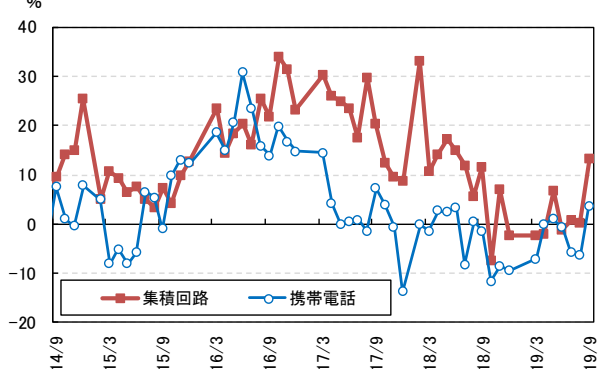
(出所) 中国国家統計局

(図表2) 中国の自動車生産台数(前年比)



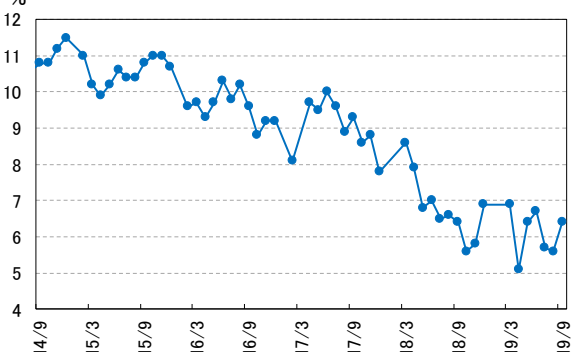
(出所) 中国国家統計局

(図表3) 集積回路と携帯電話の生産台数(前年比)



(出所) 中国国家統計局

(図表4) 実質小売売上高の推移(前年比)



(出所) 中国国家統計局

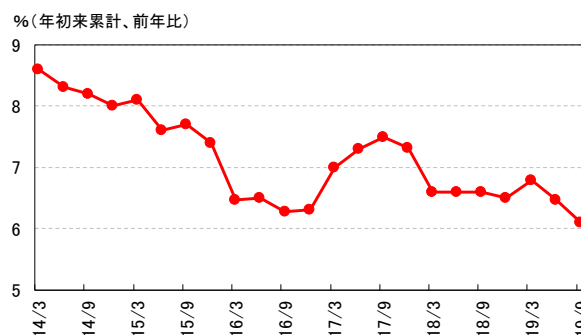
ただ、中国政府はすでに個人所得減税（2018年10月、2019年1月の2回にわたり基礎控除額を引き上げ）を実施しているほか、8月には20項目にわたる消費促進のガイドラインを発表している。この中には、ナンバープレートの発給制限の緩和等が含まれており、今後は自動車販売を下支えすることが期待できる。インフラ投資の活発化も、雇用の創出につながるだろう。こうした消費刺激策や景気対策への期待感から、家計の雇用・所得に対する見通しは底堅く推移しており（図表6）、消費がこのまま腰折れすることは想定しづらい。今後の個人消費は徐々に下げ止まると予想する。ただし、その後安定的な回復に向かう姿は予想しにくい。

固定資産投資はインフラ開発がけん引役に

1-9月期の固定資産投資は前年比+5.4%（年初来累計値ベース）と、減速傾向が続いている（図表7）。内訳を見ると、不動産開発投資は、緩和的な金融環境の下での住宅販売の伸びを背景に、1-9月期は+10.5%と高い伸びを維持している。ただ、今年に入ってから伸び幅自体は縮小傾向にある。政府は不動産バブルの加速を警戒し、厳格な融資審査など、不動産市場安定化に向けた取組みを継続している。こうした当局のスタンスもあって、住宅価格の伸びがピークアウトしつつあることから、今後も不動産開発投資は減速傾向での推移が見込まれる。

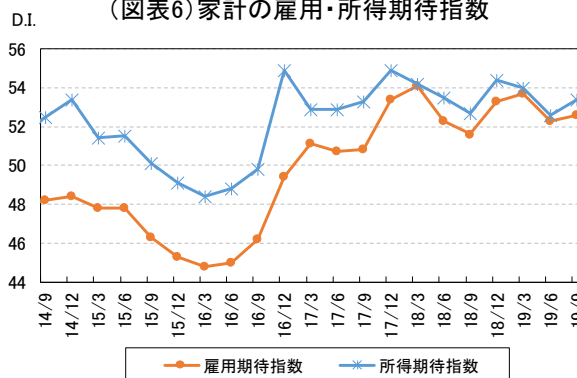
1-9月期の製造業投資は、同+2.5%と低調な推移が続いている。米中貿易摩擦の影響で企業利益が落ち込んでいる影響が大きく、10月の製造業PMIは49.3と、6ヵ月連続で50を下回っている（図表8）。ただ、今後は法人減税や産業補助金を通じたハイテク産業の下支え策のほか、中国人民銀行による金融緩和策が、製造業投資を後押しすることが期待される。2018年以降、人民銀行は計6回にわたり預金準備率の引き下げを行ってきた（17.0%→13.0%）（図表9）。また、8月には銀行の貸出金利制度を変更し、新たに最優遇貸出金利（ローンプライムレート、LPR）を設定した。貸出

（図表5）家計の実質可処分所得の推移



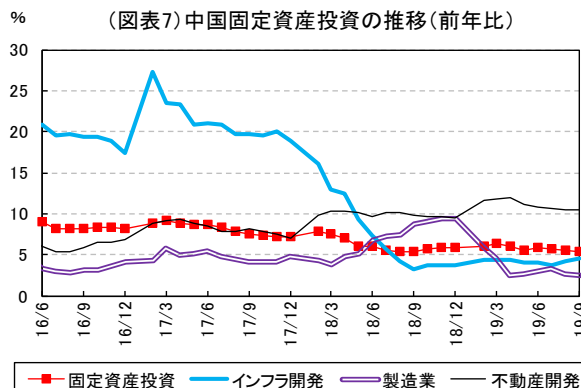
（出所）中国国家统计局

（図表6）家計の雇用・所得期待指数



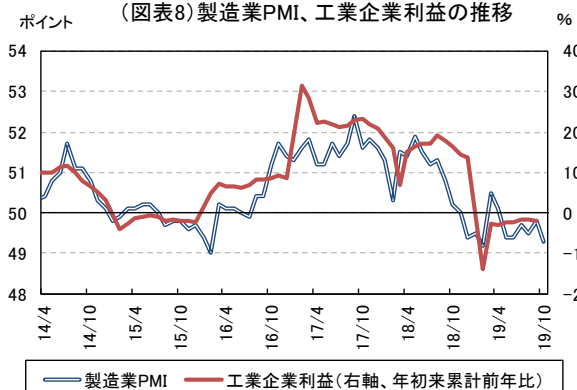
（出所）中国人民銀行

（図表7）中国固定資産投資の推移（前年比）



（出所）中国国家统计局 ※年初来累計値の前年比

（図表8）製造業PMI、工業企業利益の推移



（出所）中国国家统计局

金利を市中金利により連動させることで実質的な利下げを企図したもので、9月20日に発表されたLPRは4.20%と、これまで基準とされていた貸出基準金利(4.35%)を下回っている。こうした動きを受け、銀行の貸出態度も緩和的になっている。中国人民銀行が四半期ごとに調査している銀行貸出態度DIは、2019年以降緩和水準で推移している(図表10)。緩和的な金融環境のもと、民間企業向けを中心とした融資の拡大が見込まれることで、製造業投資は徐々に持ち直すと予想する。

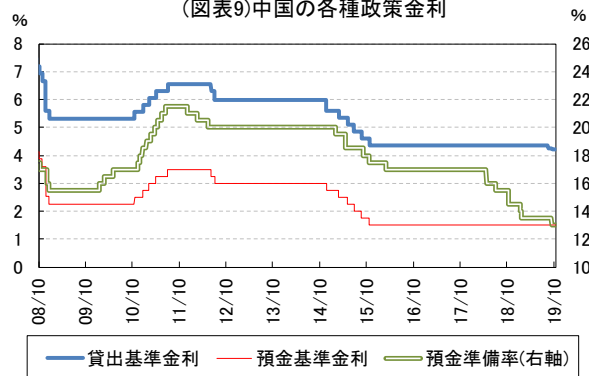
インフラ開発投資に関しては、緩やかながらプラス幅が拡大しており、固定資産投資全体を下支えしている。政府は特別地方債の発行枠を2018年の1兆3,500億元から、2019年には2兆1,500億元まで拡大していたが、9月の閣議ではこれらの発行を9月中に完了し、10月末までにプロジェクトへの配分を実施するよう求めた。2020年の地方債の前倒し発行も認められており、今後は公共事業への資金投入が容易になることで、インフラ投資拡大に向けた動きの持続が見込まれる。リーマン・ショック以降に積みあがった過剰債務問題には引き続き注意が必要であるものの(図表11)、今後の固定資産投資は緩やかな回復を予想する。

輸出は一段と減少へ

10月の輸出は前年比▲0.9%と、9月(同▲3.2%)から若干持ち直したものの3ヵ月連続で前年比マイナスを記録した(図表12)。米国向け輸出が、9月1日から新たに適用された約1,100億ドル分を含むおおよそ3,600億ドル相当の追加関税の影響で、大きく減少(同▲16.2%)していることが主因である。輸入についても、10月は同▲6.4%と、6ヵ月連続で減少した。内需の減速と、対米関税の引き上げが影響しているとみられる。輸出への先行性がある新規輸出受注PMIをみると、2020年央にかけても輸出の低迷が継続する可能性が示されている(図表13)。輸出は当面減少基調が続くと予想する。

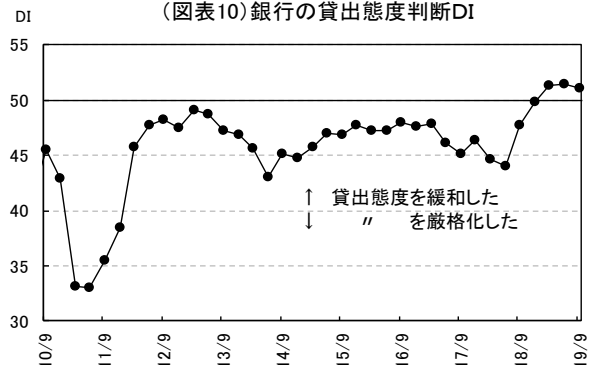
10月の米中貿易協議では、特定分野での部分的な合意に達した。ただ、米中摩擦は、経済分野に

(図表9)中国の各種政策金利



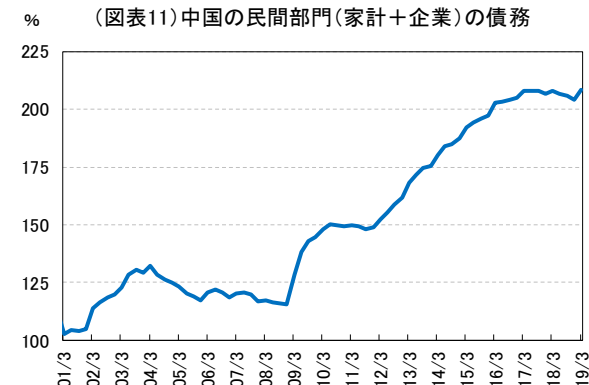
(出所)ファクトセット

(図表10)銀行の貸出態度判断DI



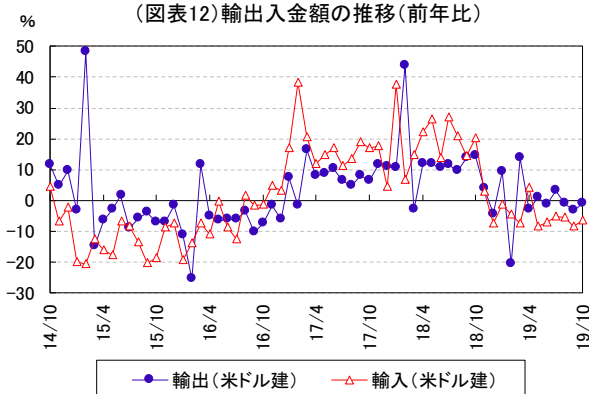
(出所)中国人民銀行

(図表11)中国の民間部門(家計+企業)の債務



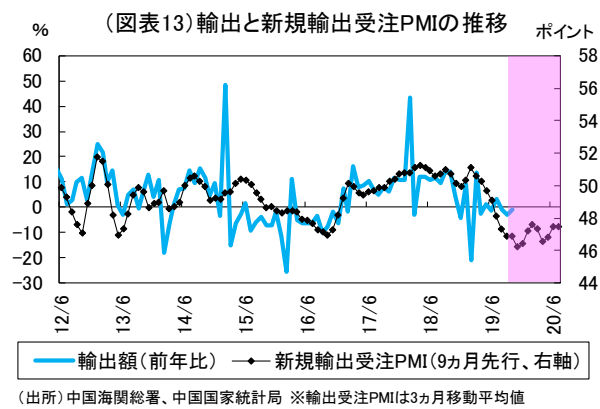
(出所)国際決済銀行 ※対GDP比

(図表12)輸出入金額の推移(前年比)



(出所)ファクトセット

とどまらない米中間の覇権争いが背景にあることから、包括的な合意に至る可能性は低く、今後も長期にわたり不透明要因として燻り続けるとみている。こうしたなか、中国景気は、基本的には減速気味の推移が継続すると考える。もともと、インフラ投資、金融緩和（預金準備率、貸出金利の引き下げ）、消費刺激策といった政策効果が下支えすることで、減速ペースは緩やかなものにとどまると予想する。（担当：木下）

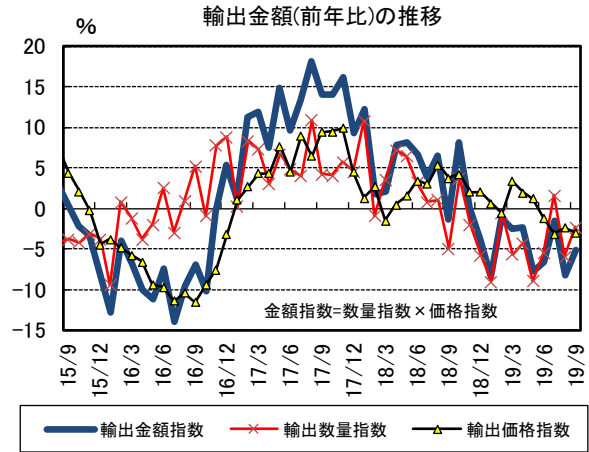


主要経済指標レビュー (10/21~11/8)

《日本》

○ 9月貿易統計 (10月21日)

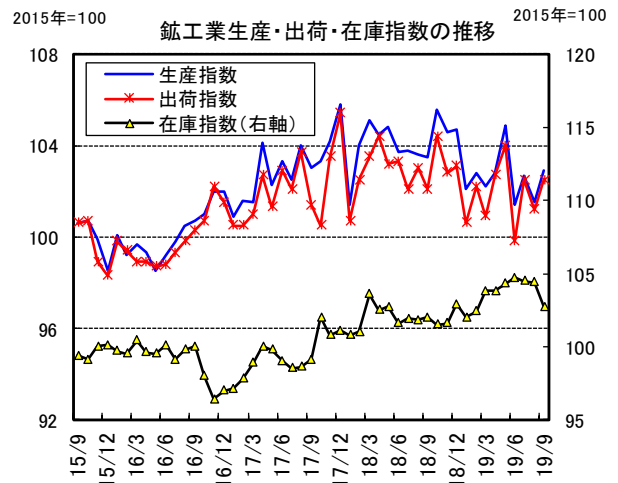
9月の貿易統計によると、輸出数量指数は前年比▲2.3%と2ヵ月連続のマイナスとなった。地域別にみると、米国向けが同▲4.0%と2ヵ月連続のマイナスとなったほか、アジア（中国含む）向けもマイナスとなっており、輸出は減少基調が持続している。今後の輸出のカギを握るのは引き続き米中貿易摩擦の行方である。10月閣僚級協議で部分合意に至ったが、今後も長期にわたり両国の対立が世界景気のかく乱要素になり続けることが予想される。ただ、貿易摩擦の一段の激化が避けられることを前提とした場合、年明け以降、中国の景気刺激策の効果や半導体市況の改善に加え、底堅い米景気に支えられる形で、輸出は緩やかな持ち直しへ向かうとみる。



(出所)財務省「貿易統計」

○ 9月鉱工業生産指数 (10月31日)

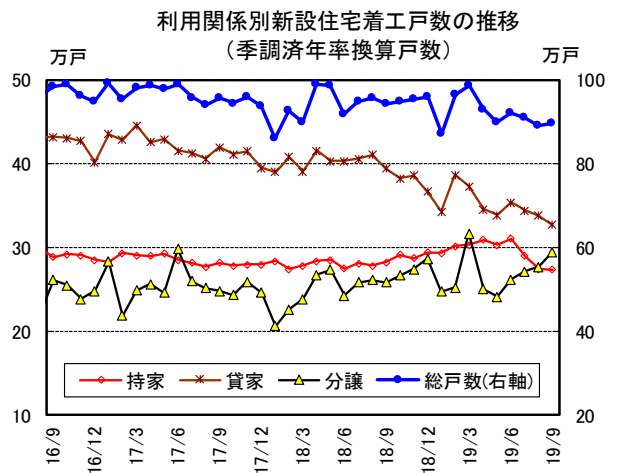
9月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比+1.4%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。経済産業省による基調判断は、「生産はこのところ弱含み」にすえ置かれた。製造工業予測指数をみると、10月は同+0.6%、11月は同▲1.2%と一進一退の見通しとなっている。今後については、外需の動向次第だが、カギとなるのは引き続き米中貿易摩擦の行方である。特定分野での一部合意など緩和ムードも出てきているが、経済分野にとどまらない米中間の覇権争いが背景にあることから、今後も長期にわたり世界景気のかく乱要素になり続けることが予想され、引き続き生産の重しとなり続けよう。



(出所)経済産業省「鉱工業指数」

○ 9月新設住宅着工戸数 (10月31日)

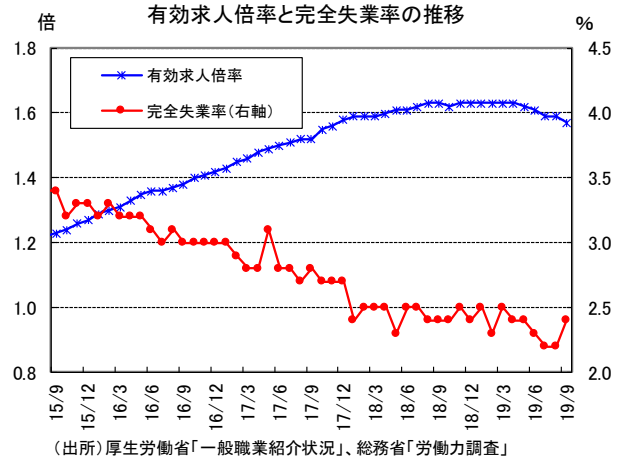
9月の新設住宅着工戸数（季調値）は前月比+0.7%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。利用関係別では、持家が同▲0.2%、貸家が同▲3.2%とどちらも3ヵ月連続のマイナスとなったものの、分譲が同+6.5%と4ヵ月連続のプラスとなった。持家については、消費税率引き上げ前の駆け込み需要がすでにピークアウトしている。一方で、分譲については、振れの大きい分譲マンションの増加が大きく押し上げに寄与した。今後については、マンション価格の高止まり、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスなどが重しとなり、住宅着工は均せば減速傾向の推移となると予想する。



(出所)国土交通省「住宅着工統計」

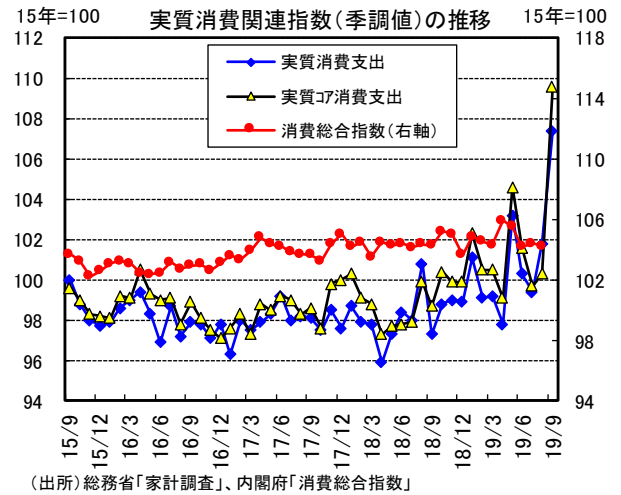
○ 9月雇用関連統計 (11月1日)

9月の完全失業率(季調値)は2.4%と、前月の2.2%から上昇(悪化)した。内訳をみると、就業者が前月差▲5万人と、4ヵ月ぶりの減少となった一方、完全失業者が同+13万人と、6ヵ月ぶりに増加した。また、9月の有効求人倍率(季調値)は1.57倍と、前月から0.02ポイントの低下、新規求人倍率(季調値)は2.28倍と、前月から0.17ポイントの低下となった。総じて、雇用環境の改善が鈍化している様子が示された。グローバル景気については、米中貿易摩擦の激化など先行き懸念が燻っているが、米国中心に緩やかなながらも回復基調が続くとみており、雇用市場は底堅い推移を予想する。ただ、賃金の伸びは引き続き緩慢なものにとどまるとみている。



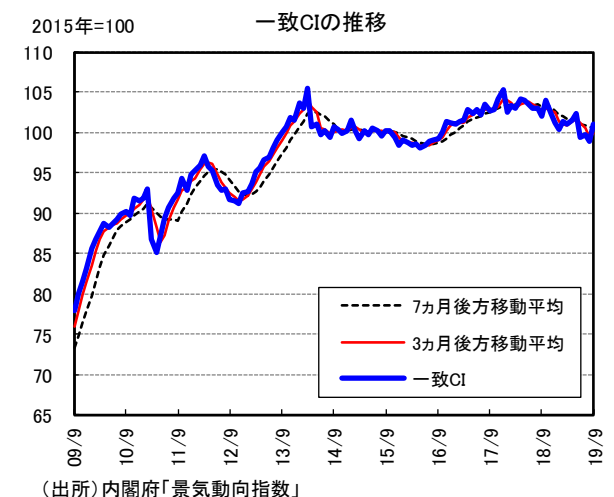
○ 9月家計調査 (11月8日)

9月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出(季調値)は実質ベースで前月比+5.5%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。費目別内訳のわかる前年比ベースでは、交通・通信、家具・家事用品の増加が目立った。消費増税前の駆け込み需要の影響とみられる。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は前年比▲1.4%と2ヵ月連続のマイナス、実質消費支出は同+7.7%と5ヵ月連続のプラス、平均消費性向は75.8%(季調値)となった。今後の個人消費は、消費増税による悪影響が懸念されるものの、ポイント還元等の景気対策の効果に加え、労働需給のひっ迫が賃金の伸びを支えることから、引き続き均せば緩慢な伸びを維持すると予想する。



○ 9月景気動向指数 (11月8日)

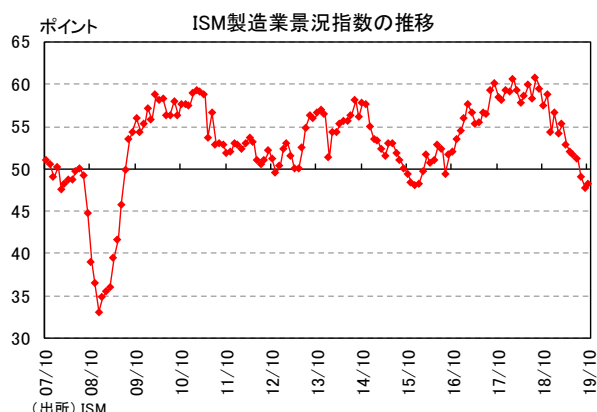
9月の景気動向指数では、一致CIが101.0(前月差+2.0ポイント)と、2ヵ月ぶりに上昇した。ただ、内閣府の基調判断は、「悪化を示している」にすえ置かれた。個別系列では、7系列中5系列が押し上げに寄与しており、商業販売額(卸売業)や投資財出荷指数(除輸送機械)のプラス寄与が大きかった。先行CIは92.2(前月差+0.3)と、こちらも2ヵ月ぶりに上昇した。今後については、底堅い米景気、省力化・省人化投資需要などが下支えになるとみているが、海外情勢の不透明感が残存するなか、消費増税前の駆け込み需要の反動減もあり、下振れするリスクが高まっていることには留意が必要である。



《米 国》

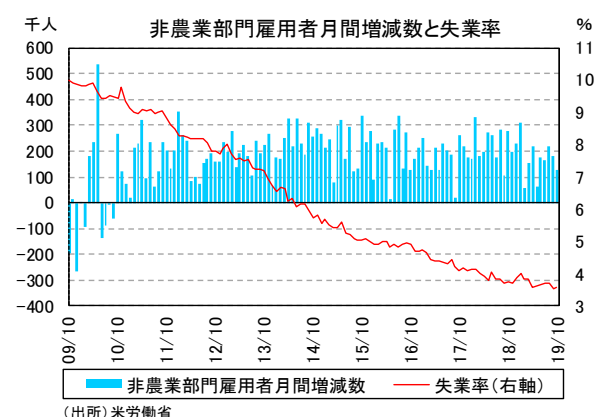
○ 10月ISM製造業景況指数（11月1日）

10月のISM製造業景況指数は48.3となり、7カ月ぶりに前月比プラスとなった。もっとも、好不調の境目とされる50を3カ月連続で下回っており、世界景気の減速や米中貿易摩擦の激化などを背景に企業マインドの悪化傾向は続いている。発表元のISMによれば、今回の数値は実質GDPに換算して前期比年率+1.6%成長に相当するとのことである。構成項目別に見ると、生産やリードタイムが低下したものの、新規受注や雇用、在庫が上昇した。ただ、いずれも50ポイントを下回っている。製造業は、世界景気の減速に加えて貿易摩擦の影響などから意図せざる在庫増局面に突入している。先行き不透明感が燻るなか、企業マインドは冴えない推移が続こう。



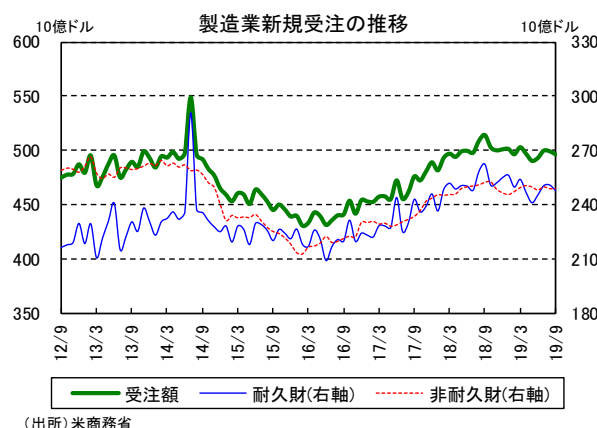
○ 10月雇用統計（11月1日）

10月の非農業部門雇用者数は前月比+12.8万人と、GMのストライキや来年の国勢調査に向けた政府部門の臨時雇用終了といった下押し要因があったなかでも、新しい労働力の供給を吸収するのに必要とされる10万人増を上回った。8,9月分も合計で9.5万人上方修正された。失業率は約50年ぶりの低水準となった前月から小幅に悪化したものの、3.6%と依然低水準で推移しているほか、時間当たり賃金は前年比+3.0%と3%台の伸びを維持しており、総じて雇用環境の底堅さを示す結果だったと言える。ただ、米国発の貿易摩擦による影響などから米景気の回復ペースが緩やかになるなか、企業収益も緩慢な伸びにとどまると見込まれ、今後の雇用・所得環境の改善は頭打ち傾向が続くと予想する。



○ 9月製造業新規受注（11月4日）

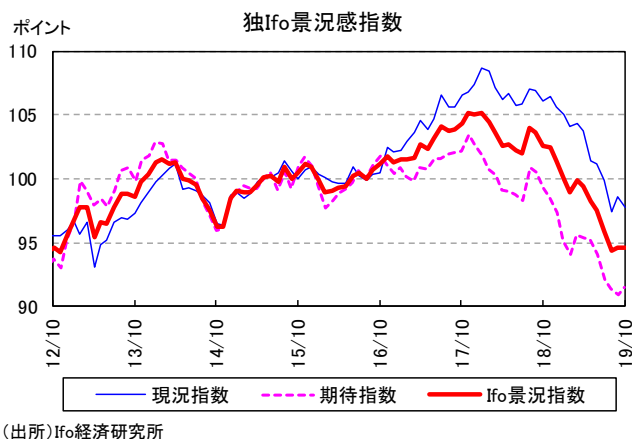
9月の製造業新規受注は前月比▲0.6%と2カ月連続で減少した。財別に見ると、耐久財が同▲1.2%と大きく落ち込んだ。変動の激しい輸送機器が減少したほか、コンピュータ・電子機器等、幅広く減少した。一方で非耐久財が同+0.1%と2カ月ぶりにプラスに転じた。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）は、同▲0.6%と2カ月連続でマイナスとなり、世界景気の減速や米中貿易摩擦の激化による影響が顕在化してきている。今後も米中の対立を背景とした景気の先行き不透明感から、設備投資は減速基調で推移するとみるが、グローバル景気の先行指標に持ち直しの兆しがみられることもあり、緩やかな減速にとどまると予想する。



《欧 州》

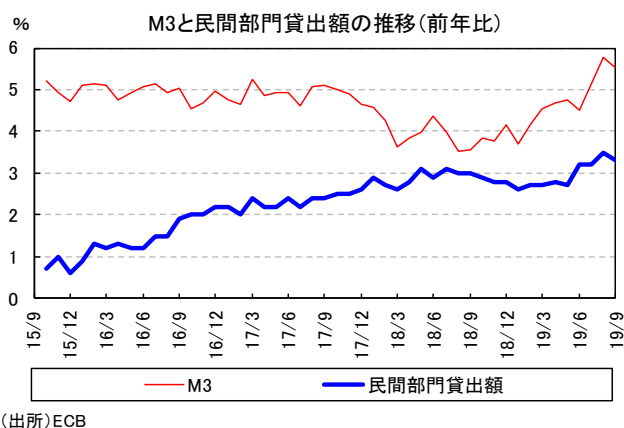
○ 10月ドイツIfo景況感指数（10月25日）

10月のドイツIfo景況感指数は94.6と、前月から横ばいとなった。内訳では、現況指数が98.6→97.8と、2ヵ月ぶりに悪化した一方、期待指数は90.9→91.5と、7ヵ月ぶりに改善した。産業別景況感では、サービス業（16.7→16.6）、建設業（22.1→21.3）が悪化した一方、製造業（▲6.4→▲5.5）、卸売・小売業（▲3.7→▲3.3）が改善した。期待指数が約半年ぶりに持ち直したのは好材料だが、現況は依然として悪化傾向が続いている。今後については、引き続き世界貿易の縮小が成長の足枷になるとみるほか、製造業不振の他セクターへの悪影響の顕在化も懸念され、ドイツ景気は停滞気味の推移が続くと予想する。



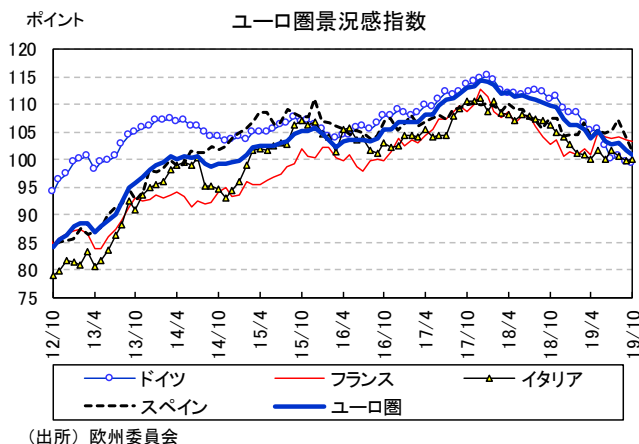
○ 9月ユーロ圏マネーサプライ（10月28日）

9月のユーロ圏マネーサプライ（M3）は前年比+5.5%と、8月の同+5.8%から3ヵ月ぶりに伸び幅が鈍化した。民間向け貸出額（同+3.5%→+3.3%）も2ヵ月ぶりに伸び幅が鈍化。民間向け貸出額の内訳では、家計向け（同+3.2%）は前月と同じ伸び幅となったものの、非金融企業向け（同+3.5%→+2.9%）の伸び幅が縮小した。ただ、今後については、10月末よりECBによる預金の階層化が適用され、貸出支援策であるTLTROⅢの利用本格化も見込まれることから、貸し出しの伸びは緩やかに再び拡大すると予想する。



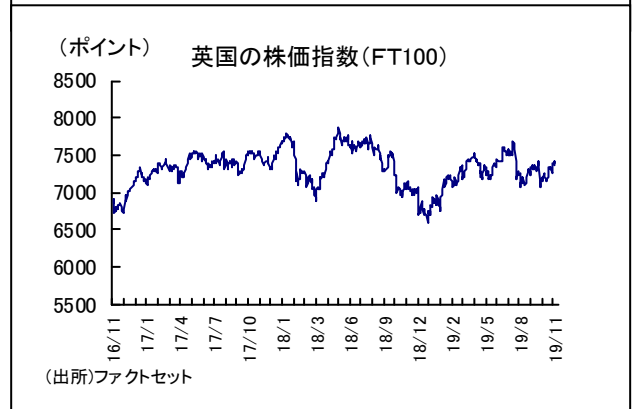
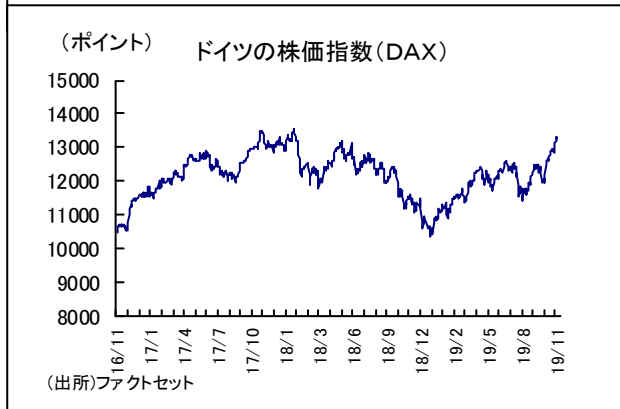
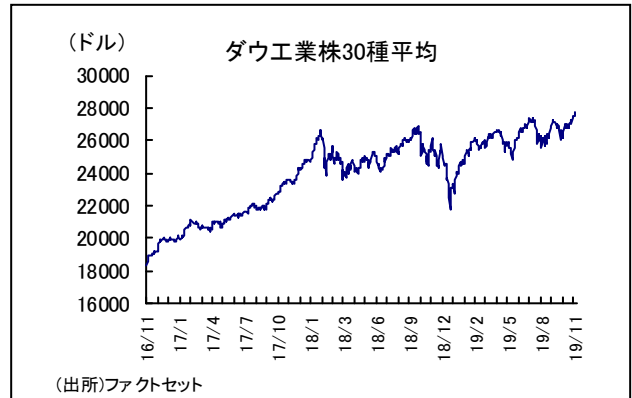
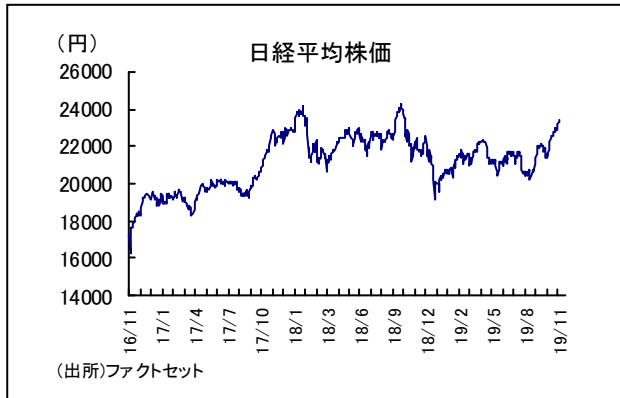
○ 10月ユーロ圏景況感指数（10月30日）

10月のユーロ圏景況感指数は100.8と、9月（101.7）から悪化した。景況感指数の悪化は2ヵ月連続。構成項目別では、建設業景況感（3.4→4.7）が改善したものの、鉱工業景況感（▲8.9→▲9.5）、サービス業景況感（9.5→9.0）、消費者信頼感（▲6.5→▲7.6）、小売業景況感（0.2→▲0.7）は、いずれも悪化している。主要国別では、イタリア（99.9→100.0）が小幅改善となったものの、ドイツ（99.4→99.2）、フランス（103.5→103.4）、スペイン（104.2→101.2）は悪化した。今後についても、米中貿易の縮小や中国景気の減速を背景に、ユーロ圏景気には下押し圧力が加わり続けると予想する。

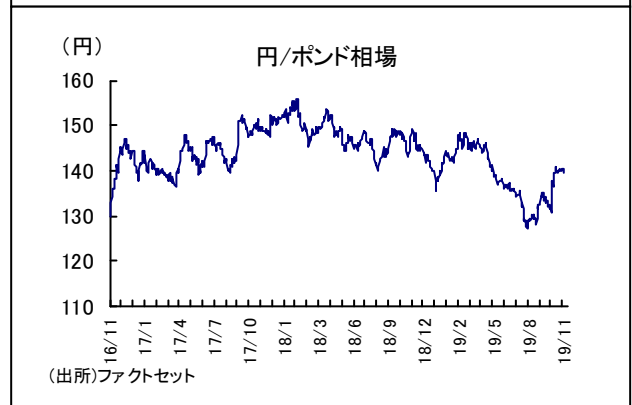
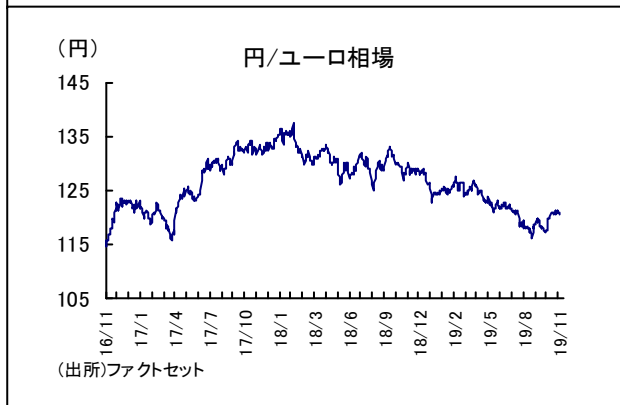
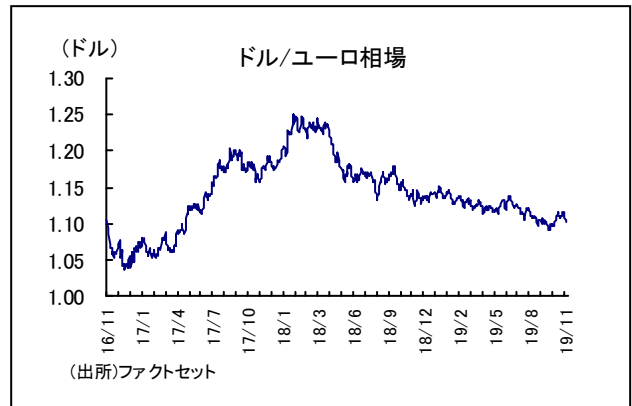
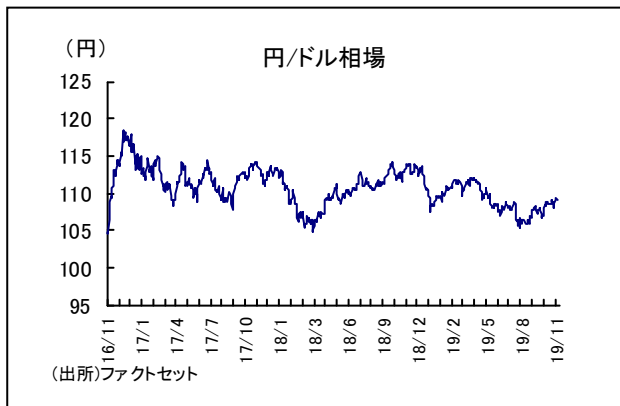


日米欧マーケットの動向 (2019年11月11日現在)

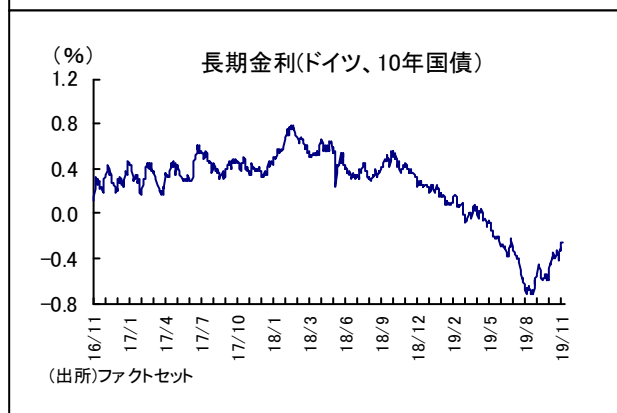
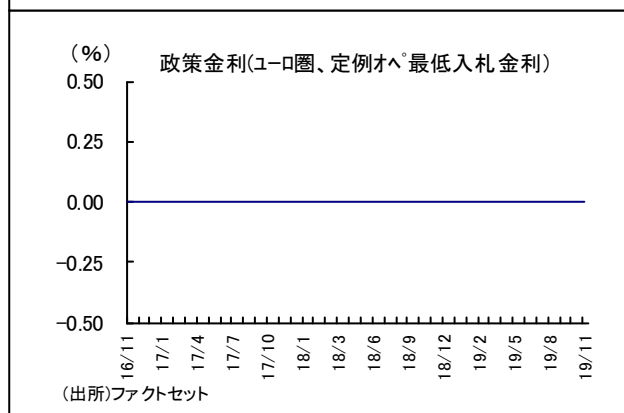
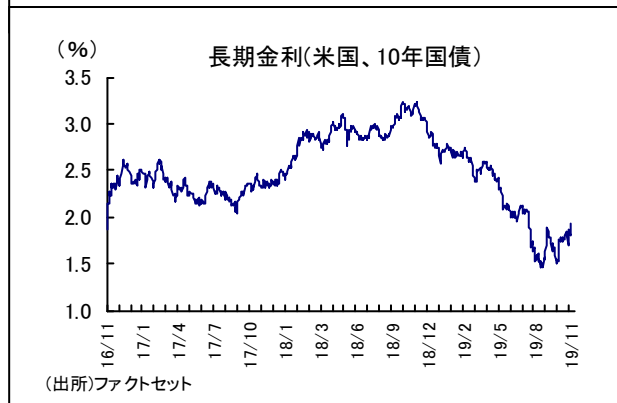
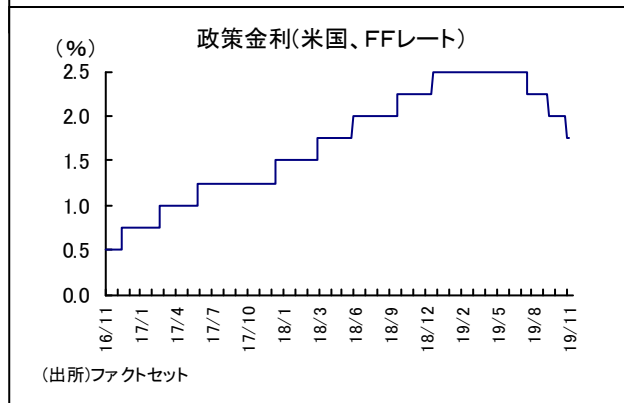
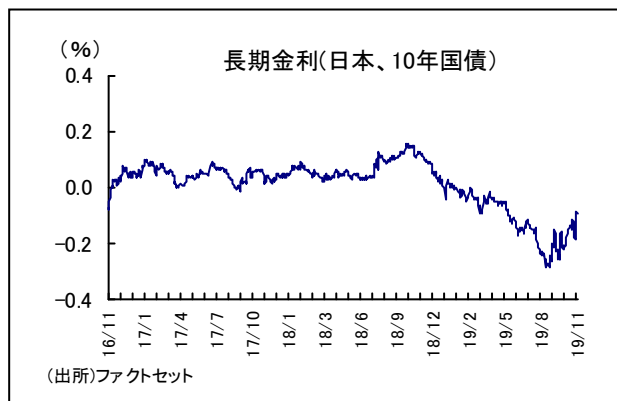
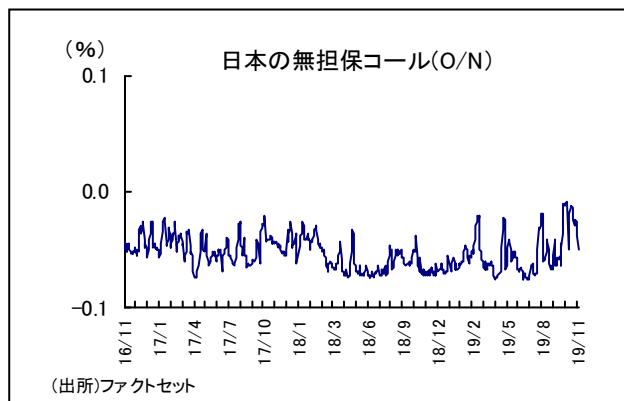
▽各国の株価動向



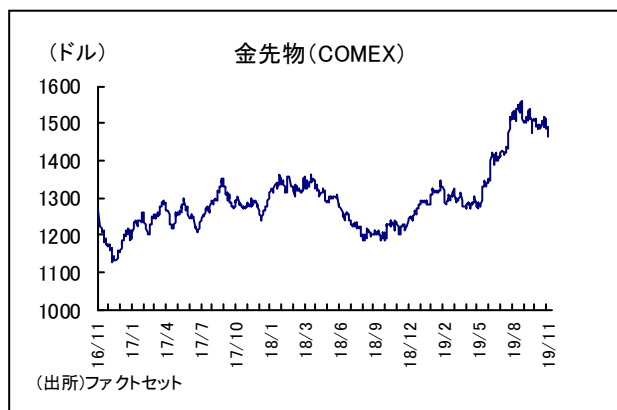
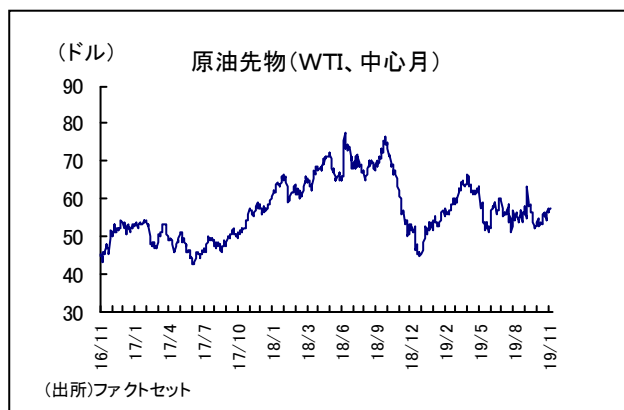
▽外為市場の動向



▽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、山口範大、
西山周作、木下裕太郎