



〈フォーカス〉参院選の与党大勝で成長戦略の進展に期待

注目された参院選は与党の大勝という形に終わり、建前上は、アベノミクスが有権者の信認を得た形となった。しかし、経済政策に関する与野党の論戦が盛り上がり欠いていたのも事実である。アベノミクスも始動から3年を超え、随所に綻びや限界が見えつつあるのは確かで、今後も同じやり方を続けたのでは、次第に国民の支持を維持するのは難しくなっていくだろう。

安倍政権発足につながった衆院解散直後からの株高・円安トレンドをもたらしたのは、8割方金融政策への期待だったが、肝心の景気や物価への効き目は当初から疑問視されていた。切り札と思われたマイナス金利でも貸し出しや設備投資計画が上向く兆しは見えず、金融機関はもとより、一般の事業会社や家計の評判も芳しくない。国債買入れが限界に近づきつつあるのも明らかである。

政権も金融政策の限界を意識している可能性が濃厚で、アベノミクスの重心が再び大型財政に向くのは自然な流れである。政権発足後の1年間である2013暦年の実質GDP成長率である1.4%のうち、0.8%が公的需要の寄与する部分だったことから明らかなように、政権発足当初の景気を支えたのは紛れもなく財政政策であった。しかし、結局はその効果の息切れとともに、景気は再び下を向いたというのが実態であり、効果が持続しないことも改めて明らかになっている。

ただ、日本経済の現状が、再び大型財政を繰り出さなければいけない局面なのかどうかは議論の余地がある。選挙前の論戦では、足元の日本の景気が果たして良いのか悪いのかという単純な論点すら意見がかみ合わないままだった。安倍首相が喧伝するとおり、25年ぶりの高水準の有効求人倍率が景気回復の証拠なのであれば、そもそも大型財政は必要ない。「日本の景気はいいが海外景気が不透明だから大型財政が必要」では説明として苦しい。確かにブレグジットの影響は不透明だが、影響の広がりはお見きわめが必要で、しかもどちらかといえば中長期的な問題である。

個人消費の低迷長期化は、本当に消費増税の反動が理由なのか、消費増税の先送りに伴う社会保障制度への不透明感が逆に消費者の財布の紐を堅くさせているということはないのか、賃金が上がらないのは本当に需給ギャップ要因か、潜在成長率の低下が企業にとっての恒常所得の低下につながっていることが主因ではないのか等々、他にも議論の必要なイシューは事欠かない。要因次第で処方箋は異なるが、上記の議論はいずれも、成長戦略を通じた供給サイドの改革が必要である可能性を示唆している。要となる規制改革は、官邸の強いリーダーシップのもとでなくては実現できないが、これだけ力のある内閣の誕生がめったに望めないことを考えれば、改革のためには絶好、かつ最後のチャンスと言えなくもない。政権基盤を一段と盤石なものとした安倍首相にとって、成し遂げたい目標はたくさんあるのだろうが、願わくは岩盤規制の改革にも、持てるポリティカル・リソースをふんだんにつぎ込んでほしい。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉参院選の与党大勝で成長戦略の進展に期待……………1	・ 欧州ではEUへの懐疑的な見方が広がる……………10
・ 経済情勢概況……………2	・ 主要経済指標レビュー……………14
・ 6月短観は予想上回るも先行きは下振れリスク……………3	・ 日米欧マーケットの動向……………19

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、停滞局面が続いている。今後も、引き続き交易条件の改善が下支えするとみるものの、内外需ともけん引役不在のなか、景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

個人消費は、弱めの動きが続いている。原油安に伴う家計の実質購買力の改善が後押しするとみるものの、名目賃金の伸び悩みが続くとみられるなか、今後の持ち直しペースは緩やかと予想する。

住宅投資は持ち直している。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、需要先食いの影響も残ることで、停滞気味の推移をたどると予想する。

設備投資は、製造業の能力増強投資の低迷が続くとみるものの、更新・維持投資の需要が下支えとなつて、均せば緩やかな回復が続くとみる。公共投資は、2016年度本予算の早期執行や、補正予算の編成が下支えとなり、持ち直しへ向かうとみている。

輸出の回復ペースは鈍い。今後も、世界的な投資の冷え込みなどが下押し要因となつて、伸び悩みが続くと予想する。生産は、輸出や消費の戻りが鈍いなか、回復ペースは緩慢とみている。

消費者物価（コア CPI）は、0%を下回って推移している。需要面からの押し上げ圧力が弱いことで、物価の戻りのペースも鈍いとみており、2016年度のコア CPI は、前年比+0.2%程度にとどまると予想する。日銀が目標とする「2017年度中に2%程度」の達成も困難とみている。

米 国

米経済は、緩慢な回復が続いている。新興国景気の減速などが景気の下押し圧力になるとみるが、雇用環境の改善が続くとみられるほか、ガソリン安によって家計の実質購買力が向上していることなどから、今後は緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、実質所得が改善していることなどから、回復傾向が続くと予想する。

住宅市場は、雇用環境の改善や低金利環境などに支えられ、持ち直し傾向で推移するとみる。

設備投資は、エネルギー関連業種の業況が足かせとなり、当面停滞気味に推移するとみられる。ただ、交易条件の改善が企業収益を下支えすることなどから、年央以降は徐々に回復に向かうと予想する。

輸出は、新興国景気の減速や、ドル高の影響も残ることで、軟調な推移が続くとみる。

FRBは2015年12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0-0.25%から、0.25-0.5%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみており、年後半に利上げが実施されると予想する。その後も2017年末までは年2回程度のペースで利上げが行なわれるとみる。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向で推移している。ECBによる緩やかな金融政策の継続が見込まれるのに加え、難民対策や景気への配慮もあって、各国の財政スタンスがやや緩和する見通しであることなどから、内需は今後も改善傾向が続くとみる。ただ、輸出は新興国の景気減速などを背景に、伸び悩む展開が続くとみられるほか、英国のEU離脱決定の影響も下押し圧力となることで、ユーロ圏景気のリcoveryペースは緩慢なものにとどまると予想する。

個人消費は、サービス業を中心に雇用者数の増加傾向が続くとみられることなどから、緩やかな回復傾向が続くとみる。

固定投資は、緩やかな金融環境が下支えとなるものの、企業の生産活動の停滞などが足かせとなつて、力強い回復には至らないと予想する。

ECBは3月の理事会で、主要政策金利を0.05%から0%へ、中銀預金金利を▲0.3%から▲0.4%へと引き下げたほか、毎月の資産買入れ額を600億ユーロから800億ユーロに増額することや、長期資金供給オペを実施することなどを決定した。ECBは包括緩和の政策効果を見きわめるため、当面様子見姿勢をとるとみているが、景気回復ペースが緩慢ななか、年末までには資産買入れ策の実施期間の延長を決定し、2017年3月以降も資産買入れを継続すると予想する。

6月短観は予想上回るも先行きは下振れリスク

大企業・製造業の業況判断DIは市場予想を上回る

6月調査の日銀短観では、もっとも注目される大企業・製造業の現状判断DIが+6と、3月調査から横ばいとなり、2ポイントの低下という市場予想を上回った（当社も2ポイントの低下を予想）（図表1,2）。素材業種（+3→+6、+3）が3ポイントの上昇、加工業種

（+7→+6、▲1）が1ポイントの低下で、加工業種の悪化を素材業種の上昇がカバーした形である（図表3）。加工業種については、直近1年間で累計11ポイントの悪化となっており、新興国を中心とした海外景気の減速、円高の進行、個人消費の停滞等が引き続き下押し圧力になり続けているとみられる。素材業種の反発は主として商品市況の下げ止まりを反映した形だろう。

大企業・製造業の主要16業種中、現状判断DIが改善したのは9業種で、悪化が6業種、横ばいが1業種という結果である。改善した9業種の中では、石油・石炭製品（▲16→+6、+22）、鉄鋼（▲22→▲12、+10）が二桁の改善となっている。石油・石炭製品については、原油価格の下げ止まりを反映した動きとみられる。鉄鋼も、中国の過剰生産の影響一巡で鉄鉱石の7-9月積み価格が4-6月比+35%と10四半期ぶりに上昇するなど、市況悪化に歯止めがかかったことを反映している可能性がある。一方、悪化した業種の中では、木材・木製品（+41→+29、▲12）、自動車（+5→▲2、▲7）等のマイナス幅が比較的大きい。木材・木製品は元々振れの大きい業種で、前回は+24ポイントの大幅プラスだった反動という側面が大きい。自動車は円高を反映した動きと考えられる。

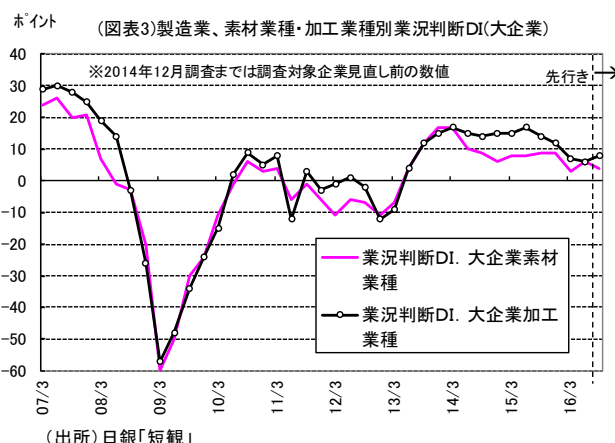
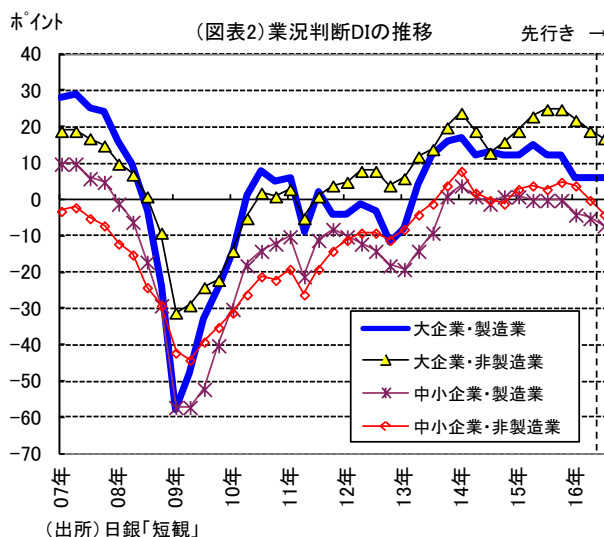
円高進行で先行きは下振れリスク

大企業・製造業の9月の予測DIは、6月から横ばいの+6となった。こちらも市場予想を3ポイ

(図表1)日銀短観業況判断DI

	3月調査実績		6月調査実績				6月調査の当社予測値			
	3月最近	6月先行き	6月最近	変化	9月先行き	変化	6月予測	変化	9月予測	変化
大企業	13	11	12	▲1	12	0	11	▲2	11	0
製造業	6	3	6	0	6	0	4	▲2	3	▲1
非製造業	22	17	19	▲3	17	▲2	18	▲4	19	1
中小企業	1	▲4	▲1	▲2	▲5	▲4	▲1	▲2	▲3	▲2
製造業	▲4	▲6	▲5	▲1	▲7	▲2	▲7	▲3	▲9	▲2
非製造業	4	▲3	0	▲4	▲4	▲4	2	▲2	0	▲2

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成



ント上回った。素材業種は▲2ポイントの悪化、加工業種は+2ポイントの改善である。ただ、2016年度の大企業・製造業の想定為替レートが111.41円/ドルと、足元の水準から10円/ドル前後円安方向となっていることを考えれば、加工業種の業況判断には下振れリスクがある。また、日銀の説明によれば、今回は英国の国民投票前にほとんどのアンケートの回収が終了していたとのことである。したがって、欧州の需要見通しの悪化が、次期以降の業況判断に影響を落とす可能性もあろう。

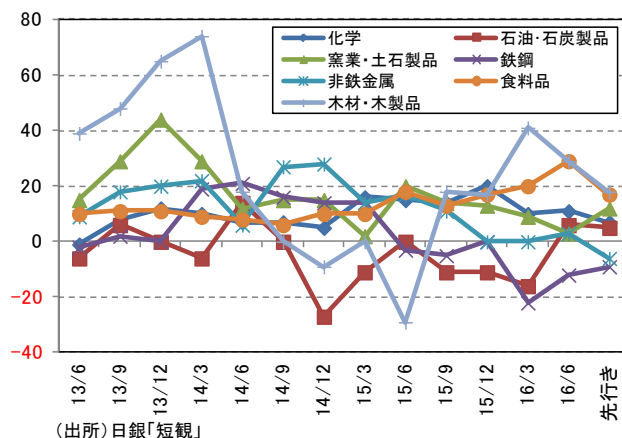
業種別に見ると、主要16業種中、改善が5業種で、悪化が11業種という結果である(図表4,5)。改善した業種では、電気機械(▲5→+6、+11)、窯業・土石製品(+3→+12、+9)などのプラス幅が大きく、悪化した業種では食料品(+29→+17、▲12)、木材・木製品(+29→+18、▲11)、非鉄金属(+3→▲6、▲9)、金属製品(+10→+3、▲7)、造船・重機等(+4→▲3、▲7)などのマイナス幅が大きかった。

大企業・非製造業の業況は悪化

大企業・非製造業の現状判断DIは+19と、3月から3ポイントの悪化となった。これは市場予想と一致した(当社予想は4ポイント悪化の+18)。業種別にみると、主要12業種中、4業種で改善、8業種で悪化という結果(図表6,7)。悪化した業種の中では、宿泊・飲食サービス(+22→+11、▲11)、建設(+45→+36、▲9)、小売(+18→+11、▲7)などのマイナス幅が大きかった。宿泊・飲食サービスは、3月調査の▲10ポイントに続く2期連続の二桁マイナスで、小売ともども、インバウンド需要の伸び鈍化や賃金の伸び悩みの影響を受けているとみられる。建設は、公共投資の減少トレンドを反映した動きであろう。改善した4業種のなかでは、通信(+33→+44、+11)、卸売(+2→+10、+8)の改善幅が比較的大きい。通信は、スマホの利用拡大など、比較的良好な事業環境が影響しているとみられる。

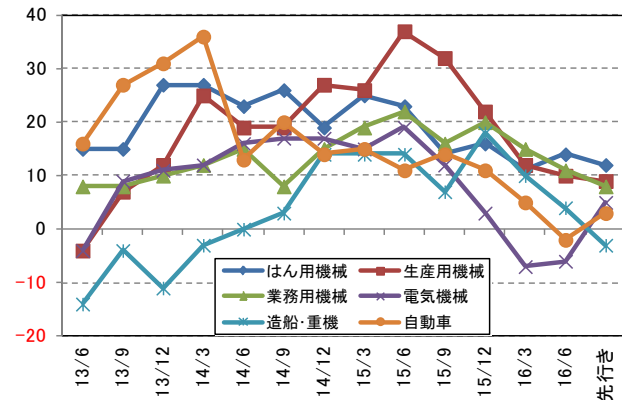
大企業・非製造業の9月の予測DIは+17と、6月から2ポイントの悪化となった。主要12業種のうち、

(図表4)大企業・製造業の主要素材業種の業況判断DI



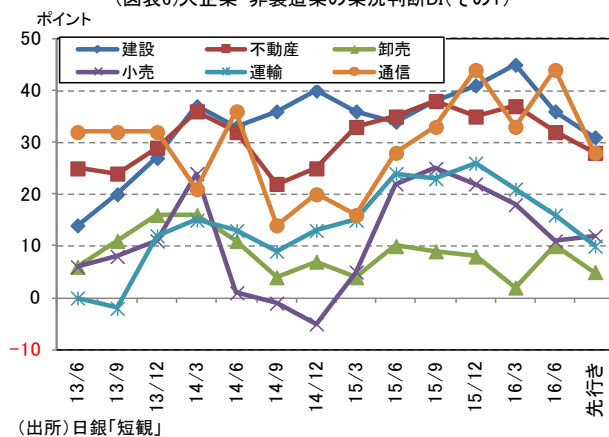
(出所)日銀「短観」

(図表5)大企業・製造業の主要加工業種の業況判断DI



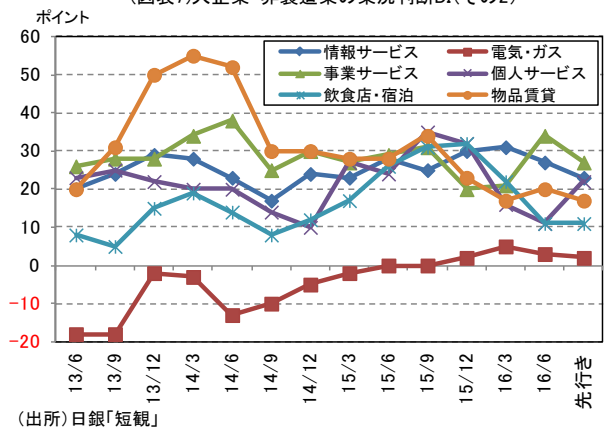
(出所)日銀「短観」

(図表6)大企業・非製造業の業況判断DI(その1)



(出所)日銀「短観」

(図表7)大企業・非製造業の業況判断DI(その2)



(出所)日銀「短観」

改善は2業種で、悪化が9業種、横ばいが1業種という結果。悪化した業種の中では、現状判断は改善した通信が▲16ポイントの大幅悪化となっている。総務省による携帯キャリア各社への新たな利益還元要求などが、先行きの業況の不安定化につながっている可能性がある。同じく現状判断が改善した卸売も、先行きは▲5ポイントの悪化で、持続的な業況改善は見込まれていない。他には、対事業所サービス(+34→+27、▲7)、運輸・郵便(+16→+10、▲6)、建設(+36→+31、▲5)などのマイナス幅が比較的大きかった。

中小企業・製造業も悪化だが、市場予想は上回る

中小企業に目を向けると、まず、中小企業・製造業の現状判断DIは▲5となった。2四半期連続のマイナスで、3月調査からは▲1ポイントの悪化、ただし▲2ポイントの悪化だった市場予想は上回った。主要16業種中、改善が6業種、悪化が10業種という結果。素材、加工別では素材業種が改善(▲10→▲9、+1)、加工業種が悪化(+1→▲2、▲3)と、大企業と同様の傾向になっている。悪化した業種の中では、石油・石炭製品(▲19→▲28、▲9)、はん用機械(+4→▲2、▲6)などの落ち込みが比較的大きい。予測DIは6月から▲2ポイント悪化の▲7で、生産用機械(+4→▲8、▲12)が二桁の大幅マイナスとなっている。

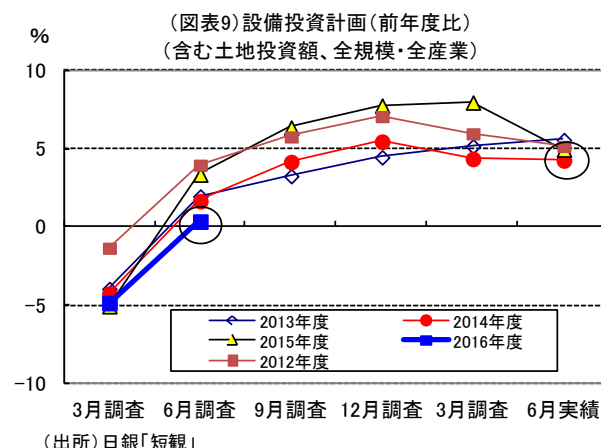
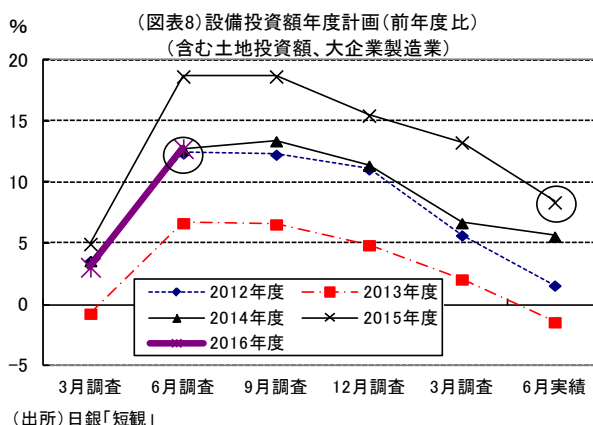
中小企業・非製造業の現状判断DIは±0と、3月調査の+4から▲4ポイントの悪化となった。こちらは市場予想を1ポイント下回った。主要12業種のうち、10業種で悪化、1業種で改善、1業種で横ばいという結果。悪化した業種の中では、宿泊・飲食サービス(+5→▲17、▲22)の悪化幅が突出しており、大企業と同様の理由によるものと考えられる。予測DIは▲4ポイント低下の▲4で、7四半期ぶりにマイナス圏に逆戻りする見通しとなっている。

なお、普段はあまり注目されないが、マイナス金利の影響をみるため金融機関の業況を確認すると、銀行が3月から▲9ポイント、信用金庫・系統金融機関等が▲13ポイントの大幅悪化となっている。銀行は2期通算で▲17ポイントの悪化、同じく信用金庫・系統金融機関等は▲22ポイントの悪化で、予想どおり、銀行業界の業況悪化が続いている。

投資計画は下方修正

2015年度の大企業・製造業の設備投資の実績は、前年比+8.4%となった(図表8, 10)。3月調査から▲4.3ポイント下方修正されたものの、伸び幅は2006年度の同+11.7%以来、9年ぶりの高水準。ただし、全規模・全産業ベースで見ると、2015年度の実績は3月から▲2.8%下方修正の同+5.0%にとどまった(図表9, 10)。2014年度の同+4.3%は小幅上回ったが、2012年度(同+5.2%)、2013年度(同+5.6%)の実績は小幅下回っている。昨年度始から何かと強気の計画が喧伝された2015年度の設備投資計画だが、筆者の予想どおり、終わってみれば結局例年並みの水準にとどまった形である。

2016年度の大企業・製造業の設備投資計画は前年



比+12.8%で、例年どおり3月調査から上方修正されているものの、伸び幅は前年同時期の同+18.7%を大きく下回っている(図表8,10)。全規模・全産業ベースの2016年度計画は同+0.4%と、6月調査としては震災直後の11年度以来の低さである(図表9,10)。今後、円高やブレグジットの影響が出てくる可能性を考えると、設備投資の先行きはかなり厳しい。

(図表10)日銀短観設備投資計画(全産業・前年比)

	14年度 実績	15年度						16年度				
		3月 調査	6月 調査	9月 調査	12月 調査	3月 調査	6月 実績	6月 当社予測	3月 調査	6月 調査	6月 当社予測	
		%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	
全規模	4.3	▲5.0	3.4	6.4	7.8	8.0	5.0	9.3	▲4.8	0.4	0.3	
製造業	6.8	1.3	12.3	13.5	12.2	10.8	9.1	10.4	▲0.9	6.0	1.8	
非製造業	3.1	▲8.0	▲1.0	2.9	5.6	6.7	2.9	8.6	▲6.8	▲2.5	▲0.6	
大企業	5.9	▲1.2	9.3	10.9	10.8	9.8	3.4	7.0	▲0.9	6.2	6.0	
製造業	5.6	5.0	18.7	18.7	15.5	13.3	8.4	10.3	3.1	12.8	8.9	
非製造業	6.0	▲4.1	4.7	7.2	8.5	8.1	1.0	4.9	▲2.9	2.7	4.1	
中小企業	▲0.8	▲21.2	▲15.7	▲6.1	▲0.2	3.9	7.2	9.2	▲19.3	▲14.9	▲14.2	
製造業	9.6	▲14.3	▲9.9	▲2.0	1.5	4.8	11.5	5.9	▲22.0	▲17.8	▲18.1	
非製造業	▲5.0	▲24.5	▲18.4	▲7.9	▲1.0	3.5	5.2	10.8	▲18.0	▲13.5	▲12.3	

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

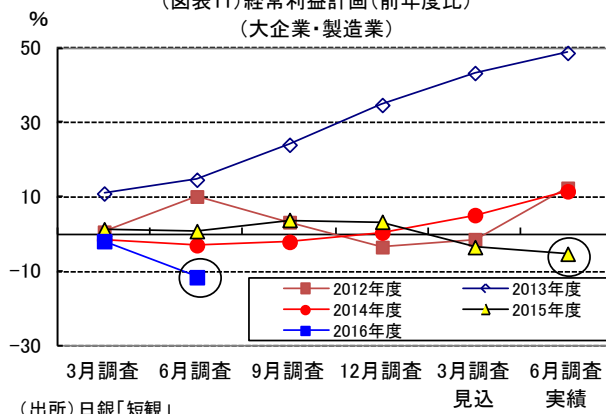
2015年度の大企業・製造業は4年ぶりの減益

2015年度の大企業・製造業の経常利益計画は▲5.3%と、4年ぶりの減益となった(図表11)。全規模・全産業ベースでは同+4.8%と増益を確保したが、最近4年間ではもっとも低い伸び。2016年度の大企業・製造業の計画は▲11.6%と、3月調査の同▲1.9%から大幅下方修正された。6月調査としては、金融危機時の2009年度の同▲39.5%に次ぐ低さ。全規模・全産業ベースでは▲7.2%で、6月調査としては、やはり2009年度の同▲16.4%に次ぐ低さとなっている。

設備投資は企業収益よりもむしろ中長期的な成長期待を反映しやすい売上計画と連動する傾向があるが、大企業、中小企業とも引き続き低迷している。大企業・製造業の2015年度実績は前年比▲2.3%となった(図表12)。全規模・全産業ベースでは同▲1.3%で、経常利益同様、いずれも6年ぶりの低さ。2016年度の計画はそれぞれ同▲0.5%(図表12)、同▲0.1%で、6月調査としては2009年度以来、7年ぶりに減収を見込む形となっている。成長期待が上向かないことには、賃上げや設備投資を積極化させる動きにはつながりにくい。

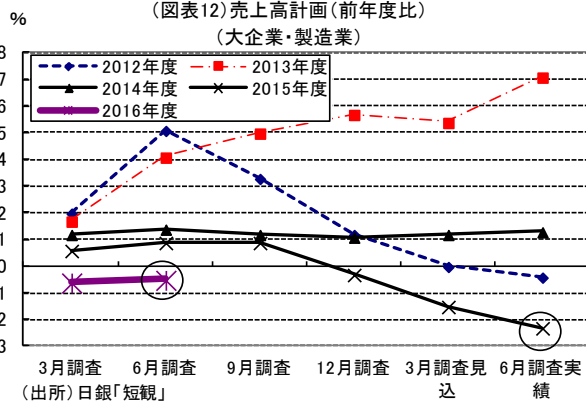
雇用人員判断DI(過剰-不足)は、全規模・全産業ベースで▲17と、3月調査の▲18から1ポイント悪化した(数字が下がれば改善、上がれば悪化)(図表13)。ただ、先行きは3ポイントの

(図表11)経常利益計画(前年度比)
(大企業・製造業)



(出所)日銀「短観」

(図表12)売上高計画(前年度比)
(大企業・製造業)



(出所)日銀「短観」

改善で、依然として雇用需給のひっ迫が続いていることを示している。もっとも、厚労省の統計（一般職業紹介状況）からは、企業の求人が依然として一部の職種、かつ非正規に偏っている様子が示されており、賃金が全体として上昇していく構図にはつながりにくい。今年の春闘における妥結状況は、むしろ昨年度の実績を下回っている。

資金繰り判断DI（楽である－苦しい）は+14と、3月調査から1ポイントの上昇となった（図表14）。金融機関の貸出態度DI（緩い－厳しい）は+23と、こちらは3月調査から横ばい。企業を取り巻く金融環境は一段と緩和的になっているが、すでに資金調達が企業の投資のボトルネックではなくなって久しく、資金繰りDIや貸出判断DIの小幅な変動が、企業の投資判断に与える影響は限定的とみられる。

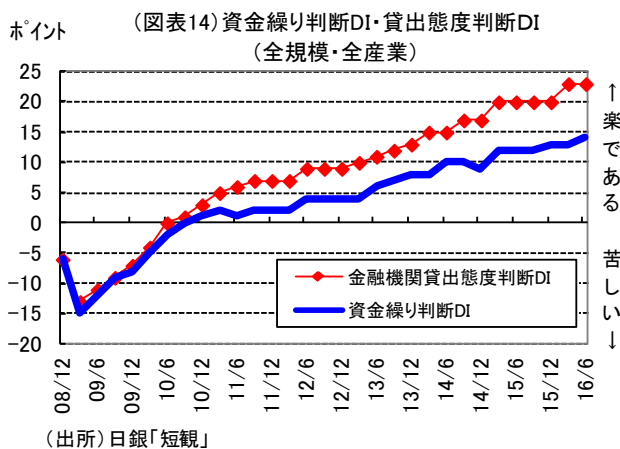
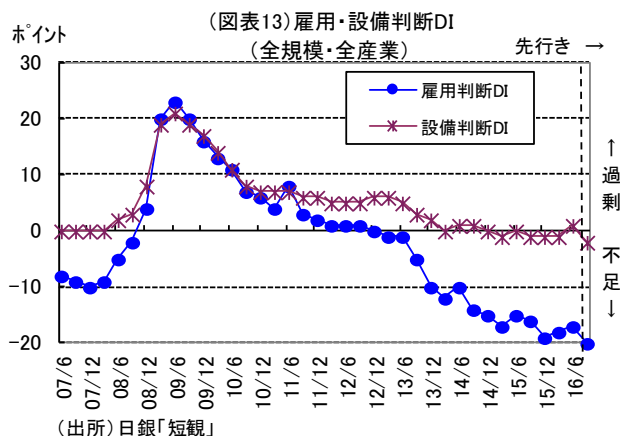
今回の日銀短観では、現状判断DI、先行きDIとも市場予想を上回った。ただ、個人消費、設備投資、輸出とも力強さに欠け、確たるけん引役が見当たらないなか、2016年度の景気は緩慢な回復にとどまると予想する。政府は秋口に大型の経済対策を計画していると考えられるが、海外経済への不透明感も強く、業況の大幅改善は見込み難い。

企業の物価見通しはさらに低下

短観の「企業の物価見通しの概要」からは、企業の物価見通し・販売価格見通しとも一段と低下している様子が示された（図表15）。

全規模合計全産業ベースの1年後の物価見通しは、前回から0.1ポイント下方修正の前年比+0.7%となった。ちなみに前年6月の同調査では同+1.4%であった。1年かけて、伸び幅は半分にまで縮小したことになる。

1%刻みで集計した選択肢別の社数構成比を見ると、最頻値である「0%程度」は、前回の35%から41%へと、一段とウェートを増した。約4割の企業が、向こう1年、物価はほとんど上がらないとみていることになる。5年後の物価見通しも、前回から0.1ポイント下方修正の+1.1%となった。日銀は、来年度中の



(図表15)「企業の物価見通し」の概要

			物価全般の見通し		販売価格の見通し	
				変化幅		変化幅
全規模合計	全産業	1年後	0.7%	▲0.1%	0.2%	▲0.1%
		3年後	1.1%	+0.0%	0.8%	▲0.2%
		5年後	1.1%	▲0.1%	1.1%	▲0.2%
大企業	製造業	1年後	0.6%	+0.0%	-0.2%	+0.1%
		3年後	0.8%	▲0.1%	-0.3%	+0.1%
		5年後	0.8%	▲0.1%	-0.2%	+0.1%
	非製造業	1年後	0.6%	▲0.1%	0.4%	▲0.1%
		3年後	0.9%	+0.0%	1.1%	▲0.1%
		5年後	0.8%	▲0.1%	1.2%	▲0.1%
中小企業	製造業	1年後	0.7%	▲0.2%	0.1%	▲0.2%
		3年後	1.1%	▲0.1%	0.6%	▲0.3%
		5年後	1.2%	▲0.1%	0.9%	▲0.3%
	非製造業	1年後	0.8%	▲0.2%	0.5%	▲0.1%
		3年後	1.2%	▲0.1%	1.4%	▲0.2%
		5年後	1.3%	▲0.1%	2.0%	▲0.1%

(出所)日銀「短観」

インフレ目標の達成を予想しているが、企業は5年かけても達成できないと考えている。

販売価格の見通しも下方修正されている。全規模合計全産業ベースの1年後の販売価格の見通しは、前回3月調査から0.1ポイント下方修正の+0.2%となり、一段とゼロに近づいた。5年後は+1.1%で、前回から0.2ポイントの下方修正である。前年同月との比較では、1年後、5年後ともそれぞれ0.7ポイントの大幅低下となっている。

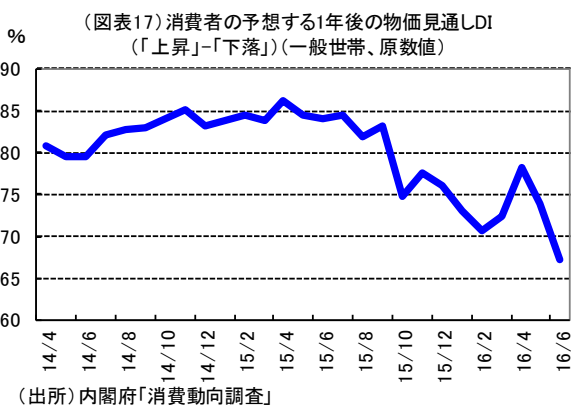
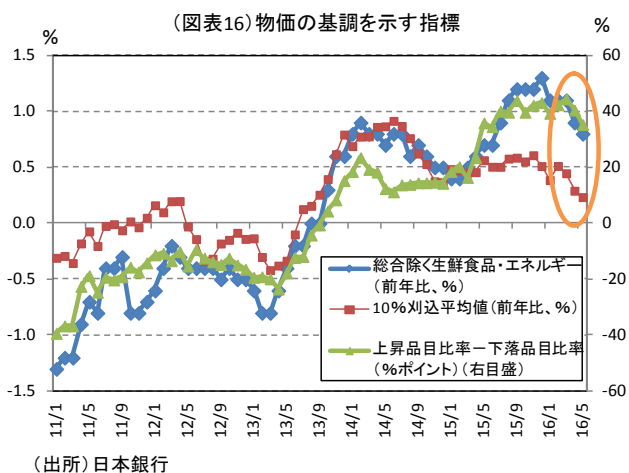
大企業製造業に限れば、販売価格見通しは1年後が▲0.2%（前回比+0.1ポイント）、3年後が▲0.3%（同+0.1ポイント）、5年後が▲0.2%（同+0.1ポイント）という結果で、前回から上方修正されてはいるものの、向こう5年間「デフレ」が続くという見通しは変わらない。大企業がこうした姿勢では、中小企業の価格転嫁余地もおのずと限定的とみるのが自然である。実際、中小企業製造業の販売価格見通しは1年後が+0.1%（同▲0.2ポイント）、3年後が+0.6%（同▲0.3ポイント）、5年後が+0.9%（同▲0.3ポイント）といずれも大きめの下方修正となった。特に、3年後、5年後が大きく下振れている。

「物価の基調」は崩れる

黒田日銀総裁は、物価の基調が堅調である根拠として、CPI（消費者物価指数）の上昇品目ー下落品目の数から確認できる「企業の価格設定行動の強硬化」を何度か取り上げてきた。しかし、短観の物価・販売価格見通しには、そうした企業行動はまったく現れていない。これは、一見、価格決定行動の強硬化にみえた物価上昇が、需給ギャップ要因ではなく、もっぱら円安に伴うコストプッシュ要因によるもので、企業の多くが一過性の現象と考えていたことの証左と考えられる。ただ、上昇品目比率ー下落品目比率はすでにピークアウトしている。5月の同比率は35.3%と、4月の40.5%から5ポイント大きく低下した（図表16）。

「物価の基調」を示す他の主要指標も状況は似たり寄ったりである。日銀型コア（除く生鮮・エネルギー）は4月の前年比+0.9%から、5月は同+0.8%へと低下、10%刈込平均も0.3%から0.2%へと低下した。家計のインフレ期待も下振れている。消費動向調査で示されている消費者の1年後の物価見通しDI（上昇ー下降）は、4月の78.2%から、5月は74.0%、6月は67.2%へと2ヵ月連続で大きく低下した（図表17）。これには消費増税の織り込みが消費したことも影響しているが、67.2%という水準は、消費増税の影響がない2月の70.6%という既往ボトムも下回っている。

指標の種類を問わず、「物価の基調」はほぼ総崩れと言ってよい状況である。これで日銀が次回の決定会合で、「物価の基調は堅調」と言い続けるとしたら、日銀だけ何か別の指標を見ていると言われても仕方がないのではないかと。足元のドル・円相場は安定しているものの、もはや一段の円



高の進行がなくても、7月緩和は避けられない情勢になりつつあるように見える。

すでに、日銀が7月末の展望レポートで物価見通しの下方修正を検討しているとの報道も流れている。前回の会合の公表文では、「物価は当面マイナスで推移」という一言を付け加えているが、結果的にはこれが伏線だったということになりそうである。2016年度のコアCPIを前年比0.5%から0%台前半に引き下げるとともに、「17年度中」という物価目標の達成予想の先送りも検討する可能性が高いが、そうなれば、黒田総裁は、自身の任期中に物価目標の達成ができない可能性を認めることになる。動いても動かなくても金融政策の限界説が強まりかねないという点で、QQEの一段の信認低下は避けられそうもない。（担当：小玉）

欧州ではEUへの懐疑的な見方が広がる

EUへの懐疑的な見方が広がる

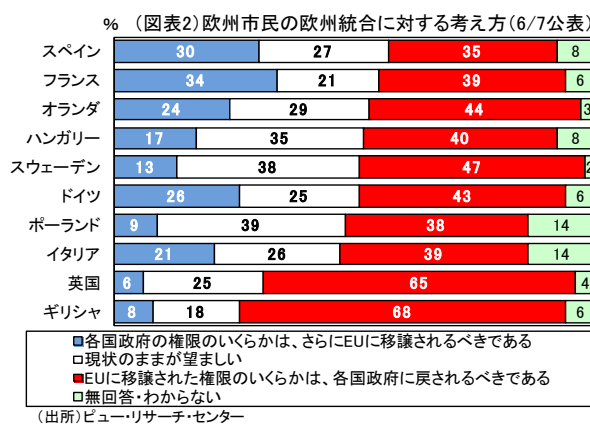
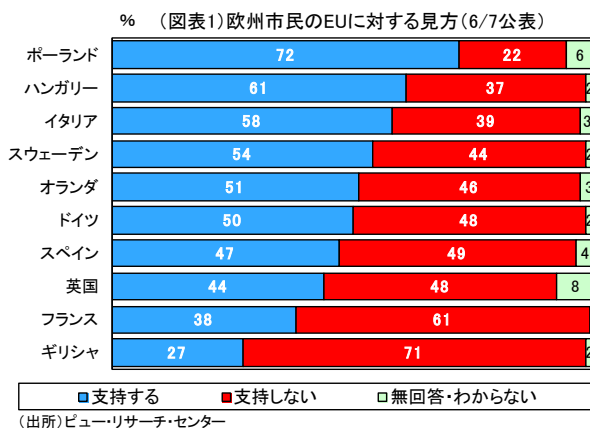
6月23日に実施された英国のEU（欧州連合）離脱を問う国民投票では、残留支持派の得票率が48.1%、離脱支持派の得票率が51.9%と、僅差で離脱支持派が勝利し、英国国民のEUに対する不満や不信感の強さが示された。一方、EUに対する懐疑的な見方は、これまでEUと一定の距離を保ってきた英国だけでなく、欧州統合を主導してきた大陸欧州各国にも広がっている。米国の調査機関ピュー・リサーチ・センターが毎年実施しているEUに関する意識調査（6月7日公表、EU主要10カ国の1万491人が回答）によると、EUに対する見方について、ポーランドやハンガリーなどではEUを「支持する」と回答した人の割合が、「支持しない」と回答した人の割合を大きく上回ったものの、スペイン、英国、フランス、ギリシャでは、「支持しない」と回答した人の割合が、「支持する」と回答した人の割合を上回った（図表1）。昨年調査との比較でも、昨年に続いて調査対象となった6カ国（フランス、ドイツ、イタリア、ポーランド、スペイン、英国）のうち、ポーランドを除く5カ国で、「支持する」と回答した人の割合が減少した一方、「支持しない」と回答した人の割合が増加しており、EUへの懐疑的な見方が強まっている様子が示された。

また、欧州統合について、スペインやフランスなどの6カ国では、過半数がEUへのさらなる政府権限の委譲、もしくは現状維持を望むとの結果となった一方、ポーランド、イタリア、英国、ギリシャでは、同割合が50%を下回った（図表2）。とりわけ、英国とギリシャでは、EUに移譲された政府権限を取り戻すべきと考える人の割合が60%超となり、EUの政治・経済運営に対して、国民の不満が募っている様子が示された。

移民・難民問題や景気回復の鈍さがEUへの不満に

EUへの懐疑的な見方が強まっている背景には、移民・難民問題や、南欧諸国での景気回復の鈍さなどがある。EUは長年にわたり、トルコやモロッコなど、EU域外からの移民を受け入れてきたほか、ドイツや英国などの景気が比較的良好な国々では、景気が低迷する域内南欧諸国などからも、職を求めて移住してくる人が多かった。ドイツや英国などでは、こうした移民によって自国民の雇用が奪われているという不満が以前からあったものの、昨年以降、難民の流入が急増したことによって、移民・難民への反発が一段と強まることとなった。

EUへの難民申請者数の推移を見ると、2015年は132.1万人と、前年の2倍超となった（図表3）。難民急増の背景には、中東やアフリカでのイスラム過激派の増勢や、シリアでの内戦の長期化など



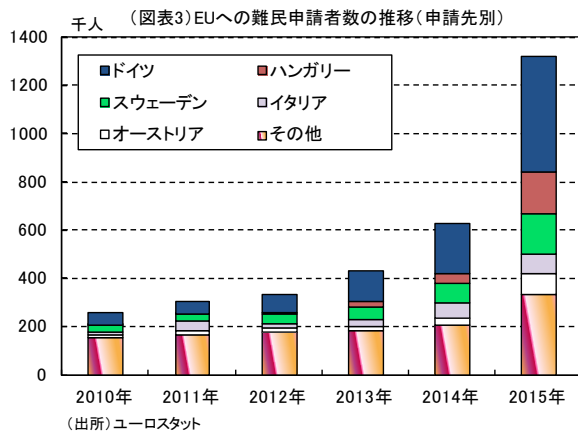
が挙げられる。難民流入の急増に対応しきれず、一部のEU加盟国では、一時的にEU各国間の入国審査の復活や、域外との国境の封鎖を余儀なくされた。加えて、難民による犯罪や地域住民とのトラブルなどが多発し、現在でも社会問題となっている。

難民の無秩序な流入を抑制するため、EUは3月19日、トルコと難民対策に関する枠組みで合意した(図表4)。ただ、トルコが入口となるバルカンルート(トルコからギリシャに上陸し、マケドニアやセルビアを通過してハンガリーへ北上するルート)を利用する難民が減少する一方、リビアなどから地中海を渡ってイタリアをめざす地中海ルートの利用者が増加の兆しを見せるなど、難民問題の根本的な解決には至っていない。急増する難民に対してEUが有効な対策を打ち出せずにいることが、欧州市民の大きな不満・懸念となっている。

一方、景気の動向を見ると、イタリア、スペイン、ギリシャなどの南欧諸国では、2007年の米サブプライムローン問題に端を発する住宅バブルの崩壊や、2008年のリーマン・ショック、2010年の欧州債務問題などを受けて、約5年間にわたって景気後退局面が続いた(図表5)。2013年ごろから徐々に持ち直しているものの、足元の名目GDPは、リーマン・ショック以前の水準をようやく取り戻したか、もしくは依然として下回っているような状況である。失業率の推移を見ても、2013年中ごろから低下傾向にあるものの、スペインとギリシャは20%超の高水準が続いているほか、フランスやイタリアなど、多くの国がEU平均を上回っている(図表6)。景気回復の鈍さへの不満が、各国与党の政策運営への反発につながり、反EU意識をもたらしてきたとみられる。加えて、欧州債務問題以降、EUが財政健全化を推し進めてきたことも、南欧諸国を中心に「EUによる緊縮財政の押しつけ」として、不信感につながっている可能性が高い。

EU 懐疑派政党が勢いを増す

欧州市民の間でEUへの不満が募るなか、EU懐疑派政党が勢いを増している。2014年5月に行なわれた欧州議会選挙では、ドイツ与党キリスト教民主

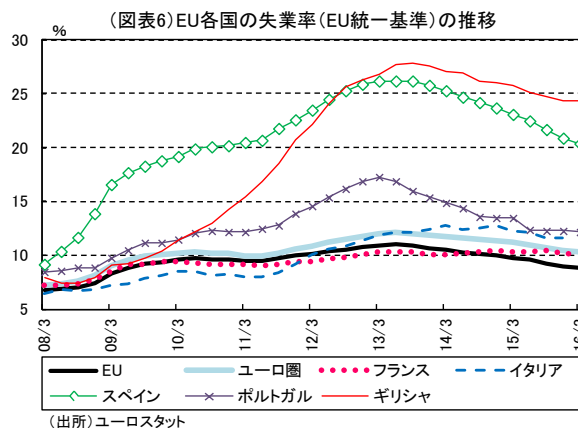
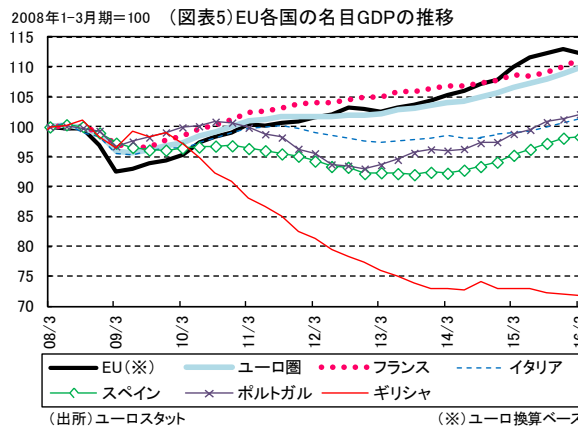


(図表4) EUとトルコが合意した難民対策の枠組み(抜粋)

トルコからギリシャへの不法入国防止策
・トルコ経由で新たにギリシャへ不法入国した移民・難民は、トルコへ強制送還される
・ただしEUは、ギリシャから送還される難民1名につき、トルコで生活するシリア難民1名を受け入れる(難民交換)
・不法入国を防止するため、トルコは監視・警備を強化

トルコの協力に対するEUからの見返り
・EUによるトルコのシリア難民向け初回支援(30億ユーロ)が底をついた時点で支給する追加支援額を、当初予定の30億ユーロから60億ユーロに倍増
・トルコ国民がEUに渡航する際のビザ免除を検討
・トルコのEU加盟交渉の加速

(出所) 各種報道から明治安田生命作成



同盟を中心とする EPP（欧州人民党）や、オランダ与党自由民主国民党が所属する ALDE（欧州自由民主同盟）といった親 EU 会派が議席を減らす一方、ギリシャ与党急進左派連合が所属する GUE/NGL（欧州統一左派・北方緑の左派同盟）や、英国独立党などから成る EFDD（自由と民主主義のヨーロッパ）といった反 EU 会派が大きく支持を伸ばし、存在感を示した（図表 7）。

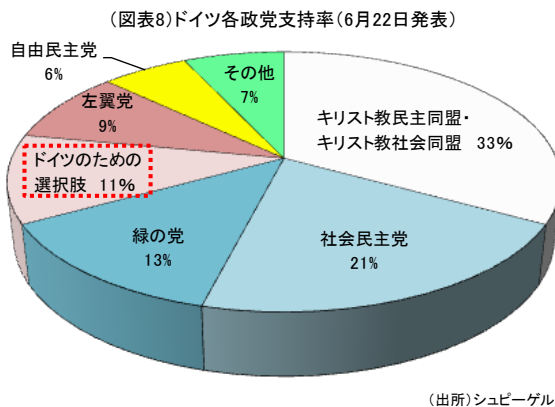
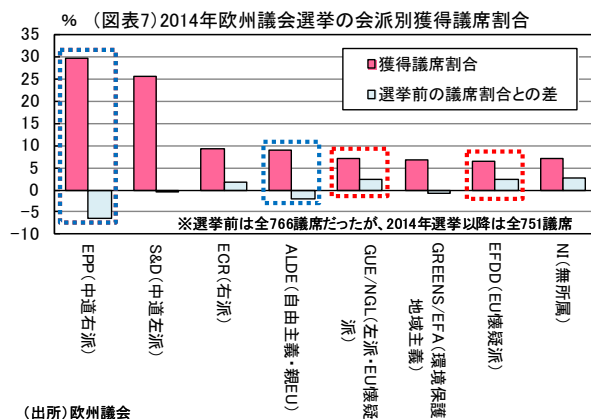
各国選挙を見ても、2015年1月には、ギリシャ総選挙で反 EU・反緊縮の「急進左派連合」が勝利

し、金融支援策を巡って EU などの債権団と対立、ギリシャの国債デフォルトやユーロ圏離脱懸念が大きく高まった。同年10月のポーランド総選挙では、反移民・反難民感情の高まりを背景に、EU 懐疑派の保守系「法と正義」が、トウスク EU 大統領の出身母体である市民プラットフォームに勝利した。12月のスペイン総選挙でも、ギリシャの急進左派連合と友好関係にある反緊縮の急進左派「ポデモス」が第3位の得票率となり、与党国民党の推進する構造改革に反発する国民が増えている様子が示された。2016年に入っても、5月のオーストリア大統領選で反 EU の極右政党である「自由党」の候補者ホーファー氏が 49.7% の得票率を獲得し、勝利まであと一歩に迫ったほか、6月のイタリア地方選では、首都ローマと主要都市トリノで、EU 懐疑派の「五つ星運動」の市長が誕生した。欧州の統合深化を推進しつつ、財政健全化や構造改革などに取り組んできた中道右派・中道左派の主要政党が苦戦を強いられる一方、極右や急進左派の反 EU・EU 懐疑派政党が勢力を強めている。

2017年の主要国選挙でも EU 懐疑派が台頭か

2017年に議会選挙や大統領選挙を控えるドイツ、フランス、オランダでも、EU 懐疑派政党が台頭している。秋に総選挙を予定するドイツでは、極右政党「ドイツのための選択肢（AfD）」が勢いを増している。AfD は、ドイツによるギリシャなどの南欧支援を不服として、ドイツのユーロ圏離脱とドイツマルクの復活をめざして誕生した政党である。発足は 2013 年と、非常に新しい政党ながら、2014 年ごろから反移民を訴えることで支持を伸ばし、今年3月に行なわれたバーデン＝ヴュルテンベルク州、ラインラント＝プファルツ州、ザクセン＝アンハルト州の3州の地方選では、旧西独のバーデン＝ヴュルテンベルク州、ラインラント＝プファルツ州で第3党となったほか、旧東独のザクセン＝アンハルト州では、与党キリスト教民主同盟に次ぐ第2党に躍進した。直近の世論調査でも第4位の人気を有しており（図表 8）、2017年の総選挙では、国会での初の議席獲得が有力視されている。

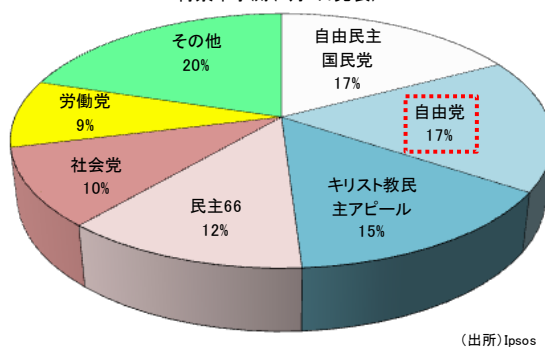
年中旬に大統領選と上院選を控えるフランスでは、極右政党「フランス国民戦線（FN）」が大躍進している。FN は、アルジェリア独立反対派などの右派勢力が集まって、1972年に誕生した政党である。現在は、初代党首ジャン＝マリー・ル・ペン氏の三女、マリーヌ・ル・ペン氏が党首を務



め、反 EU や移民排斥の訴えに加え、福祉国家モデルを擁護するなど、左派的な路線も取り入れることで、幅広い層からの支持を集めている。昨年12月に実施された地方選の第1回投票では、11月のパリ同時多発テロ後の不安などもあって、FNが全13の選挙区のうち、6つの選挙区でトップに立ったほか、全国得票率も28%と、サルコジ前大統領率いる共和党を中心とする右派グループ（27%）や、オランダ大統領の所属する与党社会党（23%）を上回って第1位となった。ル・ペン氏は、英国国民投票でのEU離脱派の勝利を受け、フランスでもEU離脱を問う国民投票を行なうべきとの立場を表明しており、大統領選でル・ペン氏が勝利した場合、フランスでも同様の国民投票が実施されるとみられる。

2017年3月に総選挙が実施されるオランダでは、難民問題の拡大を受け、極右政党「自由党（PVV）」が支持を伸ばしている。PVVは2006年に発足した、イスラム移民の排斥や、トルコのEU加盟反対を掲げる反EU・反イスラム政党である。現在は第3党ながら、閣外協力という形で政権にも参加しており、国政に一定の影響力を有しているとみられる。直近の世論調査に基づく総選挙の得票率予測では、PVVの得票率は17%と、与党自由民主国民党に肉薄するとの見方もある（図表9）。PVV党首ヘルト・ウィルダース氏は、仏FNのル・ペン氏と同様、オランダでEU離脱を問う国民投票を実施すべきと国民に呼びかけており、選挙の結果次第では、オランダでもEU離脱の議論が高まることが懸念される。

（図表9）世論調査に基づく2017年オランダ総選挙の得票率予測（6月9日発表）



EU 懐疑派の台頭が経済に悪影響を与える可能性も

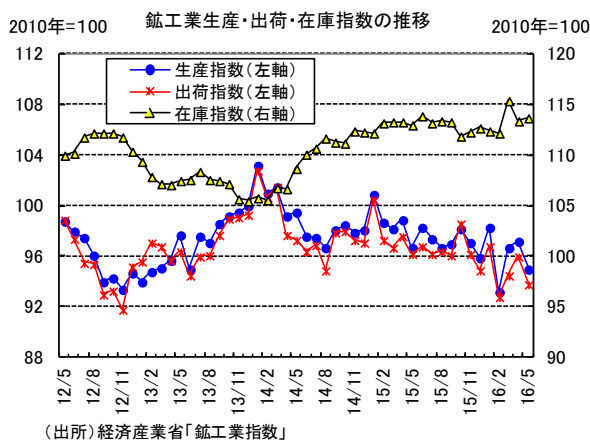
EU 懐疑派政党の台頭は、各国の政治運営を困難にするだけでなく、経済に対しても悪影響を与えるとみられる。まず、スペインなどの反緊縮の急進左派政党が躍進する国では、痛みを伴う構造改革の推進が困難になることで、中長期的な経済成長率が押し下げられることが懸念される。加えて、EUの財政健全化のルールを逸脱して、歳出の拡大や歳入の縮小につながるような動きが広がれば、国の財政に対する信頼が低下し、国債の格下げなどに発展する可能性がある。一方、フランスなどの極右政党が躍進する国では、英国と同様、移民・難民の流入を防ぐためにEUを離脱しようとする機運が高まって、企業が先行き不透明感から投資を手控えたり、海外からの投資も減少するといった可能性も否定できない。また、実際にEUを離脱することになれば、ノルウェーのようにEEA（欧州経済領域）に参加したうえで、人・モノ・サービス・資本の自由な移動を認めない限り、EUの単一市場へアクセスする権利を失って、輸出の大幅減を余儀なくされるとみる。加えて、英国に続いてフランスなどの中核国がEUを離脱することになれば、EUやユーロ圏の存続自体が危ぶまれることにもなる。2017年に選挙を控えたドイツ、フランス、オランダの経済規模は、3カ国合計でEU28カ国の43.8%、ユーロ圏19カ国の59.9%を占める（2015年の実質GDPベース）こともあり、これまで以上に欧州政局の動向に注目が集まりそうだ。（担当：尾家）

主要経済指標レビュー (6/27~7/8)

《日 本》

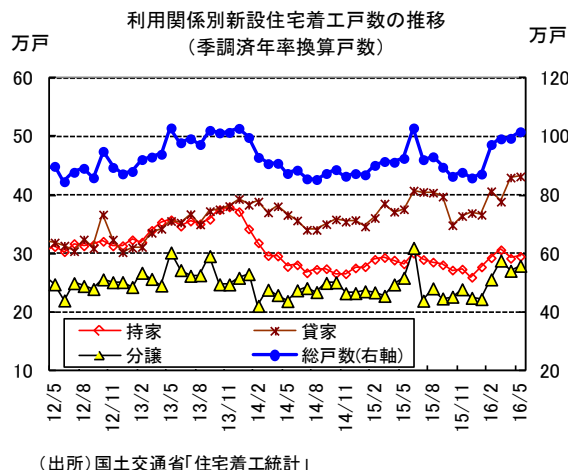
○ 5月鉱工業生産 (6月30日)

5月の鉱工業生産指数(季調値)は前月比▲2.3%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。一方、生産予測調査では、6月が同+1.7%、7月は同+1.3%と、増産が続く見通しとなっている。ただ、4,5月の生産および6月の生産予測指数から4-6月期の生産を試算すると、前期比+0.2%と、小幅なプラスにとどまる。6月の実現率が5月と同様に下振れれば、生産は四半期ベースで2期連続の減産となる可能性が高い。今後についても、世界経済の基調は弱く、輸出の回復力は鈍いとみられるほか、賃金が伸び悩むなかで国内の個人消費の回復ペースも緩やかとみており、生産は、緩慢な回復にとどまると予想する。



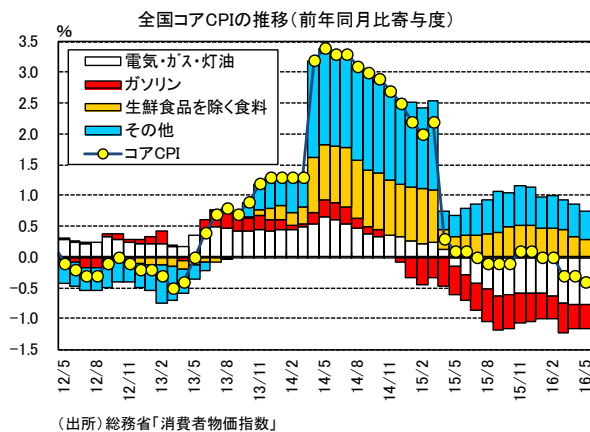
○ 5月新設住宅着工戸数 (6月30日)

5月の新設住宅着工件数(季調値)は前月比+2.3%と、5ヵ月連続のプラスとなり、プラス幅も前月の同+0.2%から拡大した。利用関係別に見ると、貸家が同+0.4%と、2ヵ月連続のプラスとなったほか、持ち家が同+1.1%、分譲が同+3.1%と、いずれも2ヵ月ぶりのプラスとなり、全体の伸びの拡大につながった。今後についても、日銀のマイナス金利政策による低金利環境が下支えするとみられる。ただ、2014年4月の消費税増税などによる需要先食いの影響が依然として残っているとみられるほか、所得環境の回復ペースが鈍いことなどから、消費者は物件購入を慎重に進めるとみる。相続税対策を受けた貸家の節税需要も徐々に減衰へ向かうとみており、今後は、足元の勢いが鈍化し、停滞気味の推移をたどると予想する。



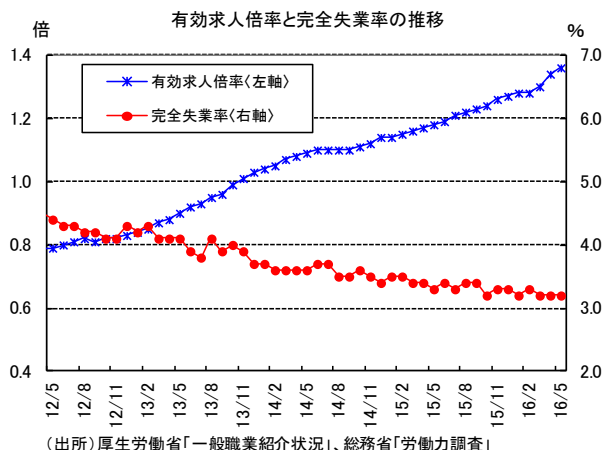
○ 5月全国消費者物価指数 (7月1日)

5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▲0.4%と、3ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も前月の同▲0.3%から拡大した。生鮮食品を除く食料や教養娯楽用耐久財など、為替の影響を受けやすい品目の伸びの鈍化が、押し下げ方向に寄与している。日銀版コア指標も均せば鈍化傾向にあり、物価の基調は弱まっているとみられる。今後については、年度後半にかけて、エネルギー価格のマイナス幅が縮小に向かうとみられることから、コアCPIもプラス圏に浮上するとみる。ただ、円高による押し下げ圧力に加え、期待インフレが低下傾向にあることや、需要面からの物価の押し上げ圧力も弱いことなどから、その後の物価上昇ペースは緩慢なものにとどまると予想する。



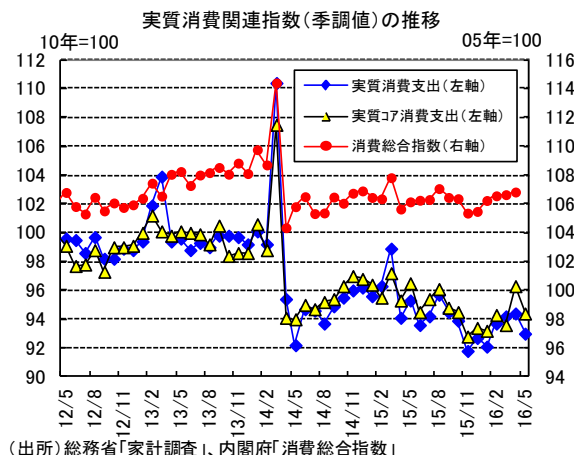
○ 5月有効求人倍率・完全失業率（7月1日）

5月の完全失業率（季調値）は3.2%と、前月から横ばいとなった。内訳を見ると、失業者数が増加したものの、就業者数も増加しており、内容的には悪くない。有効求人倍率（季調値）は1.36倍と、前月から0.02ポイント上昇し、1991年10月以来の高水準となった。ただ、求人は雇用形態や職種の偏りが続いており、就業者の増加も高齢者や女性が中心で、就職した場合でも雇用形態は非正規のケースが多いとみられる。企業側の採用ニーズも、労働集約的な職種が多く、もともと賃金水準などの待遇面でも見劣りしていたことなどから、労働需給の引き締まりを受けた賃金上昇も、全職種平均では、緩やかなペースにとどまると予想する。



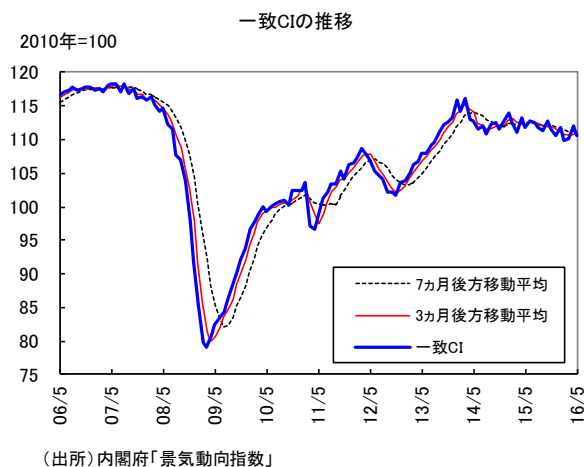
○ 5月家計調査（7月1日）

5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▲1.1%と、3ヵ月連続のマイナスとなり、4月の同▲0.4%からマイナス幅が拡大した。季調済前月比でも▲1.5%と、4ヵ月ぶりのマイナス。昨秋から4月にかけて、均せば持ち直し傾向となってきたものの、5月は2月以前の水準に逆戻りした。販売サイドの統計である小売業販売額も前年比▲1.9%と、3ヵ月連続のマイナスとなるなど、弱めの動きが続いている。今後については、交易条件の改善に伴う家計の実質購買力の回復が下支えとなるほか、政府による政策期待などが消費者マインドの冷え込みを和らげる可能性があるが、名目賃金の伸び悩みが続くなか、個人消費は緩やかな回復にとどまると予想する。



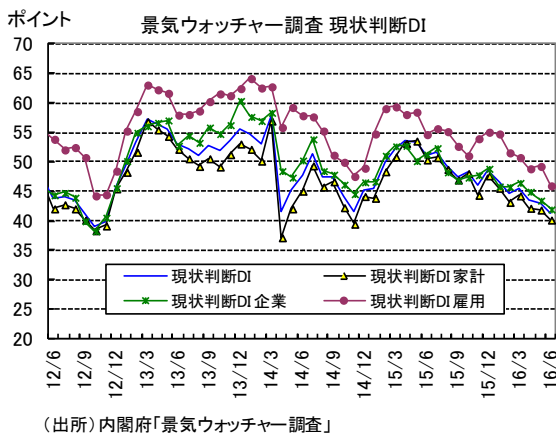
○ 5月景気動向指数（7月7日）

5月の景気動向指数では、一致CIが110.5（前月差▲1.5ポイント）と、3ヵ月ぶりに低下した。先行CIは100.0（同±0.0ポイント）と、前月から横ばい。内閣府の基調判断は、「足踏みを示している」が12ヵ月連続ですえ置かれた。一致CIの個別系列では、生産・出荷関連統計のマイナス寄与が大きく、なかでも燃費不正問題が明らかになった乗用車など耐久消費財出荷指数の落ち込みが足を引っ張った。生産予測調査では、6月が前月比+1.7%、7月は同+1.3%と持ち直す見通しであるものの、実現率はマイナスとなる可能性も高く、一致CIも持ち直しペースは鈍いとみる。今後については、名目賃金の伸び悩みを背景に、個人消費は停滞気味の推移が続くとみられるほか、世界景気の先行き不透明感が続くなか、輸出の回復力も鈍く、景気は緩やかな回復にとどまると予想する。



○ 6月景気ウォッチャー調査 (7月8日)

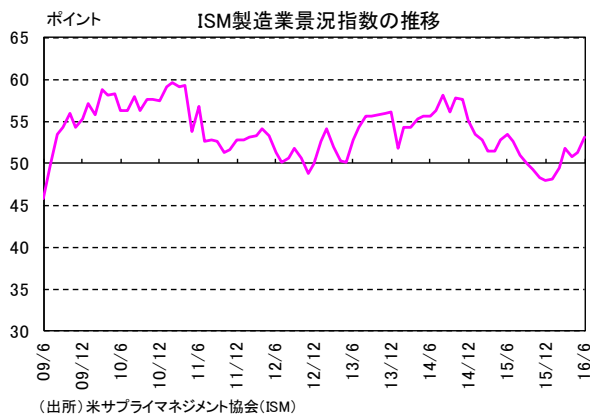
6月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが前月差▲1.8ポイントの41.2と、3ヵ月連続の低下となり、横ばいを示す50を11ヵ月連続で下回った。先行き判断DIは同▲5.8ポイントの41.5と大幅悪化で、こちらも11ヵ月連続の50割れ。ウォッチャーの判断理由では、ブレグジットの影響や円高、インバウンド消費のピークアウトが主たる懸念材料となっている。6月は英国国民投票直後のアンケートだったこともあって、先行きは悲観に振れすぎているきらいがあるが、基調的な指数の低下傾向は明らかで、景気の先行きへの不透明感は高まりつつある。賃金の伸び悩みを背景に、個人消費の回復は見込めないほか、世界景気の回復力の弱さを受け、輸出も停滞が続く可能性が高く、今後の景気回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。



《米 国》

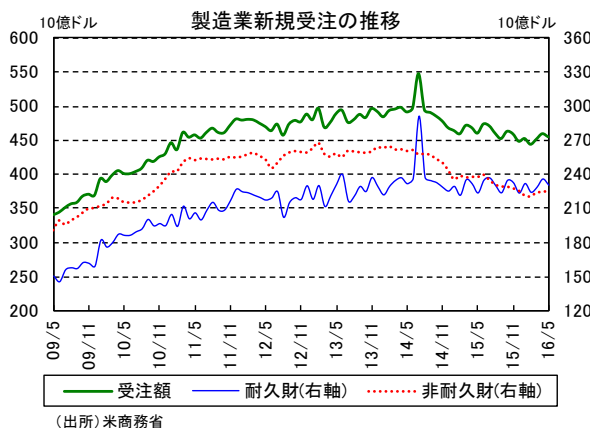
○ 6月ISM製造業景況指数（7月1日）

6月のISM製造業景況指数は53.2と、2ヵ月連続で上昇し、市場予想（51.3）を上回った。活動の拡大を示した業種は、全18業種中13業種で、5月の12業種から増加。構成項目別に見ると、新規受注などすべての構成項目が改善した。英国のEU離脱による米企業への影響に関する調査では、61%の企業が「ほとんど影響ない」と回答したのに対し、27%が「やや悪影響」、6%が「悪影響」と、悪影響が出ると回答した企業は約3割にとどまった。海外景気の先行き不透明感を背景に、企業景況感には当面、低下圧力がかかるとみられる。ただ、個人消費を中心に内需の改善が続くとみており、冬場以降は持ち直しに向かうと予想する。



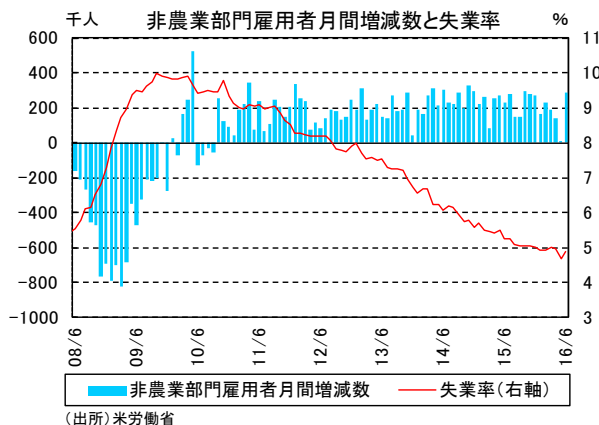
○ 5月製造業新規受注（7月5日）

5月の製造業新規受注は前月比▲1.0%と、3ヵ月ぶりに減少した。ただ、除く輸送機器ベースでは、同+0.1%と、3ヵ月連続の増加となった。耐久財は同▲2.3%と、輸送機器が落ち込んだ結果、3ヵ月ぶりに減少。一方、非耐久財は同+0.3%と、石油などが引き続き回復し、3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）は同▲0.4%と、2ヵ月連続の減少となった。今後の新規受注は、自動車販売の回復などによって、輸送機器が下支えするとみるが、海外景気の減速などが下押し要因となることから、停滞気味に推移するとみている。



○ 6月雇用統計（7月8日）

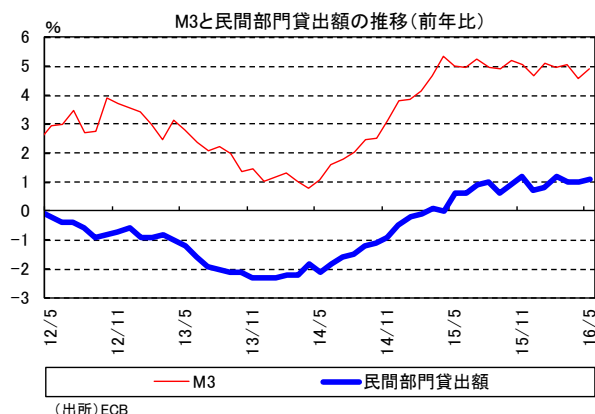
6月の非農業部門雇用者数は前月比+28.7万人と、増加幅が4ヵ月ぶりに20万人の大台を超え、市場予想（同+18.0万人）を大きく上回った。家計調査から集計される失業率は5月の4.7%から4.9%へと、3ヵ月ぶりに上昇したが、失業率の上昇は職探しを再開した人が増加したことも影響したとみられる。時間当たりの賃金は前年比+2.6%と、伸び幅は5月の同+2.5%から拡大。英国のEU離脱決定を受け、FRB（米連邦準備制度理事会）は当面様子見姿勢を続けることとみるが、12月13-14日開催予定のFOMC（米連邦公開市場委員会）で利上げを行なうと予想する。



《 欧 州 》

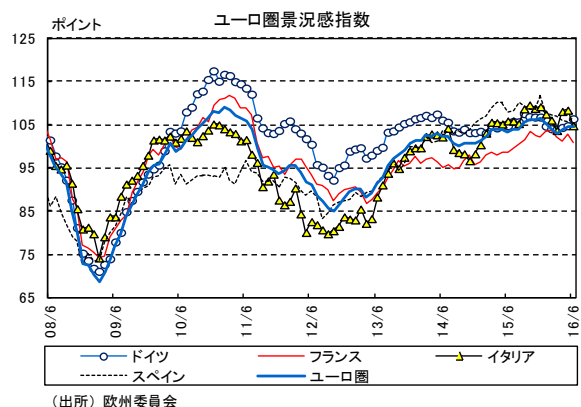
○ 5月ユーロ圏マネーサプライ (6月27日)

5月のユーロ圏マネーサプライ (M3) は前年比+4.9%と、前月の同+4.6%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額も同+1.0%→+1.1%と、3ヵ月ぶりにプラス幅が拡大。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同+2.2%→+2.1%と、5ヵ月ぶりにプラス幅が縮小したものの、非金融企業向けは同+0.9%→+1.2%と、5ヵ月連続でプラス幅が拡大した。ECB (欧州中央銀行) による量的緩和策などを背景に、銀行の貸出態度が緩和しているほか、貸出金利も低下傾向にあることなどから、ユーロ圏の民間向け貸出は今後も緩やかな回復傾向が続くと予想する。



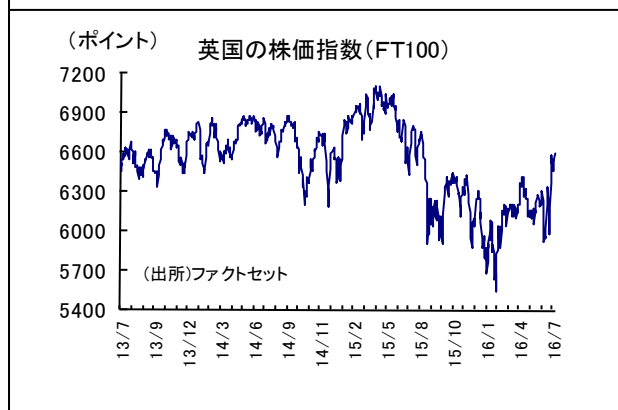
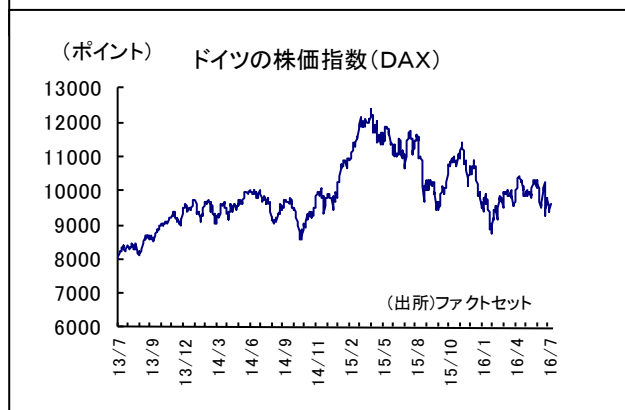
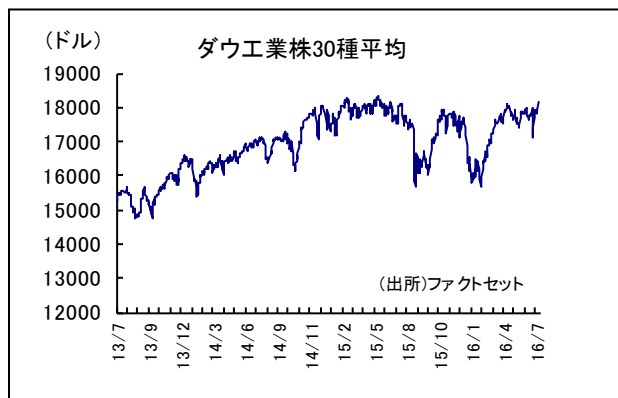
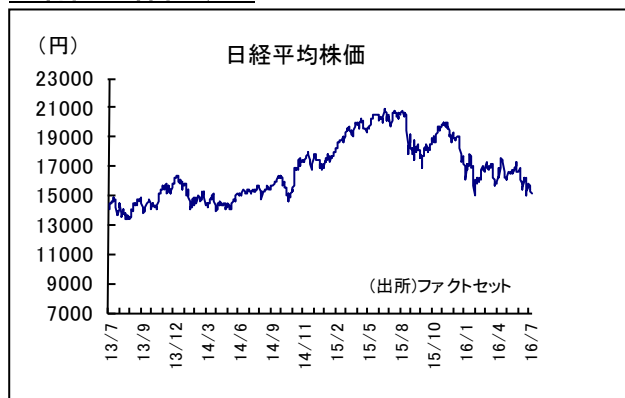
○ 6月ユーロ圏景況感指数 (6月29日)

6月のユーロ圏景況感指数は104.4と、3ヵ月ぶりに悪化した。構成項目別に見ると、鉱工業景況感が▲3.7→▲2.8と、2ヵ月ぶりに改善したものの、サービス業景況感は11.3→10.8、消費者信頼感は▲7.0→▲7.3、建設業景況感は▲17.7→▲18.2、小売業景況感は3.3→0.8と、いずれも悪化。主要国別では、ドイツが104.8→106.4、スペインが105.7→106.5と、ともに改善した一方、フランスは102.7→101.0、イタリアは108.4→104.8と、いずれも悪化した。ECBの緩和的な金融政策が引き続き景気を下支えすると見込まれるものの、英国のEU離脱への懸念などが重しとなることで、ユーロ圏景況感指数は今後も停滞気味の推移が続くとみる。

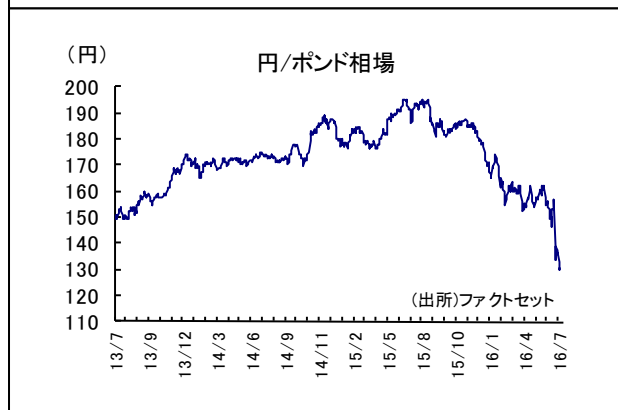
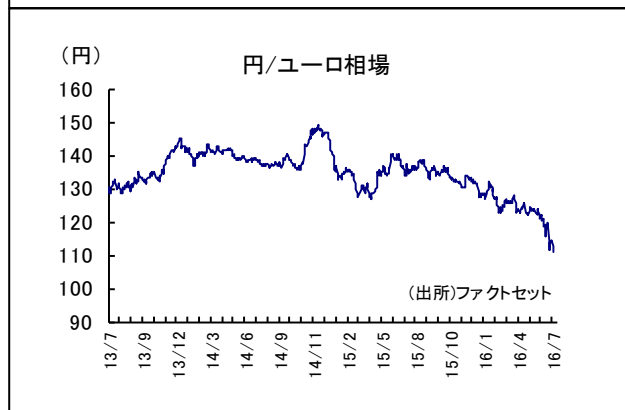
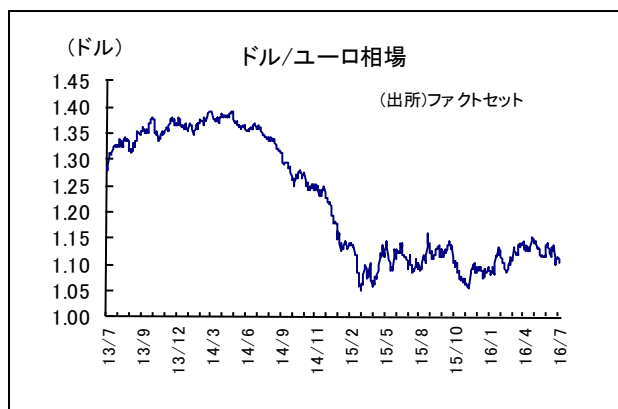
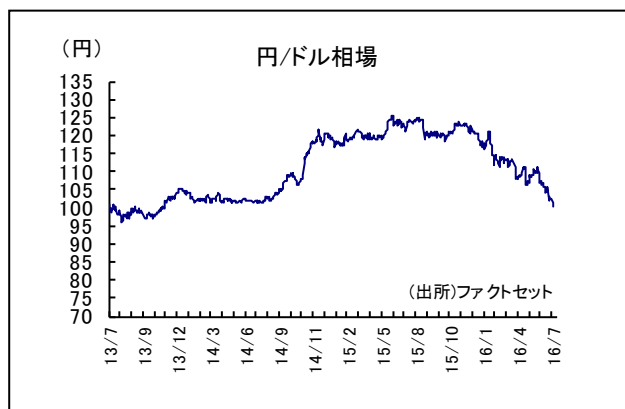


日米欧マーケットの動向 (2016年7月11日現在)

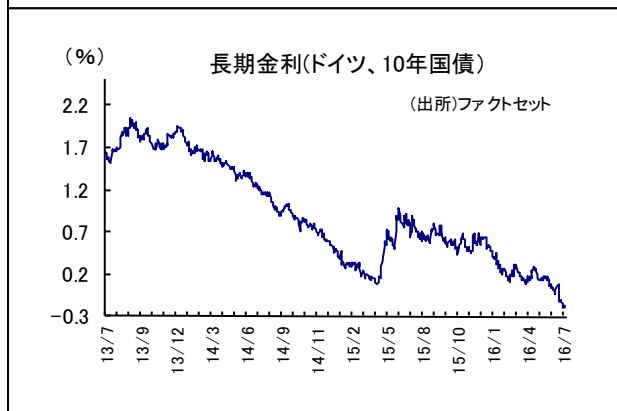
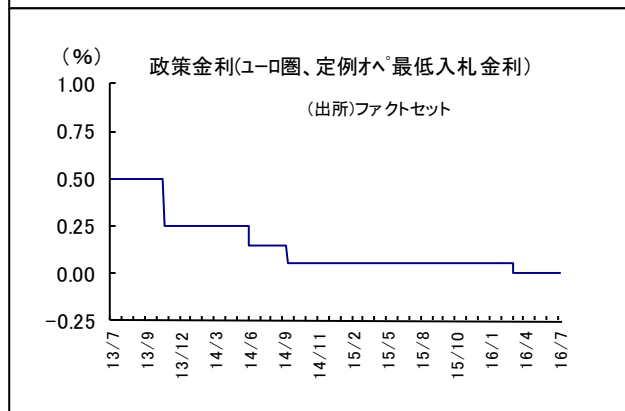
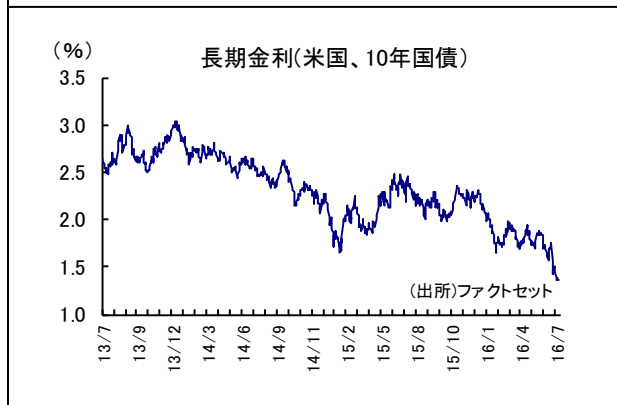
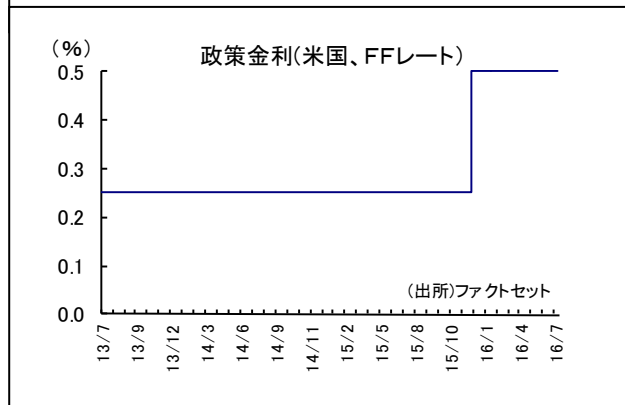
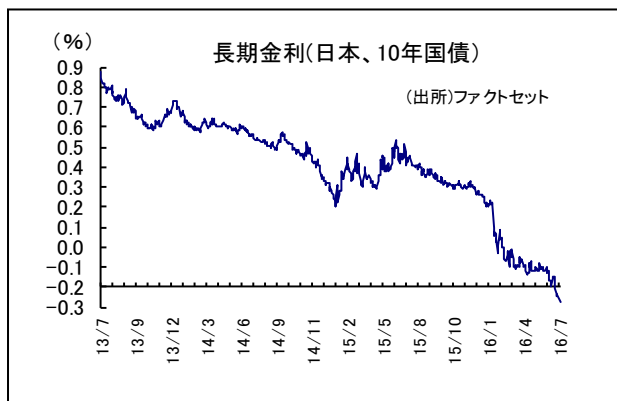
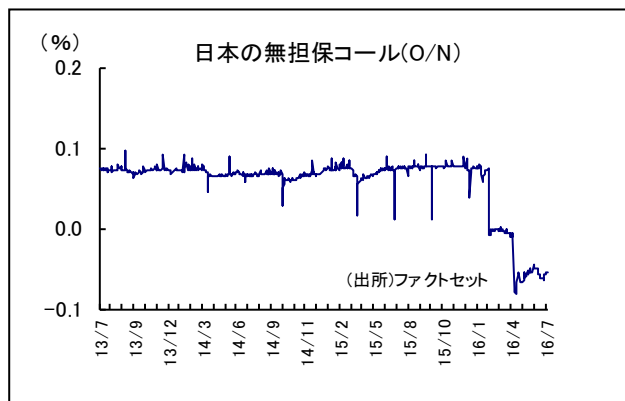
▽各国の株価動向



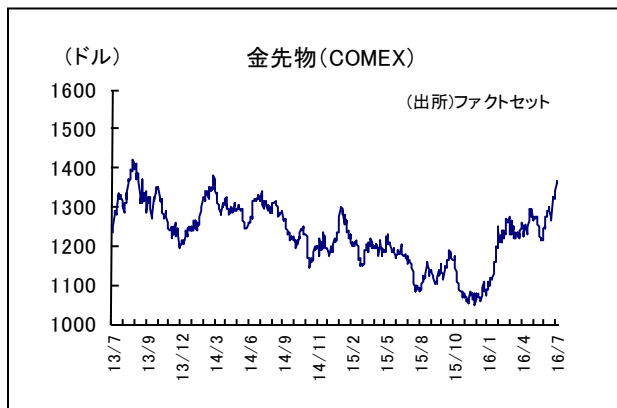
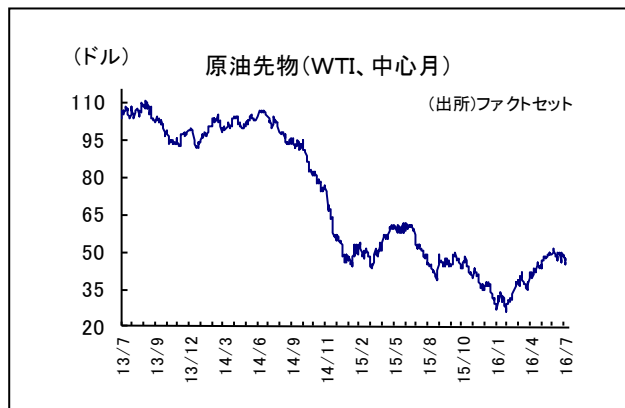
▽外為市場の動向



▽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、謝名憲一郎、信本将巳、平野真依子、山口範大、
尾家小春、開発彰徳、村上梨子、磯部雅人、陳家斉