



〈フォーカス〉トランプノミクス成功の鍵は「高圧経済」の実現

トランプノミクスがうまくいくとしたら、トランプ氏の大型財政政策がいわゆる「高圧経済 (high-pressure economy)」の実現を通じ、米国の潜在成長率の向上に結びつくパターンだろう。

高圧経済とは、平均を上回る経済成長率と、低い失業率で特徴づけられる政策で、景気が巡航速度に達した後も、ある程度財政・金融政策を継続するのが基本的な戦略となる。FRB(米連邦準備制度理事会)のイエレン議長が10月14日の講演で、経済危機による損失の修復を図るには、「高圧経済」政策が唯一の方策となり得ると述べたことが、金融市場でひとしきり話題となった。

ドイツのショイブレ財務相が、伊勢志摩サミットで財政出動を主張する日本に対し、「公共投資は鍋の中で燃えさかる一瞬の炎のきらめきで、最期は負債が増えるだけ」と反論したとおりで、財政政策の効果は通常一時的なものである。この点イエレン氏は、財政が単なる需要追加策ではなく、供給サイドの強化につながってはじめて長期的な効果を持ちうることを強調している。特に長期失業者は、就業のためのスキルが失われていることが再就職を困難にしているケースが多く、高圧経済でこうした層の就業機会が高まれば、スキル蓄積を通じた自然失業率の低下や生産性の向上が期待できる。実際、米国の失業率は大きく低下しているが、非自発的パートタイマーや、職探しをあきらめた人を含めた「U6」と言われる広義の失業率は、いまだに9%以上の水準にある。

景気停滞下での高失業率がその後の回復期にも定着するような現象を「ヒステシス効果」という。元財務長官のL.サマーズ教授らが唱えた理論である。話題を呼んだ同教授の「長期停滞論」は、このヒステシス効果を前提にしている。氏の主張では、需要を増やすことが供給サイドの強化にもつながる。具体策としては、規制・税制改革を通じた投資促進策のほか、財政出動にも大きな意義があるとしており、「長期金利が3%以下で、建設業の失業率が高い今こそ、ケネディ空港の修復などの公共投資を増やすべき」などと述べた。このあたり、トランプ氏の規制緩和やインフラ投資の主張とも合致している。

課題は、米国経済のインフレへの耐性をどう見るかである。米国のインフレ予想は10年以上にわたり、しっかりアンカーされた状態が続いている。日本のようにデフレ期待とまではいかないが、低インフレ期待は予想以上に強固かもしれない。そうであればトランプノミクスの成功率は高まる。ただ、フィッシャーFRB副議長が、「われわれの誤りがインフレ率によってはっきりするまで続けるべきだと主張すれば、変更は手遅れになる」と、批判しているとおりで、期待された供給サイドへの効果がみられない場合、インフレリスクが高まる。トランプノミクスの場合、財政赤字拡大への懸念がインフレ期待の高まりにつながる可能性もあるほか、保護主義的政策を本気で進めるのであれば、供給ショックがスタグレーションを招く危険もある。「試してみる」にはリスクの大きい政策だが、トランプ氏自身は躊躇しないだろう。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉トランプノミクス成功の鍵は「高圧経済」の実現・1	・設備投資は緩やかな回復が続く……………7
・経済情勢概況……………2	・主要経済指標レビュー……………10
・「トランプノミクス」はどの程度	・日米欧マーケットの動向……………15
「レーガノミクス」なのか ……3	

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。当面は、これまでの原油安の効果が残るとみられるほか、政府の経済対策の効果も後押しし、景気は回復基調が続くと予想する。

個人消費は、緩慢な回復が続いている。今後も消費者の節約志向が残るとみられるものの、家計の実質購買力の改善に加え、さまざまな政策効果も下支えとなって、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

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

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・維持投資を中心に、均せば緩やかな回復を予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しし、増加傾向での推移を見込む。

輸出は持ち直しつつある。今後も、底堅い米国景気などに支えられ、緩やかな持ち直し傾向で推移すると予想する。生産は、輸出や消費の持ち直しを受け、均せば改善傾向が続くとみている。

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▲0.3%程度にとどまると予想する。

米 国

米経済は、緩やかな回復が続いている。雇用環境の改善が継続していることや、緩和的な金融環境が続いていることなどから、今後も景気回復基調が続くと予想する。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることや、減税策が期待できることもあって、回復傾向が続く可能性が高い。

住宅投資は、雇用者数の増加や低金利環境などに支えられ、持ち直しに向かうとみる。

設備投資は、企業収益の改善などを背景に、回復傾向で推移すると予想する。ただ、外需は伸び悩むとみられることなどから、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。

輸出は、海外景気の先行き不透明感が残ることから、伸び悩むとみる。

FRBは2015年12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.00-0.25%から、0.25-0.50%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみており、年2回程度のペースで利上げが行なわれると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。英国のEU離脱を巡る先行き不透明感が残るものの、ECBの緩和的な金融政策や各国の財政スタンスの緩和などに支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。ただ、企業部門のバランスシート調整圧力が残ることなどから、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

個人消費は、雇用環境の改善などを背景に、緩やかな回復が続くと予想する。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、企業債務の高止まりなどを背景に、回復ペースは鈍いままとみる。

ECBは3月の理事会で、主要政策金利を0.05%から0.00%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。景気回復ペースが緩慢ななか、ECBは年末までに資産買入れ策の実施期間の延長や、資産買入れルールの変更を決定し、2017年3月以降も資産買入れを継続すると予想する。

「トランプノミクス」はどの程度「レーガノミクス」なのか

異なる点も多いが

トランプ次期大統領の経済政策を、レーガノミクスになぞらえて論評する向きが増えている。トランプ氏の政策自体、まだ全貌が明らかになったわけではないが、実際には、思想的背景から政策メニューに至るまで、むしろ相違点の方が多いようにみえる。そもそもトランプ氏は、レーガン大統領以来、共和党が延々と積み上げてきた保守主義の伝統を根こそぎ打ち倒そうとしている存在だ。ただ、少なくとも大型減税と言う点では一致しているほか、足元の相場の動きは、レーガノミクスがもたらした動きと確かに似ている。したがって、トランプノミクスの先行きを占ううえで、レーガノミクスの帰結を振り返るのはそれなりに意味がある。

レーガノミクスとは、米国のロナルド・レーガン大統領(任期：1981年－1989年)が採用した経済政策である。サプライサイド経済学を理論的な支柱としており、①大幅な減税、②通貨供給量の厳格な管理、③市場不介入と規制緩和、を政策の軸としていた。

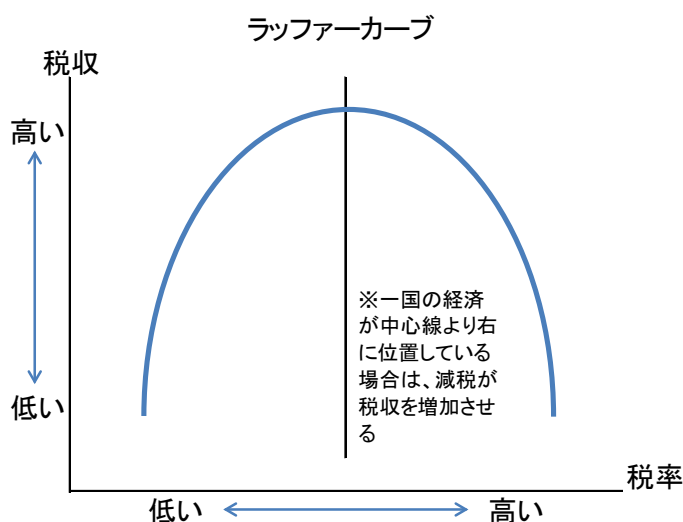
1970年代に発展したサプライサイド経済学は、税制が供給サイドに与える影響を強調した部分に特徴がある。サプライサイド経済学を主張する一派(サプライサイダー)は、古典派的な立場から、「供給がそれ自身に対する需要を作り出す」というセイの法則が短期的にも成立し、需給ギャップの拡大は起こり得ないと主張した。したがって財政政策や金融政策など、景気対策を基本的にすべて否定するところから出発する。

失敗に終わったレーガノミクス

古典派の主流であるミルトン・フリードマンら、いわゆるマネタリストと呼ばれた人々は、景気のファインチューニング策としての金融政策を否定する一方、中長期的な視点からインフレ期待を安定させるという意味で、金融政策の役割を「限定的に」認め、マネーサプライの管理を主張した(k%ルール等)。しかし、サプライサイダーは実体経済とマネーサプライは無関係とし、金融政策は短期的にも長期的にもすべて無効とした。

一方で、減税は有効とする。ただし、需要喚起策としてではなく、減税によって労働供給や設備投資が恒常的に増加し、潜在成長率の上昇につながるという、供給サイドから見た役割を主張したのが特徴である。ラフファーカーブ(右図)に示されるとおり、持続的な経済成長の実現で税収は減税にもかかわらず増加するため財政赤字の拡大は懸念不要とし、たとえ拡大しても民間部門の貯蓄増によってファイナンス可能とした。ちなみに、御年76歳のアーサー・ラフファー教授は、次期FRB(米連邦準備制度理事会)議長の候補の一人とされている。

こうした主張は過度に楽観的かつ実証的裏づけもないとして、主流派の経済学者からは冷笑されたが、驚くべきことにそれを国の政策として採用したのがレーガン政権であった。この点、リフレ



政策というある意味異端の政策を国策にしたという点で、安倍政権と似ていると言えなくもない。しかし、レーガン大統領が打ち出した25%の個人所得減税や、大幅な投資減税により、財政赤字は現実には主流派経済学者の予測通り拡大の一途を辿った。

気になる日本経済へのリスク

一方で、所得減税は個人消費を刺激したものの、貯蓄の増大には繋がらず、投資減税によって企業の資金需要も増大したため、民間貯蓄で財政赤字のファイナンスができず、国内が貯蓄不足の状態となった。これにより、プライムレートが一時19%に達するなど、異常な高金利が進んだ。

これがドルの独歩高を招き、貿易収支が急速に悪化、国内貯蓄不足もあって経常赤字も大幅に拡大し、財政赤字と経常赤字という「双子の赤字」時代が到来した。ドル高トレンドは、結局1985年のプラザ合意まで止まらなかった（プラザホテルは奇しくもその後トランプ氏が買収した）。

米政府は、円の国際化が十分でないため国際取引に用いにくいこと、金融市場の自由化が進んでおらず日本で金融資産の運用がしにくいことが円安の背景にあるとし、「円の国際化」と「金融自由化」を日本政府に強く迫った。いわゆる「ロクイチ国債」の暴落で、金融自由化への機運が高まっていた折でもあり、こうした「ガイアツ」は日本の金融自由化を後押しする力となったが、同時に迫った内需拡大策は、日銀の低金利政策の長期化を通じ、その後のバブルの勃興を招くこととなった。

こう考えると、トランプノミクスは、展開次第では日本経済に想像以上のトレンド変化をもたらす潜在性を秘めている。現時点では、トランプ政権の経済政策を司る人事が確定していないことから、この顔ぶれにも大きく左右されることになる。財務長官、大統領経済諮問委員会（CEA）委員長、国家経済会議（NEC）委員長、少し先になるが（18年2月）、次期FRB議長の顔ぶれが重要になる。共和党右派の主張に沿ったサプライサイダー系の人材がはまれば、レーガノミクスの路線が強まるかもしれない。トランプノミクスのもうひとつの顔である保護主義、重商主義的要素に理解を示す人財であれば、そちらの方向に振れることになるだろう。上記のうち、財務長官に指名されたムニューチン氏はビジネス界出身で、企業活動の制約要因となるような政策を積極的に支持する人物ではなさそうだ。そもそも、経済学を勉強した人の中に後者の人財はまれで、人選には苦勞すると思われるが、支持者である白人労働者の喝采を浴びたのは減税よりも保護主義的政策である。

保護主義的路線には限界

保護主義は共和党の党是に反する政策であり、議会が防波堤になるとみているが、もしトランプ氏の公約通りの保護貿易政策が実行に移されれば、米国経済に悲惨な結果をもたらすだけに終わるだろう。保護主義政策は、必ず同程度、あるいはそれ以上の報復を受ける。中国からの輸入品に45%の関税を課せば、まずはウォルマートの製品の多くが大幅に値上がりし、労働者の懐を直撃する。中国政府としてもその後は気兼ねなく人民元を切り下げられるようになるだろう。中国の米国からの大豆輸入はストップし、ボーイングはエアバスに置き換えられ、iPhoneの販売は激減する。中国でなくとも対応は同じで、自分だけが一方に制裁を課して相手からの制裁は拒絶するという選択肢はありえない。そもそも、こうした政策に踏み切るためには、米国はまずWTOを脱退するところから始めなければならない。

どのみち、すでに生産インフラの多くが失われたラストベルトに製造業は簡単には戻ってこない。もし中国での生産コストが上がれば、他の途上国に移転するだけだろう。トランプ氏としても、保護主義的な政策の矛盾や誤りは元々知ったうえでアジテーションの道具として使っていたか、もし

くは知らなかったのであればこれから学ぶことになるだろう。「思いがけず」大統領になってしまった今、公約とのはざままで、政策の落としどころに苦しんでいるところかもしれない。保護主義的政策は、当初の公約から大幅に後退する可能性が高い。

トランプ氏の TPP 脱退表明により、さかんに流布された「TPP は米国の陰謀」説が誤りであることが改めて明らかになった。たとえ米国であっても、国際交渉の場で思うがままにふるまえるわけではない。トランプ氏が、TPP を二国間 FTA に置き換えればより有利な条件を引き出せると考えているとしたら幻想に終わるだろう。莫大な政治的エネルギーを費やしてまとめあげた合意を一方的に反故にされる以上、多くの国は再交渉を拒否、もしくは強硬な態度で再交渉に臨むことが予想される。個別交渉に莫大な時間がかかるのも必至で、任期中にまとめあげるのは至難の業である。

多少なりとも米国追従的な態度を取るとしたら日本だが、日本としても製造業と農業の両方でさらなる譲歩を強いられる展開はありえない。もっとも、農業で譲歩する代わりに、製造業で有利な条件を引き出せるとしたらむしろその方が日本経済にとっては望ましい。自動車の関税撤廃までに 25 年もかかるというのはあまりにも長すぎる。

いずれは負の側面にスポット

株式市場は今のところトランプノミクスの「正」の側面しか見ていない。アベノミクスで儲からなくなって困っていたヘッジファンドにとっては、格好の新しい株高ストーリーを見つけたというところかもしれない。動きが早すぎる分、アベノミクス相場同様、早晚深めの調整を挟むことになりそうだが、それをこなせば、トランプ相場は大方の予想以上に息の長いものとなるかもしれない。「トランプの予算」が動き始めるのは来年秋以降、それが景気を押し上げるのは 2018 年以降で、結果的にインフレを招くとしても、2019 年以降となる可能性が高いためだ。来年早々に為替相場が 120 円/ドルをめざす展開になってもおかしくない。

ただ、いずれは「負」の側面にスポットがあたることになるだろう。表紙で述べたような、高圧経済→安定成長が実現すれば良いが、現時点ではやはり希望的観測の域を出ない。FRB のフィッシャー副議長が、「米労働市場は完全雇用に近い」と述べているとおり、米経済はさほど大きな景気刺激策を必要としているわけではない。景気は回復からすでに 7 年を超えて、成熟期に差し掛かっている。景気刺激策が循環的な景気後退入りを早める可能性もあるほか、財政赤字の拡大が意識されることで、インフレ期待が予想以上に早い段階で高まるリスクもある。ドル高の持続で製造業から怨嗟の声が高まれば、政権が FRB に利上げ停止の圧力をかけるかもしれない。これもインフレ加速の要因となろう。保護主義的政策が供給ショックとなって、スタグフレーションにつながるルートもありうる。

レーガノミクス下でのドル高トレンドの修正は、プラザ合意という他国への圧力を必要とした。いまやそうした国際合意で相場を動かす時代ではないが、トランプ氏であれば、慣例や常識を無視した行動も躊躇しないかもしれない。プラザ合意ならぬ、トランプホテル合意を迫られる可能性もありえなくはない。

先行きの展開が読めないのは、トランプノミクスに経済理論の背景がないからである。レーガノミクスには、傍流ではあれ曲がりなりにも経済理論の裏付けがあった。トランプノミクスは、拡張財政と言う意味では、オールドケインジアンのようにも見えるが、保護主義等、異なる部分も多く、強いていえばポピュリズム経済学としか形容のしようがない。理論的支柱がない分、どう変節するかわからず、これが先行きのシナリオを余計不透明にしている。

株式市場では勝利演説が穏当だったことも評価されているようだが、何も勝利直後に暴言を吐く必要はないわけで、早晩、「素」のトランプが前面に出てくるだろう。経済よりも先に、政治的混乱が政権の寿命を縮める可能性も否定できない。投資家は、今しばらくトランプ相場を謳歌できるだろうが、賞味期限切れのタイミングは慎重に見きわめる必要がある。（担当：小玉）

設備投資は緩やかな回復が続く

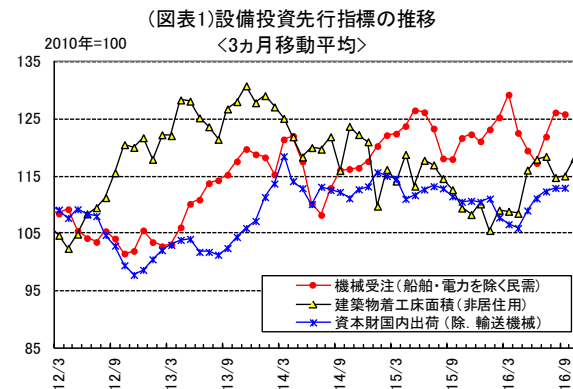
先行指標は緩やかな回復を示唆

日本の設備投資の先行指標（3ヵ月移動平均）を見ると、建築物着工床面積（非居住用）は5月に大きく上昇し、その後も均せば緩やかな回復が続いているほか、資本財国内出荷（除、輸送機械）も春先以降、回復傾向で推移している（図表1）。一方、機械受注（船舶・電力を除く民需）は、夏場以降、回復ペースが鈍化している。9月の内閣府による基調判断も、前月の「機械受注は、持ち直しの動きがみられる」から、「機械受注は、持ち直しの動きに足踏みがみられる」へと下方修正された。先行指標からは今後の設備投資が緩やかな回復にとどまる可能性が示唆される。

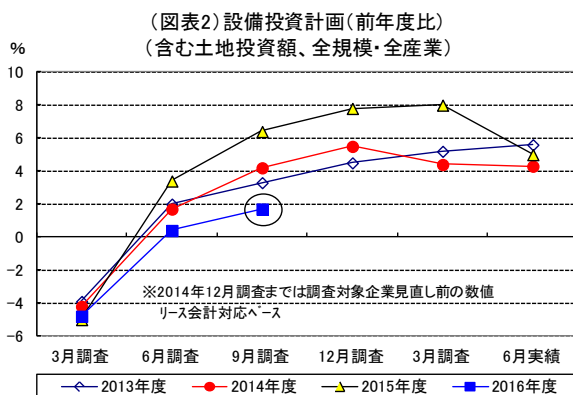
設備投資計画は慎重

9月調査の日銀短観における2016年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース、含む土地投資額）は前年比+1.7%と、前回調査の同+0.4%から小幅に上方修正されたものの、9月調査としては過去3年平均（同+4.6%）を大きく下回る伸びにとどまった（図表2）。業種別に見ると、製造業が同+6.1%と、過去3年平均（同+10.8%）を大きく下回ったほか、非製造業も同▲0.6%と、過去3年平均（同+1.6%）を下回り、いまだ前年比マイナスにとどまるなど、いずれも慎重姿勢が続いている。なかでも製造業では、中小企業が同▲15.3%と、過去3年平均（同+3.5%）を大きく下回ったことが、足を引っ張っている。年明け以降の円高の影響や、世界景気の回復力の弱さなどを受け、厳しい収益環境が続いていることから、多くの企業は慎重に投資計画の実行を進めており、これが中小企業の上方修正ペースの鈍さにつながってきたとみられる。

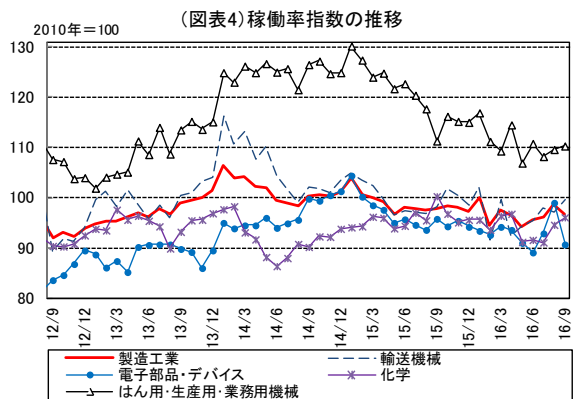
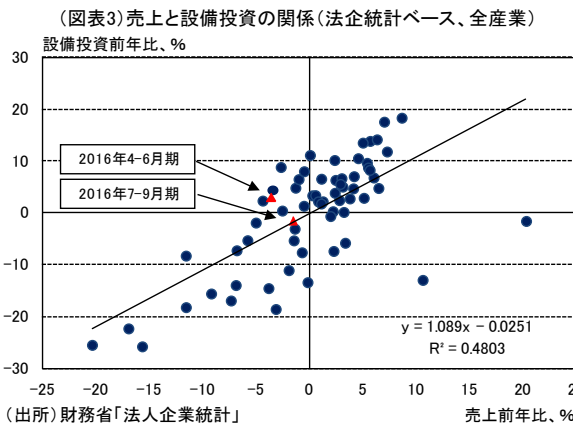
一方、9月調査の日銀短観では、2016年度下期の想定為替レート（大企業・製造業）は107.92円/ドルに設定されている。足元の為替水準から見れば大幅な円高設定となっていることから、今後、輸出企業を中心に、企業収益の押し上げ要因にな



(出所)内閣府、国土交通省、経済産業省



(出所)日銀「短観」



(出所)経済産業省「稼働率・生産能力指数」

る可能性が高い。設備投資は、売上高と連動する傾向があることから、売上計画の上振れは、設備投資計画の実行を後押しする要因となろう（図表3）。

設備稼働状況は弱めの動き

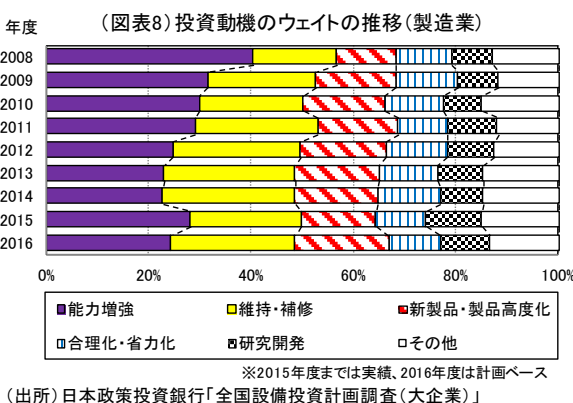
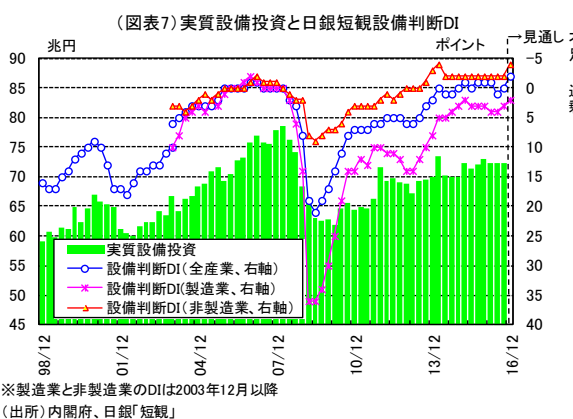
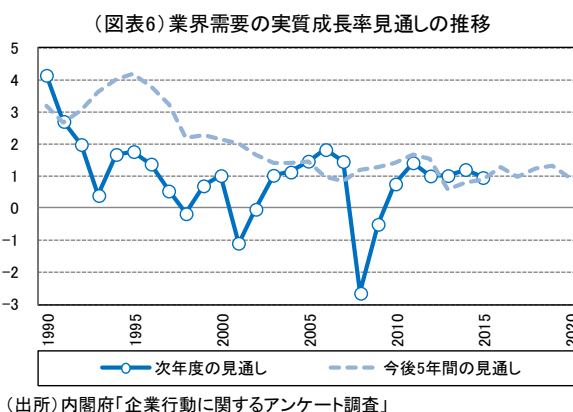
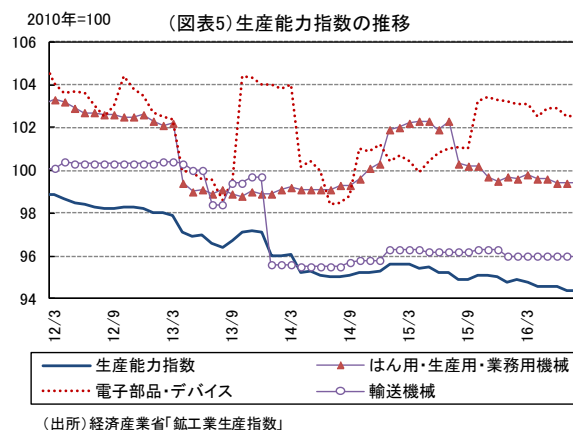
一方、足元の設備稼働状況は弱めの動きとなっている。設備稼働率指数を見ると、内外需ともに力強さを欠くなか、春先以降、一進一退の推移が続いている（図表4）。業種別に見ると、主力業種の輸送機械は2014年ごろから、はん用・生産用・業務用機械も2015年ごろから、均せば減速傾向で推移している。いずれの業種も足元では持ち直しつつあるが、回復ペースは鈍いものにとどまっております。設備稼働状況をみる限り、企業が能力増強投資を積極的に進めていく兆しは窺えない。

生産能力指数を見ても、スマートフォン関連需要を受け、電子部品・デバイスなど、一部の業種では昨秋に能力増強の動きがみられたものの、全体としてみれば抑制傾向が続いている（図表5）。

内閣府の「企業行動に関するアンケート調査（2015年度）」によると、業界需要の実質成長率は、今後も低迷が続く見通しである（図表6）。国内の中長期的な低成長期待が定着している様子がみられることから、国内の能力増強投資は、今後も慎重に進められる可能性が高い。

今後の国内の設備投資は維持・補修投資が中心

日銀短観の設備判断DI（全規模）の推移を見ると、製造業では、6月調査が+4、9月調査が+3、先行き12月の予測が+2と、緩和方向で推移しつつも、やや過剰感が残る見通しである（図表7）。日本政策投資銀行による「全国設備投資計画調査（2016年度）」で、「投資動機」を見ると、能力増強（2008年度：40.4%→2016年度：24.3%）の割合が縮小傾向となっている一方、維持・補修（16.5%→24.3%）は拡大傾向にある（図表8）。設備の平均年齢を表すヴィンテージを見ても、リーマン・ショック以降、老朽化が加速しており、国内の老朽化した設備の維持・補修への需要は蓄積しているとみられることから、今後も、維持・



補修や、合理化・省力化投資は、底堅く推移するとみている（図表9）。

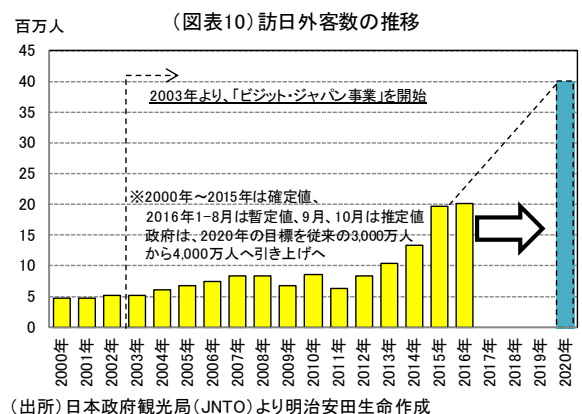
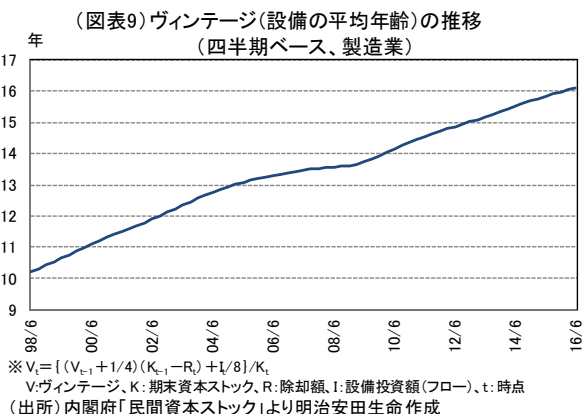
研究開発投資についても、輸送用機械での環境・安全技術、一般機械での環境技術・医療分野などを中心に底堅く推移すると予想する。加えて、国内では、研究開発拠点との連携や、新製品開発のためのマザー工場としての需要もあって、製造業の設備投資は緩やかな持ち直し傾向で推移するとみている。

一方、非製造業の設備判断DIは、6月調査が▲2、9月調査が▲2、先行き12月の予測は▲4と、先行き不足感が強まる見通しである。

人手不足が強まるなか、省人化投資の根強い需要が続いているとみられるほか、運輸・不動産での安全対策や、鉄道の高速度化関連の投資も見込まれる。通信では、固定・携帯の基地局投資が一巡しているとみられるものの、ホテルなどの宿泊関連では、ビザ発給要件の緩和などによる訪日外国人数の増加を受けた投資が進められる可能性が高い。

政府は、10月末に、外国人旅行者数が年間ではじめて2,000万人を突破したと発表したほか、2020年までには年間4,000万人を目標に掲げており、今後も都市機能強化に向けた鉄道などのインフラ整備や建設関連の投資継続が期待できる（図表10）。2020年開催のオリンピックを見すえた都心部の大型開発案件も追い風となろう。すでに高水準の投資が続いていることで、高い伸びは期待できないものの、非製造業の設備投資は今後も底堅く推移しよう。

今後の設備投資は、収益環境の先行き不透明感などを背景に、投資スタンスの慎重姿勢が続くとみられるものの、更新維持・省力化投資などが下支えになると見込まれるほか、非製造業の底堅さもあって、均せば緩やかな回復が続くと予想する。2016年度から2018年度にかけての実質設備投資は前年比1%前後で推移するとみている。（担当：開発）

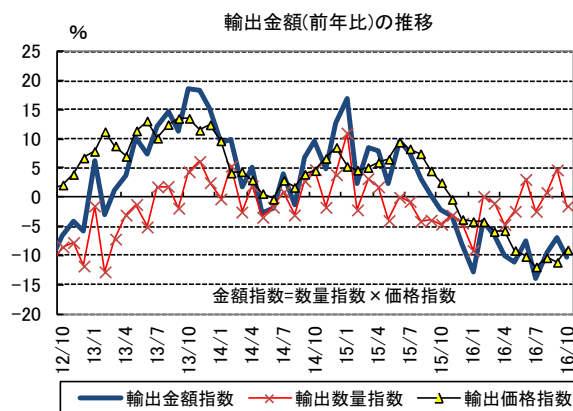


主要経済指標レビュー (11/21~12/2)

《日本》

○ 10月貿易統計 (11月21日)

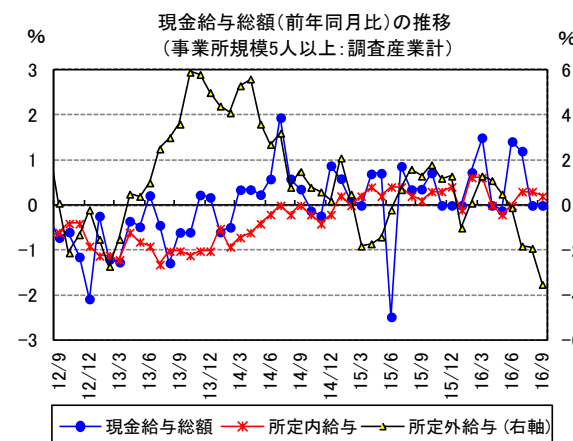
10月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲10.3%と、13ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も前月の同▲6.9%から拡大した。輸出金額を価格と数量に分解すると、輸出価格が同▲9.0%と、円高などを背景に、大幅マイナスが続いているほか、輸出の実勢を示す輸出数量も同▲1.4%と、マイナスに転じ、輸出の回復力の鈍さが示された。輸出数量の伸びを相手地域別に見ると、主力の米国向けは同▲2.0%と、依然として一進一退での推移が続いている。もっとも、米国景気は個人消費を中心に底堅い推移が続くと見込まれることなどから、同国向けを中心に、今後の輸出は緩やかな持ち直し傾向で推移すると予想する。



(出所) 財務省「貿易統計」

○ 9月毎月勤労統計 (確報、11月22日)

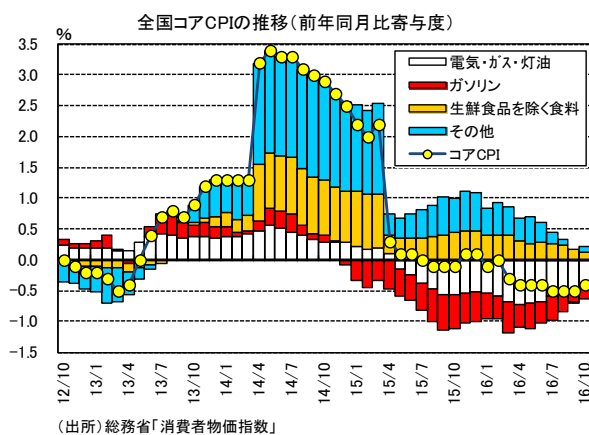
9月の毎月勤労統計では、現金給与総額(事業所規模5人以上:調査産業計)が前年比0.0%と、前年同月と同じ水準にとどまった。内訳項目を見ると、定期給与が同+0.2%と、3ヵ月連続のプラスとなった一方、特別給与は同▲3.5%と、2ヵ月連続のマイナス。定期給与のうち、所定内給与は同+0.2%と、3ヵ月連続のプラスとなったものの、小幅な伸びにとどまっており、賃金が伸び悩んでいる様子が示された。所定外給与は同▲1.2%と、時間外労働のマイナス傾向が続いてきたことなどから、4ヵ月連続のマイナスとなった。今後も、労働需給の引き締めを受けた賃金上昇は一部の職種に限られるとみられ、所得環境の改善ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」

○ 10月全国消費者物価指数 (11月25日)

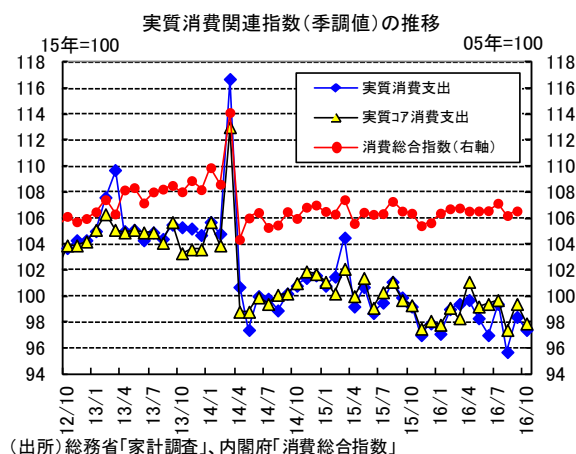
10月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比▲0.4%と、マイナス幅は9月の同▲0.5%から0.1ポイント縮小した。コアCPI(食料(酒類除く)・エネルギーを除く消費者物価指数)は同+0.2%と、前月の同0.0%から伸び幅が拡大、総合指数は同+0.1%と、9月の同▲0.5%から一気にプラスに転じた。総合指数の上昇は生鮮野菜の高騰による部分が大きいほか、コアCPIの上昇も特殊要因が含まれており、「物価の基調」のトレンド変化の兆しは見えない。今後のコアCPIは、エネルギー価格の下落の影響が緩和していくことで、年明け以降はマイナス圏を脱するとみるが、その後の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみている。



(出所) 総務省「消費者物価指数」

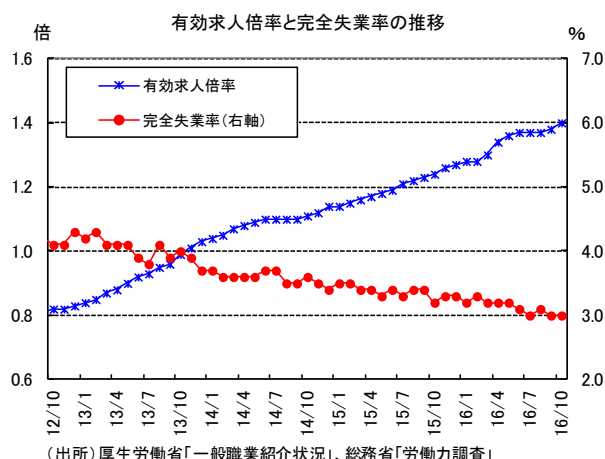
○ 10月個人消費関連統計 (11月29日)

10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▲0.4%と、8ヵ月連続のマイナスとなった。季調済前月比でも▲1.0%と、2ヵ月ぶりに減少。10月は、消費者の根強い節約志向に加え、天候不順に伴い生鮮野菜の価格が高騰したことも、下押し要因になったとみられる。一方、供給サイドの小売販売額は前年比▲0.1%と、8ヵ月連続のマイナスとなったものの、前月比ベースでは+2.5%と、2ヵ月連続のプラスとなるなど、持ち直しの兆しもみえる。今後の個人消費は、消費者の生活防衛意識が残るとみているが、当面は実質購買力の改善が下支えになるとみられるほか、さまざまな政策効果も見込まれることから、均せば緩やかな回復傾向で推移するとみる。



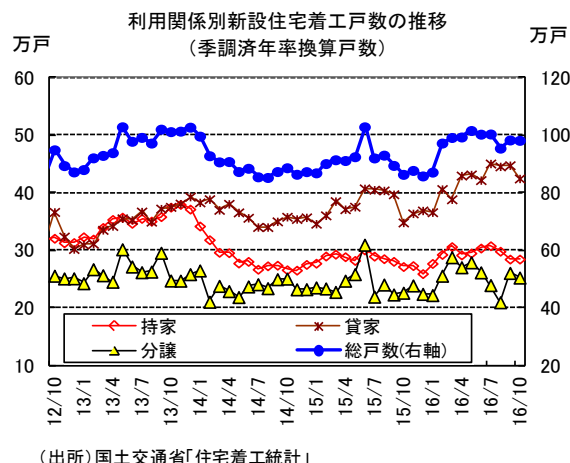
○ 10月雇用関連統計 (11月29日)

10月の雇用関連統計を見ると、完全失業率(季調済)は3.0%と、前月と同水準になった。有効求人倍(季調済)も1.40倍と、前月から0.02ポイント上昇し、1991年8月以来の高水準が続いている。趨勢的な有効求人倍率の改善は、分母となる有効求職者の減少による影響が大きい。少子高齢化で生産年齢人口が減少傾向にあるのに加え、団塊の世代の多くが定年退職により労働市場から退出したことなどが、労働供給の制約要因になっている。ただ、企業側の採用ニーズは非正規が中心であるほか、賃金等の待遇面で見劣りする職種が多く、労働需給の引き締めを受けた賃金上昇は、全職種平均では緩やかなペースにとどまるとみる。



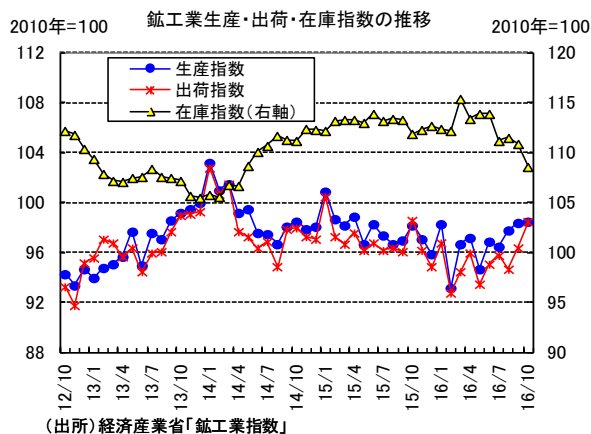
○ 10月新設住宅着工戸数 (11月30日)

10月の新設住宅着工件数(季調済)は前月比▲0.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。利用関係別に見ると、持ち家が同0.0%と、3ヵ月ぶりにマイナスを脱したものの、貸家が同▲5.1%、分譲が同▲3.1%と、いずれも2ヵ月ぶりのマイナスとなり、全体を押し下げた。夏場以降、貸家着工の増勢が一服しており、住宅着工全体でも均せば鈍化傾向となっている。今後については、住宅ローン減税制度などの各種住宅支援策や、低金利環境がプラス材料になるとみるものの、所得環境の回復ペースの鈍さを受け、消費者は物件購入に対して、慎重姿勢を維持するとみる。相続税対策を受けた貸家の節税需要も減衰するとみており、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



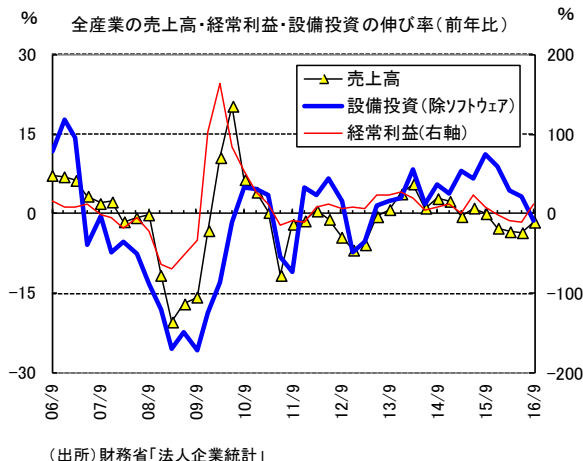
○ 10月鉱工業生産指数（11月30日）

10月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比+0.1%となった。経済産業省による基調判断は「生産は緩やかな持ち直しの兆し」が維持された。生産予測に関しては、11月が前月比+4.5%の増産、12月は同▲0.6%の減産となっているが、均せば増産トレンドが続く見通し。輸出に底打ちの兆しがみえるほか、円安が輸出企業の業績改善につながることから、今後の鉱工業生産は均せば小幅のプラスが続くとみる。ただ、企業の設備投資計画が昨年から下振れているほか、内需が力強さを欠くため、生産回復の勢いは中々高まらない状況が続くとみている。



○ 7-9月期法人企業統計（12月1日）

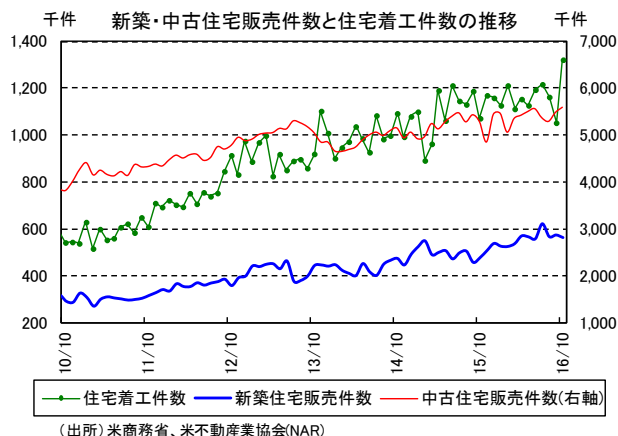
7-9月期の法人企業統計では、季調済前期比ベースで、売上高が+0.8%と、7四半期ぶりの増収となったほか、経常利益は+7.9%と、2四半期連続の増益となった。今後については、製造業では、輸出企業を中心に為替の円安推移が押し上げ要因になるとみられるほか、非製造業でも、政府の経済対策の効果が見込まれることで、企業収益は回復傾向で推移するとみている。設備投資（土地・ソフトウェアを除く）は季調済前期比ベースで+0.4%と、4四半期ぶりのプラスとなった。今後は、国内での能力増強投資は低迷が続くとみるが、老朽化設備の蓄積を背景とした更新・維持投資や省人化投資などが下支えとなって、国内設備投資は均せば緩やかな回復が続くとみている。



《米 国》

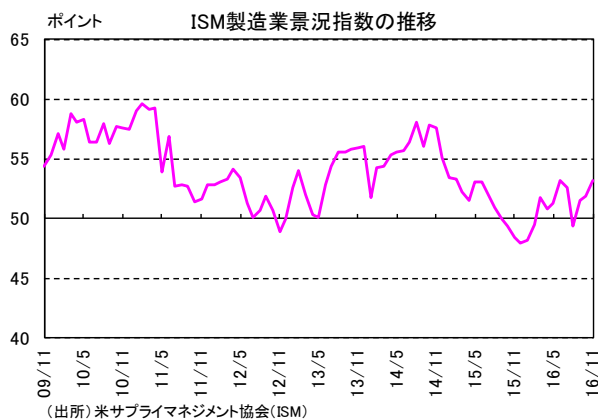
○ 10月住宅販売・着工件数（11月17, 22, 23日）

10月の米新築住宅販売は年率換算で56.3万戸、前月比▲1.9%と、2ヵ月ぶりに減少した。一方、中古住宅販売は年率換算で560万戸、同+2.0%と、2ヵ月連続で増加し、2007年2月以来の高水準となった。住宅着工件数も年率換算で132.37万戸、同+25.5%と、3ヵ月ぶりに増加し、2007年8月以来の高水準。先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で123.0万戸、同+0.3%と、3ヵ月連続の増加となった。雇用者数の増加が続いていることや、緩和的な金融環境などに支えられ、住宅投資は今後も持ち直し傾向で推移するとみる。



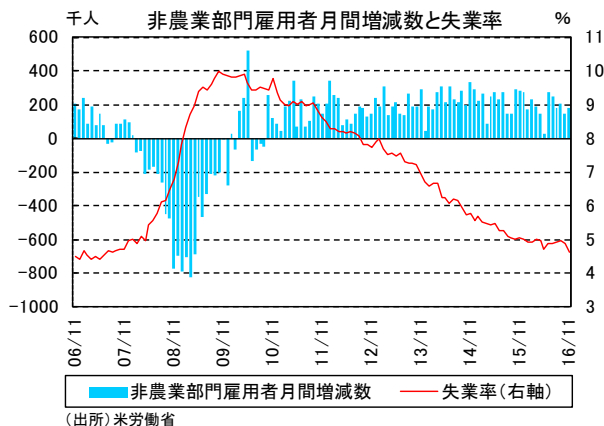
○ 11月ISM製造業景況指数（12月1日）

11月のISM製造業景況指数は53.2と、3ヵ月連続で上昇し、市場予想（52.5）をも上回った。拡大を示した業種は、「機械」、「PC・電子部品」など18業種中11業種で、10月の10業種から増加した。構成項目別に見ると、生産が3ヵ月連続で上昇したほか、新規受注は2ヵ月ぶりに上昇。製品納入も2ヵ月連続で上昇した。一方、雇用は3ヵ月ぶりに低下した。海外景気の先行き不透明感が残ることなどから、企業景況感には低下圧力がかかり続けるとみるが、個人消費を中心に内需の改善が続く可能性が高く、今後も回復傾向で推移すると予想する。



○ 11月雇用統計（12月2日）

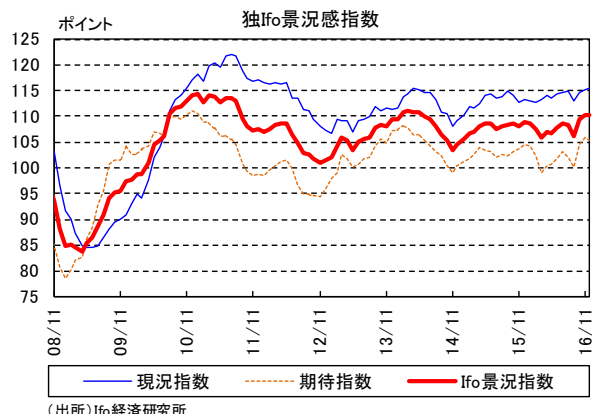
11月の非農業部門雇用者数は前月比+17.8万人と、増加幅が2ヵ月ぶりに拡大し、堅調に推移している結果となった。家計調査から集計される失業率は10月の4.9%から4.6%へと、2007年8月以来の低水準まで低下した。もっとも、失業率の低下は、労働市場から退出した人が増加した影響もあるとみられる。時間当たり賃金も前年比+2.5%と、10月の同+2.8%から伸び幅が縮小した。今回の雇用統計は強弱入りまじる内容であったが、労働市場の回復基調自体は続いており、FRB（米連邦準備制度理事会）は12月13-14日開催予定のFOMC（米連邦公開市場委員会）で利上げを決定すると予想する。



《 欧 州 》

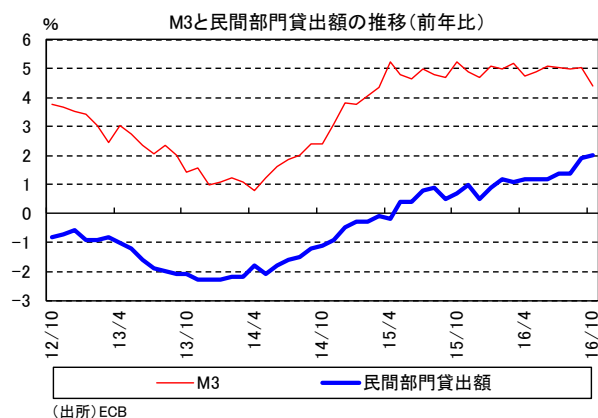
○ 11月ドイツIfo景況感指数 (11月24日)

11月のドイツ Ifo 景況感指数は 110.4 と、10月から変わらなかったが、2014年4月以来の高水準を維持した。内訳を見ると、現況指数が 115.1→115.6 と、3ヵ月連続で改善。ただ、期待指数は 105.9→105.5 と、3ヵ月ぶりに悪化した。産業別では、製造業は 16.4→14.7 と、3ヵ月ぶりに悪化したものの、建設業は 10.3→11.4 と、8ヵ月連続で改善。小売業は 7.8→9.3、卸売業は 9.8→15.0 と、いずれも2ヵ月ぶりに改善した。新興国の景気減速懸念は残るものの、英国の EU 離脱を巡る先行き不透明感が和らいでいるほか、緩和的な金融環境などを背景に、ドイツ景気は今後も回復傾向が続くと予想する。



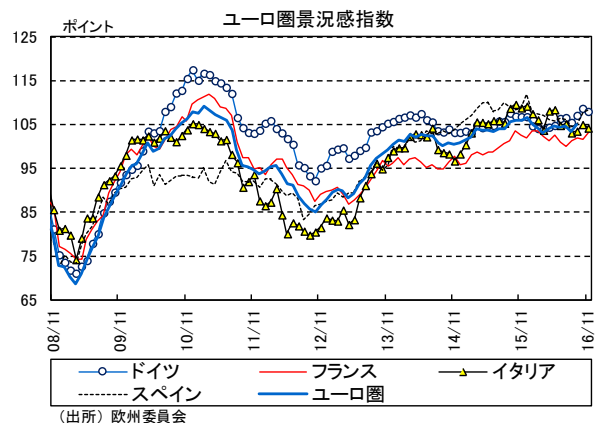
○ 10月ユーロ圏マネーサプライ (11月28日)

10月のユーロ圏マネーサプライ (M3) は前年比+4.4%と、前月の同+5.1%から伸び幅が縮小した。一方、民間向け貸出額は同+2.0%と、前月の同+1.9%から伸び幅が拡大。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同+2.1%→+1.9%と、4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+1.4%→+1.7%と、2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、ユーロ圏民間向け貸出は今後も緩やかな回復が続くとみている。



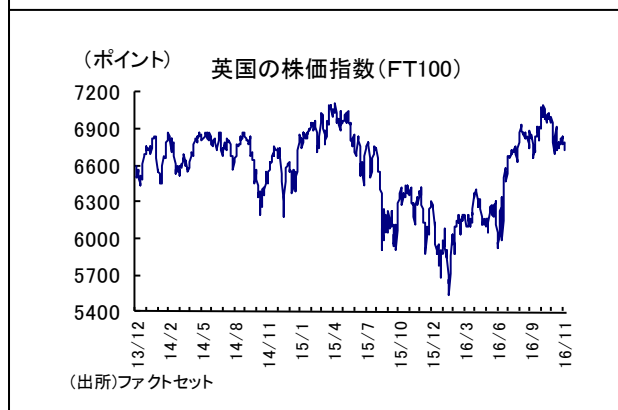
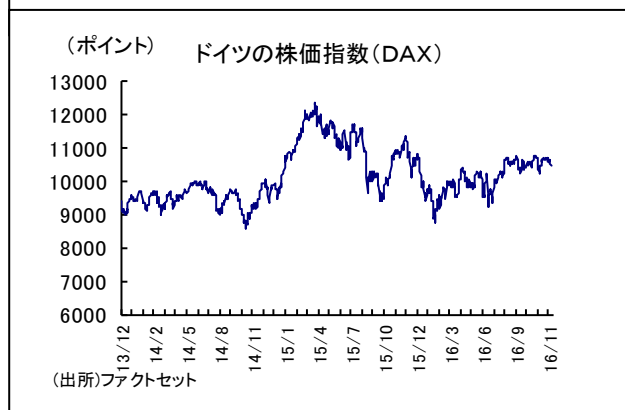
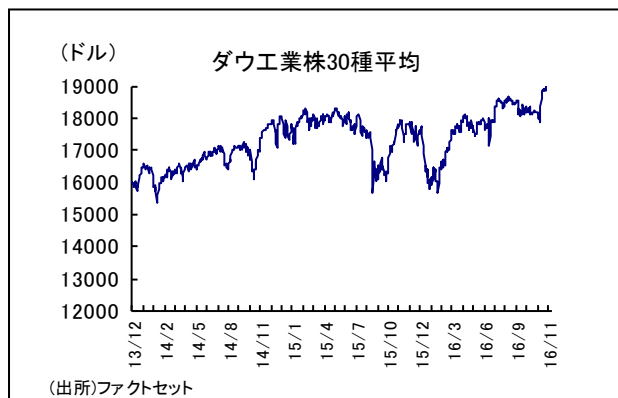
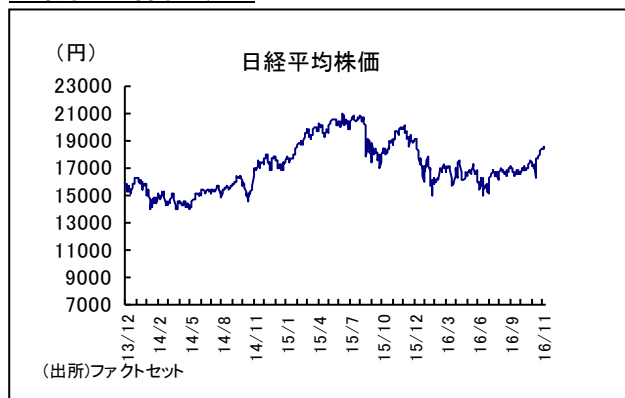
○ 11月ユーロ圏景況感指数 (11月29日)

11月のユーロ圏景況感指数は 106.5 と、3ヵ月連続で改善した。構成項目別に見ると、鉱工業景況感が▲0.6→▲1.1 と悪化したものの、消費者信頼感が▲8.0→▲6.1、建設業景況感が▲14.2→▲12.7、小売業景況感が 0.4→1.5 と、いずれも改善した。サービス業景況感は 12.0 と、前月から横ばい。主要国別では、ドイツが 108.7→108.0、イタリアが 105.0→104.2 と、ともに悪化。一方、フランスが 101.7→103.2、スペインが 107.6→108.4 と、いずれも改善した。英国の EU 離脱を巡る懸念が和らいでいるほか、ECB の緩和的な金融政策が景気の下支え要因となるものの、各国政局の先行き不透明感が残ることなどから、今後の景況感指数は伸び悩むとみる。

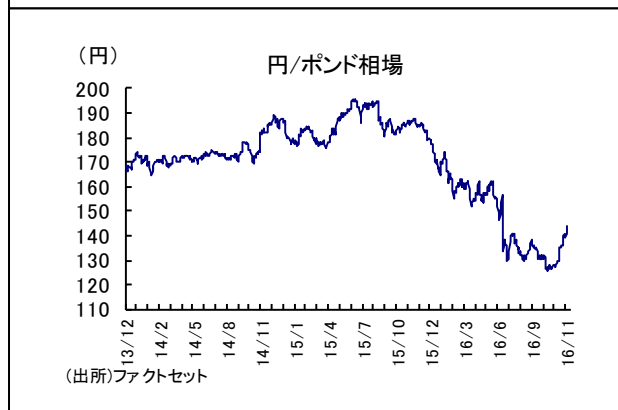
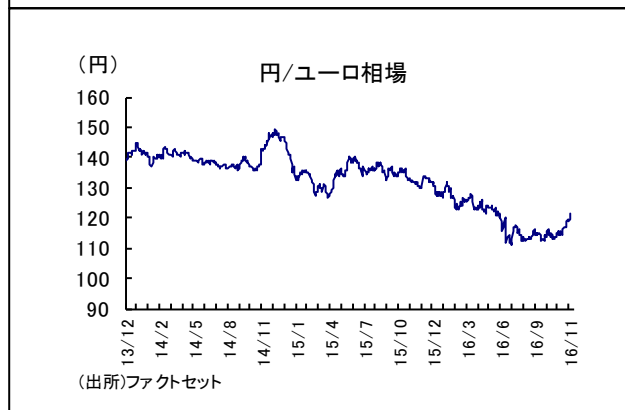
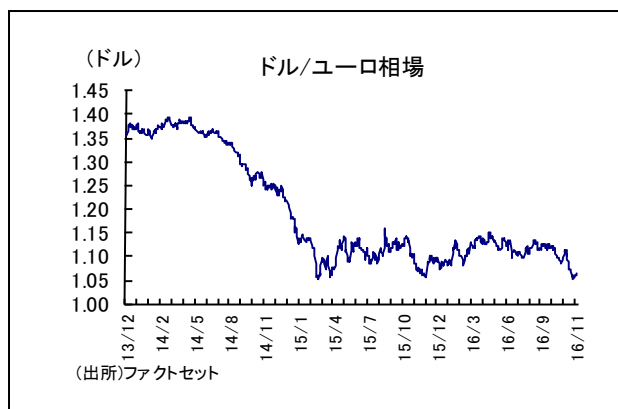
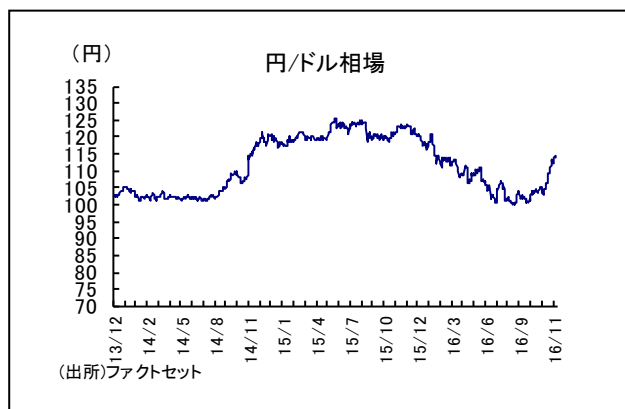


日米欧マーケットの動向 (2016年12月5日現在)

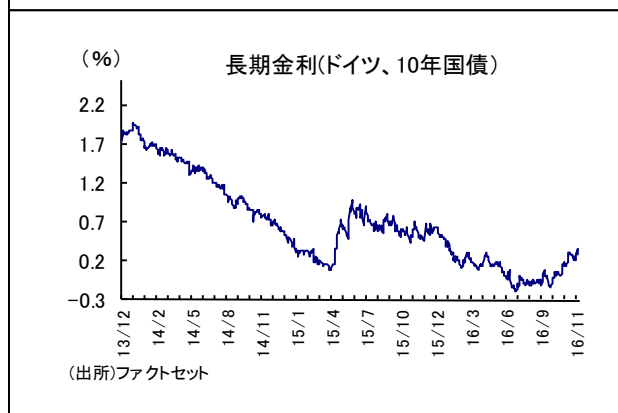
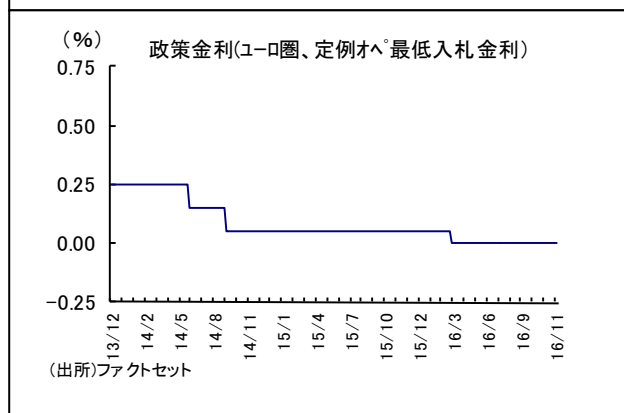
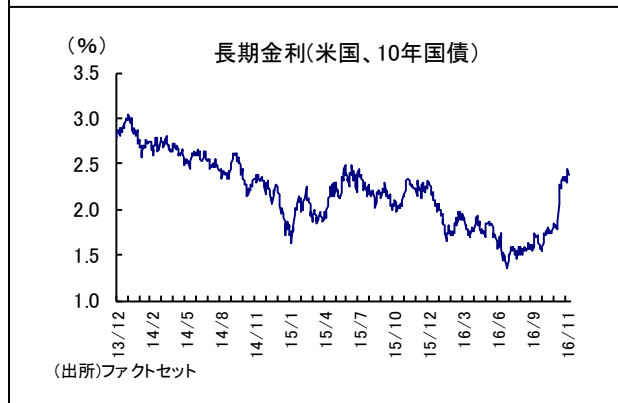
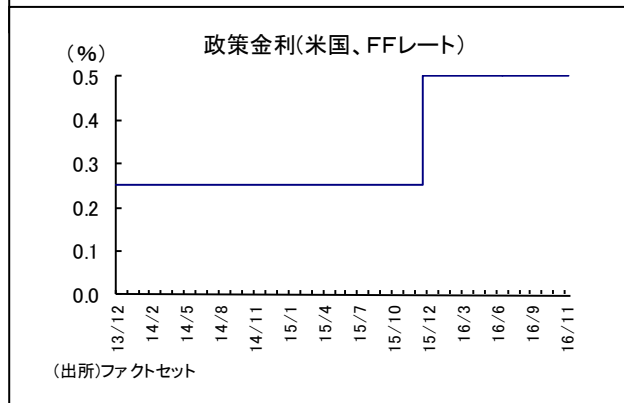
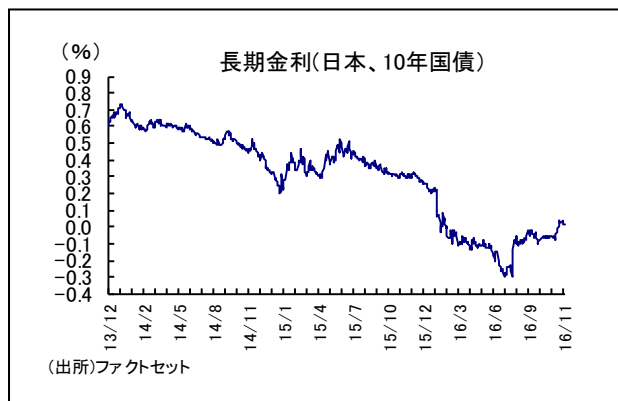
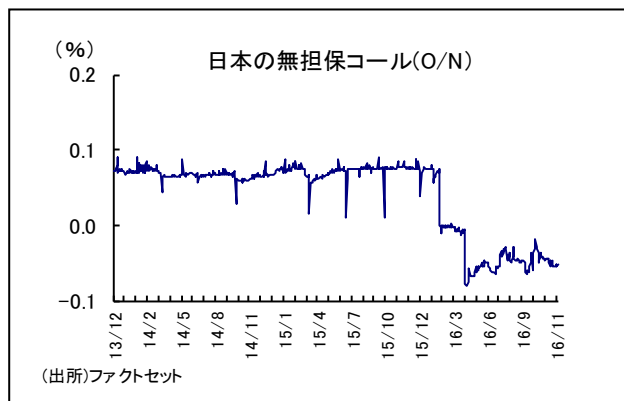
▽各国の株価動向



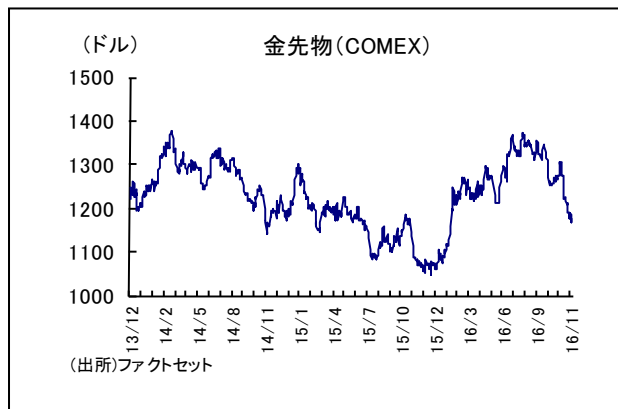
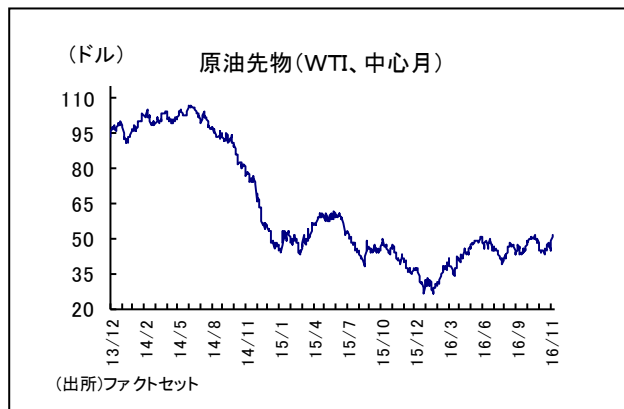
▽外為市場の動向



▽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、尾家小春、
開発彰徳、村上梨子、磯部雅人、陳家斉