

## 〈フォーカス〉消費増税が再び総選挙の争点に

安倍首相が臨時国会冒頭にも衆院を解散する意向を固めた模様だが、個人的には、ここ数日の報道で、安倍首相が増税への並々ならぬ意欲を残していることがわかったのが「ポジティブサプライズ」である。

ちなみに、当社の直近の経済見通しは、19年10月の増税は実施されないことを前提としている。政権基盤が以前ほど盤石でない分、さらなる体力低下につながる増税はきわめて難しいと考えたためである。世論調査では、いまだに6割前後が消費増税に反対という現実がある。消費増税が時の政権の体力を奪い、倒閣の要因になったことこそあれ、政権浮揚のきっかけになったことはない。安倍首相自身、「なぜ自分だけ2回もやらなければいけないのか」とぼやいていたとの噂もあり、実際、これまで2度の延期を実施してきた。

安倍首相が、この時期の解散を決断した主因が消費税問題ではないのは確かだが、結果的に絶妙なタイミングといえるかもしれない。まず、支持率という点では、不謹慎だが、北朝鮮情勢の緊迫化のおかげで、ここへきて予想以上の速さで回復してきたという追い風がある。また、総選挙が来年にずれこんだ場合、時期的に総選挙で示した判断を最終判断とせざるを得ない可能性が高まるが、現段階であれば、「来年半ばまでの景気をじっくり見極めて判断する」と述べていればよい。すなわち、選挙の時点では最終判断を留保し、支持率の動向を見極め、世論の風あたりが厳しくなったら態度を変える余地を残せる。

どちらかといえば消費増税に前向きな前原誠司氏の民進党の代表就任もムードを変えた。実際のところ、民進党が全力で消費増税反対に回った場合、増税を掲げて総選挙を大勝利に導くのは厳しかったと考えられる。しかし、前原代表は、全額社会保障費に振り向けるのを前提に容認とのスタンスを示している。党としての方針は変わる可能性があるにせよ、攻撃の舌鋒は鈍らざるを得ない。安倍首相は、一部を教育無償化に振り向ける一方、財政再建に回す余地も残すことで、幅広く賛同を得る戦略のようである。これにより、20年度のプライマリーバランスの黒字化目標も近日中に先送りを発表するようだが、どのみち達成は不可能な情勢となっていたことから、敗北宣言をうまく免れた形である。

増税先送りのための「真っ当な」言い訳も尽きつつあったのは確かである。そもそも政権発足時には、2年前の15年10月には、10%までの引き上げが完了しているはずだった。これを17年4月に先送りした際は、「リーマンショック級のことがない限り今度実施」と述べていたにもかかわらず、16年5月の伊勢志摩サミットで、「足元の経済情勢はリーマン並み」とのペーパーをG7の首脳陣に配り、失笑を買った。

背景はともかく、総選挙前に消費増税路線の堅持を表明した安倍首相の姿勢自体は高く評価されて良い。日銀は、物価目標の達成が見えない限り、超金融緩和を継続せざるを得ず、事実上の財政ファイナンスの色彩は強まるばかりである。こうしたなか、政府が財政再建の意思を示し続けることは、国債マーケットの信認を維持するうえで不可欠である。いつの間にかこぞってオールドケインジアンに転じたりフレ派にとっても、物価目標未達の新たな責任転嫁の材料ができたという意味では悪くないのではないか。(Kodama wrote)

## 目次

〈フォーカス〉消費増税が再び総選挙の争点に……………	1	・ドイツ連邦議会選挙の見通しについて……………	10
・経済情勢概況……………	2	・主要経済指標レビュー……………	14
・法人企業統計に見る企業部門のマネーフロー……………	3	・日米欧マーケットの動向……………	18
・9月調査の日銀短観予測……………	7		

**経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）**

**日 本**

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な海外景気や、非製造業の投資需要の高まりなどが後押しし、内外需足並みの揃った緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、持ち直しの動きが続いている。今後は、賃金の伸び悩みが続くなか、社会保障関係負担の増加なども重しとなって、緩慢な回復にとどまると予想する。

住宅投資は、回復が続いている。今後は、相続税対策としての貸家の節税需要が減衰するとみられるほか、所得環境の回復ペースの鈍さもあって、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、回復傾向が続くと予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しし、底堅い推移を見込む。

輸出は回復が続いている。今後も、堅調な海外景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コアCPI）は、1月以降、前年比プラスの推移となっている。当面はエネルギー価格が押し上げ方向に寄与すると見込まれるものの、期待インフレ率が伸び悩んでいることなどから、2017年度のコアCPI上昇率は、前年比+0.5%程度にとどまると予想する。

**米 国**

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や、緩やかな金融環境に支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、人手不足などが回復の足かせとなっているものの、雇用者数の増加などに支えられ、持ち直しに向かうとみる。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。

輸出は、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

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

**欧 州**

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩やかな金融政策が続くと見込まれるほか、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることもあって、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩やかな金融環境が下支えになるとみられるほか、企業の投資意欲が持ち直していることもあって、底堅く推移するとみている。

ECBは2016年12月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を9ヵ月延長し、少なくとも2017年12月末までとしたほか、4月からの買入れ額を月額800億ユーロから600億ユーロへ減額することなどを決定した。10月には、資産買入れ額の縮小と、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

法人企業統計に見る企業部門のマネーフロー

法企統計で IS バランスが分析可能

9月1日に、財務省から4-6月期の法人企業統計季報が発表された。法人企業統計は、企業部門の財務諸表のデータを積み上げてマクロ経済統計にするという、主要国に類を見ない統計であり、企業の経済活動に係る情報の宝庫である。設備投資や、売上、経常利益などの主要データはもちろんのこと、あまり知られていないが、IS バランスや資金過不足といったマネーフロー関係のデータも、当然法人部門に限ってではあるものの、詳細な数字が把握可能である。

マネーフローを分析するための統計としては、日銀の資金循環勘定が有名だが、同統計ではカネの流れの裏側にあるモノの流れがわからない。すなわち、資金過不足は分析できても IS バランスは分析できない。SNA（国民経済計算）であれば両方捉えられるが、年次ベースのデータしかなく、発表も遅いという難点がある。本来は一致するはずの資金過不足と IS バランスの統計上の不突合も無視できないほど大きい。15年度確報を見ると、非金融法人企業の IS バランス（純貸出/純借入）が 25.3 兆円なのに対し、資金過不足は 40.7 兆円と、両者の間には実に 15.4 兆円もの乖離がある。これほどデータが不連続だと、実物取引から金融取引に至る一連の流れは分析できない。しかし、法人企業統計を使えば、資金需給関連のデータを図表1に従って組み替えることにより、IS バランスと資金過不足を、タイムリーにかつ四半期ベースで把握できる。2次統計の SNA が、金融取引の基礎データを日銀に頼っているのと異なり、同一の一次統計内の組み替えなので、両者の金額はぴたりと一致する。法人部門というひと括りではなく、業種別、規模別の詳細な分析が可能となる点でも、資金循環勘定や SNA に勝っている。

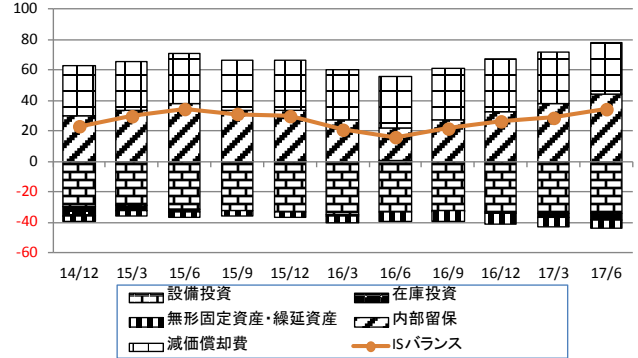
全規模・全産業の IS バランスは 34.5 兆円

まず、全規模全産業ベースの数字を概観する。まず、4-6月期の IS バランスは 34.5 兆円と、7四半期ぶりに 30 兆円を上回った（図表2、データは直近四半期累計、以下のグラフも同様）。時期

(図表1) IS バランスと資金過不足の関係

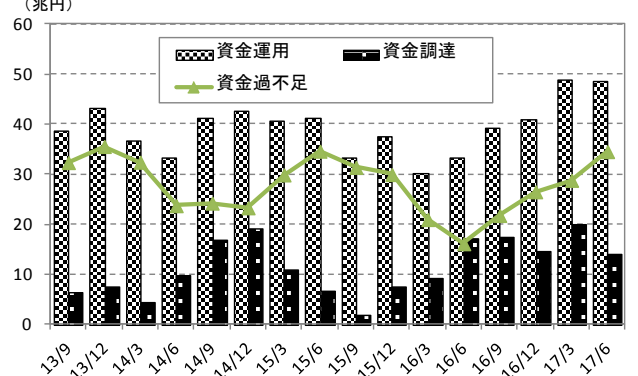
借方		貸方	
設備投資		内部留保	
在庫投資		減価償却費	
無形固定資産・繰延資産		負債の純増 (資金調達)	
IS バランス		資金過不足	
金融資産の純増 (資金運用)			

(図表2) IS バランスの推移(全規模全産業)



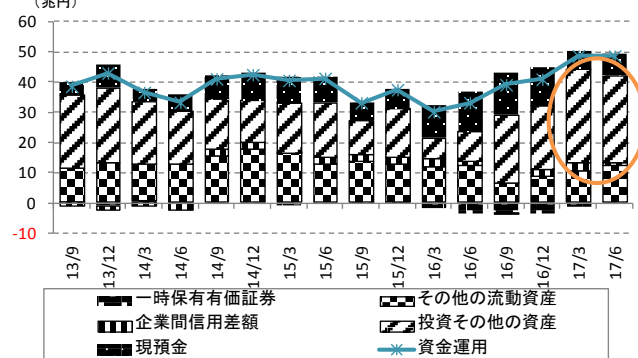
(出所)財務省「法人企業統計季報」

(図表3) 法人企業の金融取引の状況



(出所)財務省「法人企業統計季報」

(図表4) 資金運用の状況(金融資産の純増)



(出所)財務省「法人企業統計季報」

は異なるが、これは上記のSNAのISバランスと資金過不足のちょうど間に入る水準である。貯蓄の源泉をみると、内部留保が2005年4-6月期以来の40兆円を超えており(43.9兆円)、減価償却費の34.0兆円とあわせて77.9兆円と、投資額の43.4兆円を大きく上回った結果である。一方、投資額の内訳は、設備投資が34.4兆円、その他、在庫投資や無形固定資産、繰延資産等の合計が9.0兆円となっている。

4-6月期の資金過不足はISバランスと同じ34.5兆円だが、資金運用サイド(金融資産の純増減)と資金調達サイド(負債・資本の純増減)を比較すると、この1年半は資金運用額の増加が目立つ(図表3)。内訳を見ると、このところ、投資その他の資産のウェイトが増しており、全体の3分の2前後を占める(図表4)。ここは子会社・関連会社株式のウェイトが大きい部分で、企業が余剰資金の多くをM&A資金に振り向けていることが類推できる。その意味で、経済団体が「我々は内部留保をきちんと投資に振り向けている」と主張するのは間違いではない。資金運用に占める現預金のウェイトは、ここ数四半期でむしろ減少している。

**自社株買いも盛ん**

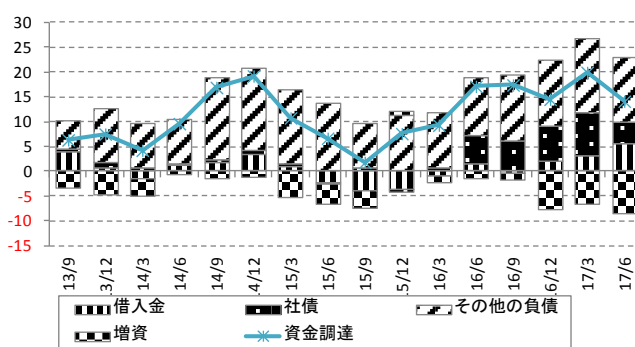
資金の調達サイド(負債・資本の純増)を見ると、まず、マイナス金利の導入後、社債による調達が急増しているのが特徴的である(図表5)。また、直近3四半期は増資のマイナス幅が目立っており、これは、企業が余剰資金の一部を自社株買いに振り向けている可能性を示している。

以上からは、企業部門における定義上の「資金余剰」は確かに増えているものの、それは企業が余剰資金を「遊ばせて」いるわけではないことを示している。ちなみに、企業規模別・業種別にみると、資金余剰の金額が大きいのは大企業ではなく中小企業で、特に中小企業非製造業だけで約4割に達している(図表6)。中小企業非製造業の資金運用の内訳を見ても、15年から16年にかけての一時を除けば投資対象は流動性資産のウェイトが大きい(図表7)。これは、中小企業製造業も同様の傾向である。従って、政治家が、「企業が内部留保を遊ばせていて怪しからん」と攻撃するのならば、それは大企業ではなく中小企業(特に非製造業)の経営者に向けられるべきということになってしまう。

**ストックベースでも同様のトレンド**

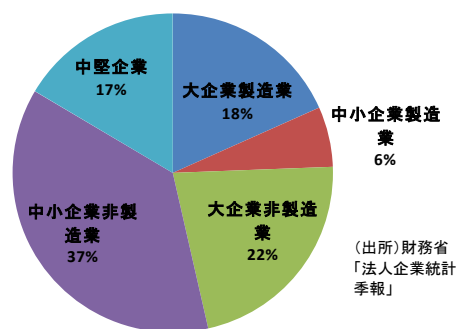
ストックベースの長期データを見ても、同じ傾向が確認できる。財務省が同日に発表した、2016

(図表5) 資金調達の状況(負債・資本の純増:全規模全産業)



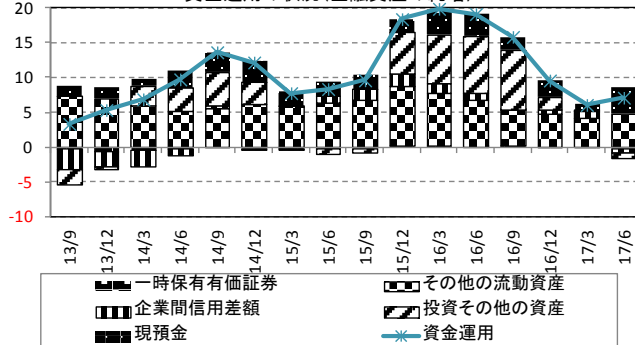
(出所)財務省「法人企業統計季報」

(図表6) 内部留保の主体別内訳(17年4-6月期:4四半期累計)



(出所)財務省「法人企業統計季報」

(図表7) 中小企業非製造業の資金運用の状況(金融資産の純増)



(出所)財務省「法人企業統計季報」

年度の法人企業統計年報をみると、金融・保険業を除く全産業の「内部留保」に相当する利益剰余金は、前年度末から28.4兆円増加の406兆2348億円と、史上初めて400兆円を超えた(図表8)。

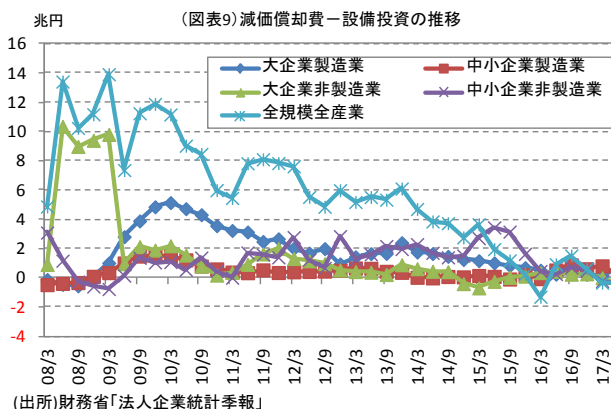
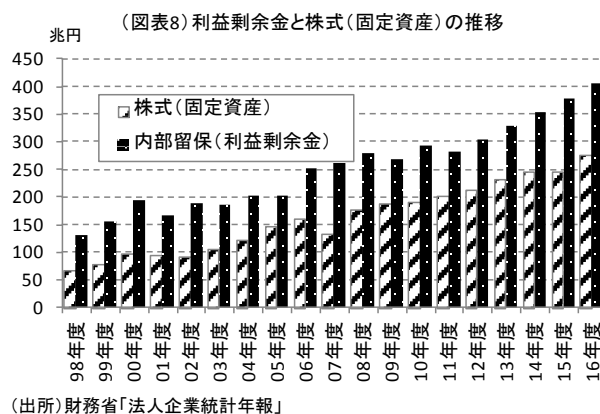
資産サイドの現預金も前年度から11.0兆円の増加となっているが、総資産に占める比率は12.8%にとどまっている。ここ数年じわじわと上昇しているとはいえ、80年代後半の15%台と比べればまだ低い。85年度以降の長期平均である11.7%との比較でも、1.1%上回るにとどまる。仮に、この長期平均を上回る部分が「溜め込んでいる」分だと仮定すると、内部留保に対する割合は4.5%にすぎない。また、法人企業に限らず、現金や普通預金の保有量の増加は、日銀の超低金利政策により、現金保有の機会費用が低下したという要因が大きい。この数字だけで「企業は資金を有効活用していない」と結論付けるのは無理がある。

一方で、株式(固定資産)は15年度から+31.1兆円と、内部留保を上回る増加となっている。固定資産の株式なので、基本的に子会社、関連会社の株式である。これは、前述のとおり、企業が積極的なM&A戦略を展開し続けていることを示唆している。長期的に見てもこのトレンドは変わらない。バブル崩壊後、内部留保が最も減少したのは、日本の金融危機が深刻化した98年度の131兆円である。16年度は当時との比較で275兆円増えているが、固定資産の株式もこの間209兆円増えている(図表8)。一方で、負債残高は82兆円減少しており、この両者だけで内部留保の増加分にはほぼ相当する。負債の減少は、バブル崩壊後、企業が延々とB/S調整を続けてきた結果である。特にデフレ下では負債を背負うのが不利になることもあり、企業が最適な資本構成を模索するなかで、内部留保の増加トレンドが形成されてきたということである。負債と純資産の比率は、97年度は8:2だったが、16年度は6:4まで接近している。

以上からは、企業の内部留保は短期的にも長期的にも増えているが、日本経済の構造変化を反映している面が大きいこと、内部留保に相当する手元資金が企業の懐で唸っているわけではなく、多くはM&Aや負債の削減、自社株買い等、すでに別の用途に充てられていることが確認できる。従って、内部留保を「溜め込む」という表現がミスリーディングであるのはもちろん、1度課税されている内部留保に再び課税せよというのは暴論の類と言える。こうした政策を打ち出せば、設備投資はむしろ減るだろう。

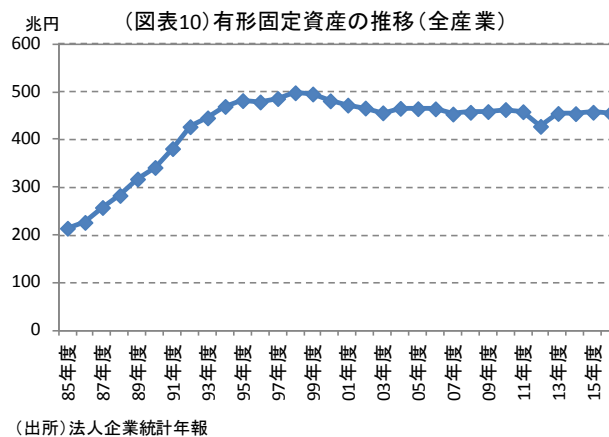
### 自然利子率を引き下げるという問題

かといって、足元の法人企業のマネーフローがマクロ的になんら負の効果をもたらさないというわけではない。実物投資に対し、貯蓄が過大な状態が続くことは、自然利子率を引き下げる要因になる。当社の試算では、日本の自然利子率はマイナス圏にある可能性が示される。これは、日本経済が、元米財務長官のサマーズ氏が論じた「長期停滞」下にある可能性を示している。これが、金



融政策が効かず、賃金も物価も上がりにくくなっている主因かもしれない。

設備投資はここ数四半期、減価償却費との比較で、ほぼトントンのレベルとなっているが（図表9）、長年の間、減価償却を下回る設備投資が続いてきた結果、有形固定資産残高は減少が続いており、97年度との比較でも▲43兆円、約1割の減少となっている（図表10）。20年来の長期的トレンドが、循環的な要因のみで説明できるとは考えにくい。労働力人口が減少に転じ、企業の成長期待が低下に向かうなかで、日本経済が戦後長らく続いてきた資本の蓄積過程から、資本の取り崩し過程への転換点をすでに迎えた可能性を示唆している。このトレンドを変えるのは容易ではない。企業の成長期待の復活につながるような政策が求められるところで、内部留保の課税はもちろんのこと、マイナス金利や大型財政も有効な処方箋になるとは思えない。（担当：小玉）



### 9月調査の日銀短観予測

#### 9月調査日銀短観の公表日が迫る

政府は、6月に月例経済報告における基調判断を、「景気は、緩やかな回復基調が続いている」と上方修正して以降、3ヵ月連続で判断をすえ置いている。先行きについても、「雇用・所得環境の改善が続くなかで、各種政策の効果もあって、緩やかに回復していくことが期待される。ただし、海外経済の不確実性や金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある」とし、景気は回復基調が続くとしつつも、海外景気動向がリスク要因であるとの見方が3ヵ月連続ですえ置かれた。

こうした環境下、企業が足元や先行きの景気動向をどのように見ているのかを捉えるため、10月2日に公表される日銀短観（9月調査）の結果に注目が集まっている。本稿では、日銀短観と連動性の高いロイター短観、QUICK短観、商工中金の景況判断指数、内閣府の景気ウォッチャー調査などから、その結果を予想した。

#### 大企業・製造業の業況判断DIは改善へ

まず、大企業・製造業の業況判断DIは、6月調査の+17から+18へ、1ポイントの改善を予想する（図表1）。海外景気の回復を受け、輸出は堅調な推移が続いているほか、新型車投入効果などによる自動車市場の活況なども後押ししているとみられる。

日銀短観の大企業の業況判断DIに連動する傾向があるロイター短観を見ると、9月の製造業の業況判断DIは+25と、6月の+26から1ポイント悪化した（図表2）。単月の推移では、7月は+26（前月から横ばい）、8月は+27（同1ポイント改善）、9月は+25（同2ポイント悪化）となっている。製造業業況判断DIは、8月にかけて持ち直し、9月に再び一服した形である。

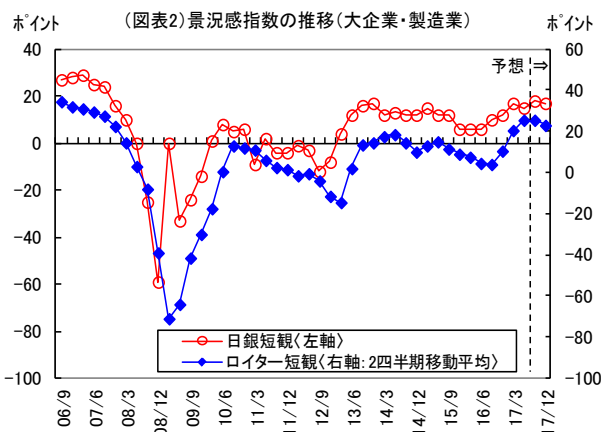
業種別に前回調査からの動きを見ると、9業種中、4業種（化学、食品、輸送用機器、精密・その他）が改善、5業種（繊維・紙パ、石油・窯業、鉄鋼・非鉄、金属・機械、電機）が悪化と、素材・加工業種ともまちまちの結果となった。改善した業種では、「海外需要がしっかりしている」、「半導体業界向けの光学部品需要が活発。車載デバイス関連、医療機器関連向けの光学部品の受注も順調」（いずれも精密・その他）など、堅調な海外景気や世界的な半導体需要の高まりを指摘する声があった。一方、悪化した業種では、「鋼材の荷動きが低迷」（鉄鋼）、「鉄鋼・電機関連の大型案件の投資時期が下期に後ずれし、全体として停滞」（機械）と、受注環境を懸念する見方があった。

QUICK短観を見ると、製造業の業況判断DIは+31と、6月の+30から、1ポイント改善した。単月の推移を見ると、7月は+30（前月から横ばい）、8月は+31（同1ポイント改善）、9月も+31（同横ばい）と、輸出が堅調に推移したことなどが押し上げ要因となる一方で、地政学リスクの高

（図表1）日銀短観（9月調査）業況判断DIの予想

	6月調査実績		9月調査の当社予測値			
	6月最近	9月先行き	9月予測	変化	12月予測	変化
大企業	20	16	21	1	19	▲2
製造業	17	15	18	1	17	▲1
非製造業	23	18	24	1	22	▲2
中小企業	7	4	7	0	5	▲2
製造業	7	6	8	1	6	▲2
非製造業	7	2	7	0	4	▲3

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成



（出所）日銀、ロイター短観より明治安田生命作成

まりなどもあり、概ね横ばい圏での推移となっている。

**先行きの見通しは悪化を見込む**

ロイター短観によると、製造業の先行き12月の業況判断DIは+21と、9月の+25から4ポイント悪化する見通しである。業種別では、繊維・紙パ、化学、石油・窯業、鉄鋼・非鉄、輸送用機器、精密・その他の6業種が悪化、金属・機械の1業種が改善、食品、電機の2業種が横ばいとなった。QUICK短観でも、製造業の先行き12月は+29と、9月の+31から2ポイントの悪化となっている。米国の政権運営への不透明感や、秋の共産党大会後の中国の景気減速懸念などから、日銀短観における大企業・製造業の先行き12月は+17と、9月調査の当社予想(+18)から1ポイント悪化すると予想する。

**大企業・非製造業の業況判断DIも改善へ**

ロイター短観における非製造業の業況判断DIは、6月の+33から9月は+34へと、1ポイント改善した。ただ、単月の推移を見ると、7月は+33(前月から横ばい)、8月は+29(同4ポイント悪化)、9月は+34(同5ポイント改善)と、振れの大きい展開となっている。業種別に前回調査からの動きを見ると、6業種中2業種(通信・情報サービス、その他サービス)が改善、2業種(不動産・建設、小売)が悪化、2業種(卸売、運輸・電力等)が横ばいとなった。改善した業種では、「ソフト開発案件は需要過多となっている」(情報サービス)など、受注環境の堅調さを指摘する声が出ている。一方、悪化した業種でも、「売上は前年割れが続いているが、水準は改善してきている」(小売)と、長雨や冷夏などの影響を受けるなかでも、方向性としては回復に向かっているとの声があった。

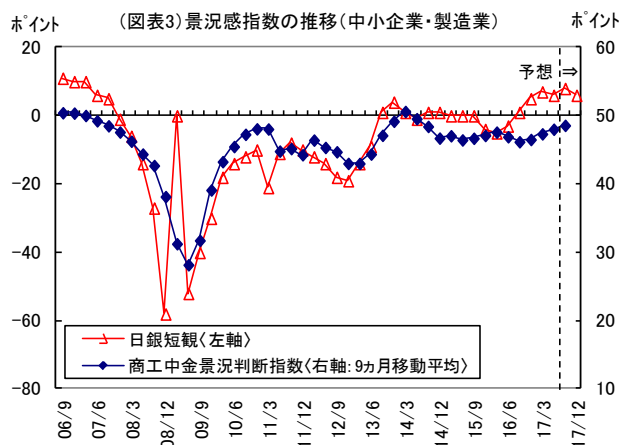
QUICK短観では、非製造業の業況判断DIは、6月の+41から、9月は+39へと、2ポイント悪化した。単月の推移を見ると、7月は+40(前月から1ポイント悪化)、8月は+37(同3ポイント悪化)、9月は+39(同2ポイント改善)となった。

まちまちな結果だが、堅調なインバウンド消費に加え、2016年度補正予算や2017年度本予算の執行などによる建設需要の高まりなどから、日銀短観における大企業・非製造業の業況判断DIは、6月調査の+23から+24へと、1ポイント改善すると予想する。ただ、人手不足などが下押し圧力となることから、先行きの業況判断DIについては、9月の当社予想(+24)から+22へと、2ポイント悪化するとみている。

**中小企業の業況判断DIは横ばいを予想**

日銀短観の中小企業の業況判断DIと連動する傾向が強い統計は、商工中金が公表している景況判断指数である(図表3)。直近8月調査の同指数は、製造業が48.0と、7月調査の49.9から1.9ポイント悪化、非製造業も49.7と、7月調査の50.0から0.3ポイント悪化した。9月予測については、製造業が51.6と前月から3.6ポイントの改善、非製造業は49.7と、8月から横ばいを見込んでいる。

8月の景気ウォッチャー調査を見ると、企業動向関連DIが52.0(製造業52.8、非製造業51.4)と、2ヵ月ぶりに改善し、4ヵ月連続で節目の50を上回った。ウォッチャーの判断理由を見ると、



(出所)日銀、商工中金資料より明治安田生命作成



「天候不順や集中豪雨により出荷に影響が出ている地区もある。また、長雨や集中豪雨の影響が農作物や地域経済に与える影響も懸念している（東北＝窯業・土石製品製造業）」など、悪天候による出荷減少を指摘する声が聞かれた一方、「外国人観光客による消費と公共投資も好調を維持している（北海道＝金融業）」と、好調なインバウンド消費を指摘する声があった。先行きの企業動向関連 DI は 51.8（前月差+0.9 ポイント）と、緩やかな改善にとどまっている。ウォッチャーからは、「受注先工場の工事関係で、受注量が増え生産量が増加している（九州＝精密機械器具製造業）」と、好調な受注環境を指摘する声あった一方、「受注量、販売量はある程度確保しているが、原材料が値上がりしても製品価格への転嫁がかなり難しく、収益面で苦戦する（東海＝パルプ・紙・紙加工品製造業）」と、原材料価格の上昇を価格転嫁しにくい状況を懸念する声や、「全体的な人手不足により、収益への影響が出てくる（東京＝金融業（営業担当）」と、人手不足が収益の下押し圧力となると指摘する声もあった。こうした状況を踏まえ、日銀短観における中小企業・製造業の業況判断 DI は、6月調査の+7から+8へと1ポイント改善、先行きについては、人手不足などが下押し圧力となると見込まれることから、+6と2ポイントの悪化を予想する。中小企業・非製造業も、現状判断は6月調査の+7から横ばい、先行きは+4と、3ポイントの悪化を見込む。

**大企業の設備投資計画は上方修正**

日銀短観において、業況判断 DI と並んで注目度が高いのが設備投資計画である。法人企業景気予測調査では、2017年度の設備投資計画（ソフトウェアを除く、土地を含む）は、4-6月期調査の前年度比+0.2%から、この7-9月調査では同+1.7%へと上方修正された。規模別に見ると、大企業が同+8.9%から横ばい、中小企業が同▲11.4%から同▲8.7%へと上方修正されている。

日銀短観でも、企業の設備投資計画は上方修正されると予想する。企業収益の改善傾向が続くなか、合理化・省力化投資などが押し上げ要因になったとみている。2017年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年度比+4.3%と、6月調査の同+2.9%から上方修正されると予想する（図表4）。規模別では、大企業が同+8.0%から同+8.4%へ、中小企業が同▲20.6%から同▲14.4%へと、いずれも上方修正されると見込む。（担当：平野）

（図表4）日銀短観設備投資計画予想（全産業・前年比）

	16年度 実績	17年度		
		3月 調査	6月 調査	9月 当社予測
	%	%	%	%
全規模	0.4	▲ 1.3	2.9	4.3
製造業	2.6	4.4	10.7	10.5
非製造業	▲ 0.7	▲ 4.4	▲ 1.2	1.0
大企業	▲ 2.1	0.6	8.0	8.4
製造業	4.3	5.3	15.4	14.0
非製造業	▲ 5.4	▲ 2.0	3.7	4.4
中小企業	8.8	▲ 22.6	▲ 20.6	▲ 14.4
製造業	▲ 6.7	▲ 10.6	▲ 8.1	▲ 5.2
非製造業	16.3	▲ 27.5	▲ 25.5	▲ 18.0

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成

ドイツ連邦議会選挙の見通しについて

ドイツ連邦議会選挙の実施が迫る

欧州では今年、多くの国政選挙が実施されるが、6月のフランス総選挙、英国総選挙に続き、9月24日には、ドイツ総選挙（連邦議会選挙）が迫っている。ドイツの下院に当たる連邦議会は定数が598議席で、議員は「小選挙区比例代表併用制」の直接選挙により選出される。本制度の仕組みは、総議席は基本的に比例の得票率によって各政党に配分されるが、各政党の当選人には、小選挙区の当選者が優先して選出されるというものである。ただし、各政党において、小選挙区の当選者数が比例の配分議席数を上回った場合、その分が「超過議席」として認められるため、実際の議席数は定数を上回ることが多い。

改選前のドイツ連邦議会の議席数は630で、その5割近くをメルケル首相率いる与党CDU/CSU（キリスト教民主/社会同盟）が占める（図表1,2）。このほか、CDU/CSUと連立を組むSPD（社会民主党）が約3割、左派党（Die Linke）と、同盟90/緑の党（Bündnis 90/Die Grünen）がそれぞれ約1割の議席を有している。ドイツでは、小政党の乱立により政治が不安定化することを防ぐため、比例で5%以上の票を得るか、もしくは、小選挙区で3人以上の当選者を出すという要件に満たない政党は、連邦議会の議席を獲得できないこととなっており、国政レベルでは議席を有していない政党も多い。

世論調査では CDU/CSU が優勢

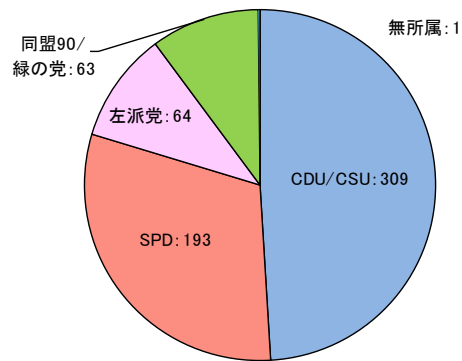
世論調査に基づく主要政党の支持率の推移を見ると、CDU/CSUの支持率は春先ごろから上昇傾向にあり、足元では40%近い水準で首位に立っている（図表3）。2015年秋から2016年半ばにかけては、メルケル首相が難民を積極的に受け入れる姿勢を示し、シリアなどからドイツへの難民の流入が急増したことなどで、CDU/CSUの支持率は大きく低下した。ただ、昨年3月、EUがトルコと協力し、EU域外からの難民・移民の流入を抑制す

(図表1)ドイツの主要政党

政党名	特徴等	党首
CDU (キリスト教民主同盟)	中道右派	アンゲラ・メルケル
CSU (キリスト教社会同盟)	バイエルン州のみを地盤とするCDUの姉妹政党	ホルスト・ゼーホーファー
SPD (社会民主党)	中道左派	マルティン・シュルツ
左派党 (Die Linke)	左派・社会主義	カタヤ・キッピング、ベルント・リークシン
同盟90/緑の党 (Bündnis 90/Die Grünen)	環境政党	ジモーネ・ペーター、ジェム・オズデミル
FDP (自由民主党)	中道右派	クリスティアン・リントナー
AfD (ドイツのための選択)	EU懐疑派、右派ポピュリズム	フラウケ・ベトリ (イェルク・モイテン)

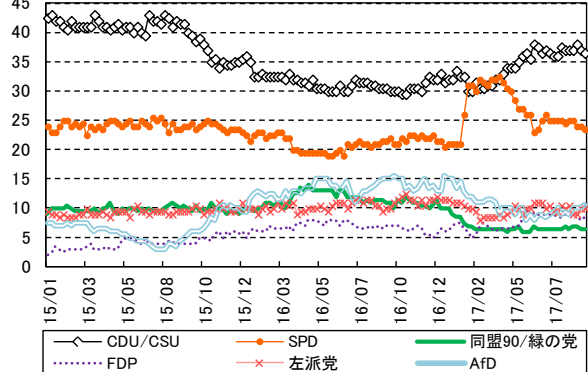
(出所)各政党HP、各種報道などから明治安田生命作成  
※網掛けの政党は、連邦議会に議席を有する

(図表2)ドイツ連邦議会の議席状況(改選前、全630議席)



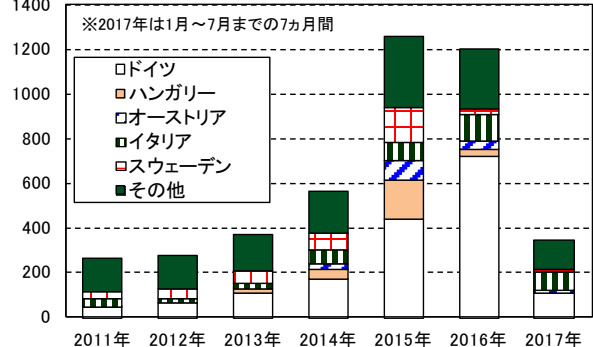
(出所)ドイツ連邦議会HPより明治安田生命作成 ※CDU/CSUとSPDによる連立与党

(図表3)ドイツ主要政党の支持率推移



(出所)INSA / YouGovより明治安田生命作成

(図表4)EUへの難民申請者数(申請先別)



(出所)ユーロスタット

る枠組みに合意したことなどで、EU 各国への難民の流入ペースは、すでに大きく鈍化している。ドイツへの難民申請者数は、2014年の17.3万人から、2015年は44.2万人（前年比+155%）、2016年は72.2万人（同+63%）へと急増したが、2017年には1月から7月までの累計で10.6万人と、前年同時期（47.6万人）の4分の1程度にまで減少している（図表4）。CDUは難民の受入れに関し、依然として上限は設けないとの方針を維持しているものの、流入ペースが減速するなか、難民による犯罪・トラブルへの不安や、職を奪われるとの懸念が和らいできたことが、同党への支持率の持ち直しに寄与したとみられる。

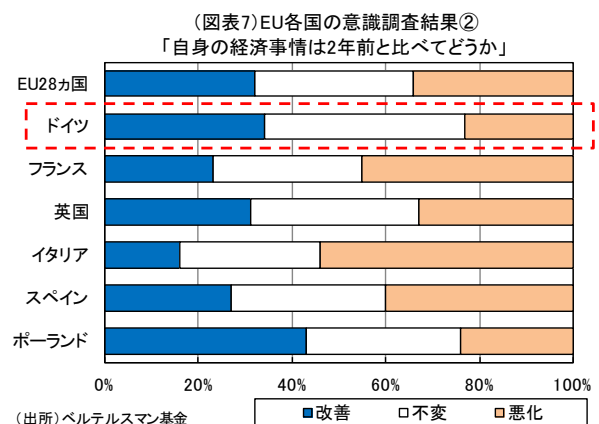
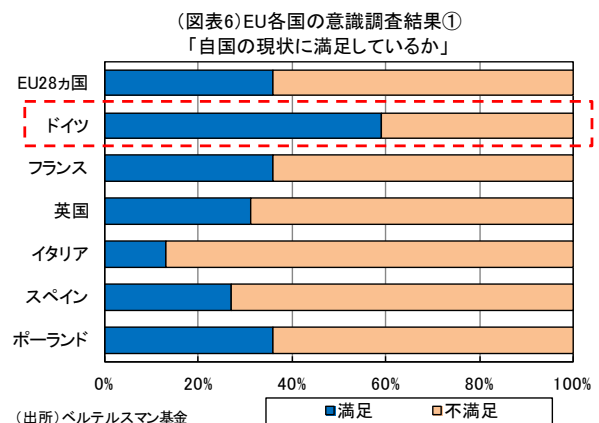
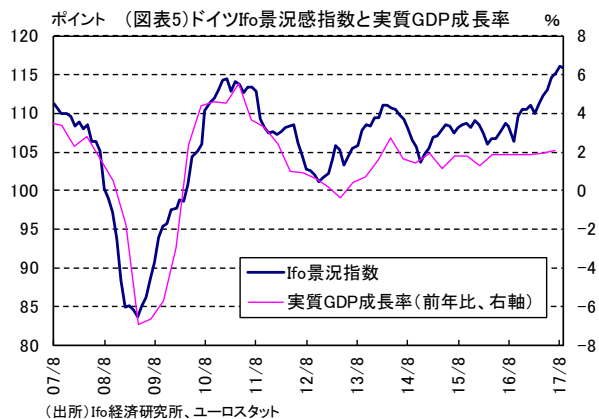
加えて、国内経済が堅調に推移していることも、CDU/CSUの支持につながっているとみている。ドイツの実質GDP成長率を見ると、2014年初以降、前年比+2.0%前後での安定した伸びが続いているほか、企業景況感を示すIfo景況感指数は昨夏以降、改善傾向で推移し、足元では統計開始以来となる高水準となっている（図表5）。ドイツのベルテルスマン基金が今年7月、EU市民を対象に行なった意識調査の結果を見ても、ドイツは自国の現状や自身の経済事情について、他のEU諸国と比べて満足している国民の割合が高いとの結果が示されており（図表6,7）、CDU/CSUのこれまでの経済政策に対する国民の信頼は厚いとみられる。

一方、その他の主要政党の動向に目を向けると、CDU/CSUと連立を組むSPDは、前欧州議会議長のシュルツ氏が党首に就任した2017年初以降、支持率が急上昇し、一時CDU/CSUを上回る場面もあったが、足元では25%前後で伸び悩んでいる（図表3）。SPDは難民政策や格差是正への取組みなどで、CDU/CSUとの差別化を図ってきたものの、現実的な解決策に乏しいとの見方から、シュルツ党首就任当初の盛り上がりは失われつつある。

反移民を掲げ、地方選挙で躍進してきたAfD（ドイツのための選択肢）も、支持率は10%前後で伸び悩んでいる。難民の流入ペースが減速し、犯罪などへの懸念が和らぐなか、反移民に共感する国民が減少しているとみられることに加え、一部党員のナチスを擁護する発言を巡り、党内保守派と現実路線派との対立が激化したことなども、党勢の失速につながったとみている。

**連立の組み合わせに注目**

連邦議会選挙でのCDU/CSUの勝利は確実なものとなりつつあるが、単独での過半数確保は困難とみられ、選挙後は政権発足に向けて、連立交渉へと移っていく可能性が高い。CDU/CSUは、反EU・



反移民を主張する AfD や、NATO 脱退を支持する左派党との連立は避けるとみられ、連立パートナーとしては、現在連立を組む SPD、連邦議会に議席を有する同盟 90/緑の党、2013年までの連立パートナーである FDP（自由民主党）の三党が有力候補となる。

CDU/CSU を含む四党の公約や方針を見ると、いずれの党も欧州統合深化を支持しているほか、減税、住宅支援、治安維持強化に取り組むとしている点などでも共通している（図表8）。一方、財政については、CDU/CSU と FDP が財政規律を遵守するとの方針であるのに対し、SPD と同盟 90/緑の党は、EU の財政規律のルールについて、柔軟に対応すべきとの方針を示している。加えて、欧州統合深化のレベルについても、SPD がユーロ圏の共同予算が必要との立場を示しているのに対し、CDU/CSU と FDP はユーロ共同債の導入には否定的であるなど、隔たりがある。第一党となる可能性が高い CDU/CSU と方針が最も近いのは FDP であろう。

もっとも、足元の CDU/CSU と FDP の二党の支持率は合計 45%程度であり、いずれかの党の支持率が向こう約一週間で大きく伸びなければ、二党で過半数を獲得するのは困難とみられる。現状程度の支持率が継続した場合、過半数が獲得できる組み合わせとして考えられるのは、SPD との大連立の継続か、FDP に同盟 90/緑の党を加えた三党連立（三党のシンボルカラーにちなんでジャマイカ連立と呼ばれる）のどちらかとなる。

SPD のシュルツ党首はこれまで、メルケル氏を首相とする CDU/CSU 主導での連立は望まないとの姿勢を示してきたものの、足元の SPD の支持率は伸び悩んでおり、同党主導での連立政権発足は困難なものとなりつつある。SPD は連立を組む条件として、民主的な欧州の実現、持続可能な年金制度の設計、教育の無償化、賃金格差の是正などを提示しているが、これらは CDU/CSU の政策と重なる部分もある。SPD は政権入りするためにも、働きかけがあれば CDU/CSU 主導での大連立を受け入れる可能性は高いとみる。二党の支持率は合計 60%程度であり、再び大連立を組むことになった場合には、安定した政権運営が行なわれることが見込まれる。

一方、CDU/CSU、FDP、同盟 90/緑の党の三党でも、足元の支持率は合計 50%強となっており、過半数に届く見通しである。ただ、FDP は難民の受入れに慎重な姿勢を示しているのに対し、同盟 90/緑の党はより積極的に移民・難民を受け入れるべきとの立場をとる。加えて、環境政党である同盟 90/緑の党が「ガソリン・ディーゼル車を 2030 年までに販売禁止にすべき」と主張する一方、保守色の強い CSU はガソリン・ディーゼル車の販売禁止に強く反発するなど、環境政策でも方針に溝がある。親ビジネスの FDP も、同党リントナー党首が「移民やエネルギー政策について、同盟 90/緑の党と合意に至るには大きな障害がある」と述べるなど、同盟 90/緑の党との連立には難色を示しており、三党での連立交渉は容易には進まないとみられる。

9月24日のドイツ連邦議会選挙は、CDU/CSU の勝利、メルケル首相の四選で終える可能性が高い

(図表8) 主要政党の方針、公約(抜粋)

	CDU/CSU	SPD	同盟90/緑の党	FDP
欧州	・欧州統合深化を支持 ・ユーロ圏内の債務共同化には反対	・欧州統合深化を支持 ・ユーロ圏共通予算を支持	・欧州統合深化を支持	・欧州統合深化を支持 ・ユーロ圏内の債務共同化には反対
財政	・財政規律を遵守	・財政規律に柔軟	・財政規律に柔軟	・財政規律を遵守
税制/生活	・150億ユーロ規模の減税策 ・住宅支援	・低所得者、子育て世代の負担軽減 ・住宅支援	・富裕税を導入する一方、中低所得層は減税 ・住宅支援	・300億ユーロ規模の減税策 ・住宅支援
公共投資	・R&D投資を積極化 ・学校のWiFi整備	・R&D投資を中心に、広範な公共投資を実施	・R&D投資を積極化 ・教育への投資を強化	・R&D投資を積極化 ・空港のWiFiなどのデジタル投資を促進
治安	・警察官の増員	・警察官の増員	・警察官の増員	・警察への予算配分を強化

(出所)各政党HP、各種報道などから明治安田生命作成

(図表9) 筆者の連立枠組み予想

支持率の動向	連立の枠組み	示現確率
現状程度の支持率が継続	CDU/CSUとSPDの大連立が再び実現	65%
	CDU/CSU、FDP、同盟90/緑の党の三党連立が実現	10%
支持率が比較的大きく変化	CDU/CSUとFDPで過半数を確保、二党での連立が実現	15%
	CDU/CSUと同盟90/緑の党で過半数を確保、二党での連立が実現	5%
	CDU/CSUだけで過半数を確保	5%

とみるが、その後の連立交渉の行方を巡り、引き続きドイツ国民や市場の関心を集めることとなる。連立の組み合わせについては、CDU/CSU と SPD の大連立が再び実現する確率を 65% とみる一方、CDU/CSU、FDP、同盟 90/緑の党での三党連立が実現する確率は 10% にとどまると予想する(図表 9)。

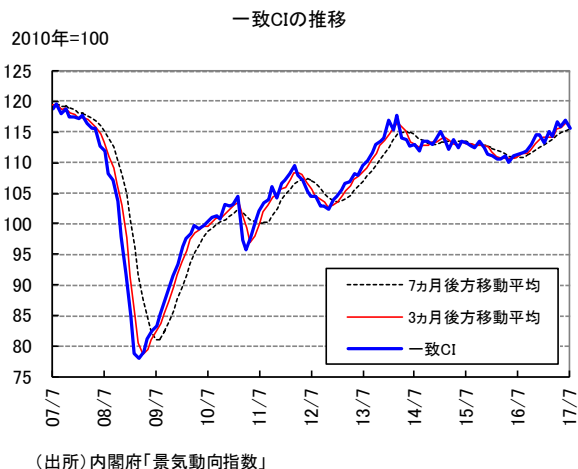
(担当：尾家)

主要経済指標レビュー (9/4~9/15)

《日 本》

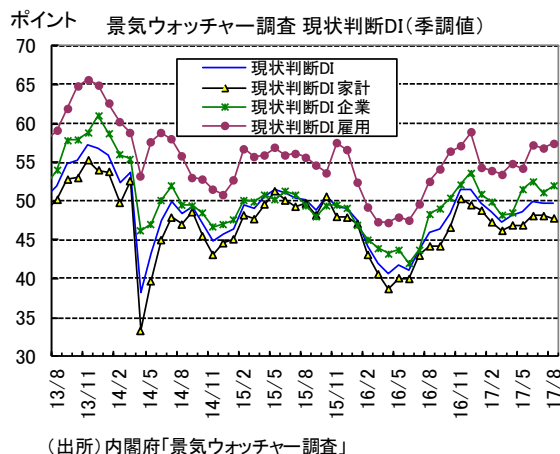
○ 7月景気動向指数 (9月7日)

7月の景気動向指数では、一致CIが115.6(前月差▲1.2ポイント)と、2ヵ月ぶりに低下した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」が10ヵ月連続ですえ置かれた。一致指数の個別系列を見ると、全7系列が押し下げに寄与しており、特に投資財出荷、耐久消費財出荷の押し下げが目立った。製造工業生産予測調査によると、8月は前月比+6.0%と、増産見通しであることなどから、一致CIは均せば緩やかな改善傾向が続くとみる。今後の国内景気は、堅調な海外景気や、非製造業の投資需要の高まりなどを背景に、内外需足並みの揃った緩やかな景気回復が続くと予想する。



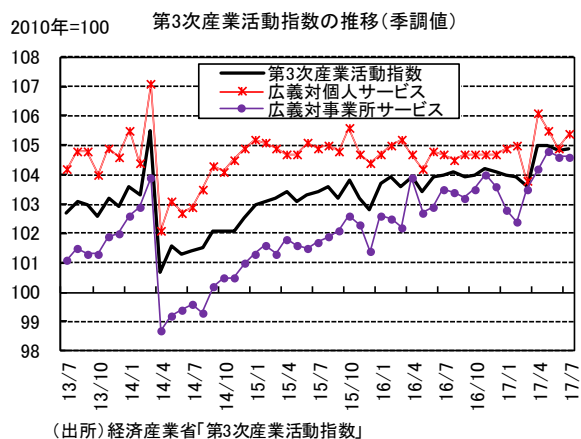
○ 8月景気ウォッチャー調査 (9月8日)

8月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が前月から横ばいの49.7と、2ヵ月連続で節目の50を下回った。もっとも、先行き判断DI(季調値)は同+0.8ポイントの51.1と、2ヵ月ぶりに上昇し、3ヵ月連続で50を上回った。基調判断は、「持ち直しが続いている」が4ヵ月連続ですえ置かれた。ウォッチャーからは、インバウンド売上の好調を好感する声や、堅調な受注環境を好感する声が聞かれた一方、人手不足の深刻化を指摘する声が目立った。今後の国内景気は、賃金の伸び悩みが続くなか、個人消費の回復ペースは緩やかとみられるものの、堅調な海外景気や、非製造業の投資需要の高まりなどを背景に、内外需足並みの揃った緩やかな景気回復が続くと予想する。



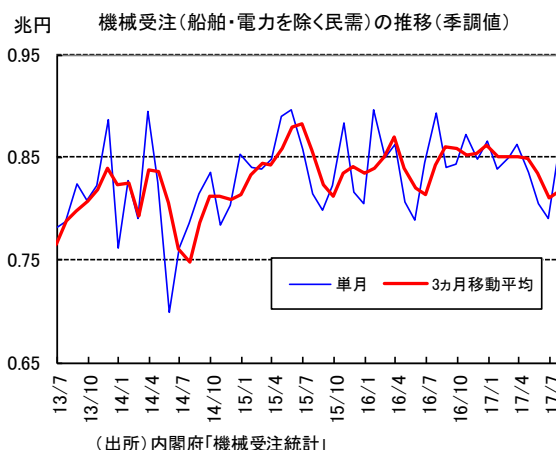
○ 7月第3次産業活動指数 (9月11日)

7月の第3次産業活動指数は前月比+0.1%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。内訳では、広義対個人サービスは同+0.5%と、3ヵ月ぶりのプラスとなり、広義対事業所サービスは同+0.0%と、前月から横ばいとなった。業種別では、11業種中、5業種が上昇、6業種が低下という結果。上昇した業種では、情報通信や金融・保険などのプラス寄与が大きかった。一方、低下した業種では、卸売、生活娯楽関連サービスなどのマイナス寄与が目立った。今後についても、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかな改善が続くとみる。



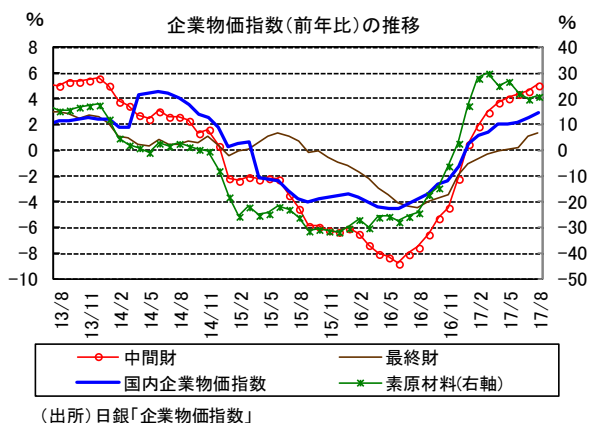
○ 7月機械受注 (9月11日)

7月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比+8.0%と、4ヵ月ぶりのプラス。内閣府による基調判断は、「機械受注は、足踏みがみられる」が維持された。年度始以降の機械受注(船舶・電力を除く民需)は減少傾向が続いたものの、7月の結果は、当面の設備投資が一進一退で推移する可能性を示した。一方、6月調査の日銀短観など、各種調査における設備投資計画自体は強めである。国内の中長期的な低成長期待が定着していることで、能力増強投資の増加は見込みにくいが見込まれるほか、人手不足に起因した合理化・省力化投資なども底堅い推移が続く可能性が高く、今後の設備投資は回復傾向で推移すると予想する。



○ 8月企業物価指数 (速報値、9月13日)

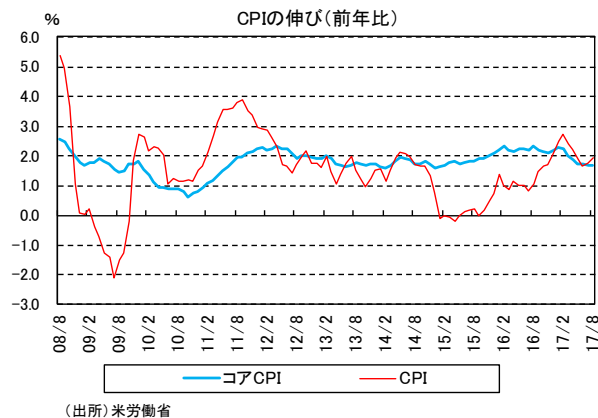
8月の国内企業物価指数は前年比+2.9%と、8ヵ月連続のプラス、7月の同+2.6%から伸び幅が拡大。16項目が前月から押し上げに寄与、7項目が押し下げに寄与した。押し上げに寄与した項目では、石油・石炭製品、電力・都市ガス・水道、非鉄金属などが目立った。押し下げ方向に寄与した項目は、輸送用機器など。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比+7.8%→+8.6%、輸入物価は同+11.8%→+12.5%と、いずれも8ヵ月連続のプラスとなり、交易条件は改善した。今後については、昨秋以降の円安の影響の一巡のほか、原油価格の上昇が一服していることで、企業物価の上昇ペースは鈍化へ向かうと予想する。



《米 国》

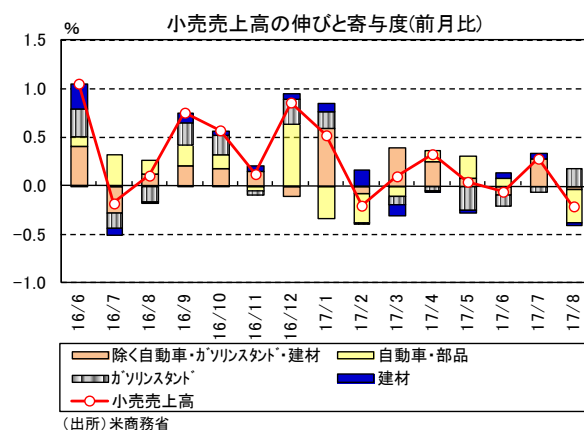
○ 8月CPI（消費者物価指数）（9/14）

8月のCPIは前月比+0.4%と、2ヵ月連続で上昇した。燃料価格が同+0.0%→+6.3%と上昇したことが大きい。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.2%と、前月の同+0.1%から小幅に上昇した。前年比で見たCPIは+1.9%と、2ヵ月連続で伸び幅が拡大した。コアCPIは前年比+1.7%と、4ヵ月連続で同じ伸び幅となった。労働市場の需給は引き締まっているものの、賃金の伸びは加速感に欠ける状態が続いていることから、人件費の影響を受けやすいサービス価格の伸びも緩やかなものにとどまると見込まれる。コアCPIの伸び幅は、当面前年比+2%を下回って推移すると予想する。



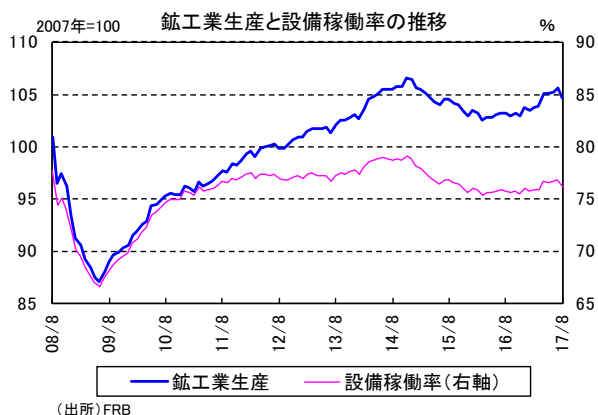
○ 8月小売売上高（9/15）

8月の小売売上高は前月比▲0.2%と、2ヵ月ぶりに減少した。前月7月分も同+0.6%→+0.3%へと、下方修正されている。内訳を見ると、ガソリンスタンドが同+2.5%と7ヵ月ぶりに増加したものの、自動車・部品が同▲1.6%、家電が同▲0.7%と減少し、全体を押し下げた。また、堅調に推移してきた無店舗販売は同▲1.1%と、2ヵ月ぶりに減少した。GDPの算出に使用される「除く自動車・部品、ガソリン、建材ベース」では、同▲0.1%と2ヵ月ぶりに減少した。もっとも、8月の小売売上高はハリケーンによる一時的な要因で減少したところも大きいとみられ、今後はその復興需要が見込まれることに加え、雇用環境の改善が続いていることなどから、個人消費は回復に向かうと予想する。



○ 8月鉱工業生産（9/15）

8月の鉱工業生産は前月比▲0.9%と、7ヵ月ぶりに減少した。産業別に見ると、製造業が同▲0.3%、鉱業が同▲0.8%、公益事業が▲5.5%と、軒並み減少した。設備稼働率は76.1%と、前月の76.9%（76.7%から上昇修正）から大きく低下した。ただ、8月の減産は、ハリケーンによる一時的な要因によるところも大きいとみられ、今後はその復興需要が押し上げに寄与すると見込まれる。加えて、エネルギー価格の持ち直しを背景に、資源開発企業の生産が堅調を維持するとみられることや、個人消費が回復に向かう可能性が高いこともあって、今後の鉱工業生産は持ち直しに向かうと予想する。

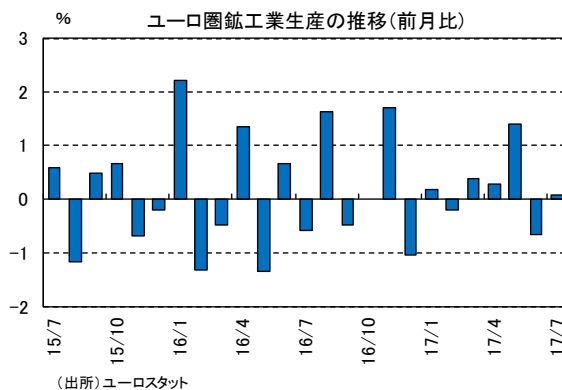




《 欧 州 》

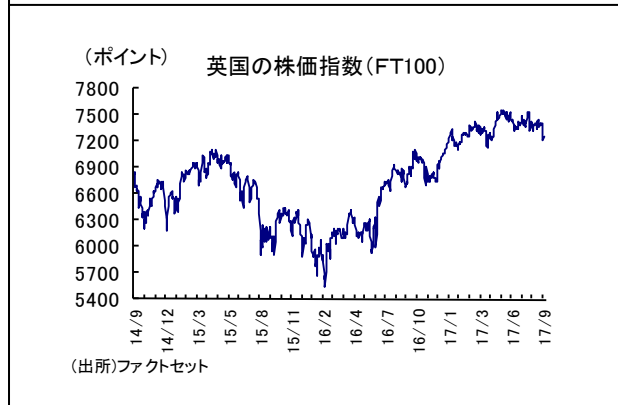
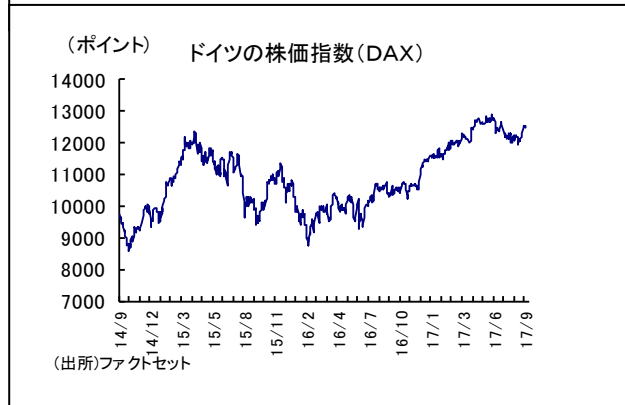
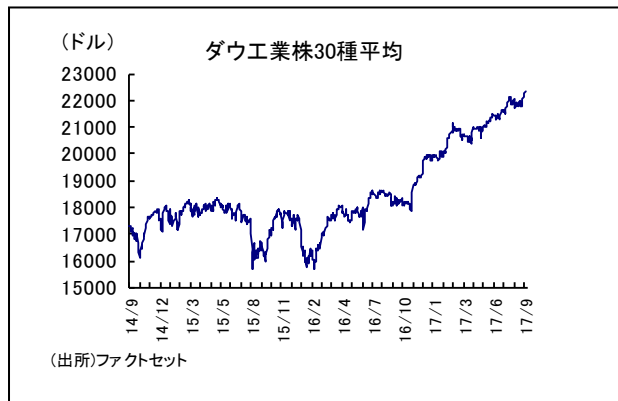
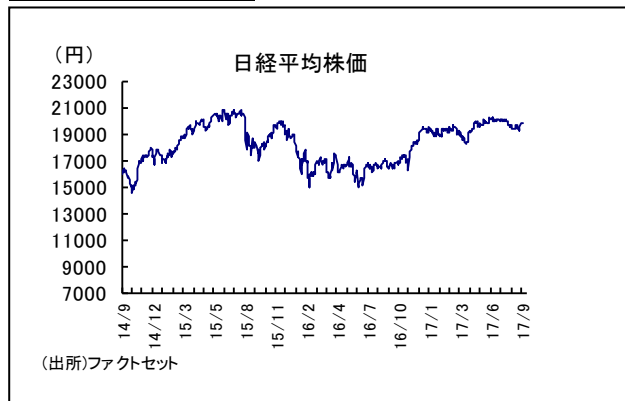
○ 7月ユーロ圏鉱工業生産（9月13日）

7月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.1%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。内訳では、消費財が同▲0.5%→▲0.3%、エネルギーが同+0.8%→▲1.2%と、ともにマイナスとなったものの、中間財は同▲0.1%→+0.5%、資本財は同▲1.9%→+0.8%と、いずれも2ヵ月ぶりのプラス。主要国別では、ドイツが同▲1.1%→▲0.1%、スペインが同▲0.3%→▲0.4%と、ともにマイナスとなったが、フランスは同▲1.2%→+0.6%、イタリアは同+1.1%→+0.1%と、いずれもプラスとなった。緩和的な金融環境が企業の生産活動を下支えすると見込まれることなどから、ユーロ圏鉱工業生産は今後も回復傾向で推移するとみる。

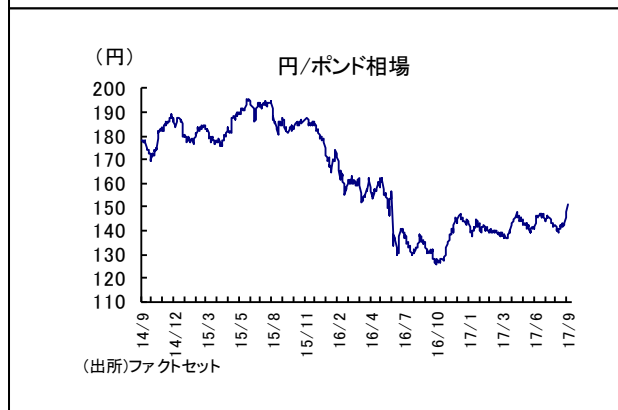
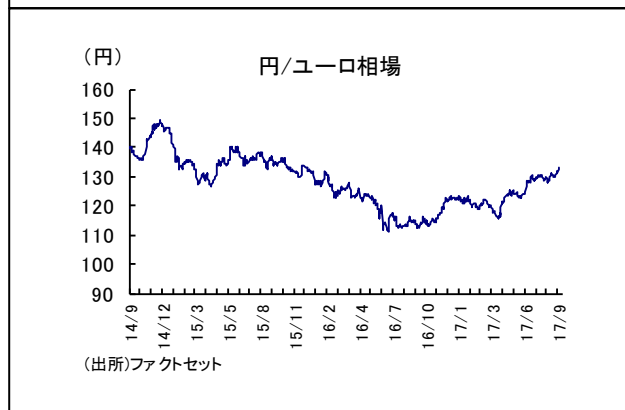
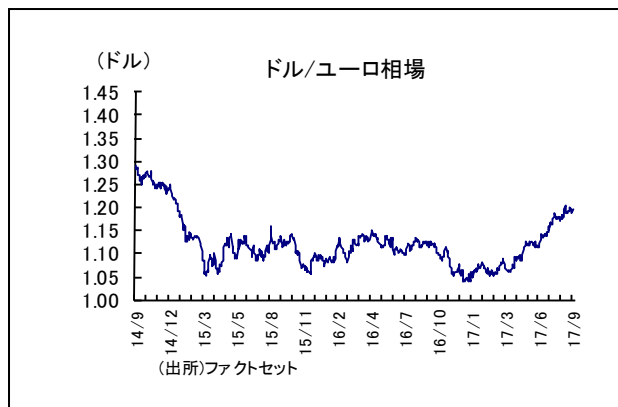
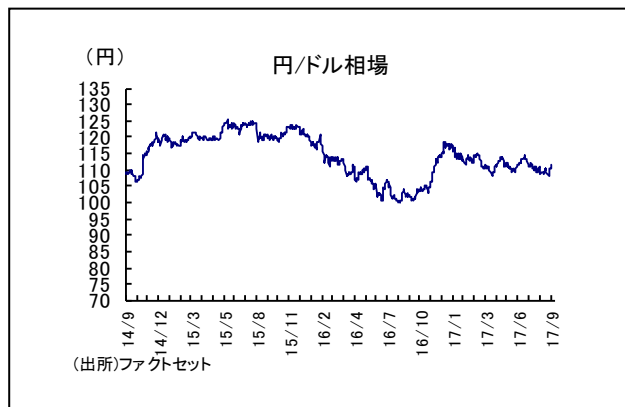


## 日米欧マーケットの動向 (2017年9月19日現在)

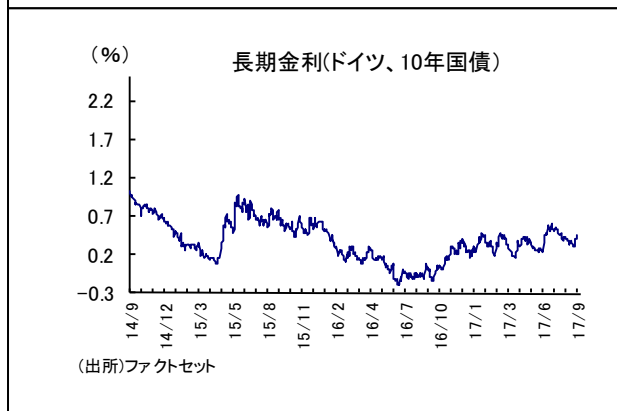
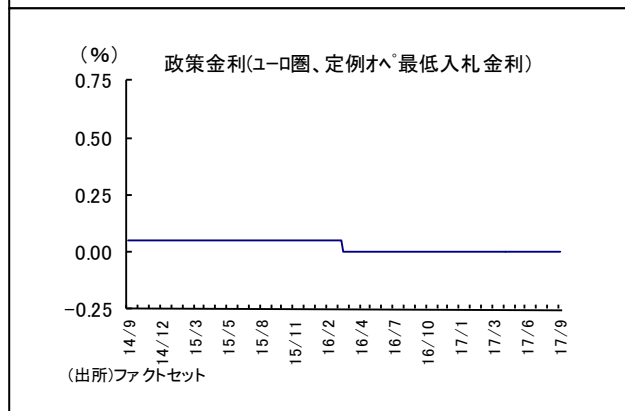
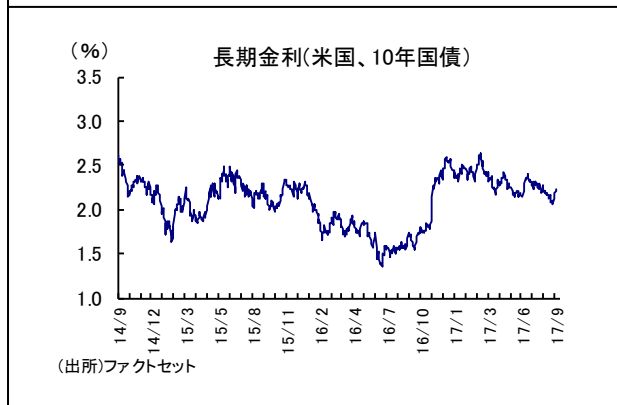
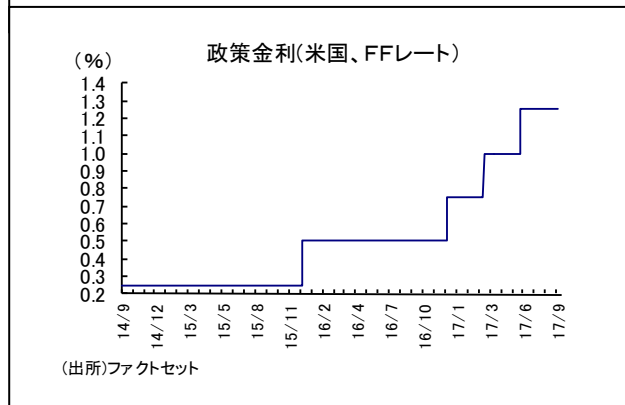
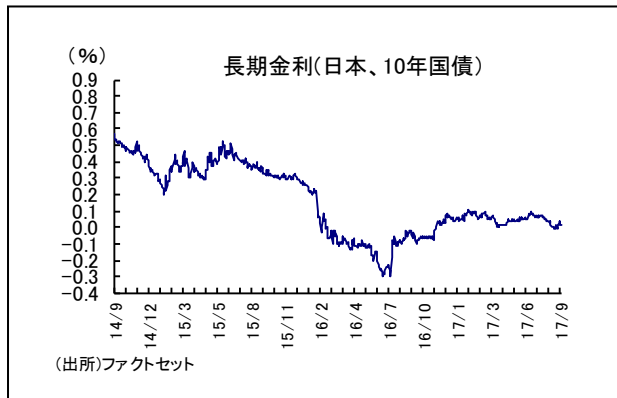
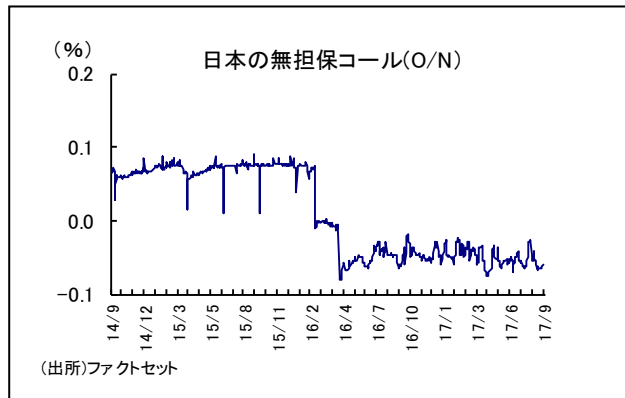
### ▽各国の株価動向



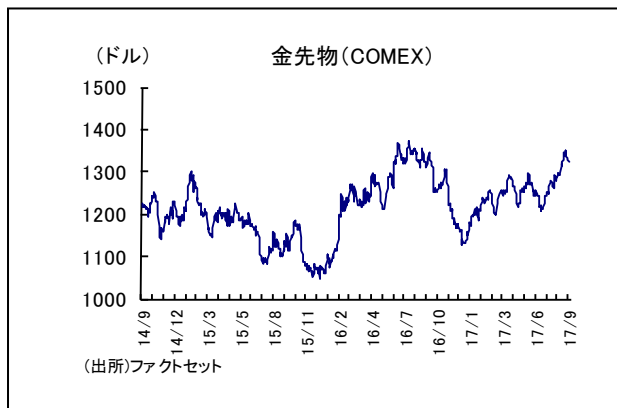
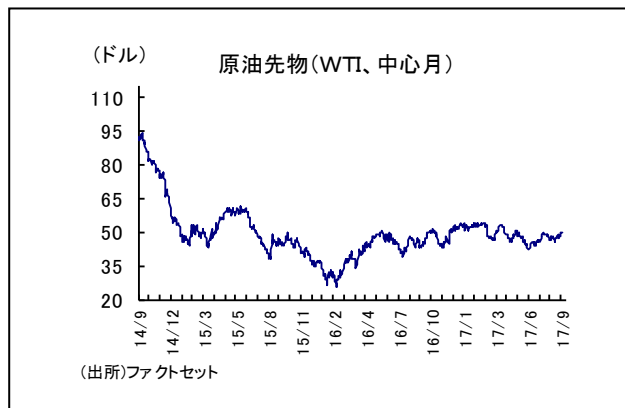
### ▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査 G が情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、平野真依子、久保和貴、  
尾家小春、磯部雅人、陳家斉