



## <フォーカス>成長戦略の加速のために必要なもの

6月1日の記者会見における安倍首相の決意表明のとおり、仮に消費増税の先送りでロケットを大気圏突破まで持っていくことができたとしても、無事軌道に乗せるためには、成長戦略の着実な実行が不可欠となるだろう。

しかし、今年の成長戦略は例年よりも影が薄い。規制改革会議の答申の目玉であった生乳の流通自由化が、関連勢力の巻き返しにより指定団体(流通の95%を独占)の廃止に踏み込めずに終わるなど、改革面でのめぼしい成果が乏しかったことが背景にある。岩盤規制の厚さを改めて印象付ける経緯であった。もっとも、2014年2月のダボス会議における、「あと2年間、いかなる既得権益も私のドリルの前に持ちこたえられない」との力強い宣言とは裏腹に、最近では安倍首相自身の改革に向けた意欲があまり伝わってこないのも確かである。

経済政策を担う政府の組織体制にも問題がないわけではない。6月2日の閣議では、「経済財政運営と改革の基本方針2016について」、「日本再興戦略2016について」、「ニッポン一億総活躍プランについて」、「規制改革実施計画について」という経済関係の案件が一気に閣議決定された。しかし、これらが相互にどのような関係にあるのかを説明できる人は少ないだろう。実際、内容も重複している。

安倍政権下では、「経済財政諮問会議」、「産業競争力会議(日本経済再生本部)」、「一億総活躍国民会議」、「規制改革会議」等々、経済政策を担う機関や会議が乱立する一方、それらが体系化されておらず、実質的な旗振り役となる機関が不在という問題がある。本来であれば、財政諮問会議がそうした役割を担うべきと考えられるが、安倍政権下の経済財政諮問会議は、小泉政権下で存在感を示したような力を持つ組織ではない。安倍政権では、経済財政諮問会議がマクロ、産業競争力会議がミクロとの切り分けではじまったが、そもそもマクロ政策とミクロ政策は峻別できるものではない。また、成長戦略を担うのは経産省の影響下にある産業競争力会議ということもあり、戦略というよりも、ミクロの視点に偏った政策集になりがちという問題がある。その後、さらに多くの会議が加わった結果、テーマによっては互いに縄張り争いや遠慮を繰り返して前に進みにくくなっている。

安倍政権下でのこれまでの成長戦略の実績が決して不合格というわけではない。法人実効税率の引き下げやTPPの署名、コーポレートガバナンスの強化などに加え、農業や雇用等の分野でも、過去数代のどの政権よりも多くの実績を残してきた。しかし、財政・金融政策の「時間を稼ぐ力」に限界が見えるなか、今後は成長戦略のスピード感をいっそう上げることが求められる。諸会議が乱立し、トップダウンの改革が進めにくくなっている現状は、事務局には好都合なのかもしれないが、このあたりで組織体制をもう一度見直す必要があるのではないか。(Kodama wrote)

## 目次

<フォーカス>成長戦略の加速のために必要なもの.....1	日本の輸出の基調は弱い.....9
・ 経済情勢概況.....2	・ 資産運用の動向について.....12
・ 予想された消費増税の再延期.....3	・ 主要経済指標レビュー.....15
・ 設備投資の回復は緩慢なものにとどまる.....5	・ 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、目先は震災の影響により、弱めの動きとなろう。その後についても、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による緩和的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つて、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、伸び悩み展開が続くとみられ、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、緩和的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%まで、中銀預金金利を▲0.3%から▲0.4%まで引き下げたほか、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、2017年3月以降も資産買入れ策を継続実施すると予想する。

## 予想された消費増税の再延期

### 事実上の無期延期か

消費増税の再延期は予想された展開である。安倍首相には、2014年4月の増税の際に個人消費が大方の予想以上に落ち込んだことで、「財務省は信用できない」との認識があったと聞く。元来、「上げ潮」的な考えの持ち主でもあることから、筆者はかなり前から消費増税の先送りを予想していた。景気への影響もさることながら、安倍首相が自らの政権で本当に成し遂げたいのは憲法改正である。国政選挙における安定的な議席確保は最重要課題であり（どの政権にとってもそうだが）、野党がこぞって増税先送りに流れるなかで、7月の参院選で消費増税が争点化するのはいやほいや避けたいとの結論に達したに相違ない。

増税延期で確かに景気悪化は避けられるが、これは足元のリスクを将来のリスクに置き換えたに過ぎず、潜在的な財政リスクは蓄積されていく。「リーマンショック級」のことがない限り実施するはずだったものを再延期ということであれば、新たな期限の設定にもほとんど意味はなく、要は景気が良くなるまで事実上の無期延期ということである。ただ、日本の潜在成長率は0%近辺との見方が有力であり、足元の景気はほぼ実力どおりとも考えられる。安倍首相がしきりに喧伝する「25年ぶりの有効求人倍率」もそれを裏付けている。誰が見ても増税の好機というような好景気はもはや来ないとみておいた方がよいのではないか。

### 問題となる財政再建計画との整合性

財政再建計画との整合性をどう維持していくのかも課題となる。内閣府の試算では、名目GDP600兆円達成の根拠である名目3%、実質2%の成長率の継続を実現し、かつ予定どおり増税しても、2020年度時点で基礎的財政収支（プライマリーバランス）に6.5兆円の赤字が残る。また、財務省は、たとえ望ましい成長率の実現し、基礎的財政収支が黒字化しても、利払費の膨張で逆に財政赤字全体では赤字幅が拡大する可能性があるとの試算を発表している。政府としては、税収弾性値が固めに見積もっている試算の前提よりも大きくなることを期待したいところだろう。確かに税収弾性値は短期的には大きく振れるが、あえて楽観的なシナリオにベットし、「財政再建の旗を降ろさない」と強調したところで、なかなか投資家の信頼は得られないだろう。

喫緊の課題である社会保障制度改革を巡る議論もこれで停滞せざるをえない。安定財源の目途が立たないまま支出だけは増やすというのであれば、無責任の誹りは免れないだろう。日銀の金融緩和で、国債市場はマヒした状態にあり、すぐに財政不安を織り込むような状況ではないのは確かだが、欧州の例を見てもわかるとおり、市場の見方はある日突然非連続的に変化する。これほど政権基盤のしっかりした安倍政権でも増税ができないということであれば、どの政権にもできないといずれ市場に見限られても不思議ではない。

### 追加財政はひとつの手段ではある

今後は、秋の臨時国会で編成が予想される補正予算の規模に焦点が移る。これまで、政治サイドが景気減速懸念を抱く場面では、日銀に追加緩和圧力がかかるのが常だったが、現状では政府内にそうした空気は流れていない。安倍首相自身、金融政策頼みの限界を感じはじめたのかもしれない。実際、安倍首相に近い経済学者も、財政出動の必要性を主張する場面が増えてきている。

確かに、金融政策と財政政策とで、二者択一でどちらかやらなければならないというのであれば財政に軍配が上がる。事実、アベノミクス初期段階の景気を支えたのは、金融政策ではなく財政政



策である。安倍政権発足直後の1年間（13暦年）の実質GDP成長率は前年比1.4%だが、そのうち公的需要の寄与度は0.8%と、6割近くを占めていた。就任直後に10兆円規模の補正予算を打ち出した効果が大きく、結局はその効果が息切れするとともに、景気も再び下を向いてきたというのが実態である。消費増税のせいで景気が悪くなったわけではなく、増税より半年前の2013年10-12月にはすでにマイナス成長に戻っていた。この点、ドイツのショイブレ財務相の、「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」との指摘は的を射ている。

### 新興国景気はむしろ底打ち

安倍首相の景気認識にも疑問が残る。記者会見では「25年ぶりの有効求人倍率」、「税収も25年ぶり」としきりにアベノミクスの成果を強調する場面が目立ったが、そうであればなぜ消費増税の延期や追加財政政策が必要なのかという疑問が湧く。国内景気は堅調だが、海外景気のリスクが大きいという趣旨かもしれないが、年明け以降の世界金融市場の混乱はすでに一巡している。いまだ多くの不透明要素が残っているのは確かだが、特に、安倍首相も強調している新興国景気には改善の兆しが見える。1-3月期のブラジルの実質GDP成長率は、前期比▲0.3%となった。5四半期連続のマイナス成長ではあるものの、2015年7-9月期の同▲1.6%、10-12月期の同▲1.3%からマイナス幅は縮小しつつあり、ゼロ成長に近づいてきている。ルセフ氏の弾劾に伴う暫定政権移行時の混乱が尾を引く可能性があり、先行きはなお予断を許さないものの、商品市況反発の影響で、ブラジル景気はすでに最悪期を過ぎつつある可能性が高い。

ロシアの1-3月期の実質成長率も前年比▲1.2%と、昨年10-12月の同▲3.8%からマイナス幅が縮小した。市場は▲2%程度のマイナスを予想していた。インドの場合、1-3月期の成長率は、10-12月期の前年比7.2%から同7.9%へと加速するなど、景気はむしろ力強さを増している。中国経済はいまだ不振だが、今後は財政政策の効果の波及が期待でき、BRICs経済は全体として改善基調にある。個別の指標を探せばリーマン時より悪い指標があるのは当然だが、G7サミットで政府が配ったペーパーは、各国首脳の困惑を招くだけに終わった。

### 財政だけでは限界

サマーズ教授の長期停滞論に従うのであれば、財政政策は自然利子率を押し上げるためのひとつの手段になりうるが、マイナス圏にあるとも言われる日本の自然利子率を財政政策でプラス圏に押し上げるためには、10兆円でも到底力不足で、人々の期待を一変させるような大型財政を何年にもわたり打ち続けなければ難しい。日本の財政にそうした大盤振る舞いができる余裕はないのは明らかである。民間投資の呼び水になるような、「ワイズスペンディング」ができればいいが、そうした案件が何兆円単位で出てくるわけではない。これまでできなかったことが、急にできるようになると信じるのは難しい。大型の財政政策が打ち出されれば、市場はとりあえず好感する可能性が高いが、市場の期待も膨らんでおり、少なくとも10兆円という数字を見ないことには株価上昇にはつながらないだろう。

また、日本の自然利子率低下の背景には、サマーズ教授の挙げた種々の要因のなかでもより供給サイドの要因が強く働いている可能性が高い。ゴードン教授の説のように、技術革新の停滞に伴う生産性の低下が各国の自然利子率を押し下げている可能性も有力である。日本では、多くの経営者が潜在成長率の低下を前提に事業計画を建てているため、なかなか強気になり切れない。安倍首相の例えのとおり、仮に財政・金融政策でロケットを大気圏突破まで持っていくことができたとしても、無事軌道に乗せるためには、成長戦略の着実な実行が不可欠となる。（担当：小玉）

## 設備投資の回復ペースは緩慢なものにとどまる

### 先行指標は設備投資の緩慢な回復の可能性を示唆

日本の設備投資の先行指標を見ると、建築物着工床面積（非居住用）や資本財国内出荷（除く輸送機器）は、2014年夏場ごろから減速傾向で推移している（図表1）。もう一つの先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、昨秋ごろから増加傾向で推移していたものの、4月は大きく落ち込んだ。先行指標からは、今後の設備投資の回復ペースが鈍いものにとどまる可能性が示唆される。

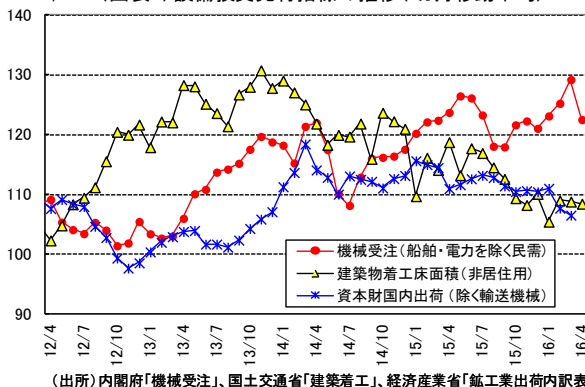
### 全規模・製造業の設備投資計画は例年よりやや弱気

日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業）の推移を見ると、12月調査が▲1、3月調査が▲1、先行き6月の予測も▲1と、不足方向の見通しとなっている。製造業、非製造業別に見ると、製造業では、12月調査が+3、3月調査が+4、先行き6月の予測も+2と、過剰感が残る見通しである。一方、非製造業では、12月調査が▲2、3月調査が▲2、先行き6月の予測も▲3と、不足感が残る見通しとなっている。

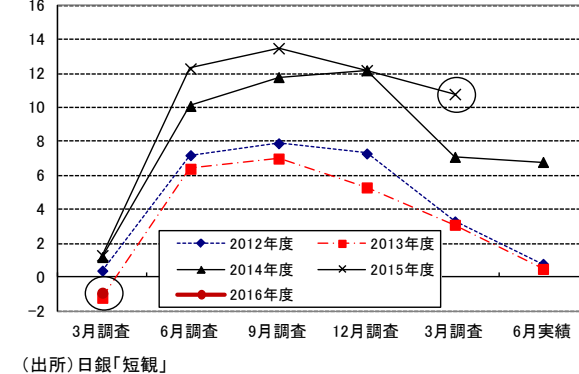
3月調査の日銀短観における2016年度の全規模・製造業の設備投資計画は前年比▲0.9%と、前年の同+1.3%を下回る水準でのスタートとなった（図表2）。この時期にはまだ、新年度計画が明確になっていない場合が多いことから、次回の6月調査では、例年同様、上方修正されるとみられる。ただ、設備過剰感が残るなか、年初以降の円高・株安の進行や、新興国景気への懸念などもあって、多くの企業は慎重に投資計画を立てるとみており、上方修正幅は昨年を下回ると予想する。

足元の設備稼働状況も弱めの動きが続いている。設備稼働率指数は、輸出の伸び悩みや、個人消費の停滞を受け、昨春ごろから一進一退の推移となっている（図表3）。業種別では、はん用・生産用・業務用機械が大きく鈍化したほか、輸送機械も、一部の自動車メーカーの部品工場が爆発事故の影響で生産を停止したことなどから落ち込んでいる。主力業種を中心に設備稼働率が高まらないなか、能力増

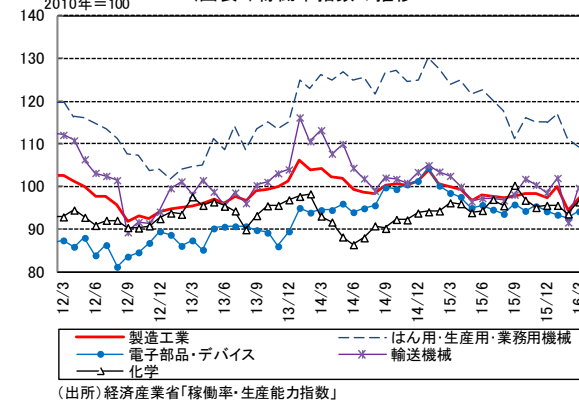
2010年=100（図表1）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



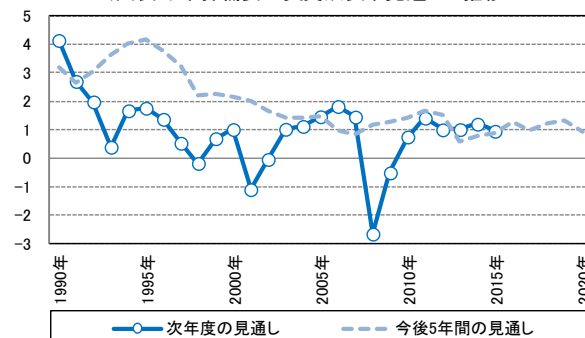
（図表2）設備投資額年度計画（前年度比）  
（含む土地投資額、全規模・製造業）



（図表3）稼働率指数の推移



（図表4）業界需要の実質成長率見通しの推移



強投資に踏み切る動きも見込みにくい。

製造業では、国内の中長期的な成長期待が低いことも設備投資の回復の鈍さにつながっている。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査（2015年度）」を見ると、業界需要の実質成長率は、今後も低迷が続く見通しであり、国内での能力増強投資は、今後も慎重に進められる可能性が高い（図表4）。

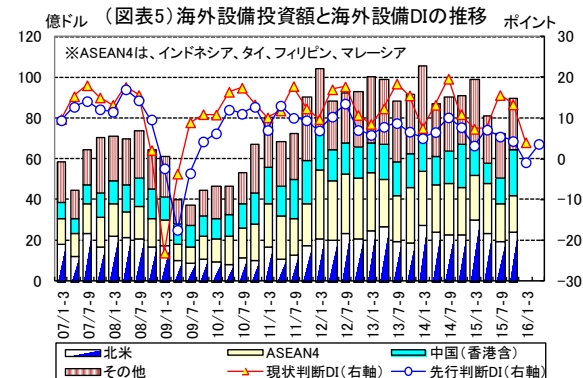
**今後も能力増強投資は海外が中心**

製造業の設備投資は、今後も海外が中心になるとみている。海外現地法人四半期調査で、海外設備投資の現状判断DI（増加－減少）を見ると、1-3月期は+4.1と、27四半期連続のプラスとなったものの、前年差▲3.3ポイントと悪化した（図表5）。海外設備投資額も10-12月期は前年比▲6.5%と、7四半期連続の前年比マイナスとなるなど、足元では弱めの動きが続いている。アジアや欧州地域でのマイナスが目立っており、中国を中心とする新興国景気の悪化や欧州景気の回復ペースの鈍さが足かせになったとみられる。

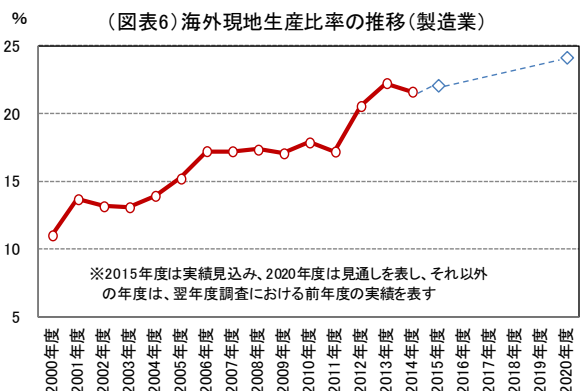
一方、内閣府が公表している「企業行動に関するアンケート調査（2015年度）」を見ると、海外現地生産比率（製造業）は、2015年度（実績見込み）の22.1%から、2020年度の見通しは24.2%と、今後も、上昇傾向が続く見通しである（図表6）。また、海外に拠点を置く理由（製造業）との問いには、「労働力コストが低い」は全体の2割にとどまっているのに対し、「現地・進出先近隣国の需要が旺盛又は今後の拡大が見込まれる」や「現地の顧客ニーズに応じた対応が可能」が全体の約5割を占めており、海外の成長を取り込むためには、より消費地に近いところでの設備投資の重要性が高まっている様子が示唆される（図表7）。

**国内の設備投資は維持・補修投資が中心**

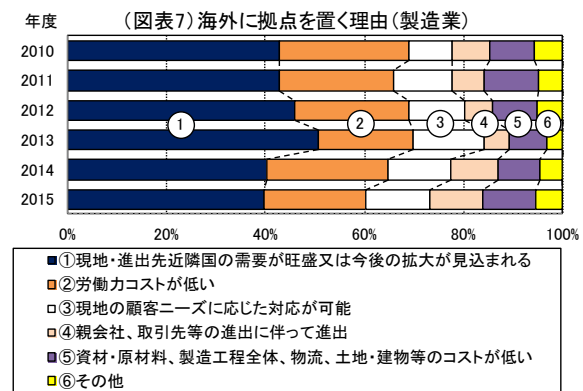
こうしたなか、国内の製造業の設備投資は、維持・補修関連が中心になるとみられる。日本政策投資銀行による「全国設備投資計画調査（2015年度）」で、「投資動機」を見ると、リーマン・ショック以降、能力増強（2007年度:42.8%→2015年度:22.2%）の割合が縮小傾向であるのに対し、維持・補修



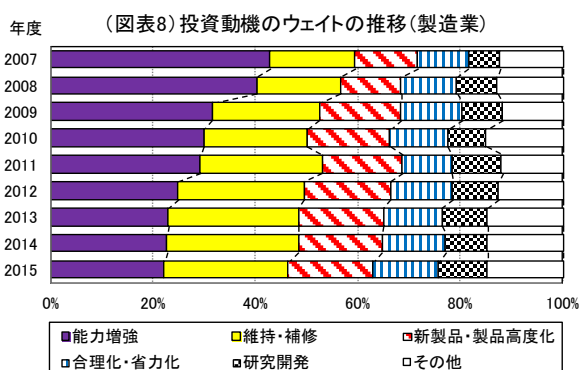
（出所）経済産業省「海外現地法人四半期調査」



（出所）内閣府「企業行動に関するアンケート調査」



（出所）内閣府「企業行動に関するアンケート調査」



（出所）日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（大企業）」

(16.6%→24.4%) や合理化・省力化 (10.0%→12.9%) の割合は拡大傾向にある (図表 8)。2015 年はやや縮小したものの、その分、研究開発 (6.2%→9.6%) の拡大が補っている。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)。

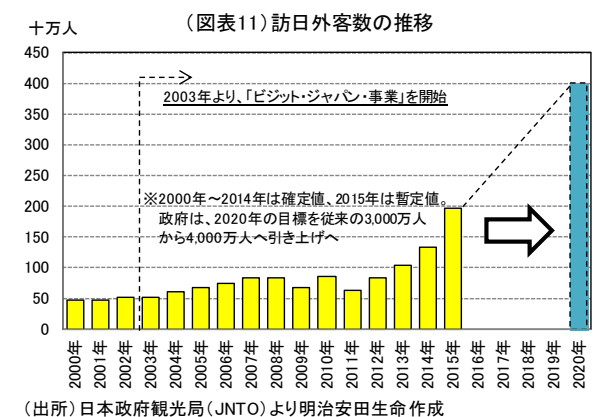
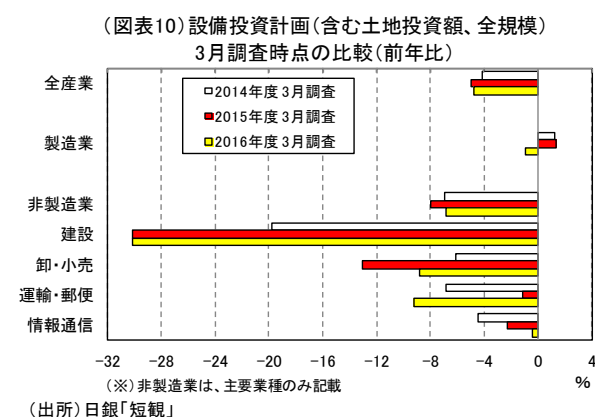
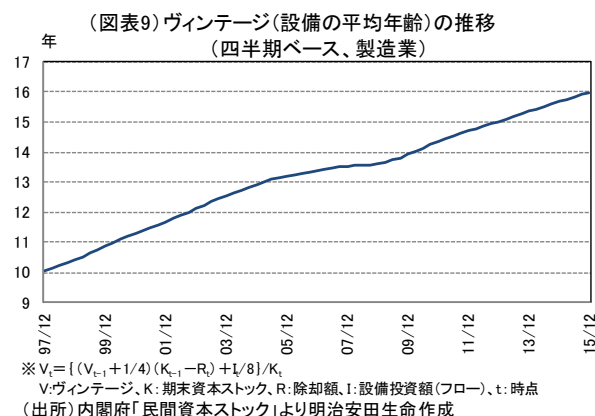
**非製造業が設備投資を下支え**

一方、非製造業の設備投資は、今後も底堅く推移するとみている。3月調査による日銀短観の設備投資計画 (全規模・非製造業) では、2015 年度は前年比+6.7%と、前年同時期調査の同+3.1%を上回る水準での着地見込みとなった。2016 年度も同▲6.8%と、この時期としては、例年並みのまずまずのスタートとなっている (図表 10)。

2015 年度は訪日外国人によるインバウンド需要を取り込む動きなどから、宿泊・飲食サービスが同+44.4%と、高い伸びとなった。卸・小売は同▲1.9%と小幅マイナスになったものの、観光庁調査による 2015 年の訪日外国人旅行消費額は 3 兆 4,771 億円と、調査以来はじめて 3 兆円を上回り、内訳である買物代も 1 兆 4,539 億円と、前年の 7,146 億円から 2 倍近くも拡大した。堅調なインバウンド消費が、卸・小売の設備投資を下支えした可能性が高い。運輸・郵便も同+16.9%と、二桁増となっており、物流施設の整備が進んだことや、鉄道の安全対策なども寄与したと見込まれる。

こうした動きは今後も続くとみている。訪日外国人数は、2015 年は 1,974 万人に達し、2020 年の 3,000 万人の目標を前倒しで達成できる可能性が高まったことで、政府は 3 月に目標を 4,000 万人まで拡大した (図表 11)。4 月の訪日外国人向けの百貨店売上高は前年比▲9.3%と、39 ヶ月ぶりのマイナスになるなど、足元ではインバウンド消費の勢いが鈍化する兆しがみられる。ただ、外務省は 4 月に中国人向けの数次ビザについて有効期間を 5 年から最長 10 年に延長するとともに、発給対象者の要件を一部緩和するなど、訪日外国人数の拡大に向けた取組みを積極的に進めている。2020 年には東京五輪も控えていることなどから、インバウンド需要の拡大は続くとみている、関連投資も底堅く推移すると予想する。

人手不足が続くなか、生産性向上に向けた投資も続くとみている。小売、飲食、宿泊などでは、セルフレジや自動精算システムの導入、集中調理施設の新設などがみられるほか、従業員の効率的





な配置・削減に向けたシステム投資や、女性向け休憩施設や保育施設など、従業員定着率向上に向けた労働環境改善を企図した投資も行なっている。このほか、都市圏を中心に貨物量が増加傾向にあるなか、高機能の物流施設の投資は続くとみられるほか、営業施設の耐久補強など防災関連投資も見込まれよう。

今後については、非製造業では底堅い推移が続くとみられるものの、製造業では、日本の中長期的な低成長期待が定着しているなか、能力増強投資は海外優先と見込まれることから、国内では設備の維持・補修や合理化・省力化投資が中心になるとみており、国内設備投資全体の回復ペースは緩慢と予想する。GDPベースの実質設備投資は、2016, 2017年度とも前年比1%前後の低い伸びにとどまるとみている。（担当：開発）



## 日本の輸出の基調は弱い

### 2015年度の輸出数量はマイナス

財務省の貿易統計によると、4月の輸出金額は前年比▲10.1%と、3月の同▲6.8%からマイナス幅が拡大した（図表1）。輸出金額の伸び率を数量要因と価格要因に分解すると、輸出価格が同▲5.7%と6ヵ月連続のマイナスとなったほか、輸出数量も同▲4.6%と、熊本地震による自動車の生産停止の影響もあって、2ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も3月の同▲1.0%から拡大した。2015年度通年では、輸出数量が同▲2.7%と、3年ぶりのマイナスとなっており、実勢としての輸出の基調は引き続き弱い。

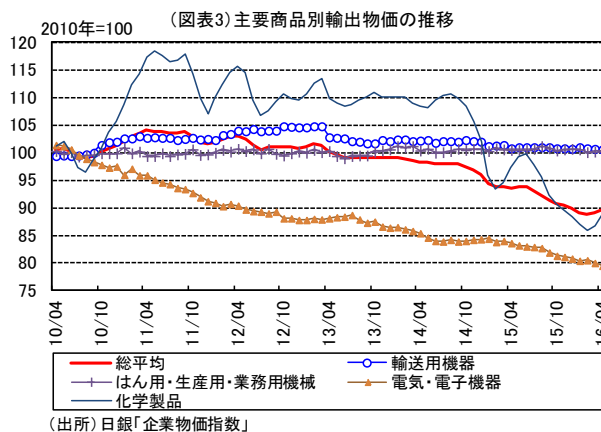
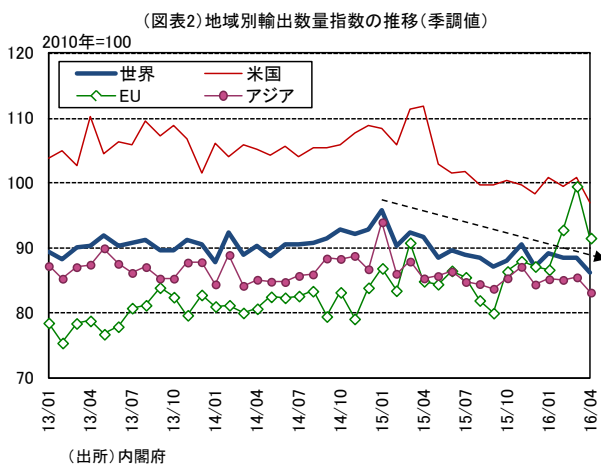
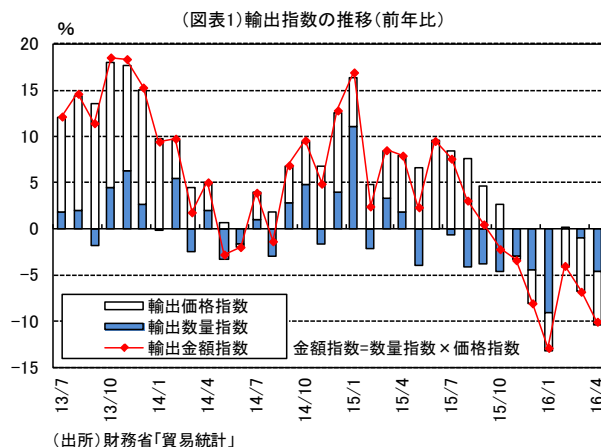
こうした動きは、内閣府の輸出数量指数（季調値）からも見て取れ、2015年2月以降、均せば鈍化傾向が続いている。地域別では、EU向けが輸送用機器などが好調なことから、持ち直し傾向となっているものの、米国向けやアジア向けは伸び悩んでおり、全体の下押し圧力となっている（図表2）。

### 円高による影響は小さいとみるが

為替相場を見ると、2016年の年初以降、円高圧力が強まっている。一般的に、自国通貨高は、外国通貨建てで見た製品価格の上昇につながるため、価格競争力が低下し、輸出にはマイナスに働くと考えられている。

ただ、振り返ると2012年後半以降の円安局面においては、世界的に価格が低下している電気・電子機器や、コモディティ関連品目を除けば、主力の輸送用機器や、はん用・生産用・業務用機械

では、そもそも契約通貨ベースで見た輸出価格はほとんど引き下げられていない状況である（図表3）。輸出企業が収益を確保するために価格をすえ置いてきたことや、技術面のキャッチアップが進む東アジア諸国との競争が激化するなかで、国内立地企業は高付加価値化を志向してきたことなどが、輸出価格が下がらなかった要因と考えられる。リーマン・ショック以前と以降の実質輸出（日銀公表）の為替弾性値を試算すると、リーマン・ショック以降は為替弾性値が以前の2分の1以下との結果を得ており、近年の日本の輸出は為替動向に左右されにくくなっている可能性が示唆される（図表4）。品目別では、リーマン・ショック以前には為替弾性値の高かった自動車関連で、最近では為替の輸出への影響が現れにくくなっているが、完成車メーカーの海外現地生産の増加によ



り、輸出が伸びにくくなったことも影響しているとみられる。こうした変化により、足元の円高が足かせとなって、輸出が大幅なマイナス基調に転換する可能性は高くないとみている。

**外需環境は改善せず**

日本の輸出では、生産設備などの資本財や、部品と加工品からなる中間財のウェイトが高く、両者を合わせると輸出の8割強に達する。そのため、日本の輸出額は、世界の投資比率（総資本形成/GDP）と緩やかな正の相関関係にあり、投資主導で世界景気が持ち直す場合には、日本からの輸出が伸びやすいが、世界的に投資が慎重となる局面では、輸出が伸び悩む傾向がある（図表5）。

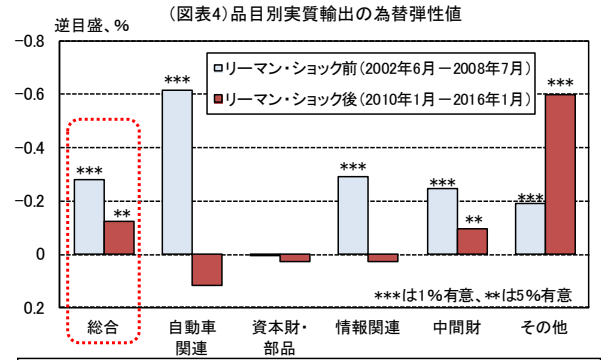
世界の投資比率は、2000年代前半には中国をはじめとする新興国の投資ブームにけん引されて上昇したものの、リーマン・ショック以降のユーロ圏のデレバレッジや、中国の資本ストック調整の影響などを受け、2011年以降、横ばいとなっている。先行きについても、中国では過剰生産能力の削減が続くとみられるほか、先進国も、米国でシェールオイル事業の開発抑制が続くなか、欧州でも不良債権問題が残っており、IMFの予想では投資比率は世界的に高まらない見込みとなっている。投資比率からは、日本の輸出の伸びは小幅にとどまることが示唆される。

また、新興国を中心に、海外景気の本質的な弱さも続いている。日本の主要輸出先の経済成長率について、付加価値ベースの輸出（OECD/WTO TiVA）割合から調整した実質GDP成長率を試算すると、2016年は2015年をやや下回る見込みであり、需要は高まりにくい環境が続く可能性が高い（図表6）。

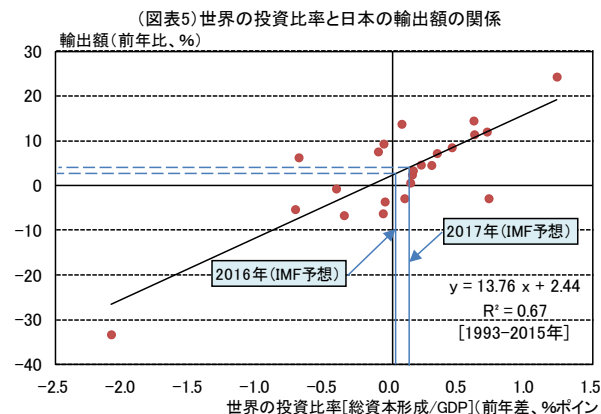
**米国向け中間財輸出も伸びにくい構造に**

加えて、景気が比較的底堅く推移している米国向けについても、2015年央以降、減速が目立っている（図表7）。内訳では、電気機器や一般機械の押し下げが目立つ。

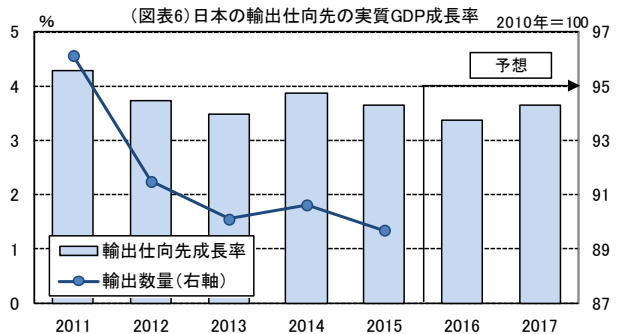
こうした品目の輸出が減速している要因の一つには、前述のとおり、シェールオイル事業の開発



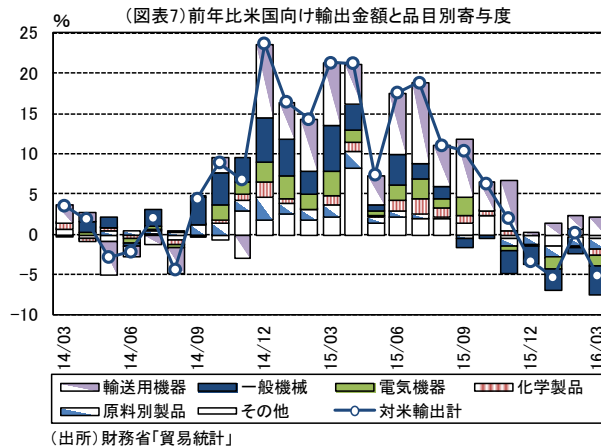
（図表4）品目別実質輸出の為替弾性値  
 推計式:  $\ln(\text{実質輸出}) = \alpha \times \ln(\text{REER}[12\text{ヵ月先行}]) + \beta \times \ln(\text{世界実質輸入}) + \text{定数項}$   
 ※為替弾性値は実質実効為替レート(REER)に対する弾性値のため、円安(円高)の際に輸出が増加(減少)する傾向がある場合、弾性値はマイナスとなる。2011年3-5月には震災ダミーを設定。世界実質輸入はオランダ経済政策分析局公表値。  
 (出所) 日本銀行「実質輸出」、オランダ経済政策分析局、国際決済銀行、ファクトセットより明治安田生命作成



（図表5）世界の投資比率と日本の輸出額の関係  
 (出所) 財務省「貿易統計」、IMFより明治安田生命作成



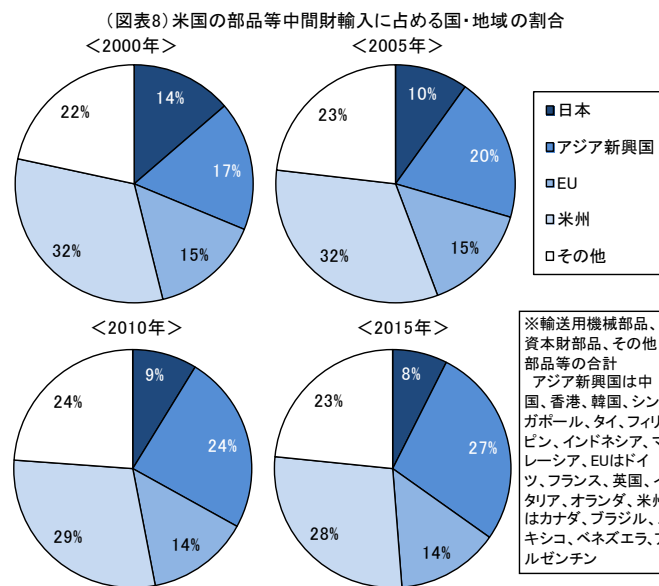
（図表6）日本の輸出仕向先の実質GDP成長率 2010年=100  
 当社が見通しを策定している世界主要地域につき、2011年の付加価値ベース輸出統計(OECD/WTO TiVA)を用いて最終消費地ベースの輸出ウエイトを付与した成長率。対象の国・地域は2011年付加価値ベース輸出のうち、74.2%をカバーしている。2016年、2017年は当社予想(2016年5月見通し)  
 (出所) OECD/WTO TiVA、IMF、財務省「貿易統計」より明治安田生命作成



（図表7）前年比米国向け輸出金額と品目別寄与度  
 (出所) 財務省「貿易統計」

抑制による資本財需要の減少が挙げられる。米国のシェールオイルの稼働リグ数は減少傾向が続いており、今後も輸出の足かせとなる可能性が高い。

加えて、近年、米国企業が中間財の調達先を変化させている可能性があることも、日本から米国向け輸出の伸び悩みにつながっていると考えられる。日本に立地するサプライヤーは、日本だけでなく米国など海外企業のグローバル・サプライチェーンの一翼を担ってきた。こうしたグローバル・サプライチェーン構造のもとでは、米国の生産活動と日本の対米中間財輸出が連動しやすい。ただ、2000年代以降、こうしたグローバル・サプライチェーン構造に変化が生じたことで、米国の生産の日本の輸出への波及効果が薄れている可能性がある。国連統計（UN Comtrade）から米国の部品等中間財に該当する3品目（輸送用機械部品、資本財部品、その他部品等）の輸入元を見ると、2000年には日本からの輸入が全体の15%近くを占めていたものの、2015年には7%まで低下している（図表8）。一方、近年、日本からのシェアを奪う形でアジア新興国からの輸入が増加している。



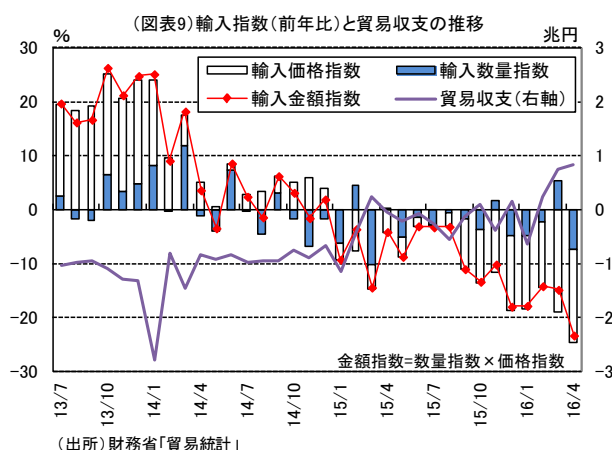
2011年の東日本大震災に加え、新興国の技術的なキャッチアップによる国際的な競争激化も、日本のシェア縮小の要因となっている可能性が高い。こうした構造的な要因を背景に、今後も米国向けの中間財輸出は米景気の回復ペースを下回るとみており、輸出の足かせとなると見込まれる。

### 輸出は伸び悩みが続く

今後については、年明け以降の円高を受けた輸出減速の可能性は低いですが、世界景気の回復力の弱さに加え、主力輸出先の米国向けでは構造的要因もあって、持ち直しペースが鈍いものにとどまるとみており、輸出全体では伸び悩みが続くと予想する。

輸入については、4月の輸入金額は前年比▲23.3%と、16ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅は前月の同▲14.9%から拡大した（図表9）。輸入金額の伸びを数量要因と価格要因に分解すると、輸入価格は同▲17.1%と、16ヵ月連続のマイナスとなったほか、輸入数量も同▲7.5%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。今後も、国内景気の回復ペースが緩やかななか、輸入数量は抑制傾向となる可能性が高い。ただ、原油価格の底打ちを受け、鉱物性燃料の輸入価格は緩やかながら上向くとみており、輸入金額は緩やかな増加傾向になると予想する。

4月の貿易収支は、+8,232億円と、3ヵ月連続の黒字となった。ただ、今後については、輸出の伸び悩みに加え、輸入金額が増加へ向かうとみられることから、貿易黒字幅は縮小へ向かうと予想する。（担当：山口）



## 資産運用の動向について

### 運用環境

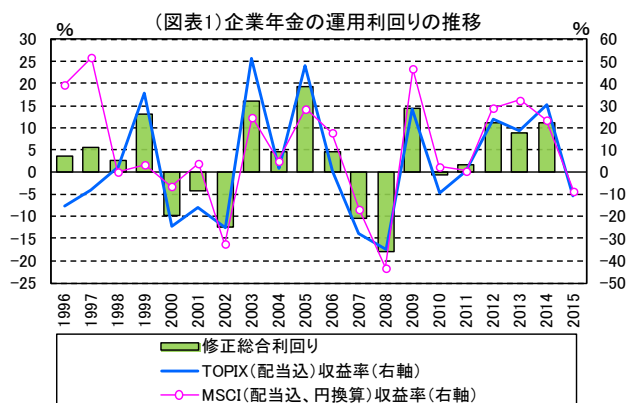
企業年金の運用状況を見ると、株式などの変動が大きい資産価格の振れが資産運用の収益へ及ぼす影響が強まっている。企業年金連合会が公表する「資産運用実態調査結果の概要」によれば、年金運用の利回り（修正総合利回り）は2012, 13, 14年度がそれぞれ10%前後の高い伸びであったものの、これは日銀の質的・量的緩和策に支えられ、国内株式が大きく上昇したほか、FRB（米連邦準備制度理事会）の緩和的な金融政策による米国景気の回復期待などを背景に、米国株式が上昇した影響が大きい（図表1）。

企業年金の資産配分を見ると、2014年度末は国内債券（構成比26.0%）が8年連続で構成比トップとなった（図表2）。次いで外国株式（同15.6%）、国内株式（同14.8%）、外国債券（同13.6%）の構成比が高く、これら伝統的な4資産の構成比は70.1%にのぼる。債券に比べ変動の大きい内外株式の構成比を見ると、2009年以降低下しているものの、足元では依然として30.5%を占める。世界的な低金利環境が続くなか、内外株式市場の動向が資産運用の収益へ及ぼす影響は今後も強まるとみられる。本稿執筆時点では、2015年度の企業年金の運用利回りは公表されていないが、金融市場の混乱などを背景に、内外株価の収益率がマイナス圏となっていることから、修正総合利回りで見れば、低調な結果になった可能性が高い。

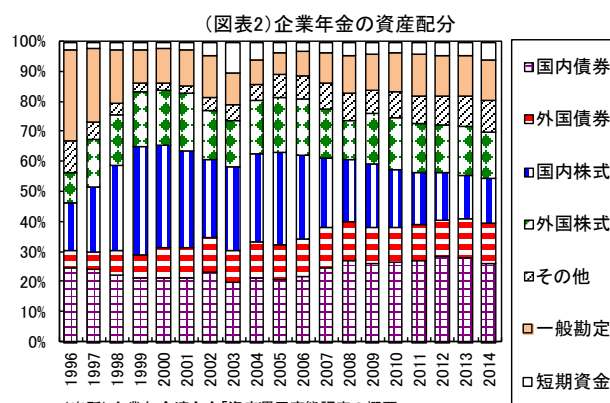
### 個別資産の運用状況

企業年金の伝統的な4資産について、過去の収益率（1996～2014年度）を見ると、市場を代表する指数（市場平均）との差である超過収益はマイナスとなった年度が多い（図表3）。伝統的4資産の実績を年度別に見ると、約7割が市場平均を下回っている。

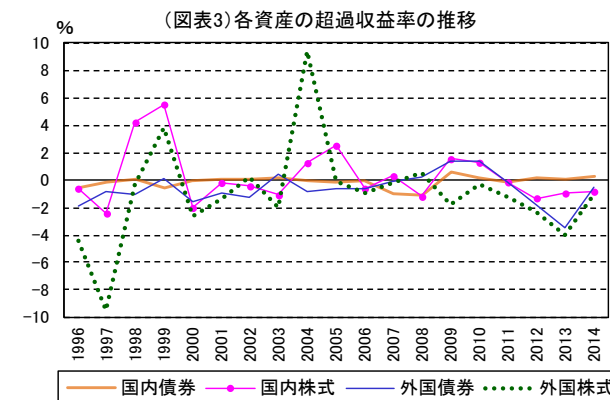
収益率の実績（市場を代表する指数との差である超過収益）を資産配分効果（資産配分の計画と実績の差異）と銘柄選択効果（各資産の収益率と



(出所) 企業年金連合会「資産運用実態調査の概要」



(出所) 企業年金連合会「資産運用実態調査の概要」



(出所) 企業年金連合会「資産運用実態調査の概要」

(図表4) 超過収益に対する寄与度 (%)

	2011	2012	2013	2014
4資産合計の超過収益率	-0.3	-0.4	-0.3	0.7
資産配分効果	0.1	0.6	1.3	1.0
銘柄選択効果	-0.4	-0.9	-1.4	-0.3
その他	0.0	-0.1	-0.3	-0.1

(試算の前提)  
 資産配分効果 =  $\sum$ (各資産の資産配分比 - 各資産の計画配分比) × (各資産の市場収益率 - 複合市場収益率)  
 銘柄選択効果 =  $\sum$ (各資産の収益率 - 各資産の市場収益率) × 各資産の計画配分比  
 複合市場収益率 =  $\sum$ (各資産の計画配分比 × 各資産の市場収益率)、計画配分比は前期末と期末の平均、  
 計画配分比はアンケートの単純平均、4資産のみのポートフォリオとして試算  
 (出所) 企業年金連合会「資産運用実態調査の概要」より筆者試算



市場平均との差異)に分けて試算すると、資産配分による効果がプラス寄与となる一方、銘柄選択による効果はマイナス寄与となっている(図表4)。アンケート集計値の単純平均を使うなどして試算したため、結果については幅を持って見るべきだが、個別銘柄の選定によって成果をあげるのは苦勞しそうだ。

**市場を上回る成果は容易ではない**

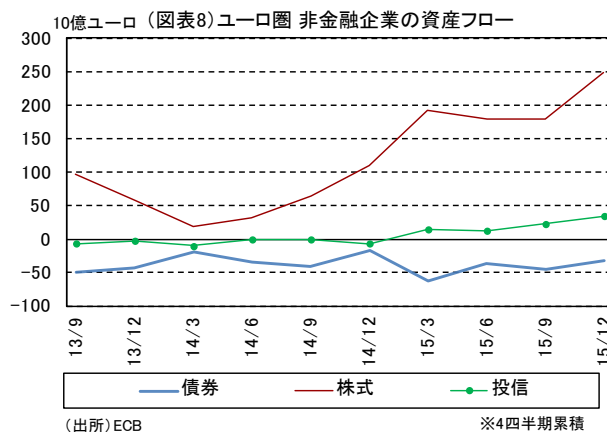
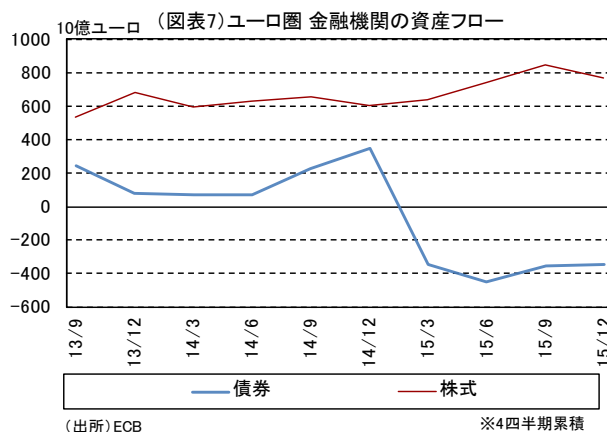
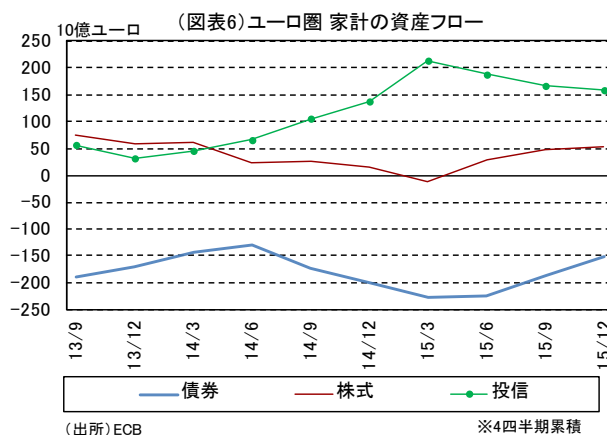
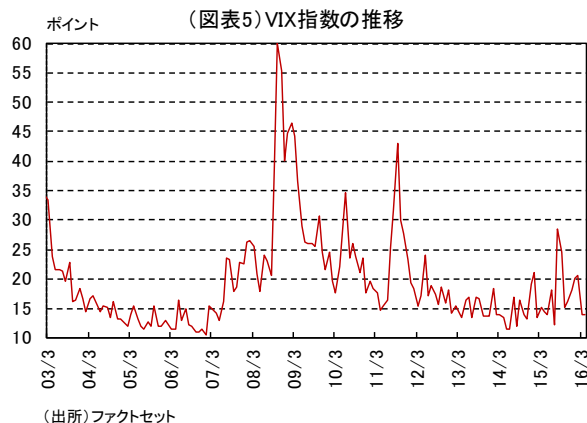
米国の投信(ミューチャルファンド)に関する過去の調査を見ると、1年間では約半数のファンドが市場平均を上回ったものの、10年以上の期間では、市場平均を上回ったファンドは2~3割を下回るとの報告もある。膨大なファンドのなかから、長期にわたって市場平均を上回るファンドを見つけるのも容易ではない。機関投資家が席卷する市場のなかでは、売買コストや運用報酬もあって、市場収益率を上回り続けることは難しそうである。ただ、アノマリー(市場を上回る収益を生むパターン)と呼ばれる現象の研究も多数あり、市場が効率的かどうかについては議論が分かれる。

米国の学者であるプリンソン氏等が発表した過去の論文を見ると、収益変動の約9割は資産配分で説明されるとしている。一方、同じくイボットソン氏らが発表した調査結果では、収益変動の約8割は市場全体の動きから生じており、残りは資産配分と銘柄選択(アクティブ運用)が半々であるとしている。収益率の変動要因を巡っては、議論が残るところであるが、収益率の変動に対する銘柄選択の寄与度は総じて大きくない模様である。

**分散投資**

個別資産の銘柄選択による成果が容易ではないとみられるなか、投資対象の分散(資産配分)とともに、時間分散などが資産運用で有効な手段と言われる。なかでも、ドルコスト平均法は、決まった金額を定期的に投資することで、安い時に多く買い入れ、高い時には少なく買い入れることを自動的にこなす方法として広く知られている。

リーマン・ショック後の金融市場を見ると、FRBによる金融政策の動向や、中国株式市場の混乱、



中東の地政学リスク、欧州の債務問題などから、投資家心理を示す VIX 指数が大きく変動する局面が目立つ(図表 5)。相場が一定方向に動く場合、当初にまとめて投資をする方(または投資をしない)が、ドルコスト平均法と比べ余計に手数料が掛からず、有利であるとする学術研究も多数あるが、相場が上下に変動する場合、定量を投資し続けるよりもよい結果が得られると見込まれる。

**運用難が続く**

もっとも、世界の主要中央銀行による低金利政策が長期化するなか、収益を安定的に確保できる投資先を見つけるのには苦勞しそうだ。ECB(欧州中央銀行)は、2014年6月に中銀預金金利(銀行が過剰資金を中銀に預け入れる際の金利)を0%から、▲0.1%へと引き下げ、マイナス金利を導入、同年9月に▲0.2%、2015年12月に▲0.3%、2016年3月には▲0.4%へと、それぞれ追加利下げを行なった。日本でも、2月16日から金融機関が新たに積み増す当座預金の一部へマイナス金利が導入された。

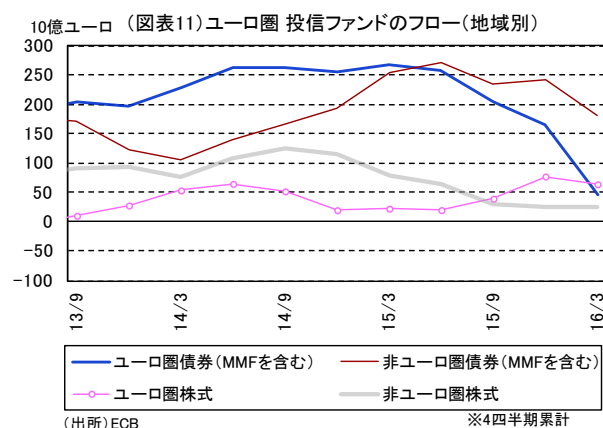
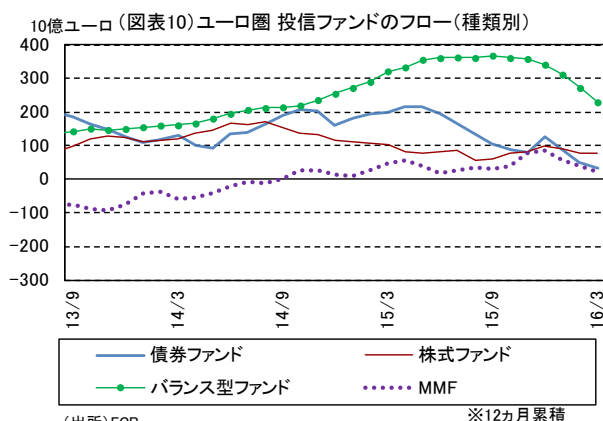
ECB が公表する資金循環表で資金の流れ(フロー)を見ると、日本より先にマイナス金利を導入したユーロ圏では、家計部門は2014年央直後から、債券の減少幅を拡大させた一方、投信を増やした様子がかがえる(図表 6)。企業部門では、金融機関が2015年から債券を減らしているほか、非金融企業は2014年央以降、株式を増やしている(図表 7, 8)。保険会社・年金ファンドの資産構成を見ても、2014年央以降、株式と投信の比率は上昇傾向で推移している(図表 9)。

ユーロ圏の投信ファンドの資金循環を見ると、昨年からは債券ファンドが縮小傾向であるが、2014年以降はバランス型の投信が増えている(図表 10)。地域別では、ユーロ圏債券(以下、MMFを含む)は2015年以降、鈍化傾向である一方、非ユーロ圏債券は2014年央から増加しており、投資資金が国内債券から株式や外国債券などへシフトしている可能性が示唆される(図表 11)。低金利環境下で運用難の状況が続くなか、国内債券よりも収益が見込めるリスク資産を求める投資家の動きが今後も続くのではないだろうか。(担当: 信本)

(図表9) ユーロ圏保険会社・年金ファンドの資産構成 (%)

	債券	貸付金	株式	投信・MMF	その他
13/3	38.9	6.1	10.4	25.9	18.7
13/6	39.1	6.1	10.4	25.9	18.5
13/9	38.8	6.1	10.6	26.4	18.1
13/12	39.1	6.1	10.7	26.6	17.5
14/3	39.4	6.0	10.5	26.8	17.4
14/6	39.5	5.9	10.3	27.1	17.2
14/9	39.7	5.7	10.2	27.5	16.9
14/12	40.0	5.7	10.2	27.4	16.7
15/3	39.4	5.6	10.3	28.0	16.7
15/6	39.2	5.7	10.6	28.3	16.2
15/9	39.8	5.7	10.5	27.9	16.1
15/12	39.6	5.7	10.7	28.3	15.7

(出所) ECB

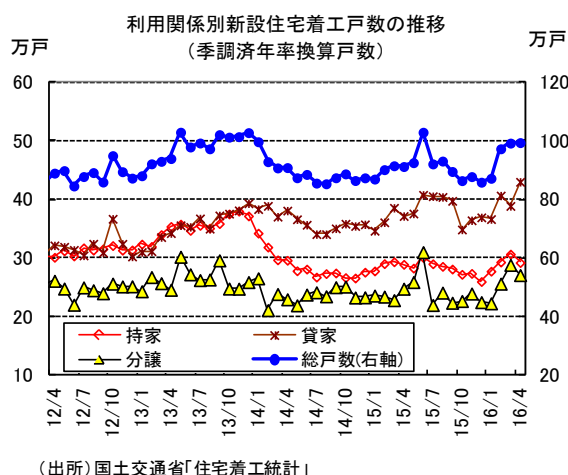


主要経済指標レビュー (5/30~6/10)

《日本》

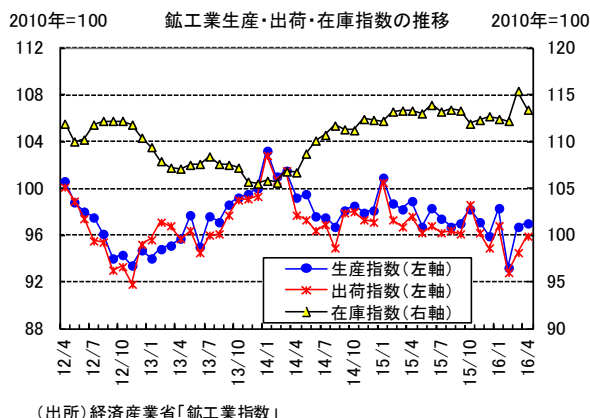
○ 4月新設住宅着工戸数 (5月31日)

4月の新設住宅着工件数(季調済年率換算値)は前月比+0.2%と、4ヵ月連続のプラスとなった。利用関係別に見ると、持ち家が同▲4.7%と、4ヵ月ぶりのマイナスとなったほか、分譲も同▲6.0%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。一方、貸家が同+10.6%と、2ヵ月ぶりのプラスとなり、全体を押し上げた。今後は、日銀のマイナス金利政策による低金利環境がプラス材料になるとみる。ただ、2014年4月の消費増税などによる需要先食いの影響が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なか、消費者の慎重姿勢が続くと予想する。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られ、今後は、足元の勢いが鈍化し、停滞気味の推移をたどるとみている。



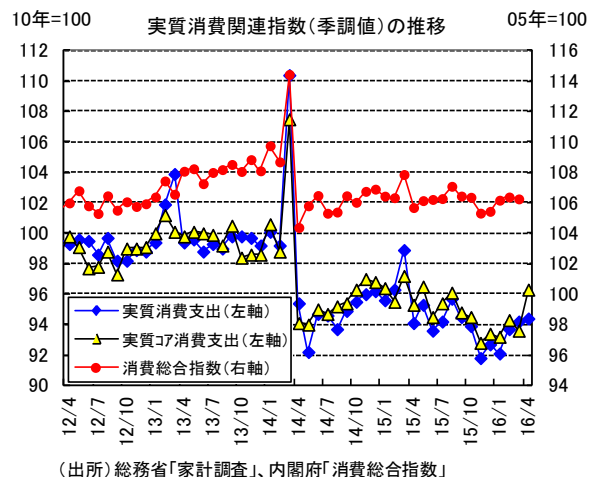
○ 4月鉱工業生産 (5月31日)

4月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比+0.3%と、4月中旬に発生した熊本地震の影響で減産を見込む向きが多かったものの、ふたを開ければ、2ヵ月連続のプラスとなった。中国経済の不透明感が和らぎつつあるなかで、輸出品を中心に生産が伸びた可能性がある。生産予測に関しては、5月が前月比+2.2%、6月は同+0.3%と、小幅ながら増産計画が持続する形となっている。同統計を判断材料とする限り、4-6月期のGDPが前期比マイナスとなる可能性はやや薄れた。ただ、底打ちしたとはいえ世界経済の基調は弱く、賃金が伸び悩むなかで個人消費のV字型回復も期待できないことから、今後の生産の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。



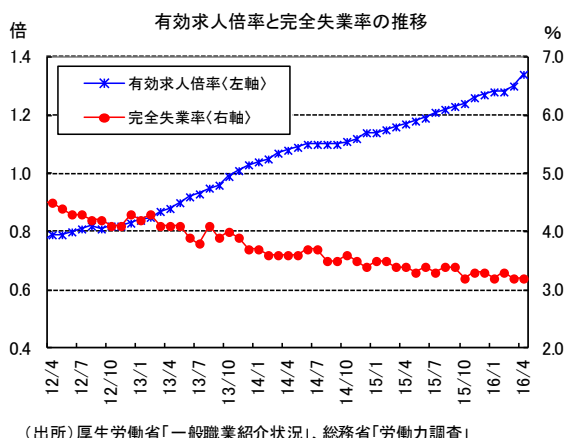
○ 4月家計調査 (5月31日)

4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、3月の同▲5.3%からマイナス幅が縮小した。季調済前月比でも、昨秋以降、均せば持ち直し傾向にあるが、4月の水準は、依然として2015年平均を大きく下回っている。販売サイドの統計である小売業販売額を見ても、前年比▲0.8%と、2ヵ月連続のマイナスと、弱めの動きが続いており、個人消費は停滞感を脱する状況には至っていない。今後は、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心理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。



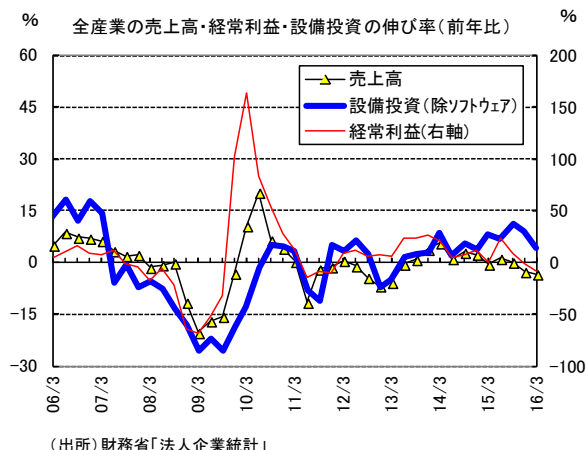
○ 4月有効求人倍率・完全失業率（5月31日）

4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。小数第二位まで求めると小幅低下。内訳では、失業者数が横ばいとなった一方、就業者数が増加しており、好ましい形での失業率の改善となった。有効求人倍率（季調値）は1.34倍と、前月から0.04ポイント上昇し、1991年11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、緩やかな上昇にとどまると予想する。



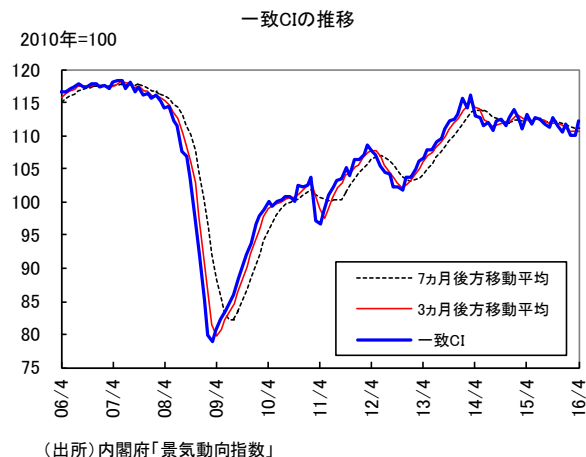
○ 1-3月期法人企業統計（6月1日）

1-3月期の法人企業統計では、季調済前期比ベースで、売上高が前期比▲1.0%と、5四半期連続の減収、経常利益も同▲6.8%と、3四半期連続の減益となった。業種別では、製造業、非製造業のいずれも減収減益であり、輸出や消費の停滞が、企業収益の悪化につながっている。今後も、新興国景気の低迷を背景に、輸出の伸び悩みが続くとみられるほか、個人消費の回復力も弱いことから、企業収益も鈍化傾向が続くとみる。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同+1.4%と、2四半期ぶりのプラス。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受けた更新・維持投資などが下支えとなり、均せば緩やかな回復が続くとみている。



○ 4月景気動向指数（6月7日）

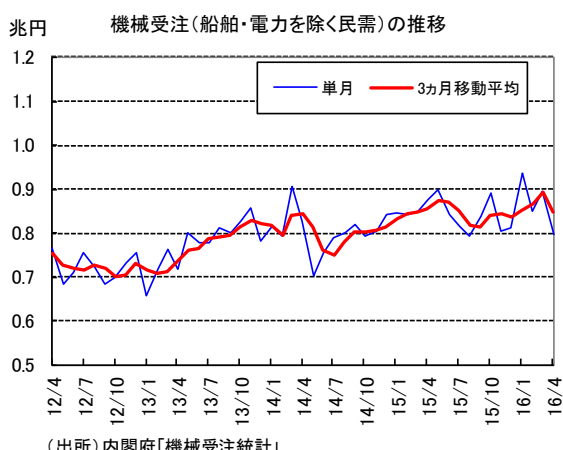
4月の景気動向指数では、一致CIが112.2（前月差+2.0ポイント）、先行CIも100.5（同+1.4ポイント）と、いずれも2ヵ月連続の上昇となった。内閣府の基調判断は、「足踏みを示している」が11ヵ月連続ですえ置かれた。一致CIでは、個別系列のすべてで押し上げに寄与しており、なかでも、生産・出荷関連統計や有効求人倍率（除学卒）の寄与が大きい。生産予測調査では、5月は前月比+2.2%、6月も同+0.3%の増産計画となっており、一致CIも緩やかな持ち直し傾向で推移する可能性を示唆している。今後の景気は、名目賃金の伸び悩みを背景に、個人消費の戻りのペースは鈍いとみられるほか、世界景気の先行き不透明感が続くなか、輸出の停滞も続くことで、緩やかな回復にとどまるとみる。





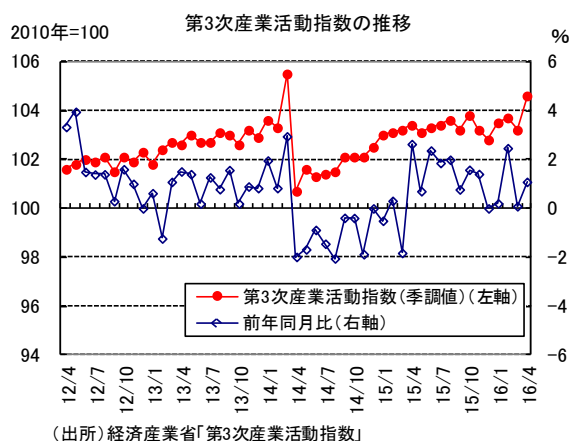
○ 4月機械受注（6月9日）

4月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲11.0%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなり、2014年5月（同▲15.3%）以来の減少幅となった。内閣府による基調判断は、「機械受注は、持ち直しの動きがみられる」がすえ置かれたものの、「4月の実績は大きく減少した」の文言が付け加えられた。4月は、前月に発表された4-6月の受注見通し（前期比▲3.5%）を大きく下回るペースで減少しており、新興国を中心とする世界景気の回復力の弱さなどを背景に、企業が慎重に発注を行なっている可能性が示唆される。今後も、国内では中長期的な低成長期待が定着するなか、能力増強投資は引き続き海外優先になると見込まれることから、国内設備投資の回復ペースは緩慢と予想する。



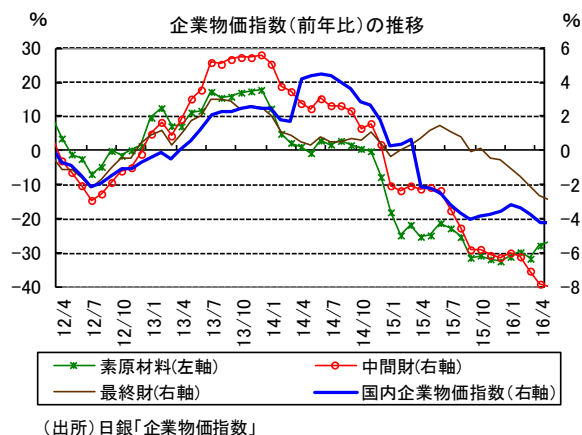
○ 4月第3次産業活動指数（6月10日）

4月の第3次産業活動指数は前月比+1.4%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。内訳では、広義対事業所サービスが同+0.8%と、2ヵ月ぶりのプラスとなったほか、広義対個人サービスも同+2.2%と、2ヵ月連続のプラス。業種別では、11業種中、6業種で上昇、5業種で低下した。上昇した業種は、卸売、事業者向け関連サービスなど。卸売では、医薬品・化粧品等や産業機械器具などが、事業所向け関連サービスでは、土木・建築サービスなどが、それぞれ押し上げに寄与した。一方、低下した業種は、医療・福祉など。今後については、所得環境の回復ペースの鈍さを背景に、対個人サービス関連の活動は一進一退の推移となるとみており、第3次産業活動指数全体でも、均せば緩やかな回復にとどまると予想する。



○ 5月企業物価指数（6月10日）

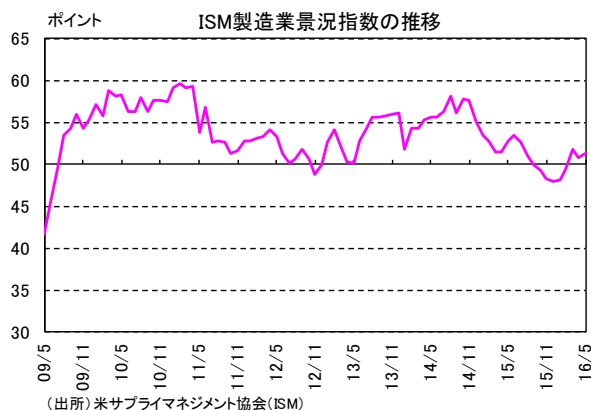
5月の国内企業物価指数は前年比▲4.2%と、前月と同じマイナス幅となった。23種目中、12業種が押し上げに寄与、7業種が押し下げに寄与、4業種が前月と同じとなった。押し上げ方向に寄与した業種では、農林水産物のプラス幅拡大や、電力・都市ガス・水道のマイナス幅の縮小などが目立った。一方、押し下げ方向に寄与した業種では、石油・石炭製品や、非鉄金属のマイナス幅の拡大が大きい。需要段階別では、素原材料の二桁マイナスが続いているほか、中間財や最終財ではマイナス幅が拡大している。最終財の落ち込みは、国内最終需要の弱さが示された形である。今後は原油価格が2月中旬から持ち直している一方、足元の円高が輸入物価を押し下げるとみており、企業物価のマイナス幅の縮小は遅れるとみる。



《米 国》

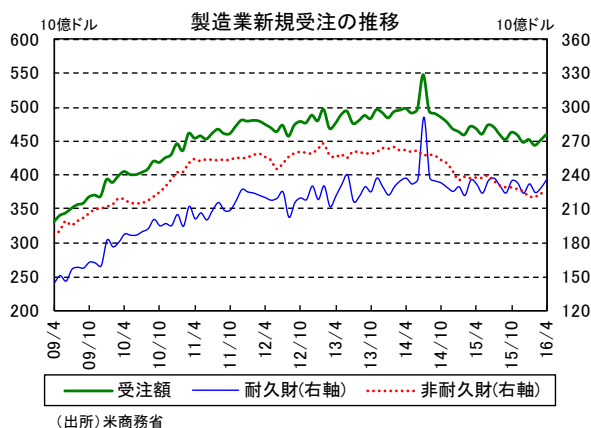
○ 5月ISM製造業景況指数（6月1日）

5月のISM製造業景況指数は51.3と、2ヵ月ぶりに上昇し、市場予想（50.3）を上回った。構成項目別に見ると、入荷遅延が2ヵ月ぶりに上昇し、全体を押し上げた。ただ、生産と新規受注は、ともに2ヵ月連続で低下。雇用は4月から変わらなかった。構成項目以外では、価格が4ヵ月連続で上昇し、2011年6月以来の高水準となった。国内景気の改善に伴い、企業景況感は今後も回復傾向が続くとみている。ただ、海外景気への懸念が残るほか、原油安に伴ってエネルギー関連業種の業況が低調に推移していることから、回復ペースはゆっくりとしたものととどまろう。



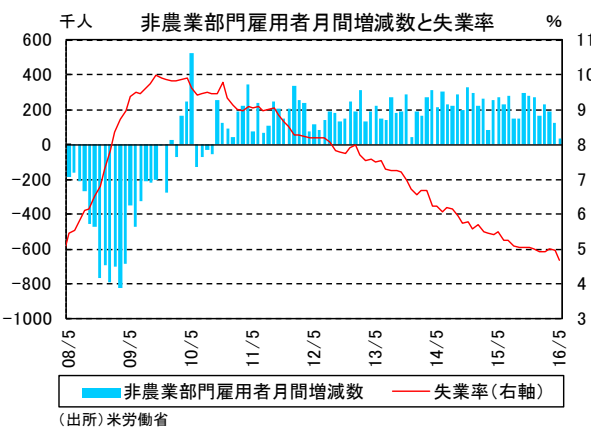
○ 4月製造業新規受注（6月3日）

4月の製造業新規受注は前月比+1.9%と、2ヵ月連続で増加した。除く輸送機器ベースでも、同+0.5%と、2ヵ月連続の増加となった。耐久財は同+3.4%と、輸送機器が堅調に推移した結果、2ヵ月連続で増加したほか、非耐久財も同+0.4%と、石油などの回復が続く、2ヵ月連続で増加した。一方、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ヵ月ぶりに減少した。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、海外景気の減速や、原油安を背景にエネルギー関連業種への下押し圧力が続くことから、停滞気味に推移すると予想する。



○ 5月雇用統計（6月3日）

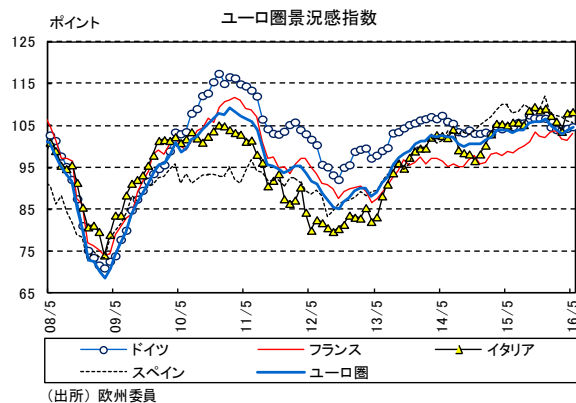
5月の非農業部門雇用者数は前月比+3.8万人と、増加幅が3ヵ月連続で20万人を割り込み、市場予想（同+16.0万人）を大きく下回った。過去2ヵ月分も計▲5.9万人下方修正されている（3月分は+20.8万人→+18.6万人、4月分は+16.0万人→+12.3万人）。家計調査から集計される失業率は4月の5.0%から4.7%へと、4ヵ月ぶりに低下したが、労働市場から退出した人が増加したことも影響したとみられる。時間当たりの賃金は前年比+2.5%と、伸び幅は4月から変わらず。今回の雇用統計の結果を受け、FRB（米連邦準備制度理事会）は6月14-15日開催予定のFOMC（米連邦公開市場委員会）で、利上げを見送ると予想する。



《 欧 州 》

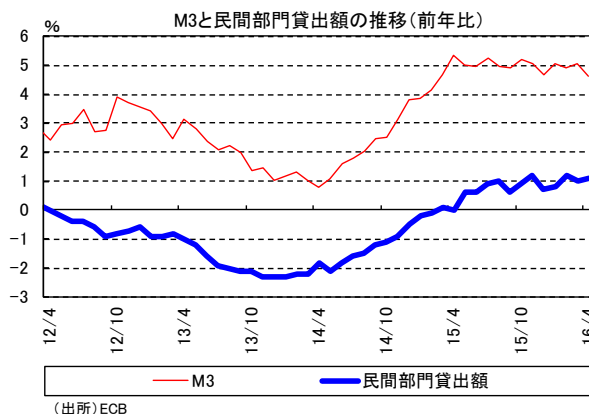
○ 5月ユーロ圏景況感指数 (5月30日)

5月のユーロ圏景況感指数は104.7と、2ヵ月連続で改善した。構成項目別に見ると、サービス業景況感が11.7→11.3と、2ヵ月ぶりに悪化したものの、消費者信頼感は▲9.3→▲7.0、建設業景況感は▲19.2→▲17.5、小売業景況感は1.3→3.2と、いずれも改善。主要国別では、スペインが106.1→105.7と、5ヵ月連続で悪化した。ドイツは104.4→104.8、フランスは101.6→103.1、イタリアは108.1→108.4と、いずれも改善した。ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策などが引き続き景気を下支えするとみるが、新興国景気の先行き不透明感などが下押し圧力となることで、今後のユーロ圏景況感指数は一進一退での推移が続くと予想する。



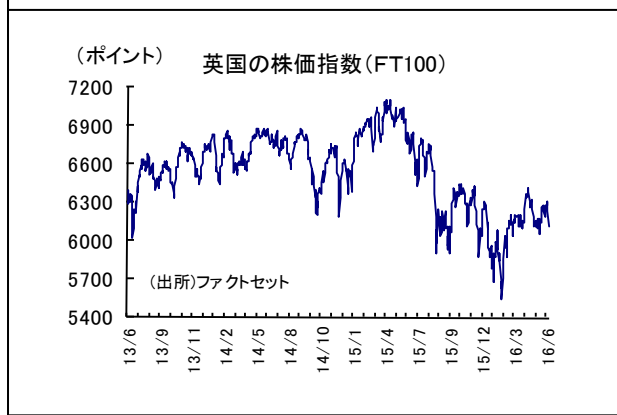
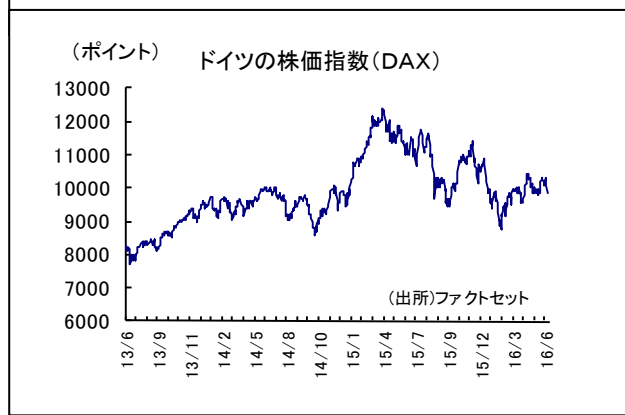
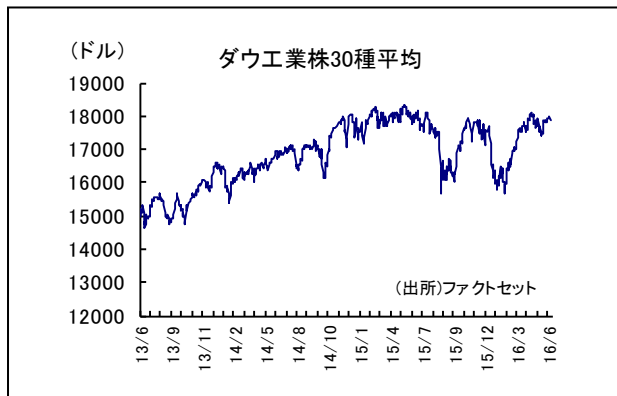
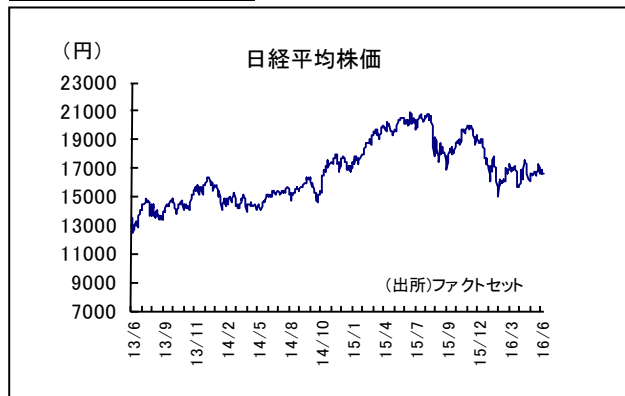
○ 4月ユーロ圏マネーサプライ (5月31日)

4月のユーロ圏マネーサプライ (M3) は前年比+4.6%と、前月の同+5.0%から伸び幅が縮小した。一方、民間向け貸出額は同+1.0%→+1.1%と、2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%と、前月と同じ伸び幅だったが、非金融企業向けは同+0.8%→+0.9%と、4ヵ月連続でプラス幅が拡大した。ECB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。

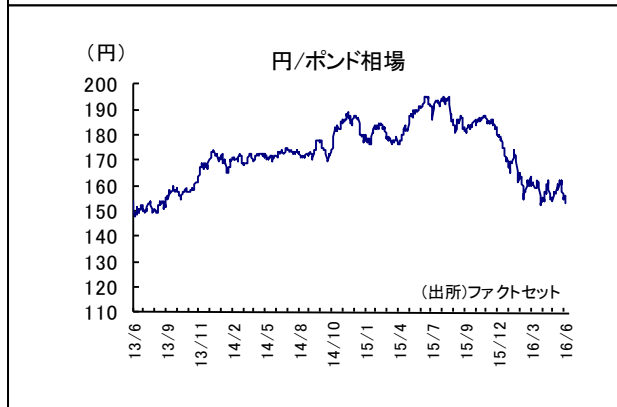
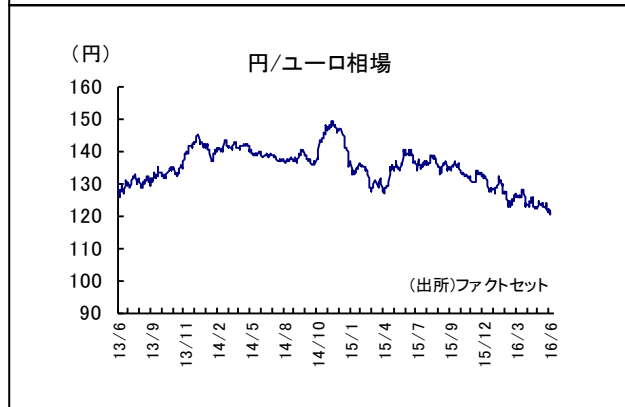
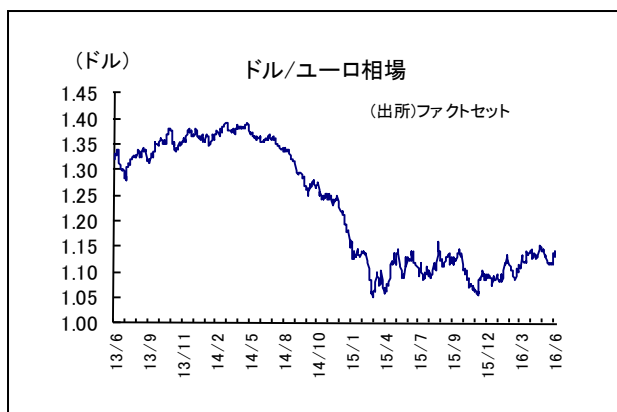
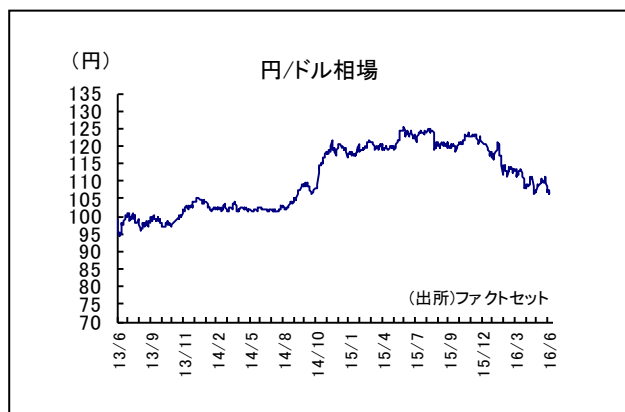


## 日米欧マーケットの動向 (2016年6月13日現在)

### ▽各国の株価動向

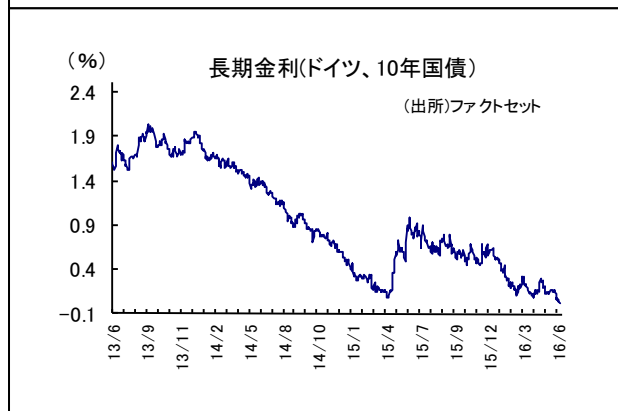
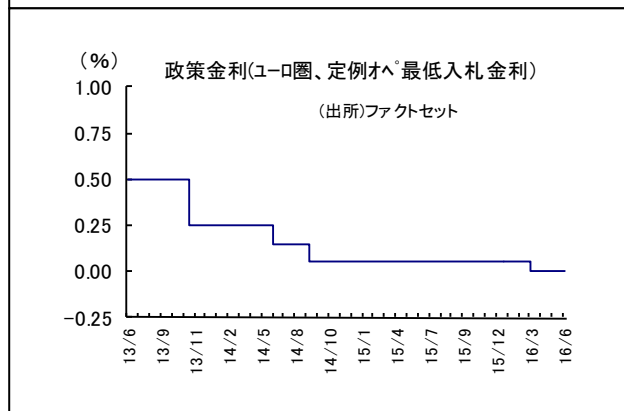
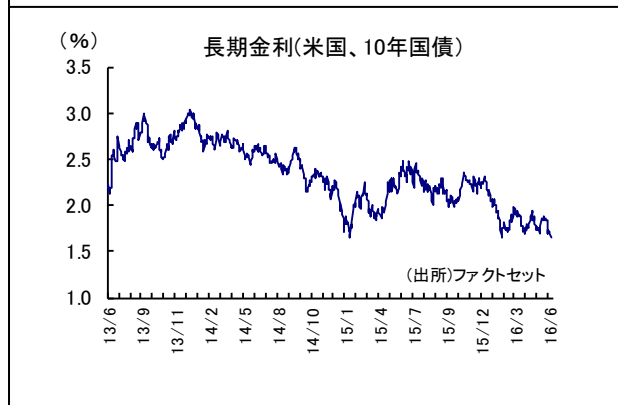
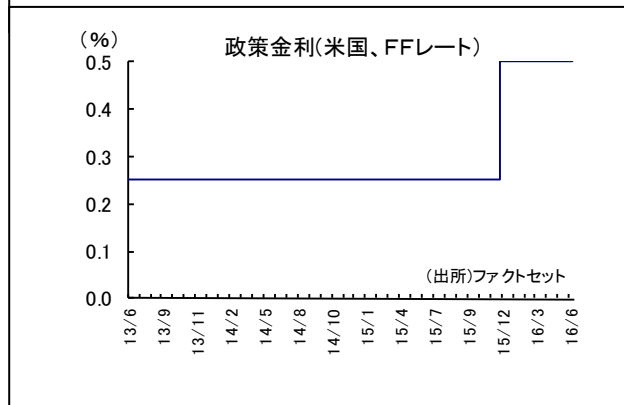
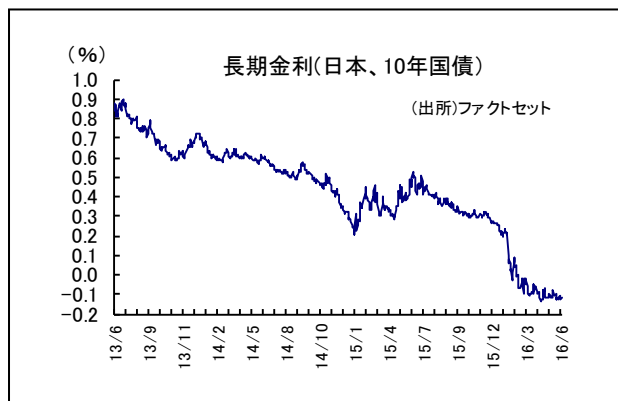
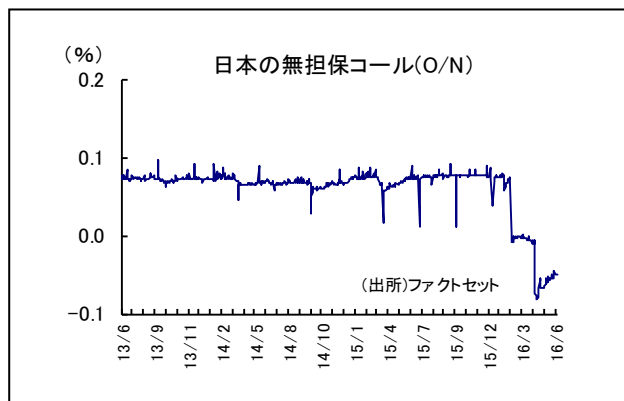


### ▽外為市場の動向

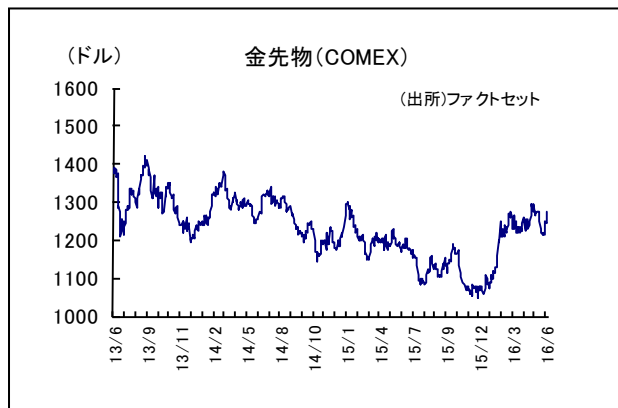
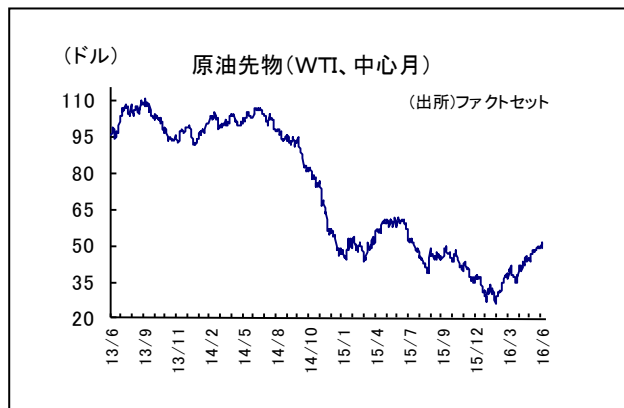




▽各国の金利動向



▽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