



〈フォーカス〉アベノミクスの再構築が必要か

市場から熱狂を持って迎えられたアベノミクスも始動からすでに3年半を経過し、部分的に限界が見えつつある。もう一度再構築が必要な時期に差し掛かっているようにも思われるが、その際、次の視点が重要となろう。

まずは、日本経済の問題は、「景気」というよりも「成長」、すなわち潜在成長率の問題であるという認識を共有することである。景気はすでにデフレ的な状況ではなくなっており、2%の物価目標も、日銀や政府があらゆるリスクを背負い込んでめざさなければならない問題ではおそくない。25年ぶりの高さの有効求人倍率が示しているように、埋めるべき需給ギャップはさほど大きなものではない。潜在成長率の低下が、企業や家計の中長期的な成長期待の低下を通じ、足元の低成長の長期化にフィードバックされているのが問題なのであり、無理やり需給ギャップを埋めても、その瞬間バラ色の世界が開けるわけではない。

日本経済の問題が潜在成長率の問題ということは、問題は需要サイドではなく供給サイドにあるということである。市場の関心は相変わらず、次なる金融緩和の時期や、補正予算の規模に集まっているが、経済政策の重心を、短期的な需要サイドの対策から、長期的な供給サイドの対策、すなわち成長戦略の強化へと一段とシフトさせる必要がある。財政・金融政策は需要対策であり、両者とも基本的に時間を稼ぐ政策である。いわゆる黒田緩和は、初期段階での株高・円安の実現には成功したものの、肝心の景気・物価への効力が弱いことが明らかになっている。公共投資は短期的な需要追加策としては大いに有効だが、潜在成長率を押し上げる力は大きなものではなく、一方で政府債務の蓄積という副作用もある。

市場志向から国民志向へのシフトも必要である。アベノミクスといえば、株高・円安政策である。しかし、マイナス金利が「3日天下」に終わったように、その力にも限界が見える。市場への「受け」を過度に気にすることなく、あくまで中長期的な国民の幸福に繋がる政策に立ち返る必要がある。マーケットは近視眼的で、中長期的な政策は消化されにくい、だからといって重要性が低いわけではない。

最後に、ポピュリズムから政治主導へのシフトである。債券市場が麻痺しているため皆不感症になっているが、財政再建は依然待たなしの課題である。今回の参院選のテーマの一つは消費増税の延期だったが、国民の支持のもとに財政再建を進めることは所詮できないと考えるべきである。世論が消費税先送りに傾いているのなら、そうした世論を説得するのも政治の仕事である。消費増税の先送りにより財源確保の目途が立たず、税と社会保障の一体改革の議論も立ち往生していることが、アベノミクス新3本の矢のもとでの個別政策が小粒にならざるをえない大きな要因になっている。

三本の矢を架け替えてからまだ1年も経っていない状況下ではあるものの、巷でアベノミクス限界説が高まる前に、もう一度再構築を試みる努力が必要かもしれない。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉アベノミクスの再構築が必要か……………1	・ 消費者物価はマイナス圏での推移が続く……………6
・ 経済情勢概況……………2	・ 米国労働市場の行方……………9
・ 2016年度-2017年度の経済・金融環境の シナリオアップデート……………3	・ 主要経済指標レビュー……………12
	・ 日米欧マーケットの動向……………16

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。

住宅投資は回復持ち直している。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って、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って、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って、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。英国のEU離脱決定を受け、景気や物価の下振れ懸念が強まっていることなどから、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。

2016年度－2017年度の経済・金融環境のシナリオアップデート

当部エコノミストチームでは、景気・相場シナリオの四半期アップデートを実施。大枠は4月から変わらないが、日本、欧州を中心にメインシナリオを若干下方修正した。詳細は下記のとおり。

＜メインシナリオ＞ 堅調な米景気と原油安効果の持続で緩慢な回復 示現確率 55%

米国景気は、力強さには欠けるものの、ある程度堅調な回復が続く。毎月の非農業部門雇用者増減数は、均せば20万人弱程度のペースを維持する。FRB（米連邦準備制度理事会）は、12月に利上げのあと、17年も年間2回程度の利上げを実施する。

中国は、春先の財政政策の効果が早くも息切れしている。過剰設備が5月時点の予想以上に景気の重しになっており、景気の減速傾向が続くとみる。欧州経済は、ブレグジットの影響もあり、企業の投資マインドが全般的に下振れるリスク。英国は、年明けにかけて景気減速傾向が鮮明となる可能性が高いほか、中国景気の回復の遅れに伴い、輸出が伸び悩むことがユーロ圏景気の足かせとなる。

日本では、マイナス金利がインフレ期待の上昇につながらず、マイナス圏にあるとみられる自然利子率を実質金利が上回る状態が続く。日銀は追加金融緩和を実施するが、需要の先食いがさらなる自然利子率の低下につながるため、十分な緩和効果は得られない。労働力人口の減少に伴い、雇用需給は引き締まった状態が続くものの、潜在成長率が伸びないなかで企業・家計の成長期待が盛り上がらないため、積極的な賃上げや設備投資増加に向けた機運は出てきにくい。

（図表1）日本経済見通し計数表（7/1アップデート）

(前期比)			→ 予測				→ 予測				→ 予測			
	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2015年度		2016年度		2016年度		2017年度		2017年度	
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	▲0.9%	0.8%	0.5%	0.7%	▲0.4%	0.5%	▲0.2%	0.2%	0.4%	0.2%	0.0%	0.1%	0.3%	0.2%
前期比年率	▲0.9%	0.8%	0.5%	0.7%	▲1.8%	1.9%	▲0.7%	0.9%	1.6%	0.9%	0.2%	0.5%	1.1%	0.6%
前年同期比	▲0.9%	0.8%	0.5%	0.7%	0.6%	0.0%	0.3%	0.1%	0.9%	0.6%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%
民間最終消費支出	▲2.9%	▲0.2%	0.0%	0.6%	▲0.8%	0.6%	▲0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%
民間住宅投資	▲11.7%	2.4%	0.1%	0.4%	▲1.0%	▲0.7%	0.8%	▲0.2%	▲0.0%	0.1%	▲0.1%	0.5%	0.1%	0.2%
民間設備投資	0.1%	1.9%	0.5%	0.8%	1.3%	▲0.7%	▲0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	▲0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
政府最終消費支出	0.1%	1.5%	2.0%	1.5%	0.7%	0.7%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
公的固定資本形成	▲2.6%	▲2.6%	1.0%	5.1%	▲3.6%	▲0.7%	1.7%	1.6%	1.7%	1.3%	1.8%	0.8%	0.5%	0.4%
財貨・サービスの輸出	7.9%	0.4%	1.8%	1.9%	▲0.8%	0.6%	0.2%	0.7%	0.6%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
財貨・サービスの輸入	3.4%	▲0.1%	0.7%	2.4%	▲1.1%	▲0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
名目GDP	1.5%	2.3%	1.2%	1.1%	▲0.2%	0.6%	▲0.3%	0.6%	0.8%	0.4%	▲0.2%	0.3%	0.5%	0.3%
GDPデフレーター(前年比)	2.4%	1.4%	0.7%	0.4%	1.5%	0.9%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.4%	0.2%	0.2%

(前期比寄与度)			→ 予測				→ 予測				→ 予測			
	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2015年度		2016年度		2016年度		2017年度		2017年度	
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	▲0.9%	0.8%	0.5%	0.7%	▲0.4%	0.5%	▲0.2%	0.2%	0.4%	0.2%	0.0%	0.1%	0.3%	0.2%
民間最終消費支出	▲1.7%	▲0.1%	0.0%	0.3%	▲0.5%	0.4%	▲0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%
民間住宅投資	▲0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	▲0.0%	▲0.0%	0.0%	▲0.0%	▲0.0%	0.0%	▲0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.0%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	▲0.1%	▲0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	▲0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府最終消費支出	0.0%	0.3%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	▲0.1%	▲0.1%	0.0%	0.2%	▲0.1%	▲0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	0.6%	0.3%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.0%	▲0.0%	▲0.1%	▲0.0%	0.0%	▲0.1%
純輸出	0.6%	0.1%	0.2%	▲0.0%	0.0%	0.2%	▲0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	▲0.0%	▲0.0%	▲0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸出	1.3%	0.1%	0.3%	0.3%	▲0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	▲0.5%	0.0%	▲0.1%	▲0.4%	0.3%	0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%

16年度に関しては、原油安が引き続き景気の下支えとなる。17年度は、官民のオリンピック需要の顕在化も期待でき、景気失速は避けられる。ただ、景気回復ペースは総じて緩慢なものにとどまる。日銀は、国債買い入れオペが限界に近づくことから、17年度中にも金融政策の枠組み変更を迫られる可能性があり、長期金利のボラティリティは高まる。金融政策の限界論が払しょくされないため、株価は均せば上値の重い展開が続く。為替は、日銀の金融政策の限界論が強まるなかで、一定の円高圧力がかかり続ける。

(図表2) 5月見通しからの方向性の変化 (8月見通しのリリースまでに再度変更の可能性あり)

	日本	米国	ユーロ圏	英国	中国	アジア新興国 (アジア NIEs)
個人消費	↓	↑	↓	↓	→	↓
設備投資	↓	→	↓	↓	→	→
輸 出	↓	↓	↓	→	→	→
景気全体	↓	→	↓	↓	→	→

<サブシナリオ1> マイナス金利不況の到来 示現確率 20%

マイナス金利の導入にもかかわらず、家計・企業のインフレ期待の低下トレンドが続く。「物価の基調」の下方屈折の鮮明化を受け、日銀はマイナス金利の深堀りに踏み込むが、実質金利はむしろ上昇、景気は悪化トレンドが鮮明になる。

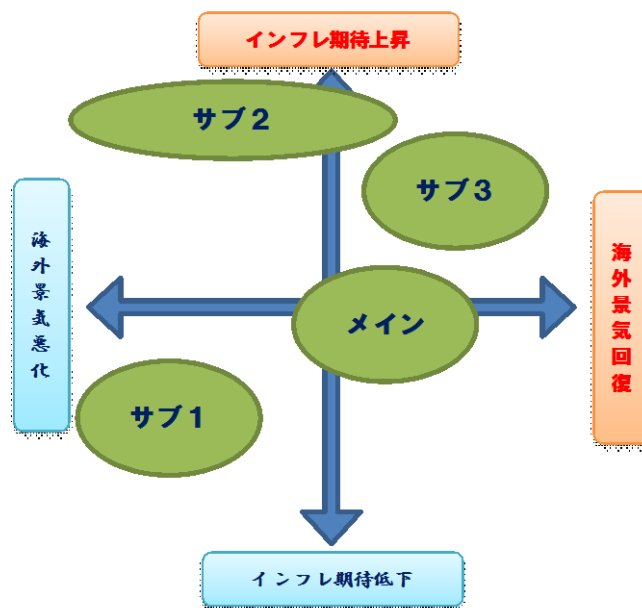
長期金利の一段の低下に伴う融資業務の採算性悪化に伴い、地方の中小金融機関を中心に、経営難が深刻化、日本経済は、金融システムが外的ショックに対し脆弱になるという、マクロプルーデンス上のリスクを抱え込む。

こうしたなかで、すでに8年にわたって拡大が続いてきた米国景気の息切れが明確化、先進各国の株価は再び急落する。欧州では、ブレグジットの影響で英国景気が失速、ユーロ圏景気も景気後退色を強める。

FRBがマイナス金利政策の導入に踏み切るため、為替市場では円高が加速する。財務省は大規模な為替介入に踏み切るが、相場の流れを変えるには至らず、80円/ドル台まで円高が進む。日銀は金融緩和の一段の強化を余儀なくされるが、銀行も、大口預金者口座への手数料付与、ATMの手数料引き上げ、住宅ローン金利の引き上げ等の自衛策をとらざるをえなくなり、金融緩和効果が浸透しないどころか、逆に家計・企業の景況感悪化に拍車がかかる。結局、追加緩和をすればするほど景況感は悪化するという悪循環となり、「マイナス金利不況」とでも言うべき事態を招く。

国債買い入れ、マイナス金利の幅拡大とも17年度には限界に達し、日銀のクレディビリティは大幅に低下、マーケットのムード悪化に拍車がかかる。

(図表3)シナリオの配置図①
～縦軸にインフレ期待、横軸に海外景気を置いた場合～



<サブシナリオ2> 財政不安の台頭で悪性インフレが勃発 示現確率 15%

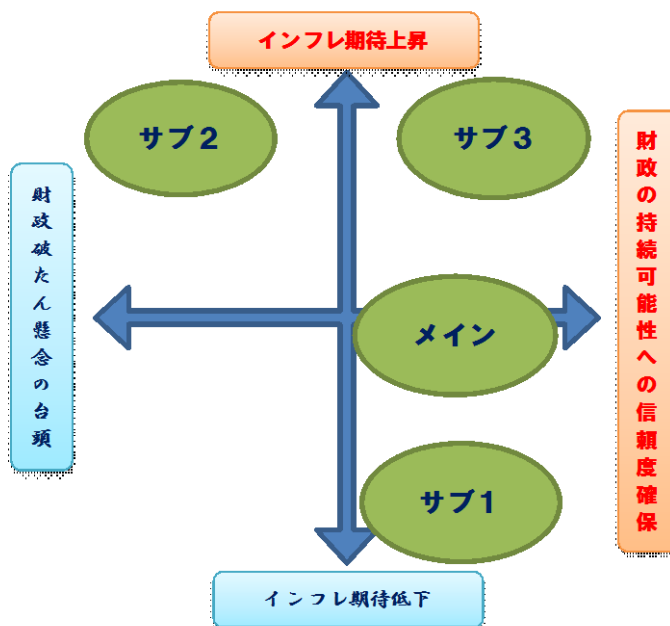
マイナス金利導入後も、景気・物価への目立った押し上げ効果が現れないため、政府は、財政政策で景気を支える方針を一段と明確化、赤字国債の大幅増発に踏み切る。日銀もさらなる大規模緩和策を打ち出すことで、日本のマクロ経済政策は、本格的なヘリコプターマネー政策の様相を呈しはじめる。

当初、大型経済対策を好感していた市場は、ある時点から財政破たんを織り込む方向へと急展開、急速な円安、株安、債券安（金利上昇）のトリプル安が進行し、相場は日本売りの様相を強める。

財政破たんを織り込む形で悪性のインフレが進行するが、国債市場の崩壊を恐れる政府・日銀は国債売りオペを実施できず、逆に国債を買い増す「金融抑圧」で長期金利を抑え込みにかかる。しかし、実質金利の低下でインフレ期待の上昇に拍車がかかるのに加え、内外実質金利差の拡大がキャピタルフライトを助長する結果、長期金利の抑制策は失敗。金利上昇、円安、株安がさらに加速し、制御困難な状態に陥る。

政府は消費税の大幅引き上げを確約、強力な財政再建にコミットすることで、加速度的な日本売りにはとてあえず歯止めがかかるが、一度財政プレミアムを織り込んだ市場の正常化は容易に進展せず、日本経済は、長期金利が高止まりしたもとの、景気後退が続くという、スタグフレーション的症状の長期化に悩まされることになる。

(図表4)シナリオの配置図②
～縦軸にインフレ期待、横軸に財政不安を置いた場合～



<サブシナリオ3> 物価目標の達成と景気急回復 示現確率 10%

マイナス金利の効果が徐々に浸透し、企業・家計のインフレ期待が上昇、名目金利のマイナス幅拡大も相まって、実質金利が大幅に低下し、自然利子率を下回る。一方、参院選で改めて政権基盤を固めた安倍首相は、成長戦略への取り組みを本格化。結果として、家計、企業の成長期待が高まり、自然利子率自体も上昇へ向かいはじめる。海外では、中国経済が持ち直すほか、米国経済も予想以上の力強さを示し、利上げペースは年4回以上に加速する。

きわめて緩和的な金融環境と、好調な海外経済のもとで、輸出、設備投資も大幅増へ向かう。17年度のベアの幅は前年を大きく上回り、企業、家計の景況感インフレ期待の上昇を伴う形で急速に改善。CPI（消費者物価指数）は現時点の日銀の目標とおり、17年度中に2%に達する。

日銀は17年度後半からテーパリング（国債買い入れの縮小）を開始するとともに、当座預金の付利金利を引き上げ、金融引締め方向に舵を切る。2%のインフレ期待が定着するため、長期金利は2%超にジャンプアップ、株価は日銀の引締め姿勢への転換が売り圧力となるが、景気が力強く回復するため、均せば上昇トレンドが続く。為替相場も、日銀の引締め姿勢への転換が円高圧力となるが、利上げペース自体は米国が上回るため、均せば小幅の円安が進む。（担当：小玉）

消費者物価はマイナス圏での推移が続く

コア CPI はマイナス圏での推移が続く

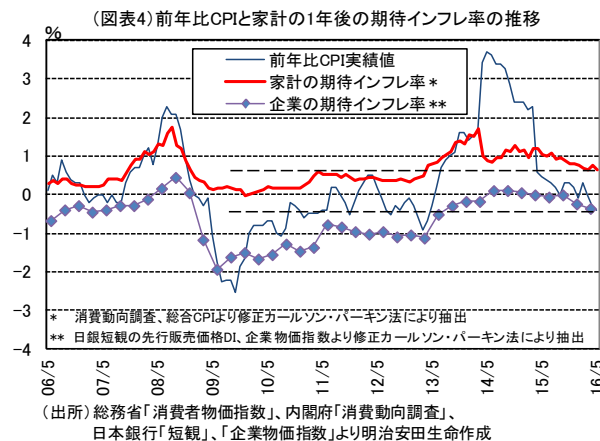
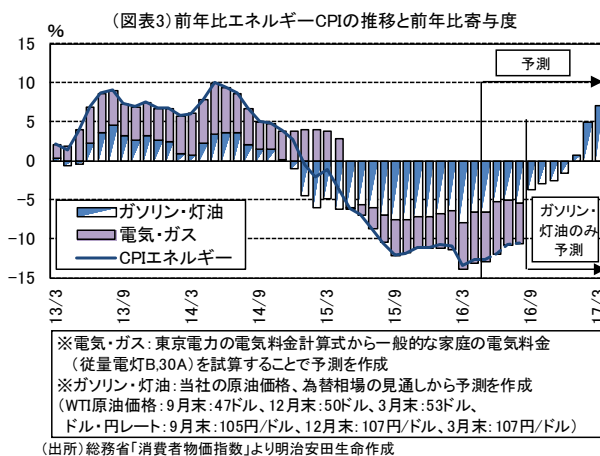
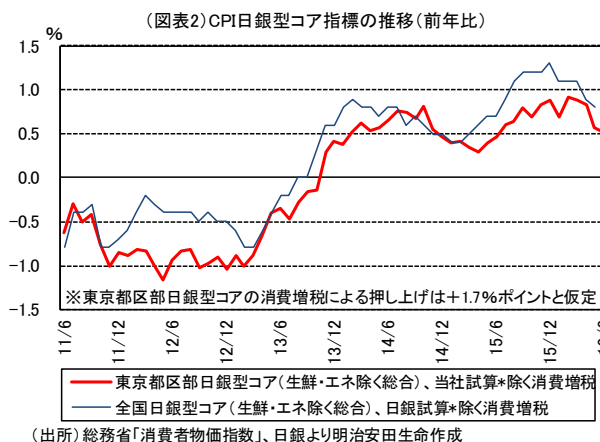
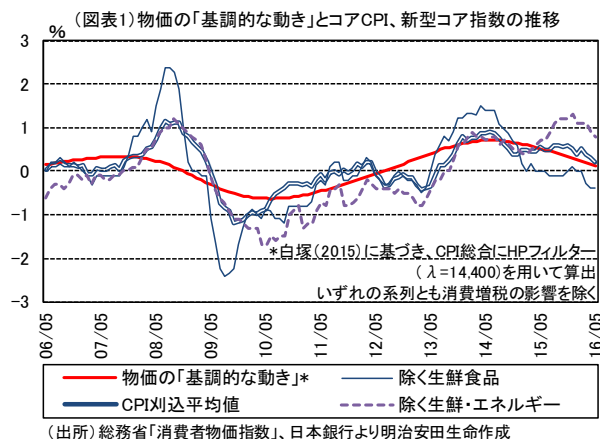
日本の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合物価指数、以下コア CPI、消費増税の影響を除くベース）は、原油価格の上昇などにより、2014年4月には前年比+1.5%と、2008年10月以来の高い伸びとなった。しかし、その後は鈍化に向かい、昨年5月から2月にかけては、同+0.1%から同▲0.1%の範囲で推移してきたものの、3月以降、マイナス幅が拡大、5月は同▲0.4%と、3ヵ月連続のマイナスとなった（図表1）。日銀が公表している2つの新型コア指標（除く生鮮・エネルギー、刈込平均）についても、2015年10-12月期以降は伸びが縮小傾向となり、物価の「基調的な動き」も弱まりつつある様子が見て取れる。全国 CPI に先立って発表される東京都区部 CPI（月中旬速報値）から日銀版コアコア指数（除く生鮮・エネルギー）を試算すると、5月が同+0.6%、6月が同+0.5%であり、6月の全国についても、引き続き伸びの鈍化傾向が続くとみられる（図表2）。

エネルギー関連品目の押し下げが続く

足元のコア CPI の伸び（前年比）は、エネルギー価格の寄与度が▲1.2%と、大きな押し下げ要因となっている。CPI エネルギーを構成する品目について、①ガソリン・灯油と、②電気・ガスの2分類に区分したうえで、当社の原油価格と為替相場の見通しから予測すると、まず①については、原油価格の上昇ペースが緩やかとみられるほか、円高による円換算額の押し下げもあり、年末までマイナス寄与が続くと予想する（図表3）。②については、燃料費調整単価から試算可能な8月まではマイナス寄与幅の縮小ペースは緩慢であり、その後についても輸入資源価格が数ヵ月のラグをもって反映されるため、プラス寄与に転じるのは、電気・ガスよりも遅れる可能性が高い。

マイナス金利政策の導入は物価を押し上げず

日銀の説明では、マイナス金利政策は、「企業

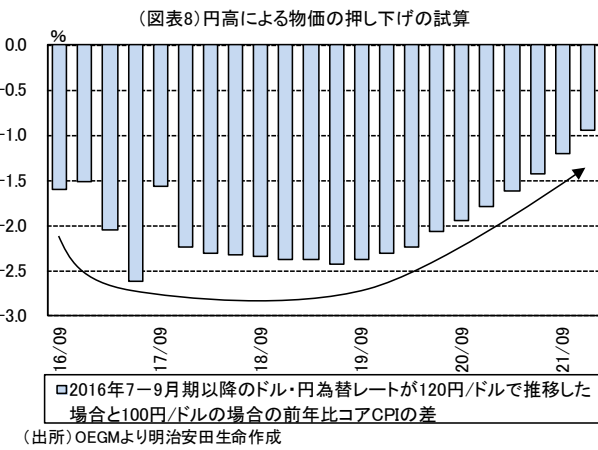
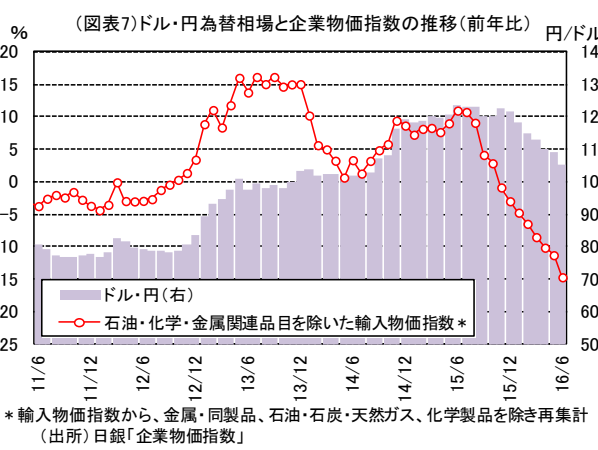
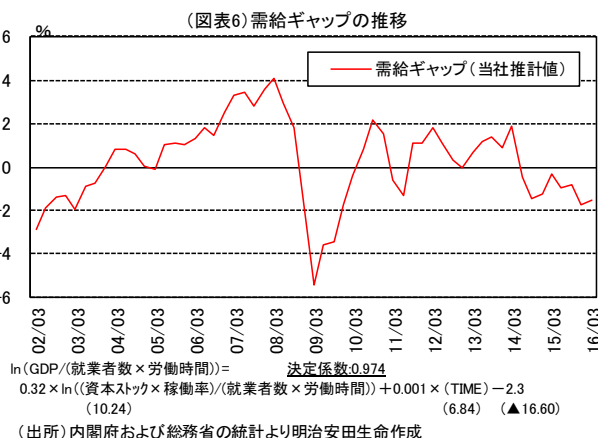
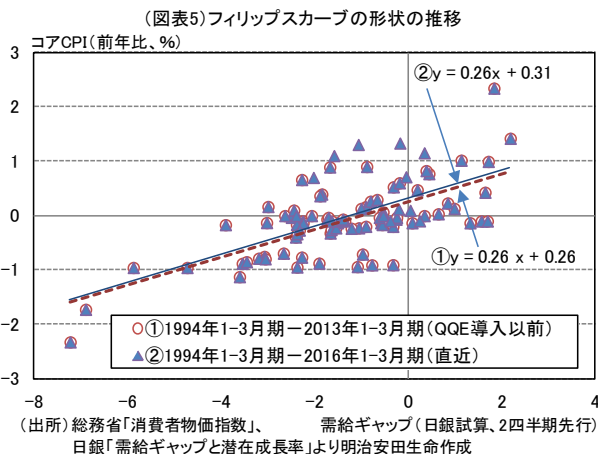


コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスク」の顕在化を未然に防ぐために導入したとしている。こうした非伝統的な金融政策が物価を押し上げる主な経路としては、①期待インフレの押し上げによる直接的な効果、②実質金利の押し下げによる景気の刺激を通じた需給ギャップの縮小効果、③円安による輸出促進・輸入物価の押し上げ効果、の3つが挙げられている。

①から③の経路について、それぞれのデータの推移を見ると、まず①の期待インフレを通じた経路について、内閣府「消費動向調査」、日銀「短観」と消費者物価指数から推計した消費者や企業の期待インフレ率は、マイナス金利導入以前からの鈍化トレンドに変化が見られない(図表4)。いずれの期待インフレ率も、足元では量的・質的金融緩和(QQE)が導入された2013年春の水準まで戻っており、デフレマインドの払しょくには至っていないことが示唆される。QQE導入時には、期待インフレを引き上げることで、実体経済の動向と物価の関係を示すフィリップスカーブが押し上げられると謳っていたが、直近までのデータを反映しても、QQE導入前とフィリップスカーブの形状にはほとんど変化がない(図表5)。

②の需給ギャップ(当社推計)は、1-3月期は▲1.5%と、8四半期連続のマイナスとなっている(図表6)。内外需ともけん引役に欠くなかで、景気の回復ペースは今後も鈍いとみられ、需要面からの物価押し上げ圧力は今後も抑制された状況が続くとみる。

③の為替市場については、マイナス金利導入後には一時的に円安が進んだものの、その後は世界景気の先行き不安などから円高が進行した。輸入物価指数(石油・化学・金属関連品目を除く)を見ると、前年比▲15%のマイナスに落ち込んでいる(図表7)。足元では、100円/ドル近くまで円高が進んでいるが、当社の経済モデルによるシミュレーションでは、この為替水準が定着した場合と、2016年初の120円/ドルで推移した場合とを

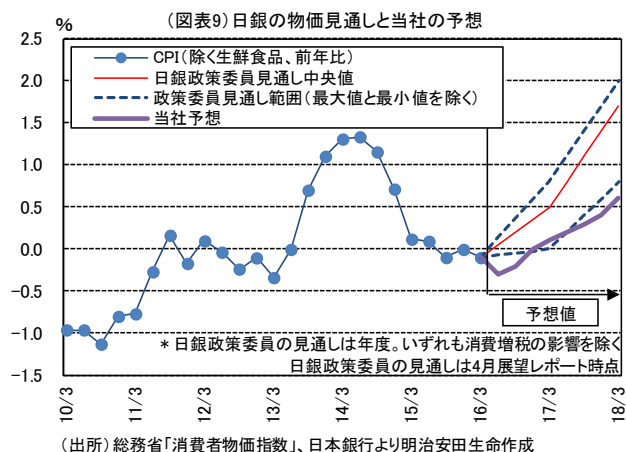


比較すると、コア CPI 上昇率は、2016 年度末ごろから押し下げ幅が大きくなり、2017 年度から 2019 年度後半にかけて、おおむね▲2%強押し下げられるとの結果を得た（図表 8）。足元の円高による物価の押し下げは来年度以降顕在化する可能性が高い。

いずれの波及経路についても、マイナス金利政策の導入による物価の押し上げ効果は限定的と考えられる。特に、これまで物価の押し上げに働いてきた輸入物価については、足元では円高が定着しつつあるため、2017 年度には物価の押し下げ圧力に転じることが懸念される。

早期の物価目標達成は困難と予想

今後のコア CPI は、エネルギー価格の押し下げが依然として続くと思われることで、当面はゼロ%以下での推移が続くと予想する。その後についても、足元の円高による物価の下押し圧力のほか、景気が足踏みし、期待インフレも鈍化するなかで、伸びは鈍いものにとどまり、4 月展望レポートでの日銀政策委員の見通しの中央値から大きく下振れる可能性が高いとみている（図表 9）。2016 年度のコア CPI 上昇率は前年比▲0.1%程度、2017 年度についても、同+0.4%程度の上昇にとどまると予想する。（担当：山口）



米国労働市場の行方

雇用環境は持ち直し

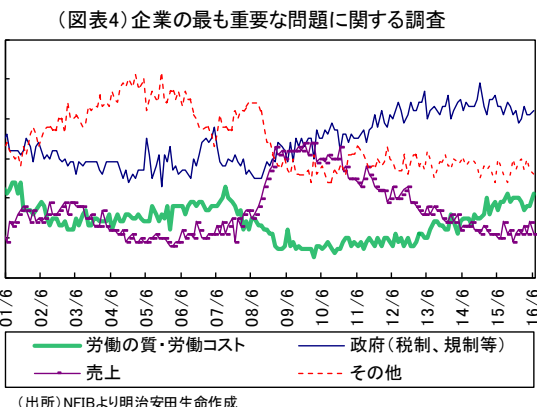
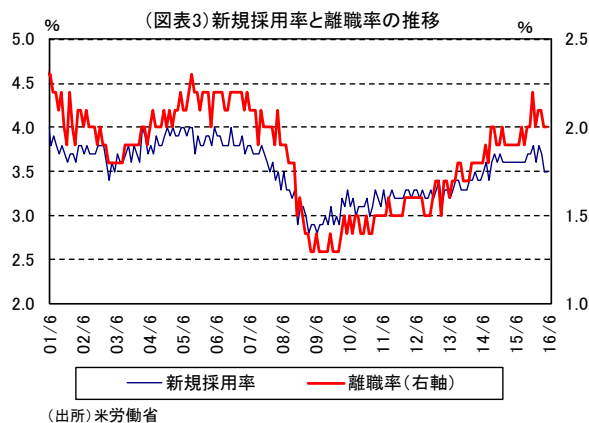
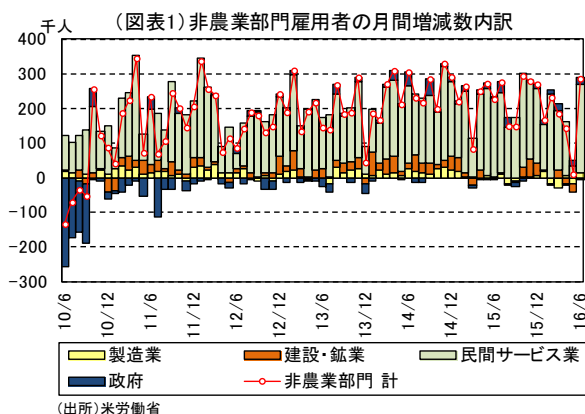
米国の雇用環境は持ち直している。6月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅は+28.7万人と、5月の+1.1万人から拡大し、3ヵ月ぶりに20万人の大台を上回った(図表1)。失業率は4.9%と、すでにFRB(米連邦準備制度理事会)による失業率の長期見通しのレンジである4.7~5.0%の範囲に達するなど、雇用環境は改善傾向で推移している。

FRBのイエレン議長は、5月の低調な雇用統計が発表された後に行なわれたFOMC(米連邦公開市場委員会)の記者会見で「FOMCも私も、労働市場の進展がとん挫したとはみていない」と述べたが、6月の雇用統計は同議長の見方を裏付ける結果となった。

労働市場の幅広い指標が改善

一方、イエレン議長は「1,2ヵ月の統計に過剰反応しないことが重要」とも述べ、単月の結果だけで判断しないとの姿勢を示している。ただ、労働市場の幅広い指標は概ね堅調である。景気の先行指標と言われる新規失業保険申請件数(変動を均した4週移動平均)は足元で26万人前後と、約16年ぶりの低水準で推移している(図表2)。5月の求人数も550万件と、統計開始以来の高水準となった4月から減少したものの、堅調に推移している。

イエレン議長が重視しているとされる離職率を見ると、住宅バブル崩壊前の水準を維持しており、就業機会が増えている可能性が高い(図表3)。一方、足元の新規採用率は低下したものの、これは企業が採用に苦勞している可能性を示唆している。中小企業の経済団体である全米独立企業連盟(NFIB)の調査によれば、企業の最も重要な問題として、「労働者の質」と「労働コスト」を合わせた回答の割合は2013年夏場以降、上昇傾向で推移している(図表4)。失業率と欠員率(企業の求人がうまらない比率)の関係を示すバレッジ



曲線（UV 曲線）を見ても、2009 年後半に労働市場のミスマッチが拡大し、その後、労働市場の需給改善が続いている可能性が示唆される（図表 5）。

賃金の伸びも拡大

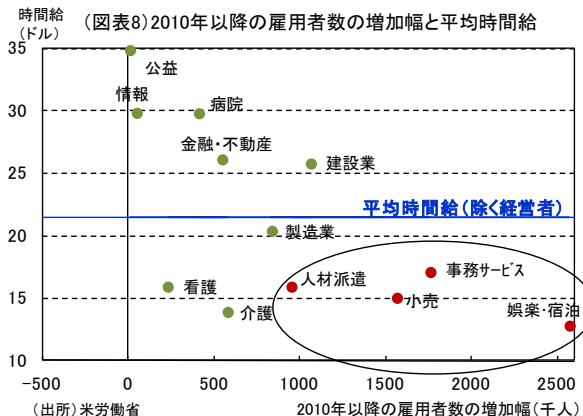
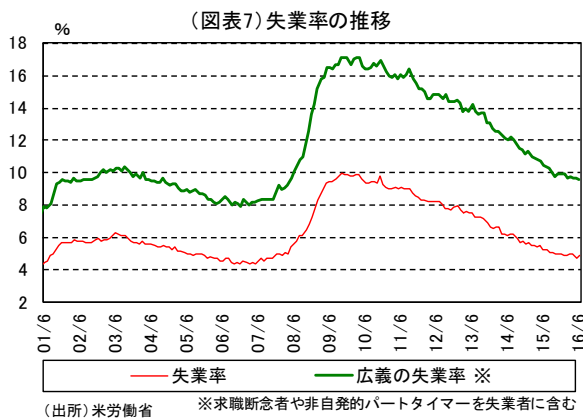
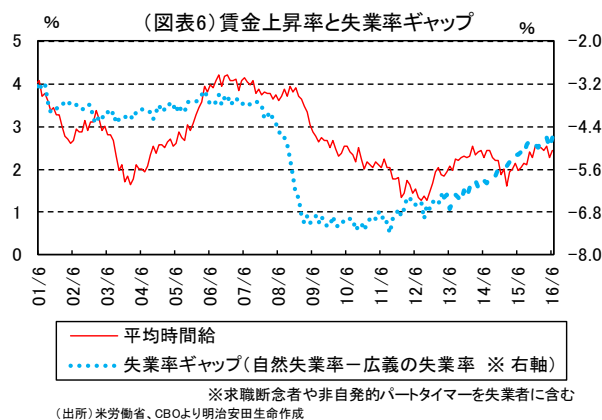
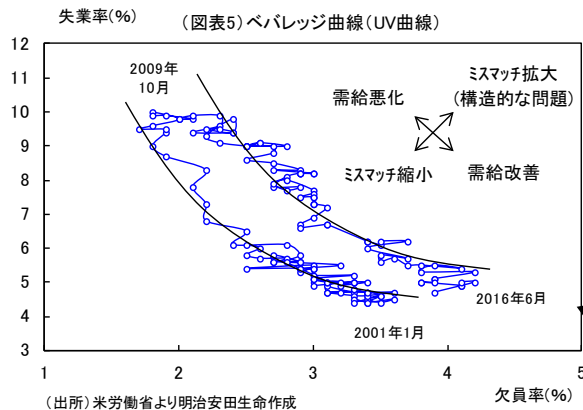
時間当たり賃金の伸びを見ると、6月は前年比+2.6%と、5月の同+2.5%から伸び幅が拡大した（図表6）。住宅バブル崩壊前の同+3~4%台の水準を依然として下回っているものの、昨夏以降は均せば伸び幅が拡大傾向で推移している。広義の失業率

（就職を断念して労働市場から退出した人や、非自発的パートタイマーなどを失業者を含む）を見ると、6月は9.6%と、2010年4月の17.1%をピークに低下傾向が続いており、2008年4月以来の水準まで改善している（図表7）。依然として労働市場には緩み（スラック）が残っているとみられるが、失業率ギャップ（自然失業率-広義の失業率）のマイナス幅は縮小傾向で推移している。

FRB が 4 月に公表したベージュブック（地区連銀経済報告書）では、「いくつかの地区で賃金上昇が強まっている兆しがある」と報告されている。賃金について5月の報告では、「大半の地区で労働市場が引き締められ、賃金は控えめな上昇」との表現になり、6月は「賃金上昇圧力は控えめ、もしくは緩やか」へと、上方修正されている。また、6月には「熟練労働者への賃金上昇圧力は強く、人材確保が難しい」ことも示された。労働市場の需給改善が賃金の伸び幅拡大につながっているとみている。

賃金の抑制圧力は今後も和らぐ

これまで賃金回復が遅れてきた要因には、企業のグローバル競争を背景に、比較的賃金が高い製造業の雇用が伸び悩んだほか、人材派遣を中心とした事務サービス業、小売や娯楽・宿泊など、賃金が低めの業種が雇用回復の中心となっていることがある（図表8）。ただ、雇用者数のうち、パートタイマーの割合は、足元で17%台と、2009年をピークに低下傾向が続いている（図表9）。正社員の職が見つからず、経済的な理由でパートタイマーとなっている人（非自発的パートタイマー）の割合も低下傾向で推移している。企業のグローバル化の進展、低賃



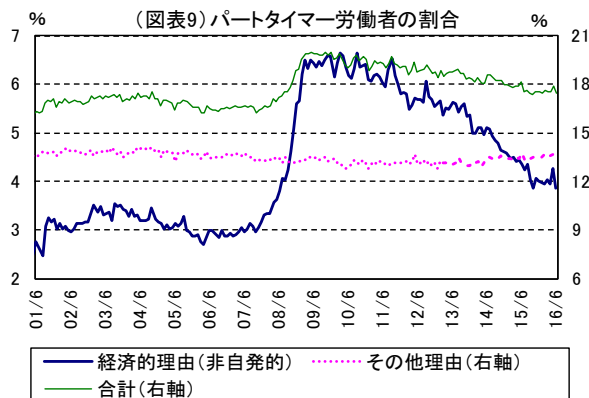
金業種中心の雇用回復などが今後も賃金上昇を抑制するとみるが、失業率の改善に伴って、労働市場の需給改善がさらに進めば、賃金の上昇率も改善傾向が続く可能性が高い。

一方、これまでの失業率の低下は、職探しをあきらめて労働市場から退出した人が増加した影響もある。失業率の低下を雇用者数の変動、労働参加率の変動、生産年齢人口の変動の3要因に分解すると、2010年以降の雇用環境の回復過程では、雇用者数の増加に加え、労働参加率の低下が失業率を押し下げていることが分かる(図表10)。ただ、労働参加率の推移を見ると、昨秋以降、上昇傾向で推移している(図表11)。55歳以上の労働参加率は横ばいでの推移が続いていることから、主に現役世代が求職活動を再開することに伴う労働参加率の上昇が、足元の失業率上昇につながっているとみられる。米労働省によれば、非労働力人口のうち、就職の意思がある人は約57万人にもものぼる。今後は失業率ギャップのマイナス幅が改善するとともに、職探しを再開する人が増加するとみる。

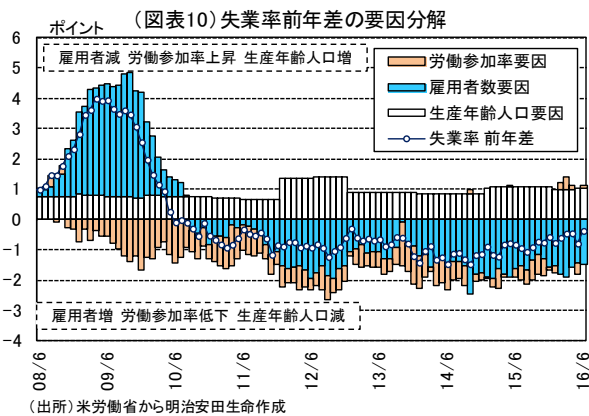
労働市場は回復傾向が続くと予想

2016年の米国景気は、英国のEU離脱手続きを巡る先行き不透明感が続くこともあり、海外景気の減速がしばらく足かせになるとみられる。ただ、ガソリン安や賃金上昇によって、家計の実質所得は改善していることなどから、個人消費をけん引役に回復傾向が続く可能性が高い(図表12)。実質金利マイナスといった、きわめて緩和的な金融環境が続いていることが米国景気を下支えしており、労働市場の需給が緩んだ状況は今後も改善が続くとみられ、非農業部門雇用者数は、均してみれば、月平均の増加幅が概ね+18~20万人の範囲で推移すると予想する。一方、労働市場の需給改善に伴って、職探しを再開し、労働市場に参入する人が増えるともみられることもあり、失業率は小幅な低下幅にとどまるとみている。

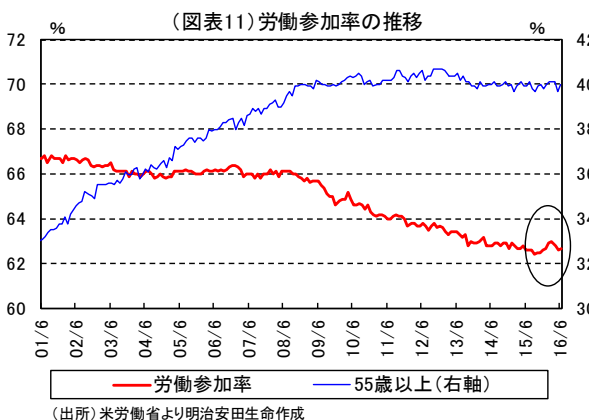
(担当：信本)



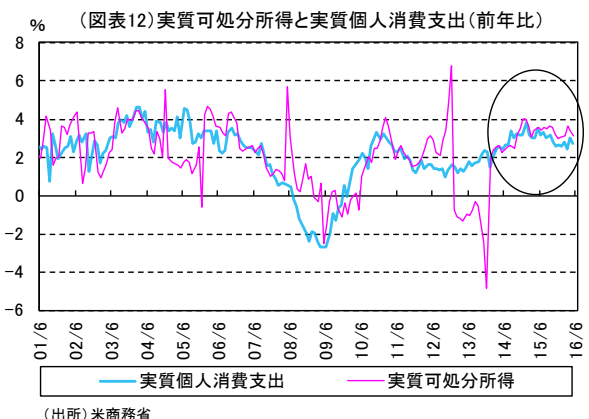
(出所) 米労働省より明治安田生命



(出所) 米労働省から明治安田生命作成



(出所) 米労働省より明治安田生命作成



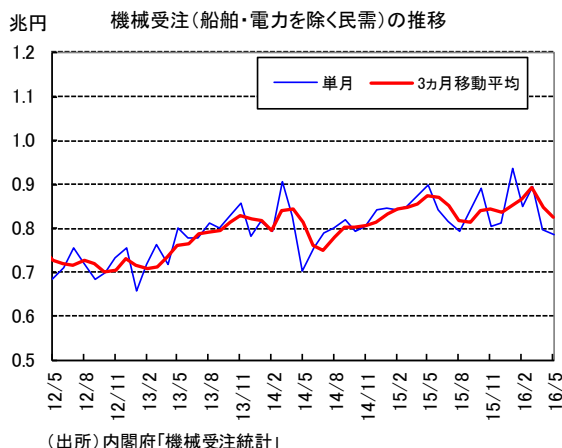
(出所) 米商務省

主要経済指標レビュー (7/11~7/22)

《日本》

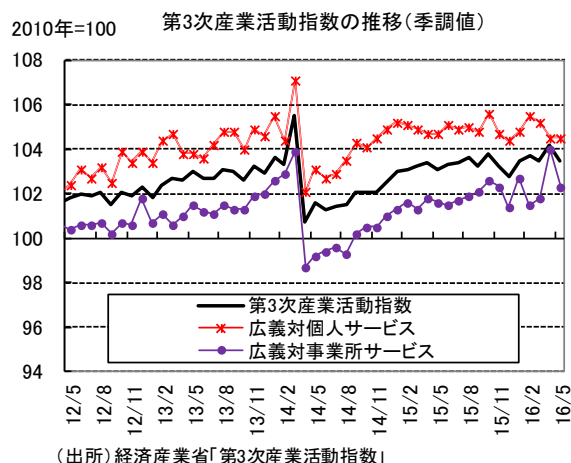
○ 5月機械受注 (7月11日)

5月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比▲1.4%と、2ヵ月連続のマイナスとなり、2014年6月以来の水準まで落ち込んだ。業種別では、製造業が同▲6.4%、非製造業(除船・電)が同▲0.3%と、いずれもマイナスとなった。内閣府による基調判断は、4月の「機械受注は、持ち直しの動きがみられるものの、4月の実績は大きく減少した」から、「機械受注は、足踏みがみられる」へと下方修正された。今後については、日本の中長期的な成長期待が低いことで、製造業では国内での能力増強投資を慎重に進める可能性が高いとみられるほか、これまでの円高やブレグジットの影響を受け企業の投資スタンスを慎重化させるとみており、設備投資の回復ペースは緩慢と予想する。



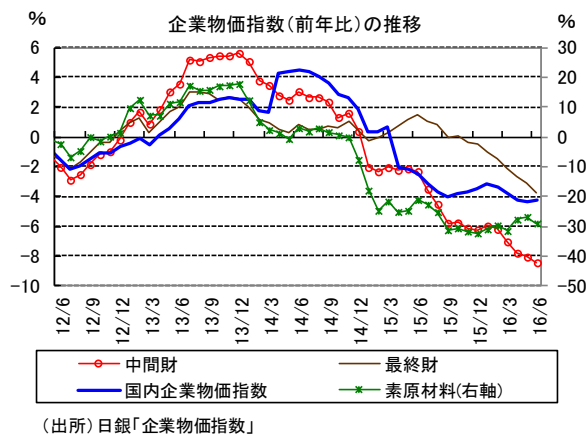
○ 5月第3次産業活動指数 (7月12日)

5月の第3次産業活動指数は前月比▲0.7%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。内訳では、広義対個人サービスが同±0.0%と、前月から横ばいとなったほか、広義対事業所サービスは同▲1.6%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。業種別では、11業種中、6業種で低下、4業種で上昇、1業種で横ばいという結果。低下した業種は、卸売業、事業者向け関連サービス、生活娯楽関連サービスなど。卸売業では、化粧品類などの小売業向け取引の低下が目立った。一方、上昇した業種は、医療、福祉、金融業、保険業、電気・ガス・熱供給・水道業などが寄与した。今後は、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弱めの動きが続くとみており、第3次産業活動指数全体でも、回復ペースは鈍いものととどまると予想する。



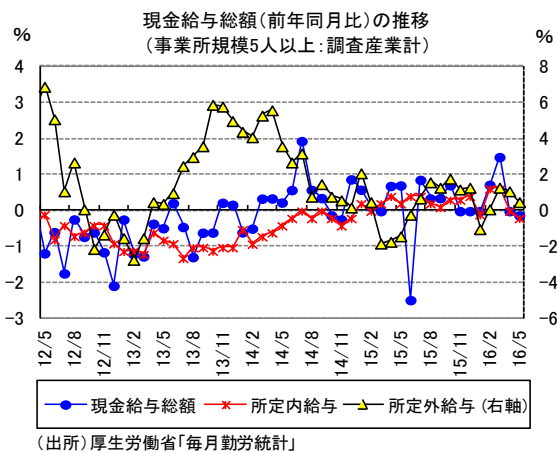
○ 6月企業物価指数 (速報値) (7月12日)

6月の国内企業物価指数は前年比▲4.2%と、前月の同▲4.3%からマイナス幅が縮小した。23種目中、9業種が、前月から押し上げに寄与、8業種が押し下げに寄与、6業種が横ばいとなった。押し上げ方向に寄与した業種は、石油・石炭製品が大きかった。一方、押し下げ方向に寄与した業種では、鉄くずなどのスクラップ類や、化学製品などが目立つ。需要段階別に見ると、国内需要財は同▲8.8%と、前月の同▲8.0%からマイナス幅が拡大しており、輸入品の下落が押し下げにつながっている。素原材料、中間財、最終財のいずれの段階でもマイナス幅が拡大。今後については、原油価格が2月中旬から持ち直しているものの、足元の円高が輸入物価を押し下げるとみており、企業物価の戻りのペースは鈍いとみている。



○ 5月毎月勤労統計（確報、7月22日）

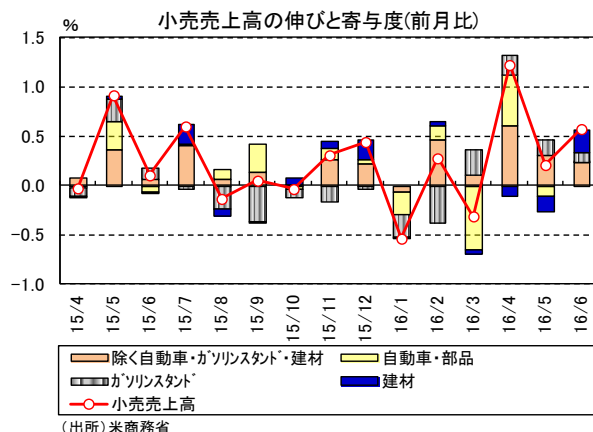
5月の毎月勤労統計では、現金給与総額（事業所規模5人以上：調査産業計）が前年比▲0.1%と、11ヵ月ぶりのマイナスとなった。内訳項目では、特別給与（4月：同▲1.7%→5月：同+1.5%）が2ヵ月ぶりのプラスとなった一方、定期給与（同±0.0%→▲0.1%）が4ヵ月ぶりのマイナスとなり、全体を押し下げた。定期給与では、所定内給与（同±0.0%→▲0.2%）が4ヵ月ぶりのマイナス、所定外給与（同+1.1%→+0.5%）が4ヵ月連続のプラスとなったものの、前月からプラス幅が縮小した。今後についても、労働需給の引き締めを受けた賃金上昇は、一部の職種に限られるとみられ、所得環境の改善ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



《米 国》

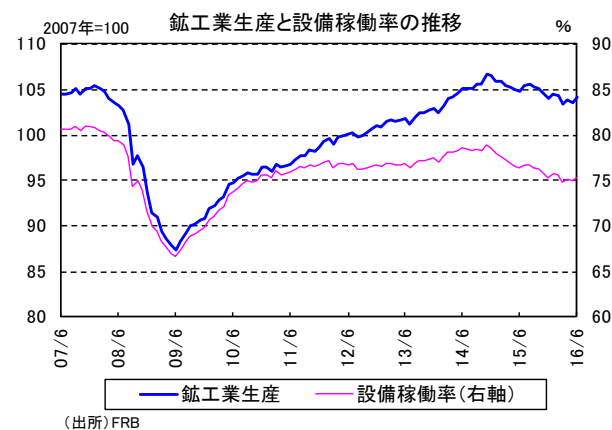
○ 6月小売売上高 (7月15日)

6月の小売売上高は前月比+0.6%と、3ヵ月連続で増加し、市場予想(同+0.1%)を大きく上回った。自動車・部品が同+0.1%と、2ヵ月ぶりに増加したほか、ガソリン価格の上昇を背景に、ガソリンスタンドも同+1.2%と4ヵ月連続で増加した。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、前月比+0.4%と、5ヵ月連続の増加となった。雇用環境の改善が続いていることや、家計の実質購買力が向上していること、家計のバランスシートの正常化が進んでいることから、個人消費は今後も回復傾向が続く可能性が高い。



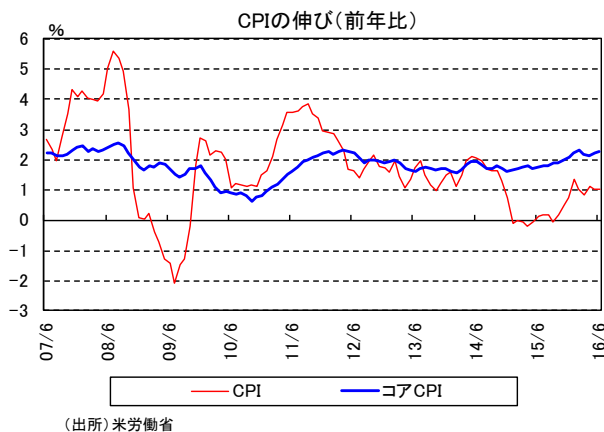
○ 6月鉱工業生産 (7月15日)

6月の鉱工業生産は前月比+0.6%と、2ヵ月ぶりのプラスとなり、市場予想(同+0.3%)をも上回った。産業別に見ると、製造業が2ヵ月ぶりのプラスとなり、全体を押し上げた。電気・ガスといった公益事業も同+2.4%と2ヵ月ぶりのプラスとなったほか、石油掘削などの鉱業は同+0.2%と、原油安の影響が和らいだことで、2ヵ月連続のプラスとなった。設備稼働率は75.4%と、2ヵ月ぶりに上昇した。海外景気減速への懸念が残ることや、エネルギー関連業種の業況回復が遅れていることなどから、今後の生産は停滞気味に推移するとみる。



○ 6月CPI (消費者物価指数) (7月15日)

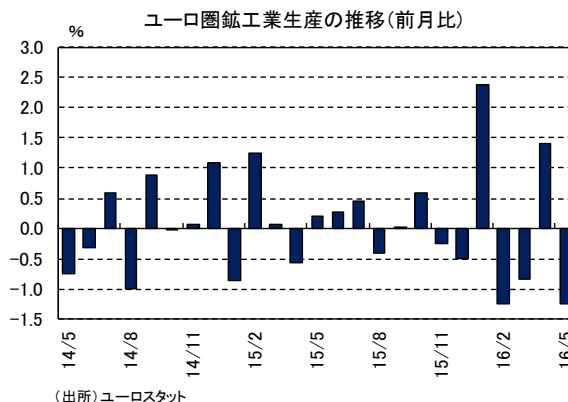
6月のCPIは前月比+0.2%と、4ヵ月連続で上昇した。エネルギーが同+1.3%と4ヵ月連続で上昇し、全体を押し上げた。前年比では+1.0%と、9ヵ月連続のプラスとなった。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは前月比+0.2%と、5月の同+0.2%から伸び幅は変わらず。一方、前年比では+2.3%と、5月の同+2.2%から伸び幅が拡大した。医療や宿泊費の伸び幅が拡大した影響が大きい。賃金の改善傾向が続くとみられることや、輸入物価による低下圧力が和らいていることなどから、コアインフレ率は今後も緩やかな上昇が続くと予想する。



《 欧 州 》

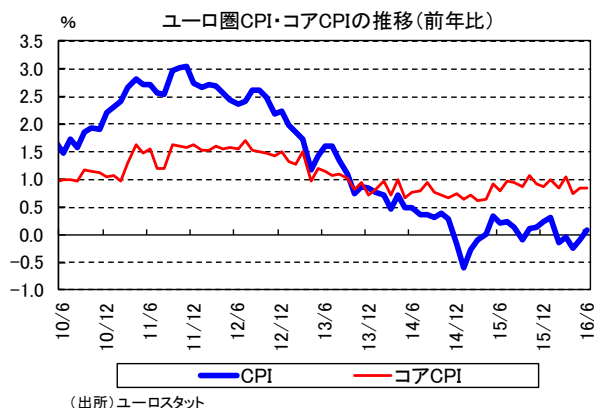
○ 5月ユーロ圏鉱工業生産 (7月13日)

5月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲1.2%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。財別で見ると、消費財が同+2.6%→▲0.4%、中間財が同+0.4%→▲0.4%、資本財が同+1.7%→▲2.3%と、いずれも2ヵ月ぶりのマイナス。主要国別でも、ドイツが同+0.8%→▲1.3%、フランスが同+1.2%→▲0.5%、イタリアが同+0.4%→▲0.6%、スペインが同▲0.2%→▲0.6%と、軒並みマイナスとなった。英国のEU離脱を巡る先行き不透明感を背景に、欧州では企業が生産や投資を手控える動きが広がるとみられることなどから、ユーロ圏の鉱工業生産は今後も停滞気味の推移が続くとみる。



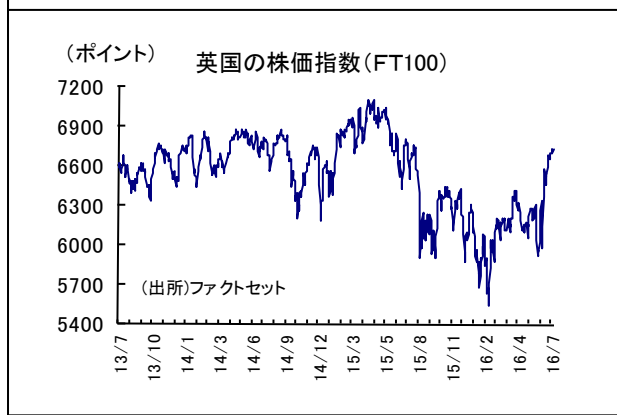
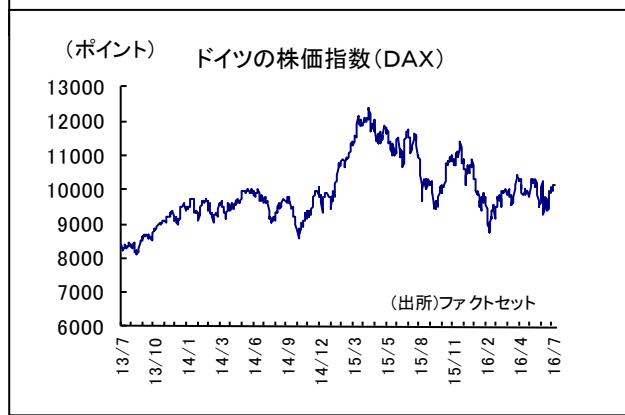
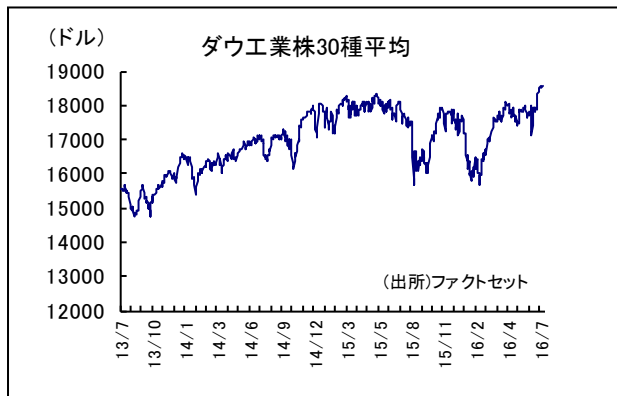
○ 6月ユーロ圏CPI (7月15日)

6月のユーロ圏CPIは前年比+0.1%と、5ヵ月ぶりのプラスとなった。エネルギー価格の下押し圧力が和らいだことなどから、財価格が同▲0.9%→▲0.7%と、2ヵ月連続でマイナス幅が縮小したほか、サービス価格は同+1.0%→+1.1%と、2ヵ月連続でプラス幅が拡大。国別では、ドイツが同0.0%→+0.2%と、3ヵ月ぶりのプラスとなったほか、フランスは同+0.1%→+0.3%と、プラス幅が拡大した。これまでの原油安の影響が和らぐことで、ユーロ圏のCPIは持ち直し傾向が続くとみている。ただ、英国のEU離脱決定の影響などから、域内景気は力強さに欠く展開が続くと見込まれ、CPIの上昇ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

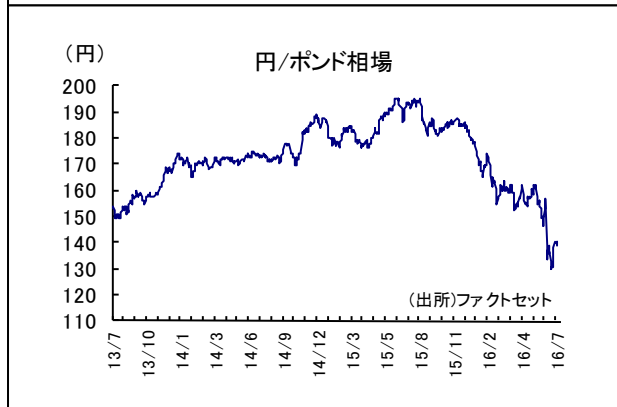
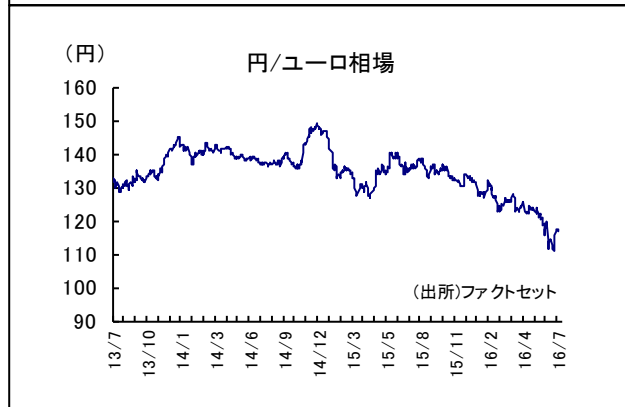
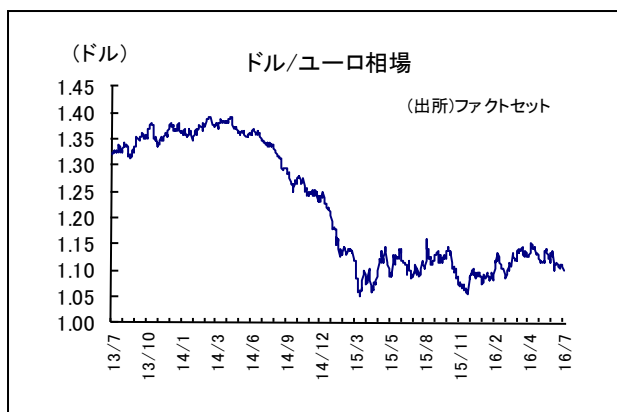
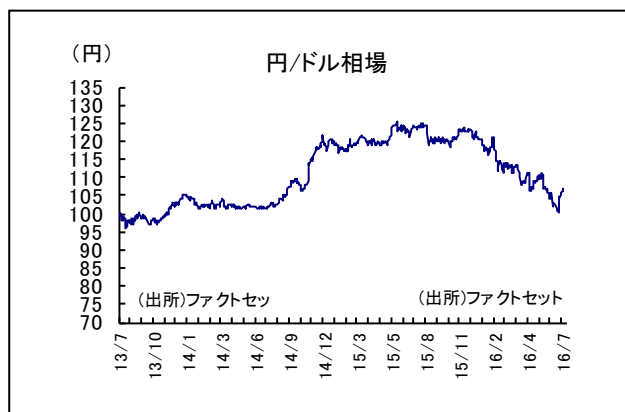


日米欧マーケットの動向 (2016年7月25日現在)

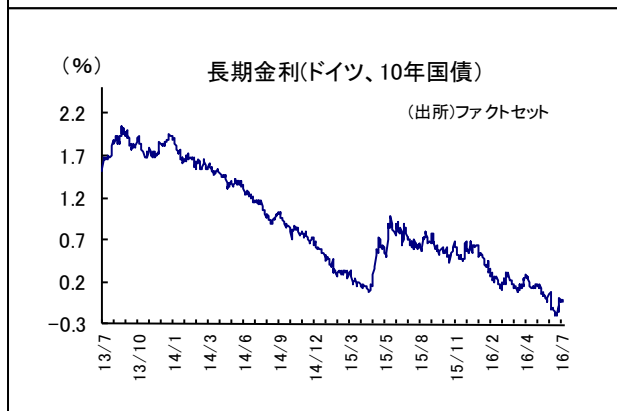
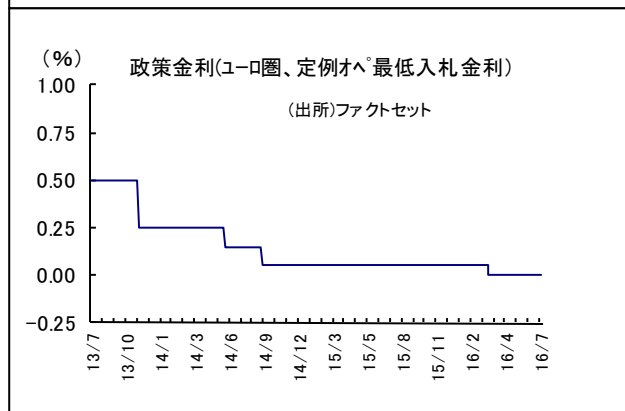
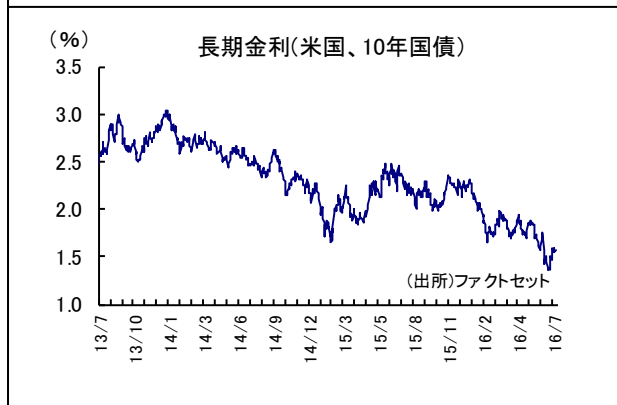
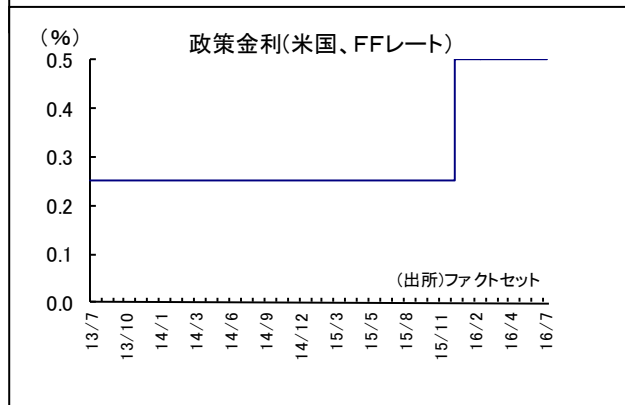
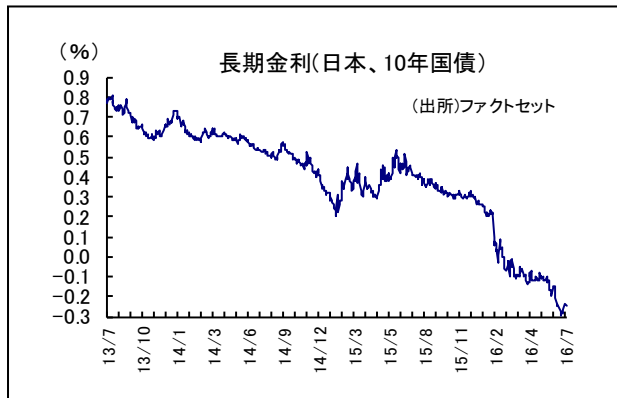
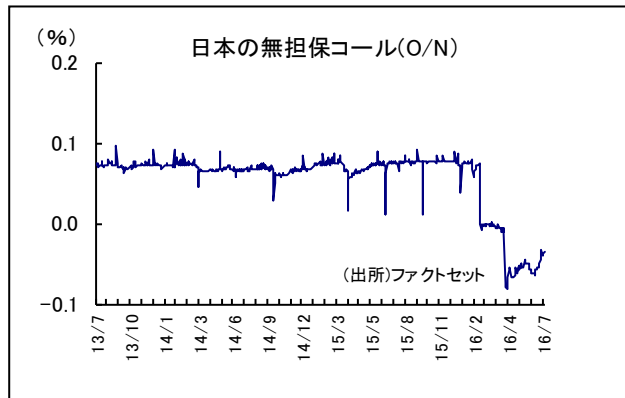
▽各国の株価動向



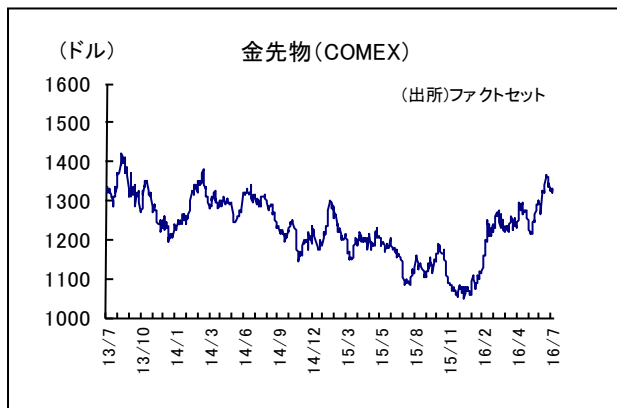
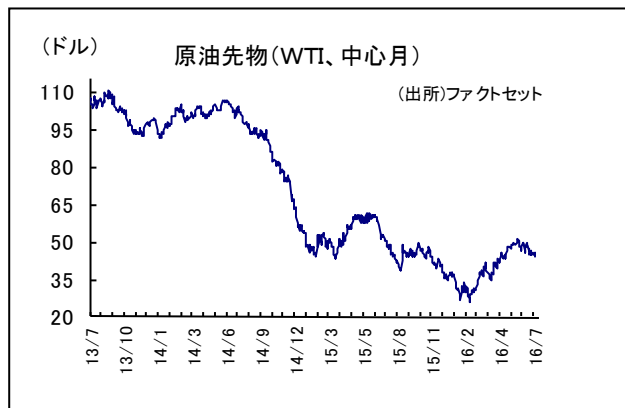
▽外為市場の動向



▽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