

〈フォーカス〉 様々な課題残す骨太の方針

先週閣議決定された「骨太 2017」は、政府が意図した結果と違う方向に流れるリスクを孕んでいる。

まず、働き方改革については、電通問題の影響もあり、議論の過程で単なる時短運動に矮小化された印象が否めない。個々の会社にとって重要な取組みであることは確かだが、ただでさえ、生産年齢人口が毎年 1% 近く減っていくなか、一人ひとりの労働時間も減少に向かえば、潜在成長率のさらなる低下を招く可能性が濃厚である。これは一種の「合成の誤謬」である。

同様に、地方創生の狙いは「東京一極集中の是正」で、地方の人口増対策とほぼ同義に語られている面がある。日本の総人口自体は減っていくなか、足りない分は東京から呼び込むしかないが、東京の労働生産性は、他府県平均の約 1.5 倍の高水準にある。生産性の高い東京から相対的に低い地方に人が流れれば、格差は縮小するかもしれないが、日本国民全体では平均的に貧しくなる結果に終わる。

上記のいずれも、生産性向上という視点が欠かせないことを示しているが、この点、進捗は十分とは言えない。教育改革は、今のところ無償化の話が先行しており、供給サイドの教育の質の改善の議論は進んでいない。また、どのみち教育水準の向上が生産性の上昇という形で成果を現すまでは、20 年単位の時間がかかる。政府は5月に、「生産性向上国民運動推進協議会」を立ち上げたが、相変わらず類似のテーマを扱う会議体の乱立が目立ち、これでは「船頭多くして船山に登る」の愚を犯しかねない。第1回会議で取り上げられた個社の優良事例の紹介なども、はたして政府の仕事かどうかという疑問が残る。

政府が優先すべきは、民間産業がイノベーションを生み出しやすくするような環境整備で、そのために核となるべきはやはり規制改革だが、誰もが有望分野と考えるシェアリングエコノミーひとつとってみても、不十分なのは明らかである。農業、医療、教育の分野などで課題となっている岩盤規制の多くも、10 年以上同じ議論を繰り返した挙句、依然として岩盤のままにとどまっている。マクロ的な影響の読みにくい新産業については、規制をゼロベースで見直し、試行錯誤のなかで新たな仕組みを構築していく「日本版レギュラトリー・サンドボックス」が有用な枠組みと考えられるが、実験の場となるべき国家戦略特区は、政局のなかで存続自体が危ぶまれる事態となっている。

財政健全化を巡る議論も迷走気味である。政府内には、基礎的財政収支の黒字化に変え、債務残高の名目 GDP 比を新たな目標にすべきとの議論が燦るが、達成できないから目標を変えようと思われること自体、財政への信認喪失のリスクを高める。赤字削減が不十分でも、高成長が続けば同比率は低下するのがミソだが、潜在成長率は 0% 台後半という見方がコンセンサスのなかで、政府が目標とする「実質 2%、名目 3%」を安定的に実現するのは容易ではない。高めの経済成長を前提に、増税や歳出削減を先送りする楽観的な財政計画を立てても、信頼を得るのは容易ではない。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉様々な課題残す骨太の方針.....1	・物価上昇ペースは緩やか.....7
・経済情勢概況.....2	・主要経済指標レビュー.....11
・世界貿易回復の背景.....3	・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、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、次第に景気回復ペースをあげていくと予想する。

個人消費は、弱めの動きが続いている。今後も、政府の経済対策が下支えとなるとみられるものの、輸入品価格の上昇に伴う家計の実質購買力の低下などから、緩慢な回復にとどまると予想する。

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、均せば回復が続くと予想する。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。

輸出は回復に向かっている。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ほか、昨秋以降の円安の影響もあって、2017年度のコアCPIは、前年比+0.6%程度まで伸び幅が拡大すると予想する。

米 国

米経済は、緩やかに回復している。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、雇用者数の増加などに支えられ、堅調に推移するとみる。

設備投資は、企業収益の改善などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。

輸出は、中国景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは3月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.50-0.75%から、0.75-1.00%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみており、次回の利上げは6月に行なわれると予想する。年末には、再投資計画の一部変更が発表されると予想する。

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となるものの、企業債務の高止まりなどが下押し要因になるとみられ、回復ペースの加速は見込みづらい。

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。買入れ資産の不足に対応するため、秋ごろ年後半に資産買入れ額を縮小するとともに、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

世界貿易回復の背景

世界貿易は持ち直し

リーマン・ショック以後、世界貿易は低迷が続いてきた。世界の貿易数量と実質 GDP 成長率を比較すると、2000年代前半には世界貿易は GDP 成長率を上回る伸びとなってきたが、リーマン・ショック後の反動を除くと、近年では実質 GDP 成長率を下回る伸びにとどまってきた（図表1）。

世界貿易の低迷は「スロー・トレード」と称され、低迷が単に循環的なものなのか、構造的なものなのかについて、国際機関や学界でも議論が進んできた。後者の立場からは、新興国を含む複数の国・地域にまたがる企業の生産体制構築の動きの一巡などが貿易数量の押し下げに寄与していると指摘されている。

世界貿易が低迷するなかで、2016年にかけて、日本の輸出も停滞が続いてきた。特に、2011年の東日本大震災以降は、世界貿易の伸びをも下回るマイナスが3年続き、輸出の不振は2016年前半にかけて、日本の景気回復ペースが鈍いものにとどまった一因となってきた（図表2）

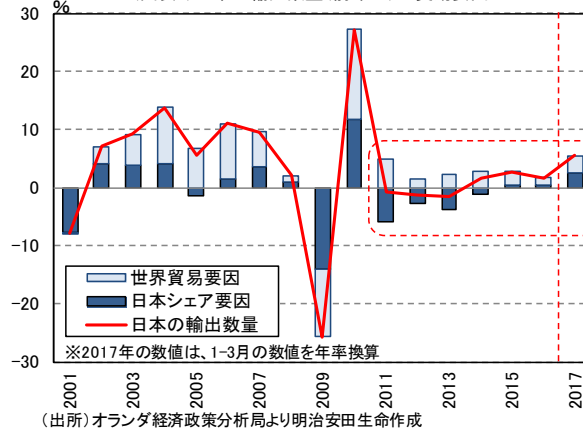
もっとも、足元ではこうした状況に変化の兆しがみられる。世界貿易数量を仔細に見ると、2017年初以降は前年比5%近い高い伸びとなっており、これまでのところ、世界の成長率を上回るペースとなっている。2017年1-3月期の各国の統計を見ると、すでに需要項目別 GDP が公表されている主要国の実質財輸出は、日本（2016年10-12月期：前期比+3.0%→2017年1-3月期：同+3.1%）、ドイツ（同+0.4%→同+0.6%）ともプラス幅が拡大したほか、米国（前期比年率▲6.7%→同+8.4%）もプラスに転じている。日本については、世界貿易の持ち直しと世界貿易におけるシェア拡大の両者が押し上げに寄与しており、輸出不振が景気の足かせとなる状況をようやく脱しつつある。

日銀の黒田総裁も5月10日の講演で、「最近の世界的な製造業や貿易面の改善は、『スロー・トレード』にようやく変化が生じつつある可能性を示唆するものとして注目されます」と述べており、先行きについても、世界貿易の復調に伴い、日本の輸出も改善が続くことが期待されている。

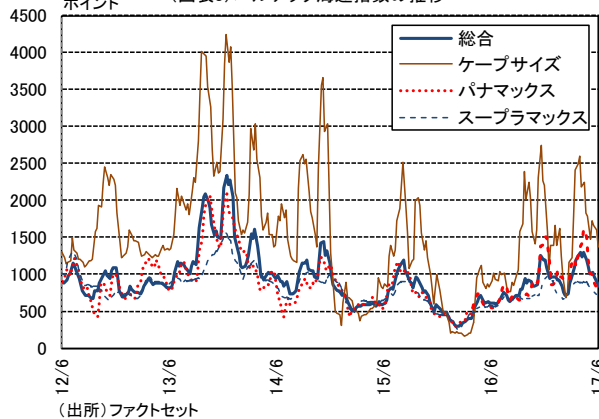
（図表1）世界の实質GDP成長率と世界貿易数量の推移（前年比）



（図表2）日本の輸出数量（前年比）の変動要因



（図表3）バルチック海運指数の推移



こうした世界貿易の持ち直しは海運市況にも現れている。主要海運指数であるバルチック海運指数を見ると、大型船のケープサイズや中型船のパナマックスにけん引される形で、総合指数も2017年3月には1000ポイントの大台を回復した(図表3)。ケープサイズはほとんどが鉄鉱石の輸送に、パナマックスは石炭や鉄鉱石の輸送に用いられており、コモディティ貿易の拡大が海運市況を押し上げていることが示唆される。

アジア新興国需要の拡大

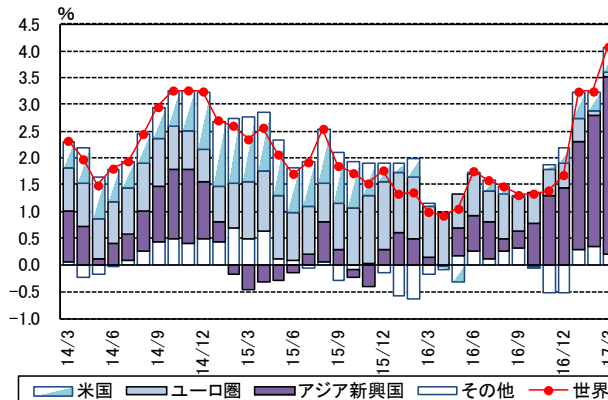
世界貿易を輸入国・地域別に見ると、足元の世界輸入の増加は、ほとんどがアジア新興国の増加にけん引される構図となっている(図表4)。同統計ではアジア新興国の国別の内訳は公表されていないが、世界貿易機関の統計では、2015年の同地域の輸入金額のうち、中国とNIEs諸国がそれぞれ約4割ずつを占めており、両国・地域の輸入動向が全体に与える影響が大きい(図表5)。

まず、アジア新興国最大の需要者である中国に対する、主要先進国・地域および資源国の輸出動向を見ると、いずれの国・地域においても、2017年は改善に向かっている(図表6)。このうち、豪州の対中輸出は鉄鉱石と石炭だけで全体の約6割、ブラジルでも飼料作物の大豆や、鉄鉱石・原油などの一次産品が約8割を占める。そのため、両国の対中輸出金額の大幅な持ち直しについては、商品市況の持ち直しも押し上げに寄与している。ただ、電子機器や輸送機器といった工業製品のウェイトが高い米国からの中国向け輸出金額も増加傾向となっているほか、数量ベースでのデータが入手可能な日本とユーロ圏からの輸出数量も改善しており、中国の輸入増がさまざまな国の輸出の改善に寄与している様子が見て取れる。

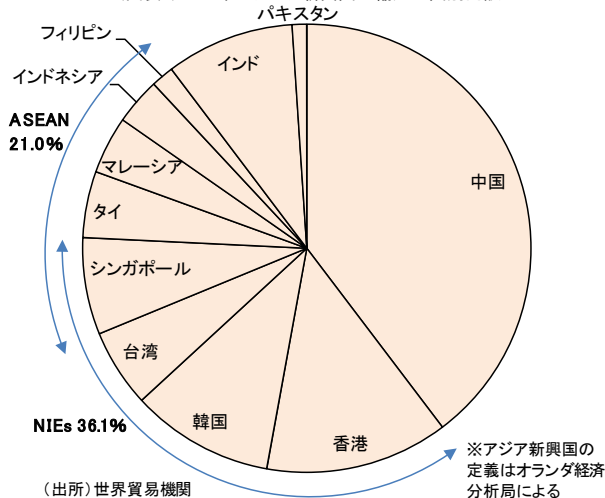
中国の輸入増の背景

中国の輸入回復の背景には、中国の生産活動の持ち直しがある(図表7)。鉱工業生産の内訳では、鉄鉄や粗鋼、電力といった重工業部門が増加傾向となっており、不動産投資のほか、企業の設備投資や政府によるインフラ投資需要の高まりが

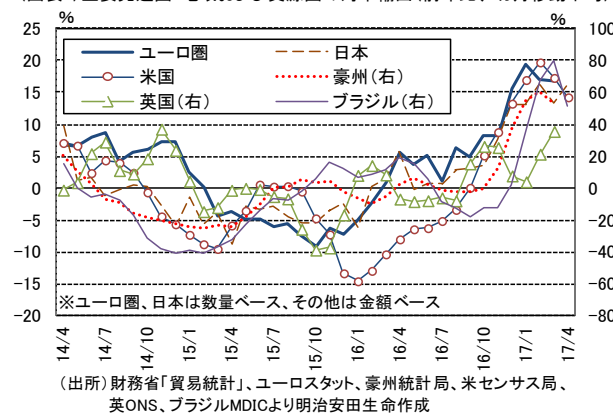
(図表4)世界の輸入数量の推移(前年比、3ヵ月移動平均)



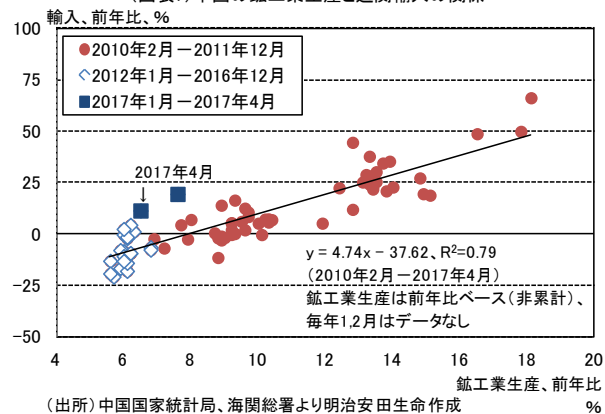
(出所)オランダ経済政策分析局
(図表5)2015年のアジア新興国の輸入の国別内訳



(図表6)主要先進国・地域および資源国の対中輸出(前年比、3ヵ月移動平均)



(図表7)中国の鉱工業生産と通関輸入の関係



生産を押し上げている様子が窺える。

輸入数量（1-4月累計）を見ても、前年同期に比べ、液晶画面やPCといった電気・電子機器では輸入数量が減少しているものの、石炭・褐炭や原油、鉄鉱石などの燃料・原料の輸入数量増が目立っており、固定投資の増加が海外からの資源需要の拡大につながっているようである（図表8）。こうした中国の資源・原材料需要の持ち直しがケーブサイズなどの大型船需要を押し上げていると考えられよう。日本の対中輸出においては、やはり鉄鋼や非鉄金属などの工業用原料や、ポンプ・遠心分離機や金属加工機械といった資本財の伸びが大きく、こちらも中国の固定投資需要の高まりの恩恵を受けた形となっている（図表9）。

NIEsの輸入はシリコンサイクルが鍵

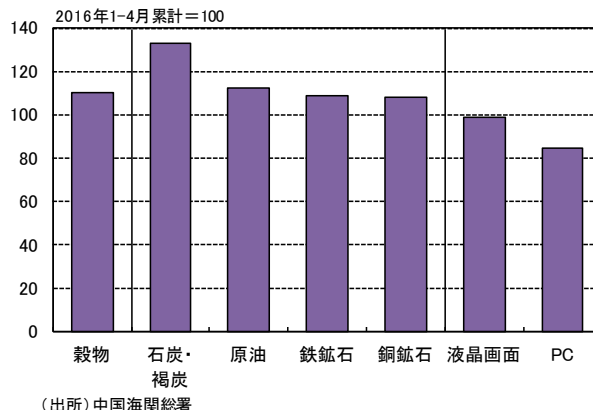
中国同様にアジア新興国内の輸入金額の大きなウェイトを占めるNIEs諸国では、中国向け輸出の持ち直しによる景気回復のほか、世界の半導体市場の改善による影響が大きい。世界半導体統計（WSTS）によると、2016年の半導体出荷額のうち、6割強をNIEsなどアジア太平洋諸国（除く日本）が担っている。2016年末以降の半導体出荷額の持ち直しについても、ほとんどがアジア太平洋諸国からの出荷増によるものである。WSTSによると、2017, 18年の半導体出荷額は持ち直しが続く予測されている（図表10）。世界貿易の観点からは、電気・電子機器の国際分業体制による企業内貿易の増加だけでなく、半導体生産装置など資本財貿易にも波及するため、やはり日本の輸出にプラスに働きやすい。

足元の世界貿易は循環要因による押し上げが大きい

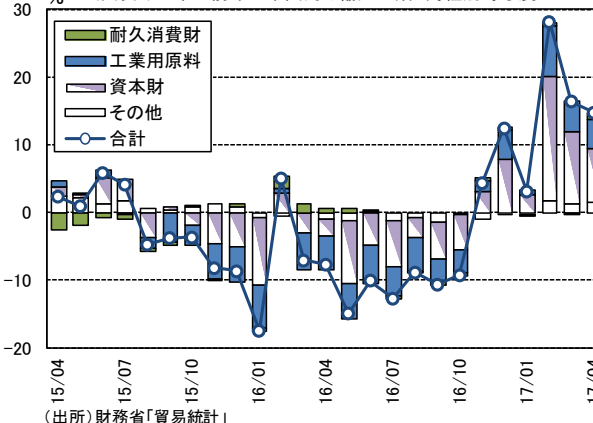
一方、これまで世界の貿易数量を押し下げてきた構造要因は残っている。特に、自由貿易フロンティア拡大が一巡した影響は無視できない。2000年代前半を振り返ると、EUの東方拡大、アジア圏での中国・ASEAN諸国を巻き込んだ国際分業の進展など、構造的に貿易が拡大する下地が世界のさまざまな地域で広がっていた。しかし、これらの諸国はすでに国際貿易体制に組み込まれており、自由貿易フロンティアが足元でさらに拡大している様子は窺えない。加えて、先進諸国では反グローバリゼーション・保護主義な政策に回帰する動きもあり、先進国企業は海外への生産移管を進めにくい状況にある。

グローバリゼーションの進展については定量データが限られるが、OECDが発表するグローバル・

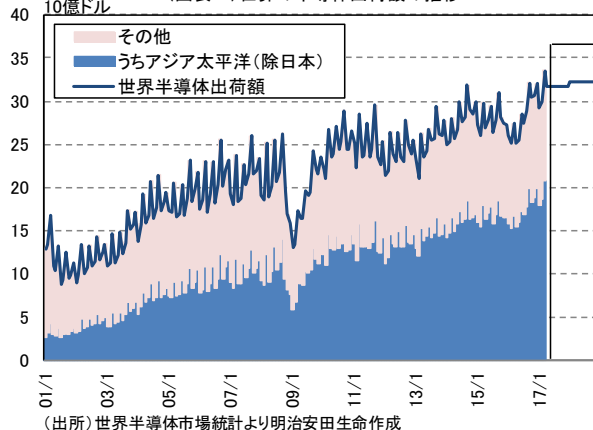
(図表8) 2017年1-4月累計の中国の品目別輸入数量



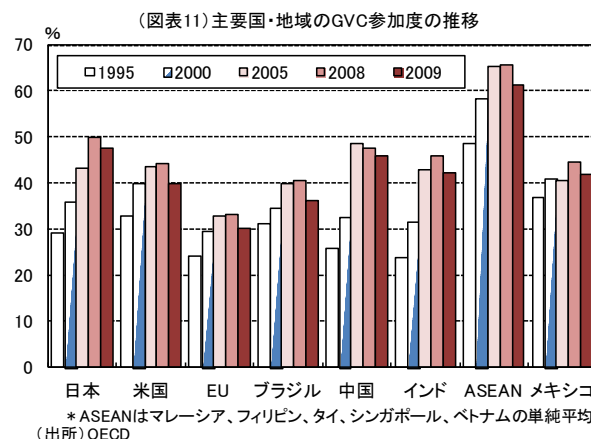
(図表9) 日本の前年比中国向け輸出金額と財種別寄与度



(図表10) 世界の半導体出荷額の推移



バリューチェーン（GVC）への参加度を見ても、主要国・地域では2008年をピークとして頭打ちとなっており、グローバル化の停滞が見て取れる（図表11）。足元の世界貿易の回復は、専ら中国の投資需要の高まりと半導体市況の改善という、いずれも循環的要因に支えられた形である。当社では、当面の輸出は多くの国で中国向けなどに支えられ持ち直すと見込んでいるが、より長い目で見れば、2000年代前半のような趨勢的な増加局面に入ったと考えるのは早計であり、循環的押し上げ局面の終焉後、再びスロー・トレード状況に回帰するリスクがあるとみている。（担当：山口）



物価上昇ペースは緩やか

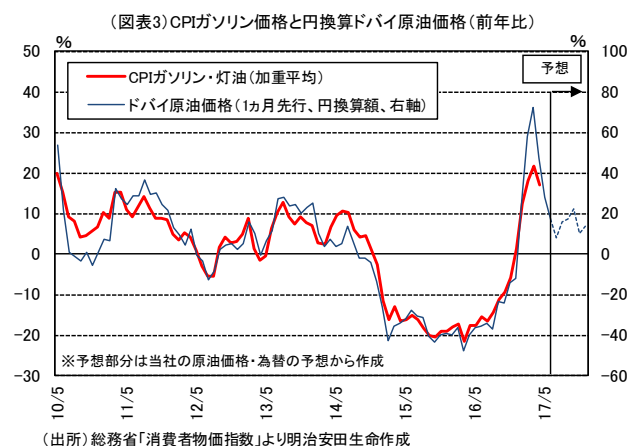
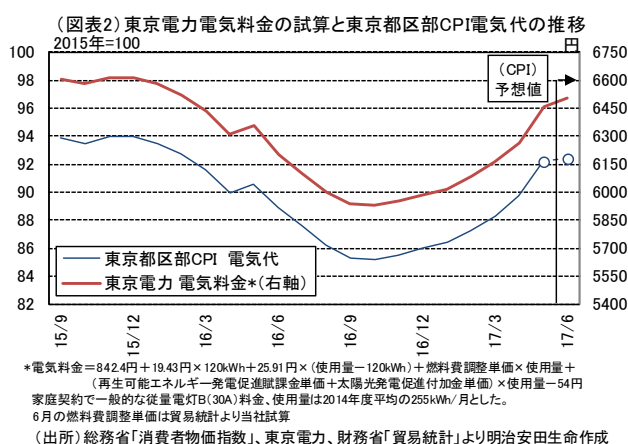
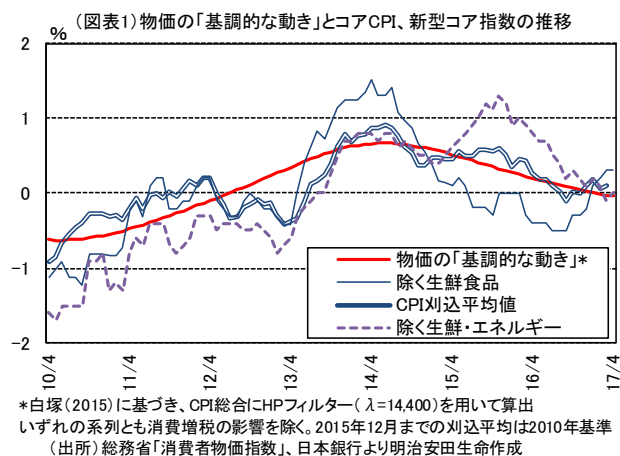
コアCPIはプラス圏に浮上

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、昨年末にかけて弱含んでいたものの、年明け以降は4ヵ月連続でプラス圏での推移が続いている（図表1）。ただ、4月の除く生鮮・エネルギーの伸び幅は、前年比+0.0%にとどまっております、足元のコアCPIはエネルギーにより押し上げられている側面が大きいことが分かる。もう一つのコア物価指標である刈り込み平均値を見ても、昨夏以降は0%付近で推移しているほか、物価の「基調的な動き」は弱含んでいる。

エネルギーによる押し上げは今後減衰へ

2015年初からコアCPIを押し下げてきたエネルギーは、国際資源価格の上昇と2016年秋までの円高の一服を受け、2017年2月に26ヵ月ぶりにプラス寄与に転じた。エネルギーCPIは、電気、ガス、ガソリン、灯油から構成されるが、ガソリン・灯油については、原油価格の動向が早期に価格に反映される一方、電気・ガスについては反映がやや遅れる傾向がある。電気・ガスについては、国内電力最大手である東京電力の電気料金計算式に基づき、公表されている燃料費調整単価を用いて一般的な家庭の電気料金（従量電灯B、30A）を試算すると、6月も電気代は上昇する見込みである（図表2）。

ただ、国際原油価格動向について、主要指標であるWTI原油価格の推移を見ると、2月後半に足元ピークの54.45ドル/バレルを記録した以降は上昇が一服している。このため、原油価格動向の反映が早いガソリン価格は、今後上昇ペースが鈍化すると予想される。ガソリン価格と近い動きをするドバイ原油価格の円換算額の推移を見ると、3月：前年比+47.4%→4月：同+28.1%→5月：同+17.2%と、プラス幅が縮小してきている（図表3）。当社では、今後の国際原油価格は一進一退の推移にとどまるとみており、今後のガソリン・灯油CPIの伸びは鈍化傾向となると予想する。電気代についても、こうした動きに追随する形で伸びが鈍化すると見込まれ、エネルギーCPIによるコアCPIの押し上げ幅は、夏場以降は小幅にとどまるとみている。



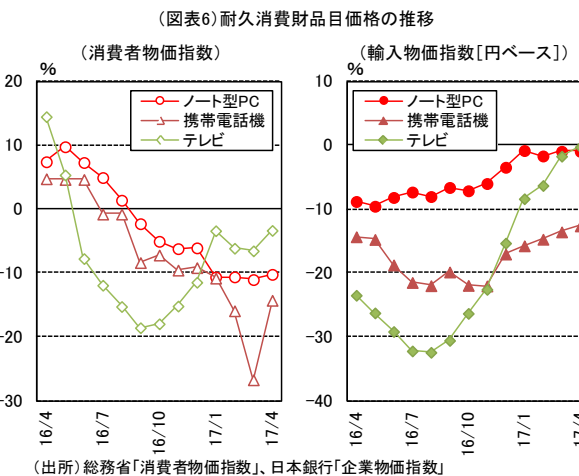
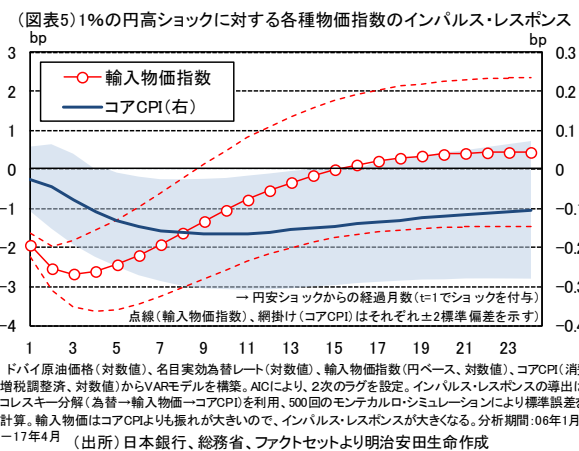
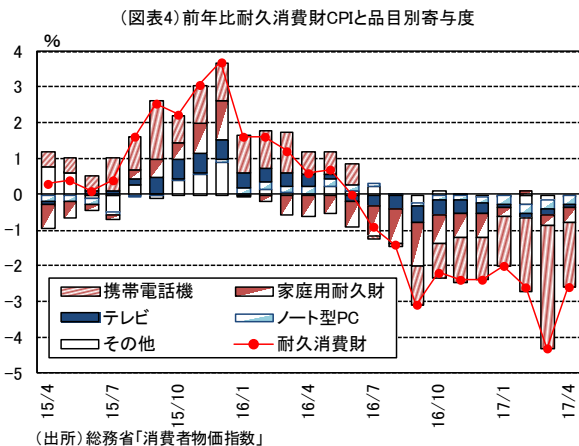
円高による下押し圧力は緩和へ

一方、耐久消費財は押し下げに寄与している。耐久消費財CPIの推移を見ると、2016年9月以降、大幅なマイナスが続いている(図表4)。日本の場合、耐久消費財CPIは為替の影響を受けやすいため、主に2016年1月から2016年9月まで続いた円高の影響が、ラグを伴って顕在化したものとみられる。円高による物価の押し下げ効果について、ベクトル自己回帰(VAR)モデルによる実証を行なうと、輸入物価指数では、円高ショック発生から2ヵ月後が押し下げのピークであるのに対し、コアCPIは8ヵ月後がピークであり、足元では依然としてこれまでの円高による物価押し下げが顕在化している段階にあるとみられる(図表5)。ただ、すでに昨秋までの円高が一服してから8ヵ月が経過しているほか、輸入物価指数は年初より上昇に転じており、今後については、コアCPIにおいても円高による押し下げ圧力が緩和に向かう局面となるとみられる。

足元の耐久消費財CPIの品目別動向を仔細に見ると、炊飯器や冷蔵庫などの家庭用耐久財や、テレビなどでは、年明け以降、マイナス寄与幅が縮小傾向となっているのに対し、3月にかけて携帯電話機のマイナス幅が拡大傾向となり、全体を大きく押し下げている。携帯電話機、テレビ、ノート型PCについて、輸入物価指数とCPIを比較すると、輸入物価指数では、いずれの品目とも、おおむね似た動きとなっており、すでに底打ちしているにも関わらず、CPIでは携帯電話のみ低下傾向が続いた(図表6)。携帯電話機では、為替の動きだけでなく、国内市場の飽和による競争激化や、新興国市場を主眼に置いた廉価なスマートフォンが国内でも普及していることの影響があるとみられる。もっとも、4月のCPIでは携帯電話機もマイナス幅が縮小したほか、東京都区部の5月(中旬速報値)でも、マイナス幅はやや縮小した。固有の市場事情から携帯電話機のマイナス自体は続くと思われるものの、価格下落には歯止めがかかったと見込まれ、今後一段とマイナス幅が拡大する状況にはないとみている。

期待インフレは弱い動き

一方、中長期的な物価動向に大きな影響を与える消費者や企業の期待インフレは伸び悩んでいる。内閣府の「消費動向調査」と消費者物価指数から、修正カールソン・パーキン法を用いて、家計の



1年後の期待インフレ率を推計すると、4月は前年比+0.6%と、小幅なプラスにとどまっている(図表7)。低成長が長期化するなかで、消費者のデフレマインドが定着していることが期待インフレの上昇を阻害しているとみられ、今後も消費者の期待インフレは伸びの鈍い状態が続くとみている。

一方、企業サイドでは、期待インフレのマイナス幅が縮小してきている。企業の期待インフレ上昇の背景について、直近の推計に用いた3月調査の日銀短観の販売価格DI(先行き)を業種別に見ると、鉄鋼、電気・ガス、石油・石炭製品、非鉄金属のコモディティ関連4業種が全体を大きく押し上げる構図となっている(図表8)。このため、資源価格上昇の影響が一巡するとみられる次回調査以降は、再び同DIが低下する可能性が高い。消費者のデフレマインドが根強い状況では、企業は値上げに踏み切ることが難しいため、企業の期待インフレについても弱い動きが続く可能性が高い。

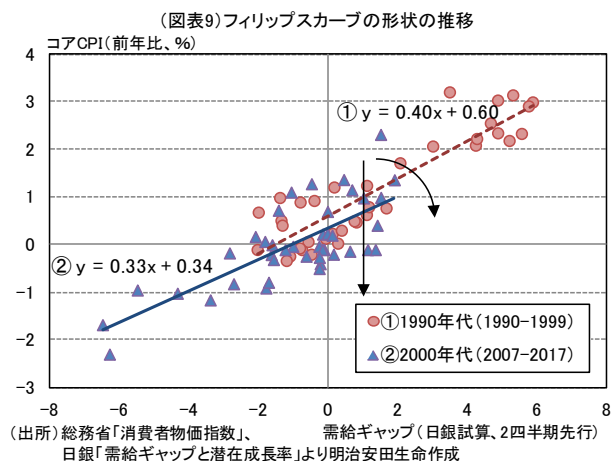
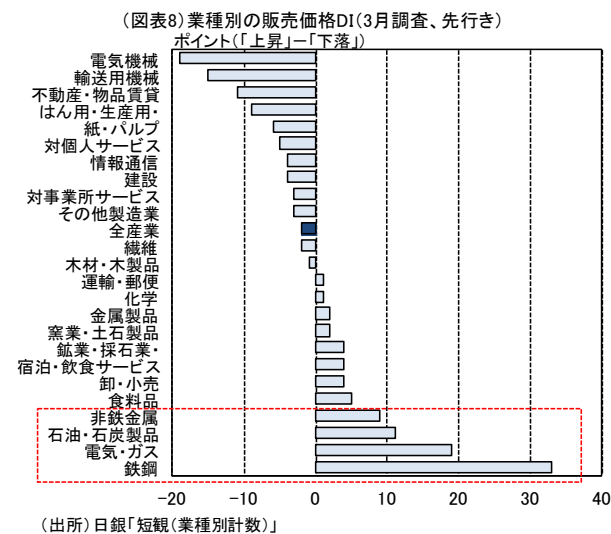
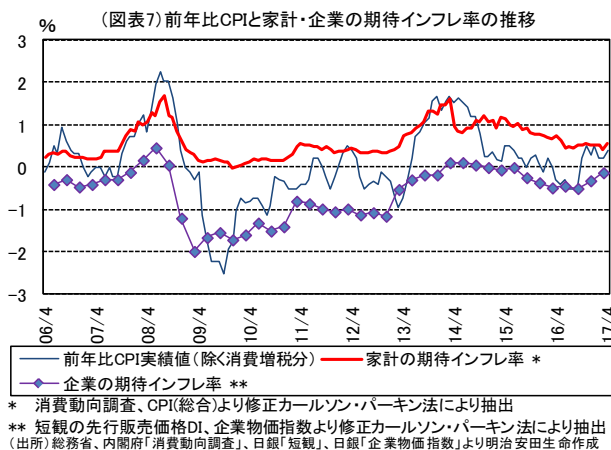
フィリップスカーブは平坦化

需給面については、これまで物価の押し下げ圧力であったデフレギャップが解消しつつある。日本銀行は、2016年7-9月期以降、需給ギャップはプラス圏と推計している。黒田総裁も、4月の決定会合後の記者会見で、「消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられます」と述べており、需給面からの物価上昇が期待されている。

ただ、需給ギャップの改善が教科書的にCPIを押し上げるかについては、議論の余地がある。需給ギャップとコアCPIの関係を示すフィリップスカーブの形状を、足元10年間と1990年代との間で比較すると、①カーブの傾きの平坦化、②切片の低下、の2点の変化が見て取れる(図表9)。①については、企業の価格設定行動が慎重化していることなどが、②については、期待インフレ率の低下が、それぞれ背景とみられる。こうした状況下では、需給ギャップの改善が物価の押し上げに働く度合いは小さくなっている可能性が高く、需給ギャップの改善によるコアCPIの押し上げは今後も限定的と予想する。

2017年度の物価上昇率は前年比+0.6%程度と予想

今後のコアCPIは、昨年後半までの円高の影響が緩和することで、プラス圏での推移が続くとみ



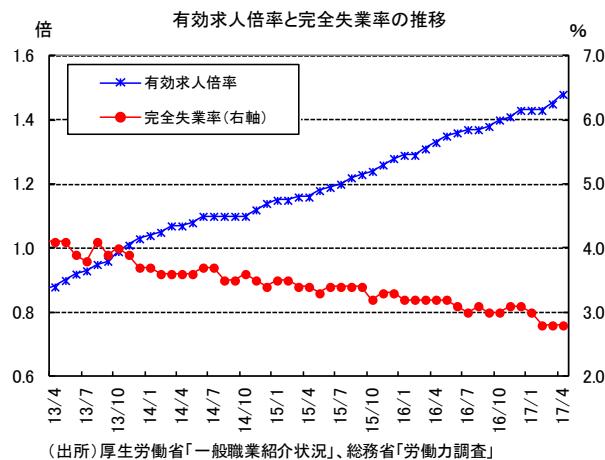
るものの、エネルギーのプラス寄与幅が縮小することで、プラス幅は小幅なものにとどまるとみる。期待インフレ率が伸び悩み、需給面からの物価押し上げ圧力も弱いとみられることで、2017年度通年の上昇率は前年比+0.6%、2018年度は同+0.8%と予想する。（担当：山口）

主要経済指標レビュー (5/29~6/9)

《日本》

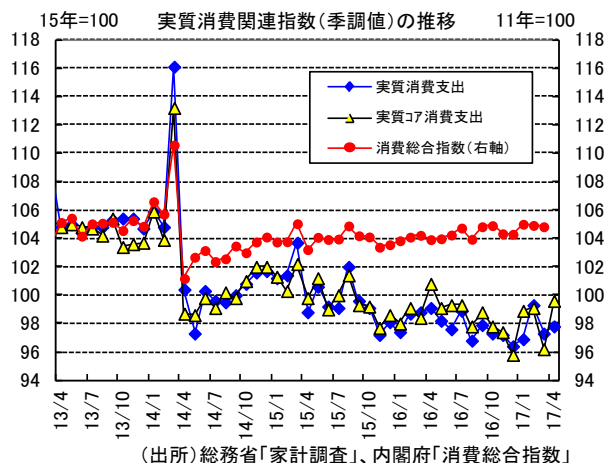
○ 4月雇用関連統計 (5月30日)

4月の雇用関連統計を見ると、完全失業率(季調済)は2.8%と、3ヵ月連続で横ばいながら、引き続き低水準を維持。有効求人倍率(季調済)は1.48倍と、前月から+0.03ポイント上昇し、43年2ヵ月ぶりの高水準となり、雇用需給の引き締まり傾向が続いている。少子高齢化が進展し、生産年齢人口が減少するなか、団塊の世代が労働市場から退出していることなどが労働供給を制約している。ただ、正社員の有効求人倍率は、節目の1倍をやや下回って推移するなど、雇用の質の面では偏りが続いている。企業側の採用ニーズは、非正規や賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っている傾向が続いていることから、全職種平均でみた賃金上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



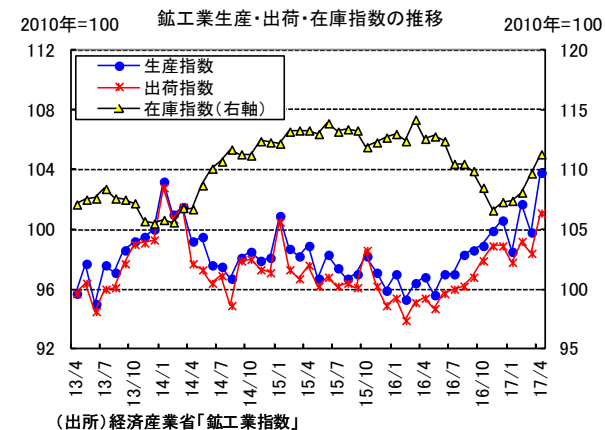
○ 4月家計調査 (5月30日)

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▲1.4%と、14ヵ月連続のマイナスとなった。一方、季調済前月比では+0.5%と、2ヵ月ぶりのプラス。実質コア消費支出は、前年比で▲1.3%、季調済前月比では+3.5%。前年同月に高い伸びとなった教育支出が全体を大きく押し下げており、実勢としては前年比ベースでの落ち込みほどは弱くないと捉えられる。今後の個人消費は、政府の経済対策による下支え効果が見込まれるものの、賃金上昇が緩やかなものにとどまるなか、輸入品価格の上昇が家計の実質購買力の低下につながるとみられるほか、社会保障の先行き不安などからくる節約志向も残る可能性が高く、緩慢な回復にとどまると予想する。



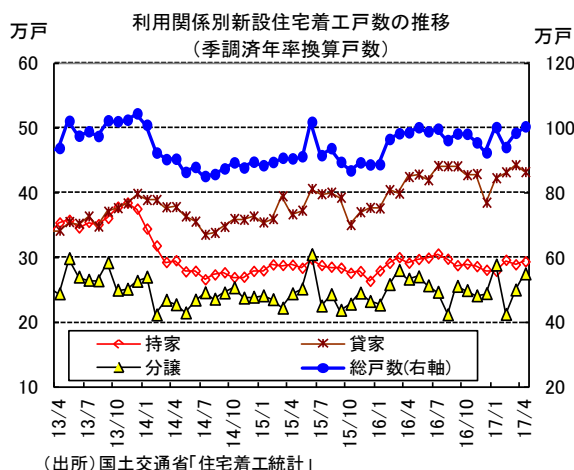
○ 4月鉱工業生産指数 (5月31日)

4月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比+4.0%と、2ヵ月ぶりのプラスとなり、11年6月の同+4.2%以来の高い伸びとなった。指数値も103.8と、リーマンショック直後の08年10月の107.4以来の高水準となっている。業種別、財別にみると、自動車、IT関連など、輸出がけん引している雰囲気が見える。次月の鉱工業生産予測値は前月比▲3.5%と、大幅反動減を記録する見込みとなっており、今後のトレンドはなお慎重に見極める必要がある。ただ、目先の生産は一進一退ながら、好調な輸出にけん引される形で、均せば緩やかな回復傾向で推移する可能性が高い。省力化投資を中心に設備投資は底堅い回復が予想され、生産の伸びに寄与するとみている。



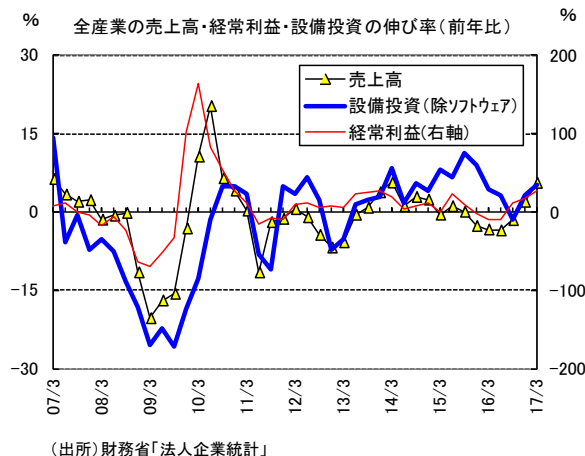
○ 4月新設住宅着工戸数（5月31日）

4月の新設住宅着工件数（季調済）は前月比+2.0%と、2ヵ月連続のプラスとなった。利用関係別に見ると、持家は同+1.6%と、2ヵ月ぶりのプラス、分譲は同+9.9%と、2ヵ月連続のプラスとなった。一方、貸家が同▲2.4%と、4ヵ月ぶりのマイナス。今後については、住宅ローン減税制度などの住宅支援策や、低金利環境が引き続き下支え材料になるとみられるものの、マンション等の住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、供給の大幅増に伴う空室率の上昇が採算性の悪化につながることから、これまでの旺盛な貸家投資意欲は今後減衰へ向かい、貸家着工は減少傾向での推移が見込まれる。以上から、住宅着工は鈍化に向かうと予想する。



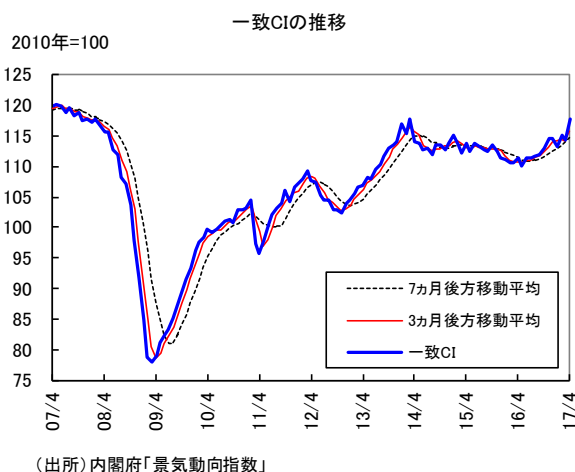
○ 1-3月期法人企業統計（6月1日）

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+2.2%と、4四半期連続の増収となったほか、経常利益は+2.7%と、4四半期連続の増益となった。業種別では、製造業が増収増益、非製造業が増収減益となり、輸出関連業種を中心に企業収益の回復が続いている様子が示された。今後についても、堅調な米国景気や、中国景気の底堅い推移、政府の経済対策の効果などを背景に、企業収益は堅調に推移すると予想する。設備投資（土地・ソフトウェアを除く）は同+1.3%と、3四半期連続のプラスとなった。今後については、研究開発投資や合理化・省力化投資などが下支えとなり、設備投資は回復傾向で推移すると予想する。



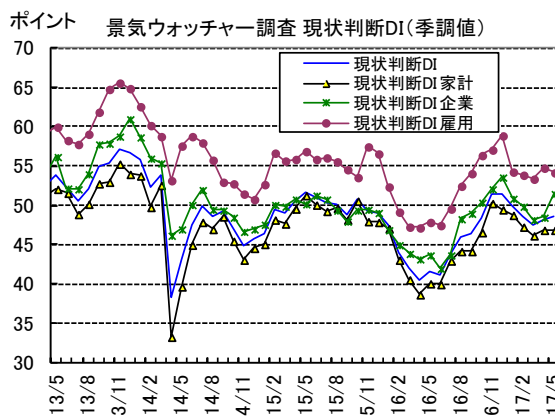
○ 4月景気動向指数（6月7日）

4月の景気動向指数では、一致CIが117.7（前月差+3.3ポイント）と、2ヵ月ぶりに上昇した。内閣府の基調判断は、前月の「改善を示している」がすえ置かれた。一致指数の個別系列を見ると、商業販売額（卸売）がマイナス寄与となったものの、投資財出荷（除輸送機械）、鉱工業生産、耐久財出荷などが押し上げに寄与している。製造工業生産予測調査によると、5月は前月比▲2.5%の減産計画だが、6月は同+1.8%と持ち直す計画となっており、一致CIは均せば改善傾向が続くとみる。今後の国内景気は、堅調な海外景気を背景に、輸出の回復が見込まれるほか、省力化投資を中心に設備投資も底堅い推移となるとみられ、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。



○ 5月景気ウォッチャー調査 (6月8日)

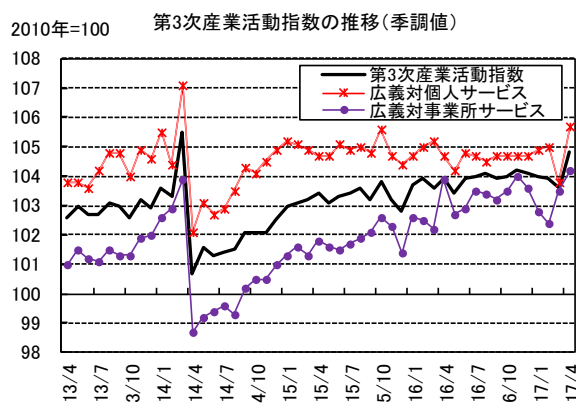
5月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI (季調値) が前月差+0.5ポイントの48.6と、50は5ヵ月連続で下回ったものの、2ヵ月連続の上昇となった。先行き判断DI (季調値) も同+0.8ポイントの49.6と、2ヵ月連続で上昇。基調判断は、前月の「持ち直しが続いているものの、引き続き一服感がみられる」から「持ち直しが続いている」へと、6ヵ月ぶりに上方修正された。ウォッチャーからは、雇用のミスマッチを指摘する声が聞かれた一方、海外需要の回復を好感する声が目立った。今後の国内景気は、賃金の伸び悩みに伴い、個人消費は力強さを欠く推移が続くとみられるものの、堅調な主要国・地域の景気に支えられ、外需主導で緩やかな回復が続くと予想する。



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

○ 4月第3次産業活動指数 (6月9日)

4月の第3次産業活動指数は前月比+1.2%と、5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+1.8%と、2ヵ月ぶりのプラス、広義対事業所サービスが同+0.7%と、2ヵ月連続のプラスとなった。業種別では、11業種中、8業種が上昇、3業種が低下という結果。上昇した業種では、情報通信、金融、保険、生活娯楽関連サービスなど、前月にマイナス寄与幅が大きかった業種の反動増が目立った。一方、低下した業種では、運輸、郵便のマイナス寄与が大きかった。今後は、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傾向で推移するとみられる。

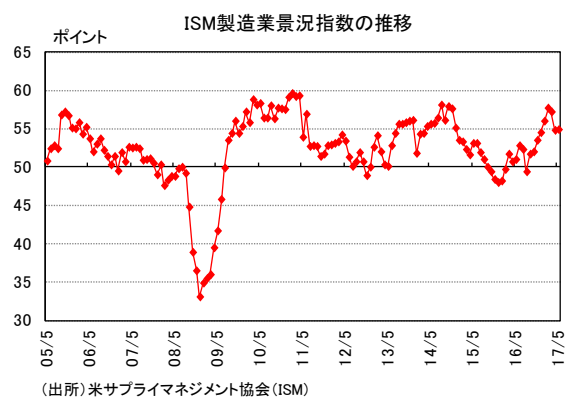


(出所)経済産業省「第3次産業活動指数」

《米 国》

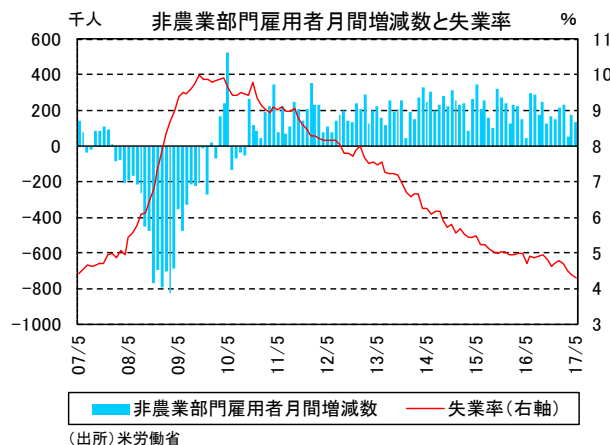
○ 5月ISM製造業景況指数（6月1日）

5月のISM製造業景況指数は54.9と、3ヵ月ぶりに上昇した。拡大を示した業種は、18業種中15業種で、4月の16業種から減少した。構成項目別に見ると、生産とリードタイムが悪化したものの、新規受注、在庫、雇用は改善した。今後は、経済政策を巡る先行き不透明感などが企業景況感の低下要因になるとみるが、個人消費を中心に内需の改善が続いていることなどから、引き続き回復傾向を維持すると予想する。



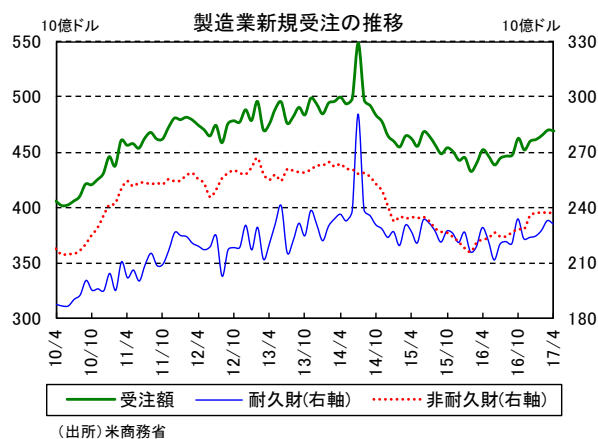
○ 5月雇用統計（6月2日）

5月の非農業部門雇用者数は前月比+13.8万人と、市場予想の+18.2万人を下回り、4月の+17.4万人(+21.1万人から下方修正)から減速した。時間当たりの賃金は前年比+2.5%と、4月と同じ伸び幅となったものの、市場予想(同+2.6%)は下回った。労働参加率の低下などを背景に、失業率は4.3%と、4月の4.4%から一段と低下した。雇用者数の増加幅は予想を下回ったものの、賃金の緩やかな伸びが継続し、雇用者数も増加するなど、労働市場の需給の緩やかな改善を確認させる内容であった。FRB(米連邦準備制度理事会)は6月13-14日開催予定のFOMC(米連邦公開市場委員会)で、利上げを行なう可能性が高いとみる。



○ 4月製造業新規受注（6月5日）

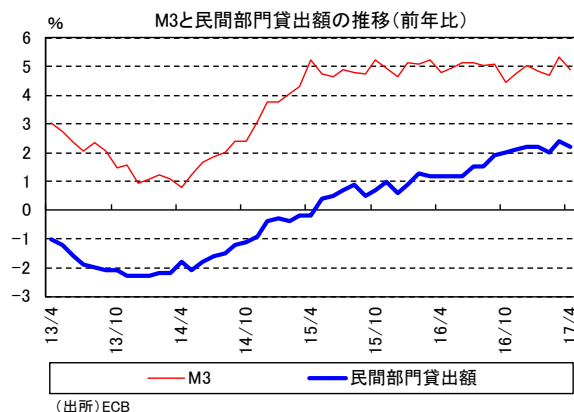
4月の製造業新規受注は前月比▲0.2%と、5ヵ月ぶりに減少した。一方、除く輸送機器ベースでは、同+0.1%と、14ヵ月連続の増加となった。耐久財は同▲0.8%、除く輸送機器ベースでも同▲0.5%と減少した。輸送機器中、自動車は同+0.2%と4ヵ月ぶりに増加したものの、航空機が同▲4.5%と4ヵ月ぶりに減少した。非耐久財は同+0.4%と2ヵ月ぶりに増加した。設備投資の先行指標とされる防衛資本財受注(除く航空機)は同+0.1%と、2ヵ月ぶりに増加した。エネルギー関連企業の業績が改善していることから、製造業新規受注は今後も改善傾向が続くと予想する。



《 欧 州 》

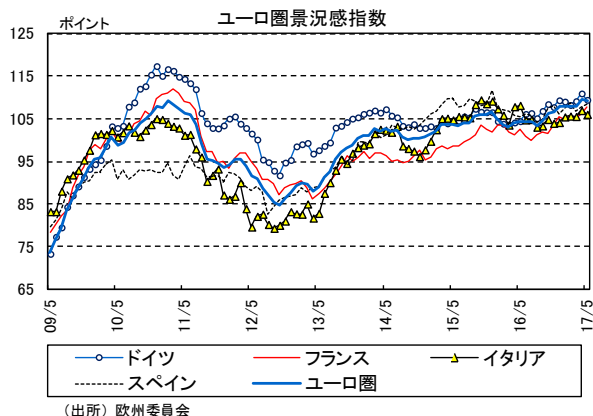
○ 4月ユーロ圏マネーサプライ (5月29日)

4月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+4.9%と、前月の同+5.3%から伸び幅が縮小した。民間向け貸出額も同+2.2%と、前月の同+2.4%から伸び幅が縮小。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けが同+2.5%→+2.6%と、2ヵ月連続で伸び幅が拡大した一方、非金融企業向けは同+1.7%→+1.6%と、2ヵ月ぶりに伸び幅が縮小した。もともと、ECBによる量的緩和策が続くなか、銀行の貸出態度は依然として緩和的であるうえ、貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、今後のユーロ圏民間向け貸出額は緩やかな回復傾向で推移するとみている。



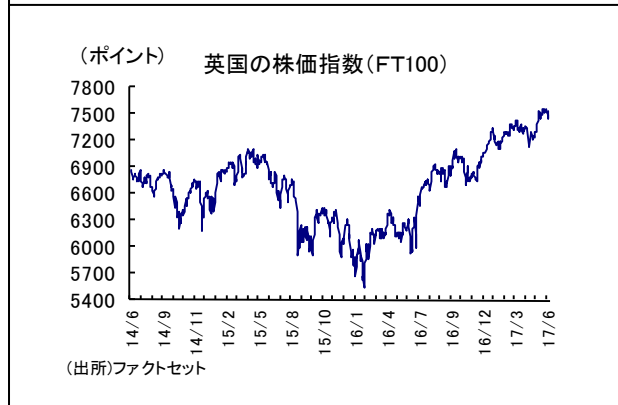
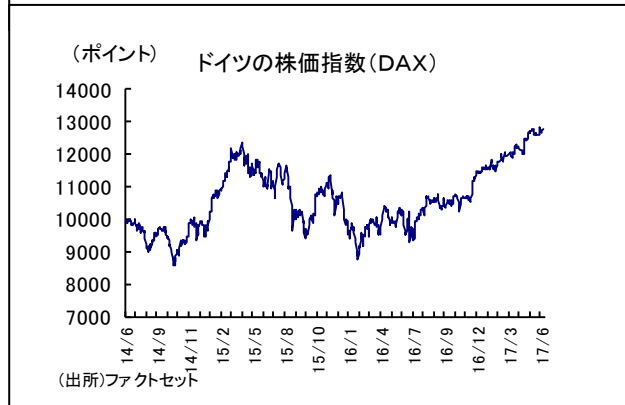
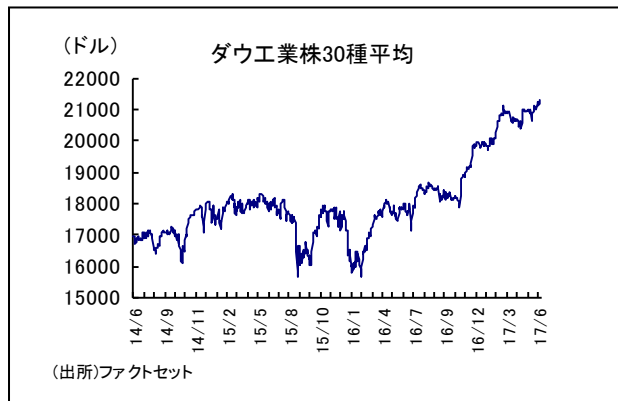
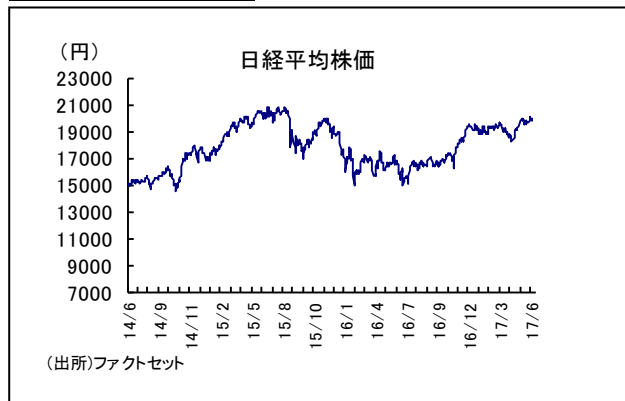
○ 5月ユーロ圏景況感指数 (5月30日)

5月のユーロ圏景況感指数は109.2と、9ヵ月ぶりに悪化した。構成項目別に見ると、鉱工業景況感が2.6→2.8、消費者信頼感が▲3.6→▲3.3、建設業景況感が▲6.0→▲5.7と、いずれも改善したものの、サービス業景況感は14.2→13.0、小売業景況感は3.1→2.0と、ともに悪化。主要国別では、フランスが106.2→107.7、スペインが107.9→108.4と、いずれも改善した一方、ドイツは111.0→109.5、イタリアは107.0→106.1と、ともに悪化した。欧州主要国の総選挙を控え、政治的な不透明感が残るものの、雇用環境の改善や、米中を中心とする海外景気の回復などを背景に、景況感指数は底堅く推移するとみる。

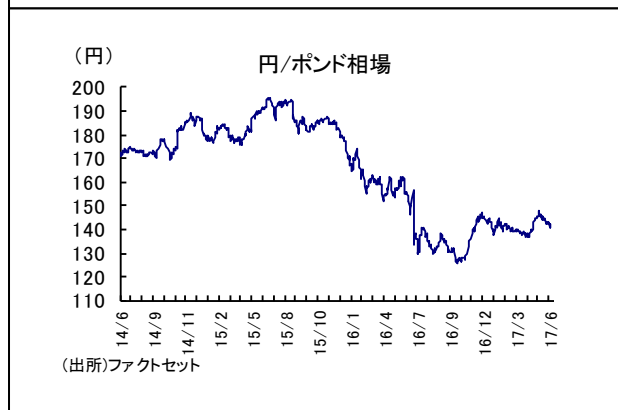
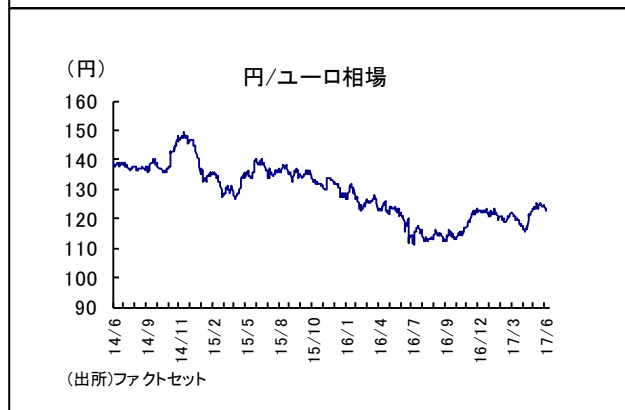
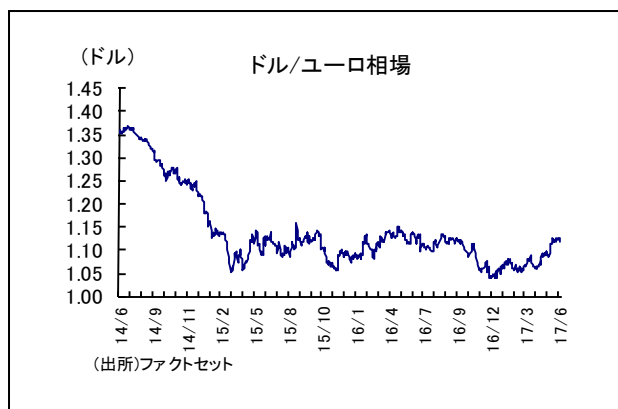
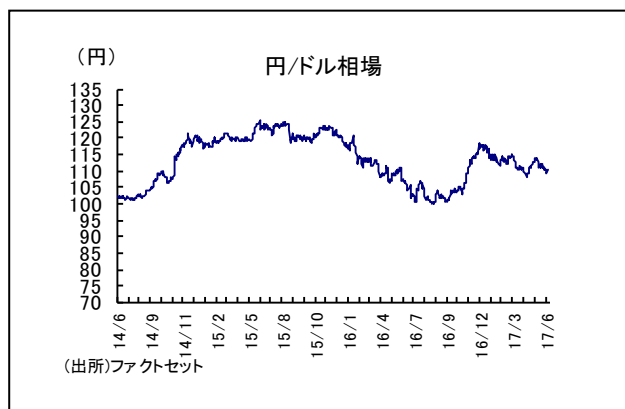


日米欧マーケットの動向 (2017年6月12日現在)

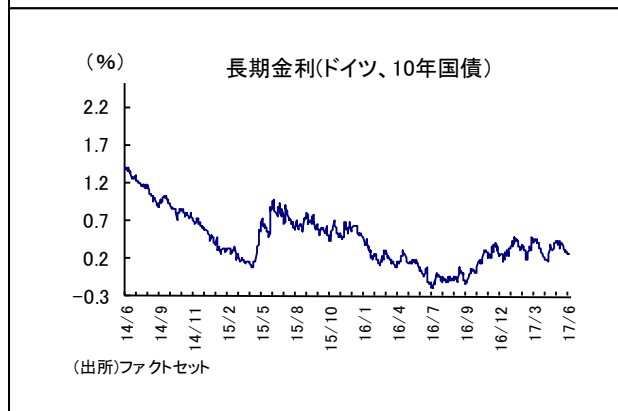
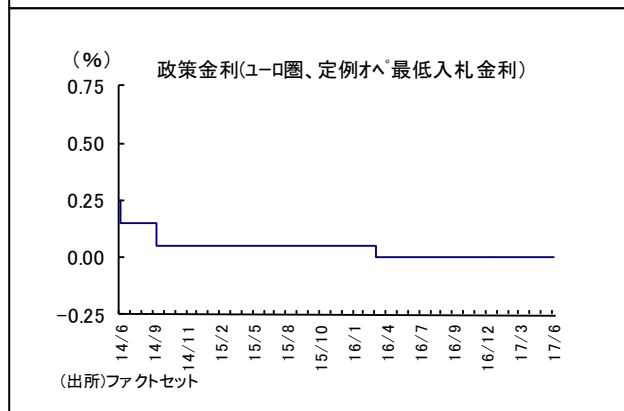
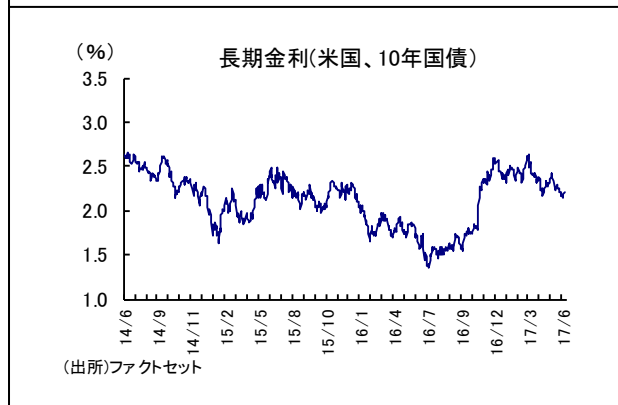
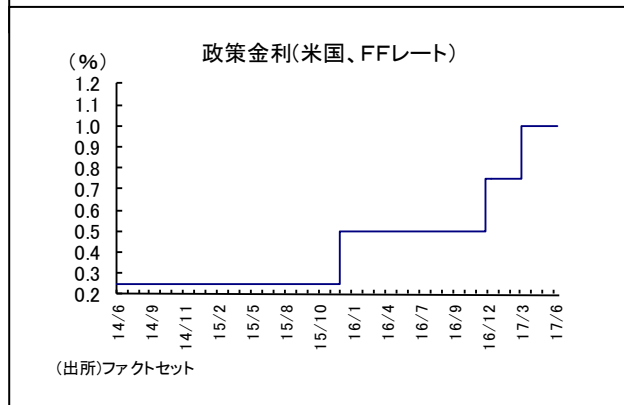
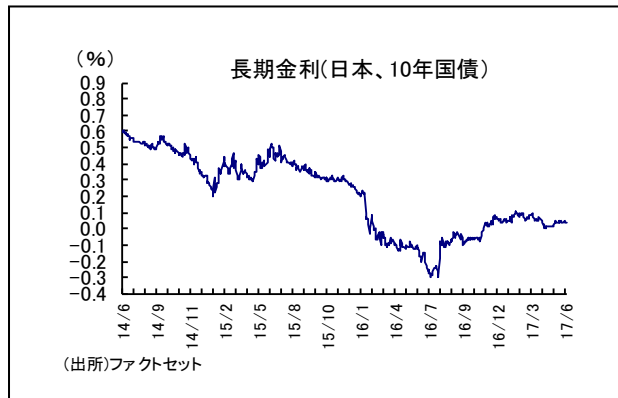
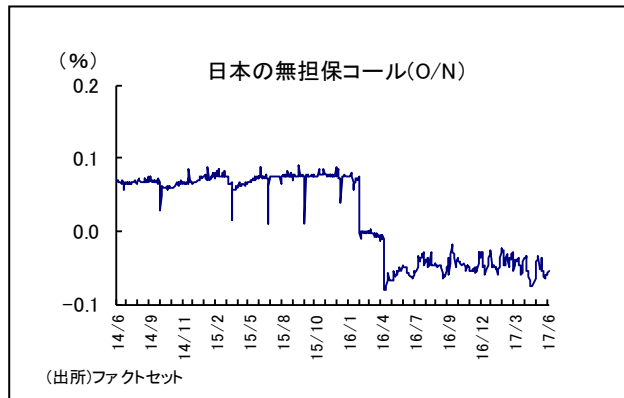
▽各国の株価動向



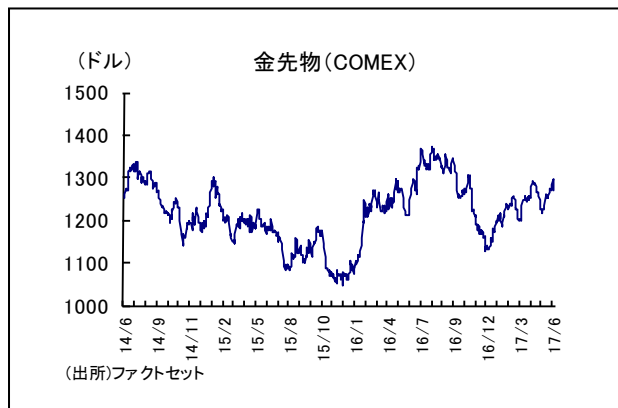
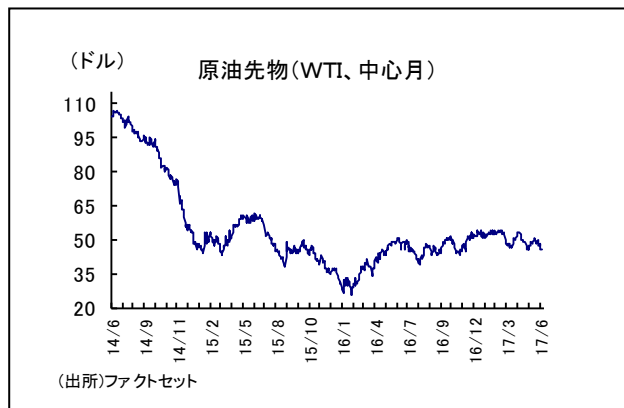
▽外為市場の動向



▽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、
山口範大、尾家小春、磯部雅人、陳家斉