

## 〈フォーカス〉 迷走する地方創生

ある意味当初から危惧していたとおりの展開だが、地方創生が迷走している。先月策定された「まち・ひと・しごと創生基本方針 2017」では、東京 23 区内にある大学の定員抑制や、商店街の空き店舗への課税強化といった、強制的に地方に経済資源を移転させる規制強化策が並ぶ結果となった。

もともと地方創生が主目的としているのは、「東京一極集中の是正」だが、これが成長戦略として機能するためには、地方の生産性向上という視点が不可欠となる。しかし、現実には地方の人口増対策とニアリーイコールで語られてきた。日本全体では人口減少トレンドの持続が避けられないなか、地方の人口増対策が、減りゆくパイの奪い合いになるのでは仕方がない。足りない分を東京から持ってくるとしても、東京都の労働生産性(実質 GDP/就業者数)は 1,251 万円(2014 年)で、東京以外の平均の 860 万円を 46%も上回る。政策の中身が、単に生産性の高い東京から、生産性の低い地方に無理やり人を流すという政策になり下がるならば、確かに東京と地方の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。

簡単な計算でもそれは明らかとなる。2004 年から 2014 年までの 10 年間で、就業者数が増加した都道府県は、埼玉、千葉、石川、愛知、沖縄の 5 県しかないが、他の人口減少県でもこの間就業者数が減らなかったと仮定し、足りない分は東京から剥がして同じ県別労働生産性を乗じると、2014 年の実質 GDP は実績の 553 兆円から 12 兆円低下、10 年間の平均成長率は 0.70%から 0.48%まで縮小する(データはすべて県民経済計算ベース)。人口移動後も GDP が下がらないためには、東京以外の労働生産性が、現状のレベルから 2.5%上がる必要があるが、いうまでもなくこれは容易ではない。

この点、地方創生と成長戦略とは、本質的に相容れない面がある。東京への一極集中は別に市場の失敗ではない。経済発展に伴い、産業の中心が第 3 次産業に移っていけば、都市部の比重が増すのは自然な流れで、むしろそれを促進するのが成長戦略になる。産業、金融、行政、その他各種インフラが集中する大都市は、国全体の成長エンジンであり、大都市の成長力こそが一国の成長力に直結する。

地方創生自体、元々アベノミクスの初期の主要メニューにはなかった政策だが、2014 年に元総務大臣の増田寛也氏が中心になってまとめた、「消滅可能性都市」のレポートが大きな話題となったことで、政権の尻に火が付いたものである。実際、日本の選挙区制度では、「地方に冷たい党」というレッテルを貼られるのは、政権を維持するうえで致命的である。別に地方創生が必要ないというわけではなく、地方にとってはきわめて重要かつ深刻な課題であることは論を待たないが、マクロ的には成長戦略というより、分配政策の性格を帯びざるを得ない宿命を持っている。政権は今後もこうしたジレンマに悩まなければならない。

(Kodama wrote)

## 目次

〈フォーカス〉迷走する地方創生	1	CPI の日米比較と金融政策への含有	9
・ 経済情勢概況	2	・ 主要経済指標レビュー	12
・ 6 月短観は製造業、非製造業とも予想比上振れ	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、次第に景気の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、緩和的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の緩和的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、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、企業債務の高止まりなど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、秋ごろに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。

6月短観は製造業、非製造業とも予想比上振れ

大企業・製造業の現状判断DIは予想比改善

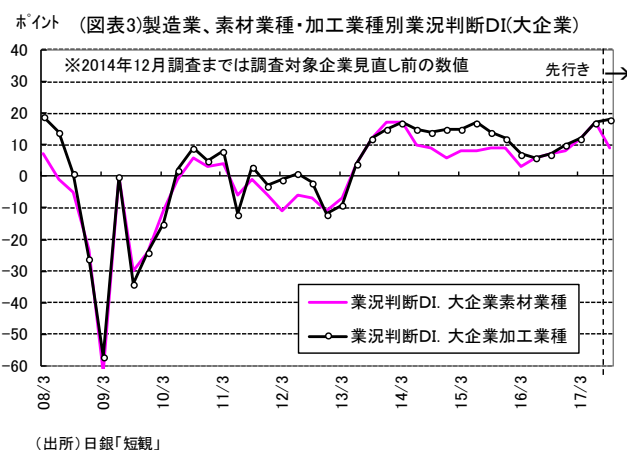
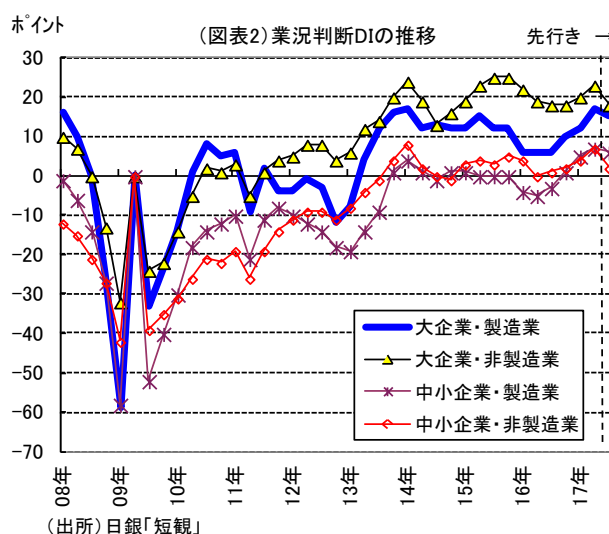
6月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の現状判断DIが+17と、3月調査から5ポイントの大幅改善となった(図表1, 2)。3期連続の改善で、3ポイントの改善を見込んでいた市場予想も上回った(当社は2ポイントの改善を予想)。素材・加工別にみると、素材業種(+12→+17、+5)、加工業種(+12→+17、+5)とも5ポイントの上昇となった(図表3)。もっとも、加工業種の先行き判断DIは1ポイントの改善となっているのに対し、素材業種の先行き判断DIは8ポイントの大幅悪化で、安定的な改善は予想されていない。この結果、大企業・製造業全体の先行き判断DIは▲2ポイントの低下となっており、9月予測まで均して見れば、緩やかな改善との市場予想と大きく異なる結果ではない。なお、2017年度の大企業・製造業の想定為替レートは108.31円/ドルと、3月の108.43円/ドルからほとんど変わっていない。需給判断DIをみると、素材業種、加工業種とも、国内と海外の両方で2ポイントずつ改善しており、内外ともバランスのとれた需給改善となっている。

16業種中13業種が改善、ただし先行きは反動減

大企業・製造業の主要16業種中、現状判断DIが改善したのは13業種、悪化が3業種という結果。改善した13業種の中では、石油・石炭製品(+6→+25、+19)、鉄鋼(±0→+16、+16)、窯業・土石製品(+13→+24、+11)、業務用機械(+4→+15、+11)、非鉄金属(+23→+34、+11)、造船・重機等(▲21→▲11、+10)の6業種が二桁の改善となった(図表4, 5)。石油・石炭製品は、一部元売り大手のコスト連動方式による卸価格体系変更、鉄鋼は、鋼材需要が底堅く推移しており、高炉のフル生産が続いていることを反映した動き、窯業・土石は東京五輪等に関連した建築向けの需要改善の動き、業務用機械は中国向けの輸出好調等を反映した動き、非鉄金属は電子材料や自動車向けの需要改善を反映した動き、造船・重機等は、プラント関連の受注改善の動き等を反映していると考えられる。ただ、このうち石油・石炭製品、窯業・土石製品、非鉄金属の3業種は、9月の先行き判断DIが6月の改善幅を上回る悪化となっており、

(図表1)日銀短観業況判断DI

	3月調査実績		6月調査実績				6月調査の当社予測値			
	3月最近	6月先行き	6月最近	9月先行き	9月変化	6月予測	9月予測	9月変化	9月変化	
										6月変化
大企業	16	14	20	16	▲4	18	17	▲1	▲1	
製造業	12	11	17	15	▲2	14	14	0	0	
非製造業	20	16	23	18	▲5	22	21	▲1	▲1	
中小企業	5	▲1	7	4	▲3	6	1	▲5	▲5	
製造業	5	0	7	6	▲1	7	3	▲4	▲4	
非製造業	4	▲1	7	2	▲5	5	0	▲5	▲5	



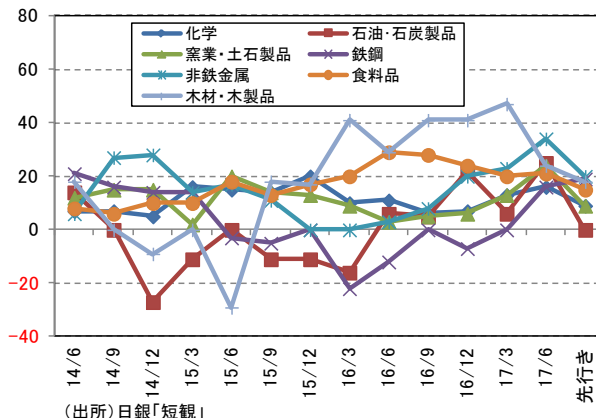
安定的な業況改善が予測されているわけではない。単なる反動減という要因のほか、石油・石炭製品に関しては、OPEC(石油輸出国機構)の減産延長にもかかわらず原油の供給過剰懸念が強いことを反映、窯業・土石は高止まりする原燃料コストへの警戒感、非鉄金属は米国向け自動車関連需要の不透明感の高まり等を反映している可能性がある。

大企業・製造業の9月の先行き判断DIは、6月から2ポイント低下の+15となった。こちらは市場予想を1ポイント上回った。主要16業種中、改善が4業種、悪化が9業種、横ばいが3業種という結果。悪化した中では、上で指摘した3業種のほか、紙・パルプ(+7→▲3、▲10)、化学(+16→+9、▲7)などのマイナス幅が比較的大きかった。紙・パルプは、遅れていた各社の値上げ交渉が成立に向かう一方で、原燃料のコスト上昇が根強い業績圧迫要因になっていることを反映、化学はシェールガス由来の安価な競合品の出現等が懸念されている可能性がある。半面、業務用機械は二期連続の二桁改善が予測されている(+15→+25、+10)。

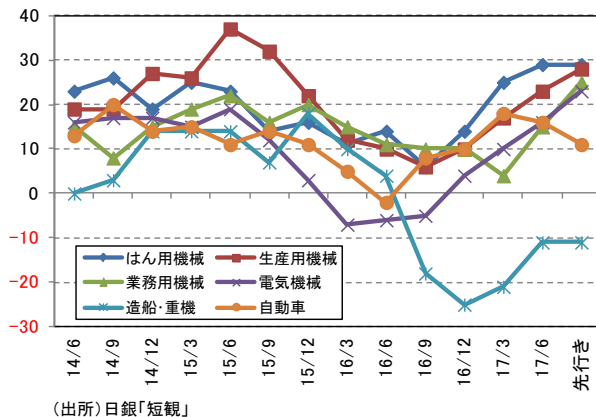
**大企業・非製造業の現状判断DIも改善、ただし先行きは大きく悪化**

大企業・非製造業の現状判断DIは+23と、3月から3ポイントの改善となった。これは市場予想と一致した(当社は2ポイント改善を予想)。業種別に見ると、主要12業種中、7業種で改善、4業種で悪化、1業種で横ばいとなっている(図表6,7)。改善した7業種のなかでは、運輸・郵便(+12→+19、+7)、建設(+43→+48、+5)、小売(+5→+10、+5)、対個人サービス(+30→+35、+5)等の改善幅が比較的大きかった。運輸・郵便は人手不足に起因した陸運各社の値上げの動き、建設は東京五輪や都市部再開発案件の需要好調、小売はインバウンド需要の持ち直し、対個人サービスは、アミューズメント施設の好調等を反映している可能性がある。一方、悪化した業種の中では、電気・ガス(+5→▲3、▲8)、通信(+31→+25、▲6)のマイナス幅が比較的大きかった。電気・ガスはLNG等の原燃料上昇、通信は、総務省による端末値引きの是正指導の

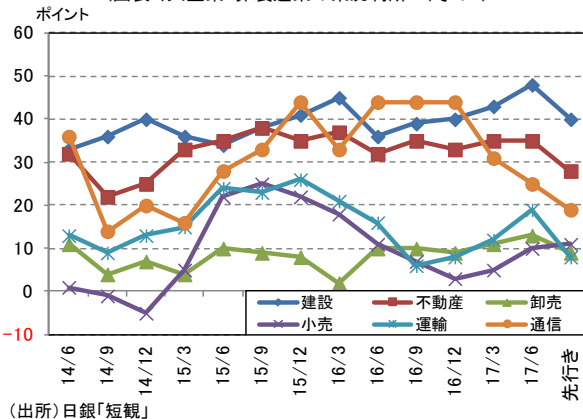
(図表4)大企業・製造業の主要素材業種の業況判断DI



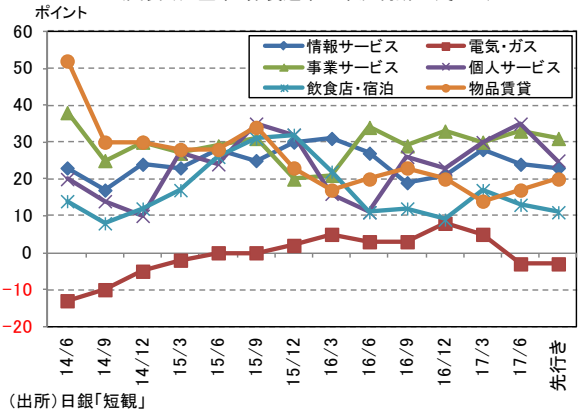
(図表5)大企業・製造業の主要加工業種の業況判断DI



(図表6)大企業・非製造業の業況判断DI(その1)



(図表7)大企業・非製造業の業況判断DI(その2)



厳格化等を反映している可能性があるとする。

もともと、非製造業も製造業と似た動きがみられ、改善した上記業種のうち、運輸・郵便、対個人サービス、建設は、先行き9月の予測DIが、6月の改善幅を上回る悪化となっている（運輸・郵便<+19→+8、▲11>、対個人サービス<+35→+25、▲10>、建設<+48→+40、▲8>）。運輸・郵便は根強く残る輸送コストの上昇圧力や、海運市況の回復の遅れ、対個人サービスは夏休み後の娯楽需要の不透明感、建設は、人件費の高止まりや、資材価格の再上昇の兆し等を反映している可能性がある。

大企業・非製造業の9月先行き判断DIは+18と、6月から5ポイントの大幅悪化となった。主要12業種のうち、改善は2業種で、9業種で悪化、1業種で横ばいという結果。悪化した業種の中では、上記の3業種のほか、不動産（+35→+28、▲7）等のマイナス幅が比較的大きかった。オフィスビルの供給増や都心物件の価格高騰に伴う需給悪化懸念を反映している可能性がある。

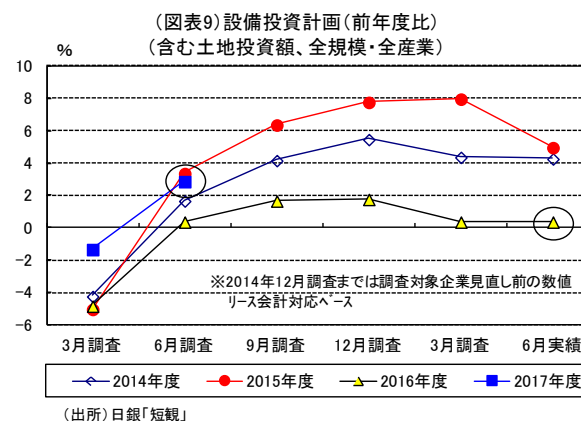
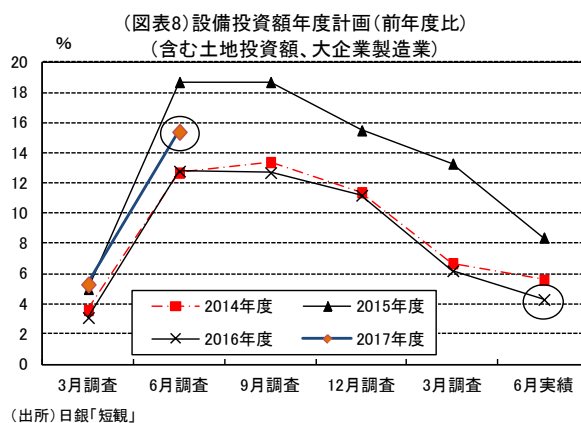
**中小企業も順調に改善**

中小企業に目を向けると、まず、中小企業・製造業の現状判断DIは+7と、3月調査から2ポイントの上昇、これは市場予想と一致した。主要16業種中、改善が10業種、悪化が6業種という結果。素材、加工別では素材業種（+2→+3、+1）、加工業種（+7→+9、+2）となっている。改善した業種の中では、はん用機械（+5→+16、+11）、食料品（+3→+12、+9）、金属製品（+13→+20、+7）、繊維（▲27→▲20、+7）等の改善幅が比較的大きかった。はん用機械は大企業も4ポイントの改善で、指数自体も高水準にあり、外需の回復を反映している可能性が高い。中小企業・製造業の先行き判断DIは6月から▲1ポイント悪化の+6となっており、やはり均せば緩やかな回復にとどまっている。

中小企業・非製造業の現状判断DIは+7と、3月から3ポイントの改善となった。こちらは市場予想を1ポイント上回った。主要12業種のうち、9業種で改善、3業種で悪化という結果。先行きは▲5ポイント大幅低下の+2となっているが、前回の3月調査、前々回の12月調査とも、同業種は先行きは悪化が予想されていたにもかかわらず上昇しており、基調としては緩やかな回復過程にあると見て良いだろう。

**設備投資計画は堅調**

2017年度の大企業・製造業の設備投資計画は前年比+15.4%となった（図表8, 10）。3月調査から+7.6ポイントの上方修正で、昨年同時期の+12.8%を上回った。全規模合計全産業ベースでは同+2.9%で、やはり昨年度6月調査の+0.4%を上回っている（図表9, 10）。いずれも2年ぶりの伸び幅。国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、製造業の能力増強投資は今後も停滞が避けられないものの、企業収益が改善に向かうなか、維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えになっているとみられる。非製造



業でも、人手不足に起因した底堅い合理化・省力化投資などが下支え要因になっているとみる。

**交易条件が改善**

2017年度の大企業・製造業の経常利益計画は前年比▲3.3%で、3月調査からの修正率は+8.9%となった(図表11)。大企業・非製造業は同▲2.7%で、修正率は+7.0%。全規模・全産業ベースでは▲4.2%で、同じく+5.5%の上方修正、6月調査としては2年ぶりの高さとなっている。価格判断をみると、大企業・製造業の「販売価格DI-仕入れ価格DI」は▲14で、3月から+5ポイント改善(図表12)、素材業種に限れば11ポイントの大幅改善となっている。素材業種では交易条件の改善が業績見通しを支えている。

**人手不足は引き続き深刻**

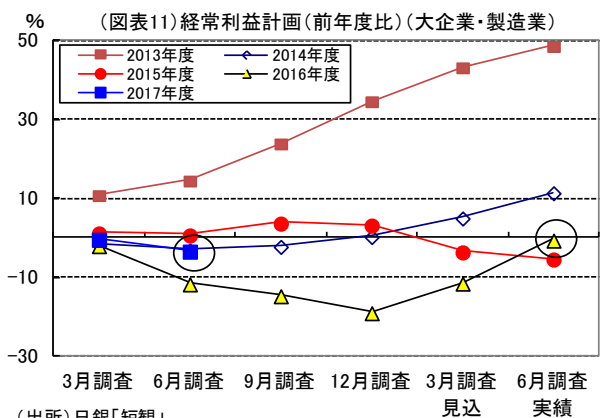
雇用人員判断DI(過剰-不足)は、全規模・全産業ベースで▲25と、3月調査から横ばい(数字が下れば需給ひっ迫、上がれば需給緩和)。ただ、先行きは4ポイントの需給ひっ迫方向となっており、人手不足感は依然として強い(図表13)。資金繰り判断DI(楽である-苦しい)は+17と、3月調査から1ポイント上昇した。金融機関の貸出態度DI(緩い-厳しい)は+24で、3月調査から横ばいとなった。企業を取り巻く金融環境が緩和的である状況は変わらないが、日銀がすでに大規模緩和からの撤退戦に軸足を移しつつあることもあり、一段の緩和方向へのシフトは考えにくくなっている。どのみち、すでに資金調達が企業の投資のボトルネックではなくなって久しく、資金繰りDIや貸出判断DIの小幅な変動が、企業の投資判断に与える影響は限定的とみられる。

今回の日銀短観では、製造業、非製造業とも予想比上振れという結果となった。特に製造業の改善幅が大きい。一部業種に予想以上の改善と、その反動減的な動きが見られたことで、先行き判断DIは悪化が目立つ。先行き判断DIまで均してみれば、企業の業況

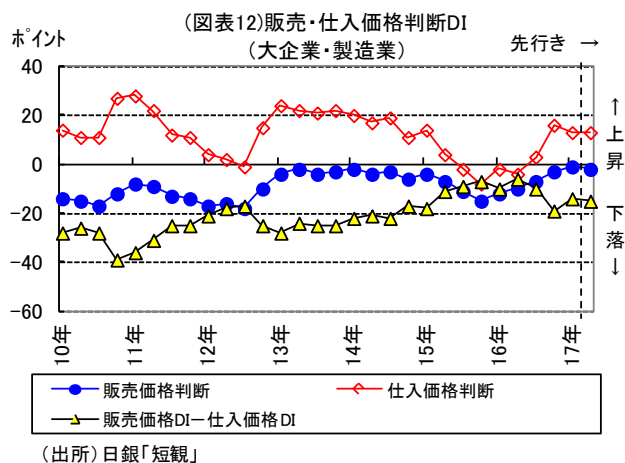
(図表10)日銀短観設備投資計画(全産業・前年比)

	15年度実績	16年度						17年度			
		3月調査	6月調査	9月調査	12月調査	3月調査	6月実績	6月当社予測	3月調査	6月調査	6月当社予測
		%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
全規模	5.0	▲4.8	0.4	1.7	1.8	0.4	0.4	1.5	▲1.3	2.9	0.1
製造業	9.1	▲0.9	6.0	6.1	5.6	2.1	2.6	0.1	4.4	10.7	9.8
非製造業	2.9	▲6.8	▲2.5	▲0.6	▲0.1	▲0.5	▲0.7	2.2	▲4.4	▲1.2	▲5.0
大企業	3.4	▲0.9	6.2	6.3	5.5	1.4	▲2.1	▲0.2	0.6	8.0	8.3
製造業	8.4	3.1	12.8	12.7	11.2	6.2	4.3	3.7	5.3	15.4	13.4
非製造業	1.0	▲2.9	2.7	2.9	2.5	▲1.1	▲5.4	▲2.8	▲2.0	3.7	4.9
中小企業	7.2	▲19.3	▲14.9	▲9.0	▲6.2	1.1	8.8	4.3	▲22.6	▲20.6	▲18.9
製造業	11.5	▲22.0	▲17.8	▲15.3	▲11.2	▲9.4	▲6.7	▲9.1	▲10.6	▲8.1	▲6.3
非製造業	5.2	▲18.0	▲13.5	▲6.0	▲3.8	6.3	16.3	9.2	▲27.5	▲25.5	▲23.5

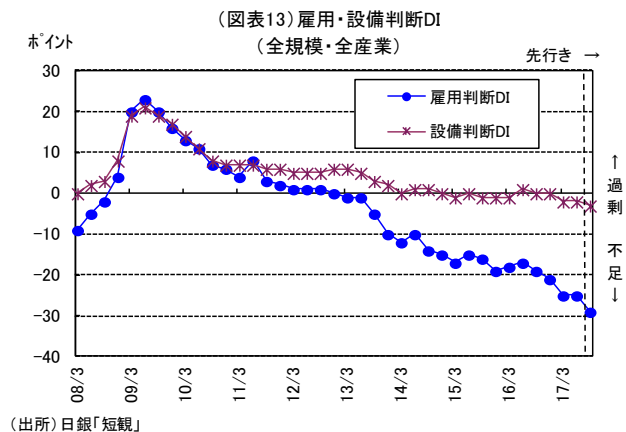
(出所)日銀短観等より明治安田生命作成



(出所)日銀「短観」



(出所)日銀「短観」



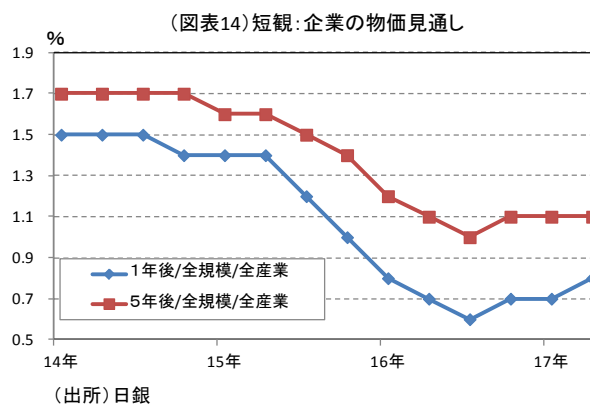
(出所)日銀「短観」

は緩やかな回復との市場予想にある程度沿った動きと見て良い。日本経済は今後も堅調な外需に支えられ、緩やかな回復トレンドが続く可能性が高い。

**企業の物価見通しは小幅持ち直しも低迷**

日銀短観の「企業の物価見通しの概要」からは、企業の物価見通し・販売価格見通しとも下げ止まりつつあるものの、依然として低位で推移している様子が示された。

全規模合計全産業ベースの1年後の物価見通しは、前回から0.1ポイント上方修正の前年比+0.8%となった。2期ぶりの上昇であり、もちろん日銀にとって悪いニュースではない。ただ、もともと調査開始時の14年3月調査時点では1.5%であり、それが3年余りで半分以下の伸びにまで縮小してきた後の小幅反発というレベルである。日銀はこの間、バズーカ第2弾、マイナス金利と、次々に新手の金融緩和策を打ち出してきたのであり、そうした中で企業の物価見通しはほぼ一直線に低下してきたという、残念な推移となっている(図表14)。



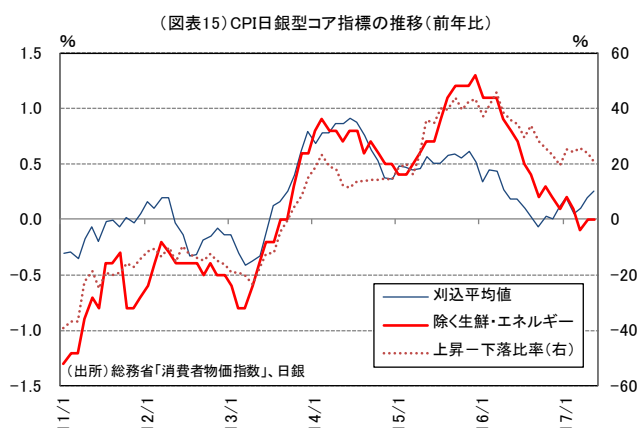
1%刻みで集計した選択肢別の社数構成比を見ると、最頻値である「0%程度」が、全回の41%から39%へと減少している。マイナス1%程度、あるいはそれ以下を見込む割合は1%に過ぎないが、約4割の企業が、向こう1年、物価はほとんど上がらないとみている状況に大きな変化はない。5年後の物価見通しは、3期連続で前年比+1.1%となった。調査開始時は3年後、5年後とも1.7%で、企業は3年後には物価目標がほぼ達成されると見ていたことになるが、いまや5年かけても目標の約半分に達するのがやっとならみていることになる。

販売価格の見通しも、全規模合計全産業ベースでは、3年後と5年後が前回から0.1%ずつ上振れている。もっとも、大企業製造業に限れば、販売価格見通しは1年後が0.0% (前回比▲0.1ポイント)、3年後が▲0.2% (同+0.1ポイント)、5年後が▲0.3% (同+0.1ポイント) と、自社製品については向こう5年間「デフレ」が続くという見通しである。大企業がこうした姿勢では、中小企業の価格転嫁余地もおのずから限定的とみるのが妥当である。

**「物価の基調」は冴えない**

黒田総裁は一時、物価の基調が堅調である根拠として、CPIの上昇品目一下降品目の数から確認できる「企業の価格設定行動の強化」にしきりに言及していたが、同比率は15年後半をピークに、低下傾向をたどっている(図表15)。もともと、短観の物価・販売価格見通しにはそうした企業行動はまったく現れていなかった。これは、一見価格決定行動の強化に見えた物価上昇が、需給ギャップ要因ではなく、もっぱら円安に伴うコストプッシュ要因によるもので、企業の多くが一過性の現象と考えていたことの証左である。

「物価の基調」を示す他の主要指標も、全体的に低迷が続いている。日銀型コアCPI(除く生鮮・エ

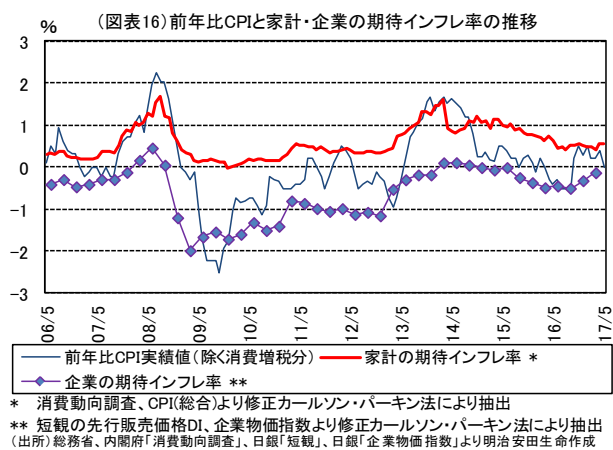


エネルギー)は昨年以降、徐々にプラス幅が縮小し、足元では2ヵ月連続で前年比0.0%となっている。当社が統計的手法で算出した家計の期待インフレ率は、下げ止まりつつあるものの、水準的には白川総裁時代と同レベルである(図表16)。企業の期待インフレ率は若干上向いているが、水準自体はまだまだマイナス圏にある。

消費者物価が相変わらず予想を下回って推移しているため、日銀は、7月の展望レポートにおいて、物価見通しを再び下方修正する見通しと伝えられて

いる。前回4月の展望レポートでも、17年度の消費者物価を1.5%から1.4%へ小幅下方修正したが、春闘における賃金の伸びが前年並みにとどまり、円安トレンドは一巡、原油価格の反発も一服という状況下では、変更直後から達成不可能であることが見えていた。

一部報道では、17年度が前年比1.4%、18年度が1.7%という現時点の予測を、それぞれ1%前後、1%台半ばに下げる方向とされており、これが正しければ、おそらく物価目標の達成時期も先送りすることが必要となろう。もともと18年度の1.7%は、「18年度ごろ」という物価目標の達成時期を維持するためには、ぎりぎりの数字である。下方修正後の水準が1.6%なら、かろうじて維持できるかもしれないが、説明はいよいよ苦しくなる。1.5%ならもはや先送りは不可避だろう。もしそうなれば、黒田政権下では実に6度目の先送りとなる。物価目標は事実上、中期的な目標に後退しつつあることから、これが追加緩和に直結する可能性はほとんどないと見て良いが、日銀が今後も金融政策の失敗を認めることなく、説明責任を果たし続けるのはどんどん難しくなっている。(担当:小玉)





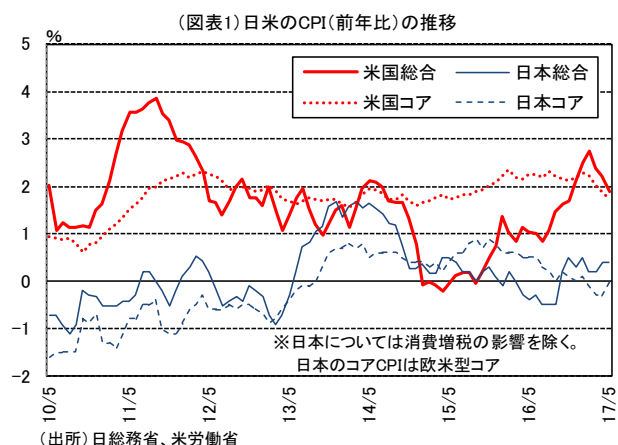
## CPIの日米比較と金融政策への含有

### 日米の消費者物価上昇率には大きな隔たり

物価は、「経済の体温」とも呼ばれ、景気動向を反映する重要な指標である。同時に、現在では、日本銀行やFRB（米連邦準備制度理事会）、ECB（欧州中央銀行）などの多くの中央銀行が物価の安定を政策目標として掲げているため、金融政策の先行きを予想するうえでも、物価動向のウォッチが欠かせない。

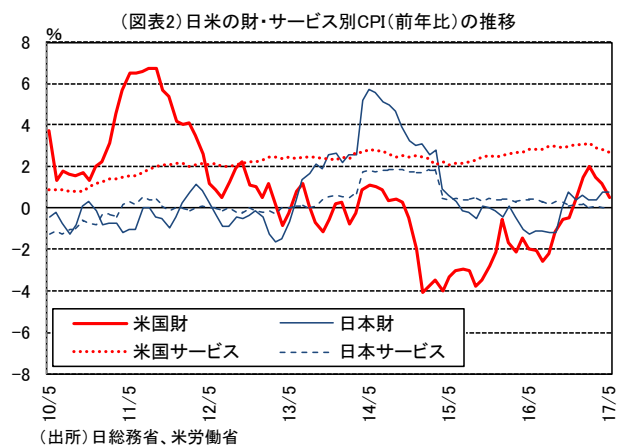
各種物価指標のうち、最も注目度の高い指標は、人々が消費活動を行なううえで直面する消費者物価指数（CPI）である。日本の消費者物価指数（CPI）の総合指数を見ると、2014年には一時、前年比+1%台後半まで上昇したものの、その後は伸び幅が縮小し、2015年以降は▲0.5%から+0.5%の間での推移が続いている（図表1）。一方、米国では、2015年ごろには、世界的な原油安の影響もあって、一時的に同0%以下まで低下したものの、その後は再び伸び幅が拡大傾向となっている。

こうしたCPIの上昇率格差は、エネルギーと食料を除いたコアベースで見るとより明らかである。米国のコアCPIは、2012年以降、2%付近での安定的な推移が続いてきた一方、日本のコアCPIは0%付近での推移となっている。

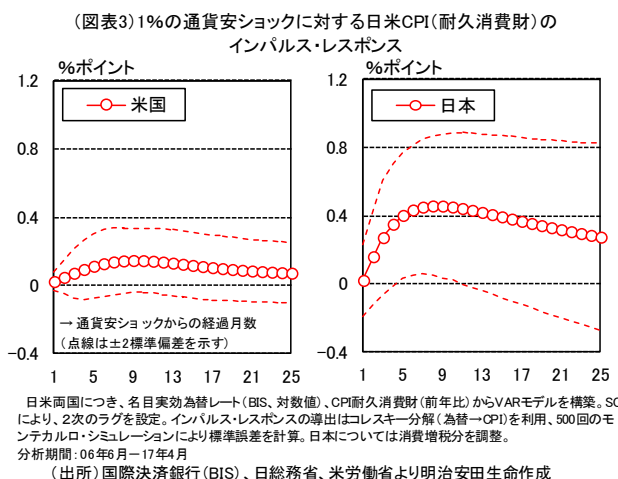


### 財価格では為替の影響に差異

日米のCPI上昇率の格差について、両国のCPIを財・サービス別にみると、財部門では、日本が前年比+0.8%、米国が同+0.5%（いずれも5月）と、足元でそれほど大きな差がある訳ではない（図表2）。むしろ、2013年から2016年にかけては、耐久消費財CPIの上昇の影響などから、日本の財CPIの伸びが米国を上回ってきた。



ここ数年、日本の耐久消費財CPIが高い伸びとなってきた背景としては、円安による押し上げが挙げられる。耐久消費財が為替の影響を受けやすい点は近年の日本の物価の特徴である。日米の耐久消費財に対する為替の影響を実証的に確認するため、両国について名目実効為替レートとCPI耐久消費財からVARモデルを構築し、通貨安発生によるインパルス・レスポンスを導出し、両者を比較したところ、米国では、通貨安に対するCPI耐久消費財のインパルスは小さく、統計的に有意とは言えない水準にあることが判明した（図表3）。一方で、日本につい

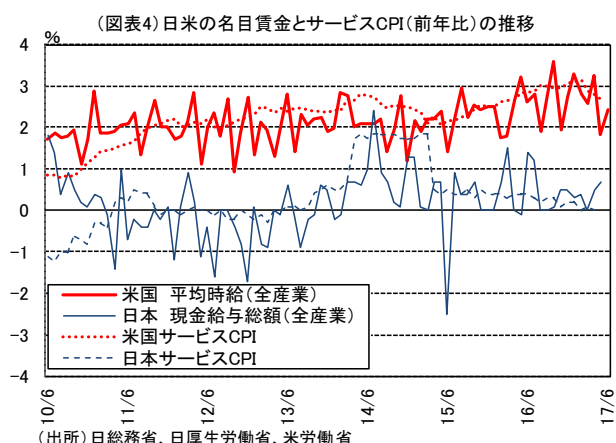


ては、通貨安発生時、ラグを伴いながらも有意に、かつ大幅にCPI 耐久消費財が押し上げられていることが確認できる。足元では財CPIには日米間でほとんど差がない状況ではあるが、こうした為替からの影響度の違いは、今後の両国の物価の先行きを考えるうえでは考慮すべきだろう。

### サービスCPIは違いが大きい

一方で、サービス部門では、日本が前年比+0.0%であるのに対し、米国が同+2.7%と、3%ポイント近い差がある。時系列で見ても、米国のサービス価格は過去5年強にわたり前年比+2.0%を上回る推移が続いてきた一方、日本では、2014年4月の消費増税による押し上げを除けば、ほぼ0%での推移が続いており、両者の基調の隔たりは大きい。

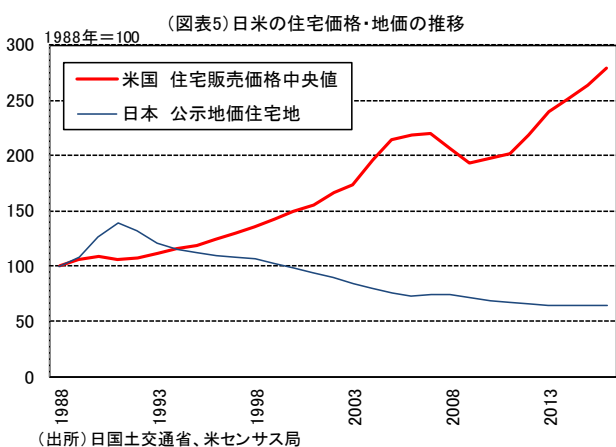
一般に、貿易による取引が可能な財部門では、国際的な一物一価が成り立ちやすいのに対し、非貿易財で自産自消的な色合いが強いサービス業では、価格動向に乖離が生じやすい。そして、労働集約的産業であるサービス業のCPI上昇率は、マクロ的な賃金動向の影響を大きく受ける。実際、日米両国のサービスCPIと名目賃金指標をそれぞれ比較すると、両国とも近い動きとなっていることが分かる(図表4)。



賃金について、最近では米国においても日本においても賃金の伸び悩みが指摘されているが、それでもなお均せば前年比2%から3%程度の伸びが観測されている米国と、ほぼ0%での推移が続く日本では違いは明白である。日本の賃金の低迷の背景にはさまざまな構造的な要因が指摘されているが、賃金上昇が実現しない限りサービスCPIの上昇率格差は埋まらなないとみられる。

### 住宅価格動向にも隔たり

また、サービスCPIのうち、日本では30%弱、米国では40%弱を持ち家の帰属家賃が占めており、家賃の動向も重要な要素である。日米間では地価の動向に大きな違いがあり、両者の差異がCPIの家賃にも影響を与えている。日本の公示地価を見ると、住宅地の地価はようやく下げ止まった程度である一方、米国では、金融危機後一時調整する局面も見られたものの、最近では再び上昇傾向で推移している(図表5)。1988年以降の日米の代表的な住宅価格指標の上昇率を比べると、米国が年平均+3.7%であるの



に対し、日本は▲1.6%である。日本の地価については、景気循環による振れはあるものの、長い目で見れば世帯数が頭打ちとなるなかで、上昇が見込みにくい状況にある。

### 金融政策へのインプリケーション

日米両国の中央銀行であるFRBと日本銀行は、物価目標として、同じ前年比+2%を掲げているが、以上のようなCPIの特徴の違いは金融政策における物価目標の達成にどのように影響するだろうか。なお、厳密には、FRBはカバレッジと算出方法がCPIと異なるPCEデフレーターを目標とし

ているが、CPIにやや上振れバイアスが存在する期間もあるものの、足元ではPCEデフレーターもCPIも似通った動きとなっているため、以下、同一定義での比較が可能なCPIの差異という点から考察を進める（図表6）。

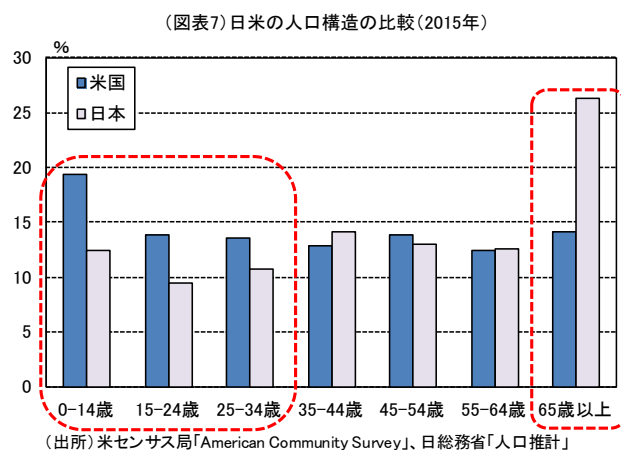
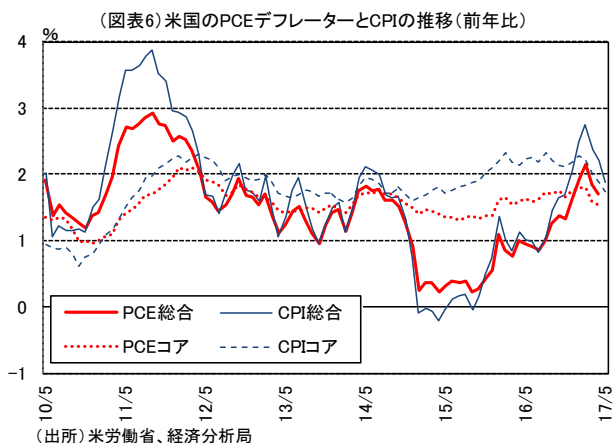
まず、財については、日本の方が米国よりも為替レート変動の影響を大きく受けるという差異はあるものの、金融政策による継続的な円安誘導は困難であることから、「安定的な2%」をめざすうえで両国の条件に大きな隔たりがあるとは言えない。

一方で、日本では賃金が伸び悩んでいることから、賃金動向の影響を大きく受けるサービスのディスインフレ圧力が根強く、こちらは相対的に賃金の低い高齢者や非正規労働者の全労働者に占める割合

が増加したことや、国内の低成長期待が定着するなかで、固定費の増大につながるベアに対し企業が慎重であることなどの構造問題を反映している可能性が高い。金融政策スタンスから期待インフレに働きかけ、組合の交渉スタンスへ影響を与えることを通じて賃金慣行が変化する可能性もゼロではないのだが、それでもなお中央銀行にできることは限られていると言わざるを得ない。以上を踏まえれば、日銀による金融政策だけで米国同様の2%目標を達成することは困難であるとみられる。

そもそも、少子高齢化が進んだ人口減少社会である日本と、人口増加社会である米国では、社会的に望ましいインフレ率に隔たりがある可能性もある。米セントルイス連銀のブラード総裁らによるモデルでは、①貯蓄はなく賃金収入に依存して生活する若年層、②貯蓄がある一方で賃金収入は少なく、貯蓄を切り崩して生活する高齢者層、の2つの世代が存在する社会において、高齢者層の割合が高いほど、実質ベースでの利配収入が多いことが社会にとって望ましくなり、インフレによる資産の目減りを防ぐため、賃金上昇は嫌悪され、結果として社会厚生が最大化されるインフレ率は低くなるとの結果が提示されている。日米の人口

構造を比較すると、日本の65歳以上人口比は米国を10%ポイント以上上回っており、高齢者層の割合が高いのは明らかである（図表7）。ブラード総裁らの議論が正しければ、日本の最良インフレ率は米国を下回る低い可能性が高い。折しも、2%物価目標について日銀の黒田総裁は、6月の金融政策決定会合後の記者会見において、「主要先進国が皆2%の物価安定目標を立てて、そのもとで金融政策を運営していると、長期的にみますと、主要国間の為替レートも安定的に推移する可能性が高いということもあってと思います」と語っているが、日本におけるDesirable, Feasible and Viable（望ましく、実行可能）な物価目標について、より精緻な議論が必要と考えられる。（担当：山口）

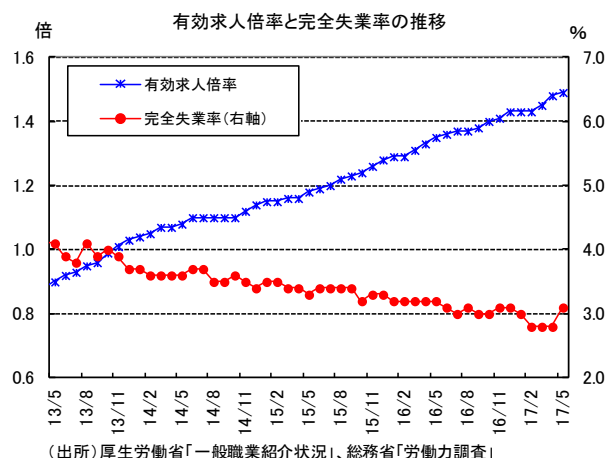


主要経済指標レビュー (6/26~7/7)

《日本》

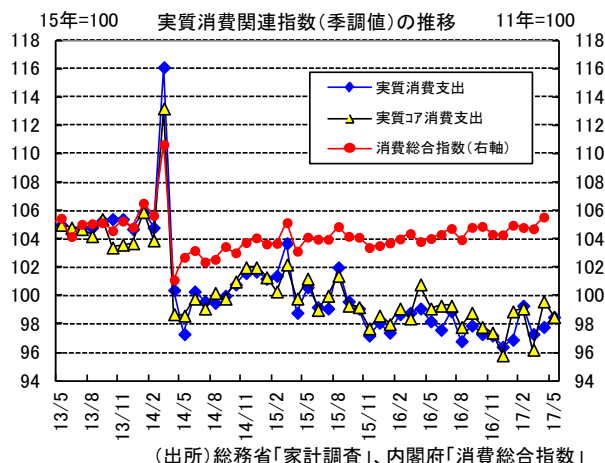
○ 5月雇用関連統計 (6月30日)

5月の雇用関連統計を見ると、完全失業率(季調値)は3.1%と、前月から0.3%上昇(悪化)した。悪化幅は13年8月以来の大きさだが、労働市場に人が戻りつつあることを反映したもので(非労働力人口→労働力人口)、就業者数(季調値)は前月差▲3万人と微減にとどまっていることから、中身は見かけほど悪くはない。同月の有効求人倍率(季調値)が1.49倍と、1974年2月以来、43年3ヵ月ぶりの高水準となるなど、求人環境が大きく改善しているもとで、よりよい職を見つけるため、自発的に離職する動きが増えていることを反映していると考えられる。5月の失業者は08年12月以来の増加幅ではあるものの、摩擦的失業の性格が強く、次月以降、多くは就業可能と考えられる。



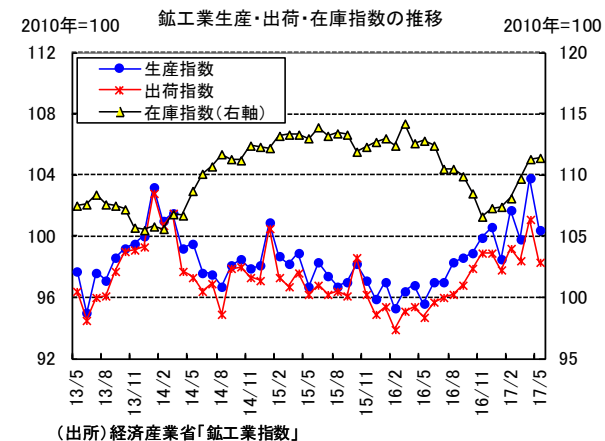
○ 5月家計調査 (6月30日)

5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▲0.1%と、15ヵ月連続のマイナスとなった。季調済前月比では+0.7%と、2ヵ月ぶりのプラス。ただ、実質コア消費支出は、前年比で▲0.8%、季調済前月比でも▲1.1%と、消費の基調は弱い。内訳では、外食や男子用上着などがマイナスに寄与しており、家計が不要不急な消費を控えている様子が窺える。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。



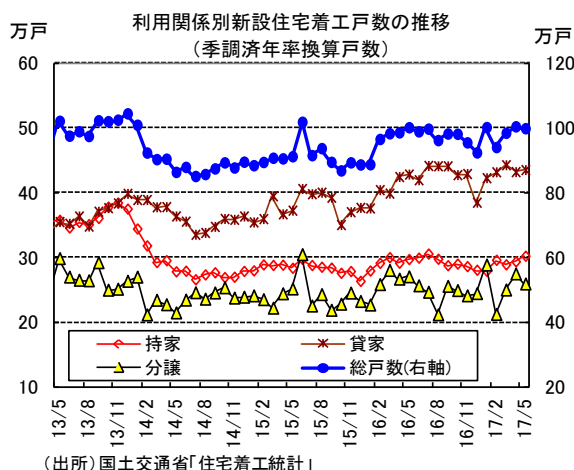
○ 5月鉱工業生産指数 (6月30日)

5月の鉱工業生産指数(季調値)は前月比▲3.3%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。業種別、財別にみると、前月のプラスをけん引した自動車、土木・建設関連が弱い。財別にみると、生産財が同▲2.5%、資本財(除く輸送機械)が同▲0.5%、耐久消費財が同▲11.0%、建設財が同▲4.8%、非耐久消費財が同+0.1%となっている。ただ、製造工業生産計画を見ると、6、7月は均せば持ち直しが見込まれている。夏場以降についても、堅調な海外需要に下支えられた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。内需に関しても、個人消費にはあまり期待できないものの、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。



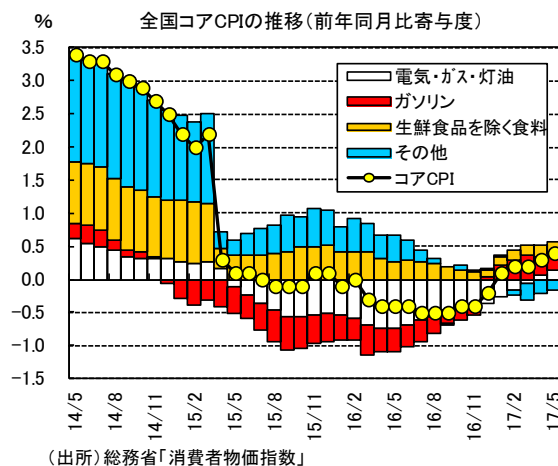
○ 5月新設住宅着工戸数（6月30日）

5月の新設住宅着工件数（季調値）は前月比▲0.6%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。利用関係別に見ると、持家は同+2.9%と、2ヵ月連続のプラス、貸家は同+0.7%と、2ヵ月ぶりのプラス。一方、分譲が同▲5.7%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。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、空室率の上昇が採算性の悪化につながることから、旺盛な貸家投資意欲は今後一服すると予想され、貸家着工は緩やかな減少傾向での推移が見込まれ、住宅着工は鈍化傾向が続くと予想する。



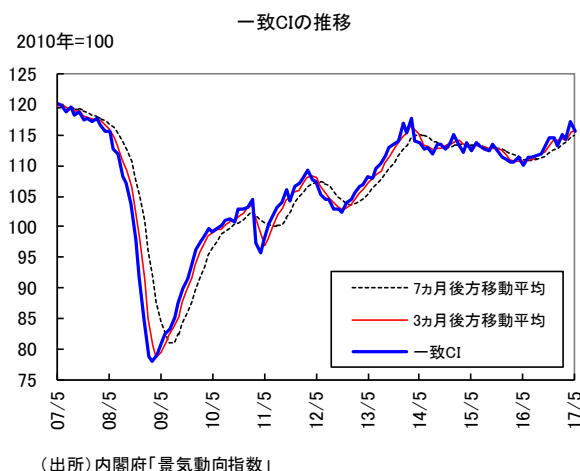
○ 5月全国消費者物価指数（6月30日）

5月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は前年比+0.4%と、5ヵ月連続のプラス、伸び幅も4月（同+0.3%）から拡大した。内訳では、電気代を中心としたエネルギー価格の上昇や、耐久消費財価格の下落が一巡しつつあることなども全体を押し上げた。一方、コアCPIからエネルギーを除いた新型コア指数は同+0.0%と、前月から伸び幅は変わらず。6月の東京都区部の指数を見ると、コアCPIは同+0.0%と、5月の同+0.1%から伸び幅が縮小した。今後は、昨年後半までの円高の影響が緩和することで、コアCPIのプラス幅は拡大方向で推移するとみているが、エネルギー価格の押し上げ幅が縮小へ向かうとみられるなか、上昇ペースは緩やかと予想する。



○ 5月景気動向指数（7月7日）

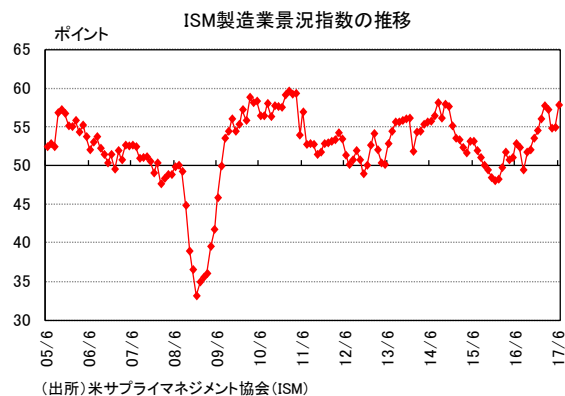
5月の景気動向指数では、一致CIが115.5（前月差▲1.6ポイント）と、2ヵ月ぶりに低下した。内閣府の基調判断は、前月の「改善を示している」がすえ置かれた。一致指数の個別系列を見ると、商業販売額（卸売）、投資財出荷（除輸送機械）がプラス寄与となったものの、耐久消費財出荷や鉱工業生産などが押し下げに寄与した。製造工業生産予測調査によると、6月は前月比+1.7%となる見込みであり、一致CIは均せば改善傾向が続くとみる。今後の国内景気は、堅調な海外景気を背景に、輸出の回復が見込まれるほか、省力化投資を中心に設備投資も底堅い推移となるとみられ、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。



《米 国》

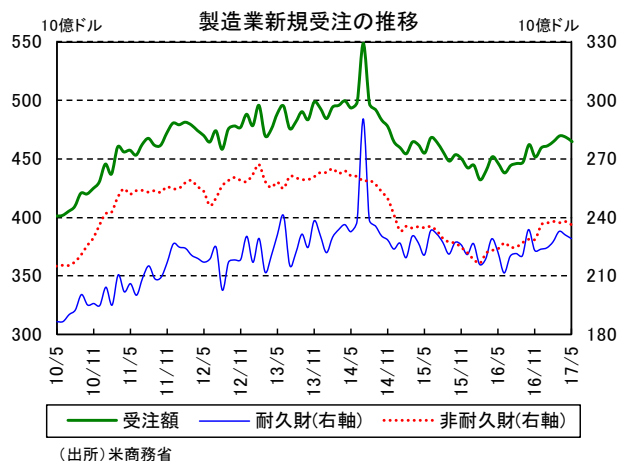
○ 6月ISM製造業景況指数（7月3日）

6月のISM製造業景況指数は57.8と、2ヵ月連続で上昇した。拡大を示した業種は、18業種中15業種で、業種数は5月から変わらなかった。構成項目別に見ると、在庫のみが悪化したものの、生産、新規受注、リードタイム、雇用と幅広い項目で改善した。非構成項目では、海外経済の持ち直しを背景に、新規輸出受注が改善した。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や海外経済の持ち直しなどから、引き続き回復傾向を維持すると予想する。



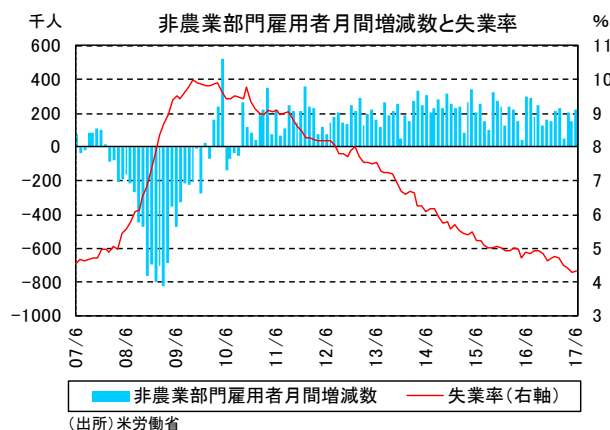
○ 5月製造業新規受注（7月5日）

5月の製造業新規受注は前月比▲0.8%と、2ヵ月連続で減少した。除く輸送機器ベースでも、同▲0.3%と、2ヵ月連続の減少となった。耐久財は同▲0.8%と2ヵ月連続で減少したものの、除く輸送機器ベースでは同+0.3%と2ヵ月ぶりに増加した。輸送機器中、自動車は同+1.7%と2ヵ月連続で増加したものの、航空機が同▲17.9%と2ヵ月連続で減少した。非耐久財は同▲0.8%と2ヵ月ぶりに減少した。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+0.2%と、2ヵ月連続で増加した。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は改善傾向で推移すると予想する。



○ 6月雇用統計（7月7日）

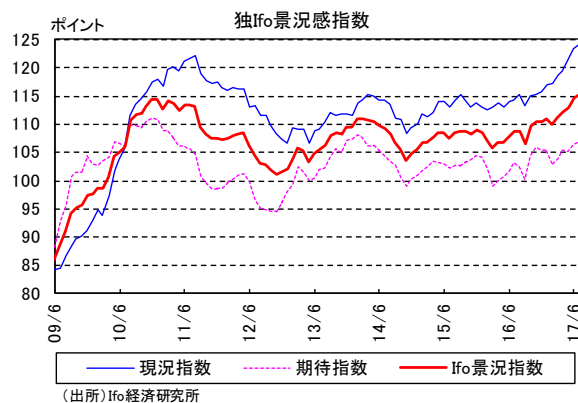
6月の非農業部門雇用者数は前月比+22.2万人と、5月の+15.2万人（13.8万人から上方修正）から雇用の伸びは加速した。失業率は4.4%と、5月の4.3%から上昇した。ただ、4-6月期の非農業部門雇用者数は前月比平均+19.4万人と堅調な増加が続いており、労働市場の需給の引き締まりは続いている。時間当たりの賃金は前年比+2.5%と、5月の同+2.4%から伸び幅が拡大したものの、市場予想の同+2.6%は下回っており、賃金の伸びは加速感に欠ける状況が続いている。FRB（米連邦準備制度理事会）は、9月19-20日開催予定のFOMC（米連邦公開市場委員会）で、再投資計画の変更に着手する可能性が高いとみるが、12月の利上げについては、秋以降の雇用・物価の指標次第とみる。



《 欧 州 》

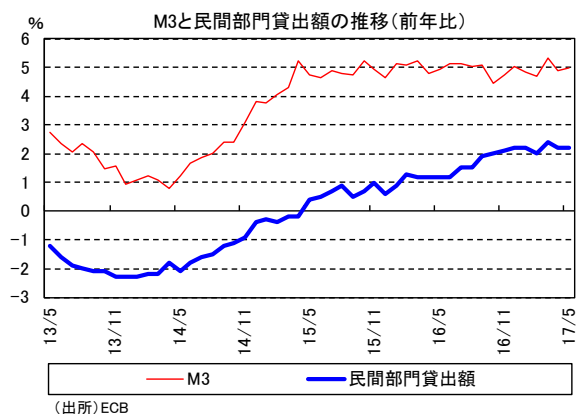
○ 6月ドイツIfo景況感指数 (6月26日)

6月のドイツIfo景況感指数は115.1と、5ヵ月連続で上昇し、記録の残る1991年以降の最高値を記録した。内訳を見ると、現況指数が123.3→124.1と、10ヵ月連続で上昇したほか、期待指数も106.5→106.8と、2ヵ月連続で上昇した。産業別では、建設業が12.8→12.4と、4ヵ月ぶりに低下したものの、製造業は26.0→26.1、卸売業は20.3→23.6、小売業は11.4→16.0と、いずれも上昇した。良好な雇用環境や緩和的な金融環境などに支えられ、ドイツ景気は今後も底堅く推移するとみる。



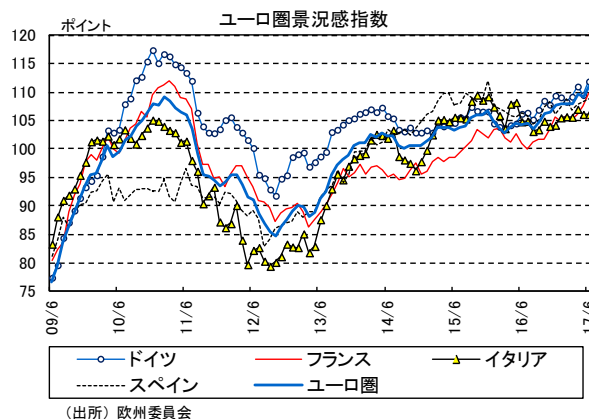
○ 5月ユーロ圏マネーサプライ (6月28日)

5月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+5.0%と、前月の同+4.9%から伸び幅が拡大した。一方、民間向け貸出額は同+2.2%と、前月から伸び幅は変わらず。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同+2.6%→+2.7%と、3ヵ月連続で伸び幅が拡大したが、非金融企業向けは同+1.6%と、前月と同じ伸び幅となった。ECB(欧州中央銀行)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、ユーロ圏民間向け貸出額は今後も緩やかな回復傾向で推移するとみている。



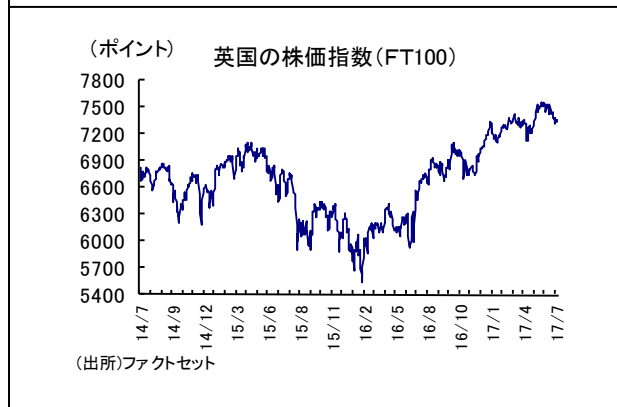
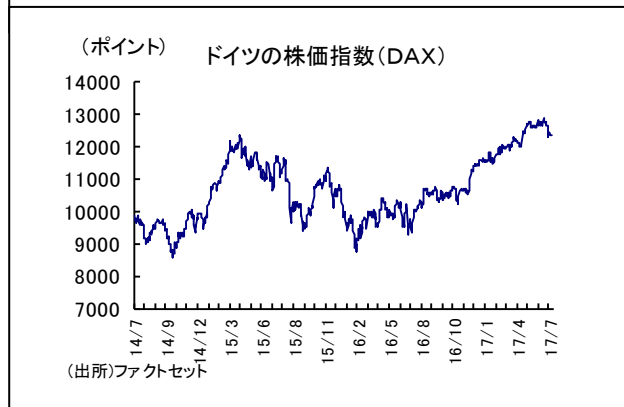
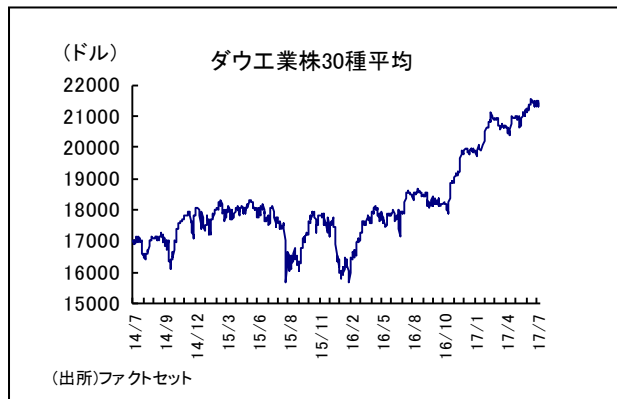
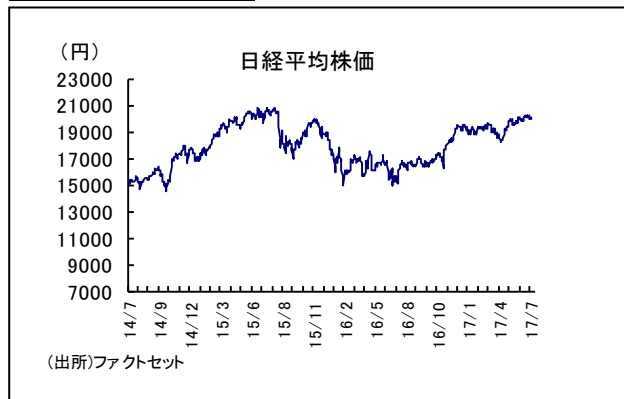
○ 6月ユーロ圏景況感指数 (6月29日)

6月のユーロ圏景況感指数は111.1と、2ヵ月ぶりに改善した。構成項目別に見ると、鉱工業景況感が2.8→4.5、サービス業景況感が12.8→13.4、消費者信頼感が▲3.3→▲1.3、小売業景況感が2.0→4.4、建設業景況感が▲5.6→▲3.5と、構成5項目が揃って改善した。主要国別では、イタリアが106.1と、前月から横ばいとなったが、ドイツは109.5→111.9、フランスは107.6→109.8、スペインは108.4→108.9と、いずれも改善した。フランス総選挙を通過し、政治的な不透明感が和らぐなか、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、景況感指数は緩やかな改善傾向が続くと予想する。

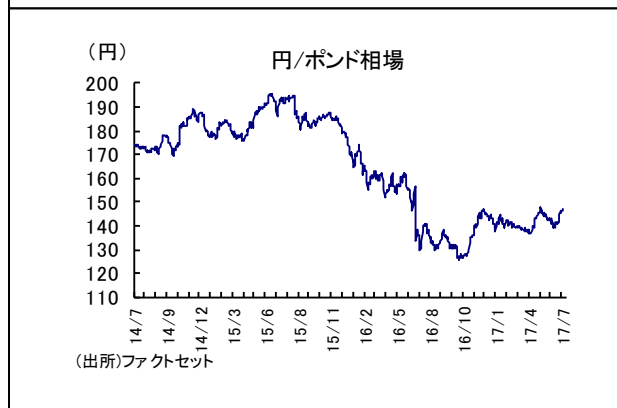
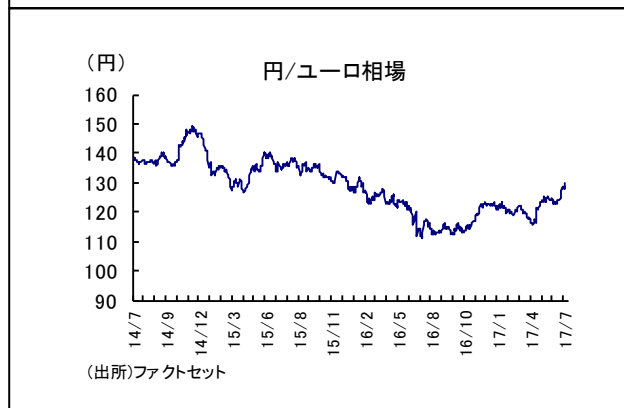
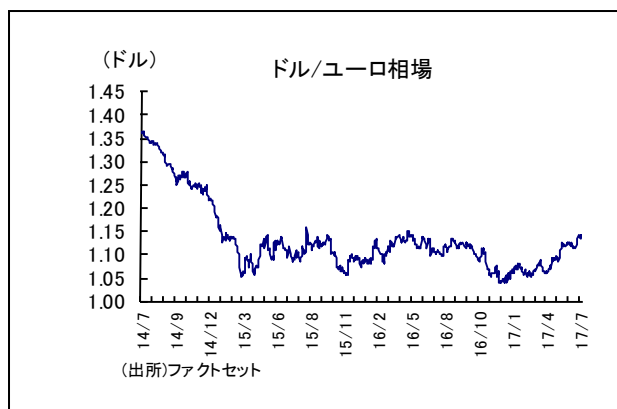
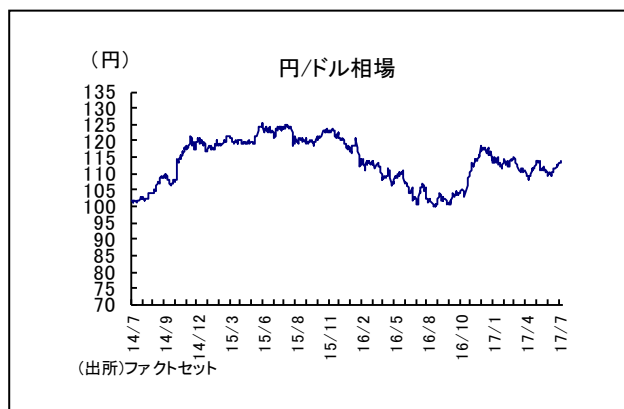


## 日米欧マーケットの動向 (2017年7月10日現在)

### ▽各国の株価動向

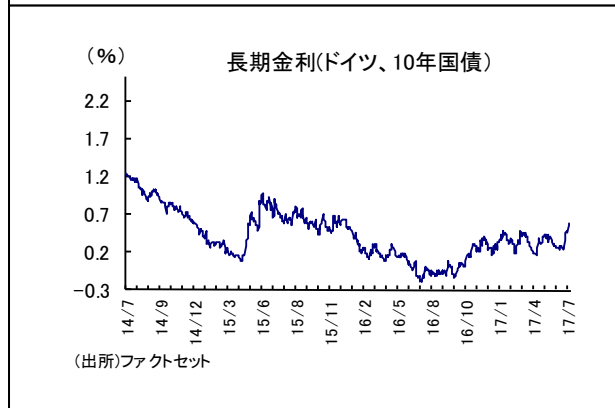
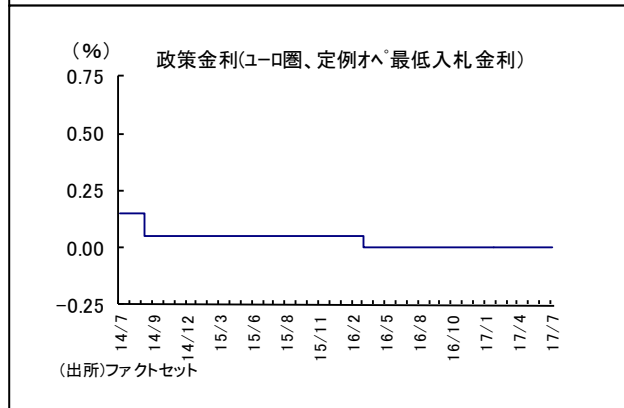
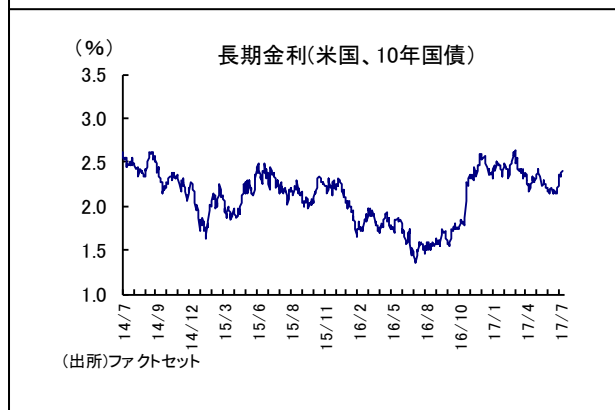
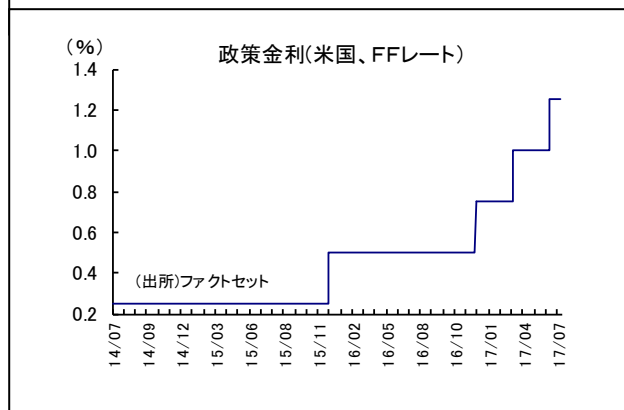
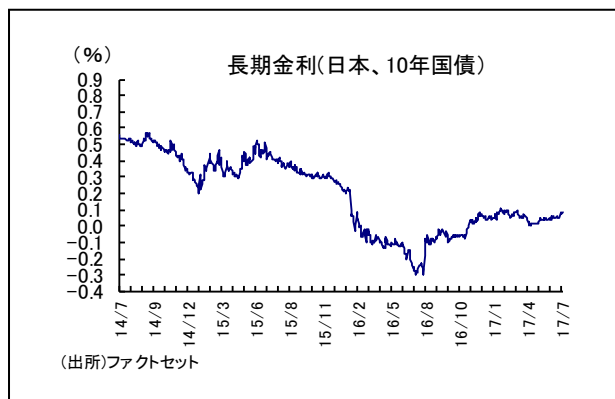
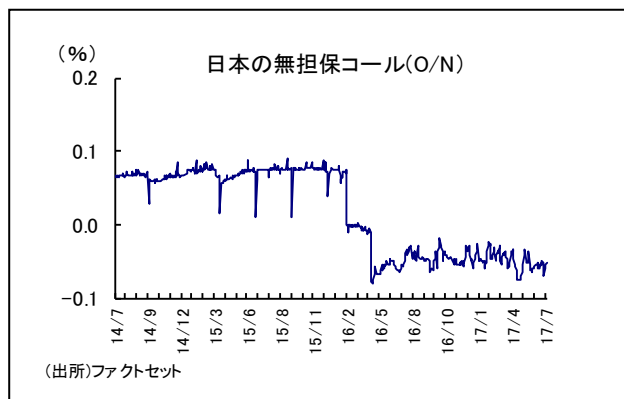


### ▽外為市場の動向

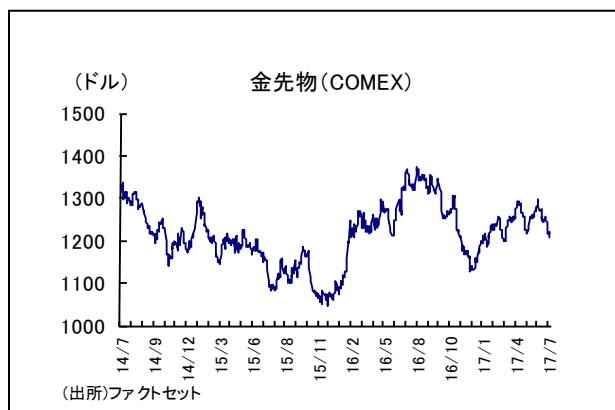
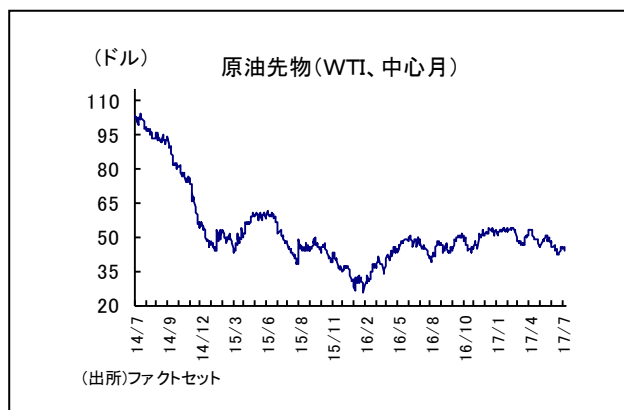




▽各国の金利動向



▽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