

## 〈フォーカス〉 内閣改造後の経済政策の課題

内閣改造後、安倍首相は、経済最優先で政権運営に取り組む姿勢を示している。まずは、すでに綻びが目立ちつつある「アベノミクス」とはいったい何なのかを、もう一度明確にすべき時かもしれない。

元々わかりやすい「3本の矢」で始まったアベノミクスだが、14年9月に、「強い経済」、「子育て支援」、「社会保障」という「新」3本の矢に衣替えしたあたりからコンセプトが不明瞭となり、いまや安倍政権の打ち出す経済政策がアベノミクスとでも定義づけるしかない状態に陥っている。

初期のアベノミクスも海外投資家の一部から、「アベノミクスではなく実態はクロダノミクス」と呼ばれていたとおりで、第1の矢の金融政策に依存する部分が大きく、しかもその本質は投資家の気分依存株高政策であった。肝心のインフレ期待に働きかける効果はわずかで、いまや手段の面でも行き詰まりは明らかである。主役どころか、日銀はいまや振り上げたこぶしを降ろすための助け舟を必要としている。

アベノミクスの一番の目標は今でもデフレ脱却だろう。そうであれば、「デフレ的状况ではないが、デフレを脱却したわけではない」という現状認識は中途半端にすぎるし、2%という数字が、日銀がかかる莫大リスクを背負ってまでめざさなければいけない目標なのかどうかも、アベノミクス始動時に比べれば、疑問に思う人が格段に増えていると思われる。

物価が伸び悩む一方で、景気は順調に回復が続いている。失業率や有効求人倍率をみる限り、日本経済の需給ギャップはほぼないか、あってもごくわずかである。すなわち「景気」に問題はなく、問題があるとすれば「成長」、すなわち潜在成長率の低下である。世論調査では、相変わらず景気対策を求める声が多いが、世論は景気と成長の問題を混同している。デフレを脱却しても、低成長は脱却できないのでは意味がない。政府としてはいたずらに世論におもねって、不要な景気刺激策に踏み込むことなく、成長戦略にあらゆる資源を集中することが必要である。

過去の政権に比べれば進んでいないわけではないが、まだまだ成長戦略の課題は枚挙にいとまがない。医療、農業、教育分野などの岩盤規制の多くはいまだに岩盤のままだし、働き方改革も、時短運動になり下がるのであれば日本経済の潜在成長率をむしろ引き下げる要因になる。地方創生は成長戦略というより分配政策の性格を帯びざるを得ず、教育改革も無償化の議論が先行しすぎて、教育の在り方の議論を深めないことには成長力に直結しない。

真に必要な改革ほど各方面からの抵抗を受けるため、官邸には強い力が必要で、その裏付けになるのが世論の高い支持率である。この点、金融政策が時間を稼いでいる間に、成長戦略にバトンタッチする必要があるが、その意味では時期を逸した感もなくはない。難しいが、今後はかつての小泉改革のように、大胆な経済改革を逆に支持率の向上に結び付ける道筋を模索していく必要がある。(Kodama wrote)

## 目次

〈フォーカス〉内閣改造後の経済政策の課題	1	・2018年にかけての原油価格は一進一退	
・経済情勢概況	2	の推移が続くと予想	9
・輸出は堅調な推移が続く	3	・主要経済指標レビュー	12
・米国の住宅投資は緩やかな持ち直しに向かうと予想	6	・日米欧マーケットの動向	17

**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、10月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。

### 輸出は堅調な推移が続く

#### 輸出数量は回復傾向が続く

財務省の貿易統計によると、6月の輸出金額は前年比+9.7%と、7ヵ月連続のプラスとなった(図表1)。輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸出価格が同+5.5%と、6ヵ月連続のプラスとなったほか、輸出数量も同+4.0%と、5ヵ月連続のプラスとなっており、輸出の持ち直しが続いている様子が窺える。

輸出数量を地域別に見ると、アジア向け(1-3月期:前年比+9.3%→4-6月期:同+5.6%)は春先の高い伸びからは鈍化しつつあるものの、堅調な推移が続いている。また、米国向け(同+0.8%→+5.2%)やEU向け(同+0.8%→+7.5%)は伸び幅が拡大している。内閣府の輸出数量指数(季調値)を見てもほぼ同様の傾向が見て取れ、足元の輸出の持ち直しが地域的な広がりを伴いつつある様子がうかがえる(図表2)。

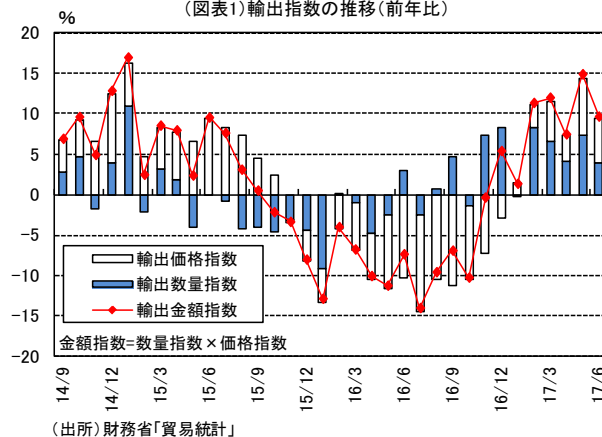
#### アジア向けは安定的な伸びが持続

アジア圏の需要環境に関し、オランダ経済分析局が発表する世界貿易数量を見ると、2016年冬以降、アジア新興国の輸入増が、世界の輸入数量の増加をけん引しており、アジア新興国の需要の強さが窺える(図表3)。

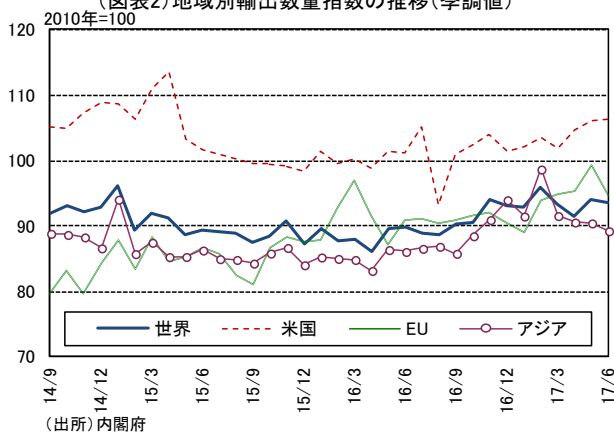
アジア向け輸出について、域内最大の需要国であり、2016年度の日本の輸出金額の18%を占める中国向けの輸出の内訳を見ると、半導体等製造装置や原動機などの資本財や、有機化合物などの工業用原料などの輸出の改善が全体を押し上げている(図表4)。政府によるインフラ投資拡大や、企業業績の改善による投資需要の拡大が輸入の増加につながっているとみられる。中国景気については、個人消費が持ち直すなかで、今後も安定的な推移が続くとみられ、中国向け輸出は持ち直し傾向が続くと予想する。

次に、世界的な電子機器の生産拠点であるNIEs向けの輸出については、半導体市況の改善が押し上げに寄与しているとみられる。今後についても、

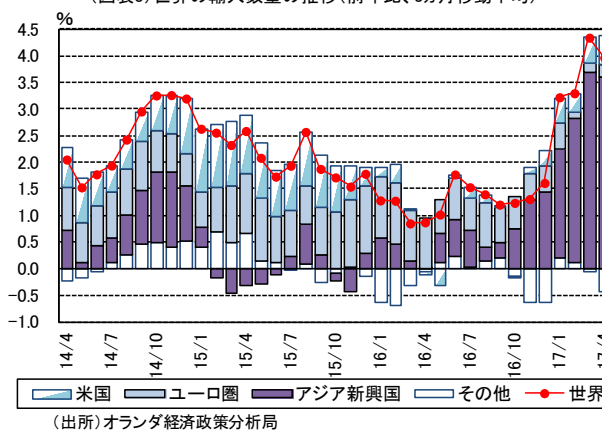
(図表1) 輸出指数の推移(前年比)



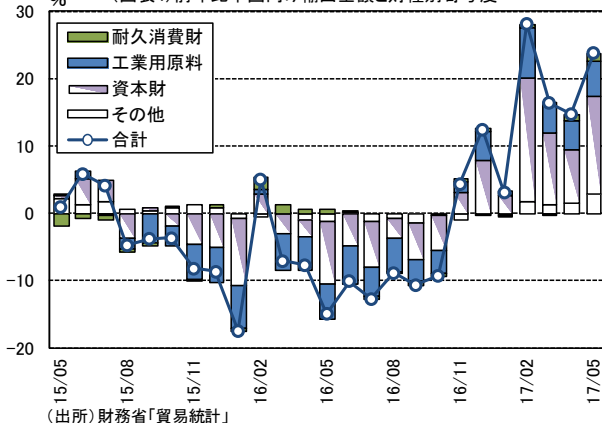
(図表2) 地域別輸出数量指数の推移(季調値)



(図表3) 世界の輸入数量の推移(前年比、3ヵ月移動平均)



(図表4) 前年比中国向け輸出金額と財種別寄与度



自動車向けなどの世界的な半導体需要の拡大や、今秋に予定されている新型スマートフォンの発売が追い風になると期待される。NIEs 諸国の景気の先行指標となる輸出受注を見ると、韓国は、昨年春ごろから振れを伴いながらも持ち直し傾向で推移している(図表5)。今後についても、中国景気が安定的に推移することで、台湾や韓国などNIEs 諸国向け輸出は回復傾向が続くと予想する。

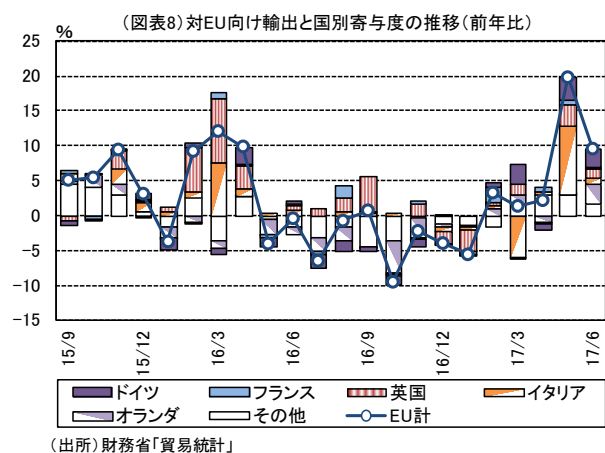
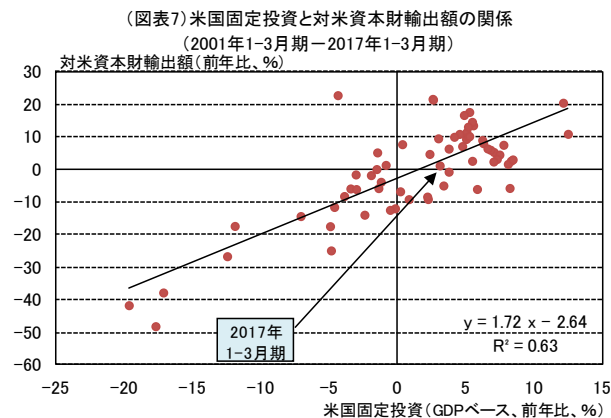
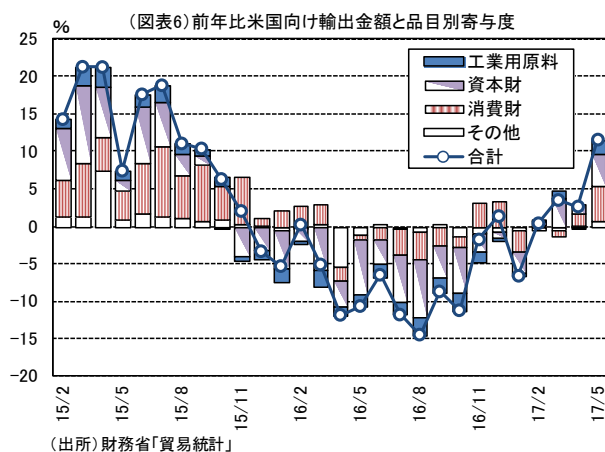
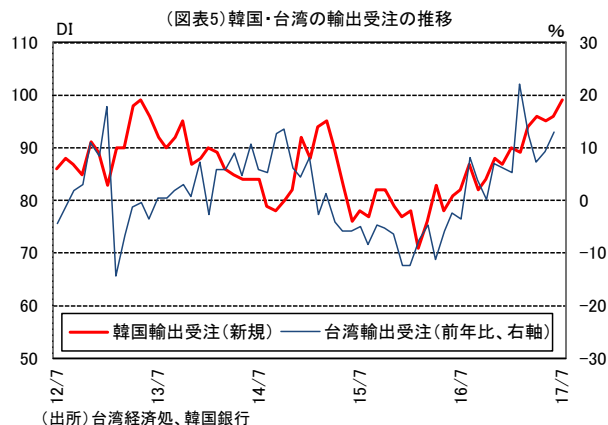
**米国向けも回復**

中国同様に主力輸出先である米国向けについては、春以降、回復ペースが加速している。米国向け輸出を品目別に見ると、資本財の持ち直しが全体を押し上げている(図表6)。

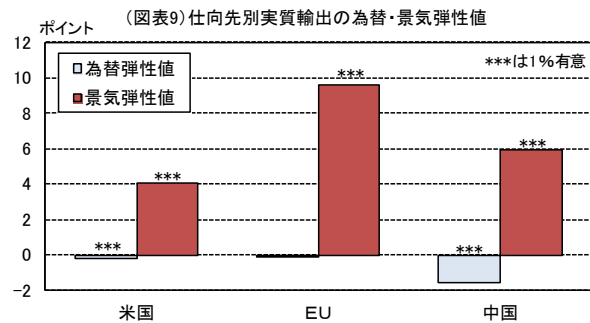
資本財輸出は、2016年度の米国向け輸出の49%を占めるが、米国企業業績の回復や、環境規制の緩和などを背景に固定投資の活発化が見込まれることが、今後も下支え要因になるとみる(図表7)。もし、恒久的な高率関税の適用などの保護主義的な政策が実行に移されれば、日本の輸出への悪影響は大きい。もともと自由貿易を重視する共和党の了承を得られにくいほか、個別交渉を行なう場合にも時間がかかるとみられ、2018年末までの米国向け輸出は、基本的に回復傾向が続くとみる。

**欧州景気の回復も追い風に**

2016年度の輸出の11%を占めるEU向けについても、持ち直しが見込まれる。EU向け輸出金額の推移を見ると、5月にイタリア向けの船舶輸出が大型受注で急増するという特殊要因があったものの、均せば2月以降持ち直し傾向が続いている(図表8)。背景には、ユーロ圏を中心とするEU景気の回復が挙げられる。日本の主要輸出先である米国向け、中国向け、EU向けについて、為替弾性値と景気弾性値を試算すると、特にEU向けの景気弾性値の大きさが目立つ(図表9)。米国向けについては自動車の北米内生産体制への移行や、中国向けについては内製化の影響で近年、品目によっては景気との連動性が薄れてきているが、EU向けについてはこうした影響が薄いことが、景気との連動性が高い背景とみられる。EU向けは、米国やアジア圏と



比べるとウェイトは小さいものの、ユーロ圏を中心に景気回復が続くと予想されるため、景気弾性値の高さと相まって、全体の下支えとなろう。（担当：磯部）



推計式： $\ln(\text{実質輸出}) = \alpha \times \ln(\text{REER}[6\text{か月先行}]) + \beta \times \ln(\text{国・地域別景気動向指数} + \text{リーマンショックダミー}(2009\text{年}1\text{--}7\text{月}) + \text{震災ダミー}(2011\text{年}3\text{--}6\text{月}) + \text{定数項}$

※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。各国・地域の景気動向指数はOECDのCLIを使用。推計期間：2001年7月～2017年5月  
 (出所)日本銀行「実質輸出入」、国際決済銀行、OECDより明治安田生命作成

## 米国の住宅投資は緩やかな持ち直しに向かうと予想

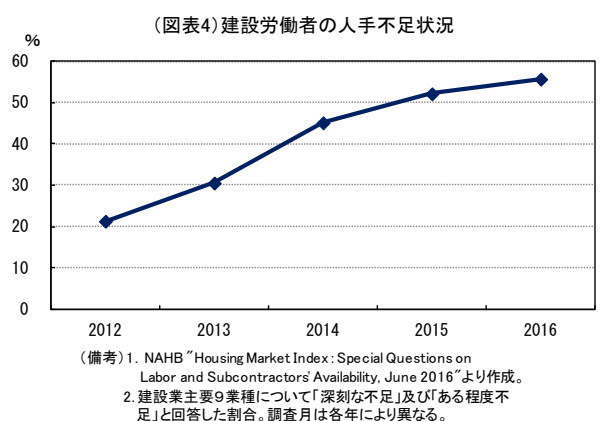
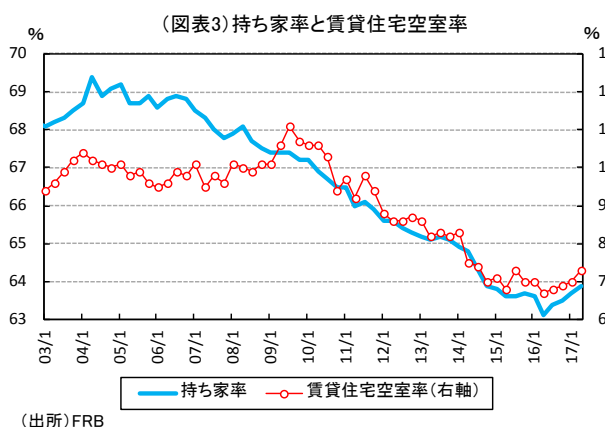
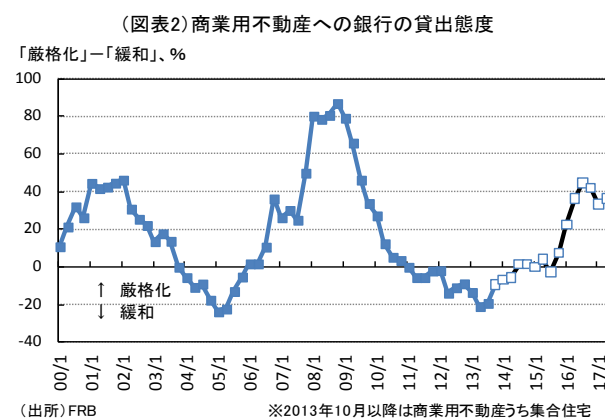
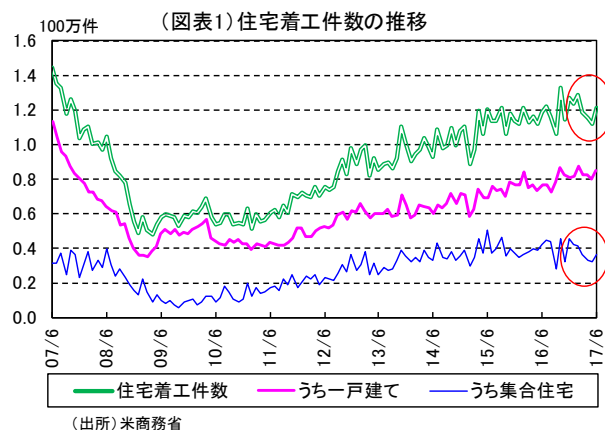
### 足元の住宅投資は集合住宅を中心に減速

4-6月期の住宅投資は前期比年率▲6.8%と、前期の同+11.1%から大きく減速した。住宅着工件数の推移を見ると、6月は年率換算で121.5万戸、前月比+8.3%と4ヵ月ぶりに増加したものの、4-6月期は前期比▲6.0%の減少となった(図表1)。住宅着工を一戸建てと集合住宅に分けると、一戸建ては増加傾向が続いている一方で、集合住宅は2016年半ば以降に減少トレンドとなっている。集合住宅の着工が減少に転じた要因の一つには、銀行が2016年ごろから集合住宅開発業者への融資態度を厳格化させていることが挙げられる(図表2)。集合住宅は、2000年代後半の住宅バブル崩壊による持ち家率の低下(賃貸志向の高まり)を追い風に建設が進められてきたものの、持ち家率は2016年1-3月期を底として、すでに上昇に転じている。また、賃貸住宅の空室率も2009年からほぼ一貫して低下傾向が続いていたが、こちらも2016年以降上昇に転じている(図表3)。銀行が集合住宅開発業者への融資態度を厳格化している背景には、持ち家率の反転上昇や賃貸住宅の空室率悪化など、家計の持家志向の持ち直しがあるとみている。

また、建設業界での人手不足も、住宅供給のボトルネックになっているとみられる。NAHB(全米住宅建築協会)の調査によると、2016年時点で人手不足を訴える建設業者は5割を超えている(図表4)。ページブック(全米地区連銀経済報告)でも建設業界での人手不足が住宅供給のボトルネックになっているとの報告が多くあり、住宅着工の足かせとなっている様子が窺える。人手不足による供給制約と、特に集合住宅に関しては銀行の貸出態度が厳格化していることが、足元の住宅投資の減少要因とみられる。

### 家計への貸出態度は依然緩和的

一方、銀行の家計への住宅ローン貸出態度は緩和的である。FRB(米連邦準備制度理事会)による銀行の住宅ローン貸出態度調査で見ると、各種住宅ローンのいずれの調査項目でも、貸出態度を3ヵ月前に比べ「緩和した」と回答した銀行が「厳格化した」と回答した銀



行を上回っている(図表5)。銀行が家計の住宅ローンに対して緩和的な態度をとっている背景には、サブプライム・ローン問題やリーマン・ショックを経て、家計がバランスシート調整を進めてきたことがあるとみる。2017年3月時点で、家計の債務残高(対GDP比)は65%程度と、2003年の水準にまで低下している(図表6)。また、住宅ローンについては45%と、こちらも2003年の水準にまで低下している。こうした債務残高比率の低下に加えて、住宅ローンの延滞率が低下していることも、銀行にとっては住宅ローンの貸出態度を緩和させる材料になっているとみられる。住宅ローン延滞率(90日以上)は、2009年12月以降一貫して低下傾向が続いており、足元では1.67%とほぼ10年ぶりの水準にまで低下している。

全米抵当貸付銀行協会(MBA)が発表する住宅ローン申請指数の推移を見ると、昨秋以降一時的に低下したものの、17年以降は再び緩やかな上昇傾向に転じている。住宅ローン金利は、16年秋ごろからトランプ大統領が掲げる拡張的な経済政策への期待や、FRBの金融政策正常化の動きなどを背景に上昇したが、17年以降はやや低下傾向で推移している(図表7)。FRBが利上げを行なうなかでも、銀行の住宅ローン貸出態度は引き締められておらず、住宅金融へのアクセス改善が引き続き住宅市場の回復を後押しするとみている。

**住宅価格は上昇も家計は住宅購入に前向き**

供給面では人手不足や集合住宅への融資厳格化、需要面では住宅ローン貸出態度の緩和などを背景に、住宅市場の需給は引き締まった状態が続いており、住宅価格は上昇が続いている。新築住宅価格と中古住宅価格のひとり当たり可処分所得倍率をみると、まず、新築住宅価格は住宅バブルが発生していた2000年代半ばの水準にまで上昇している(図表8)。中古住宅についても、住宅バブル期ほどではないものの、上昇傾向が続いている。こうした住宅価格の上昇が、家計の住宅購入意欲に一部水を差している可能性がある。ミシガン大学の月次調査では、「住宅を買うのに良い時期か否か」というアンケートに対して、2015年以降徐々に「悪い時期」という回答の割合が増加しているものの、依然として大半の家計が住宅購入に前向きである。(図

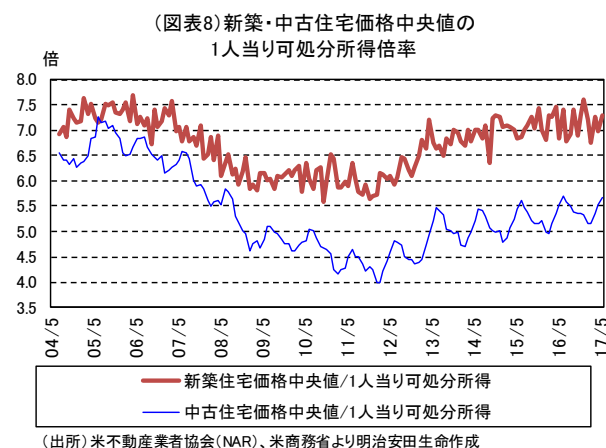
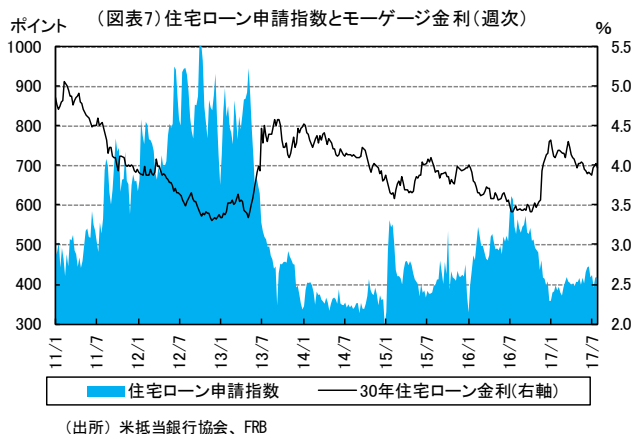
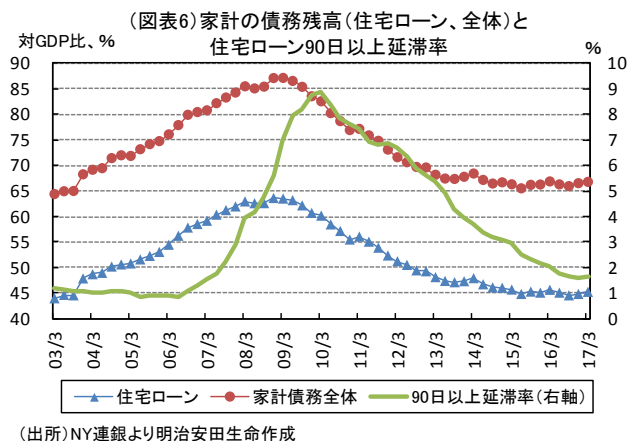
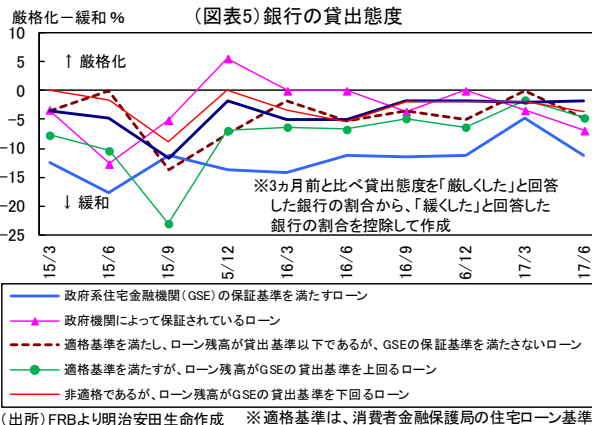
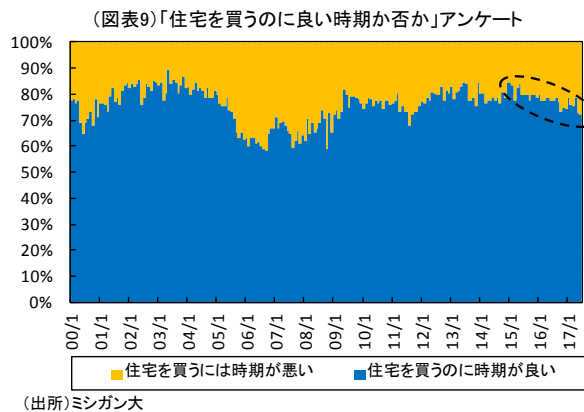


表9)。悪い時期と答えた理由のうち、一番多かったのは「価格が高すぎる」という回答であった。

米国では人口面から見た住宅需要は底堅く、雇用者数も増加傾向が続いていることから、購入者層の拡大が引き続き住宅投資を押し上げるとみられる。今後の住宅投資は、需要面の堅調推移が続くとみられるものの、供給側に人手不足や資金調達難などのボトルネックが存在していることにより、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。(担当：久保)





2018年にかけての原油価格は一進一退の推移が続くと予想

足元の原油価格は50ドル/バレル近辺まで持ち直す

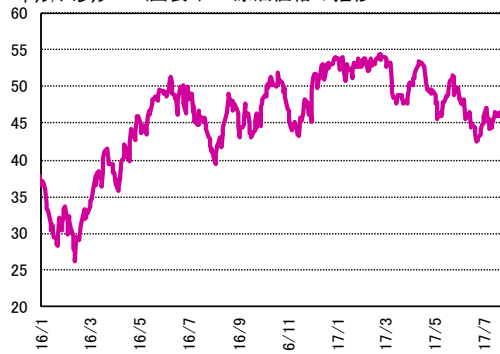
WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、米国の原油・ガソリン在庫の増加や、協調減産を免除されているナイジェリア、リビアの生産量が拡大したことなどから、2017年6月21日には42.53ドル/バレルまで下落した(図表1)。ただ、足元では、米国原油在庫の減少ペースが加速してきたことや、OPEC（石油輸出国機構）の追加減産措置への期待などから、持ち直している（8月2日現在、49.59ドル/バレル）。

OPECの減産効果は弱まりつつある

5月25日のOPEC総会では、OPEC加盟国および非加盟国は、6月に期限を迎える協調減産を来年3月末まで9ヵ月間延長することで合意した。ただ、減産幅を拡大せず、現状維持としたことを受けて、原油価格は下落した。その後、7月12日に発表されたOPEC月報では、加盟国14カ国の6月生産量が昨年1月の協調減産実施後の最高水準となり、全体での減産目標も遵守されなかったことが明らかとなった(図表2)。この背景には、内戦を理由に減産措置を免除されていたリビアとナイジェリアの増産や、従来から全体の減産目標遵守に向けて大幅減産を行ってきたサウジアラビアの減産幅が縮小したことがある。

このような現状を受け、OPECとOPEC非加盟国の主要産油国は、7月24日に共同閣僚監視委員会を開催した。これにより、減産措置を免除されているナイジェリアは、産油量が同180万バレルに達した後は自主的な上限を設けることや、同様に減産を免除されているリビアに関しても、増産目安の設定を含めた追加措置をとることが決定された。加えて、サウジアラビアが8月の原油輸出量を前年同月比▲100万バレルの日量660万バレルに抑制ことを表明した。これらの追加措置は一時的に市場に好感されたが、輸出制限については、直接原油在庫の圧縮につながるものではないため、継続的に原油価格を大きく押し上げる効果は期待しにくいとみている。

ドル/バレル (図表1)WTI原油価格の推移



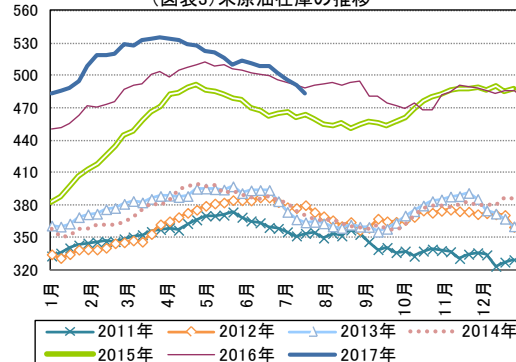
(出所)ファクトセット

(図表2)OPEC原油生産枠の6月の遵守状況 千バレル/日

加盟国	2016年10月参照生産水準	減産目標	6月生産量	6月減産実績
アルジェリア	1,089	-50	1,060	-29
アンゴラ	1,751	-78	1,668	-83
エクアドル	548	-26	527	-21
赤道ギニア*4	-	-	170	-
ガボン	202	-9	197	-5
イラン*2	3,707	90	3,790	83
イラク	4,561	-210	4,502	-59
クウェート	2,838	-131	2,709	-129
リビア*1	528	-	852	-
ナイジェリア*1	1,628	-	1,733	-
カタール	648	-30	618	-30
サウジアラビア	10,544	-486	9,950	-594
UAE	3,013	-139	2,898	-115
ベネズエラ	2,067	-95	1,938	-129
計*3	33,124	-1,164	32,612	-1,111

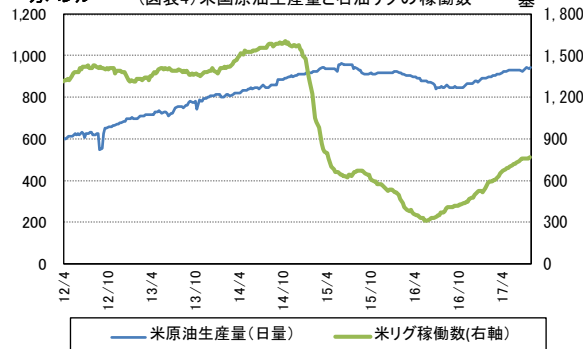
(出所) OPECの2016年11月30日付プレス資料、2017年7月月報より明治安田生命作成  
 \*1ナイジェリアとリビアは適用除外。当該2国の数値は、プレス資料に未記載のため、2016年10月生産量(OPEC月報、外部機関による調査数値)を記載  
 \*2イランの2016年10月数値は外部報道機関による推計  
 \*3表中の各国数値を単純計算  
 \*4 2017年6月に新加盟

百万バレル (図表3)米原油在庫の推移



(出所)EIA

万バレル (図表4)米国原油生産量と石油リグの稼働数



(出所)ファクトセット、EIA

**米国原油在庫は増加に転じ、増産も継続**

米国の原油在庫を見ると、夏の行楽シーズンで需要が増加したことを背景に、4月から減少傾向で推移してきたが、依然として高い水準にとどまっている(図表3)。秋以降は、ドライビングシーズンの終了や、製油所が秋季メンテナンス作業に入ることなどから、今後の米国原油在庫は増加傾向に転じるとみられる。

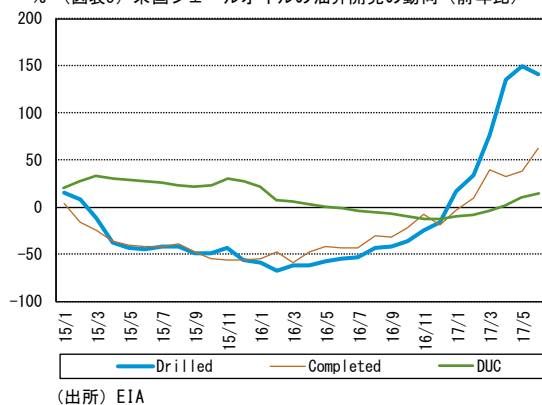
米国原油の供給サイドを見ると、増産傾向が続くなか、4-6月期の原油価格が伸び悩んだことを受けて、リグ稼働数の増加ペースは足元でやや鈍化している(図表4)。加えて、7月24日には、米シェールオイル開発大手アナダルコが、2017年の設備投資予算を3億ドル削減し、42~44億ドルとする計画を発表したことで、今後の米シェールオイルの生産、開発が落ち着いていくとの見方が広がった。ただ、技術開発やコスト削減により、米シェールオイル企業の採算ラインは徐々に下がっており、原油価格が50ドルを超えてくれば、シェール開発の投資がさらに促されるとみられることから、シェールオイル企業の設備投資予算の削減の流れは、一過性なものにとどまるとみている。

また、米エネルギー情報局(EIA)の7月の掘削レポートの試算によれば、シェールオイルの主要生産地域の生産に直結する「完成した油井数(Completed)」は4ヵ月連続で前年比二桁増となっているほか、「完成間もなくの油井数(DUC)」は3ヵ月連続で前年比の伸び幅が拡大している(図表5)。加えて、掘削段階に当たるリグ稼働数(Drilled)も前年比+140%台と、3ヵ月連続の三桁増加で推移していることなどから、米国の増産傾向はしばらく続くと予想する。

**原油価格は一進一退の推移が続くと予想**

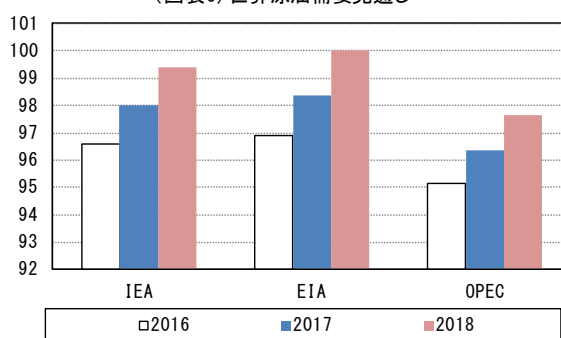
世界の石油需要見通しについては、EIA、国際エネルギー機関(IEA)、OPECのいずれの直近の予測でも、中国、インド、米国を中心に需要拡大が続くと見込まれている(図表6)。一方、供給見通し(非OPEC地域)については、米国を中心に拡大傾向で推移することが見込

(図表5) 米国シェールオイルの油井開発の動向(前年比)



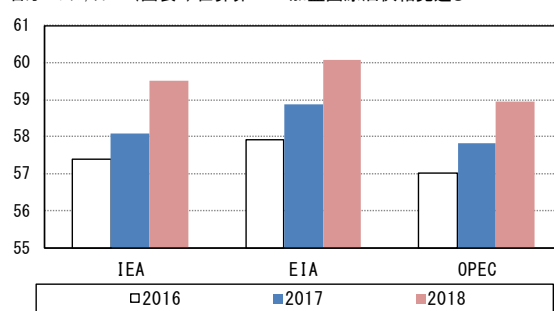
(出所) EIA

(図表6) 世界原油需要見通し



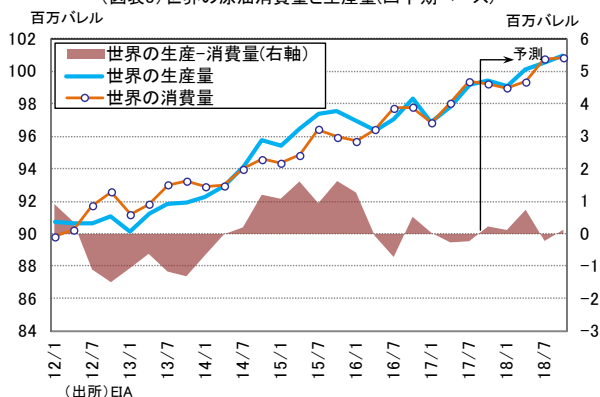
(出所) IEA, EIA, OPEC

(図表7) 世界非OPEC加盟国原油供給見通し



(出所) IEA, EIA, OPEC

(図表8) 世界の原油消費量と生産量(四半期ベース)



(出所) EIA

まれている（図表7）。また、OPEC加盟国の生産予想を含めたEIAの7月レポートでは、世界原油需給は、2018年にかけてほぼ均衡状態で推移するとみられている（図表8）。

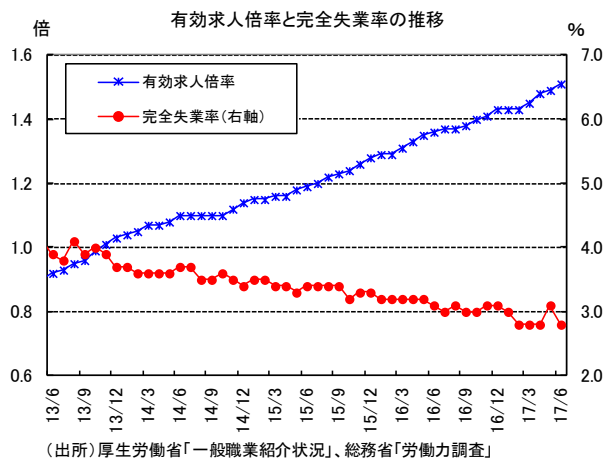
今後については、世界原油需要が増加傾向で推移すると見込まれるなか、OPEC加盟国を中心とした協調減産の動きが原油価格を下支えするとみる。一方で、原油価格回復に伴う米国の原油増産見込みが上値を抑えるとみられることから、2018年にかけての原油価格は45～55ドル/バレルを中心とする一進一退の展開が続くと予想する。（担当：陳）

主要経済指標レビュー (7/24~8/4)

《日本》

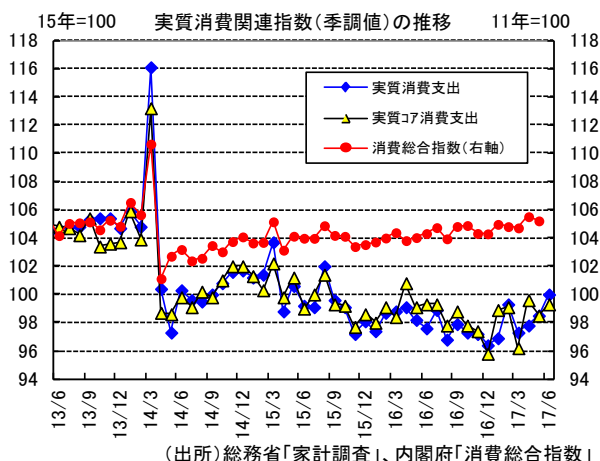
○ 6月雇用関連統計 (7月28日)

6月の雇用関連統計を見ると、完全失業率(季調値)は2.8%と、前月から0.3%低下(改善)した。改善幅は2011年9月以来の大きさが、摩擦的失業の性格が強く表れていた前月からの反動の影響が大きいとみられる。同月の有効求人倍率(季調値)は1.51倍と、1974年2月以来、43年4ヵ月ぶりの高水準となったほか、正社員の有効求人倍率は1.01倍と、2004年11月の統計開始以来、節目の1倍をはじめて上回るなど、雇用環境の改善は続いている。ただ、依然として企業側の採用ニーズは、人件費を削減でき人員調整も容易な非正規や、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。



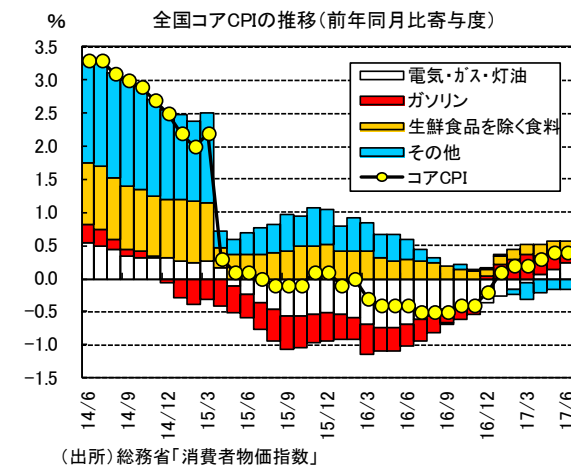
○ 6月家計調査 (7月28日)

6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+2.3%と、16ヵ月ぶりのプラスとなった。季調済前月比でも+1.5%と、3ヵ月連続のプラス。ただ、伸びの6割を占める住居は、前年同月の反動による影響が大きいとみられ、見かけほど強くない可能性もある。一方、実質コア消費支出を見ると、前年比で+0.1%、季調済前月比でも+0.8%と、個人消費に持ち直しの兆しがみられる。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、節約志向も残る可能性が高く、緩やかな回復にとどまると予想する。



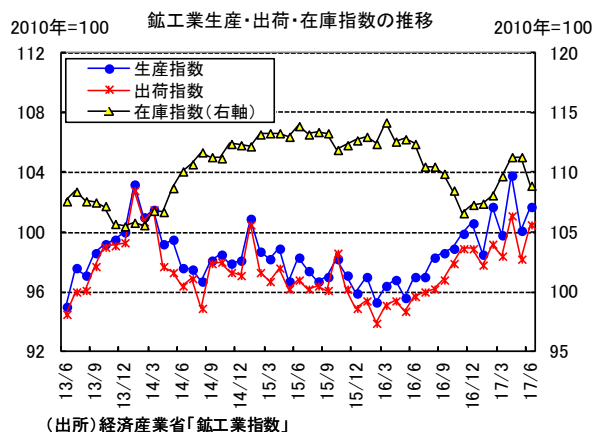
○ 6月全国消費者物価指数 (7月28日)

6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、6ヵ月連続のプラスとなった。内訳では、エネルギー価格の上昇が全体を押し上げる構図が続く一方、コアCPIからエネルギーを除いた新型コア指数は横ばい圏での推移が続くなど、基調的な動きは依然として弱い。7月の東京都区部の指数を見ると、コアCPIは同+0.2%と、前月から伸び幅が拡大したが、新型コア指数は同▲0.1%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。当面は、電気代を中心とするエネルギー価格の上昇が下支えになるとみるものの、耐久消費財価格の持ち直しペースが緩慢なほか、期待インフレ率が低迷していることもあって、秋以降のコアCPIは伸びが頭打ちになるとみている。



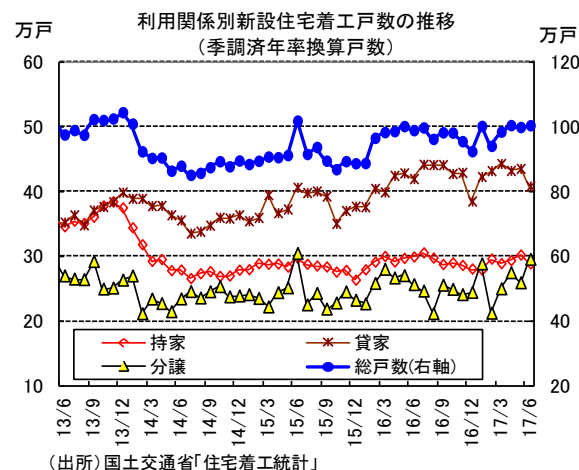
○ 6月鉱工業生産指数（7月31日）

6月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比+1.6%と、自動車関連にけん引される形で、2ヵ月ぶりのプラスとなった。四半期ベースで見ても、4-6月期は前期比+1.9%と、5期連続のプラス。製造工業生産計画生産予測調査によると、7、8月と、2ヵ月連続で増産の見通しとなっており、先行きも増産傾向が続く可能性が高い。今後の鉱工業生産は、堅調な海外需要を背景に、引き続き輸出にけん引される形で、緩やかな回復が続くと予想する。内需に関しても、個人消費の力強い伸びは見込みづらいものの、省力化投資を中心とする設備投資の回復や、公共投資の持ち直しなどが、生産の伸びに寄与するとみている。



○ 6月新設住宅着工戸数（7月31日）

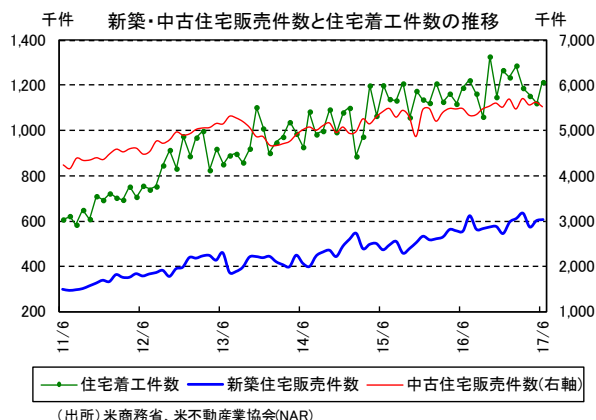
6月の新設住宅着工件数（季調値）は前月比+0.6%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。利用関係別に見ると、持家は同▲4.5%と、3ヵ月ぶりのマイナス、貸家も同▲6.2%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった一方、分譲は同+13.9%と、2ヵ月ぶりのプラス。今後については、住宅ローン減税制度などの住宅支援策や、低金利環境が引き続き下支え材料になるとみられるものの、マンション等の住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、供給増に伴う空室率の上昇が採算性の悪化につながることで、今後の貸家着工は緩やかな減少傾向へ向かうとみている。以上から、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



《米 国》

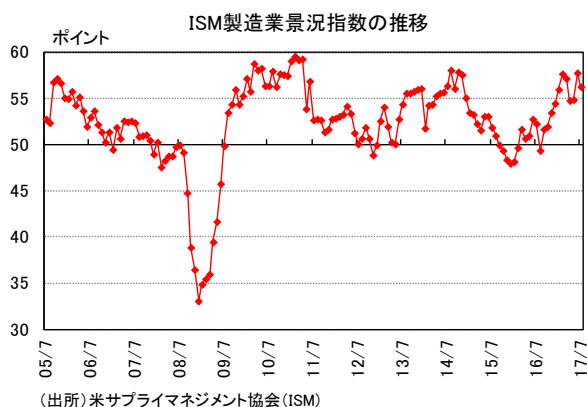
○ 6月住宅販売・着工件数（7月25日）

6月の米新築住宅販売は年率換算で61.0万戸、前月比+0.8%と、2ヵ月連続で増加した。一方、中古住宅販売は年率換算で552万戸、同▲1.8%と、2ヵ月ぶりに減少した。住宅着工件数は年率換算で121.5万戸、同+8.3%と、4ヵ月ぶりに増加した。先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で125.4万戸、同+7.4%と、3ヵ月ぶりに増加した。住宅投資は、建設業界における人手不足などが回復の足かせとなっているものの、住宅ローン金利が依然低水準であることを背景に、持ち直し傾向が続くと予想する。



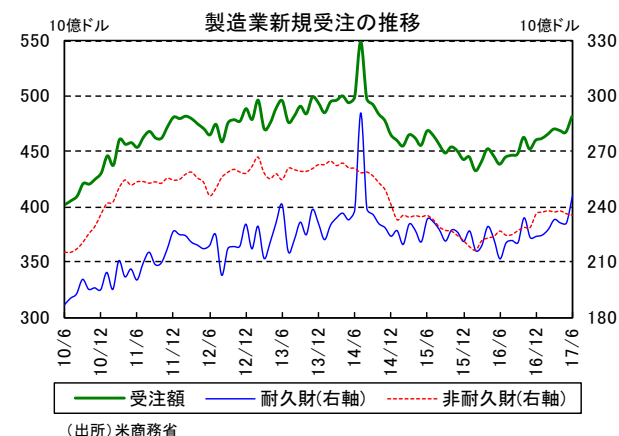
○ 7月ISM製造業景況指数（8月1日）

7月のISM製造業景況指数は56.3と、3ヵ月ぶりに低下したものの、依然高水準で推移している。拡大を示した業種は、18業種中15業種で、業種数は6月から変わらなかった。構成項目別に見ると、在庫のみが改善したものの、生産、新規受注、リードタイム、雇用と幅広い項目で悪化した。非構成項目では、新規輸出受注も悪化した。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。



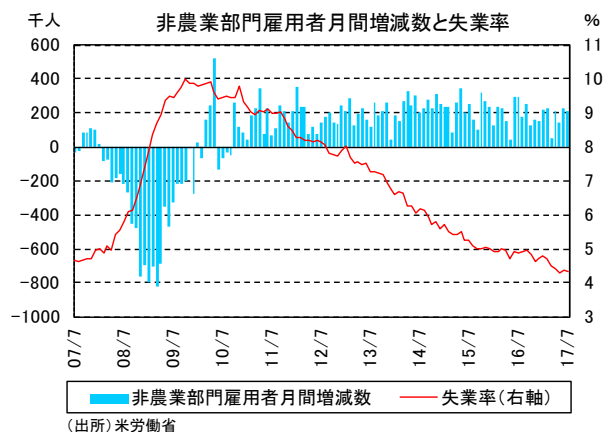
○ 6月製造業新規受注（8月3日）

6月の製造業新規受注は前月比+3.0%と、3ヵ月ぶりに増加した。除く輸送機器ベースでは、同▲0.2%と、3ヵ月連続の減少となった。耐久財は同+6.4%と3ヵ月ぶりに増加し、除く輸送機器ベースも同+0.1%と2ヵ月連続で増加した。輸送機器中、自動車は同▲0.6%と3ヵ月ぶりに減少したものの、航空機が同+99.1%と3ヵ月ぶりに増加した。非耐久財は同▲0.3%と2ヵ月連続で減少した。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▲0.0%と、6ヵ月ぶりに減少した。エネルギー関連企業を中心に業績が改善していることから、製造業新規受注は改善傾向で推移すると予想する。



○ 7月雇用統計 (8月4日)

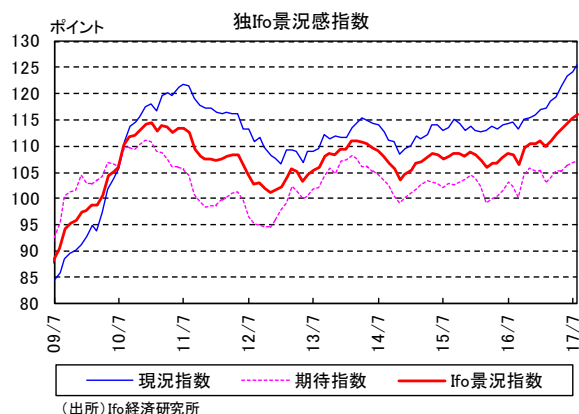
7月の非農業部門雇用者数は前月比+20.9万人と、市場予想の+18.0万人を上回った。また、6月の伸びも+23.1万人と、22.2万人から上方修正されている。時間当たりの賃金は前年比+2.5%と、6月の同+2.5%から横ばいとなり、市場予想の同+2.4%を上回った。失業率は4.3%と、6月の4.4%から低下した。労働市場の需給の引き締まりが続いている一方、賃金の伸びは加速感に欠ける状況が続いている。9月19-20日開催予定のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、再投資計画の変更に着手する可能性が高いとみる。年内の追加利上げについては、秋以降の雇用・物価の指標次第となるが、現時点では見送る可能性が高いと予想する。



《 欧 州 》

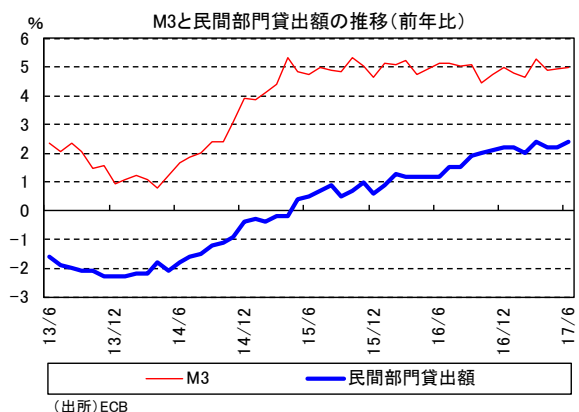
○ 7月ドイツIfo景況感指数 (7月25日)

7月のドイツIfo景況感指数は116.0と、6ヵ月連続で上昇し、3ヵ月連続で統計開始以降の最高値を更新した。内訳を見ると、現況指数が124.2→125.4と、11ヵ月連続で上昇したほか、期待指数も106.8→107.3と、3ヵ月連続で上昇した。産業別では、小売業が16.0→11.0と、2ヵ月ぶりに低下したものの、製造業は26.2→29.5、建設業は12.6→14.2、卸売業は23.6→24.1と、いずれも上昇した。良好な雇用環境や緩やかな金融環境などに支えられ、ドイツ景気は今後も回復基調が続くとみる。



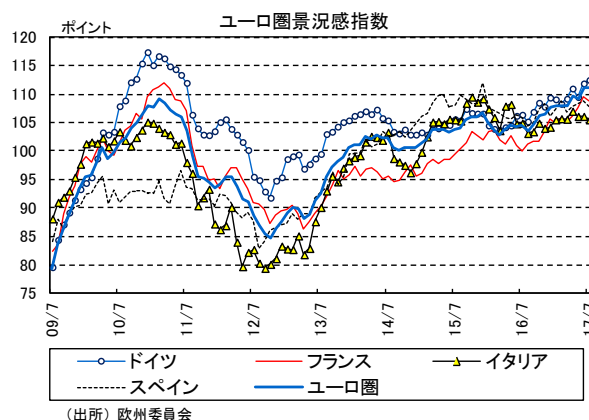
○ 6月ユーロ圏マネーサプライ (7月27日)

6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。民間向け貸出額も同+2.2%→+2.4%と、3ヵ月ぶりに伸び幅が拡大。民間向け貸出額の内訳を見ると、非金融企業向けは同+1.6%→+1.3%と、2ヵ月連続で伸び幅が縮小したものの、家計向けは同+2.7%→+3.0%と、4ヵ月連続で伸び幅が拡大した。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やかであるうえ、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。



○ 7月ユーロ圏景況感指数 (7月28日)

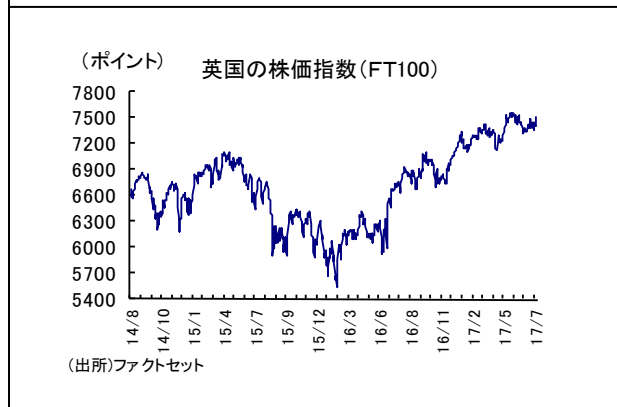
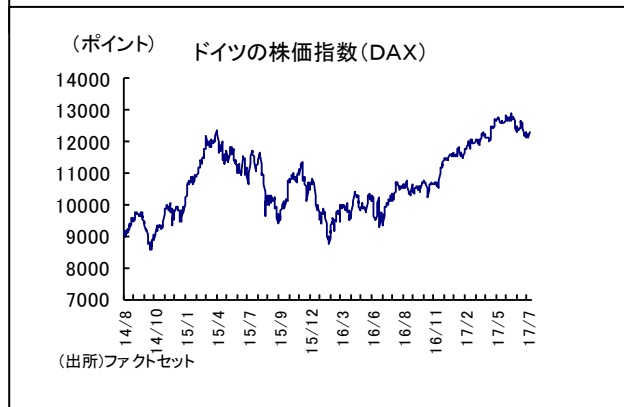
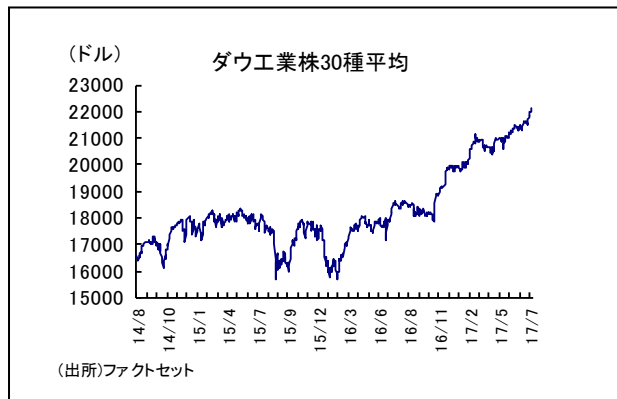
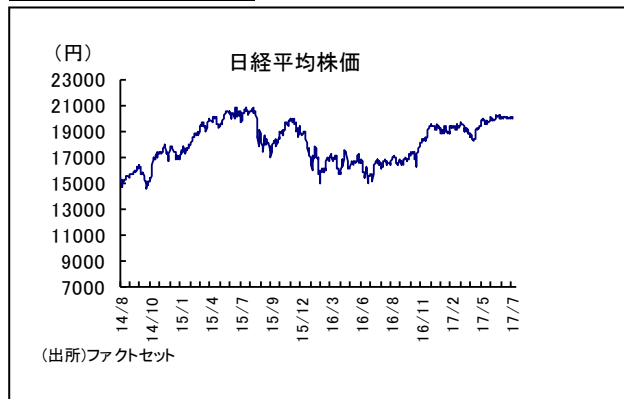
7月のユーロ圏景況感指数は111.2と、2ヵ月連続で改善した。構成項目別に見ると、消費者信頼感が▲1.3→▲1.7、小売業景況感が4.4→4.0と、いずれも悪化したものの、サービス業景況感は13.3→14.1、建設業景況感は▲3.5→▲1.7と、ともに改善した。鉱工業景況感は4.5と、前月から横ばい。主要国別では、フランスが109.5→108.8、スペインが108.9→107.9、イタリアが106.1→105.5と、いずれも悪化した一方、ドイツは111.9→112.5と、2ヵ月連続で改善した。政治的な不透明感が和らぐなか、雇用環境の改善や、米中を中心とする海外景気の回復などを背景に、景況感指数は緩やかな改善傾向が続くと予想する。



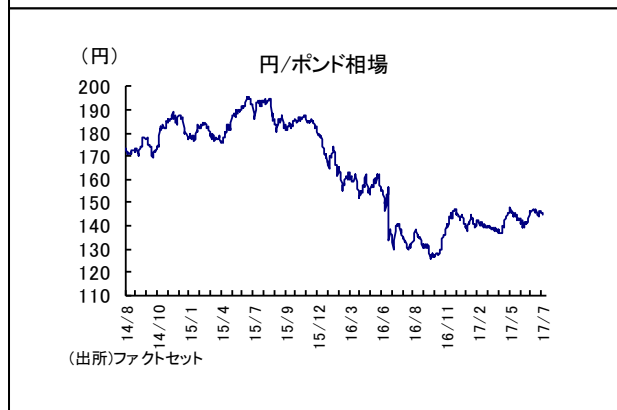
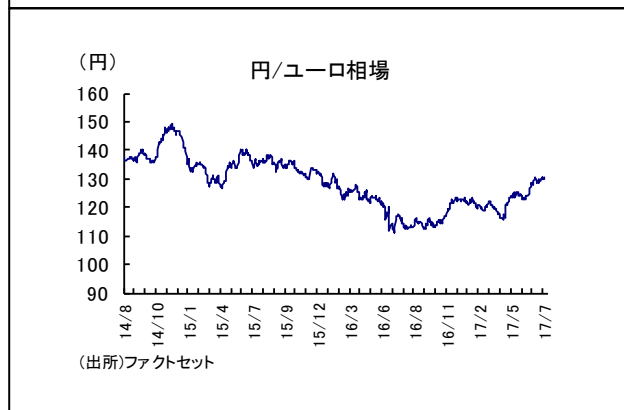
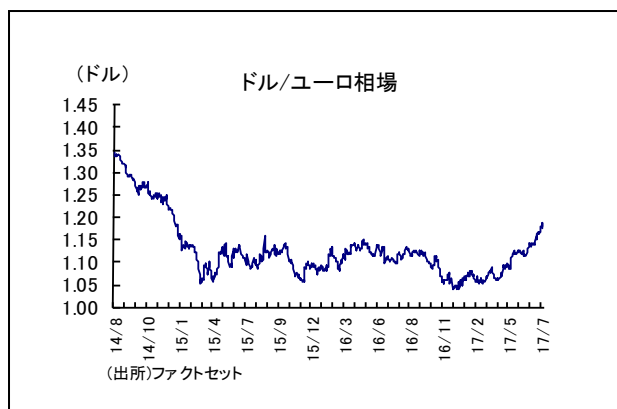
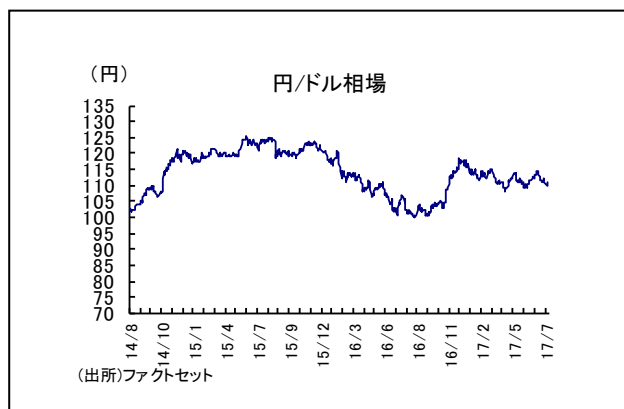


## 日米欧マーケットの動向 (2017年8月7日現在)

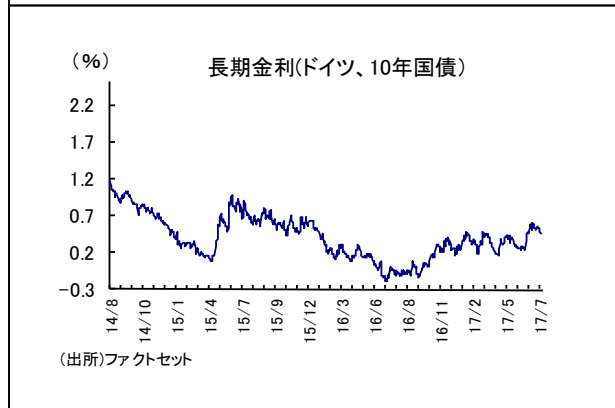
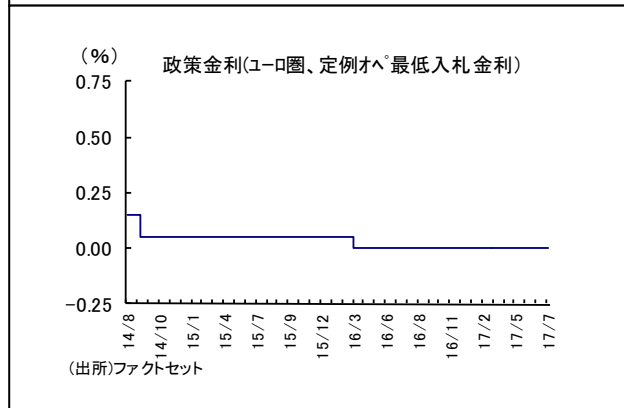
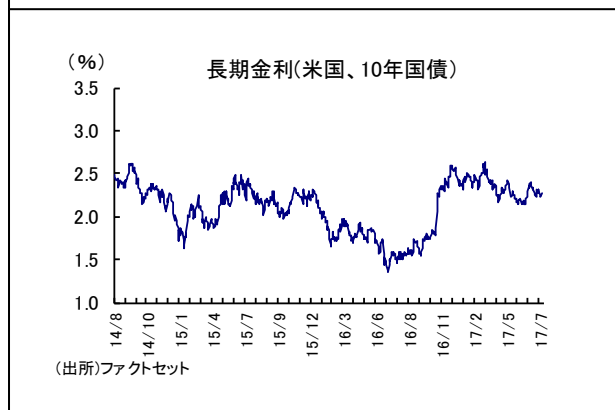
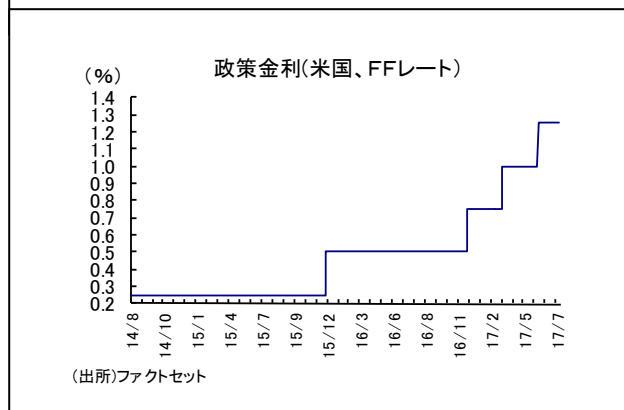
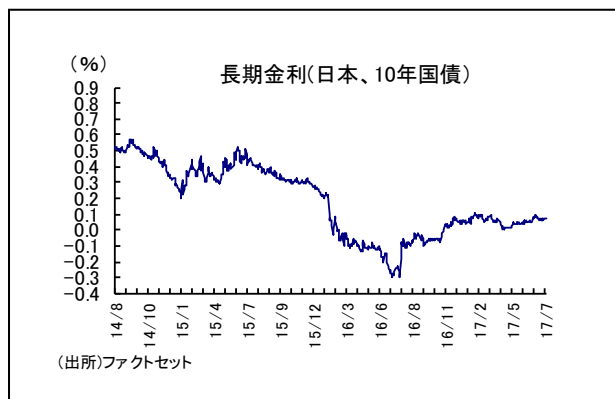
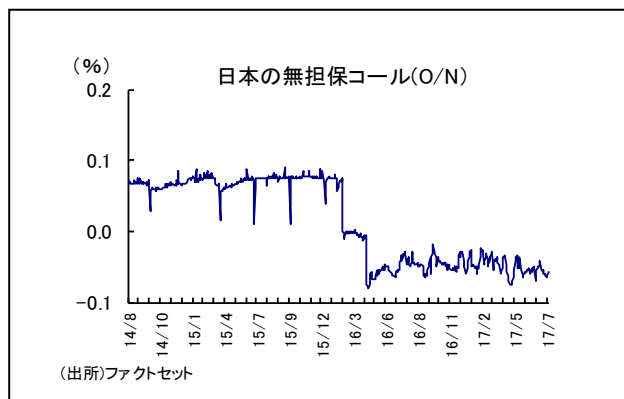
### ▽各国の株価動向



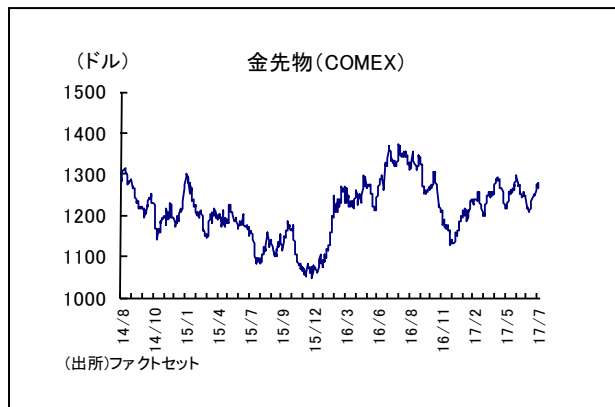
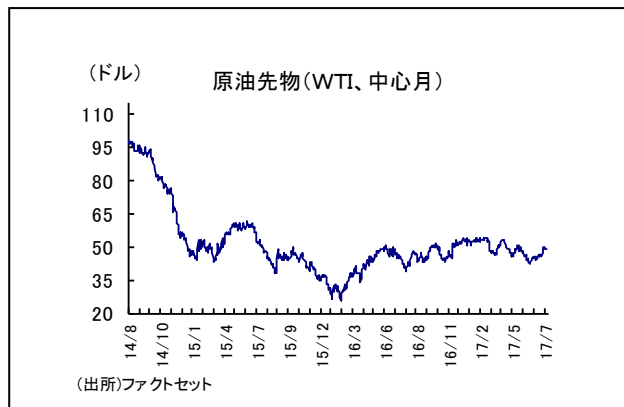
### ▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



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

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

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