

## <フォーカス> 金融政策は来年4月に再度の枠組み変更か

1年前に導入した長短金利操作付き量的・質的金融緩和(YCC)は、操作目標を量から金利へと戻すことで、量的・質的金融緩和(QQE)の延命を計る政策であった。しかし、量的目標が中途半端な形で残っていること、金融システムに大きなストレスがかかっていることなど、依然として長期的、安定的に持続可能な枠組みとは言い難い。景気自体は回復過程にあり、2年以内に2回も枠組み変更していることを考えれば、現体制下での再度の変更は大義名分が立ちにくい、来年4月の新体制への移行時はチャンスである。

日銀にとって制約要因は少なくない。まずは、2%の物価目標の存在である。当初2年としていた期限はとうにすぎ、中長期的な目標に位置づけが変わりつつあるとはいえ、いまだに遠く届かない以上、枠組み変更により物価目標の達成が近づくという説明ができなければならない。元々2%という水準に理論的な裏付けはないのだが、振り上げたこぶしは今さら降ろせない。主要国と同じ目標を掲げることで、購買力平価の安定が期待できるという消極的な意味はあるにせよ、日銀にとってはこれまでの政策の誤りを認めるわけにはいかないという理由のほうが大きいとみられる。すなわち、日銀は、自らの正当性と政策の継続性を損なうことなく、緩和強化の建前を維持しながら、正常化への道を探るといえる。

では、具体的にどのような変更がなされるだろうか。基本的には、「量」から「金利」への一段のシフトが軸になると考えられる。まず、長期国債の「年80兆円増をめど」という数字は撤廃される可能性が高い。YCCのもとで、量はすでに従属変数に変わっている。したがって、80兆円という数字には目標としての意味合いはないのだが、導入当初は市場の受け止め次第で円高が進むリスクに対処する必要があった。しかし、YCCへの理解が徐々に浸透するなか、もはや無意味な数字の掲示にこだわる必要は薄れている。

ETF(年約6兆円増)とREIT(年約900億円増)の買入れも段階的に縮小するのではないか。もとより、日銀がリスク資産を大々的に買入れるというのは異常な政策である。特にREIT市場では日銀の存在は「池の中の鯨」であり、価格形成を歪める弊害が深刻になってきている。景気は堅調で、株価・地価とも順調に回復を続けてきたことを考えれば、役割は終えたと言える。

長期金利の操作目標については、指値オペの発動基準を変えることで、現在上下0.1%との暗黙の了解が成り立っている変動許容幅を次第に拡大する可能性が高い。あるいはレンジで示す形に変更するかもしれない。ただ、これらの変更を施した場合、全体として引き締め方向になってしまう。緩和強化の建前を維持するために考えられるのが、この環境下では奇手になるが、マイナス金利の深堀りである。政策金利残高の調整や、イールドカーブのスティープ化で、金融システムへの負担の軽減は可能と考えられる。

枠組みを変更しても、物価目標の達成が近づくわけではない。辛抱強く金融緩和を続けるうちに、何か神風が吹くのを待つしかないというのがお寒いところだが、だからこそ、より長期的に持続可能な枠組みへの変更を、タイミングを逃すことなく実施する必要がある。(Kodama wrote)

### 目次

<フォーカス>金融政策は来年4月に再度の枠組み変更か	1	・高揚感のない「いざなぎ越え」	6
・経済情勢概況	2	・主要経済指標レビュー	9
・企業は賃上げよりも省人化投資に走る	3	・日米欧マーケットの動向	13

**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、内外需足並みの揃った緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、持ち直しの動きが続いている。今後は、賃金の伸び悩みが続くなか、社会保障関係負担の増加なども重しとなって、緩慢な回復にとどまると予想する。

住宅投資は、回復が続いている。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、回復傾向が続くと予想する。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ものの、期待インフレ率が伸び悩んでいることなどから、2017年度のコアCPI上昇率は、前年比+0.5%程度にとどまると予想する。

**米 国**

米経済は、堅調に推移している。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、人手不足などが回復の足かせとなっているものの、雇用者数の増加などに支えられ、持ち直しに向かうとみる。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。

輸出は、新興国やユーロ圏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になるとみられるほか、企業の投資意欲が持ち直していることもあって、底堅く推移するとみている。

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。10月には、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。

## 企業は賃上げよりも省人化投資に走る

### 企業の成長期待は伸び悩む

このところ、日本の設備投資は、生産能力増強型の投資が伸び悩む一方で、省人化・省力型投資が支えるという構図が鮮明になりつつある。

内閣府の民間企業資本ストックからヴィンテージを計算すると概ね16年程度である。これほどの長きに渡って稼働する生産設備の増強を判断するためには、16年とは言わないにしても、ある程度中長期的に自社の業績が伸び続けるとの見通しが立つ必要がある。しかし、国内市場の先行きについては、人口減という、あまりにわかりやすい、かつ外れようのない予測材料がある。生産性も伸び悩んでおり、日本の潜在成長率が1%内外しかないという事実は、どんな経営者でも知っている。海外を主戦場とする企業は別として、内需型の企業にとっては、国内市場の成長期待が持ちにくくなっていることが、企業の設備投資意欲の足かせとなっているのは想像に難くない。

事実、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」の直近2016年度調査をみると、今後5年間の実質経済成長率、業界需要の実質成長率はほぼ連動しており、いずれも低迷が続く見通しとなっている(図表1)。今後5年間の実質経済成長率については、2013年調査の1.5%から、2016年調査は1.0%へ、業界需要の実質成長率については、2013年調査の1.3%から、2016年調査では0.9%へと、アベノミクスへの期待がはく落するとともに逆に下がってきているのが現実である。

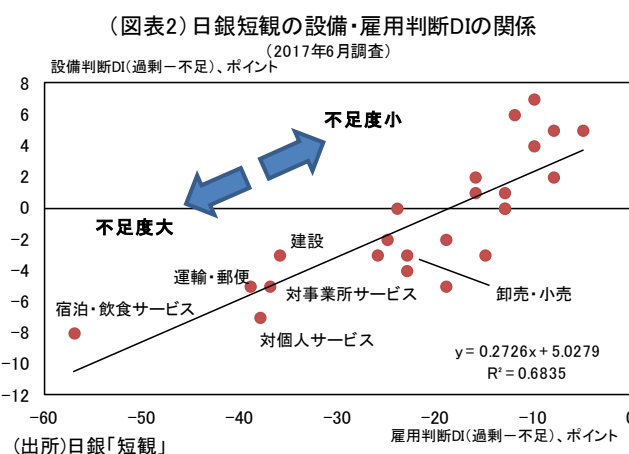
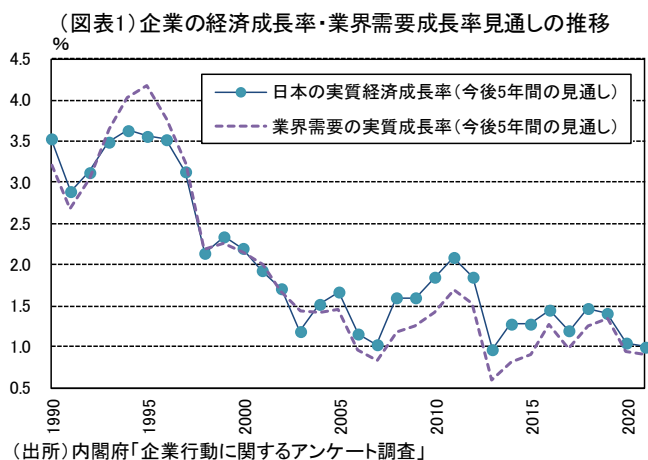
事実、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」の直近2016年度調査をみると、今後5年間の実質経済成長率、業界需要の実質成長率はほぼ連動しており、いずれも低迷が続く見通しとなっている(図表1)。今後5年間の実質経済成長率については、2013年調査の1.5%から、2016年調査は1.0%へ、業界需要の実質成長率については、2013年調査の1.3%から、2016年調査では0.9%へと、アベノミクスへの期待がはく落するとともに逆に下がってきているのが現実である。

### 省人化・省力化投資は活況

ただ、能力増強型投資には及び腰の企業が多い一方で、非製造業を中心に、人手不足が深刻化している業種では、人手不足に対応した労働代替的な投資、いわゆる省人化投資が急速な広がりを見せている。

日銀短観で業種別の設備判断DIと雇用判断DIの関係を見ると(2017年6月調査)、建設、宿泊・飲食サービス、対個人サービス、運輸・郵便など、雇用が不足している業種ほど設備の不足を感じているという、正の相関関係が確認できる(図表2)。そうした業種では、ここ数年、ソフトウェア投資が急速に伸びている。10年前との比較では、全産業ベースのソフトウェア投資がほぼ横ばいにとどまっているのに対し、これらの業種では軒並み20%から50%に達している(図表3)。図表2で、

設備、雇用とも全業種中、最も不足感が大きいことが示されている宿泊・飲食業に至っては、実に2倍以上の増加である。ソフトウェア投資のすべてが省人化関連ではなく、またソフトウェア以外にもロボットのように省人化投資は多々あるが、ソフトウェア投資の増加ペースをみると、雇用の



需給の引き締め度合いとある程度軌を一にしていることも確認できる（図表4）。

**企業が期待できる効果**

企業が省人化・省力化投資で期待できることはいろいろある。すべての効果は互いに密接に関連しているが、まずは生産性の向上である。製造業では早くからロボットを使った自動化と大量生産が進んでいるが、非製造業でもロボットを使った作業の効率化が可能のほか、AI等を使った生産から販売に至るまでのシステム最適化により生産性の上昇が期待できる。これにより、新たなイノベーションも生まれやすくなる。

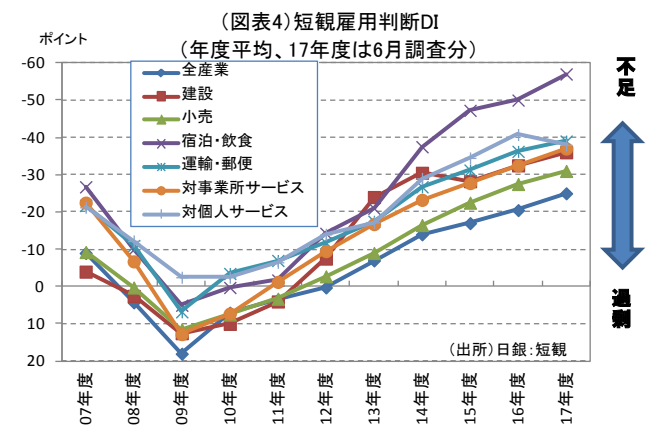
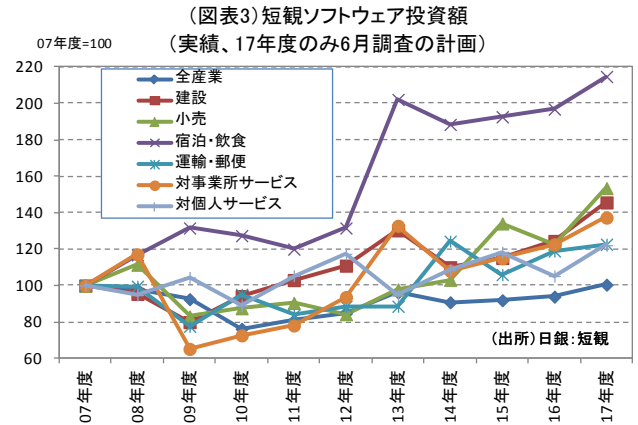
二番目は、製品の品質向上である。製造・販売システムの最適化が、製品やサービスの品質の向上と安定に繋がる。三番目はコスト削減である。作業日数や人員の節約に加え、不良品や在庫の削減、保管スペースや運転費の節約等もコスト削減に寄与するはずである。四番目は、労働環境の改善である。労働者が危険な作業や単純作業から解放されてストレスが減り、作業効率化で残業時間の縮減にも繋がれば、働き方改革の趣旨にも合致する。

**急速に進むIT技術**

こうしたタイプの投資が、先行していた製造業から、人手不足にあえぐ非製造業に急速に広がりつつあるのが現状である。たとえば小売業では、セルフレジが進化しており、業態によっては、顧客が購入した商品ごとにバーコードをセンサーにかざさなくても、商品を詰め込んだカゴをボックスにおくだけで自動計算するタイプも登場している。これにより、レジの人員削減が可能となっている。また、AIが顧客の購買履歴を分析し、販売員に販売方法を適切に指示することで、販売効率の向上に繋げるシステムなども開発が進んでいる。

農業における最新のスマート田植え機は、GPSを用いて自動的に方向転換するほか、田植え中に土壌を分析し、自動で施肥量をコントロールする。これによりコメの品質が安定するとともに、稲の高さが統一されるため倒伏も抑制され、収穫の効率化も実現できるという。建設業ではドローンによるレーザーを用いた測量で、施工計画図面の3次元化が実現、労働投入量の削減が可能となっている。また、最新のICT建機は、設計図をプログラミングすることで、数十センチ単位で移動距離や掘る深さなどをオペレーターに指示、これにより非熟練者でも熟練者並みの精度での作業が可能になっている。

物流における最新の自動搬送ロボットは、レーザーを使い間取りを把握して自動走行、エレベーターも自動で乗降する。ロボットが置いた場所を記憶するので、もはや倉庫の中を仕分けして整理整頓する必要がない。空いている場所に順番に置けば良いため、スペースの節約にもつながっている。生産現場で使用する搬送ロボットでは、移動のための台車と上に載るロボットのセパレートタ



イプも登場しており、ロボット部分は単に部品を運ぶだけではなく、より細かい作業も可能になっているという。

### マクロ的にも良いことづくめのはずだが

マクロ的な経済効果も、基本的には良いことづくめのはずである。設備投資はそのものが需要であることから、GDPの伸びに直結するほか、生産性が向上すれば潜在成長率の上昇に結びつく。これが企業の成長期待の改善に繋がれば、賃上げが実現し、個人消費が回復、能力増強型投資も増えることで、景気がさらなる安定に向かう展開が期待できる。

物価に与える影響はやや複雑で、短期的には省人化・省力化投資が賃金の伸び悩みに繋がり、これが物価にとっても抑制要因となる。ただ、生産性が向上すればいずれは賃上げ、物価上昇に結びつくはずである。関連業種の株価は上昇持続が期待できるうえ、経済の需要サイドと供給サイドがともに上昇することで、自然利子率が上昇することが長期金利の上昇に結びつき、金融システムも安定する……、というのがバラ色シナリオだが、マクロ的な好影響が目立ち始めるまでには、まだかなりの時間を要しそうである。今のところ企業にとっては人手不足をカバーするのに精いっぱいというところで、とても生産性の上昇が賃上げに結びつくような状況ではない。

一人あたりの生産性は上がっても、マクロベースでの成長率が伸びなければ市場は拡大せず、企業の成長期待の改善にはつながらない。したがって、省人化投資が潜在成長率の上昇に結びつくためには、生産年齢人口の減少を上回るスピードで生産性の上昇が進むことが必要とも考えられる。しかし、足元では毎年0.9%のペースで生産年齢人口の減少が続いていることを考えると、これ以上の生産性の伸び加速はハードルが高い。

### いずれのシナリオでも賃金は上がりにくい

逆に、団塊の世代の引退と、M字カーブの解消により、人手不足はいっそう深刻化する見通しで、当面は、AIの進歩とのスピード競争という形になりそうである。人手不足のスピードが勝った場合、それはそれで賃上げ要因になりそうだが、こうした単純な需給要因で賃金が上がるならとっくに上がっているはずと考える。いずれは機械の進歩が追いつくと期待が残る限り、企業は賃上げを我慢するかもしれない。問題はやはり成長期待である。成長期待が盛り上がらない限り、賃上げよりも、仕事を抑制する方向に流れてしまう可能性は低くない。

焼き鳥が主力の有名居酒屋チェーンや、少し前は牛丼店など、最近では人手不足による値上げが話題となるケースも増えつつあるが、いずれも「苦し紛れ」との論調が共通しており、景気回復の高揚感とは無縁である。また、問題はサービス業に多いパートタイマーの賃金ではなく、正社員の賃金である。パートタイマーの賃金はすでに着実に上昇している。これに対し、正社員の賃金は、企業の社会保険料負担の増加、年功序列型賃金体系の流動化、バブル世代の加齢に伴う高賃金化、成熟経済移行に伴う労働組合の穏健化等、構造的な上昇抑制要因は枚挙にいとまがない。当面は、賃金も個人消費の伸びも鈍い状態が続く可能性が高い。（担当：小玉）

## 高揚感のない「いざなぎ越え」

### 景気拡張期は58ヵ月に達した可能性が濃厚

2012年11月から始まった足元の景気拡張期（第16循環）は、もしすでに山を付けているのであれば、この8月で58ヵ月に達し、いざなぎ景気（第6循環：1965年10月～1970年7月）の57ヵ月を超えたことになる。景気の山、谷を示す景気基準日付は、景気動向指数の一致DIの各採用系列から作るヒストリカルDIに基づき、内閣府が景気動向指数研究会での議論を踏まえて事後的に判定する。したが

って、現時点では不確定だが、すでに山を付けたと考える根拠は乏しく、「いざなぎ越え」はほぼ確実と見て良いだろう。

景気循環は、谷から、間に山を挟んで

(図表1)バブル崩壊後の景気循環

		谷	山	谷	期間		
					拡張	後退	全循環
第12循環	月次	93年10月	97年5月	99年1月	43ヵ月	20ヵ月	63ヵ月
	四半期	93年10-12月	97年4-6月	99年1-3月	14四半期	7四半期	21四半期
第13循環	月次	99年1月	00年11月	02年1月	22ヵ月	14ヵ月	36ヵ月
	四半期	99年1-3月	00年10-12月	02年1-3月	7四半期	5四半期	12四半期
第14循環	月次	02年1月	08年2月	09年3月	73ヵ月	13ヵ月	86ヵ月
	四半期	02年1-3月	08年1-3月	09年1-3月	24四半期	4四半期	28四半期
第15循環	月次	09年3月	12年3月	12年11月	36ヵ月	8ヵ月	44ヵ月
	四半期	09年1-3月	12年1-3月	12年10-12月	12四半期	3四半期	15四半期
第16循環	月次	12年11月	-	-	58ヵ月～	-	-
	四半期	12年10-12月	-	-	19四半期～	-	-

(出所)内閣府

次の谷までで1循環と数える(図表1)。戦後の景気循環における拡張期のみの平均期間をみると、まだ確定していない今回の16循環を除いた場合、36.2ヵ月となる。ちなみに最長は前々回、第14循環の73ヵ月で(2002年1月～2008年2月)、足元の景気拡張期は戦後2番目の長さということになる。

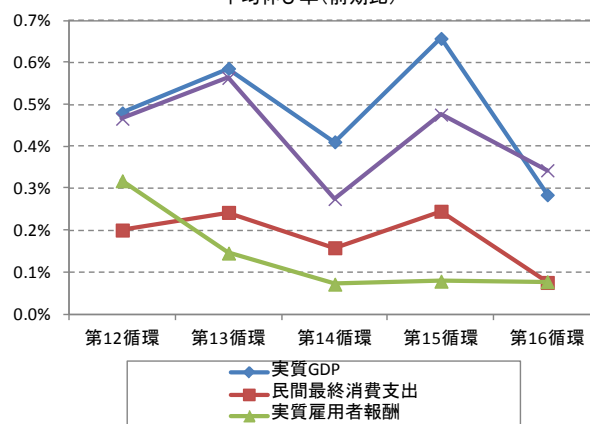
第14循環も、2009年に当時の与謝野馨経済財政担当相が「だだらかげろう景気」と称するなど、景気回復の実感がないと言われ続けたが、今回も実感が湧かないという点では当時と変わらないか、あるいはそれ以上かもしれない。

### 平均成長率はバブル崩壊後でもっとも低い

四半期基準日付を利用して、バブル崩壊後の5回の景気拡張期の実質GDP成長率を比較すると、今拡張期の平均成長率は前期比+0.3%で、5回の中では最も低く、+0.6%台後半だった前回第15循環の約半分である(図表2、第12循環の起点は93年10-12月期だが、現行GDP統計が94年1-3月期までしか遡れないため、第12循環のみ94年1-3月期を起点として計算、以下同様)。第15循環は世界金融危機からの回復過程であり、金融危機で大きく落ち込んだあとの反動で伸びが大きくなった側面はあるが、その前の12～14循環と比べても今拡張期の伸び幅の小ささが目立つ。

所得ベースで見た概念である実質GDIを見ると、第16循環の平均成長率は+0.3%で、やはり第15循環の+0.5%を下回っている。バブル崩壊後の景気拡張期では第14循環の次に低い。第14循環の際は、上昇基調にあった原油価格が、産油国への所得流出(交易利得の減少)という形で、実

(図表2)各景気拡張期における四半期ごとの平均伸び率(前期比)

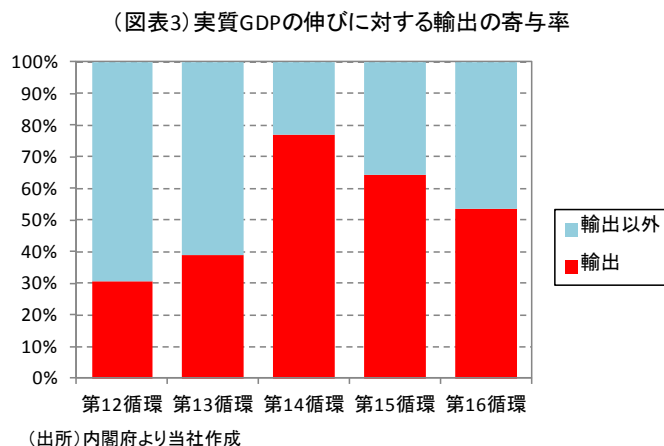


(出所)内閣府より当社作成

質 GDI の押し下げ要因になっていた。そうした意味では、今拡張局面でも原油価格が 14 年後半以降、低下基調にあったことで、実質 GDP との比較でみると、第 12 循環以降で初めて、実質 GDI の伸びが実質 GDP の伸びを上回っている。所得面の指標であることから、実質 GDI は実質 GDP よりも景気の実感を反映すると言われるが、伸び幅そのものは低下していることもあり、これが景気回復の実感に繋がっているとは言い難い。

### 高止まりする外需依存度

外需主導も際立つ。実質 GDP 全体の伸びを 100% とした場合の、輸出の寄与率は 52% と半分を超える（図表 3）。直近 3 回の景気拡張期は、いずれも輸出の寄与率が 50% を超えており、2000 年代以降の日本の景気が外需依存度を一段と強めている様子が見て取れる。輸出が伸びていなかったら、景気拡張期はさらに短く、弱いものになっていたという分、不安定性と先行きの不透明性は増している。世界経済自体も、成長率への寄与度という点では



E7（中国、インド、ブラジル、メキシコ、ロシア、インドネシア、トルコ）といった新興国が、G7 を上回るようになってきているのが実態である。こうした国々は、潜在成長率が高いものの、新興国ならではの不安定性が拭えず、世界経済自体も見通しが難しくなっている。これがいっそう、日本経済の先行き不透明感を増しており、企業の成長期待の低迷にも繋がっているとみられる。

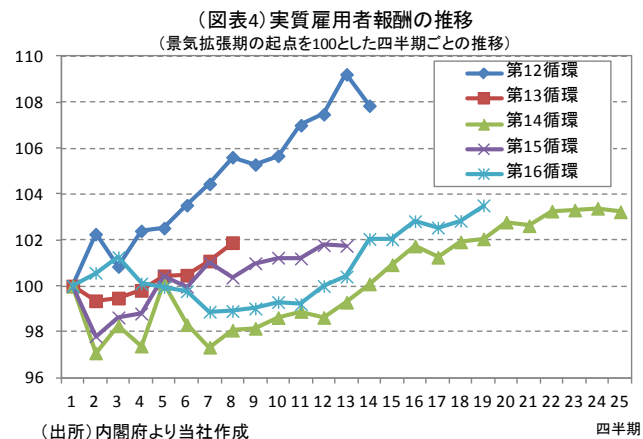
### 雇用者所得の伸び悩みがネック

逆に内需、特に個人消費の寄与率は下がり続けており、第 16 循環は 3 割を切っている（第 12, 13 循環：41%、第 14 循環：37%、第 15 循環：36%、第 16 循環：26%）。第 16 循環の個人消費の平均伸び率（前期比）は+0.08%と、バブル崩壊後の景気拡張期としては、初めて 0.1% を下回った（図表 2）。国民の効用の増加に繋がるのは、GDP 全体の伸びというよりも、個人消費の伸びであることを考えると、実感を伴わないのも当然と言える。

背景にあるのは、実質雇用者報酬の伸び悩みである。図表 2 をみると、直近 3 回の景気拡張期における平均の伸び率はいずれも +0.07%~0.08% にとどまっている。その意味では、実質個人消費の伸びが実質雇用者報酬の伸びを上回り、消費者がやや背伸びした消費スタンスをとっていた 13~15 循環と異なり、今拡張期はほぼ身の丈に合った消費スタンスに戻ってきたとの言い方ができる。

図表 4 からは、今景気拡張期の実質雇用者報酬の伸びのペースが鈍く、特にこの 1 年はほぼ横ばい圏内の推移にとどまっていることが確認できる。それまでの回復も原油価格の下落に助けられていた面が大きかった。家計所得の伸び悩みは、やはり日本経済の最大の課題のひとつと言えそうである。

有効求人倍率が 1.5 倍を超え、失業率が 3% を下回るなど、雇用市場の Slack がほぼ解消した状態



で所得の伸びはこの程度というのが現実なので、背景にあるのは循環的な問題というよりも、構造的な問題の可能性が大きいということである。前のレポートでも論じているとおり、おそらくは潜在成長率の低下に起因する部分が多い。問題が供給サイドにあるのであれば、もはや財政・金融政策の出番ではなく、政府は成長戦略の強化に専念すべきということになる。（担当：小玉）

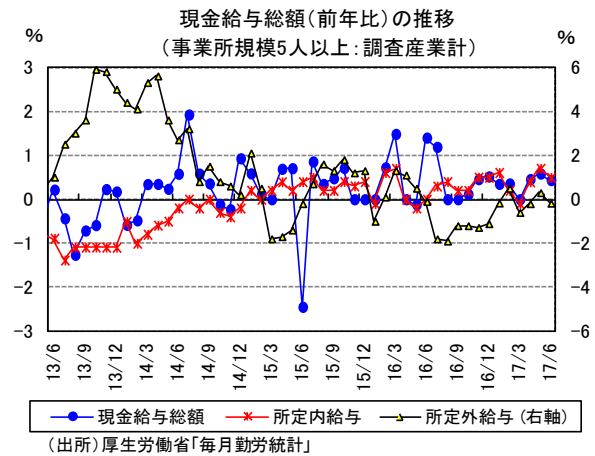


主要経済指標レビュー (8/21~9/1)

《日本》

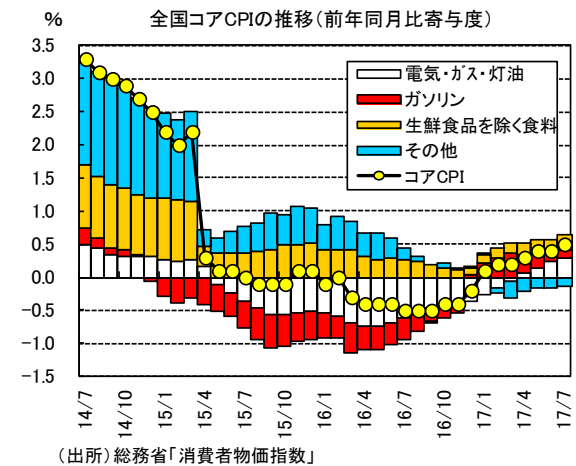
○ 6月毎月勤労統計 (確報、8月23日)

6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+0.4%と、前月の同+0.6%から伸び幅が縮小した。内訳項目を見ると、定期給与が同+0.5%と、前月と同じ伸びとなった一方、特別給与が同+0.4%と、前月の同+1.3%からプラス幅が縮小した。定期給与のうち、所定外給与は同▲0.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなったものの、所定内給与は同+0.5%と、3ヵ月連続のプラスとなった。今後についても、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、国内の低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみられる。



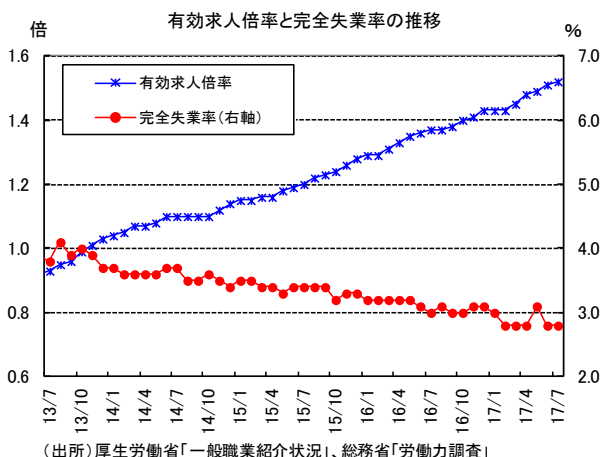
○ 7月全国消費者物価指数 (8月25日)

7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+0.5%と、7ヵ月連続のプラスとなった。伸び幅は6月から+0.1ポイント拡大。一方、コアCPIからエネルギーを除いた新型コア指数も同+0.1%と、いまだ横ばい圏での推移であり、物価の基調的な動きは弱い。足元でコアCPIを押し上げているエネルギー関連品目については、原油価格の上昇が一服していることで、今後は伸びが鈍化すると見込まれる。9月にかけてコアCPIはプラス幅を若干拡大すると見込むが、年度末にかけては再び鈍化に向かう可能性が高いとみる。当社では、17年度のコアCPIは前年比+0.5%、18年度は+0.7%と予想し、引き続き物価目標には大きく届かない推移が続くとみている。



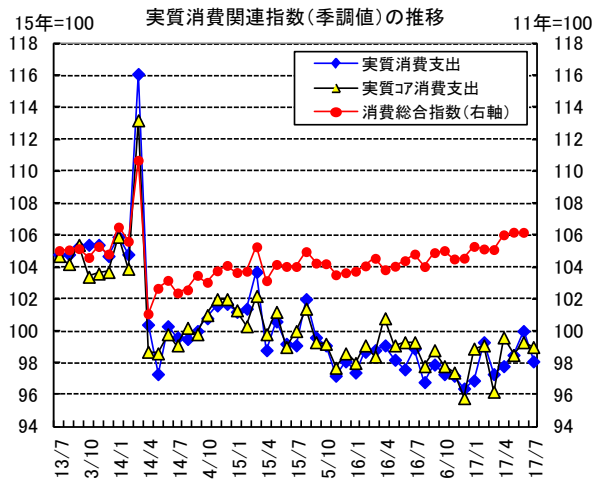
○ 7月雇用関連統計 (8月29日)

7月の雇用関連統計を見ると、完全失業率（季調値）は2.8%と、前月から横ばいとなり、市場予想とも一致した。有効求人倍率（季調値）は1.52倍と、1974年2月以来、43年5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、節目の1倍を2ヵ月連続で上回るなど、雇用環境の改善は続いている。ただ、企業の社会保険料等の負担が拡大するなか、依然として企業側の採用ニーズは、賃金や社会保険料などの人件費を削減でき、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。



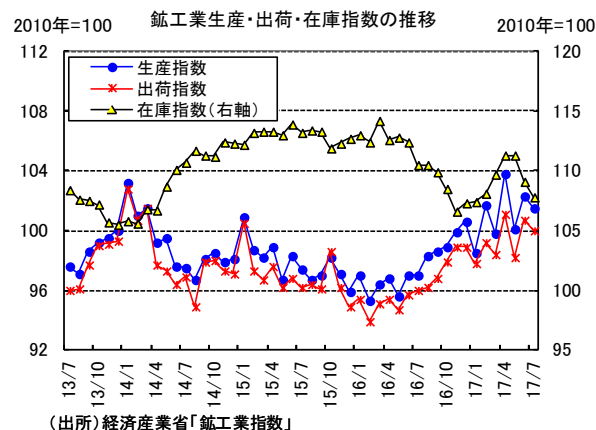
○ 7月家計調査 (8月29日)

7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▲0.2%と、16ヵ月ぶりのプラスだった6月から再びマイナスに逆戻りした。個人消費の回復トレンドの定着期待に水を差す結果。明るいニュースは所得関連の数字が良好なことで、勤労者世帯(2人以上の世帯)の実質ベースの実収入は前年比+3.5%と、15年7月の同+5.4%以来、2年ぶりの高い伸びとなった。もっとも、2017年春闘の賃上げ率が鈍かったことや、製造業中心に夏季賞与も落ち込んでいることから、この傾向が続くと見るのは早計。家計の実質購買力を下支えしてきた原油安効果も、足元では一巡しており、個人消費は今後も総じて緩やかな伸びにとどまるとみる。



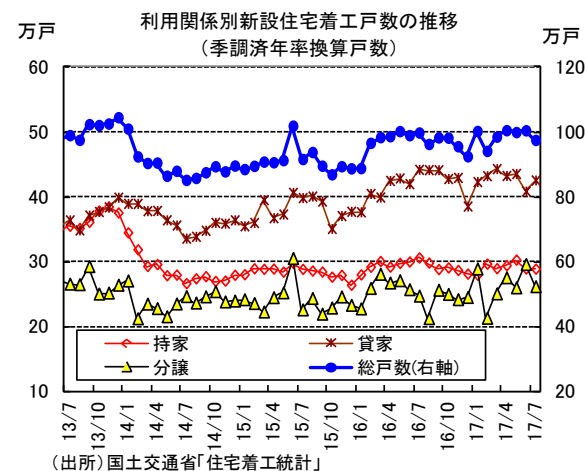
○ 7月鉱工業生産指数 (8月31日)

7月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲0.8%と、前月からの反動もあり、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。もっとも先行きについては、製造工業予測調査をもとにした試算値を見ると、8月は前月比+1.4%と増産、9月は横ばいまたは小幅縮小の見通しとなっており、増産傾向が続く可能性が高いとみられる。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。



○ 7月新設住宅着工戸数 (8月31日)

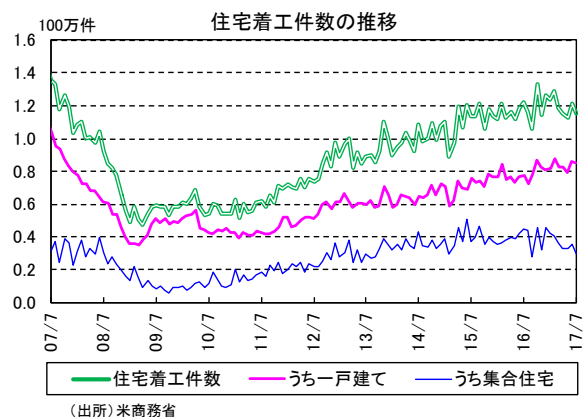
7月の新設住宅着工件数(季調値)は前月比▲3.0%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。利用関係別に見ると、持家は同▲0.1%と、2ヵ月連続のマイナス、分譲も同▲11.6%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。一方、貸家は同+4.2%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。今後については、住宅ローン減税制度などの住宅支援策や、低金利環境が引き続き下支え材料になるとみられるものの、マンション等の住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、供給増に伴う空室率の上昇が採算性の悪化につながることもあって、金融機関ではアパートローン向け融資拡大に対する警戒が高まっていることから、今後の貸家着工は減少傾向が続くとみている。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》

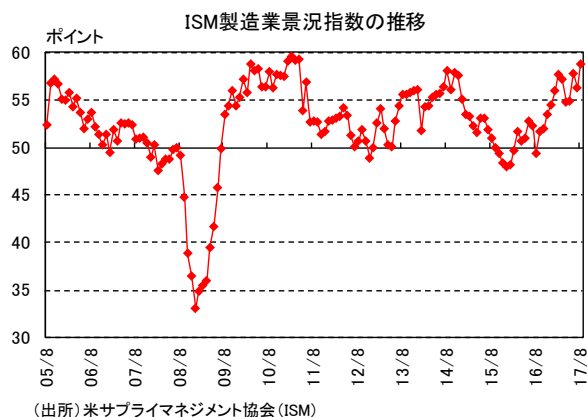
○ 7月住宅販売・着工件数 (8月24日)

7月の米新築住宅販売は年率換算で57.1万戸、前月比▲9.4%と、3ヵ月ぶりに減少した。中古住宅販売も年率換算で544万戸、同▲1.3%と、2ヵ月連続で減少した。住宅着工件数は年率換算で115.5万戸、同▲4.8%と、2ヵ月ぶりに減少した。先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で123.0万戸、同▲3.5%と、2ヵ月ぶりに減少した。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などを背景に、今後は持ち直しに向かうと予想する。



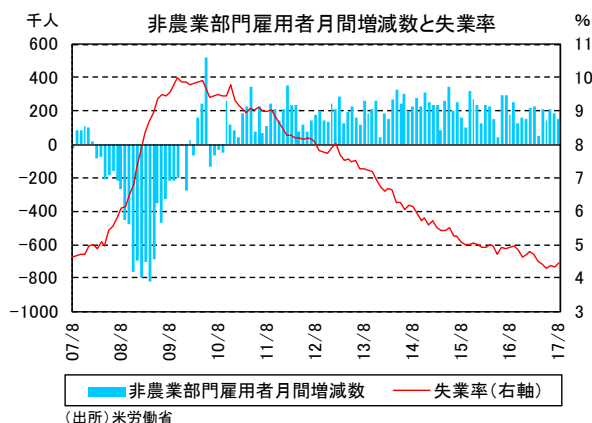
○ 8月ISM製造業景況指数 (9月1日)

8月のISM製造業景況指数は58.8と、7月の56.3から上昇した。上昇は2ヵ月ぶり。業種別に見ると、拡大を示したのは18業種中14業種で、前月の15業種から減少した。構成項目別に見ると、新規受注がやや低下したものの、雇用、在庫が大きく上昇したほか、生産、リードタイムも小幅に上昇した。一方、非構成項目では、新規輸出受注が悪化した。今後は、議会の債務上限問題を巡る議会の混乱などが企業景況感の低下要因になるとみているが、個人消費の改善を背景に内需の堅調が続くと見込まれることから、ISM製造業景況指数は引き続き回復傾向が続くと予想する。



○ 8月雇用統計 (9月1日)

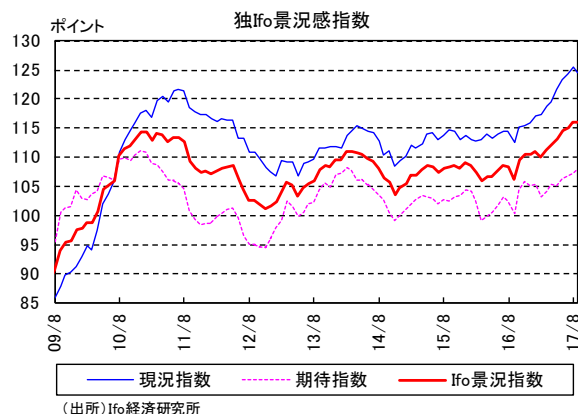
8月の非農業部門雇用者数は前月比+15.6万人と、市場予想の+18.0万人を下回った。7月の伸びも+20.9万人から+18.9万人へと、下方修正されている。時間当たりの賃金は前年比+2.5%と、7月から伸び幅は変わらず。失業率は4.4%と、7月の4.3%から上昇した。労働市場の需給の引き締まりが続いている一方、賃金の伸びは加速感に欠ける状況が続いている。FRB (米連邦準備委員会)は9月19-20日開催予定のFOMC (米連邦公開市場委員会)で、再投資計画の縮小に着手する可能性が高いとみるが、その後はインフレ率の低下を背景に、12月の利上げは見送ると予想する。



《 欧 州 》

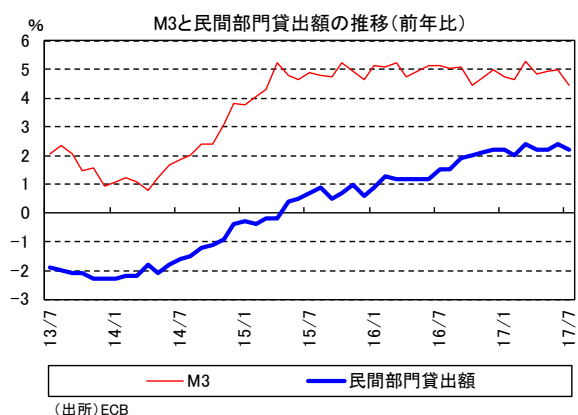
○ 8月ドイツIfo景況感指数 (8月25日)

8月のドイツ Ifo 景況感指数は 115.9 と、7 カ月ぶりに悪化した。ただし、水準としては過去 2 番目に高い。内訳を見ると、現況指数が 125.5→124.6 と、12 カ月ぶりに悪化した一方、期待指数は 107.3→107.9 と、4 カ月連続で改善した。産業別では、卸売業が 24.2→23.6、小売業が 11.0→5.1 と、ともに悪化したものの、製造業は 29.5→29.9、建設業は 14.4→17.3 と、いずれも改善した。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回復基調が続くとみる。



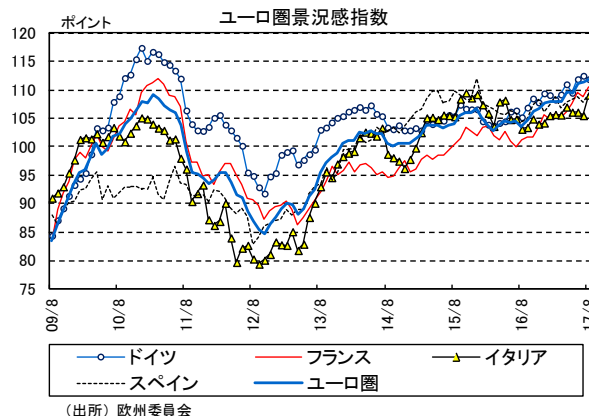
○ 7月ユーロ圏マネーサプライ (8月28日)

7月のユーロ圏マネーサプライ (M3) は前年比+4.5%と、前月の同+5.0%から伸び幅が縮小した。民間向け貸出額も同+2.4%→+2.2%と、3 カ月ぶりに伸び幅が縮小。民間向け貸出額の内訳を見ると、非金融企業向けは同+1.2%と、前月から伸び幅は変わらなかったが、家計向けは同+3.0%→+2.9%と、9 カ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。



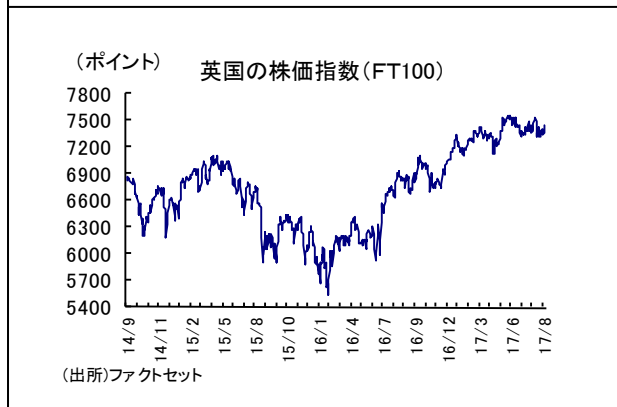
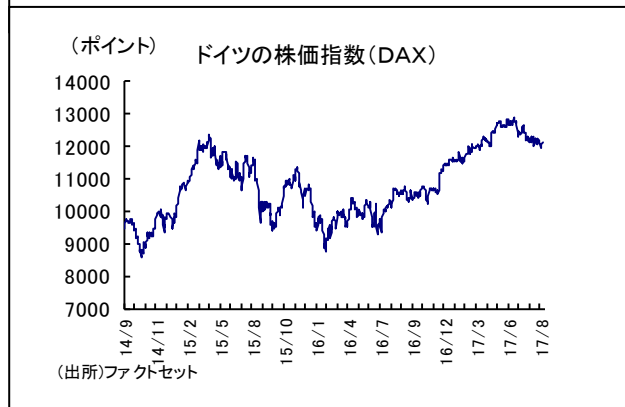
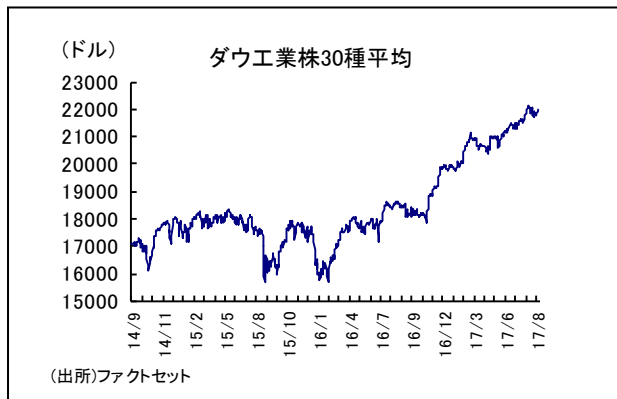
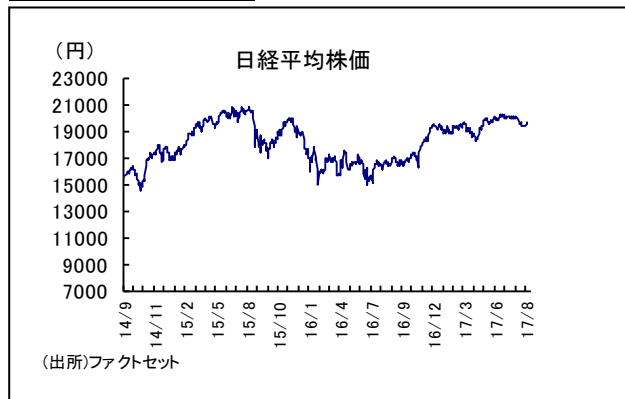
○ 8月ユーロ圏景況感指数 (8月30日)

8月のユーロ圏景況感指数は 111.9 と、3 カ月連続で改善した。構成項目別に見ると、小売業景況感が 3.9→1.6、建設業景況感が▲1.8→▲3.3 と、ともに悪化したものの、鉱工業景況感は 4.5→5.1、サービス業景況感は 14.2→14.9、消費者信頼感は▲1.7→▲1.5 と、いずれも改善した。主要国別では、ドイツが 112.5→111.9 と、3 カ月連続ぶりに悪化した一方、フランスは 108.9→110.6、イタリアは 105.5→109.1、スペインは 107.9→109.3 と、いずれも改善した。地政学リスクへの懸念が高まりつつあるものの、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。

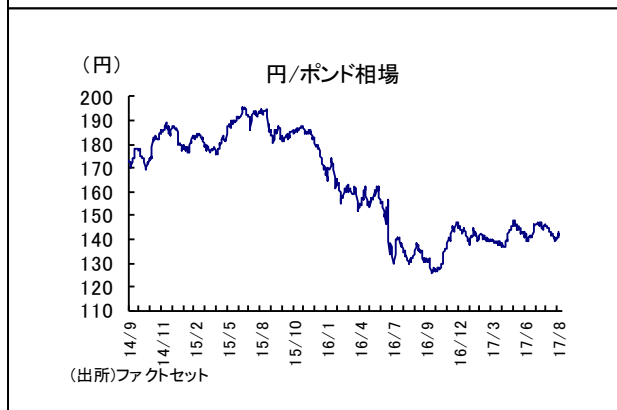
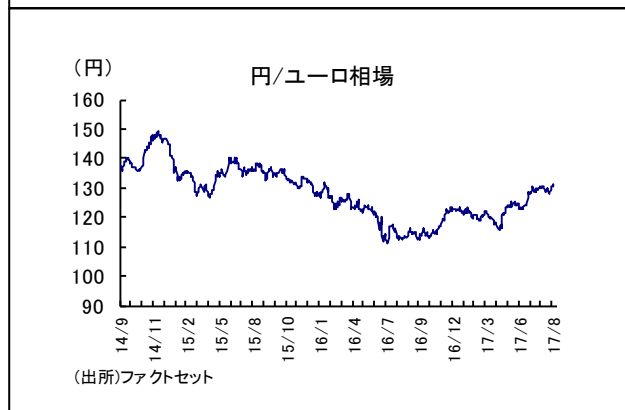
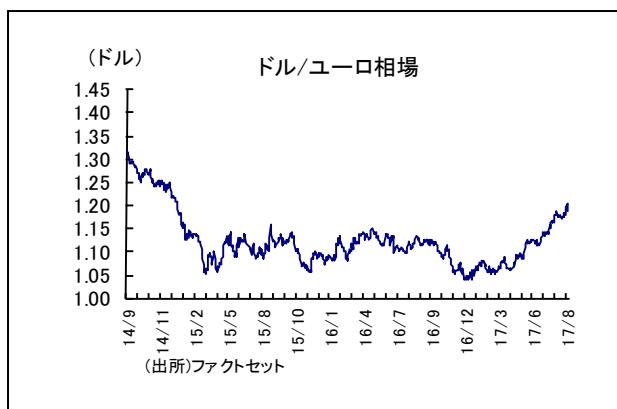
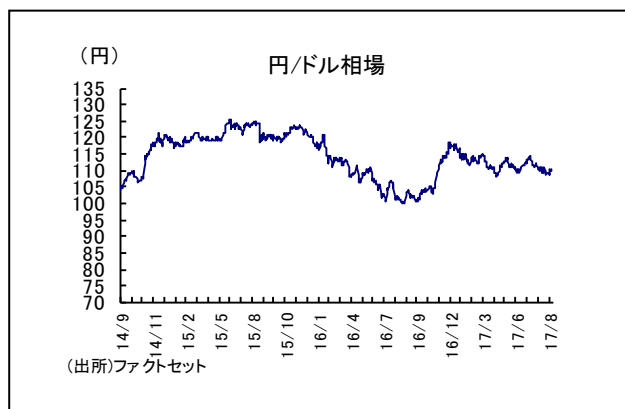


## 日米欧マーケットの動向 (2017年9月4日現在)

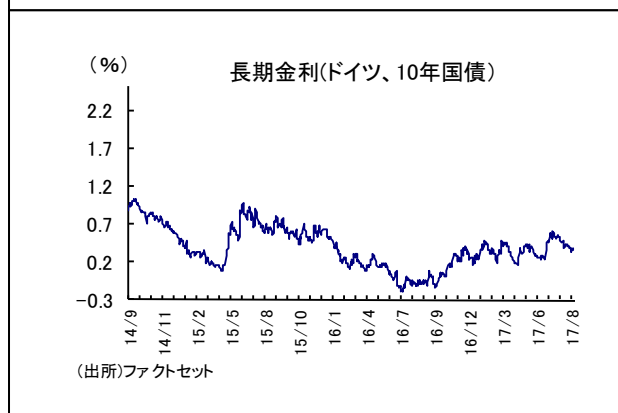
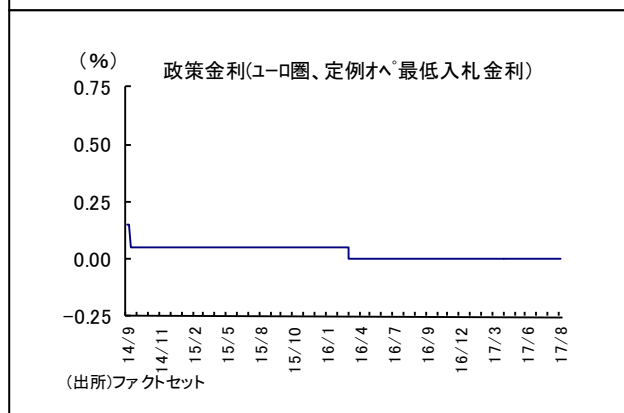
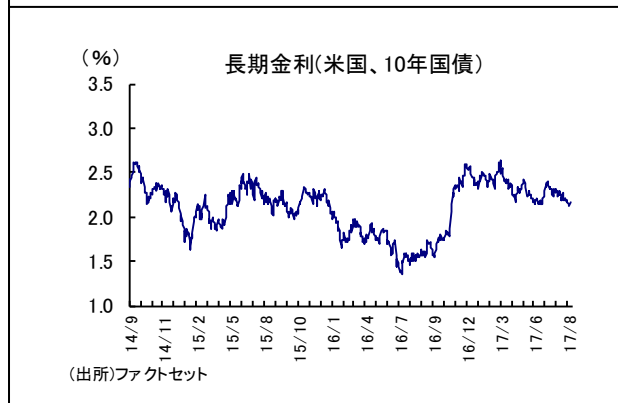
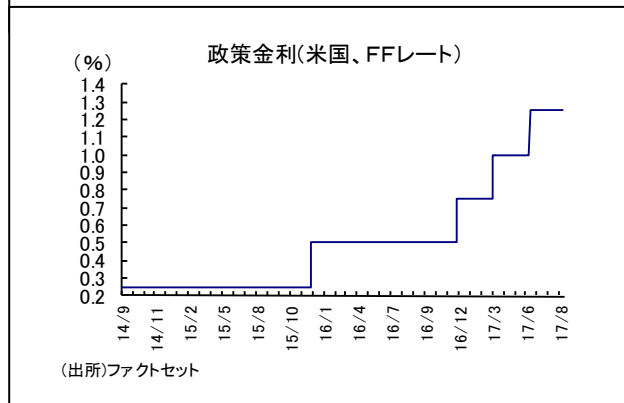
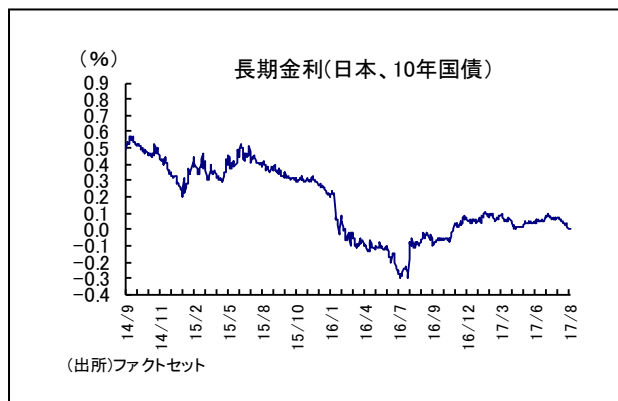
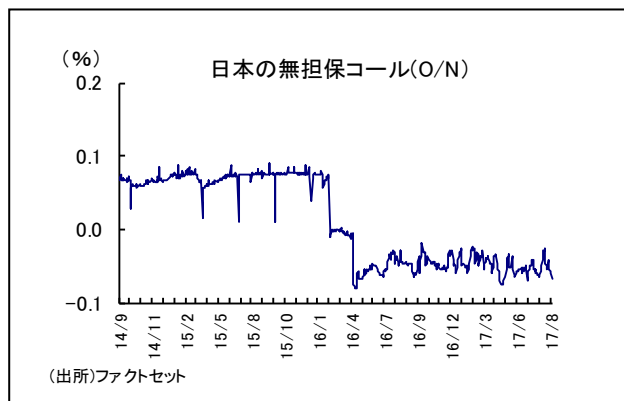
### ▽各国の株価動向



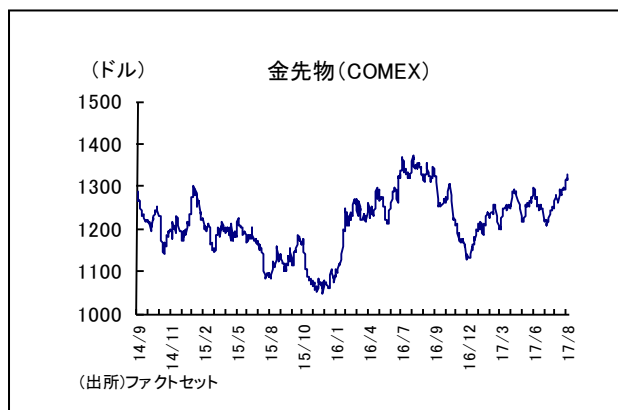
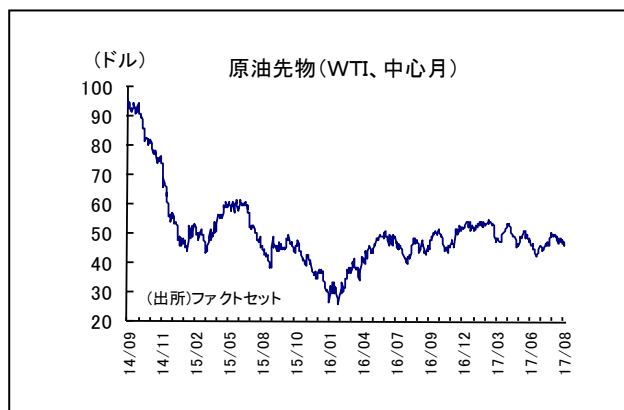
### ▽外為市場の動向



▽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