



明治安田生命

経済ウォッチ

2016年2月 第4週号

(原則、毎月第2週、4週発行) 2015年度 vol.22

<フォーカス> 2016-2017年度経済見通し特集号

当社では、2015年10-12月期 GDP 速報値の発表を踏まえ、「2016-2017年度経済見通し」を作成、2月18日(木)にプレス発表しました。全文は、当社ホームページ、「ニュースリリース」に掲載していますので、そちらをご参照ください。

<http://www.meijiyasuda.co.jp/profile/news/release/index.html>

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測 (カッコ内は11月時点の予測値)

実質GDP成長率: 2016年度 1.0%(1.2%) 2017年度 0.1%(0.4%)

名目GDP成長率: 2016年度 1.2%(2.6%) 2017年度 0.7%(1.9%)

2. 要点

- ①日本経済は、停滞局面が続いている。今後の景気は、交易条件の改善が引き続き下支えになるとみられるものの、内外需とも確たるけん引役不在のなか、緩やかな回復にとどまると予想する。2016年度末にかけては、2017年4月予定の消費増税をにらんだ駆け込み需要が見込まれるが、増税前後の起伏を均せば、成長率は0%台半ばにとどまるとみている。
- ②個人消費は、原油安に伴う家計の実質購買力の改善が下支えとなるものの、引き続き名目賃金が伸び悩むと見込まれるなか、持ち直しは緩やかと予想する。住宅投資は、貸家の節税需要が減衰するとみられることで、消費増税前後を均せば停滞気味の推移が続くとみている。設備投資は、製造業の能力増強投資の低迷を受け、緩やかな回復にとどまると予想する。公共投資は、2016年度の公共事業関連予算が前年並みとなるなか、一進一退の推移が続くとみる。輸出は、世界的な投資の冷え込みが下押し要因となって、伸び悩むとみている。
- ③米国景気は、雇用環境の改善や、家計のバランスシートの正常化の進展などを背景に、緩やかな回復が続くと予想する。欧州景気は新興国景気の減速が輸出や投資の下押し圧力となって、持ち直しペースは緩やかなものにとどまるとみる。中国景気は、政府による財政・金融政策が下支えすることで、失速は避けられるとみている。

(Shana wrote)

目次

<フォーカス>2016-2017年度経済見通し特集号.....	1	・主要経済指標レビュー.....	11
・経済情勢概況.....	2	・日米欧マーケットの動向.....	15
・2016-2017年度経済見通し(要約版).....	3		

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 緩やかながら回復に向かいつつある。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 回復ペースが鈍い。名目賃金に力強い伸びが期待できない なかもの、昨秋以降の原油安に伴う家計の実質購買力の改善が 後押しすることで などから、今後も均せば緩やかな回復傾向で推移するとみる。

住宅投資の持ち直しペースは鈍い。今後も、貸家の節税需要が減衰するとみられる 需要先食いの影響がしばらく残るとみていることから、消費増税前後を均せば停滞気味 一進一退の推移が続くと予想する。

設備投資は、更新・合理化投資が下支えとなるものの、製造業の能力増強投資の低迷が続くことで、今後も 緩やかな回復にとどまるとみる。公共投資は、来年度予算がほぼ前年並みとなる見込みのなか、一進一退の推移が続くとみている。

輸出の 回復ペースは鈍いは、伸び悩んでいる。今後も、米国向けの力強い回復が期待できないなか、中国景気の減速の影響を受け、伸び悩み停滞気味の推移が続くと予想する。生産は、在庫調整が終盤に近づいていることで 局面が続いていることに加え、輸出や個人消費の戻りの鈍さを背景に、持ち直し傾向で推移する 回復ペースは緩やかとみている。

消費者物価（コアCPI）は、0%付近での推移が続いている。需要面からの押し上げ圧力が弱いな か、物価の戻りのペースも鈍いとみられ、2016年度もコアCPIは前年比+0.5%前後にとどまるとみられることから、日銀が目標とする「2017度前半頃に2%程度」の達成は難しいとみている。

米 国

米経済は、きわめて緩慢な回復が続いている。新興国景気の減速などを背景に、当面は低めの成長率にとどまるとみるが、雇用環境の改善が続くとみられるが 堅調に推移しているほか、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、春以降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 が続いていることなどから、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 が抑制要因となることから、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るが 賃金の回復には力強さが欠けることなどから、インフレ圧力が強まるまでにはしばらく時間がかかるとみており、2017年末まで2016年の利上げペース 回数はせいぜい年1,2回程度にとどまると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済の回復の足どりは鈍い 緩やかな回復傾向が続いている。雇用環境の改善などを背景に、個人消費は回復傾向が続くとみるが、新興国の景気減速などを受け、輸出は引き続き伸び悩みが続くとみるが、原油価格の下落が家計の実質購買力向上につながるとみられることなどから、ユーロ圏景気の持ち直しペースは個人消費がけん引役となって、今後も緩慢なものにとどまる 緩やかな持ち直しが続くと予想する。

個人消費は、サービス業ドイツやスペインを中心に雇用者数環境の増加傾向 回復が続くと見込まれるのに加え、原油価格の下落や銀行貸出態度の緩和などを背景に、家計の資金繰りも改善しているとみられる 傾向にあることなどから、回復傾向が続く 底堅く推移するとみる。

固定投資は、緩和的な金融環境などが下支えになるとみるが、生産活動の停滞や企業景況感の改善の遅れ 企業の期待成長率が低迷していることなどから、引き続き緩慢な回復にとどまると予想する。

ECBは2015年12月の理事会で、中銀預金金利を▲0.2%から▲0.3%まで引き下げたほか、資産買入れ策の実施期間を6ヵ月間延長し、2017年3月末までとした。原油価格が軟調に推移するなか、ECBは3月の政策理事会で金融政策のスタンスを見直す 姿勢方針を示しており、次回3月の理事会では、中銀預金金利の引き下げなどの追加金融緩和に踏み切ると予想する。

2016—2017 年度経済見通し（要約版）

1. 日本経済見通し

世界経済がもたつくなか、国内景気の回復ペースも緩慢

10—12月期の実質GDP成長率は前期比▲0.4%（年率換算：▲1.4%）と、2四半期ぶりのマイナスとなった。内外需の両輪である個人消費と輸出が予想以上に弱かったことが、全体の足を引っ張った。今後の景気は、内外需とも確たるけん引役不在のなか、緩やかな回復にとどまると予想する。2016年度末にかけては、2017年4月予定の消費増税をにらんだ駆け込み需要が見込まれるが、増税前後の起伏を均せば、成長率は0%台半ばにとどまるとみている。

個人消費の持ち直しは緩やか

昨秋以降の個人消費は、停滞感を強めている（図表1-1）。世帯収入の伸び悩みのほか、温暖な気温が冬物衣料の販売不振につながったとみられること、家計が選別消費の動きを続けていることなどが、消費低迷につながった可能性がある。

個人消費の低迷の主因は、賃金の伸び悩みである。賃金は、将来的な企業業績見通しに大きく影響を受けるが、国内では安定的な利益成長が見通せないことから、多くの企業は固定費の増加につながるベアに対しては、2016年度も慎重に対応する可能性が高い。

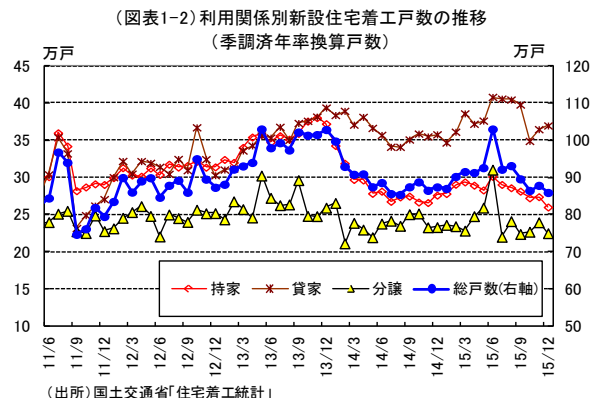
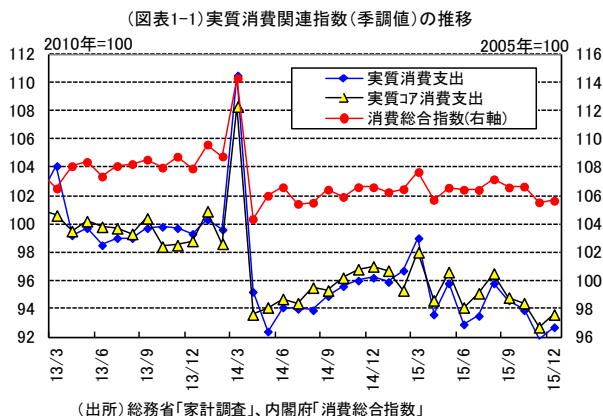
名目賃金に力強い伸びが期待できないなか、所得環境の改善が個人消費の回復を押し上げていく展開には、引き続き至らないとみている。加えて、消費者マインドも冷え込んでいる。年金受給世帯が増加し、勤労者世帯でも賃金が伸び悩むなか、円安の影響による日用品価格の上昇などが先行き不安につながっているとみられる。

今後については、原油安に伴う家計の実質購買力の改善が引き続き下支えとなるものの、賃金の伸び悩みや消費者マインドの冷え込みが下押し圧力となり、個人消費の回復ペースは、緩やかなものにとどまるとみる。2016年度に関しては、2017年4月の消費増税を控え、年度末にかけて、再び駆け込み需要が出てくるとみる。2017年度は、消費増税の影響で、年度当初には落ち込むと見込まれるものの、その後はゆっくりと回復に向かうと予想する。

住宅投資は停滞気味の推移が続く

新設住宅着工戸数（季調値）は、昨年夏場以降、減少傾向で推移している（図表1-2）。需要の先食いの影響が残っているとみられるほか、節税対策としての貸家需要が一服しつつあることなどが下押し圧力として働いたとみている。

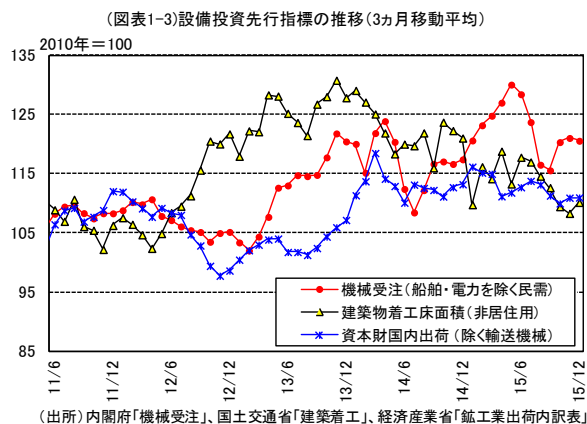
今後については、緩和的な金融環境に加え、住宅



ローン減税制度やすまい給付金などの住宅購入支援策が住宅着工を下支えするとみられる。2016年度は、2017年4月の消費増税を控えて駆け込み契約が発生すると見込まれ、年度後半の着工を押し上げるとみる。ただ、需要の先食いの影響も残っているとみられることなどから、2016年度通年での着工件数は95万戸程度にとどまると予想する。2017年度は、2016年度の駆け込み需要の反動減などから、89万戸程度まで落ち込むとみている。

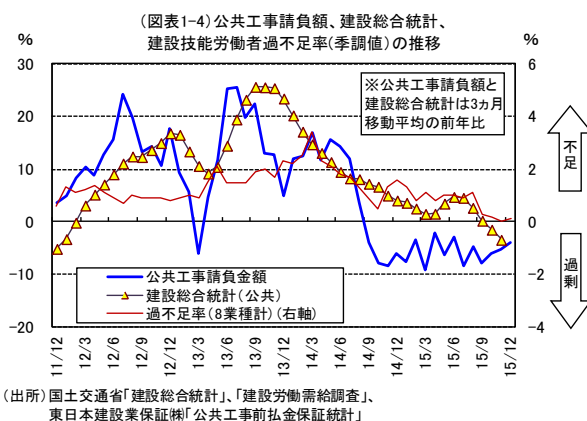
設備投資の回復ペースは緩慢

設備投資の先行指標を見ると、資本財国内出荷（除く輸送機械）や建築物着工床面積（非居住用）は、夏場以降、均せば減少傾向となっているほか、機械受注の戻りも鈍く、当面の設備投資の回復ペースは緩やかなものにとどまる可能性が示唆される（図表1-3）。12月調査の日銀短観における2015年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年比+7.8%と、製造業による押し上げを受け、この時期としては、強気な計画となっている。ただ、ここ数年、製造業の設備投資計画は、年度後半に下方修正される傾向がある。主な要因として、輸出数量の回復が見られなかったことや、当初の計画に余裕を持たせていたことなどが影響したと考えられる。足元でも、新興国景気への先行きに慎重な見方が広がっているほか、国内の個人消費の伸び悩みもあって、昨年度までと同様、計画が下方修正される可能性が高い。こうしたなか、製造業では、平均設備年齢の拡大傾向が続いていることなどから、老朽化設備の維持・補修などの需要が蓄積されているとみられ、更新・維持投資が下支えとなるとみている。非製造業では、運輸関連でネット取引拡大に対応した物流網の整備が進むとみているほか、宿泊・飲食や不動産関連では訪日外国人サービス強化のための投資が活発化するとみられることなどから底堅く推移すると予想する。2016年度以降の設備投資は、製造業の能力増強投資の低迷が下押し圧力となって、緩慢な回復にとどまるとみる。



公共投資は一進一退の推移

公共投資は、減速傾向となっている。実際の工事の進行を反映する建設工事出来高（建設総合統計、3ヵ月移動平均）を見ると、昨年11月は前年比▲3.4%と、2ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も前月の同▲1.5%から拡大した（図表1-4）。ただ、工事進行のボトルネックとなってきた人手不足は、改善傾向にある。資材価格についても、2014年末ごろから低下傾向にあり、工事原価の動きを表す建設工事費デフレーターは、昨年6月以降、5ヵ月連続の前年比マイナスとなっている。ただ、人手については、建設業の就業者数自体が減少傾向にあるなか、公共部門と民間部門で建設技能労働者を奪い合う状況が生じていることもあって、確保が困難な状況が続く可能性が高い。2016年度については、予算規模がすえ置かれるなか、公共投資は一進一退の推移が続くと予想する。一方、2017年度については、消費増税後の景気の落ち込みに対処するため、補正予算が編成される可能性が高く、公共投資は持ち直し傾向となるとみる。



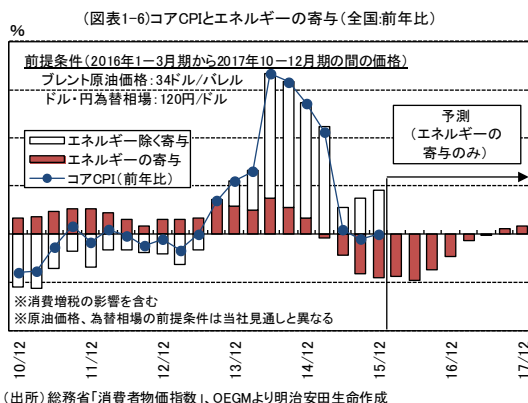
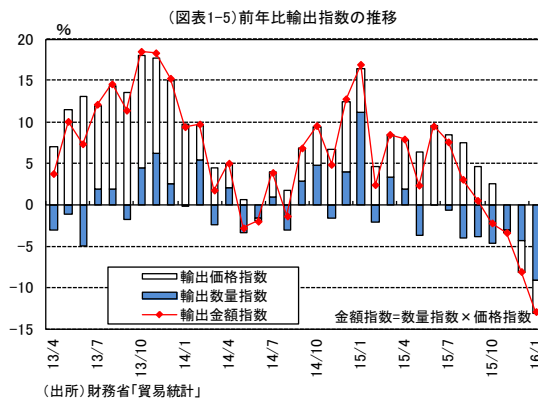
輸出は伸び悩みが続く

貿易統計によると、1月の輸出金額は前年比▲12.9%と、2015年12月の同▲8.0%からマイナス幅が拡大した(図表1-5)。輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、価格は同▲4.1%と、3ヵ月連続のマイナス、数量は同▲9.1%と、7ヵ月連続のマイナスとなり、実勢としての輸出の基調は弱いままの状況が続いている。

日本の輸出は、資本財や中間財で全体の約8割を占めており、世界の投資比率と緩やかな正の相関関係にある。足元では、米国・欧州・中国など、日本の主要輸出先では、いずれも投資が伸びにくくなっており、今後の世界の投資比率は高まらないとみられる。加えて、企業のサプライチェーン構造の見直しや、アジアの日系現地法人の日本からの輸入による調達比率の低下の影響なども、引き続き輸出の下押し圧力となるとみられることから、今後も輸出は伸び悩みが続くと予想する。

コアCPIは2%に届かず

全国消費者物価指数(生鮮食品を除く消費者物価指数、以下コアCPI、消費増税の影響を除くベース)を見ると、昨年4月は前年比+1.5%と、2008年10月以来の高い伸びとなったものの、その後は伸び幅が縮小傾向で推移し、2015年5月以降、ゼロ付近での推移が続いている。コアCPIの伸び鈍化は、原油安などを背景に、エネルギー価格が低下した影響が大きく、今後も当面はエネルギーのマイナス寄与が続く見込みである(図表1-6)。また、2014年後半の円安による物価の押し上げも、目先はゆっくりとはく落してゆくとみられる。当社では、2015年10-12月期の需給ギャップは▲2.4%程度と試算しており、需給面からの物価を押し上げ圧力は依然として弱い。家計や企業の期待インフレ率についても、伸び悩んでいることから、コアCPIの上昇ペースは鈍いとみており、2016年度通年では前年比+0.4%程度、2017年度も消費増税の影響を除くペースで同+0.6%程度の上昇率となると予想する。日銀の物価目標の達成は見通せない状況が続こう。(担当:謝名、山口、安藤、開発)



(図表1-7)日本のGDP成長率予測表(ことわり書きのない箇所は前期比)

	2014年度				2015年度				2016年度				2017年度			
	2014年度				2015年度				2016年度				2017年度			
	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月		
実質GDP	▲1.0%	0.7%	1.0%	0.1%	▲0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%	▲0.7%	▲0.2%	0.2%	0.3%		
前期比年率	▲1.0%	0.7%	1.0%	0.1%	▲1.4%	1.4%	1.2%	0.9%	1.4%	2.8%	▲2.7%	▲0.8%	0.9%	1.1%		
民間最終消費支出	▲2.9%	▲0.4%	1.2%	▲0.5%	▲0.8%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%	1.1%	▲1.7%	▲0.1%	0.3%	0.3%		
民間住宅投資	▲11.7%	2.3%	1.9%	1.5%	▲1.2%	0.2%	0.4%	0.7%	1.5%	1.0%	▲0.0%	▲0.1%	▲0.3%	0.1%		
民間設備投資	0.1%	2.2%	2.5%	▲0.4%	1.4%	0.2%	0.4%	0.9%	▲0.2%	1.2%	▲1.8%	0.1%	0.2%	0.2%		
政府最終消費支出	0.1%	1.3%	0.8%	0.7%	0.5%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	0.3%	0.0%	0.2%	0.1%		
公的固定資本形成	▲2.6%	▲1.0%	▲1.3%	0.5%	▲2.7%	0.6%	▲0.1%	0.2%	0.1%	▲0.2%	0.4%	0.3%	▲0.2%	0.1%		
財貨・サービスの輸出	7.8%	0.6%	2.8%	2.0%	▲0.9%	1.6%	0.6%	0.4%	0.7%	0.7%	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%		
財貨・サービスの輸入	3.3%	▲0.1%	2.6%	0.2%	▲1.4%	1.1%	0.6%	1.0%	0.9%	1.3%	▲2.5%	0.9%	0.5%	0.6%		
名目GDP	1.5%	2.0%	1.2%	0.7%	▲0.3%	0.1%	0.6%	▲0.0%	0.7%	0.7%	▲0.5%	▲0.0%	0.6%	0.5%		
GDPデフレーター(前年比)	2.5%	1.4%	0.5%	0.8%	1.5%	0.6%	0.4%	0.3%	0.4%	0.7%	0.6%	0.8%	1.0%	0.9%		

2. 米国経済見通し

10-12月期は低い伸び

10-12月期の米国実質GDP成長率(速報値)は前期比年率+0.7%と、7-9月期の同+2.0%から伸び幅が縮小した(図表2-1)。1-3月期も、海外景気減速などの影響で、低めの伸びにとどまると予想する。ただ、雇用環境の改善が続くとみられるほか、家計のバランスシートの正常化が進んでいることもあり、4-6月期以降は緩やかな景気回復が続くとみる。

個人消費は回復傾向が続くとみる

個人消費は、雇用環境の改善などを背景に、回復傾向が続いている。1月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が+15.1万人と、20万人の大台を4ヵ月ぶりに下回った。ただ、2010年以降の雇用回復をけん引してきた中小企業の採用見通しは底堅い。海外景気への先行き不透明感が残るなかでも、内需を支える業種を中心に雇用者数の増加傾向は今後も続くとみている。加えて、ガソリン安などに伴い家計の実質所得が改善しているほか、家計のバランスシートの正常化も進んでいることなどから、個人消費は今後も回復傾向が続くと予想する。

住宅投資の持ち直しは続くも、設備投資と輸出は遅れる

住宅投資は、低金利環境の長期化や、雇用環境の改善などに支えられ、今後も持ち直し傾向で推移するとみる。

一方、設備投資は、エネルギー関連業種の業況が足かせとなり、当面停滞気味の推移が続くとみている。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、低調に推移している。新興国景気の先行き不透明感や、ドル高の影響も残ることで、今後も軟調な推移を余儀なくされるとみる。

きわめて緩やかな利上げペースを予想

昨年12月15-16日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、政策金利であるFFレートの誘導目標が0.0-0.25%から0.25-0.5%へと引き上げられ、実質ゼロ金利政策は7年ぶりに解除された。一方、1月26-27日開催のFOMCでは、政策金利がすえ置かれ、声明文では、海外情勢への警戒姿勢を示す文言が付け加えられた。

12月のFOMCで更新されたFFレート見通し(FOMC参加者による見通しの中央値)を見ると、FOMC参加者の大半は年4回程度の利上げを予測しているとみられるが、実際の利上げペースはさらに緩やかなものになるとみている。広義の失業率(求職断念者や非自発的パートタイマーなどを失業者を含む)は、足元で9.9%と、2010年4月の17%をピークとして低下傾向が続いているが、現状のペースで改善が続いても、住宅バブル崩壊前の水準まで改善するのは早くも2016年後半から2017年中ごろになる。輸入物価の低下もあって、インフレ圧力は引き続き抑制的なものにとどまるとみられる。労働需給の引き締めにより賃金上昇率が加速し、インフレ圧力が強まるまでにはしばらく時間がかかるとみており、2017年末までの利上げペースはせいぜい年1,2回程度と予想する。(担当: 信本、玉置)

(図表2-1) 米国の実質GDP予測値(前期比年率)

	暦年ベース			2015年		2016年				2017年			
	2015	2016	2017	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	2.4	1.9	2.4	2.0	0.7	1.4	2.3	2.5	2.5	2.5	2.6	2.4	2.4
個人消費	3.1	2.5	2.5	3.0	2.2	2.4	2.5	2.6	2.4	2.5	2.7	2.4	2.2
住宅投資	8.7	7.2	7.2	8.2	8.1	4.9	7.8	7.3	7.1	6.6	7.4	7.4	7.5
設備投資	2.9	1.6	4.6	2.6	-1.8	-0.2	2.7	5.3	4.8	4.4	4.6	4.6	4.6
民間在庫(寄与度)	0.2	-0.2	0.0	-0.7	-0.5	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出(寄与度)	-0.7	-0.2	-0.2	-0.3	-0.5	-0.3	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2
政府支出	0.8	1.0	0.4	1.8	0.7	0.9	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5

→ 予測

3. 欧州経済見通し

ユーロ圏景気は回復の足どりが鈍い

10-12月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.3%と、7-9月期と同じ伸び幅となった（図表3-1）。国別の成長率を見ると、ドイツとスペインが前期と同じ伸びにとどまったほか、フランスとイタリアはいずれも伸びが鈍化した。

雇用環境の改善などを背景に、個人消費は回復傾向が続くとみるが、新興国景気の減速などを受け、輸出は引き続き伸び悩むとみられることなどから、ユーロ圏景気の持ち直しペースは今後も緩慢なものにとどまると予想する。

（図表3-1）欧州の実質GDP予測値(前期比)

(%)

		2015年			2016年				2017年				
		2015年	2016年	2017年	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
ユーロ圏	実質GDP	1.5	1.2	1.5	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
	家計消費	1.6	1.3	1.5	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
	政府消費	1.5	1.3	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
	固定投資	2.2	0.9	1.6	0.3	0.1	0.3	0.5	0.4	0.5	0.3	0.4	0.4
	輸出	4.7	2.6	3.2	0.3	0.8	0.7	0.8	0.7	0.9	0.7	0.9	0.7
	輸入	5.1	3.1	3.4	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0	0.9
	在庫投資(寄与度)	-0.2	0.0	0.1	0.1	-0.1	0.1	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.1
	純輸出(寄与度)	0.0	-0.1	0.1	-0.1	0.1	-0.0	0.0	-0.0	0.1	-0.0	0.0	-0.1
	英国	実質GDP	2.2	2.0	2.1	0.5	0.5	0.4	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5

予測

ECBは3月に追加金融緩和を決定すると予想

ユーロ圏の個人消費は、原油安に伴う実質購買力の向上などを背景に、回復傾向で推移している。サービス業を中心に雇用者数の増加傾向が続くと見込まれるのに加え、銀行貸出態度の緩和を背景に、家計の資金繰りも改善しているとみられることなどから、今後も回復傾向が続くとみる。

固定投資は、建設関連の停滞が続いているほか、機械装置などの設備投資も足踏みしていることで、回復ペースが鈍化している。緩和的な金融環境が続いているものの、生産活動の停滞や景況感の改善の遅れなどから、慎重に投資を進める企業が多いとみられ、引き続き緩慢な回復にとどまると予想する。

輸出は、主要相手先である米国や、英国をはじめとするユーロ圏外 EU 向けが改善傾向で推移することで、全体を下支えするとみるが、新興国向けの停滞が重しとなって、伸び悩む展開が続くとみている。

ECB（欧州中央銀行）は1月の政策理事会で、金融政策の現状維持を決定したものの、ドラギ総裁は理事会後の記者会見で、次回3月の会合で追加緩和に踏み切る可能性を示した。原油安やユーロ相場の上昇などによって、デフインフレ圧力が着実に強まっていることから、ECBは3月の会合で、中銀預金金利のマイナス幅拡大などの追加金融緩和を決定すると予想する。

英国経済は緩やかな回復が続くと予想

英国の10-12月期実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.5%と、12四半期連続のプラス成長となり、前期の同+0.4%から拡大した。個人消費は、回復傾向で推移している。実質所得の改善が見込まれるほか、住宅価格上昇に伴う資産効果などもあって、今後も回復傾向が続くと予想する。一方、輸出については、新興国景気の減速などを背景に、今後も伸び悩むとみている。固定投資も、輸出回復の鈍さや、EU離脱問題に絡んだ先行き不安もあって、企業の投資マインドの改善は遅れるとみており、一進一退での推移が続くと予想する。

2月の金融政策委員会では、政策金利（0.5%）、資産買い取り枠（3,750億ポンド）が全会一致でともにすえ置かれた。足元では、エネルギー価格の低迷や、賃金の伸びが緩慢なことなどから、基調的な物価上昇圧力は弱い状況が続いている。ただ、英国景気の回復が続くとみられるなか、雇用需給の引き締まりが緩やかながらも賃金を押し上げていくと見込まれるほか、エネルギー価格のベース効果のはく落などもあって、2017年にかけてはインフレ圧力が強まるとみており、英中央銀行（BOE）は2017年後半ごろには利上げを実施すると予想する。（担当：尾家、村上）

4. 中国経済見通し

中国景気は減速傾向が続く

中国の2015年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.8%と、7-9月期の同+6.9%から伸びが鈍化した(図表4-1)。投資や輸出の低迷が続いているほか、消費の回復ペースも緩慢なものにとどまった。中国政府は、不動産投資の抑制や、製造業の過剰生産設備の解消を図りつつ、消費主導の経済構造への転換を進めており、2016年はこうした動きを加速させる年としている。政府は、財政・金融政策で下支えしていくことで、景気の失速を避けつつ、今後5年間の成長率の最低ラインとする年平均+6.5%を意識した景気の舵取りを行なっていくとみる。2016年通年の実質GDP成長率は同+6.6%、2017年は同+6.4%と予想する(図表4-2)。



(図表4-2) 中国実質GDP成長率予測(前年比) (%)

	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年 (予測)
実質GDP成長率	7.3	6.9	6.6	6.4

生産・投資は伸びの鈍化傾向が続く、消費は緩やかな回復傾向

企業マインドは低迷している。国家統計局発表の1月の製造業PMI(購買担当者景気指数)は49.4と、製造業活動の拡大と縮小の境目を表す50を6ヵ月連続で下回った。実際の経済の動きを示すハードデータを見ても、低迷が続いている。2015年通年の生産は前年比+6.1%と、2014年の同+8.3%から伸びが鈍化し、足元でも同+6%前後で一進一退の動きが続いている。固定資産投資も、2015年1-12月(累計)は同+10.0%と、2014年通年の同+15.7%から伸びが大きく鈍化した。今後についても、過剰生産設備の解消に向けた動きが続くとみられることから、生産は減速傾向で推移するとみる。固定資産投資も、生産の低迷や、不動産在庫の調整圧力が続くと思込まれることで、伸びの鈍化傾向が続くとみている。

輸出も減速に歯止めがかからない状態が続いている。10-12月期は同▲5.1%と、3四半期連続のマイナスとなった。1月も同▲11.2%と、減速傾向を強めている。人件費などのコスト上昇を背景に、中国の製造業の生産拠点としての魅力が低下していることや、中国の価格競争力の低下などが下押し圧力となるため、今後も輸出は低迷が続くと予想する。

一方、12月の名目小売売上高は同+11.1%と、11月の同+11.2%から伸びがやや鈍化したものの、均せば回復傾向が続いている。今後についても、底堅い雇用・所得環境や政策効果などが下支えとなって、個人消費は緩やかな回復が続くとみている。

成長率の最低ラインを守りつつ、景気の軟着陸を図る

政府は、安定成長に向け、投資主導から消費主導の経済への構造転換に取り組んでいる。昨年12月の中央経済工作会議でも、過剰生産能力の解消などを含めた供給サイドの改革が強調されている。ただ、過剰生産能力を抱える企業の多くは国有企業であり、急速な改革は雇用環境の悪化などを通じて、景気の失速をもたらす可能性が高い。政府は、景気の下振れリスクが高まった場合には、財政出動によって成長率の最低ラインを守りつつ、構造改革をゆっくりと進め、景気の軟着陸を図っていくとみている。(担当: 平野)

5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

中国景気の減速がアジア新興国経済の打撃に

アジア新興国景気は、中国景気の減速や資源価格の低迷などを背景に、多くの国で鈍化傾向が続いている。ただ、一部の国では、内需を中心に回復へ向かう兆しもみられる。

韓国の10-12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.6%と、7-9月期の同+1.3%から、伸び幅が鈍化した。これまで高い伸びが続いてきた建設投資が減少に転じ、全体を押し下げた。今後について、まず、民間最終消費は、消費減税終了に伴う反動減が下押し圧力となることで、力強さに欠く展開

が続くと予想する。輸出は、通貨安傾向が価格競争力の改善につながるとみるが、中国景気の減速を背景に、回復ペースは鈍いものにとどまるとみられ、韓国景気は停滞気味の推移が続くと予想する。台湾の10-12月期の実質GDP成長率は前年比▲0.3%と、2四半期連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は前期から縮小した。今後も、省エネ家電を対象とした補助金給付などの政府の支援策が個人消費を下支えするとみるが、輸出は中国景気の低迷のほか、中国国内企業との競争が高まっていることで、回復が遅れるとみており、台湾景気は停滞気味の推移が続くと予想する。シンガポールは、中国景気の先行き不透明感による輸出の伸び悩みが引き続き足かせとなって、停滞気味の推移を予想する。

マレーシアでは、原油安に伴う交易条件の悪化に加え、財政健全化に向けて、公共投資が縮小傾向となる可能性が高いことなどから、成長率は鈍化傾向で推移すると予想する。タイでも、家計債務負担の増加が個人消費の下押し圧力となり、景気回復ペースは鈍いままとみる。一方、インドネシアは、世界的な資源需要の低迷が続いていることで、民間投資の回復力の弱さが続くとみるものの、政府主導のインフラ開発が進むことで、景気は緩慢ながらも回復傾向で推移すると予想する。フィリピンでは、在外労働者からの送金を背景に、景気は底堅く推移すると予想する。インドについても、これまでの利下げの効果もあって、安定成長が続くとみている。

消費者物価指数(CPI)を見ると、原油安や国内景気の弱さを受け、多くの国で伸びが鈍化している。こうしたなか、インドネシアでは2月18日に利下げに踏み切ったほか、韓国、台湾でも、景気を下支えするため、利下げに踏み切ると予想する。シンガポールも、次回会合で、通貨高ペースを緩やかにする形で金融緩和を実施するとみる。一方、フィリピンでは、今後物価上昇に対処するため、利上げが実施されると予想する。タイ、マレーシア、インドでは、様子見スタンスを続けるとみている。

豪州景気は停滞気味の推移

豪州の7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.9%と、前期の同+0.3%からプラス幅が拡大した。民間固定投資のマイナス幅が拡大したものの、住宅投資と個人消費がやや持ち直したほか、輸出が2四半期ぶりのプラスとなったことなどが全体を押し上げた。今後については、まず、個人消費は家計の実質購買力の改善などを背景に、底堅く推移するとみる。ただ、資源需要の低迷で、民間固定投資は減速が続くとみられるほか、輸出も伸び悩むとみており、豪州経済は停滞気味の推移が続くと予想する。

(担当：山口、安藤、開発)

(図表5-1)その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測 (%)

	2014年 (実績)	2015年 (実績・予測)	2016年 (予測)	2017年 (予測)
韓国	3.3	3.0	2.8	3.0
台湾	3.9	0.9	1.6	2.4
シンガポール	3.0	2.1	2.0	2.3
フィリピン	6.1	5.8	6.1	6.1
インドネシア	5.0	4.8	5.0	5.2
タイ	0.9	2.8	3.1	3.0
マレーシア	6.0	4.6	4.5	4.7
香港	2.5	2.4	2.3	2.5
インド	7.3	7.6	7.7	7.9
豪州	2.6	2.3	2.6	2.8

(注)インドは年度ベース(4月~翌3月)

6. 商品相場見通し

原油価格は軟調な推移が続くと予想

WTI (ウエスト・テキサス・インターミディエート) 原油価格は、昨年12月のOPEC (石油輸出国機構) 総会で減産が見送られたほか、中国景気の減速懸念が強まったこと、米欧によるイランへの経済制裁が解除されたことなどを背景に下落基調で推移し、一時26ドル台をつけた (図表6-1)。その後は、大きく下落した反動や、ロシアとOPECとの協調減産への期待などからやや上昇し、足元では30ドル付近で推移している。

米国の原油在庫の推移を見ると、過去最高水準まで積み上がっている。12月には米国が原油輸出を解禁したものの、世界的に需給がだぶつくなか、在庫水準の高止まりもしばらく続くとみている。

OPECが公表する原油生産量を見ると、過去最高水準で推移している。1バレル30ドル台の水準は、中東産油国の財政が均衡する原油価格を大きく下回っているとみられることから、一部の加盟国は協調減産を主張している。ただ、イランについては、1月に米欧による経済制裁が解除されたことで、増産に強い意欲を示しているほか、「OPECが協調減産を行なっても、ただちに協力しない」とも述べており、加盟国の足並みが揃わない状況が続いている。中東諸国内での政治的対立が激化していることや、OPEC非加盟国とのシェア争いが続くこともあって、OPEC諸国が減産に乗り出す可能性は低いとみている。

一方、米国の石油リグ稼働数は、昨年9月以降、縮小傾向が続いている。シェールオイル関連企業の経営悪化が深刻化しているとみられることなどから、リグ稼働数は今後も縮小傾向で推移するとみる。

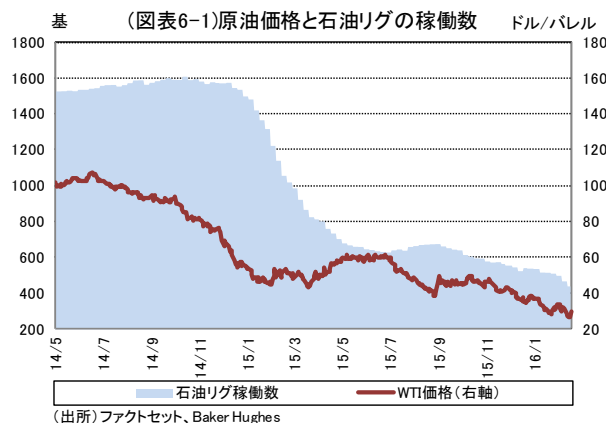
今後については、リグ稼働数の減少が下支え材料となるものの、OPECとロシアなどの非OPEC諸国との協調減産が見通せないなか、供給過剰が続くと見込まれることなどから、原油価格は今後も軟調に推移するとみている。2016年のWTI原油価格は、20~40ドルを中心とした低位での推移を予想する。

銅や穀物は軟調に推移すると予想

まず、金価格を見ると、10月中ごろから、ドル高などを背景に下落基調にあったが、年明け以降、金融市場の混乱などを受け、安全資産としての価値が高まったことで、大きく上昇している。今後についても、安全資産としての需要の高まりが続くと見込まれることや、米国の利上げペースが緩やかなものにとどまることで、金価格は均せば上昇傾向が続くと予想する。

一方、銅価格は、中国景気への懸念が強まったことで、昨年5月中旬以降、軟調な推移が続いている。大手銅会社が協調減産に乗り出すなど、生産調整の動きが一部みられるものの、最大消費国である中国景気の減速が続くとみられることなどから、銅価格は今後も軟調な推移が続くとみている。

穀物のうち、大豆価格は、米国での大雨による生育への懸念が後退したことを背景に、7月に大きく下落した後、横ばい圏での推移が続いている。需給が緩和した状態が続くとみられることなどから、大豆価格は今後も低調に推移するとみる。一方、トウモロコシ価格は、米国の豊作見込みなどを受け、7月半ばごろから、軟調に推移している。主要生産国のアルゼンチンでも生産の拡大が見込まれることなどから、今後も低迷が続くと予想する。小麦価格は、米国の豊作見込みなどから、7月に大きく下落し、その後も軟調な推移が続いている。米農務省では、アルゼンチンの増産を背景に世界全体の在庫率が上昇する見通しを示していることもあって、小麦価格は今後も低位での推移が続くとみる。(担当:村上)

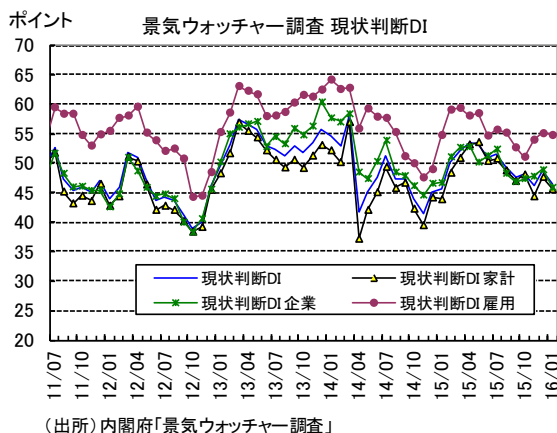


主要経済指標レビュー (2/8~2/19)

《日本》

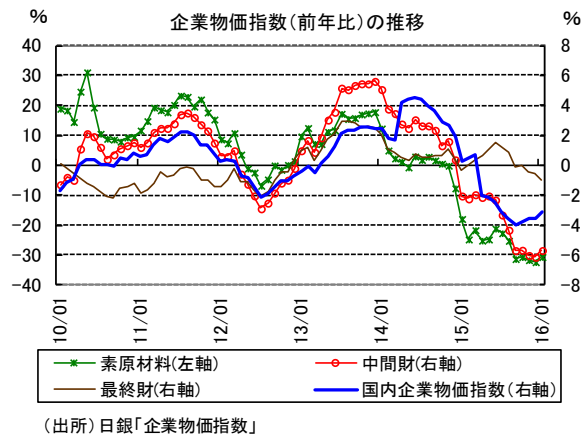
○ 1月景気ウォッチャー調査 (2月8日)

1月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが前月差▲2.1ポイントの46.6と、2ヵ月ぶりに悪化した。一方、先行き判断DIは同+1.3ポイントの49.5と、4ヵ月ぶりに改善。ただ、現状判断DI、先行き判断DIのいずれも6ヵ月連続で50を下回っており、総じて低調な推移が続いている。ウォッチャーからは年初以降の株価下落などを受け、景気の先行きを懸念する見方が強まっている。今後についても、賃金の伸び悩みなどを背景に、個人消費は緩やかな回復にとどまるとみられるほか輸出の回復力も鈍く、景気を持ち直しペースは引き続き緩慢なものにとどまると予想する。



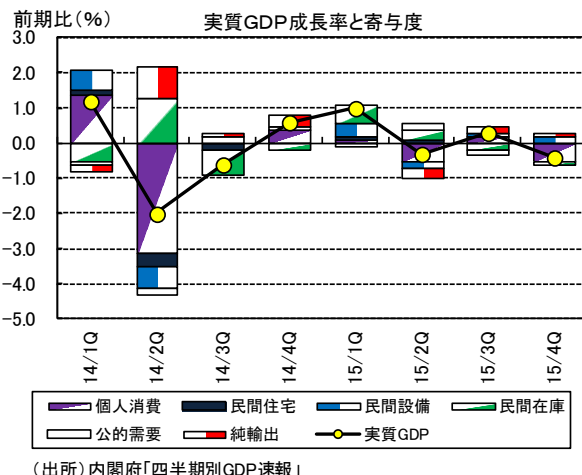
○ 1月企業物価指数 (2月10日)

1月の国内企業物価指数は前年比▲3.1%と、前月の▲3.5%からマイナス幅が縮小した。23種目中、8業種が押し上げに寄与、14業種が押し下げに寄与、1業種が前月と同じとなった。押し上げに寄与した業種では、石油・石炭製品（12月：同▲23.3%→1月：同▲20.1%）、化学製品（同▲7.5%→同▲5.2%）、スクラップ類（同▲32.0%→同▲29.7%）などのマイナス幅縮小が目立つ。一方、押し下げに寄与した業種では、非鉄金属（同▲12.6%→同▲13.8%）のマイナス幅が拡大したほか、はん用機器（同+0.3%→同▲0.4%）や情報通信機器（同+0.5%→同▲0.5%）がマイナスに転じた。足元では、原油価格の調整が続いているほか、為替水準も12月から円高に振れていることもあって、今後の企業物価は再び下落傾向で推移するとみている。



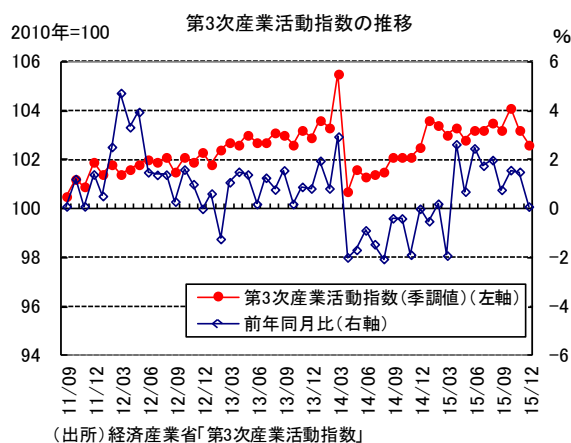
○ 2015年10-12月期GDP速報 (2月15日)

10-12月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.4%（年率換算：▲1.4%）と、2四半期ぶりのマイナスとなった。個人消費と輸出が予想以上に弱く、特に個人消費の弱さが印象的。個人消費の水準は、消費増税直後の反動減で大きく落ち込んだ2014年4-6月期をも下回っている。設備投資は予想を上回ったものの、昨夏以降の金融市場の混乱を考えれば、1-3月期は反動で落ち込むリスク。輸出も、中国の過剰設備、米国のシェールオイル関連企業の低迷、欧州の不良債権問題等を考えれば伸び悩む可能性が高い。原油安に伴う交易条件の改善は引き続き景気の下支えになるものの、個人消費、設備投資、輸出といった需要項目のいずれもがけん引役としての役割を果たせないなか、2016年度の景気回復ペースは緩慢なものとなる可能性が高い。



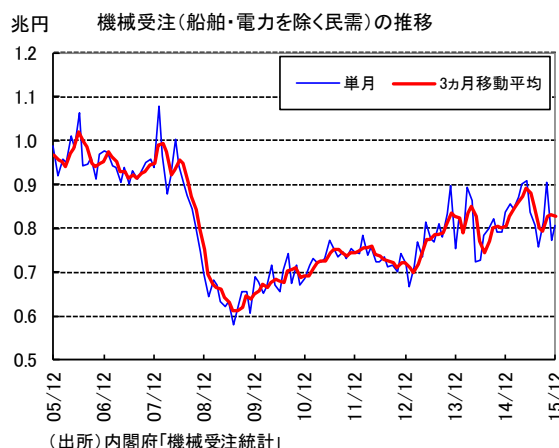
○ 12月第3次産業活動指数 (2月15日)

12月の第3次産業活動指数は前月比▲0.6%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。内訳では、広義対個人サービスが同▲0.5%、広義対事業所サービスが同▲0.8%と、いずれも悪化。業種別に見ると、11業種中、6業種で低下、3業種で上昇、2業種で横ばいという結果。低下した業種では、金融・保険 (同▲3.0%)、不動産 (同▲2.9%) などのマイナス寄与が大きかった。一方、上昇した業種では、生活娯楽関連サービス (同+1.4%) などのプラス寄与が目立つ。今後については、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が一進一退で推移するとみており、第3次産業活動指数全体でも、均せば緩やかな回復にとどまると予想する。



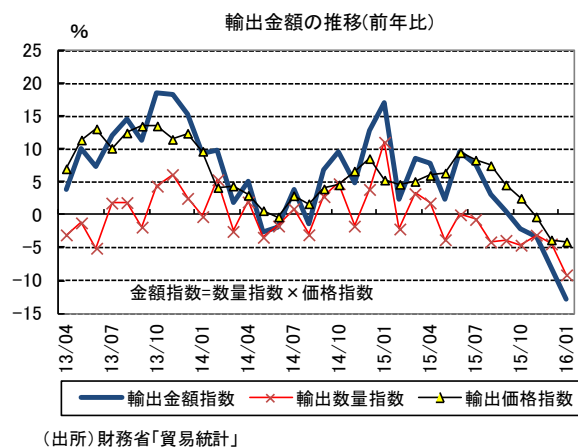
○ 12月機械受注 (2月17日)

12月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比+4.2%と、11月の大幅マイナス(同▲14.4%)からプラスに転じた。10-12月期は前期比+4.3%と2四半期ぶりのプラスとなった。製造業では、国内の老朽化設備の維持・補修や、生産設備の集約化などの需要自体は蓄積しているものの、能力増強投資は海外中心という流れは変わらないとみられる。非製造業では、物流網の整備を急ぐ運輸関連、稼働率の高止まりが続く宿泊関連、訪日外国人向けサービス強化が必要な小売や外食関連などで一定の投資需要が見込まれるものの、全体としてみれば、製造業の能力増強投資の低迷が下押し圧力となって、2016年度の設備投資は緩慢な回復にとどまるとみている。



○ 1月貿易統計 (2月18日)

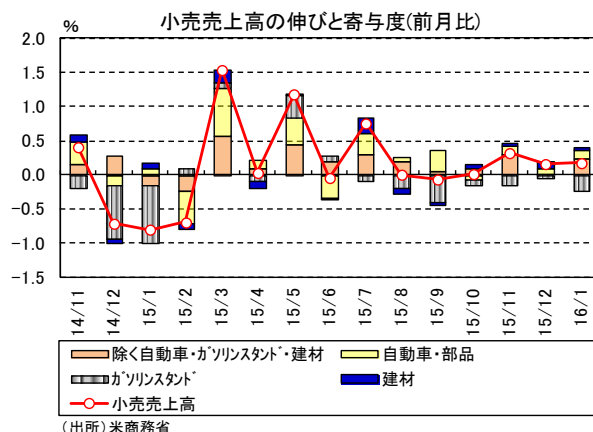
1月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲12.9%と、4ヵ月連続のマイナスとなった。輸出の実勢を示す数量指数は同▲9.1%と7ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も前月から拡大し、基調的な弱さが示された。数量指数を相手地域別に見ると、米国向けが同▲8.4%、中国向けが同▲12.1%と、米中向けの低迷が続いていることに加え、EU向けも同▲1.1%とマイナスに転じた。今後も、中国を含むアジア向けは、中国景気の減速が下押し圧力となり、回復ペースは鈍いものにとどまる可能性が高い。米国向けも、米国の生産活動の基調的な弱さや、米国製造業が東日本大震災以降、部品の調達先を多様化した影響などもあるため、伸び悩みが続くとみており、輸出は来年度にかけても停滞気味の推移が続くと予想する。



《米 国》

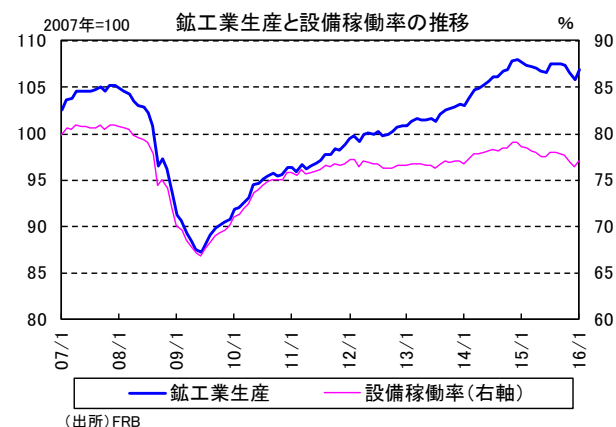
○ 1月小売売上高 (2月12日)

1月の小売売上高は前月比+0.2%と、3ヵ月連続で増加し、市場予想(同+0.1%)をも上回った。ガソリン価格の下落を背景に、ガソリンスタンドが同▲3.1%と7ヵ月連続で減少したものの、自動車・部品は同+0.6%と3ヵ月連続で増加。一般雑貨は同+0.8%、食料・飲料店は同+0.5%と、いずれも2ヵ月ぶりに増加した。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、同+0.4%と、2ヵ月ぶりの増加となった。ガソリン安などを背景に、家計の実質購買力が向上していることや、雇用環境の改善が今後も続くことなどから、個人消費は引き続き回復傾向が続くと予想する。



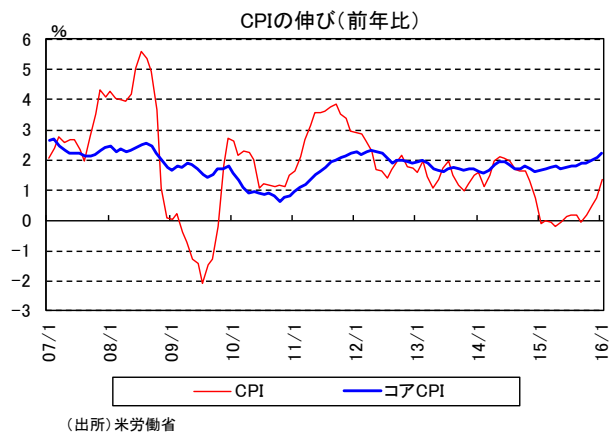
○ 1月鉱工業生産 (2月17日)

1月の鉱工業生産は前月比+0.9%と、6ヵ月ぶりのプラスとなり、市場予想(同+0.4%)をも下回った。産業別に見ると、製造業が同+0.5%と、3ヵ月ぶりにプラスとなったほか、石油掘削などの鉱業は同0.0%と、5ヵ月ぶりにマイナスを脱した。ガス・電気などの公益事業は同+5.4%と、一部地域の大雪による暖房需要に支えられる形で、4ヵ月ぶりのプラスとなり、全体を押し上げた。海外景気の減速が続いていることや、原油安を背景にエネルギー関連業種の業況が低迷していることなどから、今後の生産は停滞気味の推移を余儀なくされるとみる。



○ 1月CPI (消費者物価指数) (2月19日)

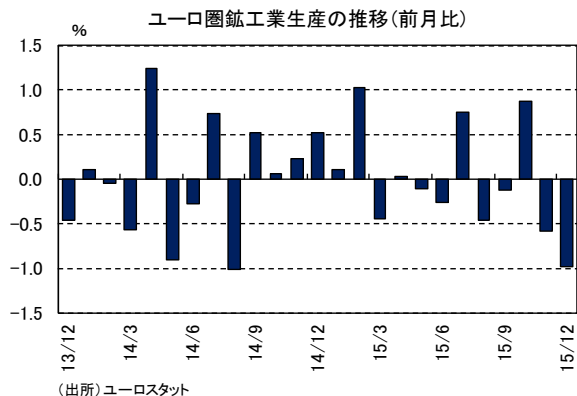
1月のCPIは前月比横ばいとなり、市場予想(同▲0.1%)を上回った。エネルギーが同▲2.8%と2ヵ月連続で低下した一方、医療は同+0.5%と、12月の同+0.1%から伸び幅が拡大し、全体を押し上げた。一方、前年比では+1.4%と、12月の同+0.7%から伸び幅が拡大した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは前月比+0.3%と、12月の同+0.2%から伸び幅が拡大し、2011年8月以来の伸びとなった。前年比も+2.2%と、12月の同+2.1%から伸び幅が拡大。医療や自動車の伸び幅が拡大した影響が大きい。商品価格の下落、ドル高などを背景に、今後の物価上昇圧力は抑制的なものにとどまると予想する。



《 欧 州 》

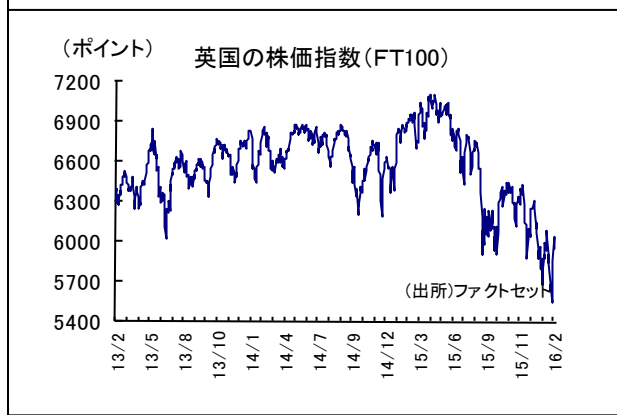
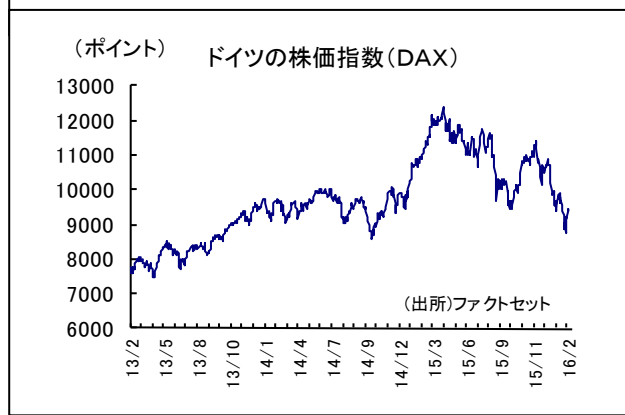
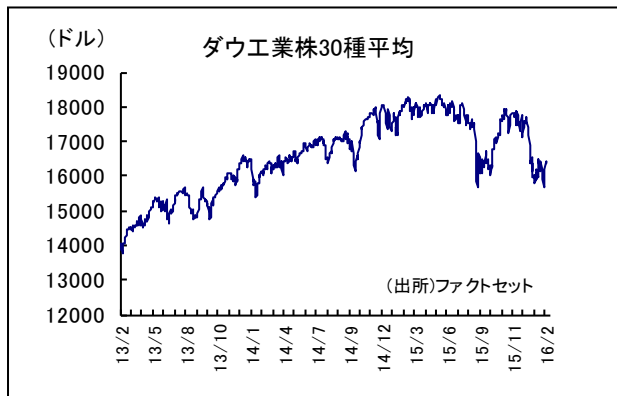
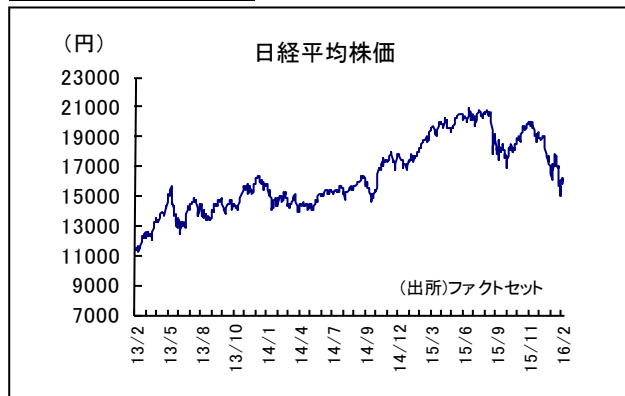
○ 12月ユーロ圏鉱工業生産 (2月12日)

12月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲1.0%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。財別で見ると、耐久消費財が同▲1.0%→+1.4%と、2ヵ月ぶりのプラスとなったものの、非耐久消費財は同+0.3%→▲0.3%、資本財は同▲1.5%→▲1.9%、中間財は同+0.7%→▲0.3%と、いずれもマイナス。主要国別では、ドイツが同▲0.4%→▲1.3%、フランスが同▲0.9%→▲1.7%、イタリアが同▲0.5%→▲0.7%、スペインが同+0.1%→▲0.2%と、軒並みマイナスとなった。ユーロ圏の個人消費は改善傾向で推移しているものの、輸出は新興国向けを中心に伸び悩みが続くとみられることなどから、鉱工業生産は今後も停滞気味の推移が続くとみる。

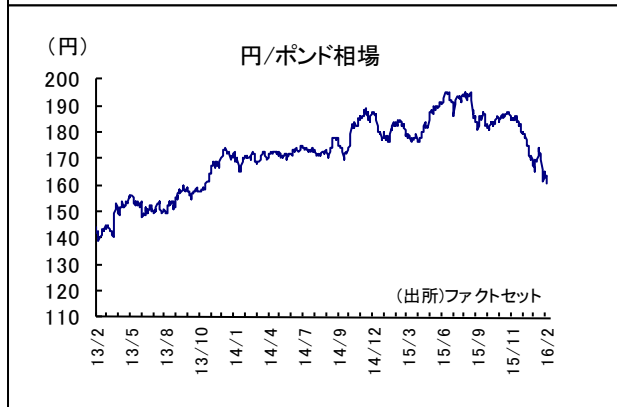
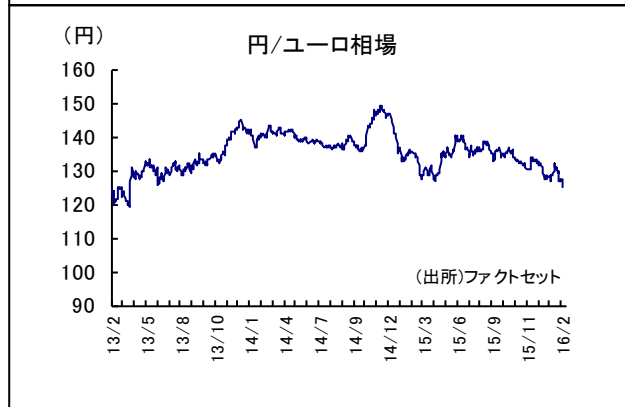
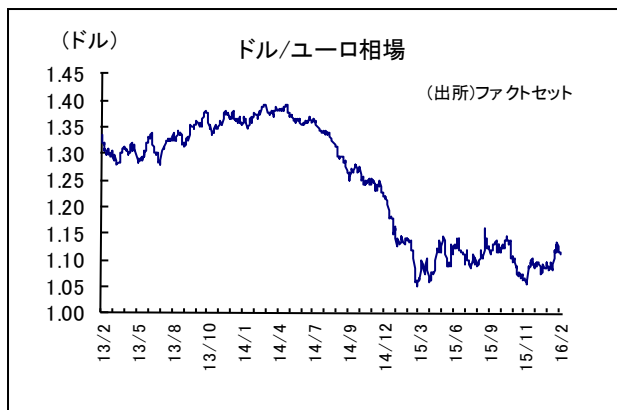
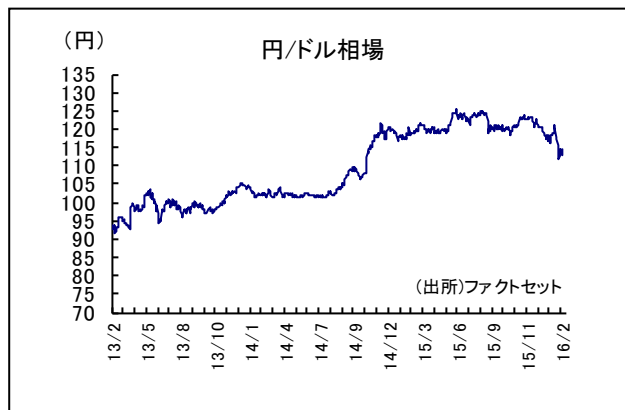


日米欧マーケットの動向 (2016年2月22日現在)

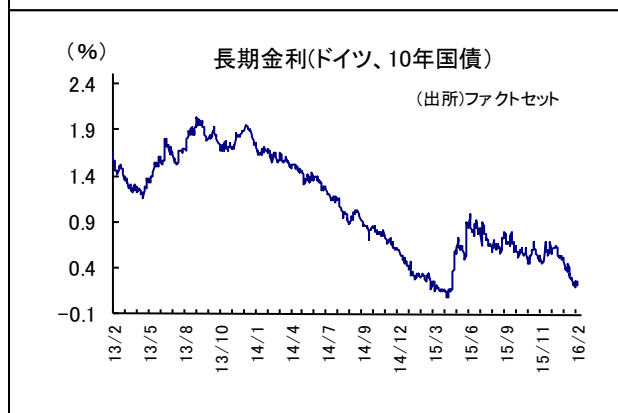
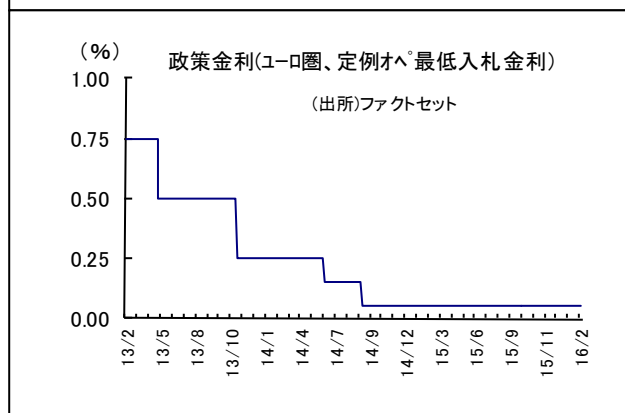
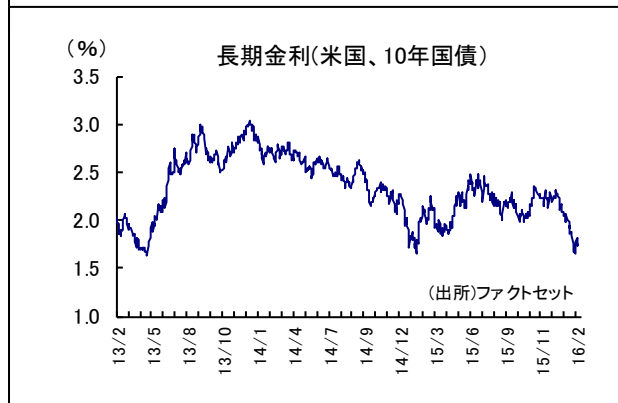
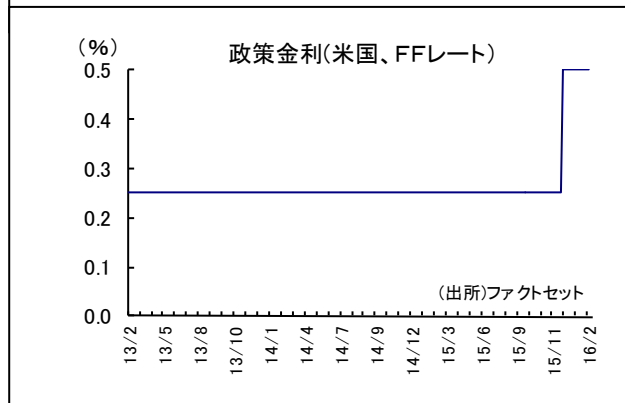
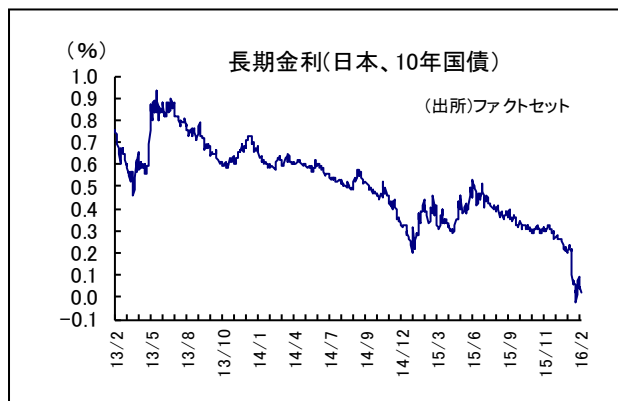
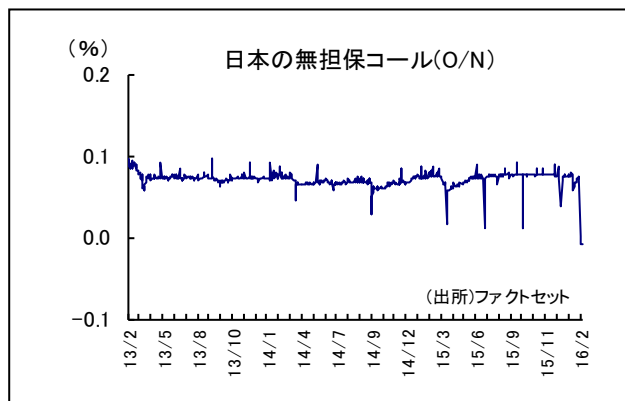
▽各国の株価動向



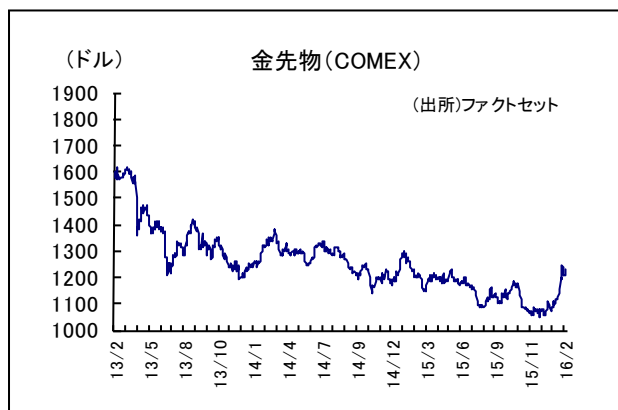
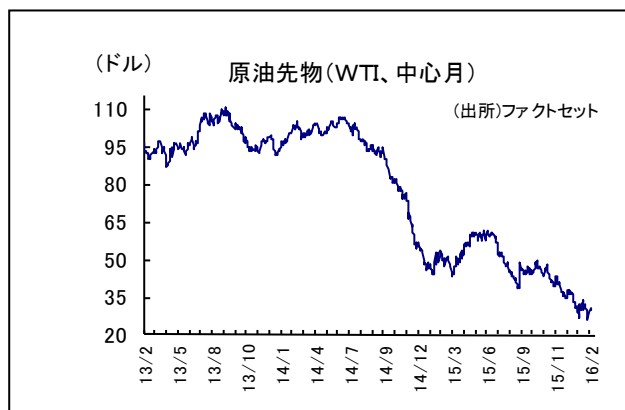
▽外為市場の動向



▽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、安藤卓康、玉置菜摘、開発彰徳、村上梨子