



明治安田生命

経済ウォッチ

2016年8月 第4週号

(原則、毎月第2週、4週発行) 2016年度 vol.10

〈フォーカス〉 2016-2017年度経済見通し特集号

当社では、2016年4-6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、8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5月時点の予測値)

実質GDP成長率: 2016年度 0.7%(0.6%) 2017年度 0.9%(0.9%)

名目GDP成長率: 2016年度 1.2%(1.1%) 2017年度 1.0%(1.1%)

2. 要点

- ①日本経済は、持ち直している。今後も、内外需とも確たるけん引役が不在の状態が続くなか、政府の経済対策が下支えとなって、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。2016年度、2017年度とも、成長率は1%を下回るとみている。
- ②個人消費は、交易条件の改善に伴う家計の実質購買力の向上が下支えとなるものの、名目賃金の伸び悩みや消費マインドの回復の遅れなどから、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。住宅投資は、低金利環境が追い風だが、各種政策効果の一服などから今後は鈍化に向かうとみる。設備投資は、世界景気の先行き不透明感が抑制要因となるものの、更新維持・省力化投資などが下支えとなって、均せば緩やかな回復を予想する。公共投資は、2016年度本予算の早期執行や政府の経済対策が後押しし、増加傾向の推移を見込む。輸出は、世界景気の回復力の弱さを背景に伸び悩むとみている。
- ③米国景気は、良好な雇用環境などに支えられ、堅調な推移が続くとみる。欧州景気は、英国のEU離脱決定に伴う先行き不透明感などを背景に、緩慢な回復にとどまると予想する。中国景気は、政府の構造改革が進むなか、緩やかな減速傾向で推移するとみている。

(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、回復の足取りが鈍い停滞局面が続いている。今後も、引き続き交易条件の改善が下支えするとみられるほか、2017年度にかけての政府の経済対策の効果が本格化するとみられることからの内外需ともけん引役不在のなか、景気は緩やかな回復傾向が続く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。原油安に伴う家計の実質購買力の改善が下支え後押しするとみるものの、名目賃金の伸び悩みが続くとみられるなか、今後の持ち直しペースは緩やかと予想する。

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、需要先食いの影響も残ることで、鈍化に向かう停滞気味の推移をたどると予想する。

設備投資は、製造業の能力増強投資の低迷が続くとみるものの、更新・維持投資の需要が下支えとなり、均せば緩やかな回復が続くとみる。公共投資は、2016年度本予算の執行や、第一次補正予算の効果が現れることで編成が下支えとなり、緩やかな増加傾向を見込む持ち直しへ向かうとみている。

輸出の回復ペースは鈍い。今後も、世界的な投資の冷え込みなどが下押し要因となり、伸び悩みが続くと予想する。生産は、輸出や消費の戻りが鈍いなか、回復ペースは緩慢とみている。

消費者物価（コア CPI）は、0%を下回って推移している。需要面からの押し上げ圧力が弱いことで、物価の戻りのペースも鈍いとみており、2016年度のコア CPI は、前年比▲0.1%程度にとどまると予想する。日銀が目標とする「2017年度中に2%程度」の達成も困難とみている。

米 国

米経済は、緩慢な回復が続いている。実質金利がマイナス圏で推移しており、きわめて緩和的な金融環境が続いている新興国景気の減速などが景気の下押し圧力になるとみるが、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、今後は緩やかな景気回復基調が続くと予想する。

個人消費は、雇用環境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。

住宅投資は、雇用者数の増加環境の改善や低金利環境などに支えられ、堅調に持ち直し傾向で推移するとみる。

設備投資は、企業収益の改善などを背景に、徐々に持ち直しに向かうと予想する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、外需は伸び悩むとみられる交易条件の改善が企業収益を下支えすることなどから、持ち直しペースは緩慢なものにとどまるとみている。年央以降は徐々に回復に向かうと予想する。

輸出は、新興国景気の減速などを背景にや、ドル高の影響も残ることで、伸び悩む展開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0.00-0.25%から、0.25-0.50%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみており、年内に利上げが実施されると予想する。その後も2017年末までは年2回程度のペースで利上げが行なわれるとみる。

欧 州

ユーロ圏経済の回復の足取りは鈍い。ECBのによる緩和的な金融政策やの継続が見込まれるのに加え、難民対策や景気への配慮もあって、各国の財政スタンスのがやや緩和する見通しであることなどが引き続き景気を下支えするとみているがから、内需は今後も改善傾向が続くとみる。ただ、輸出は新興国の景気減速などを背景に、伸び悩む展開が続くとみられるほか、英国のEU離脱を巡る先行き不透明感などが決定の影響も下押し圧力となっていることで、ユーロ圏景気回復ペースは緩慢な回復ものにとどまると予想する。

個人消費は、消費者マインドの回復の遅れが見込まれるものの、雇用環境の改善などを背景にサービス業を中心に雇用者数の増加傾向が続くとみられることなどから、持ち直し緩やかな回復傾向が続くとみる。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、企業の生産活動の停滞や、設備投資姿勢の慎重化などが重し足かせとなることでなっって、力強い回復ペースは鈍いには至らないと予想する。

ECBは3月の理事会で、主要政策金利を0.05%から0.00%へ、中銀預金金利を▲0.3%から▲0.4%へと引き下げたほか、毎月の資産買入れ額を600億ユーロから800億ユーロに増額することや、長期資金供給オペを実施することなどを決定した。英国のEU離脱決定を受け、景気や物価の下振れリスク懸念が増し強まっていることなどから、ECBは年末までに資産買入れ策の実施期間の延長や、資産買入れルールの変更を決定し、2017年3月以降も資産買入れを継続すると予想する。

2016—2017 年度経済見通し（要約版）

1. 日本経済見通し

国内景気の回復ペースは引き続き緩慢

4—6月期の実質GDP成長率は前期比+0.0%（年率換算：+0.2%）と、2四半期連続のプラス成長となったものの、小幅のプラスにとどまった。今後も、内外需とも確たるけん引役が不在の状態が続くなか、景気の停滞感が残るとみる。ただ、引き続き、原油安による景気の下支えが見込まれるほか、2017年度にかけては、政府の経済対策の効果が本格化してくるとみられることなどから、景気は、緩やかな回復傾向が続くと予想する。

個人消費の回復ペースは緩慢

個人消費は、年明け以降、うるう年効果などもあって、緩やかな持ち直し傾向で推移してきたものの、足元では再び停滞色を強めつつある。6月の実質消費支出は、昨年11月以来の水準まで低下した（図表1-1）。

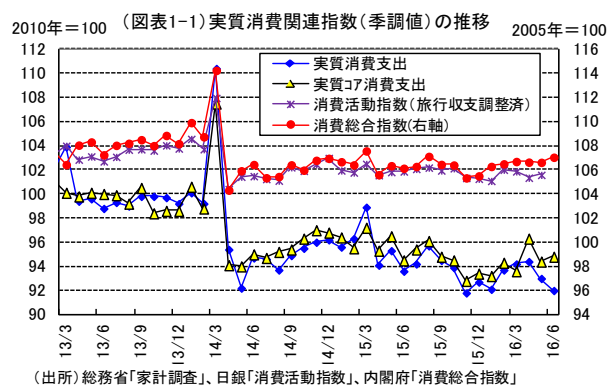
個人消費の低迷の背景としては、雇用需給が引き締まるなかでも、雇用の「質」の改善ペースが鈍く、賃金が伸び悩んでいることが挙げられる。労働参加率の改善も、高齢者や女性の労働参加が中心で、雇用形態も非正規のケースが多いことが、平均賃金の伸び悩みにつながっている。2016年春闘の賃上げ率は昨年を下回った。国内では安定的な利益成長が見通し難いなか、多くの企業は固定費の増加につながるベアには引き続き慎重に対応するとみられる。消費マインドも停滞している。社会保険料率の引き上げなど、さまざまな家計負担の拡大を背景に、消費者の生活防衛の意識が強まっていることが、消費マインドの下押し圧力として働いているとみられる。

一方、これまでの原油安に加え、年明け以降の円高による輸入物価の下落を受けて、交易条件の改善が続くと見込まれる。今後についても、交易条件の改善に伴う家計の実質購買力の向上が、個人消費を下支えするとみている。また、8月に閣議決定された経済対策では、保育士や介護人材の処遇改善や、最低賃金の引き上げに向けた環境整備に取り組むとしている。こうした政策効果もあって、個人消費は、2017年度にかけても、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

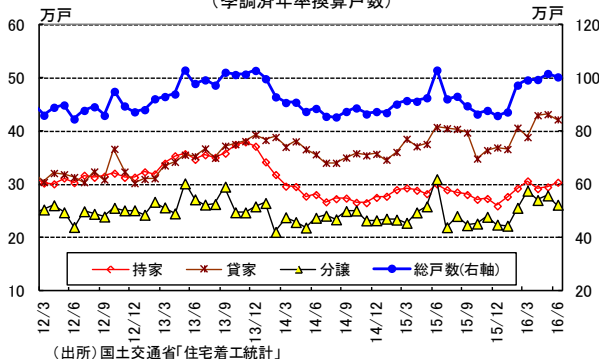
住宅投資の回復は一服

新設住宅着工戸数（季調値）は、年明け以降、5月にかけて増加傾向が続いた。相続税対策などを受けた根強い貸家需要に加え、大型分譲マンションの着工による押し上げもあって、分譲住宅も底堅く推移してきたことなどが持ち直しにつながった。ただ、6月は前月比▲1.3%と、6ヵ月ぶりのマイナスとなるなど、回復傾向が一服している（図表1-2）。

今後については、住宅ローン減税制度（10年間で



(図表1-2) 利用関係別新設住宅着工戸数の推移 (季調済年率換算戸数)



最大400万円)や、戸建住宅向けのZEH補助金(ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス、1戸あたり125万円)などの各種住宅支援策のほか、日銀のマイナス金利政策導入の影響によるローン金利の低下が住宅投資を下支えするとみる。一方で、貸家の節税需要は減衰へ向かいつつあるほか、所得環境の回復ペースの鈍さを背景に、消費者は慎重に物件購入の検討を進めるとみられることから、住宅着工は鈍化傾向で推移するとみており、2016年度は90万戸程度、2017年度は88万戸程度にとどまると予想する。

設備投資は緩やかな回復へ

設備投資の先行指標を見ると、建築物着工床面積(非居住用)は、商業用の持ち直しなどを受け、5月に大きく上昇したほか、資本財国内出荷(除く輸送機械)も足元で持ち直しているものの、機械受注(船舶・電力を除く民需)は、春先以降、大きく鈍化するなど、まちまちな状況となっている(図表1-3)。

設備投資は、売上高と連動する傾向があるが、日銀短観の売上計画(全規模・全産業)を見ると、2016年度は前年比▲0.1%と、6月調査としては、7年ぶりの減収計画となっており、収益環境の悪化は、今後も設備投資の抑制要因となるとみられる。

同じく6月調査の日銀短観における2016年度の大企業・製造業の設備投資計画は同+12.8%と、2013、2014年度並みとなった。ただ、今回の調査では、英国のEU離脱決定の影響はほとんど反映されていないことなどから、今後、計画は下方修正される可能性が高い。日銀短観の設備判断DI(全規模・全産業)では、先行きも過剰感が残る見通しである。国内の中長期的な低成長期待が定着していることもあって、能力増強を目的とした設備投資は慎重に進められるとみる。

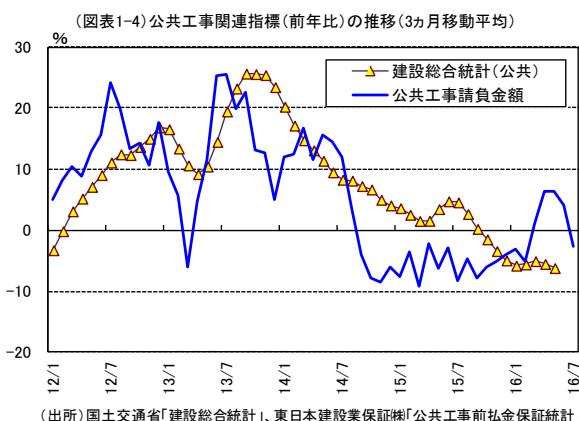
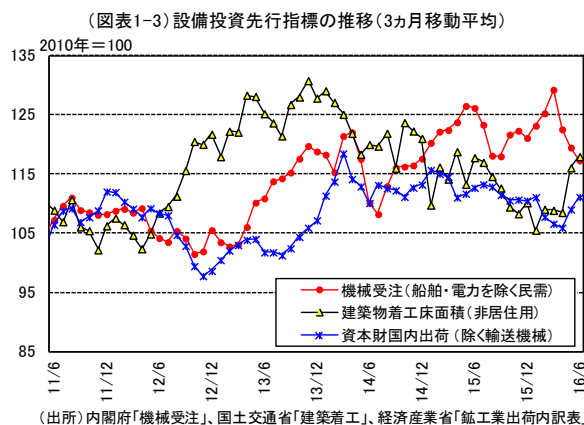
ただ、製造業では、平均設備年齢の上昇が続いており、設備維持・補修への需要は蓄積しているとみられ、製造業の設備投資を下支えしよう。非製造業でも、運輸、小売、鉄道などで投資増が見込まれることで、底堅い推移が続くとみている。設備投資全体では、均せば緩やかな回復傾向が続くと予想する。

公共投資は増加傾向が続く

出来高に先行する公共工事請負金額(3ヵ月移動平均)を見ると、7月は前年比▲2.8%と、5ヵ月ぶりのマイナスとなった。ただ、2016年度本予算は上半期中に8割の執行を目標としているほか、5月の補正予算の効果も見込まれることで、請負金額は再び持ち直すとみる(図表1-4)。

建設技能労働者過不足率を見ると、足元の不足率はやや上昇しているものの、建設業界では省力化投資など、人手不足対策を進めている。資材価格の上昇もすでに一服しており、人手不足や資材価格の高騰が公共投資のボトルネックとなってきた状況は改善しているとみられる。

8月2日に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策」では、2016年度第二次補正予算の規模は5兆円台半ばとみられ、このうち公共投資は3兆円以内と予想する。これにより、2016年度の公共投資は約5%、2017年度は約10%押し上げられるとみる。2017年度の当初予算(一般会計予算)でも、景気の回復ペースが鈍いとみられるなか、老朽化対策などを中心に本年度当初予算並みの公共事業関係



費を計上するとみており、今後も公共投資は緩やかな増加傾向が続くと予想する。

輸出は伸び悩みが続く

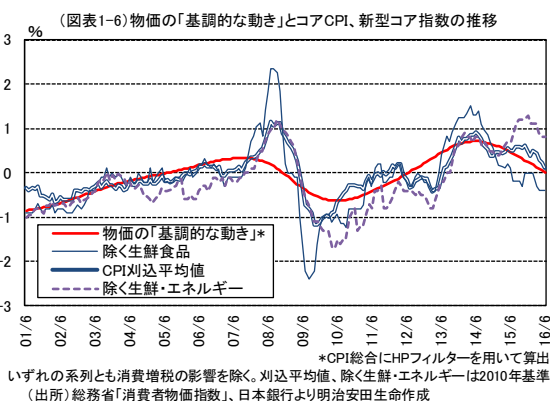
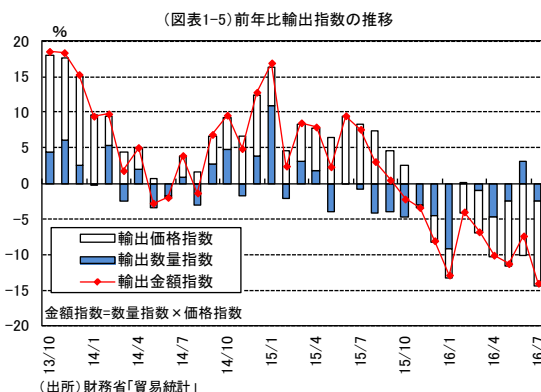
貿易統計によると、7月の輸出金額は前年比▲14.0%と、6月の同▲7.4%からマイナス幅が拡大した(図表1-5)。輸出金額を価格と数量に分解すると、価格は同▲11.8%と、9ヵ月連続のマイナスとなったほか、数量も同▲2.5%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。

足元では、世界的な投資の冷え込みが、資本財輸出の低迷につながっているほか、東日本大震災以降、米国企業がグローバルな調達構造を見直していることも輸出の下押し圧力となっているとみられる。また、輸出金額の1割強を占める情報関連(電算機類、半導体電子部品、通信機、科学光学機器など)の低迷も目立つ。情報関連の輸出は、もともと世界の半導体出荷額と近い動きを示していたが、ここ数年は世界の半導体出荷額の持ち直しにもかかわらず停滞が続いている。韓国や台湾などのアジアNIEs諸国や中国が技術面でキャッチアップしてきたことが大きいとみられる。世界景気の回復力の弱さに加え、情報関連分野での競争力低下が続いていることもあって、今後も輸出の回復ペースは上がらないと予想する。

コアCPIは下振れが鮮明に

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)は、3月以降、下落傾向を強めており、6月は前年比▲0.4%までマイナス幅が拡大した(図表1-6)。コアCPIの伸び鈍化は、原油安を受けたエネルギー価格の低下が大きいが、これまで物価を押し上げてきた円安効果のはく落も影響しているとみられる。

当社では、4-6月期の需給ギャップは▲1.6%程度と試算しており、需要面からの物価を押し上げ圧力も依然として弱い。家計や企業の期待インフレ率も、鈍化傾向に大きな変化がみられない。今後は、年明け以降の円高が物価下押し圧力として働くとみられることもあって、2016年度通年のコアCPIは同▲0.1%程度、2017年度も同+0.4%程度にとどまると予想する。(担当:謝名、山口、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)

	予測			予測									
	2015年度	2016年度	2017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	0.8%	0.7%	0.9%	▲0.4%	0.5%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
前期比年率	0.8%	0.7%	0.9%	▲1.7%	2.0%	0.2%	1.2%	1.1%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%
民間最終消費支出	▲0.2%	0.7%	0.8%	▲0.8%	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%
民間住宅投資	2.4%	5.5%	0.5%	▲0.5%	▲0.1%	5.0%	0.7%	0.0%	▲0.0%	▲0.2%	0.7%	▲0.2%	▲0.1%
民間設備投資	2.1%	0.8%	1.1%	1.2%	▲0.7%	▲0.4%	0.6%	0.3%	0.5%	▲0.2%	0.4%	0.3%	0.2%
政府最終消費支出	1.6%	1.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%
公的固定資本形成	▲2.7%	3.0%	6.5%	▲3.3%	0.1%	2.3%	1.7%	1.9%	2.1%	1.6%	1.3%	1.2%	0.9%
財貨・サービスの輸出	0.4%	▲0.3%	1.4%	▲0.9%	0.1%	▲1.5%	1.0%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%
財貨・サービスの輸入	▲0.0%	▲0.0%	1.9%	▲1.1%	▲0.5%	▲0.1%	0.4%	0.5%	0.7%	0.3%	0.5%	0.4%	0.6%
名目GDP	2.2%	1.2%	1.0%	▲0.3%	0.8%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%
GDPデフレーター(前年比)	1.4%	0.5%	0.0%	1.5%	0.9%	0.8%	0.5%	0.4%	0.2%	0.0%	0.2%	▲0.0%	▲0.1%

2. 米国経済見通し

4-6月期 GDP は前期比年率+1%台にとどまる

4-6月期の米国実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率+1.2%と、1-3月期の同+0.8%から伸び幅が拡大した（図表 2-1）。実質金利がマイナス圏で推移しており、きわめて緩和的な金融環境が続いていることなどから、7-9月期の成長率は+2%台となる見込み。家計のバランスシートの正常化が進んでいることもあって、10-12月期以降も景気回復基調が続くと予想する。

個人消費は回復傾向が継続

個人消費は、堅調に推移している。ガソリン価格の低下によって、家計の実質購買力は向上している可能性が高い。加えて、雇用環境の改善も個人消費を下支えしている。7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が+25.5万人と、堅調かどうかの境目とされる20万人を2ヵ月連続で上回った。失業率はFRB（米連邦準備制度理事会）の長期見通しのレンジ（4.7-5.0%）に達しているほか、広義の失業率（非自発的パートタイマーや求職断念者などを失業者に含む）も改善傾向が続いている。新規失業保険申請件数や求人数といった幅広い労働市場の指標も改善していることなどから、個人消費は今後も回復傾向が続く可能性が高い。

住宅投資は堅調に推移するとみるが、設備投資と輸出は伸び悩む

住宅投資は、足元で弱含んでいる。ただ、住宅ローン金利が低水準であることや、雇用者数の増加傾向が続いていることなどから、今後の住宅投資は堅調に推移すると予想する。

設備投資は、企業業績の改善などに支えられ、徐々に持ち直しに向かうとみている。ただ、外需が伸び悩むとみられることから、持ち直しペースは緩慢なものにとどまると予想する。輸出は、海外景気の先行き不透明感が残ることから、伸び悩む展開が続くとみる。

利上げは年内に1回、2017年末までに2回程度を予想

7月26-27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レートの誘導目標レンジが0.25-0.50%ですえ置かれた。声明文では、景気の現状判断が上方修正されたほか、先行きについては「景気見通しに対する短期的なリスクは弱まった」との一文が付け加えられ、前向きな見方が示された。一方、6月14-15日開催のFOMCで更新されたFFレート見通し（FOMC参加者17人の予想中央値）を見ると、1回の利上げ幅が昨年12月と同様、0.25%とすると、年内に1回の利上げを見込むFOMC参加者が1人から6人へと増えた。加えて、2017年末以降の予想値が軒並み下方修正された。議事録では、多くのFOMC参加者が「生産性の低さや、人口トレンドなどから、中立金利が歴史的に低い」とみていることが判明しており、FFレートが長期的に達する水準自体が低下しているとの見方が示された。

英国のEU離脱決定を受け、海外景気の先行き不透明感が残ることもあり、FRBは当面、様子見姿勢をとるとみる。ただ、足元のコアCPI（エネルギーと食品を除く消費者物価指数）が前年比+2.2%であるのに対し、長期金利は1%台後半であり、実質金利はマイナス圏で推移、きわめて緩和的な金融環境が続いている。米国景気は回復傾向が続くとみており、FRBは年内に1回の利上げを行ない、その後も2017年末までに年2回程度のペースで利上げを継続すると予想する。（担当：信本）

（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	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
実質GDP	2.6	1.4	2.2	0.9	0.8	1.2	2.3	2.3	2.0	2.4	2.5	2.4	
個人消費	3.2	2.6	2.6	2.3	1.6	4.2	2.7	2.7	2.1	2.7	2.5	2.4	
住宅投資	11.7	6.5	5.5	11.5	7.8	-6.1	7.3	6.0	5.8	6.8	6.1	6.3	
設備投資	2.1	-1.1	2.7	-3.3	-3.4	-2.3	0.5	2.6	3.4	3.8	4.1	4.0	
民間在庫(寄与度)	0.2	-0.5	-0.1	-0.4	-0.4	-1.2	0.0	-0.1	0.0	-0.2	0.1	0.0	
純輸出(寄与度)	-0.7	-0.1	-0.1	-0.5	0.0	0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	
政府支出	1.8	1.0	0.4	1.0	1.6	-0.9	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	

→ 予測

3. 欧州経済見通し

ユーロ圏景気は回復ペースが鈍化

4-6 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率（改定値）は前期比+0.3%と、1-3 月期の同+0.6%から伸び幅が縮小した（図表 3-1）。主要国別では、ドイツとスペインの伸び幅が縮小したほか、フランスとイタリアはゼロ成長にとどまった。

今後のユーロ圏景気は、ECB（欧州中央銀行）の緩和的な金融政策や、各国の財政スタンスの緩和などが引き続き下支え要因になるとみているが、英国の EU 離脱を巡る先行き不透明感などが下押し圧力となって、緩慢な回復にとどまると予想する。

ECB は 2017 年 3 月以降も資産買入れ策を継続へ

ユーロ圏の個人消費は、英国の EU 離脱決定に伴う景気見通しの悪化などから、消費者マインドの回復は遅れると見込まれるものの、雇用環境の改善などを背景に、今後も持ち直し傾向が続くとみる。一方、固定投資は、緩和的な金融環境が下支え要因になるとみているが、企業の生産活動の停滞や、先行き不透明感を受けた設備投資姿勢の慎重化などから、回復ペースは鈍いと予想する。輸出は、景気が堅調な米国向けが全体を下支えするとみるが、英国や新興国向けの停滞が足かせとなって、伸び悩む展開が続こう。

ECB は 7 月の政策理事会で、金融政策をすえ置いた。英国の EU 離脱決定を受け、景気や物価の下振れリスクが増していることなどから、ECB は年末までに資産買入れ策の実施期間の延長と、買入れ債券の不足に対応するための資産購入ルールの変更を決定し、2017 年 3 月以降も資産買入れを継続すると予想する。

英国景気は減速に向かう可能性が高い

英国の 4-6 月期実質 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.6%と、14 四半期連続のプラス成長となった。もっとも、6 月 23 日の国民投票で EU 離脱が決定したことなどから、今後は EU 離脱を巡る先行き不透明感を背景に、英国経済は減速に向かう可能性が高い。個人消費は、雇用環境の停滞に加え、実質賃金の低迷や、住宅価格下落に伴う逆資産効果が見込まれることなどから、減速傾向で推移すると予想する。固定投資も、生産が伸び悩むなか、EU 離脱決定が重しとなって、軟調に推移するとみる。一方、当面の輸出は、ポンド安による価格競争力の改善が下支えとなり、一進一退での推移が続くと予想する。

8 月の MPC（金融政策委員会）では、政策金利が 0.50%から 0.25%へと引き下げられたほか、資産購入枠も 3,750 億ポンドから 4,350 億ポンドへと拡大されるなど、大規模な金融緩和が決定された。インフレーション・レポートを見ると、2017, 2018 年の実質 GDP 成長率見通しが大幅に下方修正されたほか、議事録では、今後の経済指標が最新の経済予測を裏付ける内容となった場合、大半の MPC メンバーが年内に金利を 0%付近まで引き下げることと見通しが示された。今後発表される経済指標は、英国の EU 離脱決定を受け、冴えない結果となる可能性が高く、景気への悪影響を避けるため、BOE（イングランド銀行）は年内に追加利下げを行なうと予想する。（担当：尾家、村上）

（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	1.7	1.5	1.0	0.4	0.6	0.3	0.3	0.1	0.2	0.4	0.3	0.3
	家計消費	1.7	1.5	0.9	0.3	0.6	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.3	0.2
	政府消費	1.3	1.6	1.1	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
	固定投資	2.9	2.2	0.8	1.4	0.8	-0.2	0.3	0.2	0.1	0.3	0.3	0.5
	輸出	5.3	2.1	2.0	0.7	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7	0.5
	輸入	6.1	2.8	1.7	1.4	0.7	-0.2	0.4	0.4	0.3	0.5	0.7	0.7
	在庫投資(寄与度)	-0.0	0.1	-0.1	0.1	0.1	-0.2	0.0	-0.2	-0.0	0.1	0.1	0.0
	純輸出(寄与度)	-0.1	-0.2	0.2	-0.3	-0.1	0.3	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.0
英国	実質GDP	2.3	1.6	-0.2	0.6	0.4	0.6	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.1

→ 予測

4. 中国経済見通し

中国景気は緩やかな減速傾向を予想

中国の4-6月期の実質GDP成長率は前年比+6.7%と、1-3月期と同じ伸びとなった(図表4-1)。輸出や固定投資の低迷が続いたものの、個人消費の底堅い推移が下支え要因となった。

春先以降の景気は、政策支援でいったん持ち直しの動きをみせたものの、足元では息切れしつつある。政府は、製造業の過剰生産設備の解消を図るとともに、不動産投機を抑制し、中長期的に消費主導の成長構造への転換を図っていく方針だが、構造改革を進めるなかで、景気の下押し圧力がさらに強まる可能性が高い。政府は、引き続き財政・金融政策で景気の失速を避けつつ、緩やかな減速にとどまるよう、微妙な景気のかじ取りを行なっていく方針とみられるが、先行き不透明感は強い(図表4-2)。

(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)



(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	6.3

政府の景気支援策が生産・投資を下支え、消費の回復ペースは鈍化へ

企業マインドは停滞している。国家統計局発表の7月の製造業PMI(購買担当者景気指数)は49.9と、拡大と縮小の境目を表す50を5ヵ月ぶりに下回った。実際の経済活動の動きを示すハードデータを見ると、7月の鉱工業生産は前年比+6.0%と、6月からプラス幅が縮小したものの、政府の景気支援などを背景に、年明けの落ち込みから均せば回復傾向にある。今後は、政策支援などが下支えとなる一方、過剰生産設備の廃棄の動きが下押し圧力となり、均せば6%前後の推移が続くとみる。一方、1-7月の固定資産投資(累計)は同+8.1%と、2015年同年の同+10.0%から大きく鈍化した。今後も民間投資の低迷が足かせとなり、一桁台後半の伸びにとどまろう。

4-6月期の輸出は同▲4.3%と、5四半期連続のマイナスとなったほか、7月も同▲4.4%と低調な推移が続いている。年明け以降、元安傾向が続いているものの、小幅の元安にとどまっていることから、価格競争力の回復による数量押し上げ効果は期待できない。加えて、人件費などのコスト上昇を背景に、労働集約型産業の強みも失われつつあることで、輸出は低迷が続くと予想する。

7月の名目小売売上高は同+10.2%と、一進一退の動きが続いている。今後は、雇用・所得環境の改善ペースの鈍化が下押し圧力になり、個人消費の回復も鈍いものにとどまるとみている。

政策支援が景気を支える構図が続くと予想

政府は、2016年の粗鋼と石炭の生産量の削減目標を打ち出しているが、その規模は小さく、過剰生産能力の解消が見通せない状況となっている。過剰設備を抱える企業の多くは国有企業であるが、非効率経営からの改善が遅れている。政府は、国有企業の民営化を促す国有企業改革を進めるとしているが、2015年9月に発表された「国有企業改革を深化させることに関する指導意見」では、政府による国有企業への指導強化や国有資産の流失の防止など、経済活動の市場化推進策よりも、国有企業の独占力の強化とともとれる内容が大半を占めている。国有企業改革の加速が見通せないなか、今後も、財政・金融政策で景気を支える構図が続くと予想する。(担当:平野)

5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

アジア NIEs 諸国は輸出が下押し圧力に

アジア新興国景気は、中国景気の減速などを背景に、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動きもみられる（図表 5-1）。

韓国の4-6月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.7%と、前期の同+0.5%から、3 四半期ぶりに伸び幅が拡大した。民間最終消費支出や設備投資の回復が全体を押し上げた。今後は、下期に雇用対策や生活支援などを中心とした 10 兆ウォン規模

の補正予算の編成が予定されており、景気を下支えすることが期待される。ただ、家計の債務残高の拡大が足かせとなり、民間最終消費支出は、緩やかな回復にとどまるとみる。設備投資は、海運・造船業などの収益悪化が下押し圧力となり、回復ペースは上がらないと予想する。輸出も中国景気の減速の影響で低迷が続くと見込まれ、韓国景気は一進一退の推移をたどるとみている。台湾の4-6月期の実質 GDP 成長率は前年比+0.7%と、4 四半期ぶりのプラス成長となった。今後は、中国景気の減速の影響に加え、中国企業との価格競争の激化もあって、輸出の戻りは鈍いとみており、景気も停滞気味の推移を予想する。シンガポールは、堅調な雇用環境を受けて、個人消費は底堅く推移するとみるものの、中国景気の低迷を背景に、輸出は伸び悩むとみられ、景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

インドネシアは、輸出の低迷が続くとみられるほか、税恩赦法施行に伴う税収確保が見通せないことなどが公共インフラの投資進行の遅れにつながるとみており、景気は停滞気味の推移を予想する。タイは、中国景気の減速や、8月のテロの影響もあって、輸出は低調な推移になるとみており、景気の回復ペースも緩慢とみる。マレーシアも、輸出の低迷が長引くことで、景気も一進一退の推移が続くと予想する。一方、フィリピンでは、産業誘致が進んだことなどによる国内就業機会の拡大もあって、雇用環境が堅調に推移するなか、今後も景気は個人消費を中心に底堅く推移するとみている。インドは、6月に公務員給与の引き上げが承認されたことや、雨季の降雨量が平年を上回る見通しであることなどが個人消費の拡大に寄与すると見込まれ、景気は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

CPI（消費者物価指数）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。景気を下支えするため、台湾やインドネシア、インフレ率が高まりつつあるインドでも、追加緩和に踏み切ると予想する。一方、韓国、シンガポール、タイ、マレーシアは、様子見スタンスをとるとみる。フィリピンでは、物価上昇圧力抑制のため、2017年には利上げが再開されるとみている。

豪州景気は底堅い推移

豪州景気は底堅く推移している。1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比+1.1%と、前期の同+0.7%から伸び幅が拡大した。民間固定投資の低迷が続いたが、個人消費が底堅く推移したほか、輸出も回復傾向で推移し、全体を押し上げた。今後は、民間固定投資は低迷が続くとみられるほか、輸出も中国景気の停滞を背景に、緩慢な回復にとどまるとみる。一方、個人消費は、雇用環境の回復を背景に、持ち直し傾向が続く可能性が高く、景気は底堅く推移すると予想する。豪州準備銀行は、これまでの利下げ効果を見きわめるため、しばらく様子見スタンスをとるとみている。（担当：平野、山口、開発、磯部）

（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)	2016年 (予測)	2017年 (予測)
韓国	3.3	2.6	2.8	3.0
台湾	3.9	0.6	1.2	2.0
シンガポール	3.3	2.0	1.8	2.1
フィリピン	6.2	5.9	6.2	6.1
インドネシア	5.0	4.8	4.9	5.1
タイ	0.8	2.8	3.0	3.3
マレーシア	6.0	5.0	4.1	4.3
香港	2.6	2.4	1.4	1.9
インド	7.2	7.6	7.4	7.5
豪州	2.7	2.5	2.9	3.1

（注）インドは年度ベース（4月～翌3月）

6. 商品相場見通し

原油価格は上値の重い展開が続くと予想

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、2月中旬を底として、持ち直し傾向で推移してきた（図表6-1）。背景には、ナイジェリア情勢の悪化などによる供給懸念がある。ただ、7月以降、原油の在庫水準の高止まりなどから、軟調な推移となっている。

米国の原油在庫の推移を見ると、依然として高水準ではあるが、夏場のドライビングシーズンを迎えたことで、5月から減少傾向で推移している。しかし、秋以降は、

原油需要も減少に向かうことなどから、原油在庫は再び増加に向かうとみており、原油価格の押し下げ圧力として働くと予想する。

OPEC（石油輸出国機構）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。背景には、サウジアラビアが、高い生産水準を維持していることや、欧米からの経済制裁が解除されたことで、イランが1月以降大幅な増産を続けていることがある。今後も、イランの増産が見込まれることや、ナイジェリアやリビアでの政情不安が落ち着きつつあることから、OPECの増産傾向は続くとみる。

一方、米国の原油生産量は、昨夏以降、減少傾向で推移しており、原油価格の下支え要因となっている。米国のリグ稼働数は、足元では増加しつつあるものの、シェール関連企業の業況低迷がリグの新規投資の抑制要因になっているほか、老朽化したリグの稼働停止も見込まれることなどから、米原油生産量は均せば緩やかな減少傾向が続くと予想する。

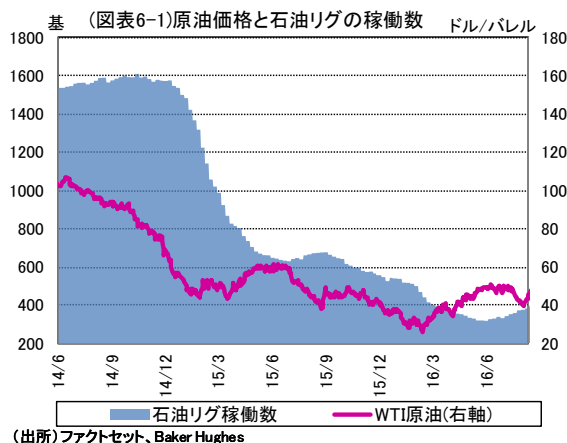
今後は、原油の在庫水準の高止まりが続くと見込まれることなどから、原油価格は当面上値の重い展開が続くとみる。ただ、原油安に伴い、非OPEC諸国が減産を迫られることで、需給はゆっくりと改善に向かうとみられ、2017年以降は均せば緩やかな上昇傾向で推移するとみている。

銅や穀物は低調に推移すると予想

まず、金価格は、6月に入ると、英国のEU離脱に伴い、安全資産とされる金への需要が高まったことなどから、上昇基調となった。ただ、足元では金融市場が落ち着きを取り戻しつつあることから、上昇の勢いは鈍っている。今後、米国の追加利上げ観測が高まることで、上値の重い展開を予想する。

銅価格を見ると、1月中旬に6年ぶりの安値をつけた後、中国景気への過度な懸念の後退などから上昇傾向となったものの、4月に入ると、中国の銅在庫が過去最高水準で推移していることを背景に再び下落した。今後も、中国景気の減速懸念などを背景に、銅価格は軟調な推移が続くとみる。

穀物のうち、トウモロコシ価格は、春ごろから米国、中南米の天候不順による生育への懸念などから急騰したが、6月半ば以降、米国の天候懸念が和らいだことなどで、下落基調となった。今後についても、米国やブラジルなどの増産が見込まれることから、トウモロコシ価格は低調に推移するとみている。大豆価格は、4月以降中南米や米国の天候不順による生育懸念を受け、大きく上昇したが、6月半ば以降は、米国の天候が回復したことなどを背景に、下落傾向となった。今後は、新興国を中心とした需要が高まっていることなどから、価格は一進一退の推移をたどるとみる。一方、小麦価格は、米国やロシアの生産量が増加するとの観測を受け、軟調に推移している。世界全体の在庫率の上昇が見込まれていることもあって、今後も軟調な推移をたどると予想する。（担当：陳）

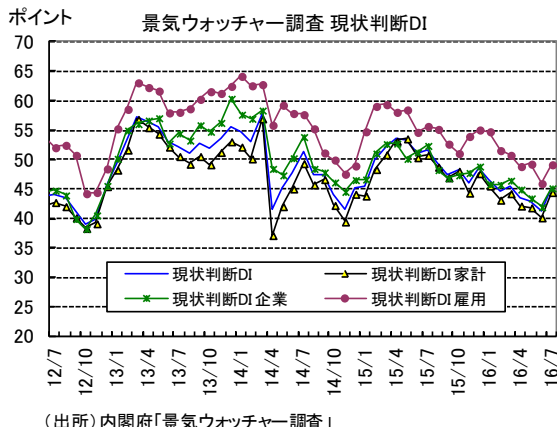


主要経済指標レビュー (8/8~8/19)

《日本》

○ 7月景気ウォッチャー調査 (8月8日)

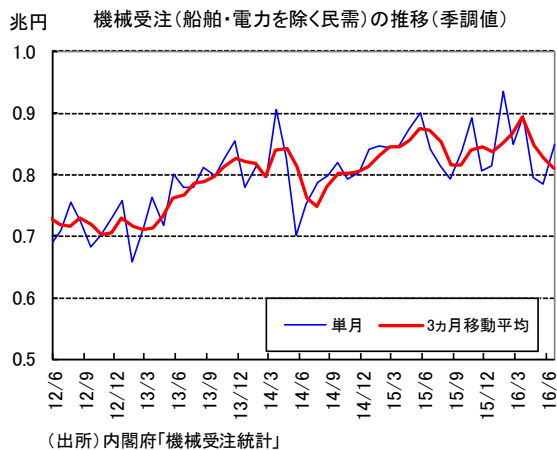
7月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが前月差+3.9ポイントの45.1と、12ヵ月連続で50を割り込んだものの、4ヵ月ぶりに改善した。先行き判断DIも同+5.6ポイントの47.1と改善した。金融市場が落ち着いたことで、ブレイク直後の調査であった前月から大幅に反発した。ウォッチャーによる基調判断は、6月の「引き続き弱さがみられる」から「持ち直しの兆しがみられる」へ上方修正された。今後については、名目賃金が伸び悩んでいることで、個人消費の堅調な回復は見込めないほか、世界景気の回復力の弱さを背景に輸出も伸び悩むとみており、景気回復ペースは均せば緩慢なものにとどまると予想する。



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

○ 6月機械受注 (8月10日)

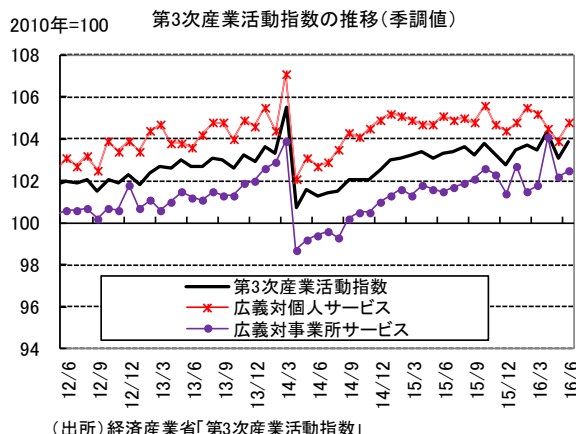
6月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比+8.3%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。業種別では、製造業が同+17.7%、非製造業（除船・電）が同+2.1%と、いずれもプラスとなった。ただ、その他輸送用機械が同+250.4%と大幅プラスであり、まとまった発注で押し上げられた影響も出ている。4-6月期は前期比▲9.2%と、3四半期ぶりのマイナスとなり、5月に発表された4-6月期見通しの同▲3.5%を下回った。内閣府による基調判断は、5月の「機械受注は、足踏みがみられる」がすえ置かれた。今後の設備投資は、世界景気の先行き不透明感を受け、企業の慎重姿勢が続くとみられるものの、更新維持・省力化投資などが下支えとなって、均せば緩やかな回復を予想する。



(出所)内閣府「機械受注統計」

○ 6月第3次産業活動指数 (8月10日)

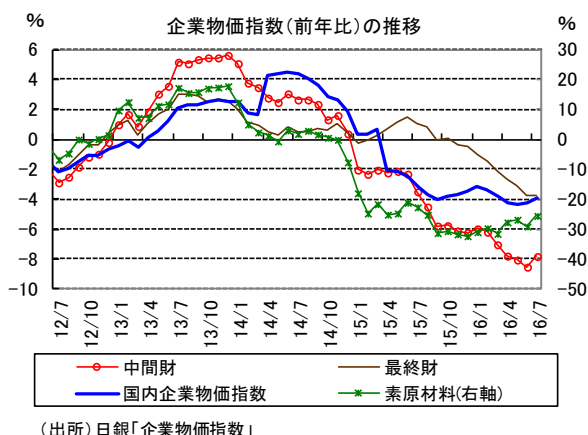
6月の第3次産業活動指数は前月比+0.8%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。内訳では、広義対個人サービスが同+0.9%と、4ヵ月ぶりのプラスとなったほか、広義対事業所サービスも同+0.3%と、2ヵ月ぶりの上昇となった。業種別では、11業種中、5業種で上昇、4業種で低下、2業種で横ばいという結果。上昇した業種では、生活娯楽関連サービス、医療・福祉、卸売などのプラス寄与が大きかった。一方、低下した業種では、情報通信、電気・ガス・熱供給・水道などが押し下げに寄与した。今後は、所得環境の回復ペースの鈍さを背景に、広義対個人サービスの活動は弱めの動きが続くとみており、第3次産業活動指数全体でも、回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。



(出所)経済産業省「第3次産業活動指数」

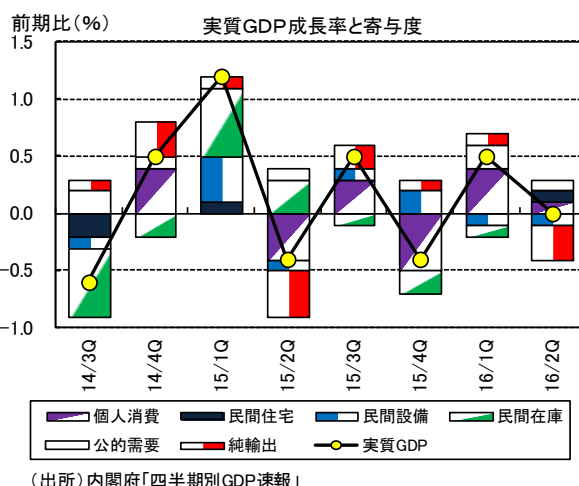
○ 7月企業物価指数(速報値、8月10日)

7月の国内企業物価指数は前年比▲3.9%と、前月の同▲4.2%からマイナス幅が縮小した。23種目中、14業種が、前月から押し上げに寄与、7業種が押し下げに寄与、2業種は前月と同じ伸びとなった。押し上げ方向に寄与した業種では、電力・都市ガス・水道が最も大きく、このほかでは石油・石炭製品、非鉄金属も目立った。一方、押し下げ方向に寄与した業種は、農林水産物など。需要段階別に見ると、国内需要財は同▲8.2%と、前月の同▲8.8%からマイナス幅が縮小した。内訳では、素原材料や中間財のマイナス幅縮小が寄与した。今後は、原油価格が2月中旬から持ち直しているものの、足元の円高が輸入物価を押し下げるとみており、企業物価の戻りのペースは鈍いと予想する。



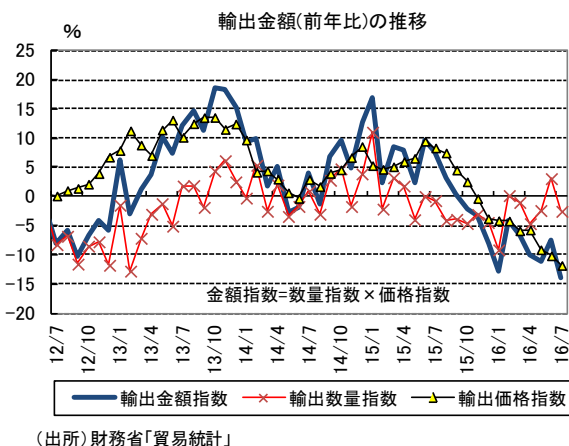
○ 2016年4-6月期GDP速報(8月15日)

4-6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.0% (年率換算: +0.2%) と、2四半期連続のプラスとなった。うるう年効果の反動もあって個人消費が大きく減速したほか、設備投資が2四半期連続のマイナス、輸出が2四半期ぶりのマイナスとなったことも響いた。住宅投資は強めの伸びとなったものの、一時的な要因も働いており、全体的に先行き不透明感は大い。今後についても、企業・家計の成長期待が盛り上がらないため、積極的な賃上げや設備投資増加に向けた機運は出てこないとみる。ただ、2016年度に関しては、原油安が引き続き景気の下支えとなる。2017年度は、官民のオリンピック需要の顕在化も期待でき、景気回復基調は途切れないとみるが、景気回復ペースは総じて緩慢なものにとどまると予想する。



○ 7月貿易統計(8月18日)

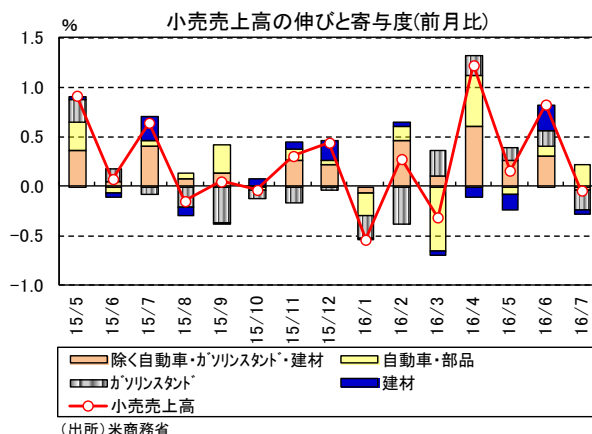
7月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲14.0%と、10ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も前月の▲7.4%から拡大した。輸出金額の伸び率を価格と数量に分解すると、輸出価格は同▲11.8%と、9ヵ月連続のマイナス。年明け以降の円高進行が下押し圧力につながったとみられる。一方、輸出の実績を示す輸出数量は同▲2.5%と、2ヵ月ぶりのマイナス。過去12ヵ月で10回目のマイナスであり、輸出の基調の弱さがあらためて示された形。今後も、中国景気の低迷に加え、米国内で投資需要の弱さが続いていることや、英国のEU離脱決定の影響で、英国景気の減速やユーロ圏景気の回復ペースの鈍化も見込まれることから、輸出は一進一退の推移をたどるとみている。



《米 国》

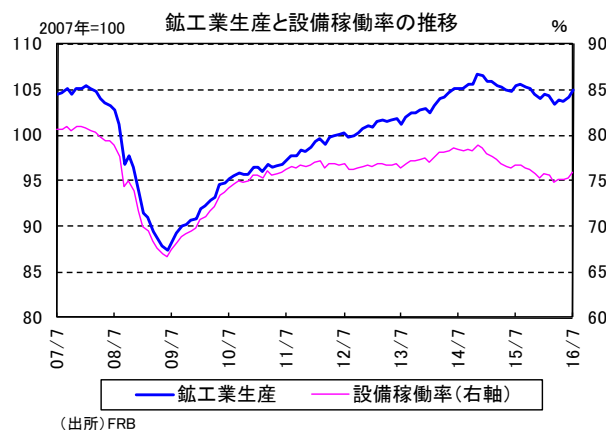
○ 7月小売売上高 (8月12日)

7月の小売売上高は前月比横ばいとなり、市場予想(同+0.4%)を下回った。自動車・部品が同+1.1%と、2ヵ月連続で増加したものの、ガソリン価格の下落を背景に、ガソリンスタンドは同▲2.7%と、5ヵ月ぶりに減少し、全体を押し下げた。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」でも、前月比横ばい。今後は、ガソリン価格の低下によって、家計の実質購買力が向上しているのに加え、雇用環境の改善が続いていることや、家計のバランスシートの正常化が進んでいることなどから、個人消費の回復傾向が続くとみている。



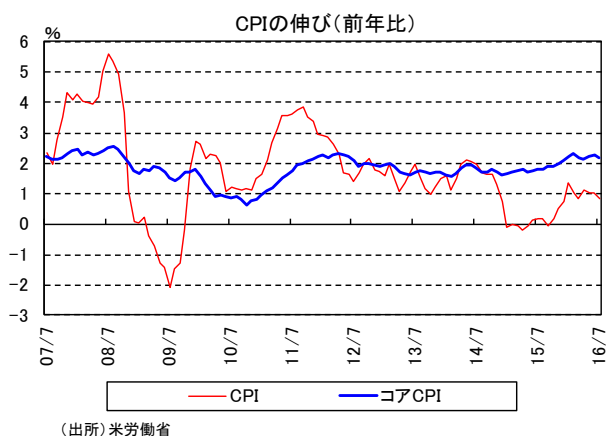
○ 7月鉱工業生産 (8月16日)

7月の鉱工業生産は前月比+0.7%と、2ヵ月連続のプラスとなり、市場予想(同+0.3%)をも上回った。産業別に見ると、製造業が同+0.5%と、2ヵ月連続のプラスとなったほか、鉱業も同+0.7%と、2ヵ月ぶりのプラス。電気・ガスなどの公益事業は同+2.1%と、例年より気温が高かったことで、冷房の需要が拡大し、2ヵ月連続のプラスとなった。エネルギー関連企業の業績悪化傾向に歯止めがかかりつつあることや、自動車販売の回復などを背景に、生産は今後も持ち直し傾向が続くとみる。ただ、海外景気減速への懸念が残ることから、持ち直しペースは緩慢なものにとどまると予想する。



○ 7月CPI (消費者物価指数) (8月16日)

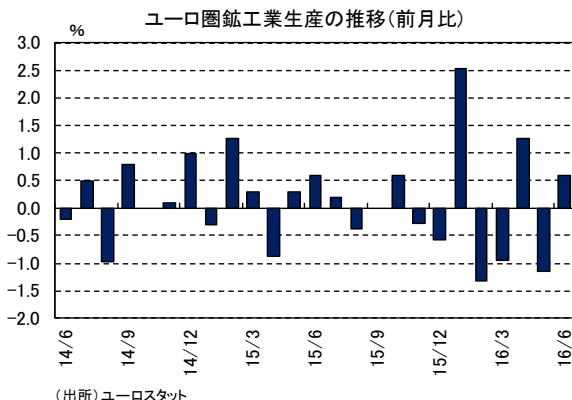
7月のCPIは前月比横ばいとなった。エネルギーが同▲1.6%と5ヵ月ぶりに低下したことなどで、6月の同+0.2%から伸び幅が縮小した。前年比でも+0.8%と、6月の同+1.0%から伸び幅が縮小。一方、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは前月比+0.1%と、6月の同+0.2%から伸び幅が縮小した。前年比でも+2.2%と、6月の同+2.3%から伸び幅が縮小。宿泊費などが下振れた影響が大きい。賃金の改善傾向が続くとみられることや、輸入物価による低下圧力が和らいていることなどから、コアインフレ率は今後も緩やかな上昇が続くとみる。



《 欧 州 》

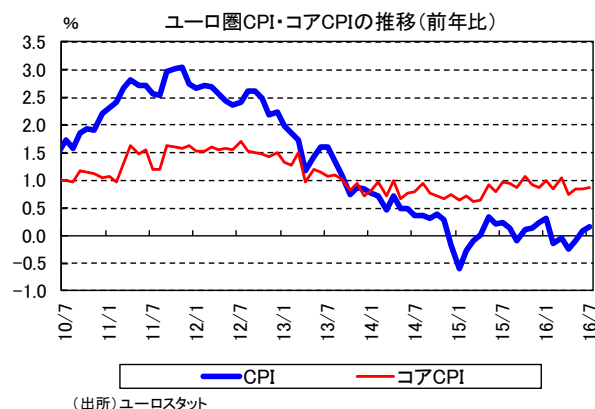
○ 6月ユーロ圏鉱工業生産 (8月12日)

6月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.6%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。財別で見ると、中間財が同▲0.3%→▲0.2%と、2ヵ月連続のマイナスとなったものの、資本財は同▲2.3%→+1.3%、消費財は▲0.6%→+0.8%と、ともに2ヵ月ぶりのプラス。主要国別では、フランスが同▲0.5%→▲0.8%、イタリアが同▲0.6%→▲0.4%、スペインが同▲0.6%→▲0.1%と、いずれもマイナスとなったが、ドイツは同▲1.1%→+1.0%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。英国のEU離脱を巡る先行き不透明感を背景に、欧州では企業が生産や投資を手控える動きが広がるとみられることなどから、今後のユーロ圏鉱工業生産は停滞気味に推移するとみる。



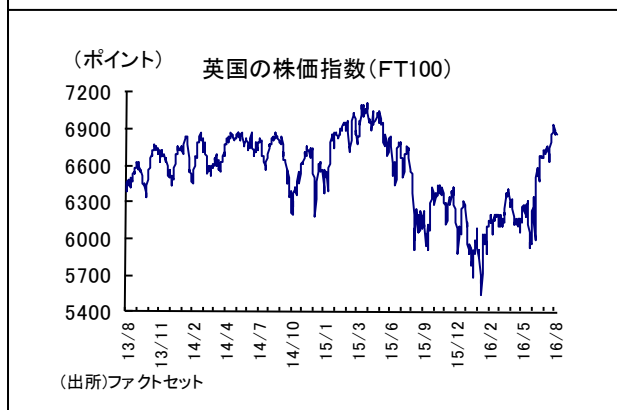
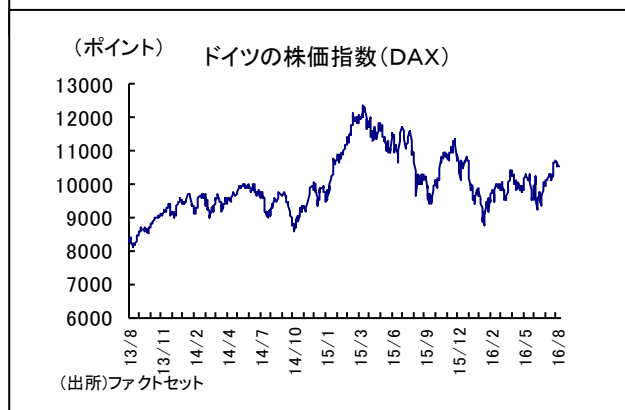
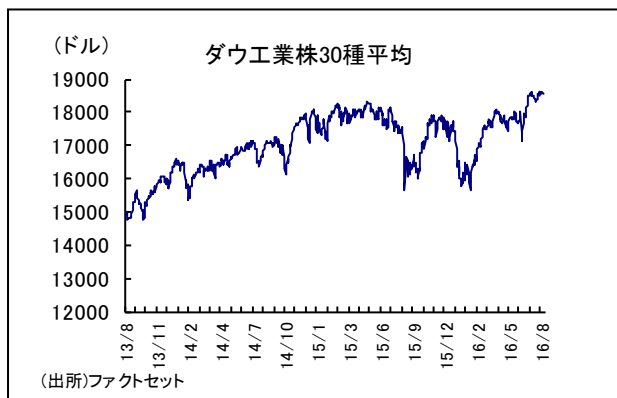
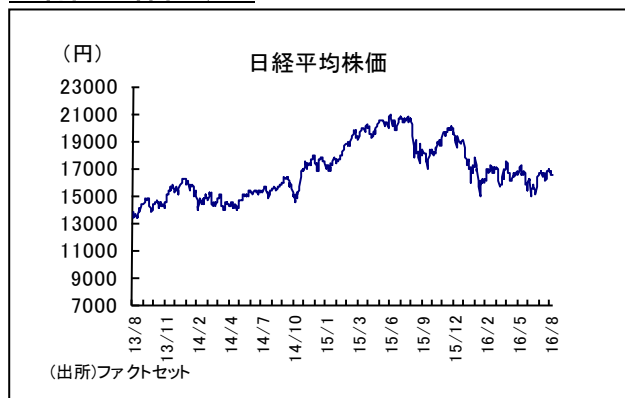
○ 7月ユーロ圏CPI(消費者物価指数) (8月18日)

7月のユーロ圏CPIは前年比+0.2%と、前月の同+0.1%からプラス幅が拡大した。食品価格の伸び幅が拡大したことなどから、財価格は同▲0.7%→▲0.6%と、3ヵ月連続でマイナス幅が縮小。サービス価格も同+1.1%→+1.2%と、3ヵ月連続でプラス幅が拡大した。国別では、ドイツが同+0.2%→+0.4%、フランスが同+0.3%→+0.4%と、ともにプラス幅が拡大したほか、スペインは同▲0.9%→▲0.7%と、マイナス幅が縮小した。これまでの原油安の影響が和らぐことで、ユーロ圏のCPIは持ち直し傾向が続くとみている。ただ、英国のEU離脱決定の影響などから、域内景気は力強さに欠く展開が続くとみられ、CPIの上昇ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

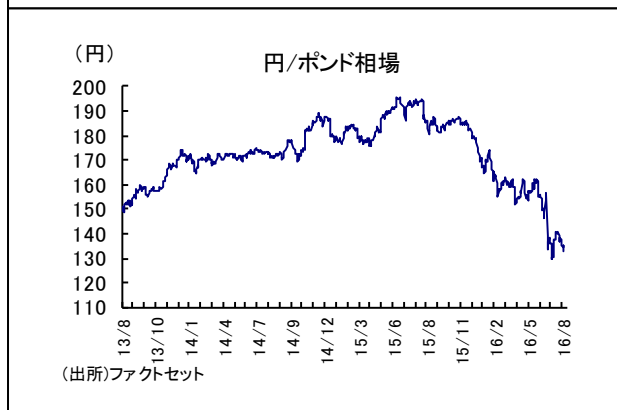
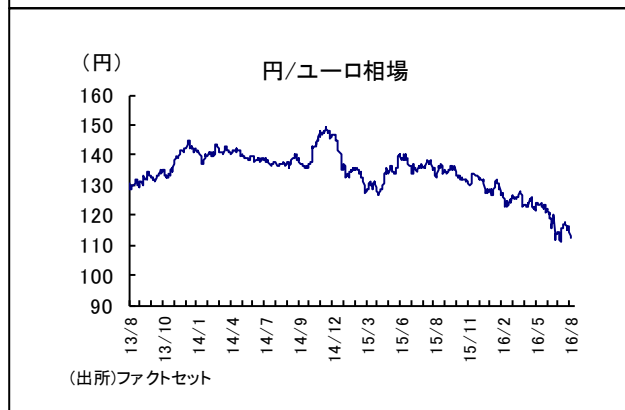
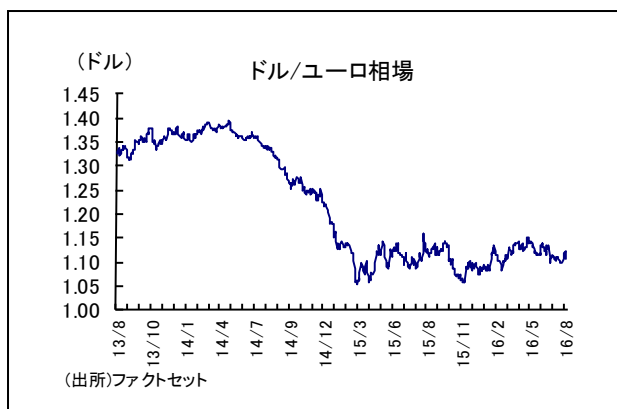
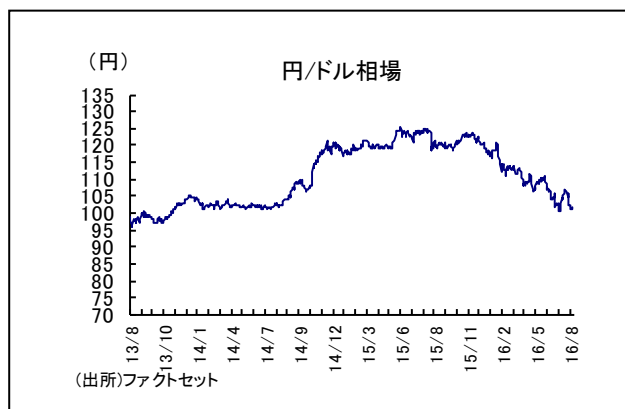


日米欧マーケットの動向 (2016年8月22日現在)

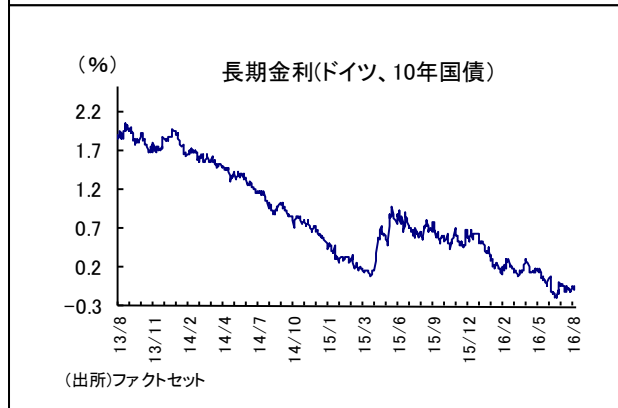
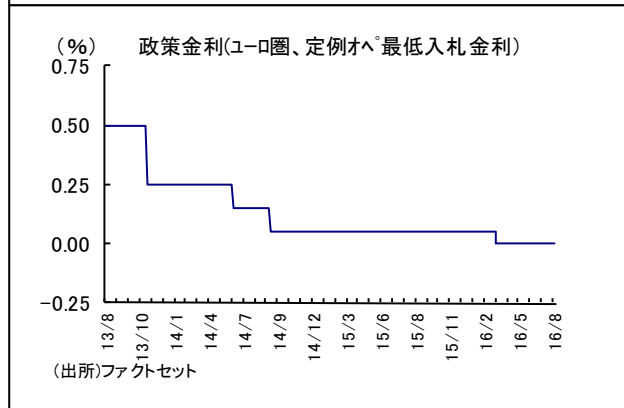
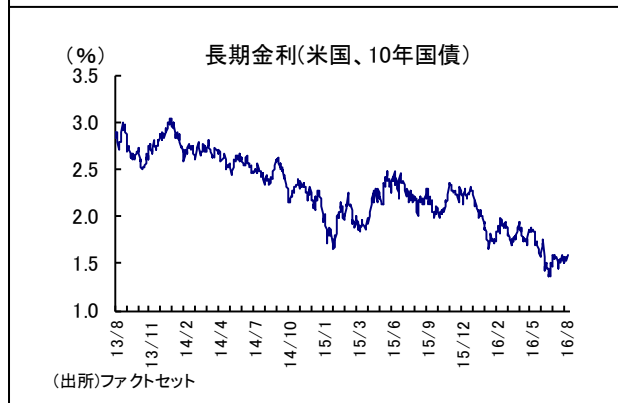
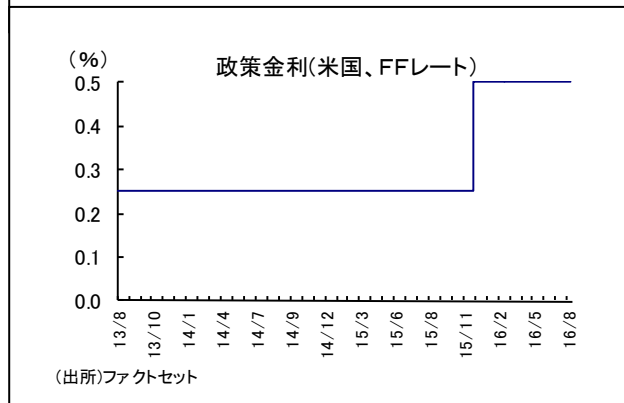
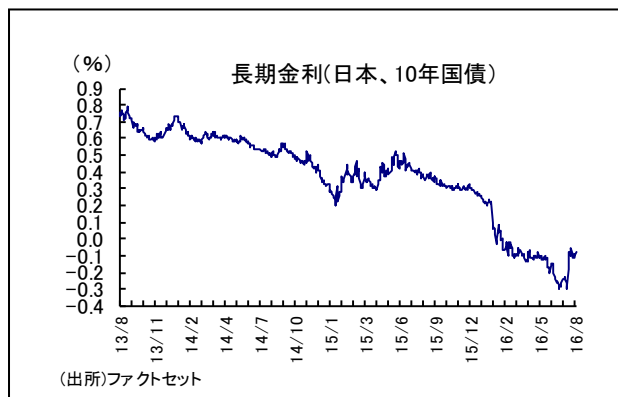
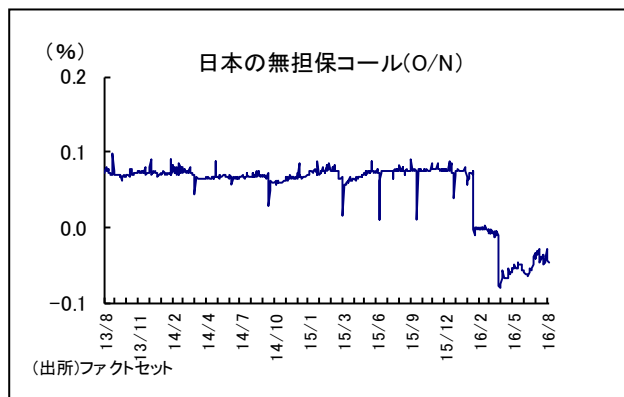
▽各国の株価動向



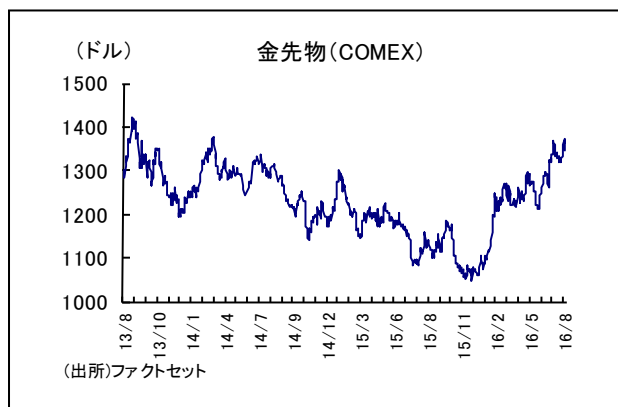
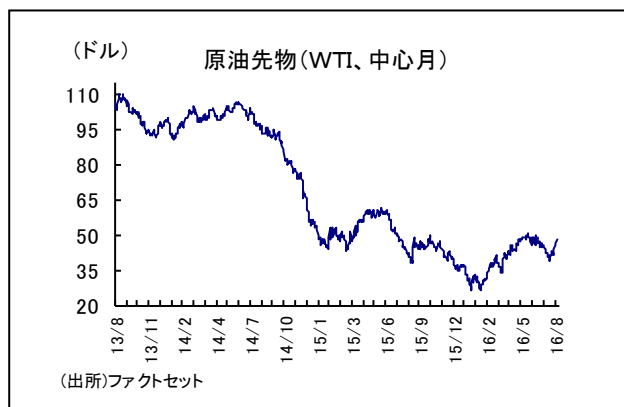
▽外為市場の動向



▽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、開発彰徳、村上梨子、磯部雅人、陳家斉