



## ＜フォーカス＞改善続く国民(内)総所得

このところ、実質 GNI(国民総所得)の改善傾向が顕著である。4-6 月期の GDP2 次速報では、実質 GDP の伸びが前期比+0.2%(年率+0.7%)だったのに対し、実質 GNI は前期比+0.5%(年率+1.8%)と高めの伸びとなった。15 年度通年で見ても、実質 GDP の前年比+0.8%に対し、実質 GNI は同+2.6%(実質 GDI は同+2.3%)と 3 倍以上の伸びを記録している。

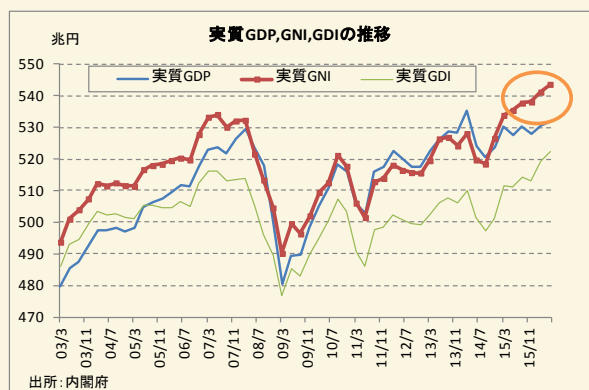
両者の定義について、まず、名目 GDP と名目 GNI の違いは、国民が海外で稼いだ所得(要素所得=賃金、利子・配当等)を含めるかどうかである。すなわち、名目 GDP に、海外からの要素所得の受取を加え、支

払を減じたものが名目 GNIとなる(名目 GNI=名目 GDP+海外からの純要素所得)。一方、海外からの純要素所得を除いた概念である GDP と GDI は、名目ベースでは一致するが、実質ベースでは、海外との物価上昇率の差から生じる購買力の変化分(交易利得)の分だけ差が生じる。たとえば、輸出物価が輸入物価よりも大きく上昇した場合、一単位の輸出「量」で購入できる輸入「量」が増えるため、実質的な購買力は強まることになる。これは 93SNA で導入した所得の実質化という考え方である。

つまり、実質 GNI は、国民による国外の経済活動の成果(要素所得)や物価上昇率の差による購買力の変化(交易利得)を含む国民の総所得を示すのに対し、両者を除いた実質 GDP は、純粋な国内における経済活動の規模(生産量)を示すということになる。このところの実質 GNI の改善は、海外景気の回復に伴い要素所得のプラス幅が拡大してきたのに加え、原油安の進行により、国内で生産した付加価値が分配の段階で産油国に流出していた状況が改善してきたことを示している。

国内景気の動向を見るうえでは、一般に国内の生産活動の規模が重要となるため、GNI よりも GDP が注目されるが、国民の経済厚生という意味では、着実な回復軌道に乗っているといえる。

もっとも、これは日本経済の実力というよりも、他力本願的な要素が強く、持続性、また国内景気への効果も保証されない点には注意が必要である。要素所得は海外景気頼みの部分が大きく、また、多くが再投資されるため、国内生産に直接寄与する部分は小さい。交易利得も原油価格次第の面が大きく、原油価格の下げ止まりを考えれば、来年度にかけて改善基調は一服する可能性が高い。総所得の回復傾向が続いている間に、オリンピック需要にバトンタッチするのが 20 年まで見た場合の景気のベストシナリオだが、より中長期的には、潜在成長率の上昇がない限り、安定的な成長持続は期待できない。(Kodama wrote)



## 目次

＜フォーカス＞改善続く国民(内)総所得.....1  
 ・ 経済情勢概況.....2  
 ・ 「総括的検証」を前に金融政策の波及経路と効果を検証.....3  
 ・ 9月調査の日銀短観予測.....7

・ 中国の過剰生産能力解消の動きは鈍い.....10  
 ・ 主要経済指標レビュー.....12  
 ・ 日米欧マーケットの動向.....16

**経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）**

**日 本**

日本経済は、回復の足取りが鈍い。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、景気は緩やかな回復傾向が続くと予想する。

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つて、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、緩やかな増加傾向を見込む。

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つて、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ほか、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、今後は景気回復基調が続くと予想する。

個人消費は、雇用環境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、雇用者数の増加や低金利環境などに支えられ、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、徐々に持ち直しに向かうと予想する。ただ、外需は伸び悩みとみられることなどから、持ち直しペースは緩慢なものにとどまるとみている。

輸出は、新興国景気の減速などを背景に、伸び悩む展開が続くとみる。

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景気を下支えするとみているが、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つて、ユーロ圏景気は緩慢な回復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、持ち直し傾向が続くとみる。

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となることで、回復ペースは鈍いと予想する。

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。

「総括的検証」を前に金融政策の波及経路と効果を検証

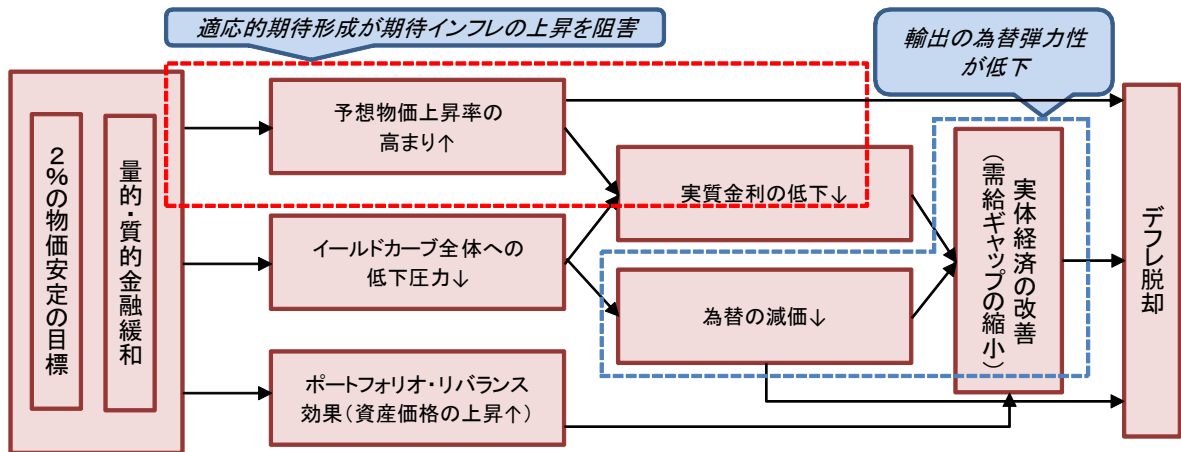
日銀は9月に「総括的検証」を実施

日銀は、9月20,21日の金融政策決定会合において、「2%の物価安定の目標をできるだけ早期に達成する観点」から、量的・質的金融緩和（QQE）・マイナス金利付きQQEのもとでの経済・物価動向や政策効果について総括的な検証を行なうとしている。本稿では、日銀による検証に先立ち、QQE、マイナス金利付きQQE下での経済動向と政策効果の検証を実施し、金融政策の先行きに関する考察を行なった。

QQE・マイナス金利付きQQEの景気浮揚効果が限られてきた背景

内閣府による整理では、QQEとインフレ目標政策は、予想物価上昇率の高まり、イールドカーブの押し下げ、ポートフォリオ・リバランス効果を経由し、最終的には直接・間接にデフレ脱却に働きかけるとされている（図表1）。なお、通貨安についても、日銀は表立って波及経路として挙げていないものの、内閣府では、金融政策が实体经济に働きかける有力な経路としている。ただ、現実には、物価動向を見ると、物価上昇ペースは、原油価格の下落の影響を除いたコアコアCPI（除く食料〔除く酒類〕・エネルギー）でも、依然として目標を下回っているほか、实体经济の改善ペースも鈍い。背景には、波及経路のうち、金融市場への働きかけは想定通り、またはそれ以上に機能してきたとみられる一方で、主に【QQE・インフレ目標→予想物価上昇率の高まり】という経路と、【円安→实体经济の改善】という経路の2箇所が当初想定されていたように機能してこなかったことが挙げられる。

(図表1)内閣府によるQQEの波及経路の整理と機能が弱かったと考えられる部分

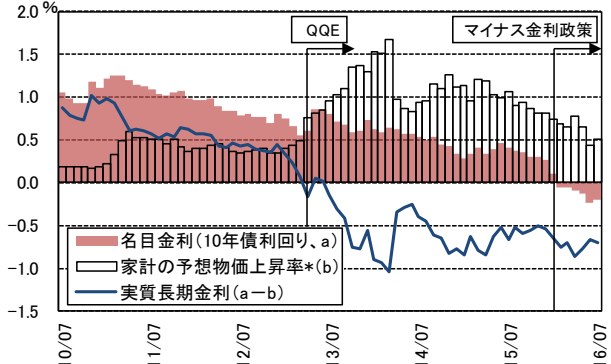


※斜体部分と点線部分は筆者が追加

(出所)内閣府「平成25年度 年次経済財政報告(2013年7月発行)」より明治安田生命作成

まず、予想物価上昇率について、内閣府の「消費動向調査」から家計の1年後の予想物価上昇率を見ると、QQE導入後は上昇傾向となっていたことが分かる。2014年4月に消費増税が実施された後も前年比+1.0%付近での推移が続いていたが、昨年半ばごろから伸びが鈍化傾向となっており、マイナス金利政策導入後も伸びの鈍化に歯止めがかかっていない（図表2）。名目金利については、イールドカーブを見ると、

(図表2)名目長期金利と家計の予想物価上昇率、実質金利推計値の推移



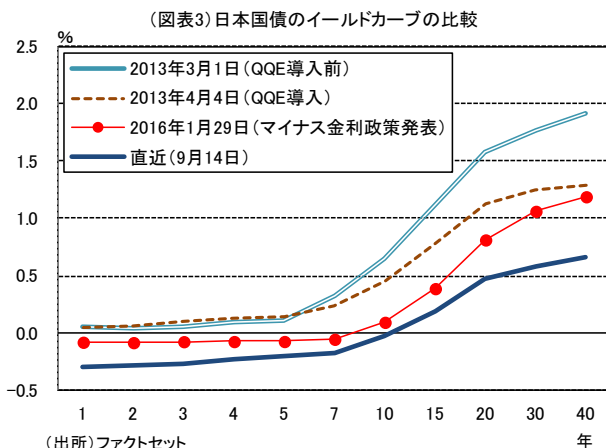
\*消費動向調査の物価見通しをもとに、修正カーソン・バーキン法により推計  
(出所)総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」、日本銀行より明治安田生命作成

QQE やマイナス金利付き QQE の導入で、フラット化が進んだことが見て取れる (図表 3)。一方、名目金利から予想物価上昇率を引いた実質金利は、予想物価上昇率の鈍化を受け、名目金利が大きく低下するなかでも、2015 年以降は、おおむね横ばい圏内での動きとなっている。このため、マイナス金利付き QQE についても、名目金利の低下ほど実質金利への働きかけが大きいとは言えず、景気への刺激効果も薄いことが懸念される。

予想物価上昇率が鈍化している要因としては、原油価格の下落の影響を受け、インフレ率の実績値が鈍化するなかで、過去の物価実績が期待に反映される、いわゆる適応的な期待形成メカニズムが強く働いていることが挙げられる。この点については、黒田総裁も 8 月 27 日の米ジャクソンホールでの講演において、「長期的なインフレ予想に弱めの動きが観察されています」、「日本ではなお (インフレ予想が) 十分にアンカーされていないという見方ができます」、「日本のインフレ動学は米国対比、原油価格の大きな変動を含む外的なショックに対する頑健性が低いと捉えるのが妥当です」と述べており、こうした見解の妥当性を認めている。

日本の予想物価の形成メカニズムについて、インフレ率を需給ギャップ要因と合理的期待形成による期待インフレ要因、適応的な期待形成による期待インフレ要因、の 3 者に分解するニュー・ケインジアン・フィリップスカーブを推計し、後者 2 項の係数を比較すると、適応的な期待形成がやや優勢との結果を得た (図表 4)。こうした適応的な期待形成メカニズムの存在により、日本では期待インフレの慣性効果が強い状況が続き、金融緩和下でも期待インフレが上がりにくい構造となっているとみられる。

次に、通貨安による景気の浮揚効果について考える。為替相場では、1 月末のマイナス金利政策導入時には、年明け以降の円高トレンドを転換することができなかったものの、QQE の導入や、2014 年 10 月の追加緩和決定は円安トレンドを加速さ



(図表4) 一般化積率法によるニュー・ケインジアン・フィリップスカーブの推計

$$\pi_t = \lambda S_t + \mu E_t(\pi_{t+1}) + \nu \pi_{t-1} + \varepsilon_t$$

$\pi$ : インフレ率 [コアコアCPI前年比、総務省、  
日銀試算に基づき消費税の影響を除く]、 $S$ : 需給ギャップ [日銀]  
操作変数: コアコアCPI [4期ラグ]、GDPギャップ [3期ラグ]

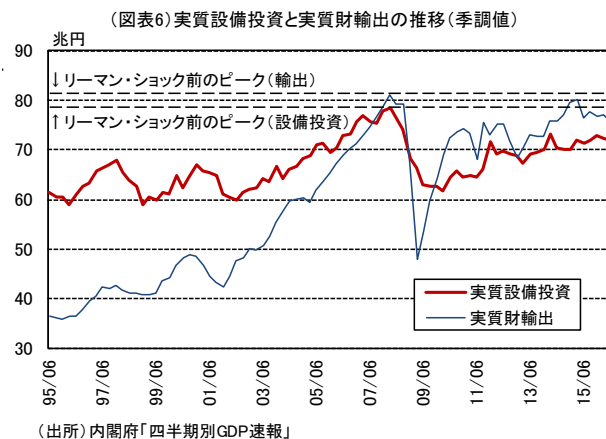
推計期間: 1990年10-12月期から2016年1-3月期

係数名	係数値	t値
$\lambda$ (需給ギャップ)	0.02	2.31
$\mu$ (合理的期待形成)	0.31	4.10
$\nu$ (適応的期待形成)	0.65	11.19
自由度修正決定係数		0.95
J統計量		4.50

(出所) 明治安田生命作成



(出所) 日本銀行



(出所) 内閣府「四半別GDP速報」

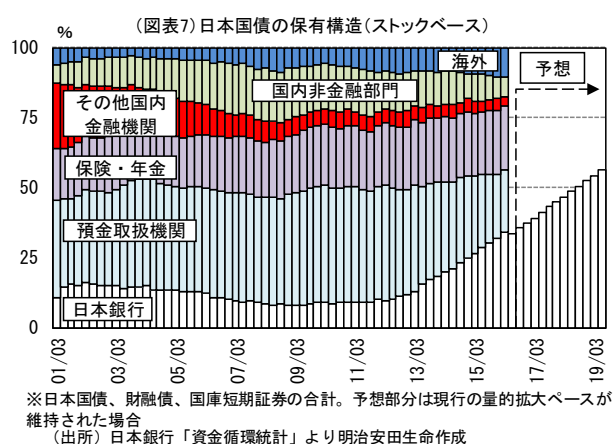
せる状況をもたらした（図表5）。一方で、輸出の改善ペースは鈍く、GDPベースの財輸出は、設備投資と同様に、リーマン・ショック前のピークを依然として戻していない（図表6）。

円安が輸出の改善につながってこなかった要因としては、新興国景気の低迷という外部要因のほか、日本の輸出製品は高付加価値製品へのシフトが進み、現地通貨での製品価格変動を抑えるPTM（Pricing-to-Market）的な企業行動が拡大したことで、化学関連や電気・電子機器を除くと、円安下でも契約通貨ベースで製品の値下げが進まなかったことが挙げられる。

こうした構造要因によって、（図表1）で見たようなトランスミッション・メカニズムの一部が当初の想定通りに機能しなかったことが、QQE・マイナス金利付きQQEによる実体経済への働きかけといった効果が顕著にみられていない背景といえる。適応的な期待インフレの形成や、輸出の構造変化は、金融政策により行動様式を変更することが難しい分野であり、今後金融緩和が強化されたとしても、状況は変化しない可能性が高い。「総括的検証」においても、金融政策で対処すべき問題と、それ以外の要因についての論点の整理が提示される可能性があると考えている。

**現行の量的目標は限界に近い**

巨額の国債買入れを続けてきたことで、日銀のバランスシートはGDPの7割に達している。日銀「資金循環統計」を見ると、ストックベースでは、日銀の国債保有比率は3割であり、単独で最大の保有部門となっている（図表7）。現行の量的拡大ペースが維持された場合でも、日銀の国債保有比率は2018年度内にも50%に達するとみられる。国債保有構造の推移を見ると、これまでの国債買入れでは、預金取扱機関（銀行等）が日銀の買いオペに応じ、保有する国債を日銀に売却する形で買入れが実現されてきたが、預金取扱機関には担保需要があるため、保有分をどこまでも減らせるという訳ではない。他の部門についても、足元では預金取扱機関と並ぶ国債保有主体である保険・年金では、資産と負債の統合管理というALM運用を進めており、国債保有を削減することが難しい側面もある。



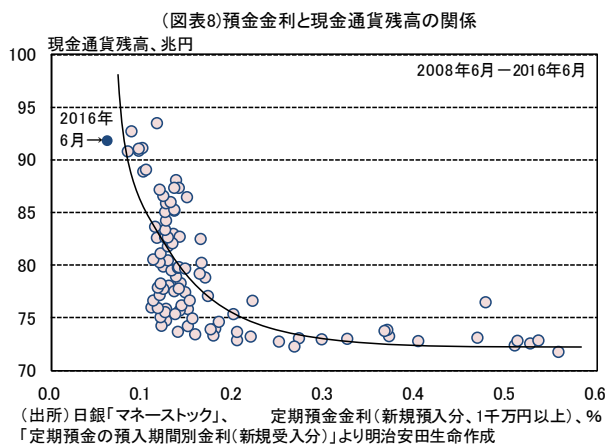
また、QQE下、すでに日銀は長期国債を保有しているため、金融政策の出口において金利が大きく上昇すれば、日銀は評価損を抱えることとなる。IMFによる試算では、2014年末のバランスシート規模（2013年4月時点でQQEを加味した推計値）を前提とすると、イールドカーブ全体が1%ポイント上昇するもっとも穏やかなケースでも、日銀の潜在的な損失はGDPの2.5%程度に及ぶとの結果である。

**マイナス金利には深堀りの余地があるが限界も**

一方で、導入からまだ日も浅いマイナス金利には、一定の深堀り余地が残されていると考えられる。ジャクソンホールでの講演では、「マイナス金利政策という新しい実践的な政策手段を取り入れたことによって、中央銀行はさまざまな負のショックへの対応において、より大きな自由度を獲得した」と述べており、先行きのマイナス金利の深堀りを示唆した。

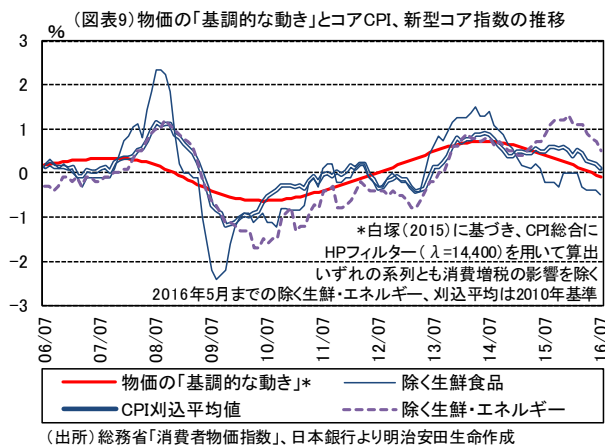
ただ、マイナス金利政策はその性質上、現金の保有コストという下限が存在する。定期預金金利と現金通貨残高の関係を見ると、定期預金金利がゼロ付近まで低下するなか、現金通貨残高はすで

に増加傾向となっている（図表8）。日本では、マイナス金利導入後もまだ預金金利が明示的にマイナスとなった例はないが、銀行が金利コストを転嫁するために預金にマイナスの金利を課せば、現金需要は急激に増大する可能性がある。このように、現金というゼロ金利の資産が存在する以上、市中銀行がマイナス金利を預金金利に転嫁しはじめ、預金者による預金の現金へのシフトが生じる点がマイナス金利の限界であり、無限に金利を深堀りできるという訳ではない。より厳密には、銀行が課す預金へのマイナス金利負担が、現金の保管コストを上回りはじめる点がマイナス金利の下限になるが、治安も良好で現金信仰も強く、「タンス預金」への抵抗が少ない日本では、現金保有のコストが小さく、マイナス金利の下限に近い可能性がある。



「2年で2%」物価目標達成の目途は立たず

一方で、現行の物価目標枠組下では、目標の達成は困難とみられる。現在、日銀は「2年で2%」を物価目標としているが、達成時期は、QQE導入当初からすでに4回後ずれしているほか、物価目標についても、年明け以降の円高の影響もあり、「物価の基調」は弱まっている（図表9）。今後も、「2年で2%」のインフレ目標を変更しない限り、目標との整合性を保つために追加の金融緩和に追い込まれる可能性が高い。ただ、図表1で見たように、金融緩和による実体経済の改善効果が限定的であり、またマイナス金利導入後は為替相場への影響も限られているため、追加緩和後も物価上昇は加速せず、さらに追加緩和と圧力が高まるという展開が懸念される。



黒田日銀は「柔軟な物価目標」への移行か

このように、買入れの量的な限界が近づいていることに加え、マイナス金利もどこまでも深堀りできる訳ではないにもかかわらず、追加緩和期待が頻繁に生じているが、9月会合では、「総括的検証」を踏まえ、「物価の基調」の下振れを受けた追加緩和策や、金融政策の枠組みの変更も検討される可能性が高いとみている。枠組みの変更において参考となるとみられるのが多くの国が採用する「中長期的な物価安定目標」を掲げるフレキシブル・インフレ目標政策への移行である。例えば、英イングランド銀行は、足元のインフレ率が物価目標（2%）から乖離している場合、中銀総裁が財務相宛の公開書簡を発行する。書簡の内容は、物価が目標から乖離している背景に関する考察と物価見通し、目標達成での適切な期間についての見解、物価目標が未達であることへの政策対応、などが含まれる。こうした体制ならば、目先の物価の下振れ下でも追加緩和期待の高まりを回避することが可能となるため、このような形のフレキシブル・インフレ目標政策への移行が模索されると考えられる。（担当：山口）

### 9月調査の日銀短観予測

#### 9月調査日銀短観の公表日が迫る

政府は9月の月例経済報告における基調判断を、「景気は、このところ弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている」とし、8月の判断をすえ置いた。先行きについても、「雇用・所得環境の改善が続くなかで、各種政策の効果もあって、緩やかな回復に向かうことが期待される。ただし、海外経済で弱さがみられており、中国を始めとするアジア新興国や資源国等の景気が下振れし、我が国の景気が下押しされるリスクがある。また、英国のEU離脱問題など、海外経済の不確実性の高まりや金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。さらに、平成28年（2016年）熊本地震の経済に与える影響に十分留意する必要がある」とし、景気は回復基調が続くとしつつも、海外景気の悪化がリスク要因であるとの見方を示している。

こうした環境下、企業が足元や先行きの景気動向をどのように見ているのかを捉えるため、10月3日に公表される日銀短観（9月調査）の結果に注目が集まっている。本稿では、日銀短観と連動性の高いロイター短観、QUICK短観、商工中金の景況判断指数、内閣府の景気ウォッチャー調査などから、その結果を予想した。

#### 大企業・製造業の業況判断DIは横ばいの見通し

まず、大企業・製造業の業況判断DIは、6月調査の+6から横ばいと予想する（図表1）。為替の円高推移が輸出関連企業の下押し圧力となったものの、公共投資関連分野での受注の回復などが下支えしたとみている。

日銀短観の大企業の業況判断DIに連動する傾向があるロイター短観を見ると、9月の製造業の業況判断DIは+5と、6月の+3から2ポイント改善した（図表2）。単月の推移では、7月は+3（前月から横ばい）、8月は+1（同2ポイント悪化）、9月は+5（同4ポイント改善）となっている。8月に大きく落ち込んでおり、7月末にかけての急速な円高進行が景況感の悪化につながったとみられるが、その後は落ち着きを取り戻したことで、9月のDIも持ち直したとみられる。

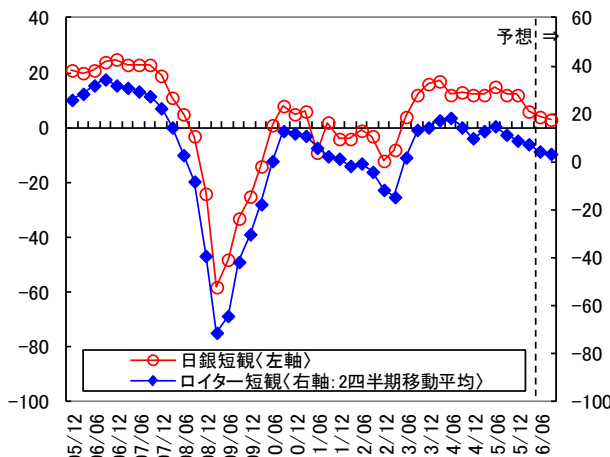
業種別に6月から9月の動きを見ると、9業種中、3業種（石油・窯業、電機、精密・その他）が改善、5業種（繊維・紙パ、鉄鋼・非鉄、食品、金属・機械、輸送用機器）が悪化、1業種（化学）が横ばいと、まちまちな結果となった。改善した業種では、「震災復興、防災・減災工事などに関連した受注が引き続き好調」（機械）など、熊本地震からの復興需要や、政府の経済対策による公共工事の増加が寄与しているとの声があったものの、「国内の新車販売の不振により、生産・販売が上向かない」（輸送用機器）や、「円高による

（図表1）日銀短観（6月調査）業況判断DIの予想

	6月調査実績		9月調査の当社予測値			
	6月最近	9月先行き	9月予測	変化	12月予測	変化
大企業	12	12	12	0	14	2
製造業	6	6	6	0	8	2
非製造業	19	17	18	▲1	20	2
中小企業	▲1	▲5	▲3	▲2	▲2	1
製造業	▲5	▲7	▲6	▲1	▲5	1
非製造業	0	▲4	▲1	▲1	0	1

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成

（図表2）景況感指数の推移（大企業・製造業）



（出所）日銀、ロイター短観より明治安田生命作成

取引先マインドの低下」（機械）など、国内需要の低迷や円高による悪影響を指摘する声も多い。

QUICK 短観を見ると、製造業の業況判断 DI は、6月の+9から、9月の+10へと、1ポイント改善した。単月の推移を見ると、7月は+7（前月から2ポイント悪化）、8月は+8（同1ポイント改善）、9月は+10（同2ポイント改善）と、7月に落ち込んだ後、緩やかに回復する形となっており、金融市場の落ち着きを受けて、改善に向かったとみている。

**先行きの見通しは改善か**

ロイター短観によると、製造業の先行き12月の業況判断 DI は+9と、9月の+5から4ポイント改善する見通しである。業種別では、化学、金属・機械、輸送用機器の3業種が改善、繊維・紙パ、石油・窯業、鉄鋼・非鉄、食品、電機の5業種が横ばい、悪化は精密・その他のみとなった。QUICK 短観でも、製造業の先行き12月は+12と、9月の+10から2ポイントの改善となっている。世界景気の先行き不透明感が和らぐことで、日銀短観における大企業・製造業の先行き12月は+8と、9月調査の当社予想から2ポイント改善すると予想する。

**大企業・非製造業の業況判断 DI は小幅悪化**

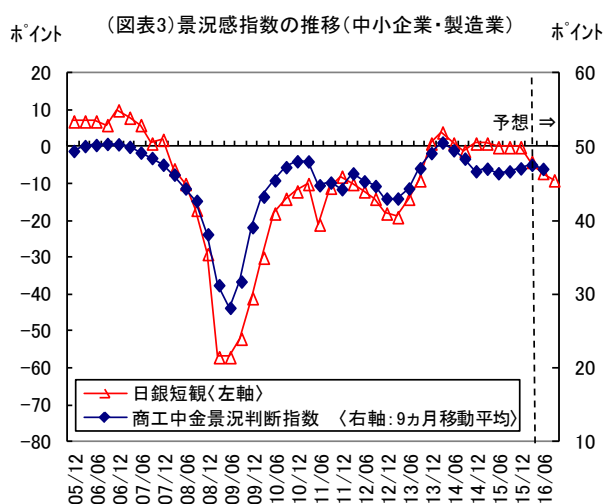
ロイター短観における非製造業の業況判断 DI は、6月の+17から9月は+14へと、3ポイント悪化した。単月の推移を見ると、7月は+15（前月から2ポイント悪化）、8月は+18（同3ポイント改善）、9月は+14（同4ポイント悪化）と、9月の落ち込みが目立つ。業種別に6月から9月の動きを見ると、6業種中2業種（不動産・建設、運輸・電力等）が改善、4業種（卸売、小売、通信・情報サービス、その他サービス）が悪化となった。悪化した業種からは、「衣料品を中心に販売が不振」（小売）、「低価格帯サービスの競争激化」（その他サービス業）など、消費者の節約志向の高まりを示唆するコメントが出ている。

QUICK 短観では、非製造業の業況判断 DI は、6月の+29から、9月も横ばいとなっている。単月の推移を見ると、7月は+29（前月から横ばい）、8月は+31（同2ポイント改善）、9月は+29（同2ポイント悪化）となった。国内消費の回復の弱さを受け、日銀短観における大企業・非製造業の業況判断 DI は、6月調査の+19から+18へと、1ポイント悪化すると予想する。

先行き見通しについては、政府の経済政策の効果が本格化することへの期待もあって、非製造業の業況判断 DI は、9月の+18（当社予想）から+20へと、2ポイント改善するとみている。

**中小企業製造業の業況判断 DI は小幅悪化を予想**

日銀短観の中小企業の業況判断 DI と連動する傾向が強い統計は、商工中金が公表している景況判断指数である（図表3）。直近8月調査の同指数は、製造業が43.7と、7月調査の46.6から2.9ポイント悪化、非製造業も48.4と7月調査の48.8から0.4ポイント悪化した。9月予測については、製造業が47.7と前月比1.6ポイントの改善、非製造業も48.6と、同0.2ポイントの小幅の改善を見込んでいる。非製造業の予測を業種別に見ると、飲食店・宿泊（8月：53→9月：47）の悪化が目立っており、消費者の節約志向の高まりのほか、インバウンド消費の鈍化が影響しているとみ



(出所)日銀、商工中金資料より明治安田生命作成



られる。

8月の景気ウォッチャー調査を見ると、企業動向関連DIが47.2（製造業45.9、非製造業48.5）と、2ヵ月連続で改善している。ウォッチャーの判断理由を見ると、「上半期に公示された大型公共工事の受注者が確定してきている（東北＝建設業）」など、公共投資の増加を指摘する声が聞かれる一方、「今春から販売数量が3ヵ月前と、前年同月比と比較しても減少傾向にある。景気の先行き不透明感から消費が伸びていない様子である（北陸＝食料品製造業）」など、国内消費の弱さを指摘する声も出ている。日銀短観における中小企業・製造業の業況判断DIは、6月調査の▲5から▲6へと1ポイント悪化、中小企業・非製造業も同+0から▲1へと1ポイント悪化すると予想する。

**大企業の設備投資計画は小幅上方修正**

日銀短観において、業況判断DIと並んで注目度が高いのが設備投資計画である。法人企業景気予測調査では、2016年度の設備投資計画（ソフトウェアを除く、土地を含む）は、4-6月期調査の前年度比+0.5%から、この7-9月調査では、同▲0.2%へと下方修正された。規模別に見ると、中小企業が同▲13.1%から同▲12.3%へ小幅上方修正された一方、大企業が同+8.3%から同+6.8%へ下方修正されており、全体を押し下げた。大企業の計画を業種別に見ると、非製造業（上期計画：同+6.3%→+6.5%、下期計画：同+1.5%→+3.3%）は上期と下期のいずれも上方修正となったものの、製造業（上期計画：同+26.4%→+16.2%、下期計画：同+7.1%→+5.1%）は上期を中心に下方修正されている。英国のEU離脱国民投票を巡る不透明感や円高の進行を受け、設備投資が慎重に進められたとみられる。一方、中小企業は、実際の設備投資計画が固まるにつれて上方修正されたとみている。

こうした動きは日銀短観にも反映されるとみられ、日銀短観における2016年度の設備投資計画では、大企業は、製造業がほぼ横ばい、非製造業が小幅の上方修正を見込み、全体でも同+6.2%から同+7.0%へと小幅の上方修正にとどまるとみる。一方、中小企業は、実際の計画が固まるにつれて上方修正されるとみており、同▲14.9%から同▲7.9%へ改善すると予想する（図表4）。設備投資計画全体では同+3.1%と、6月調査の同+0.4%から上方修正されるとみるものの、引き続き2015年度（6月調査：4.0%→9月調査：6.4%）を下回る伸びにとどまると予想する。

（担当：山口）

（図表4）日銀短観設備投資計画予想（全産業・前年比）

	15年度 実績	16年度		
		3月 調査	6月 調査	9月 当社予測
	%	%	%	%
全規模	5.0	▲4.8	0.4	3.1
製造業	9.1	▲0.9	6.0	6.9
非製造業	2.9	▲6.8	▲2.5	0.9
大企業	3.4	▲0.9	6.2	7.0
製造業	8.4	3.1	12.8	12.5
非製造業	1.0	▲2.9	2.7	3.3
中小企業	7.2	▲19.3	▲14.9	▲7.9
製造業	11.5	▲22.0	▲17.8	▲10.7
非製造業	5.2	▲18.0	▲13.5	▲6.6

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成

## 中国の過剰生産能力解消の動きは鈍い

### 中国は過剰生産能力の解消に取り組む

中国政府は、投資主導から消費主導への経済構造の転換をめざしている。2016年3月に開催された全国人民代表大会(全人代)でも、李首相は、過剰生産能力の解消や赤字体質となっている企業の再編・淘汰など、「供給側改革」による構造調整を進めると強調した。

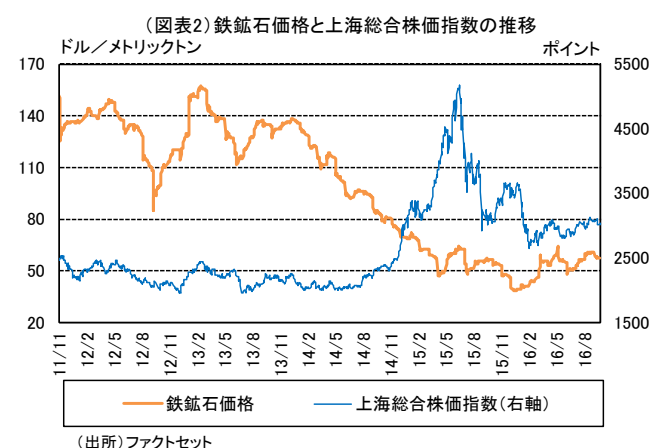
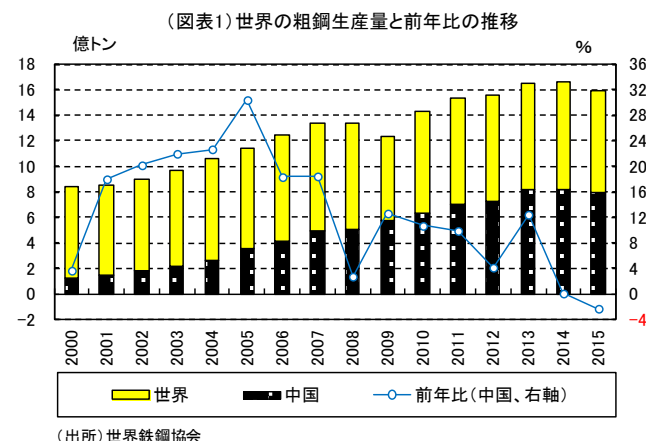
過剰生産設備は、鉄鋼、石炭、板ガラス、セメントなどの業種に多く、供給過剰がデフレ圧力となっている。中国の粗鋼生産量は世界の約5割を占めるが、過剰生産された鉄鋼は、安値で海外へ輸出され、世界的な鉄鋼企業の業績悪化につながり、国際問題となっている。9月の20カ国・地域首脳会議(G20)でも、特定業種の過剰生産能力が世界的な課題と認識され、首脳宣言では、グローバルフォーラムの設立を通じた情報共有と協力を促進するとの内容が盛り込まれた。

2015年の中国の粗鋼生産量は約8億トン、前年比▲2.3%と、34年ぶりに前年を下回った(図表1)。生産能力は11億トン程度とみられることから、設備稼働率も60%台と低水準にとどまっている。政府は、2016年を、構造改革を加速させる年と位置付けていることもあり、2016年からの5年間で余剰となっている生産設備のうち1~1.5億トンを削減するとの目標を2月に示した。これにより、鉄鉱石価格は上昇に転じたほか、政府の景気支援策や住宅価格の持ち直しといった材料も相まって、株価も持ち直しに向かった(図表2)。しかし、鉄鉱石市況の回復により、操業停止していた企業が生産を再開する動きもみられるなど、過剰生産能力の削減は容易でない様子が示されている。

過剰生産能力の削減は、雇用問題とも密接に絡んでいる。政府は、過剰生産能力の解消を進める過程で、鉄鋼と石炭業界だけで約180万人の雇用が失われるとしており、再就職支援などの失業対策として、1,000億元の特別奨励・補助資金を拠出する方針を打ち出している。ただ、鉄鋼や石炭以外にも過剰設備を抱える業種は多く、構造改革を加速させた場合、失業者もさらに膨らむ懸念が強い。加えて、こうした企業を積極的に誘致してきた地方では、景気悪化が加速する可能性も高いことから、過剰生産能力の大幅な削減はできない状況が続こう。

### 国有企業改革は遅々として進まない

過剰生産設備を抱える企業は、国有企業が多いとみられることから、過剰生産能力の削減ペースは、国有企業改革の進捗にも強く影響を受ける。ただ、民間企業の工業企業利益総額はプラス圏で推移している一方、国有企業は21ヵ月連続のマイナスとなるなど、業績の低迷が長期化しており、

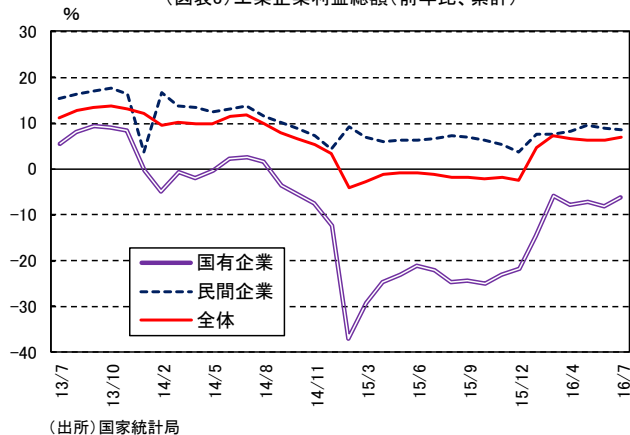


依然として非効率経営が続いている様子が窺える（同統計は年初からの累計値で発表）（図表3）。こうした状況に至った背景として、リーマン・ショック後の4兆元規模の大型景気対策の影響が挙げられる。景気対策を受け、国有企業を中心に過剰な投資が行なわれたほか、国有銀行も国有企業に対して過剰な融資を行なったことが債務の拡大をもたらした。2015年以降、政府は景気を下支えするため、貸出・預金基準金利を5回、預金準備率も5回引き下げたが、こうした金融緩和も不振企業の延命のための資金繰り支援につながったとみられる。BIS（国際決済銀行）の統計で、非金融企業の債務残高（名目GDP比）を見ると、2009年後半以降、いったんは落ち着いたものの、2012年半ばごろから再び増加傾向となり、2015年末時点で170.8%まで拡大している（図表4）。

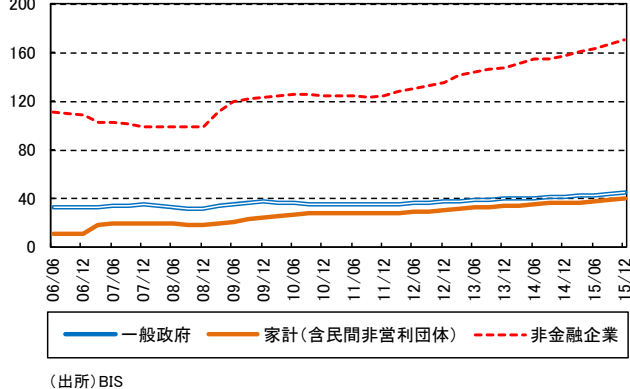
中国政府は2016年からの5年間で年平均6.5%以上の経済成長の目標を掲げるなか、今後も財政・金融政策で景気を下支えしていくものとみられる。ただ、こうした措置によって銀行の不良債権増大圧力が強まることが懸念され、将来への課題先送りにもつながるため、バランスのとれた難しいかじ取りをせまられることとなろう。

（担当：平野）

（図表3）工業企業利益総額（前年比、累計）



（図表4）中国の非金融セクター債務残高の推移（名目GDP比）

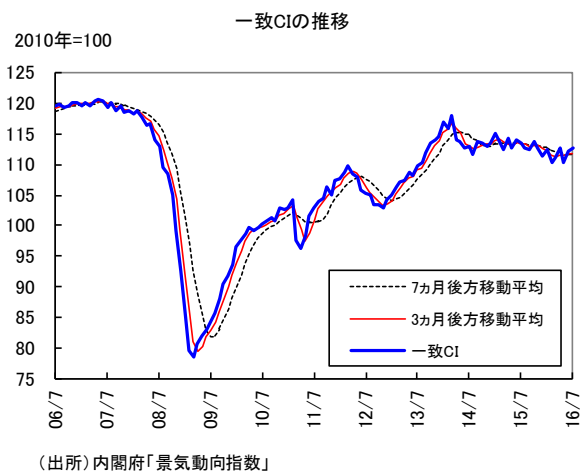


主要経済指標レビュー (9/5~9/16)

《日本》

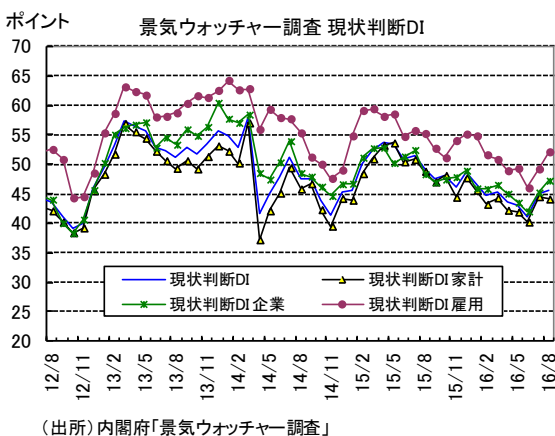
○ 7月景気動向指数 (9月7日)

7月の景気動向指数では、一致CIが112.8(前月差+0.7ポイント)と、2ヵ月連続で上昇した。内閣府の基調判断は、「足踏みを示している」が14ヵ月連続ですえ置かれた。製造工業生産予測調査によると、8月は前月比+4.1%、9月は同▲0.7%となっており、7-9月期予測は前期比+3.1%と、2四半期連続の上昇となる見込みである。生産実績は予測調査から下振れる傾向が強いとはいえ、持ち直しの動き自体は続く可能性が高く、一致CIも緩やかな回復が続くとみる。今後の景気は、世界景気の回復力の弱さを背景に、輸出が一進一退の推移をたどるとみるものの、原油安に伴う家計の実質購買力の改善を受け、個人消費の回復が続くことで、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。



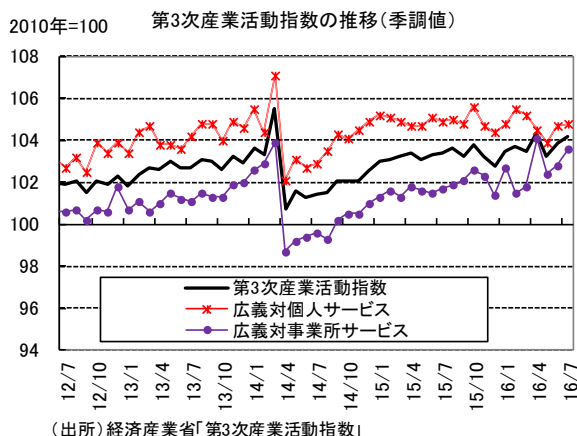
○ 8月景気ウォッチャー調査 (9月8日)

8月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが前月差+0.5ポイントの45.6と、2ヵ月連続の上昇となった。先行き判断DIも同+0.3ポイントの47.4と改善。現状判断DI、先行き判断DIのいずれも、家計動向関連が悪化したものの、企業動向関連や雇用動向関連が改善し、DI全体の改善につながった。ウォッチャーによる基調判断は、7月の「持ち直しの兆しがみられる」から「持ち直しの動きがみられる」へと上方修正された。今後の景気は、世界景気の回復力の弱さを背景に、輸出が一進一退の推移をたどるとみるものの、原油安に伴う家計の実質購買力の改善を受け、個人消費の回復が続くことで、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。



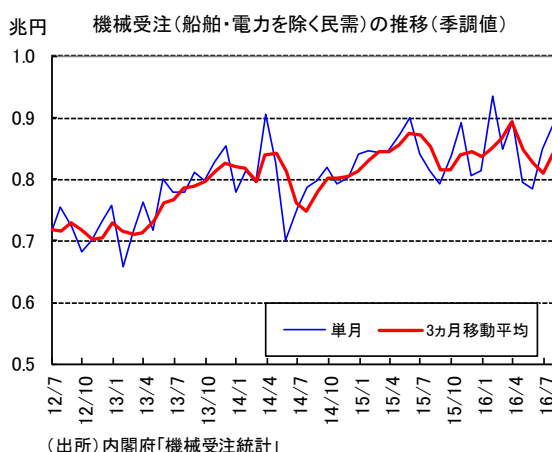
○ 7月第3次産業活動指数 (9月9日)

7月の第3次産業活動指数は前月比+0.3%と、2ヵ月連続のプラスとなった。内訳では、広義対個人サービスが同+0.1%、広義対事業所サービスが同+0.8%と、いずれも2ヵ月連続のプラス。業種別では、11業種中、5業種で上昇、5業種で低下、1業種で横ばいという結果。上昇した業種では、金融・保険、小売などのプラス寄与が大きい。金融・保険では証券取引関連業務などが、小売ではホームセンター、飲食料品、燃料などが押し上げた。一方、低下した業種では、不動産、生活娯楽関連サービスなど。今後も、名目賃金の伸び悩みなどを受け、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ととまるとみている。



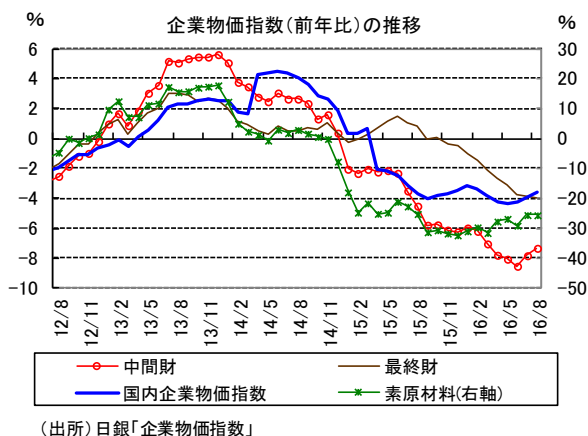
○ 7月機械受注（9月12日）

7月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比+4.9%と、2ヵ月連続のプラスとなった。業種別では、製造業が同+0.3%、非製造業（除船・電）が同+8.6%と、いずれも2ヵ月連続のプラスとなり、今後の設備投資が、年前半の停滞から持ち直す可能性を示している。内閣府による基調判断は、「持ち直しの動きがみられる」と、前月の「足踏みがみられる」から上方修正された。上方修正は2015年10月以来、9ヵ月ぶり。今後の設備投資は、世界景気の先行き不透明感を受け、企業の投資に対する慎重姿勢が残るとみるものの、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。



○ 8月企業物価指数（速報値、9月12日）

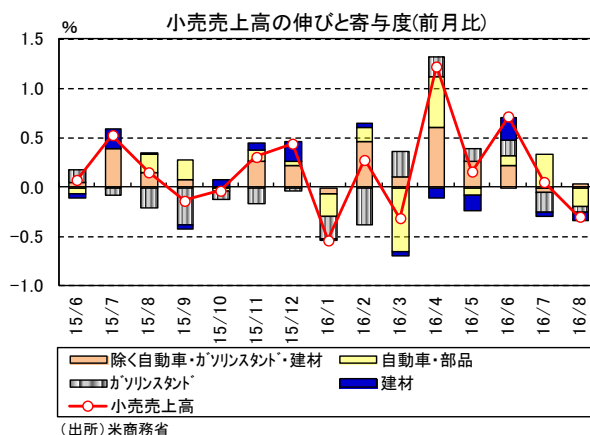
8月の国内企業物価指数は前年比▲3.6%と、前月の同▲3.9%からマイナス幅が縮小した。23種目中、9業種が、前月から押し上げに寄与、11業種が押し下げに寄与、3業種は前月と同じ伸びとなった。押し上げ方向に寄与した業種では、電力・都市ガス・水道や、石油・石炭製品、非鉄金属などの押し上げが目立った。一方、押し下げ方向に寄与した業種は、情報通信機器や農林水産物など。需要段階別に見ると、国内需要財は同▲7.9%と、前月の同▲8.2%からマイナス幅が縮小した。内訳では、中間財のマイナス幅縮小が寄与した。今後は、原油価格が2月中旬から持ち直しているものの、足元の円高が輸入物価を押し下げるとみており、企業物価の戻りのペースは鈍いと予想する。



《米 国》

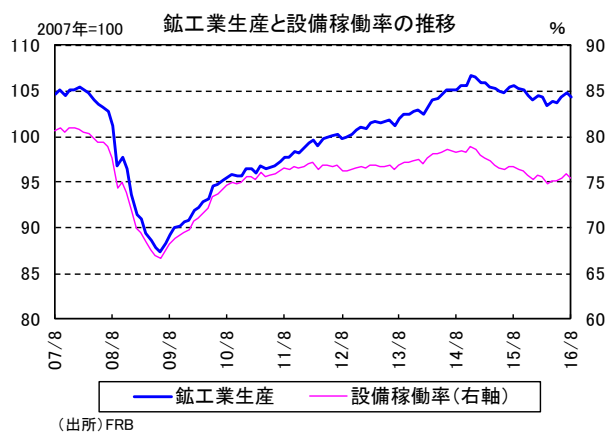
○ 8月小売売上高 (9月15日)

8月の小売売上高は前月比▲0.3%と、5ヵ月ぶりに減少し、市場予想(同▲0.1%)をも下回った。自動車・部品が同▲0.9%と、3ヵ月ぶりに減少したほか、ガソリンスタンドも同▲0.8%と、2ヵ月連続で減少し、全体を押し下げた。一方、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、前月比+0.1%と、2ヵ月ぶりに増加した。ガソリン価格下落によって、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、今後の個人消費は回復基調を維持するとみる。



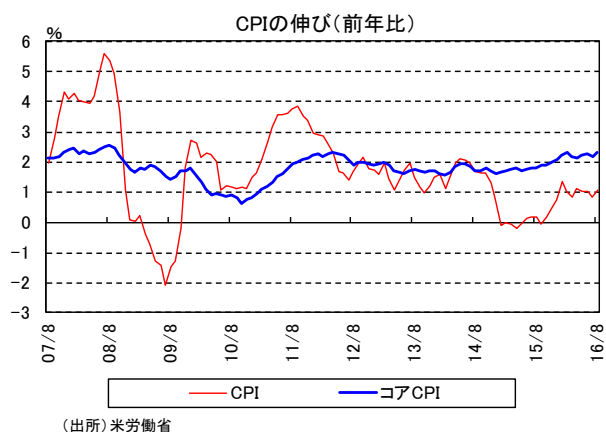
○ 8月鉱工業生産 (9月15日)

8月の鉱工業生産は前月比▲0.4%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなり、市場予想(同▲0.2%)をも下回った。産業別に見ると、鉱業が同+1.0%と、4ヵ月連続で改善したものの、製造業は同▲0.4%と、3ヵ月ぶりに悪化。電気・ガスなどの公益事業は同▲1.4%と、例年を上回る気温で7月の冷房需要が拡大したことに伴う押し上げ効果ははく落し、3ヵ月ぶりに悪化した。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に支えられ、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。



○ 8月CPI (消費者物価指数) (9月16日)

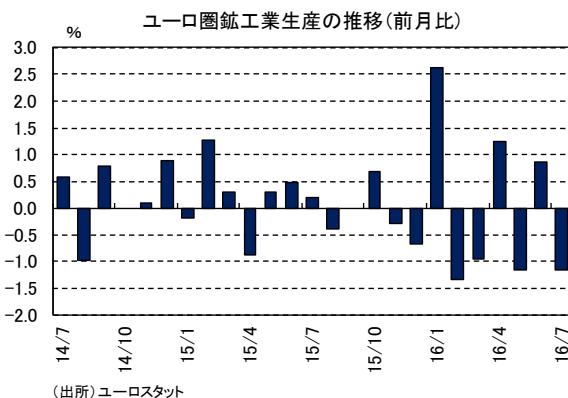
8月のCPIは前月比+0.2%と、2ヵ月ぶりに上昇した。前年比でも+1.1%と、7月の同+0.8%から伸び幅が拡大した。一方、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは前月比+0.3%と、7月の同+0.1%から伸び幅が拡大。前年比でも+2.3%と、7月の同+2.2%から伸び幅が拡大した。医療費や宿泊費などが上昇した影響が大きい。賃金の改善傾向が続くとみられることや、輸入物価による低下圧力が和らいていることなどから、コアインフレの上昇率は今後も緩やかな拡大傾向が続くとみている。



《 欧 州 》

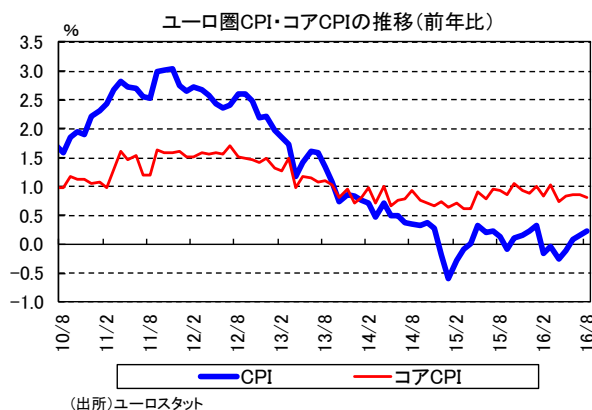
○ 7月ユーロ圏鉱工業生産 (9月14日)

7月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲1.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。財別で見ると、中間財が同▲0.3%→▲0.5%、資本財が同+1.6%→▲1.7%、消費財が同+1.2%→▲0.1%と、いずれもマイナス。主要国別では、イタリアが同▲0.3%→+0.4%と、3ヵ月ぶりのプラスとなったが、ドイツは同+1.3%→▲1.9%、フランスは同▲0.7%→▲0.6%、スペインは同▲0.1%→▲0.1%と、いずれもマイナスとなった。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、ユーロ圏鉱工業生産は今後も停滞気味の推移が続くとみる。



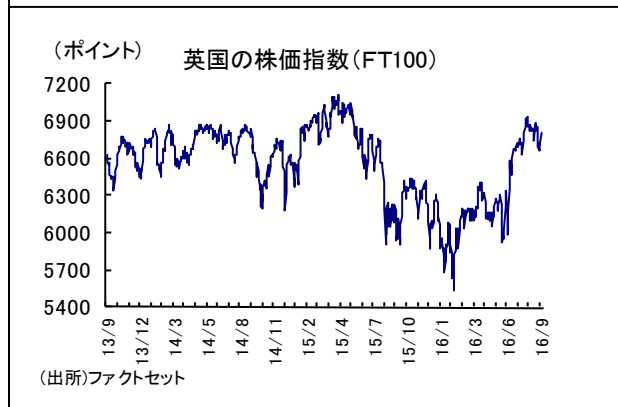
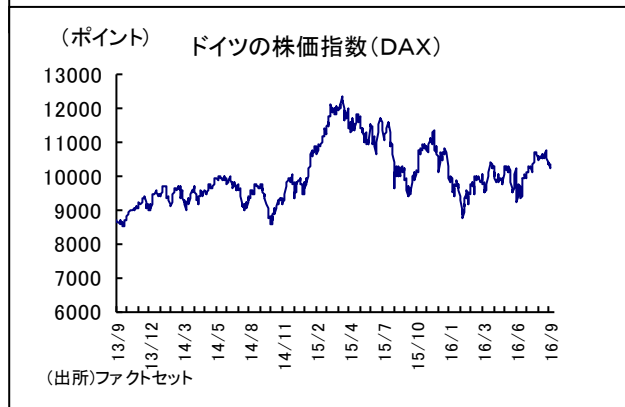
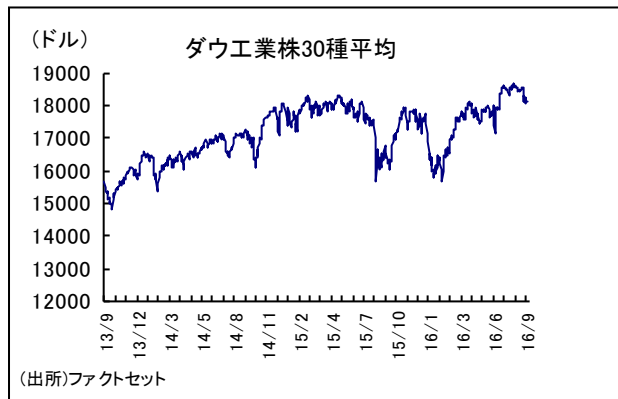
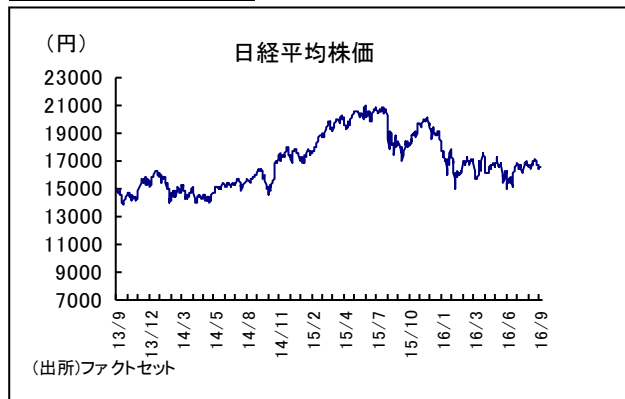
○ 8月ユーロ圏CPI(消費者物価指数) (9月15日)

8月のユーロ圏CPIは前年比+0.2%と、前月と同じ伸び幅となった。サービス価格が同+1.2%→+1.1%と、4ヵ月ぶりにプラス幅が縮小したものの、エネルギー価格のマイナス幅が縮小したことなどから、財価格は同▲0.6%→▲0.5%と、4ヵ月連続でマイナス幅が縮小。国別では、ドイツが同+0.4%→+0.3%と、プラス幅が縮小した一方、イタリアは同▲0.2%→▲0.1%、スペインは同▲0.7%→▲0.3%と、いずれも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。

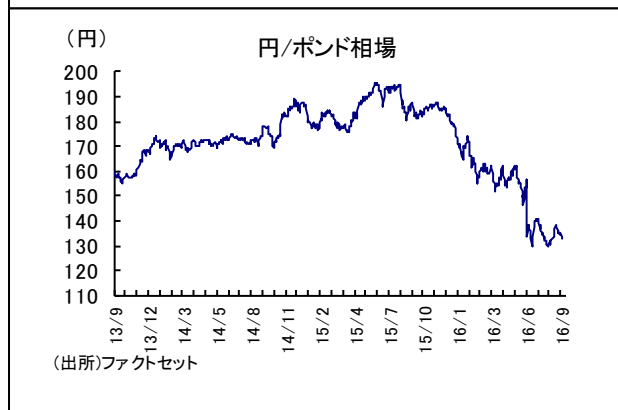
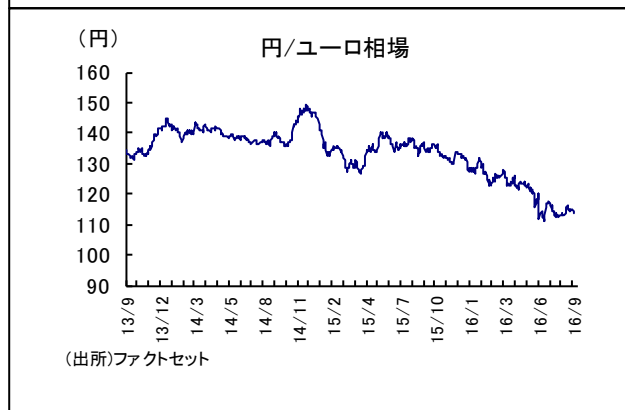
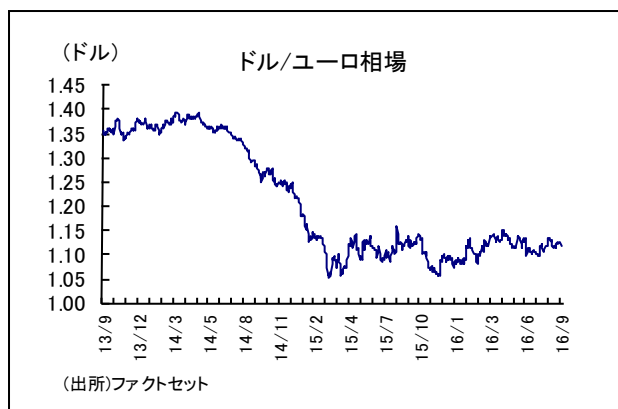
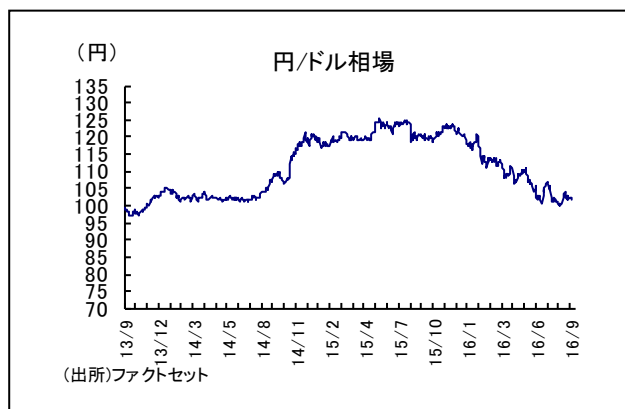


## 日米欧マーケットの動向 (2016年9月20日現在)

### ▽各国の株価動向

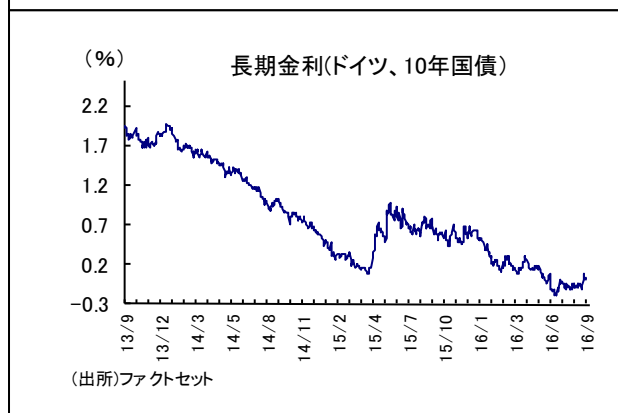
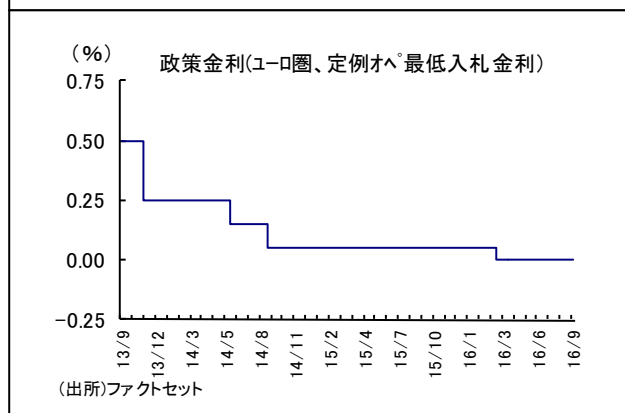
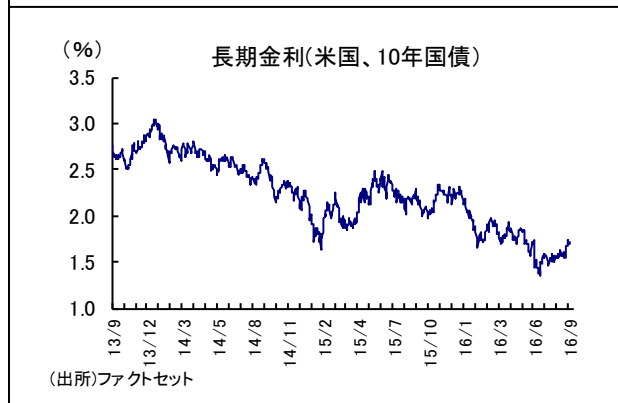
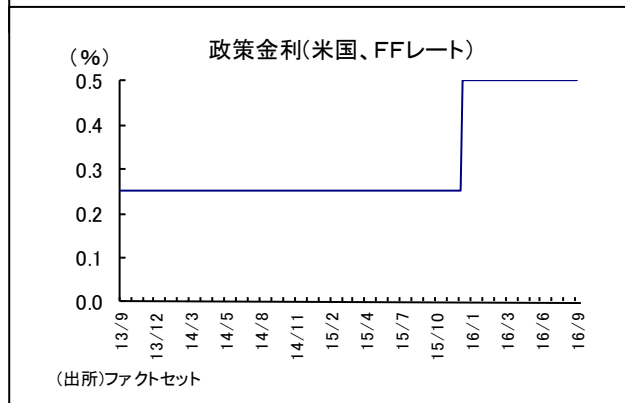
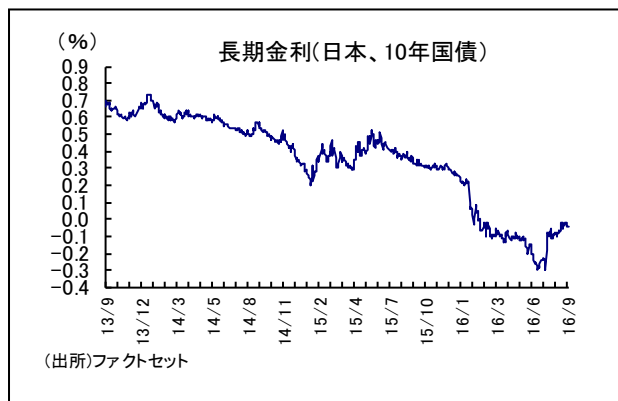
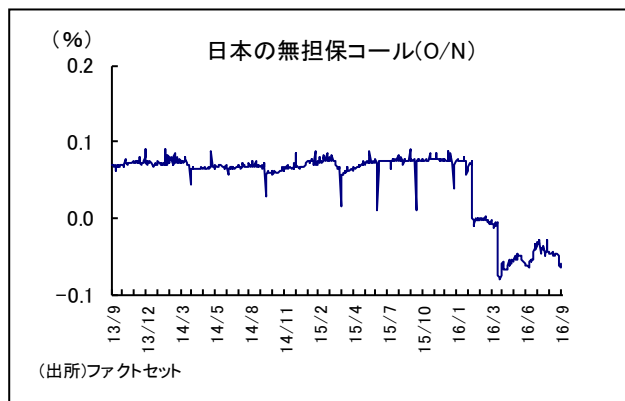


### ▽外為市場の動向

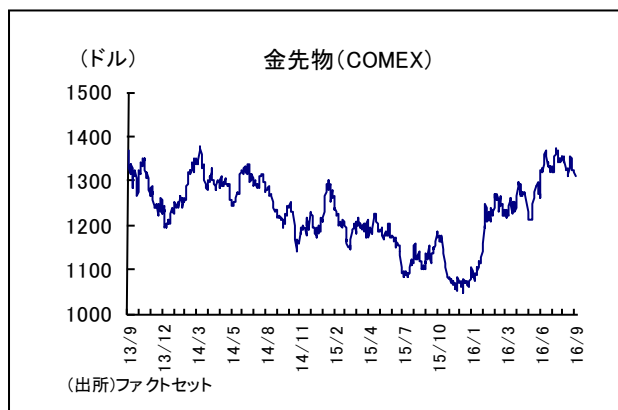
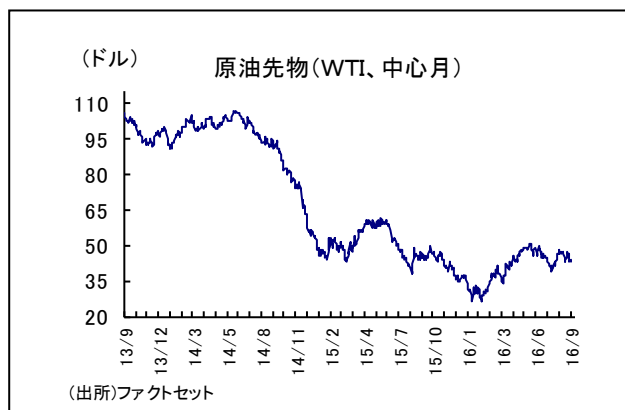




▽各国の金利動向



▽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