



明治安田生命

経済ウォッチ

2017年2月 第4週号

(原則、毎月第2週、4週発行) 2016年度 vol.22

〈フォーカス〉 2017-2018年度経済見通し特集号

当社では、2016年10-12月期 GDP 速報値の発表を踏まえ、「2017-2018年度経済見通し」を作成、2月16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: 2017年度 1.3%(1.0%) 2018年度 1.4%(0.8%)

名目GDP成長率: 2017年度 1.4%(0.9%) 2018年度 1.7%(1.3%)

2. 要 点

- ①日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も堅調な米国景気や、政府の経済対策の効果などが後押し、次第に景気の回復ペースをあげていくと予想する。2018年度にかけては、官民をあげたオリンピック需要も本格化すると見込まれることなどから、通年の成長率は1%台の伸びが続くとみている。
- ②個人消費は、雇用需給の引き締まりが名目賃金の緩やかな上昇につながるとみられるものの、原油価格の持ち直しに伴う家計の実質購買力の低下などから、緩慢な回復にとどまるとみる。住宅投資は、低金利環境が下支えになるものの、所得環境の回復ペースの鈍さや貸家需要の減速が続くとみており、鈍化傾向で推移する可能性が高い。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ているが、更新維持・省力化投資や、研究開発投資を中心に、均せば回復が続くと予想する。公共投資は、人手不足への対策が進むなか、政府の経済対策の効果が顕在化してくることで、底堅く推移しよう。輸出は、堅調な米国景気などに支えられ、回復傾向で推移するとみている。
- ③米国景気は、雇用環境の改善や減税策が見込まれることから、堅調に推移するとみる。欧州景気は、緩和的な金融政策の継続や、緊縮的な財政運営の見直しなどを背景に、緩やかな回復が続くと予想する。中国景気は、政府の財政政策に支えられ、安定的に推移するとみている。

(Shana wrote)

目 次

〈フォーカス〉2017-2018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
・2017-2018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、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な底堅い米国景気や、政府の経済対策の効果などが後押ししに支えられ、次第に景気の回復ペースをあげていくは回復基調が続くと予想する。

個人消費は、弱めの動き緩慢な回復が続いている。今後も、雇用需給の引き締まりが名目賃金の緩やかな上昇につながる消費者の節約志向が残るとみられるものの、原油価格の持ち直しに伴う家計の実質購買力の低下などから改善に加え、さまざまな政策効果も下支えとなつて、緩慢な緩やかな回復にとどまる傾向で推移すると予想する。

住宅投資は回復が一服している。今後は、相続税対策としての貸家の節税需要が減衰するとみられるほか、所得環境の回復ペースの鈍さもあつて、鈍化傾向で推移するに向かうとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢の低迷が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、均せば緩やかな回復が続くとを予想する。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、底堅い増加傾向での推移を見込む。

輸出は回復に向かっている持ち直しつつある。今後も、堅調な底堅い米国景気などに支えられ、回復緩やかな持ち直し傾向で推移すると予想する。生産は、輸出や消費の持ち直しや在庫調整の進展などからを受け、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コア CPI）は、0%を下回つて推移している。エネルギー価格が押し上げ方向に寄与すると見込まれるほか、昨秋以降の円安の影響もあつて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、20172016年度のコア CPI は、前年比+0.7▲0.3%程度まで伸び幅が拡大する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。雇用環境の改善が継続していることや、緩やかな金融環境に支えられが続いていることなどから、今後も景気回復基調が続くと予想する。10-12月期以降は、減税策などの効果が見込まれることから、景気回復ペースを次第に早めるとみる。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどからや、減税策が期待できることもあつて、堅調に推移するとみる回復傾向が続く可能性が高い。

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、緩やかながら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、回復基調が続く傾向で推移すると予想する。ただ、外需は伸び悩みとみられることなどから、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。

輸出は、海外景気の先行き不透明感が残ることから、伸び悩むとみる。

FRBは2016年12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.25-0.50%から、0.50-0.75%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみており、年2回程度のペースで利上げが行なわれると予想する。

欧州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。英国のEU離脱を巡る先行き不透明感に残るものの、ECBの緩やかな金融政策の継続に加え、各国の緊縮的な財政運営の見直しなどを背景にや各国の財政スタンスの緩和などに支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。ただ、企業部門のバランスシート調整圧力が残ることなどから、回復ペースは緩やか緩慢なものにとどまるとみる。

個人消費は、雇用環境の持ち直しなどに支えられ改善などを背景に、改善傾向緩やかな回復が続くと予想する。

固定投資は、緩やかな金融環境が下支えとなるものの、企業債務の高止まりなどを背景に、緩慢な回復が続く回復ペースは鈍いままとみる。

ECBは2016年12月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を6ヵ月延長し、少なくとも2017年9月末までとしたほか、4月からの買入れ額を月額800億ユーロから600億ユーロへ減額することなどを決定した。買入れ資産の不足に対応するため、年後半に資産買入れ額を縮小するとともに、買入れ期間の延長を再度決定今後は資産買入れ策の効果を見きわめるため、ECBは様子見姿勢を継続すると予想する。

2017—2018 年度経済見通し（要約版）

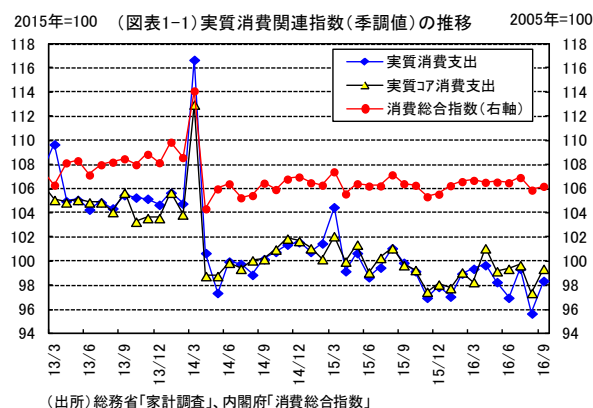
1. 日本経済見通し

国内景気は次第に回復ペースをあげていく

2016年10—12月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%（年率換算：+1.0%）と、4四半期連続のプラスとなったものの、プラス幅は三四半期連続で縮小した。今後は、堅調な米国景気や、政府の経済対策の効果などが後押しし、次第に景気の回復ペースをあげていくと予想する。2018年度にかけては、官民をあげたオリンピック需要も本格化すると見込まれることなどから、通年の成長率は1%台の伸びが続くとみている。

個人消費は緩慢な回復

実質消費支出は昨秋以降、減速傾向を強めている（図表1-1）。天候不順による生鮮野菜の価格高騰の影響に加え、社会保障の先行き不安に伴う生活防衛意識の高まりなども、消費の抑制要因になったとみている。日銀の消費活動指数を見ても足元でやや低下しており、個人消費の回復力の弱さが続いている様子が示されている。

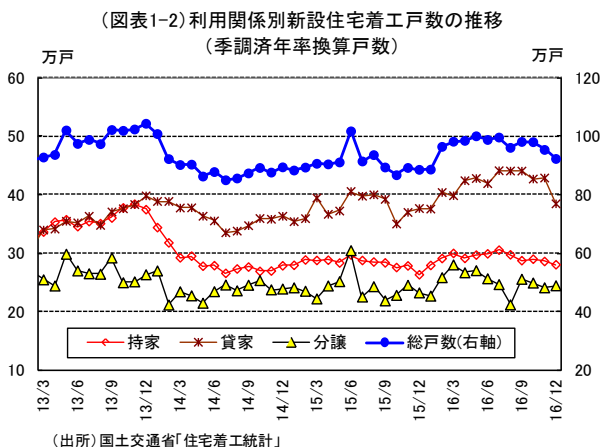


雇用環境を見ると、少子高齢化や、団塊の世代の労働市場からの退出などを背景に、労働需給は引き締め傾向が続いている。ただ、企業の採用ニーズは、依然として質や職種に偏りがあり、労働需給の引き締めを受けた賃金上昇は、引き続き一部の職種にとどまるとみる。今後の消費動向のカギとなる春闘についても、潜在成長率が停滞するなか、国内では安定的な利益成長が見通しづらく、企業は固定費の増加につながるベアには、慎重に対応していくとみられる。もっとも、人手不足感が強まるなか、中小企業を中心に、人材確保を目的とした賃上げの流れは続く可能性が高く、名目賃金は緩やかな上昇傾向が続くとみている。

一方、実質雇用者報酬は足元で改善ペースが鈍化している。雇用者数の増加や、緩やかな賃金上昇などが押し上げに寄与する一方、2015年冬場以降の原油安効果は、はく落しつつある。今後の個人消費は、名目賃金の緩やかな上昇が見込まれるほか、所得と消費の底上げに向けた政府の各種経済対策の効果なども下支えになるとみる。ただ、原油価格の持ち直しや円安の進行に伴う実質購買力の低下が見込まれるほか、社会保障の先行き不安などからくる家計の節約志向も残ることで、個人消費は緩慢な回復にとどまると予想する。

住宅投資は鈍化へ

新設住宅着工戸数（季調値）は足元では鈍化傾向を強めている。年率換算戸数は、5月から7月にかけて100万戸を超え、消費増税前のピークに近い水準で推移したものの、12月には92.3万戸まで減少した



(図表 1-2)。利用関係別では、持ち家が昨年夏場以降、鈍化傾向で推移しているほか、貸家は足元で減速傾向を強めている。分譲住宅も均せば減少傾向で推移しており、マンション着工の低迷が分譲住宅全体を押し下げる構図が続いている。

今後の住宅投資は、住宅ローン減税制度などの各種住宅支援策のほか、低金利環境の継続も下支えになるとみる。一方、貸家の節税対策需要は今後減衰すると見込まれるほか、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、住宅着工は鈍化傾向で推移するとみている。2017, 2018 年度の新設住宅着工戸数は、いずれも 90 万戸程度にとどまると予想する。

設備投資は回復が続く

設備投資の先行指標を見ると、資本財国内出荷(除、輸送機械)は昨春以降、改善傾向が続く一方、機械受注(船舶・電力を除く民需)や建築物着工床面積(非居住用)は昨秋ごろから一進一退で推移している(図表 1-3)。先行指標からは、当面の設備投資が緩やかな回復にとどまる可能性が示唆される。

昨年 12 月には GDP の基準改定が行なわれ、研究開発費が新たに設備投資に配分されることとなった。

総固定資本形成の形態別の推移を見ると、研究開発投資が含まれる知的財産生産物は、その他の機械設備等との比較において、安定した伸びを維持している。研究開発投資はその性質から、資金を外部調達するよりも内部留保を活用することが多いことに鑑みれば、近年のキャッシュフローの改善が、投資を後押しすると見込まれる。中長期的な成長の源泉として、企業の関心が高いこともあって、研究開発投資は設備投資の押し上げ要因になるとみている。

今後の設備投資は、国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、製造業の能力増強投資の増加は見込みにくいものの、維持・補修への投資などが下支えになるとみられるほか、非製造業でも、合理化・省人化投資などを中心に、底堅い推移が続く可能性が高い。研究開発投資も拡大傾向での推移が見込まれることから、設備投資は均せば回復が続くとみる。

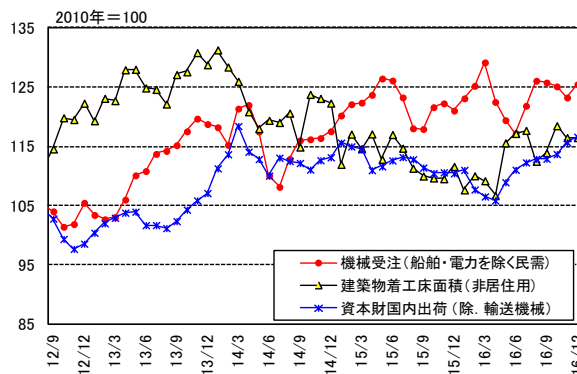
公共投資は底堅い推移

足元の公共投資は足踏みしている。ただ、出来高に先行し、発注段階の動向を示す公共工事請負金額(3ヵ月移動平均、前年比)の推移を見ると、昨春以降、トレンドとしては改善方向にあり、今後の公共投資は底堅く推移する可能性が示されている(図表 1-4)。

一方、建設技能労働者過不足率は、昨春以降、+1% 付近で推移するなど、人手不足感が残っている。今後、民間工事でも都心部の大型再開発が多数予定されているなか、人手不足の解消は見通しにくい。ただ、建設業界では、ICT 技術の活用などの省力化策を進めていることなどから、人手不足が工事進捗の制約となる状況は緩和に向かうとみている。

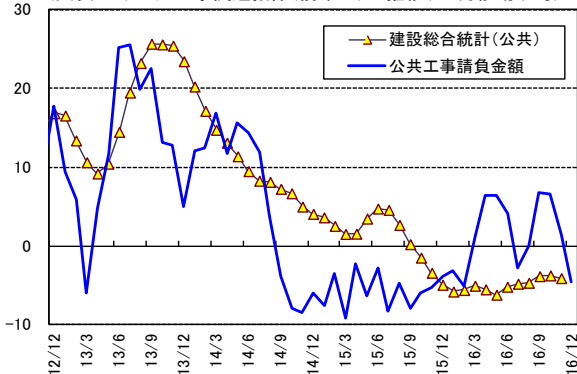
今後は、第 2 次補正予算の執行の効果が顕在化してくるとみられるほか、2017 年度本予算に係る施工時期の平準化により、工事進捗の安定化した推移も見込まれる。東京五輪開催に向けたスタジアムの建設やインフラ整備に係る工事なども後押しし、公共投資は底堅く推移すると予想する。

(図表 1-3) 設備投資先行指標の推移(3ヵ月移動平均)



(出所)内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

(図表 1-4) 公共工事関連指標(前年比)の推移(3ヵ月移動平均)



(出所)国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

輸出は回復傾向で推移

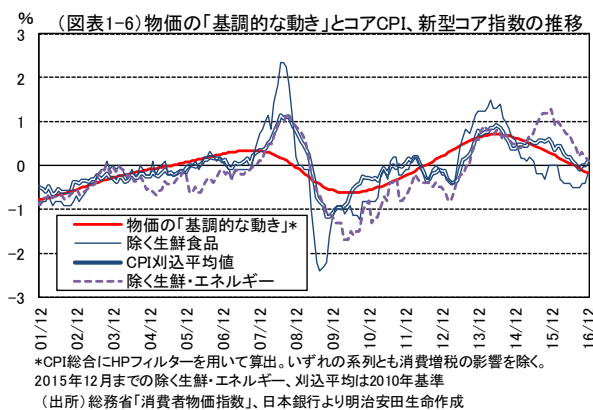
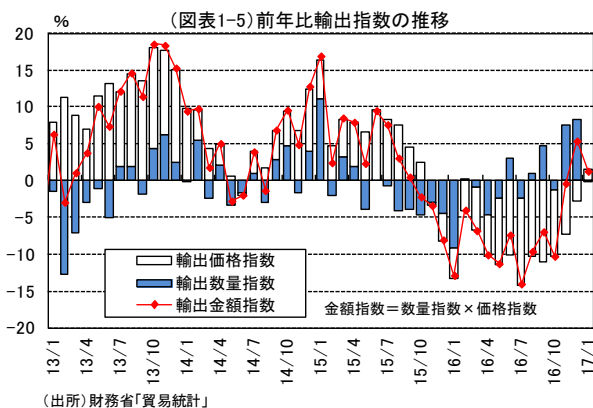
1月の輸出金額は前年比+1.3%と、2ヵ月連続のプラスとなったものの、伸び幅は前月から縮小した(図表1-5)。輸出金額の伸び(前年比)を価格と数量に分解すると、輸出価格が同+1.6%と、足元でプラスに転じる一方、輸出の実勢を示す輸出数量は同▲0.3%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。

ただ、1月は中国の春節などの季節的な要因も、下押し圧力になったとみられる。今後の輸出は、堅調な米国景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。トランプ政権の保護主義的な政策が実行に移されれば、輸出への悪影響は大きいと、共和党率いる議会の了承を得られにくいほか、個別交渉を行なう場合にも時間がかかるとみられる。一方、原油価格の回復や環境規制の緩和の動きなどは、米国向けの資本財輸出の持ち直しにつながるとみている。こうした財輸出の回復に加え、サービス輸出についても、訪日外国人旅行客数が堅調に推移するなか、昨秋以降の円安進行を受けて、インバウンド消費が底堅く推移すると見込まれることなどから、回復傾向で推移するとみている。

コアCPIはプラス圏へ

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)は昨年3月以降、前年比マイナス圏で推移している(図表1-6)。日銀が発表している除く生鮮・エネルギーも鈍化傾向で推移しており、「物価の基調的な動き」は依然として弱い。

一方、昨年初以降の原油価格の上昇を受け、エネルギー価格の下押し圧力は緩和に向かっている。今後はエネルギー価格が押し上げ要因に転じていくとみられるほか、昨秋以降の円安も、徐々に物価を押し上げていくと見込まれることなどから、2017年度通年のコアCPIは、前年比+0.7%程度まで伸び幅が拡大すると予想する。もっとも、日本ではデフレマインドが染みついているのに加え、過去の実績に引きずられる「適合的な期待形成」の要素が強いこともあり、期待インフレ率は伸びの鈍い状態が続く可能性が高い。個人消費の弱さが続くなか、需給ギャップの改善ペースも緩やかとみており、2018年度通年のコアCPI上昇率は同+0.8%程度と予想する。(担当：謝名、尾家、開発、磯部)



(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)

	2015年度	予測				予測								
		2016年度	2017年度	2018年度	2016年度		2017年度				2018年度			
					10-12月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月
実質GDP	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
前期比年率	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	1.0%	1.2%	1.5%	1.5%	1.2%	1.3%	1.1%	1.5%	1.8%	2.0%
民間最終消費支出	0.5%	0.6%	0.8%	1.2%	▲0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
民間住宅投資	2.7%	6.2%	0.4%	0.9%	0.2%	▲0.3%	▲0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.5%	0.7%
民間設備投資	0.6%	1.7%	1.9%	2.0%	0.9%	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%
政府最終消費支出	2.0%	0.8%	1.0%	1.0%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
公的固定資本形成	▲2.0%	▲1.6%	2.2%	2.1%	▲1.8%	1.4%	0.8%	1.0%	0.8%	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
財貨・サービスの輸出	0.8%	2.5%	3.9%	2.5%	2.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
財貨・サービスの輸入	▲0.2%	▲1.1%	2.3%	2.1%	1.3%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
名目GDP	2.8%	1.3%	1.4%	1.7%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%
GDPデフレーター(前年比)	1.4%	0.0%	0.2%	0.3%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%

2. 米国経済見通し

10-12月期の最終需要は堅調

10-12月期の米国実質GDP成長率(速報値)は前期比年率+1.9%と、7-9月期の同+3.5%から伸び幅が縮小したものの、11四半期連続のプラス成長となった(図表2-1)。緩和的な金融環境や、雇用環境の改善に支えられ、1-3月期以降も景気回復が続くと予想する。2017年10-12月期から2018年にかけては、減税策などの効果が見込まれることから、景気回復ペースを次第に早めるとみる。

(図表2-1) 米国の実質GDP予測値(前期比年率)

	暦年ベース				2016年	2017年				2018年			
	2015	2016	2017	2018	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	2.6	1.6	2.2	2.4	1.9	1.9	2.0	2.3	2.7	2.7	2.3	2.0	1.9
個人消費	3.2	2.7	2.6	2.4	2.5	2.3	2.3	2.5	3.0	2.7	2.2	1.8	2.0
住宅投資	11.7	4.9	3.4	5.0	10.2	3.6	4.1	4.5	5.7	5.6	4.9	4.5	4.1
設備投資	2.1	-0.4	2.3	3.9	2.4	1.9	2.7	3.2	3.2	5.3	4.0	3.5	2.9
民間在庫(寄与度)	0.2	-0.4	0.1	-0.0	1.0	-0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出(寄与度)	-0.7	-0.1	-0.3	-0.2	-1.7	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2
政府支出	1.8	0.9	0.5	1.0	1.2	0.1	0.2	1.1	1.2	1.0	1.2	1.0	0.5

→ 予測

個人消費は堅調

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、平均時間給が前年比+2.5%と、12月の同+2.8%から伸び幅が縮小したものの、2015年夏以降、均せば伸び幅の拡大傾向が続いている。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を含む)も回復傾向で推移しており、労働市場の需給改善に伴って、今後の賃金も期待ができる。加えて、トランプ大統領と、共和党が上下院ともに過半数を占める議会は、いずれも減税措置に前向きである。トランプ大統領が掲げる極端な政策の実現性を見きわめる必要はあるが、減税策が期待できることもあって、個人消費は堅調に推移するとみている。

住宅投資は持ち直し傾向、設備投資は回復基調

住宅投資は、持ち直している。住宅ローン金利が上昇するなかでも、銀行の貸出態度は依然として緩和的である。雇用者数の増加などに支えられ、今後の住宅投資は緩やかながら持ち直し傾向で推移すると予想する。

設備投資は、エネルギー関連企業の業況回復などを受け、持ち直し気味の推移となっている。足元では、トランプ大統領が推進する規制緩和への期待などが、企業景況感の改善につながっている。企業業績の改善が見込まれるなか、今後の設備投資は回復基調が続くとみている。一方、輸出は、新興国を中心に海外景気の先行き不透明感が残ることなどから、伸び悩む展開を予想する。

利上げは年2回前後のペース

1年ぶりに利上げが行なわれるかどうかで注目された2016年12月13-14日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、事前の市場予想どおり、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジを0.25-0.50%から、0.50-0.75%(中央値0.625%)へと引き上げることが決定した。今回更新されたFFレートの見通し(FOMC参加者17名の予想中央値)を見ると、2017年末が1.375%、2018年が2.125%、2019年が2.875%、長期見通しが3.000%となっている。1回の利上げ幅が昨年12月の利上げと同じ0.25%となる場合、FOMC参加者の多くは2017年の利上げ回数を3回とみていることになる。

一部のFOMC参加者は、トランプ大統領による経済政策をFFレートの見通しに織り込んでいるとみられるが、歳出削減を掲げる共和党議会との合意が得られなければ、財政政策を実現させることは難しく、経済政策の規模は縮小を余儀なくされよう。加えて、政策の内容が潜在成長率の向上につながらなければ、潜在成長率に見合った水準で決まる中立金利に影響を与えることはできず、政策金利が中長期的に到達する水準は低いままにとどまる。今後の利上げペースは、年2回前後と予想する。(担当:信本)

3. 欧州経済見通し

ユーロ圏景気は回復傾向で推移

10-12月期のユーロ圏実質 GDP 成長率（改定値）は前期比+0.4%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、ドイツとフランスは、いずれも伸び幅が拡大した。一方、イタリアは、2四半期ぶりに伸び幅が縮小。スペインは、7-9月期と同じ伸び幅となった。

今後のユーロ圏景気は、ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策の継続に加え、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることなどを背景に、景気回復が続くと予想する。ただ、企業部門のバランスシート調整圧力が残ることなどから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

（図表3-1）欧州の実質GDP予測値(前期比) (％)

		2016年				2017年				2018年				
		2015年	2016年	2017年	2018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	2.0	1.6	1.5	1.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4
	家計消費	1.8	1.8	1.4	1.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	政府消費	1.4	1.9	1.2	1.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	固定投資	3.2	2.5	2.6	2.7	1.1	0.6	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
	純輸出 (寄与度)	0.3	-0.2	-0.1	-0.0	0.1	-0.1	-0.1	-0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0
	輸出	6.5	2.2	2.6	2.8	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
	在庫投資 (寄与度)	-0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.2	0.1	0.0	-0.0	0.1	-0.0	0.0	-0.0	0.0
英国	実質GDP	2.2	2.0	1.5	1.6	0.6	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4

→ 予測

ECBは年後半に資産買入れ額の縮小と買入れ期間の延長を決定

個人消費は、雇用環境の持ち直しなどに支えられ、改善傾向が続くとみている。固定投資は、緩和的な資金調達環境が下支えするとみるが、企業債務の高止まりを背景に、緩慢な回復が続くと予想する。輸出は、新興国向けなどが足かせとなって、伸び悩むとみる。

昨年12月8日のECBの政策理事会では、資産買入れ策の実施期間の延長と、資産買入れ額の減額が決定した。CPI（消費者物価指数）の伸び（前年比）を見ると、昨年春から伸び幅が拡大傾向である。ただ、これはエネルギー価格の下押し圧力が和らいだ影響が大きい。コアCPI（エネルギー・食品・アルコール飲料・タバコを除くベース）の上昇率は1%を下回る推移が続いており、基調的なインフレ圧力は強くない。ECBは、現行の資産買入れ策で購入する債券の不足に対応するため、年後半に資産買入れ額を減額するとともに、買入れ期間の延長などを決定すると予想する。

英国景気は減速するも秋以降持ち直しへ

10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.6%と、16四半期連続のプラス成長となった。今後の英国景気は、物価上昇に伴う実質購買力の低下などによって、減速に向かうとみるが、秋以降は、実質購買力への悪影響が和らぐことで、再び持ち直すと予想する。

昨年秋から進んだポンド安は、輸出を押し上げる可能性が高い。メイ首相は3月末までにEU離脱を通告し、基本的には2年間を期限とする交渉を行なうとしているが、英国とEUとの協議自体は時間がかかることから、向こう2,3年間はEU離脱に伴う輸出の直接的なコスト増は避けられるとみられる。最大の貿易相手国である米国の景気が堅調に推移すると見込まれるほか、ポンド安による価格競争力の改善が下支えとなることで、輸出は持ち直し傾向で推移するとみている。

一方、ポンド安は輸入物価の上昇を通じ、消費者の実質購買力の低下につながる。CPIの伸び（前年比）を見ると、2015年12月ごろから伸び幅が拡大傾向にある。個人消費にはしばらく下押し圧力がかかり続けよう。また、EU離脱を巡る協議の先行き不透明感が残るなか、企業は投資に対して慎重姿勢をとっており、今後の固定投資は停滞気味に推移するとみている。

原油価格の持ち直しやポンド安を背景に、CPIは上昇傾向で推移すると見込まれることから、BOE（イングランド銀行）は景気が減速に向かうなかでも、様子見姿勢を継続すると予想する。（担当：信本）

4. 中国経済見通し

中国景気は財政政策が下支え

中国の2016年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.8%と、前期の同+6.7%から伸び幅が拡大した(図表4-1)。ただ、政府によるインフラ投資や、不動産投資の寄与が大きかったとみられる。中国景気は、自律的な回復には至っておらず、減速トレンドから脱していないとみている。

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めざしている。今後、構造改革を進める過程では、景気の下押し圧力がさらに強まる可能性が高いが、2017年は5年に1度の共産党大会を控えており、政府は、経済運営の

安定を優先課題として取り組むと見込まれる。その後も、財政政策で景気を下支えし、緩やかな減速傾向に収れんするよう、微妙な景気のかじ取りを行なっていく方針とみられる(図表4-2)。

企業マインドは回復、消費は緩やかな回復を予想

企業マインドは回復している。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51.3と、拡大と縮小の境目を表す50を6ヵ月連続で上回った。政府による景気支援策などを背景に、鉱工業生産は、春先以降、前年比+6%付近での推移が続いている。固定資産投資(累計)も、昨夏以降、同+8%台での推移が続くなど、減速ペースが和らぎつつある。今後についても、政府の景気支援策が生産・投資を下支えするとみる。ただ、生産は、自動車販売の減速や、不動産市況の回復の一角が下押し圧力となるとみられることから、今後の伸びはやや鈍化すると予想する。固定資産投資は、民間投資の回復の鈍さを背景に、2017年も昨年後半並みの推移が続くとみている。

輸出は回復ペースが鈍い状態が続いている。人件費や地価などのコスト上昇を背景に、労働集約型産業の強みが失われつつあることで、輸出の回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。

個人消費は、春先以降、底堅く推移している。ネット取引が活況であることや、当面政府は経済運営の安定を優先すると見込まれることから、構造改革の進展による失業者の拡大といった状況は避けられるとみられ、今後の個人消費は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

人民元安傾向が続く

中国では人民元の国際化に向けた取組みを進めているが、資本市場の開放は道半ばである。2016年に入り、元安傾向が強まるなか、当局は、企業の海外送金や外貨両替を抑制する強制指導を一段と強化している。ただ、資本流出が続いており、当局は、介入により人民元を買い支え、昨年末の外貨準備高は3兆105億ドルと、ピークである2014年6月末の3兆9,900億ドルから、大きく減少した。元安圧力を和らげるためには、資本流出を招く根本的な原因である構造改革の遅れなどへの対応を加速させることが重要である。ただ、2017年は景気の安定を優先する可能性が高く、元安への抜本的な対策は進まない可能性が高いとみる。(担当:平野)

(図表4-1)中国実質GDP成長率の推移(前年比)



(出所) 中国国家统计局

(図表4-2)中国実質GDP成長率予測(前年比)(%)

	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)
実質GDP成長率	6.9	6.7	6.6	6.4

5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

(図表5-1) その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測(%)

アジア NIEs の回復ペースはまちまち

アジア新興国では、資源価格の上昇や中国景気の安定的な推移などが景気の回復につながっている(図表5-1)。

韓国の10-12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.4%と、2四半期連続でプラス幅が縮小した。個人消費は、政治スキャンダルによる消費者心理の悪化などを背景に、減速傾向で推移したほか、輸出も低調な推移となった。今後についても、個人消費は、雇用・所得環境の先行き不安に加え、家計

	2015年 (実績)	2016年 (実績・予測)	2017年 (予測)	2018年 (予測)
韓国	2.6	2.7	2.4	2.4
台湾	0.7	1.4	2.2	2.4
シンガポール	2.0	1.8	1.9	2.0
フィリピン	5.9	6.8	6.4	6.6
インドネシア	4.9	5.0	5.1	5.3
タイ	2.9	3.2	3.2	3.4
マレーシア	5.0	4.2	4.2	4.2
香港	2.4	1.5	1.8	2.0
インド	7.9	7.2	7.3	7.5
豪州	2.4	2.5	2.6	2.8

(注)インドは年度ベース(4月～翌3月)

の債務残高の拡大も重しとなり、鈍化傾向で推移するとみる。輸出も、輸出ウエイトの大きい中国で現地生産化が進んでいることなどが下押し圧力となり、伸び悩みが続くと見込まれることなどから、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(速報値)は前年比+2.6%と、3四半期連続のプラスとなり、伸び幅も2四半期連続で拡大した。輸出と総固定資本形成の回復が全体を押し上げた。今後についても、輸出は底堅く推移するとみており、景気は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。シンガポール景気は、足元では回復している。ただ、今後は、所得環境の回復ペースの鈍さを受け、個人消費は弱めの動きになるとみており、景気は一進一退の推移を見込む。

ASEAN 景気は緩やかな回復

インドネシアでは、税収不足を背景に公共投資の鈍化が見込まれるものの、昨年の利下げ効果が見込まれることで、個人消費が底堅く推移するとみており、今後の景気は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。タイは、2011-2012年に実施された新車購入支援策の条件だった5年間の買替え禁止期間が終了を迎えることなどから、個人消費が回復に向かうと見込まれ、景気は緩やかな回復を予想する。一方、マレーシアは、輸入物価の上昇で実質購買力の低下が懸念されるほか、緊縮的な財政運営が続けられることなどから、景気は一進一退の推移が続くとみる。フィリピンでは、政府によるインフラ投資が下支えとなって、景気は底堅く推移するとみている。インドはインフレ率の低下に伴う家計の実質購買力の改善や、天候回復による農業所得の改善などが個人消費の回復につながるとみており、景気は拡大傾向が続くと予想する。

アジア新興国の金融政策を見ると、韓国、台湾、シンガポールでは、基調的な物価上昇圧力は弱く、当面政策金利はすえ置かれると予想する。インドネシア、タイ、マレーシアでもすえ置かれるとみる。一方、フィリピンでは、景気回復が続くなか、秋ごろまでに政策金利を引き上げるとみている。

豪州景気は緩慢な回復にとどまる

豪州景気は一進一退の推移が続いている。今後は、雇用環境が回復に向かいつつあることで、個人消費は緩やかな回復傾向をたどるとみている。輸出は、中国の住宅需要への先行き不透明感などが下押し圧力になるとみるが、回復の動きは続くと予想する。一方、新規民間設備投資は、資源需要の回復力の弱さを受け、一進一退の推移をたどるとみられることもあって、景気は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。豪州準備銀行(RBA)は、豪ドル安などによる資本流出への懸念などを背景に、当面政策金利をすえ置くとみている。(担当:平野、開発、磯部)

6. 商品相場見通し

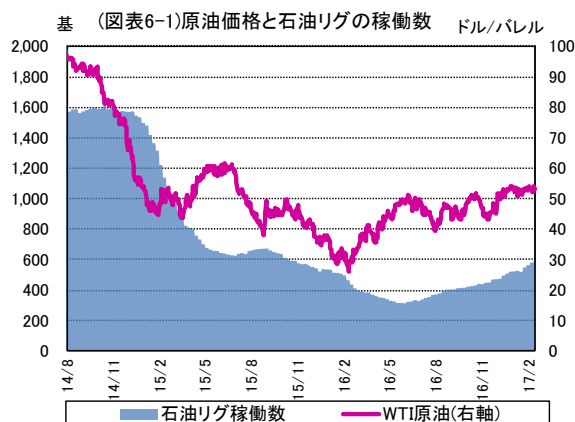
原油価格の上昇ペースは緩慢なものにとどまると予想

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月以降、50ドル/バレルを上回って推移している。昨年11月末に、OPEC (石油輸出国機構) 加盟国が減産で合意したほか、ロシアなどの非加盟国も協調減産に応じたことが背景にある (図表6-1)。

OPEC 総会による減産合意の内容は、昨年10月の生産量を基準として、今年1月からOPEC全体で日量約120万バレル減産するというものであり、減産の実施期間は6ヵ月となる (図表6-2)。これを受け、ロシアなどの非加盟国11ヵ国も、同55.8万バレルの減産に合意した。加えて、OPEC加盟国・非OPEC加盟国のうちの5ヵ国からなる監視委員会が設立され、遵守状況を継続的に監視する枠組みが設けられた。

一方、米国原油の減産トレンドは一巡し、増産に向かいつつある。技術開発やコスト削減により、30ドル/バレル台でも採算の合うシェール企業が増えつつあるとみられ、原油価格の上昇が続けば、生産の再開や新規投資の動きも増えてくると見込まれる。加えて、米国のトランプ大統領が、環境規制の緩和を進める方針を示していることも、米シェール企業の開発などを後押しするとみられることなどから、こうした動きは今後の原油価格の抑制要因になるとみている。

米エネルギー情報局 (EIA) の原油需要予測によると、世界景気の緩やかな回復に伴い、世界需要は底堅く推移すると見込まれている。一方、供給面では、OPEC加盟国やロシアなどの非加盟国による減産合意を背景に、需給は改善し、2017年の原油価格は上昇傾向で推移するとみる。ただ、米国のシェールオイル企業の生産再開の動きなどが上値を抑えることで、上昇ペースは緩慢なものにとどまろう。2017年前半までの原油価格は、45~60ドル/バレルを中心とする推移を予想する。(担当：陳)



(出所) ファクトセット、Baker Hughes

(図表6-2) OPEC総会での決定内容(原油生産枠) 千バレル/日

加盟国	参照生産水準	調整生産量	2017年1月からの生産枠
アルジェリア	1,089	-50	1,039
アンゴラ	1,751	-78	1,673
エクアドル	548	-26	522
ガボン	202	-9	193
インドネシア*1	(722)	(0)	(722)
イラン*2	3,975	90	3,797
イラク	4,561	-210	4,351
クウェート	2,838	-131	2,707
リビア*1	(528)	(0)	(528)
ナイジェリア*1	(1628)	(0)	(1628)
カタール	648	-30	618
サウジアラビア	10,544	-486	10,058
UAE	3,013	-139	2,874
ベネズエラ	2,067	-95	1,972
OPEC計*3	(34,114)	(-1,164)	(32,682)

(出所) OPECの11月30日付プレス資料より明治安田生命作成

*1 インドネシアは会員資格停止、ナイジェリアとリビアは適用除外。当該3国の数値は、プレス資料

に未記載のため、10月生産量(OPEC月報、外部機関による調査数値)を記載

*2 イランの参照生産水準は自己申告に基づくものと推測。1月からの生産枠決定にあたっては、外部機関の調査数値を参照したとみられる

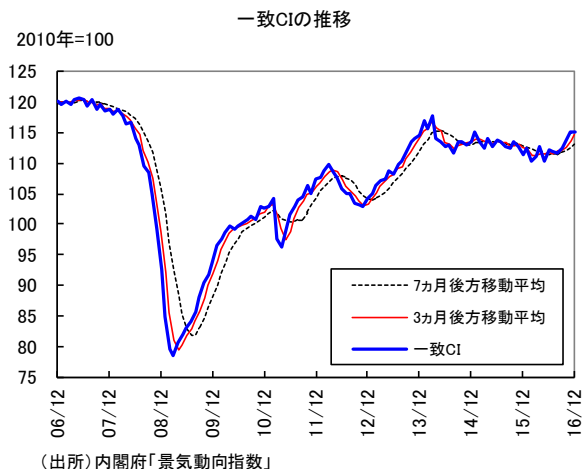
*3 表中の各国数値を単純計算

主要経済指標レビュー (2/6~2/17)

《日 本》

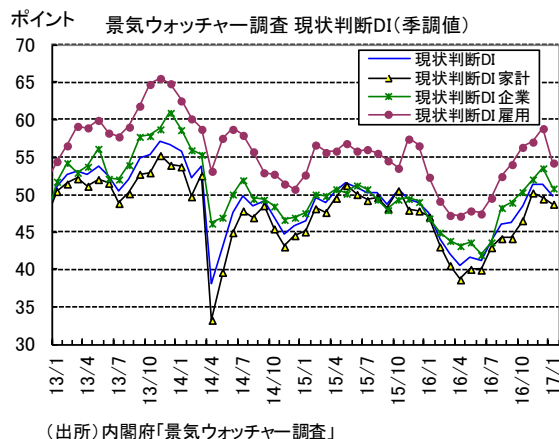
○ 12月景気動向指数 (2月7日)

12月の景気動向指数では、一致CIが115.2(前月差+0.1ポイント)と、4ヵ月連続で上昇したものの、小幅のプラスにとどまった。内閣府の基調判断は、前月の「改善を示している」がすえ置かれた。一致指数の個別系列を見ると、生産財出荷や有効求人倍率(除学卒)などが押し上げに寄与した。一方、投資財出荷(除輸送機械)や小売販売額、卸売販売額などが押し下げに寄与した。製造工業生産予測調査によると、1月は前月比+3.0%の増産見込み、2月も同+0.8%と増産計画の見通しであり、一致CIも改善が続くとみる。今後の景気は、堅調な米国景気を背景に、輸出の回復が見込まれるほか、政府による経済対策も下支えとなって、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。



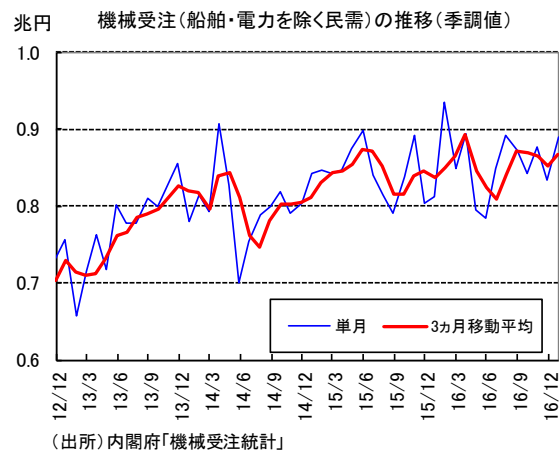
○ 1月景気ウォッチャー調査 (2月8日)

1月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が前月差▲1.6ポイントの49.8と、7ヵ月ぶりに低下し、横ばいを示す50を3ヵ月ぶりに下回った。先行き判断DI(季調値)も同▲1.5ポイントの49.4と、2ヵ月連続で低下し、50を4ヵ月ぶりに下回った。基調判断は「持ち直しが続いているものの、一服感がみられる」とし、前月の「着実に持ち直している」から下方修正された。ウォッチャーからは、消費者の節約志向を指摘する声のほか、先行きも、米国新大統領の政策を巡る不透明感を懸念する声が目立った。ただ、今後の国内景気は、堅調な米国景気に支えられ、輸出の回復が見込まれるほか、政府の経済対策も下支えとなって、緩やかな回復が続くと予想する。



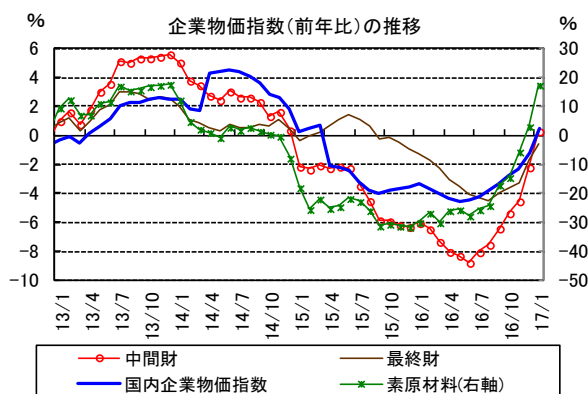
○ 12月機械受注 (2月9日)

12月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比+6.7%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。内閣府による基調判断は、4ヵ月連続で「機械受注は、持ち直しの動きに足踏みがみられる」が維持された。四半期ベースでは、10-12月期が前期比▲0.2%の減少となったものの、9月下旬の調査における見通しの同▲5.9%を上回ったほか、1-3月期の見通しも同+3.3%の増加を見込んでおり、設備投資が緩やかな回復傾向で推移する可能性を示唆している。今後については、製造業の能力増強投資は伸び悩むとみるが、更新・維持や、合理化・省人化投資などが下支えするとみられるほか、研究開発投資も拡大傾向で推移する見込まれることから、設備投資は、均せば緩やかな回復を予想する。



○ 1月企業物価指数（速報値、2月10日）

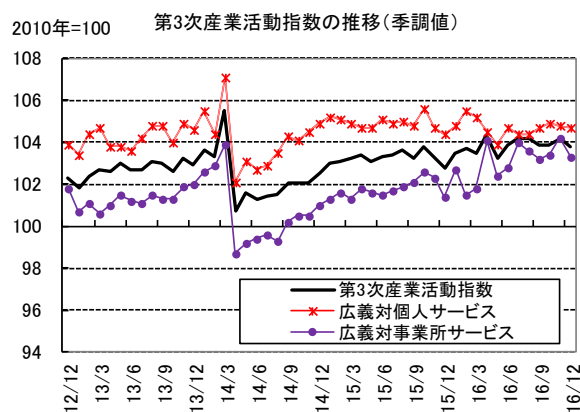
1月の国内企業物価指数は前年比+0.5%と、2015年3月以来、22ヵ月ぶりのプラスとなった。23種目中、17項目が前月から押し上げに寄与、3項目が押し下げに寄与、3項目は前月と同じ伸びとなった。押し上げ方向に寄与した項目では、石油・石炭製品や化学製品などが目立った。押し下げ方向に寄与した項目は、業務用機器など。一方、輸出入物価指数（円ベース）を見ると、輸出物価が同▲1.8%→+0.8%、輸入物価が同▲2.6%→+4.5%と、いずれもプラスに転じたが、輸入物価の上昇幅が大きく、交易条件は悪化した。今後、原油価格の持ち直しや昨秋以降の円安などを背景に、企業物価は上昇傾向が続くとみる。



(出所) 日銀「企業物価指数」

○ 12月第3次産業活動指数（2月10日）

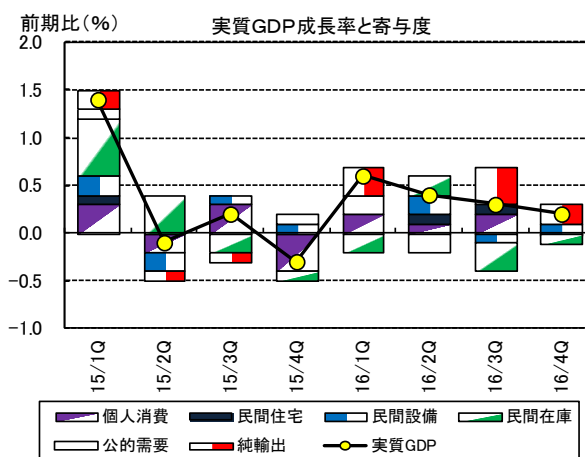
12月の第3次産業活動指数は前月比▲0.4%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。内訳では、広義対個人サービスが同▲0.1%と、2ヵ月連続のマイナスになったほか、広義対事業所サービスも同▲0.9%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなり、全体を押し下げた。業種別では、11業種中、3業種が上昇、7業種が低下、1業種が横ばいという結果。低下した業種では、卸売業、情報通信業などのマイナス寄与が大きかった。一方、上昇した業種では、生活娯楽関連サービスなどのプラス寄与が大きかった。今後については、政府の経済対策などを背景に、広義対事業所サービスが持ち直し傾向で推移すると見込まれることなどから、第3次産業活動指数は再び改善に向かうとみる。



(出所) 経済産業省「第3次産業活動指数」

○ 10-12月期 GDP 速報（2月13日）

10-12月期の実質GDP成長率は、前期比+0.2%（年率換算：+1.0%）と、4四半期連続のプラスとなったものの、プラス幅は3四半期連続で縮小した。内需の寄与度が▲0.0%、外需（純輸出）の寄与度が+0.2%で、外需の伸びでプラス成長を確保した形。内需の不振は個人消費が4四半期ぶりのマイナスとなったことなどが響いた。ただ、今後は堅調な米国景気や、政府の経済対策の効果などが後押しし、次第に景気の回復ペースをあげていくと予想する。2018年度にかけては、官民のオリンピック需要も本格化すると見込まれることなどから、通年の成長率は1%台の伸びが続くとみている。

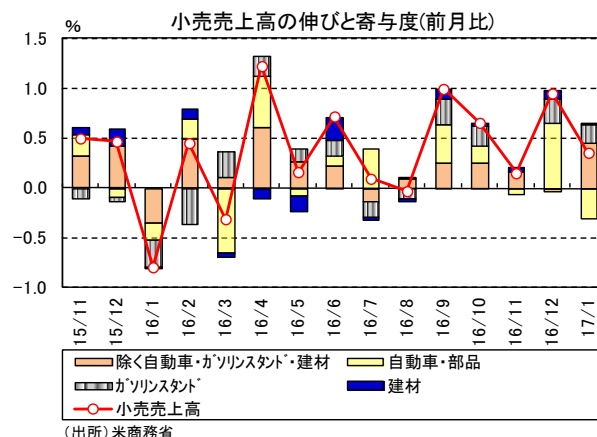


(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

《米 国》

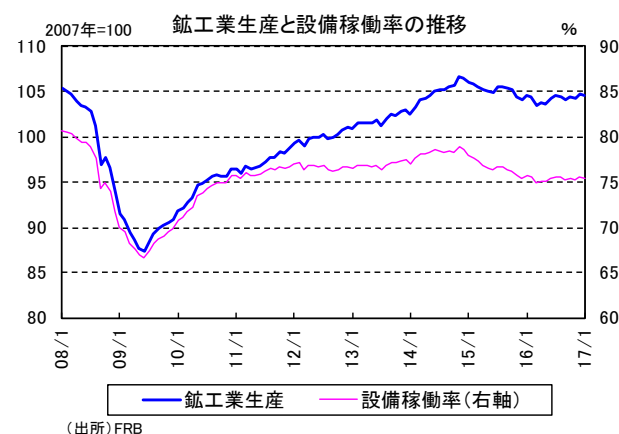
○ 1月小売売上高 (2月15日)

1月の小売売上高は前月比+0.4%と、5ヵ月連続で増加し、市場予想(同+0.1%)をも上回った。12月分も上方修正されている(同+0.6%→+1.0%)。内訳を見ると、自動車・部品が同▲1.4%と、2ヵ月ぶりに減少したものの、ガソリンスタンドが同+2.3%と、2ヵ月連続で増加。飲食店は同+1.4%と、2ヵ月ぶりに増加し、全体を押し上げた。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、同+0.7%と、2ヵ月ぶりの増加となった。賃金が改善傾向で推移しているほか、減税策が期待できることなどから、個人消費は今後も堅調に推移すると予想する。



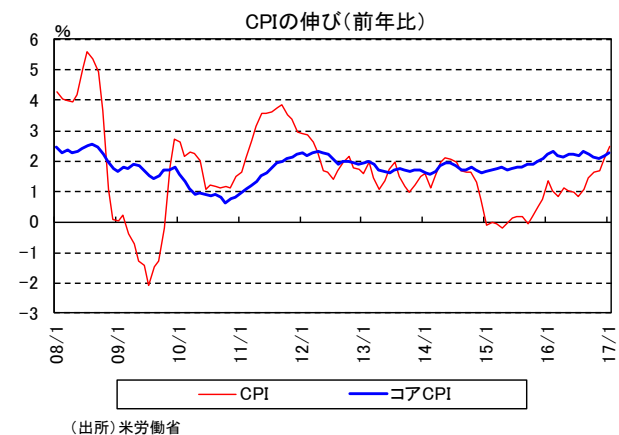
○ 1月鉱工業生産 (2月15日)

1月の鉱工業生産は前月比▲0.3%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなり、市場予想(同0.0%)を下回った。産業別に見ると、製造業が同+0.2%と、2ヵ月連続のプラスとなったほか、石油掘削などの鉱業も同+2.8%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。一方、電気・ガスなどの公益事業は同▲5.7%と、例年より気温が高かったことで、暖房需要が減少した結果、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。設備稼働率は75.3%と、2ヵ月ぶりに低下した。エネルギー関連企業の業績悪化傾向に歯止めがかかっていることなどから、今後の生産は持ち直し傾向で推移するとみている。



○ 1月CPI (消費者物価指数) (2月15日)

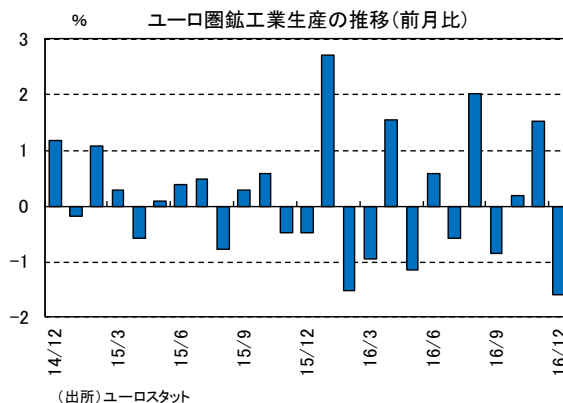
1月のCPIは前月比+0.6%と、12月の同+0.3%から伸び幅が拡大した。前年比でも+2.5%と、12月の同+2.1%から伸び幅が拡大。エネルギーが同+10.8%と、12月の同+5.4%から伸び幅が拡大し、全体を押し上げた。一方、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは前月比+0.3%と、12月の同+0.2%から伸び幅が拡大。前年比でも+2.3%と、12月の同+2.2%から伸び幅が拡大した。アパレル、娯楽などが上昇した影響が大きい。賃金の改善傾向が続くとみられることや、輸入物価によるディスインフレ圧力が和らいでいることなどから、コアインフレの上昇率は引き続き緩やかな拡大傾向で推移すると予想する。



《 欧 州 》

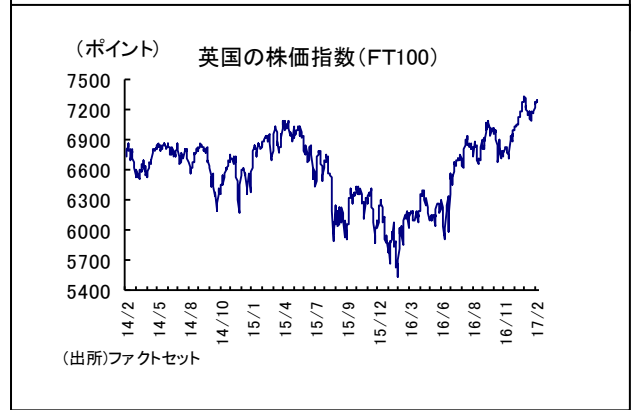
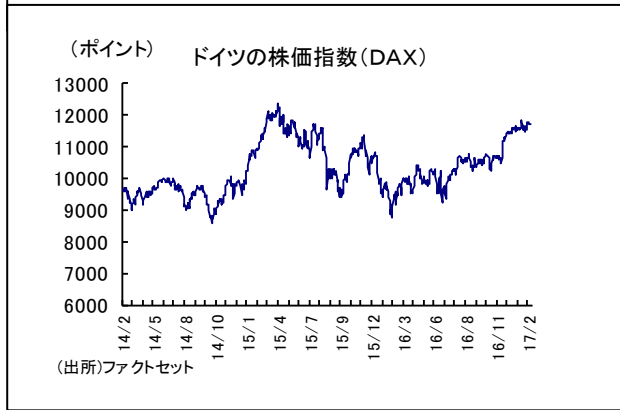
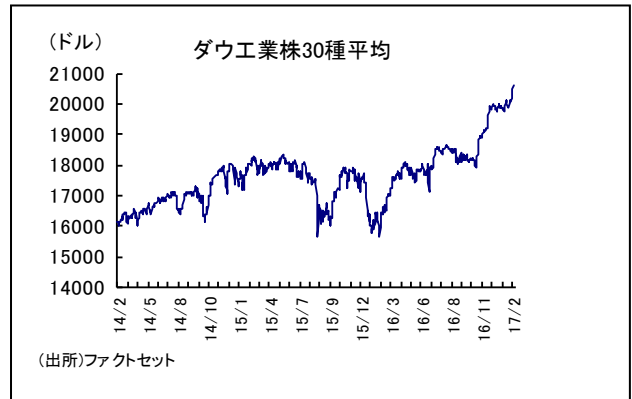
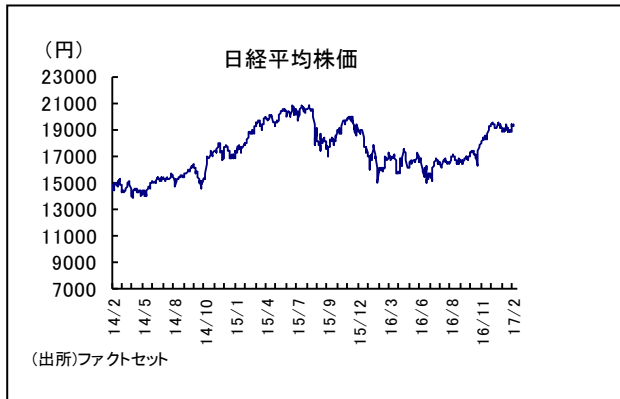
○ 12月ユーロ圏鉱工業生産（2月14日）

12月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲1.6%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。財別で見ると、資本財が同+0.2%→▲3.3%と、3ヵ月ぶりのマイナス。消費財は同+1.7%→▲0.8%、中間財は同+1.9%→▲0.2%と、ともに2ヵ月ぶりのマイナスとなった。主要国別では、イタリアが同+0.8%→+1.4%と3ヵ月連続でプラスとなったものの、ドイツが同+0.4%→▲3.1%、スペインが同+1.5%→▲0.4%と、いずれも3ヵ月ぶりのマイナス。フランスは同+2.4%→▲0.9%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。緩和的な金融環境に支えられ、今後のユーロ圏鉱工業生産は持ち直し傾向で推移すると予想する。

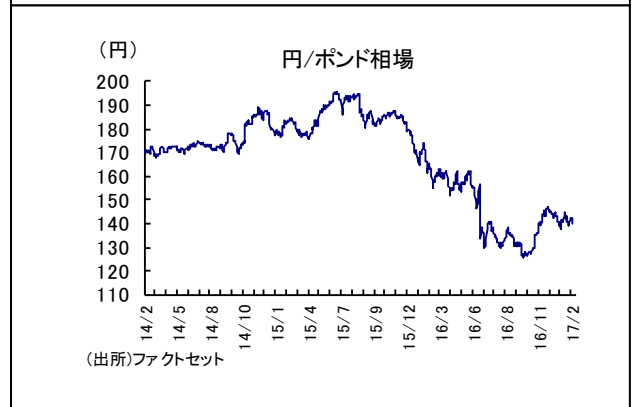
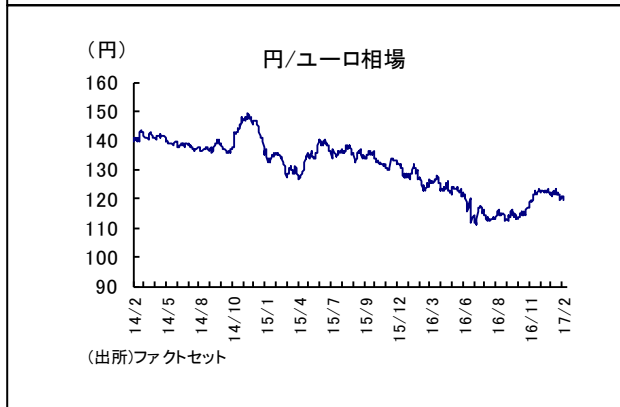
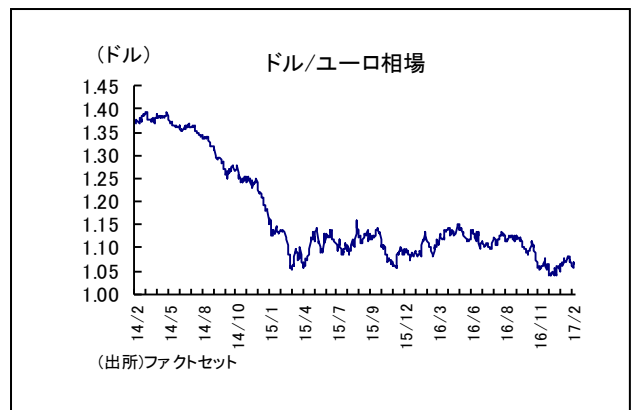
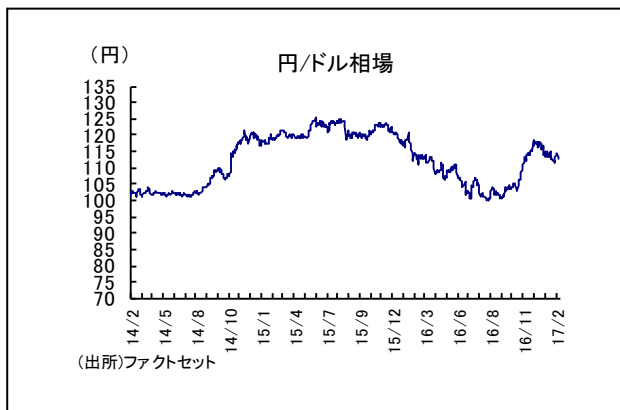


日米欧マーケットの動向 (2017年2月20日現在)

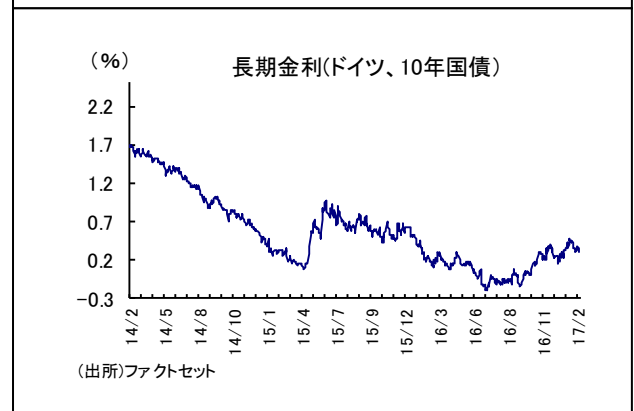
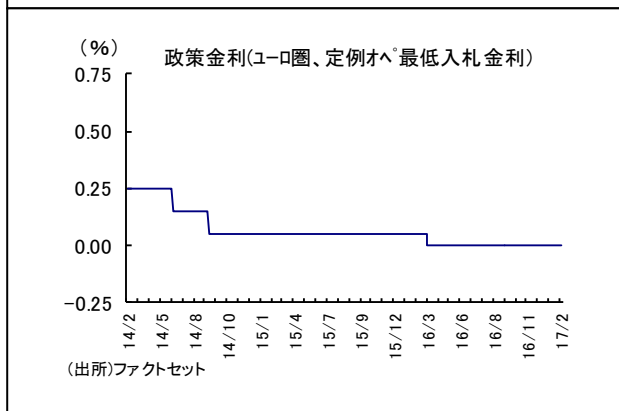
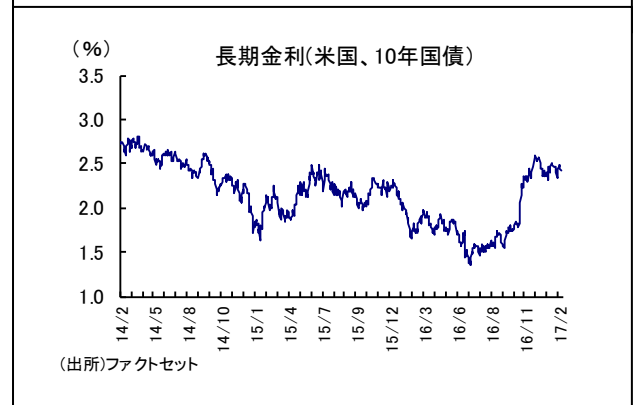
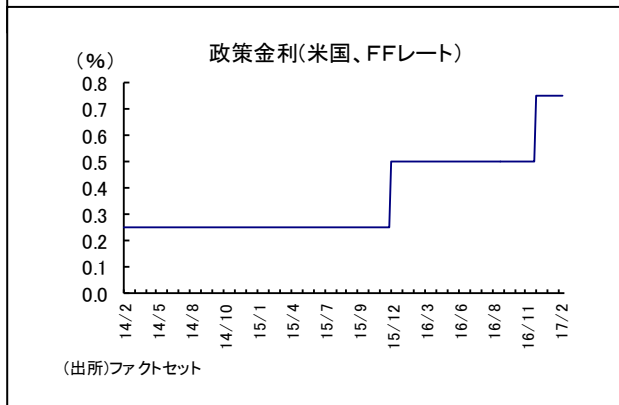
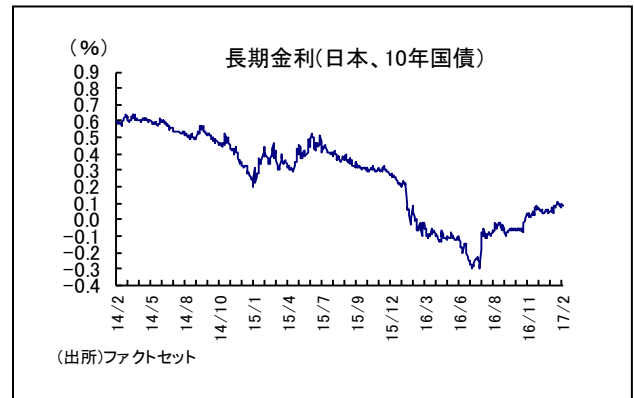
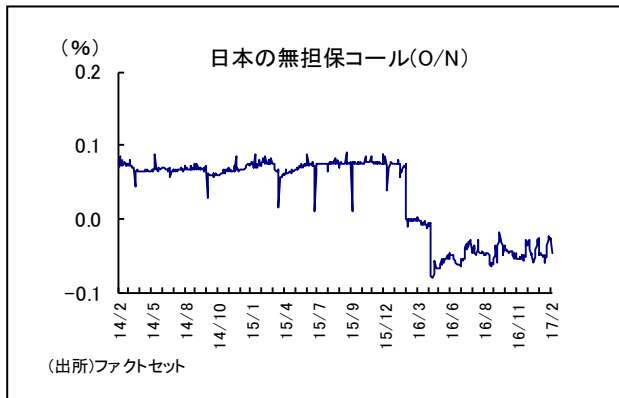
▽各国の株価動向



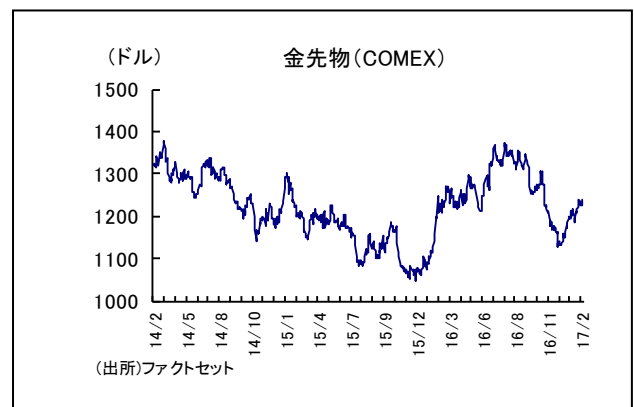
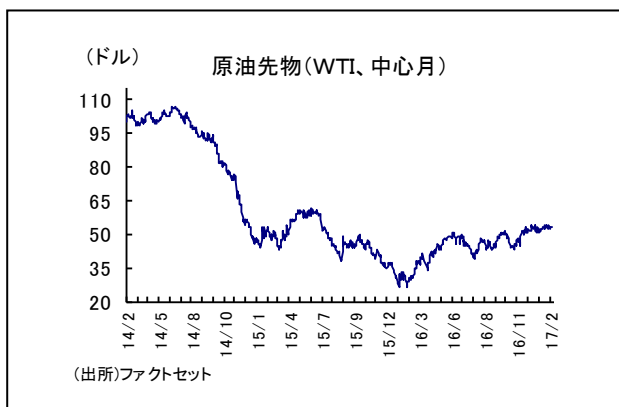
▽外為市場の動向



▽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、尾家小春
開発彰徳、村上梨子、磯部雅人、陳家斉