



## 〈フォーカス〉FRB は事実上利上げを宣言

先週は、複数のFRB高官が、週初から次々に早期利上げを支持する発言を展開、最終的にイエレン議長も加わったことで、もはや次回14,15日のFOMCにおける利上げは確定的となった。高官を総動員して市場予想を半ば強引に覆すあたり、利上げに向けた強い意志と、FRB内の意見集約が確認できる。今週末の雇用統計で、非農業部門雇用者数が前月比マイナスにでもなれば話は別だが、その可能性はきわめて低い。

一連の動きを、意外感を持って受けとめた市場関係者は多いとみられるが、どこにコミュニケーションの齟齬が生じたのであろうか。FRBが利上げを急ぐ要因はいろいろ考えられるが、ここ数週間でもっとも印象的だったイベントは株価上昇である。FRBとしては認めるわけにはいかないが、12営業日連続で最高値を更新したダウ平均に、「バブルの臭い」を感じ始めたという理由が最も大きいのではないかと。FRBは、「株がバブルかどうかは誰にもわからず、崩壊した後の対応が大切」という「FEDビュー」が金融危機とともに崩壊したトラウマを引きずっている。これに、ISM景況指数の続伸など、主要経済指標の一段の改善が加わったことで、多くのメンバーが同タイミングでにわかに早期利上げに傾いたというのが実情と考えられる。

金融政策の効果がフルに現れるには1年以上かかることを考えれば、FRBの動くタイミングは、どちらかと言えば近視眼的な市場予想より早まる性質を持っているのは確かである。トランプ政権の財政政策の効果が顕在化するのはおそらく来年であり、そういう意味では時間的な辻褄が合うと言えなくもない。ただ、現時点では政策の内容自体不透明感が強く、財政が対応を急ぐ理由になったのかどうかは疑問符が付く。

欧州が政治の季節を迎える前に、のりしろを作っておきたいと考えていた可能性も指摘されている。ただ、欧州の選挙が金融市場に激震をもたらすような結果になれば、1回分の利上げの貯金など簡単にふっとんでしまう。選挙日程が決まっている以上、もっと早くから織り込ませることも可能だったほか（FRBの人事を理由にする場合も同じ）、そもそも選挙が本当に心配なら、それまで利上げを封印するのが筋である。

FOMCの注目点は、もはや利上げの有無ではなく、次なる利上げの時期とペースに移る。FF先物から、年内に3回以上の利上げを行なう確率を計算すると、先々週末の時点では4割弱だったが、直近でも5割強と、飛躍的に伸びているわけではない。イエレン議長がこれを不十分と考えているのであれば、FOMCでなんらかの情報発信があるかもしれない。ただ、昨年初もFRBは年4回の利上げを想定していたが、結局は1回しかできなかった。中立金利が長期的、趨勢的に低下する局面では、景気回復期での負の需給ギャップの解消が進みやすくなる分、利上げを開始する時期は早まるが、最終的な着地点は低くなるため回数は逆に減る。イエレン氏は3日の講演で、「中立金利は長期的に上昇するとみている」と述べたが、この点も不透明感は強い。いずれはトランプ政権の政策がインフレを招く可能性はあるとはいえ、早すぎる行動は景気の腰折れや意図せざる副作用を招くリスクを孕む。実際にここ数年、FRBは何度も利上げに前のめりな姿勢を示し、都度失敗してきた。市場とFRBの見方のどちらが正しいのかは予断を許さない。(Kodama wrote)

### 目次

〈フォーカス〉FRB は事実上利上げを宣言……………	1	・豪州景気は緩慢な回復傾向での推移を予想……………	9
・経済情勢概況……………	2	・主要経済指標レビュー……………	13
・インバウンド消費額は増加傾向で推移……………	3	・日米欧マーケットの動向……………	19
・米国は3月利上げへ……………	7		

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。

個人消費は、弱めの動きが続いている。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と思われるものの、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って、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、均せば回復が続くと予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しし、底堅い推移を見込む。

輸出は回復に向かっている。今後も、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。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コアCPI）は、1月に13ヵ月ぶりのプラスとなった0%を下回って推移している。引き続き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って、2017年度のコアCPIは、前年比+0.7%程度まで伸び幅が拡大すると予想する。

**米 国**

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や、緩和的な金融環境に支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。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、堅調に推移するとみる。

住宅投資は、雇用者数の増加などに支えられ、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。ECBの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の見直しなどを背景に、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、改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、企業債務の高止まりなどを背景に、緩慢な回復が続くとみる。

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すると予想する。

## インバウンド消費額は増加傾向で推移

### 5年連続で増加するも伸びは鈍化

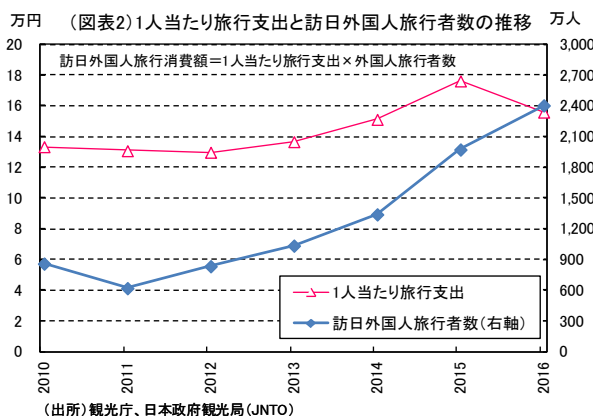
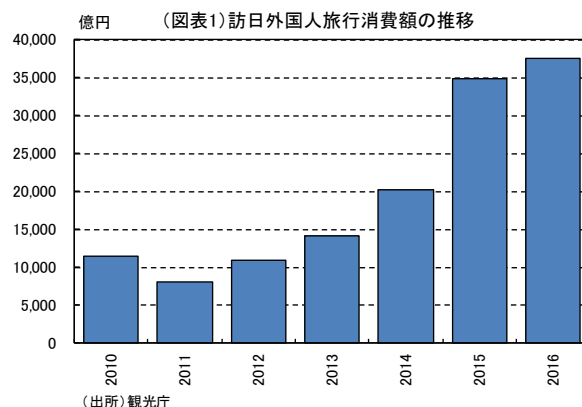
観光庁の「訪日外国人消費動向調査」によると、2016年通年の訪日外国人旅行消費額（インバウンド消費額、速報）は3兆7,476億円と、5年連続の増加となる一方（図表1）、伸び幅は前年比+7.8%と、2015年の同+71.5%から大きく縮小した。内訳を見ると、訪日外国人旅行者数は2,404万人（同+21.8%）と、5年連続で増加したものの、1人当たり旅行支出が15万5,896円（同▲11.5%）と、4年ぶりに減少したことが足を引っ張った（図表2）。

インバウンド消費額を旅行者の国籍別に見ると、消費額上位5カ国（中国、台湾、韓国、香港、米国）はいずれも前年比プラスとなったものの、伸び幅は大きく縮小した（図表3）。とりわけ上位2カ国の中国と台湾は、1人当たり旅行支出が前年比二桁マイナスとなったことが伸びの鈍化につながった。政府は2016年3月に策定した「明日の日本を支える観光ビジョン」において、東京オリンピック・パラリンピックが開かれる2020年に、訪日外国人旅行者数を4,000万人に、インバウンド消費額を8兆円に増やすという目標を掲げているが、インバウンド消費額の目標達成のためには、1人当たりの単価を引き上げていくことも重要と言えそうである。

### アジアからの訪日客が大幅に増加

訪日外国人旅行者数は、東日本大震災などの影響で2011年に600万人台まで減少したものの、2012年には2010年並みの水準まで回復、2013年には初めて1,000万人を突破した。その後も2014年から2016年まで毎年過去最高を記録するなど、堅調に推移している。日本政府観光局（JNTO）作成の「外国人旅行者受入数ランキング」でも、日本は2012年の世界33位（アジアでは8位）から、2015年には16位（アジアでは5位）まで順位を上げており、観光先進国としての存在感は徐々に高まっている。

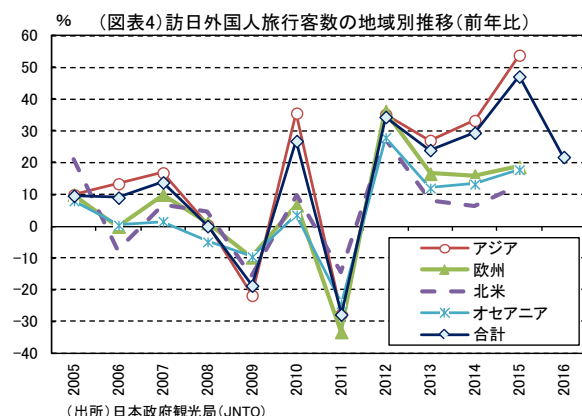
訪日外国人旅行者数の伸びを旅行者の国籍別に



（図表3）訪日外国人旅行消費額上位5カ国の消費動向（2016年通年）

	1人当たり旅行支出		訪日外国人旅行者数		訪日外国人旅行消費額	
	前年比		前年比		前年比※	
中国	23.2万円	△18.4%	637万人	27.6%	1兆4,754億円	4.1% (153.9%)
台湾	12.6万円	△11.1%	417万人	13.3%	5,245億円	0.7% (46.9%)
韓国	7.0万円	△6.5%	509万人	27.2%	3,578億円	18.9% (43.9%)
香港	16.0万円	△7.0%	184万人	20.7%	2,947億円	12.2% (91.8%)
米国	17.1万円	△2.4%	124万人	20.3%	2,130億円	17.4% (23.0%)

※カッコ内は2015年の対2014年比伸び率  
（出所）観光庁



見ると、震災後の落ち込みから大きく反発した2012年以降、多くの地域で増加傾向が続いているが、とりわけアジアの伸びが目立つ(図表4)。ASEAN諸国をはじめとするアジア新興国各国では、経済発展に伴い中間所得層が増加しており、潜在的な旅行需要が拡大傾向にあることが背景にある。こうしたなか、LCC(格安航空会社)の普及によって、訪日に係る航空運賃が低下したことや、政府がアジア新興国向けに、ビザ発給要件の緩和や免除などの措置を講じてきたことなどが、訪日客の増加を後押ししたとみている(図表5)。2016年は日本へのクルーズ船の寄港回数が2,018回(前年比+38.8%)と、過去最高となるなか、中国や台湾などからの訪日クルーズ旅客数が大幅に増加したことも押し上げに寄与した。

UN(国際連合)の試算によると、中国、ASEAN、南西アジアなどのアジア新興国では、2020年にかけて中間所得層が一段と拡大する見通しであり(図表6)、アジア各国における所得環境の改善が、引き続き訪日旅行者数の追い風になると見込まれる。加えて、政府は訪日外国人の増加をめざす「ビジット・ジャパン事業」において、地方空港へのLCCの新規就航のほか、アジアと比較して増加ペースが緩慢な欧米豪を対象として、歴史・文化をテーマとする訪日プロモーションなどにも取り組むとしている。1月にはロシア向けのビザ発給要件が緩和されるなど、制度面での対応が着実に進んでいることもあって、訪日外国人旅行者数は今後も増加傾向が続く可能性が高い。

**円高が単価の押し下げ要因に**

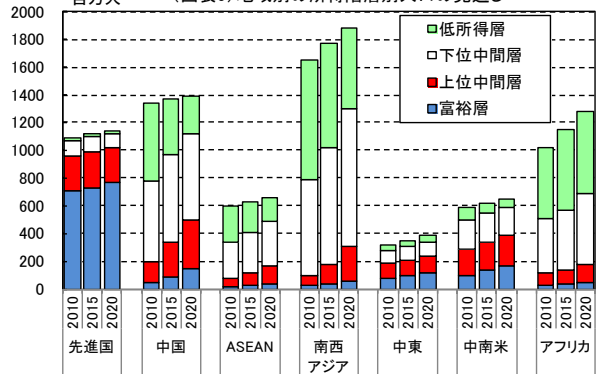
1人当たり旅行支出は2016年1-3月期以降、前年比マイナス圏で推移している(図表7)。背景には、2016年初以降、大幅に円高が進行し、訪日客の購買力が低下したことがある。特に中国は、2016年通年の1人当たり旅行支出が前年比▲18.4%と大きく落ち込んだ。これについては、同国での輸入関税の引き上げ(2016年4月)や越境EC(越境電子商取引)の拡充、銀聯カードの引き出し上限の設定などによって、訪日客が高額品を中心に、

(図表5) 主なビザ発給要件の緩和・免除措置

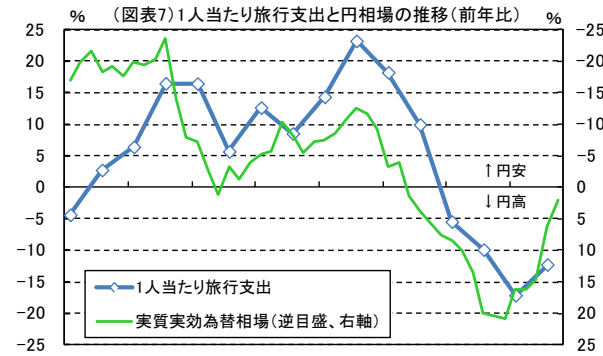
開始時期	国名	措置
2013年7月	タイ	IC旅券事前登録によるビザ免除
	マレーシア	IC旅券事前登録によるビザ免除
	フィリピン	数次ビザ導入
	インドネシア	数次ビザの滞在期間延長
2014年7月	インド	数次ビザ導入
2014年9月	フィリピン	数次ビザ発給要件の大幅緩和
	インドネシア	数次ビザ発給要件の大幅緩和
2015年1月	中国	商用目的、文化人・知識人の数次ビザの緩和
		沖縄県・東北三県の数次ビザの緩和
		高所得者用数次ビザの導入
2016年1月	インド	数次ビザ発給要件の大幅緩和
2016年2月	ベトナム	数次ビザ発給要件の緩和
2016年10月	中国	商用目的、文化人・知識人の数次ビザの一段の緩和 一部大学生等の個人観光ビザ申請手続き簡素化

(出所) 外務省より明治安田生命作成

(図表6) 地域別の所得階層別人口の見通し

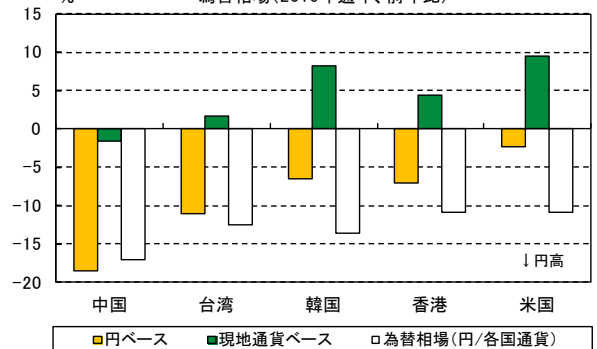


(出所) UN「World Population Prospects: The 2010 Revision」などから明治安田生命作成



(出所) 観光庁、BIS

(図表8) 旅行消費額上位5か国の1人当たり旅行支出と為替相場(2016年通年、前年比)



(出所) 観光庁より明治安田生命作成



買い物を手控えた影響も大きいとみている。

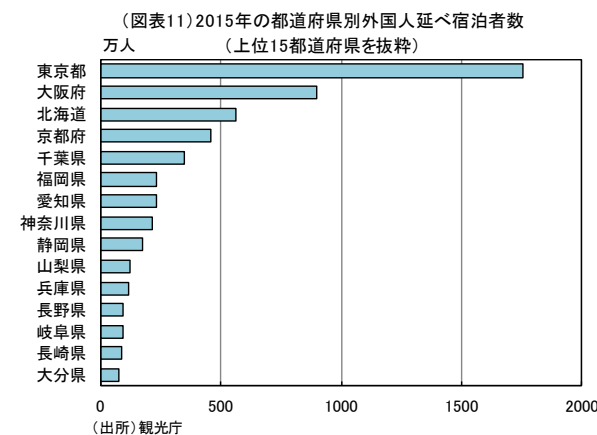
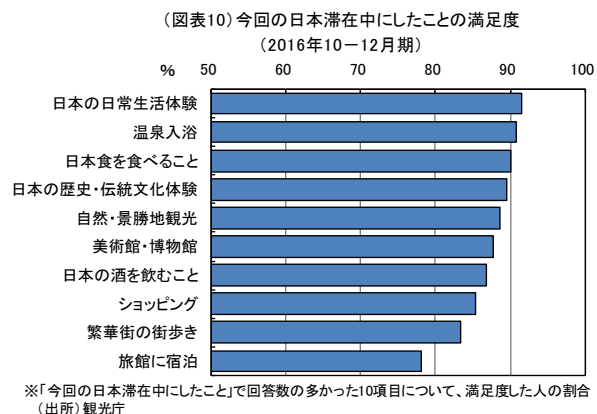
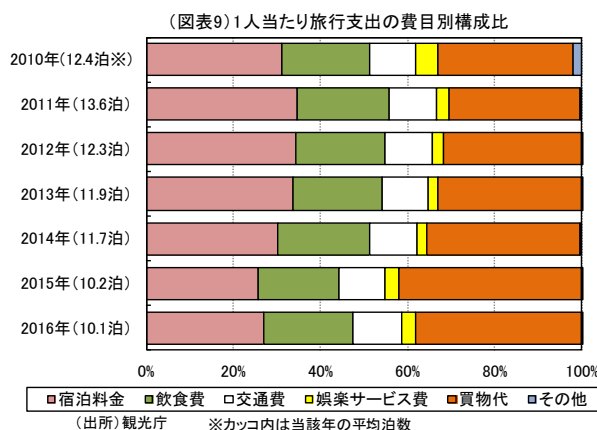
昨秋の米国大統領選以降、実質実効為替相場は円安方向で推移しており、足元では前年とほぼ同じ水準まで円安が進んでいる。2016年通年の1人当たり旅行支出を現地通貨ベースで見ると、インバウンド消費額上位5カ国のうち、中国を除く4カ国では前年から増加していることに鑑みれば(図表8)、昨秋以降の円安進行を背景に、2017年の1人当たり旅行支出は持ち直しに向かうことが期待できる。

コト消費への注目が高まる

一方、中国での越境ECの拡充や銀聯カードの新規発行停止(2016年12月下旬以降)などによって、「モノ消費」への下押し圧力が続くと見込まれるなか、関税などの影響を受けない「コト消費」への注目が徐々に高まっている。2016年の1人当たり旅行支出を費目別に見ると、買物代の構成比が38.1%と、最大のウェイトを占めており、娯楽サービス費(構成比3.0%)や交通費(同11.4%)、飲食費(同20.2%)などのウェイトは依然として小さい(図表9)。ただ、買物代が前年から20%近く減少したのに対し、娯楽サービス費、交通費、飲食費の減少幅は、平均で4%程度と小幅にとどまった。2016年10月の日銀「地域経済報告(さくらレポート)」では、「リピーターの増加等を背景に、各地の自然や伝統文化等の体験、サイクリング等のアクティビティ、アニメの聖地巡り等を志向する外国人旅行者が増加しつつある」との指摘もあり、コト消費への関心が広がりつつある様子が窺える。

2016年10-12月期の訪日外国人消費動向調査でも、「日本滞在中にしたことの満足度」では、「日本の日常生活体験」、「温泉入浴」などの満足度が高いほか(図表10)、「次回日本を訪れた時にしたいこと」でも、「日本食を食べること」、「温泉入浴」、「自然・景勝地観光」が上位を占め、コト消費へのニーズの強さや、満足度の高さが示されている。日本の歴史・文化や、自然、食への需要を上手く取り込むことができれば、1人当たり旅行支出の増加や、リピーターの獲得などの効果が期待できよう。

コト消費の拡大は、インバウンド消費が地方圏に広がることにもつながるとみられる。外国人旅行者の訪問・滞在先はこれまで、買い物スポットや主要観光名所が密集したゴールデンルート(東京、箱根、富士山、名古屋、京都、大阪)や、国際路線の充実した地方主要都市(福岡)などに偏



る傾向が続いてきた（図表 11）。観光庁はこうした状況を受け、2015 年 6 月以降、テーマ性・ストーリー性を持ち、伝統文化や自然を楽しめる周遊ルートとして、昇龍道（中部・北陸地方を龍に見立て、伊勢神宮などを巡るルート）や、スピリチュアルな島～四国遍路～（四国遍路を軸に四国を一周するルート）などの 11 の「広域観光周遊ルート」を選定し、海外へのプロモーションを展開している。昇龍道の 9 県では、外国人延べ宿泊者数は依然としてゴールデンルート各地域を大きく下回るものの、2015 年の 9 県平均の伸び率は前年比+70.5%と、全国平均（同+46.4%）を大幅に上回っている。政府は「明日の日本を支える観光ビジョン」において、観光を地方創生の礎とすべく、地方圏での街並み整備や外国人受入環境整備のほか、広域観光周遊ルートを世界水準に引き上げるための改善策などにも取り組むとしている。こうした政策の効果が現れるには一定の時間を要するとみられるものの、2020 年にかけて地方圏でのコト消費が拡大していけば、交通費や宿泊料金などを含めた 1 人当たり旅行支出引き上げの一助となろう。

### インバウンド消費額は増加傾向を予想

今後も中国人旅行者による高額品の大量購入は見込み難いものの、昨秋以降の円安進行などに支えられ、1 人当たり旅行支出は持ち直しに向かうとみる。訪日外国人旅行者数も、中間所得層の拡大が続くアジアからの旅行者を中心に、堅調に推移するとみられ、インバウンド消費額は 2017 年も増加傾向が続くと予想する。政府の掲げる「2020 年に訪日外国人旅行者数 4,000 万人、インバウンド消費額 8 兆円」の達成に向けては、アジアと比較して増加ペースが緩慢な欧米豪からの旅行者の誘致に継続して取り組み、訪日外国人旅行者数を一段と伸ばしていくことや、コト消費需要を上手く取り込みながら、1 人当たり旅行支出を引き上げていくことなどが重要となろう。

（担当：尾家）

## 米国は3月利上げへ

### 3月利上げへ前向きな姿勢

FRB（米連邦準備制度理事会）のイエレン議長は3月3日に行なわれた講演で、「3月の会合で、委員会は雇用とインフレが予想と整合的な形で推移し続けているかを評価し、整合的な場合、FFレートの更なる調整が適切となる可能性が高い」と述べ、近く開催される3月14-15日のFOMC（米連邦公開市場委員会）での利上げ実施に前向きな姿勢を示した。同議長は「利上げを待ち過ぎることは、いつか将来、急速な利上げに迫られ、これが金融市場の混乱と景気後退というリスクを高める可能性が高い」とも述べ、利上げを待ち過ぎるべきではないことを強調した。FRBは、3月14-15日開催予定のFOMCで利上げを決定する可能性が高い。

最近のFRB幹部の発言を見ても、2月28日にサンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁が「3月利上げを真剣に検討する」と述べたのをはじめ、ハト派で知られるブレイナード理事も利上げに前向きな姿勢を示すなど、3月の利上げに向けて、地ならしを進める発言が続いた（図表1）。CME（シカゴ・マーカントイル取引所）グループが公表する3月利上げの確率は、2月28日時点で2割だったものの、足元では8割近くにまで上昇しており、市場は3月の利上げをほぼ織り込んでいる。

### FRBの行動パターン

FRBは、2008年9月のリーマン・ショックを受け、2008年12月以降、政策金利のフェデラル・ファンド・レートの下限をほぼゼロですえ置いてきたが、2015年12月に9年半ぶりとなる利上げを実施したほか、2016年12月にも再度利上げを行なった。

2015年12月の利上げ時には、FOMC（2015年15-16日開催）直前の議会証言（12月2日）で同議長は「政策正常化の開始をあまりに遅らせれば、景気が雇用とインフレの2つの目標から大きく乖離しないように、比較的早急に引き締めを行なわなければならない可能性が高い」と述べ、利上げに向けた地ならしを行なった。2016年12月の利上げ時にも、前月11月1-2日開催のFOMCの議事録で、多くのFOMC参加者は「労働市場が加熱すれば、経済・金融安定のリスクが高まる可能性が高いほか、低金利の長期化は投資家を利回り追及にかりたて、リスクのミスマッチや、資産のミスアロケーションにつながるリスクがある」とみていることを示し、利上げを待ち過ぎるべきではないとの姿勢を強調した。FRBは今後の利上げ時にも、市場の混乱を避けるため、事前に利上げを市場への織り込む手法を繰り返すとみている。

### 株価上昇による資産効果

FRBのフィッシャー副議長は3月3日の講演で、「米経済に著しい資産効果がある」と述べ、昨年11月の米国大統領選以降、株高によって米国景気が押し上げられている可能性を示した。米国株価の推移を見ると、NYダウ平均株価は、2月27日に12営業日連続で最高値を更新した。実に、1987年以来30年ぶりの記録である。FRB内で、経済や金融市場の先行きに強気の見方が広がっているうちに、利上げを進めておきたいとの見方が多数になっていると見るのが自然ではないだろうか。

（図表1）利上げに関するFRB幹部の主な発言（抜粋）

2017/2/28	・サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁 利上げは3月会合で真剣な討議事項になる
2017/2/28	・ニューヨーク連銀のダドリー総裁 利上げは説得力が大幅に高まった
2017/3/1	・ブレイナード理事 前進が続くと想定すると、追加的な緩和を解除し、緩やかな道筋をたどり続けることがすぐに適切になりそうだ
2017/3/2	・パウエル理事 3月利上げの根拠がそろってきた
2017/3/3	・イエレン議長 3月の会合で、委員会は雇用とインフレが予想と整合的な形で推移し続けているかを評価し、整合的な場合、FFレートの更なる調整が適切となる可能性が高い

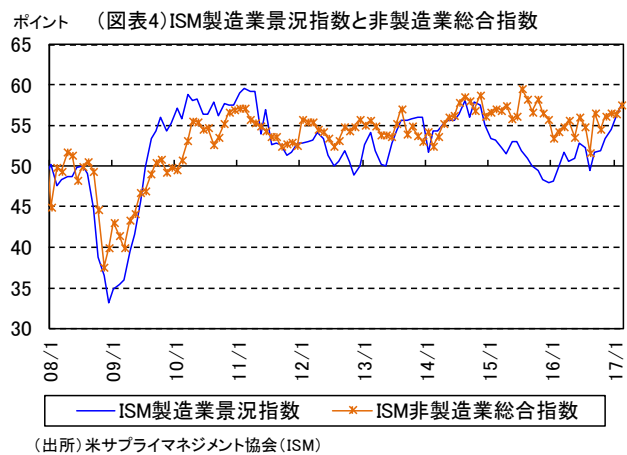
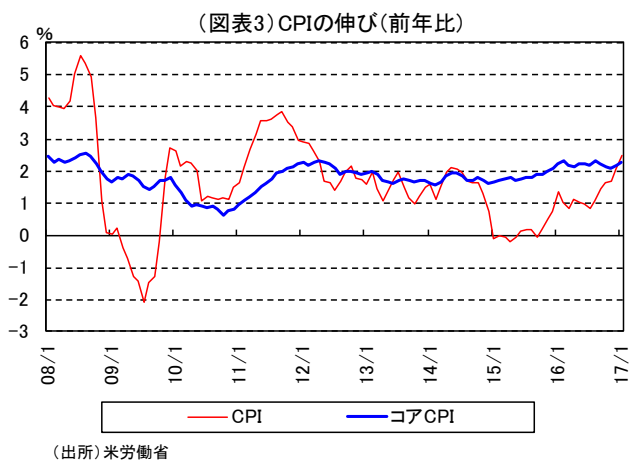
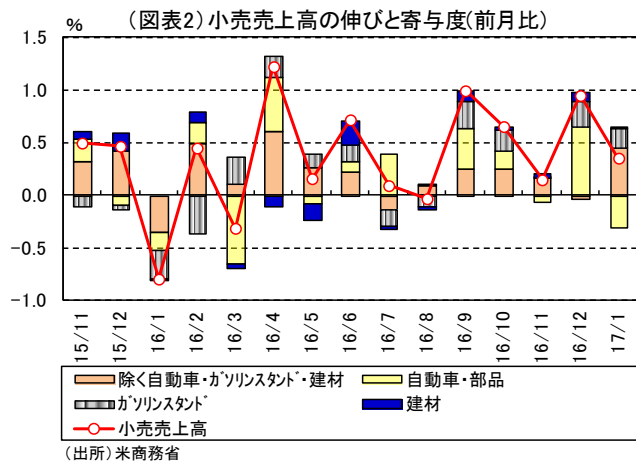
（出所）各種報道より明治安田生命作成

足元の米国経済指標を見ても、米国経済の堅調を裏付ける数値が多い。2月15日に発表された1月の小売売上高は前月比+0.4%と、5ヵ月連続で増加した(図表2)。同じく15日に発表された2月のCPI(消費者物価指数)は前年比+2.5%と、ほぼ5年ぶりの伸び幅となった(図表3)。3月に入ってから発表された2月のISM製造業景況感指数は、57.7と、6ヵ月連続で上昇し、好不況の境目とされる50を大きく上回るなど、他の企業景況感を示す指標も堅調である(図表4)。

2017年1月31-2月1日開催のFOMCの議事録では、ほとんどのFOMC参加者は「財政政策や他の政策の変更の規模、内容、時期、中期的な経済およびインフレへの影響に関して高い不確実性がある」とみていることが判明しており、FRBは当面、トランプ大統領が実行する政策の実現性を見きわめる姿勢であることが示された。ただ、株価上昇による資産効果のほか、堅調な米国経済指標が続いていることを受け、FRBは3月に利上げを前倒して進めるとみている。

**緩やかな利上げペースを予想**

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)は2010年4月の17.1%をピークに改善傾向で推移するなど、労働市場の需給改善が続いているほか、トランプ大統領が掲げる減税策なども期待できることから、米国景気は回復基調が続く可能性が高い。もっとも、トランプ大統領の主張する巨額の経済政策については、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、議会での立法化は難しいことから、経済政策の規模は縮小を余儀なくされるとみている。加えて、経済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。2017年の利上げペースは、年2回と予想する。(担当:信本)





豪州景気は緩慢な回復傾向での推移を予想

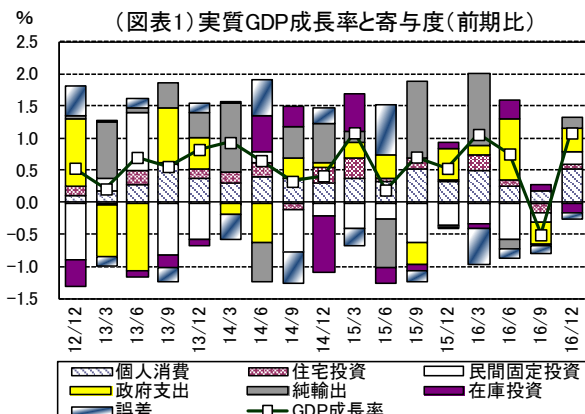
10-12月期の実質GDP成長率はプラス成長

豪州景気は緩やかな回復傾向で推移している(図表1)。10-12月期の実質GDP成長率は前期比+1.1%と2四半期ぶりのプラス成長となった。内訳を見ると、民間固定投資(7-9月期:同▲1.1%→10-12月期:+1.6%)は10四半期ぶりのプラスとなったほか、住宅投資(同▲1.3%→+1.2%)と、政府支出(同▲1.5%→+1.5%)が2四半期ぶりのプラス成長となった。個人消費(同+0.4%→+0.9%)や、輸出(同+1.0%→+2.2%)も前期からプラス幅が拡大し、全体を押し上げた。

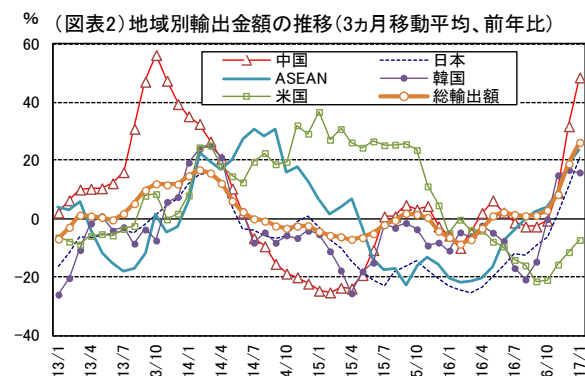
今後について、まず、住宅投資は、金融当局による各種不動産融資規制の影響で、停滞気味の推移が続くとみる。民間固定投資は、鉱業分野への設備投資が減少することで、緩やかな減少傾向で推移すると予想する。輸出は、中国景気の安定的な推移を背景に回復傾向が続くとみる。個人消費は、雇用環境の回復が下支えすることで、緩やかな回復傾向をたどるとみている。豪州景気は、個人消費や輸出を中心に、緩慢な回復傾向での推移を予想する。

輸出は回復ペースが鈍化

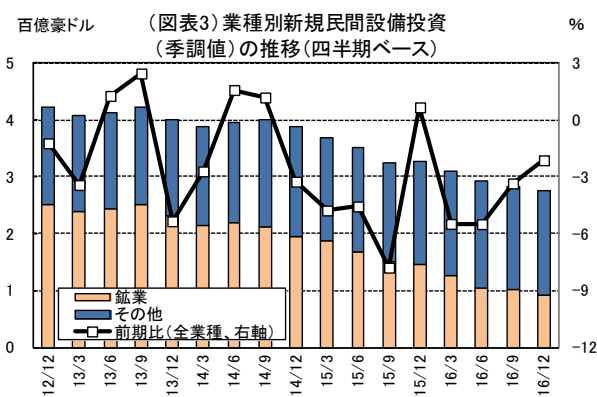
貿易統計を見ると、1月の輸出(3ヵ月移動平均)は前年比+26.2%と、9ヵ月連続のプラスとなり、伸び幅も5ヵ月連続で拡大した(図表2)。資源価格の上昇などを受け、燃料や金属鉱物の輸出が増加したことが大きい。相手先別に見ると、全体の約3割を占める中国向けは、7月以降、マイナス圏で推移していたものの、中国国内のインフラ投資の底堅さを受けた資源需要の高まりから、11月は同+9.0%と、5ヵ月ぶりのプラスとなり、その後も高い伸びが続いている。中国の住宅市場は鉄鉱石需要に多大な影響を与えている。今後、中国の住宅市場は、政府による規制強化の影響を受け、鈍化傾向で推移するとみだが、2017年秋に5年に1度の共産党大会を控えていることか



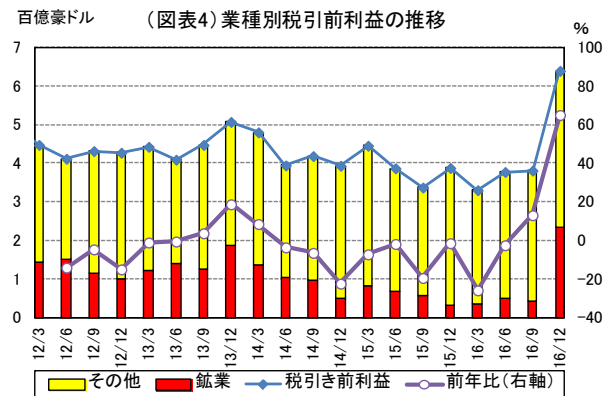
(出所) 豪州統計局



(出所) 豪州統計局



(出所) 豪州統計局



(出所) 豪州統計局

ら、財政政策により景気の下支えを続ける方針とみられる。特に、インフラ関連分野での投資は今後も底堅く推移するとみており、こうした動きが豪州の資源輸出を下支えするとみる。

**民間固定投資は緩やかな減少傾向**

GDP ベースの民間固定投資に近い動きをする新規民間設備投資を見ると、10-12月期は前期比▲2.1%と、4四半期連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は縮小しており、減速ペースは和らいでいる(図表3)。業種別に見ると、全体の3割以上を占める鉱業が同▲8.6%と、10四半期連続のマイナスとなったことが、全体の足を引っ張っている。

一方、鉱業部門の企業収益は、2016年10-12月期に大きく回復しており、今後の設備投資計画の下支え要因になるとみている(図表4)。豪州統計局による投資計画調査では、2017年度(2017/7-2018/6)の民間設備投資計画に底打ちの兆しがみえる。2016年12月時点での2017年度の計画は、前年同時期の2016年度計画との比較で▲3.9%と、2015年12月調査の同▲18.2%からマイナス幅が大きく縮小している(図表5)。ただ、鉱業部門を見ると、2017年度の計画は同▲20.0%と、二桁マイナスとなった。

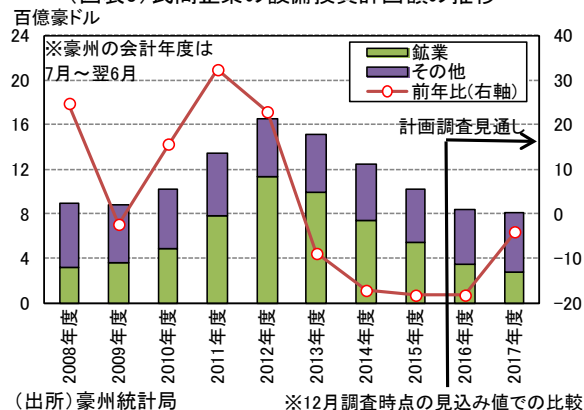
今後については、鉱業分野への設備投資が引き続き減少すると見込まれることで、新規民間設備投資は緩やかな減少傾向で推移すると予想する。

**個人消費は緩やかな回復傾向をたどる**

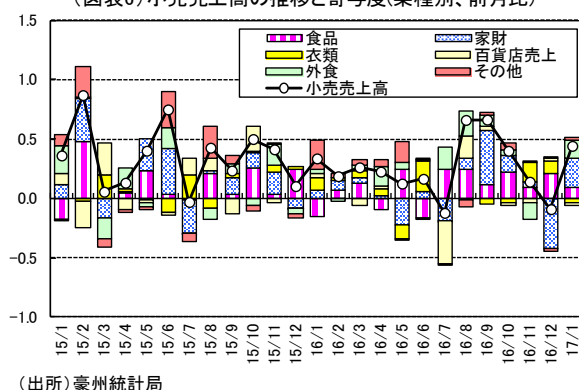
個人消費は一進一退の推移となっている。個人消費に近い動きを示す小売売上高を見ると、昨秋以降伸び悩んでいたものの、1月は前月比+0.4%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった(図表6)。内訳を見ると、家財が同+1.4%と、前月の同▲2.4%からプラス寄与に転じたことが、全体を押し上げた。

雇用環境も回復傾向にある。失業率は、2015年秋の6%台から低下し、1月も5.7%と低下傾向が続いている(図表7)。資源州、非資源州に分けると、資源州では、資源需要の低迷を背景に、失

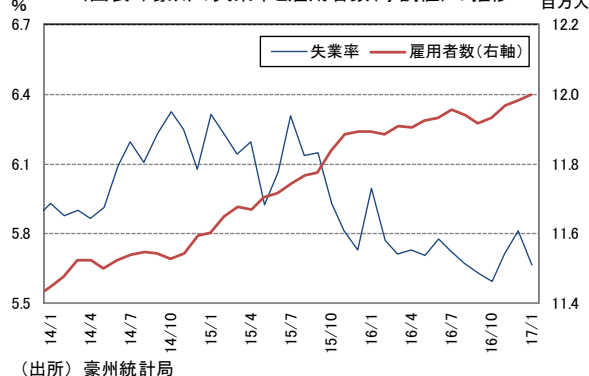
(図表5) 民間企業の設備投資計画額の推移



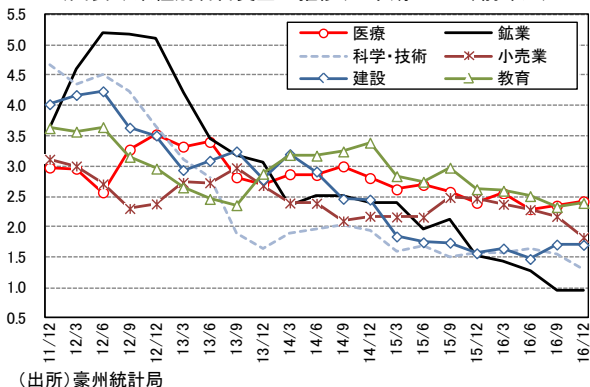
(図表6) 小売売上高の推移と寄与度(業種別、前月比)



(図表7) 豪州の失業率と雇用者数(季調値)の推移



(図表8) 業種別名目賃金の推移(四半期ベース、前年比)



業率は悪化傾向にある。ただ、非資源州では、非製造業を中心とする雇用の増加を受け、失業率が低下しており、失業率全体の改善に寄与している。

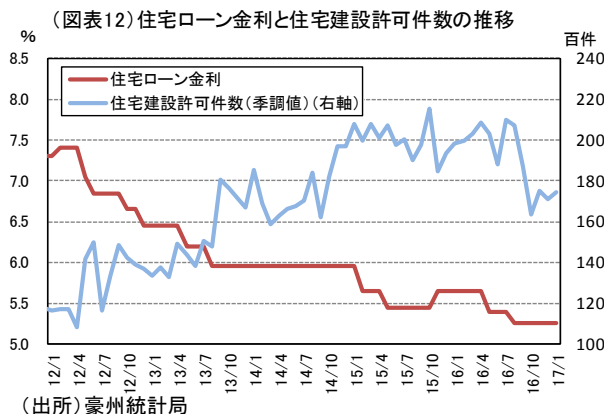
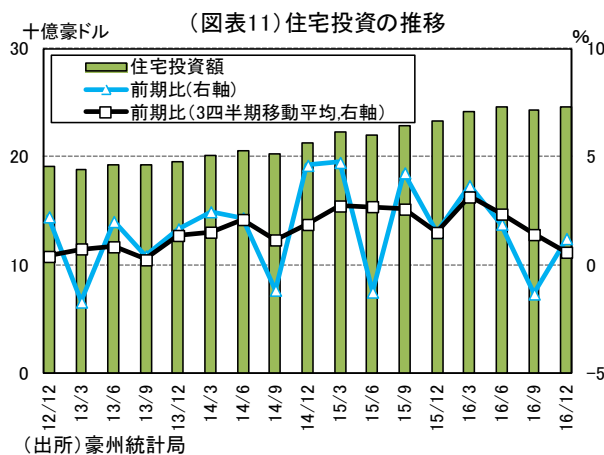
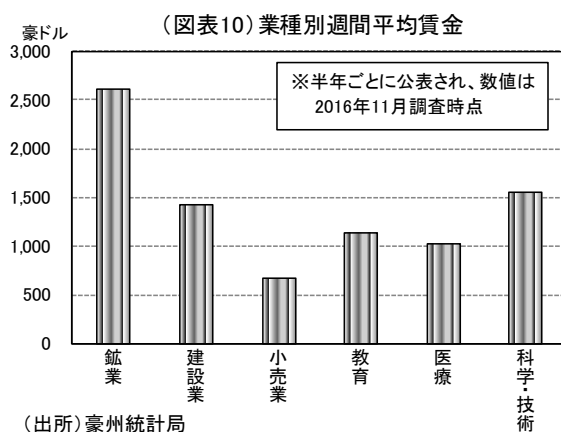
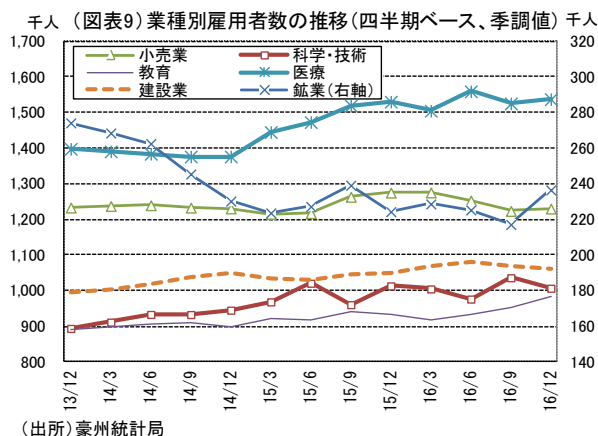
一方、所得環境の回復ペースは鈍い。名目賃金の上昇率は、2012年夏以降、鈍化傾向で推移している。業種別では、鉱業の伸び鈍化が足を引っ張っているが、そのほかの業種でも伸びが高まらない状況が続いている（図表8）。雇用のけん引役となっている医療については、足元で回復の動きもみられるが、賃金水準は相対的に低く、名目賃金全体の押し上げにつながりにくい状況である（図表9,10）。ただ、今後については、鉱業の業績回復が見込まれるなか、相対的に賃金水準の高い鉱業の労働者が増加することで、名目賃金全体を押し上げると見込む。

今後の個人消費は、雇用環境の回復が下支えすることで、緩やかな回復傾向をたどると予想する。

**住宅投資は停滞気味の推移が続く**

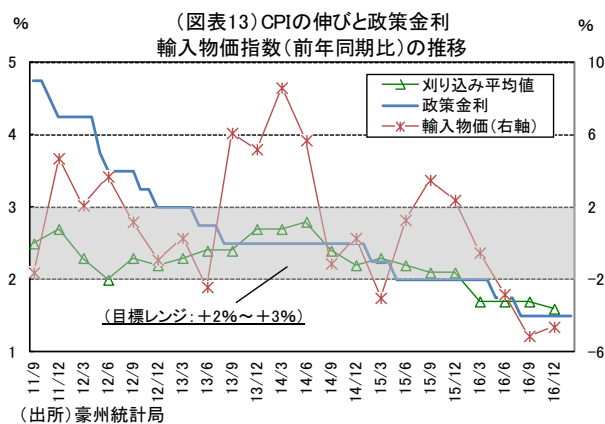
10-12月期の住宅投資は、前期比+1.2%と、2四半期ぶりのプラスとなった（図表11）。2012年以降、低金利政策を受けた住宅ローン金利の引き下げや、投資マネーの流入で、住宅市場の過熱感が強まったことから、2014年以降、金融当局による不動産融資規制などが実施された。これらの規制のほか、住宅の割高感などから、投資マネーの流入が減少したことで、住宅投資は、停滞気味の推移となっている。住宅投資の先行指標である住宅建設許可件数を見ると、足元では下げ止まりの兆しもみられるが、昨年8月の水準からは大きく低下した状態が続いている（図表12）。一方、豪州中央銀行(RBA)は、昨年5月と8月に、0.25%ずつ政策金利を引き下げており、住宅ローン金利の低下などを通じて、住宅市場の過熱感が再び強まることも懸念されている。今後については、低金利環境が住宅購入資金の借り入れなどを後押しするとみるものの、住宅市場の過熱感への警戒などを背景に、政府は住宅投資抑制の姿勢を維持すると見込まれることから、住宅投資は停滞気味の推移が続くと予想する。

**政策金利は当面すえ置きを予想**



RBAは、昨年8月の金融政策決定会合で政策金利を1.75%から1.50%へと引き下げて以降、様子見スタンスを維持している(図表13)。10-12月期のCPI(刈り込み平均値)は前年比+1.6%と、食品価格の伸び悩みもあって、RBAの目標レンジ(同+2.0%~+3.0%)を4四半期連続で下回っており、インフレ圧力は依然として弱い状況が続いている。ただ、住宅価格上昇への懸念もあって、RBAは、2月の金融政策決定会合で、政策金利をすえ置いた。

今後も、需要面からの物価押し上げ圧力は弱い状況が続くとみられるほか、輸入物価が低下傾向で推移していることもあって、CPIは、伸びの鈍化傾向が続くとみている。ただ、都市部の住宅価格の上昇や、豪ドル安などによる資本流出への懸念から、利下げには慎重な姿勢を続けるとみており、RBAは、当面政策金利をすえ置くと予想する。(担当：磯部)



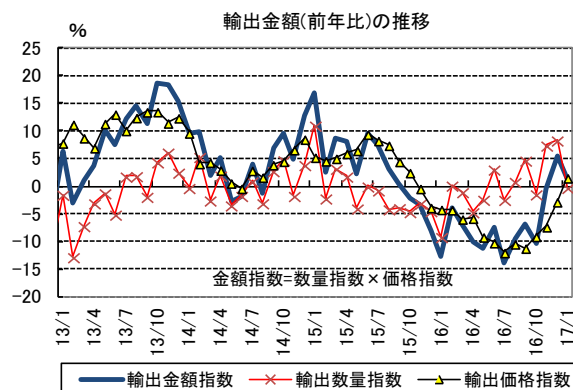


主要経済指標レビュー (2/20~3/3)

《日 本》

○ 1月貿易統計 (2月20日)

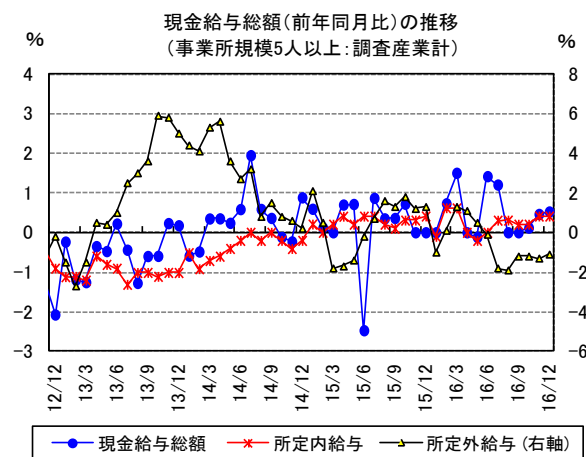
1月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+1.3%と、2ヵ月連続のプラスとなったものの、前月の同+5.4%から伸び幅が縮小した。一方、輸入は同+8.5%と、円安の進行や原油価格の上昇で25ヵ月ぶりのプラス。この結果、貿易収支は▲1兆869億円と、5ヵ月ぶりの赤字となった。輸出の実勢を示す輸出数量を見ると、1月は同▲0.3%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなり、輸出回復ペースが鈍化している。中国向けのプラス幅が前月から縮小したのに加え、米国やEU向けが前年比マイナスとなったことが響いた。ただ、今後については、米国を中心とする海外景気の回復などに支えられ、持ち直すとみており、2017年度にかけての日本の輸出の実勢は回復傾向で推移すると予想する。



(出所)財務省「貿易統計」

○ 12月毎月勤労統計 (確報、2月22日)

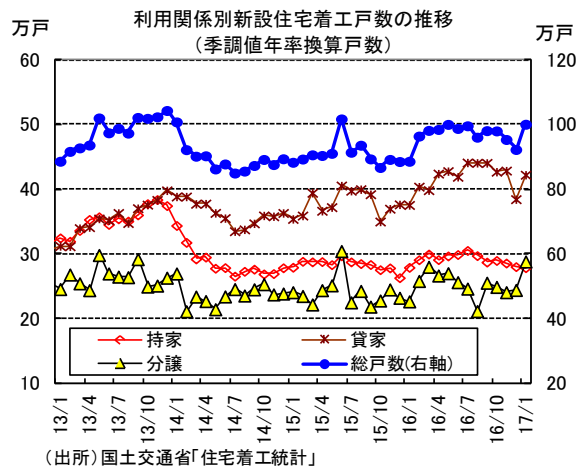
12月の毎月勤労統計では、現金給与総額(事業所規模5人以上:調査産業計)が前年比+0.5%と、3ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、定期給与が同+0.3%と、6ヵ月連続のプラスとなったほか、特別給与も同+0.8%と、2ヵ月連続のプラスとなった。定期給与のうち、所定内給与は同+0.4%と、6ヵ月連続のプラス。一方、所定外給与は同▲1.1%と、時間外労働のマイナス傾向が続いてきたことで、7ヵ月連続のマイナスとなった。今後の名目賃金は、企業の慎重姿勢が続くなか、ベアの高い伸びは見込みづらいものの、労働需給の引き締めを受け、人材確保を目的とした賃上げの流れが続く可能性が高く、緩やかな改善傾向で推移するとみる。



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」

○ 1月新設住宅着工戸数 (2月28日)

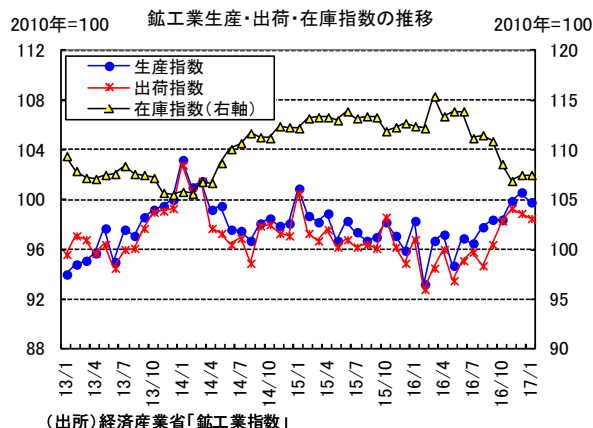
1月の新設住宅着工件数(季調値)は前月比+8.4%と、4ヵ月ぶりのプラスとなった。利用関係別に見ると、持家が同▲0.6%と、3ヵ月連続のマイナスとなったものの、貸家は同+9.8%と、2ヵ月ぶりのプラス、分譲も同+18.0%と、2ヵ月連続のプラスとなった。もっとも、今月は、東京オリンピック・パラリンピックの選手用宿泊施設に関連した特殊要因が着工を押し上げた。今後は、住宅ローン減税制度などの各種住宅支援策や、低金利環境が下支え材料になるとみられるものの、所得環境の回復ペースの鈍さを受け、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。相続税対策を受けた貸家の節税需要も減衰していくとみられ、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



(出所)国土交通省「住宅着工統計」

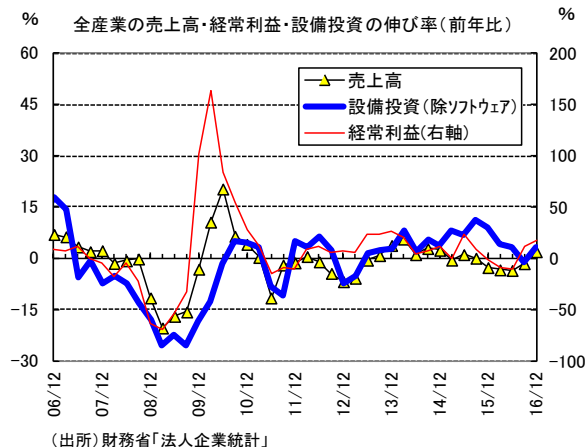
○ 1月鉱工業生産指数 (2月28日)

1月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲0.8%と、6ヵ月ぶりのマイナスとなった。単月の結果ではトレンド変化を見極めるのは難しいが、おそらく輸出の一時的な減速を反映している可能性が高く、足元の国内生産は緩やかな回復傾向を維持しているとみられる。経済産業省による基調判断も「生産は持ち直しの動き」が維持された。2017年の生産は緩やかな回復傾向の持続を見込む。個人消費の回復力が弱いため、内需にけん引された生産増は期待しにくいものの、米国景気をはじめとした主要国・地域の景気が堅調で、輸出が生産のけん引役になることが期待できるとみる。



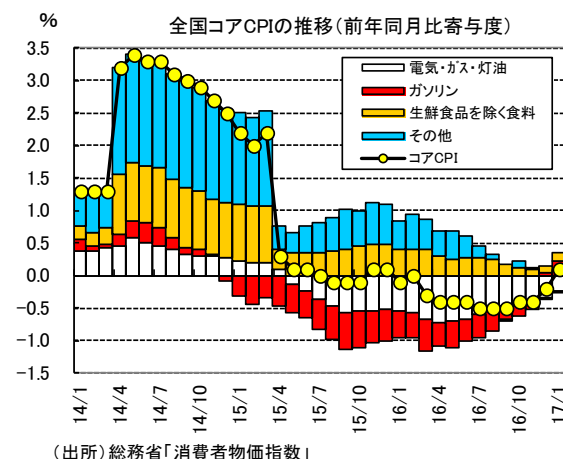
○ 10-12月期法人企業統計 (3月1日)

10-12月期の法人企業統計では、季調済前期比ベースで、売上高が+1.5%と、2四半期連続の増収となったほか、経常利益は+5.2%と、3四半期連続の増益となった。今後についても、堅調な米国景気や、中国景気の安定的な推移、政府の経済対策の効果などを背景に、企業収益は堅調に推移すると予想する。設備投資(土地・ソフトウェアを除く)は季調済前期比ベースで+3.5%と、3四半期ぶりのプラスとなった。今後については、製造業の能力増強投資は見込み難しいものの、維持・補修への投資が見込まれるほか、非製造業でも合理化・省人化投資などを中心に底堅く推移するとみており、国内設備投資は、均せば緩やかな回復が続くと予想する。



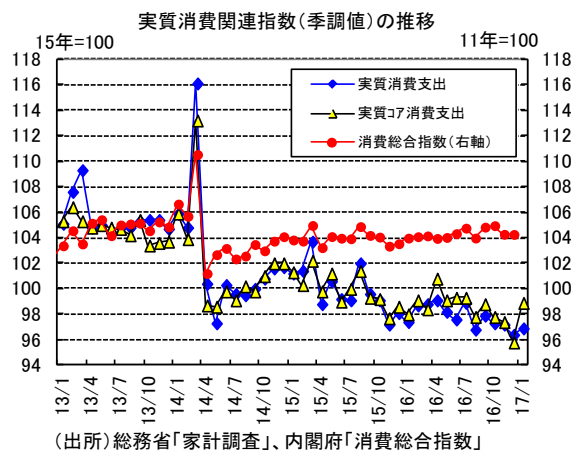
○ 1月全国消費者物価指数 (3月3日)

1月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+0.1%と、12月の同▲0.2%から、11ヵ月ぶりのマイナス圏脱出となった。総合指数も同+0.4%と、12月の同+0.3%から伸び幅が小幅拡大した。しかし、総合指数への項目別の寄与度をみると、エネルギーの12月からの寄与度差が+0.27%で、これだけで0.3ポイント近い押し上げ要因となっている。2月の東京都区部の指数を見ても、エネルギー価格の上昇や円安の影響が幅広い品目に波及している様子は見られない。今後、CPIのプラス幅は次第に拡大する方向とはみるが、従来からの予想どおり、上昇ペースは緩やかなものとなりそう。



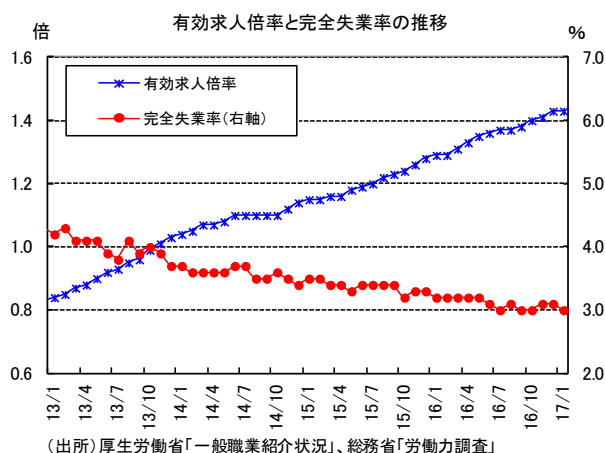
○ 1月個人消費関連統計 (3月3日)

1月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比▲1.2%と、11ヵ月連続のマイナスとなった。季調済前月比では+0.5%と、4ヵ月ぶりのプラスとなったものの、季調値の水準は昨年秋のレベルを下回るなど、依然として停滞が続いている。1月は、一部生鮮野菜の価格高騰が家計の節約志向につながったとみられるほか、幅広い地域で大雪となったことも、消費の下押し圧力になったとみている。今後の個人消費は、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が見込まれるほか、社会保障の先行き不安などからくる節約志向も残ることで、緩慢な回復にとどまると予想する。



○ 1月雇用関連統計 (3月3日)

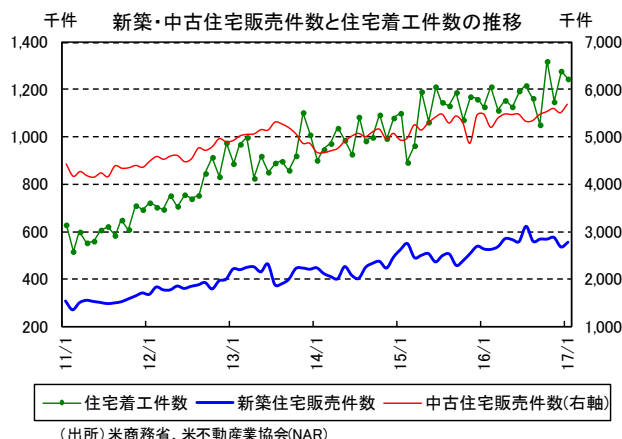
1月の雇用関連統計を見ると、完全失業率(季調値)は3.0%と、前月から▲0.1ポイント低下した。季節調整済の就業者数は前月差+5万人の増加となった一方、失業者数は同▲9万人の減少となったことが改善につながった。有効求人倍率(季調値)も1.43倍と、1991年7月以来の高水準を維持しており、雇用需給の引き締め傾向が続いている。少子高齢化が進展し、生産年齢人口が減少するなか、団塊の世代の多くが労働市場から退出していることなどが労働供給の制約要因となっている。ただ、企業側の採用ニーズは、非正規や賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っている傾向が続いていることから、全職種平均でみた賃金上昇ペースも緩やかと予想する。



《米 国》

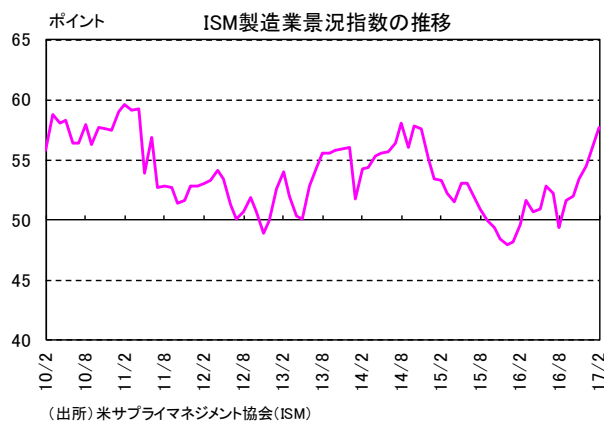
○ 1月住宅販売・着工件数（2月16, 22, 24日）

1月の米新築住宅販売は年率換算で55.5万戸、前月比+3.7%と、2ヵ月ぶりに増加した。中古住宅販売も年率換算で569万戸、同+3.3%と、2ヵ月ぶりに増加。住宅着工件数は年率換算で124.6万戸、同▲2.6%と、2ヵ月ぶりに減少したものの、先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で128.5万戸、同+4.6%と、2ヵ月連続で増加した。雇用者数の増加が続いていることや、銀行の住宅ローン貸出態度が緩和的であることなどから、住宅投資は緩やかながら持ち直し傾向で推移するとみている。



○ 2月ISM製造業景況指数（3月1日）

2月のISM製造業景況指数は57.7と、6ヵ月連続で上昇した。市場予想（56.2）をも上回り、2014年8月以来2年半ぶりの高水準となった。拡大を示した業種は、18業種中17業種で、1月の12業種から増加。調査対象企業からは、先行きに対し強気のコメントが多く寄せられた。構成項目別に見ると、雇用が6ヵ月ぶりに低下したものの、生産は6ヵ月連続で上昇。新規受注も4ヵ月連続で上昇した。今後は、経済政策を巡る先行き不透明感などが企業景況感の低下要因になるとみるが、個人消費を中心に内需の改善が続いていることなどから、引き続き回復傾向を維持すると予想する。

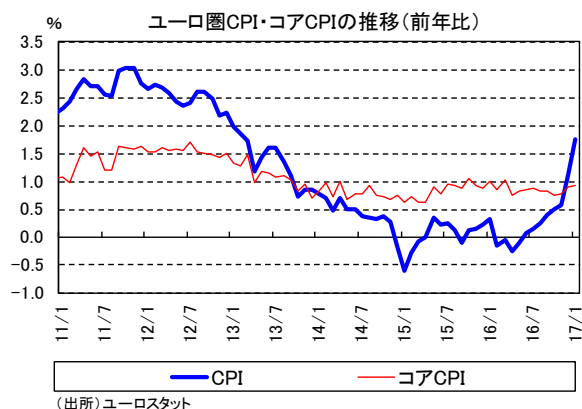




《 欧 州 》

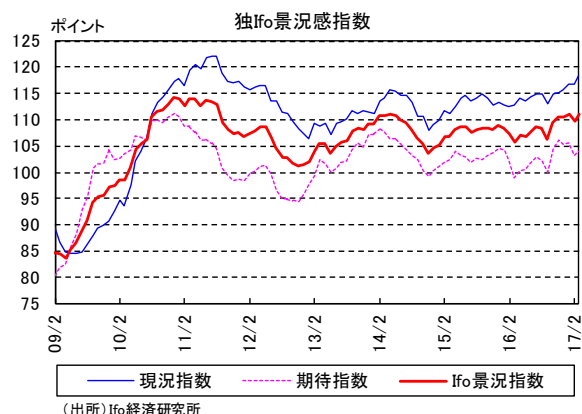
○ 1月ユーロ圏CPI(消費者物価指数)(2月22日)

1月のユーロ圏CPIは前年比+1.8%と、前月の同+1.1%から伸び幅が拡大し、2013年7月以来の伸びとなった。財価格は同+1.0%→+2.2%と、エネルギーや食品などが上昇したことで、伸び幅が拡大。一方、サービス価格は同+1.3%→+1.2%と、伸び幅が5カ月ぶりに縮小した。国別では、ドイツが同+1.7%→+1.9%、フランスが同+0.8%→+1.6%、イタリアが同+0.5%→+1.0%、スペインが同+1.4%→+2.9%と、いずれも伸び幅が拡大した。原油価格の持ち直しを背景に、今後もCPIは上昇傾向が続くとみている。



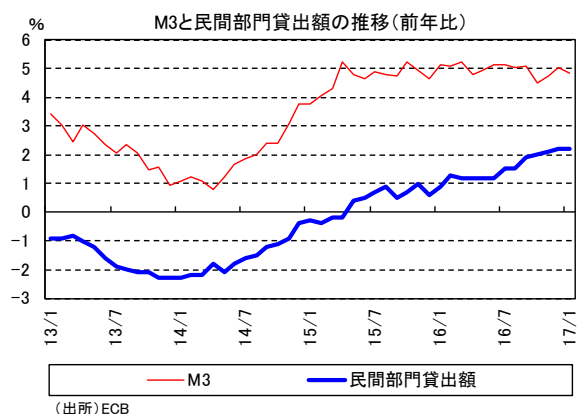
○ 2月ドイツIfo景況感指数(2月22日)

2月のドイツIfo景況感指数は111.0と、2カ月ぶりに上昇し、3年弱ぶりの高水準だった12月の水準に並んだ。内訳を見ると、現況指数が116.9→118.4と、6カ月連続で上昇したほか、期待指数も103.2→104.0と、2カ月ぶりに上昇した。産業別では、小売業が5.8→4.4、建設業が10.8→7.6と、ともに2カ月連続で低下。一方、製造業は13.9→16.5、卸売業は14.7→22.2と、いずれも2カ月ぶりに上昇した。欧米の政治リスクは残るものの、緩和的な金融環境が続いていることから、ドイツ景気は堅調に推移すると予想する。



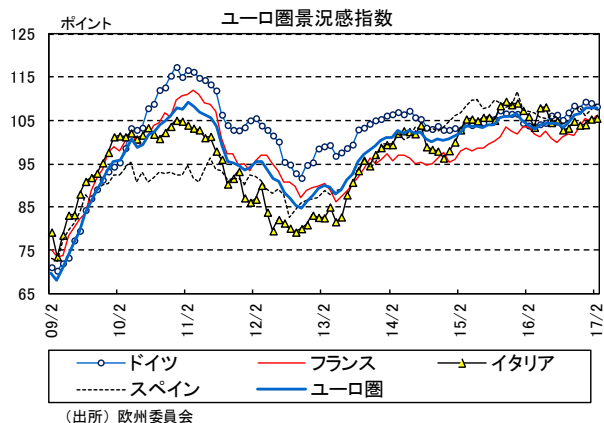
○ 1月ユーロ圏マネーサプライ(2月27日)

1月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+4.9%と、前月の同+5.0%から伸び幅が縮小した。一方、民間向け貸出額は同+2.2%と、前月と同じ伸び幅となった。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同+2.2%→+2.4%と、3カ月連続でプラス幅が拡大したものの、非金融企業向けは同+1.9%→+1.7%と、5カ月ぶりにプラス幅が縮小した。ECBによる量的緩和策などを背景に、銀行の貸出態度が緩和しているほか、貸出金利も低下傾向にあることなどから、ユーロ圏民間向け貸出は今後も緩やかな回復が続くとみている。



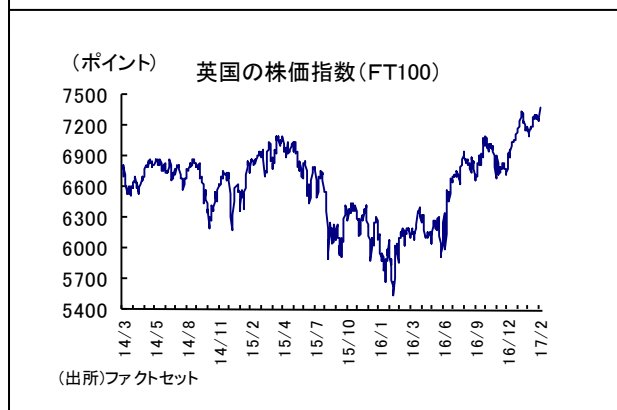
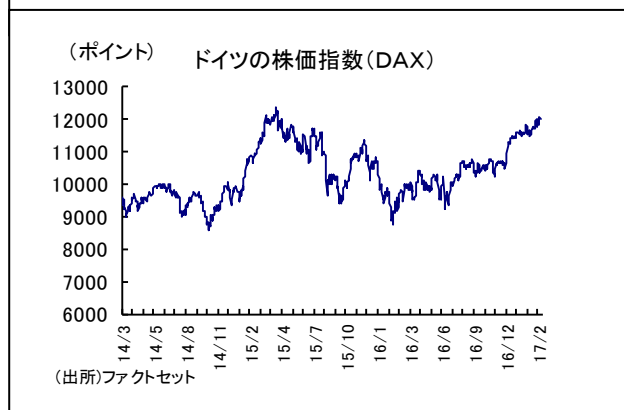
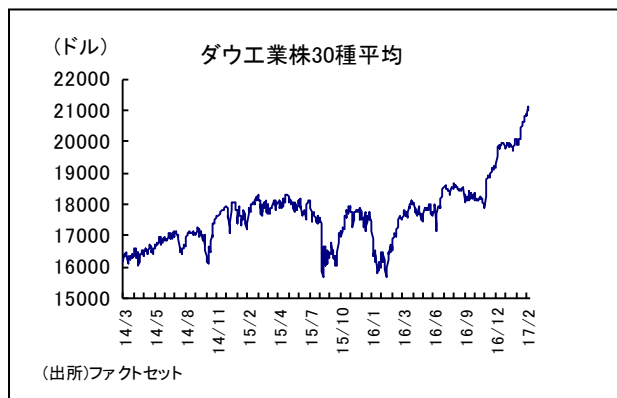
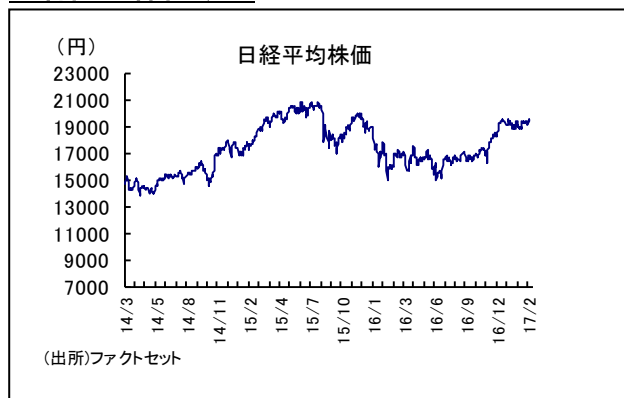
○ 2月ユーロ圏景況感指数 (2月27日)

2月のユーロ圏景況感指数は108.0と、6カ月連続で改善し、6年ぶりの高水準となった。構成項目別に見ると、消費者信頼感が▲4.8→▲6.2、小売業が2.2→1.9と、ともに悪化。一方、サービス業景況感12.8→13.8、鉱工業景況感0.8→1.3、建設業景況感▲12.9→▲10.3と、いずれも改善した。主要国別では、ドイツが109.1→108.3と悪化したものの、フランスは105.0→106.1、イタリアは105.4→105.6、スペインは107.4→108.7と、いずれも改善した。ECBによる緩和的な金融政策が景気を下支えしていることから、今後も景況感指数は持ち直し傾向で推移するとみる。

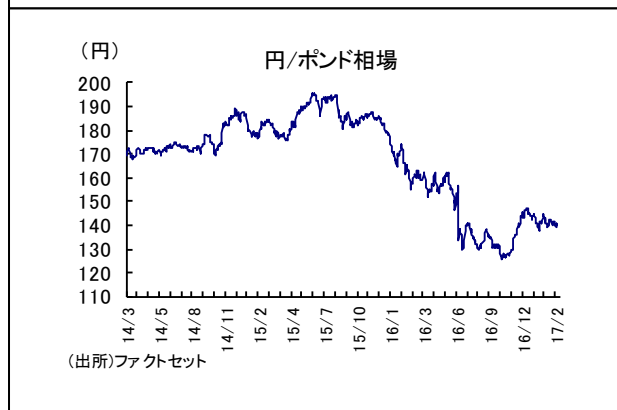
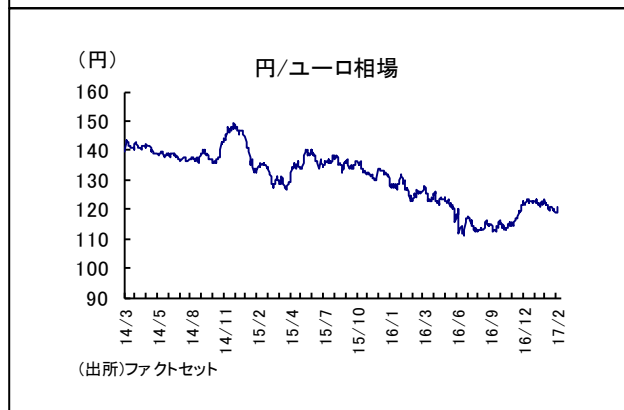
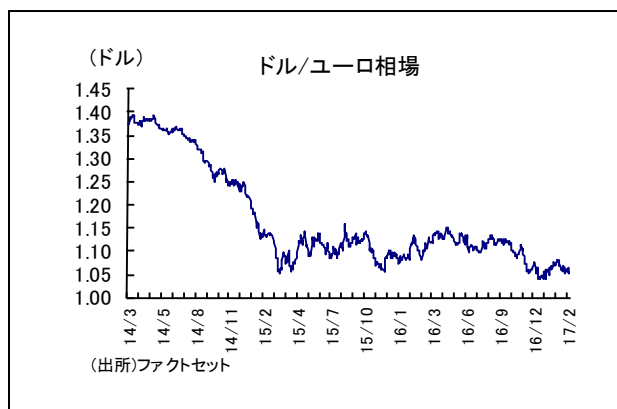
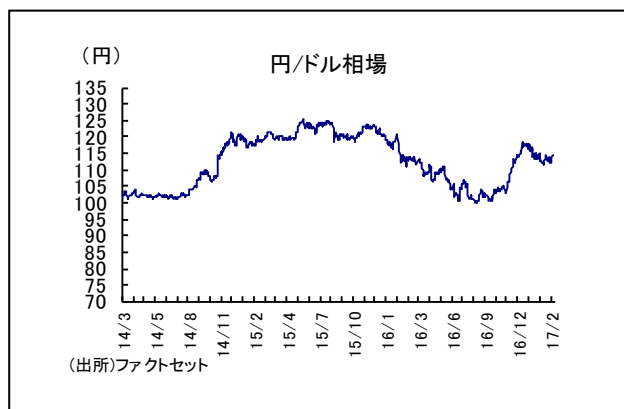


## 日米欧マーケットの動向 (2017年3月6日現在)

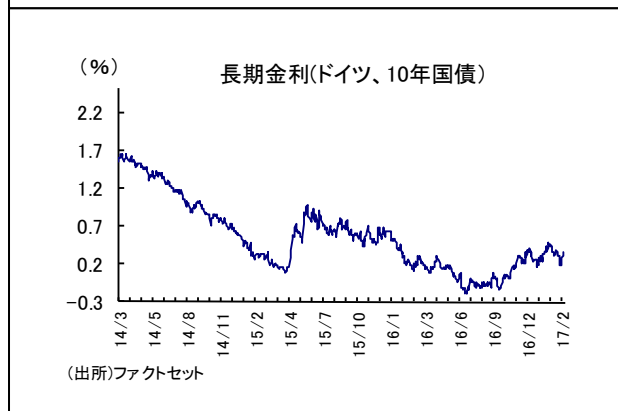
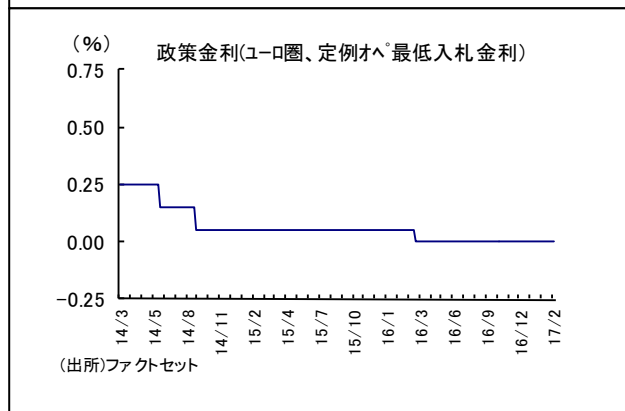
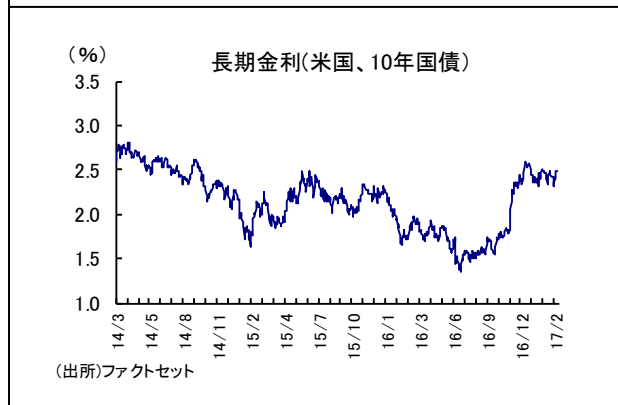
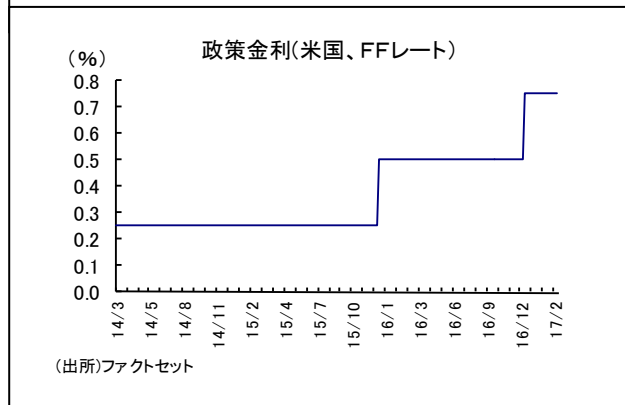
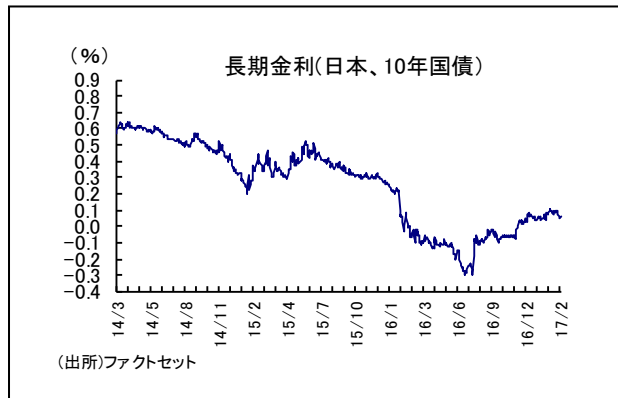
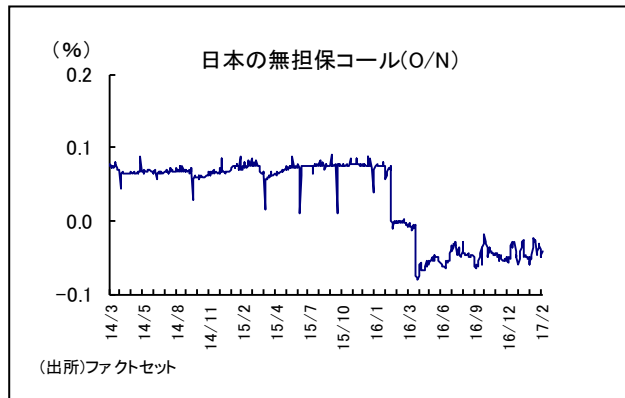
### ▽各国の株価動向



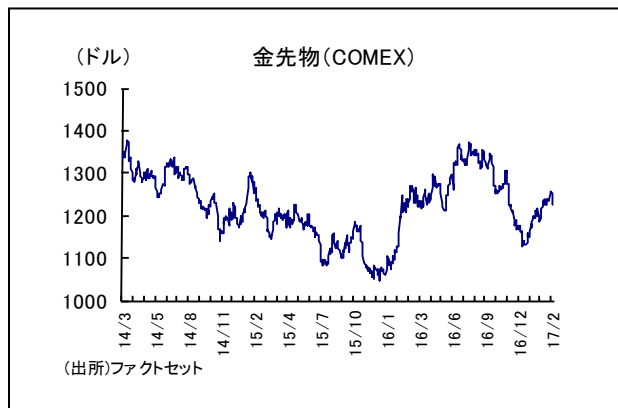
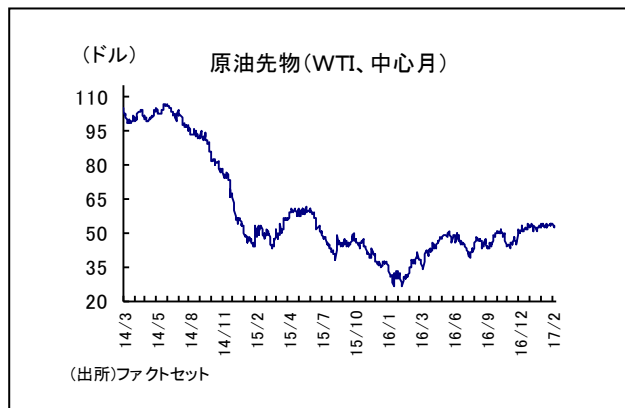
### ▽外為市場の動向



▽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