明治安田生命

2016-2017年度経済見通しについて

~ 世界経済がもたつくなか、国内景気の回復ペースも緩慢 ~

明治安田生命保険相互会社(執行役社長 根岸 秋男)は、2015年10-12月期のGDP 速報値の発表を踏まえ、2016-2017年度の経済見通しを作成いたしました。

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

実質GDP成長率: 2016年度 1.0% 2017年度 0.1% 名目GDP成長率: 2016年度 1.2% 2017年度 0.7%

2. 要点

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

〈主要計数表〉

	2014年度	2015年度		201	6年度	2017	7年度
	実績		前回		前回		前回
実質成長率	▲ 1.0%	0.7%	0.8%	1.0%	1. 2%	0.1%	0.4%
成長率寄与度							
• 内需	▲ 1.6%	0.6%	0.8%	0.9%	1. 1%	▲ 0.2%	0.1%
• 外需	0.6%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%
名目成長率	1. 5%	2.0%	2. 5%	1. 2%	2.6%	0.7%	1. 9%

※前回は2015年11月時点の予想

GDP成長率-主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

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

(前期比寄与度)			予測			\longrightarrow	予測							
	2014年度	2015年度	年度 2016年度 2017年		2015	年度		2016	6年度		2017年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	▲ 1.0%	0.7%	1.0%	0.1%	▲ 0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%	▲ 0.7%	▲ 0.2%	0.2%	0.3%
民間最終消費支出	▲ 1.7%	▲ 0.2%	0.7%	▲ 0.3%	▲ 0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.6%	▲ 1.0%	▲ 0.1%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	▲ 0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%
民間設備投資	0.0%	0.3%	0.3%	▲ 0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.2%	▲ 0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
政府最終消費支出	0.0%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%
在庫品増加	0.6%	0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.0%
純輸出	0.6%	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.4%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸出	1.3%	0.1%	0.5%	0.4%	▲ 0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	▲ 0.5%	0.0%	▲ 0.4%	▲ 0.0%	0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%

(兆円、2005年暦年連鎖価格)			・予測				予測							
	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2015	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	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	524.5	528.3	533.5	534.0	131.8	132.3	132.7	133.0	133.5	134.4	133.5	133.2	133.5	133.9
民間最終消費支出	307.0	305.9	309.6	308.1	76.1	76.5	76.8	77.1	77.4	78.3	76.9	76.8	77.0	77.3
民間住宅投資	13.2	13.5	13.7	13.9	3.4	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
民間設備投資	70.8	72.1	73.7	73.3	18.2	18.2	18.3	18.4	18.4	18.6	18.3	18.3	18.3	18.4
政府最終消費支出	102.3	103.6	104.5	105.2	26.0	26.0	26.0	26.1	26.2	26.2	26.3	26.3	26.3	26.4
公的固定資本形成	21.8	21.6	21.3	21.4	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.4	5.3	5.3
在庫品増加	0.3	1.4	0.0	▲ 0.3	0.3	0.1	0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
純輸出	11.3	12.0	12.5	14.2	3.1	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0	3.6	3.5	3.5	3.6
財貨・サービスの輸出	91.6	92.2	94.9	96.7	23.0	23.4	23.5	23.6	23.8	23.9	24.0	24.1	24.2	24.4
財貨・サービスの輸入	80.3	80.3	82.3	82.5	19.9	20.1	20.3	20.5	20.7	20.9	20.4	20.6	20.7	20.8

2. 主要指標予測

			予測			├	予測							
	2014年度	2015年度	2015年度 2016年度 2017年度		2015	年度		2016	6年度		2017年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	▲ 0.5%	▲ 0.4%	2.7%	▲ 0.9%	▲ 0.4%	▲ 0.4%	1.9%	3.1%	2.5%	3.2%	▲ 0.3%	▲ 1.3%	▲ 0.0%	▲ 1.9%
消費者物価指数(前年比)	2.9%	0.2%	0.4%	1.6%	0.3%	▲ 0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.6%	1.5%	1.5%	1.7%	1.8%
除〈生鮮食品(前年比)	2.8%	0.1%	0.4%	1.6%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.6%	1.5%	1.5%	1.7%	1.8%
除〈生鮮食品(前年比)(除〈消費増税)	0.8%	-	-	0.6%	_	-	-	-	-	-	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%
国内企業物価指数(前年比)	2.8%	▲ 2.9%	▲ 0.0%	0.8%	▲ 3.6%	▲ 2.2%	▲ 2.0%	▲ 0.4%	1.1%	1.3%	2.2%	0.4%	0.5%	0.3%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 9.0	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.5	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.2
経常収支(季調値、兆円)	7.9	16.5	15.2	15.8	4.6	4.1	4.0	3.9	3.7	3.5	4.1	3.9	3.9	3.8
完全失業率(季調済:平均)	3.6%	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%
無担保コール翌日物(※)	0.07%	0.07%	0.01%	0.01%	0.04%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
長期金利(10年債金利、※)	0.46%	0.28%	0.10%	0.10%	0.27%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
WTI原油価格(ドル/バレル、※)	74	44	35	46	45	28	29	33	36	40	43	45	47	48
為替レート(円/ ^ド ル、※)	112	120	118	116	120	116	118	120	118	116	116	116	116	116

[※]年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

				予測				予測						
		2014年	2015年	2016年	2017年	2015年		201	6年			201	7年	
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	2.4%	2.4%	1.9%	2.4%	0.7%	1.4%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.4%	2.4%
	個人消費支出	2.7%	3.1%	2.5%	2.5%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	2.4%	2.5%	2.7%	2.4%	2.2%
	住宅投資	1.8%	8.7%	7.2%	7.2%	8.1%	4.9%	7.8%	7.3%	7.1%	6.6%	7.4%	7.4%	7.5%
	設備投資	6.2%	2.9%	1.6%	4.6%	▲ 1.8%	▲ 0.2%	2.7%	5.3%	4.8%	4.4%	4.6%	4.6%	4.6%
	在庫(寄与度)	0.1%	0.2%	▲ 0.2%	0.0%	▲ 0.5%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.2%	▲ 0.7%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.2%
	輸出	3.4%	1.1%	1.3%	4.1%	▲ 2.5%	0.7%	2.3%	3.9%	4.3%	4.1%	4.4%	4.2%	4.3%
	輸入	3.8%	5.0%	2.5%	4.5%	1.1%	2.2%	2.2%	5.0%	4.4%	4.3%	5.0%	4.8%	4.6%
	政府支出	▲ 0.6%	0.8%	1.0%	0.4%	0.7%	0.9%	0.8%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
	失業率(※)	6.2%	5.3%	4.8%	4.7%	5.0%	4.8%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
	CPI(総合、※)	1.6%	▲ 0.0%	0.6%	1.8%	▲ 0.1%	0.5%	0.3%	0.3%	1.3%	1.8%	1.7%	1.7%	1.8%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.25%	0.50%	0.75%	1.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	1.00%	1.25%
	長期金利(米10年債金利、※)	2.5%	2.1%	2.1%	2.1%	2.3%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	0.9%	1.5%	1.2%	1.5%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
	家計消費	0.8%	1.6%	1.3%	1.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
	政府消費	0.8%	1.5%	1.3%	1.0%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
	固定投資	1.3%	2.2%	0.9%	1.6%	0.3%	0.1%	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%
	純輸出(寄与度)	0.0%	0.0%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.1%
	輸出	4.1%	4.7%	2.6%	3.2%	0.3%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.9%	0.7%	0.9%	0.7%
	輸入	4.5%	5.1%	3.1%	3.4%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%
	失業率(※)	11.6%	10.9%	10.3%	10.0%	10.4%	10.4%	10.3%	10.3%	10.2%	10.1%	10.0%	9.9%	9.8%
	CPI(総合、※)	0.4%	0.0%	0.5%	1.4%	0.2%	0.3%	0.1%	0.6%	1.1%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%
	政策金利(期末値)	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
英国	実質GDP成長率(前期比)	3.0%	2.2%	2.0%	2.1%	0.5%	0.5%	0.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2015年の日本経済は、4四半期中、2四半期でマイナス成長となるなど、停滞局面が続いた。個人消費や輸出の回復の遅れが足を引っ張ってきた。今後についても、内外需とも確たるけん引役不在のなか、緩やかな回復にとどまると予想する。2016年度末にかけては、2017年4月予定の消費増税をにらんだ駆け込み需要が見込まれるが、増税前後の起伏を均せば、成長率は0%台半ばにとどまるとみている。

個人消費は、原油安に伴う家計の実質購買力の改善が下支えとなるものの、引き続き名目賃金が伸び悩むと見込まれるなか、持ち直しは緩やかと予想する。住宅投資は、貸家の節税需要が減衰するとみられることで、消費増税前後を均せば停滞気味の推移が続くとみている。設備投資は、更新・維持投資が下支えするとみるものの、製造業の能力増強投資の低迷を受け、緩慢な回復にとどまると予想する。公共投資は、2016年度の公共事業関連予算が前年並みとなるなか、一進一退の推移が続くとみる。輸出は、世界的な投資の冷え込みが下押し要因となって、伸び悩むとみている。

(1) 景気の基調は引き続き弱い

10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.4%(年率換算:▲1.4%)と、2 四半期ぶりのマイナスとなり、マイナス幅も市場予想(同▲0.2%、年率換算:▲0.8%)を上回った(当社予想は実績と同じ)。内外需の両輪である個人消費と輸出が予想以上に弱かったことが、全体の足を引っ張った。今回の速報値で特に印象的だったのは、個人消費の弱さである。民間最終消費支出は前期比▲0.8%(寄与度:▲0.5%)と、2 四半期ぶりのマイナスとなった。マイナス幅は当社予想の同▲0.4%を大きく上回り、水準ベースでは、消費増税直後の反動減で大きく落ち込んだ 2014 年 4-6 月期をも下回っている。設備投資は予想を上回ったものの、昨夏以降の金融市場の混乱を考えれば、1-3月期は反動でマイナスに転じるリスクがある。輸出も、中国の過剰設備、米国のシェールオイル関連企業の低迷、欧州の不良債権問題等を考えれば伸び悩む可能性が高い。

2016 年度の日本経済は、家計や企業の成長期待が盛り上がらないなか、景気拡大局面は途切れないながらも、引き続き緩慢な回復トレンドの持続を余儀なくされよう。日本の場合、バブル崩壊後の景気の長期停滞が、家計や企業の成長期待の低下を通じ、ある意味自己実現的に景気停滞の長期化にフィードバックされている面がある。2000 年代以降は、これに人口減の影響の認識への浸透が加わったことで、負の循環を抜け出すことがいっそう困難になっている。成長期待を高めるために必要な政府の成長戦略は「遅々として進んでいる」程度の動きにとどまっており、家計や企業のマインド変化に目立った影響を与えるには至っていない。日銀のマイナス金利も、為替相場の動きをみる限り、現時点では失敗と言わざるを得ない。今のところ、新年度の景気回復のドライバーとして期待できるのは、在庫調整の一巡に伴う自律的反発と、原油安の継続のみという寂しい状況である。

原油安に伴う交易条件の改善は、2016 年度を通じ景気の下支えになることが見込まれるものの、個人消費、設備投資、輸出といった主要需要項目のいずれもがけん引役としての役割を果たせないなか、景気回復ペースは緩慢なものとなる可能性が高い。

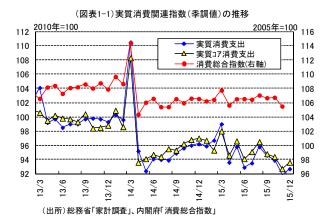
(2) 個人消費の持ち直しは緩やか

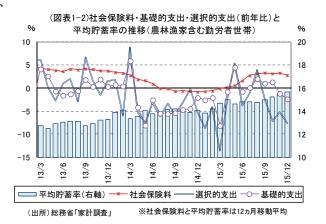
昨秋以降の個人消費は、停滞感を強めている(図表 1-1)。温暖な気温が冬物衣料の販売不振につながったとみられるほか、家計が選別消費の動きを続けていることなどが、消費低迷につながった可能性がある。需要側の統計である家計調査で、実質消費支出の動きを見ると、12 月は前月比+1.0%と、4ヵ月ぶりのプラスとなったものの、依然として、2014年4月の消費増税後に最も落ち込んだ時に近い水準での推移が続いている。

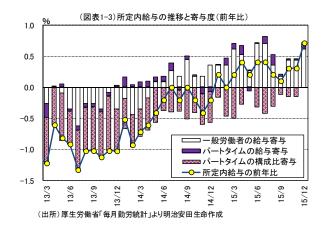
実質消費支出を基礎的支出と選択的支出に分けて、その推移を比較すると、選択的支出は前年比ベースで9月以降大きく落ち込んでおり、家計が生活防衛から節約志向を強めている様子が見て取れる(図表1-2)。世帯収入が伸び悩むなか、社会保険料の負担が拡大しているにもかかわらず、貯蓄率(家計調査ベース、貯蓄純増/可処分所得)が上昇傾向となっていることからも、消費を抑制している様子が窺われる。

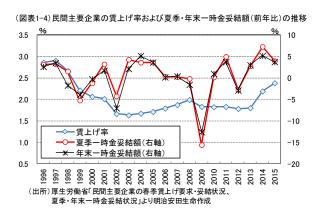
個人消費の低迷の主因は、賃金の伸び悩みである。 毎月勤労統計を見ると、名目所定内給与は、均せば 前年比+0.3%前後の推移にとどまっている。所定内 給与の伸び(前年比)を、一般労働者の所定内給与、 パートタイム労働者の所定内給与、パートタイム労 働者比率に寄与度分解すると、一般労働者の所定内 給与のプラス寄与幅は、2015年の夏場がピークとな っているほか、パートタイムの所定内給与の寄与は、 辛うじてプラス寄与にとどまっている(図表 1-3)。 一方、パートタイム労働者比率の上昇による給与の 押し下げは、2014年の冬ごろをピークとして、均せ ば緩和傾向にある。ただ、企業の採用ニーズが非正 規社員や賃金の低い業種に偏っている状況が続くな か、今後も、パートタイム労働者比率の低下が、所 定内給与の伸びを押し上げていく展開には至らない と予想する。

今後の賃金動向については、引き続き、春闘がカギを握る。厚労省資料(「民間主要企業の春季賃上げ要求・妥結状況、夏季・年末一時金妥結状況」)を見ると、2015年の賃上げ率は2.38%と、2014年の2.19%をやや上回った(図表1-4)。2013年の賃上げ率(1.80%)が2015年の定期昇給に等しいと仮定す





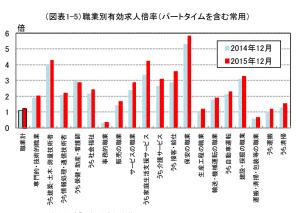




ると、その差の 0.58%がおおよそベアに相当するということになり、同様の手法で求めた 2014 年の 推計値(0.39%)からは+0.19%の伸び拡大となる。ただ、厚労省の集計対象企業は、資本金10億 円以上かつ従業員数 1,000 人以上の労働組合がある企業に限られており、中小企業など集計対象外 の企業を含めた賃金上昇率は、当集計結果よりも低いとみられる。

2016 年も政府は官民対話等で、企業に対して賃上げを求める姿勢を強めており、昨年までと同様、 官製春闘の色彩を帯びている。ただ、経団連の指針では、「賃金の引き上げはベア以外にも様々な選 択肢がある」とされており、一時金などを含めた年収べースでの総合的な賃上げを企業に求める形 となっている。連合の2016年春闘の方針は、ベアで「2%程度を基準」となっており、2015年の「2% 以上」からやや後退したほか、自動車や電機など主要製造業の産業別労働組合で構成する金属労協 では、ベアに相当する賃金改善要求を 2015 年春の半分の月額 3,000 円以上に決定するなど、全体と して慎重な要求水準としている。賃金は、将来的な企業業績見通しに大きく影響を受けるが、日本 の潜在成長率が0%前半とみられ、国内では安定的な利益成長が見通せないことから、多くの企業は 固定費の増加につながるベアには今後も慎重に対応する可能性が高い。名目賃金に力強い伸びが期 待できないなか、所得環境の改善が個人消費の回復を押し上げていく展開には、引き続き至らない とみている。

雇用環境の底堅さが賃金上昇につながらないと いった事実もある。背景には、雇用形態や職種の偏 りがある。12 月の有効求人倍率(季調値)は 1.27 倍と高水準が続いているものの、正社員の有効求人 倍率(季調値)は 0.80 倍と、依然として節目の 1 倍を下回っており、企業側の採用ニーズはあくまで 非正規中心である。職種別有効求人倍率(原数値) を見ても、求職者の 3 割弱を占める事務的職業が 0.37 倍と低水準にとどまっているのに対し、保安が 5.84 倍、建築・十木・測量技術者が 4.31 倍、家庭



(出所)厚生労働省「一般職業紹介状況」

生活支援サービスが 4.26 倍と、職種の偏りが目立つ (図表 1-5)。こうした職種では、労働集約的で 生産性が低いことなどを背景に、賃金水準などの待遇面でも見劣りすることが多く、労働需給の引 き締まりを受けた一部職種の賃金上昇も、全職種平均での名目賃金を押し上げていくには至らない と予想する。

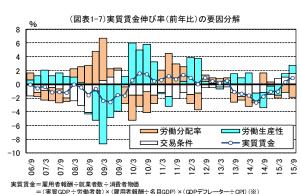
加えて、消費者マインドも冷え 込んでいる。年金受給世帯が増加 し、勤労者世帯でも賃金が伸び悩 むなか、円安の影響による日用品 価格の上昇などが先行き不安に つながっているとみられる。2015 年補正予算では年金生活者等支 援臨時福祉給付金 3,624 億円を 計上し、一部の年金生活者に対し て1人3万円を6月までに給付予 定であるものの、消費の下押し圧 力を和らげる程度にとどまると

(図表1-6)家計の負担増・負担減

	負担増減項目	2014		2015			2016		20	17
	貝担唱減項日		1月	4月	10月	1月	4月	10月	1月	4月
	消費税増税	5%	8%		10%[走延期			\longrightarrow	10%
	子育て世帯臨時給付金	子ども1人当	たり1万円を	支給 3,0	00円に減額		廃止			
家	簡素な給付措置(低所得者向け)	低所得世帯	に1人当たり	1万円またに	1.5万円を支	給 年間	6,000円に減	額	\longrightarrow	廃止?
計全	低所得高齢者への給付					低	所得の高齢	者に3万円を	支給 年間	6万円支
般	厚生年金保険料	17.12%	17.474%	,	17.828%			18.182%		
	相続税		基礎控除網	小、最高税	を引き上げ					
	贈与税		最高税率を	55%に引き.	上げ					
高	給与所得控除の縮小	年収1,20	0万円超の	社員の控制	*額を230万	円に縮小	同1,000	万円超の控	除額を220万	円に縮り
者 所 得	所得税率アップ		課税所	得金額4,00	0万円超を、	税率40%→	50%(=			
_	住宅ローン控除の延長	適用期間が	く2013年末-	2017年末~	延長→201	年6月まで3	手長			
家	住宅ローン控除の拡充	控除対象と	なる住宅ロー	ン残高の上	限が4,000万	円→2019年	6月まで延長			
_	自動車取得税	普通車で59	6→3%[こ引	き下げ				消費税率1	0%時に廃止	予定
車	軽自動車税	年間7,200円	(乗用・自家	用)	新車を17	800円に引	上げ(乗用	自家用)		

みられる。勤労者世帯においても、厚生年金保険料の段階的な引き上げに加え、健康・介護保険も多くの団体で保険料率を引き上げ方向であり、家計は生活防衛のため、引き続き節約志向を強めるとみる(図表 1-6)。賃上げや賞与増の効果がさほど期待できないなか、消費者マインドの低迷やさまざまな家計負担の拡大などが、引き続き、個人消費の重しになるとみられる。

今後の個人消費については、引き続き、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られる。実質賃金の伸びを、労働分配率、労働生産性、GDPデフレーター/CPI(定義式により交易条件とほぼ同義)に寄与度分解すると、GDPデフレーター/CPIは、2015年1-3月期以降改善傾向が続いており、交易条件の改善が実質賃金を押し上げたことが見て取れる(図表1-7)。年明け以降の国際原油価格が30ドル/バレル前後で軟調な推移が続いていることもあり、今後も交易条件の改善が、家計の実質購買力を後押しすると予想する。



= (美真はDPナン財物者別、V 服用有報酬する目のDP X (DPナンレーター・CP) (※) = 労働ケ記率 文委長条件(※)として試算 ※GDPデフレーターは輸出入デフレーターを含むため、(GDPデフレーター÷ CP)の算式は交易条件とほぼ同義 (出所)内閣府「四半期別QE速報」、総務省「労働力調査」より明治安田生命作成

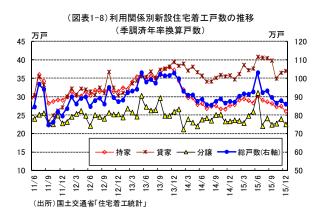
また、2016 年度に関しては、2017 年 4 月からの二度目の消費増税を控え、年度末にかけて、再び駆け込み需要的な動きが出てくるとみられる。ただ、2013 年度の駆け込みで、2 兆円半ばから 3 兆円規模の需要が発生したとみられることから、依然として需要の先食いの影響が残っているとみられ、2016 年度の駆け込みによる押し上げ効果は、1 兆円を大きく下回る水準にとどまると予想する。2017 年度は、消費増税の影響で、年度当初に落ち込むと見込まれるものの、軽減税率導入の決定で、年間 1 兆円規模の緩和効果が見込まれることなどから、2017 年 4−6 月期は前期比▲1%台半ばの落ち込みにとどまるとみており、その後はゆっくりと回復に向かうと予想する。

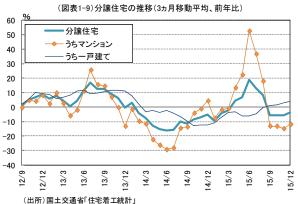
(3) 住宅投資は停滞気味の推移が続く

新設住宅着工戸数(季調値)は、昨年夏場以降、減少傾向で推移している(図表 1-8)。2014 年 4 月の消費増税前の駆け込みを中心に、需要の先食いの影響が残っているとみられるほか、節税対策としての貸家需要が一服しつつあることや、マンション傾斜問題の影響なども下押し圧力として働いたとみている。

持ち家着工戸数は、緩やかな減少が続いている。 住団連の調査によると、展示場来場者数は2014年7 -9月期以降、前年比プラスが続いている。ただ、 住団連では「海外経済の先行き不透明感や消費増税 の様子見もあり、商談期間が長期化している」とし ており、消費者が住宅取得を慎重に検討する動きが 見て取れることから、今後の持ち家着工は一進一退 の推移が続くと予想する。

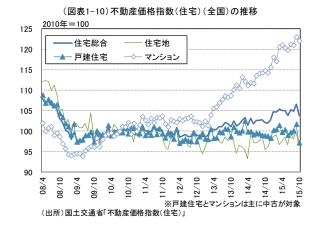
分譲住宅のうち建売住宅(一戸建住宅) (3ヵ月 移動平均) は、12月が前年比+3.7%と、4ヵ月連





続でプラスとなった(図表 1-9)。地価が下げ止まりつつあるなか、建売住宅メーカーが低価格帯の物件を安定供給していることなどが、取得意欲につながっているとみられる。所得水準が上がりにくいなか、低価格物件には根強い需要があるとみられ、建売住宅の着工は緩やかな回復が続くとみる。

一方、マンション着工件数は、昨年夏場以降の急減からは持ち直しつつあるものの、依然として均せば前年比マイナス圏での推移が続いている。12月の首都圏マンションの新規契約率は64.8%と、2ヵ月ぶりに好不調の境目とされる70%を下回った。販売



会社はマンションの供給戸数を絞っており、物件価格の上昇などが契約率の低下につながっているとみられる(図表1-10)。今後についても、物件価格の高止まりに加え、マンション傾斜問題の影響が残ることで、消費者の慎重姿勢が続くとみられることや、供給側でも工期が長期化する可能性があることから、マンション着工は停滞気味の推移が続くとみる。

貸家については、相続税制の改正により昨年 1 月に基礎控除が引き下げられたことで、節税対策としての需要増が着工件数を押し上げてきた。ただ、節税需要は 2013 年度から発生しており、押し上げ効果が徐々に和らいできていることから、夏場以降、着工件数は鈍化傾向となっている。今後も、節税需要が減衰するとみられることなどから、貸家着工は一進一退の推移が続くとみている。

住宅購入支援策については、住宅ローン減税制度(10年間で最大400万円)や、すまい給付金(収入に応じて、消費税率10%の場合に最大50万円の給付金)が2019年6月まで続く予定であり、緩和的な金融環境とともに、住宅着工を下支えしよう。こうしたなか、2015年度の住宅着工は、年度前半の回復が寄与することで、2014年度をやや上回る92万戸程度に落ち着くと予想する。2016年度は、2017年4月の消費増税を控え、8%の消費税率の適用期限とみられる9月末までに駆け込み契約が発生すると見込まれ、年度後半の着工を押し上げるとみる。ただ、増税幅は前回の3%を下回るほか、需要の先食いの影響も残っているとみられることから、2016年度通年での着工件数は95万戸程度にとどまると予想する。2017年度は、2016年度の駆け込み需要の反動減などから、89万戸程度まで落ち込むとみている。

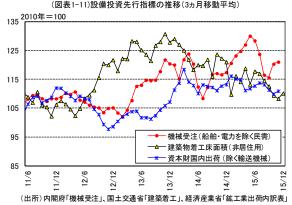
(4) 設備投資の回復ペースは緩慢

弱めの動きになる可能性が高い。

10-12月期の実質設備投資(GDPベース)は、前期比+1.4%と、2四半期連続のプラスとなり、緩やかな回復が続いている。ただ、今後の設備投資は (図表1-11)設備投資先行指標の推移(3ヵ月移動平均)

設備投資の先行指標を見ると、資本財国内出荷 (除く輸送機械)や建築物着工床面積(非居住用) は、夏場以降、均せば減少傾向となっているほか、 機械受注も11月は前月比▲14.4%と大幅マイナス となり、当面の設備投資が低調に推移する可能性が 示唆される(図表1-11)。

一方、日銀短観の設備判断DI(全規模・全産業ベース)では、9月調査が▲1、12月調査が▲1、先行



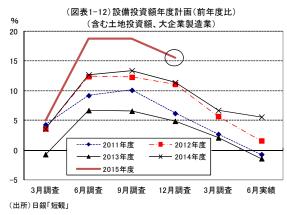
き3月予測も▲1となっており、設備の不足感が続く見通しが示されている。設備投資計画でも強気な姿勢を維持しており、12月調査の日銀短観における2015年度の設備投資計画(全規模・全産業ベース)は前年比+7.8%と、この時期としては、2012年度(同+7.1%)、2013年度(同+4.5%)、2014年度(同+5.5%)を上回る計画となっている。業種別では、製造業が同+12.2%、非製造業が同+5.6%と、製造業が全体を押し上げている。

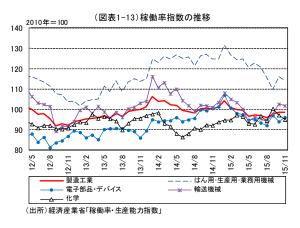
ただ、ここ数年、製造業の設備投資計画は、年度後半に下方修正されるケースが多い(図表1-12)。主な要因としては、輸出数量の回復がみられないことが大きいと考えられる。加えて、投資目的が能力増強よりも維持・補修や合理化・省力化が中心で、もともと投資時期に余裕を持たせたものが多かったとみられることがあげられる。こうした案件は、世界経済が不安定化するなかで、投資実行の先延ばしにつながりやすかったとみている。

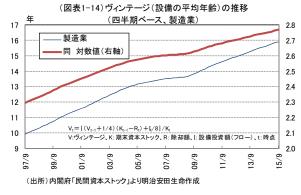
足元でも、新興国景気への先行きに慎重な見方が 広がっているほか、国内の個人消費の伸び悩みもあって、設備稼働率が多くの業種で低下しており、今 後の設備投資の下押し圧力となる可能性が高い(図 表1-13)。2012年半ば以降、大幅な円安が進行した ものの、企業が主に海外需要の取り込みなどを目的 として、グローバルな生産・調達体制の構築を進め てきたことで、生産の国内回帰の動きは一部にとど まっている。日本の中長期的な成長期待が低いなか、 国内では研究開発に係る投資などが中心になると みており、今後も、能力増強投資の実施は海外が中 心という方針は変わらないとみている。

一方、国内の老朽化設備の維持・補修や、生産設備の集約化などの需要自体は蓄積しているとみられる。設備の平均年齢を表すヴィンテージを見ても、リーマン・ショック以降、上昇傾向が加速していることなどから、更新維持投資は均せば緩やかな回復傾向で推移すると予想する(図表1-14)。

非製造業では、12月調査の日銀短観において、大







企業、中小企業いずれも上方修正された。とりわけ、大企業の設備投資計画は前年比+8.5%と、大幅プラスとなっている。運輸関連では、物流のアウトソーシング化やネット取引拡大に伴う配送対応のため、大型倉庫の建設需要やきめ細かい物流網の整備などが見込まれる。宿泊関連でも、稼働率の高止まりが続いており、投資意欲は旺盛とみられるほか、小売や外食関連でも、訪日外国人向けサービス強化のための投資が下支えするとみられ、非製造業の設備投資は底堅く推移するとみる。

今後の設備投資は、製造業の能力増強投資の低迷が下押し圧力となって、2016年度以降も緩慢な 回復にとどまると予想する。

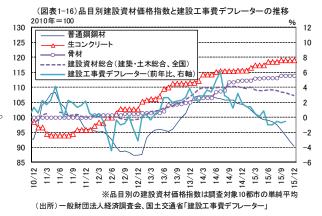
(5) 公共投資は一進一退の推移

公共投資は、減速傾向が続いている。実際の工事の進行を反映する建設工事出来高(建設総合統計、3ヵ月移動平均)を見ると、11月は前年比▲3.4%と、2ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も前月の同▲1.5%から拡大した(図表 1-15)。一方、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、12月は同▲4.0%と、16ヵ月連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は3ヵ月連続で縮小しており、今後の公共投資が一進一退の推移をたどる可能性を示している。

工事進行のボトルネックとなってきた人手不足は、改善傾向にある。建設技能労働者過不足率(8業種計、季調値)は、2014年12月をピークとして縮小傾向で推移し、昨年12月は0.1%と、職種によるバラツキを除けば、不足状態がほぼ解消された。資材価格についても、都市別建設資材価格指数(建築・土木総合)を見ると、いずれの地域でも、2014年末ごろから低下傾向にある(図表1-16)。こうした状況を受け、工事原価の動きを表す建設工事費



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



デフレーターは、昨年6月以降、5ヵ月連続の前年比マイナスとなり、建設工事費の上昇も一服した。

ただ、人手については、建設業の就業者数自体が減少傾向にあるなか、公共部門と民間部門で建設技能労働者を奪い合う状況が生じていることもあって、確保が困難な状況が続く可能性が高い。 国土交通省では、公共工事の人件費を見積もる際に使う労務単価を2013年度以降、引き上げる方向に転じており、2016年度も2月に前倒しで前年比+4.9%(全職種平均)の引き上げを実施した。ただ、建設会社では、入札が成立した場合でも、人材確保が困難という理由で、工事自体が遅れるケースもみられ、労務単価の引き上げは公共投資を押し上げる状況には至らないとみる。

2015 年度補正予算が 1 月 20 日に成立し、2016 年度本予算案も 2015 年 12 月 24 日に閣議決定している。補正予算は 3.3 兆円で、このうち公共投資に計上される予算は 8,000 億円程度とみられる。本予算では、一般会計の公共事業関係費が 5 兆 9,737 億円、復興会計では 9,482 億円となっており、当初予算との比較では、ほぼ前年並みとなっている。

建設業者では、工期に余裕を持った長めの計画を立てるなどの対策のほか、人員の適正配置や、省力化投資などによる生産性の向上に向けた取組みを進めている。こうした対応を受け、人手不足を中心とする供給制約は緩和方向にあるとみるものの、予算規模がすえ置かれるなか、2016 年度の公共投資は一進一退の推移が続くと予想する。2017 年度については、消費増税後の景気の落ち込みに対処するため、補正予算が編成される可能性が高く、公共投資は持ち直し傾向をたどるとみる。

(6)輸出は伸び悩みが続く

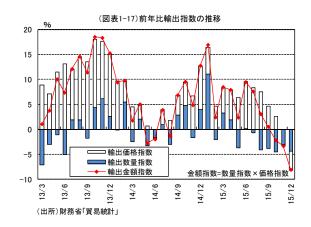
貿易統計によると、12月の輸出金額は前年比 \triangle 8.0%と、11月の同 \triangle 3.3%からマイナス幅が拡大した(図表 1-17)。輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、価格は同 \triangle 3.8%と、2ヵ月連続のマイナス、数量は同 \triangle 4.4%と、6ヵ月連続のマイナスとなった。2015年通年でも輸出数量は同 \triangle 1.0%

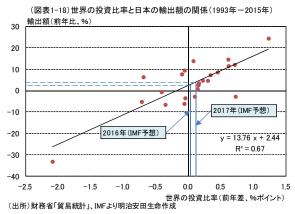
と2年ぶりの減少であり、実勢としての輸出の基調 は弱いままの状況が続いている。

日本の輸出は、生産設備などの資本財や、部品と 加工品からなる中間財で約8割を占めており、世界 の投資比率(総資本形成/GDP)と緩やかな正の相 関関係にある(図表 1-18)。2000 年代前半のよう に、投資主導で世界景気が持ち直す局面では、日本 からの輸出も増加する関係にあるが、足元のように 世界的に投資が冷え込んでいる局面では、資本財を 中心に輸出は伸び悩む傾向がみられる。今後につい ても、中国では過剰生産設備の解消を進めているほ か、先進国を見ても、米国ではシェールオイル関連 企業の開発投資の低迷が続いていること、欧州でも 不良債権問題が尾を引くことから、世界の投資比率 は高まらない可能性が高い。IMF(国際通貨基金) 予測による 2016 年の投資比率は小幅の上昇にとど まる見通しであり、日本の輸出も伸び悩む可能性を 示唆している。

企業のグローバルなサプライチェーン構造の変化も、米国向け輸出の下押し圧力となっているとみられる。東日本大震災以降をきっかけとして、米国に生産拠点を有する企業が部品調達先を見直しており、米国内の投資需要の冷え込みと相まって、今後も米国向け輸出は伸び悩むとみている。

アジア地域向け輸出では、中国の景気減速の影響や、日系企業現地法人の日本からの調達比率が下がっていることが輸出の下押し圧力となっているとみられる。日系現地法人の部品調達先を見ると、現地調達比率が上昇傾向で推移する一方、日本からの







輸入による調達比率は低下傾向となっている。アジア地域での産業集積が進み、部品の現地調達体制が整備されてきたことが大きいとみられ、今後もアジア向け輸出の回復の鈍さにつながろう。米国やアジア地域以外では、欧州向けについても、域内の景気回復ペースが緩慢であり、今後の輸出は緩やかな回復にとどまるとみている。

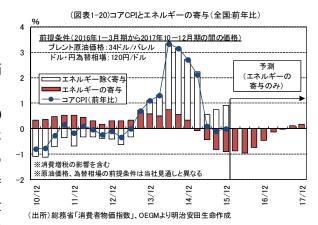
輸入に目を転じると、12 月は前年比 \triangle 18.0%と、12 ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅は11月の同 \triangle 10.2%から拡大した。輸入金額の伸びを価格と数量に分解すると、価格は同 \triangle 13.7%と、12ヵ月連続のマイナスとなったほか、数量も同 \triangle 5.0%と、2ヵ月ぶりの減少となった(図表 1-19)。輸入の減少は、原油安による輸出価格の下落の影響が大きいが、数量ベースでも、2015年は12ヵ月中で9回の前年比マイナスとなるなど、低調な推移が続いている。今後についても、輸入価格は、原油価格の低迷を受け、鉱物性燃料を中心に軟調な推移が続くとみられるほか、輸入数量も、一部の原発の再稼働や国内最終需要の鈍さを背景に、回復ペースは鈍いままとみている。こうした動きから、輸入の鈍化傾向が続くとみるものの、輸出も伸び悩むことで、貿易黒字の定着には至らない

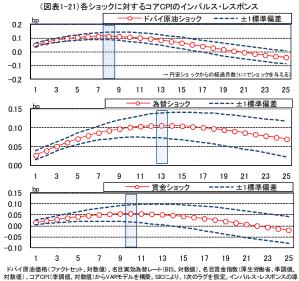
と予想する。

(7) コア CPI は 2%に届かず

全国消費者物価指数(生鮮食品を除く消費者物価指数、以下コア CPI、消費増税の影響を除くベース)を見ると、昨年4月は前年比+1.5%と、2008年10月以来の高い伸びとなったものの、その後は伸びが縮小傾向となり、2015年5月以降、ゼロ付近での推移が続いている。コア CPI の伸び鈍化は、原油安などを背景に、エネルギー価格が低下した影響が大きく、2014年10-12月は、エネルギー価格がコア CPI を前年比▲1.0%ポイント程度押し下げ方向に寄与している。当社経済モデルでは、原油価格(ブレント)とドル・円為替相場が足元の水準で一定の推移となった場合、エネルギーの寄与がプラスに転じるのは2017年央と試算される(図表1-20)。

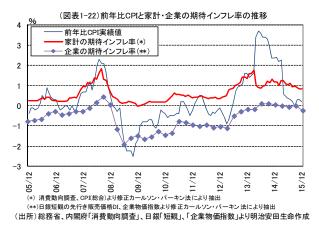
ベクトル自己回帰モデルを用いて、原油価格、為 替相場、名目賃金がそれぞれ1%上方(為替は円安) に振れた場合のコア CPI 押し上げが最大になる時 点を比較すると、原油価格が半年強後、賃金が3 四半期後、為替相場が約1年後との結果を得た(図 表 1-21)。ドル・円相場の動きを見ると、2014年 10月から11月にかけて、10円/ドル程度円安に振 れた後、5月中旬までは120円/ドル付近での推移 が続き、5月後半から6月にかけてさらに5円/ド ル程度円安に振れている。このため、足元までの CPI 輸入品目の上昇は、2014年 10-11 月の円安効 果が顕在化した形だが、実証分析の結果からは、こ の効果は足元がピークであり、目先はゆっくりとは く落へ向かう可能性が示唆される。東京都区部の1 月中旬速報値では、教養娯楽耐久財(12月:前年 比+17.0%→1月:同+9.6%) や生鮮除く食料(同 +2.3%→+1.9%) など、為替の影響を受けやすい 品目の伸びが軒並み鈍化しており、円安効果のはく 落が顕在化してきていることの証左とみられる。





ドバイ原油価格(ファクトセット、対数値)、名目実効為替レート(BIS、対数値)、名目賃金指数(厚生労働省、季調値 対数値)、コアCPI(季調値、対数値)からVRモデルを構築。SIOにより、「次のラグを設定。インバルス・レスポンスの3 出はコレスキーン教(ドバイ原庫)・基替レート・可変金指数一コアCPI)を利用、500回のモンテカルロ・シミュレーション より標準誘差を計算、分析期間、05年1月 - 15年1月 棚掛け銀分はショッケが最大となら時点を示す。

順け部分はショックが最大となる時点を示す (出所)国際決済銀行(BIS)、厚生労働省、総務省、ファクトセットより明治安田生命作成



加えて、需要面からの物価上昇圧力も弱い。当社では 10-12 月期の需給ギャップは▲2.4%と試算している。今後についても、景気の足踏みが続くなか、需給ギャップの改善が進むことで物価を力強く押し上げていく状況には至らないと予想する。

家計や企業の期待インフレ率も伸び悩んでいる。内閣府の「消費動向調査」と日銀「短観(先行き販売価格 DI)」から修正カールソン・パーキン法を用いて推計すると、12 月は前者が前年比+0.85%と、2013 年春の水準まで伸びが鈍化、後者も同▲0.2%と、2013 年 9 月以来のマイナスとな

った(図表1-22)。

今後のコア CPI は、エネルギー価格が下押し圧力となるなか、円安による押し上げも次第にはく落することで、当面は前年比ゼロ近傍での推移が続き、2015 年度通年では前年比+0.1%程度に落ち着くとみる。期待インフレが低下しつつあり、需要面からの物価の押し上げ圧力は弱いなか、その後の物価上昇ペースも緩慢とみており、2016 年度は同+0.4%前後、2017 年度も消費増税の影響を除くベースで同+0.6%程度の上昇にとどまると予想する。

(8) 壁に当たる金融政策

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入に伴い、日銀は今後、「量」・「質」・「金利」の三つの次元で、追加金融緩和を講じることができると謳っている。しかし、これを前向きな変更と受け止める向きは少数派だろう。むしろ、日銀自身、量の拡大が限界に近づいていることを認めたとみる向きが大半とみられる。

今回の追加緩和は、本来であれば年度末の決算期を控えた日銀からの格好のプレゼントになるはずだったが、その後も円高・株安トレンドが収まる気配はない。為替相場は日銀にとって「陰の」政策変数であり、このままだと早ければ次回3月の決定会合で追加緩和を検討せざるを得なくなる可能性もある。例え、3月の決定会合までに市場が無事反転しても、円安効果のはく落とともに、日銀の重視する「物価の基調」が下振れる可能性が高いことから、4月の展望レポートまではなんとか乗り切れても、7月あたりには再び正念場を迎えるということになりそうである。

追加緩和を実施する場合、手段としては、とりあえずマイナス金利幅の拡大が考えられる。マイナス金利の上限は、欧州の例からも、1%強程度までは下げられそうだというのが一般的な見方だが、現時点で早くもさまざまな副作用が生じていることを考えると、サプライジングな下げ幅を決定するのはほとんど不可能で、今後は追加緩和のたびに手探りで刻んでいかざるを得ない。当然、1回1回の追加緩和はバズーカとは程遠い内容になる。

そうなると、今度は量の拡大との合わせ技とする可能性が考えられる。国債の 10~20 兆円の買増しと、マイナス金利幅の小幅拡大、および買入れ年限の延長を組み合わせ、「量・質・金利のトリプル緩和」とでも称して打ち出すのが可能性の高い手段となるが、今回のマイナス金利の導入ですら、株式市場と為替市場には効果がわずか 3 日しか持たなかったことを考えると、これでも相場を反転上昇トレンドに乗せることができるかどうかはわからない。今後は何をやっても、金融政策の限界論が強まる一方となるのは確実である。自律的な相場反転のタイミングをうまく捉えることができれば予想以上に効く可能性もあるが、悲観一色に染まった状況であればなお難しい。

黒田バズーカも、今回の3弾目にしてついに株高・円安の演出に失敗した。とりわけ自国通貨安はこの手の政策の生命線であり、これでは追加緩和の意味がない。もともと、量的・質的緩和が円安・株高につながる理論的根拠は希薄であり、「期待の抜本的転換」という曖昧模糊としたルートに頼らざるをえなかった。2度に渡ってそうした状態を実現した黒田総裁の神通力はすでに失われつつあるとみるべきで、日銀はきわめて厳しい状況に追い込まれつつある。また、ドル・円相場は、日銀よりも米国の金融政策に左右される部分が圧倒的に大きく、米国の利上げ期待が急速に縮小しつつある現状では、日銀だけで円安に導くのは難しい。

現時点では、株価の自律的反転を前提に、次回の追加緩和は7月をメインシナリオとするが、このあたりは金融市場次第である。もちろん、何をやってもこれまでどおり景気や物価にさほど効くわけではなく、限界に突き当たる時期がその分早まるだけに終わるだろう。

(9)シナリオ分析

当社では、メインシナリオに加え、三つのサブシナリオを想定。相場見通しとあわせた概略は下記のとおり(相場予想は2016年度末までのイメージ)。

<メインシナリオ>明確なけん引役がないなか緩慢な回復が続く(示現確率:60%)

日本経済は、交易条件の改善が今後も景気を下支えするものの、内外需ともけん引役不在のなか、 景気回復ペースは緩慢なものにとどまる。株価は、世界経済の不透明感や量的・質的緩和政策の行き詰まりが意識され、振れの激しい展開に。為替市場では、米国の利上げペースの緩慢さ、日本の金融政策の限界などが意識されることで、円安トレンドの一巡が明らかとなる。長期金利は日銀のマイナス金利政策の影響で一段の下押し圧力がかかるが、市場取引が細っている分、潜在的な振れやすさは残る。

日経平均レンジ:14,000円~20,500円 10年国債利回りレンジ:▲0.15%~0.30%

ドル・円レンジ:105円~125円、ユーロ・円レンジ:115円~140円

<サブシナリオ1>「アベノミクス」大成功で物価2%が実現(示現確率:10%)

海外では、米国景気が力強さを取り戻し、世界景気をけん引する。中国も景気対策の効果で回復し、世界経済の安定度が高まる。国内ではマイナス金利政策に伴うインフレ期待の定着で、実質金利が大きく低下、企業の設備投資意欲が盛り上がる。安倍政権は大胆な規制改革を実施。アベノミクスへの海外投資家の期待が盛り上がり、株高が加速する。CPIは2016年度後半までに2%に達する。為替は当初円安も、日銀の出口戦略が現実味を帯びるため、年度後半は円高が進む。

日経平均レンジ:14,800円~23,000円 10年国債利回りレンジ:▲0.05%~1.00%

ドル・円レンジ:100円~128円、ユーロ・円レンジ:115円~145円

<サブシナリオ2>財政不安の台頭で金融市場が混乱(示現確率:10%)

アベノミクスは事実上の財政ファイナンスとの受け止め方が広がり、次第に財政不安が相場を支配し始める。金融市場はトリプル安となり、景気は失速。金利の高止まりは解消せず、スタグフレーション的状況が長期にわたって続く。

日経平均レンジ:11,000円~18,000円 10年国債利回りレンジ:▲0.05%~4.00%

ドル・円レンジ:110円~150円、ユーロ・円レンジ:125円~160円

<サブシナリオ3>世界同時不況の再来(示現確率:20%)

中国は、バブル崩壊的な景気と株価のスパイラル的な悪化が止まらず。欧州では、極右勢力が台頭し、統合への道筋が不透明化。ギリシャは改革を実行できず、支援継続への不透明感が高まる。新興国景気も軒並み悪化。世界景気に足を引っ張られる形で米国景気も失速し、世界同時不況へ。株は急落、為替はリスク回避的な超円高の再来、10年債利回りはマイナス幅が大きく拡大する。

日経平均レンジ:11,000円~18,000円 10年国債利回りレンジ:▲0.30%~0.20%

ドル・円レンジ:90円~120円、ユーロ・円レンジ:100円~140円

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

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

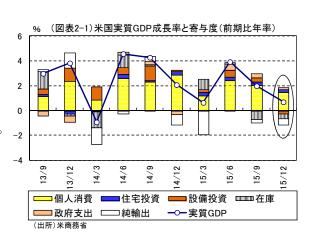
個人消費は、ガソリン安などによる実質所得の改善などを背景に、回復傾向が続くと予想する。 住宅投資は、低金利環境の長期化や、雇用環境の改善などに支えられ、持ち直し傾向で推移すると みる。

設備投資は、エネルギー関連業種の業況が足かせとなり、当面停滞気味の推移が続くとみている。 ただ、交易条件の改善が企業収益を下支えすることなどから、年央以降は徐々に回復に向かうと予 想する。輸出は、新興国景気の先行き不透明感や、ドル高の影響も残ることで、軟調な推移を余儀 なくされるとみる。

FRB(米連邦準備制度理事会)は、2015年12月に9年半ぶりの利上げを行なった。今後も景気回復が続くとみるが、インフレ圧力が強まるまでにはしばらく時間がかかるとみられることから、2017年末までの利上げペースはせいぜい年1,2回程度にとどまると予想する。

(1) 10-12 月期は低い伸び

10-12月期の米国実質GDP成長率 (速報値) は前期 比年率+0.7%と、7-9月期の同+2.0%から伸び幅 が縮小した (図表2-1)。需要項目別に見ると、まず 個人消費は、同+3.0%→+2.2%と、自動車販売な どが減少した結果、伸び幅が2四半期連続で縮小した。 住宅投資は同+8.2%→+8.1%と、低金利環境に支 えられ、2四半期連続で8%台の高い伸びとなった。 一方、設備投資は同+2.6%→1.8%と、機械投資 などが弱含み、13四半期ぶりに減少した。在庫投資 の成長率全体に対する寄与度は0.7%→0.5%と、



新興国景気の先行き不透明感などから在庫調整が進んだとみられ、2四半期連続のマイナス。輸出は新興国景気減速の影響で、前期比年率+0.7%→ \triangle 2.5%と3四半期ぶりに減少した一方、輸入は同+2.3%→+1.1%と5四半期連続で増加した。結果として、純輸出の成長率全体に対する寄与度は \triangle 0.3%→ \triangle 0.5%と、2四半期連続のマイナスとなった。政府支出は前期比年率+1.8%→+0.7%と、3四半期連続で増加したものの、伸び幅が縮小した。

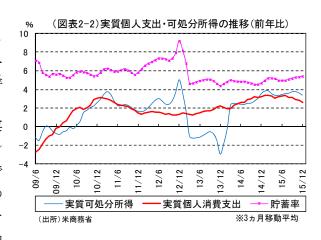
1-3月期も、海外景気減速などの影響で、低めの伸びにとどまると予想する。ただ、雇用環境の改善が続くとみられるほか、家計のバランスシートの正常化が進んでいることもあり、4-6月期以降は緩やかな景気回復が続くとみる。

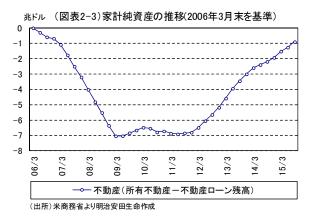
(2) 個人消費は回復基調が続くと予想

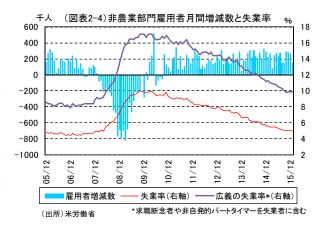
米国の個人消費は、雇用環境の改善などを背景に、2009年央以降、回復傾向で推移している。実質個人消費支出の伸び(前年比)を見ると、2014年秋以降は3~4%台の高めの伸びが続いている(図表2-2)。背景には、ガソリン価格の下落によって、家計の実質購買力が向上していることなどがある。ガソリン価格の推移を見ると、昨夏は1ガロン3ドル台後半で推移していたが、2015年以降は1ガロン2ドル台での推移が中心となっており、足元では1ガロン2ドルを下回る。EIA(米エネルギー情報局)によれば、原油価格が現在の価格水準で推移すれば、家計のガソリン代は年間で700~750ドル安くなると見込まれている。車社会と言われる米国では、家計への実質的な減税効果が今後も期待できる。

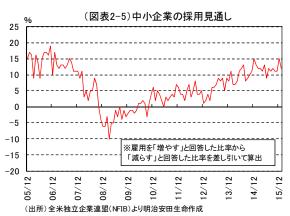
家計のバランスシートの正常化が進んでいることも、引き続き個人消費を下支えするとみている。米商務省が公表する資金循環表を見ると、家計の所有不動産から不動産ローン残高を差し引いた純ベースでの残高は、所有不動産がピークとなった2006年3月末からの減少分をほぼ取り戻している(図表2-3)。金融危機後、家計が不動産の債務返済を優先してきた状況は大きく改善している。

一方、1月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の 増加幅が+15.1万人と、12月の+26.2万人から縮小 し、堅調さを示す20万人を4ヵ月ぶりに下回った(図 表2-4)。業種別に見ると、輸送(同+1.7万人→ ▲2.0万人) が弱含んだほか、人材派遣(同+2.5万 人→▲2.5万人) なども減少した。ただ、12月に年末 商戦のオンライン販売で配達関連の雇用が急増した 反動といった特殊要因もあったとみられる。小売と 娯楽・宿泊をあわせた消費関連業種が堅調に推移し ているほか、失業率は4.9%へと低下し、ほぼ8年ぶ りの低水準となるなど、労働市場の改善傾向は続い ている。2010年以降の民間雇用者増加数を企業規模 別に見ると、従業員数が500名未満の企業が占める割 合が約8割を占め、中小企業が雇用回復をけん引して いる。中小企業の経済団体である全米独立企業連盟 (NFIB) の調査では、向こう3ヵ月の雇用を「増やす」 と回答した比率が「減らす」と回答した比率を上回 る推移が続いている(図表2-5)。海外景気への先行









き不透明感が強まるなかでも、内需を支える中小企業での採用見通しが底堅いことなどから、雇用者数は引き続き増加傾向が続くとみている。

ガソリン安などに伴い、家計の実質所得が改善しているほか、家計のバランスシートの正常化が進んでいること、雇用環境の改善が続くとみられることなどから、個人消費は今後も回復傾向が続くと予想する。

(3) 住宅投資は持ち直し傾向で推移するとみる

米国の住宅投資は、2011年央以降、持ち直し傾向が続いている。関連指標のうち、まず、住宅着工件数の推移を見ると、昨年央以降は伸び悩んでいる(図表2-6)。ただ、先行指標とされる住宅着工許可件数を見ると、ニューヨーク州で減税措置の期限切れ予定だった昨年6月までの駆け込み需要の反動で、昨夏にいったん落ち込んだものの、その後は回復トレンドを取り戻している。

販売件数のうち、新築住宅販売件数は回復基調が 続いている。中古住宅販売件数は、購入時の手続き 書類に関する規制変更に伴い、購入契約完了までの 時間が長期化したことで、11月にいったん落ち込ん だものの、12月には遅れた契約が計上され、回復傾 向を維持している。

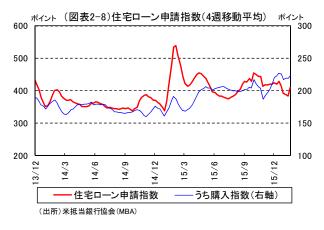
緩和的な金融環境は、引き続き住宅投資を押し上げるとみている。FRB (米連邦準備制度理事会)は昨年12月に9年半ぶりとなる利上げを行なったが、住宅ローン金利 (30年固定)は依然として歴史的な低水準で推移している(図表2-7)。米抵当銀行協会(MBA)が公表する住宅ローン申請指数を見ても、12月にいったん低下したものの、足元では改善に向かいつつある (図表2-8)。

一方、人口面から見た住宅需要も底堅いとみる。 米国の世帯数の推移を見ると、年間130万世帯のペースで増加しており、住宅着工件数の増加ペースを上回っている。雇用者数も増加傾向が続くとみており、購入者層の分母の拡大が引き続き住宅投資を押し上げるとみられる。

在庫不足の緩和がゆっくりとしたものにとどまっていることも、需給バランスを引き締めている。新 築住宅在庫件数を見ると、2012年央以降は緩やかな









(出所)米商務省、米不動産業協会(NAR)

増加傾向が続いているが、住宅バブル期以前と比べ、 依然として低水準である(図表2-9)。中古住宅在庫 件数も、住宅バブル期以前の低水準にとどまってい る。FRBが公表するベージュブック(地区連銀経済報 告)を見ると、2014年ごろから、建設業などの職種 で、熟練労働者の確保が難しいとの報告が増えてい る。建設業の専門人材や開発用地などが不足してい ることも、物件供給の遅れにつながっているとみら れ、在庫不足が和らぐのは、ゆっくりとしたペース にとどまるとみている。

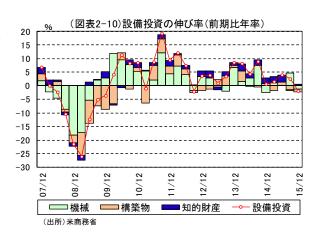
住宅物件の供給圧力が抑制的なものにとどまるなか、低金利環境が長期化していることや、雇用環境の改善が続くとみられることなどから、住宅投資は今後も持ち直し傾向で推移するとみる。

(4) 設備投資は年央以降回復に向かう

米国の設備投資は、2014年秋以降、機械投資と構築物投資がいずれも低調に推移していることで、停滞気味の推移となっている(図表2-10)。背景には、2014年夏場以降の原油安による影響で、シェールオイル・ガスを中心としたエネルギー関連企業の業況が低調に推移しているほか、資源国を中心とした海外景気が低迷していることなどがある。GDPの機械投資の算出に使用される非防衛資本財出荷(除く航空機)を見ると、2014年の秋以降、低調に推移しているほか、設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注(除く航空機)も、足元で減少ペースが加速している(図表2-11)。

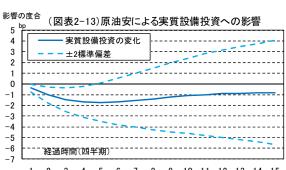
企業の生産活動も低調に推移している。鉱工業生産を見ると、2014年秋以降、低調に推移している(図表2-12)。とりわけ、エネルギーの生産が大きく落ち込んでおり、全体を押し下げている。原油価格は軟調な推移が続いていることから、石油掘削関連の機械などを中心に、設備投資には当面下押し圧力がかかり続ける可能性が高い。

一方、除くエネルギーの生産を見ると、緩慢ながら回復傾向を維持している。S&P500株価指数を構成する企業業績予想を見ても、10-12月期は2四半期連続の減益となり、エネルギーや素材の大幅減益が足かせとなる見通しであるが、一般消費や通信といった内需と関連の深い業種は増益の見込みである。た









1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 · 原油価格(WTI)、企業向け貸出金利の2変数VARモデルで試算。インパルス・レスボンスでは、コレスキー分解(変数順序は上記順)を利用し、500回のモンテカルロ・シミュレーションにより標準偏差を貸出。期間1999/4Q~2015/4Q、ラグは2次と設定(川所)米商務省、ファクトセットより眼治安田牛命作成

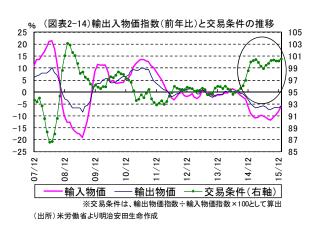
だ、原油価格、企業向け貸出金利、実質設備投資を変数としたベクトル自己回帰モデルによる当社試算では、原油価格が1%下落するという「ショック」を与えると、実質設備投資は1年半程度先まで下押し圧力が拡大する可能性が示唆される(図表2-13)。その後は下押し圧力が徐々に和らぐという結果になっており、設備投資への下押し圧力は緩和に向かうとみるが、悪影響が一巡するまでにはしばらく時間がかかろう。

一方、原油安に加えて、ドル高が進んだことから、 輸入物価は低下しており、交易条件は一昨年央と比 べ大きく改善している(図表2-14)。昨春には、原 油価格の持ち直しを受けて一時的に悪化したものの、 昨夏から原油価格は再び軟調に推移し、足元の交易 条件は持ち直している。原油価格は昨秋以降、下落 基調を強めていることから、今後の交易条件は改善 傾向が続く可能性が高い。交易条件の改善は、経済 全体では海外からの所得流入につながり、企業から みれば、今後の収益を下支えするとみられる。

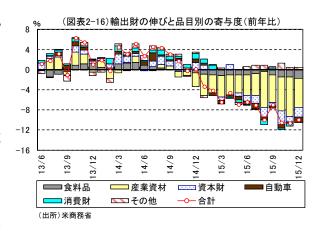
エネルギー関連業種の業況が足かせとなり、設備 投資は当面停滞気味の推移が続くとみている。ただ、 交易条件の改善が企業収益を下支えすることなどか ら、年央以降は徐々に回復に向かうと予想する。

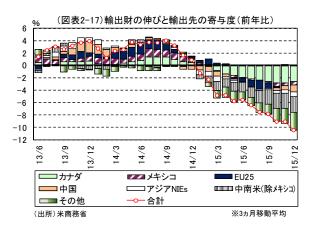
(5)輸出は軟調な推移を余儀なくされる

米国の輸出は、新興国の景気減速などを背景に、 2012年以降回復ペースが鈍化し、足元でも低調な推 移となっている(図表2-15)。輸出が低調である背 景には、ドル高と、海外景気の減速がある。財輸出 の伸び(前年比)を品目別に見ると、石油や化学な どの産業資材が落ち込んでいる(図表2-16)。穀物 などの食料品が低迷しているほか、足元では機械な どの資本財も弱含んでいる。国別では、NAFTA(北米 自由貿易協定)圏のカナダ向けや、ブラジルなどの 中南米向けが全体を押し下げているほか、中国を中 心としたアジア新興国向けも低迷している(図表 2-17)。資源国のカナダでは、商品相場の下落で設 備投資が冷え込んでおり、産業資材や機械などの品 目を中心に、米国からの輸入が落ち込んでいる。中 南米景気も、中国の景気減速を受け、穀物や鉱物の 輸出が弱含んでいることから、減速傾向が続いてい









る。なかでも、鉄鉱石や原油などの資源輸出国であ るブラジルは、景気の低迷が深刻化している。

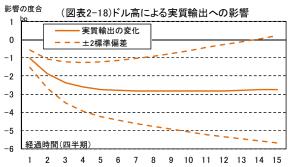
一方、ドル高も輸出の回復を抑制している。ドル の実質実効為替レートの推移を見ると、2014年央以 降はドル高傾向で推移し、15%程度のドル高が進ん だ。実質実効為替レート、実質輸出を変数としたべ クトル自己回帰モデルによる当社試算では、為替が 1%ドル高に振れるという「ショック」を与えた場合、 実質輸出は1年半程度先まで下押し圧力が拡大する 可能性が示唆される(図表2-18)。ドル高による悪 影響が一巡するには時間がかかるとみられ、輸出に はしばらく下押し圧力がかかり続けるとみられる。

主要輸出先である欧州は緩やかながら景気回復が 続いており、欧州向けの輸出が引き続き米国の輸出 を下支えするとみられる。また、中国の習近平国家 主席が昨年9月に訪米した際、航空機300機(380億ド ル相当)の新規購入が公表されるなど、航空機を中 心に輸送機器への海外需要も底堅い。ただ、新興国 景気の先行き不透明感や、ドル高の影響も残ること で、輸出は今後も軟調な推移を余儀なくされるとみ る。

(6) きわめて緩やかな利上げペースを予想

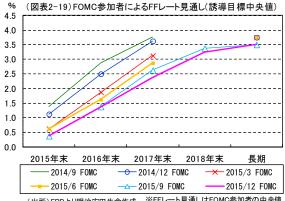
昨年12月15-16日開催のFOMC (米連邦公開市場委 員会)では、政策金利であるFFレートの誘導目標が 0.0-0.25%から、0.25-0.5%へと引き上げられ、 2008年12月から続いてきた実質ゼロ金利政策は7年 ぶりに解除された。一方、1月26-27日開催のFOMC では、政策金利がすえ置かれた。声明文では、景気 の現状判断が「緩やかなペースで拡大」から、「年 末に減速」へと下方修正されたほか、「世界経済と 金融動向を注視する」との文言が付け加えられ、海 外情勢への警戒姿勢が示された。

12月のFOMCで更新されたFFレート見通し(FOMC参 加者による見通しの中央値)を見ると、2016年末は 1.375%がすえ置かれたものの、2017年末は2.625% から2.375%、2018年末は3.375%から3.25%へと、 いずれも下方修正された(図表2-19)。FFレートの 見通しは更新されるごとに下方修正されており(5 回連続)、2018年までの利上げペースは概ね年1%に なる。FRBのイエレン議長は記者会見で、「FFレート

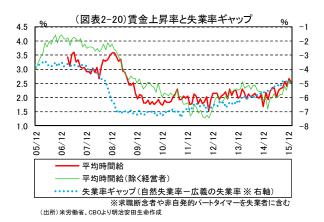


・実質実効為替レートと実質輸出を変数にVARモデルで試算。インパルス・レスポンス では、コレスキー分解を利用し、500回のモンテカルロ・シミュレーションにより標準 偏差を算出。期間1999/4Q~2015/4Q、ラグは2次と設定 (出所)米商務省、FRBより明治安田生命作成





(出所)FRBより明治安田生命作成 ※FFレート見通しはFOMC参加者の中央値





の緩やかな上昇が適切であり、初回利上げ後も、金融政策は緩和的」と述べ、金融政策の正常化には着手するが、今後の利上げをゆっくりと行なうとの見方を示した。2014年7月29-30日開催のFOMC議事録では、「ほとんど全ての参加者は、初回利上げとその後しばらくは25bpの誘導目標のレンジを設定することを支持している」ことが判明しており、一会合の利上げ幅が25bpとなる場合、FOMC参加者は年4回程度の利上げを予測していることになる。

もっとも、実際の利上げペースは、さらに緩やかなものになるとみている。12月の失業率は4.9%と、すでにFRBによる失業率の長期見通しのレンジである4.8-5.0%の中央値に達している(図表2-4)。一方、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)は足元で9.9%と、2010年4月の17.1%をピークに低下傾向が続いているが、現状のペースで改善が続いても、住宅バブル崩壊前の水準まで改善するのは、早くて2016年後半から2017年中ごろになる。平均時間給を見ても、1月は前年比+2.5%と、12月の同+2.7%から伸び幅が縮小した(図表2-20)。昨夏からは伸び幅が拡大傾向で推移しているが、住宅バブル崩壊前の同+3~4%台を依然として下回っており、賃金インフレは抑制されている。

輸入物価指数の推移を見ると、1月は前年比▲6.2%と18ヵ月連続のマイナスとなっている(図表 2-21)。除く石油ベースでも、同▲3.1%と、14ヵ月連続のマイナスであり、輸入物価によるディスインフレ圧力がかかり続けている。賃金の回復ペースが緩やかなものにとどまっているのに加え、原油価格の下落や、新興国の景気減速などから、輸入物価指数は今後も低調に推移するとみられ、インフレ圧力は引き続き抑制的なものにとどまるとみる。労働需給の引き締まりによって、賃金上昇率が加速し、インフレ圧力が強まるまでにはしばらく時間がかかるとみており、2017年末までの利上げペースはせいぜい年1,2回程度と予想する。

3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

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

個人消費は、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のに加え、原油価格の下落が家計の実質購買力向上につながると見込まれることなどから、今後も回復傾向が続くとみる。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、生産活動の停滞や景況感の改善の遅れなどから、慎重に投資を進める企業が多いとみられ、緩慢な回復にとどまると予想する。

ECB(欧州中央銀行)はインフレ低下への警戒感を一段と強めており、3月の政策理事会で追加金融緩和を決定すると予想する。

(1) ユーロ圏景気の回復の足どりは鈍い

10-12月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.3%と、7-9月期と同じ伸び幅となった(図表3-1)。国別の成長率を見ると、ドイツ(7-9月期:同+0.3%→10-12月期:同+0.3%)とスペイン(同+0.8%→+0.8%)が前期と同じ伸びにとどまったほか、フランス(同+0.3%→+0.2%)とイタリア(同+0.2%→+0.1%)はいずれも伸びが鈍化した。

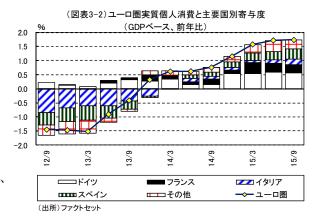
雇用環境の改善などを背景に、個人消費は回復傾 向が続くとみるが、新興国景気の減速などを受け、

輸出は引き続き伸び悩むとみられることなどから、ユーロ圏景気の持ち直しペースは今後も緩慢な ものにとどまると予想する。

(2) 個人消費は回復傾向が続くとみる

ユーロ圏の個人消費は2013年10-12月期以降、回復傾向が続いている。7-9月期の実質個人消費(GDPベース)は前年比+1.7%と、8四半期連続のプラスとなった(図表3-2)。主要国別では、イタリアやスペインの伸び幅が拡大したほか、ドイツも高めの伸びを維持している。

一方、GDPベースの実質個人消費に近い動きをする 実質小売売上高の推移を見ると、12月は同+1.4%と、 3ヵ月連続で伸び幅が縮小した(図表3-3)。ただ、 暖冬による冬物衣料の販売不振などが影響したとみ



られ、小売売上高の落ち込みは一時的な現象の可能性が高い。12月の新車登録台数は同+17.6%と、

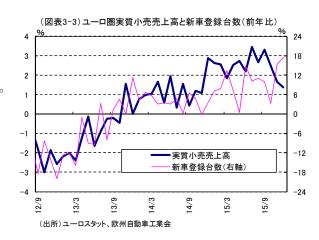
小売売上高に含まれない自動車販売は堅調に推移 していることもあって、個人消費の回復基調は途切 れていないとみている。

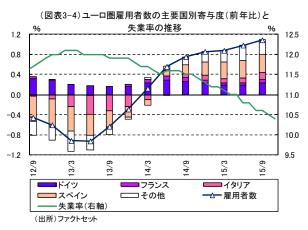
個人消費回復の背景には、雇用環境の改善がある。 ユーロ圏の雇用者数の推移を見ると、7-9月期は同 +1.1%と、2014年以降、プラス幅の拡大傾向が続いている(図表3-4)。主要国別では、ドイツが底 堅く推移しているほか、スペインとイタリアは労働 市場改革の進展などを背景に、伸び幅が拡大している。失業率(EU統一基準)も2013年春先以降、緩や かな低下傾向が続いており、12月は10.4%と、2011 年9月以来の水準まで改善した。欧州委員会の調査 によると、企業の雇用意欲はサービス業を中心に回 復傾向にあることなどから、今後も雇用環境の改善 傾向が続く可能性が高い。

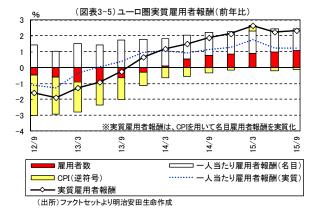
家計の実質購買力の向上も個人消費の回復を下支えしている。実質雇用者報酬の推移を見ると、7-9月期は前年比+2.3%と、前期の同+2.2%から伸び幅が小幅拡大した(図表3-5)。一人当たり雇用者報酬は2013年央以降、名目ベースでは伸び悩んでいるものの、2014年半ば以降の原油安を受け、インフレ率が低下していることで、実質ベースでは緩やかに伸び幅が拡大している。今後も供給過剰の長期化などを背景に、原油価格は軟調に推移すると見込まれることから、原油安に伴う実質購買力の改善が続くとみられる。

加えて、銀行貸出態度も緩和傾向にある。ECB(欧

州中央銀行)による銀行の消費者ローン貸出態度調査の結果を見ると、10-12月期は、「過去3ヵ月」の貸出態度について、「緩くした」と回答した割合と、「厳しくした」と回答した割合がほぼ同じとなったものの、「今後3ヵ月」の貸出態度については、「緩くする」と回答した割合が、「厳しくする」と回答した割合が、「厳しくする」と回答した割合を10四半期連続で上回った(図表3-6)。銀行貸出態度の緩和を背景に、消費者ローン残高も昨年央以降、持ち直し傾向が続いており、今後も緩和的な借入環境が個人消費を下支えすると見込まれる。雇用環境の改善が続いているほか、原油価格の下落が家計の実質購買力向上につながるとみられることなどから、ユーロ圏の個人消費は今後も回復傾向が続くとみる。







(図表3-6)ユーロ圏消費者ローン残高(前年比)と 消費者ローン等貸出態度 -12 -9 緩 -6 和 -3 3 6 -2 9 -3 5/3 5/9 3 □消費者ローン残高(右軸) 過去3ヵ月の消費者ローン等貸出態度 ┷ 今後3ヵ月の消費者ローン等貸出態度 (出所)ECB(欧州中央銀行)

(3) 固定投資は緩慢な回復にとどまると予想

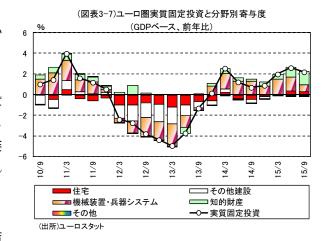
ューロ圏の固定投資は回復ペースが鈍化している。7-9月期の実質固定投資は前年比+2.2%と、前期の同+2.6%から伸び幅が縮小した(図表3-7)。実質固定投資の伸びを分野別に見ると、その他建設が同 $\blacktriangle0.3\% \rightarrow \& 0.3\%$ と、2四半期連続のマイナスとなったほか、住宅は同 $+1.4\% \rightarrow +1.3\%$ 、機械装置・兵器システムは同 $+6.2\% \rightarrow +1.4\%$ と、いずれも伸び幅が縮小した。

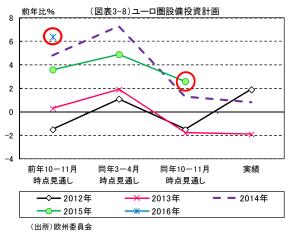
一方、企業の設備投資意欲は持ち直しつつある。 欧州委員会が年2回実施する設備投資計画調査の結果を見ると、2015年10-11月時点の調査では、2016年計画は前年比+6.4%と、前年10-11月時点の計画としては、過去5年間で最も高い水準となった(図表3-8)。2015年計画を見ても、昨年10-11月時点で同+2.6%と、前回調査(昨年3-4月時点、同+4.9%)からは下方修正されたものの、依然として2014年実績を上回っている。

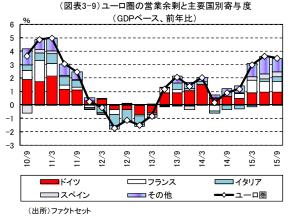
投資意欲回復の背景には、企業収益の改善がある。GDPベースの営業余剰の推移を見ると、2014年春先以降のユーロ安などを背景に、2014年半ば以降、改善傾向で推移している(図表3-9)。ユーロ相場は昨年春先以降、ユーロ高傾向で推移していることから、ユーロ安効果は今後徐々にはく落するとみられるが、原油安に伴う生産コストの低減などが引き続き企業収益の改善に寄与すると見込まれる。

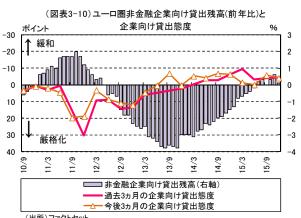
資金調達環境が好転していることも、今後の設備 投資の改善に寄与するとみられる。ECBの銀行貸出 態度調査を見ると、非金融企業への貸出に関して、 「過去3ヵ月」に貸出態度を「緩くした」と回答し た割合は、「厳しくした」と回答した割合を8四半 期連続で上回った(図表3-10)。「今後3ヵ月」の貸 出態度についても、「緩くする」と回答した割合が 「厳しくする」と回答した割合を上回って推移して いる。ECBによる量的緩和策などを背景に、貸出金 利が大きく低下していることもあり、緩和的な金融 環境が引き続き設備投資を下支えするとみている。

もっとも、今後の設備投資が計画どおり進捗するかどうかについては、不透明感が残る。12月の鉱工業生産は前年比▲1.3%と、13ヵ月ぶりのマイナスとなり、昨秋ごろから低調に推移している(図表









(出所)ファクトセット

3-11)。新興国景気の減速に伴う輸出の鈍化などから、生産活動は今後も停滞気味の推移が続く可能性が高く、設備過剰感の大幅な緩和は見込みづらい。

企業景況感の回復の遅れも設備投資の弱さにつながるとみられる。ユーロ圏の景況感指数の推移を見ると、2014年半ば以降、サービス業や建設業などの景況感が改善傾向にある一方、鉱工業景況感は一進一退での推移が続いている(図表3-12)。新興国経済の先行き不透明感などが重しとなることで、鉱工業景況感は今後も足踏みが続くとみられ、多くの企業が計画よりも慎重に設備投資を進めるとみている。

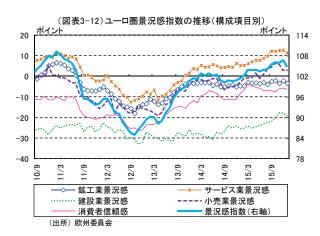
加えて、欧州債務問題で大きな打撃を受けた南欧諸国では、依然として銀行の不良債権問題がくすぶっている。欧州銀行監督機構(EBA)の調査によると、EUの銀行の不良債権額は2015年6月末時点で約1兆ユーロと、貸付金全体の5.6%を占める。不良債権比率を主要国別に見ると、ドイツとオランダがともに約3%と、低水準にとどまる一方、イタリアとポルトガルはいずれも16%を越えているほか、キプロスは50%近くに上る。東欧向け融資残高の多いイタリアを中心に、新興国景気の減速などによって資産が一段と劣化する懸念も残ることから、南欧諸国では企業向け融資の本格的な回復には、なお時間を要するとみられる。企業のバランスシート調整圧力が続いていることも下押し圧力となって、固定投資は緩慢な回復にとどまると予想する。

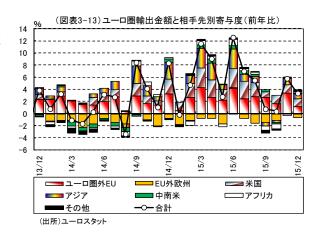
(4)輸出は伸び悩む展開が続くとみている

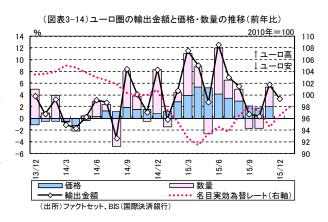
ユーロ圏の輸出は伸び悩んでいる。四半期ベースの輸出金額の伸びを見ると、10-12月期は前年比+3.1%と、7-9月期の同+4.4%から伸び幅が縮小した。12月までの輸出金額の推移を相手先別に見ると、英国などのユーロ圏外EU向けが回復傾向で推移しているものの、中国などのアジア向けの伸び幅が大きく縮小しているほか、ロシアなどのEU外欧州向けは前年比マイナスで推移し、全体を押し下げている(図表3-13)。

前年比ベースの輸出金額の伸びを数量と価格に分解すると、輸出価格は昨年春先以降のユーロ高を受けて、プラス幅が縮小傾向となっているほか、輸出



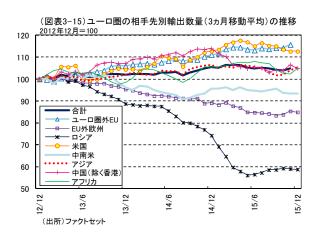






数量は昨夏以降、一進一退での推移が続いている (図表3-14)。ユーロの名目実効為替レートを見る と、昨年春先以降、ユーロ高傾向となり、足元では ECBが国債買入れ策の実施を発表した昨年1月を上 回る水準となっている。これまでのユーロ安効果が はく落しつつあることが、足元の輸出金額の伸びの 鈍化につながっている。

一方、輸出の実勢を示す輸出数量について、相手 先別の推移(季調値)を見ると、主要輸出先である 英国を中心とするユーロ圏外EU向けは底堅く推移

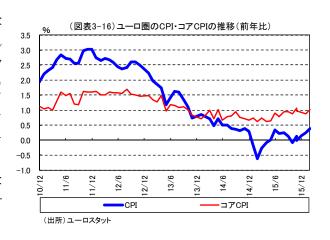


しているものの、米国向けは昨年半ば以降、低下傾向が続いている(図表3-15)。米国向けの輸出数量を品目別に見ると、化学製品や食品などが回復傾向にある一方、機械類・輸送機器やその他の製品は昨年半ばごろから軟調に推移している。ユーロ高に加え、米国企業の在庫調整などが輸出数量の下押し圧力になったとみられる。新興国向けも引き続き低調である。景気が低迷している中南米向けは昨夏以降、低下傾向が続いており、足元では2014年秋ごろの水準まで低下している。一方、ロシアなどのEU外欧州向けは、昨年央には下げ止まり、その後は持ち直しに向かいつつあるが、EUはロシアに対する経済制裁を再度延長して7月まで継続するとしていることなどから、持ち直しペースはきわめて緩やかなものにとどまろう。中国などのアジア向けも、足元では回復に向かう兆しが見えるが、中国景気の減速傾向が続くなか、持続的な動きにはならない可能性が高い。

主要相手先である米国向けの輸出は足元で弱含んでいるものの、同国の景気は回復傾向が続くと見込まれることなどから、今後は徐々に上向くとみている。加えて、英国などのユーロ圏外EU向けも底堅く推移しており、米英向けが引き続き全体を下支えしよう。ただ、景気減速が続く新興国向けは引き続き低調に推移するとみられることなどから、ユーロ圏の輸出は伸び悩む展開が続くとみている。

(5) ECBは3月に追加金融緩和を決定すると予想

ECBは2015年12月の政策理事会で、①中銀預金金利の引き下げ(▲0.2%→▲0.3%)、②資産買入れ策の実施期間の6ヵ月間の延長(2016年9月末→2017年3月末)、③償還元本の再投資、④地方債を資産買入れ策の対象に加えることなどを決定した。一方、1月の政策理事会では、金融政策はすえ置きとなったものの、ECBのドラギ総裁は理事会後の記者会見で、「新たなスタッフ予想が発表される3月理事会で、金融政策のスタンスを見直し、場合によっては再検討する必要がある」と述べ、次回3月の政策理事会で、追加緩和に踏み切る可能性を示した。



ECBがハト派的な姿勢を強めている背景には、インフレ低下への警戒感がある。CPI (消費者物価指数) の推移を見ると、1月は前年比+0.4%と、2ヵ月連続で伸び幅が拡大したものの、コアCPIは昨夏以降、同+1.0%前後での推移が続いており、基調的な物価上昇圧力は弱い(図表3-16)。加えて、昨冬以降、原油価格が下落傾向を強めていることなどから、原油安に伴うエネルギー価格の下

落などが引き続きインフレ率を抑制するとみられる。ECBの12月のインフレ見通しでは、1バレル当たり52ドルの原油価格を前提に、2016年のCPIは通年で同+1.0%になるとの予測が示されていたが、ドラギ総裁は1月の会見で、「足元の原油相場の動向を踏まえると、2016年のインフレ率は12月のスタッフ予想を大幅に下回る見通しである。インフレ率は当面、きわめて低い水準か、もしくはマイナスで推移するとみられ、上向くのは今年のかなり遅い時期になるだろう」と述べ、低インフレの長期化への懸念を示した。

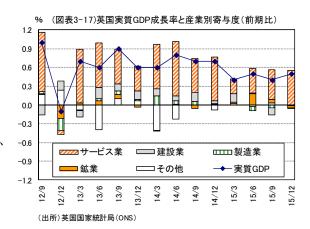
一方、12月理事会の議事要旨では、10bpの中銀預金金利引き下げは、著しい副作用を引き起こす可能性が低く、必要が生じた場合に追加利下げの余地を残すことに利点があるとの見方が示されている。加えて、ドラギ総裁は1月の会見で、「政策金利は長期間にわたって、現在の水準か、より低い水準にとどまるとみている」と述べ、今後の利下げの可能性を示唆しており、中銀預金金利のマイナス幅拡大のハードルは低いとみられる。一方、12月理事会の議事要旨によると、幾人かのメンバーは資産買入れ額の拡大について、リスクと副作用があり、デフレのような非常事態に対してのみ用いるべき政策であると主張していることなどから、ECBが毎月の資産買入れ額の増額に踏み切るのは、原油価格の急落や、景気の下振れリスクの高まりなどによって、デフレ懸念が一段と高まった場合に限られよう。足元では、原油安やユーロ相場の上昇などによって、ディスインフレ圧力が着実に強まっていることから、ECBは3月の政策理事会で、中銀預金金利の引き下げなどの追加金融緩和を決定すると予想する。

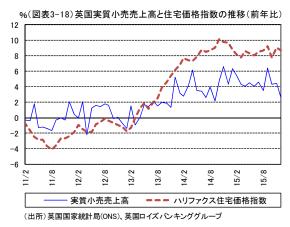
(6) 英国経済は緩やかな回復が続くと予想

英国景気は底堅い推移が続いている。10-12 月期の実質 GDP 成長率 (速報値) は前期比+0.5% と、12 四半期連続のプラス成長となり、伸び幅も前期の同+0.4%から拡大した(図表 3-17)。産業別に見ると、鉱業は同 $\blacktriangle1.4\%$ と、5 四半期ぶりのマイナスとなったものの、サービス業は同+0.7% と、12 四半期連続のプラスとなり、伸び幅も前期の同+0.6% から拡大し、全体を押し上げた。

今後については、新興国景気の低迷などを背景に、輸出の伸び悩みが続くとみられるものの、実質所得の改善などに支えられ、個人消費が底堅く推移すると見込まれることなどから、景気は緩やかながらも回復傾向で推移すると予想する。

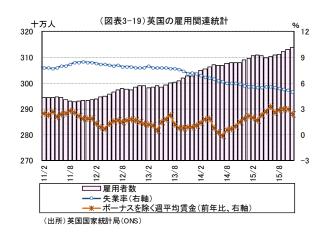
個人消費は、回復傾向が続いている。実質小売売上高を見ると、12月は前年比+2.6%と、32ヵ月連続のプラスとなった(図表 3-18)。前月の同+4.4%から伸び幅が縮小したものの、暖冬の影響で、衣料品などが不振だったことが大きいとみている。底堅い消費の背景には、雇用環境の改善がある。GDPの約8割を占めるサービス業では、企





業収益の改善が続いていることで、採用意欲が強く、求人数は 2012 年以降、均せば増加傾向で 推移し、雇用者数も増加基調が続いている。一方、所得環境の改善ペースは鈍い。ボーナスを 除く週平均賃金は、昨年7月以降、伸びの鈍化が続いている(図表3-19)。ただ、名目賃金が伸び悩むなかでも、原油安に伴うインフレ率の低下を受け、実質購買力が改善傾向にあり、個人消費は回復傾向が続くと予想する。

住宅価格上昇に伴う資産効果も、引き続き個人 消費を後押しするとみる。住宅価格は、住宅ロー ン貸出基準の厳格化などを背景に、2014年半ば以 降、上昇ペースが鈍化したものの、2015年初ごろ から、持ち直しつつある。今後は、4月に2軒目以



降の住宅購入に対する課税強化が予定されているものの、物件の供給不足や、昨年 12 月に導入 した、初回住宅購入者に対する支援策の下支え効果もあって、英国の住宅価格は均せば緩やか な上昇傾向が続くとみている。

一方、輸出は停滞している。地域別に見ると、中国向けが、2015年後半以降、大きく減少しているほか、主要相手先であるユーロ圏への輸出も、2013年末ごろから低迷が続いている。今後についても、新興国景気の減速などを背景に、輸出は伸び悩むとみている。

固定投資の回復の足取りも鈍い。鉱工業生産を見ると、2014年以降、伸び悩みが続いている。 12月は前月比▲1.1%と、2012年ぶりの大幅なマイナスとなった。鉱業は、暖冬の影響もあって 伸び悩んでいるほか、製造業も、夏ごろから低調な推移が続いており、回復が見通せない状況 となっている。今後も、原油価格の低迷などを受け、北海油田の投資は抑制された状態が続く とみられるほか、輸出回復の鈍さや、EU離脱問題に絡んだ先行き不安もあって、企業の投資マインドの改善は遅れるとみており、固定投資は一進一退での推移が続くと予想する。

2月の金融政策委員会 (MPC) では、政策金利 (0.5%)、資産買取り枠 (3,750 億ポンド) が全会一致でともにすえ置かれた。昨年8月以降、9名のメンバーのうち唯一利上げ票を投じてきたマカファーティー委員は、物価低迷のさらなる長期化が見込まれることなどから、利上げの主張を取り下げた。

足元では、賃金の伸びが緩慢なことなどから、基調的な物価上昇圧力は弱い状況が続いている。加えて、エネルギー価格の低迷が続くとみられることもあって、2016 年の CPI は、年を通じて 1%を下回る水準にとどまるとみている。ただ、英国景気の回復が続くとみられるなか、雇用需給の引き締まりが緩やかながらも賃金を押し上げていくとみる。エネルギー価格もベース効果のはく落でマイナス寄与幅の縮小が見込まれることから、2017 年にかけてはインフレ圧力が強まるとみており、英中央銀行 (BOE) は、2017 年後半ごろには利上げを実施すると予想する。

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は、減速傾向で推移している。政府は、経済の質・効率を重視し、安定成長と構造改革の両立をめざしている。今後も、不動産投資を抑制しつつ、製造業の過剰設備を解消し、消費主導の経済構造への転換をめざしていくと考えられる。ただ、生産・投資が鈍化傾向で推移するなか、消費の回復ペースは緩慢で、景気の下振れ圧力が強い状況が続いている。中国政府は、引き続き財政・金融政策で下支えしていくことで、景気の失速は避けられるとみるが、景気は緩やかな減速傾向で推移すると予想する。

(1) 中国景気は減速傾向が続く

中国の2015年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.8%と、7-9月期の同+6.9%から伸びが鈍化した(図表4-1)。前期比ベースでも+1.6%と、前期からプラス幅は縮小しており、減速傾向が続いている。投資や輸出の低迷が続いているほか、消費の回復ペースも緩慢なものにとどまった。

中国政府は、不動産投資の抑制や、製造業の過剰生産設備の解消を図りつつ、投資主導から消費主導の経済構造への転換を進めており、2016年はこうした動きを加速させる年としている。ただ、足元では、構造改革が遅れるなか、景気の下押し圧力が強い状況が続いている。政府は、財政・金融政策で下支えしていくことで、景気の失速を避けつつ、今後5年間の成長率の



(図表4-2)中国実質GDP成長率予測(前年比)

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

(%)

最低ラインとする年平均+6.5%を意識した景気の舵取りを行なっていくとみている。2016年通年の実質 GDP 成長率は同+6.6%、2017年は同+6.4%と予想する(図表 4-2)。

(2) 企業マインドは中小企業を中心に低迷

企業マインドは低迷している。国家統計局が発表する1月の製造業 PMI(購買担当者景気指数)は 49.4、前月差▲0.3 と、2 ヵ月ぶりのマイナスとなり、製造業活動の拡大と縮小の境目を表す 50 を 6 ヵ月連続で下回った(図表 4-3)。PMI を構成する 5 項目中、4項目(生産、新規受注、原材料在庫、サプライヤー納期)が悪化、改善は1項目(雇用)のみとなっている。悪化した項目では、生産(51.4、同▲0.8)や新規受注(49.5、同▲0.7)のマイナス幅が大きかった。

企業規模別では、大型企業(50.3、同▲0.6) が 50

を上回った一方、中型企業(49.0、同▲0.6)と小型企業(46.1、同+1.2)はいずれも50を下回る

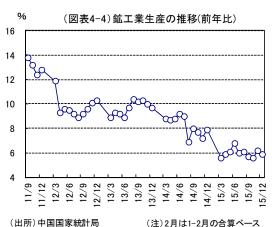
推移が続いている。国家統計局の PMI は調査対象が国有企業中心だが、相対的に中小規模の民間企業が多いとされる「財新」の製造業 PMI (48.4、同+0.2) を見ると、前月から改善したものの、節目の 50 を 11 ヵ月連続で下回っており、中小企業ではより厳しい経営環境が続いている様子が示されている。

実際の経済の動きを示すハードデータも低迷している。2015年通年の鉱工業生産は前年比+6.1%と、2014年の同+8.3%から伸びが鈍化、足元でも、同+6%前後で一進一退の動きが続いている(図表 4-4)。主要品目を見ると、小型車向けの減税策といった政策効果によって、乗用車生産台数は持ち直しているものの、発電量、セメント・鋼材・非鉄金属の生産量などでは前年を下回る推移が続いている(図表 4-5)。

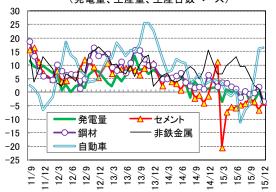
固定資産投資は、昨年春ごろから減速傾向を強めており、2015年1-12月は同+10.0%と、2014年通年の同+15.7%から伸びが大きく鈍化した(同統計は年初からの累計値で発表)(図表 4-6)。インフラ関連分野では、水利・環境事業等は依然として同+20%を上回っているものの、運輸では昨年春ごろから伸びに陰りがみえる(図表 4-7)。他の業種では、主力の不動産業が同+2%台まで伸びが鈍化したほか、鉱業も前年比マイナス傾向で推移している。

今後についても、政府が構造改革を進めるなか、鉄鋼や石炭など、過剰生産設備の解消に向けた動きが続くとみられることから、生産は減速傾向で推移するとみる。固定資産投資も、生産の低迷や、不動産在庫の調整圧力が続くと見込まれることで、伸びの鈍化傾向が続くとみている。2016年通年では、生産が同+5%台前半、固定資産投資は同+10%を下回る伸びとなる可能性が高い。

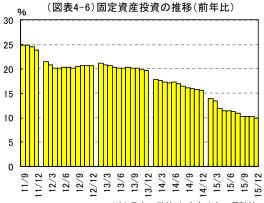
(3)輸出は低迷が続く



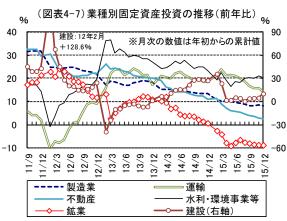
(図表4-5)業種別鉱工業生産の推移(前年比) (発電量、生産量、生産台数ベース)



(出所)中国国家統計局 (注)2月は1-2月の合算ベース



(注)月次の数値は、年初からの累計値 (出所)中国国家統計局 (春節の影響で1月は発表なし)



(出所)中国国家統計局

本向けが同 $\triangle 4.6\%$ と6四半期連続のマイナス、EU向けが同 $\triangle 0.5\%$ と3四半期連続のマイナス、香港向けも同 $\triangle 0.2\%$ と4四半期連続のマイナスとなった。こうした地域向けは、1月もマイナスとなっており、輸出の減速に歯止めがかからない状態が続いている。

製造業 PMI の構成項目以外である新規輸出受注指数を見ると、1 月は 46.9、前月差▲0.6 と前月から悪化したほか、16 ヵ月連続で 50 を下回っており、今後も輸出の停滞が続く可能性を示唆している。

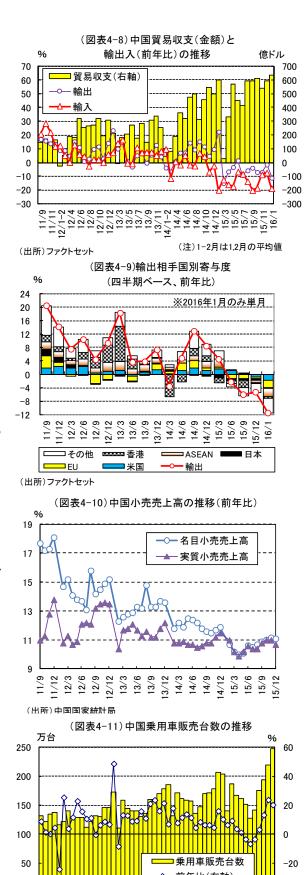
2015 年 7-9 月期の中国への直接投資は前年比▲ 43.3%と、大幅マイナスとなるなど、中国への投資が冷え込んでいる。人件費などのコスト上昇を背景に、製造業の生産拠点として中国の魅力が低下していることが影響していると考えられる。また、事実上米ドルにペッグしてきたことなどを背景に、実質実効為替レートはこの5年間で30%近く上昇しており、中国の価格競争力の低下につながっている。これらが下押し圧力となるため、今後も輸出は低迷が続くと予想する。

(4)個人消費は緩やかな回復傾向

12 月の名目ベースの小売売上高は前年比+11.1% と、前月の同+11.2%からやや鈍化したものの、均せば回復傾向が続いている(図表 4-10)。売上高 500 万元以上の企業の集計値で、主要品目別の動きを見ると、オフィス用品(11月:同+22.2% \rightarrow 12月:同+8.5%)や通信機器(同+12.2% \rightarrow +3.9%)では、これまでの高い伸びが一服しつつあるものの、売上高に占めるウェイトが最も大きい自動車(同+9.0% \rightarrow +8.1%)は、昨秋以降均せば回復傾向にあるほか、娯楽用品(同+23.7% \rightarrow +28.6%)や家具(同+14.5% \rightarrow +16.5%)なども底堅く推移している。

中国汽車工業協会発表の乗用車販売台数を見ると、10月から排気量が 1.6L以下の乗用車を対象とした自動車取得税が引き下げられたことなどを背景に、持ち直し傾向となっており、12月は同+20.3%と、2ヵ月連続の 20%台となった(図表 4-11)。今後の新車販売については、北京や上海などの沿岸部での新車購入制限などが下押し圧力になるとみるものの、政策効果を背景に、底堅い推移が続くと予想する。

オンライン取引も小売売上高の回復につながっている。小売売上高全体が年率10%以上のペースで拡大



12/3 12/6 12/9 2/12

(出所)中国汽車工業協会

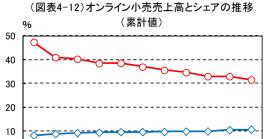
13/3 13/6 13/9 3/12 14/6 14/9 4/12 15/3 15/9 5/12 するなか、オンライン経由での取引は同+30%以上で推移しており、全体に占める割合も緩やかながら拡大傾向にある(図表 4-12)。オンラインでの取引は実店舗経由での取引減少につながるものの、実店舗が近隣にない地域で商品が購入できる環境が整いつつあることが、消費の裾野を広げているとみられる。

雇用環境は底堅く推移している。都市部の新規就業者数は、7-9月期に早くも政府の2015年の年間目標を前倒しで達成している。また、労働力人口が減少傾向となるなかで人手不足感が高まっているほか、政府が2020年までに国民所得を2010年比で倍増する計画を打ち出していることもあって、賃上げ圧力が続いている。今後の個人消費は、底堅い雇用・所得環境や政策効果などが下支えとなって、緩やかな回復が続くとみている。

(5) 住宅市場は2極化が進む

主要 70 都市の新築住宅価格(単純平均)の推移を見ると、12 月は前月比+0.2%と、8 ヵ月連続のプラスとなったほか、前年比ベースでも+0.2%と、16 ヵ月ぶりのプラスとなるなど、住宅価格は持ち直し傾向で推移している(図表 4-13)。ただ、深セン、上海、北京などの大都市が上昇をけん引している形で、地方の都市では、依然として下落している地域も多く、住宅市場の2極化が進んでいる。

不動産開発投資を見ると、2015年初は前年比+10%だったものの、1-12月期(年初からの累計)は同+1.0%まで鈍化した(図表 4-14)。不動産在庫も、2015年初の同+24.4%から、1-12月期(年初からの累計)は同+15.6%まで伸びが縮小したものの、依然として、前年比二桁以上の在庫増が続いており、地方都市を中心に供給過剰感は強い。

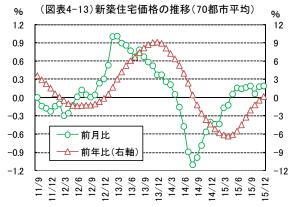


オンライン売上高(前年比)

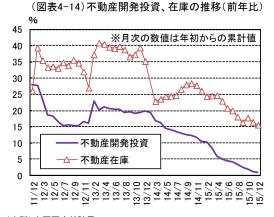
オンライン売上高が全体に占める割合

(出所)中国国家統計局

Λ



(出所)中国国家統計局



(出所)中国国家統計局

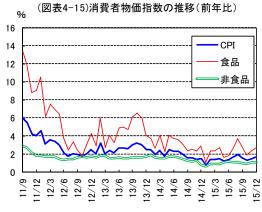
こうしたなか、人民銀行と銀行業監督管理委員会は、2月2日に住宅購入緩和策を発表した。大都市以外の地域で、1軒目の住宅購入に対し、頭金の最低比率を現行の25%から20%へ引き下げたほか、2軒目の住宅購入についても、40%から30%に引き下げるなど、過剰在庫の削減に向けた取組みを行なっている。ただ、地方都市を中心に供給過剰感が残るとみられることから、不動産価格の持ち直しペースは鈍いものにとどまると予想する。

(6) ディスインフレ圧力が続く

消費者物価指数 (CPI) は、2013 年 10 月以降、均せば鈍化傾向で推移している(図表 4-15)。12 月は前年比+1.6%と、2 ヵ月連続でプラス幅が拡大したものの、依然として 1%台半ばでの推移が

続いており、2015 年通年では同+1.4%と、政府目標 の+3.0%前後を大きく下回った。CPIの内訳を見ると、 国民の関心の高い食品価格(11月:同+2.3%→12 月:同+2.7%) は伸びが拡大した。主要品目の豚肉 (同+13.9%→+14.0%) や野菜 (同+9.4%→+ 11.8%)のプラス幅が拡大したことなどが、食品価格 を押し上げた。一方、非食品価格は 2014 年秋以降、 同+1%前後での推移が続いている。今後も、内需の 回復が鈍いなか、需要面からの押し上げ圧力も弱いこ とで、2016年のCPIは1%台の推移が続くとみる。

こうしたなか、人民銀行は 2015 年に 5 回利下げを 実施し、貸出基準金利は2月の5.60%から4.35%ま で低下した(図表 4-16)。ただ、低インフレで実質金 利の高止まりが続くなか、企業の資金調達コストも高 止まりが続いていることから、2016年は春先までに1 回、2016年合計で2回程度の追加利下げを行なうとみ ている。また、人民銀行は、公開市場操作を通じて、 4,000~6,000 億元もの資金供給を1月に3回実施した。 1回当たりの規模は、大手行の預金準備率の 50bp 引き 下げにほぼ相当する。春節(2016年は2月7-13日) 前の資金需要や、元買い介入で流動性が引き締まった ことなどに対応するためとみられる。今後についても、



(出所)中国国家統計局



(出所)中国人民銀行より明治安田生命作成

景気減速を受けた資金流出が続く可能性が高く、元安圧力が強い状況が続くと予想する。人民銀行 は緩やかな元安を維持するため、元買い介入を続けるとみるが、同時に国内の金融引き締めにもな ることから、引き続き流動性供給で対応するとともに、預金準備率の引き下げも2016年中に3回程 度実施するとみている。

(7) 成長率の最低ラインを守りつつ、景気の軟着陸を図る

中国政府は、2010-2020年の10年間で、名目GDPの規模と国民一人当たりの所得を倍増させる目 標を掲げており、そのためには、今後5年間で年平均6.5%の成長率を最低ラインとしている。政府 は、安定成長に向け、消費主導の経済への構造転換に取り組んでおり、GDP の需要項目別の構成比は、 総資本形成が 2011 年の 4 割から 2015 年には 3 割まで縮小する一方、最終消費は 5 割から 6 割まで 拡大した。こうした動きを進めていくには、構造改革の着実な進展と生産性の向上が求められる。 昨年12月の中央経済工作会議でも、「5つの任務」と称して、①過剰生産能力の解消、②企業のコ スト引き下げ、③不動産在庫の解消、④有効な供給を拡大、⑤金融リスクの防止・解消に取り組む とし、供給サイドの改革を強調している。ただ、過剰生産能力を抱える企業の多くは国有企業であ り、急速な改革は雇用環境の悪化などを通じて、景気の失速をもたらす可能性が高い。リーマン・ ショック時の大型景気対策で過剰生産設備を抱え込んだこともあり、今後は大規模な財政政策は行 なわれないとみるが、一方で政府は財政赤字比率の引き上げを容認する方針も示している。したが って、景気の大幅な下振れリスクが高まった場合には、財政出動によって成長率の最低ラインを守 りつつ、構造改革をゆっくりと進めることで、景気の軟着陸を図っていくとみている。

5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

〈要 約〉

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

韓国、台湾、シンガポールは、引き続き輸出の伸び悩みが足かせとなって、停滞気味の推移を予 想する。ASEAN 諸国のうち、マレーシアでは、資源安に伴う交易条件の悪化を受け、景気は減速傾向 が続く可能性が高い。タイでも、家計債務負担の増加が個人消費の下押し圧力となり、景気回復ペ 一スは鈍いままとみる。一方、インドネシアは、公共投資が下支えとなって、景気は緩慢ながらも 回復傾向で推移するとみる。フィリピンでは、底堅い在外労働者からの送金を背景に、景気は底堅

く推移すると予想する。インドについても、これま

豪州景気は、民間固定投資の減速を背景に、停滞 気味の推移が続くと予想する。政策金利は、今年の 半ばまでに引き下げられよう。

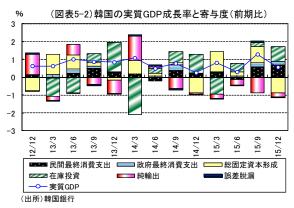
(1) アジア NIEs 諸国は輸出が下押し圧力に <韓国>

韓国の10-12月期の実質GDP成長率(速報値)は 前期比+0.6%と、7-9月期の同+1.3%から、伸び 幅が鈍化した(図表5-2)。家電などの個別品目を 対象とした消費税率の引き下げなどを受け、民間最 終消費の伸び幅が拡大したほか、輸出も2四半期ぶ りの増加となった。ただ、これまで高い伸びが続い

(図表5-1)その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測 (%)

での利下げの効果もあって、安定成長が続くとみる。		2014年	2015年	2016年	2017年
金融政策については、景気を下支えするため、韓		(実績)	(実績・予測)	(予測)	(予測)
国、台湾、シンガポール、インドネシアでは追加緩	韓国	3.3	3.0	2.8	3.0
	台湾	3.9	0.9	1.6	2.4
和が実施されるとみる。一方、フィリピンでは、物	シンガポール	3.0	2.1	2.0	2.3
価上昇に対処するため、利上げが実施されると予想	フィリピン	6.1	5.8	6.1	6.1
	インドネシア	5.0	4.8	5.0	5.2
する。タイ、マレーシア、インドでは、様子見スタ	タイ	0.9	2.8	3.1	3.0
ンスを続けるとみている。	マレーシア	6.0	4.6	4.5	4.7
豪州景気は、民間固定投資の減速を背景に、停滞	香港	2.5	2.4	2.3	2.5
	インド	7.3	7.6	7.7	7.9
気味の推移が続くと予想する。 政策金利は、今年の	豪州	2.6	2.3	2.6	2.8

(注)インドは年度ベース(4月~翌3月)



てきた建設投資が減少に転じ、全体を押し下げた。今後について、まず、民間最終消費は、原油安 に伴う実質購買力の改善が下支えするとみるものの、消費減税終了に伴う反動減が下押し圧力とな ることで、力強さに欠く展開が続くと予想する。輸出は、通貨安傾向が価格競争力の改善につなが るとみるが、中国景気の減速を背景に、回復ペースは鈍いものにとどまるとみられ、韓国景気は停 滞気味の推移が続くと予想する。政策金利は6月に1.75%から1.50%へ引き下げられ、その後は8ヵ 月連続ですえ置かれている(図表5-3)。消費者物価指数(CPI)は増税による押し上げがはく落し たことで、1月が前年比+0.8%と、4ヵ月ぶりに伸び幅が縮小した(図表5-4)。景気の弱さが続く とみられることで、ディスインフレ圧力も強まるとみており、春ごろまでの追加利下げを予想する。

く台湾>

台湾の10-12月期の実質GDP成長率は前年比▲0.3%と、2四半期連続のマイナスとなったものの、

マイナス幅は前期から縮小した(図表5-5)。輸出や 総資本形成の低迷が続いたが、政府による省エネ家 電を対象とした補助金給付などの支援策を受け、個 人消費の伸びが拡大し、全体を押し上げた。

今後も、政府の支援策が消費を下支えするとみるが、輸出は中国景気の低迷のほか、中国国内企業との競争が高まっていることで、回復が遅れるとみており、台湾景気は停滞気味の推移が続くと予想する。

中銀は9月に続き12月にも政策金利を1.750%から1.625%へと、引き下げた。景気が停滞するなか、今後もインフレ圧力の弱さが続くとみており、春ごろまでに追加利下げが実施されると予想する。

くシンガポール>

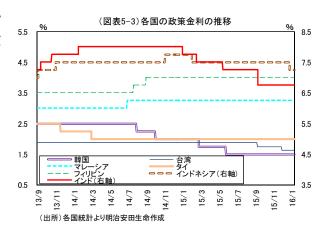
シンガポールの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+2.0%と、前期の同+1.8%から伸びが拡大したものの、低調な推移が続いている(図表5-6)。個人消費は、車両所有権価格の下落が、自動車取得を促していることで、底堅く推移したものの、輸出の減速が響いた(図表5-7)。

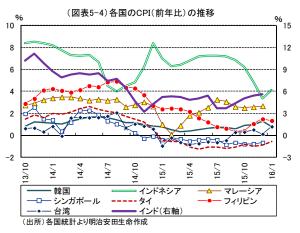
個人消費は外国人雇用規制による人手不足を受け、賃金が増加傾向となっているほか、原油安効果もあって家計の実質購買力が改善していることなどから、今後も底堅い推移が続くとみる。ただ、中国景気の先行き不透明感から輸出の停滞が続くとみられ、景気の回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。CPIも前年比マイナス傾向が続いており、通貨庁は次回会合で昨年10月同様、通貨高ペースを緩やかにする形で金融緩和を実施すると予想する。

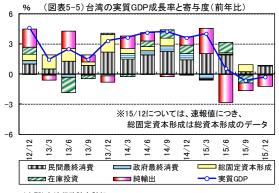
(2) ASEAN景気は回復傾向へ

<インドネシア>

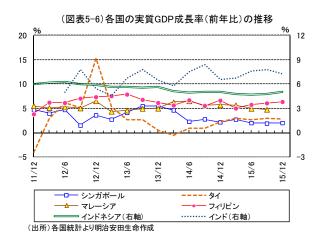
インドネシアの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、前期から伸び幅が拡大した。内訳では、輸出が減少傾向で推移したものの、総固定資本形成の増加傾向が続いたほか、個人消費も底堅い推移が続いた。今後は、世界的な資源需要の低迷が続いていることで、民間投資の回復力は弱さが続くとみるものの、政府主導のインフラ開発が進むことで、景気は緩慢ながらも回復傾向で推移すると予想する。中銀は、1月に11ヵ月ぶりに利下げを実施した。景気に弱さが残るなか、CPIも同+3%台にとどまるなど、







(出所)台湾行政院主計処



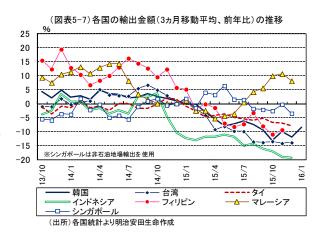
物価上昇圧力が落ち着いてきたことから、春ごろまでに追加利下げが実施されると予想する。

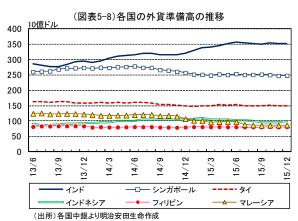
<タイ>

タイの10-12月期の実質GDP成長率は前年比十 2.8%と、前期(同+2.9%)とほぼ同じ伸びとなった。内訳を見ると、個人消費は前期から伸び幅が拡大したものの、設備投資の低迷が続いたほか、輸出がマイナスとなり、全体を押し下げた。今後については、昨年打ち出された景気刺激策が当面の景気を下支えとするとみる。ただ、中国景気の減速が輸出の回復の遅れにつながるとみられるほか、家計債務負担が消費の下押し圧力となると見込まれるなど、民需の停滞が続くことで、回復ペースは鈍いものにとどまろう。中銀は、5会合連続で政策金利をすえ置いた。2月の会合では、これまでの利下げによる金融不均衡の蓄積に対する警戒感が示されており、政策金利は今後もすえ置かれると予想する。

くマレーシアン

マレーシアの7-9月期の実質GDP成長率は前年比 +4.7%と、前期の同+4.9%から減速した。内訳で





は、輸出が3四半期ぶりのプラスとなったものの、個人消費は、4月の税制改定以降、2四半期連続で伸びが鈍化した。今後についても、原油安に伴う交易条件の悪化に加え、財政健全化に向けて、公共投資が縮小傾向となる可能性が高いことなどから、成長率は鈍化傾向で推移すると予想する。通貨安により、国内景気が停滞するなかでも中銀は利下げを実施しにくい状況にある。資源安や汚職問題を背景に、通貨の売り圧力は強く、外貨準備高も減少傾向に歯止めがかかっていない(図表5-8)。今後も通貨安傾向は続くとみられることから、中銀は様子見姿勢を続けると予想する。

くフィリピン>

フィリピンの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.3%と、前期の同+6.0%からプラス幅が拡大した。個人消費や総固定資本形成、輸出の伸び幅が拡大し、全体を押し上げた。秋口以降、在外労働者からの送金額が再び増加傾向となっていることで、今後も個人消費は回復傾向が続くとみられるほか、現政権のもとで産業誘致が進んだ電子部品を中心に、輸出も持ち直し傾向で推移するとみており、2016年の成長率は2015年から加速すると予想する。食品物価の上昇と通貨安傾向に対処するため、中銀は年央までに利上げを実施するとみる。

くインドン

インドの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+7.3%と、前期の同+7.7%から減速した。個人消費の伸び幅が拡大したものの、輸出の減速傾向が続いたほか、総固定資本形成のプラス幅が縮小し、全体を押し下げた。今後については、設備稼働率が低下傾向で推移するなか、設備投資は停滞気味に推移するとみる。一方、予算の執行が進むことで、公共投資が増加傾向となるとみられるほか、2015年に実施された計125bpの利下げの効果が、個人消費を中心に景気回復を後押しするとみている。中銀は、これまでの利下げの効果を見きわめる意図もあり、政策金利をすえ置くと予想する。

(3)豪州景気は停滞気味の推移

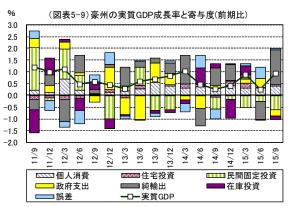
豪州景気は回復の動きを見せている(図表5-9)。 7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.9%と、前期 の同+0.3%からプラス幅が拡大した。民間固定投 資のマイナス幅が拡大したものの、住宅投資と個人 消費がやや持ち直したほか、輸出が2四半期ぶりの プラスとなったことなどが全体を押し上げた。

今後については、まず、個人消費は家計の実質購 買力の改善などを背景に、底堅く推移するとみる。 ただ、資源需要の低迷で民間固定投資は減速が続く とみられるほか、輸出も伸び悩む可能性が高い。住 宅投資は一進一退の推移にとどまる見込みで、景気 は停滞気味の推移が続くと予想する。

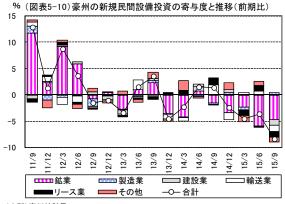
7-9月期の個人消費は同+0.7%と、前期の同+ 0.6%から伸び幅が小幅拡大した。背景には、雇用 環境の回復がある。中国景気の減速に伴う資源需要 の低迷で、鉱業では雇用者数の減少傾向が続いてい るものの、医療・福祉などのサービス関連企業がけ ん引役となって、失業率は改善傾向にある。今後の 個人消費は、雇用環境の回復に加え、原油安に伴う 家計の実質購買力の改善が寄与することで、底堅い 推移が続くと予想する。

7-9月期の住宅投資は同+0.9%と、前期の同+ 0.4%からプラス幅が拡大した。今後については、 移民の流入による住宅需要の拡大が引き続き下支 えとなるとみるものの、金融当局の規制強化を受け、 昨年10月に4大銀行が投資用住宅ローン金利を引き 上げたことが押し下げ要因となる。今後の住宅投資 は一進一退の推移が続くと予想する。

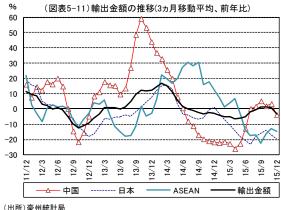
7-9月期の新規民間設備投資は同▲9.2%と、4四 半期連続のマイナスとなった(図表5-10)。全体の



(出所)豪州統計局



(出所)豪州統計局



(出所)豪州統計局

約5割を占める鉱業の減速が足かせとなっている。今後も、中国を中心とする新興国の資源需要の低 迷などを背景に、投資マインドの冷え込みが続くとみられることから、民間固定投資は減速傾向で 推移すると予想する。

輸出は夏場以降、やや持ち直していたものの、12月には再び減速した。輸出先の約3割を占める中 国景気の減速傾向が続いていることが重しとなった。豪州から輸出している鉄鉱石のうち、約8割が 中国向けとなっており、資源需要の低迷が続くなか、今後も輸出は伸び悩むとみる(図表5-11)。

豪州準備銀行 (RBA) は、2月の金融政策決定会合で政策金利を2.00%にすえ置いた。10-12月期 のCPI (刈り込み平均値) は前年比+2.1%と、前期と同じ伸び幅となり、RBAの目標レンジ (同+2.0% ~+3.0%)の下限付近にとどまった。今後の景気が停滞気味に推移するとみられるなか、インフレ 圧力も高まらないとみており、年央までには約1年ぶりとなる利下げを実施すると予想する。

6. 商品相場見通し

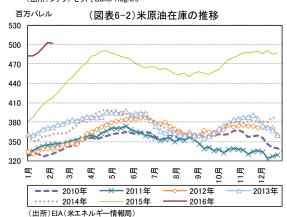
(1) 原油価格は軟調な推移が続くと予想

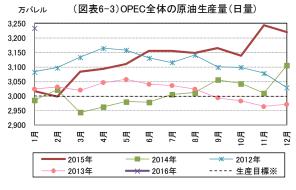
WTI(ウエスト・テキサス・インターミディエート)原油価格は、昨年12月4日のOPEC(石油輸出国機構)総会で減産が見送られたほか、年明け以降も、中国景気の減速懸念が強まったこと、米欧によるイランへの経済制裁が解除されたことなどを背景に下落基調で推移し、一時26ドル台をつけた(図表6-1)。その後は、大きく下落した反動や、ロシアとOPECとの協調減産への期待などからやや上昇し、足元では30ドル付近で推移している。

米国の原油在庫の推移を見ると、過去最高水準まで積み上がっている(図表6-2)。昨年末には、固定資産税対策のため製油所が在庫増を抑制する動きがみられたものの、年初以降、再び大幅な積増しが続いている。12月には米国が原油輸出を解禁したものの、世界的に需給がだぶつくなか、在庫水準の高止まりもしばらく続くとみている。

OPECが公表する原油生産量を見ると、1月は日量3,234万バレルと、過去最高水準で推移している(図表6-3)。サウジアラビアを中心とした加盟国では、減産で原油価格の引き上げを図るよりも原油安を容認することで、シェールオイル関連企業を採算割れに追い込み、シェアの維持・拡大を図る戦略をとってきた。一方、1バレル30ドル台の水準は、中東産油国の財政が均衡する原油価格を大きく下回っているとみられることから、一部のOPEC加盟国は協調減産を主張している。ただ、イランについては、1月に米欧による経済制裁が解除されたことで、増産に強い意欲を示しているほか、







(出所) EIA(米エネルギー情報局)、OPEC ※2015年12月4日以前の生産目標

「OPECが協調減産を行なっても、ただちに協力しない」とも述べており、加盟国の足並みが揃わない状況が続いている。サウジアラビアを中心としたスンニ派諸国が次々にイランとの国交断絶や外交関係の格下げに動くなど、中東諸国内での政治的対立が激化していることや、OPEC 非加盟国とのシェア争いが続くこともあって、OPEC諸国が減産に乗り出す可能性は低いとみている。

一方、石油の掘削に用いる米国の石油リグ稼働数を週次ベースで見ると、昨年9月以降、23週中21週で減少した。シェールオイル関連企業の経営悪化が深刻化しているとみられ、企業の再編淘汰が進む可能性も指摘されている。リグ稼働数は今後も縮小傾向で推移するとみる。

EIA (米エネルギー情報局) が2月に発表した報告書では、OPEC諸国の増産などを背景に、2017年

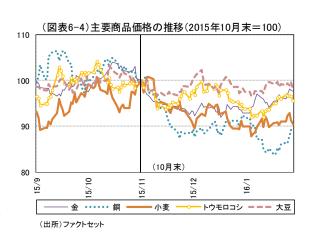
第2四半期まで、世界の原油生産量は消費量を上回る見通しである。今後については、リグ稼働数の減少が下支え材料となるものの、OPECとロシアなどの非OPEC諸国との協調減産が見通せないなか、供給過剰が続くと見込まれることなどから、原油価格は軟調な推移が続くとみている。2016年のWTI原油価格は、20~40ドルを中心とした低位での推移を予想する。

(2) 銅や穀物は軟調に推移すると予想

昨年10月末から1月末までの主要商品の値動きを見ると、金は \blacktriangle 2.2%の下落にとどまったものの、非鉄金属のうち銅は \blacktriangle 10%以上の下落となった。穀物では、大豆が \blacktriangle 0.3%と、均せば横ばいとなったほか、トウモロコシも \blacktriangle 3.4%の下落にとどまった。一方、小麦は約 \blacktriangle 9%下落した(図表6-4)。

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

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



	(図	表6-5)世界の	穀物需要	百万トン
		2013/2014	2014/2015 見込み	2015/2016 予想
	生産量	715.4	725.9	735.8
小	消費量	698.4	705.4	711.4
麦	期末在庫量	194.0	214.5	238.9
友	在庫率(%)	27.8	30.4	33.6
	米国在庫率(%)	22.5	24.7	27.3
	生産量	282.9	318.8	320.5
+	消費量	275.7	300.5	314.5
大豆	期末在庫量	62.4	77.1	80.4
<u>~</u>	在庫率(%)	22.6	25.7	25.6
	米国在庫率(%)	16.1	18.1	18.1
۲	生産量	991.4	1009.0	970.1
ゥ	消費量	949.3	977.6	967.5
モロ	期末在庫量	174.8	206.2	208.8
<u> </u>	在庫率(%)	18.4	21.1	21.6
シ	米国在庫率(%)	16.2	18.5	19.2
	·			※2016年2日時占

(出所)USDA(米農務省)より明治安田生命作成

※2016年2月時点

穀物のうち、大豆価格は、米国での大雨の影響による生育への懸念が後退したことを背景に、昨年7月に大きく下落した後、ほぼ横ばい圏での推移が続いている。最大消費国の中国における景気減速で、需要の鈍化が見込まれるほか、主要生産国であるアルゼンチンの豊作見通しなどもあって、需給が緩和した状態が続くことなどから、大豆価格は今後も低調に推移するとみる。一方、トウモロコシ価格は、昨年7月初めに大きく上昇する場面もあったが、米国の豊作見込みなどを受け、7月半ばごろから、軟調に推移している。アルゼンチンでは輸出税の減免などを背景に生産拡大が見込まれることなどもあって、トウモロコシ価格は今後も低迷すると予想する。小麦価格は、米国の豊作見込みや、ロシアなどの主要生産国で、雨不足による収穫量減少への懸念が後退したことなどから、昨年7月に大きく下落し、その後軟調な推移が続いている。世界景気の下振れ懸念などをから、需要の低迷が懸念されるほか、USDA(米農務省)の世界需給見通しによると、アルゼンチンの増産などを背景とした世界全体の生産量の上昇に伴い、在庫率も上昇傾向が続くとみられ(図表6-5)、小麦価格は今後も低位での推移が続くとみる。

今後の商品市況について、まず、金は上昇が見込まれるものの、中国を中心とする新興国の景気 減速などを受けて、銅は軟調な推移が続くとみている。穀物は、昨年に続く豊作見込みなどを背景 に、引き続き安値圏での推移を予想する。

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。