

明治安田生命
2016-2017年度経済見通しについて
～ マイナス金利下でも、景気回復ペースは緩慢 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2016年1-3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 0.6% 2017年度 0.9%

名目GDP成長率：2016年度 1.1% 2017年度 1.1%

2. 要点

- ①日本経済は、停滞局面が続いている。今後についても、内外需とも確たるけん引役が不在のなか、交易条件の改善が下支えとなって、緩やかな回復傾向が続くと予想する。2016年度、2017年度とも、成長率は1%を下回るとみている。
- ②個人消費は、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、消費マインドの回復の遅れなどから、持ち直しは緩やかと予想する。住宅投資は、低金利環境などによる下支え効果が見込まれるものの、消費増税などによる需要先食いの影響が残っているとみられるほか、貸家の節税需要も減衰するとみられ、停滞気味の推移をたどるとみる。設備投資は、国内での能力増強投資は低迷が続くと予想するが、老朽化設備の蓄積による更新・維持投資の需要が下支えとなって、均せば、緩やかな回復が続こう。公共投資は、2016年度本予算の早期執行や、補正予算の編成が下支えとなり、持ち直しに転じるとみる。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が進んでいることで、回復傾向が続くとみる。欧州景気は新興国景気の減速による輸出の伸び悩みなどを背景に、緩やかな回復を予想する。中国景気は、構造改革を進めるなか、緩やかな減速傾向で推移するとみている。

〈主要計数表〉

	2015年度 実績	2016年度		2017年度	
			前回		前回
実質成長率	0.8%	0.6%	1.0%	0.9%	0.1%
成長率寄与度					
・内需	0.8%	0.3%	0.9%	0.8%	▲0.2%
・外需	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.3%
名目成長率	2.2%	1.1%	1.2%	1.1%	0.7%

※前回は2016年2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)	2014年度	2015年度	予測		予測				予測					
			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GDP	▲ 0.9%	0.8%	0.6%	0.9%	▲ 0.4%	0.4%	▲ 0.1%	0.3%	0.5%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%
前期比年率	▲ 0.9%	0.8%	0.6%	0.9%	▲ 1.7%	1.7%	▲ 0.5%	1.3%	1.8%	0.8%	0.2%	0.7%	1.3%	0.6%
前年同期比	▲ 0.9%	0.8%	0.6%	0.9%	0.7%	▲ 0.0%	0.3%	0.2%	1.1%	0.9%	1.1%	0.9%	0.8%	0.7%
民間最終消費支出	▲ 2.9%	▲ 0.3%	▲ 0.0%	0.7%	▲ 0.8%	0.5%	▲ 0.3%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.1%
民間住宅投資	▲ 11.7%	2.4%	0.1%	0.4%	▲ 1.0%	▲ 0.8%	0.9%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	0.1%	▲ 0.1%	0.5%	0.1%	0.2%
民間設備投資	0.1%	1.6%	1.4%	0.9%	1.2%	▲ 1.4%	0.8%	0.4%	0.8%	0.1%	▲ 0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
政府最終消費支出	0.1%	1.6%	1.9%	1.5%	0.7%	0.7%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
公的固定資本形成	▲ 2.6%	▲ 2.2%	1.7%	3.5%	▲ 3.5%	0.3%	1.8%	1.5%	1.2%	1.1%	0.7%	0.8%	0.5%	0.4%
財貨・サービスの輸出	7.9%	0.4%	2.1%	2.5%	▲ 0.8%	0.6%	0.2%	0.9%	0.8%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%
財貨・サービスの輸入	3.4%	▲ 0.1%	0.5%	2.8%	▲ 1.1%	▲ 0.5%	0.3%	0.3%	0.6%	0.5%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
名目GDP	1.5%	2.2%	1.1%	1.1%	▲ 0.2%	0.5%	▲ 0.3%	0.6%	0.8%	0.4%	▲ 0.2%	0.3%	0.5%	0.3%
GDPデフレーター(前年比)	2.4%	1.4%	0.5%	0.3%	1.5%	0.9%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.3%	0.1%	0.1%

(前期比寄与度)	2014年度	2015年度	予測		予測				予測					
			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GDP	▲ 0.9%	0.8%	0.6%	0.9%	▲ 0.4%	0.4%	▲ 0.1%	0.3%	0.5%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%
民間最終消費支出	▲ 1.7%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	0.4%	▲ 0.5%	0.3%	▲ 0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%
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%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	▲ 0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府最終消費支出	0.0%	0.3%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%								
公的固定資本形成	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	0.6%	0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.1%
純輸出	0.6%	0.1%	0.3%	0.1%	0.0%	0.2%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸出	1.3%	0.1%	0.4%	0.4%	▲ 0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	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%	▲ 0.1%	▲ 0.4%	0.3%	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%

(兆円、2005年暦年連鎖価格)	2014年度	2015年度	予測		予測				予測					
			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GDP	524.6	529.0	532.2	536.7	132.0	132.5	132.3	132.8	133.4	133.7	133.7	134.0	134.4	134.6
民間最終消費支出	307.1	306.2	306.1	308.2	76.2	76.6	76.4	76.4	76.6	76.7	76.8	77.0	77.2	77.3
民間住宅投資	13.2	13.5	13.5	13.5	3.4	3.3	3.4							
民間設備投資	70.8	71.9	72.7	73.2	18.2	17.9	18.0	18.1	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.4
政府最終消費支出	102.3	103.9	105.9	107.5	26.0	26.2	26.3	26.4	26.5	26.6	26.7	26.8	26.9	27.0
公的固定資本形成	21.8	21.4	21.8	22.5	5.2	5.2	5.3	5.4	5.5	5.5	5.6	5.6	5.7	5.7
在庫品増加	0.3	2.0	0.5	▲ 0.3	0.4	0.4	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
純輸出	11.2	11.8	13.3	13.6	3.0	3.2	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
財貨・サービスの輸出	91.6	92.0	94.0	96.3	23.0	23.2	23.2	23.4	23.6	23.8	23.9	24.0	24.2	24.3
財貨・サービスの輸入	80.4	80.3	80.7	82.8	20.1	20.0	20.0	20.1	20.2	20.3	20.5	20.6	20.8	20.9

2. 主要指標予測

	2014年度	2015年度	予測		予測									
			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
鉱工業生産(前年比)	▲ 0.5%	▲ 1.0%	1.0%	1.1%	▲ 1.1%	▲ 3.2%	▲ 1.4%	1.7%	2.2%	1.8%	1.5%	1.0%	1.5%	0.3%
消費者物価指数(前年比)	2.9%	0.2%	0.2%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
除く生鮮食品(前年比)	2.8%	▲ 0.0%	0.2%	0.4%	0.0%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
除く生鮮食品(前年比)(除く消費増税)	0.8%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国内企業物価指数(前年比)	2.8%	▲ 3.2%	▲ 2.0%	0.6%	▲ 3.7%	▲ 3.5%	▲ 3.7%	▲ 2.1%	▲ 1.4%	▲ 0.7%	0.3%	0.8%	1.1%	0.4%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 9.0	▲ 1.1	▲ 0.1	0.5	▲ 0.0	0.5	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1
経常収支(季調値、兆円)	8.7	18.0	15.8	15.9	4.8	4.9	3.9	3.9	3.9	4.1	4.0	4.2	3.9	3.8
完全失業率(季調値・平均)	3.5%	3.3%	3.1%	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
無担保コール翌日物(※)	0.07%	0.06%	▲ 0.07%	▲ 0.07%	0.04%	▲ 0.002%	▲ 0.07%	▲ 0.07%	▲ 0.07%	▲ 0.07%	▲ 0.07%	▲ 0.07%	▲ 0.07%	▲ 0.07%
長期金利(10年債金利、※)	0.48%	0.29%	▲ 0.10%	▲ 0.10%	0.27%	▲ 0.03%	▲ 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	45	49	56	45	38	45	46	50	53	54	55	56	57

※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

	2014年	2015年	予測		予測									
			2016年	2017年	2015年		2016年				2017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%	1.7%	2.5%	1.4%	0.5%	2.0%	2.4%	2.7%	2.6%	2.5%	2.7%	2.5%
	個人消費支出	2.7%	3.1%	2.5%	2.6%	2.4%	1.9%	2.5%	2.7%	2.8%	2.7%	2.3%	2.6%	2.4%
	住宅投資	1.8%	8.9%	10.0%	7.1%	10.1%	14.8%	7.4%	8.6%	6.5%	6.3%	8.2%	6.7%	6.2%
	設備投資	6.2%	2.8%	▲ 0.4%	4.1%	▲ 2.1%	▲ 5.9%	1.4%	3.6%	3.9%	4.0%	4.6%	5.3%	4.7%
	在庫(寄与度)	0.1%	0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.2%	▲ 0.6%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	0.2%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%
	輸出	3.4%	1.1%	0.0%	3.7%	▲ 2.0%	▲ 2.6%	0.2%	2.5%	4.9%	4.1%	3.9%	3.8%	3.7%
	輸入	3.8%	4.9%	0.9%	3.1%	▲ 0.7%	0.2%	0.9%	1.1%	3.3%	3.7%	3.7%	3.8%	3.7%
	政府支出	▲ 0.6%	0.7%	0.9%	0.4%	0.1%	1.2%	0.8%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
	失業率(※)	6.2%	5.3%	4.9%	4.6%	5.0%	4.9%	5.1%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
	CPI(総合、※)	1.6%	0.1%	1.0%	1.9%	0.5%	1.1%	0.9%	1.0%	1.2%	1.9%	1.8%	2.0%	2.1%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.25%	0.25%	0.75%	1.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%	1.25%	1.25%
	長期金利(米10年債金利、※)	2.5%	2.1%	1.9%	2.2%	2.3%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	0.9%	1.6%	1.4%	1.4%	0.3%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
	家計消費	0.8%	1.7%	1.5%	1.4%	0.2%	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%
	政府消費	0.8%	1.3%	1.4%	0.9%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
	固定投資	1.3%	2.7%	2.7%	1.6%	1.3%	1.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.3%
	純輸出(寄与度)	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.4%	0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%
	輸出	4.1%	5.0%	1.7%	2.8%	0.2%	0.4%	0.3%	0.6%	0.6%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
	輸入	4.5%	5.7%	2.8%	2.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.7%	0.5%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%
	失業率(※)	11.6%	10.9%	10.2%	9.8%	10.5%	10.3%	10.2%	10.1%	10.0%	9.9%	9.8%	9.8%	9.7%
CPI(総合、※)	0.4%	0.0%	0.4%	1.4%	0.2%	0.0%	0.1%	0.4%	1.0%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	
政策金利(期末値)	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%							
英国	実質GDP成長率(前期比)	2.9%	2.3%	1.9%	2.1%	0.6%	0.4%	0.2%	0.7%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%

※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〉

2016年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%（年率換算：+1.7%）と、2四半期ぶりのプラス成長になった。個人消費は、うるう年効果による押し上げなどから、2四半期ぶりのプラスになったものの、設備投資が3四半期ぶりのマイナスになったほか、輸出も小幅の伸びにとどまった。

日本経済は、停滞局面が続いている。今後についても、内外需とも確たるけん引役が不在のなか、交易条件の改善が下支えとなって、緩やかな回復傾向が続くと予想する。2016年度、2017年度とも、成長率は1%を下回るとみている。

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、消費マインドの回復の遅れなどから、持ち直しは緩やかと予想する。住宅投資は、低金利環境などによる下支え効果が見込まれるものの、消費増税などによる需要先食いの影響が残っているとみられるほか、貸家の節税需要も減衰するとみられ、停滞気味の推移をたどるとみる。設備投資は、国内での能力増強投資は低迷が続くとみるが、老朽化設備の蓄積による更新・維持投資の需要が下支えとなって、均せば、緩やかな回復が続こう。公共投資は、2016年度本予算の早期執行や、補正予算の編成が下支えとなり、持ち直しに転じるとみる。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）けん引役に乏しい日本経済

1-3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.4%（年率換算：+1.7%）と、2四半期ぶりのプラスとなり、プラス幅も市場予想（同+0.1%、+0.3%）を大きく上回った（当社予想は同▲0.0%、▲0.1%）。個人消費が堅調な伸びを示したほか（寄与度+0.3%）、公的需要も大きめのプラス寄与（同+0.2%）となった。

ただ、10-12月期は前期比▲0.4%のマイナス成長で、水準的には7-9月期を下回っていること、個人消費は大幅マイナスだった10-12月期の反動増という側面が大きく、かつうるう年効果にも助けられていることを考えれば、景気が明確な回復に転じたとは言い難い。安倍首相はすでに消費増税延期の腹を固めている可能性が濃厚だが、再度の心変わりを促すほどの数字ではないとみられる。

4-6月期の実質GDPは、熊本地震に伴い、一部の製造業が操業停止に追い込まれた影響で、前期比マイナスとなる可能性が高い。7-9月期はその反動と復興需要で再度プラスに戻るとみるが、2016年度の日本経済は、個人消費、設備投資、輸出といった主要項目にけん引役としての役割が期待できないなか、引き続き緩慢な回復トレンドの持続を余儀なくされるとみている。個人消費は引き続き伸び悩む賃金が足かせとなる。新興国景気の停滞は長引く公算で、外需を巡る環境も厳しい。

マイナス金利政策にもかかわらず、インフレ期待は低下傾向にあり、実質金利は高止まりしている可能性が高い。企業・家計の成長期待も盛り上がっておらず、積極的な賃上げや設備投資増加への機運が出てきにくい状況が続いている。ただ、足元までの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。ここからオリンピック需要にバトンタッチするのが向こう3~4年のスパンで見た場合の日本経済のベストシナリオとなるが、先行きの視界は必ずしも良好とは言えない。

(2) 個人消費は持ち直しへ

昨秋以降の個人消費は、9月の大雨や11月以降の温暖な気候など、天候要因が下押し圧力となったほか、家計が選別消費の動きを続けてきたことで、停滞感を強めた(図表1-1)。足元では持ち直しに向かっているものの、回復ペースは緩慢なものにとどまっている。

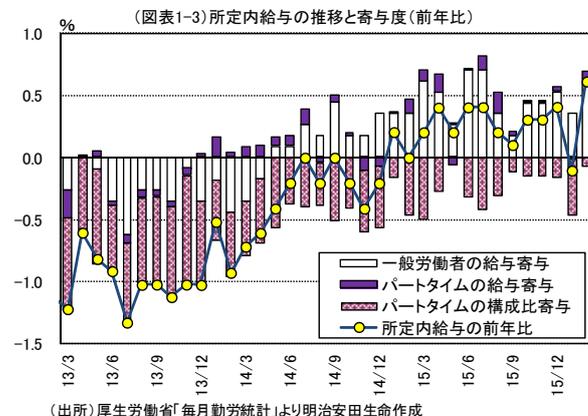
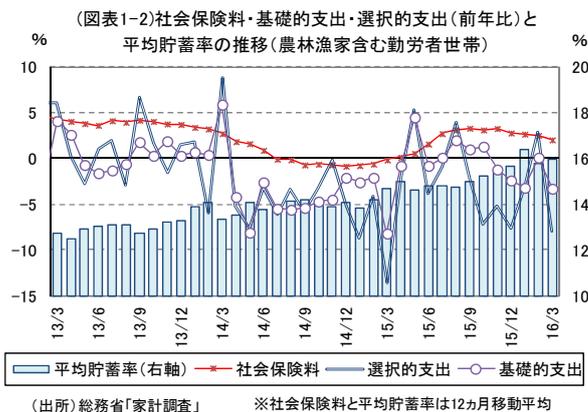
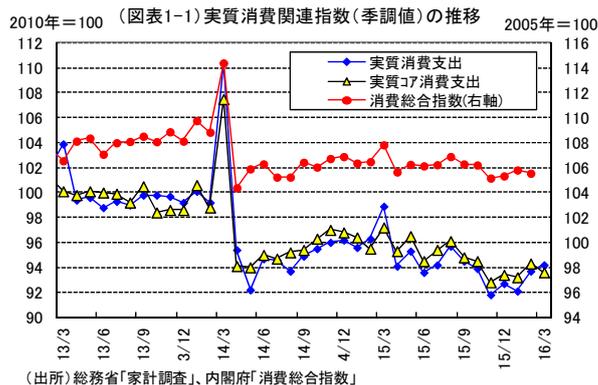
需要側の統計である家計調査で、実質消費支出の動きを見ると、昨年11月に消費増税後の既往ボトムである2014年5月を下回り、その後は均せば回復傾向にあるが、3月の水準は、依然として2015年平均をやや下回るレベルにとどまっている。

実質消費支出を基礎的支出と選択的支出に分けて、前年比ベースでの推移を見ると、選択的支出は、うるう年効果のあった2月を除けば、昨年9月以降、マイナス傾向が続いており、家計が節約志向を強めている様子が見てとれる(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)は均せば上昇傾向となっていることから、実質所得が伸び悩んできたなかで、家計が生活防衛意識を強めている様子が窺われる。

個人消費の停滞の主な要因として、賃金の伸び悩みがあげられる。毎月勤労統計を見ると、2015年度単純平均(4月~2月)の名目所定内給与(事業所規模5人以上)は前年比+0.3%程度、一般労働者のみでも同+0.5%程度にとどまっている。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の構成比(以下、パートタイム労働者比率)に寄与度分解すると、一般労働者の給与とパートタイムの給与は、いずれもプラスとなっている(図表1-3)。一方、パートタイム労働者比率の上昇が全体を押し下げる構図が続いている。

今後の個人消費は、引き続き賃金の伸びがカギを握る。2016年春闘の、連合の第5回集計結果(5月9日集計)によれば、賃上げ率(定昇含む)は2.02%と、昨年(7月1日)の2.20%を大きく下回っている(図表1-4)。定昇を除いた賃上げ分(以下、ベア)が明確に分かる組合(昨年と比較可能な組合のみ)に絞ると、0.33%がベアとなり、昨年の0.58%を下回る水準にとどまる。固定費の増加につながるベアは、中長期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%前半と見込まれるなか、国内では安定的な利益成長が見通し難く、多くの企業はベアには慎重に対応しているとみられ、こうした動きは今後も続く可能性が高い。

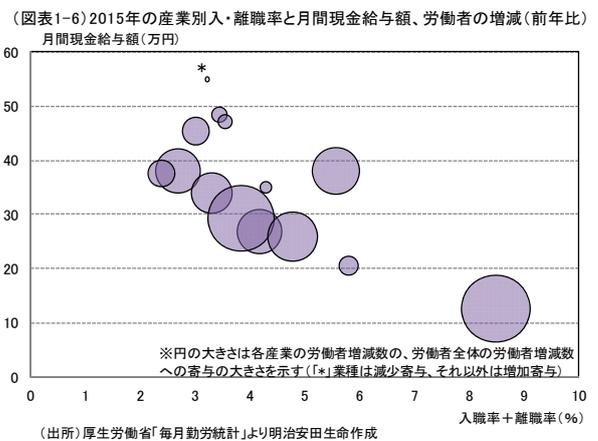
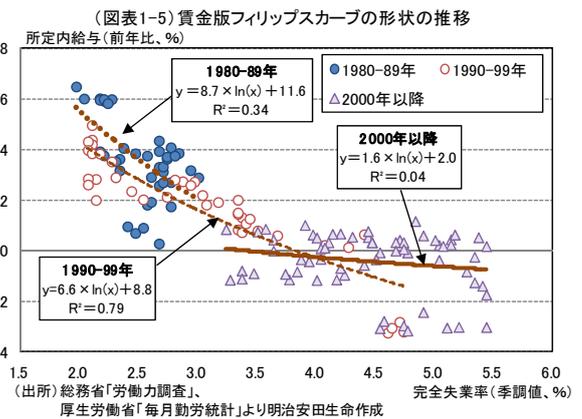
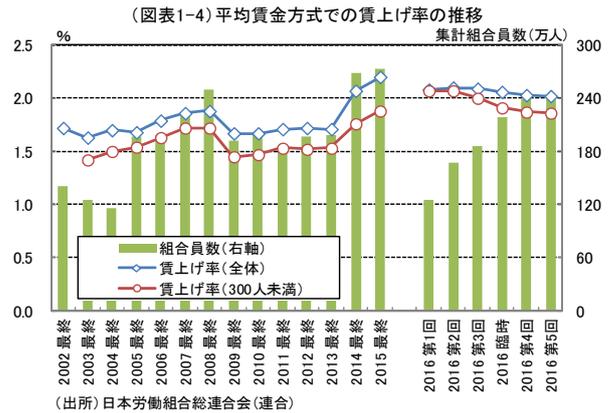
一方、中小企業の賃上げ動向について、組合員300人未満に絞って見ると、ベアが明確に分かる組合(昨年と比較可能な組合のみ)では、ベアが0.33%(昨年0.43%)と、300人以上(今年0.33%、



昨年 0.59%) と同じ水準となるなど、中小企業の待遇改善努力により、全体との格差縮小の動きが続いている。非正規社員についても、連合の第 5 回集計結果では、時給社員の賃上げ額は 18.10 円（昨年同時期：15.37 円）、月給社員の賃上げ率は 1.65%（昨年同時期：1.68%）と、賃上げの動きが続いている。企業の経営環境が厳しくなるなか、今後の引き上げ水準には期待が持てないものの、人手不足に悩まされている中小企業を中心に、雇用確保を目的とした賃上げの流れは残るとみている。

雇用環境について詳細に見ると、3 月の失業率は 3.2% と、約 20 年ぶりの低水準での推移が続いているほか、有効求人倍率も 1.30 倍と、1991 年 12 月以来の高水準となるなど、労働需給は改善が続いている。一般に、労働市場がタイト化し、失業率が低下する局面では、企業は労働力を確保するために賃金を引き上げる必要が生じるため、失業率と賃金上昇率には負の相関関係があるとみられている。実際に、両者の関係を示す賃金版フィリップスカーブを見ると、1980 年代や 1990 年代にはこうした関係が確認できる（図表 1-5）。ただ、2000 年以降に限ると、両者の間に有意な関係はみられなくなっており、失業率の低下が賃金上昇につながるとは言えない状況にある。日本のフィリップスカーブの形状が変化した背景としては、企業の採用ニーズが相対的に賃金の低いパートタイムに偏ってきたことなどが挙げられる。厚生労働省「一般職業紹介状況」を見ると、3 月の常用的パートタイムの有効求人倍率は 1.5 倍と、求人数が求職者数を上回っているのに対し、正社員は 0.83 倍と、1 倍未満にとどまる。また、2015 年通年の産業ごとの労働者増減数の全体への寄与度と、月間現金給与額、人材の定着度の逆数となると考えられる【入職率+離職率】の数値を見ると、相対的に給与水準の低い産業が労働者数の増加に大きく寄与していることが分かる（図表 1-6）。こうした業種では、有効求人倍率が高いケースがみられるが、そもそも離職率の高さが影響していることも多く、スキルが蓄積されずに賃金上昇を抑制する可能性が示唆される。こうしたことから、労働需給のひっ迫も、全職種平均で見れば、力強い賃金の上昇には至らないと予想する。

消費マインドの回復も遅れている。年金受給世帯が増加傾向にあることに加え、勤労者世帯でも賃金が伸び悩んでいることで、消費者の生活防衛の意識が強まっていることが背景にある。政府は、2015 年補正予算で年金生活者等支援臨時福祉給付金 3,624 億円を計上しており、一部の年金生活者に対して、1 人 3 万円を 6 月までに給付する予定となっているものの、消費の下押し圧力を和らげる程度にとどまるとみられるほか、勤労者世帯でも、厚生年金保険料や健康・介護保険料などの社



会保険料の引き上げなど、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。

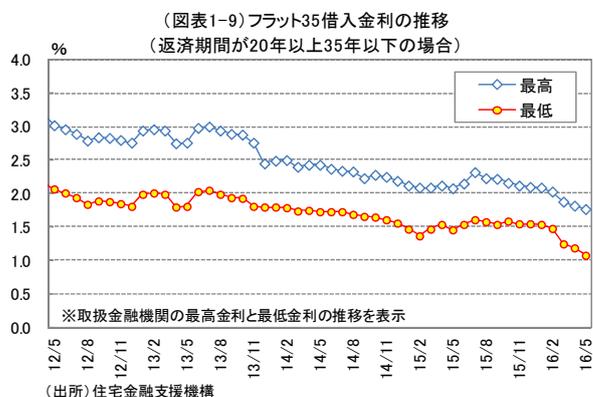
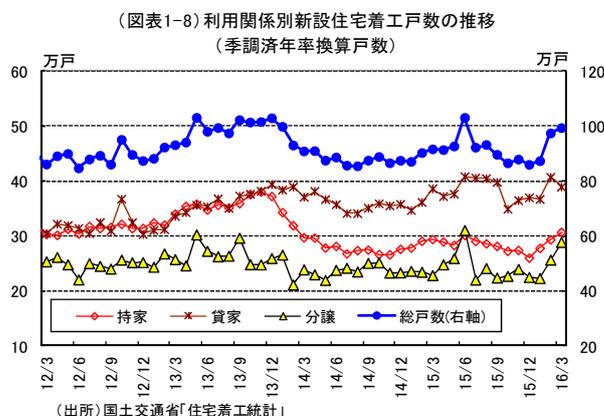
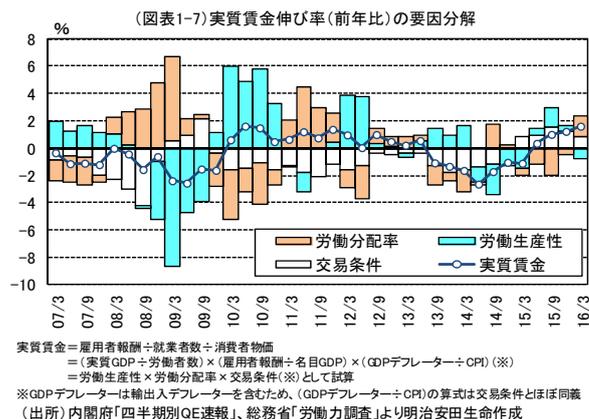
今後の個人消費については、引き続き、交易条件の改善に伴う家計の実質購買力の向上が下支えするとみる。実質賃金の伸びを、労働分配率、労働生産性、GDP デフレーター/CPI（定義式により交易条件とほぼ同義）に寄与度分解すると、GDP デフレーター/CPI は、2015 年 1-3 月期以降の改善が実質賃金を押し上げたことが見てとれる（図表 1-7）。原油価格の上値は重いとみられるなか、今後も交易条件の改善が、家計の実質購買力の改善に寄与するとみている。

足元の景気停滞局面が長引いており、熊本地震の影響による景気下振れリスクも懸念されるなか、2017 年 4 月の消費税率引き上げは延期されるとみられる。こうしたなか、実質購買力の改善に支えられ、個人消費は均せば緩やかな回復傾向で推移するとみている。政府は、女性や高齢者が働きやすい「一億総活躍社会」の実現に向け、2016 年度補正予算を編成する方向であり、そのなかで国内旅行消費の喚起策や、日本版ブラック・フライデーの導入などの消費底上げの対策も含まれる可能性が高い。こうした政策効果なども下支えとなって、個人消費は、2017 年度にかけても、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

（3）住宅投資は停滞気味の推移へ

新設住宅着工戸数（季調値）は、昨年夏場に、大型マンションの着工増などを受け、一時高い伸びとなったものの、その後は、減少傾向が続いてきた。ただ、2,3 月については、相続税対策などを受けた根強い貸家需要に加え、分譲マンションでの大型案件の着工による押し上げもあって、3 月は年率換算戸数 99 万戸と、消費増税前のピークに近い水準となった（図表 1-8）。今後については、日銀のマイナス金利政策導入を受けた低金利環境がプラス材料になるとみる。ただ、消費増税などによる需要先食いの影響が残っているとみられるほか、所得環境の回復ペースが鈍いことで、消費者の慎重姿勢が続くとみる。節税対策としての貸家需要も徐々に減衰へ向かうとみられることなどから、足元の勢いは鈍化し、停滞気味の推移をたどるとみている。

住宅着工を利用関係別に見ると、持ち家着工戸数は、持ち直しに向いつつある。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、回復傾向が続くなど、住宅ローン金利の低下の影響もあって、消費者の購入意欲は回復傾向にあるとみられる（図表 1-9）。ただ、消費増税の延期を受け、購入検討者は契約を先送りする動きも出てくるとみられることから、今後の持ち家着工は一進一退



の推移をたどると予想する。

分譲住宅のうち建売住宅（一戸建住宅）の推移（3ヵ月移動平均）を見ると、3月は前年比+9.0%と、7ヵ月連続のプラスとなり、プラス幅も拡大傾向にある。住宅地価が上昇に転じつつあるなか、建売住宅メーカーは、早めに住宅地を確保し低価格帯の物件を安定供給する方針を取っていることが、着工増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、3大都市圏を中心に住宅地価格が上昇していることもあって、低価格物件への需要は根強いとみられ、今後も建売住宅の着工は緩やかな回復が続くとみる。

マンション着工件数も、昨年夏場以降の落ち込みから持ち直し、3月は同+9.7%と、7ヵ月ぶりのプラスとなるなど、回復の動きをみせている。一方、マンション市場の販売環境を見ると、首都圏マンションの4月の新規契約率が66.4%と、2ヵ月連続で好不調の境目とされる70%を下回っており、年明け以降の悪化が目立つ（図表1-10）。物件価格が上昇傾向にあるなか、消費者は慎重に購入を検討するとみられるほか、供給側も、需要動向をにらみつつ、慎重に物件供給を行なうと見込まれ、マンション着工は鈍化に向かうと予想する。

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、節税需要はすでに2013年度から続いていることから、今後は減衰に向かうとみており、貸家着工は一進一退の推移をたどると予想する。

今後は、住宅ローン減税制度（10年間で最大400万円）などの各種住宅支援策や、低金利環境が下支えするとみられる。ただ、需要先食いの影響が残っていると見込まれるほか、所得環境の回復ペースが鈍いことで、2016年度の着工件数は、2015年度を下回る89万戸程度とみている。2017年度についても、均せば緩やかな減少傾向が続くとみており、87万戸程度にとどまると予想する。

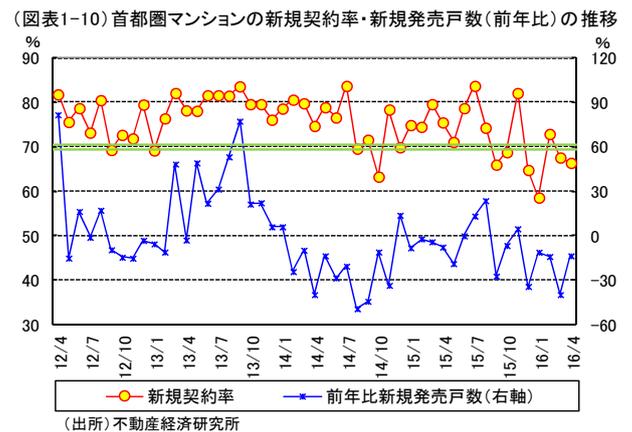
（4）設備投資の回復は緩慢なものにとどまる

1-3月期の実質設備投資（GDPベース）は、前期比▲1.4%と、三四半期ぶりのマイナスとなった。

設備投資の先行指標を見ると、建築物着工床面積（非居住用）は、昨夏以降、減速傾向で推移しているほか、資本財国内出荷（除く輸送機器）も、春先以降、均せば一進一退での推移となっている（図表1-11）。機械受注（船舶・電力を除く民需）は、大型案件による押し上げがみられるが、特殊要因を除けば基調としては弱い。先行指標からは、今後の設備投資の回復は緩慢なものにとどまる可能性が示されている。

一方、日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業ベース）を見ると、12月調査が▲1、3月調査が▲1、先行き6月の予測も▲1と、設備の不足感が続く見通しとなっている。3月調査の日銀短観における2016年度の大企業・製造業の設備投資計画は、前年比+3.1%と、前年の同+5.0%をやや下回る水準でのスタートとなった（図表1-12）。年初以降の株安や円高、アジア新興国を中心とする世界経済への不透明感などにより、投資意欲は慎重化している可能性があると思われる。

設備投資の実施に際し、判断材料の一つとなる経常利益について、大企業・製造業の利益計画を見ると、2015年度が前年比▲3.5%と、減益での着地見込みとなったほか、2016年度が同▲1.9%と、2年ぶりに減益でのスタートとなっており、収益環境の悪化が投資を手控える動きにつながる可能性がある。



また、内閣府の「企業行動に関するアンケート調査（2015年度）」を見ると、業界需要の実質成長率は、今後も低迷が続く見通しである（図表1-13）。企業では、国内の中長期的な低成長期待が定着している様子が見て取れ、国内での能力増強投資は、今後も慎重に進める可能性が高い。

こうしたなか、国内では、更新・維持投資や合理化・省力化投資が中心となるとみられる。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、老朽化が加速している。国内の老朽化した設備の維持・補修への需要自体は蓄積しているとみられ、今後も設備投資を下支えするとみている。

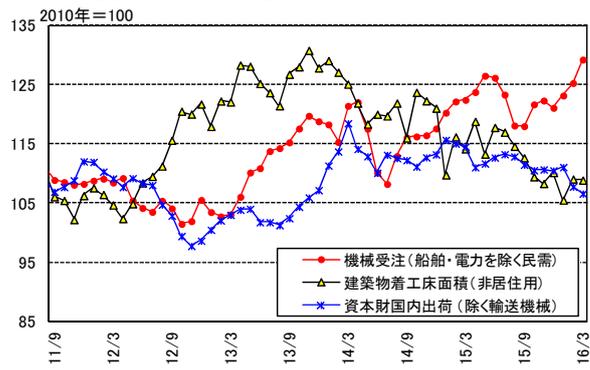
2016年12月に予定されているGDP統計の基準改定では、これまで費用として除外されてきた研究開発費が総固定資本形成に計上される。研究開発費は、従来の設備投資と比べ、振れが小さく、リーマン・ショック期を除けばプラス圏での推移が続いてきた（図表1-14）。企業は海外生産拠点の整備を進めるなかでも、技術者の確保などの面から研究開発拠点に関しては管理・企画部門とともに国内に置くとみられ、研究開発の総固定資本形成は設備投資の下支え要因となるとみる。

非製造業では、3月調査の日銀短観における、2016年度の全規模の設備投資計画は前年比▲6.8%と、例年通りマイナスだが、昨年同時期（▲8.0%）を上回るまざるまざるスタートとなっている。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。小売や外食関連でも、インバウンド消費を取り込むために訪日外国人向けサービスの強化に向けた投資が下支えとなるとみられ、非製造業の設備投資は底堅く推移すると予想する。ただ、製造業の能力増強投資の低迷が足かせとなることで、今後の設備投資は緩やかな回復にとどまるとみている。

（5）公共投資は持ち直し傾向へ

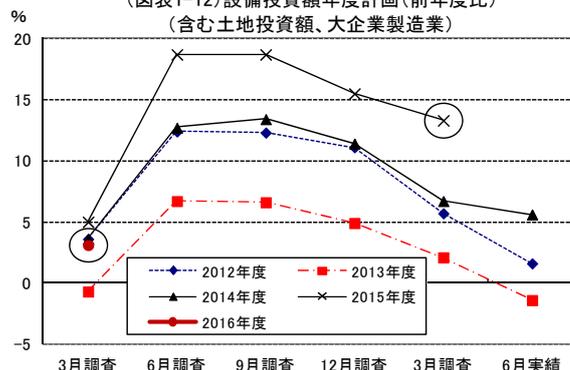
GDPベースの公共投資は、2016年1-3月期は前期比+0.3%と、3四半期ぶりにプラスとなり、底打ちの兆しがみられる。4月のさくらレポート（日銀

（図表1-11）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



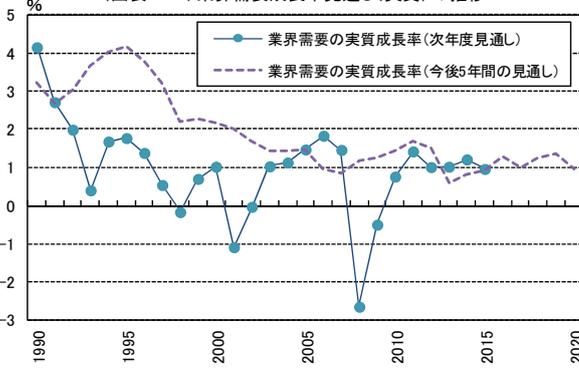
（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

（図表1-12）設備投資額年度計画（前年度比）
（含む土地投資額、大企業製造業）



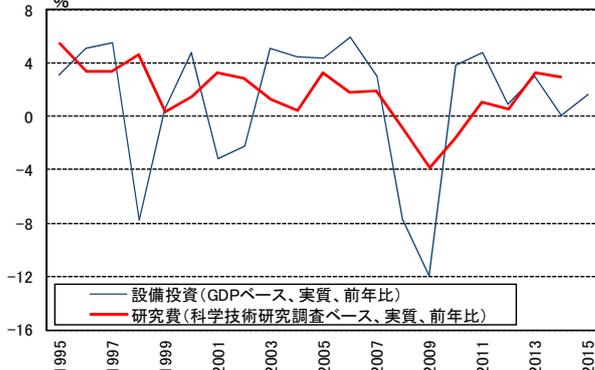
（出所）日銀「短観」

（図表1-13）業界需要成長率見通し（実質）の推移



（出所）内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

（図表1-14）GDPベースの実質設備投資と実質研究費の推移



（出所）総務省「科学技術研究調査」、内閣府「四半期別GDP速報」

地域経済報告)でも、関東甲信越地方で公共投資の判断が1月の「高水準ながら横ばい圏内の動きとなっている」から「足元増加している」へと上方修正された。

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、2月は前年比▲5.6%と、5ヵ月連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は1月の同▲5.8%から縮小した(図表1-15)。出来高に先行する公共工事請負金額(3ヵ月移動平均)は、3月が同+1.2%と、19ヵ月ぶりのプラスとなっており、今後の公共投資が持ち直しに転じる可能性を示している。

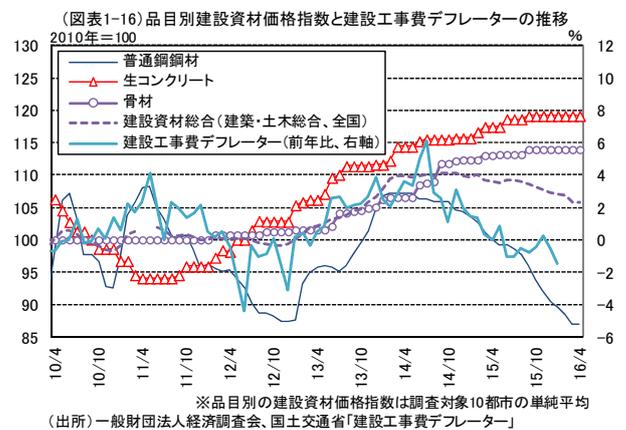
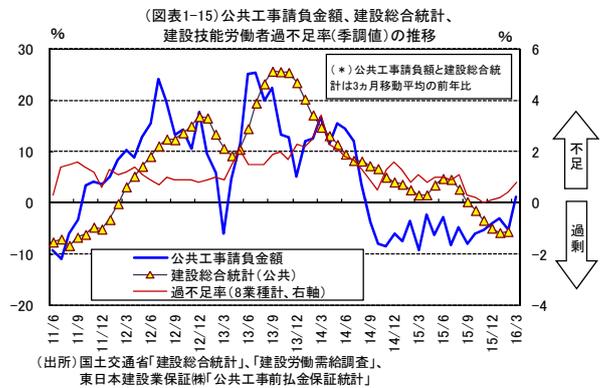
これまで工事進行のボトルネックとなってきた人手不足は、改善傾向にある。建設技能労働者過不足率(8業種計、季調値)は、2014年12月をピークとして縮小傾向で推移し、3月は0.8%と、1%を下回っている。昨秋以降は、職種によるバラツキを除けば、不足状態がほぼ解消されている。資材価格についても、都市別建設資材価格指数(建築・土木総合)を見ると、国際的な鉄鋼価格の下落もあって、2014年末ごろから低下傾向にある(図表1-16)。こうした状況を受け、工事原価の動きを表す建設工事費デフレーターも低下傾向が続いており、人手不足や資材価格の高騰が公共投資のボトルネックとなってきた状況は緩和しつつある。

足元の公共投資の底打ちについては、2015年度補正予算の執行が進んでいることが大きいとみられる。また、3月29日に成立した2016年度本予算では、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、予算規模はほぼ前年並みとなっている。ただ、政府は上半期のうちに例年を上回る8割の執行を目標としており、予算の早期執行が今後の公共投資を下支えするとみる。加えて、熊本地震を受け、震災からの復旧事業費を含めた2016年度補正予算案が5月13日に閣議決定された。補正予算の規模は7,780億円となっており、うち7,000億円程度が公共投資に計上される見込みであり、年度後半の公共投資を下支えしよう。2017年度についても、景気の回復ペースが鈍いなか、本年度並みの予算が組まれるとみられるほか、首都圏では、東京オリンピックに向けての工事も本格化するとみられ、公共投資は持ち直し傾向で推移すると予想する。

(6) 輸出は伸び悩みが続く

貿易統計によると、3月の輸出金額は前年比▲6.8%と、2月の同▲4.0%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▲5.8%と、5ヵ月連続のマイナスとなったほか、数量も同▲1.0%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。2015年度通年では、輸出数量は同▲2.7%と、3年ぶりの減少であり、実勢としての輸出の基調は弱い。

為替相場を見ると、足元では円高が進行しており、ドル・円では、2014年10月以降の円安をほぼ打ち消す水準となっている。一般に、通貨高は、外貨建てで見た製品価格の上昇につながるため、価格競争力が低下し、輸出にマイナスに働くと考えられる。ただ、日本の場合、輸出の為替弾性値



を試算すると、特にリーマン・ショック以降では、以前に比べ弾性値が低下していると試算される（図表1-18）。円安局面でも契約通貨ベースで見た輸出物価は大きく引き下げられてこなかった経緯もあり、円高が足かせとなって、輸出が大幅なマイナス基調に転換する可能性は高くないとみている。

ただ、外需環境は依然として厳しい。日本の輸出の太宗を占める資本財や中間財については、中国での過剰生産設備の解消や、米国でのシェールオイル関連企業の開発投資の低迷などを中心とした世界的な投資の冷え込みが下押し圧力になっている。

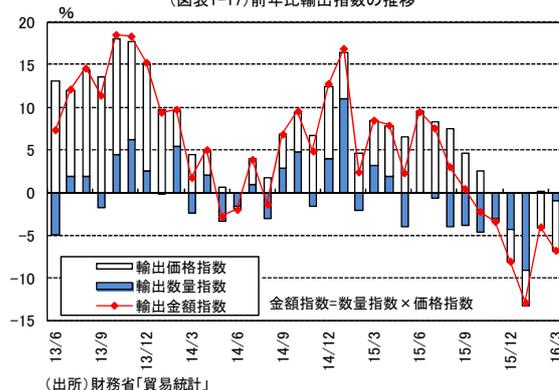
加えて、企業のグローバルなサプライチェーン構造の変化も、米国向け輸出の下押し圧力となっている。東日本大震災をきっかけとして、米国に生産拠点を有する企業が部品調達先を見直しており、米国内の投資需要の低迷と相まって、今後も米国向け輸出は伸び悩むとみている。

アジア地域向け輸出では、中国の景気減速の影響がアジア NIEs や ASEAN でも続いているほか、日系企業現地法人では、現地や他の第三国からの調達が増加傾向となる一方、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。各国の産業誘致策もあって、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。欧州向けについては、足元で底堅さをみせているものの、域内の景気回復ペースが緩慢とみられることなどから、今後の輸出は緩やかな回復にとどまるとみている。

一方、GDP 統計ベースでは、インバウンド消費が非居住者家計の国内での直接購入として輸出に計上される。為替の円高推移や新興国景気の減速などが今後、押し下げに寄与する可能性はあるものの、訪日外国人数は増加傾向が続いており、2016 年度もインバウンド消費の拡大が、輸出を下支えするとみている。

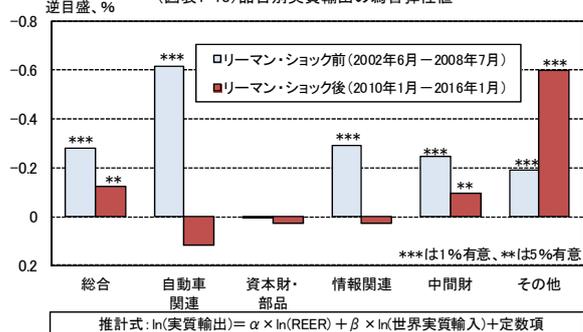
輸入に目を転じると、3 月は前年比▲14.9%と、15 カ月連続のマイナスとなり、マイナス幅は2月の同▲14.2%から拡大した。輸入金額の伸びを価格と数量に分解すると、価格は同▲19.1%と、5 カ月連続のマイナスとなったものの、数量は同+5.2%と、4 カ月ぶりのプラスとなった。輸入価格では、商品市況の低迷を受けた鉱物性燃料の価格低下が押し下げにつながっている。輸入金額が減少傾向となるなか、貿易収支は2 カ月連続で黒字となった（図表1-19）。今後については、国内景気の回復ペースが緩慢ななか、輸入は抑制傾向となる可能性が高い。ただ、原油価格の底打ちを反映し、鉱物性燃料の価格は今後、緩やかながら上向くとみられ、貿易黒字幅は縮小傾向となるとみ

(図表1-17) 前年比輸出指数の推移



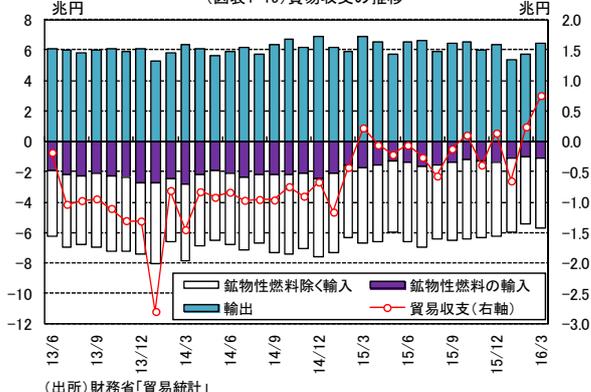
(出所)財務省「貿易統計」

(図表1-18) 品目別実質輸出の為替弾性値



※為替弾性値は実質実効為替レート(REER)に対する弾性値のため、円安(円高)の際に輸出が増加(減少)する傾向がある場合、弾性値はマイナスとなる。2011年3-5月には震災ダミーを設定。世界実質輸入はオランダ経済政策分析局公表値
(出所)日本銀行「実質輸出入」、オランダ経済政策分析局、国際決済銀行、ファクトセットより明治安田生命作成

(図表1-19) 貿易収支の推移



(出所)財務省「貿易統計」

ている。

(7) コア CPI は下振れが鮮明に

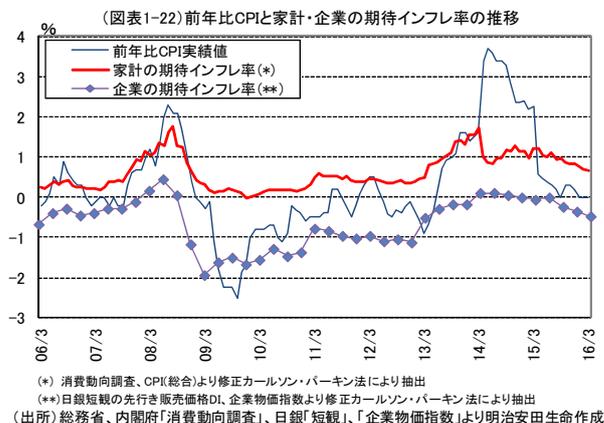
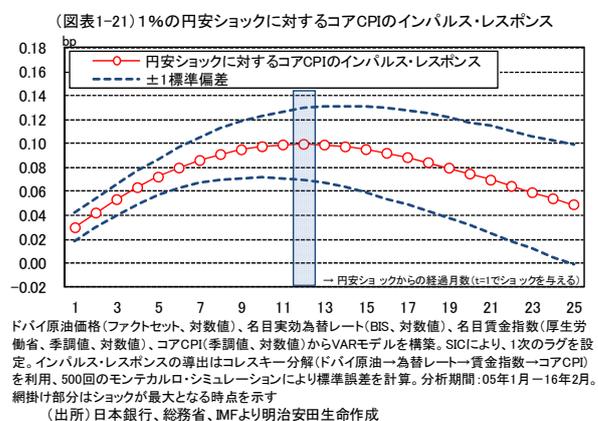
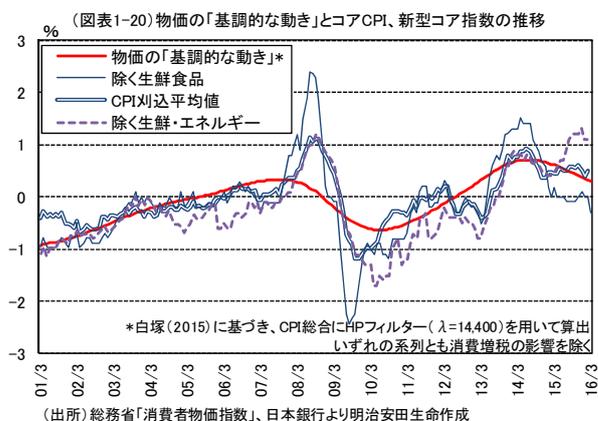
全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コア CPI、消費増税の影響を除くベース）を見ると、2014年4月は前年比+1.5%と、2008年10月以来の高い伸びとなったものの、その後は伸びが縮小傾向となり、3月は同▲0.3%まで落ち込んだ（図表1-20）。コア CPI の伸び鈍化は、原油安を背景に、エネルギー価格が低下した影響が大きい。ただ、エネルギー価格が含まれないコア CPI（除く食料・エネルギー）も、2015年末以降は伸びが鈍化傾向となっているほか、日銀が公表している2つの新型コア指数（除く生鮮・エネルギー、刈込平均値）も、2015年末ごろをピークに伸びが鈍化傾向となっており、物価の「基調的な動き」も弱まりつつある様子が見てとれる。

2015年末以降、物価の伸びが鈍化している要因として、円安による押し上げ効果がはく落していることが挙げられる。ベクトル自己回帰モデルによる実証分析では、為替相場が1%円安に振れた場合、コア CPI 押し上げが最大になる時点は円安の発生から約1年後と試算される（図表1-21）。推計からは、2014年10月の日銀による追加緩和後に生じた10円/ドル程度の円安による物価の押し上げが、足元ではく落へ向っている段階にある可能性が示されている。全国に先立って発表される東京都区部の4月中旬速報値を見ても、教養娯楽耐久財（3月：前年比+7.7%→4月：同+7.6%）の伸び幅が5ヵ月連続で縮小したほか、生鮮除く食料（同+1.9%→+1.4%）の伸び幅も3ヵ月連続で鈍化するなど、為替の影響を受けやすい品目の伸びの鈍化が確認でき、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。

加えて、需要面からの物価上昇圧力も弱い。当社では1-3月期の需給ギャップは▲2.1%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物価を押し上げる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、いずれも量的質的金融緩和（QQE）導入前の水準まで伸びが鈍化しており、消費者・企業ともデフレ期待は払しょくされていないことが示唆される（図表1-22）。

今後のコア CPI は、エネルギー価格下落の影響が今しばらく残るとみられるほか、円安による押



し上げ効果も減衰するとみられることで、当面は前年比ゼロ近傍での推移が続くとみる。年度後半以降は、エネルギー価格の下押しが縮小することで、コア CPI はプラス圏で推移するとみるものの、期待インフレが低下し、需要面からの物価の押し上げ圧力も弱いなか、その後の物価上昇ペースは緩慢とみている。2016年度のコア CPI 上昇率は前年比+0.2%前後、2017年度も同+0.4%程度の上昇にとどまると予想する。

（8）限界が近づく金融政策

日銀は、4月27、28日に開催された日銀金融政策決定会合において、金融政策をすえ置いた。もともと、事前の市場では、約6割が追加緩和を予想していたことから、当日のドル円相場は112円／ドル近辺から108円／ドル近辺まで4円前後ジャンプ、日経平均は1日の値幅が919円に達するという大荒れの相場展開となった。

黒田総裁がここまでサプライズ狙いを繰り返してきた影響で、市場は日銀の行動様式が読めなくなっている。日銀と市場のコミュニケーションのすれ違いは、深刻度を増していると言えそうである。今後も、金融政策決定会合のたびに相場が振れやすくなる構図は変わらないだろう。

当社の次なる追加緩和時期のメインシナリオは、前回2月の見通し時から変わらず7月である。この頃までには円安効果のはく落に伴い、「物価の基調」の腰折れがさらに明確になるとみていることによる。ブレイクオープンインフレ率（BEI）や、家計や企業、市場参加者への各種アンケート調査から見る限り、すでにインフレ期待は大きく下振れている。残るハードデータ、たとえば消費者物価の食品・エネルギー除く総合指数（コアコア指数）や、生鮮食品・エネルギー除く総合指数（新型コア指数）も伸びは頭打ちとなっている。両者とも、もともと円安進行に伴うコストプッシュの上昇という色彩が強く、円安局面の一巡に伴い、今後はむしろ下振れる可能性が高い。日銀にとって「表の政策変数」である物価の基調が下振れれば、もはや効果や手段の有無を云々してられない。しゃにむに動くしかないだろう。「影の政策変数」である為替相場も依然、大きなポイントであるが、1月のマイナス金利も「3日天下」に終わったように、もはや金融政策で市場にサプライズを与えるのは難しくなっている。短期間で100円／ドル割れをめざすような急速な円高の進行に対しては、政府が為替介入で対応するのが先になりそうである。

追加金融緩和に踏み切る以上、「戦力の逐次投入」とみられることは避けたいはずで、今度はマイナス金利幅の拡大、国債の買増しと買入れ年限の延長、ETFの買増しなど、「量」、「質」、「金利」のすべてを強化する可能性が有力である。しかし、相場が動くかどうかは、結局のところその時の相場のムード次第である。元々、日銀の金融政策に、相場の流れを後押しすることはできても、相場の流れに逆らうほどの力はないとみるのが妥当である。再びなんらかの新機軸を打ち出してくる可能性もあるが、もはや日銀がどんな新政策を編み出しても、「金融政策限界論」が完全に払しょくされる展開は考えにくい。そうした意味で、動くたびに喝采を浴びてきた黒田総裁の神通力はすでに失われつつある。

あとは、物価上昇という実績で金融市場の信頼を取り戻すしかないとも考えられるが、4月末の決定会合で、物価目標の達成時期を「2017年度前半頃」から、黒田総裁の任期と同じ「2017年度中」に先送りしたことで、自身の任期中に物価目標を達成できない可能性を半ば認めざるを得ない形となっている。それまでに国債買入れオペが限界に突き当たる可能性もあり、黒田総裁は果たして時間との勝負に勝てるのかどうか、きわめて微妙な状況となりつつある。

(9) シナリオ分析

当社では、メインシナリオに加え、3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＞マイナス金利の効果薄く緩慢な景気回復（示現確率：55%）

世界景気の回復ペースは緩慢。日本では、マイナス金利がインフレ期待の上昇につながらず、実質金利は高止まり。企業・家計の成長期待が出にくく、積極的な賃上げや設備投資増加への機運は高まらず。ただ、堅調な米景気に加え、原油安、政府による景気支援策、オリンピック需要等が下支えとなって、日本経済は緩やかな回復へ。株価の上昇幅は限定的、長期金利はさらなる低下余地を探る。金融政策の限界論が強まるなかで、為替相場ではやや円高圧力がかかる。

日経平均レンジ：14,000円～20,000円 10年国債利回りレンジ：▲0.25%～0.10%

ドル・円レンジ：100円～120円、ユーロ・円レンジ：115円～140円

＜サブシナリオ1＞マイナス金利不況の到来（示現確率：20%）

マイナス金利のもと、家計・企業のマインドが委縮し、景況感はむしろ悪化トレンドが鮮明になる。日銀が重視する物価の基調も早期に変調をきたす。日銀は追加緩和でマイナス金利幅の拡大に踏み切るも、長期金利の一段の低下による貸出利鞘の大幅縮小に伴い、経営が苦しくなる中小金融機関が続出。海外では、米国景気の失速が明確化。株価は急落、長期金利は超長期ゾーンまでマイナスに転じる。FRB（米連邦準備制度理事会）もマイナス金利政策の導入に踏み切り、円高が加速。

日経平均レンジ：9,000円～18,000円 10年国債利回りレンジ：▲0.80%～0.00%

ドル・円レンジ：80円～115円、ユーロ・円レンジ：90円～130円

＜サブシナリオ2＞財政不安の台頭で悪性インフレが勃発（示現確率：15%）

日銀はさらなる大規模緩和策を打ち出す一方、政府は大型の財政政策で景気を支える方針を明確化、日本の財政・金融政策は、本格的なヘリコプター・マネーの様相を呈しはじめる。市場は、財政不安を織り込む方向へと急展開、急速な円安、株安、債券安（金利上昇）が進行する。日銀は「金融抑圧」で長期金利を抑え込みにかかるが、逆に資本逃避を助長する結果となる。

日経平均レンジ：8,000円～18,000円 10年国債利回りレンジ：▲0.15%～4.00%

ドル・円レンジ：105円～150円、ユーロ・円レンジ：115円～160円

＜サブシナリオ3＞物価目標の達成と景気急回復（示現確率：10%）

マイナス金利の効果が徐々に浸透する一方、安倍政権は成長戦略への取組みを本格化、家計・企業の成長期待も高まる。中国経済が持ち直すほか、米国経済も予想以上の力強さを発揮。日銀は、17年度中に物価目標を達成し、テーパリングを開始する。長期金利は2%超に上昇、株価は上昇トレンドが続く。利上げペースは米国が上回るため、為替相場では小幅の円安が進む。

日経平均レンジ：15,000円～23,000円 10年国債利回りレンジ：▲0.15%～2.00%

ドル・円レンジ：105円～125円、ユーロ・円レンジ：115円～145円

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

1－3月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+0.5%と、10－12月期の同+1.4%から伸び幅が縮小した。4－6月期は、海外景気の減速が続くものの、ガソリン価格の低下に伴い、実質所得が改善していることなどから、景気は個人消費をけん引役に持ち直すと予想する。家計のバランスシートの正常化が進んでいることもあって、7－9月期以降も景気回復傾向が続くとみる。

個人消費は、雇用環境の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続く可能性が高い。住宅投資は、住宅ローン金利が低水準であることや、雇用者数の増加が続いていることなどを背景に、回復基調で推移すると予想する。

設備投資は、エネルギー関連業種の業況が足かせとなり、目先停滞気味の推移が続くとみる。ただ、原油安に伴う交易条件の改善がサービス業を中心に企業収益を下支えするとみられることから、夏場以降は回復に向かうと予想する。輸出は、海外景気減速の影響が残ることから、軟調に推移するとみている。

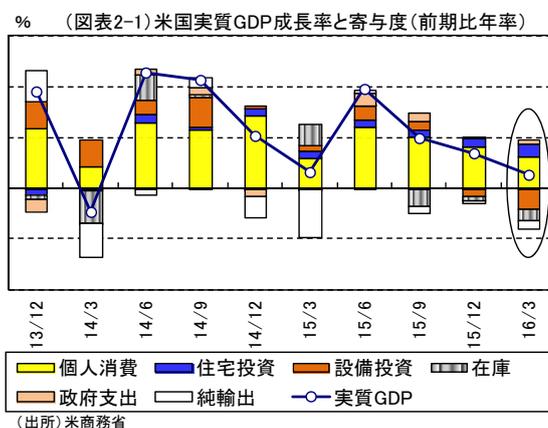
FRB（米連邦準備制度理事会）は、2015年12月に9年半ぶりの利上げを行なった。今後も景気回復が続くとみており、年後半に1回の利上げが実施されると予想する。その後も2017年末までは年2回程度のペースで利上げが行なわれるとみる。

（1）1－3月期のGDPは低い伸び

1－3月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+0.5%と、10－12月期の同+1.4%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+2.4%→+1.9%と、自動車販売などが低調に推移した結果、伸び幅が3四半期連続で縮小した。住宅投資は同+10.1%→+14.8%と、伸び幅が2四半期連続で拡大、二桁の伸びが続いたものの、設備投資は同▲2.1%→▲5.9%と、機械投資と構築物投資が落ち込んだことで、2四半期連続の減少となった。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は

▲0.2%→▲0.3%と、企業が在庫調整を進めたことから、3四半期連続のマイナス。輸出は海外景気減速の影響で、前期比年率▲2.0%→▲2.6%と2四半期連続で減少した一方、輸入は同▲0.7%→+0.2%と2四半期ぶりに増加した。結果として、純輸出の成長率全体に対する寄与度は▲0.1%→▲0.3%と、3四半期連続のマイナスとなった。一方、政府支出は前期比年率+0.1%→+1.2%と、4四半期連続で増加した。

4－6月期は、海外景気の減速が続くものの、ガソリン価格の低下に伴い、実質所得が改善していることなどから、景気は個人消費をけん引役に持ち直すと予想する。家計のバランスシートの正常化が進んでいることもあって、7－9月期以降も景気回復傾向が続くとみる。



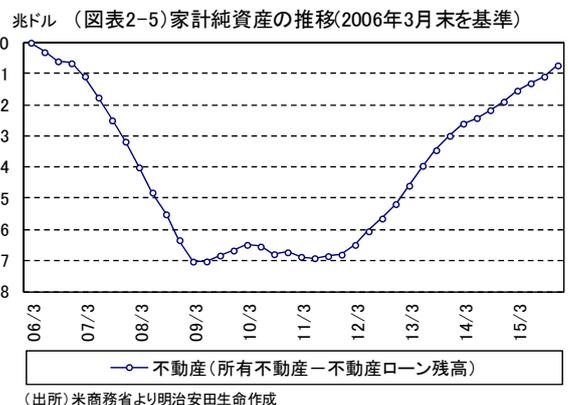
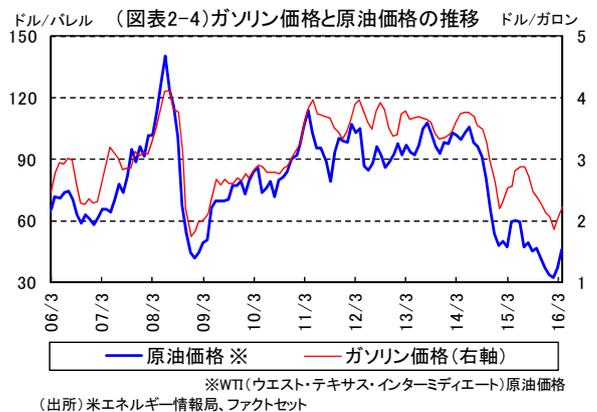
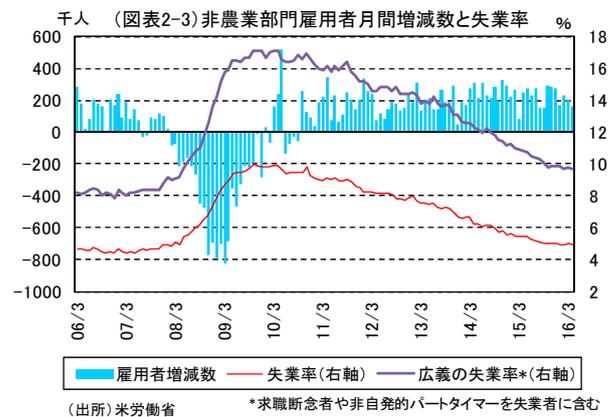
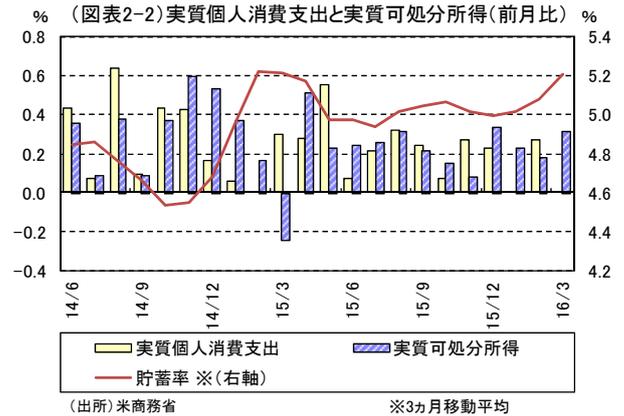
(2) 個人消費は回復傾向が続く可能性が高い

米国の個人消費は、回復傾向が続いているが、足元ではその回復ペースが鈍化している。実質個人消費支出の推移を見ると、3月は前月比横ばいと、年明け以降は伸び悩んでいる(図表2-2)。貯蓄率を見ると、今年に入ってから上昇傾向で推移している。金融市場の混乱などを背景に、家計が消費に慎重になった面が現れているとみられる。

一方、4月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が+16.0万人と、堅調さを示す20万人を3ヵ月ぶりに下回った(図表2-3)。業種別に見ると、自動車販売や一般雑貨などの小売が弱含み、全体を押し下げた。ただ、4月の失業率は5.0%と、すでにFRB(米連邦準備制度理事会)の長期見通しのレンジである4.7-5.0%の範囲に達している。広義の失業率(非自発的パートタイマーや求職断念者などを失業者を含む)を見ると、4月は9.7%と、住宅バブル崩壊前と比べれば依然として高いものの、2010年4月の17.1%をピークに低下傾向が続いている。新規失業保険申請件数(変動を均した4週移動平均)は概ね27万人前後で推移しており、住宅バブル期の30万人台を大きく下回っているほか、足元の求人数も570万人台と、統計開始以来の高水準を記録するなど、労働市場の需給は改善が続いている。

加えて、ガソリン価格の低下に伴い、家計の実質購買力も向上している。3月の実質可処分所得は前月比+0.3%と、12ヵ月連続の増加となった。ガソリン価格は、2014年夏の時点では1ガロン3ドル後半だったが、その後は下落傾向が続き、足元では1ガロン2ドル前半での推移となっている(図表2-4)。FRBのイエレン議長は3月15-16日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)後の記者会見で、原油価格が現在の水準であれば、米国の平均的な家庭は年間約1,000ドルの恩恵を受けると述べ、ガソリン代の減少が個人消費にもたらす恩恵は大きいとの見方を示した。車社会と言われる米国では、ガソリン価格の低下による家計への実質的な減税効果が今後も個人消費を後押しすることが期待できる。

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2-5)。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。

雇用環境の改善が続くとみられるのに加え、ガソリン価格がすでに大きく低下していることで、家計の実質購買力が向上していることや、家計のバランスシートの正常化が進んでいることなどから、個人消費は今後も回復傾向が続く可能性が高い。

(3) 住宅投資は回復基調で推移すると予想

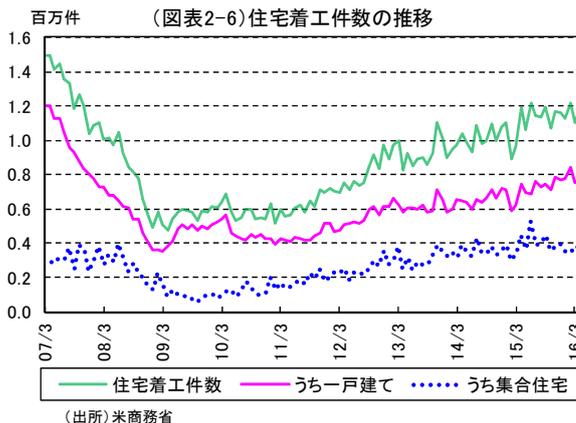
米国の住宅投資は、堅調に推移している。2015年の実質住宅投資は前年比+8.9%の高い伸びとなった。一方、関連指標のうち、住宅着工件数を見ると、昨年央以降は伸び悩んでいる(図表2-6)。背景には、ニューヨーク州の減税措置の期限が昨年6月の予定だったことなどから(税制措置は延長)、駆け込み需要の影響で、集合住宅が記録的な高水準となった反動などがある。一方、住宅着工のトレンドを示す一戸建て着工件数は、2011年央以降、回復基調で推移している。住宅着工件数の先行指標とされる住宅着工許可件数のうち、一戸建ての推移を見ても、2011年に入ってから増加傾向が続いている(図表2-7)。

住宅ローン金利(30年固定)の推移を見ると、FRBは昨年12月に9年半ぶりとなる利上げを行なったものの、依然として歴史的な低水準で推移している(図表2-8)。米抵当銀行協会(MBA)が公表する住宅ローン申請指数を見ると、2016年に入ってから、均せば改善傾向で推移している(図表2-9)。同指数の内訳である購入指数を見ても、2015年以降、緩やかな上昇が続いており、低金利環境が引き続き住宅投資を後押しするとみている。

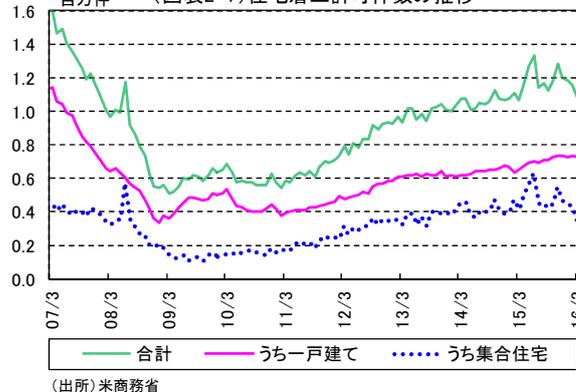
一方、人口面から見た住宅需要も底堅い。米国の世帯数の推移を見ると、年間130万世帯のペースで増加しており、住宅着工件数の増加ペースを上回っている。雇用者数も増加傾向が続いていることから、購入者層の分母の拡大が引き続き住宅投資を押し上げるとみられる。

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。住

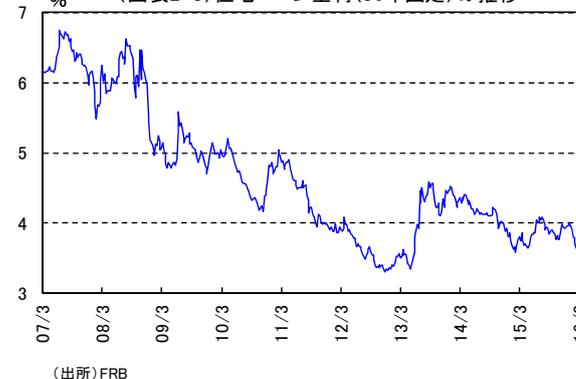
(図表2-6) 住宅着工件数の推移



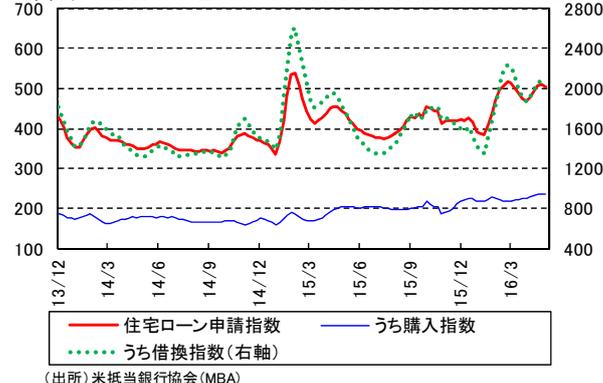
(図表2-7) 住宅着工許可件数の推移



(図表2-8) 住宅ローン金利(30年固定)の推移



(図表2-9) 住宅ローン申請指数(4週移動平均)



住宅在庫件数を見ると、新築住宅は2012年央以降、緩やかな増加傾向で推移する一方、中古住宅は、住宅バブル期以前の低水準にとどまっている(図表2-10)。FRBが公表するベージュブック(地区連銀経済報告書)では、2014年ごろから、建設業などの職種で、高いスキルを持つ熟練工など、労働者の確保が難しくなっている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が、物件供給の遅れにつながっているとみられる。

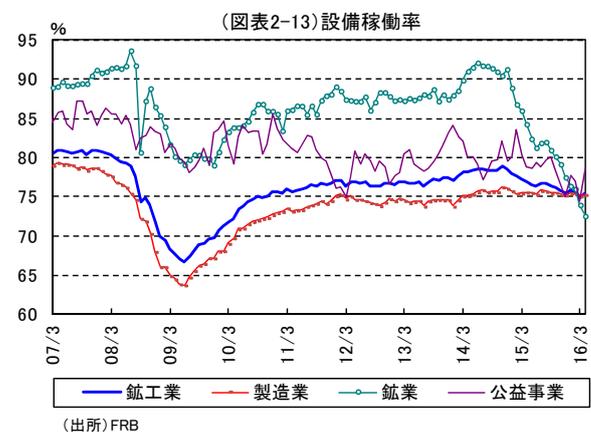
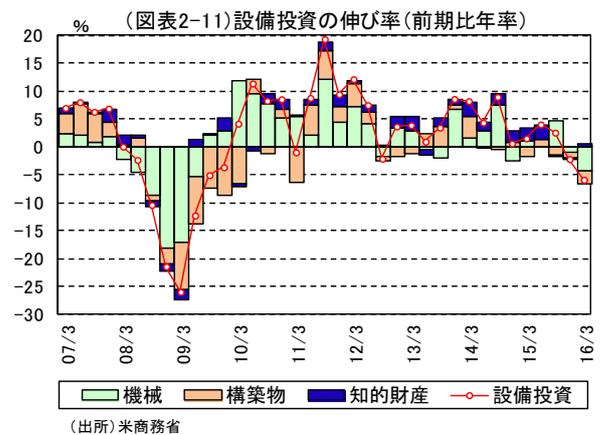
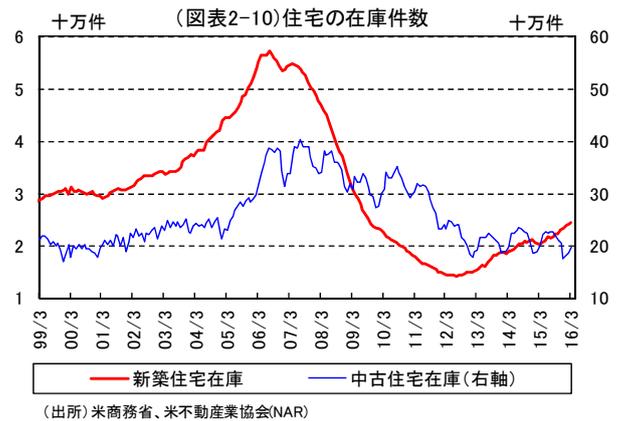
住宅物件の供給圧力が抑制的なものとどまるなか、住宅ローン金利が低水準であることや、雇用者数の増加傾向が続いていることなどを背景に、住宅投資は今後も回復基調で推移すると予想する。

(4) 設備投資は夏場以降徐々に回復へ

米国の設備投資は、2014年秋以降、停滞色を強め、1-3月期は前期比年率▲5.9%と、2四半期連続のマイナスとなった(図表2-11)。背景には、2014年夏場以降の原油安の影響で、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ことや、資源国を中心に海外景気が低迷していることなどがある。

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)を見ると、2014年秋以降、均せば減速傾向が続いている(図表2-12)。設備稼働率を見ても、2014年秋以降、低下傾向が続いている。製造業は横ばい圏で推移しているものの、石油掘削を中心とした鉱業は低下ペースが加速している(図表2-13)。加えて、暖冬の影響で、ガスや電気などの公益事業が昨秋から大きく低下していることが、全体の回復の遅れにつながっている。天候要因による低下圧力は足元で和らいでいるが、エネルギー関連業種を中心に、設備投資は目先停滞気味の推移が続くとみている。

一方、鉱工業生産を見ると、2014年秋以降、低調に推移しているものの、除くエネルギーの生産は緩慢ながら回復傾向を維持している(図表2-14)。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



大するが、試算にしたがうと、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いる(図表2-15)。足元では原油価格の低下傾向に歯止めがかかっていることもあって、夏場以降は設備投資への悪影響が徐々に和らぐとみている。

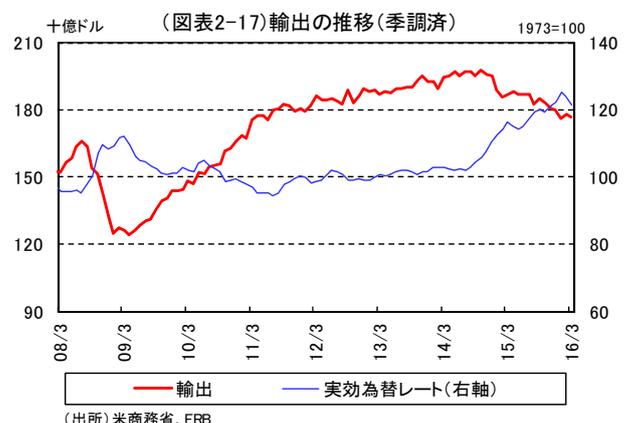
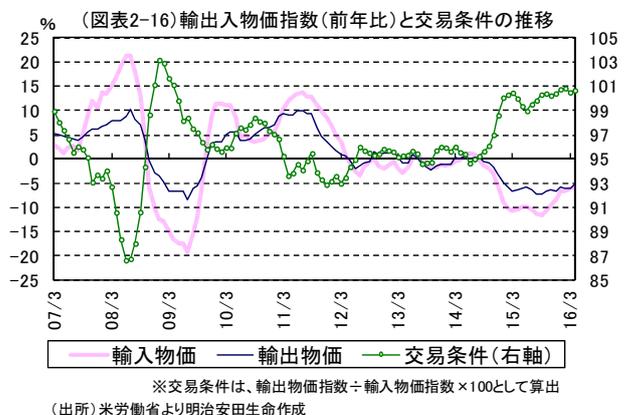
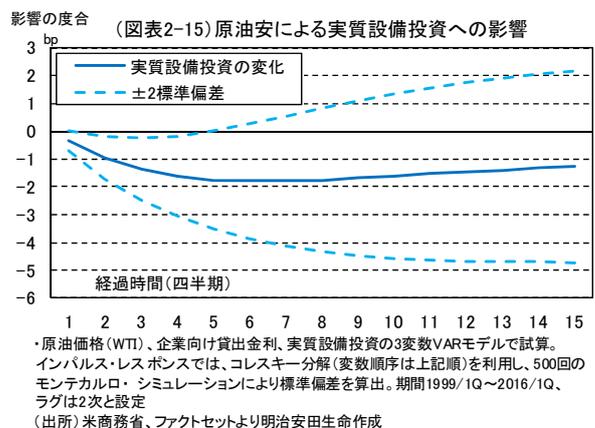
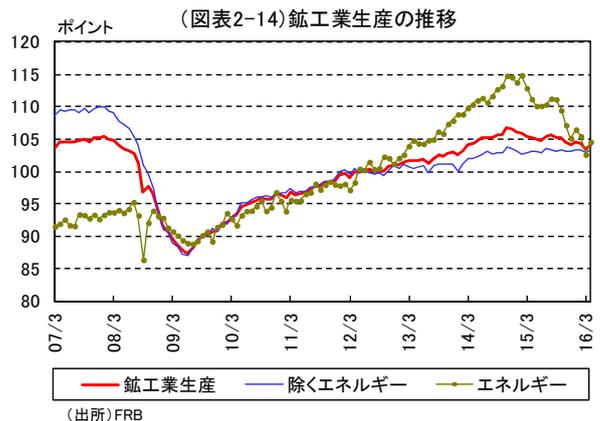
加えて、すでに大きく進行した原油安やドル高は、サービス業を中心に今後の企業収益を下支えするとみられる。交易条件の推移を見ると、2014年後半以降大きく改善している様子が見てとれる(図表2-16)。春先以降の原油価格の持ち直しを受けて、このところやや悪化しているものの、2014年後半から足元までの交易条件の改善は、経済全体では海外からの所得流入につながり、企業からみれば、今後の収益を下支えしよう。

エネルギー関連業種の業況が足かせとなり、設備投資は目先停滞気味の推移が続くとみる。ただ、原油安に伴う交易条件の改善がサービス業を中心に企業収益を下支えするとみられることから、夏場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

米国の輸出は、昨年以降、下振れが明確となっている(図表2-17)。背景には、海外景気の減速とドル高がある。財輸出の伸び(前年比)を品目別に見ると、石油を中心とした産業資材の落ち込みが続いている(図表2-18)。穀物などの食料品が低調に推移しているほか、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調に推移している(図表2-19)。

一方、ドル高による輸出への悪影響も残っている。ドルの実質実効為替レートの推移を見ると、足元ではややドル安が進んでいるものの、2014年央以降、ドル高が大きく進んだ。実質実効為替レート、実質輸出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、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2-20)。ドル高による悪影響が一巡するにはしばらく時間がかかるかとみている。



OECD（経済協力開発機構）が発表する景気先行指数を見ると、2013年末からは横ばい圏での推移が続いてきたが、昨春以降は低下傾向が続いている（図表2-21）。同指数を地域別に見ると、主要輸出先のNAFTA圏のうち、カナダは低下傾向で推移している。ブラジルは足元で低下傾向に歯止めがかっているが、資源輸出国が全体を押し下げている。アジア主要国は横ばい圏での推移となっているほか、輸出先としてのウェイトが高いユーロ圏主要国の上昇ペースは鈍いものにとどまっている。

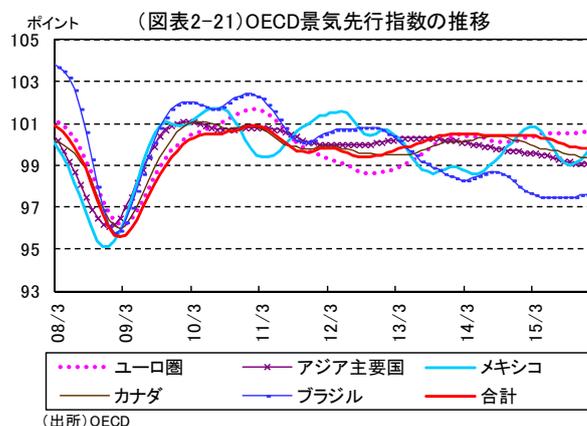
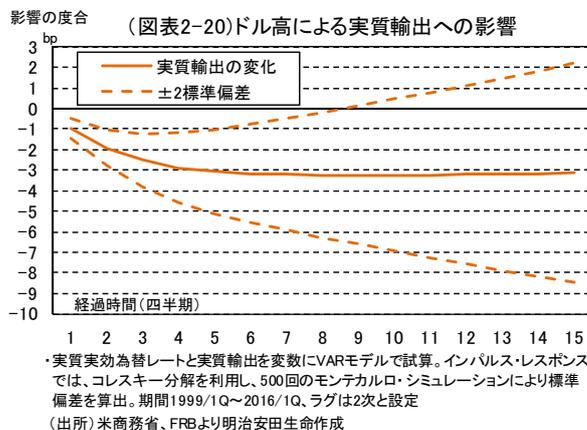
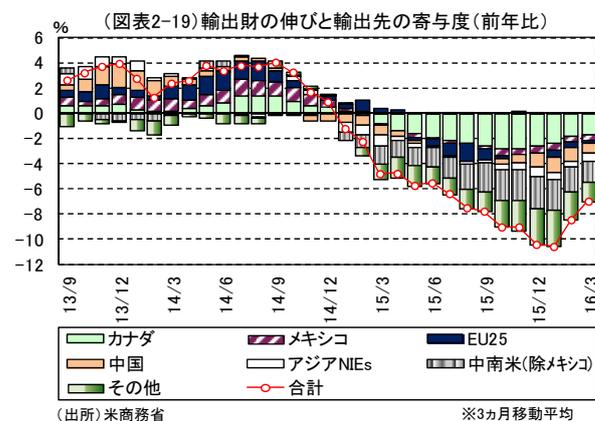
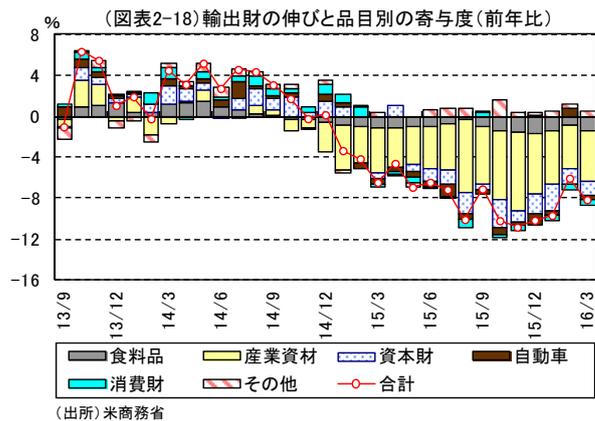
今後の輸出は、ユーロ圏とアジア諸国の一部地域向けが輸出全体を下支えするとみられるが、資源輸出国や中国を中心に海外景気減速の影響が残ることから、軟調に推移するとみている。

（6）利上げは年2回程度のペースを予想

4月26-27日開催のFOMCでは、政策金利であるFFレート（フェデラル・ファンド・レート）の誘導目標レンジが0.25-0.5%ですえ置かれ、金融政策に変更はなかった。声明文では、「世界経済と金融情勢は、引き続きリスクをもたらす」との一文が削除され、海外情勢への懸念が和らいでいるとの見方が示された。ただ、「世界経済と金融情勢を引き続き注視する」との一節が付け加えられるなど、海外情勢を引き続き警戒する姿勢は維持された。

3月15-16日開催の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年末が1.375%から0.875%、2017年末が2.375%から1.875%、2018年末が3.25%から3.00%、長期見通しが3.5%から3.25%へと、いずれも下方修正された（図表2-22）。FRBのイエレン議長は記者会見で、「世界経済の成長見通しがやや下振れていることや、スプレッドの拡大といった信用状況が多少引き締まったこと」がFFレート見通し下方修正の主因と述べた。一方、「FOMC参加者によるFFレートの予想は、中央値を含め、将来の政策の予定ではなく、政策に既定の道筋はない」とも述べ、利上げペースは今後の経済指標次第との姿勢を改めて強調した。

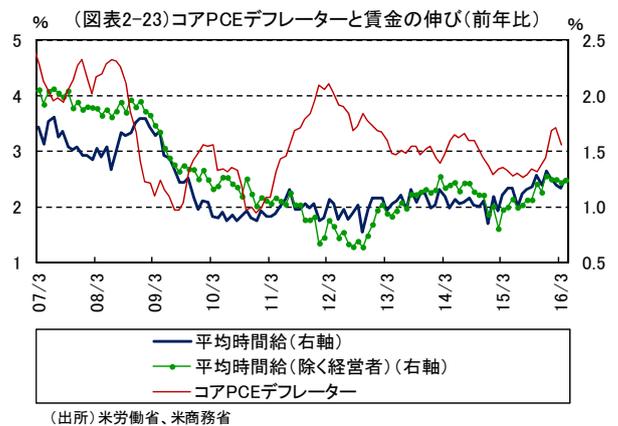
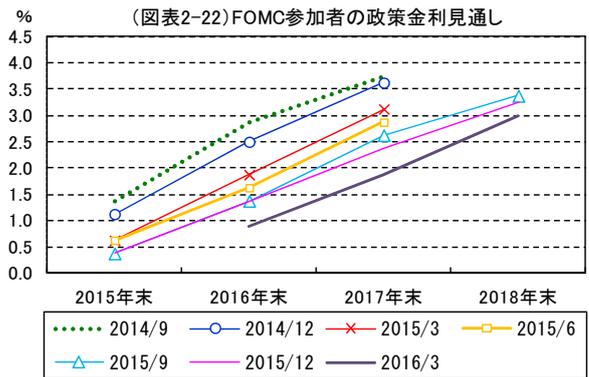
FRBが注視しているとされるコアPCEデフレーターを見ると、3月は前年比+1.6%と、2月の同+



1.7%から伸び幅が縮小した（図表2-23）。輸入物価指数を見ると、4月は同▲5.7%と、21ヵ月連続で低下した（図表2-16）。除く石油ベースでも、同▲2.2%と、17ヵ月連続の低下となっている。いずれも昨秋以降はマイナス幅が縮小傾向で推移しているものの、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ことが、今後も物価の上昇を抑制するとみられる。

一方、FRBが4月に公表したページブックを見ると、いくつかの地区で賃金上昇圧力が強まっている兆しがあると報告されている。平均時間給の推移を見ても、4月は前年比+2.5%と、3月の同+2.3%から伸び幅が拡大した。昨夏以降、伸び幅が拡大しつつあり、労働市場の需給改善に伴って、今後も賃金の改善傾向が続くとみている。

海外景気の減速が今後も続くとみられることなどから、FRBは当面利上げを見送るとみるが、労働市場の改善は今後も続く可能性が高く、年後半には1回の利上げを実施すると予想する。米国景気は引き続き回復傾向が続くとみられることから、その後も2017年末までは年2回程度のペースで利上げが行なわれるとみる。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏景気は回復傾向で推移している。ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策の継続が見込まれるのに加え、難民対策や景気への配慮もあって、各国の財政スタンスがやや緩和する見通しであることなどから、内需は今後も改善傾向が続くとみる。ただ、輸出は新興国景気の減速などを背景に、伸び悩む展開が続くとみられ、ユーロ圏の景気回復ペースは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ことなどから、今後も緩やかな回復傾向が続くとみる。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、企業の生産活動の停滞などが足かせとなつて、力強い回復には至らないと予想する。

ECBは、景気回復ペースが緩慢ななか、2017年3月以降も資産買入れ策を継続実施すると予想する。

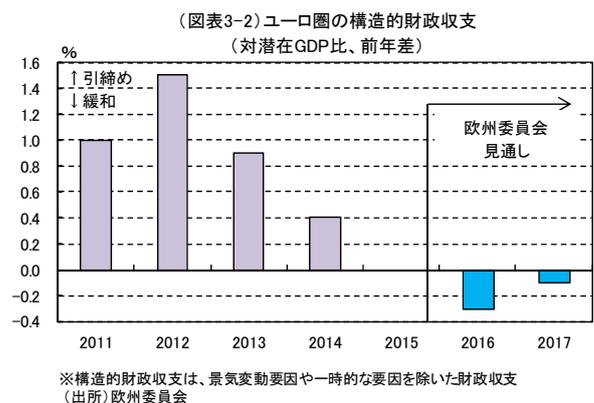
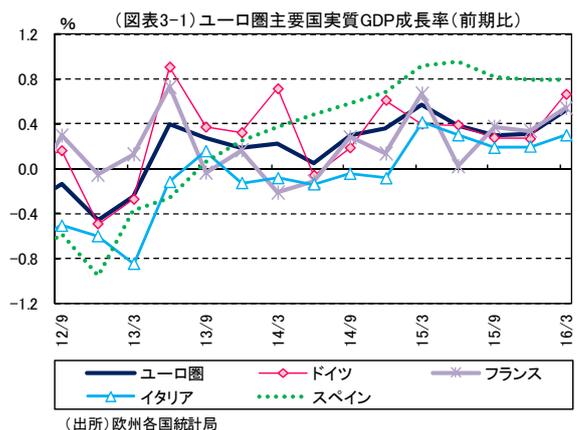
（1）ユーロ圏景気は回復傾向で推移

1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率（改定値）は前期比+0.5%と、10-12月期の同+0.3%から伸び幅が拡大した（図表3-1）。国別の成長率を見ると、スペイン（10-12月期：同+0.8%→1-3月期：同+0.8%）が高めの伸びを維持したほか、ドイツ（同+0.3%→+0.7%）、フランス（同+0.3%→+0.5%）、イタリア（同+0.2%→+0.3%）はいずれも伸びが加速した。

ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策の継続が見込まれるのに加え、難民対策や景気への配慮もあって、各国の財政スタンスがやや緩和する見通しであることなどから、内需は今後も改善傾向が続くとみる。ただ、輸出は新興国景気の減速などを背景に、伸び悩む展開が続くとみられ、ユーロ圏の景気回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

（2）財政スタンスはやや緩和へ

ユーロ圏では欧州債務問題以降、各国政府による財政緊縮策の実施が景気への下押し圧力となってきた。ただ、欧州委員会の2016年春季経済見通しでは、各国の財政スタンスは2015年に中立的となり、2016年と2017年には、やや緩和的になるとの予測が示されている（図表3-2）。各国では、財政健全化に配慮しつつ、景気対策が打ち出されているのに加え、難民対応やテロ対策に係る支出も増加しているとみられる。景気対策として、2015年にはフランスやスペインで所得税の軽減措置が導入された。2016年には、ドイツでの自動車購入支援策や、イタリアでの住宅購入支援策の導入などが決



定しており、各国の財政スタンスがやや緩和することが、今後のユーロ圏の内需を下支えするとみている。

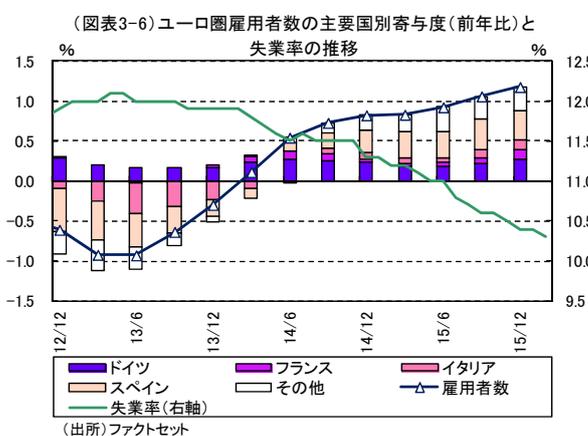
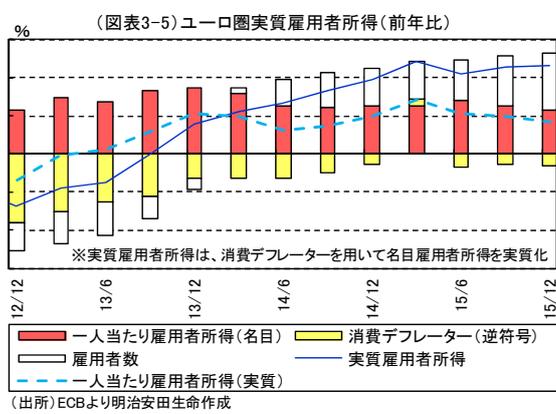
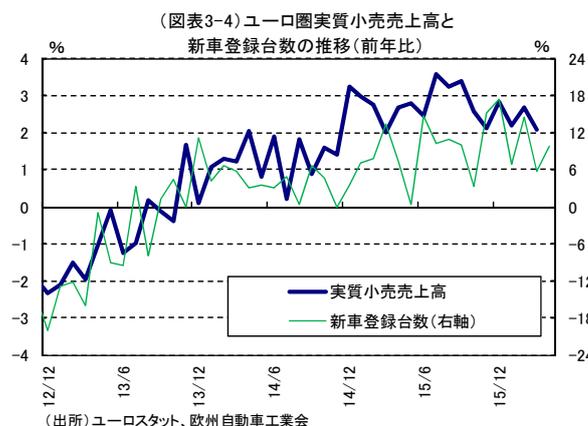
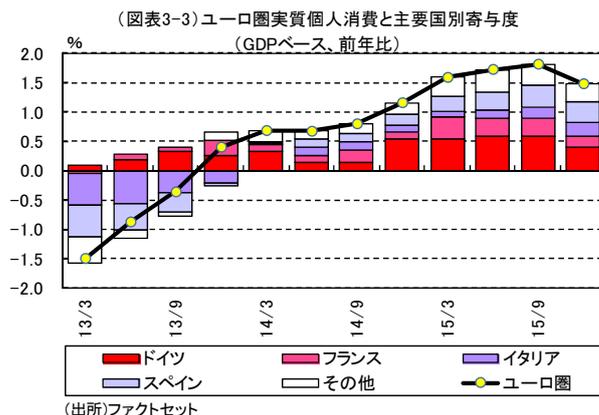
(3) 個人消費は緩やかな回復傾向が続くとみる

ユーロ圏の個人消費は2013年冬以降、緩やかな回復傾向が続いている。10-12月期の実質個人消費は前年比+1.5%と、9四半期連続のプラスとなった(図表3-3)。伸び幅は前期の同+1.8%から縮小したものの、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、基調としては底堅い推移が続いている。

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、昨年冬場には伸びが鈍化したものの、その後は前年比+2%程度での推移が続いている(図表3-4)。小売売上高に含まれない自動車販売も、4月の新車登録台数が同+9.8%となるなど、好調を維持している。

底堅い個人消費の背景には、企業業績の回復に伴う所得環境の改善がある。ユーロ圏の実質雇用者所得の推移を見ると、2013年10-12月期以降、回復傾向で推移している(図表3-5)。内訳を見ると、まず、一人当たり雇用者所得(名目ベース)は、雇用者に占めるパートタイム従事者の割合の増加などを背景に、2013年10-12月期以降、伸び幅が縮小傾向となっている。ただ、消費デフレーターが2013年ごろから鈍化傾向で推移し、足元でも原油安などを受けて低水準にとどまっていることで、実質ベースの一人当たり雇用者報酬は前年比+1.0%前後の伸びを維持している。雇用者数も2014年に入ると前年比プラスに転じ、その後は伸び幅の拡大傾向が続いている。

雇用者数の伸びを主要国別に見ると、ドイツとスペインが引き続き改善傾向で推移しているほか、これまで低めの伸びにとどまっていたフランスとイタリアも、昨年冬以降、伸び幅が拡大傾向となっている(図表3-6)。イタリアでは、2014年に解雇規制が緩和されたほか、2015年には、新規の正規雇用を行なった企業に対する社会保険料の減免措置が導入された。フランスでも2016年から2017年にかけて、職業訓練の強化や中小企業の雇用に対する支援金の給付などが実施されることとなった。政府による雇用



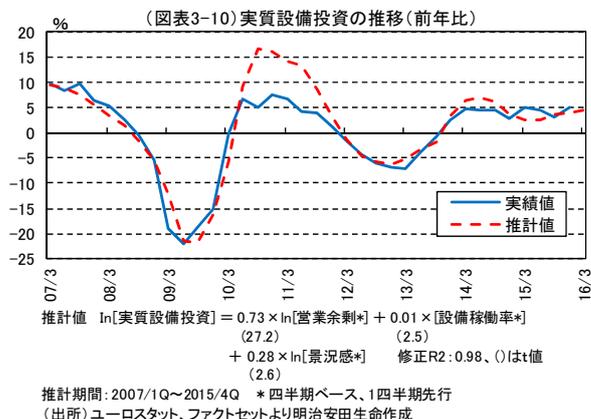
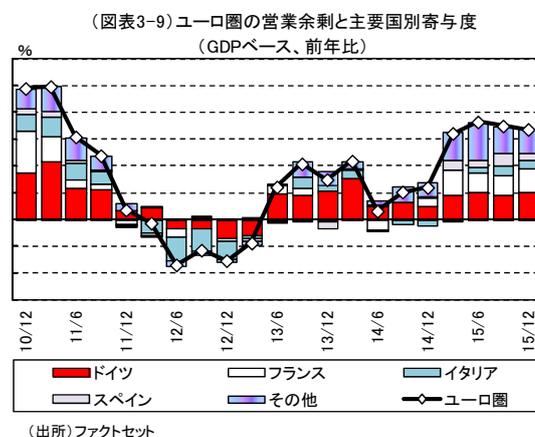
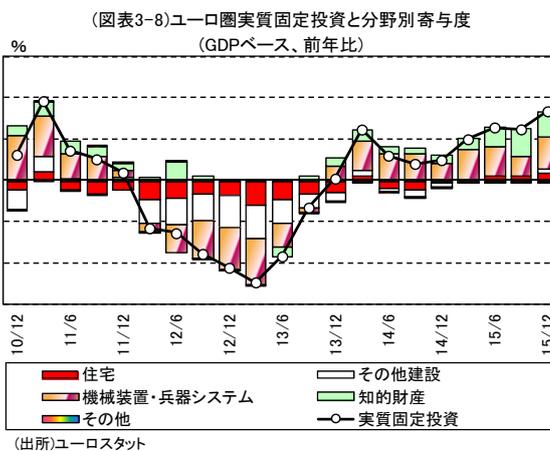
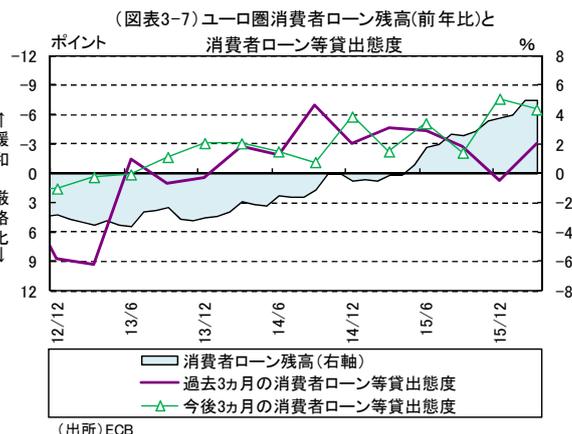
対策が推進されるなか、企業の採用意欲もサービス業を中心に改善傾向にあることから、雇用者数は引き続き増加傾向で推移するとみている。

銀行貸出態度も緩和傾向にある。ECBによる銀行の消費者ローン貸出態度調査の結果（1-3月期）を見ると、「過去3ヵ月」の貸出態度について、「緩くした」と回答した割合は、「厳しくした」と回答した割合を2四半期ぶりに上回った（図表3-7）。消費者ローン残高も昨春以降、前年比プラスでの推移が続いており、銀行からの借入れの増加が、個人消費の回復につながっているとみられる。同調査のうち、「今後3ヵ月」の貸出態度を見ると、「緩くした」と回答した割合が「厳しくした」と回答した割合を11四半期連続で上回っており、銀行貸出態度は一段と改善する見通しである。ECBによる量的緩和策の実施などを背景に、借入れ環境は年央以降も緩和的な状態が続く可能性が高い。雇用環境の改善が続くと見込まれることもあって、ユーロ圏の個人消費は今後も緩やかな回復傾向が続くとみる。

（4）固定投資は力強い回復には至らないと予想

ユーロ圏の固定投資は改善傾向が続いている。10-12月期の実質固定投資は前年比+3.4%と、前期の同+2.5%から伸び幅が拡大した（図表3-8）。実質固定投資の伸びを分野別に見ると、住宅を含む建設業が同+0.4%→+1.2%と、2011年1-3月期以来の高い伸びとなったほか、機械装置・兵器システムも同+3.1%→+5.0%と、3四半期ぶりに伸びが加速し、全体を押し上げた。建設投資では、暖冬による押し上げがあったほか、ドイツなどを中心に難民向け施設の整備が進められていることなども持ち直しに寄与したとみられる。

一方、設備投資（固定投資から建設、知的財産等を除く）回復の背景には、企業業績の改善がある。ユーロ圏の営業余剰の推移を見ると、10-12月期は前年比+3.4%と、ドイツやフランスを中心に底堅い推移が続いている（図表3-9）。営業余剰、設備稼働率、景況感指数を説明変数とする当社試算では、これまでの企業業績の改善などを背景に、1-3月期も設備投資の緩やかな回復が続いた可能性が示唆される（図表3-10）。



企業の資金調達環境も好転している。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9四半期連続で上回った(図表3-11)。「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おり、資金調達環境は引き続き緩和的である。ECBによるマイナス金利政策の実施などを背景に、企業向け貸出金利が大きく低下していることもあって、緩和的な資金調達環境が引き続き設備投資を下支えしよう。

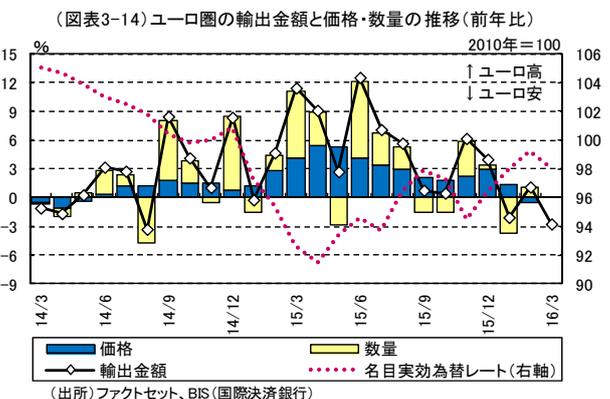
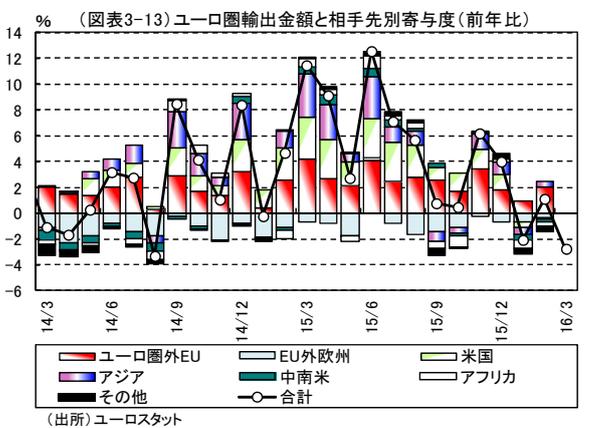
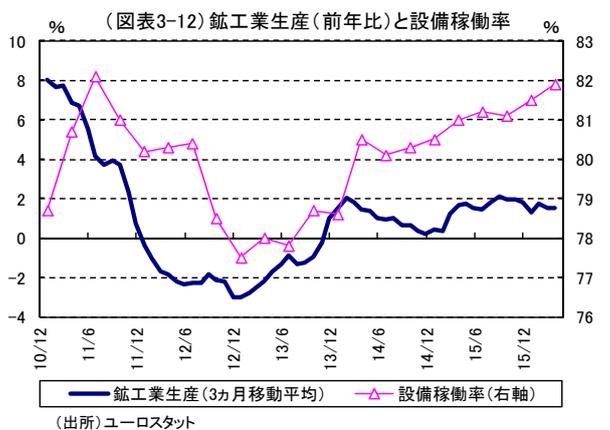
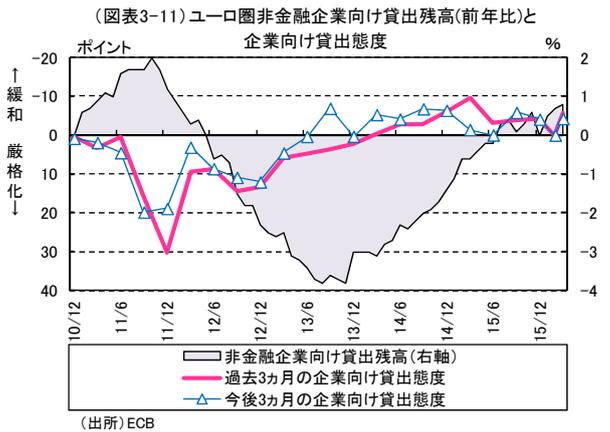
一方、企業の生産活動の回復の足どりは鈍い。鉱工業生産は2014年末から2015年央にかけて、輸出の力強い回復とともに伸び幅が大きく拡大したが、その後は徐々に鈍化している(図表3-12)。新興国景気の減速などを受け、今後も輸出の伸び悩みが続くと見込まれるなか、生産も停滞気味の推移をたどるとみている。

加えて、企業部門の債務残高は引き続き高水準にあり、企業のバランスシート調整圧力が今後も投資の下押し圧力になる可能性が高い。資金調達環境の改善などが引き続き下支えするとみるが、企業の生産活動の停滞などが足かせとなって、固定投資は力強い回復には至らないと予想する。

(5) 輸出は伸び悩み展開が続くとみる

ユーロ圏の輸出は停滞気味に推移している。3月の輸出金額は前年比▲2.7%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった(図表3-13)。2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、米国向けは足元でマイナスに転じているほか、アジアやEU外欧州などの新興国向けは引き続き軟調に推移している。

一方、輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸出価格指数が昨年5月をピークに鈍化傾向で推移し、2月には約2年ぶりのマイナスとなったほか、輸出数量指数は直近6ヵ月中3ヵ月でマイナスとなるなど、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、昨春以降、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による価格の押し上げ効果は、すでに大きく減衰している。

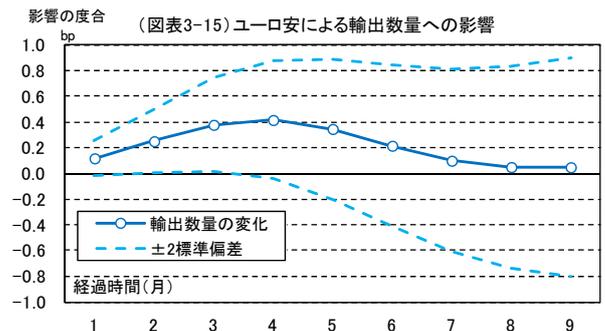
通貨安の影響については、タイムラグを伴って輸出数量を押し上げる効果も期待できるが、世界輸入量、実質実効為替レート、輸出数量を用いて、為替が為替が1%ユーロ安に振れた場合の輸出数量の変化（ユーロショックに対するインパルス・レスポンス）を試算すると、輸出数量の押し上げ幅はユーロ安ショックの3ヵ月後まで拡大して行き、その後は徐々に縮小する可能性が示唆される（図表3-15）。ユーロ相場が上昇に転じてからすでに1年程度経過しており、輸出数量の押し上げ効果も足元でははく落している可能性が高いとみている。

一方、輸出数量のトレンドを相手先別に見ると、主要輸出先であるユーロ圏外EU向けが引き続き改善傾向で推移しているものの、2014年夏ごろから堅調な伸びが続いていた米国向けは、昨春以降、減少方向に転じている（図表3-16）。米国向けの輸出数量を品目別に見ると、全体の約5割を占める機械類・輸送機器（2015年の輸出金額構成比）が昨春ごろから減少傾向で推移しており、全体を押し下げている。もともと、米国では年央にかけて、個人消費を中心に景気回復ペースが上がるの見込まれることなどから、同国向け輸出は徐々に持ち直すともみている。

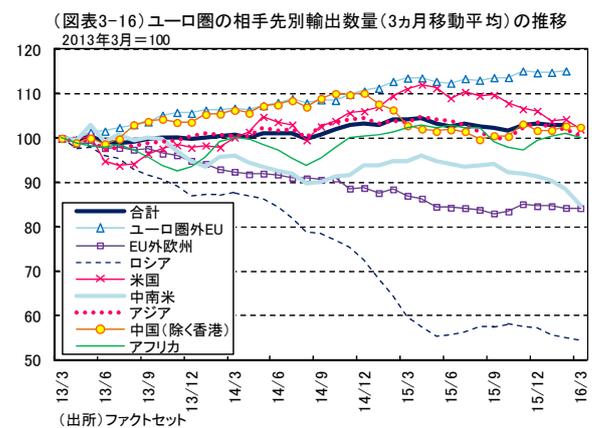
一方、その他の地域向けの輸出数量を見ると、ロシアなどのEU外欧州向けや中国などのアジア向けが引き続き伸び悩んでおり、足元ではともに昨年初めの水準を下回っている。EU外欧州向けは、EUからロシアへの経済制裁の影響が一巡しつつあることで、一段の低下には歯止めがかかっている状況である。ただ、ロシアへの経済制裁は少なくとも7月まで継続される予定であり、EUからの輸出が禁止されている食品などを中心に、引き続き抑制された状況が続く可能性が高い。アジア向けも、同地域最大の輸出先である中国景気の減速傾向が続くなか、需要の大幅な改善は見込みづらい。主要相手先の米英向けが輸出全体を下支えするとみているが、これまでのユーロ安効果がすでに大きく減衰しているほか、新興国向けの停滞も足かせとなって、輸出は伸び悩む展開が続くとみる。

（6）ECBは2017年3月以降も資産買入れ策を継続実施すると予想

ECBは3月の政策理事会で、①リファイナンス金利（0.05%→0.00%）、限界貸出金利（0.30%→0.25%）、中銀預金金利（▲0.3%→▲0.4%）の引き下げ、②毎月の資産買入れ額（600億ユーロ→800億ユーロ）の増額、③非金融企業の投資適格社債を資産買入れ策の対象に追加、④長期資金供給オペ（TLTRO2）の実施などを決定した。あわせて、声明文は、前回（1月）理事会の「政策金利は長期間にわたり、現在の水準かそれ以下にとどまる」から、「政策金利は長期間にわたり、そして資産買入れ終了後も、現在の水準かそれ以下にとどまる」へと変更され、フォワードガイダンスが強化された。ただ、マイナス金利政策については銀行収益を圧迫しているとの懸念もあり、ECBのドラギ総裁は理事会後の記者会見で、「金融システムの収益性を分析した結果、政策金利からその他の



・世界輸入量、実質実効為替レート、輸出数量を変数に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2000年3月～2016年1月、ラグは4次と設定（出所）ユーロスタット、BIS、オランダ経済政策分析局より明治安田生命作成



政策手段に軸足を移すという結論に至った」と述べ、銀行収益に配慮する姿勢を示した。また、ECBがリファイナンス金利（現在0%）で銀行に資金を供給するTLTRO2では、銀行の貸出実績に応じて、貸出金利が最大で中銀預金金利（現在▲0.4%）の水準まで引き下げられることとなった。ゼロ金利以下での資金調達が可能となることで、銀行の貸出利鞘が改善するほか、貸出の増加なども見込まれる。また、今回新たに決定された社債買入れは、投資適格級以上の非金融企業（ノンバンクや保険を含む）の社債を対象とし、1銘柄当たりの買入れ上限は70%と、国債（33%）や公的機関債（50%）の買入れ上限より高く設定されている。まとまった量の社債をECBが買入れることで、クレジット市場の安定化や、企業の資金繰り改善などの効果が期待できる。

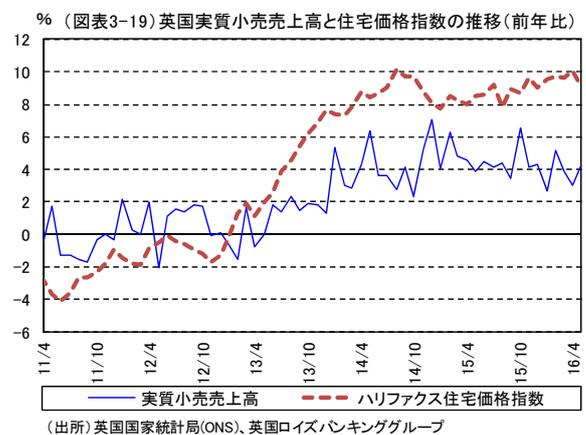
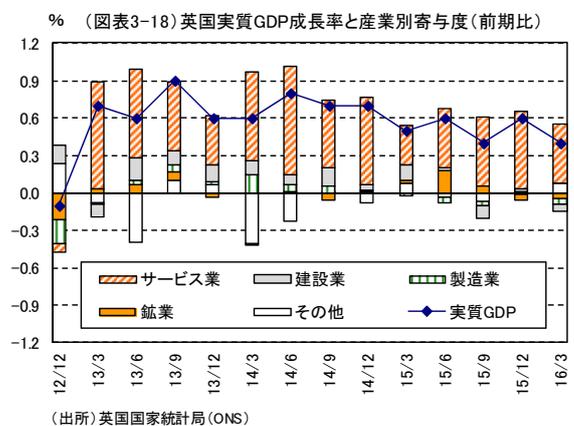
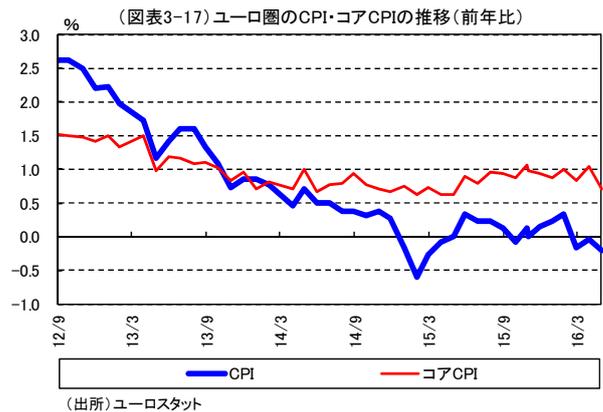
一方、4月の政策理事会では、すべての金融政策がすえ置かれた。ドラギ総裁は理事会後の記者会見で、景気やインフレの下振れへの警戒感を示したものの、「今は辛抱の時だ」と述べ、追加緩和の効果を待つとの姿勢を示した。ユーロ圏のCPIは前年比0%前後での推移が続いているものの（図表3-17）、インフレ低下の主因である原油価格が底入れするなか、追加緩和を急ぐ必要性は薄れているとみられ、当面は3月に決定した包括緩和の政策効果を見きわめる姿勢をとるとみる。もっとも、ユーロ圏の景気回復ペースは今後も緩慢と見込まれるなか、欧州委員会が2014年時点で2.8%と試算するマイナスのGDPギャップが2017年中に解消される可能性は低いとみている。ECBは物価や景気を引き続き下支えするため、2016年末ごろには資産買入れ策の実施期限を再度延長し、2017年3月以降も資産買入れ策を継続実施すると予想する。

（7）英国経済は緩やかな回復が続くと予想

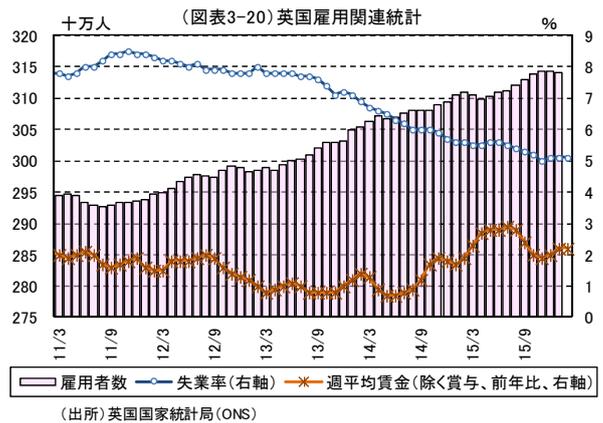
英国景気は緩やかな回復傾向が続いている。1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.4%と、前期の同+0.6%から伸び幅が縮小したものの、13四半期連続のプラス成長となった（図表3-18）。産業別に見ると、鉱業が同▲2.2%、製造業が同▲0.4%と、鉱工業は振るわなかったが、サービス業は同+0.6%と、14四半期連続のプラスとなり、全体を下支えした。

4-6月期は、EU離脱を問う国民投票の先行き不透明感などが下押し圧力となって、低めの成長率にとどまるとみている。ただ、年央以降は雇用環境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、景気は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

個人消費は、緩やかな回復が続いている。4月の実質小売売上高は前年比+4.3%と、36ヵ月連続のプラスとなった（図表3-19）。前月比ペース



でも同+1.3%と、3ヵ月ぶりのプラスとなり、株安などを背景とする年明け以降の小売売上高の悪化には、すでに歯止めがかかっている。底堅い消費の背景には、企業業績の回復に伴う雇用環境の改善がある。雇用者数は2009年以降、サービス業を中心に均せば増加傾向が続いているほか、失業率も2012年ごろから低下傾向で推移している(図表3-20)。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、停滞気味に推移している。ただ、名目賃金が伸び悩みななかでも、原油安に伴うインフレ率の低下を受け、実質購買力は改善傾向で推移しており、個人消費の回復を下支えしている。



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。4月には、2軒目以降の住宅購入に対する課税が強化されたものの、物件の供給不足や、昨年12月に導入済みの初回住宅購入者に対する支援策などから、住宅価格は均せば緩やかな上昇傾向が続く可能性が高い。雇用環境の改善傾向が続いていることもあって、個人消費は底堅く推移するとみる。

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年末ごろから伸び悩んでいる。今後についても、新興国景気の減速などが足かせとなって、輸出は停滞気味に推移するとみている。

固定投資の回復の足どりも鈍い。鉱工業生産を見ると、2014年以降、鈍化傾向が続いている。暖冬の影響が和らいだことなどから、鉱業は足元で持ち直しているものの、製造業は昨年半ば以降、前年比マイナス圏で推移している。原油価格の低迷などをを受け、北海油田の投資は当面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、固定投資は今後も一進一退での推移が続くと予想する。

EU離脱を問う国民投票については、世論調査でEU離脱派と残留派がほぼ拮抗した状態が続いており、先行きが見通せない状況にある。もっとも、政府や英国企業は、国民投票までにEU離脱リスクを英国民に強く訴えていくとみられる。国民の間で問題への認識が深まるにつれ、態度保留者や、EU離脱を支持している層の一部が徐々にEU残留支持に回るとみており、国民投票ではEU残留派が勝利するとみている。

5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。議事録では、EU離脱を問う国民投票への懸念がすでに経済活動の重しになりはじめているとの見方が示されたほか、EU離脱が選択された場合には、雇用や投資が大きく悪化するとの懸念が示された。物価の動向を見ても、4月のコアCPIが前年比+1.2%と、前月の同+1.5%から伸び幅が縮小しており、基調的な物価上昇圧力は弱い。足元ではEU離脱問題への懸念が強まっているほか、労働需給が引き締まるなかでも、原油安に伴う低インフレの長期化が賃金上昇を抑制していることなどから、利上げは2017年央ごろまで見送られると予想する。

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は、足元では持ち直しの動きをみせつつある。ただ、政府による景気支援策の影響効果が大きいとみられ、夏場以降は、再び減速傾向で推移すると予想する。過剰生産能力の解消や不動産投資の抑制などを進めつつ、消費主導の経済構造への転換を図っていく方針だが、構造改革を進めている過程で、景気の下振れ圧力が強まる可能性が高い。中国政府は、引き続き財政・金融政策で景気を下支えしていくことで、景気の失速を避け、緩やかな減速傾向に収れんするよう、景気のかじ取りを行なっていくと予想する。

(1) 中国景気は減速傾向が続く

中国の2016年1-3月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.7%と、10-12月期の同+6.8%から伸びが鈍化した(図表4-1)。前期比ベースでも+1.1%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。消費の回復ペースは緩慢なものにとどまったほか、投資や輸出の低迷が続いたことが全体を押し下げた。

中国政府は、製造業の過剰生産設備の解消を図りつつ、中期的に消費主導の成長構造への転換をめざす過程にある。政府が打ち出した財政・金融支援策によって、足元の景気は持ち直しの動きをみせているものの、今後、構造改革を進めていくなかで持続的に景気の下押し圧力がかかり続ける可能性が高い。政府は、引き続き財政・金融政策で景気の失速を避けつつ、今後5年間の成長目標の最低ラインである年平均+6.5%に収れんするよう景気のかじ取りを行なっていく方針とみられる。2016年通年の実質 GDP 成長率は同+6.6%、2017年は同+6.5%と予想する(図表4-2)。

(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)



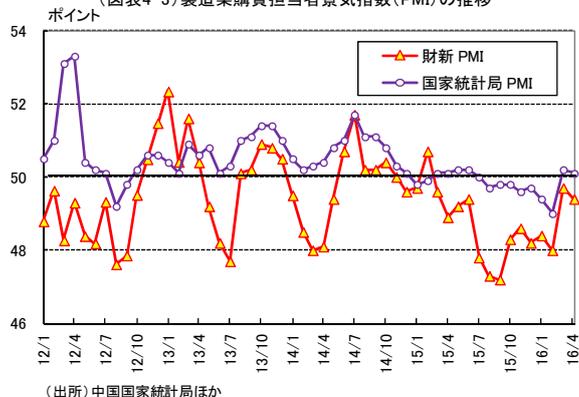
(図表4-2) 中国実質GDP成長率予測(前年比) (%)

	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年 (予測)
実質GDP成長率	7.3	6.9	6.6	6.5

(2) 生産、投資は持ち直しの動き

企業マインドは回復の兆しがみられる。国家统计局が発表する4月の製造業 PMI (購買担当者景気指数) は50.1、前月差▲0.1と、前月からやや悪化したものの、製造業活動の拡大と縮小の境目を表す50を2ヵ月連続で上回った(図表4-3)。PMI の構成項目を見ると、4月は5項目(生産、新規受注、原材料在庫、雇用、サプライヤー納期)のすべてで悪化したものの、生産(52.2、同▲0.1)は2009年2月以降、50を上回る水準を維持しているほか、新規受注(51.0、同▲0.4)は2ヵ月連続で50を上回るなど、ここへきて底堅さもみせている。

(図表4-3) 製造業購買担当者景気指数(PMI)の推移



企業規模別では、大型企業は51.0(同▲0.5)、中型企業は50.0(同+0.9)、小型企業は46.9(同

▲1.2) と、小型企業の低迷が目立つ。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を見ると、3月は49.7と、50手前まで改善したものの、4月は49.4と、再び悪化しており、やはり中小企業の景況感の回復ペースが鈍い様子が窺える。

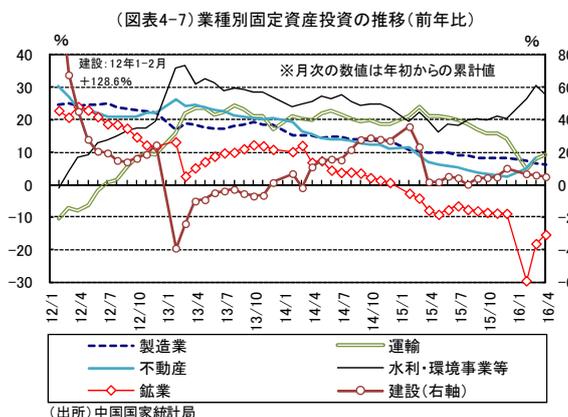
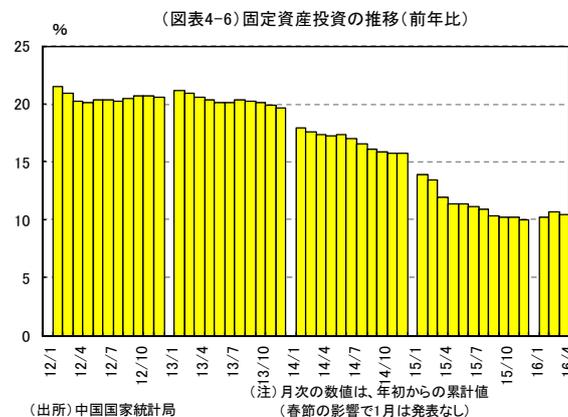
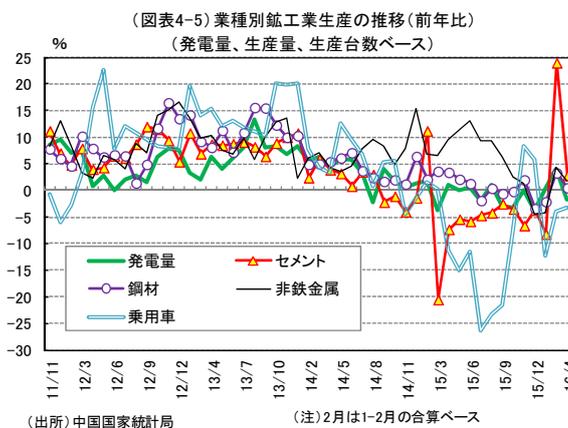
実際の生産や投資の動きを示すハードデータは、政府による景気下支え策の効果などを受け、持ち直しの動きがみられた。3月の鉱工業生産は前年比+6.8%と、2015年平均の同+6.1%を上回る伸びとなった(図表4-4)。不動産市況の回復や政府による2兆円規模の交通インフラ投資などを背景に、鋼材生産量やセメント生産量など、インフラ関連品目の改善が大きい(図表4-5)。ただ、4月は同+6.0%と、前月から伸びが鈍化するなど、生産の基調は弱い。

1-4月の固定資産投資は同+10.5%と、2015年の同+10.0%から伸び幅が拡大するなど、持ち直しつつある(同統計は年初からの累計値で発表)(図表4-6)。製造業では伸びの鈍化が続いているものの、政府による水利関連プロジェクトの強化で、水利・環境事業等の高い伸びが続いているほか、電力・熱事業も堅調に推移している(図表4-7)。年明け以降は、運輸が回復しつつあるほか、不動産業でも、住宅価格の回復を背景に、持ち直し傾向となっている。

今後については、鉄鋼・石炭などの過剰生産能力を抱える業種を中心に、生産設備の廃棄や企業淘汰の動きが続くとみられることが下押し圧力となるものの、政府によるインフラ関連投資が下支えとなって、生産は均せば横ばいでの推移となるとみる。固定資産投資も、インフラ投資が下支えするとみるものの、不動産在庫の調整圧力が続いていることもあって、今後は一進一退の推移が続くと予想する。2016年通年では、生産が同+6%前後、固定資産投資は同+10%前後での推移が続くとみる。

(3) 輸出の回復ペースは鈍いものにとどまる

輸出は、昨夏以降減速傾向を強めてきたが、3月は9ヵ月ぶりのプラスとなった(図表4-8)。もっとも、春節の大型連休の時期が毎年異なることの影響を受けているため、四半期ベースで見ると、1-3月期は前年比▲9.7%と、4四半期連続のマイナスとなり、マイナス幅も前期から拡大した(図表4-9)。4月単月では同▲1.8%



と、マイナス幅が縮小したものの、依然として低調な推移が続いている。地域別に見ると、主要輸出先の米国向けは、1-3月期が同▲1.6%と、2四半期連続でマイナスとなったほか、EU向けが同▲1.1%と4四半期連続のマイナス、香港向けが同▲0.8%と5四半期連続のマイナス、ASEAN向けが同▲1.8%と2四半期連続のマイナスと、いずれの地域も回復感の乏しい状況となっている。4月単月では、EU向けが同+3.2%、ASEAN向けが同+6.3%と持ち直したものの、米国向けが同▲9.3%のマイナスとなったことが足を引っ張っている。

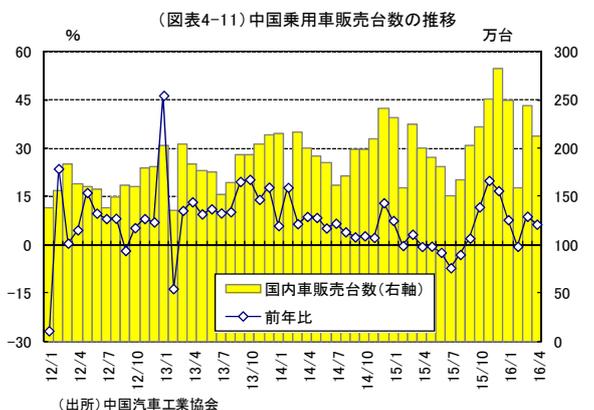
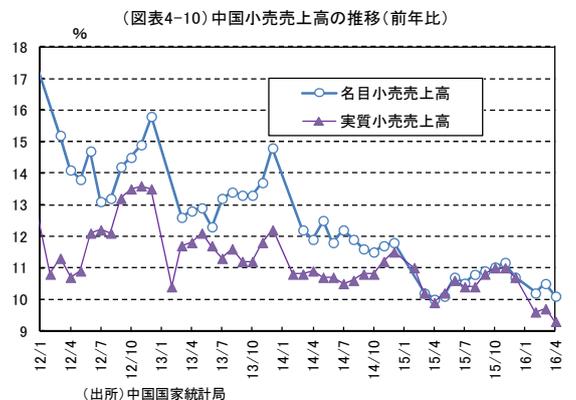
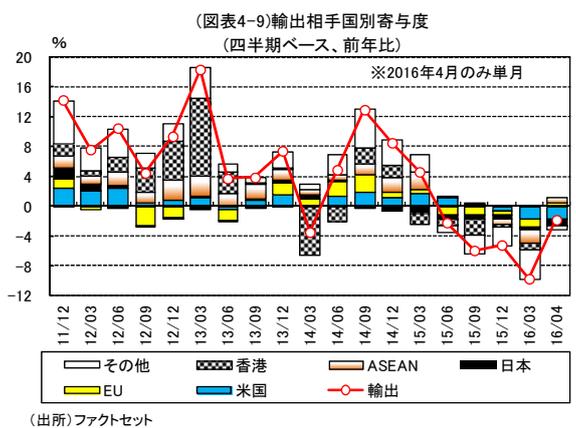
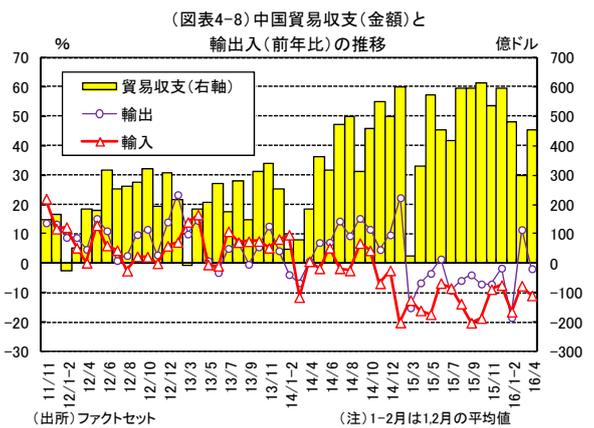
輸入については、2014年冬以降、前年比マイナスが続いている。輸入のマイナス幅が輸出のマイナス幅を上回る状況が続いていることから、高水準の貿易黒字が続き、2015年累計では5,935億ドルと、2014年の同3,831億ドルから大きく拡大した。2016年についても、内需の弱さなどを背景に輸入の低迷が続くとみられ、2015年並の貿易黒字が続くとみている。

製造業PMIの新規輸出受注指数を見ると、4月は50.1、前月差▲0.1と、3ヵ月ぶりのマイナスとなったものの、節目の50を2ヵ月連続で上回った。一方、5月初旬に開催された中国最大の貿易見本市「中国輸出入商品交易会（広州交易会）」では、輸出契約額が前年比+0.1%の伸びにとどまるなど、輸出の先行きに不透明感を残す結果となった。中国では、人件費などのコスト上昇を背景に、すでに労働集約型産業の強みが失われつつあるほか、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もあって、輸出の回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。

（4）個人消費は緩やかな回復

4月の名目ベースの小売売上高は同+10.1%と、2015年平均の同+10.7%を下回る伸びにとどまった（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、建築材料（3月：同+15.6%→4月：同+17.3%）や家具（同+15.9%→+17.1%）は、不動産市場の改善に伴い底堅く推移しているものの、売上高に占めるウェイトがもっとも大きい自動車（同+12.3%→+5.1%）は、回復ペースが鈍化しつつあるほか、石油・石油関連製品（同+0.3%→▲3.8%）も低調な推移が続き、全体の押し下げにつながっている。

中国汽車工業協会によると、乗用車販売台数は、昨



年10月の小型車向け減税策の導入を背景に、堅調に推移してきたものの、足元では、上昇が一服しつつある（図表4-11）。今後については、減税策が2016年末までの見通しであることから、年内は底堅く推移するとみるが、その後は弱めの動きになるとみている。

今後の個人消費については、雇用環境の先行き不安が下押し圧力になるとみている。政府は、過剰生産能力の解消を進める過程で、鉄鋼と石炭業界だけで約180万人が失業するとの見方を示しており、失業対策として1,000億元を拠出する方針を打ち出しているものの、ガラスやアルミニウムなど、過剰設備を抱えている業種は多く、失業者はさらに膨らむものとみられる。

政府は、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。一方、中国製品のコスト競争力低下などに伴う企業収益の悪化を背景に、ここへきて最低賃金の引き上げを見送る地域も出てきている。今後の雇用・所得環境は、改善ペースが鈍化するとみており、個人消費も緩やかな回復にとどまるとみている。

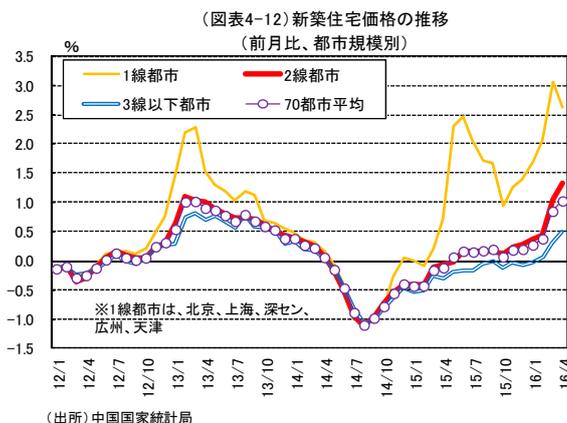
(5) 住宅の上昇ペースは鈍化へ向かう

主要70都市の新築住宅価格（単純平均）の推移を見ると、4月は前月比+1.0%と、12ヵ月連続のプラスとなり、4ヵ月連続で伸び幅が拡大した（図表4-12）。前年比ベースでも2014年半ばの水準まで上昇するなど、住宅価格の持ち直し傾向が続いている。経済規模などを基にした政府の基準に従い、70都市を1線、2線、3線以下の3つのカテゴリーに分けると、1線都市は昨年3月以降プラスで推移し、3月は3%台まで拡大した。一方、2線都市は昨年6月以降プラスに転じたものの、プラス幅は1%前後にとどまっているほか、3線以下の都市は、2月によくプラス圏に浮上した。住宅価格の上昇をけん引しているのは主に1線都市で、3線以下のような地方都市では、依然として在庫負担の重い状況が続いているとみられ、住宅市場の2極化が進んでいる。

住宅販売額を見ると、2014年9月以降の規制緩和を背景に、1-4月（年初からの累計）は前年比+61.4%と大幅上昇し、不動産市場では再び過熱感が強まっている。

2015年の大都市における住宅価格の上昇は、新たな金融ビジネスが生まれていることも背景にある。頭金を支払うことができない購入者に対し、デベロッパーや仲介業者などが頭金相当額を融資する金融ビジネスが広がっており、新たな信用リスクに警戒が高まっている。

こうしたなか、上海市と深セン市政府は、3月に住宅購入規制策の強化を発表した（図表4-13）。1軒目および2軒目の住宅購入者の一部に対し、最低頭金比率を引き上げたほか、頭金融資ビジネスを禁止する措置も決定。加えて、当該市の戸籍保有者以外が住宅を購入する場合、一定期間、所得税や社会保険料などを支払う必要があり、この納税期間を延長した。4月の1線都市の住宅価格は前月から低下し、こうした住宅購入規制策の効果が現れたものとみられる。今後、上海市や深セン市以外の1線都市だけでなく、住宅価格の上昇が目立つ2線都市でも住宅購入規制策は導入されるとみえており、住宅価格の上昇ペースは鈍化に向かうと予想する。



(図表4-13) 政府による住宅購入支援/規制策

発表年月	内容
2014年9月	住み替えを目的とした2軒目の住宅の場合(要1軒目ローン完済)、 ・最低頭金比率を60%→30%へ引き下げ ・住宅ローン金利下限を貸出基準金利の1.1倍→0.7倍へ引き下げ
2015年3月	・1軒目の住宅購入の場合、最低頭金比率を30%→20%へ引き下げ(要住宅購入用の積立金利用) ・2軒目の住宅購入の場合、頭金最低比率を60%→40%へ引き下げ
2015年9月	・1軒目の住宅購入の場合、最低頭金比率を30%→25%へ引き下げ
2016年2月	・1軒目の住宅購入の場合、最低頭金比率を25%→20%への引き下げ
2016年3月	上海市で、2軒目以降の住宅購入の場合、 ・最低頭金比率を30%程度→50~70%へ引き上げ ・上海戸籍以外の住宅購入者の社会保険料の最低納税期間を2年→5年へ延長 ・不動産市場の監督を強化、デベロッパーや仲介業者などによる頭金の貸付業務を禁止
	深セン市で、一部の1軒目および2軒目の住宅購入の場合、 ・最低頭金比率を30%→40%へ引き上げ ・深セン戸籍以外の住宅購入者の最低納税期間を1年→3年へ延長

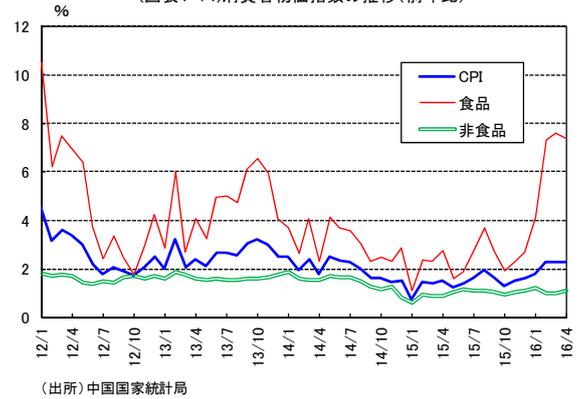
(出所) 各種資料より明治安田生命作成

(6) 物価上昇圧力は弱い

4月のCPI（消費者物価指数）は前年比+2.3%と、3ヵ月連続で同じ伸びとなった（図表4-14）。昨秋以降、緩やかな拡大傾向が続いているものの、2016年の政府目標の+3.0%前後を下回る水準で推移している。内訳を見ると、非食品価格は2015年初以降、同+1%前後での推移が続いている。一方、国民の関心の高い食品価格（3月：同+7.6%→4月：同+7.4%）は、野菜（同+35.8%→+22.6%）や、豚肉（同+28.4%→+33.5%）の高止まりを受け、高い伸びが続いている。豚肉価格は、引き続き廃棄物処理施設の設置義務といった環境規制強化などによる小規模養豚農家の減少の影響が残るとみるが、野菜価格は、悪天候による供給不足の影響が和らぎつつあることから、今後の食品価格は伸びが鈍化へ向かうとみる。内需の回復ペースの鈍さを背景に、需要面からの押し上げ圧力も弱く、2016年のCPIは再び2%を下回るとみている。

人民銀行は、2015年中に5回の利下げを実施したものの、GDPに対する企業の債務残高が拡大傾向にあるなか、金利負担が依然重しとなっていることから、秋ごろまでに追加利下げを行なうとみている。2月29日には、預金準備率を50bp引き下げることが発表され、大手行の準備率は17.0%と、2010年の水準まで低下している。公開市場操作による短期資金供給についても、2月19日までにそれまでの週2回から、必要に応じて全営業日の実施へと拡大するなど、流動性の確保が進められた。今後についても、構造改革を進めるなか、緩和的な金融環境を維持し、景気を下支えするとみられることから、預金準備率の引き下げについては、2016年中に2回実施すると予想する。

(図表4-14)消費者物価指数の推移(前年比)

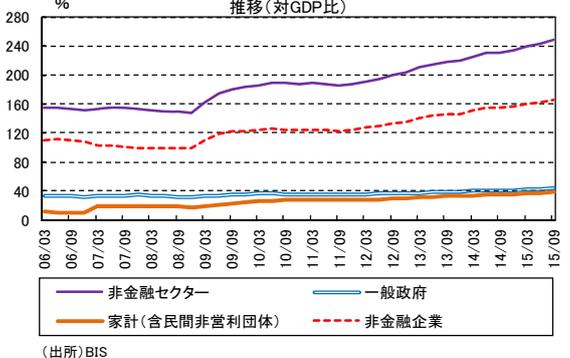


(7) 財政・金融政策で景気を下支え

3月の全国人民代表大会（全人代）では、過剰生産設備や不動産在庫の解消などの「供給側改革」による構造調整とともに、財政・金融政策を機動的に使い、景気の失速を防ぐ方針が示された。財政政策の関係では、企業の負担軽減のため、5月に売上にかかる営業税が廃止され、売上から仕入れを除く粗利益にかかる増値税へと一本化された。減税規模は5,000億元超とされ、こうした政策などを含め、名目GDP比の財政赤字は、昨年の2.3%から今年は3%まで拡大するとした。

一方、企業淘汰の動きが進むなか、規模が大きい国有企業に生産拠点が集約される傾向があり、「国進民退（国有企業のシェア拡大と民間企業のシェア縮小）」をもたらし、国際競争力の低下が懸念されている。加えて、景気下支えのため、金融緩和策を続けてきたことで、企業の債務は拡大傾向にある。BIS（国際決済銀行）によると、非金融企業の債務残高（名目GDP比）は、2009年後半以降、いったん落ち着いたものの、2012年半ばごろから再び拡大傾向となり、昨年9月末には166%まで膨らんだ（図表4-15）。今年の社債デフォルト件数は、すでに昨年の累計を上回るなど、債務の膨張とともに、信用リスクが高まっている。国有銀行による国有企業への過剰融資などが不振企業の延命や、構造改革の遅れにつながってきたとみられる。政府は、今後も財政・金融政策で景気を下支えする方針とみるが、過剰債務は不良債権の拡大をもたらし、将来への課題先送りにもつながるため、バランスのとれた難しいかじ取りをせまられることとなる。

(図表4-15)中国の非金融セクター債務残高の推移(対GDP比)



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、インドネシアは、輸出の回復が遅れることで、停滞気味の推移を予想する。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、景気回復ペースは緩慢とみる。マレーシアでは、公共投資の縮小傾向が続くなか、景気は減速傾向となる可能性が高い。一方、フィリピンでは、在外労働者からの送金などを背景に、個人消費を中心に景気は底堅く推移すると予想する。インドについても、公共投資による押し上げなどから、安定成長が続くとみている。

金融政策については、景気を下支えするため、韓国、台湾、インドでは追加緩和が実施されるとみる。シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンでは、様子見スタンスを続けると予想する。

豪州景気は、輸出の伸び悩みが足かせとなり、停滞気味の推移が続くと予想する。RBA（豪州準備銀行）は、秋口までに追加利下げに踏み切るとみる。

（1）アジア NIEs 諸国は輸出が下押し圧力に

＜韓国＞

韓国の1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.4%と、前期の同+0.7%から、伸び幅が鈍化した（図表5-2）。政府支出や建設投資が下支えたものの、主要輸出先である中国景気の減速などが足かせとなって、輸出や設備投資が落ち込んだ。これまで高い伸びを続けてきた民間最終消費もマイナスに転じ、全体を押し下げた。今後、民間最終消費については、原油安に伴う家計の実質購買力の改善が引き続き下支えとなるとみるものの、不動産価格の上昇一服に伴い、資産効果はく落するとみられるほか、家計の債務残高が高まっていることも負担となり、力強さに欠く推移が続くとみる。輸出も、中国景気の先行き不透明感が引き続き重しになるとみられるほか、世界的なスマートフォン需要の減速で、主力の電子部品輸出も下押し圧力となることから、低迷が続くとみており、韓国景気は停滞気味の推移が続くと予想する。中央銀行は、4月の会合で政策金利を10ヵ月連続ですえ置いた（図表5-3）。3月のCPI（消費者物価指数）は、前年比+1.0%と、昨夏ごろから同+1.0%付近での推移が続いている（図表5-4）。今後も、景気は低調な推移が続くとみられるなか、インフレ圧力も弱いままとみられ、景気を下支えするねらいから、秋口までに追加利下げが実施されると予想する。

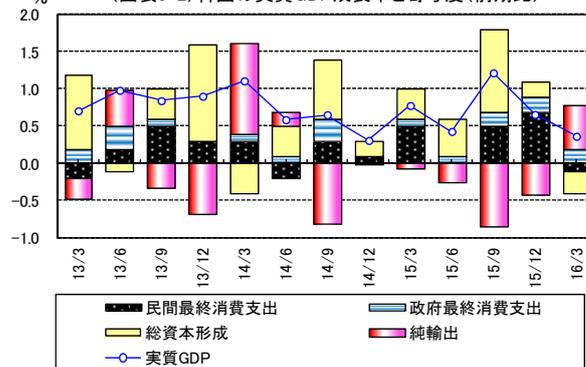
（図表5-1）その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測（%）

	2014年 （実績）	2015年 （実績・予測）	2016年 （予測）	2017年 （予測）
韓国	3.3	2.6	2.7	3.0
台湾	3.9	0.8	1.4	1.8
シンガポール	3.3	2.0	1.6	2.0
フィリピン	6.1	5.8	6.1	6.2
インドネシア	5.0	4.8	4.7	4.7
タイ	0.8	2.8	3.0	3.1
マレーシア	6.0	5.0	4.4	4.5
香港	2.6	2.4	1.6	2.0
インド	7.2	7.5	7.5	7.7
豪州	2.6	2.5	2.6	2.9

（注1）インドは年度ベース（4月～翌3月）

（注2）2015年の網掛け部分は当社予測

（図表5-2）韓国の実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）韓国銀行

<台湾>

台湾の1-3月期の実質GDP成長率は前年比▲0.8%と、3四半期連続のマイナス成長となった(図表5-5)。省エネ家電に対する補助金策などもあって、個人消費が底堅く推移したほか、政府支出が拡大したものの、中国企業との競争激化やスマートフォン市場の成長鈍化を受け、輸出や総資本形成が低迷した。

今後は、消費刺激策の多くが終了したことで、消費の回復ペースは緩慢なものにとどまるとみられるほか、主力のIT製品での在庫調整などが下押し圧力となり、輸出の低迷が続くとみる。政府の各種景気刺激策は下支え要因になるものの、景気は一進一退の動きが続くと予想する。中銀は昨年9月以降、3会合連続で政策金利を引き下げた。景気下支えのため、次回会合でも追加利下げが実施されよう。

<シンガポール>

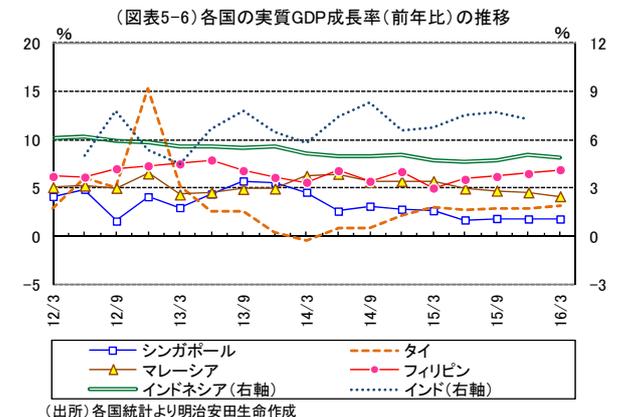
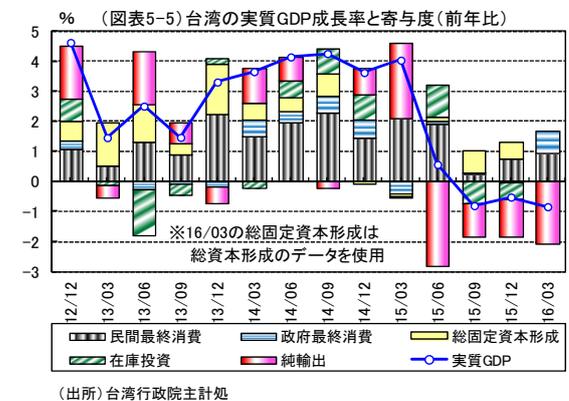
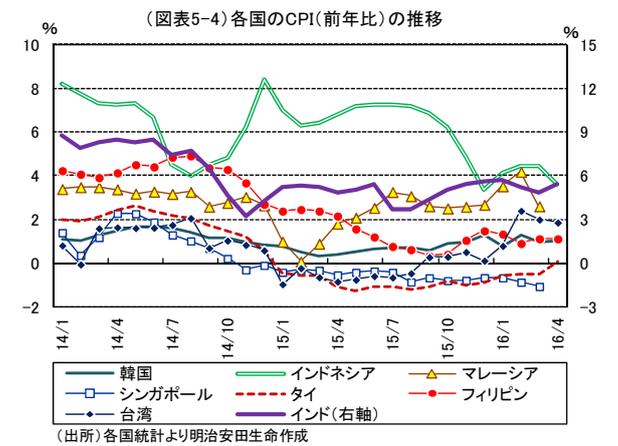
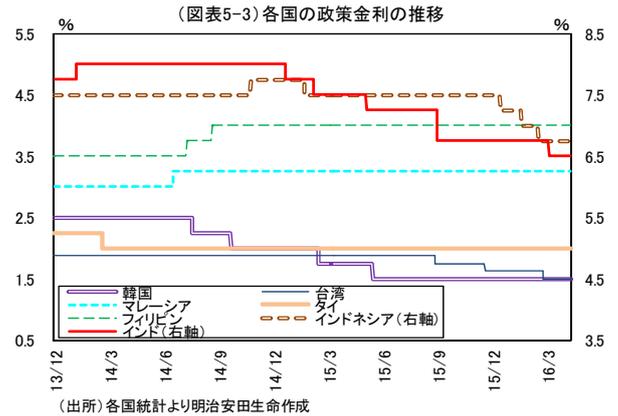
シンガポールの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+1.8%と、前期と同じ伸び幅にとどまった(図表5-6)。中国景気の減速が続くなか、輸出が伸び悩んだことなどが低成長の背景とみられる(図表5-7)。

今後については、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り、底堅い推移が続くとみる。ただ、中国景気の低迷を背景に、輸出の伸び悩みは続くとみられ、景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。通貨庁は、4月の会合で追加緩和を実施し、シンガポールドルの誘導方針について、名目実効為替レートの上昇率を0%と中立的なスタンスに変更した。追加緩和の効果を見きわめるため、金融政策は当面すえ置かれるとみる。

(2) ASEAN景気は緩慢な回復

<インドネシア>

インドネシアの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+4.9%と、2四半期ぶりに5%を下回った。公共投資の増加傾向が続いたほか、個人消費も底堅く推移したものの、輸出の低迷が続いたことが、全体を押し下げた。今後は、公共投資が景気の下支えとなることが見込まれるものの、世界的な資源需要の回復ペースが鈍いなか、輸出は伸び悩む可能性が高く、景気は停滞気味の推移が続くと予想する。CPIは、2015年の6%台から伸びが鈍化し、政府目標(+3~



5%) の範囲内で推移している。中銀は2016年1月以降3ヵ月連続で利下げを実施したが、今後は、効果を見きわめるため、様子見姿勢を続けると予想する。

<タイ>

タイの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+3.2%と、前期(同+2.8%)から伸び幅が拡大した。個人消費や設備投資は低調な伸びにとどまったものの、輸出が2四半期ぶりのプラスとなったほか、政府消費のプラス幅が拡大した。今後については、インフラ整備を中心とした公共投資が下支え要因になるものの、中国景気の減速により、輸出は低調な推移となる可能性が高い。加えて、家計債務の拡大が消費の下押し圧力となると見込まれることから、景気の回復ペースは緩慢と予想する。中銀は、5月の会合で、政策金利をすえ置いた。議事録では、低金利の継続による金融システムへの影響に対する警戒感も示されており、政策金利は今後もすえ置かれると予想する。

<マレーシア>

マレーシアの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+4.2%と、前期の同+4.5%から減速した。個人消費は前期からプラス幅が拡大したものの、設備投資の伸び悩みなどを背景に、総固定資本形成の伸びが鈍化したほか、輸出の低迷が続いたことが足かせとなった。今後については、政府債務が拡大し、財政健全化に向けた取組みを余儀なくされていることから、公共投資の縮小傾向が続く可能性が高く、成長率は鈍化傾向で推移すると予想する。足元では通貨安に歯止めがかかりつつあるものの、依然として2015年初の水準まで戻っておらず、物価上昇圧力につながっていることなどから、中銀は政策金利を当面すえ置くと予想する。

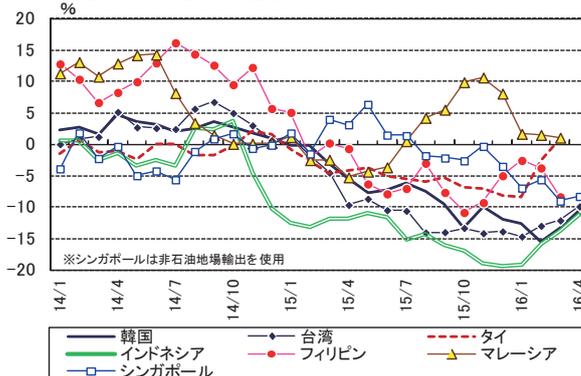
<フィリピン>

フィリピンの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+6.9%と、個人消費や固定資産投資が堅調に推移し、前期の同+6.5%からプラス幅が拡大した。昨秋以降、在外労働者からの送金額が増加傾向となっているほか、雇用機会の拡大もあって失業率が改善しており、今後も同国の景気は個人消費を中心に底堅く推移するとみられる(図表5-8)。6月に大統領に就任するドゥテルテ氏の政策運営方針は依然不透明なもの、経済政策面では概ね前政権の方針を継承するとみられる。中銀は、新政権の政策スタンスの見きわめの意図もあり、政策金利を当面すえ置くと予想する。

<インド>

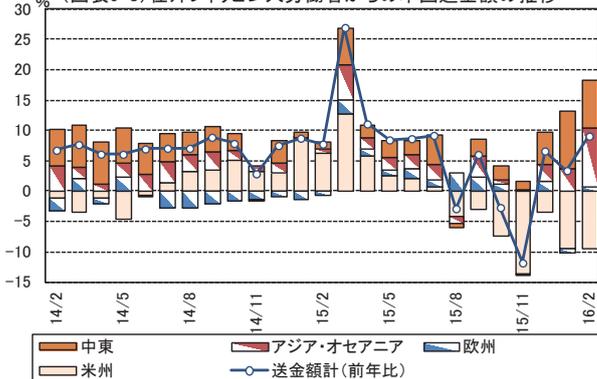
インドの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+7.3%と、前期の同+7.7%から減速した。個人消費の伸び幅が拡大したものの、輸出や総固定資本形成の低迷が全体を押し下げた。今後も、設備稼働率の顕著な改善は見込めず、設備投資は低調な推移が続くとみられる。一方、2月の予算案で、インフラ投資の拡大方針が示されたことで、公共投資は堅調に推移するとみられることから、景気は緩やかな拡大傾向で推移すると予想する。政府が財政緊縮の維持を表明したことや、物価が鈍化傾向で推移していることから、中銀は4月に利下げを実施した。今後も、雨季の降雨量が平年を上回る見通しのなか、食品価格の低下につながる可能性が高く、年央までに追加利下げを行なうとみる。

(図表5-7) 各国の輸出金額(3ヵ月移動平均、前年比)の推移



(出所) 各国統計より明治安田生命作成

(図表5-8) 在外フィリピン人労働者からの本国送金額の推移



(出所) フィリピン中央銀行

(3) 豪州景気は停滞気味の推移

豪州景気は一進一退の推移となっている（図表5-9）。10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%と、前期の同+1.1%から伸び幅が縮小した。個人消費や政府支出が底堅く推移したが、民間固定投資のマイナスが続いたほか、輸出の減速が全体を押し下げた。

今後について、まず、個人消費は、原油安に伴う家計の実質購買力の改善を背景に、底堅い推移が続くとみる。一方、世界的な資源需要の低迷を受け、民間固定投資や輸出の伸び悩みが続くと予想する。住宅投資も、金融当局の規制強化の影響などから、一進一退の推移が続くとみられ、景気は停滞気味の推移が続くとみている。

小売売上高を見ると、3月は前月比+0.4%と、3ヵ月連続のプラスとなり、個人消費が底堅く推移している様子を示している。失業率は改善傾向にあり、雇用者数も非製造業を中心に増加が続くなど、雇用環境は回復傾向で推移している（図表5-10）。名目賃金の伸び悩みが続いているものの、原油安に伴う家計の実質購買力の改善もあって、今後についても均せば回復傾向が続くと予想する。

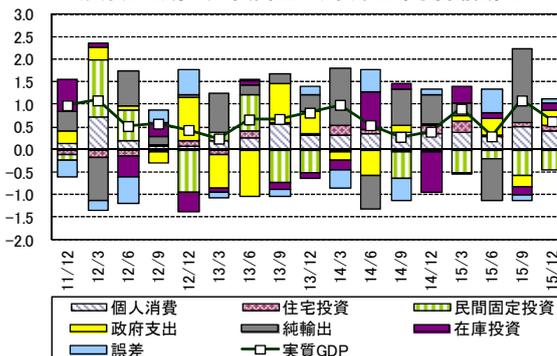
住宅投資について、先行指標とされる住宅建設許可件数を見ると、昨冬以降、鈍化傾向を強めており、住宅投資が一服する可能性を示している。移民の流入に伴う住宅需要の拡大が引き続き下支えするとみるが、金融当局の規制強化も下押し圧力となって、今後は一進一退の推移が続くと予想する。

10-12月期の新規民間設備投資は前期比+0.8%と、5四半期ぶりのプラスとなった。前期比マイナスが続いていた鉱業が前期から横ばいとなるなど、下げ止まりの兆しを示している。中国の不動産投資が拡大し、鉄鉱石需要の回復に寄与したことなどが、投資マインドの改善に寄与したとみられる。ただ、中国では政府が投資主導から消費主導の経済への転換を志向しており、鉄鉱石需要は中長期的に伸び悩む可能性が高いことから、今後の固定投資の回復は鈍いと予想する。

輸出は昨冬ごろから、均せば減速傾向で推移している。貿易統計を見ると、主要輸出先の中国、日本、ASEANなどがいずれも減速傾向となっている（図表5-11）。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。

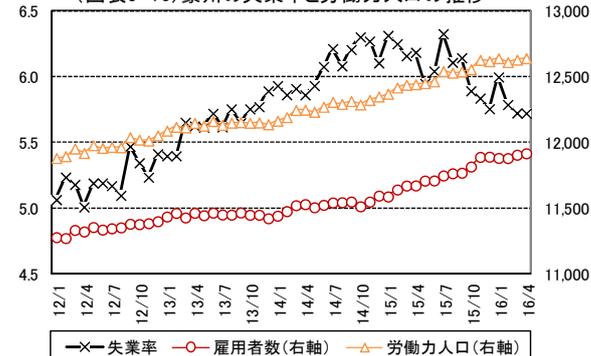
豪州準備銀行（RBA）は、5月の金融政策決定会合で政策金利を2.00%から1.75%へと引き下げた。1-3月期のCPI（刈り込み平均値）は前年比+1.7%と、RBAの目標レンジ（同+2.0%～+3.0%）を約5年半ぶりに下回っているほか、RBAは四半期金融政策報告で、2016年のインフレ見通しのレンジを▲1.0%ポイント引き下げた。今後も景気が停滞気味の推移となるとみられるなか、インフレ圧力も高まらないとみており、秋口までに追加利下げを実施すると予想する。

(図表5-9) 豪州の実質GDP成長率と寄与度(前期比)



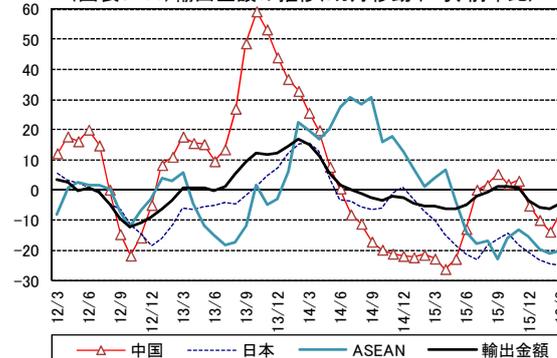
(出所) 豪州統計局

(図表5-10) 豪州の失業率と労働力人口の推移



(出所) 豪州統計局

(図表5-11) 輸出金額の推移(3ヵ月移動平均、前年比)



(出所) 豪州統計局

6. 商品相場見通し

(1) 原油価格は上値の重い展開を予想

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、2月中旬に26ドル/バレルまで下落、12年ぶりの安値をつけた後、持ち直し傾向が続いている（図表6-1）。背景には、ロシアやOPEC（石油輸出国機構）加盟国などの主要産油国による増産凍結合意への期待のほか、世界景気への過度な不透明感が後退したことなどがある。

米国内での減産の動きも、原油価格の底打ちにつながった。米国の石油リグ稼働数は、2014年10月以降、減少傾向が続いており、足元では直近のピーク時から約5分の1の水準まで落ち込んでいる（図表6-2）。原油生産量は、昨夏ごろから減少傾向で推移しており、年明け以降は、減産ペースをやや早めている。リグ一基あたりの生産量は大きく改善しているが、シェール関連企業の業績悪化で投資余力が限られるほか、これまでのリグの減少が寄与することで、全体としてみれば、米原油生産量は緩やかな減少傾向が続くとみており、今後も原油価格の押し上げ要因になると予想する。

ただ、米国の原油在庫の推移を見ると、足元では5.3億バレル台と、過去最高水準で推移している（図表6-3）。今後は、夏場のドライビングシーズンに入ること、在庫は減少に向かうと見込まれるものの、世界的な供給過剰が続くなか、前年を上回る水準が続くとみられ、引き続き原油価格の下押し圧力として働くと予想する。

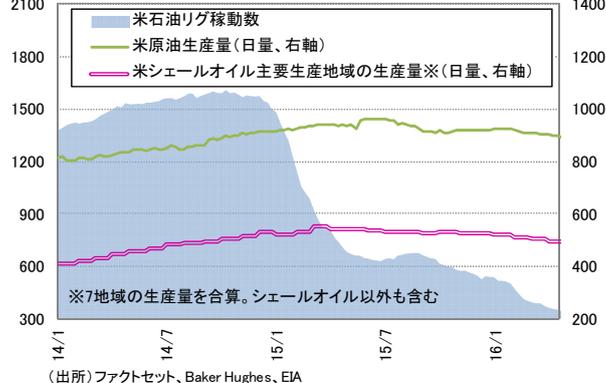
OPECが公表する原油生産量を見ると、4月は日量3,244万バレルと、過去最高水準で推移している。OPECが世界シェアの維持・拡大を優先する戦略を取り続けているほか、イランが、1月の経済制裁解除に伴い、増産の動きを強化していることが大きい。一方、40ドル/バレル台の水準では、OPECをはじめとする主要産油国の財政均衡価格を大きく下回っていることなどから、増産凍結への期待が強いが、4月17日の主要産油国会合では、サウジアラビアとイランの意見対立が解消せず、増産凍結の合意には至らなかった。サウジアラビアはすべての主要産油国が協調することを求める一方、イランは「経済制裁前の水準に達するまで、原油の生産を拡大する」との姿勢を堅持していることなどから、次回の協議の場とされる6月のOPEC総会でも、増産凍結合意のハードルは高い。

今後については、新興国を中心とする先行き不安が続くとみられるなか、需要拡大ペースが緩慢なものにとどまると見込まれるほか、供給面でも主要産油国による増産凍結合意が見通しにくいこ

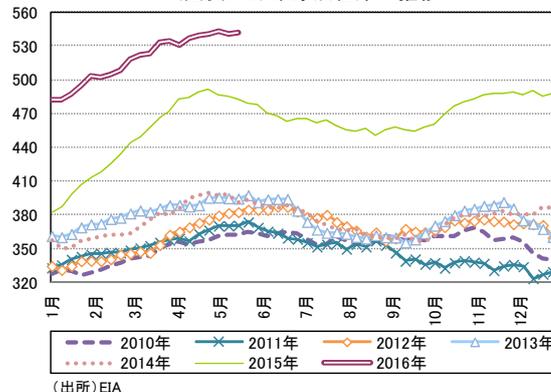
ドル/バレル (図表6-1) WTI価格とブレント価格



基 (図表6-2)米石油リグの稼働数と原油生産量 万バレル



百万バレル (図表6-3)米原油在庫の推移



となどから、原油価格は当面上値の重い展開になるとみている。ただ、米国では減産の動きがみられるなど、需給はゆっくりと改善に向かうとみており、2016年秋以降は均せば緩やかな上昇傾向で推移するとみる。2016年の原油価格は、35～55ドルを中心とした推移を予想する。

(2) その他の商品は引き続き安値圏での推移を予想

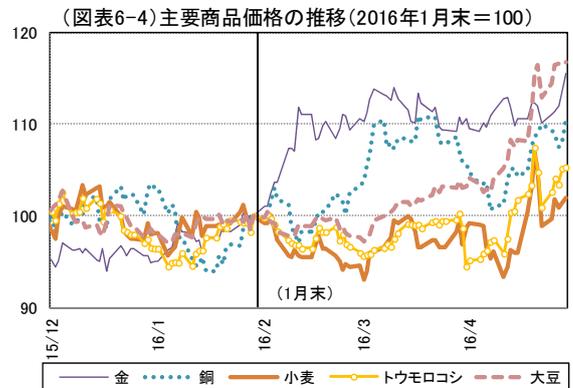
1月末から4月末までの3カ月の主要商品の値動きを見ると、金が+15.6%、非鉄金属のうち銅が+10.4%と、いずれも大きく上昇した。穀物では、小麦が+1.9%と、緩やかな上昇にとどまったものの、大豆が+16.7%の大幅上昇となったほか、トウモロコシも+5.3%上昇した(図表6-4)。

まず、銅価格を見ると、1月中旬に6年ぶりの安値をつけた後、中国景気への過度な懸念の後退や、景気支援策への期待などから上昇傾向となったものの、4月に入ると、中国の銅在庫が過去最高水準で推移していることを嫌気して再び下落した。今後も在庫の高止まりなどが重しとなって、銅価格は軟調な推移が続くと予想する。

金価格を見ると、年明け以降の金融市場の混乱などを背景に、安全資産として選好されたことで大きく上昇した。今後については、米国の利上げペースが緩やかとみられることなどが、上昇要因になるとみる。ただ、世界景気への過度な先行き不安の後退で、金投資への勢いは鈍るとみており、今後の金価格は一進一退の推移になると予想する。

穀物のうち、大豆価格は、主要生産国であるアルゼンチンやブラジルの天候不順の影響による生育抑制の懸念などから、3月以降、大きく上昇した。今後の大豆価格は、ブラジルの収穫面積の増加が見込まれるなど、世界の生産量が過去最高水準になると予想されることなどから、上値の重い展開を予想する。トウモロコシ価格は、昨年7月から軟調な推移が続き、4月当初は一段と売り込まれた。アルゼンチンが輸出規制を撤廃したことで、生産を拡大する動きが見込まれているほか、米国農務省が発表した作付意向面積が市場予想を大きく上回ったことなどが大きい。足元では主要生産国であるブラジルの悪天候を受け、やや上昇しているものの、中国やカナダの生産量も増加が見込まれるほか、主要消費国である中国の在庫が高水準で推移していることなどから、引き続き低調な推移をたどると予想する。小麦価格も、米国やロシアなどの豊作見込みなどから、昨年7月の調整後も、軟調な推移が続いた。4月以降、大豆やとうもろこしにつられる形でやや上昇しているものの、USDA(米農務省)の世界需給見通しによると、ウクライナやEUなどの増産に伴い、2015/2016年の世界全体の生産量が過去最高となることが見込まれていることもあり(図表6-5)、小麦価格は今後も軟調に推移するとみている。

まとめると、今後の商品市況については、金価格は上昇が一服すると見込まれる一方、銅価格は中国景気の減速などを背景に軟調な推移をたどると予想する。穀物は、南米などの増産により、世界全体の生産量が過去最高水準となることなどから、基本的に低位での推移を予想する。



(出所) ファクトセット

(図表6-5) 世界の穀物需要 百万トン

		2014/2015	2015/2016 見込み	2016/2017 予想
小麦	生産量	726.9	734.1	727.0
	消費量	704.6	707.7	712.6
	期末在庫量	216.5	242.9	257.3
	在庫率(%)	30.7	34.3	36.1
	米国在庫率(%)	24.9	27.8	29.4
大豆	生産量	319.7	315.9	324.2
	消費量	300.9	318.2	328.0
	期末在庫量	78.1	74.3	68.2
	在庫率(%)	25.9	23.3	20.8
	米国在庫率(%)	18.3	16.5	14.6
トウモロコシ	生産量	1013.5	968.9	1011.1
	消費量	980.8	968.9	1011.9
	期末在庫量	207.9	207.9	207.0
	在庫率(%)	21.2	21.5	20.5
	米国在庫率(%)	18.5	19.1	18.1

※2016年5月時点

(出所) USDA(米農務省)より明治安田生命作成

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。