

明治安田生命

2016-2017年度経済見通しについて

～ 日本経済は、経済対策や堅調な米国景気が下支えとなり緩やかな回復 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2016年4-6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 0.7% 2017年度 0.9%

名目GDP成長率：2016年度 1.2% 2017年度 1.0%

2. 要 点

- ①日本経済は、持ち直している。今後も、内外需とも確たるけん引役が不在の状態が続くなか、政府の経済対策が下支えとなって、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。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、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となるものの、名目賃金の伸び悩みや消費マインドの回復の遅れなどから、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。住宅投資は、低金利環境が追い風だが、各種政策効果の一服などから今後は鈍化に向かうとみる。設備投資は、世界景気の先行き不透明感が抑制要因となるものの、更新維持・省力化投資などが下支えとなって、均せば緩やかな回復を予想する。公共投資は、2016年度本予算の早期執行や政府の経済対策が後押しし、増加傾向の推移を見込む。輸出は、世界景気の回復力の弱さを背景に伸び悩むとみている。
- ③米国景気は、良好な雇用環境などに支えられ、堅調な推移が続くとみる。欧州景気は、英国のEU離脱決定に伴う先行き不透明感などを背景に、緩慢な回復にとどまると予想する。中国景気は、政府の構造改革が進むなか、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%	0.7%	0.6%	0.9%	0.9%
成長率寄与度					
・内需	0.8%	0.8%	0.3%	1.0%	0.8%
・外需	0.1%	▲0.1%	0.3%	▲0.0%	0.1%
名目成長率	2.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%

※前回は2016年5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)	予測			予測									
	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GDP	0.8%	0.7%	0.9%	▲ 0.4%	0.5%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
前期比年率	0.8%	0.7%	0.9%	▲ 1.7%	2.0%	0.2%	1.2%	1.1%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%
前年同期比	0.8%	0.7%	0.9%	0.7%	0.2%	0.6%	0.4%	1.1%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
民間最終消費支出	▲ 0.2%	0.7%	0.8%	▲ 0.8%	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%
民間住宅投資	2.4%	5.5%	0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.1%	5.0%	0.7%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.2%	0.7%	▲ 0.2%	▲ 0.1%
民間設備投資	2.1%	0.8%	1.1%	1.2%	▲ 0.7%	▲ 0.4%	0.6%	0.3%	0.5%	▲ 0.2%	0.4%	0.3%	0.2%
政府最終消費支出	1.6%	1.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%
公的固定資本形成	▲ 2.7%	3.0%	6.5%	▲ 3.3%	0.1%	2.3%	1.7%	1.9%	2.1%	1.6%	1.3%	1.2%	0.9%
財貨・サービスの輸出	0.4%	▲ 0.3%	1.4%	▲ 0.9%	0.1%	▲ 1.5%	1.0%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%
財貨・サービスの輸入	▲ 0.0%	▲ 0.0%	1.9%	▲ 1.1%	▲ 0.5%	▲ 0.1%	0.4%	0.5%	0.7%	0.3%	0.5%	0.4%	0.6%
名目GDP	2.2%	1.2%	1.0%	▲ 0.3%	0.8%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%
GDPデフレーター(前年比)	1.4%	0.5%	0.0%	1.5%	0.9%	0.8%	0.5%	0.4%	0.2%	0.0%	0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.1%

(前期比寄与度)	予測			予測									
	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GDP	0.8%	0.7%	0.9%	▲ 0.4%	0.5%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
民間最終消費支出	▲ 0.1%	0.4%	0.5%	▲ 0.5%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
民間住宅投資	0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%
民間設備投資	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府最終消費支出	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	▲ 0.1%	0.1%	0.3%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
在庫品増加	0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%
純輸出	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	▲ 0.3%	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%
財貨・サービスの輸出	0.1%	▲ 0.1%	0.2%	▲ 0.2%	0.0%	▲ 0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	0.0%	0.0%	▲ 0.3%	0.3%	0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%

(兆円、2005年暦年連鎖価格)	予測			予測									
	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GDP	529.1	533.1	538.1	132.0	132.6	132.7	133.1	133.5	133.8	134.1	134.4	134.7	135.0
民間最終消費支出	306.5	308.6	311.0	76.3	76.8	76.9	77.1	77.2	77.4	77.6	77.6	77.8	78.1
民間住宅投資	13.5	14.2	14.2	3.4	3.4	3.5	3.6	3.6	3.6	3.5	3.6	3.6	3.6
民間設備投資	72.1	72.6	73.2	18.2	18.1	18.0	18.1	18.2	18.3	18.2	18.3	18.3	18.4
政府最終消費支出	103.9	105.6	106.5	26.0	26.3	26.3	26.4	26.4	26.5	26.6	26.6	26.6	26.7
公的固定資本形成	21.3	21.9	23.4	5.2	5.2	5.3	5.4	5.5	5.6	5.7	5.8	5.9	5.9
在庫品増加	1.8	0.2	0.0	0.4	0.2	0.2	▲ 0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	11.7	11.4	11.2	3.0	3.1	2.8	2.9	2.9	2.8	2.9	2.8	2.8	2.8
財貨・サービスの輸出	92.0	91.7	93.0	23.0	23.1	22.7	22.9	23.0	23.1	23.2	23.2	23.3	23.4
財貨・サービスの輸入	80.3	80.3	81.8	20.1	20.0	19.9	20.0	20.1	20.3	20.3	20.4	20.5	20.6

2. 主要指標予測

	予測					予測							
	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
鉱工業生産(前年比)	▲ 1.0%	0.3%	0.8%	▲ 0.8%	▲ 1.6%	▲ 1.9%	0.6%	0.4%	0.4%	0.8%	1.0%	0.7%	0.9%
消費者物価指数(前年比)	0.2%	▲ 0.1%	0.4%	0.3%	0.1%	▲ 0.4%	▲ 0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
除く生鮮食品(前年比)	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.4%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.4%	▲ 0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
除く生鮮食品(前年比)(除く消費増税)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国内企業物価指数(前年比)	▲ 3.2%	▲ 2.0%	0.4%	▲ 3.7%	▲ 3.4%	▲ 4.3%	▲ 2.9%	▲ 1.7%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	0.3%	0.3%	1.0%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 1.1	2.4	1.6	0.0	0.6	1.0	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.2
経常収支(季調値、兆円)	18.0	19.0	16.1	4.8	5.0	4.7	5.0	4.8	4.5	4.4	3.8	4.0	4.0
完全失業率(季調値:平均)	3.3%	2.9%	2.9%	3.3%	3.2%	3.2%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
無担保コール翌日物(※)	0.06%	▲ 0.07%	▲ 0.07%	0.04%	▲ 0.00%	▲ 0.06%	▲ 0.05%	▲ 0.05%	▲ 0.05%	▲ 0.05%	▲ 0.05%	▲ 0.05%	▲ 0.05%
長期金利(10年債金利、※)	0.29%	▲ 0.10%	▲ 0.10%	0.27%	▲ 0.03%	▲ 0.22%	▲ 0.10%	▲ 0.10%	▲ 0.10%	▲ 0.10%	▲ 0.10%	▲ 0.10%	▲ 0.10%
WTI原油価格(ドル/バレル、※)	45	49	55	45	38	48	48	49	50	52	54	56	58

※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						
		2015年	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)	2.6%	1.4%	2.2%	0.9%	0.8%	1.2%	2.3%	2.3%	2.0%	2.4%	2.5%	2.4%
	個人消費支出	3.2%	2.6%	2.6%	2.3%	1.6%	4.2%	2.7%	2.7%	2.1%	2.7%	2.5%	2.4%
	住宅投資	11.7%	6.5%	5.5%	11.5%	7.8%	▲ 6.1%	7.3%	6.0%	5.8%	6.8%	6.1%	6.3%
	設備投資	2.1%	▲ 1.1%	2.7%	▲ 3.3%	▲ 3.4%	▲ 2.3%	0.5%	2.6%	3.4%	3.8%	4.1%	4.0%
	在庫(寄与度)	0.2%	▲ 0.5%	▲ 0.1%	▲ 0.4%	▲ 0.4%	▲ 1.2%	0.0%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.2%	0.1%	0.0%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.7%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.5%	0.0%	0.2%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.2%
	輸出	0.1%	▲ 0.3%	2.4%	▲ 2.7%	▲ 0.7%	1.4%	1.1%	2.5%	2.2%	3.1%	3.3%	3.5%
	輸入	4.6%	0.5%	2.5%	0.7%	▲ 0.6%	▲ 0.4%	1.0%	2.2%	2.6%	3.5%	3.9%	3.9%
	政府支出	1.8%	1.0%	0.4%	1.0%	1.6%	▲ 0.9%	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%
	失業率(※)	5.3%	4.9%	4.8%	5.0%	4.9%	4.9%	5.0%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
	CPI(総合、※)	0.1%	1.5%	2.2%	0.5%	1.1%	1.1%	1.6%	2.0%	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.25%	0.75%	1.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%	1.25%
	長期金利(米10年債金利、※)	2.1%	1.5%	1.6%	2.3%	1.8%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	1.7%	1.5%	1.0%	0.4%	0.6%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%
	家計消費	1.7%	1.5%	0.9%	0.3%	0.6%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%
	政府消費	1.3%	1.6%	1.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%
	固定投資	2.9%	2.2%	0.8%	1.4%	0.8%	▲ 0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	0.3%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%
	輸出	5.3%	2.1%	2.0%	0.7%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.5%
	輸入	6.1%	2.8%	1.7%	1.4%	0.7%	▲ 0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%
	失業率(※)	10.5%	10.0%	9.6%	10.5%	10.3%	10.1%	9.9%	9.8%	9.8%	9.7%	9.7%	9.6%
	CPI(総合、※)	0.0%	0.3%	1.3%	0.2%	0.0%	▲ 0.1%	0.4%	0.8%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%
	政策金利(期末値)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
英国	実質GDP成長率(前期比)	2.3%	1.6%	▲ 0.2%	0.6%	0.4%	0.6%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%

※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〉

日本の景気は、回復の足取りが鈍い。4－6月期の実質GDP成長率は前期比＋0.0％（年率換算：＋0.2％）と、2四半期連続のプラスとなったものの、小幅のプラスにとどまった。10－12月期以降も、内外需とも確たるけん引役が不在の状態が続くなか、景気の停滞感が残るとみる。ただ、引き続き、原油安による景気の下支えが見込まれるほか、2017年度にかけては、政府の経済対策の効果が本格化してくるとみられることなどから、景気は、緩やかな回復傾向が続くと予想する。

個人消費は、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となるものの、名目賃金の伸び悩みに加え、消費マインドの回復の遅れや、家計の節約志向も続くことで、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。住宅投資は、低金利環境が追い風だが、各種政策効果が一服すると見込まれるほか、節税対策としての貸家需要も減衰するとみており、今後は鈍化に向かう可能性が高い。設備投資は、世界景気の先行き不透明感が抑制要因となるものの、更新維持・省力化投資などが下支えとなって、均せば緩やかな回復を予想する。公共投資は、2016年度本予算の早期執行や政府の経済対策が後押しし、増加傾向の推移を見込む。輸出は、世界景気のリcovery力の弱さを背景に伸び悩みが続くとみている。

（1）景気回復ペースは引き続き緩慢

4－6月期の実質GDP成長率は、前期比＋0.0％（年率換算：＋0.2％）と、2四半期連続のプラスとなったものの、プラス幅は市場予想（同＋0.2％、＋0.7％）を下回った（当社予想は同＋0.2％、＋0.7％）。うるう年効果の反動もあつて個人消費（1－3月期：前期比＋0.7％→4－6月期：同＋0.2％）が大きく減速したほか、設備投資（同▲0.7％→▲0.4％）も2四半期連続のマイナスとなった。海外景気の低迷を背景に、輸出（同＋0.1％→▲1.5％）が2四半期ぶりのマイナスとなったのも響いた。住宅投資（同▲0.1％→＋5.0％）は高めの伸びとなったものの、一時的な要因も働いていることから、全体的に先行き不透明感は大い。

一方、交易条件の改善が国内景気を支える構図は続いている。4－6月期の実質GDIは前期比＋0.5％で、実質GDPの同＋0.0％を上回った。1－6月の半期累計でも同＋1.3％と、実質GDPの同＋0.3％を上回っている。所得の回復が人々の景気回復の実感につながることを考えれば、GDPが示すよりも景気の実態は改善していると言える。

ただ、先行きの景気は引き続き力強さを欠く状態が続くとみる。世界景気は米国を除けば停滞気味の推移が続くとみられるほか、日銀のマイナス金利も効果よりむしろ副作用が目立つ状況である。労働力人口の減少に伴い、雇用需給は引き締まった状態が続くとみられるものの、潜在成長率が伸びないなか、企業・家計の成長期待が盛り上がらないため、積極的な賃上げや設備投資増加に向けた機運は出てこない。こうしたなか、2016年度に関しては、原油安が引き続き景気の下支えとなる。2017年度は、官民のオリンピック需要の顕在化も期待でき、両年度をとおして経済対策の効果も続くことから、景気回復基調は途切れないとみる。ただ、主要需要項目にいずれもけん引役としての役割が期待できないなか、景気回復ペースは総じて緩慢なものにとどまるとみている。

(2) 個人消費の回復ペースは緩慢

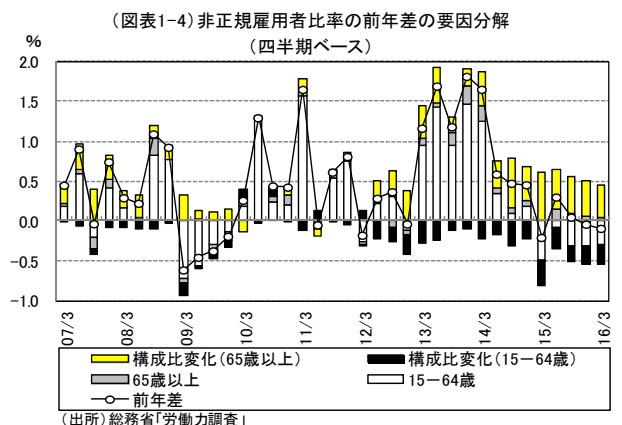
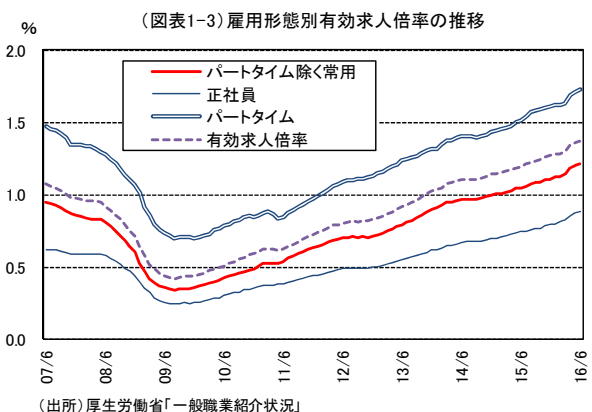
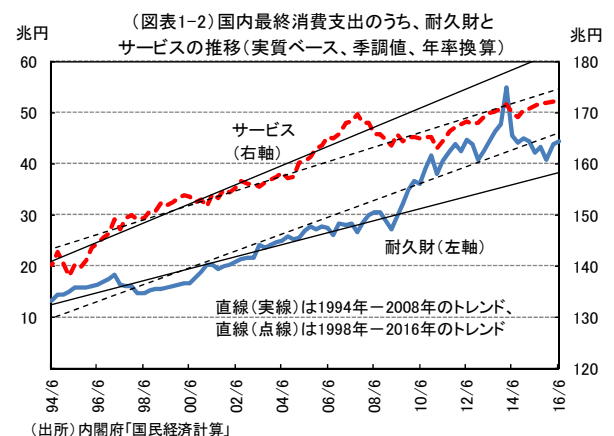
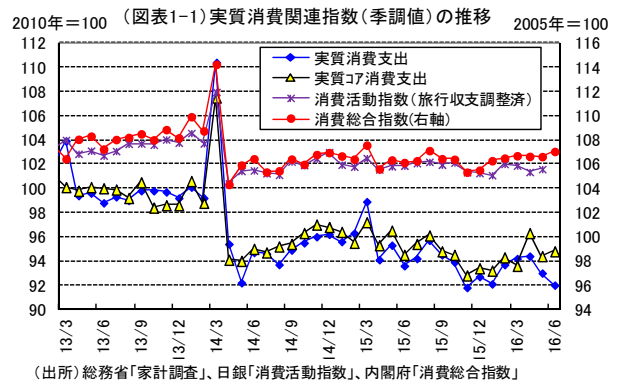
個人消費は、年明け以降、うるう年効果などもあって、緩やかな持ち直し傾向で推移してきたものの、足元では再び停滞色を強めつつある。

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、昨年12月から3月にかけては、均せば回復傾向で推移していたものの、その後は再び鈍化し、6月には、消費増税後に最も落ち込んだ昨年11月以来の水準まで低下した(図表1-1)。

消費停滞の背景の一つとして、家計が節約志向を強めていることが挙げられる。実質消費支出を基礎的支出と選択的支出に分けて、前年ベースでの推移を見ると、選択的支出は、昨年9月以降、2月を除いてマイナスが続いている。春先以降の円高株安の進行による逆資産効果も、選択的支出を抑制した可能性がある。

こうした動きに加え、耐久財消費に関しては、景気対策や消費増税の実施に伴う需要先食いの影響も残っているとみている。GDPベースの実質耐久財消費の推移を見ると、リーマン・ショック後の家電エコポイント制度の実施や、消費増税前の駆け込み需要などの影響で、2009年度以降、トレンド線からの上振れが顕著となった(図表1-2)。ただ、足元ではトレンド線との乖離が縮小しつつあることから、需要先食いによる下押し圧力に関しては、今後次第に解消に向かう展開が期待できる。

より基調的な個人消費の動きに影響する雇用・所得環境について見ると、まず目立つのは雇用需給の改善である。6月の失業率は3.1%と、約21年ぶりの低水準で推移しているほか、有効求人倍率も1.37倍と、1991年8月以来の高水準となった(図表1-3)。ただ、6月の常用的パートタイムの有効求人倍率は1.73倍まで上昇しているのに対し、パートタイムを除く常用(正社員、派遣労働者、契約社員を含む)では1.21倍にとどまっているほか、正社員に限れば0.88倍と、節目の1倍を下回っている。雇用の「質」の改善ペースは鈍い。また、趨勢的な有効求人倍率の改善には、有効求人数の増加よりも、有効求職者数の減少が大きく影響している。生産年齢人口の減少に加え、団塊の世代が引退し、労働市場から退出していることなどが、労働需給の引き締まりにつな



がっている。

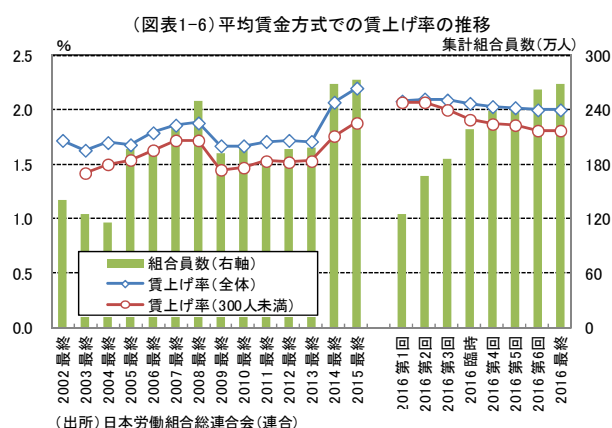
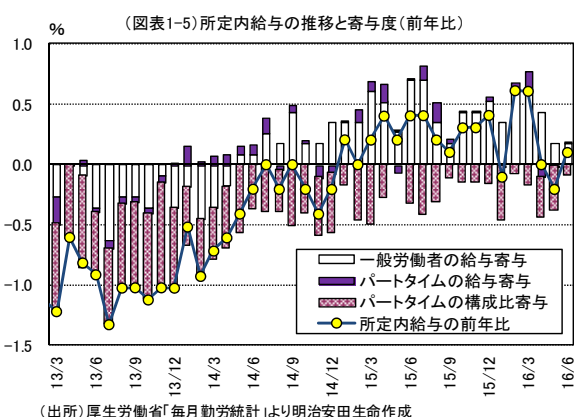
こうしたなか、労働力人口は2013年以降、労働参加率の改善を背景に、均せば緩やかな増加傾向で推移している。ただ、高齢者や女性の労働参加が中心であり、雇用形態も非正規のケースが多いことが、平均賃金の伸び悩みにつながっている。非正規雇用者比率の変化（前年比）を、15-64歳人口と65歳以上人口の非正規雇用者比率の変化、15-64歳人口と65歳以上人口の構成比の変化に寄与度分解すると、「65歳以上」は、非正規比率の押し上げに寄与している。今後も、「65歳以上」の労働参加が労働力人口の増加を支えるとみられ、賃金全体の伸びを抑制する方向に働くともっている（図表1-4）。

所得環境について、毎月勤労統計を見ると、2015年度の名目所定内給与（事業所規模5人以上）は前年比+0.3%と、10年ぶりのプラス、一般労働者のみでは同+0.6%と、2年連続のプラスとなったが、いずれも1%を大きく下回る水準にとどまった。足元でも、6月の所定内給与は同+0.1%、一般労働者の所定内給与も同+0.2%と、いずれも小幅なプラスにとどまるなど、上昇ペースは緩慢なものとなっている。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に寄与度分解すると、パートタイム労働者の構成比の変化が全体を押し下げる状況が続いており、雇用機会の拡大が相対的に賃金の低いパートタイマーに偏っていることが示唆される（図表1-5）。名目賃金の伸び悩みに加え、女性や高齢者が非正規扱いとして労働参加していることなどが、平均賃金の押し下げに働いてきた様子が窺われる。

2016年春闘について、連合の最終集計結果を見ると、賃上げ率（定昇含む）は2.00%と、昨年の2.20%を大きく下回った（図表1-6）。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、ベアは0.32%と、昨年の0.56%を下回っている。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。日本の潜在成長率が0%台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いことが、多くの企業にとってベアにはなかなか踏み切れない要因になっているとみられる。こうした傾向は今後も続く可能性が高い。

中小企業の賃上げ動向について、組合員300人未満の企業に絞って見ると、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0.29%（昨年0.40%）と、300人以上（今年0.32%、昨年0.58%）とのかい離が昨年から大きく縮小しており、大手と中小の格差是正の動きがみられる。中小企業では、人手不足が事業継続の阻害要因になっているケースが多く、今後も賃上げの流れ自体は続くとするが、先行きの経営環境に対し、厳しい見方が広がっていることから、賃上げの水準も小幅なものにとどまろう。

消費マインドも停滞している。消費者態度指数を見ると、2015年2月以降、40～42ポイントの範囲で一進一退の推移が続いている。景気ウォッチャー調査を見ると、家計動向関連DIは、7月の現



状判断 DI が前月差+4.3 の 44.5 ポイント、先行き判断 DI も同+5.1 の 46.6 ポイントと、いずれも前月から改善したものの、横ばいを示す 50 を 12 ヶ月連続で下回った。ウォッチャーからは、「円高傾向や先行きに対する不安から消費を控えるなど、前年とは一転し、全体的に前年を下回る予想となっている（南関東＝都市型ホテル）」など、消費の先行きを不安視する声が出ている。家計調査の世帯区分別構成比を見ると、2015 年の無職世帯は 32.9%と、拡大傾向が続いている。勤労者世帯でも賃金が伸び悩むなか、社会保険料率の引き上げなど、さまざまな家計負担の拡大を背景に、消費者の生活防衛の意識が強まっていることが、消費マインドの下押し圧力として働いているとみられる。

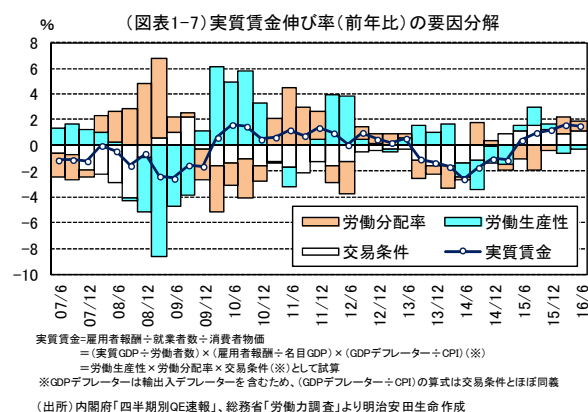
一方、実質賃金の伸びを、労働分配率、労働生産性、GDP デフレーター／CPI（定義式により交易条件とほぼ同義）に寄与度分解すると、実質賃金が伸び悩むなかでも、2015 年 1－3 月期以降の GDP デフレーター／CPI の上昇が実質賃金を押し上げに寄与してきたことが見てとれる（図表 1-7）。今後についても、これまでの原油安に加え、年明け以降の円高による輸入物価の下落を受けた交易条件の改善が、家計の実質購買力の向上につながり、引き続き、個人消費を下支えするとみている。

当社経済モデルによる試算では、ブレント原油価格と為替相場がそれぞれ 2014 年の水準で推移した場合と、足元の水準で推移した場合では、2017 年通年の実質個人消費の伸びは 1.0%ポイント異なるとの結果を得た（図表 1-8）。

政府は 1 月に決定した 2015 年度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、今夏までに一部の年金生活者に対して 1 人 3 万円の給付手続きを行なったほか、8 月には、事業規模 28.1 兆円、うち国・地方の歳出（真水）が 7.5 兆円程度（国費 6.2 兆円）となる経済対策を閣議決定した。そのなかで、保育士や介護人材の処遇改善に取り組むとし、必要な予算措置は、2017 年度当初予算に計上し、かつ継続的に実施する方針を示している。このほか、最低賃金の引き上げに向けた環境整備として、雇用保険料の時限的な引き下げも行なうとしている。こうした政策効果などが下支えとなっており、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。8 月に閣議決定された経済対策では、これらの対策を含めた「一億総活躍社会」の実現に向けた措置において、2.5 兆円が計上されており、実質 GDP を累計で 0.4%程度押し上げるとみている。

（3）住宅投資の回復は一服

新設住宅着工戸数（季調値）は、年明け以降、増加傾向となり、5 月の年率換算戸数（季調値）は 101.7 万戸と、消費増税前のピークに近い水準まで回復した（図表 1-9）。相続税対策などを受けた根強い貸家需要に加え、大型分譲マンションの着工による押し上げもあって、分譲住宅も底堅く推移してきたことなどが持ち直しにつながった。ただ、6 月は前月比▲1.3%と、6 ヶ月ぶりのマイナスとなるなど、回復傾向が一服している。



（図表 1-8）2017 年通年の実質個人消費（前年比）のシナリオ別予想値

		ブレント原油価格(ドル/バレル)			
		25	50	75	100
円/ドル	95	2.2	1.7	1.3	1.0
	100	2.0	1.5	1.1	0.8
	105	1.9	1.3	0.9	0.5
	110	1.7	1.1	0.6	0.3

※太線は2014年の水準、網掛けは足元の水準に近いシナリオ
 モデル式の構成上、WTIではなくブレント原油価格を使用
 （出所）OEGMより明治安田生命作成

住宅着工を利用関係別に見ると、持ち家着工戸数は、一進一退の推移の推移が続いている。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おり、消費者の購入意欲は回復傾向が続いている。ただ、名目賃金が伸び悩んでいるほか、住宅建築業者からは消費増税の延期もあって商談の長期化を懸念する見方も出ており、今後も持ち家着工の回復ペースは、鈍いものにとどまると予想する。

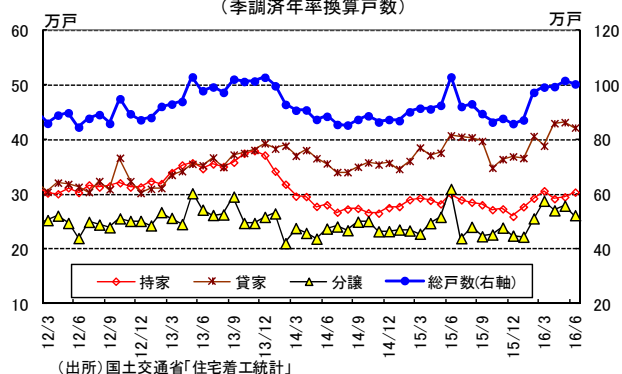
分譲住宅は回復が一服している。土地売買による所有権移転登記件数（3ヵ月移動平均）の推移を見ると、昨年6月以降、10ヵ月連続の前年比プラスとなっている（図表1-10）。地価の先高観もあって、用地仕入の回復が分譲住宅の着工増に寄与してきたとみる。ただ、4月は11ヵ月ぶりの前年比マイナスとなったほか、5月も前年比+0.0%にとどまるなど、ここへきて用地仕入が一服している様子が示されていることから、当面の分譲着工は鈍化傾向で推移するとみている。分譲住宅を建売住宅（一戸建住宅）とマンションに分けると、6月の建売住宅の着工件数（3ヵ月移動平均）は同+9.3%と、プラス幅が前月から縮小した（図表1-11）。所得環境の低迷が長引くなか、今後の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

マンション着工件数（3ヵ月移動平均）は、6月が同▲8.8%と、4ヵ月ぶりのマイナスとなった。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7月の新規契約率は63.3%と、2ヵ月連続で好不調の境目とされる70%を下回った。年明け以降の円高推移もあって、海外富裕層による高額物件の需要が低下し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などが要因として挙げられる。今後については、供給側も需要動向をにらみつつ、慎重な物件供給スタンスをとるとみられることから、マンション着工は減速傾向で推移するとみている。

貸家については、昨年1月の相続税改正（基礎控除引き下げ）に伴う節税対策としてのアパート経営や、マイナス金利の影響による借入金利の低下といった追い風もあって、首都圏を中心に着工増が続いている。ただ、節税需要はすでに2013年度から続いているほか、供給増による賃貸アパートの空室率拡大を懸念する声が増えていることなどが、今後の投資マインドの冷え込みにつながるとみられ、貸家着工は減衰に向かうと予想する。

今後は、住宅ローン減税制度（10年間で最大400万円）や、戸建住宅向けのZEH補助金（ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス、1戸あたり125万円）などの各種住宅支援策のほか、日銀のマイナス金利政策導入の影響によるローン金利の低下が住宅投資を下支えするとみる。一方で、貸家の節税需

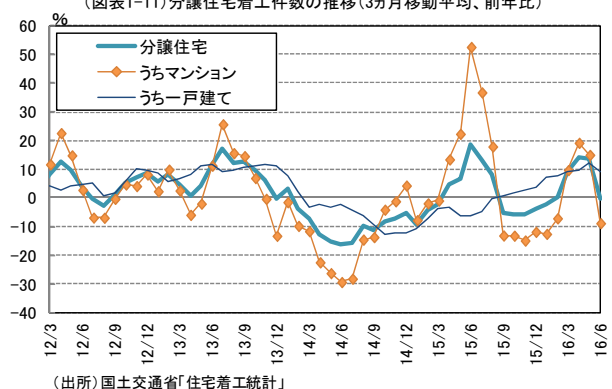
（図表1-9）利用関係別新設住宅着工戸数の推移
（季調済年率換算戸数）



（図表1-10）土地売買による所有権移転登記件数
（前年比、3ヵ月移動平均）



（図表1-11）分譲住宅着工件数の推移（3ヵ月移動平均、前年比）



要は減衰へ向かいつつあるほか、所得環境の回復ペースの鈍さを背景に、消費者は慎重に物件購入の検討を進めるとみられることから、住宅着工は鈍化傾向で推移するとみており、2016年度は90万戸程度、2017年度は88万戸程度にとどまると予想する。

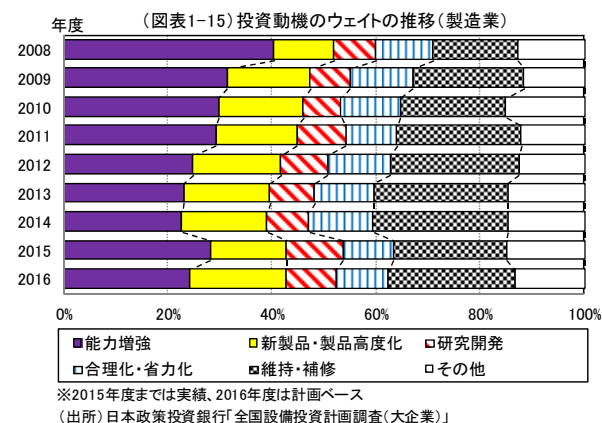
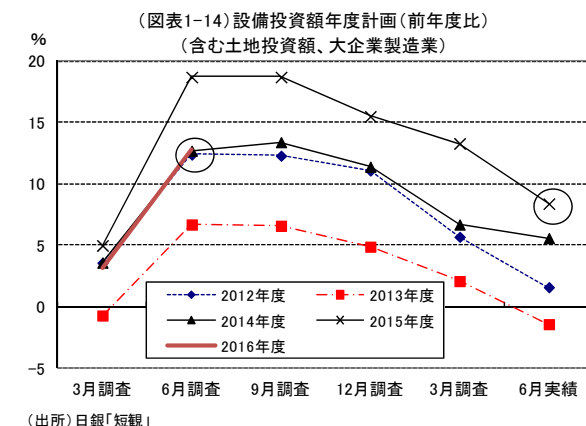
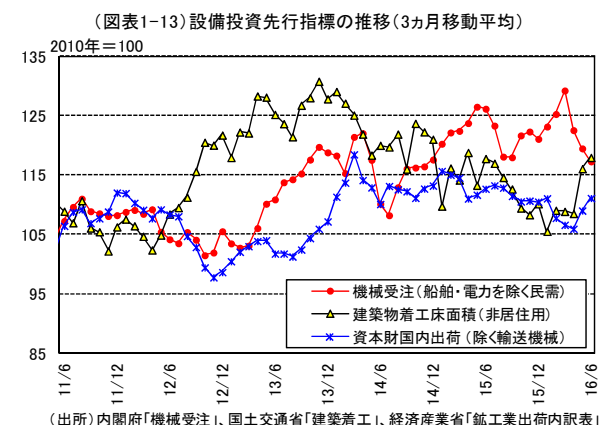
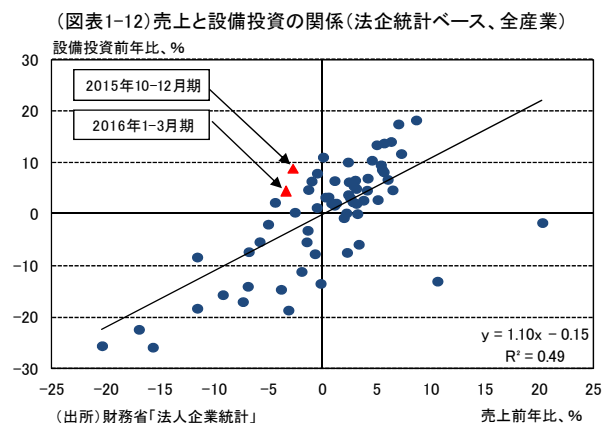
(4) 設備投資は緩やかな回復へ

4-6月期の実質設備投資（GDPベース）は、前期比▲0.4%と、2四半期連続のマイナスとなった。足元の設備投資が弱めの動きとなっている要因の一つに、企業の成長期待を反映する売上高の減速が挙げられる。法人企業統計によると、設備投資（全産業）は、売上高と連動する傾向があるが、2016年1-3月期の売上高は、2四半期連続の減収となったほか、設備投資も2四半期連続で伸びが鈍化した（図表1-12）。日銀短観の2016年度売上計画を見ても、前年比▲0.1%と、6月調査としては、7年ぶりの減収計画であり、収益環境の悪化は、今後も設備投資の抑制要因となるとみられる。

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、商業用の持ち直しなどを受け、5月に大きく上昇したほか、資本財国内出荷（除く輸送機械）も足元で持ち直しているものの、機械受注（船舶・電力を除く民需）は、春先以降、大きく鈍化するなど、まちまちな状況となっており、先行指標からは今後の設備投資の回復ペースの鈍さが窺える（図表1-13）。

製造業の設備投資動向について、6月調査の日銀短観における設備投資計画（全規模・製造業）を見ると、2016年度は前年比+0.4%と、3月調査の同▲4.8%から上方修正されたものの、6月調査としては、震災直後の2011年度以来の低さとなっている。一方、大企業のみでは同+12.8%と、昨年6月調査を下回ったものの、2013年度や2014年度並みとなった（図表1-14）。ただ、今回の調査では、英国のEU離脱決定の影響はほとんど反映されておらず、世界景気の先行き不透明感もなかなか払しょくされないこととみられることから、今後、下方修正される可能性が高い。

日銀短観の設備判断DI（全規模・製造業）を見ると、3月調査が+4、6月調査は+4、先行き9月の予



測は+2と、今後も過剰感が残る見通しである。少子高齢化が進むなか、国内の中長期的な低成長期待が定着していることもあり、能力増強を目的とした設備投資は慎重に進められるとみる。

ただ、更新・維持投資への需要は続くとみている。日本政策投資銀行の全国設備投資計画調査で投資動機を見ると、2016年は能力増強投資の割合が24.3%と、前年から縮小した一方、維持・補修は24.3%、合理化・省力化は10.2%と、いずれも前年から拡大している（図表1-15）。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、老朽化が加速しており、国内設備の維持・補修への需要は蓄積しているとみられる。今後も、維持・補修に加え、合理化・省力化投資が製造業の設備投資を下支えしよう。

非製造業について、6月調査の日銀短観における2016年度設備投資計画（全規模・非製造業）を見ると、前年比▲2.5%と、昨年同時期の同▲1.0%を下回っており、慎重な計画となっている。一方、日銀短観の設備判断DI（全規模・非製造業）は、3月調査が▲2、6月調査が▲2、先行き9月の予測は▲4と、先行き不足感が強まる見通しである。人手不足が続くなか、省人化投資などを中心とする需要は根強いとみられる。今後、投資規模の大きい通信関連では、高速通信整備のための設備投資の一巡が予想されるが、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ほか、小売でも、インターネット事業など情報関連分野を中心とする投資の増加が期待できる。鉄道でも、新規路線開設へ向けた関連投資や、新型車両の投入などが計画されており、2016年度も非製造業の設備投資は底堅く推移するとみる。

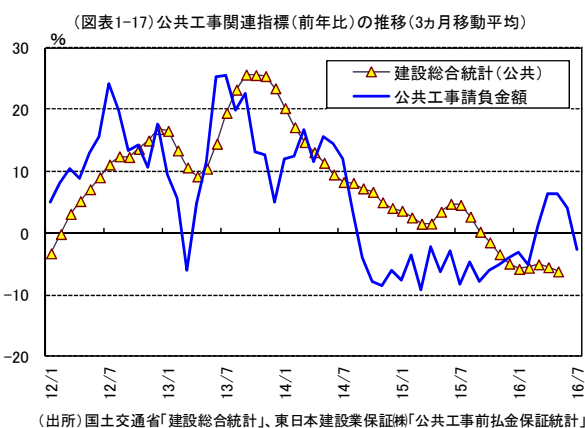
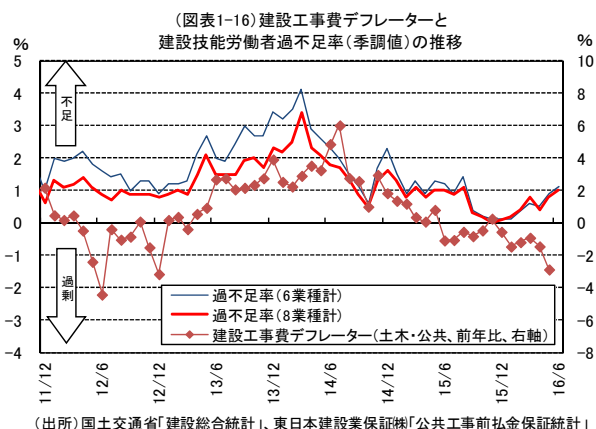
2017年度までの設備投資については、世界景気の先行き不透明感を受け、投資スタンスの慎重姿勢が続くと見込まれるものの、更新維持・省力化投資などが下支えとなって、均せば緩やかな回復が続くと予想する。2016年度は+0.8%、2017年度は+1.1%となるとみている。

（５）公共投資は増加傾向が続く

GDP ベースの公共投資を見ると、2016年4-6月期は前期比+2.3%と、2四半期連続のプラスとなり、プラス幅も前期の同+0.1%から拡大するなど、持ち直しの動きをみせている。7月のさくらレポート（日銀地域経済報告）でも、9地域中5地域で公共投資の判断が4月から明確に上方修正された。

東日本大震災以降、工事進行のボトルネックとなってきた人手不足について、建設技能労働者過不足率（8業種計）を見ると、昨年末にかけて不足はほぼ解消されていたものの、足元では+1.0%と、再び拡大している（図表1-16）。ただ、職種や地域によるバラツキが大きいほか、建設業界も、ICT技術の活用や、工期を圧縮する工法の導入などの省力化策を進めていることから、人手不足が公共工事の供給制約となる状況は、従来よりも緩和しているとみている。

資材価格について、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、上昇はすでに一服している。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改善している。

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、春先から6月にかけて高めの伸びが続いたのち、7月は前年比▲2.8%と、5ヵ月ぶりのマイナスとなった（図表1-17）。ただ、2016年度本予算は、例年と異なり、上半期中に8割の執行を目標としているほか、熊本地震復興対策として5月には補正予算も編成されていることから、これらの効果が現れることで、請負金額も再び持ち直すとみる。加えて、8月2日に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策」では、外国人観光客4,000万人時代に向けたインフラ整備を掲げており、2020年東京オリンピック・パラリンピックに向けた施設整備にも取り組む方針を示している。経済対策の事業規模28.1兆円のうち、2016年度第二次補正予算の規模は5兆円台半ばとみられ、このうち公共投資は建設国債発行見込み額の3兆円以内と予想する。これにより、2016年度の公共投資は約5%、実質GDPは0.2%程度、2017年度の公共投資は約10%、実質GDPは0.4%程度押し上げられるとみる。2017年度の当初予算（一般会計予算）でも、景気の回復ペースが鈍いとみられるなか、老朽化対策などを中心に本年度当初予算並みの公共事業関係費を計上するとみており、今後も公共投資は緩やかな増加傾向が続くと予想する。

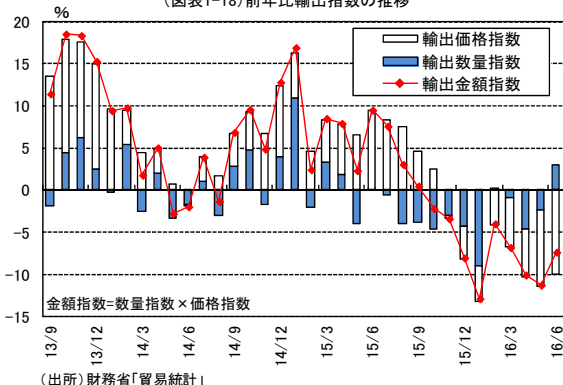
（6）輸出は伸び悩みが続く

貿易統計によると、6月の輸出金額は前年比▲7.4%と、5月の同▲11.3%からマイナス幅が縮小した（図表1-18）。輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸出価格は同▲10.1%と、8ヵ月連続のマイナスとなる一方、輸出数量は同+2.9%と、4ヵ月ぶりのプラスとなった。輸出価格の大幅マイナスは、足元の円高が影響しているためだが、輸出の実勢を示す輸出数量については回復の兆しがみえる。

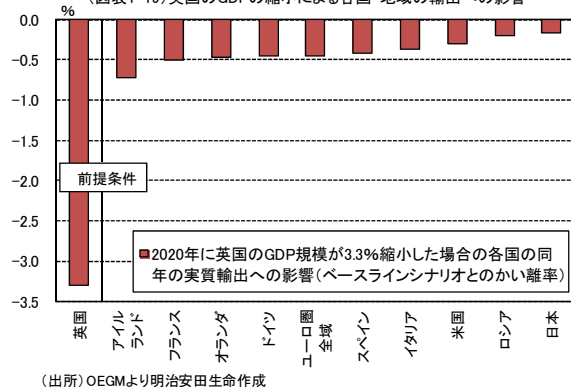
今後の輸出動向を見通すにあたっては、EU離脱決定に伴う英国景気の動向や、2016年初の120円／ドルから100円／ドル付近までの円高進行などの影響がポイントになる。まず、前者については、2015年の輸出のうち、英国向けは1.7%に過ぎず、日本の輸出に与える直接的な影響は大きくないとみられる。OECDの試算による英国のGDPの縮小（2020年までに3.3%縮小）を前提条件とし、当社経済モデルを用いたシミュレーションを実施したところ、英国との貿易面での結びつきの強い欧州諸国では輸出が▲0.5%程度押し下げられるとの結果である一方、日本については影響が▲0.2%弱との結果を得た（図表1-19）。

後者については、これまでの円安局面において、主力のはん用・生産用・業務用機器や、輸送用機器

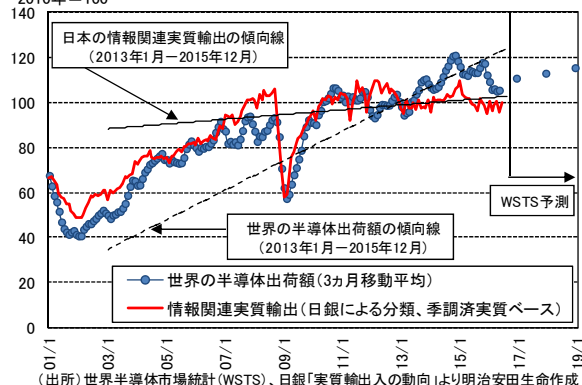
（図表1-18）前年比輸出指数の推移



（図表1-19）英国のGDPの縮小による各国・地域の輸出への影響



（図表1-20）世界半導体出荷額と日本の実質輸出（情報関連）の推移



では、契約通貨ベースの輸出物価をさほど引き下げておらず、値下げによる数量拡大の動きはみられなかった。日本の輸出製品は高付加価値製品へのシフトが進んでおり、価格競争力を持つ輸出企業を中心に、現地通貨での製品価格変動を抑える PTM (Pricing-to-Market) を志向していることから、円高が定着した場合でも、契約通貨ベースの価格は今後も大きく変動しない可能性が高く、輸出数量に与える影響は限定的とみている。

もっとも、円高の影響は小さいとはいえ、輸出の見通しは必ずしも明るくない。足元の日本の輸出が弱い要因として、世界的な投資の冷え込みが、資本財輸出の下押し圧力になってきたほか、東日本大震災以降、米国企業のグローバルな調達構造の見直しが影響していることが挙げられる。また、実質輸出を品目別に見ると、情報関連（電算機類、半導体電子部品、通信機、科学光学機器など）輸出の低迷も目立つ（図表 1-20）。情報関連の輸出は、2015 年の日本の輸出金額の 1 割強を占めるが、2000 年代から 2013 年ごろまでは、世界の半導体出荷額と近い動きを示していたものの、2013 年から 2015 年にかけては、世界の半導体出荷額が持ち直したにもかかわらず停滞が続くなど、その動きにかい離がみられている。主な要因として、韓国や台湾などのアジア NIEs 諸国や中国が技術面でキャッチアップしてきたことが大きい。世界半導体市場統計によれば、今後の半導体出荷額は、2018 年にかけて持ち直し傾向で推移する見通しだが、技術力の優位性が低下するなか、日本の情報関連輸出は伸び悩むとみる。世界景気の回復力の弱さに加え、情報関連分野での競争力低下が続いていることもあって、輸出の回復ペースは上がらないと予想する。

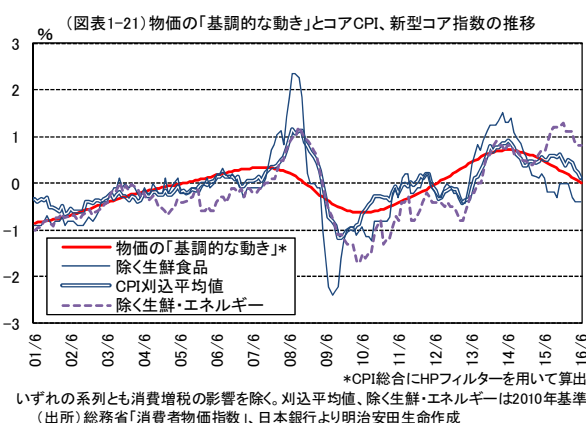
輸入については、鈍化傾向が続いている。6 月は前年比▲18.8%と、18 ヶ月連続のマイナスとなり、マイナス幅は 5 月の同▲13.8%から拡大した。輸入金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸入数量は同+0.4%と、2 ヶ月連続のプラスとなったものの、輸入価格は同▲19.1%と、18 ヶ月連続のマイナスとなっており、鉱物性燃料価格の下落などによる輸入価格の低迷が、輸入の鈍化につながっている。輸出金額の伸び悩みが続くなか、輸入金額も低調に推移してきたことで、貿易収支は、昨秋以降、黒字基調が定着、黒字幅も拡大傾向にある。今後の輸入については、国内景気の回復ペースが緩慢ななか、数量ベースの回復は遅れるとみるが、原油価格の底打ちを受けた価格上昇に伴い金額ベースでは増加が見込まれるため、貿易黒字幅は縮小に向かうと予想する。

（7）コア CPI は下振れが鮮明に

日本の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合物価指数、以下コア CPI、消費増税の影響を除くベース）は、2014 年 4 月には前年比+1.5%と、2008 年 10 月以来の高い伸びを記録したが、その後は急速に鈍化に向かった（図表 1-21）。昨年 5 月以降、しばらく同±0%前後での推移が続いた後、今年の 3 月以降は再び下落傾向を強め、6 月は同▲0.4%までマイナス幅が拡大している。

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。

2015 年末以降、物価の伸びが鈍化している要因として、円安効果のはく落も挙げられる。2014 年



10月の「黒田バズーカ第2弾」の発動に伴い、10円／ドル程度の円安が進行したものの、それから2年近くが経過したことで、物価押し上げ効果はすでに一巡しつつある。年初以降の為替相場は円高方向へ振れており、今後は輸入品価格の下落を通じ、逆に物価の押し下げ圧力となる可能性が高い。

需要面からの物価上昇圧力も弱い。当社では4～6月期の需給ギャップは▲1.6%と試算している。今後についても、内外需ともけん引役を欠くなか、景気の回復ペースは鈍いとみており、需要面からの物価押し上げ圧力は今後も抑制された状況が続くとみる。

家計や企業の期待インフレ率も、マイナス金利導入以前からの鈍化トレンドに大きな変化は見られない。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）導入前後の水準まで伸びが鈍化しており、デフレイマインドの払しょくには至っていないことが示唆される（図表1-22）。

今後のコアCPIは、エネルギー価格の下落の影響が残ることで、当面はゼロ%以下での推移が続くと予想する。エネルギー価格の下落の影響が緩和するとみられる秋以降についても、円高による物価の下押し圧力が続くと思われるほか、需要面からの押し上げ圧力も弱いことなどから、物価上昇ペースは鈍いとみており、コアCPI上昇率は、2016年度通年で前年比▲0.1%程度、2017年度についても同+0.4%程度の上昇にとどまるとみている（図表1-23）。

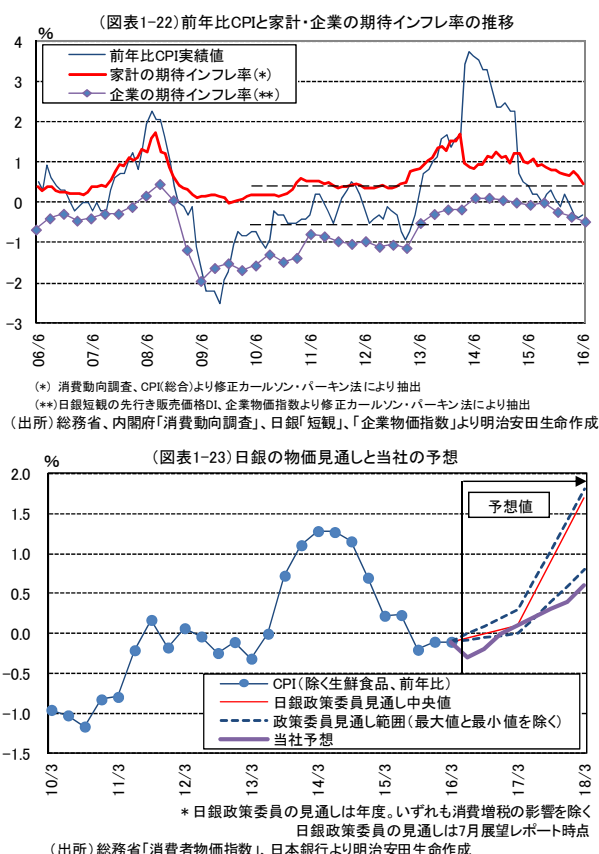
（8）金融政策の枠組み変更が近い

日銀は、7月28、29日に開催された金融政策決定会合で、追加金融緩和を決定した。しかし、主たるメニューはETFの買い増しのみで、逆にQQEの限界を印象付ける結果となった。

黒田日銀総裁は、9月に、QQEの効果を「総括して検証する」と述べている。総括において、否定的なトーンが肯定的なトーンを上回ることはないと考えられるものの、おそらくは近いうちの金融政策の枠組み変更に道を開く内容になる可能性が高い。

マイナス金利と国債買入れでは、前者の方がより持続性が高く、後者がより早く限界に突き当たる可能性が高いことから、早晚マイナス金利中心のスキームへと変更し、国債買入れについては、残高目標等、なんらかの目標は残したうえで、買入れ額そのものは縮小していく方向とみる。この政策ミックスであれば、イールドカーブの過度なフラット化の修正が進むことで、マイナス金利の副作用が和らぐ効果も期待できる。2%という物価目標を降ろしたり、レンジを変えるのは今さら難しいが、「2年程度」との期限は撤廃し、短期決戦から持久戦へと舵を切る可能性が高い。

この路線では金融市場に大きなサプライズを与えることはできない。余程ヘリコプター・マネー色を強めなければ、もはやサプライズは無理だろう。市場では、海外投資家を中心に根強い期待が残っているが、黒田総裁の財政規律へのこだわりは明白で、露骨なヘリマネ政策に踏み込むことはないとみる。日銀自身、サプライズ路線は半ば断念しつつある可能性が高い。



（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＞堅調な米景気と原油安効果の持続で緩慢な回復（示現確率：55%）

世界経済の成長ペースは緩慢。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。潜在成長率が伸びないなか、成長期待が盛り上がりにくく、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、経済対策、オリンピック需要等が下支えとなり、日本経済は緩やかな回復基調が続く。株価は均せば緩やかな上昇。金融政策の限界を織り込むなかで、長期金利は振れの激しい展開、為替相場では円高圧力がかかり続ける。

日経平均レンジ：14,500円～19,500円 10年国債利回りレンジ：▲0.30%～0.20%

ドル・円レンジ：95円～115円、ユーロ・円レンジ：100円～130円

＜サブシナリオ1＞マイナス金利不況の到来（示現確率：20%）

マイナス金利の導入にもかかわらず、家計・企業のインフレ期待の低下トレンドが続き、景況感むしろ悪化トレンドが鮮明になる。金融機関の採算性悪化に伴い、日本の金融システムは外的ショックに対し脆弱になる。こうしたなか、米国景気の息切れが明確化、欧州景気も後退色を強める。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るため、為替相場では円高が加速する。

日経平均レンジ：12,000円～18,000円 10年国債利回りレンジ：▲0.50%～0.00%

ドル・円レンジ：80円～105円、ユーロ・円レンジ：90円～120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、逆に海外への資本逃避を助長する結果となる。

日経平均レンジ：12,000円～18,000円 10年国債利回りレンジ：▲0.20%～4.00%

ドル・円レンジ：100円～150円、ユーロ・円レンジ：105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%）

マイナス金利や財政政策の効果が浸透する一方、成長戦略への取組み本格化で家計・企業の成長期待も高まる。世界経済も米国を中心に予想以上の力強さを発揮。日銀は2017年度中に物価目標を達成し、長期金利、株価はともに上昇。為替相場では米国の利上げ加速で円安が進む。

日経平均レンジ：16,000円～22,000円 10年国債利回りレンジ：▲0.20%～1.00%

ドル・円レンジ：100円～120円、ユーロ・円レンジ：105円～140円

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

4－6月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋1.2％と、1－3月期の同＋0.8％から伸び幅が拡大した。実質金利がマイナス圏で推移しており、きわめて緩和的な金融環境が続いていることなどから、7－9月期の成長率は＋2％台となる見込み。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、10－12月期以降も景気回復基調が続くと予想する。

個人消費は、雇用環境の改善などを背景に、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などから、堅調に推移するとみる。

設備投資は、企業業績の改善などに支えられ、徐々に持ち直しに向かうと予想する。ただ、外需が伸び悩むとみられることから、持ち直しペースは緩慢なものにとどまるとみる。輸出は、海外景気に先行き不透明感が残ることから、伸び悩む展開が続くとみている。

F R B（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、年内に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。

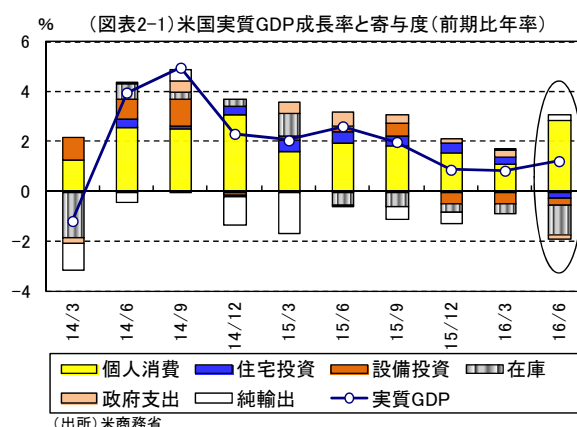
（1）4－6月期は前期比年率＋1％台にとどまる

4－6月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋1.2％と、1－3月期の同＋0.8％から伸び幅が拡大した（図表2-1）。需要項目別に見ると、まず個人消費は、同＋1.6％→＋4.2％と、自動車販売が持ち直したことなどで、伸び幅が4四半期ぶりに拡大した。一方、住宅投資は同＋7.8％→▲6.1％と、9四半期ぶりに減少。設備投資も同▲3.4％→▲2.2％と、機械投資と構築物投資の落ち込みにより、3四半期連続で減少した。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は▲0.4％→▲1.2％と、企業が在庫調整を続けた影響で、5四半期連続のマイナス寄与。輸出は前期比年率▲0.7％→＋1.4％と4四半期ぶりに増加した一方、輸入は同▲0.6％→▲0.4％と2四半期連続で減少した。結果として、純輸出の成長率全体に対する寄与度は0.0％→＋0.2％と、7四半期ぶりのプラスとなった。政府支出は前期比年率＋1.6％→▲0.9％と、国防費の削減が続いたことなどで、6四半期ぶりに減少した。

実質金利がマイナス圏で推移しており、きわめて緩和的な金融環境が続いていることなどから、7－9月期の成長率は＋2％台となる見込み。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、10－12月期以降も景気回復基調が続くと予想する。

（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、雇用環境の改善などを背景に、回復傾向が続いている。実質個人消費支出の伸び（前年比）を見ると、2014年半ば以降は、均せば＋2％台後半での推移となっており、高い伸びが継続している（図表2-2）。今春以降、貯蓄率が低下傾向にあり、貯蓄の取り崩しが消費を支えた

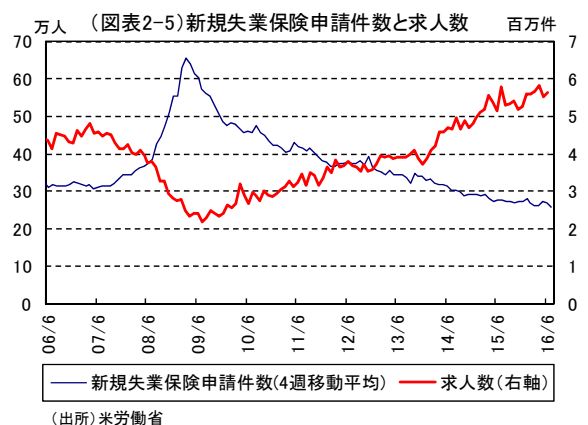
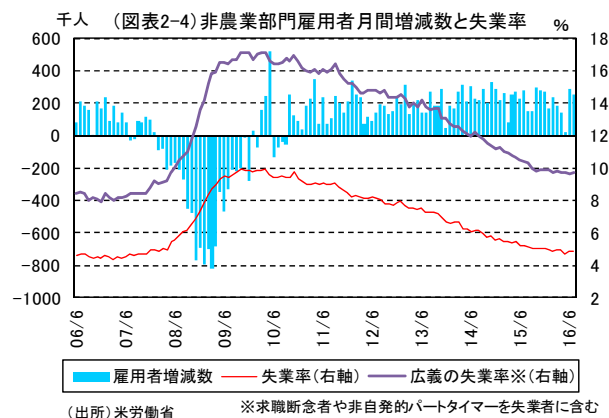
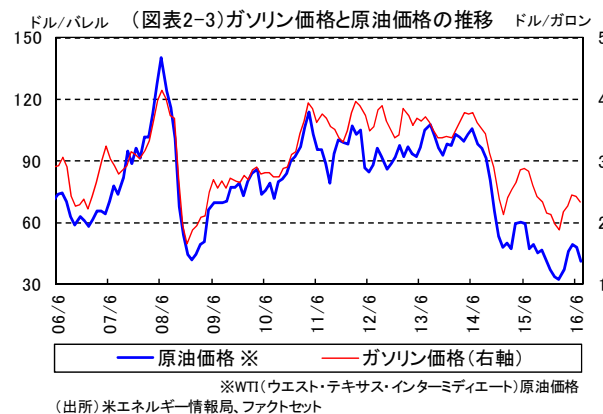
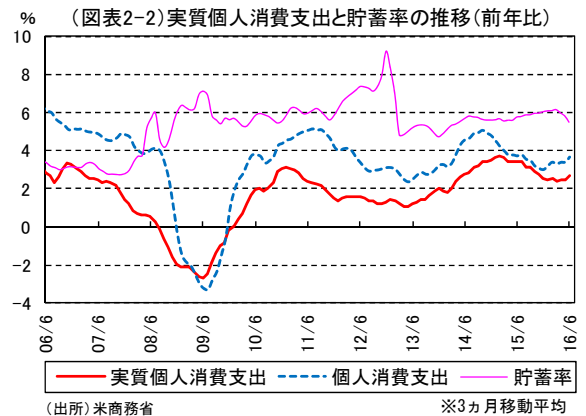


面もみられるが、仮に4－6月期の貯蓄率を1－3月期から横ばいと置いて試算しても、個人消費は堅調に推移しているとの評価が可能である。

個人消費が堅調に推移している背景として、ガソリン価格の低下が、家計の実質購買力の向上につながっている点があげられる。今年のガソリン価格は均せば2ドル／ガロン台前半で推移しており、2014年半ばの3ドル／ガロン台後半に比べ大きく低下している（図表2-3）。FRB（米連邦準備制度理事会）のイエレン議長は6月14－15日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）後の記者会見で、「2014年半ばからのエネルギー価格の低下によって、米国家計の購買力は約1,400ドル上昇したとみている」と述べている。ガソリン価格の低下は、家計への実質的な減税効果を持つことから、今後もしばらくは個人消費を後押しする可能性が高い。

雇用環境の改善も、引き続き個人消費を下支えするとみている。7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が＋25.5万人と、堅調かどうかの境目とされる20万人を2ヵ月連続で上回った（図表2-4）。失業率も4.9%と、すでにFRB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に含む）を見ると、7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とはいえ、2010年4月の17.1%をピークに低下傾向が続いている。足元の新規失業保険申請件数（変動を均した4週移動平均）は26万人台と、歴史的な低水準で推移しているほか、6月の求人数も562万件と、統計開始以来の高水準だった4月の584万件には届かないものの、堅調に推移している（図表2-5）。FRBが7月に公表したベージュブック（地区連銀経済報告書）を見ると、熟練労働者の賃金上昇圧力は強く、人材確保が難しいと報告されている。平均時間給の推移を見ても、昨夏以降、均せば伸び幅が拡大傾向で推移しており、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（図表2-6）。

家計のバランスシートの正常化が進んでいることも、個人消費には追い風である。米商務省が公表する資金循環表を見ると、家計部門は2008年10－12月期から負債を削減してきたが、2012年4－6月期以



降は消費者ローンを中心に負債を増やしているほか、2014年に入ってから住宅ローンも純増させている（図表2-7）。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一巡している。

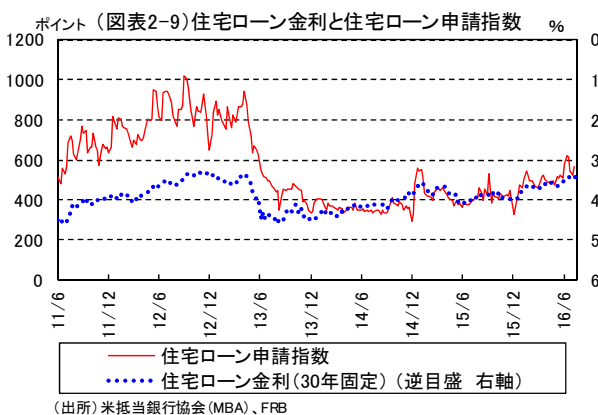
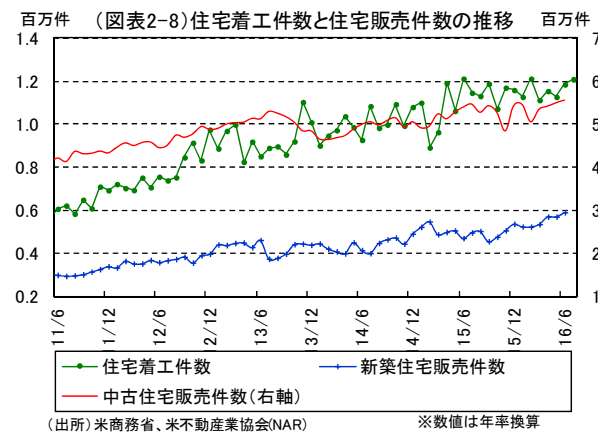
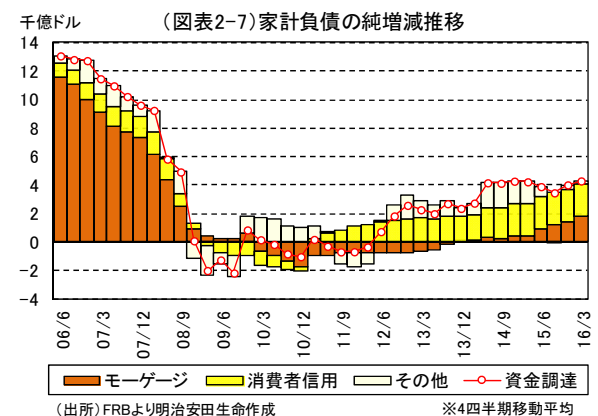
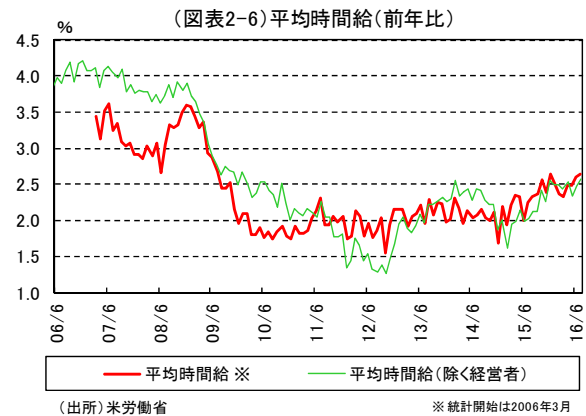
ガソリン価格がすでに大きく低下していることで、家計の実質購買力が向上しているのに加え、雇用環境の改善が続いていること、家計のバランスシートの正常化が進んでいることなどから、個人消費は今後も回復傾向が続く可能性が高い。

（３）住宅投資は堅調に推移すると予想

米国の住宅投資は、足元では弱含んでいる。ただ、関連指標のうち、住宅着工件数の推移を見ると、7月は年率換算で121.1万戸、前月比+2.1%と、2ヵ月連続で増加し、5ヵ月ぶりに120万戸を上回った（図表2-8）。住宅着工件数の先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で115.2万戸、同▲0.1%と、小幅な減少となったが、春以降の回復トレンドは崩れていない。6月の新築住宅販売件数は年率換算で59.2万戸、同+3.5%と、2ヵ月ぶりに増加し、2008年2月以来の高水準となったほか、中古住宅販売件数も年率換算で55.7万戸、同+1.1%と、4ヵ月連続で増加し、2007年7月以来の水準まで回復した。

住宅関連指標改善の背景には、歴史的低水準にある住宅ローン金利や、堅調な雇用環境などがある。住宅ローン金利（30年固定）の推移を見ると、2014年以降、低下傾向で推移しており、FRBが昨年12月に9年半ぶりとなる利上げを行なった後も、低下傾向は崩れていない（図表2-9）。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、2016年に入ってから均せば改善傾向で推移している。

銀行からの借入環境も緩和的である。FRBが公表する銀行の住宅ローン貸出態度調査を見ると、各種住宅ローンのいずれの調査項目でも、貸出態度を3ヵ月前に比べ「緩くした」と回答した銀行の割合が、「厳しくした」と回答した銀行の割合を上回っている（図表2-10）。各種住宅ローンの資金需要調査を見ても、資金需要が3ヵ月前に比べ「強い」と回答した銀行の割合は、「弱い」と回答した銀行の割合を上回っており、低金利環境が引き続き住宅投資を後押しする可能性が高い。



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。

建設・不動産業者の景況感を示す住宅市場指数を見ると、景況感の改善と悪化の境目となる50を大きく上回った水準での推移が続いている(図表2-11)。6ヵ月先の販売見通しは70近くの高水準を維持しており、建設・不動産業者の見通しは良好である。一方、FRBが7月に公表したベージュブックでは、多くの地区で住宅在庫件数が低水準であると報告されており、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ている。

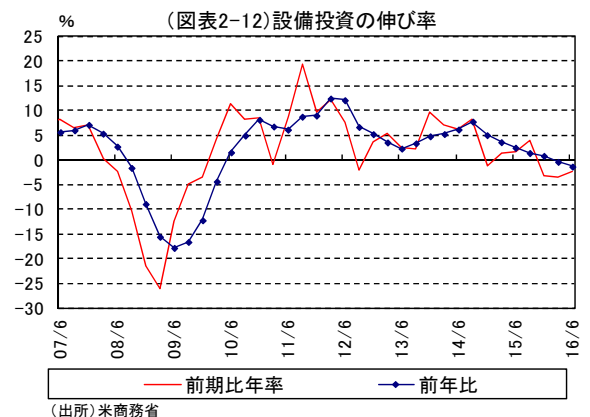
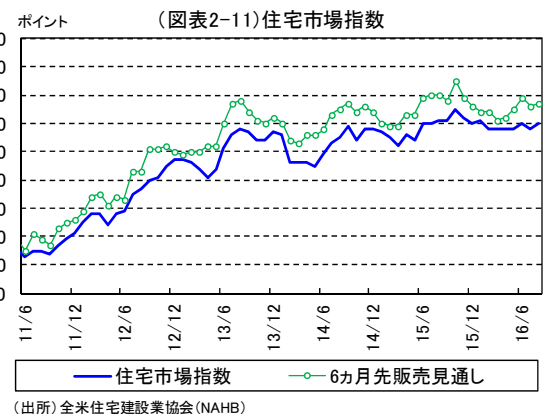
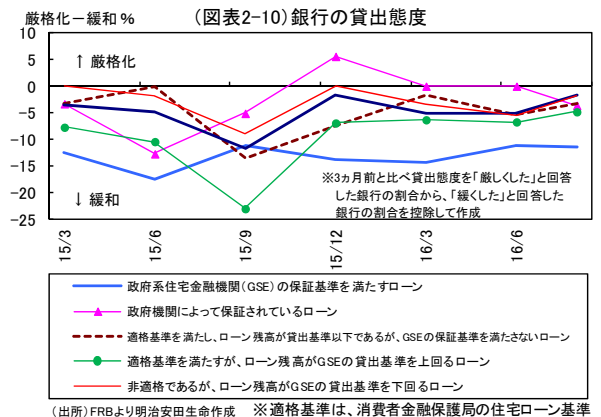
住宅物件の供給が十分に進んでいないなか、住宅ローン金利が低水準であることや、雇用者数の増加傾向が続いていることなどから、今後の住宅投資は堅調に推移すると予想する。

(4) 設備投資の持ち直しペースは緩慢

米国の設備投資は、2014年秋以降、停滞色を強めている(図表2-12)。背景には、2014年半ば以降の原油価格の下落に伴い、シェールオイル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、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年秋以降、減少傾向が続いているほか、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)も落ち込んでおり、目先は設備投資に下押し圧力がかけられ続けるとみる(図表2-13)。

一方、6月23日の英国国民投票でEUからの離脱が決定したことを受け、米サプライマネジメント協会(ISM)が実施した企業へのアンケート調査では、英国のEU離脱による影響について「わずかな影響」と回答した企業が約6割となり、影響は大きくないとの見方が過半数を上回った(図表2-14)。ただ、「悪影響」と「やや悪影響」と回答した企業も、あわせて約3割にのぼった。理由としては、「ドルの為替レ



ート」と回答した企業が約5割を占め、金融市場の混乱に対する警戒感が示されたほか、「世界需要の変化」と回答した企業も3割程度あった。一方、英国国民投票の結果を受けた市場の混乱は、すでに一巡している。英国国民投票後に集計された7月のISM景況指数を見ると、製造業、非製造業ともに6月から低下したものの、低下幅は小幅なものにとどまった（図表2-15）。内訳項目である新規受注指数を見ても、製造業が6月からほぼ横ばいとなったほか、非製造業は2ヵ月連続で改善、いずれも高水準を維持している。英国のEU離脱が、今後の海外景気に与える下押し圧力には警戒が必要だが、今のところ、企業景況感への悪影響は限定的なものにとどまっている。

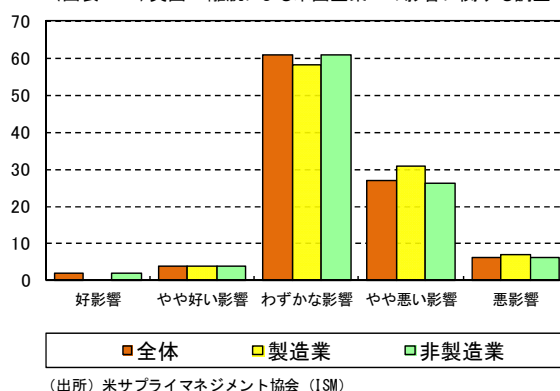
S&P500株価指数を構成する企業の業績予想を見ると、7-9月期は5四半期ぶりに増益となる見通しである。業種別に見ると、一般消費やヘルスケアなどの企業収益は堅調に推移する見通しであり、内需関連業種が引き続き設備投資を下支えする可能性が高い。エネルギーは引き続き減益が続く見通しだが、WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）原油価格が今年2月につけた12年ぶりの安値（26ドル/バレル）からは持ち直していることなどもあって、業績の下方修正傾向には歯止めがかかっている。原油価格の持ち直しを受け、交易条件はこのところやや悪化してきたものの、2014年後半からの改善幅が大きく上回っている状態が続いている（図表2-16）。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、今後の収益の下支え要因となる。

今後の設備投資は、企業業績の改善などに支えられ、徐々に持ち直しに向かうと予想する。ただ、外需が伸び悩むとみられることから、持ち直しペースは緩慢なものにとどまるとみる。

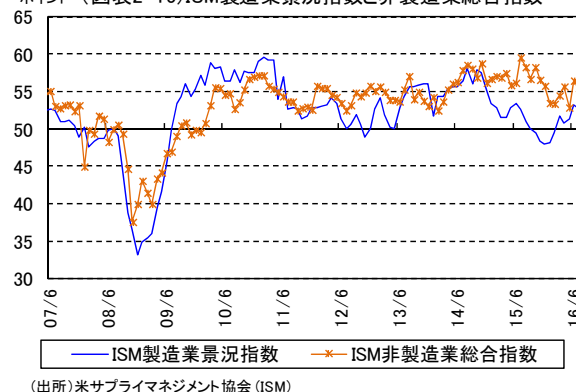
（５）輸出は伸び悩む展開が続く

米国の輸出は、昨年初めから減速傾向を強めてきたが、足元では持ち直しの兆しが出ている（図表2-17）。財輸出の伸び（前年比）を品目別に見ると、昨秋以降は、石油を中心とした産業資材の減少幅が縮小傾向で推移している（図表2-18）。実効為替レートを見ても、ドル高トレンドが一服しており、ド

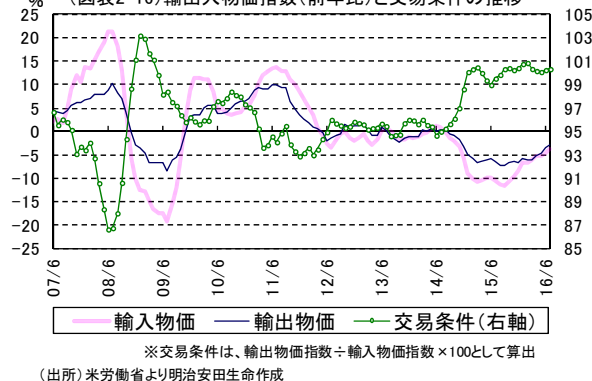
％（図表2-14）英国EU離脱による米国企業への影響に関する調査



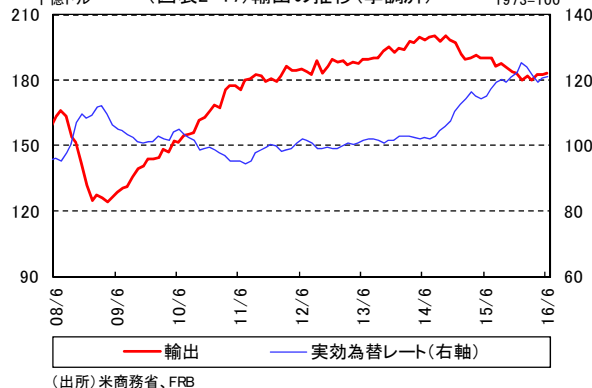
ポイント（図表2-15）ISM製造業景況指数と非製造業総合指数



％（図表2-16）輸出入物価指数（前年比）と交易条件の推移



十億ドル（図表2-17）輸出の推移（季調済）



ル高に伴う輸出の下押し圧力は緩和しているとみられる。

輸出先の輸出額（過去1年の平均）を見ると、NAFTA（北米自由貿易協定）圏を構成するカナダ、メキシコの北米が全体の34.6%と、最大の輸出先となっており、次いで欧州が18.6%、中国を中心としたアジア新興国が16.6%、中南米（メキシコを除く）が11.7%となっている（図表2-19）。財輸出の伸び（前年比）に対する相手国別寄与度を見ると、資源国のカナダや、ブラジルを中心とした南米向けのほか、中国向けが持ち直している（図表2-20）。

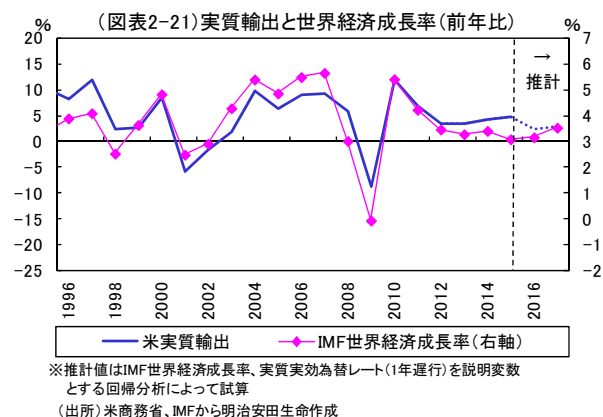
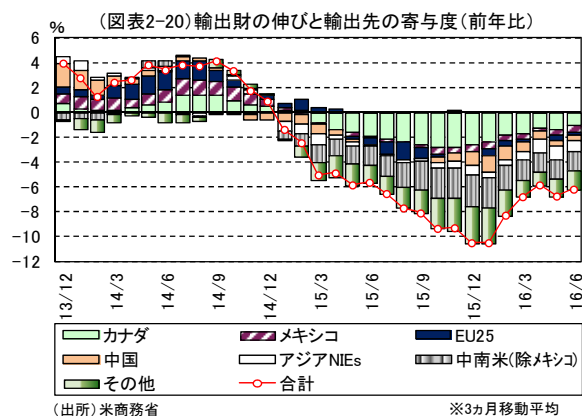
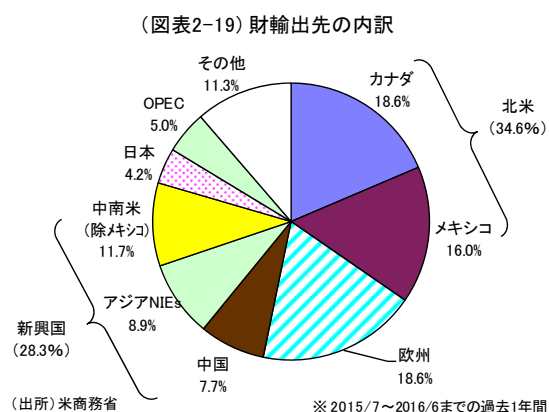
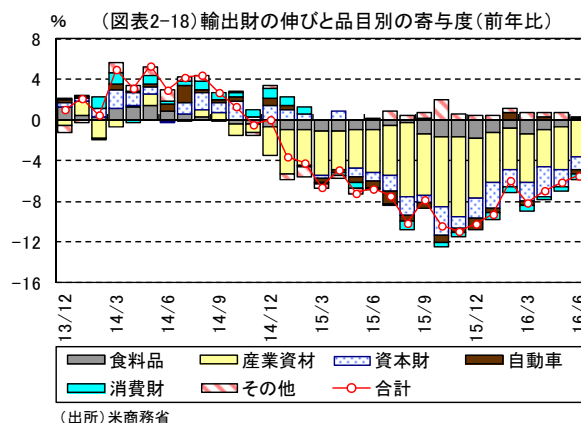
一方、欧州向けは軟調な推移が続いている。英国が国民投票でEU離脱を選択したことから、景気の先行き不透明感が増しているほか、経済的につなりの深いユーロ圏景気も先行きが懸念される。加えて、経済の構造転換を進める中国の景気も期待できない。資源国のロシアなどは景気に底打ちの兆しが出ているが、海外景気の減速は引き続き輸出の下押し要因になるとみている。

IMF（国際通貨基金）が公表した7月の世界経済見通しでは、世界の実質GDP成長率は2016年が前年比+3.2%から+3.1%、2017年が同+3.5%から+3.4%へと、いずれも下方修正された（図表2-21）。EU離脱を巡る英国とEUとの交渉が順調に進まなければ、英国景気への下押し圧力がさらに強まる可能性がある。海外景気の先行き不透明感が残ることから、今後の輸出は伸び悩む展開が続くと予想する。

（6）利上げは年2回程度のペースを予想

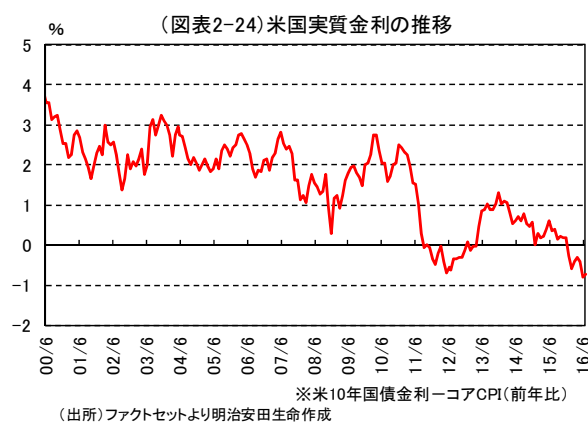
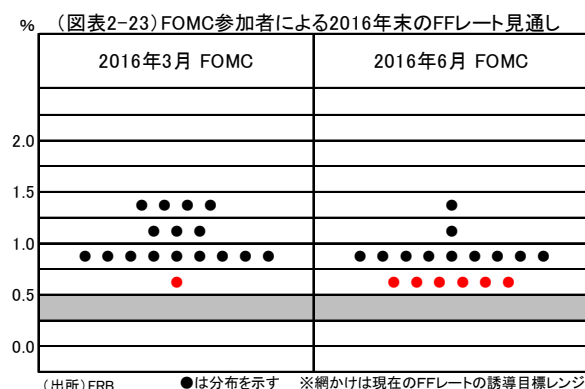
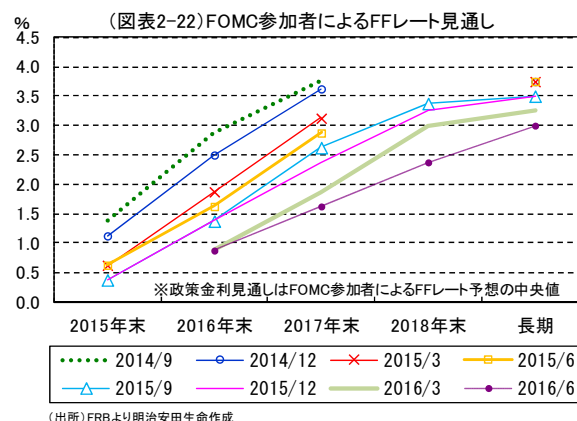
7月26－27日開催のFOMCでは、政策金利であるFFレート（フェデラル・ファンド・レート）の誘導目標レンジが0.25－0.5%ですえ置かれた。声明文では、景気の現状判断が上方修正されたほか、先行きについては「景気見通しに対する短期的なリスクは弱まった」との一文が付け加えられ、前向きな見方が示された。

一方、6月14－15日開催のFOMCで更新されたFFレート見通し（FOMC参加者17人の予想中央値）を見ると、2016年末については0.875%（誘導目標レンジ0.75－1.0%の中央値）ですえ置かれた（図表2-22）。1回の利上げ幅が昨年12月と同様、0.25%とすると、



FOMC参加者17人のうち、9人が年内に2回の利上げを予想していることになる（図表2-23）。ただ、年内に1回の利上げを見込むFOMC参加者は、前回の1人から6人となり、利上げに慎重な姿勢をとる参加者が増えた。加えて、2017年末の予想値が1.875%から1.625%へと、下方修正されたほか、2018年末は3.0%から2.375%へと、大幅に引き下げられた。長期見通しも3.25%から3.0%へと下方修正され、中期的な利上げペースがより緩やかになるとの見方も示された。6月14－15日のFOMC議事録では、多くのFOMC参加者が「生産性の低さや、人口トレンドなどから、中立金利が歴史的に低い水準である」とみていることが判明しており、FFレートが長期的に達する水準自体が低下しているとの見方が示されている。

海外景気の先行き不透明感が残るとみられることもあり、FRBは当面、様子見姿勢をとるとみている。ただ、6月以降の雇用統計では、雇用者数が持ち直したほか、労働市場の幅広い指標は概ね堅調に推移している。加えて、足元のコアCPI（エネルギーと食品を除く消費者物価指数）が前年比+2.2%であるのに対し、長期金利は1%台後半であり、実質金利はマイナス圏で推移、きわめて緩やかな金融環境が続いている（図表2-24）。米国景気は回復基調が続くとみられることから、FRBは年内に1回の利上げを行なうと予想する。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。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏景気の回復の足取りは鈍い。ECB（欧州中央銀行）の緩和的な金融政策や、各国の財政スタンスの緩和などが引き続き景気を下支えするとみているが、英国のEU離脱を巡る先行き不透明感などが下押し圧力となって、ユーロ圏景気は緩慢な回復にとどまると予想する。

個人消費は、消費者マインドの回復の遅れが見込まれるものの、雇用環境の改善などを背景に、今後も持ち直し傾向が続くとみる。固定投資は、緩和的な資金調達環境などが下支え要因になるとみるが、企業の生産活動の停滞や、設備投資姿勢の慎重化などが重しとなることで、回復ペースは鈍いとみている。輸出は、英国向けや新興国向けが足かせとなって、伸び悩む展開が続こう。

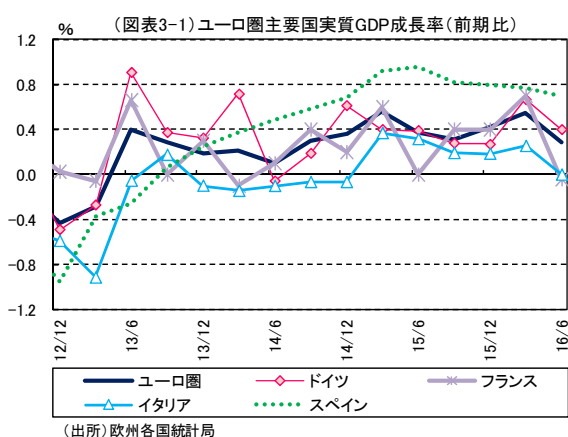
ECBは、年末までに資産買入れ策の実施期間の延長を決定し、2017年3月以降も資産買入れを継続すると予想する。

英国景気は、EU離脱を巡る先行き不透明感などを背景に、個人消費の伸びが鈍化するとみられるほか、固定投資も軟調に推移すると見込まれ、今後減速に向かう可能性が高い。

（１）ユーロ圏景気は回復ペースが鈍化

4－6月期のユーロ圏実質GDP成長率（改定値）は前期比+0.3%と、1－3月期の同+0.6%から伸び幅が縮小した（図表3-1）。国別の成長率を見ると、ドイツ（1－3月期：同+0.7%→4－6月期：同+0.4%）とスペイン（同+0.8%→+0.7%）の伸び幅が縮小したほか、フランス（同+0.7%→0.0%）とイタリア（同+0.3%→0.0%）はゼロ成長にとどまった。

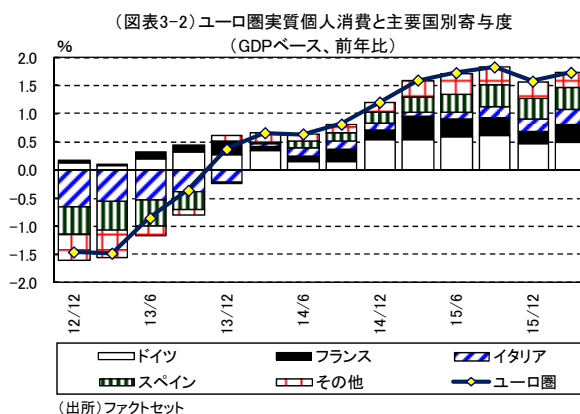
今後のユーロ圏景気は、ECB（欧州中央銀行）の緩和的な金融政策や、各国の財政スタンスの緩和などが引き続き下支え要因になるとみているが、英国のEU離脱を巡る先行き不透明感などが下押し圧力となって、緩慢な回復にとどまると予想する。



（２）個人消費は持ち直し傾向が続くとみる

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きた。1－3月期の実質個人消費は前年比+1.7%と、10四半期連続のプラスとなり、伸び幅も前期の同+1.6%からやや拡大した（図表3-2）。主要国別では、フランスが同+1.1%→+1.8%と、パリ同時テロ後の落ち込みから反発し、全体を押し上げた。

一方、GDPベースの個人消費と近い動きをする実質小売売上高の推移を見ると、足元で同+1.5%と、春先以降、均してみれば伸び幅が縮小傾向で推移し



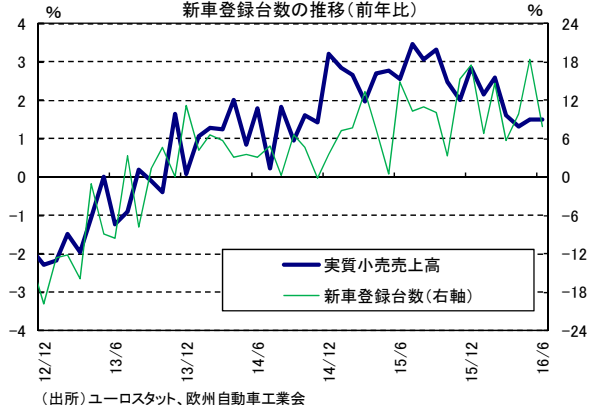
ている（図表3-3）。品目別では、織物・被服・靴・革製品などの減少が目立つ。

小売売上高の回復ペースが鈍化している要因の一つに、消費者マインドの持ち直しが一服していることがある。消費者信頼感指数は2012年冬以降、改善傾向が続いていたが、昨年春以降改善が頭打ちとなり、その後徐々に低下している（図表3-4）。英国のEU離脱を巡る先行き不透明感などから、景気見通しは今後一段と悪化する可能性が高く、消費者マインドの改善は今後も遅れるとみている。

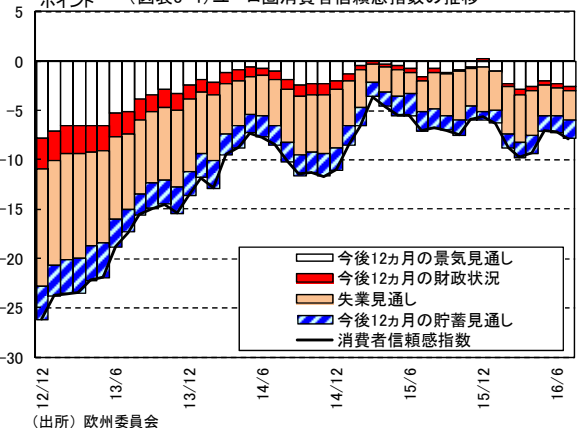
一方、雇用・所得環境は改善傾向が続いている。1-3月期の実質雇用者報酬は前年比+3.0%と、3四半期連続で伸び幅が拡大した（図表3-5）。内訳を見ると、一人当たり雇用者報酬（名目）が同+1.6%と、フランスを中心に3四半期ぶりに伸び幅が拡大したほか、雇用者数も同+1.4%と、ドイツやイタリアを中心に5四半期連続で伸びが加速した。加えて、CPI（消費者物価指数）も前年比横ばいにとどまり、実質ベースでの雇用者報酬の回復を引き続き下支えしている。雇用環境を見ると、失業率は2013年春以降、低下傾向が続いているほか、欧州委員会の調査によると、企業の人手不足感もドイツを中心に強まりつつある。底堅い企業業績などを背景に、企業の採用見通しはサービス業を中心に改善傾向が続いていることもあって、雇用者数の増加に支えられ、雇用者報酬は回復傾向が続くとみている。

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（4-6月期）を見ると、「過去3ヵ月」の貸出態度について、「緩くした」と回答した割合が「厳しくした」と回答した割合を2四半期連続で上回った（図表3-6）。消費者ローン残高も昨春以降、増加傾向が続いており、借入れ環境の改善が個人消費の回復を下支えしているとみられる。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12四半期連続で上回っており、銀行貸出態度は今後一段と改善する見通しである。イタリアをはじめとする南欧諸国では、不良債権処理の遅れなどから、銀行の貸出余力が抑制された状況が続くとみられるものの、ECBによる量的緩和策の継続などを背景に、ユーロ圏全体で見

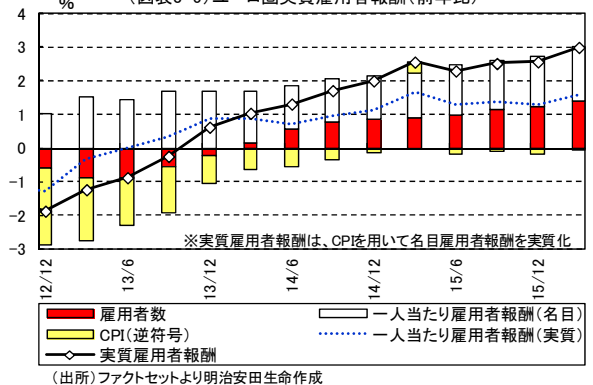
（図表3-3）ユーロ圏実質小売売上高と
新車登録台数の推移（前年比）



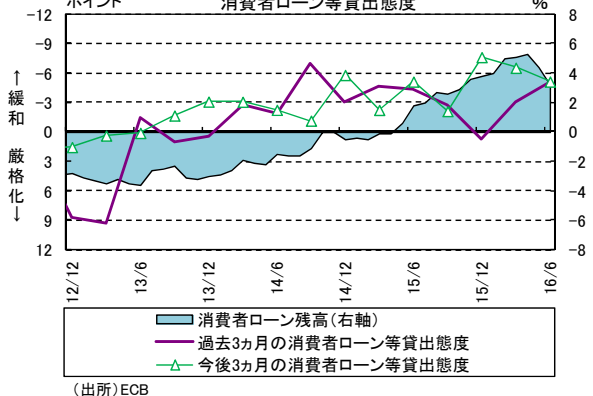
（図表3-4）ユーロ圏消費者信頼感指数の推移



（図表3-5）ユーロ圏実質雇用者報酬（前年比）



（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



れば緩和的な借入れ環境が続く可能性が高い。消費者マインドの改善は遅れるとみるが、雇用環境の改善や緩和的な金融環境などに支えられ、ユーロ圏の個人消費は持ち直し傾向が続くとみている。

(3) 固定投資の回復ペースは鈍いと予想

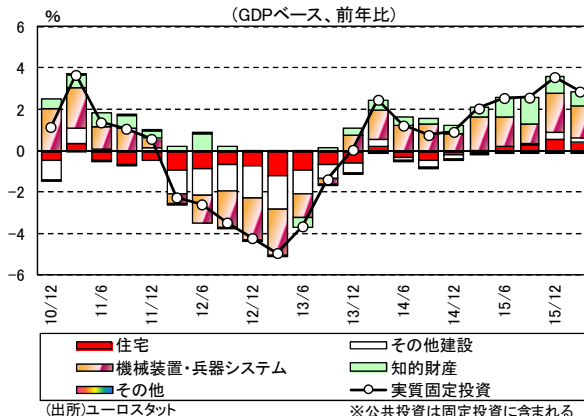
ユーロ圏の固定投資は改善傾向で推移している。1－3月期の実質固定投資は前年比+2.9%と、10四半期連続のプラスとなった(図表3-7)。伸び幅は前期の同+3.6%から縮小したものの、暖冬による押し上げが大きかった前期の反動が大きいとみられる。分野別では、住宅を含む建設業が同+1.3%と、持ち直しが続いているほか、機械装置・兵器システムも同+5.1%と、堅調に推移している。

固定投資回復の要因の一つに、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、1－3月期は前年比+2.5%と、12四半期連続のプラスとなった(図表3-8)。季調済前期比ベースで見ても+1.5%と、前期の同+0.3%から伸び幅が拡大しており、企業業績は底堅い。ユーロ安による押し上げ効果の減衰を、原油安に伴うコスト低減効果などが上回った結果とみられる。原油価格の上昇ペースは引き続き緩慢と予想しており、こうした効果は当面残る可能性が高い。

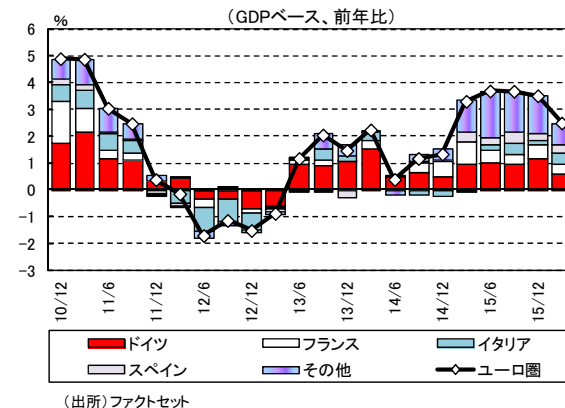
企業の資金調達環境も好転している。ECBの銀行貸出態度調査を見ると、非金融企業への貸出に関して、「過去3ヵ月」に貸出態度を「緩くした」と回答した割合は、「厳しくした」と回答した割合を10四半期連続で上回った(図表3-9)。「今後3ヵ月」の貸出態度については、「緩くする」と回答した割合と「厳しくする」と回答した割合がほぼ同じとなったものの、不良債権問題が再燃しているイタリアなどで緩和ペースが大幅に鈍化した影響が大きいとみられる。その他の主要国については、中立化しつつあったドイツが再び緩和的になっているほか、フランスも大幅に緩和している。ECBによるマイナス金利政策の実施などを背景に、企業向け貸出金利が大きく低下していることもあって、ユーロ圏全体としてみれば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取りは鈍い。鉱

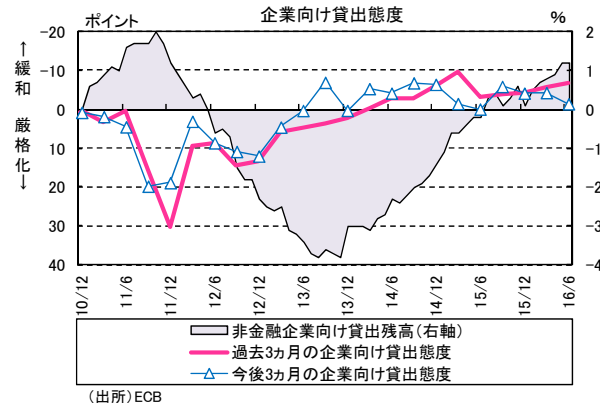
(図表3-7)ユーロ圏実質固定投資と分野別寄与度
(GDPベース、前年比)



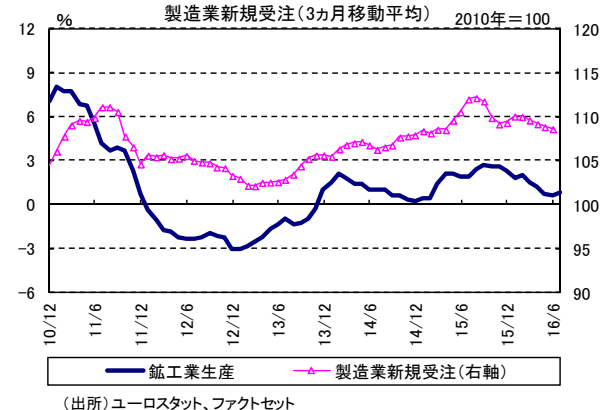
(図表3-8)ユーロ圏の営業余剰と主要国別寄与度
(GDPベース、前年比)



(図表3-9)ユーロ圏非金融企業向け貸出残高(前年比)と
企業向け貸出態度

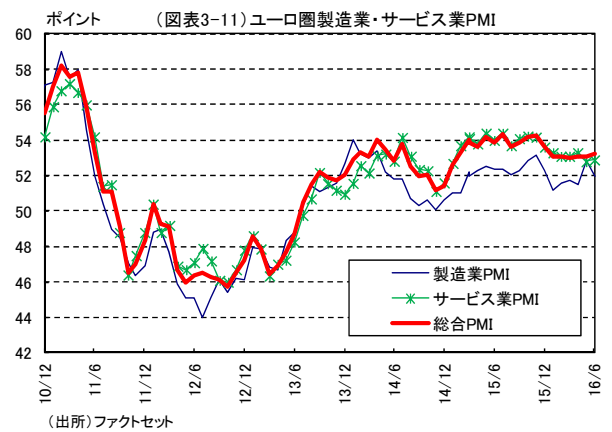


(図表3-10)鉱工業生産(前年比)と
製造業新規受注(3ヵ月移動平均) 2010年=100



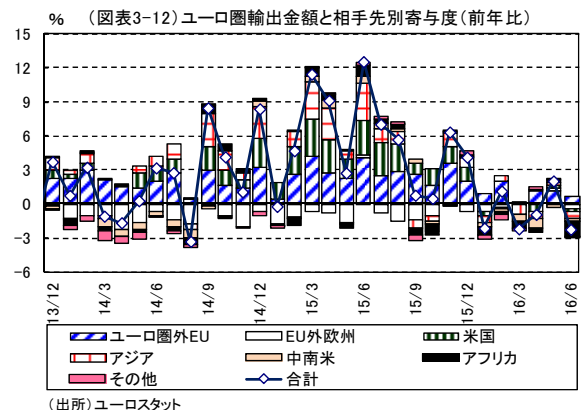
工業生産は2014年末から2015年央にかけ、輸出の力強い回復とともに伸び幅が大きく拡大したが、その後は徐々に鈍化している（図表3-10）。これまでのユーロ安効果のはく落などから、輸出の伸び悩みが続くと見込まれるなか、生産も停滞気味の推移をたどるとみている。

加えて、英国のEU離脱決定による影響も下押し圧力になるとみられる。企業景況感を示すユーロ圏の総合PMIを見ると、7月は53.2と、2ヵ月ぶりに改善し、英国のEU離脱決定後もユーロ圏の企業マインドが底堅く推移している様子を示した（図表3-11）。ただ、今後は英国景気減速に伴い、同国向け輸出が軟調に推移すると見込まれるほか、英国とEUとの離脱交渉が本格化するなかで、英国のEU離脱による悪影響が意識され、企業マインドも徐々に冷え込んでいくとみている。欧州委員会が実施する設備投資計画調査によると、2016年の設備投資計画は前年比+5.5%（2016年3-4月時点）と、前年実績（同+4.3%）を上回る計画が示されていたが、今後は企業の設備投資姿勢が慎重化することで、計画も下方修正される可能性が高い。緩和的な資金調達環境などが引き続き下支え要因になるとみているが、企業の生産活動の停滞や設備投資姿勢の慎重化などが重しとなることで、今後の固定投資の回復ペースは鈍いと予想する。

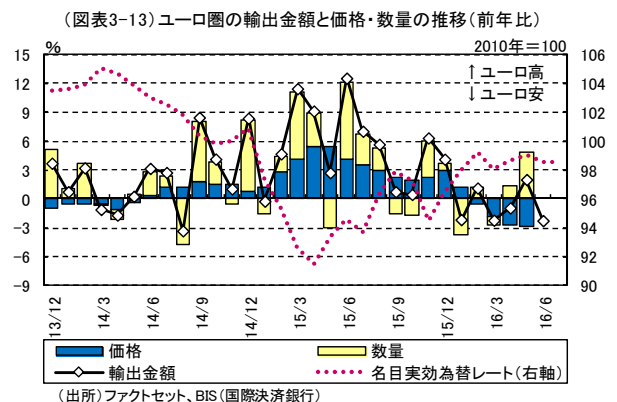


(5) 輸出は伸び悩み展開が続くとみる

ユーロ圏の輸出は停滞気味に推移している。四半期ベースの輸出金額の伸びを見ると、4-6月期は前年比▲0.4%と、2四半期連続のマイナスとなった。6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向けが前年比プラスを維持する一方、アジア、アフリカ、中南米向けは、年明け以降多くの月で前年比マイナスとなっており、新興国向けが振るわない状況が続いている（図表3-12）。



輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、まず、輸出価格指数については、2月以降、前年比マイナス圏で推移し、マイナス幅も拡大傾向にある（図表3-13）。ユーロの名目実効為替レートを見ると、2月に2014年12月以来のユーロ高水準となり、その後は横ばい圏での推移が続いている。これまでのユーロ安による価格押し上げ効果は、すでに一巡しているとみられる。



一方、輸出数量指数は直近2ヵ月で前年比プラスとなるなど、持ち直しの兆しが出ている。輸出数量について、季調値のトレンドを相手先別に見ると、ユーロ圏外EU向けが回復傾向で推移しているほか、米国向けも春先以降、増加に転じている（図表3-14）。ロシアなどのEU外欧州向けやアジア向けは軟調な推移が続いているものの、主要相手先

である米英などの先進国向けの改善に支えられ、輸出数量は底堅さを維持している。

もっとも、ユーロ圏の財輸出の14%近くを占める英国向けは、同国のEU離脱決定に伴い、今後徐々に軟化していくとみられる。2015年の輸出金額の伸びを見ると、英国向けは前年比+9.3%と、堅調な同国景気などを背景に、全体平均の同+5.4%を大きく上回る伸び幅となった。ただ、今後の英国経済は、EU離脱決定の影響で個人消費や固定投資の低迷が続くと見込まれることから、主要品目である機械類・輸送機器を中心に、輸出には下押し圧力がかかるとみている。

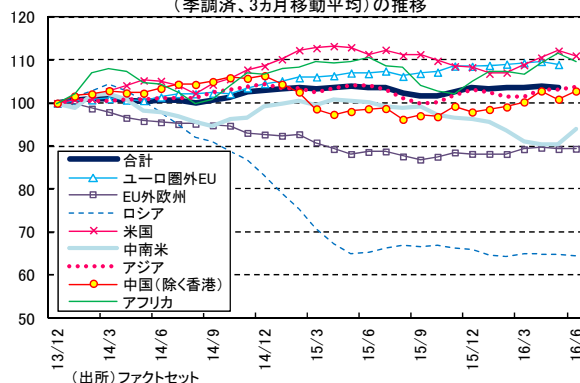
加えて、新興国向けの停滞も足かせとなろう。まず、EU外欧州については、EUが7月1日、同地域の主要輸出先であるロシアに対し、2017年1月まで経済制裁を継続すると決定したことから、引き続き軟調な推移が続くとみる。アジア向けは、年明け以降、やや上向いているものの、中国景気の減速傾向が続くと見込まれるなか、今後は再び鈍化に向かう可能性が高い。景気が堅調な米国向けが改善傾向で推移し、全体を下支えするとみているが、英国向けや、ロシアや中国などの新興国向けの停滞が足かせとなって、輸出は伸び悩む展開が続くとみる。

（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

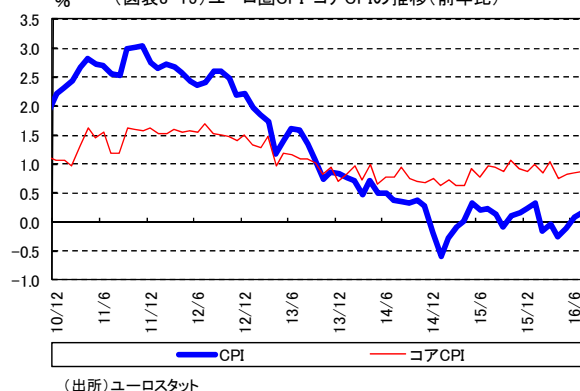
ECBは7月の政策理事会で、金融政策をすえ置いた。ECBのドラギ総裁は理事会後の記者会見で、「ユーロ圏の金融市場は、英国国民投票後の不透明感およびボラティリティの高まりをうまく乗り切っている」と述べ、英国のEU離脱決定による金融市場への悪影響は和らいでいるとの見方を示した。一方、同総裁は「数ヵ月後には新しいスタッフ予想を含む多くの情報を得ることができ、マクロ経済状況や、物価・経済見通し、および見通しに対するリスクをより判断しやすくなるだろう」とも述べ、英国のEU離脱決定がユーロ圏の実体経済に与える影響を評価するには、さらなる時間を要するとの見方を示した。

英国のEU離脱決定を受け、景気や物価の下振れリスクは増している。ドラギ総裁は英国国民投票の結果などが経済への逆風になると言及したうえで、「ユーロ圏の成長見通しに対するリスクは引き続き下向きである」と述べ、景気下振れへの警戒感を示した。同総裁は「市場センチメントがブレグジット（英国のEU離脱）決定後の落ち込みから改善したにもかかわらず、市場ベースのインフレ期待は同様の回復を示していない」とも述べ、インフレ期待低下への懸念も示している。7月のCPI（速報値）は前年比+0.2%と、前月から伸び幅が拡大したものの、エネルギー価格の下押し圧力が和らいだ影響が大きく、コアCPI（エネルギー・食品・アルコール飲料・タバコを除くベース）は引き続き伸び悩んでいる（図表3-15）。今後は英国のEU離脱決定の悪影響がユーロ圏の経済指標に徐々に表れてくるとみられるほか、景気や原油価格の持ち直しペースが緩慢ななか、物価の上昇ペースも引き続き鈍いと見込まれることなどから、ECBは年末までに追加緩和に踏み切ると予想する。追加緩和手段としては、銀行収益を圧迫する中銀預金金利の引き下げ等は回避し、資産買入れ策の実施

（図表3-14）ユーロ圏の相手先別輸出数量
（季調済、3ヵ月移動平均）の推移



（図表3-15）ユーロ圏CPI・コアCPIの推移（前年比）



期間の延長を選択するとみる。あわせて、買入れ債券の不足に対応するため、買入れ債券の利回りの下限（中銀預金金利、現在は▲0.4%）を緩和するといった資産購入ルールの変更を行ない、2017年3月以降も資産買入れを継続すると予想する。

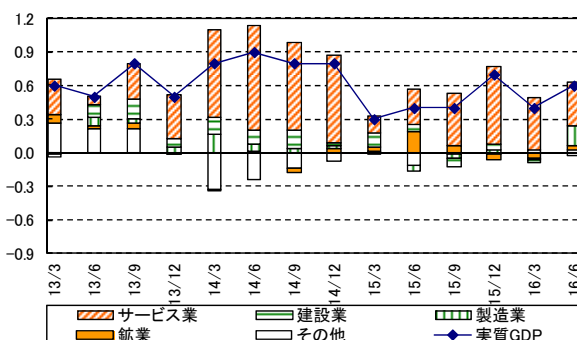
（７）英国経済は減速に向かう可能性が高い

英国景気は緩やかな回復傾向が続いている。4－6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比＋0.6%と、14四半期連続のプラス成長となり、プラス幅も前期の同＋0.4%から拡大した（図表3-16）。産業別に見ると、GDPの約8割を占めるサービス業は同＋0.5%と、14四半期連続のプラスとなったものの、前期の同＋0.6%から伸び幅がやや鈍化したほか、建設業が同▲0.4%と、前期の同▲0.3%からマイナス幅が拡大した。一方、鉱工業は同＋2.1%と、3四半期ぶりのプラスとなり、全体を押し上げた。

もっとも、6月23日の国民投票で、英国のEU離脱が決定したことから、EU離脱を巡る先行き不透明感を背景に、今後の英国経済は減速に向かう可能性が高い。英国経済のけん引役である個人消費の動向に関し、供給側の統計である小売売上高（季調値、数量ベース）を見ると、2013年から回復傾向で推移、2014年以降も均せば前年比＋5%程度の高めの伸びを維持しており、足元では消費の底堅さが示されている（図表3-17）。背景には、雇用環境の回復がある。サービス業を中心に企業収益が堅調に推移してきたことなどから、失業率は2011年をピークに低下傾向で推移している。ただ、EU離脱決定に伴う先行き不透明感を受け、雇用環境は悪化に向かうとみられ、今後の個人消費には下押し圧力がかかるとみている。英国経営者協会の調査によると、EU離脱決定を受けて、調査対象企業の24%が新規採用の凍結を計画すると回答しているほか、5%が雇用削減を実施すると回答しており、企業の採用意欲は後退している様子が窺える。

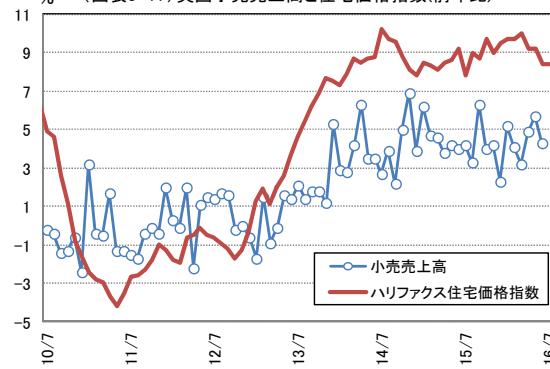
加えて、EU離脱決定を受けたポンド安に伴う物価上昇が、消費者の購買意欲を低下させるとみている。当社経済モデルによる試算では、英国のEU離脱決定を受けてポンド安が続いた場合、CPIは今後も上昇が続き、2017年には前年比＋2%を上回って推移すると見込まれる（図表3-18）。雇用環境の停滞が懸念されるなか、物価上昇が見込まれることで、実質賃金は抑制された状態が続くとみる。住宅価格の上昇による資産効果もこれまでの個人消費を下支えしてきたが、今後の住宅価格は消費者心理の悪化が見込まれるほか、投資家も様子見姿勢をとるとみられ、下

（図表3-16）英国実質GDP成長率と寄与度（前期比）



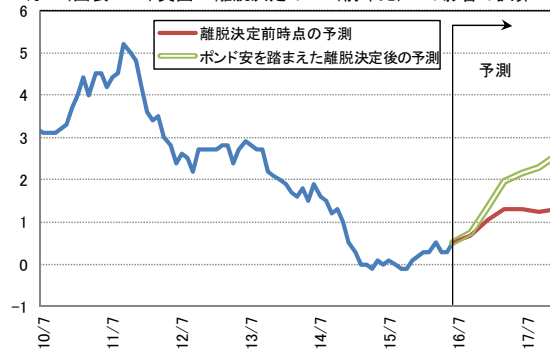
（出所）英国国家統計局（ONS）

（図表3-17）英国小売売上高と住宅価格指数（前年比）



（出所）英国国家統計局（ONS）、ロイズ・バンキンググループ

（図表3-18）英国EU離脱決定のCPI（前年比）への影響の試算



（出所）OEGM、英国国家統計局（ONS）より明治安田生命作成

落に向かうとみている。英国 REIT（不動産投資信託）指数は、6月の国民投票日に▲14.5%低下するなど、すでに不動産市況の悪化を織り込む動きをみせている。雇用環境の停滞に加え、実質賃金の低迷や、住宅価格下落に伴う逆資産効果が見込まれることなどから、今後の個人消費は減速傾向で推移すると予想する。

固定投資の回復の足取りも鈍い。鉱工業生産を見ると、鉱業・製造業のいずれも伸び悩んでいる。鉱業分野では、北海油田が原油安を受けて減産姿勢を続けるとみられるほか、製造業も新興国景気への懸念が残ることで、生産の回復は今後も見込みづらく、設備投資拡大につながる状況には至らないとみる。加えて、EU離脱懸念も重しとなって、企業の投資マインドは冷え込むことが予想される。企業の景況感を示す英国PMIを見ると、英国のEU離脱決定を受け、7月は製造業が48.2、サービス業が47.4と、いずれも好不況の境目である50を割り込んだほか、サービス業の低下幅は過去最大となった。英国営業協会の調査でも、調査対象企業の約4割が、EU離脱決定を受けて投資を減らすと回答している。今後は法人税の引き下げなど、政府の景気支援策や、低金利環境などが下支え要因になるとみるものの、生産が伸び悩むなか、EU離脱決定が重しとなって、固定投資は軟調に推移するとみる。

輸出も停滞が続いている。輸出金額（季調値）の推移を財・サービス別に見ると、全体の4割を占めるサービス輸出は堅調に推移しているものの、残りの財輸出は2013年半ば以降、均せば減少傾向にある。英国のEU離脱決定の影響については、英国が主張する移民制限を求める場合、単一市場へのアクセスも制限されるとみられ、輸出にかかるコストは増加するとみている。最終的には英国とEUの交渉次第となるが、EU側は、EU懐疑派の拡大を抑制するために安易な妥協は行なわないとみられ、交渉は難航する可能性が高い。

もともと、これまで輸出の足かせとなってきた通貨高には、年明け以降、歯止めがかかっている。ポンドの実質実効為替レートを見ると、国民投票前からポンド安傾向で推移していたが、英国のEU離脱派の勝利が判明したことで急落した。足元では2013年2月以来の値で推移しており、当面の輸出を下支えするとみている。加えて、7月に就任したメイ新首相は、「EU理事会に対するEU脱退の通告」を2016年中は行なわないとしている。離脱宣言後の交渉期間が基本的には2年であることを踏まえれば、向こう2,3年間は、EU離脱に伴う輸出の直接的なコスト増は避けられるとみている。ユーロ圏景気の回復鈍化で輸出には下押し圧力がかかるものの、当面はポンド安による価格競争力の改善が下支えとなり、一進一退での推移が続くと予想する。

8月のMPC（金融政策委員会）では、政策金利が0.5%から0.25%へと引き下げられたほか、資産購入枠も3,750億ポンドから4,350億ポンドへと拡大され、向こう6ヵ月にわたって拡大分の購入が実施されることとなった。加えて、最大100億ポンド規模の社債買入れを向こう18ヵ月にわたって実施することや、最大1,000億ポンド規模の新たな資金供給スキーム（Term Funding Scheme, TFS）を導入することも決定した。インフレーション・レポートを見ると、実質GDP予想は、2016年が前年比+2.0%と、前回5月時点の見通しがすえ置かれたものの、2017年は同+2.3%→+0.8%、2018年は同+2.3%→+1.8%と、いずれも大幅に下方修正された。議事録では、向こう数ヵ月間の経済指標が最新の経済予測を裏付ける内容となった場合、大半のMPCメンバーが、年内に政策金利を0%付近まで引き下げることと見通しが示されている。今後発表される経済指標は、EU離脱決定を受け、冴えない結果となる可能性が高く、景気への悪影響を和らげるため、BOE（イングランド銀行）は年内に追加利下げを行なうと予想する。

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は、春先以降、政府による景気支援策の効果でいったん持ち直しの動きをみせたものの、足元では再び息切れしつつある。政府は、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、構造改革を進める過程で、景気の下押し圧力がさらに強まる可能性が高い。政府は引き続き、財政・金融政策で景気の底割れを避け、緩やかな減速にとどまるよう、微妙なかじ取りを行なっていく方針とみられるが、先行き不透明感は強い。

（１）中国景気は緩やかな減速傾向を予想

中国の2016年4－6月期の実質 GDP 成長率は前年比＋6.7％と、1－3月期と同じ伸びとなった（図表4-1）。前期比ベースでは＋1.8％と、前期の＋1.2％から加速した。輸出の低迷が続いたほか、固定投資の減速が続いたものの、個人消費が底堅く推移したことが下支え要因となった。

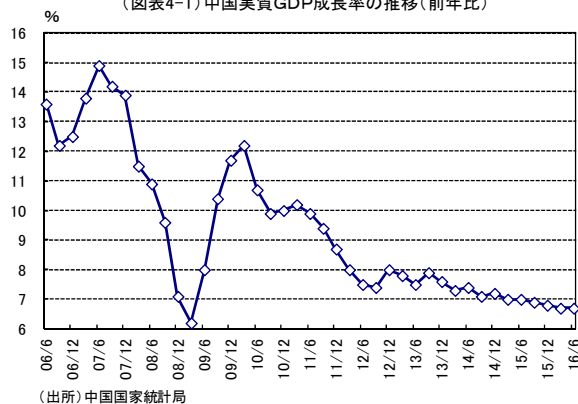
中国政府は、製造業の過剰生産設備の解消を図るとともに、不動産投機を抑制し、中長期的に消費主導の成長構造への転換をめざす過程にある。春先以降の景気は、政府の財政・金融政策で、いったん持ち直しの動きをみせたものの、足元では息切れしつつある。今後は構造改革を進めるなかで、景気の下押し圧力がさらに強まる可能性が高い。政府は、引き続き財政・金融政策で景気の失速を避けつつ、緩やかな減速にとどまるよう、微妙なかじ取りを行なっていく方針とみられるが、先行き不透明感は強い。2016年通年の実質 GDP 成長率は前年比＋6.6％、2017年は＋6％前半まで減速すると予想する（図表4-2）。

（２）政府の景気支援策が生産・投資を下支え

企業マインドは停滞している。国家統計局が発表する7月の製造業 PMI（購買担当者景気指数）は49.9、前月差▲0.1と、4月以降、鈍化傾向が続いており、拡大と縮小の境目を表す50を5ヵ月ぶりに下回った（図表4-3）。PMI の構成項目を見ると、7月は、全5項目のうち、3項目（生産、新規受注、サプライヤー納期）で悪化し、2項目（原材料在庫、雇用）で改善した。

企業規模別に見ると、大型企業は51.2（同＋0.2）、中型企業は48.9（同▲0.2）、小型企業は46.9（同▲0.5）と、小型企業の低迷が続いているのが目

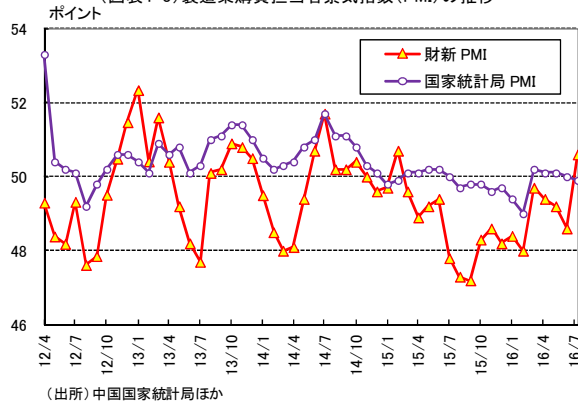
（図表4-1）中国実質GDP成長率の推移（前年比）



（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	6.3

（図表4-3）製造業購買担当者景気指数（PMI）の推移



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、7月は50.6(同+2.0)と、4ヵ月ぶりに改善し、17ヵ月ぶりに50を上回った。財政政策の効果が、遅ればせながら民間の中小企業に波及してきた可能性があるが、自律的な回復力は弱いとみられ、先行き不透明感が強い。

実際の経済活動の動きを示すハードデータを見ると、まず、鉱工業生産は、政府による景気支援策などを背景に、底打ちの兆しがみられる。7月は前年比+6.0%と、6月からプラス幅が縮小したもの、年明けの落ち込みから均せば回復傾向にある(図表4-4)。小型車向けの減税策、不動産市況の回復、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、自動車生産が堅調に推移しているほか、鋼材や非鉄金属生産、電力などの改善も生産の回復につながった(図表4-5)。

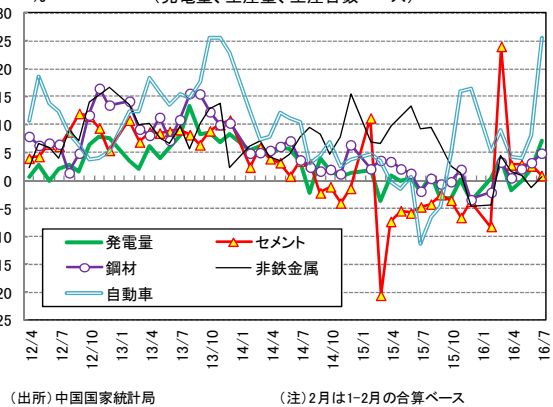
一方、固定資産投資は鈍化傾向が続いている。1-7月は同+8.1%と、1-6月の同+9.0%からプラス幅が縮小した(同統計は年初からの累計値で発表)(図表4-6)。業種別に見ると、製造業は同+3.0%と、2015年の同+8.1%から伸びが大きく鈍化したほか、鉱業も同▲22.9%と、2015年初以降、マイナスが続いている(図表4-7)。一方、運輸は同+11.1%と、春先以降、均せば伸び幅が拡大傾向にあるほか、水利・環境事業等も同+24.9%と、高い伸びを維持しており、政府のインフラ関連投資の拡大が寄与している様子が窺える。ただ、政府の景気下支え策の恩恵は国有企業に偏っている可能性が高い。国有・民間企業別に見ると、国有企業は同+21.8%と、高い伸びが続いているものの、民間企業は同+2.1%と、7ヵ月連続でプラス幅が縮小するなど、民間企業の投資回復の動きは鈍い。

今後も、鉄鋼・石炭などの過剰生産能力を抱える業種で生産設備の廃棄の動きが続くとみられるものの、政策支援などが下支えとなっており、生産は均せば6%前後の推移が続くとみる。固定資産投資は、政府のインフラ関連投資が引き続き下支えするとみるが、民間投資の回復の遅れが下押し圧力となって低迷が続くとみており、今後も一桁台後半の伸びが続くと予想する。

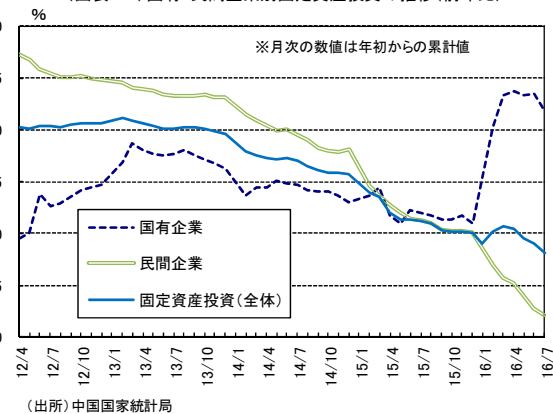
(図表4-4) 鉱工業生産の推移(前年比)



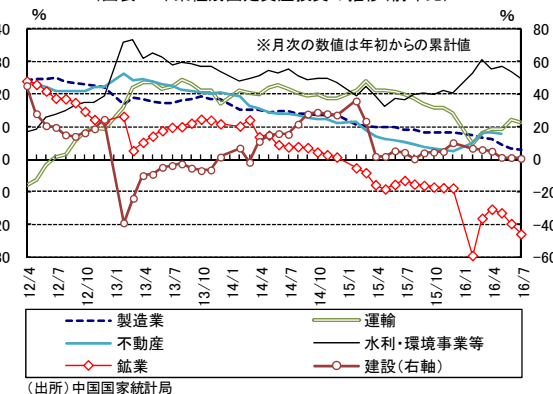
(図表4-5) 業種別鉱工業生産の推移(前年比)
(発電量、生産量、生産台数ベース)



(図表4-6) 国有・民間企業別固定資産投資の推移(前年比)



(図表4-7) 業種別固定資産投資の推移(前年比)



(3) 輸出は低迷が続く見通し

輸出は、低調な推移が続いている（図表4-8）。四半期ベースで見ると、4－6月期は前年比▲4.3%と、5四半期連続のマイナスとなった（図表4-9）。地域別に見ると、主要輸出先の米国向けは同▲2.0%と、3四半期連続のマイナス寄与、香港向けも同▲0.6%と、6四半期連続のマイナス寄与となり、全体の足を引っ張った。EU向けは同▲0.1%と前期からマイナス寄与幅が縮小。ASEAN向けは同+0.2%と、3四半期ぶりのプラス寄与となるなど、一部地域では持ち直しの動きをみせたものの、全体では、依然として回復感に欠ける状況が続いている。7月単月の輸出金額も同▲4.4%と低迷が続いている。米国向けは同▲0.4%、EU向けは同▲0.5%、香港向けは同▲1.3%と、主要地域向けが軒並みマイナス寄与となった。

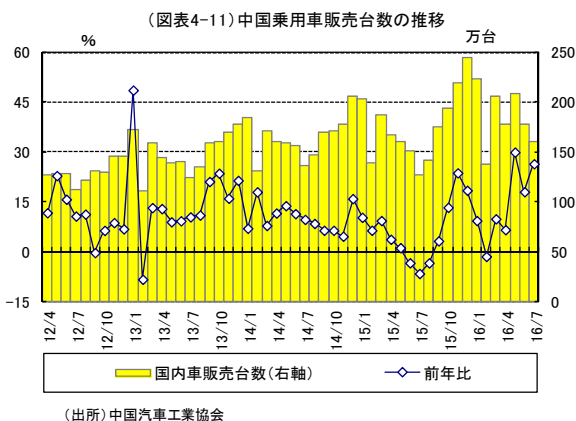
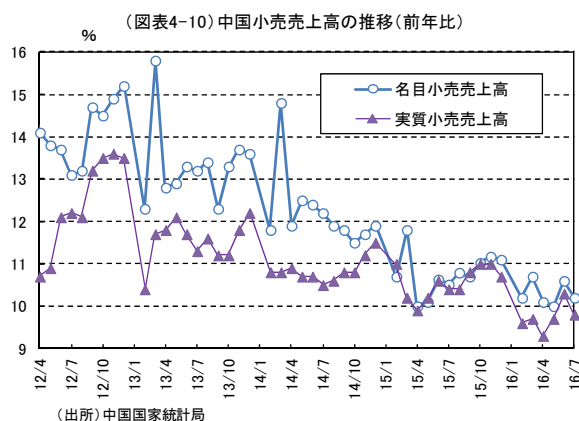
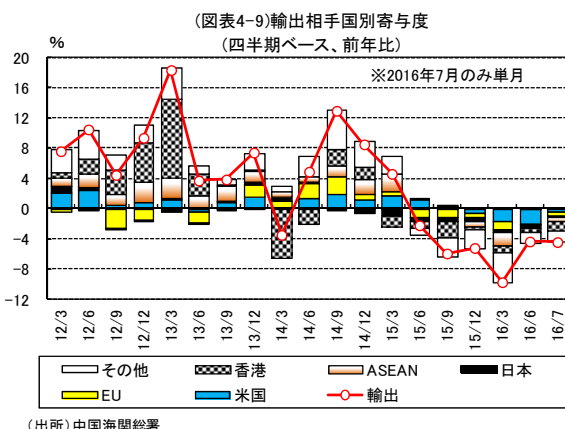
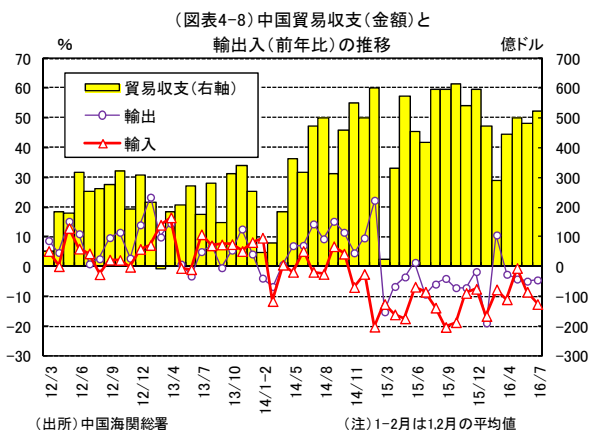
製造業 PMI の新規輸出受注指数を見ると、7月は49.0、前月差▲0.6と、4ヵ月連続のマイナスとなったほか、節目の50も2ヵ月連続で下回っており、輸出の先行きに不透明感が広がっている。

為替動向を見ると、4月以降、人民元安傾向が続いているものの、元安幅は1月から6月までの半年で▲2.9%にとどまっていることから、価格競争力の回復による数量の押し上げ効果はわずかとみる。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ことなどから、今後も輸出は低迷が続くと予想する。

輸入は、2014年冬以降、前年比マイナスの推移が続いている。4－6月期は同▲6.7%と、前期からマイナス幅が縮小したものの、世界的な生産拠点としての魅力の低下や、国内投資需要の弱さなどから、輸入の回復ペースは鈍い。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、2016年以降も高水準の貿易黒字が続いている。春先以降、原油や鉄鉱石などの資源輸入に持ち直しの動きがみられたものの、資源価格の回復を受け、今後は伸び悩むとみる。輸入全体の伸びも抑制された状態が続く可能性が高いことから、2016年も2015年並の貿易黒字を計上すると予想する。

(4) 個人消費の回復ペースは鈍化へ

足元の個人消費は力強さに欠ける。7月の名目ペー

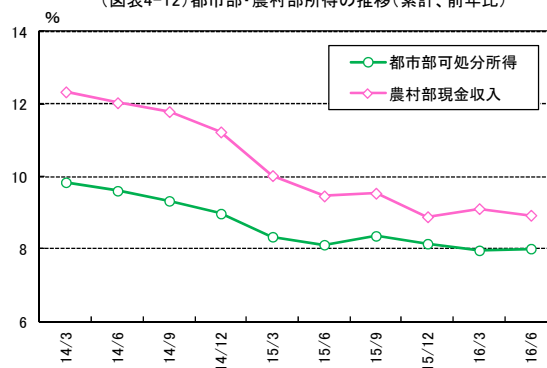


スの小売売上高は前年比+10.2%と、前月の同+10.6%からプラス幅が縮小、一進一退の動きが続いている（図表4-10）。売上高500万元以上の企業の集計値で主要品目別の動きを見ると、名目売上高に占めるウェイトが最も大きい自動車は同+9.2%と、前月の同+9.5%からプラス幅が縮小したものの、政府の減税策を背景に、2015年通年の同+5.3%を上回る伸びが続いている。このほかでは、通信機器（同+12.1%→+11.6%）、オフィス用品（同+11.3%→+7.3%）などでプラス幅が縮小した。一方、被服・靴・帽子（同+7.5%→+9.4%）、建築材料（同+14.2%→+15.0%）などで持ち直しの動きがみられた。

中国汽車工業協会によると、自動車販売台数は、昨年10月の小型車向け減税策の導入を背景に、7月までの直近10ヵ月で9回前年比プラスとなるなど、底堅く推移している（図表4-11）。減税策は2016年末まで続く予定であり、今後も乗用車販売を後押しするとみるが、年明け以降は、需要先食いの反動などにより、弱めの動きに転じるとみている。

小売売上高の約1割を占めるオンライン消費は、足元では前年比+25%前後と、高い伸びが続いている。オンライン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も、ネット環境や配送網などの環境が整うにつれて、取引拡大が見込まれることから、消費の裾野を広げているとみている。ただ、インフレ上昇率が低下傾向にある一方、都市部と農村部のいずれにおいても名目賃金が伸び悩んでいることから、家計の実質購買力の改善ペースは鈍化するとみている（図表4-12）。雇用環境においても、今後の構造改革の影響による失業者の拡大が、消費の下押し圧力になると予想する。政府は、過剰生産能力の解消が進む過程で、鉄鋼、石炭業界だけで180万人の労働者が失業すると見込んでいる。セメント、電解アルミ、板ガラスなどの業種でも過剰生産能力を抱えており、不振企業の再編・淘汰などで失業者がさらに膨らむ可能性が高い。今後の雇用・所得環境の改善ペースの鈍化が下押し圧力になり、個人消費の回復ペースは鈍化に向かうとみられ、名目ベースの小売売上高は+10%前後の伸びにとどまると予想する。

（図表4-12）都市部・農村部所得の推移（累計、前年比）



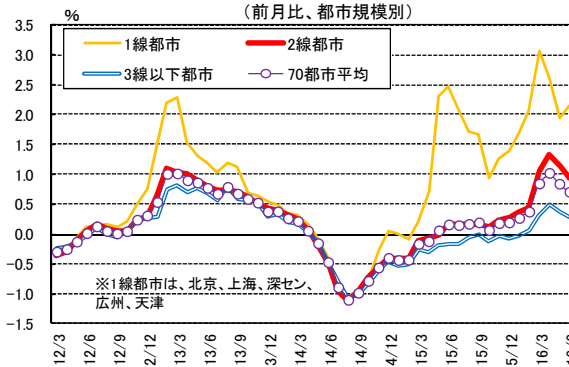
（出所）中国国家统计局

（５）住宅の上昇ペースは鈍化傾向が続くとみる

住宅価格の上昇ペースは鈍化しつつある。主要70都市の新築住宅価格（単純平均）の推移を見ると、6月は前月比+0.7%と、14ヵ月連続のプラスとなったものの、伸び幅は2ヵ月連続で縮小した（図表4-13）。前月から上昇した都市数も55都市と、直近でもっとも多かった4月の65都市から10都市の減少となった。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3月をピークとして前月比ベースでの伸びが鈍化しているほか、2、3線都市でも、2ヵ月連続でプラス幅が縮小した。

住宅販売額を見ると、2014年9月以降の住宅規制の緩和や、頭金に対して融資する金融ビジネスが台頭してきたこともあって、年明け以降大幅に拡大したものの、4月をピークに頭打ちとなっている。上海市と深セン市では、3月に最低頭金比率の引き上げなど、住宅購入規制策の強化を発表しており、

（図表4-13）新築住宅価格の推移
（前月比、都市規模別）

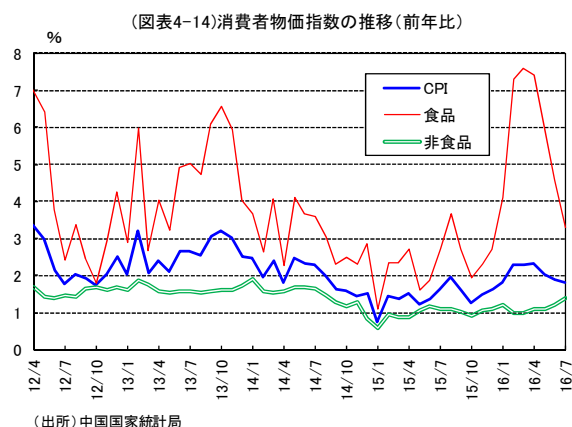


（出所）中国国家统计局

その効果が現れたとみられる。今後は、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が導入されるとみており、住宅価格全体の上昇ペースは鈍化傾向が続くと予想する。

（６）物価上昇圧力は弱い

CPI（消費者物価指数）は、春先以降、伸びが鈍化傾向にある。7月は前年比+1.8%と、3ヵ月連続でプラス幅が縮小し、2016年の政府目標の+3.0%前後を大きく下回る推移が続いている（図表4-14）。内訳を見ると、非食品価格は同+1.4%と、年明け以降、プラス幅が拡大しているものの、依然として1%台半ばにとどまっている。国民の関心の高い食品価格は同+3.3%と、4ヵ月連続で伸びが鈍化した。野菜は同▲4.3%と、2ヵ月連続のマイナスとなったほか、豚肉は同+16.1%と、前月の同+30.1%からプラス



幅が大幅に縮小した。廃棄物処理装置設置などの環境規制の強化に伴う小規模養豚業者の減少といった供給不足の影響が和らいでいるとみられる。内需の回復ペースの鈍さが続いており、需要面からの押し上げ圧力も弱いことから、今後のCPIは+2%を下回る推移が続くとみている。

人民銀行は、貸出・預金基準金利の引き下げを2015年に5回実施したほか、預金準備率も2015年に4回、2016年に1回引き下げた。緩和的な金融政策が続くなか、2015年末の非金融企業の債務残高（対名目GDP比）は、170%を超える水準まで拡大している。インフレ圧力の低下を背景に、実質金利は高止まりしており、企業にとっては金利負担が重しとなっていることから、人民銀行は、秋ごろまでに追加利下げを行なうとみている。加えて、企業再編などに伴う企業の資金繰りを支えるため、預金準備率の引き下げも、2016年中にあと1回実施すると予想する。

（７）政策支援が景気を支える構図が続くと予想

中国の粗鋼生産量は世界の5割を占めており、過剰生産能力がデフレ圧力となっている。こうしたなか、2015年の粗鋼生産量は、34年ぶりに前年を下回った。政府は、粗鋼生産だけでなく、中国のエネルギー生産の7割強を占める石炭生産量についても削減目標を打ち出しているが、2016年の粗鋼生産の目標は、2015年対比でわずか0.6%程度の削減規模であるほか、石炭も約6%に過ぎず、過剰生産能力の解消は見通せない状況となっている（図表4-15）。

(図表4-15) 粗鋼・石炭の過剰生産能力削減にかかわる数値

	粗鋼	石炭
生産量(トン)	8億400万 (2015年)	43億7,000万 (2013年)
設備稼働率(2014年、%)	66.1	64.6
目標	70以上	-
削減目標(トン)		
2016年中	4500万	2.8億
2016～2020年	1～1.5億	
2018～2020年		10億
失業者数(政府予想、万人)	50	130

(出所) 各種資料より明治安田生命作成

過剰設備を抱える企業の多くは国有企業であるが、国有企業の工業企業利益総額は、20ヵ月連続の前年比マイナスとなるなど、非効率経営からの改善が遅れている。政府は、国有企業の民営化を促す国有企業改革を進めるとしているが、2015年9月に国務院から発表された「国有企業改革を深化させることに関する指導意見」を見ると、政府による国有企業への指導の強化や国有資本管理体制の整備、監督強化を通じた国有資産の流失の防止など、経済活動の市場化推進策よりも、国有企業の独占力の強化とともとれる内容が大半を占めている。国有企業改革の加速が見通せないなか、今後も、財政・金融政策で景気を支える構図が続くと予想する。

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、タイ、マレーシアでは、輸出の回復が遅れることで、停滞気味の推移を予想する。一方、フィリピン、インドでは、個人消費を中心とした景気回復が続くとみている。

(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)	2016年 (予測)	2017年 (予測)
韓国	3.3	2.6	2.8	3.0
台湾	3.9	0.6	1.2	2.0
シンガポール	3.3	2.0	1.8	2.1
フィリピン	6.2	5.9	6.2	6.1
インドネシア	5.0	4.8	4.9	5.1
タイ	0.8	2.8	3.0	3.3
マレーシア	6.0	5.0	4.1	4.3
香港	2.6	2.4	1.4	1.9
インド	7.2	7.6	7.4	7.5
豪州	2.7	2.5	2.9	3.1

(注) インドは年度ベース(4月～翌3月)

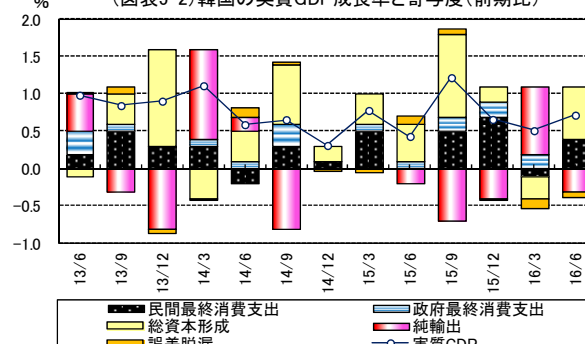
景気を下支えするため、台湾、インドネシア、インドでは追加金融緩和が実施されると予想する。一方、韓国、シンガポール、タイ、マレーシアは、様子見スタンスをとるとみる。フィリピンでは、物価上昇圧力抑制のため、2017年には利上げが再開されるとみている。

豪州景気は、個人消費の回復が続くことで、底堅く推移すると予想する。豪州準備銀行は、今後政策金利をすえ置くとみている。

(1) アジア NIEs 諸国は輸出が下押し圧力に ＜韓国＞

韓国の4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.7%と、前期の同+0.5%から3四半期ぶりに伸び幅が拡大した(図表5-2)。民間最終消費支出は同+0.9%と、特定品目の消費税を一時的に引き下げたことで耐久財を中心に回復し、2四半期ぶりのプラスとなったほか、設備投資も同+2.9%と、2四半期ぶりのプラスとなり、全体を押し上げた。

(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

韓国政府は6月、下期に雇用対策や生活支援などを中心に、10兆ウォン規模の補正予算を編成する方針を発表しており、今後の景気を下支えすることが期待される。ただ、家計の債務残高が拡大していることが足かせとなり、民間最終消費支出は、緩やかな回復にとどまるとみる。設備投資は、主力の電子部品における半導体の高機能化への投資などによる下支えが見込まれるものの、海運・造船業などの収益悪化が下押し圧力となり、一進一退の推移が続くと予想する。輸出も中国景気の減速で低迷が続く可能性が高く、韓国景気は一進一退の推移が続くとみている。

韓国銀行は、6月の会合で政策金利を1.50%から1.25%へと、1年ぶりに引き下げた(図表5-3)。CPI(消費者物価指数)が前年比+1.0%付近にとどまるなか(図表5-4)、国内景気の停滞が続いていることが、追加緩和の背景にある。ただ、低金利を受けた家計債務の拡大が続いていることから、これ以上の利下げには慎重にならざるをえず、今後は様子見スタンスを続けると予想する。

＜台湾＞

台湾の4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は前年比+0.7%と、4四半期ぶりのプラス成長となっ

た（図表5-5）。民間最終消費が底堅く推移したほか、一部企業が中低価格帯スマートフォン向けの半導体需要を取り込んだことで、輸出が5四半期ぶりのプラスとなったことが全体を押し上げた。

5月に発足した蔡政権は、過度な中国経済依存から脱却する方針を掲げつつも、当面は現在の中国との関係を維持するとしている。ただ、6月の輸出受注指数は前年比▲2.4%と、15ヵ月連続のマイナスとなっており、今後数ヵ月は、輸出の停滞が続く可能性を示している。中国景気の減速の影響に加え、中国企業との価格競争の激化もあって、輸出の回復は鈍いとみられ、景気も一進一退の推移を予想する。

CPIを見ると、寒波の影響に伴う食料品価格の高騰で、2月は前年比+2.4%まで上昇したものの、その後は原油安などを背景に鈍化している。インフレ圧力の弱さが続くなか、中銀は、次回9月の会合で追加緩和を実施すると予想する。

<シンガポール>

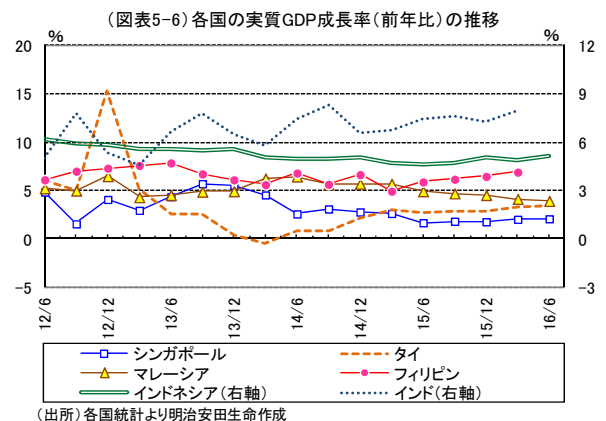
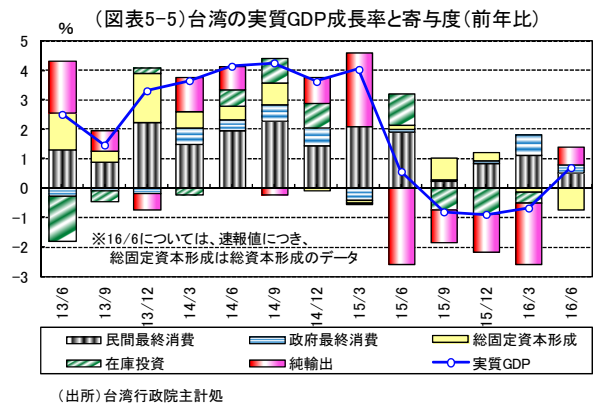
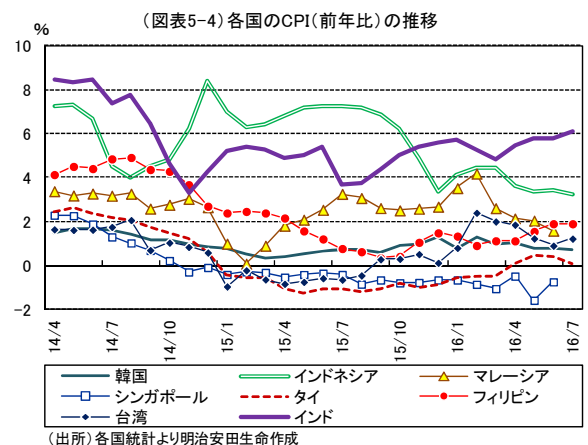
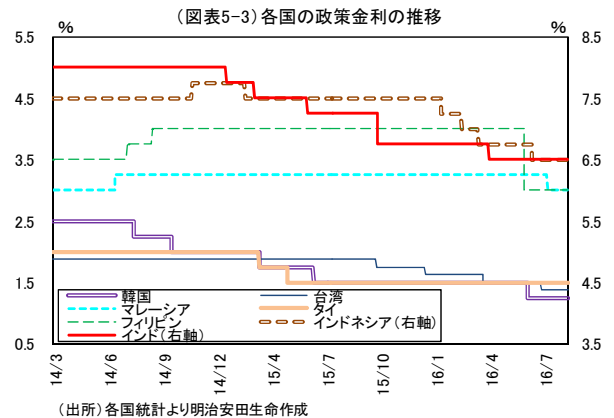
シンガポールの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+2.1%と、前期と同じ伸び幅となった（図表5-6）。5月に自動車ローン規制が緩和されたことを背景に、自動車販売が拡大し、個人消費を押し上げた。

今後、個人消費については、堅調な雇用環境を受けて、底堅い推移を見込むが、中国景気の低迷を背景に、輸出は伸び悩むとみられ、景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。通貨庁が重視する、コアCPI（住宅、民間道路輸送を除く消費者物価指数）は、前年比+0.3%付近で安定しており、金融政策は当面すえ置かれるとみる。

（2）ASEAN景気は回復が遅れる

<インドネシア>

インドネシアの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+5.2%と、2四半期ぶりに5%台まで回復した。個人消費が堅調だったほか、政府消費のプラス幅が拡大した。今後も、個人消費については、自動車販売の回復が下支えとなって底堅く推移するとみるものの、資源需要の回復の遅れを背景に、輸出は低調な推移が続くとみる（図表5-7）。公共インフラ投資は、税恩赦法施行に伴う税収確保が見通せないことなどが進行の遅れにつながるとみており、景気



は一進一退の動きが続くと予想する。中銀は、年明け以降6月まで4回の利下げを実施した。足元のCPIは前年比+3%台と、インフレ圧力は弱まっており、景気下支えのため、年内に再度利下げが行なわれるとみる。

<タイ>

タイの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+3.5%と、前期から伸び幅が拡大した。総固定資本形成の伸びが鈍化したものの、個人消費のプラス幅が拡大したほか、外国人観光客の増加などを受け、サービス輸出が2四半期連続の二桁プラスとなった（図表5-8）。今後は、エルニーニョの終息による天候の回復で、農業従事者の所得の改善が見込まれ、個人消費を下支えするとみる。ただ、中国景気の減速や、8月のテロの影響もあって、輸出は低調な推移になるとみており、景気の回復ペースは緩慢と予想する。中銀は、6月の会合で、政策金利をすえ置いた。議事録では、現行の政策金利水準は緩和的と評価しており、政策金利は今後もすえ置かれると予想する。

<マレーシア>

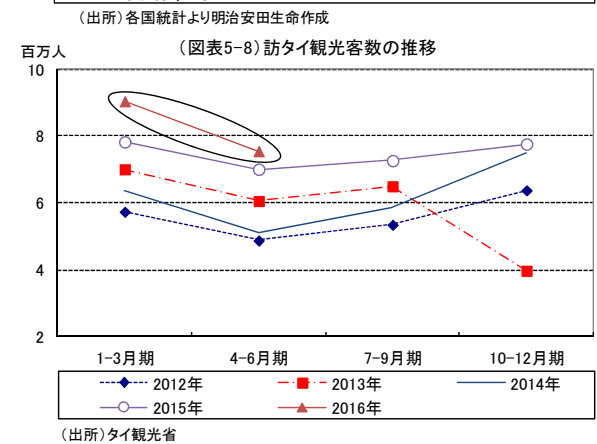
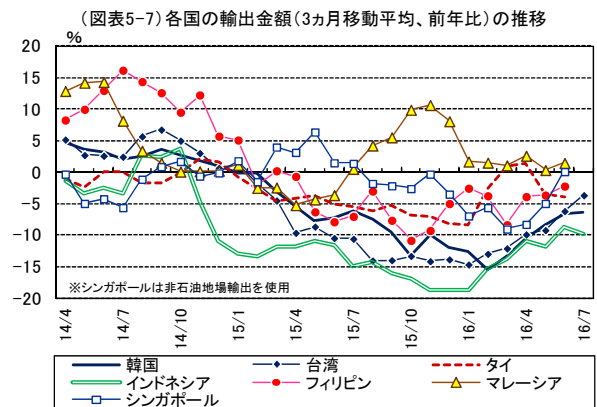
マレーシアの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+4.0%と、5四半期連続で伸びが鈍化した。個人消費や総固定資本形成が回復したものの、輸出の伸び悩みや在庫投資のマイナス寄与が、全体の伸び鈍化につながった。今後についても、中国景気の減速などを背景に、輸出の低迷が長引くとみており、景気も一進一退の推移が続くと予想する。中銀は、7月の会合で7年5ヵ月ぶりとなる利下げに踏み切った。通貨安の一服に加え、需要面からの押し上げも弱く、2016年のインフレ予想も引き下げた。ただ、今後の金融政策は、利下げの効果を見きわめるため、様子見姿勢を続けるとみている。

<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、前期の同+6.5%からプラス幅が拡大した。個人消費や固定資本投資の伸び幅が拡大し、全体を押し上げた。産業誘致が進んだことなどによる国内就業機会の拡大もあって、雇用環境が堅調に推移するなか、今後も景気は個人消費を中心に底堅く推移するとみる。新大統領は、外資規制の緩和計画などを発表しており、前政権の産業育成を重視した経済政策運営方針がある程度踏襲されるとみる。中銀は、景気回復と原油価格の上昇によるインフレ圧力に対処するため、2017年前半に政策金利の引き上げを再開すると予想する。

<インド>

インドの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+7.9%と、前期の同+7.2%からプラス幅が拡大した。輸出の低迷が続いたほか、総固定資本形成も低調な推移にとどまったものの、個人消費の堅調な推移が全体を押し上げた。今後の景気については、設備投資の低調な推移が続くとみられるほか、ラジャン中銀総裁の退任が決まっていることもあって、先行き不透明感が増している。ただ、6月に公務員給与の引き上げが承認されたことや、雨季の降雨量が平年を上回る見通しであることなどが個人消費の拡大に寄与するとみており、景気は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。4月の利下げ以降、中銀は緩和姿勢を維持しているが、秋ごろに追加利下げが行なわれるとみる。



(3) 豪州景気は底堅い推移

豪州景気は底堅く推移している（図表5-9）。1－3月期の実質GDP成長率は前期比＋1.1％と、前期の同＋0.7％から伸び幅が拡大した。民間固定投資の低迷が続いたものの、個人消費が底堅く推移したほか、輸出も回復傾向で推移し、全体を押し上げた。

今後について、まず、住宅投資は、不動産融資規制の影響などを背景に、一進一退の推移が続くと予想する。民間固定投資は低迷が続くとみられるほか、輸出も中国景気の停滞を背景に、緩慢な回復にとどまる可能性が高い。ただ、個人消費は、雇用環境の回復を背景に、持ち直し傾向が続くとみられることから、景気は底堅く推移すると予想する。

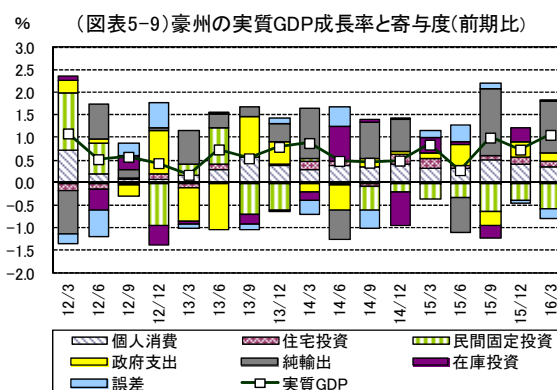
個人消費は底堅く推移している。小売売上高を見ると、6月は前月比＋0.1％と、6ヵ月連続のプラスとなった。要因として、名目賃金が伸び悩むなかでも、雇用者数の拡大が続いていることが挙げられる。6月の雇用者数は、2ヵ月連続のプラスとなったほか、フルタイム労働者も、年明け以降の減少から持ち直しつつある（図表5-10）。業種別では、医療を中心とするサービス関連が堅調に推移し、全体の押し上げにつながっている。雇用環境の回復が下支えとなって、今後も個人消費は底堅く推移するとみる。

住宅投資の先行指標とされる住宅建設許可件数は、2015年初以降、頭打ちとなっている。投機資金の流入などによる住宅価格の上昇を受け、金融当局が不動産融資規制を導入したことなどが大きい。こうした政策の影響が続くことで、今後も住宅投資の回復は遅れると予想する。

1－3月期の新規民間設備投資は前期比▲5.2％と、2014年10－12月期以降、2015年10－12月期を除きマイナストレンドが続いている。1－3月期は、全体の約4割を占める鉱業の低迷が全体を押し下げている。今後については、鉄鉱石価格が持ち直しつつあるなか、鉱業の投資の減少ペースは和らぐとみるが、主要相手先である中国景気の停滞を背景に、資源需要は伸び悩むとみられ、設備投資は当面緩やかな減速傾向が続くとみている。輸出は、中国向けの持ち直しを受け、回復傾向となっている（図表5-11）。ただ、年明けの中国景気の回復は、政府の支援策を受けた一時的な現象という側面が強く、今後の中国向け輸出は勢いを欠くとみられるため、豪州の輸出は一進一退の推移が続くとみる。

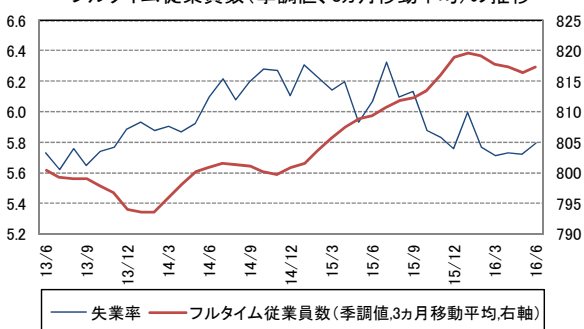
豪州準備銀行（RBA）は、8月の金融政策決定会合で政策金利を1.75％から1.50％へと引き下げた。4－6月期のCPI（刈込平均値）が前年比＋1.7％と、RBAの目標レンジ（同＋2.0％～＋3.0％）を2四半期連続で下回ったことが背景にある。今後の金融政策については、景気は緩やかな回復が続くとみられることから、利下げ効果を見きわめる目的でしばらく様子見スタンスをとると予想する。

（図表5-9）豪州の実質GDP成長率と寄与度（前期比）



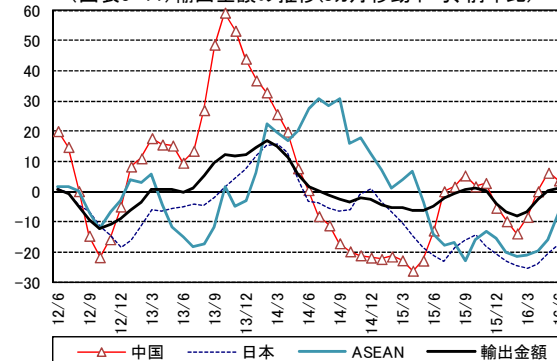
（出所）豪州統計局

（図表5-10）豪州の失業率とフルタイム従業員数（季調値、3ヵ月移動平均）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) 原油価格は上値が重い展開が続くと予想

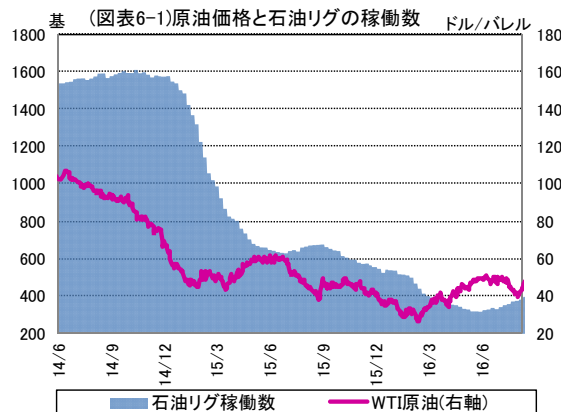
WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、2月中旬を底として、持ち直し傾向で推移してきた（図表6-1）。背景には、OPEC（石油輸出国機構）加盟国による増産凍結への期待のほか、カナダの山火事や、ナイジェリア情勢の悪化による供給懸念などがある。ただ、7月以降、原油の在庫水準の高止まりなどから、世界的な供給過剰懸念が強まり、足元では軟調な推移となっている。

米国の原油在庫の推移を見ると、依然として高水準ではあるが、夏場のドライビングシーズンを迎えたことで、5月から減少傾向で推移している。（図表6-2）。しかし、秋以降は、製油所が秋季メンテナンス作業に入るとともに、原油需要も減少に向かうことで、原油在庫は再び増加に向かうとみており、原油価格の押し下げ圧力として働くと予想する。

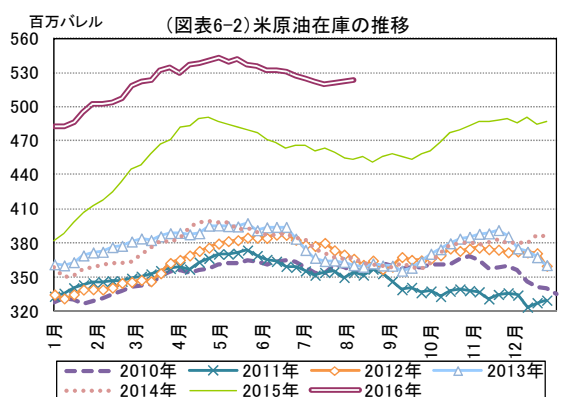
OPECが公表する原油生産量を見ると、7月は日量3,311万バレルと、過去最高水準で推移している。背景には、OPEC最大の産油国であるサウジアラビアが、シェア確保のために高い生産水準を維持していることや、欧米からの経済制裁が解除されたことで、イランが1月以降大幅な増産を続けていることがある。6月2日のOPEC産油国会合では、多くのOPEC加盟国が価格押し上げのために増産凍結を主張したが、イランが増産の意向を強く示したことなどから、合意に至らなかった。今後も、イランの増産が見込まれることや、ナイジェリアやリビアでの政情不安が落ち着きつつあることで、OPECの増産傾向は続くとする。

一方、米国の原油生産量は、昨夏以降、減少傾向で推移しており、原油価格の下支え要因となっている。石油掘削に用いる米国のリグ稼働数は、足元では増加しつつあるものの、シェール関連企業の業況低迷がリグの新規投資の抑制要因になっているほか、老朽化したリグの稼働停止も見込まれることなどから、米原油生産量は均せば緩やかな減少傾向が続くと予想する。

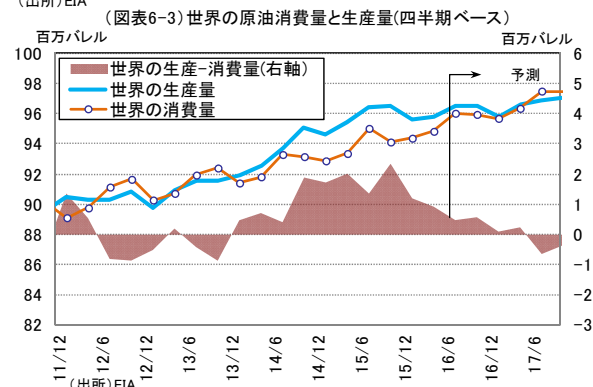
米エネルギー情報局（EIA）が公表した7月の見通しによると、世界の原油消費量は2017年第3四半期以降、生産量を上回ると予想されている（図表6-3）。インドなどを中心とした消費拡大が続くと見込まれているほか、供給面でもこれまでの原油安に伴い、非OPEC諸国による減産が行なわれることで、需給は改善に向かうとしている。ただ、原油の在庫水準の高止まりが続くと見込まれるほか、英国のEU離脱を巡る先行き不透明感も重しとなって、原油価格は当面上値の重い展開が続くとみる。2016年内の原油価格は、35～55ドル/バレルを中心とした推移を予想する。ただ、原油安に伴い、非



(出所)ファクトセット、Baker Hughes



(出所)EIA



OPEC諸国が減産を迫られることで、需給はゆっくりと改善に向かうとみられ、2017年以降は均せば緩やかな上昇傾向で推移するとみている。

(2) 銅や穀物は低調に推移すると予想

4月末から7月末までの主要商品の値動きを見ると、金は+2.8%上昇した一方、銅は▲0.3%の下落となった(図表6-4)。穀物では、大豆が▲4.2%、トウモロコシが▲12.4%、小麦が▲15.1%と、いずれも下落した。

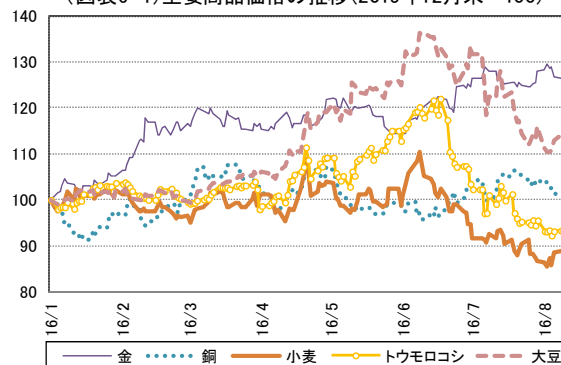
まず、金価格は、金融市場の混乱を受けて1月に上昇した後、しばらく横ばい圏での推移が続いたが、6月に入ると、英国のEU離脱を巡る懸念でリスク回避姿勢が強まり、安全資産とされる金への需要が高まったことなどから、再び上昇基調となった。ただ、足元では金融市場が落ち着きを取り戻しつつあることから、上昇の勢いは鈍っている。今後、金融市場が不安定となる局面では、再び買われるとみられるものの、米国の追加利上げ観測が高まることで、基本的には上値の重い展開を予想する。

一方、銅価格は、昨年5月ごろから下落基調で推移し、年明け以降も、最大消費国である中国景気への懸念などから売り込まれた。その後は、中国政府による景気支援策への期待や、原油など他の商品市況の回復に反応する形でいったん持ち直したものの、足元では、世界的な在庫のたぶつきが重しとなり、一進一退の推移が続いている。今後の銅価格は、中国景気の減速懸念などを背景に、軟調な推移が続くと予想する。

穀物のうち、トウモロコシ価格は、春ごろから主要生産国であるアルゼンチンの大雨による生育への懸念や、米国とブラジルの干ばつへの懸念などから急騰したが、6月半ば以降、米国の天候懸念が和らいだことなどから、下落基調となった。中国ではトウモロコシの国家備蓄が高水準となっており、政府がトウモロコシから大豆への作付けの振り替えを促進しているものの、米国やブラジルなどの増産に伴い、在庫増の懸念が強まっており、今後のトウモロコシ価格は低調に推移するとみている。大豆価格も、4月以降中南米や米国の天候不順による生育懸念を受け、大きく上昇したが、6月半ば以降は、米国の天候が回復したことなどを背景に、下落傾向の推移となった。今後については、新興国を中心とした食肉消費量の増加で、飼料用大豆の需要が高まっていることなどが大豆相場を下支えするとみており、価格は一進一退の推移をたどるとみている。一方、小麦価格は、米国やロシアが増産するとの観測を受け、軟調に推移している。USDA(米国農務省)によれば、2016/2017年の世界全体の生産量は過去最高になるとの見通しを示しており、在庫率も上昇傾向の持続が見込まれていることなどから、価格は今後も軟調な推移をたどると予想する(図表6-5)。

まとめると、今後の商品市況については、米国の追加利上げ観測が高まることなどから、金価格は上値の重い展開が続くと見込まれるほか、中国の景気減速懸念などを背景に、銅価格は低迷が続くとみている。穀物は、在庫水準が依然として高いことなどから、基本的に低位での推移を予想する。

(図表6-4)主要商品価格の推移(2015年12月末=100)



(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	727.9	734.8	743.4
	消費量	705.6	709.0	732.5
	期末在庫量	216.1	241.9	252.8
	在庫率(%)	30.6	34.1	34.5
	米国在庫率(%)	24.8	27.5	28.0
大豆	生産量	319.7	312.7	330.4
	消費量	300.9	317.2	329.8
	期末在庫量	78.5	73.0	71.2
	在庫率(%)	26.1	23.0	21.6
	米国在庫率(%)	18.4	16.2	15.2
トウモロコシ	生産量	1013.6	959.7	1028.4
	消費量	980.7	958.6	1016.9
	期末在庫量	208.3	209.3	220.8
	在庫率(%)	21.2	21.8	21.7
	米国在庫率(%)	18.6	19.4	19.1

(2016年8月時点)

※2016/2017は穀物年度(2016年9月～2017年8月)を表す

(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。