

明治安田生命

2016-2018年度経済見通しについて

～ 米国経済、政府の経済対策、オリンピック需要が下支えとなり、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7-9月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2016-2018年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：2016年度 1.0% 2017年度 1.0% 2018年度 0.8%

名目GDP成長率：2016年度 1.0% 2017年度 0.9% 2018年度 1.3%

2. 要点

- ①日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。当面は、これまでの原油安の効果が残るとみられるほか、政府の経済対策の効果も後押しし、景気の回復基調が続くと予想する。2017年度以降も、官民をあげたオリンピック需要などが追い風となって、景気回復トレンドを維持するとみている。
- ②個人消費は、消費者の節約志向が残るとみられるものの、家計の実質購買力の改善に加え、さまざまな政策効果も下支えとなって、回復傾向で推移すると予想する。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、企業の慎重姿勢が続くと見込まれるものの、更新維持・省力化投資などを中心に、均せば緩やかな回復を予想する。公共投資は、政府の経済対策に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しし、増加傾向が続こう。輸出は、底堅い米国景気などに支えられ、持ち直し傾向で推移するとみている。
- ③米国景気は、雇用環境の改善や減税策が見込まれることから、回復基調が続くとみている。欧州景気は、英国のEU離脱を巡る先行き不透明感が残るものの、緩和的な金融環境に支えられ、緩慢ながら回復が続くと予想する。中国景気は、構造改革が進むなか、緩やかな減速傾向で推移するとみる。

〈主要計数表〉

	2015年度 実績	2016年度		2017年度		2018年度
			前回		前回	
実質成長率	0.9%	1.0%	0.7%	1.0%	0.9%	0.8%
成長率寄与度						
・内需	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%
・外需	0.1%	0.2%	▲0.1%	0.1%	▲0.0%	▲0.1%
名目成長率	2.3%	1.0%	1.2%	0.9%	1.0%	1.3%

※前回は2016年8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	2018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%	1.0%	1.0%	0.8%	▲ 0.4%	0.5%	0.2%	0.5%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
前期比年率	0.9%	1.0%	1.0%	0.8%	▲ 1.6%	2.1%	0.7%	2.2%	0.5%	1.1%	1.0%	0.8%	0.7%	1.1%
前年同期比	0.9%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	0.3%	0.7%	0.8%	1.4%	1.1%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%
民間最終消費支出	▲ 0.1%	0.6%	0.7%	0.7%	▲ 0.8%	0.7%	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
民間住宅投資	2.4%	6.6%	0.8%	1.1%	▲ 0.4%	▲ 0.3%	5.0%	2.3%	▲ 0.4%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.6%
民間設備投資	2.1%	0.7%	1.5%	1.0%	1.2%	▲ 0.7%	▲ 0.1%	0.0%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.1%	0.4%
政府最終消費支出	1.6%	1.3%	0.9%	0.8%	0.6%	0.9%	▲ 0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%
公的固定資本形成	▲ 2.7%	1.3%	5.5%	6.1%	▲ 3.4%	0.0%	2.3%	▲ 0.7%	2.4%	1.7%	1.3%	1.3%	1.0%	1.2%
財貨・サービスの輸出	0.4%	0.3%	1.7%	1.0%	▲ 1.0%	0.1%	▲ 1.5%	2.0%	0.2%	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸入	0.0%	▲ 1.2%	1.6%	2.1%	▲ 1.2%	▲ 0.6%	▲ 0.6%	▲ 0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%
名目GDP	2.3%	1.0%	0.9%	1.3%	▲ 0.3%	0.8%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
GDPデフレーター(前年比)	1.4%	0.0%	▲ 0.0%	0.5%	1.5%	0.9%	0.7%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.4%	▲ 0.3%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.3%

(前期比寄与度)	→ 予測				→ 予測									
	2015年度	2016年度	2017年度	2018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%	1.0%	1.0%	0.8%	▲ 0.4%	0.5%	0.2%	0.5%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
民間最終消費支出	▲ 0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	▲ 0.5%	0.4%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
民間住宅投資	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.3%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
政府最終消費支出	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	▲ 0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
在庫品増加	0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%
純輸出	0.1%	0.2%	0.1%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.2%	0.5%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%
財貨・サービスの輸出	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	▲ 0.2%	0.0%	▲ 0.3%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸入	▲ 0.0%	0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	0.3%	0.1%	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	2018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	529.3	534.5	539.8	544.0	528.0	530.8	531.6	534.5	535.2	536.7	538.1	539.2	540.2	541.6
民間最終消費支出	306.6	308.5	310.8	312.9	305.2	307.4	307.8	308.0	308.9	309.3	309.8	310.4	311.1	311.9
民間住宅投資	13.5	14.3	14.4	14.6	13.5	13.4	14.1	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.5
民間設備投資	72.2	72.6	73.5	74.1	72.9	72.4	72.3	72.3	72.8	73.0	73.2	73.5	73.5	73.9
政府最終消費支出	103.9	105.2	106.2	107.0	104.0	104.9	104.6	105.0	105.4	105.7	105.9	106.0	106.2	106.5
公的固定資本形成	21.3	21.6	22.8	24.1	20.9	20.9	21.3	21.2	21.7	22.1	22.4	22.7	22.9	23.2
在庫品増加	1.8	0.7	0.1	0.1	1.6	1.0	1.4	1.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
純輸出	11.6	12.9	13.2	12.5	11.7	12.3	11.4	13.6	13.3	13.4	13.5	13.3	13.2	12.9
財貨・サービスの輸出	92.1	92.4	94.0	94.9	92.2	92.3	90.9	92.6	92.8	93.2	93.7	93.8	94.0	94.2
財貨・サービスの輸入	80.4	79.5	80.7	82.4	80.5	80.0	79.5	79.0	79.5	79.9	80.2	80.5	80.9	81.3

2. 主要指標予測

	← 2015年度				→ 2016年度				→ 2017年度					
	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2015年度		2016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%	▲0.1%	0.2%	0.6%	▲0.8%	▲1.6%	▲1.7%	0.5%	0.1%	1.1%	0.8%	▲0.2%	0.1%	0.2%
消費者物価指数(前年比)	0.2%	▲0.3%	0.4%	0.9%	0.3%	0.1%	▲0.4%	▲0.5%	▲0.3%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
除く生鮮食品(前年比)	▲0.0%	▲0.3%	0.4%	0.9%	0.0%	▲0.1%	▲0.4%	▲0.5%	▲0.3%	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)	▲3.3%	▲3.0%	0.3%	1.0%	▲3.7%	▲3.4%	▲4.4%	▲3.6%	▲2.8%	▲1.2%	▲0.4%	▲0.1%	0.9%	0.8%
貿易収支(季調値、兆円)	▲1.1	3.2	1.3	0.2	0.1	0.6	1.0	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2
経常収支(季調値、兆円)	18.0	19.2	17.7	13.1	4.8	5.0	4.6	4.9	4.9	4.8	4.6	4.5	4.4	4.2
完全失業率(季調値:平均)	3.3%	3.0%	2.9%	2.9%	3.3%	3.2%	3.2%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%	2.9%	2.9%
無担保コール翌日物(※)	0.06%	▲0.06%	▲0.05%	▲0.05%	0.04%	▲0.00%	▲0.06%	▲0.06%	▲0.07%	▲0.07%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%
長期金利(10年債金利、※)	0.29%	▲0.10%	0.00%	0.00%	0.27%	▲0.03%	▲0.22%	▲0.09%	▲0.05%	▲0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
WTI原油価格(ドル/バレル、※)	45	49	54	55	45	38	48	45	47	49	51	53	55	56

※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

	← 2015年				→ 2016年				→ 2017年					
	2015年	2016年	2017年	2018年	2015年		2016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%	1.5%	2.2%	2.0%	0.9%	0.8%	1.4%	2.9%	2.2%	2.1%	2.6%	2.0%	2.0%
	個人消費支出	3.2%	2.6%	2.5%	2.2%	2.3%	1.6%	4.3%	2.1%	2.5%	2.3%	2.7%	2.3%	2.2%
	住宅投資	11.7%	4.3%	2.8%	5.4%	11.5%	7.8%	▲7.7%	▲6.2%	5.3%	4.0%	6.7%	4.2%	6.4%
	設備投資	2.1%	▲0.5%	2.3%	2.4%	▲3.3%	▲3.4%	1.0%	1.2%	1.9%	2.7%	3.5%	2.1%	2.5%
	在庫(寄与度)	0.2%	▲0.4%	0.0%	0.0%	▲0.4%	▲0.4%	▲1.2%	0.6%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
	純輸出(寄与度)	▲0.7%	0.0%	0.0%	▲0.2%	▲0.5%	0.0%	0.2%	0.8%	▲0.1%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.2%	▲0.1%
	輸出	0.1%	0.7%	2.5%	2.8%	▲2.7%	▲0.7%	1.8%	10.0%	0.2%	1.5%	2.0%	2.3%	2.5%
	輸入	4.6%	0.7%	2.2%	3.4%	0.7%	▲0.6%	0.2%	2.3%	0.8%	2.7%	2.5%	3.0%	2.9%
	政府支出	1.8%	0.8%	0.3%	0.4%	1.0%	1.6%	▲1.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%
	失業率(※)	5.3%	4.9%	4.6%	4.6%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
	CPI(総合、※)	0.1%	1.1%	2.0%	2.0%	0.5%	1.1%	1.1%	1.1%	1.3%	2.0%	1.9%	2.0%	2.1%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.25%	0.75%	1.25%	1.75%	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、※)	2.15%	1.78%	2.40%	2.80%	2.27%	1.77%	1.47%	1.60%	2.30%	2.30%	2.40%	2.40%	2.50%	
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	2.0%	1.6%	1.3%	1.3%	0.4%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	家計消費	1.8%	1.6%	1.2%	1.2%	0.3%	0.6%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	政府消費	1.4%	1.6%	1.1%	1.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	固定投資	3.2%	2.7%	1.8%	1.9%	1.4%	0.8%	▲0.2%	▲0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.4%
	純輸出(寄与度)	0.3%	▲0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	▲0.2%	0.1%	▲0.0%	0.0%	▲0.0%	▲0.0%	0.0%
	輸出	6.5%	2.1%	2.5%	2.6%	0.7%	0.4%	0.4%	0.0%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
	輸入	6.4%	2.5%	2.6%	2.7%	1.4%	0.7%	▲0.2%	▲0.2%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%
	失業率(※)	10.9%	10.0%	9.6%	9.3%	10.5%	10.2%	10.1%	10.0%	9.9%	9.8%	9.6%	9.6%	9.5%
	CPI(総合、※)	0.0%	0.3%	1.2%	1.3%	0.2%	▲0.0%	0.1%	0.4%	0.8%	1.2%	1.1%	1.3%	1.3%
政策金利(期末値)	0.05%	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)	2.2%	2.0%	0.7%	1.1%	0.6%	0.4%	0.6%	0.5%	0.3%	0.0%	▲0.1%	0.1%	0.2%

※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、緩やかな回復傾向にある。7－9月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%（年率換算：+2.2%）と、3四半期連続のプラスとなった。当面は、これまでの原油安の効果が残ると見込まれるほか、政府の経済対策の効果も後押しし、景気は回復基調が続く可能性が高い。2017年度以降も、官民をあげたオリンピック需要が本格化すると見込まれることなどから、景気回復トレンドを維持するとみている。

個人消費は、消費者の節約志向が残るとみられるものの、家計の実質購買力の改善が下支えとなって、緩やかな回復傾向で推移するとみる。住宅投資は、低金利環境が追い風だが、今後は節税対策としての貸家需要も減衰すると見込まれるほか、所得環境の回復ペースの鈍さもあって、鈍化傾向で推移する可能性が高い。設備投資は、収益環境の先行き不透明感が抑制要因となるものの、更新維持・省力化投資などを中心に、均せば緩やかな回復を予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しし、増加傾向の推移を見込む。輸出は、底堅い米国景気などに支えられ、緩やかな持ち直し傾向を予想する。

（1）7－9月期 GDP は予想を上回る

7－9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.5%（年率換算：+2.2%）と、3四半期連続のプラスとなり、プラス幅も市場予想（同+0.2%、+0.8%）を大きく上回った（当社予想は同+0.2%、+0.8%）。内需の寄与度が4－6月期の+0.3%から+0.1%へと縮小したものの、輸出の寄与度が4－6月期の▲0.3%から+0.3%へと、差し引きベースで大きく改善したことが全体を押し上げた。アジア向けの回復などが寄与した形とみられる。

一方、個人消費は、夏場の天候不順の影響もあって、4－6月期と同じ小幅の伸びにとどまったほか（4－6月期：前期比+0.1%→7－9月期：同+0.1%）、設備投資も、3四半期ぶりにマイナスから抜け出したとはいえ、引き続き弱めの動きとなっている（同▲0.1%→+0.0%）。住宅投資は、各種政策効果のはく落などで伸び幅が縮小（同+5.0%→+2.3%）、公共投資も2016年度本予算の早期執行の効果が一服したことで、3四半期ぶりのマイナスとなった（同+2.3%→▲0.7%）。

2017－2018年度にかけての日本の景気は、基本的に緩やかな回復傾向の持続を見込む。雇用需給は引き締まった状態が続くものの、潜在成長率が0%近辺まで低下するなか、企業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きにくい。ただ、2017年度の前半にかけては、過去2年間の原油価格低下が引き続き景気の下支えとなる。2017年度の後半から2018年度にかけては、オリンピック需要の顕在化に加え、米国の拡張財政も追い風となろう。トランプ次期大統領の公約には現実離れしたものも多いが、共和党が上下両院を押しえたこともあり、大規模な減税策等、もともと共和党の党是に近い政策であれば議会を通りやすい環境が整っている。これが将来的な財政赤字の拡大につながれば、米国の成長力を下押しすることになるが、そうした問題が深刻化するのとはどちらかといえば任期の後半と考えられ、当面は米国景気回復の恩恵を受ける可能性が高い。議会の力が強い米国では、トランプ次期大統領の保護主義的政策が世界的景気後退を招くシナリオの蓋然性は高くない。もっとも、潜在成長率の上昇がない限り景気回復の実感は得られにくい状況が続こう。

(2) 個人消費は緩やかな回復

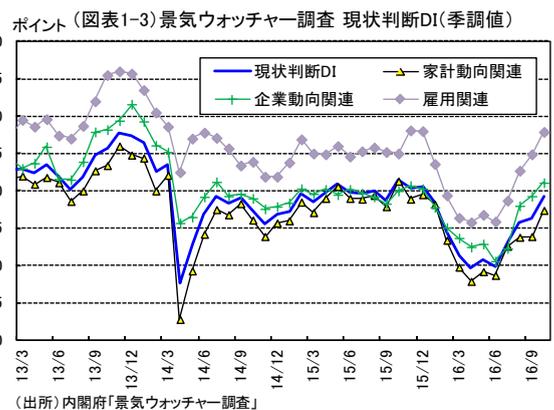
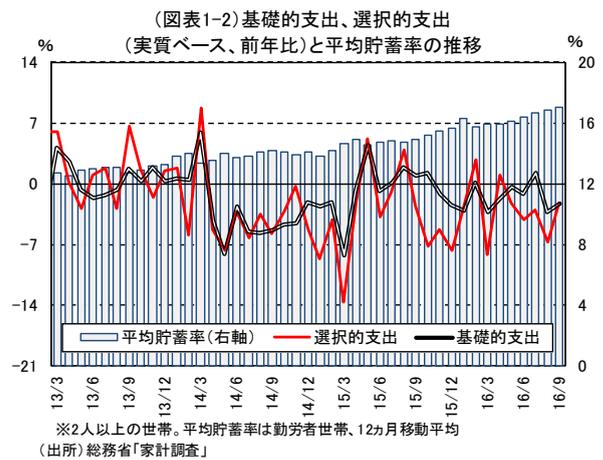
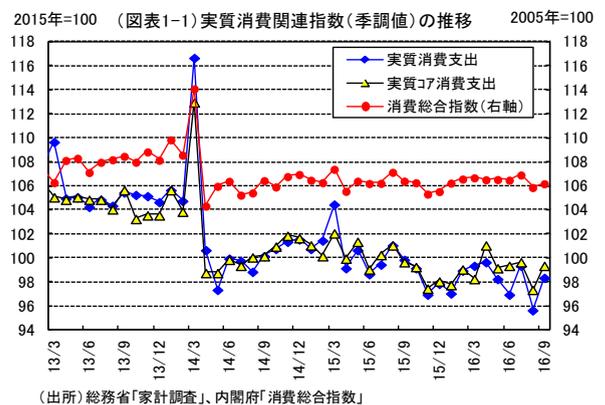
個人消費は春先以降、一進一退での推移が続いている。需要側の統計である家計調査で、実質消費支出の動きを見ると、年明け以降、回復傾向で推移したものの、6月の西日本を中心とする大雨、8月の台風接近・上陸という不安定な天候が下押し圧力となって鈍化した(図表1-1)。9月は、8月の反動で持ち直したものの、その水準は、概ね過去6カ月の平均レベルにとどまっている。

消費停滞の背景の一つに、家計の節約志向が続い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、前年比の伸びを見ると、選択的支出は春先以降、基礎的支出を上回る落ち込みが続いており、家計が生活防衛意識を強めている可能性が示唆される(図表1-2)。勤労者世帯の平均貯蓄率を見ても、世帯収入が改善するなか、年金支給開始年齢引き上げの影響もあって、2013年ごろから上昇傾向が続いている。

一方、供給サイドの統計である景気ウォッチャー調査を見ると、10月の家計動向関連DI(現状判断DI、季調値)は47.4ポイントと、横ばいを示す50を12ヵ月連続で下回ったものの、春先以降の落ち込みからは大きく持ち直しており、消費者マインドが改善に向かっている可能性が示唆される(図表1-3)。社会保障制度の先行き不透明感などから、消費者の節約志向は今後も残るとみるが、マインド面で明るさが見えつつあるのは好材料といえよう。

こうしたなか、雇用需給は改善が続いている。9月の有効求人倍率は1.38倍と、1991年8月以来の高水準での推移が続いている。ただ、趨勢的な有効求人倍率の改善には、有効求人数の増加だけでなく、有効求職者の減少も大きく影響している。少子高齢化により、生産年齢人口が減少傾向で推移していることに加え、団塊の世代(1947年～49年生まれ)の多くが定年退職により労働市場から退出したことが、労働供給の制約要因になっている。労働力人口は2013年以降、均せば緩やかな増加傾向が続いているが、これは、高齢者や女性の労働参加率の拡大によるところが大きい。

もっとも、女性や高齢者の労働参加は、短時間労働を中心とする非正規が多いほか、企業の採用ニーズも非正規が中心となっている。正社員の9月の有効求人倍率は0.88倍と、依然として、節目の1倍を下回っている。職種に関して、職種別有効求人倍率(原数値)を見ると、求職者の3割弱を占める事務的職業が0.41倍にすぎないのに対し、保安が6.46倍、接客・給仕が3.56倍、生活衛生サービスが3.75倍、介護サービスが3.19倍、建設・採掘が3.45倍など、偏った状態が続いている。毎月勤労統計で現金給与総額の水準とパートタイム労働者比率を見ると、こうした職種が含ま

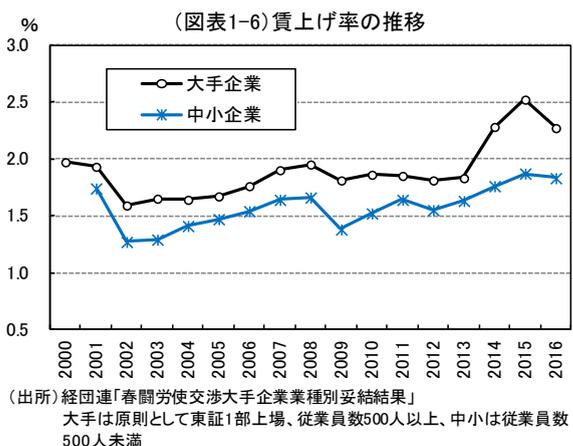
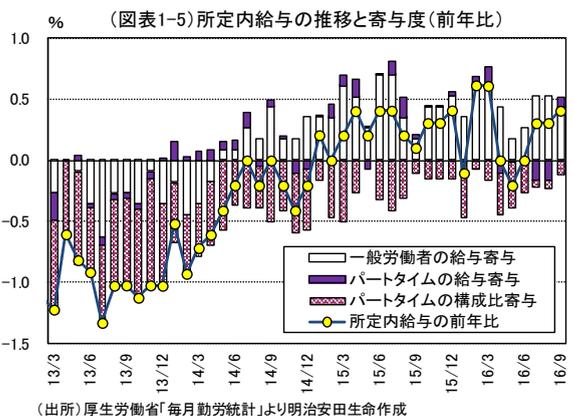
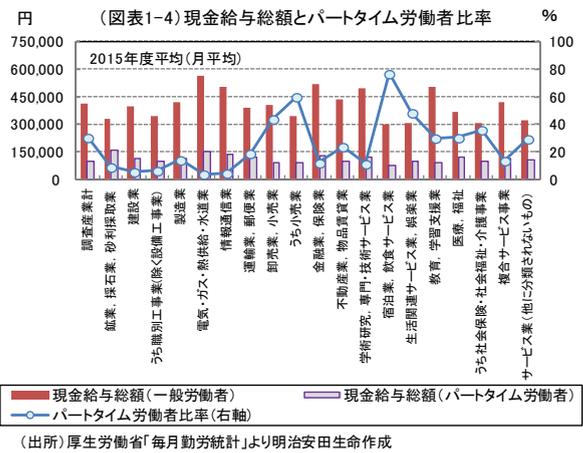


れる産業の多くは、労働集約的でパートタイム労働者に支えられているほか、相対的に賃金水準など待遇面で見劣りする傾向が強いことがわかる（図表1-4）。今後も、労働需給の引き締まりを受けた賃金上昇は、一部の職種にとどまるとみており、全職種平均でみた賃金の上昇ペースは、緩やかなものになると予想する。

所得環境について、毎月勤労統計を見ると、9月の名目所定内給与（事業所規模5人以上）は前年比+0.4%と、3ヵ月連続のプラスとなった（図表1-5）。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、一般労働者の所定内給与は2014年春以降、プラス寄与で推移しており、緩やかながらも賃金上昇傾向が続いている。一方、パートタイム労働者の所定内給与は、一進一退での推移が続いているが、時給社員が増加傾向であることなどが、平均賃金の上昇率の抑制につながっている可能性が高い。パートタイム労働者構成比の変化は、足元ではマイナス寄与幅が縮小傾向となっているものの、企業の採用ニーズが依然として非正規中心であることを踏まえれば、所定内給与の伸びを押し上げていくには至らないとみている。

所定内給与の伸びは、春闘の賃上げ率と正の相関関係にあることから、今後の消費動向を見るうえで、春闘の動向が重要な要素となる。2016年春季労使交渉の妥結結果を見ると、大手企業の賃上げ率（定昇含む）は2.27%となった（図表1-6）。賃上げ率は定期昇給とベアに分かれるが、家計の景況感やインフレ期待に影響するのは、賃金水準の引き上げである後者と考えられる。ベアを実施した企業がほとんどなかったとみられる2013年の賃上げ率（1.83%）が定期昇給に等しいと仮定すると、賃上げ率との差の0.44%がベアとみなすことが可能であるが、これは同様の方法で計算した2015年のベアの推計値（0.69%）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いことが、経営者が積極的なベアに踏み切れない要因と考えられる。こうした傾向は今後も続く可能性が高く、所定内給与の伸びも0%台を中心とする緩やかな伸びにとどまるとみている。

一方、中小企業の今年の賃上げ率は1.83%と、2015年（1.87%）からやや鈍化したものの、小幅の鈍化にとどまった。非正規労働者に限れば、2016年春闘における連合の最終集計によると、時給社員の賃上げ額が16.71円（昨年同時期：14.59円）、月給社員の賃上げ率が1.67%（昨年同時期：



1.66%)と、いずれも2015年を上回っている。この背景には、人手不足が事業継続の阻害要因となり、企業が非正規社員の待遇改善で人材確保を図っていることがある。経営環境が厳しさを増すなか、今後の引き上げ水準にはさほど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、人材確保を目的とした賃上げの流れは残るとみる。

一方、実質賃金は、物価の低下を背景に、改善傾向で推移している。1人当たり実質雇用者報酬（GDPベース）の動きを見ると、2014年冬以降、1人当たり名目雇用者報酬を上回るペースで改善が続いている（図表1-7）。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、2015年1-3月期以降の交易条件の改善が、実質賃金の押し上げに寄与してきたことがわかる（図表1-8）。足元の寄与幅は縮小しているものの、2017年度前半にかけては、これまでの原油安や、年明け以降の円高による輸入物価の低下の影響が残るとみており、家計の実質購買力の改善が、引き続き、個人消費を下支えするとみている。

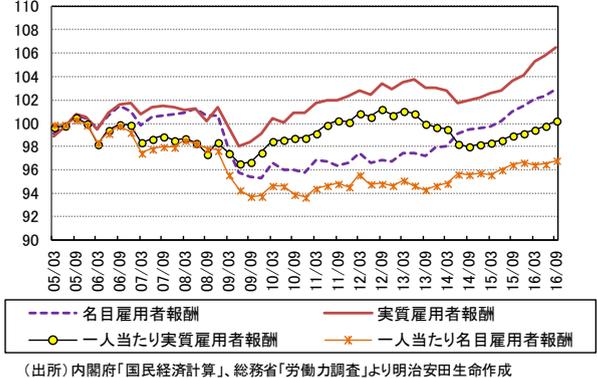
政府は8月に、事業規模28兆円超となる経済対策を閣議決定した。これを受け、10月に約4兆円の第2次補正予算が成立し、そのなかの柱の一つである「一億総活躍社会の実現加速」では社会全体の所得と消費の底上げに向け、簡素な給付措置として3,673億円が計上されている。このほか、経済対策のなかでは、保育士や介護人材の処遇改善に取り組むとし、必要な予算措置は、2017年度当初予算に計上し、かつ継続的に実施するとしているほか、最低賃金の全国加重平均1,000円への引き上げに向けた支援措置を講じるとしている。今後の個人消費は、消費者の節約志向が残るとみるものの、家計の実質購買力の改善に加え、さまざまな政策効果などが下支えとなって、均せば緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

(3) 住宅投資は鈍化へ

新設住宅着工戸数は、回復傾向が頭打ちとなっている。年率換算戸数（季調値）は、5月に101万戸と、消費増税前のピークに近い水準まで回復したものの、8月以降は、100万戸割れとなった（図表1-9）。

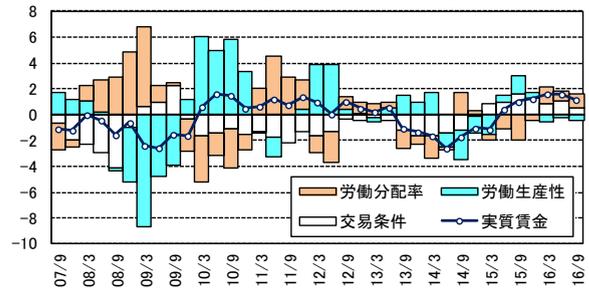
利用関係別に見ると、まず、持ち家着工戸数については、夏場以降、鈍化傾向で推移している。住団連の調査によると、展示場来場者組数は2014年7-9月期以降、前年比プラス傾向が続いてきたが、2016年7-9月期はマイナスへと転じている。景気の先行き不安に加え、住宅ローン金利の引き上げの可能性の低下や、台風などの天候不順の影響などが、

(図表1-7)雇用者報酬(実質、名目)と1人当たり雇用者報酬(実質、名目)の推移



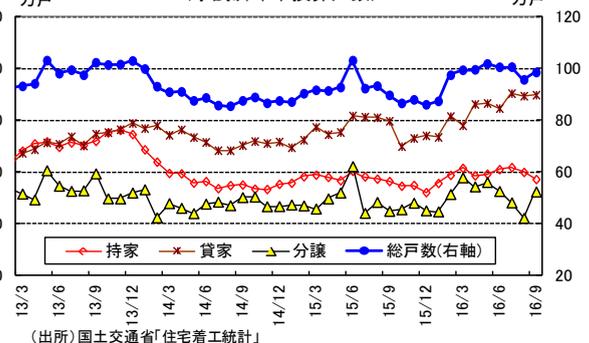
(出所)内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」より明治安田生命作成

(図表1-8)実質賃金伸び率(前年比)の要因分解



実質賃金＝雇用者報酬÷就業者数÷消費者物価
 =(実質GDP÷労働者数)×(雇用者報酬÷名目GDP)×(GDPデフレーター÷CPI)(※)
 =労働生産性×労働分配率×交易条件(※)として試算
 ※GDPデフレーターは輸出デフレーターを含むため、(GDPデフレーター÷CPI)の算式は交易条件とほぼ同義
 (出所)内閣府「四半期別QE速報」、総務省「労働力調査」より明治安田生命作成

(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)

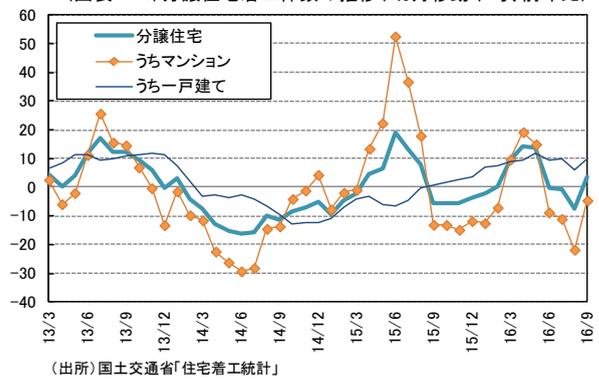


(出所)国土交通省「住宅着工統計」

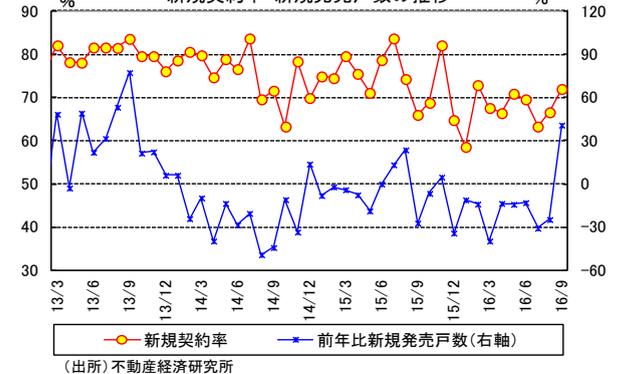
来場者組数の落ち込みの要因として指摘されている。名目賃金の伸び悩みが続くなか、住宅建築業者からは、「契約決断の後押しとなる理由がなく検討期間が長期化傾向」などの声が出ており、今後も持ち家着工は、均せば緩やかな鈍化傾向が続くと予想する。

分譲住宅着工戸数は、夏場以降、減少傾向を強めたものの、足元では持ち直している（図表 1-10）。分譲住宅はマンションと一戸建て（建売住宅）に分かれるが、こうした持ち直しの動きは、マンション着工の動向が大きく影響している。マンション着工を前年比ベース（3ヵ月移動平均）で見ると、9月は同▲4.1%と、4ヵ月連続のマイナスとなったものの、前月の同▲21.8%からマイナス幅が大きく縮小した。マンション着工はもともと単月の振れが大きいのが、9月は首都圏を中心とする大規模マンションの着工が押し上げに寄与したとみられる。一方、販売環境を見ると、首都圏マンションの9月の新規契約率は72.0%と、4ヵ月ぶりに好不調の境目とされる70%を上回ったほか、新規発売戸数も同+40.9%と、都内（東京23区外）や神奈川県で大型物件が売りに出された影響もあって、大幅増となった（図表 1-11）。

（図表1-10）分譲住宅着工件数の推移（3ヵ月移動平均、前年比）



（図表1-11）首都圏マンションの新規契約率・新規発売戸数の推移



もともと、こちらも着工と同様、単月による振れが大きいので、4月以降の累計で見ると、契約率が68.4%、新規発売戸数が同▲12.4%と、24年ぶりの低水準となっており、販売環境が停滞している様子が窺える。物件価格の割高感が残るほか、所得環境の回復ペースも鈍いことで、マンション業者は慎重に物件供給を行なうとみられ、今後もマンション着工は減速傾向で推移するとみる。

貸家着工戸数については、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、低金利環境による追い風もあって、着工増が続いてきたが、足元では増勢が一服している。供給増による賃貸アパートの空室率の拡大を懸念する見方が強まっていることなどから、投資を慎重にすすめる動きが広がる可能性が高く、今後の貸家着工は減衰に向かうとみている。

今後の住宅投資は、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（1戸あたり125万円）などの各種住宅支援策のほか、低金利環境の継続が下支え要因になるとみる。一方、貸家の節税需要は減衰すると見込まれるほか、所得環境の回復ペースの鈍さを背景に、消費者は慎重に物件購入の検討を進めるとみられ、住宅着工は鈍化傾向で推移するとみている。2016年度は年度前半の着工増が寄与し、通年では昨年をやや上回る93万戸程度を見込むものの、2017年度は89万戸程度と予想する。2018年度は、2019年10月に予定される消費増税を控えた駆け込み的な動きが出てこよう。前回の消費増税時には増税の2四半期前から着工増の動きが強まったことから、今回も同様に2018年度末にかけて駆け込み需要が発生するとみる。ただ、前回の増税で需要の先食いがあったほか、増税幅も2%にとどまることから、押し上げ効果は小さいとみており、通年では前年度と同程度の89万戸を予想する。

（4）設備投資は緩やかな回復

設備投資の先行指標を見ると、機械受注（船舶・電力を除く民需）は足元で弱含んでいるものの、

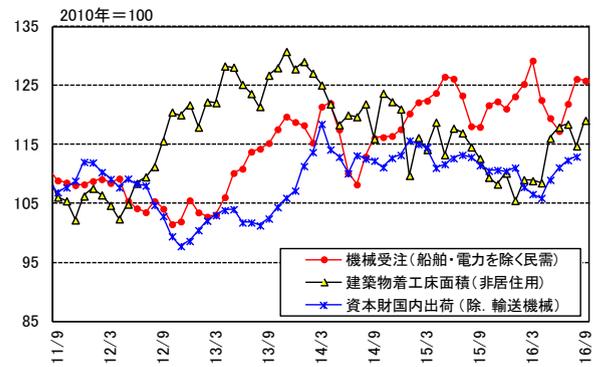
資本財国内出荷（除. 輸送機械）は、春先以降、回復傾向で推移しているほか、建築物着工床面積（非居住用）も、夏場にかけて大きく上昇し、その後も均せば改善傾向が続いている。先行指標からは、今後の設備投資が、緩やかに回復する可能性が示唆される（図表1-12）。

9月調査の日銀短観における2016年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース、含む土地投資額）は前年比+1.7%と、6月調査の同+0.4%から小幅上方修正されたものの、9月調査としては過去3年平均（同+4.6%）を大きく下回る伸びにとどまった。内訳では、製造業が同+6.1%と、過去3年平均（同+10.8%）を大きく下回っているほか、非製造業も同▲0.6%と、過去3年平均（同+1.6%）を下回り、いまだ前年比マイナスにとどまっている。なかでも、製造業の中小企業が同▲15.3%と、過去3年平均（同+3.5%）を大きく下回ったことが足を引っ張っている。年明け以降の円高の影響や、世界景気の回復力の弱さなどを受け、厳しい収益環境が続いていることから、多くの企業は慎重に投資計画の実行を進めているとみられる。

日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業ベース）の推移を見ると、6月調査が+1、9月調査が0、先行き12月の予測が▲2と、足元では設備過剰感が解消し、先行き不足へと向かうとの見方が示されている（図表1-13）。このうち製造業では、6月調査が+4、9月調査が+3、先行き12月の予測が+2と、緩和方向で推移しつつも、やや過剰感が残る見通しである。生産能力指数を見ると、スマートフォン関連需要を受け、電子部品・デバイスなど、一部の業種では昨秋に能力増強の動きがみられたものの、全体としてみれば抑制傾向が続いている（図表1-14）。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、国内では慎重に進められるとみている。一方、設備の老朽化が進んでいることで、国内設備の維持・補修への投資が見込まれるほか、人手不足が懸念されるなか、企業は生産性向上などを目的として、合理化・省力化投資を進めるとみる。研究開発投資についても、輸送用機械での環境・安全技術、一般機械での環境技術・医療分野などを中心に底堅く推移すると予想する。加えて、国内では、研究開発拠点との連携や、新製品開発のためのマザー工場としての需要もあって、製造業の設備投資は緩やかな持ち直し傾向で推移するとみる。

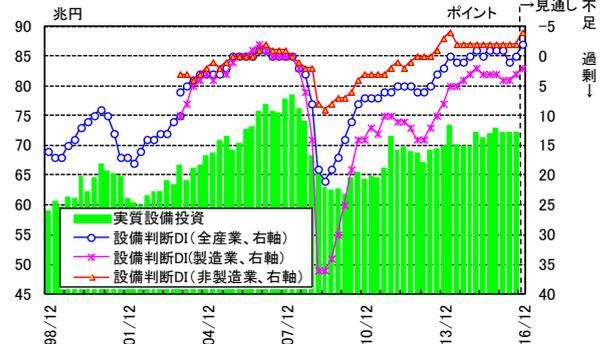
一方、非製造業の設備判断DIは、6月調査が▲2、9月調査が▲2、先行き12月の予測は▲4と、先行き不足感が強まる見通しである。人手不足が強まるなか、省人化投資の根強い需要が続いているとみられるほか、運輸・不動産での安全対策や、鉄道の高速度化関連の投資も見込まれる。通信では、

（図表1-12）設備投資先行指標の推移（3カ月移動平均）



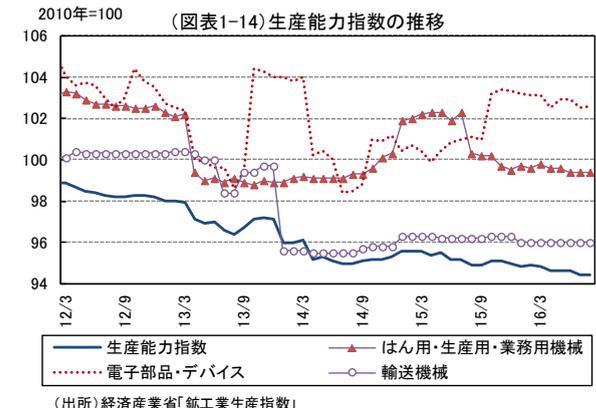
（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

（図表1-13）実質設備投資と日銀短観設備判断DI



※製造業と非製造業のDIは2003年12月以降
（出所）内閣府、日銀「短観」

（図表1-14）生産能力指数の推移



（出所）経済産業省「鉱工業生産指数」

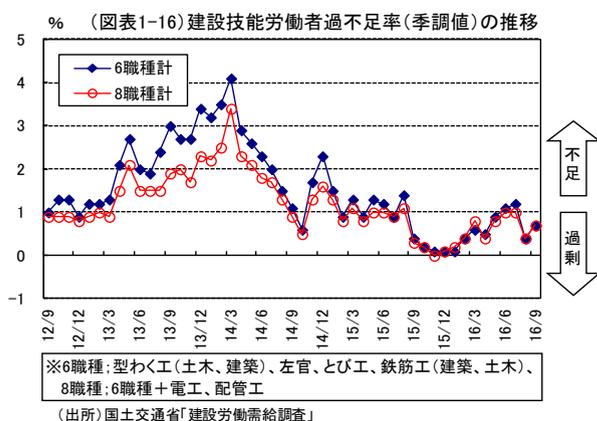
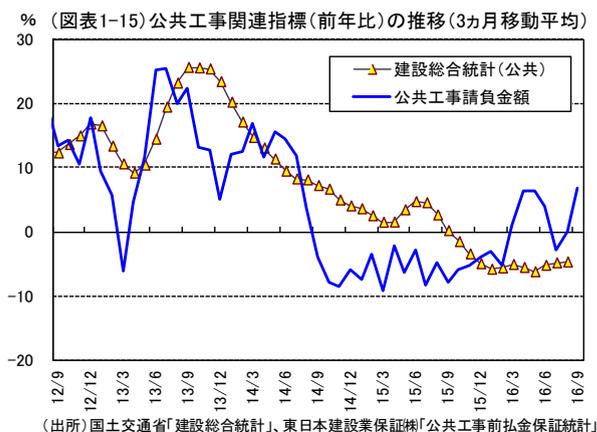
固定・携帯の基地局投資が一巡しているとみられるものの、ホテルなどの宿泊関連では、ビザ発給要件の緩和などによる訪日外国人数の増加を受けた投資が進められる可能性が高い。2020年開催のオリンピックを見すえた都心部の大型開発案件も追い風となろう。すでに高水準の投資が続いていることで、高い伸びは期待できないものの、非製造業の設備投資は今後も底堅く推移しよう。

今後の設備投資は、収益環境の先行き不透明感などを背景に、投資スタンスの慎重姿勢が続くとみられるものの、更新維持・省力化投資などが下支えになると見込まれるほか、非製造業の底堅さもあって、均せば緩やかな回復が続くと予想する。

(5) 公共投資は増加傾向を予想

10月のさくらレポート(日銀地域経済報告)を見ると、公共投資の判断は、東北が「高水準で推移」としているほか、北海道、北陸、関東甲信越では「増加」、その他の地域でも「持ち直し」や「下げ止まり」としており、いずれの地域でも地域経済の回復に寄与している様子が示されている。

出来高に先行し、発注段階の動向を示す公共工事請負額(3ヵ月移動平均)を見ると、4月は前年比+6.3%、5月は同+6.5%、6月は同+4.0%と、年度当初から高い伸びが続いた(図表1-15)。2016年度一般会計予算の公共事業関係費は約6兆円と、昨年度の当初予算並みであるが、今年度は例年と異なり、上半期中に8割の執行を目標としたことや、熊本地震復興・復旧の補正予算0.8兆円なども寄与したとみられる。7月は同▲2.8%といった鈍化したものの、8月は同+0.1%、9月も同+6.8%と、足元では再び改善傾向にある。10月に決定した補正予算4.5兆円(一般会計予算の第2次と東日本大震災復興特別会計の合計)のうち2.2兆円程度が公共投資関連と見込まれることなどから、今後についても公共工事請負額は回復傾向で推移する可能性が高い。



東日本大震災以降、人手不足が公共投資のボトルネックとなってきた。国土交通省の建設労働需給調査で、建設技能労働者過不足率(季節調整値、8業種計)を見ると、年初から不足率が拡大傾向で推移、7月には+1.0%まで上昇した(図表1-16)。その後は、不足率がやや緩和し、8月以降は+0%台で推移しているものの、職種別では、型わく工(土木)が+2.1%、鉄筋工(土木)が+1.7%となるなど、業種によるバラツキも大きく、不足状態の解消は見通し難い状況にある。ただ、建設業界では、ICT技術の活用や、工期を圧縮する工法の導入、人員配置などの工程管理の工夫などの対策を進めていることなどから、人手不足による工事進行への悪影響は、従来よりも緩和している様子も窺える。

人手不足は人件費の上昇を通じ、建設工事費の押し上げ要因となっているものの、資材価格の下落の影響もあって、工事原価の動きを表す建設工事費デフレーターは、直近12ヵ月中10回で前年比マイナスとなっている(図表1-17)。今後は、資材価格の落ち着きと人件費の上昇を受け、再度

前年比プラス圏に浮上するとみるが、公共工事を見積もる際に使用する労務単価（国土交通省が年1回発表）が、2012年以降、毎年引き上げられるなど、入札環境の改善が続いており、コスト増が公共投資の大幅な進捗の遅れにつながることはないとみている。

今後については、2016年度第2次補正予算の効果で、当社試算では、+0.4%程度の実質GDPの押し上げが見込まれる。東京オリンピック開催に向けた各種施設建設や、道路網などのインフラ整備に係る着工も顕在化してくるとみられるほか、外国人観光客4,000万人時代に向けたインフラ整備、リニア中央新幹線建設への対応なども見込まれることなどから、公共投資は均せば増加傾向で推移すると予想する。

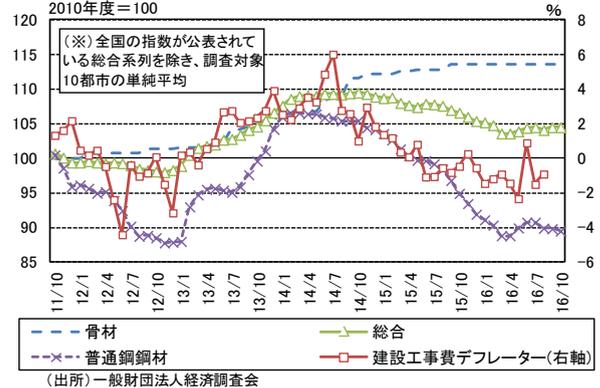
（6）輸出は持ち直し傾向で推移

貿易統計によると、9月の輸出金額は前年比▲6.9%と、12ヵ月連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は2ヵ月連続で縮小するなど、持ち直しに向かいつつある（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、年明け以降の為替の円高推移などを背景に、11ヵ月連続のマイナスとなる一方、輸出の実勢を示す輸出数量は2ヵ月連続のプラスとなっている。

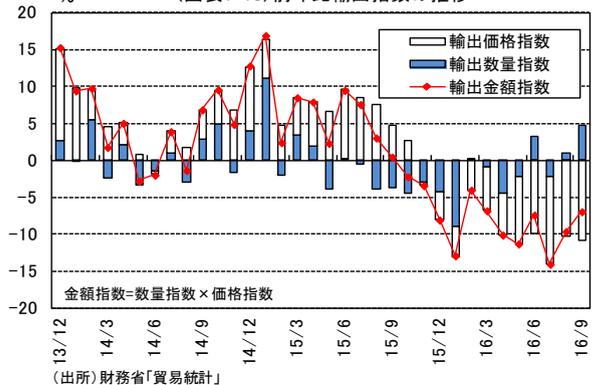
一般的に、通貨高は、名目輸出金額の下押し圧力になるほか、数量面でも、外国通貨建てで見た製品価格の上昇を通じて、マイナスの影響を与えられている。ただ、日本では、これまでの円安局面において、主力のはん用・生産用・業務用機器や輸送用機器では、契約通貨ベースの輸出物価がさほど引き下げられておらず（図表1-19）、値下げによる輸出数量拡大の動きもみられなかった。輸出競争力のある企業を中心に、現地通貨での製品価格変動を抑えるPTM（Pricing-to-Market）を志向していることから、円高が定着した場合でも、契約通貨ベースの価格は今後も大きく変動しない可能性が高く、輸出数量に与える影響は大きくないとみている。

一方、輸出数量の地域別の動向について、内閣府が発表している輸出数量指数（季調値）の推移を見ると、足元では多くの地域で上向き兆しが見える（図表1-20）。7-9月期平均では、米国向けが前期比+0.2%、EU向けが同+0.3%、アジア向けが同+0.6%と、主要地域向けがいずれも改善し、全体では同+0.3%の増加となった。米国向けは、同国個人消費の回復を受け、輸送機器などを中心に増加したほか、アジア向けは、新型スマートフォンの発売に伴い、半導体電子部品などの情報関

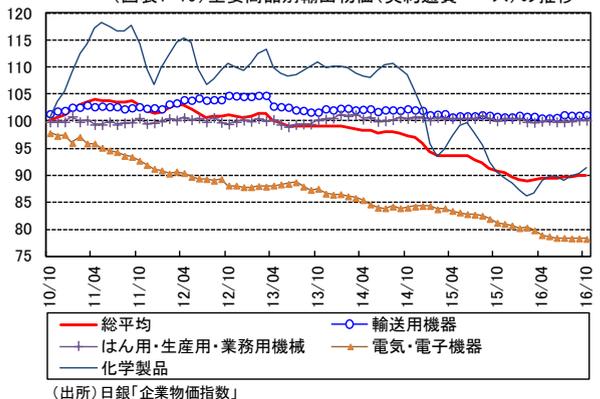
（図表1-17）建設資材価格指数と建設工事費デフレーター（前年比）



（図表1-18）前年比輸出指数の推移



2010年=100 （図表1-19）主要商品別輸出物価（契約通貨ベース）の推移



連が堅調に推移したとみられる。

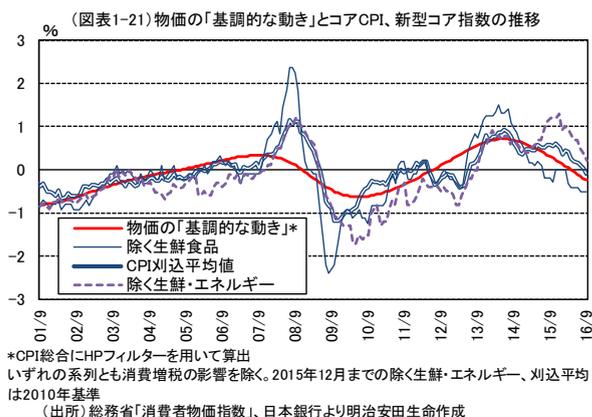
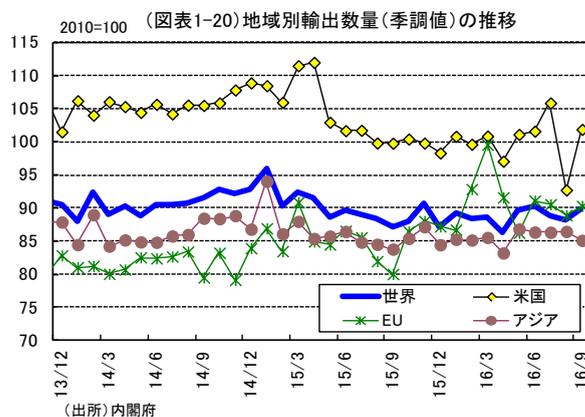
今後の米国向け輸出は、東日本大震災以降のグローバルなサプライチェーン構造の変化が、引き続き回復の足かせになるとみている。ただ、米国では、個人消費の回復基調が続く可能性が高いほか、2017年以降は、トランプ次期大統領の政策を受け、減税や公共投資拡大による景気押し上げ効果も期待できることなどから、同国向け輸出は今後も底堅さを維持するとみる。アジア向けは、今後は新型スマートフォン発売に関連する押し上げ効果が徐々に弱るとみられるほか、中国景気の停滞の影響が残るとみるものの、アジア新興国景気の減速が一服するなか、一段の下振れ懸念は和らいでいる。構造的な下押し圧力は残るものの、底堅い米国景気などに支えられ、輸出は緩やかな持ち直し傾向で推移するとみる。

一方、輸入は大きく落ち込んでいる。9月の輸入金額は前年比▲16.3%と、21ヵ月連続のマイナスとなった。輸入金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸入価格は同▲14.9%と、21ヵ月連続のマイナスとなった一方、輸入数量は同▲1.6%と、直近6ヵ月中では前年比プラスとマイナスの月が半々となるなど、一進一退での推移が続いている。今後は原油などの資源価格の持ち直しに伴い、輸入価格が上昇することで、輸入金額も増加傾向で推移するとみており、貿易黒字幅は徐々に縮小すると予想する。

(7) コア CPI は緩やかな上昇

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月に前年比+1.5%と、2008年10月以来の高い伸びを記録したものの、その後急速に鈍化に向かった（図表1-21）。昨年央以降は、しばらく前年比0%前後での推移が続いたが、3月以降、再び下落傾向を強め、9月は同▲0.5%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つのコア指標（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」は弱い。

2015年末以降のコア CPI の伸び鈍化の一因として、円安による物価の押し上げ効果が弱く、逆に年明け以降の円高が下押し圧力となっていることが挙げられる。生鮮食品を除く食料や家庭用耐久財、教養娯楽耐久財などの為替相場の影響を受けやすい品目を見ると、年明け以降、物価押し下げ方向に寄与している状況が見て取れる。当社の試算では、為替相場が1%円高に振れた場合、コア CPI の押し下げが最大になる時点は、円高の発生から12ヵ月後との結果を得ており、年明け以降の円高は、輸入品価格の下落を通じて、来春にわたって物価押し下げ方向に寄与すると予想する。



需要面からの物価上昇圧力も緩やかである。潜在成長率が 0% 台の低位とみられるなか、今後も需給ギャップは改善傾向で推移するとみているが、名目賃金の上昇ペースが緩慢で、個人消費の回復力は弱いと見込まれることなどから、需給ギャップの改善が力強く物価を押し上げていく状況には至らないとみる。

家計や企業の期待インフレ率も、鈍化傾向が続いている。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）導入前後の水準まで伸びが鈍化している（図表 1-22）。日銀は 9 月会合で、人々が「物価は中央銀行の目標水準に収束する」と考える「フォワード・ルッキングな期待形成」を通じて、期待インフレ率を高めていくために、「オーバーシュート型コミットメント」を導入した。ただ、日本では、日銀が「総括的な検証」でも指摘しているとおり、過去の実績に引きずられる「適合的な期待形成」の要素が強いことから、期待インフレ率は上がりづらい状況が続くとみている。

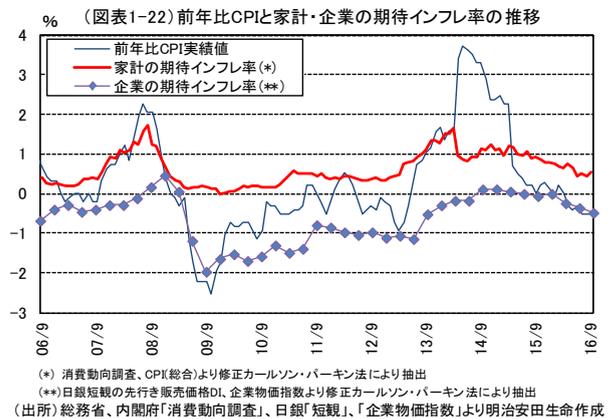
今後のコア CPI は、エネルギー価格の下落の影響が緩和していくことで、年明け以降はマイナス圏を脱するとみるが、その後の上昇ペースも緩やかで、2016 年度通年では前年比▲0.3%程度にとどまるとみている。2017 年度については、エネルギー価格がプラスに転じるとみるものの、年度当初は、2016 年初からの円高の影響が残るとみられるほか、需要面からの押し上げ圧力も緩やかとみており、通年では 0% 台半ば、2018 年度も +1.0% 前後の上昇にとどまると予想する。

（8）QQE はわずかに延命されただけ

9 月の日銀の金融政策の枠組み変更のテーマは、「量的・質的金融緩和（QQE）の持続性の担保」と「イールドの過度なフラット化の修正」の 2 点だった可能性が高い。7 月に黒田総裁が総括検証の実施を表明した時点で、結論先にありきだったのは明らかで、総括検証はもっともらしい理屈を後講釈で加えたにすぎない。本来であれば、国債買入れ額を縮小すればそれだけで事足りたに相違ないが、日銀としては、①これまでの政策の誤りを認めるわけにはいかないこと、②金融緩和強化の建前を維持したかったこと、③リフレ派のメンツをつぶせないこと、という 3 大話をまとめなければならず、その結果が、複雑で矛盾を孕んだ枠組みにつながったと考える。

QQE の延命が図られたとはいえ、もともと 2017 年にも限界に突き当たると言われていた寿命が、1~2 年伸びただけではないか。国債買入れ額は徐々に減額が進んでいく可能性が有力だが、2% 達成まで買入れ自体は続く。新しいコミットメントもインフレ期待につながる可能性は低く、流動性の枯渇とともに、債券市場のボラティリティが増し、日銀の買い増しとの悪循環に陥る可能性もある。

一方、首尾よくインフレ期待が醸成されればされたで、日銀に投げ売りが殺到し、長期金利を抑制するためのさらなる買い増し（金融抑圧）が余儀なくされる可能性もあるだろう。それで実質金利が低下すれば、悪性インフレや資本逃避に歯止めがかけられなくなる。その意味で、延命策が出口戦略を楽にしたわけでは全くない。市場の安定がいつまで続くかは予断を許さない。



(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に（相場予想は2017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やかな回復（示現確率：55%）

日本の景気は引き続き緩やかな回復が続く。雇用需給は引き締まった状態が続くものの、潜在成長率が0%近辺まで低下するなか、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きにくい。ただ、2017年度の前半にかけては、過去の原油価格低下が引き続き景気の下支えとなる。2018年度はオリンピック需要に加え、米国の拡張財政も追い風となろう。長期金利は基本的に低位での推移が続くが、ボラティリティが増す場面もあろう。株価は底堅い推移を見込むが2万円を大きく超える展開は難しい。為替は米国の経済政策が円安要因となる。

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～120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～110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%）

景気減速に伴い、日銀が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を繰り返す、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2018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〉

7－9月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋2.9％と、4－6月期の同＋1.4％から伸び幅が拡大した。実質金利がきわめて低水準であることから、10－12月期も景気回復基調が続くと予想する。雇用環境の改善や、緩和的な金融環境などに支えられ、2017年から2018年にかけても、緩やかな景気回復が継続するとみる。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることや、減税策が期待できることなどもあって、回復基調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、雇用者数の増加などを背景に、持ち直しに向かうと予想する。

設備投資は、企業業績の改善などに支えられ、回復傾向で推移するとみている。ただ、外需が伸び悩むことで、力強い回復には至らないと予想する。輸出は、海外景気の先行き不透明感が残ることから、伸び悩むとみる。

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、2018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予想する。

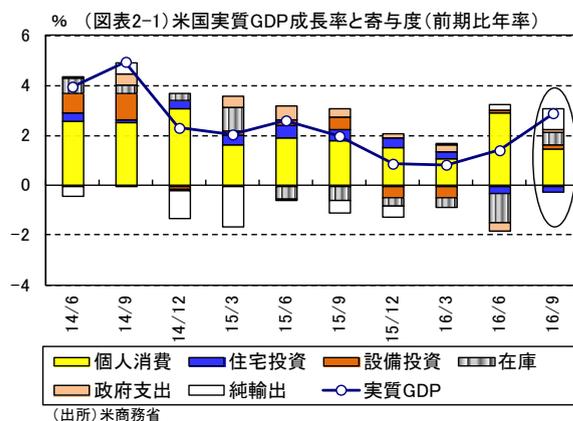
（1）7－9月期は回復基調が継続

7－9月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋2.9％と、4－6月期の同＋1.4％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＋4.3％→＋2.1％と、伸び幅が2四半期ぶりに縮小したものの、緩やかな回復が継続した。一方、住宅投資は同▲7.7％→▲6.2％と、2四半期連続で減少した。設備投資は同＋1.0％→＋1.2％と、知的財産投資などに支えられ、2四半期連続で増加。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は▲1.2％→＋0.6％と、6四半期ぶりのプラスとなった。輸出は前期比年率＋1.8％→＋10.0％、輸入も同＋0.2％→＋2.3％と、いずれも2四半期連続で増加したが、輸出の増加幅が大きかったため、純輸出の成長率全体に対する寄与度は＋0.2％→＋0.8％と、プラス幅が拡大した。政府支出は前期比年率▲1.7％→＋0.5％と、2四半期ぶりに増加した。

実質金利がきわめて低水準であることから、10－12月期も景気回復基調が続くとみる。雇用環境の改善や、緩和的な金融環境に支えられ、2017年から2018年にかけても、緩やかな景気回復が継続すると予想する。

（2）個人消費は回復基調が続く

米国の個人消費は、雇用環境の改善などに支えられ、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年春先以降、均せば＋2％を上回る安定的な伸びを維持している（図表2-2）。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

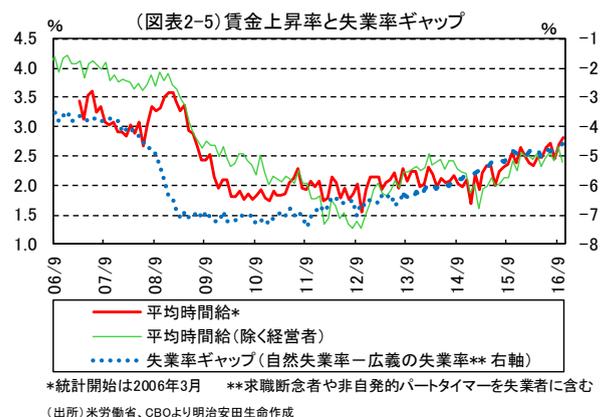
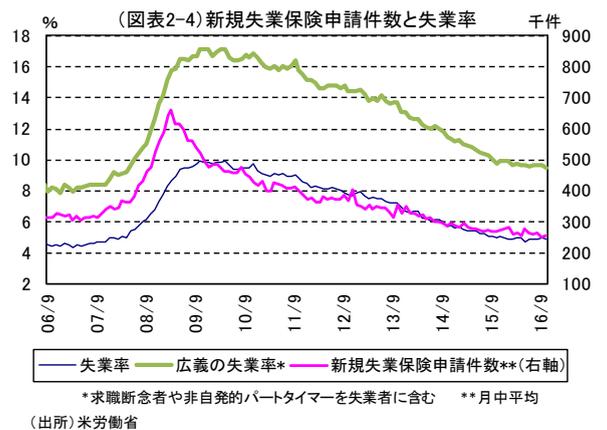
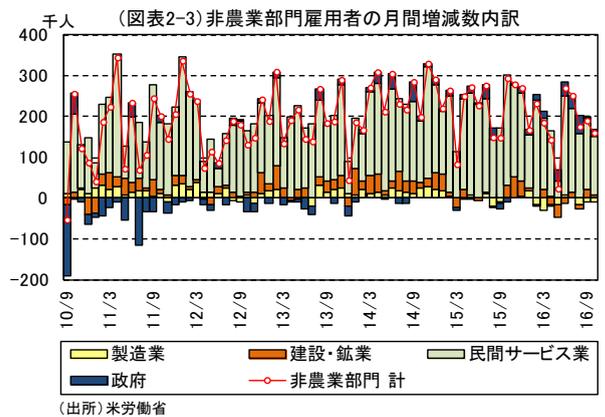
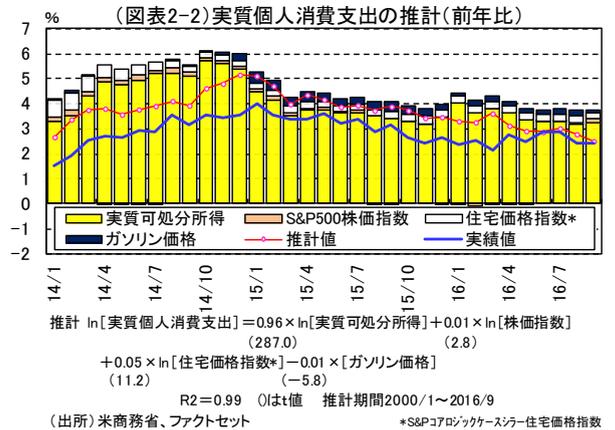


向上につながっている点が挙げられる。今年のガソリン価格は均せば2ドル/ガロン台前半で推移しており、2014年半ばの3ドル/ガロン台後半に比べ大きく低下している。実質可処分所得、S&P500株価指数、S&Pコアロジックケースシラー住宅価格指数、ガソリン価格を説明変数とする実質個人消費の推計では、ガソリン価格低下による消費の押し上げ効果が継続している可能性が示唆される。もっとも、WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格の推移を見ると、2月中旬につけた12年ぶりの安値（26ドル/バレル）から持ち直している。今後は、ガソリン価格低下による押し上げ効果が徐々に弱まるとみられる。

一方、雇用環境の改善は、引き続き個人消費を支える可能性が高い。10月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+16.1万人と、増加幅が2ヵ月ぶりに縮小した（図表2-3）。ただ、過去2ヵ月分が計+4.4万人上方修正されている。加えて、雇用統計発表後の新規失業保険申請件数は25万件台と、記録的な低水準での推移が続いている（図表2-4）。平均時間給の伸び（前年比）を見ると、昨夏以降、伸び幅が拡大傾向で推移している（図表2-5）。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）を見ても、2010年4月の17.1%をピークに改善傾向が続いており、失業率ギャップ（自然失業率－広義の失業率）のマイナス幅は縮小傾向で推移している。まだ労働市場には緩み（スラック）が残っているとみるが、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。

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後押しするとみられる。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（図表2-6）。住宅ローンも2014年から純増しており、家計が債務返済を優先してきた状況はすでに一巡している。

加えて、11月8日の米大統領選では、所得税減税などを主張する共和党のトランプ候補が勝利した。同時に行なわれた議会選挙では、小さな政府をめざす共和党が上院、下院ともに過半数を占める結果とな



った。トランプ次期大統領が掲げる極端な政策が議会に受け入れられるかどうかなど、実際の政策の実現性を見きわめる必要があるものの、次期大統領と議会がいずれも減税措置に前向きであることから、2017年以降は減税効果が期待できる（図表2-7）。

労働市場の需給改善によって、賃金は今後も改善が続くとみられるほか、家計のバランスシートの正常化が進んでいることや、減税策が期待できることなどもあって、個人消費は回復基調が続く可能性が高い。

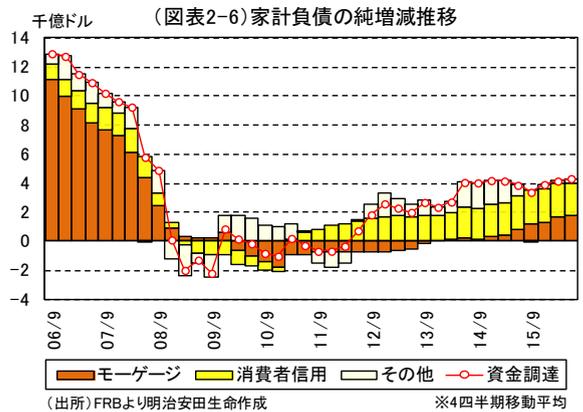
（3）住宅投資は持ち直しへ

米国の住宅投資は、足元では弱含んでいる。関連指標のうち、住宅着工件数の推移を見ると、9月は年率換算で104.7万戸、前月比▲9.0%と、2ヵ月連続で減少し、ほぼ1年ぶりに110万戸を下回った（図表2-8）。ただ、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122.5万戸、同+6.3%と、2ヵ月連続で増加しており、住宅着工件数も今後は持ち直しに向かうとみられる。

一方、住宅販売件数を見ると、9月の新築住宅販売件数は年率換算で59.5万戸、同+3.1%と、2ヵ月ぶりに増加した。中古住宅販売件数も年率換算で547万戸、同+3.2%と、3ヵ月ぶりに増加し、販売件数は均せば回復トレンドが続いている。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を大きく上回っている（図表2-9）。6ヵ月先の販売見通しは70を上回る高水準で推移しており、建設・不動産業者は強気の見通しを維持している。

販売堅調の背景には、歴史的な低水準にある住宅ローン金利や、雇用環境の改善などがある。住宅ローン金利（30年固定）の推移を見ると、2013年秋ごろから低下に転じ、FRB（米連邦準備制度理事会）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2-10）。

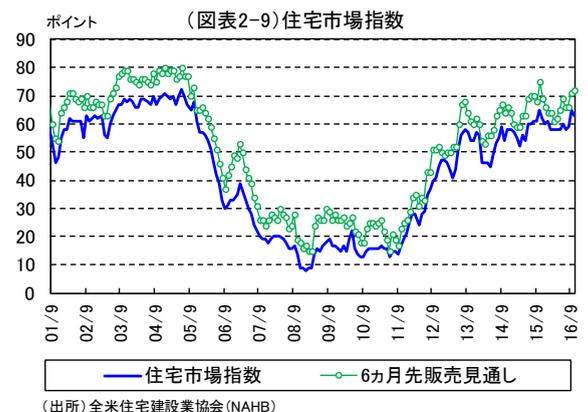
銀行の住宅ローン貸出態度も緩和的である。FRBが公表する銀行の住宅ローン貸出態度調査を見ると、各種住宅ローンのいずれの調査項目でも、貸出態度を3ヵ月前に比べ「厳しくした」と回答した銀行の割合が、「緩くした」と回答した銀行の割合以下とな



(図表2-7) 新大統領の掲げる主な政策

税制	<ul style="list-style-type: none"> ・所得税の税率区分を7段階(10~39.6%)から3段階(12、25、33%)へ簡素化 ・法人税を35%から15%へ引き下げ ・企業の海外所得への課税
インフラ投資	・民主党の大統領候補クリントン氏が訴えてきた2,750億ドル(5年間)の2倍以上を主張
通商	<ul style="list-style-type: none"> ・TPP廃止 ・NAFTA見直し
医療	・オバマケアを廃止
移民	・不法移民排除
銀行規制	・ドッド・フランク法廃止

(出所) 各種報道等



っている（図表2-11）。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、低金利環境は引き続き住宅投資を後押しするとみている。

一方、FRBが10月に公表したベージュブックでは、一部の地区で住宅在庫件数が低水準であり、販売を抑制していると報告されているほか、全米不動産協会も在庫不足が販売回復の足かせになっていると指摘している。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ている。もっとも、人口面から見た住宅需要は底堅い。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。

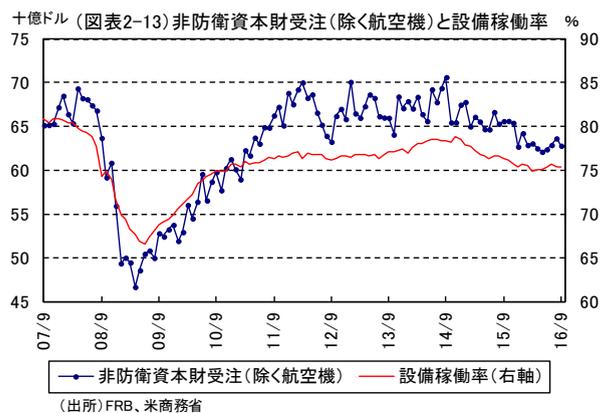
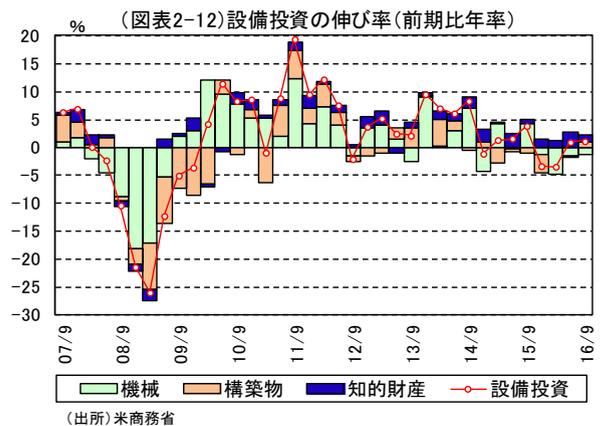
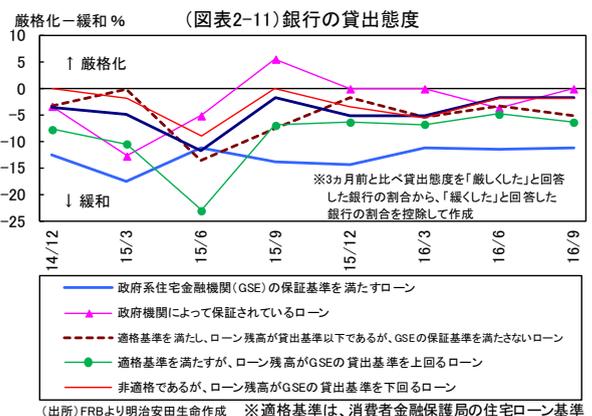
世帯数の増加が続くなか、住宅ローン金利が低水準であることや、雇用者数の増加傾向が続いていることなどから、今後の住宅投資は持ち直しに向かうと予想する。

（4）設備投資は力強い回復には至らないと予想

米国の設備投資は、2014年秋以降、停滞気味の推移を余儀なくされている（図表2-12）。7-9月期の設備投資の内訳を見ると、知的財産投資は13四半期連続で増加したほか、構築物投資も2四半期ぶりに増加した。ただ、機械投資は4四半期連続で減少し、回復の足かせとなっている。

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。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、減速傾向で推移している（図表2-13）。設備稼働率も、2014年冬場から低下傾向が続いており、設備過剰感は和らいでいない。

一方、企業経営者による経済団体ビジネスラウンドテーブルの調査を見ると、向こう半年間の設備投資を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回っている（図表2-14）。中小企業の



経済団体である全米独立企業連盟（NFIB）による調査でも、方向性は改善に向かっている。英国のEU離脱が、今後の海外景気に与える下押し圧力や、トランプ次期大統領が掲げる極端な政策を巡る先行き不透明感などが企業景況感に与える悪影響には警戒が必要だが、今のところ、企業の設備投資計画への悪影響は限定的なものにとどまっている。

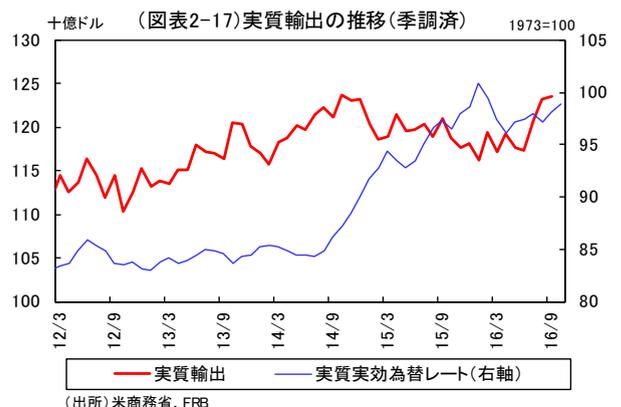
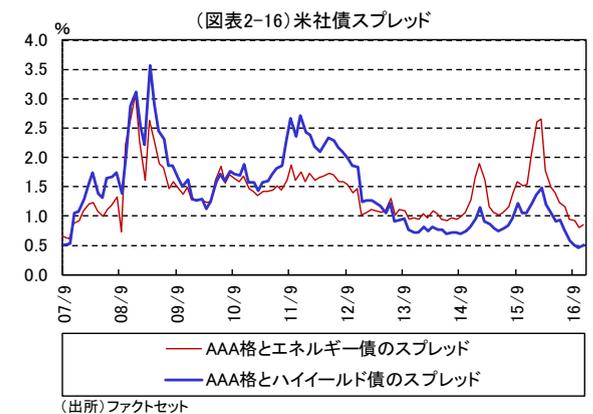
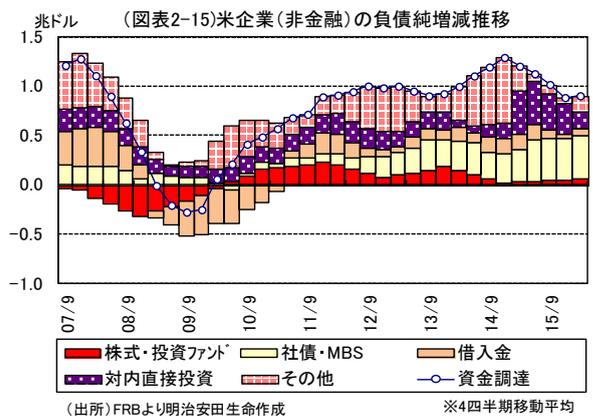
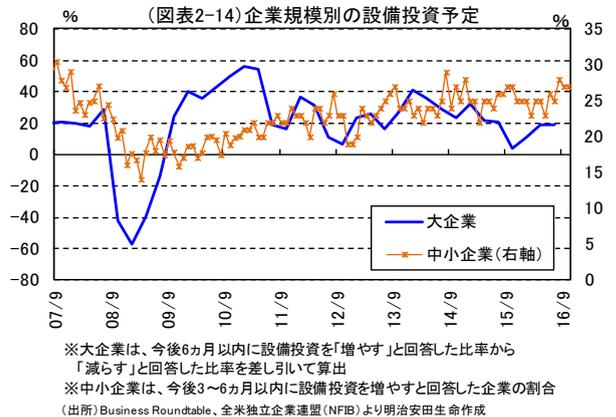
企業の設備投資見通しが底堅い背景には、企業収益の回復期待や、緩和的な金融環境が継続していることなどがある。S&P500株価指数を構成する企業の業績予想を見ると、7-9月期は5四半期ぶりに増益となる見通しである。業種別に見ると、一般消費やヘルスケアなどの企業収益は堅調に推移する見通しであり、内需関連業種が引き続き設備投資を下支えする可能性が高い。エネルギーは引き続き減益が続く見通しだが、原油価格が今年2月の安値からは持ち直していることなどもあって、業績の下方修正傾向には歯止めがかかっている。また、トランプ次期大統領が主張する巨額なインフラ投資は、財政赤字の拡大につながる懸念があるものの、老朽化した道路や橋などへの対策で議会と合意できれば、資本財や素材などの業種は恩恵を受けるほか、同次期大統領が提唱する法人税の減税措置（税率35%→15%）が実現すれば、企業には追い風となる。

一方、米企業（非金融）の負債純増加額を見ると、社債発行による資金調達の増加傾向が続いており、低金利環境が企業の事業展開を引き続き下支えするとみられる（図表2-15）。各種社債スプレッドの推移を見ると、業績悪化が続いてきたエネルギーセクターの社債やハイイールド債と、信用格付けの高い社債のスプレッドが縮小傾向で推移しており、企業の資金調達環境は改善傾向が続いている可能性が高い（図表2-16）。

今後の設備投資は、企業業績の改善などに支えられ、回復傾向で推移するとみている。ただ、英国のEU離脱交渉の本格化や、新興国景気などで先行き不透明感が残るなか、外需が伸び悩むとみられることから、力強い回復には至らないと予想する。

（5）輸出は伸び悩む

米国の輸出は、昨年初めから減速傾向を強めてき



たが、足元では持ち直しつつある（図表2-17）。実質実効為替レートを見ると、2014年央からのドル高トレンドが一服しており、ドル高に伴う輸出の下押し圧力は和らいでいる。

米国の輸出額（過去1年間の平均）を品目別に見ると、航空機や機械などの資本財（含む自動車）が全体の46%を占める。次いで、石油製品や化学などの産業資材が27%、消費財が13%、食料品が9%となっている。財輸出の伸び（前年比）を品目別に見ると、石油製品や化学などの産業資材は昨秋以降、原油価格の持ち直しを背景に減少幅が縮小傾向で推移しており、全体を押し上げている（図表2-18）。加えて、洪水で農作物に悪影響が出た南米向けに大豆が急増したことで、足元では食料品が堅調に推移している。

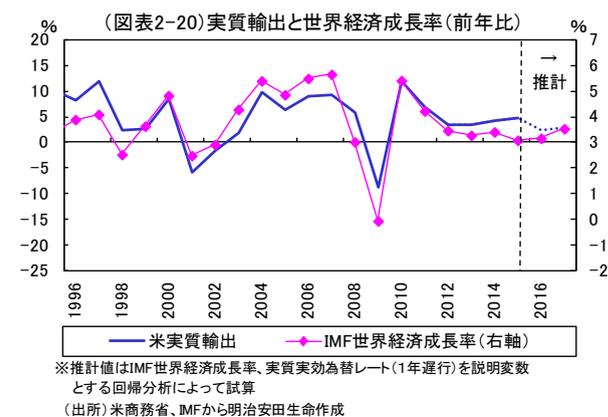
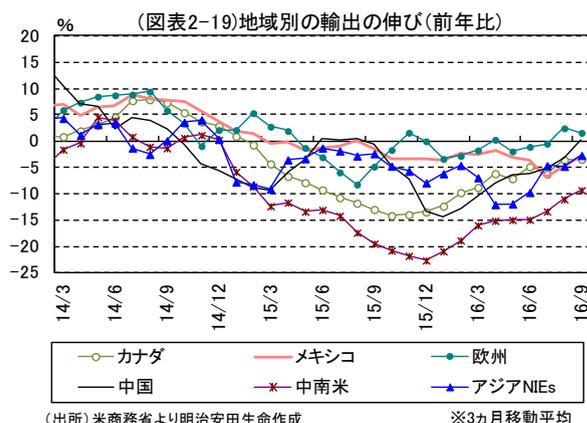
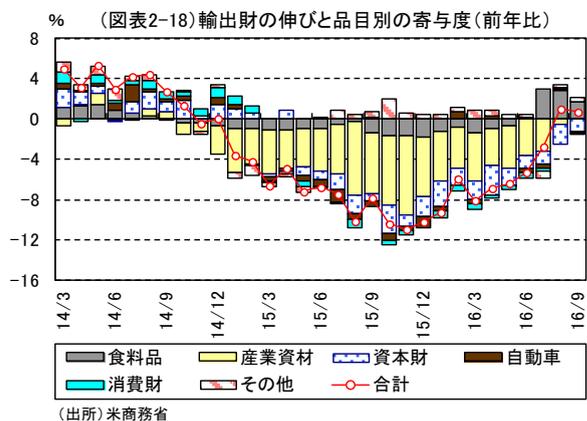
財輸出の伸び（前年比）に対する相手国別寄与度を見ると、資源国のカナダや、ブラジルを中心とした中南米向けは2016年以降、持ち直し傾向が続いている（図表2-19）。中国向けは年明け以降、改善傾向で推移しているほか、中国を除くアジア新興国も年央から回復に向かっている。加えて、欧州向けは足元で底堅い推移が続いている。もっとも、英国のEU離脱交渉を巡る先行き不透明感が残るほか、経済の構造転換を進める中国の景気も下振れ懸念がくすぶり続けている。

IMF（国際通貨基金）が10月に公表した世界経済見通しを見ると、世界の実質GDP成長率は、2016年が前年比+3.1%、2017年が同+3.4%と、いずれもすえ置かれた（図表2-20）。国別に見ると、英国は2016年が上方修正された一方、2017年は下方修正された。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強まるとみられる。加えて、トランプ次期大統領は、既存のNAFTA（北米自由貿易協定）の見直しや、TPP（環太平洋経済連携協定）の反対を主張するなど、保護主義的な政策を掲げている。閉鎖的な通商政策は中期的な輸出回復の阻害要因になる。

FRBは利上げを継続するとみられるなか、新興国からの資金流出への懸念が残るほか、中国を中心とするアジア新興国の景気回復には力強さが欠ける。海外景気の先行き不透明が残ることから、今後の輸出は伸び悩むと予想する。

（6）利上げは年2回前後のペースを予想

9月20-21日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジが0.25-0.50%ですえ置かれ、利上げは見送られた。一方、声明文では、「景気見通しに対する

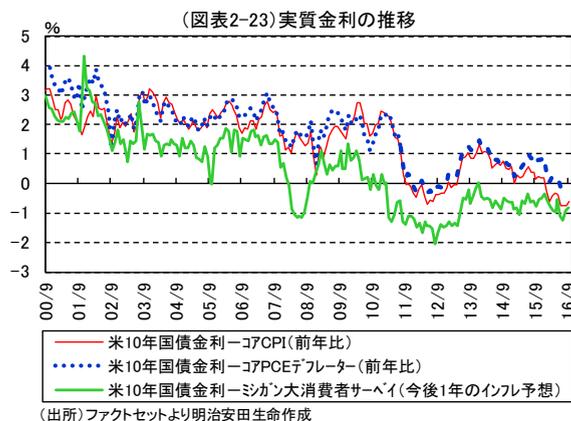
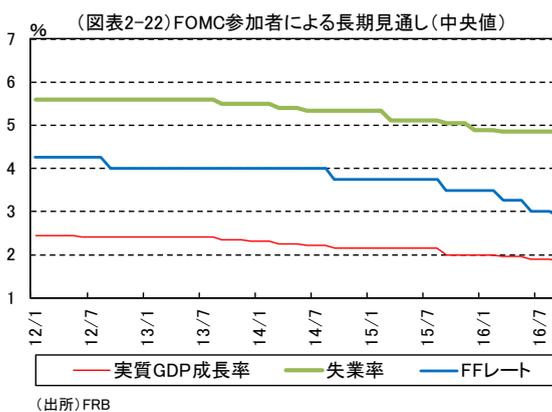
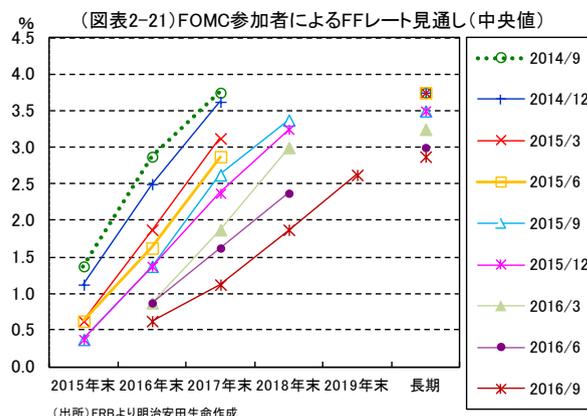


短期的なリスクは弱まった」のうち、「弱まった」が「概ね安定しているとみられる」へと変更。年明け以降の金融市場の混乱を受け、1月26-27日開催のFOMCで削除された「リスクは安定」との文言が、5会合ぶりに復活した。FRBのイエレン議長は記者会見で、「利上げの根拠は強まったが、目標達成に向けた進展の継続を裏付けるさらなる証拠を待つ」と述べ、昨年9月に利上げを見送った際に用いた「さらなる証拠を待つ」とのコメントを繰り返した。「全ての会合がライブ」との発言も復活し、英国のEU離脱決定後の様子見姿勢が和らいでいる様子を示した。

11月1-2日開催のFOMCでも、利上げは見送られたが、声明文では「委員会はFFレートを引き上げる根拠が強まったと判断するが、当面は目標に向けた進展の継続を裏付けるさらなる証拠を待つことを決定した」との一文が、「委員会はFFレートを引き上げる根拠が引き続き強まったと判断するが、当面は目標に向けた進展の継続を裏付ける幾らかのさらなる証拠を待つことを決定した」へと変更。「さらなる根拠を待つ」との一節に「幾らかの」が付け加えられたことで、利上げ時期が近づいているとの見方が示された。

一方、9月のFOMCで更新されたFFレートの見通し（FOMC参加者17名の予想中央値）を見ると、2016年末が0.875%から0.625%（誘導目標レンジ0.50-0.75%の中央値）、2017年末が1.625%から1.125%、2018年が2.375%から1.875%へと、いずれも下方修正された（図表2-21）。長期見通しも3.000%から2.875%へと引き下げられ、利上げペースはさらに緩やかになるとみるFOMC参加者が増えた。イエレン議長は8月のジャクソンホールでの講演で、「生産性が低く、世界的な貯蓄過剰が続けば、中立金利は低いままにとどまる」と述べ、需要不足が慢性化する可能性に警戒感を示した。バーナンキ前FRB議長も8月に、労働生産性の伸びの鈍化によって、潜在成長率が低下してきたとの見方を示した。ここ数年、成長率がFOMCの予想を下回る一方、失業率が予想以上に低下してきたことも、潜在成長率低下の可能性を示唆しているとコメントした。FOMCによる長期見通しを見ると、実質GDP成長率、失業率ともに下方修正が続いている（図表2-22）。今回の利上げ局面は、政策金利が中長期的に中立金利の水準まで到達する期間が過去にないほどきわめて長いものになる可能性が高い。

実質金利がきわめて低い水準で推移するなか、緩和的な金融環境が引き続き米国景気を下支えするとみている（図表2-23）。米国景気は今後も回復傾向が続くとみられ、2018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予想する。



2. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏景気は、回復傾向が続いている。英国のEU離脱を巡る先行き不透明感が残るものの、ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策や、各国の財政スタンスの緩和などに支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。ただ、企業部門のバランスシート調整圧力が残ることなどから、2018年にかけての回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

個人消費は、雇用環境の改善などを背景に、緩やかな回復が続くと予想する。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ものの、企業債務の高止まりなどを背景に、回復ペースは鈍いままとみる。輸出は、新興国向けなどが足かせとなって、伸び悩む展開が続くとみる。

ECBは、年内に資産買入れ策の延長などを決定し、2017年3月以降も資産買入れを継続すると予想する。

一方、英国景気は年明け以降、EU離脱を巡る先行き不透明感などを背景に、減速に向かうと予想する。2018年は、先行き不透明感が和らぐことで、回復に向かうとみる。

（1）7-9月期は緩やかな回復

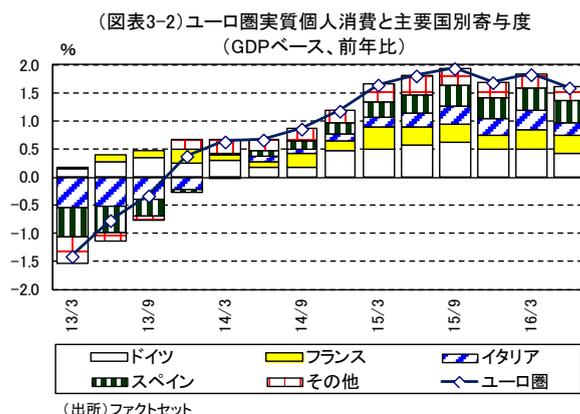
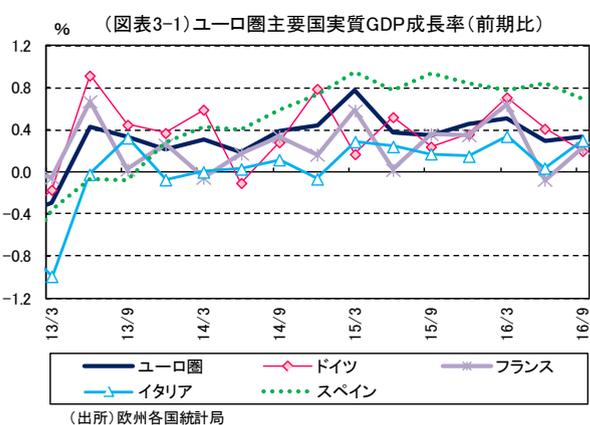
7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率（改定値）は前期比+0.3%と、4-6月期と同じ伸び幅となった（図表3-1）。国別の成長率を見ると、フランス（4-6月期：同▲0.1%→7-9月期：+0.2%）とイタリア（同0.0%→+0.3%）は、いずれも2四半期ぶりにプラスとなったものの、ドイツ（同+0.4%→+0.2%）は2四半期連続で伸び幅が縮小。スペイン（同+0.8%→+0.7%）も、4四半期ぶりに伸び幅が縮小した。

今後のユーロ圏景気は、英国のEU離脱を巡る先行き不透明感が残るものの、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に支えられ、回復傾向が続くと予想する。ただ、企業部門のバランスシート調整が残ることから、2018年にかけての回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

（2）個人消費は緩やかな回復が続くと予想

ユーロ圏の個人消費は2013年冬以降、回復傾向が続いている。4-6月期の実質個人消費は前年比+1.6%と、11四半期連続のプラスとなった（図表3-2）。主要国別では、ドイツとフランスは同+1%台半ばの伸びを維持しており、底堅い推移が続いているほか、スペインは同+3%台の高い伸びを維持している。

個人消費回復の背景には、雇用環境の改善や、緩

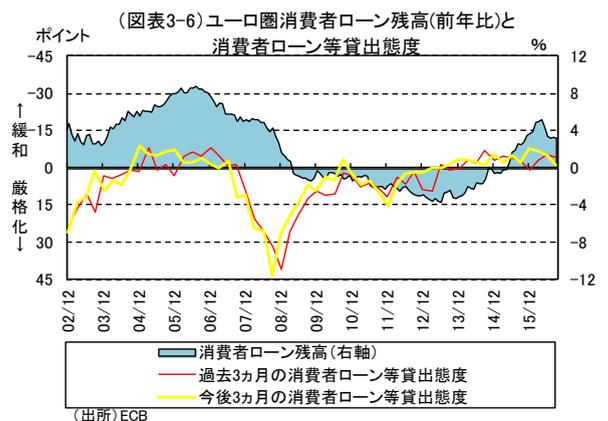
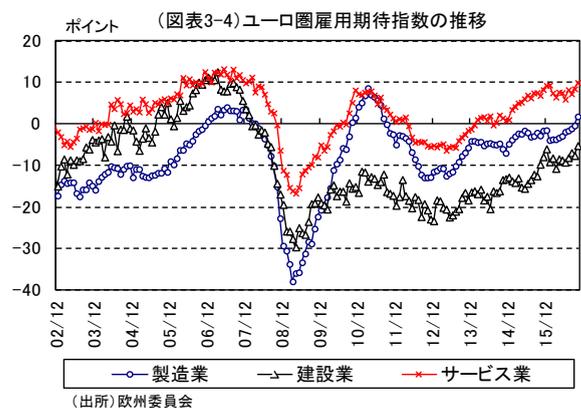
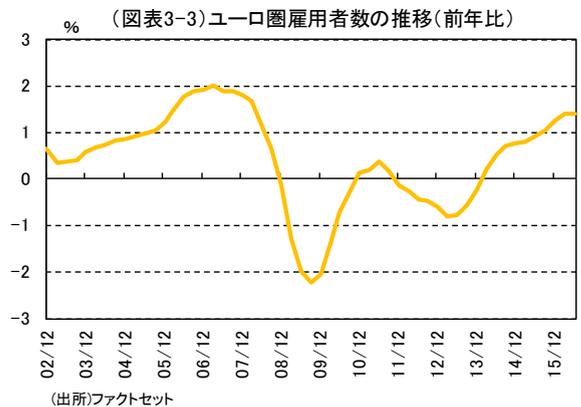


和的な金融環境がある。雇用者数の伸び（前年比）を見ると、2013年央以降、改善傾向が続いている（図表3-3）。欧州委員会が発表する企業景況感調査の対象項目のうち、雇用期待指数を見ると、企業収益が回復するなか、サービス業を中心に上昇傾向で推移している（図表3-4）。失業率を見ても、9月は10.0%と、2013年春以降、低下傾向が続いている（図表3-5）。ただ、OECD（経済協力開発機構）が6月に公表したユーロ圏の自然失業率である9.2%と比べると、依然として高く、失業率にはさらなる低下余地がある。

家計の借入れ環境も緩和的である。ECBによる銀行の消費者ローン貸出態度調査を見ると、「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」と回答した割合を三四半期連続で上回った（図表3-6）。消費者ローンも昨春以降、増加傾向が続いており、緩和的な金融環境が個人消費を後押ししている。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13四半期連続で上回っている。イタリアやドイツなどで、銀行の経営不安が高まるなかでも、銀行は消費者ローンに対し緩和的な貸出態度を維持している。南欧諸国の不良債権問題は残るものの、ドイツなどの主要国を中心に、ECBによる緩和的な金融政策が個人消費を引き続き下支えするとみている。

一方、家計部門のバランスシート調整はゆっくりしたペースで進んでいる。家計負債の対可処分所得比を見ると、2010年末をピークに改善傾向が続いている（図表3-7）。ただ、2000年代前半と比べれば依然として高水準である。2000年の通貨ユーロ導入後、ドイツと同様の低金利環境で資金調達が可能になった南欧諸国では、国外からの資金流入が住宅資産バブルと家計負債の拡大につながった。その後、バブル崩壊と金融危機が重なった後遺症で、いまだに家計部門のバランスシート調整が続いている。

雇用環境の改善や、緩和的な金融環境などに支えられえ、ユーロ圏の個人消費は回復傾向が続くとみている。ただ、家計のバランスシート調整が残ることから、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



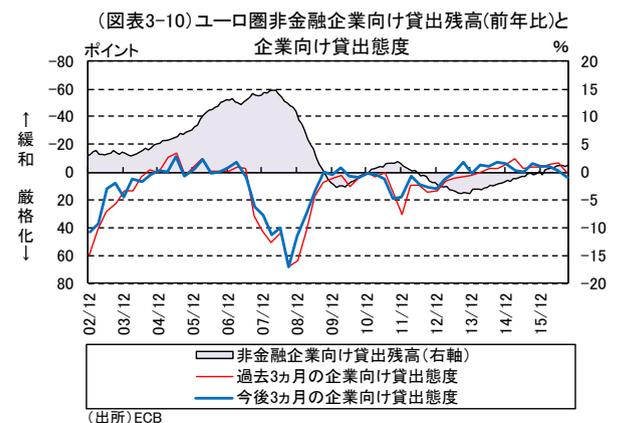
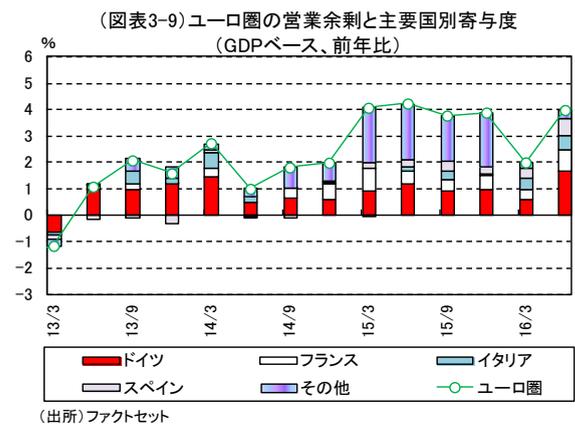
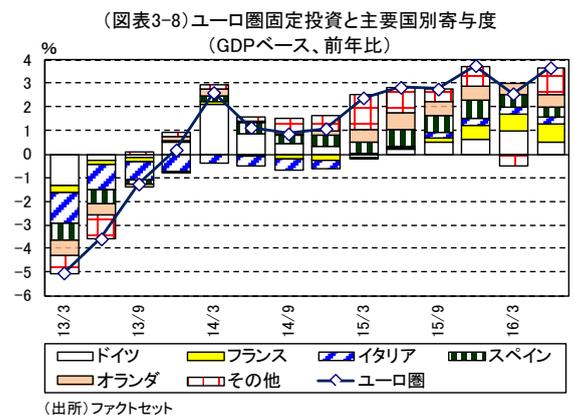
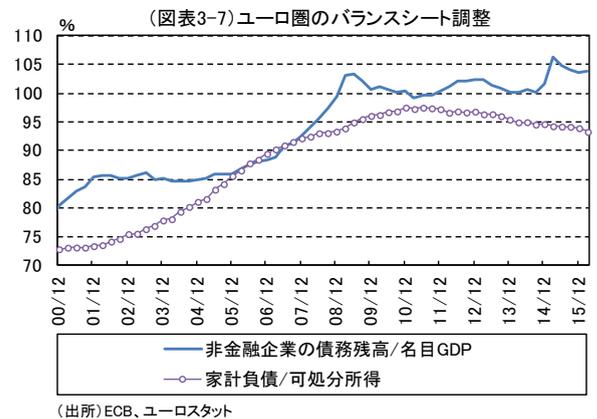
(3) 固定投資の回復ペースは鈍い

ユーロ圏の固定投資は、改善傾向が続いている。4-6月期の実質固定投資は前年比+3.7%と、11四半期連続のプラスとなった(図表3-8)。国別に見ると、ドイツとフランスが底堅く推移しているほか、スペインとオランダが堅調に推移している。

固定投資回復の背景には、企業業績の持ち直しや、低金利環境が続いていることなどがある。GDPベースの営業余剰を見ると、4-6月期は同+4.0%と、13四半期連続のプラスとなった(図表3-9)。前期比ベースで見ても、8四半期連続のプラスとなり、企業業績は回復が続いている。ECBの資産買入れ策への期待が高まった2014年に、ユーロ安が大きく進んだことや、2014年後半以降に原油価格が下落した影響で、交易条件が改善したことなどが、企業業績には追い風になっているとみられる。

一方、ECBによる銀行の貸出態度調査を見ると、非金融企業への貸付に関して、「過去3ヵ月」に貸出態度を「緩くした」と回答した割合が、「厳しくした」と回答した割合とほぼ同じとなったものの、「今後3ヵ月」の貸出態度については、「緩くする」と回答した割合が、「厳しくする」と回答した割合を11四半期ぶりに下回った(図表3-10)。不良債権問題が再燃しているイタリアなどで、貸出態度が厳格化した影響が大きい。ただ、銀行セクターへの不安が高まるなかでも、ドイツやフランスといった主要国では、貸出態度が依然として緩和的である。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、ユーロ圏全体としてみれば、低金利環境が引き続き固定投資を下支えしよう。

加えて、英国のEU離脱決定による企業景況感への悪影響も和らいでいる。企業景況感を示すユーロ圏の総合PMIを見ると、10月は53.3と、3ヵ月ぶりに改善し、英国のEU離脱決定後も底堅い推移を維持している(図表3-11)。欧州委員会が公表する直近の設備投資計画調査を見ると、2016年の設備投資計画は前年比+5.5%と、前年実績(同+4.3%)を上回る計画が示されている。英国のメイ首相は来年3月までにEU離脱交渉を開始する方針を示しているものの、企業の設備投資見通しは底堅い。



一方、企業のバランスシート調整が遅れていることは、今後の固定投資には向かい風である。企業債務残高の対GDP比率を見ると、2009年以降、高止まりが続いている（図表3-7）。イタリアやポルトガルといった南欧諸国では、銀行の不良債権比率が10%を上回っている。

英国のEU離脱を巡る先行き不透明感が残るものの、緩和的な資金調達環境などが引き続き固定投資を下支えするとみている。ただ、企業債務の高止まりなどを背景に、回復ペースは鈍いままとみる。

（4）輸出は伸び悩む展開が続くとみる

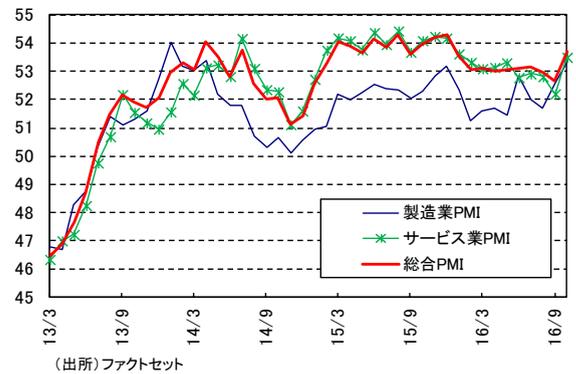
ユーロ圏の輸出は、均してみれば、停滞気味に推移している。四半期ベースの輸出金額の伸びを見ると、7-9月期は前年比▲0.3%と、3四半期連続のマイナスとなった（図表3-12）。

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、昨年央から低下傾向に歯止めがかかっている（図表3-13）。ユーロの名目実効為替レートを見ると、昨春からユーロ高が進行しているが、2月以降は横ばい圏での推移が続いており、足元ではユーロ高による価格指数の押し下げ効果が和らいでいるとみられる。

一方、輸出数量指数は2015年秋から持ち直し傾向で推移してきたが、足元では持ち直しペースが鈍化している。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、中国を中心とするアジア向けは一進一退で推移しているほか、米国向けも軟調に推移しており、全体を押し下げている（図表3-14）。ただ、ユーロ圏外EU向けが回復傾向で推移しているほか、ロシアなどのEU外欧州向けも上向いている。

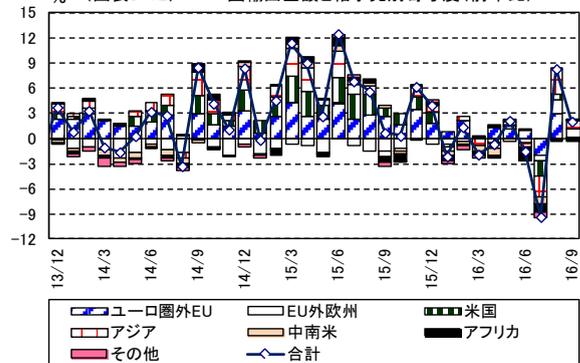
英国は来年3月末までに欧州理事会に対しEU離脱を通告し、基本的には2年間を期限とする交渉を行なうとしている。英国のEU離脱交渉がはじまれば、EUは英国と新たな経済協定を結ぶ必要があるが、英国に追随する国を避ける目的もあって、EUは安易に妥協しないとみられる。EUと英国の交渉は難航が予想され、新協定の内容が決まるまでには相当の時間がかかることとみられることから、向こう2,3年にわたる英国向け輸出への悪影響は限定的なものになるとみている。

ポイント（図表3-11）ユーロ圏製造業・サービス業PMI



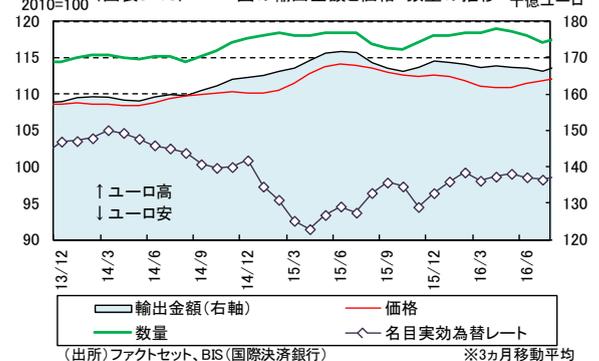
（出所）ファクトセット

%（図表3-12）ユーロ圏輸出金額と相手先別寄与度（前年比）



（出所）ユーロスタット

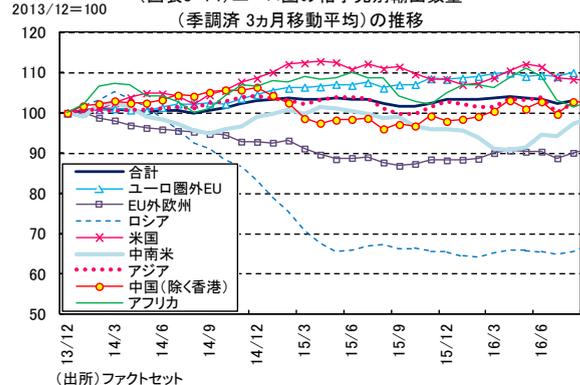
（図表3-13）ユーロ圏の輸出金額と価格・数量の推移 十億ユーロ



（出所）ファクトセット、BIS（国際決済銀行）

※3か月移動平均

（図表3-14）ユーロ圏の相手先別輸出数量



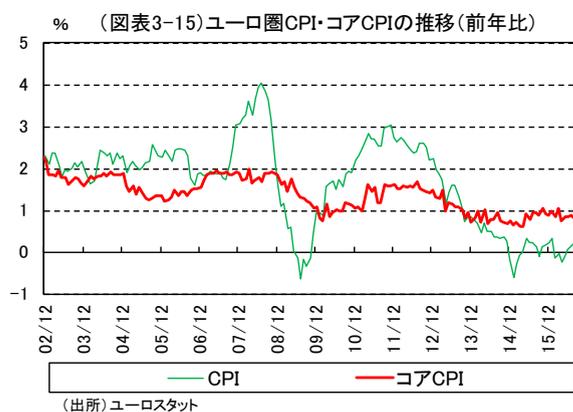
（出所）ファクトセット

一方、新興国向けの停滞は足かせとなろう。構造改革を進める中国では、景気の力強い回復が見込めないほか、中国とつながりの深いその他アジア新興国の景気にも大きな期待はできない。景気が堅調な米国向けが輸出全体を下支えするとみるが、中国を中心とするアジア新興国向けが足かせとなることで、輸出は伸び悩む展開が続くと予想する。

(5) ECBは資産買入れ策を継続

ECBは10月20日の政策理事会で、金融政策をすえ置いた。ECBのドラギ総裁は記者会見で、「資産買入れ延長の議論はなかった」と述べ、現時点で追加緩和に踏み切る必要はないとの見方を示した。一方、ECBが資産買入れの縮小（テーパリング）で合意に近づいていると一部のメディアで報じられたが、ドラギ総裁は「テーパリングや期間について議論しなかった」、「突然の資産買入れ終了の可能性は低い」と述べ、テーパリングの可能性を否定した。同総裁は「12月の理事会では、2019年までの経済に関する新しいスタッフ予想と、2017年3月までの、あるいは、必要であればそれ以降の資産買入れプログラムを円滑に実施する選択肢について各委員会の検討内容が得られる」と述べ、政策の見直しに前向きな姿勢を示している。

10月のCPI（速報値）は前年比+0.5%と、2ヵ月連続で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い（図表3-15）。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）は同+0.8%と、1%を下回る推移が続いており、基調的なインフレ圧力は強くない。スペインなどの南欧諸国で財政緊縮ペースが緩和しているほか、ドイツなどで難民対策への支出が続くと見込まれるなど、各国の緩和的な財政スタンスは景気を下支えするとみるが、外需の弱さや、企業部門などでのバランスシート調整、南欧諸国の構造改革の遅れなどから、物価の下振れリスクは根強く、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避け、資産買入れ策の実施期間の延長を選択するほか、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うとみる。ECBは「インフレ率の持続的な軌道が、中期的な目標である2%弱に整合的であることを確認できるまで、資産買入れ策を継続する」との方針を示しており、2017年3月以降も資産買入れを継続すると予想する。



(6) 英国経済は減速に向かうと予想

7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.5%と、15四半期連続のプラス成長となった（図表3-16）。前期の同+0.7%から伸びがやや鈍化したものの、均せば底堅く推移している。GDPの約7割を占めるサービス業が同+0.8%と、15四半期連続のプラスとなり、前期の同+0.6%から伸び幅も拡大したことが全体をけん引した。もっとも、英国のEU離脱（ブレグジット）を巡る不透明感を背景に、英国経済は年明け以降、減速に向かうとみている。

個人消費の動向に関し、供給側の統計である小売売上高（季調済、数量ベース）のトレンドを見ると、2013年から回復傾向が強まり、2014年以降は均せば前年比+5%程度の高めの伸びを維持するなど、消費の堅調さが示されている（図表3-17）。この背景には、雇用環境の改善が

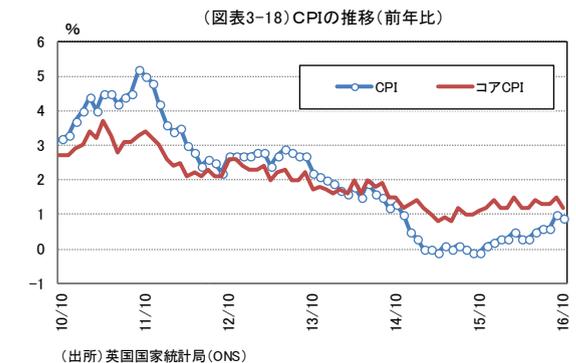
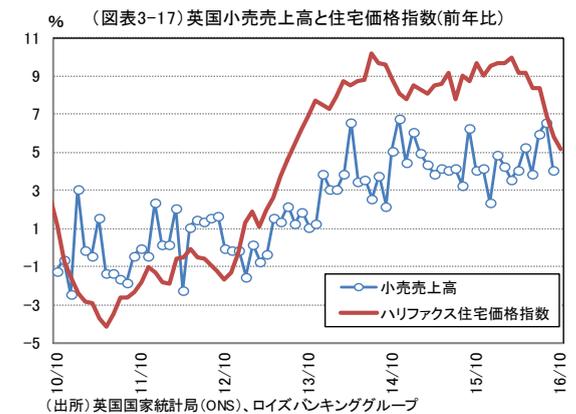
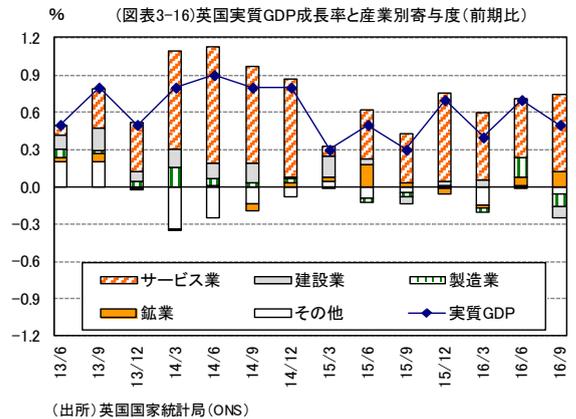
ある。雇用者数は、2012年ごろから増加傾向にあるほか、失業率は4.9%と、11年ぶりの低水準を維持している。一方、直近のイングランド銀行 (BOE) による調査を見ると、英国のEU離脱により雇用を減少させると回答している企業が多い。今後については、EU離脱協議に対する不透明感が増すとみられるなか、雇用環境は徐々に悪化に向かうとみている。

加えて、EU離脱決定を受けたポンド安に伴う物価上昇も、消費者の購買意欲を低下させるとみている。CPIの伸びを見ると、10月は前年比+0.9%と、9月の同+1.0%から伸び幅がやや縮小した(図表3-18)。ただ、原油価格の持ち直しや、ポンド安の進行に伴う輸入物価の上昇で、今後のCPIにはしばらく上昇圧力がかかるとみている。物価の上昇が続くことで、実質賃金は抑制された状態が続く可能性が高い。

住宅価格の上昇による資産効果は、これまでの個人消費を下支えしてきたが、今後ははく落するとみている。今後も、居住目的の購入者や、国内外の投資家の多くは、EU離脱決定の不動産価格への影響を見きわめるため、不動産の購入を控える可能性が高く、住宅価格は引き続き鈍化傾向で推移すると見込む。雇用環境の回復ペースの鈍化に加え、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、今後の個人消費は緩やかな減速傾向で推移すると予想する。

企業の生産活動は弱含んでいる。鉱工業生産を見ると、足元で減産傾向となっている。一方、企業景況感を示すPMI (購買担当者景況指数) (総合)を見ると、ブレグジット決定を受けて、7月には48.7まで悪化したものの、その後は改善に向かい、10月は54.8と、EU離脱を問う国民投票前の水準まで戻している。目先は生産が回復に向かう可能性を示しているが、EU離脱手続きが本格化すれば、企業景況感は再び停滞するとみている。

輸出は、2012年半ばごろから、ユーロ圏景気の回復力の弱さや、ポンド高などを背景に、停滞が続いていたが、2015年末以降、持ち直し傾向にある。足元の回復は、ブレグジットを巡る不透明感からポンド安が進んだことが大きい。ブレグジットの影響について、メイ首相は、「欧州理事会に対するEU脱退の通告」を2017年3月末までに行なうとしているが、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。今後の輸出は、ユーロ圏景気の回復鈍化が下押し圧力になるとみているが、最大の貿易相手国である米国の景気が回復傾向で推移すると見込まれるほか、ポンド安による価格競争力の改善が下支えとなつて、緩やかながら持ち直し傾向で推移す



ると予想する。

11月の金融政策委員会（MPC）では、政策金利（0.25%）、資産購入枠（4,350億ポンド）、資金供給スキーム（Term Funding Scheme, 最大1,000億ポンド）のすえ置きが、全会一致で決定した。議事録では、「短期の経済見通しは従来予想よりも改善するものの、長期的には従来よりも弱含む」との見方が示され、2017年のGDP成長率は従来予想の前年比+0.8%から同+1.4%へと引き上げられた一方、2018年は逆に同+1.8%から同+1.5%へ引き下げられた。インフレ予想については、2017年第4四半期は同+2.0%から同+2.7%へ引き上げられ、2018年第4四半期も同+2.4%から同+2.7%へ引き上げられている。議事録では「許容できるインフレ率の上昇には限度がある」と示されたほか、BOEのカーニー総裁は次の金融政策について、「（利上げ、利下げの）いずれの方向性にも動く用意がある」と述べている。

CPIは上昇傾向で推移すると見込まれることから、BOEは景気が減速に向かうなかでも、当面、様子見姿勢を余儀なくされるとみている。

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は、春先以降、それまでの減速傾向が和らいでいる。ただ、政府による景気支援策の効果が大きく、自律的な回復力は弱いままの状態が続いている。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は、景気の下押し圧力がさらに強まる可能性が高く、先行き不透明感は強い。政府は引き続き、財政・金融政策で景気を下支えし、緩やかな減速傾向となるよう、微妙なかじ取りを行なっていく方針とみられる。

(1) 中国景気は緩やかな減速傾向を予想

中国の2016年7-9月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.7%と、三四半期連続で同じ伸びとなった（前期比ベースでは+1.8%）（図表4-1）。ただ、政府によるインフラ投資や不動産市場の回復による寄与が大きいとみられ、自律的な回復には至っておらず、減速トレンドからは脱していない。

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。今後は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く、先行き不透明感は強い。政府は、引き続き財政・金融政策で景気の失速を避けつつ、緩やかな減速傾向となるよう、微妙な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) 生産・投資は弱めの動きを予想

企業マインドは持ち直し傾向で推移している。国家統計局が発表する10月の製造業 PMI（購買担当者景気指数）は51.2、前月差+0.8ポイントと、拡大と縮小の境目を表す50を8ヵ月連続で上回った（図表4-3）。PMIの構成項目を見ると、年明け以降、新規受注指数や生産指数の改善が目立っている。

企業規模別に見ると、中小企業は依然として50を下回っているものの、年明け以降、均せば改善傾向で推移している。国家統計局のPMIは調査対象が国有企業だが、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、10月は51.2、同+1.1ポイントと、こちらも夏場以降、回復傾向が続いている。政府による財政政策の効果が中小の民間企業まで波及し、景況感を下支え

(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)

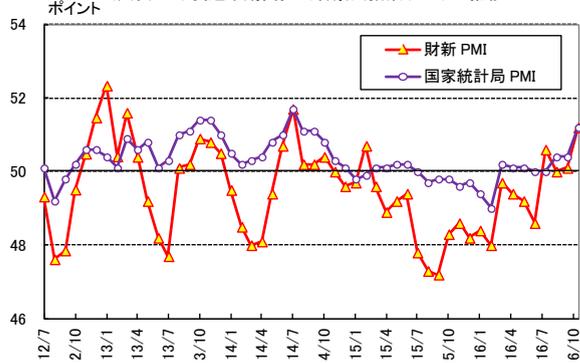


(出所) 中国国家統計局

(図表4-2) 中国実質GDP成長率予測(前年比)

	2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年 (予測)	2018年 (予測)
実質GDP成長率	6.9	6.6	6.3	6.3

(図表4-3) 製造業購買担当者景気指数(PMI)の推移



(出所) 中国国家統計局ほか

している様子が示唆される。

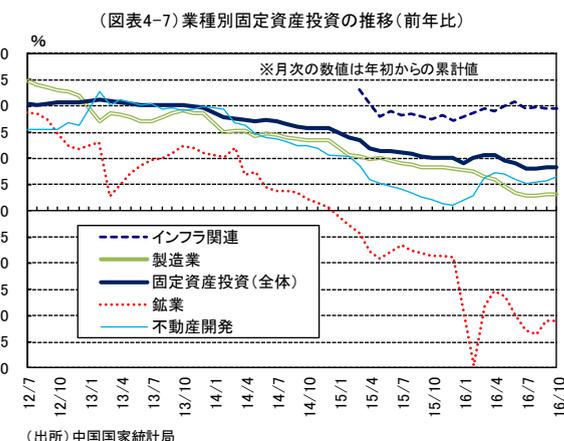
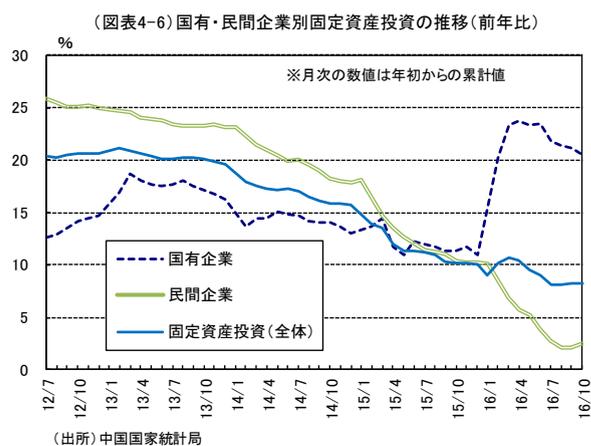
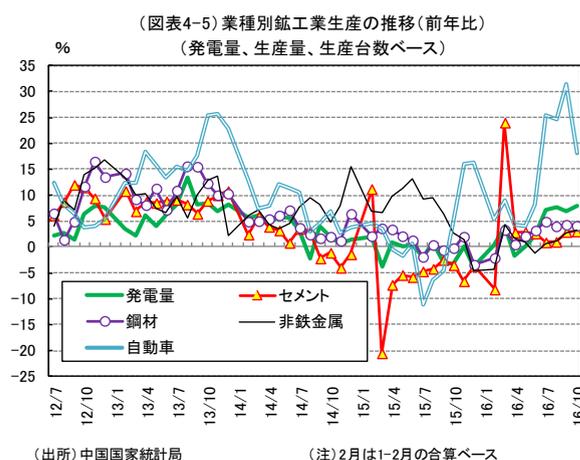
実際の経済活動の動きを示すハードデータを見ると、まず、鉱工業生産は、政府による景気支援策などを背景に、春先から、悪化傾向に歯止めがかかり、足元では前年比+6%付近での推移が続いている（図表4-4）。小型車向けの減税策を背景に、自動車の大幅増産が続いているほか、不動産市況の回復や政府による2兆元規模の交通インフラ投資を受け、鋼材、非鉄金属生産、発電量なども持ち直したことが下支えした（図表4-5）。

一方、固定資産投資は減速傾向に下げ止まりの兆しがみられる（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、夏場以降、減速傾向に歯止めがかかったものの、前年比+3%前後の低い伸びにとどまっている（図表4-7）。一方、運輸や水利・環境事業等のインフラ関連は20%近傍での高い伸びが続いている。政府の景気下支え策による効果が大きいですが、こうした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、2016年初以降、国有企業は20%を超える伸び幅となっているのに対し、民間企業は逆に減速傾向を強めている。夏場以降、減速傾向に歯止めがかかりつつあるものの、依然として投資回復の動きは鈍い。

今後の生産・投資については、政府の政策支援などを受けたインフラ関連投資が引き続き押し上げ方向に寄与するとみられる。一方で、住宅購入規制の強化を受け、不動産市況の鈍化が見込まれるほか、鉄鋼や石炭等過剰生産能力を抱える業種での生産設備の廃棄の動きが下押し要因になるとみられ、通年の鉱工業生産は6%を小幅下回る伸びにとどまるとみる。固定資産投資は、民間投資の回復の鈍さが下押し圧力となって、今後も一桁台後半の伸びが続くと予想する。

（3）輸出の回復ペースは鈍いと予想

輸出は、春先に底打ちした可能性があるが、その後の回復ペースは鈍い（図表4-8）。四半期ベースで見ると、7-9月期は前年比▲6.3%と、前期の同▲4.4%からマイナス幅が拡大し、6四半期連続のマイナスとなった（図表4-9）。地域別では、主要輸



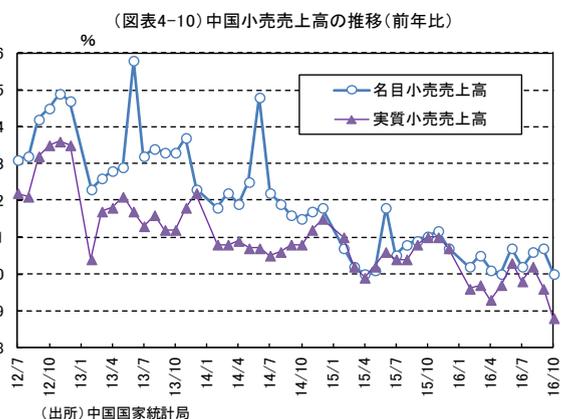
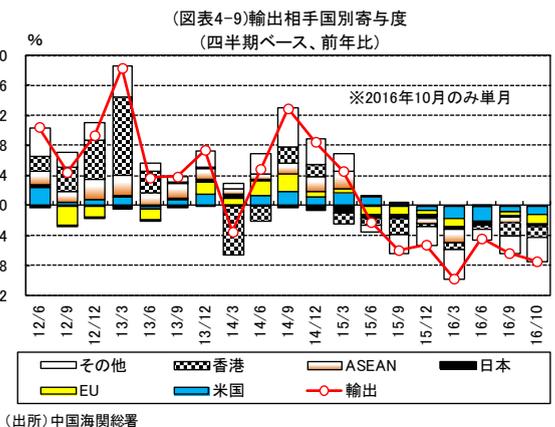
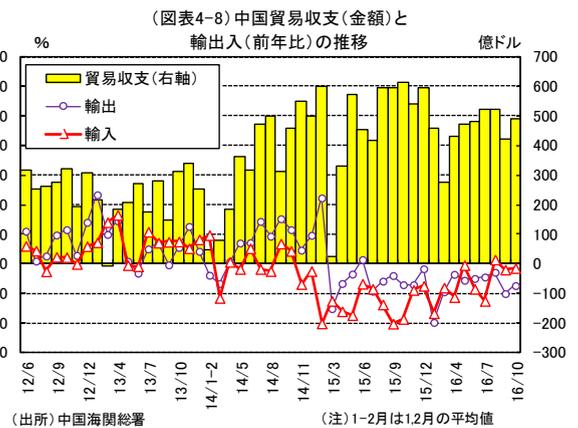
出先の米国向けが同▲0.7%と、4四半期連続のマイナス寄与、香港向けが同▲1.8%と、7四半期連続のマイナス寄与、EU向けが同▲0.6%と、6四半期連続のマイナス寄与、ASEAN向けが同▲0.7%と、2四半期ぶりのマイナス寄与となるなど、いずれの地域も低調な伸びとなった。10月単月の輸出金額も同▲7.3%と低迷が続いている。米国向けは同▲1.1%、EU向けは同▲1.4%、香港向けが同▲1.4%と、主要地域向けが軒並みマイナス寄与となっている。

製造業 PMI の新規輸出受注指数を見ると、10月は49.2と、50近傍で一進一退の動きが続いている。為替動向を見ると、9月初旬のG20首脳サミットや、IMF（国際通貨基金）のSDR（特別引き出し権）の構成通貨の採用がはじまる10月までは、人民銀行が元買い介入などをとおして、人民元相場の安定を図っていたとみられる。10月以降については、こうした元高圧力がはく落し、先安観が広がったことや、基準値が元安方向に設定されたことなどから、元安傾向で推移している。ただ、元安幅は8月末以降から10月前半までで▲0.5%、年明け以降の通算でも▲3.2%にとどまっていることから、価格競争力の回復による輸出数量の押し上げ効果は限定的とみる。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）個人消費は緩慢な回復を予想

個人消費は、春先以降、底堅い推移をみせていたものの、足元では勢いが鈍っている。10月の名目ベースの小売売上高は前年比+10.0%と、直近12ヵ月で最も低い5月の伸びまで鈍化した（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、まず、石油・石油関連製品（9月：同+2.9%→10月：+4.7%）はこのところの低迷を脱し、3ヵ月連続のプラスとなった。プラス幅も拡大傾向にある。一方、名目売上高に占めるウェイトが最も大きい自動車（同+13.1%→+8.7%）の伸びは鈍化し、小売売上高全体の伸びを押し下げた。小型車向け減税策が昨年10月に導入されたことで、同月が高い伸びだった反動という要因が大きい。建築材料（同+14.2%→+12.3%）も、一部の都市での住宅購入規制の強化などを受け、増勢が一服している。

中国自動車工業協会によると、自動車販売台数は、春先以降増加傾向となっており、減税効果が続いている（図表4-11）。減税策は2016年末で終了予定だが、景気の想定以上の下振れを防ぐため、再び減税策の延長を含めた経済対策が打たれる可能性が高い。ただ、昨年10月以降、乗用車販売台数の約7割が減税対象車であることから、需要先食いの反動などにより、年明け以降は弱めの動きに



転じると予想する。

足元のオンライン消費は同+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の代替となるものの、実店舗が近隣にない地域での取引拡大につながる可能性が高いことから、消費の裾野を広げているとみている。

雇用環境については、今後は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。9月には、国有鉄鋼大手企業2社の経営統合が発表された。過剰生産能力を抱える企業の再編・統合は、経営効率の改革につながる一方、雇用の喪失を招く可能性が高い。今後は、雇用環境の改善ペースの鈍化が下押し圧力となり、名目ベースの小売売上高の回復ペースは緩慢なものになると予想する。

(5) 住宅価格の上昇ペースは鈍化に向かう見通し

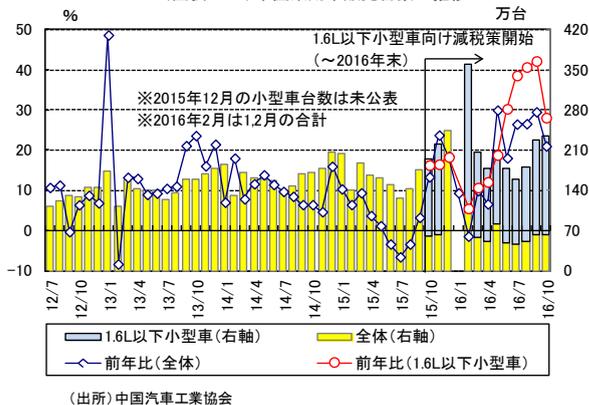
住宅価格は、2015年秋以降、上昇傾向で推移している。主要70都市の新築住宅価格（単純平均）の推移を見ると、9月は前月比+1.8%と、2ヵ月連続でプラス幅が拡大した（図表4-12）。経済規模などを基にした政府の基準に従い、70都市を1線、2線、3線以下の3つのカテゴリーに分けると、1線都市が全体の価格上昇をけん引している状況は変わらないが、2015年12月以降、2線都市も70都市平均を上回って推移しており、住宅購入の動きが、住宅購入規制が比較的緩い2線都市へと広がっている様子が窺える。

こうした状況を受け、9月後半以降、2線都市を中心に、約20都市において、最低頭金比率の引き上げなどの住宅購入規制の強化策が発表された。今後も、住宅価格の押し上げ圧力が、規制が強化されていない都市へと広がる可能性が高いことから、規制の対象都市数はさらに拡大するとみている。こうした政府の厳しい不動産価格抑制策を受け、住宅価格全体の上昇ペースは鈍化に向かうと予想する。

(6) 物価上昇圧力は限定的とみる

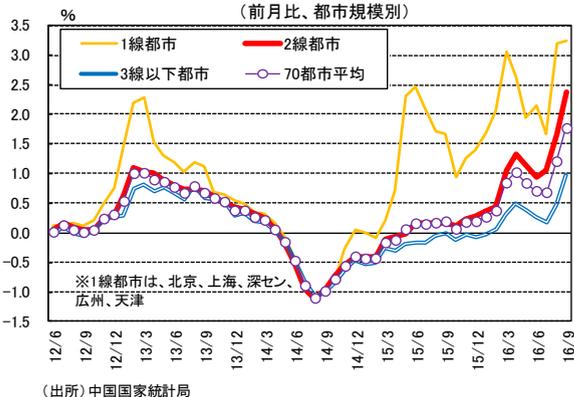
CPI（消費者物価指数）は、2016年初の前年比+2.3%をピークに鈍化傾向が続いており、依然として、2016年の政府目標の+3.0%前後を大きく下回る状況が続いている（図表4-13）。内訳を見ると、非食品価格は、年明け以降、ヘルスケアや娯楽・教育などが押し上げ圧力となって、緩やかに伸び幅が拡大傾向にある。国民の関心の高い食品価格は2月から4月にかけて同+7%を上回ったものの、その後は、均せばプラス幅が縮小傾向となった。9月以降、野菜価格の大幅な上昇が食品価格の押し上げに寄与したものの、今後は、悪天候による供給不足が和らぐとみられることや、去年の伸びの高かった時期

(図表4-11) 中国乗用車販売台数の推移



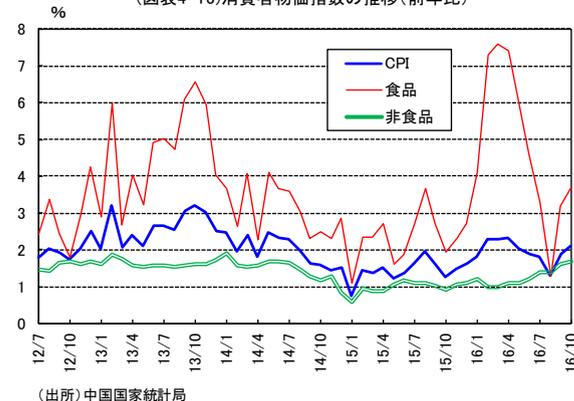
(出所) 中国汽車工業協会

(図表4-12) 新築住宅価格の推移 (前月比、都市規模別)



(出所) 中国国家統計局

(図表4-13) 消費者物価指数の推移(前年比)



(出所) 中国国家統計局

に差し掛かることなどから、食品価格の伸びは一服するとみている。今後の CPI については、内需の回復ペースの鈍さから、需要面からの押し上げ圧力は弱いものの、ガソリン小売価格が引き上げられたことで、交通・運輸価格の上昇が見込まれることなどから、+2%前後の推移が続くとみている。

人民銀行は、2月に預金準備率を引き下げた後、預金準備率、貸出・預金金利のいずれもすえ置いている。リーマン・ショック時の大型景気対策を受けた過剰投資を発端として、非金融企業の債務残高は拡大傾向にあり、2016年3月末の債務残高（対名目 GDP 比）は170%まで膨らんだ。政策金利の様子見姿勢は、債務残高のさらなる拡大の抑止を示しているものとみられる。住宅購入規制策が強化されていることから、当局は不動産債務の拡大についても抑制する方針とみている。今後については、景気下支えのため、預金準備率の引き下げを優先的に実施するとみており、2017年前半までに1回の実施を見込む。

（7）不良債権の増加が景気回復の足かせとなる

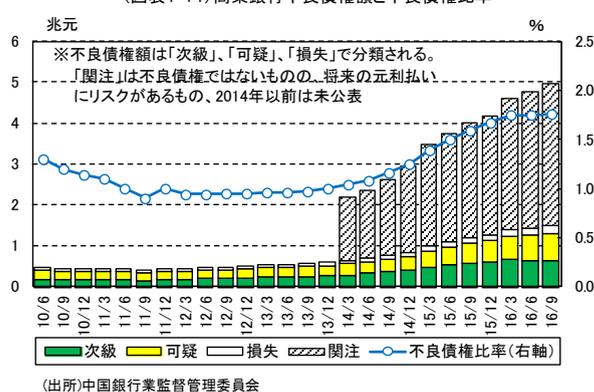
2016年9月、国有鉄鋼大手2社が経営統合するなど、中国では大型国有企業の再編が続いている。この背景には、過剰生産能力を抑制し、国際競争力を持つ企業を育てるといった政府の方針がある。ただ、民間の活力を採り入れるよりも、国有資産の流失の防止など、国有企業の体制強化に軸足が置かれており、国有銀行による過剰融資を抑制する動きにはなりにくいとみている。

中国銀行業監督管理委員会によると、中国の不良債権額は2016年7-9月期で1兆4,939億元、不良債権比率は1.76%と、7年ぶりの水準まで上昇したが、いまだ1%台にとどまっている（図表4-14）。ただ、不良債権として分類されないものの、返済が困難になる可能性がある「関注」を含めると、不良債権額は2014年初から約2倍に膨らんでおり、これを含めた不良債権比率は6%近くまで上昇する。このほかにも、貸出債権の分類の甘さや、簿外債務が含まれていないことなども勘案すると、潜在的な不良債権はさらに拡大するとみられる。商業銀行が貸し倒れに備えて計上した貸倒引当金による不良債権カバー率は176.0%と、2013年以降低下傾向となっている。中国が監督基準で定める150%は上回っているものの、「関注」まで含めた広義不良債権に対するカバー率は50%台まで低下するなど、潜在的な不良債権が拡大傾向にあることを踏まえると、銀行への負担は増大しつつあるとみられる。

政府は、10月に、不良債権処理促進策の一環として、企業債務の株式化を進める方針を発表した。ただ、過剰債務を抱える企業は国有企業が多いとみられ、国有企業の抱える非効率経営といった課題解決にはならないほか、そうした企業の株式を抱える銀行にとっては、売却できないリスクを抱えることになる。一方、最終処理を加速した場合は、失業者が大量に増加するなど、想定以上の景気下振れ圧力となる恐れもある。2017年は党代表大会で新指導部を選出する年であり、景気の失速を避ける意味でも、不良債権処理への動きはゆっくりとしたものになると予想する。

不良債権処理法として、金融機関が主体となる株式化とは異なり、かつてリーマン・ショック後に行なわれたように、第三者が主体となる AMC（4大国有商業銀行の不良債権を主に処理する目的で設置された機関）に、不良債権の移管を進めることも考えられるが、その場合、政府にリスクが蓄積される可能性も懸念されよう。

（図表4-14）商業銀行不良債権額と不良債権比率



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、輸出に持ち直しの動きがみられるものの、引き続き中国景気停滞の影響を受け、回復ペースは鈍い状態が続くとみている。

台湾、シンガポール、インドネシア、タイでは、輸出の回復ペースの鈍さから、景気は緩やかな回復にとどまると予想する。韓国は、個人消費の回復力が弱いことから、停滞気味の推移を見込む。一方、マレーシア、フィリピン、インドでは、個人消費を中心に景気回復基調が続くとみている。

景気下支えのため、台湾、インドネシア、インドでは追加金融緩和の実施を予想する。一方、韓国、シンガポール、タイ、マレーシアは、様子見スタンスを維持するとみる。フィリピンでは、物価上昇が見込まれるため、2017年に利上げスタンスへ転じるとみる。

豪州景気は、輸出や投資の回復力の弱さを背景に、緩やかな回復にとどまると予想する。豪州準備銀行（RBA）は当面政策金利をすえ置くとみる。

（図表5-1）その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測（%）

	2015年 （実績）	2016年 （予測）	2017年 （予測）	2018年 （予測）
韓国	2.6	2.6	2.5	2.7
台湾	0.6	1.0	1.7	2.0
シンガポール	2.0	1.6	1.8	2.0
フィリピン	5.9	6.1	6.1	6.2
インドネシア	4.8	4.9	5.1	5.2
タイ	2.8	3.0	3.3	3.5
マレーシア	5.0	4.1	4.3	4.5
香港	2.4	1.4	1.9	2.0
インド	7.6	7.5	7.7	7.8
豪州	2.4	2.8	2.8	2.9

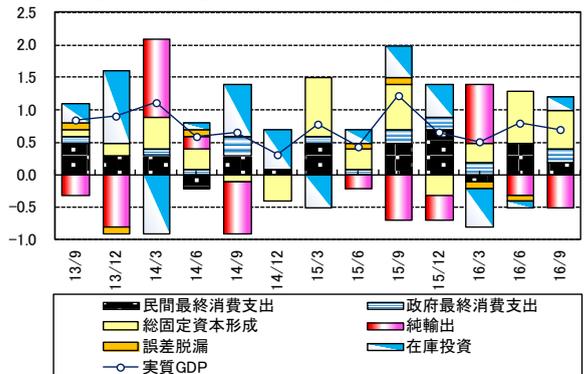
（注）インドは年度ベース（4月～翌3月）

（1）アジアNIEsの回復ペースはまちまち

＜韓国＞

韓国の7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.7%と、前期の同+0.8%から伸び幅がやや縮小した（図表5-2）。マンションなどの建設投資を中心に、総固定資本形成が堅調に推移した一方、自動車税の引き下げが6月末に終了したことなどをを受け、民間最終消費支出のプラス幅が縮小した。輸出も、大手メーカーのスマートフォン端末のリコール問題の発生や、約12年ぶりとなる大手自動車メーカーの大規模ストライキの影響などから減速した。

（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

今後について、まず、個人消費は、汚職防止を目的とした「金英蘭法」が9月末に施行された影響に加え、家計の債務残高の拡大も足かせとなって、鈍化傾向で推移するとみる。輸出は、半導体部品など、電気・電子機器関連需要の回復の動きが下支えになるとみるものの、スマートフォン端末の生産・販売停止や、自動車メーカーのストライキなどの影響が残ることで、持ち直しの動きは緩やかなものにとどまると予想する。8月に発表された住宅ローンの審査強化などを受けて、建設投資の鈍化が見込まれるため、総固定資本形成は減速傾向で推移するとみられ、韓国景気は停滞気味の推移をたどると予想する。

10月のCPI（消費者物価指数）は前年比+1.3%と、8月の同+0.4%から2ヵ月連続で伸びが拡大したものの、悪天候の影響による果物や野菜価格の高騰の影響が大きく、基調的な物価上昇圧力は弱い（図表5-3）。ただ、資本流出や低金利による家計の債務残高の拡大懸念もあって、政策金利引き

下げのハードルは高いとみており、中銀は当面様子見スタンスを維持すると予想する。

<台湾>

台湾の7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+2.1%と、2四半期連続のプラス成長となり、プラス幅も前期の同+0.7%から拡大した（図表5-4）。民間最終消費が底堅く推移したほか、スマートフォン関連の半導体需要を取り込んだことで輸出も堅調に推移し、全体をけん引した。

輸出受注指数は春先以降、改善傾向で推移しており、当面の輸出が回復傾向で推移する可能性を示している。ただ、中国景気の停滞の影響を受け、持ち直しペースは次第に鈍化すると見込む。個人消費は、雇用・所得環境の回復ペースの弱さを受け、一進一退で推移するとみており、景気は緩やかな回復傾向にとどまると予想する。

10月のCPIは、悪天候の影響による生鮮食品価格の高騰を背景に上昇した。ただ、こうした要因を除いた物価の基調は、高まらない状態が続いている。景気の回復力の弱さが続くこととみられるなか、中銀は、景気を下支えするため、2017年央までに追加緩和を実施すると予想する。

<シンガポール>

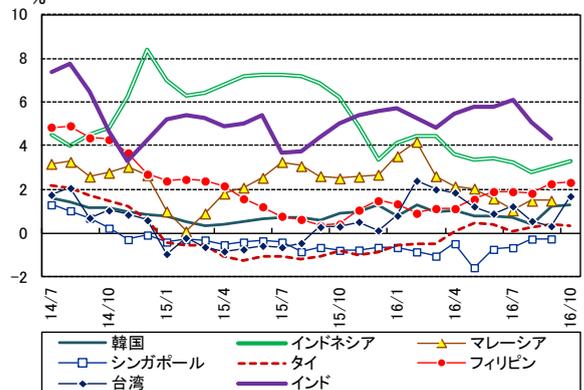
シンガポールの7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+0.6%と、前期の同+2.0%から伸びが鈍化した（図表5-5）。海上輸送機械やバイオメディカルが、製造業の生産の押し下げに寄与したほか、金融サービスを中心にサービス産業も減速した。今後は、雇用環境の回復ペースの鈍さが個人消費の足かせになるとみる。輸出は、中国景気の停滞の影響が続くことで、一進一退の推移をたどるとみており、景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。通貨庁が重視するコアCPI（住宅、民間道路輸送を除く消費者物価指数）は、2015年末以降、上昇傾向となっていたが、足元では前年比+1.0%付近で安定的に推移しており、金融政策は当面すえ置かれるとみる。

(2) ASEAN景気は緩やかな回復へ

<インドネシア>

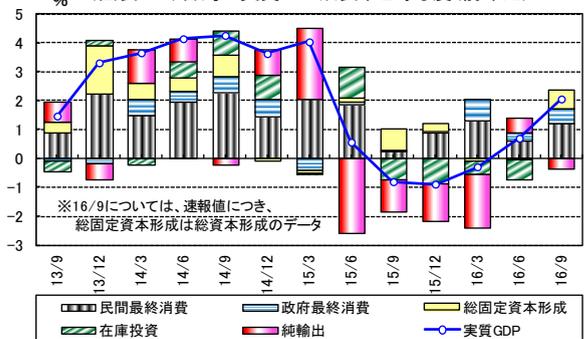
インドネシアの7-9月期の実質GDP成長率は前年

(図表5-3) 各国のCPI(前年比)の推移



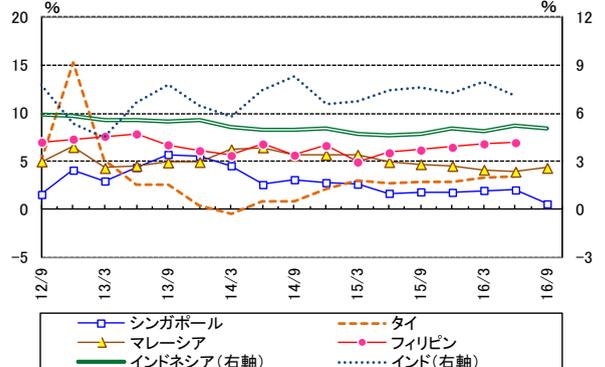
(出所) 各国統計より明治安田生命作成

(図表5-4) 台湾の実質GDP成長率と寄与度(前年比)



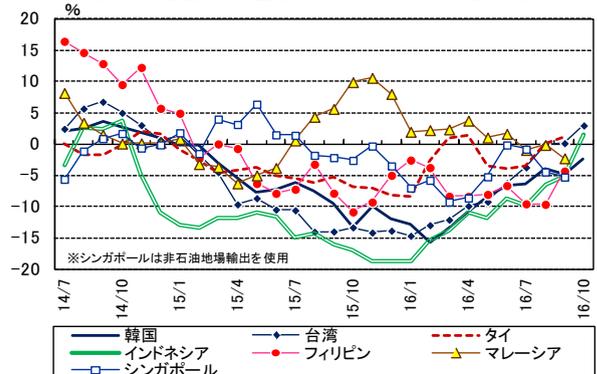
(出所) 台湾行政院主計処

(図表5-5) 各国の実質GDP成長率(前年比)の推移



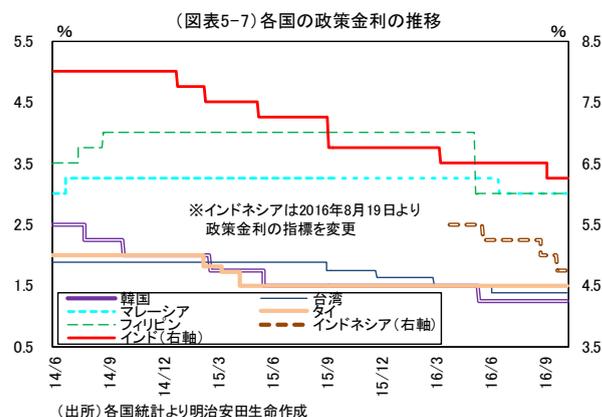
(出所) 各国統計より明治安田生命作成

(図表5-6) 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

比+5.0%と、前期の同+5.2%から伸び幅が縮小した。民間消費は底堅く推移したものの、輸出の減速が続いたほか、歳入不足から公共インフラ投資の動きが鈍ったことが足を引っ張った。今後についても、個人消費は、これまでの利下げ効果が見込まれることで底堅い推移を見込む。輸出は、電子部品等が下支えするものの、資源需要の弱さが続くことで、持ち直しペースは鈍いとみる(図表5-6)。公共インフラ投資も、予算の前倒し執行が進んだことで、今後は鈍化が見込まれ、景気は緩やかな回復にとどまると予想する。中銀は、年明け以降、6回の利下げを行なった(図表5-7)。インフレ圧力は弱く、通貨ルピアも安定的に推移していることもあって、年度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、前期の同+3.2%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、個人消費やサービス輸出が全体を押し上げた。10月の国王崩御を受け、政府は経済活動の継続を求めるコメントを発表するなど、不透明感の払しょくに努めており、実体経済への影響は限定的とみる。今後の個人消費は、干ばつの影響が和らぐことで、農業従事者の所得回復が見込まれるほか、付加価値税の税率引き上げが1年延期されたこともあって、回復傾向で推移するとみる。固定投資も、大型インフラ整備計画の執行により、公共投資中心に持ち直し傾向で推移すると予想する。一方、輸出は電子部品等の回復の一服などから、一進一退の推移をたどるとみており、景気は緩やかな回復にとどまると予想する。中銀は、現在の金融政策が景気を下支えているとの見方を示していることから、当面、様子見スタンスを維持すると予想する。

<マレーシア>

マレーシアの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+4.3%と、前期の同+4.0%から伸び幅が拡大した。公共投資が伸び悩んだものの、7月から最低賃金が引き上げられたことなどによって、個人消費が堅調に推移した。今後は、輸出は資源需要の回復の遅れもあって、一進一退の推移が続くとみる。一方、個人消費は、干ばつの影響が和らぎ、農業従事者の所得環境が回復に向かうとみられることから、底堅く推移するとみており、景気は回復傾向で推移すると予想する。中銀は、7月に7年5ヵ月ぶりの利下げに踏み切って以降、政策金利をすえ置いている。中銀は、現行の金融政策は、景気下支えのため妥当な水準としており、当面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4-6月期の実質GDP成長率は前年比+7.0%と、前期の同+6.8%からプラス幅が小幅拡大した。5月に行なわれた大統領・議会選挙に伴い個人消費が加速したのが主因。政府によるインフラ整備の拡大を背景に、総固定資本形成も堅調に推移した。今後については、食品加工を中心に産業誘致が進んだことなどを背景に、雇用環境が改善傾向で推移すると見込まれるほか、2016年初以降、在外者からの送金額が増加傾向で推移していることもあって、個人消費は底堅く推移するとみる。新政権が掲げているインフラ整備の拡大や、外資規制の緩和などが投資を後押しすると見込まれ、景気は回復傾向で推移すると予想する。今後、需要面からのインフレ圧力はさらに強まるとみており、中銀は、2017年夏ごろまでに政策金利を引き上げると予想する。

<インド>

インドの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+7.1%と、前期の同+7.9%からプラス幅が縮小した。

政府消費は前期の落ち込みから大幅プラスとなったものの、民間消費のプラス幅縮小や、総固定資本形成のマイナス幅拡大が全体を押し下げた。今後は、銀行の不良債権が重しとなり、企業の資金調達環境の改善に時間がかかるとみられることから、設備投資は低調な推移を見込む。一方、公務員給与の引き上げや、雨季の降雨量が平年を上回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。11月、政府は汚職防止などのため高額紙幣の流通を禁止した。短期的な混乱は見込まれるものの、実体経済への影響は限定的とみる。パテル新中銀総裁は、金融緩和を通じ景気下支えを図る姿勢を示し、10月に政策金利を引き下げた。今後も、インフレ圧力は弱い状態が続くとみられ、年度内に再度利下げが行なわれるとみる。

(3) 豪州景気は緩やかな回復傾向

豪州景気は一進一退の推移が続いている。4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%と、前期の同+1.0%から伸びが鈍化した。民間固定投資や、輸出の低迷が全体を押し下げた。

個人消費に近い動きを示す小売売上高を見ると、9月は前月比+0.6%と、2ヵ月連続のプラスとなり、プラス幅も前月から拡大するなど、緩やかな回復傾向で推移している(図表5-8)。非正規雇用者数の増加などで賃金が伸び悩んでいるものの、失業率が低下傾向で推移するなど雇用環境は底堅く、今後も個人消費は緩やかな回復傾向が続くとみている。

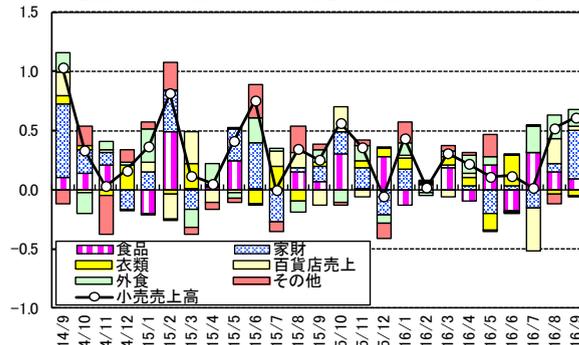
住宅投資に関しては、金融当局による各種不動産融資規制などを受け、投資用住宅の購入額が2015年初以降、大幅な落ち込みを見せている。先行指標とされる住宅建設許可件数も、2015年初以降、均せば横ばいにとどまっており、住宅投資は停滞気味の推移が続くと予想する。

輸出の回復ペースは鈍化している。春先以降の輸出回復をもたらした中国向けは、9月(3ヵ月移動平均)は前年比▲3.1%と、3ヵ月連続のマイナスとなった。中国景気の先行き不透明感を背景に、資源輸出は伸び悩むとみており、輸出全体でも一進一退の推移が続くとみる(図表5-9)。新規民間設備投資も、資源需要の回復の遅れを背景に、鉱業部門を中心に緩やかな減速傾向で推移する可能性が高い。

今後の豪州景気は、個人消費の持ち直し傾向が続く一方、輸出の回復力の弱さや設備投資の減速を受け、緩やかな回復にとどまると予想する。

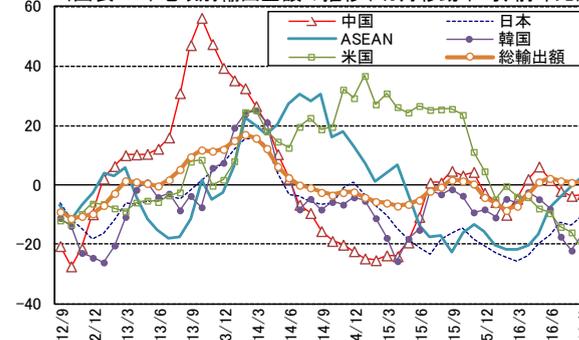
豪州準備銀行(RBA)は、8月の金融政策決定会合で政策金利を1.75%から1.50%へと引き下げた(図表5-10)。7-9月期のCPI(刈込平均値)は前年比+1.7%と、目標レンジ(同+2.0%~+3.0%)を3四半期連続で下回っている。今後も、インフレ圧力の弱さが続くと見込まれるものの、豪ドル安などによる資本流出への懸念もあって、RBAは、当面政策金利をすえ置くとみている。

％ (図表5-8)小売売上高の推移と寄与度(業種別、前月比)



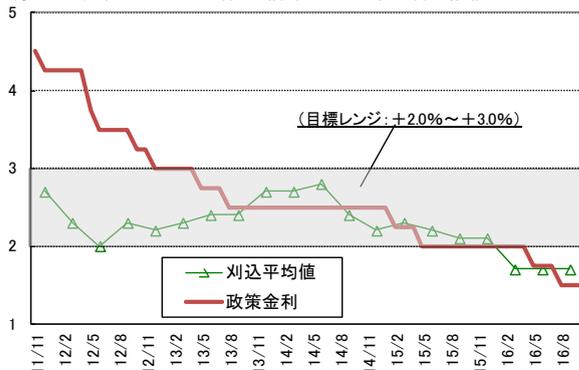
(出所)豪州統計局

％ (図表5-9)地域別輸出金額の推移(3ヵ月移動平均、前年比)



(出所)豪州統計局

％ (図表5-10)CPIの伸び(前年比)と政策金利の推移



(出所)豪州統計局、ファクトセット

6. 商品相場見通し

原油価格の上昇ペースは緩慢なものにとどまると予想

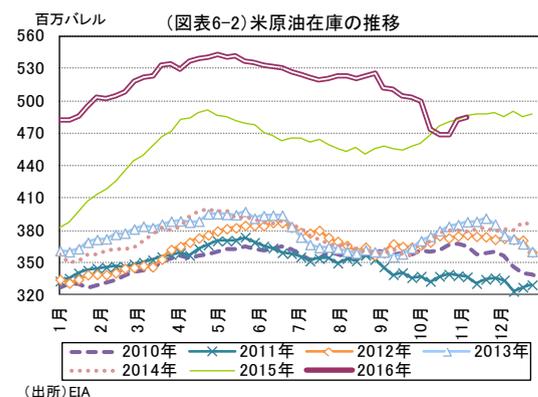
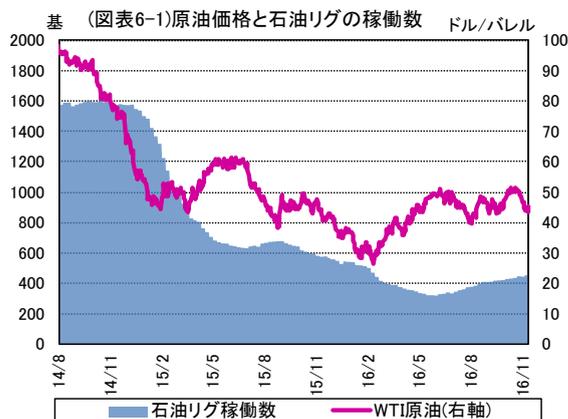
WTI（ウエスト・テキサス・インターメディアート）原油価格は、8月以降、米国原油在庫の減少に加え、OPEC（石油輸出国機構）が9月の臨時総会で減産に合意したこと、10月にはロシアなどの非加盟国産油国も減産に協力する方向となったこと等を受け、50ドル/バレルを上回る水準まで持ち直した（図表6-1）。ただ、足元では、減産合意実現への懐疑的な見方が広がったことで、再び弱含んでいる。

米国原油在庫の推移を見ると、原油輸入の減少を受けて、夏場のドライビングシーズン終了後もしばらく減少傾向が続いたが、足元では輸入が回復したことで、再び増加に向かっている（図表6-2）。ただ、今冬は昨年以上の冷え込みが見込まれており、暖房需要が増加することで、今後の原油在庫は一進一退の推移を予想する。

OPECによる生産調整への期待も、引き続き原油価格の下支え要因になるとみている。OPECはこれまでシェア確保を優先し、加盟国の増産を容認してきたが、9月26-28日の産油国非公式会合では、加盟国全体の原油生産目標を日量3,250万~3,300万バレルにすることで合意した。10月の生産量が同3,364万バレルであることを踏まえれば、事実上の減産合意となる（図表6-3）。原油価格の低迷に対し、加盟国が強い危機感を共有した結果といえる。今後は、11月30日のOPEC総会において、減産の枠組みの合意をめざす予定だが、イラン、イラク、リビア、ナイジェリアが減産適用除外を要求するスタンスを解いていないことで、交渉は難航する可能性が高い。しかし、OPEC諸国の財政状況が軒並み悪化に向かうなか、減産調整の不調がもたらすさらなる原油価格下落への警戒感は強いとみられることから、サウジアラビアが中心となって、なんとか減産枠の配分をまとめる動きを続けるとみている。

一方、これまで原油価格の下支え役となってきた米原油の減産トレンドは一巡しつつある。石油掘削に用いる米国の石油リグ稼働数を見ると、技術開発やコスト削減により、30ドル/バレル台でも採算の合う企業が増えつつあるとみられ、6月以降は増加傾向にある。原油価格の上昇に伴い、生産の再開や新規投資の動きも増えることとみえており、価格の抑制要因となろう。

今後については、世界景気の緩やかな回復に伴い、需給が改善に向かうと見込まれるほか、OPECによる減産の枠組み合意への取組みもあって、2017年に向け、原油価格は上昇傾向で推移するとみられる。ただし、価格回復に伴う米国の原油増産が上値を抑えることで、上昇ペースは緩慢なものとなる。2017年までのWTI原油価格は、35~55ドル/バレルを中心レンジとした推移を予想する。



(図表6-3) OPEC諸国の原油生産量 キバレル/日

	2015年	2016年9月	2016年10月	前月差	前年差
アルジェリア	1,106	1,086	1,088	2	▲18
アンゴラ	1,754	1,751	1,586	▲165	▲168
エクアドル	544	550	549	▲1	5
ガボン	219	212	202	▲10	▲17
インドネシア	696	724	722	▲2	26
イラン	2,840	3,663	3,690	27	850
イラク	3,938	4,472	4,561	89	623
クウェート	2,730	2,825	2,838	13	108
リビア	405	360	528	168	123
ナイジェリア	1,865	1,458	1,628	170	▲237
カタール	667	640	646	6	▲21
サウジアラビア	10,123	10,583	10,532	▲51	409
UAE	2,859	2,993	3,007	14	148
ベネズエラ	2,357	2,090	2,067	▲23	▲290
OPEC計	31,879	33,407	33,643	236	1,764

(出所) OPEC ※2016年11月時点 ※2015年は年平均生産量

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。