



<フォーカス>下降するアベノミクスの評価

アベノミクスの看板である金融政策に手詰まり感が漂ってきたことで、アベノミクス自体の世界的評価もこのところ下降気味である。安倍首相は、23年ぶりの高水準の有効求人倍率など、雇用市場の改善を成果と喧伝するが、ではなぜ安倍政権下での平均実質成長率はわずか0.7%で、景気回復の実感も得られないのかという点の説明がつかない。これは、雇用市場の改善が、潜在成長率の低下、すなわち成長の天井自体が低いという、供給サイドの問題を反映している可能性を示唆している。

潜在成長率の低下は、経済の実力と釣り合う実質金利の水準も下がっていることを意味する。これを自然利子率というが、金融政策の効果は、現実の実質金利を自然利子率以下に下げることができて初めて発揮される。しかし、足元の日本では、自然利子率自体がマイナス圏にある可能性が否定できない。名目金利＝実質金利＋インフレ期待であり、量的・質的緩和の目的のひとつはインフレ期待を上げることで、実質金利を自然利子率以下に押し下げることであった。しかし、これまでのところ成功しているとは言い難い。そうであれば、名目金利自体をマイナスにしていまえというのが、マイナス金利政策の意味である。しかし、マイナス金利に対する家計や企業の評判は予想以上に悪く、むしろデフレマインドを助長しているのが現状であり、足元の実質金利は逆に上昇している可能性すらある。

黒田総裁は、住宅ローンの金利低下を成果として挙げるが、住宅を2軒も3軒も買う人はいない。したがって、結局は需要を前倒しさせているにすぎない。世帯数の減少トレンドが今後も変わらないことを考えれば、中長期的な住宅需要が徐々に先細りになるのは避けられない。需要が前倒しされれば、その分将来の成長力は失われる。これは住宅投資に限った話ではない。すなわち、日銀が無理して実質金利を自然利子率以下に引き下げようという試み自体が、さらなる自然利子率の低下を招くという、負のいたちごっこを招いている可能性もある。

結局、「これさえやっていたら安心」というまい手はない。これまでは、金融政策に過大な期待が集まりすぎていたが、成果は限定的な一方、潜在的な財政負担の拡大、国債市場の機能不全等、深刻な歪みが蓄積されてきた。景気回復のために、緩和的な金融環境が必要なのは論を待たないにしても、お金をじゃぶじゃぶに刷ればバラ色の世界が開けるかのような幻想からはさすがにもう脱却しなければならない。必要なのは、自然利子率そのものを押し上げる政策であり、これは金融政策の役割ではない。サマーズ教授の長期停滞論に従えば、財政支出はひとつの手段になるが、補正予算で数兆円の景気対策を実施したところで焼け石に水である。かといって、大盤振る舞いの余地はないのも自明だろう。常に短期的な成果を求められる政治家にとっては厳しいが、ここはいかに迂遠であっても、岩盤規制の改革を中心とした供給サイドの改革に地道に取り組むしか残された道はない。(Kodama wrote)

目次

<フォーカス>下降するアベノミクスの評価.....1	・ 迫る英国の国民投票.....11
・ 経済情勢概況.....2	・ 主要経済指標レビュー.....14
・ 経常収支と為替相場の中長期的な関係を考える.....3	・ 日米欧マーケットの動向.....18
・ 世界経済の現況について.....8	

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日本

日本経済は、停滞局面が続いている。今後も、引き続き交易条件の改善が下支えするとみるものの、内外需ともけん引役不在のなか、景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

個人消費は、弱めの動きが続いている。原油安に伴う家計の実質購買力の改善が後押しするとみるものの、名目賃金の伸び悩みが続くとみられるなか、今後の持ち直しペースも緩慢なものにとどまると予想する。

住宅投資の持ち直しペースは鈍い。今後も、貸家の節税需要が減衰するとみられるほか、需要先食いの影響も残ることで、停滞気味の推移が続くと予想する。

設備投資は、更新・合理化投資が下支えとなるものの、製造業の能力増強投資の低迷が続くことで、今後も緩慢な回復にとどまるとみる。公共投資は、資材価格の上昇が一服するなか、震災からの復興需要も下支えとなるとみられ、緩やかながら上向く今年度予算が前年並みにとどまるなか、一進一退の推移が続くとみている。

輸出の回復ペースは鈍い。今後も、米国向けの力強い回復が期待できないなか、新興国景気の減速の影響もあって、伸び悩みが続くと予想する。生産は、在庫調整が終盤に近づいているものの、輸出や消費の戻りが鈍いなか、一進一退の推移が続くとみている。

消費者物価（コアCPI）は、0%付近での推移が続いている。需要面からの押し上げ圧力が弱いことで、物価の戻りのペースも鈍いとみられる。2016年度のコアCPIは、前年比+0.4%程度にとどまるとみており、日銀が目標とする「2017年度前半頃に2%程度」の達成は困難と予想する。

米国

米経済は、緩慢な回復が続いている。新興国景気の減速などが景気の下押し圧力になるとみるが、雇用環境の改善が続くとみられるほか、ガソリン安によって家計の実質購買力が向上していることなどから、今後は緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、実質所得が改善していることなどから、回復傾向が続くと予想する。

住宅市場は、雇用環境の改善や低金利環境などに支えられ、持ち直し傾向で推移するとみる。

設備投資は、エネルギー関連業種の業況が足かせとなり、当面停滞気味に推移するとみられる。ただ、交易条件の改善が企業収益を下支えすることなどから、年央以降は徐々に回復に向かうと予想する。

輸出は、新興国景気の減速や、ドル高の影響も残ることで、軟調な推移が続くとみる。

FRBは2015年12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0-0.25%から、0.25-0.5%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみるが、インフレ圧力が強まるまでにはしばらく時間がかかるとみており、2017年末までの利上げペースはせいぜい年1,2回程度にとどまると予想する。

欧州

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

個人消費は、サービス業を中心に雇用者数の増加傾向が続くと見込まれるのに加え、原油価格の下落や銀行貸出態度の緩和などを背景に、家計の資金繰りも改善しているとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

固定投資は、緩和的な金融環境などが下支えになるとみるが、生産活動がの停滞し、や企業景況感の改善も遅れていることなどから、今後の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

ECBは3月の理事会で、主要政策金利を0.05%から0%まで、中銀預金金利を▲0.3%から▲0.4%まで引き下げたほか、毎月の資産買入れ額を600億ユーロから800億ユーロに増額することや、長期資金供給オペを実施することなどを決定した。今後については、ECBは包括緩和の政策効果を見きわめるため、当面様子見姿勢をとると予想する。

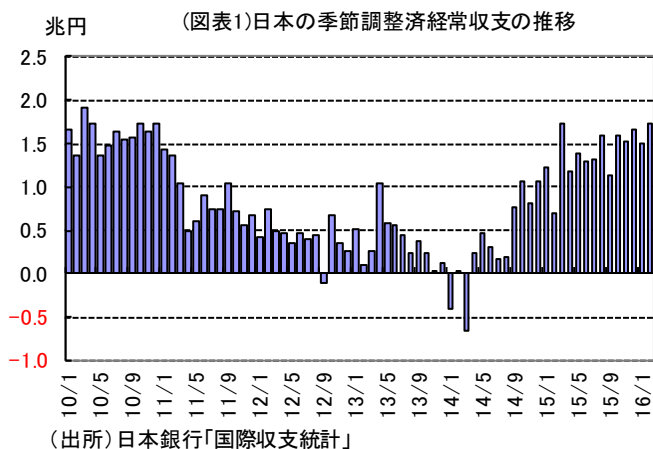
経常収支と為替相場の中長期的な関係を考える

経常収支面からの円高圧力は目先弱まる

日本の経常収支は、東日本大震災が勃発した2011年以降、黒字幅の縮小傾向が続いたものの、2014年度後半以降、黒字基調が回復しており、これが足元の円高圧力の一因になっている(図表1)。経常黒字拡大の主因は、原油価格の下落に伴う鉱物性燃料の輸入減である。財務省の貿易統計で確認すると、2月の鉱物性燃料の輸入金額はピーク時の2014年3月に比し36%と、わずか2年で3分の1近くの水準にまで減少している。

ただ、原油価格はすでに大底を付けた可能性が高い。原油は需要の価格弾力性が低く、供給サイドのわずかな動きで大きく振れるため予想が難しいが、物理的な低下余地が以前より狭まっているのは確かである。また、足元では主要産油国が増産凍結を模索する動きを続けている。需給自体は当面緩んだ状態が続くため、再び100ドル台まで上昇する展開は考えにくい。どちらかといえば緩やかな上昇に向かう可能性が高い。WTI(ウエスト・テキサス・インターメディアート)原油価格が、2017年後半にかけ40ドル後半まで上昇すると仮定し、世界景気が緩やかな成長を続けるとの前提のもとで、当社の経済モデルを用いて試算すると、2016年度は、120円/ドル近辺までの円安が進んでも、経常黒字は2016年度の後半にかけ、小幅縮小していくという推移をたどる(詳細は当社の四半期経済見通しP2~3参照、下記URL)。

http://www.meijiyasuda.co.jp/profile/news/release/2015/pdf/20160218_02.pdf



(図表2) 経常収支と貯蓄投資バランスの関係

GDPを出発点に考えると、一国の総供給は、国内における総生産物(GDP)に、海外の生産物の購入である輸入を加えたものである。これが、消費や設備投資などの内需、あるいは外需(=輸出)のいずれかの形で支出に付されていく。すなわち、次式が成り立つ

$$GDP + \text{輸入} = \text{内需} + \text{外需 (輸出)} \dots\dots ①$$

①式の左辺が総供給、右辺が総需要である。輸入を右辺に、内需を左辺に移行すると、

$$GDP - \text{内需} = \text{輸出} - \text{輸入} \dots\dots ②$$

となる。これは国内生産物のうち、内需以外の部分が、貿易収支に一致することを示している。

次に、国民全体の所得を捉えるために、海外で働く国民の賃金や、国民が海外に保有する資産からの利子や配当を加えるとともに、国内で働く外国人の賃金や、外国人が国内で保有する資産の利子・配当を控除する(海外からの所得の純受取)。GDPに海外からの所得の純受取を加えたものがGNI(国民総所得)である。すなわち、

$$GDP + \text{海外からの所得の純受取} = \text{GNI (国民総所得)} \dots\dots ③$$

②③式から、

$$\text{GNI (国民総所得)} - \text{内需} = \text{輸出} - \text{輸入} + \text{海外からの所得の純受取} \dots\dots ④$$

が成り立つ。④式の左辺が一国の貯蓄投資バランスに、右辺が経常収支に相当する。

(出所) 筆者作成

第一次所得収支は、対外直接投資の拡大に伴う利子・配当金等の増加や円安の影響もあって、黒字幅の拡大が見込まれるため、経常収支全体では小幅の縮小にとどまるとの予想だが、年度後半に

かけ、経常収支面からの円高圧力は次第に弱まるという展開になりそうだ。

中長期的には IS バランスに注目

ただ、為替相場は経常収支の動向だけで決まるというよりも、経常収支と貯蓄投資バランスが一致する動学的プロセスのなかで決まると言った方が正確である。経常収支と国内の IS（貯蓄投資）バランスは、金額的に一致する概念である。つまり経常収支は、対外取引の状況を示すと同時に、一国全体の金余りの状況を示すという顔も持つ（図表 2）。

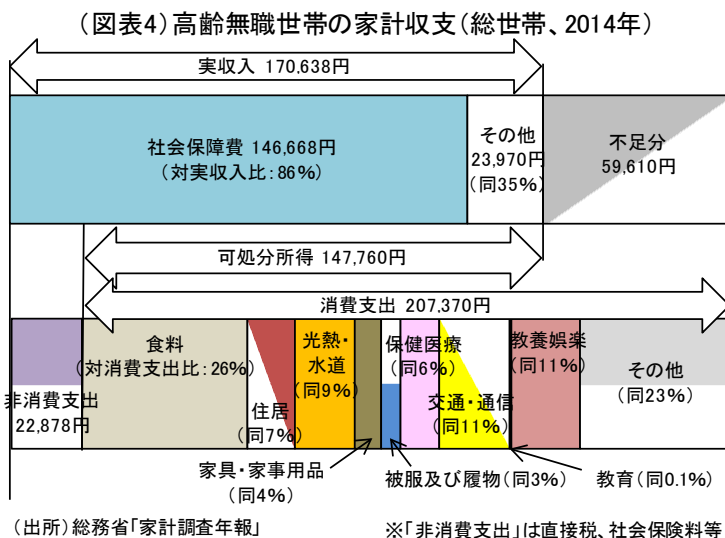
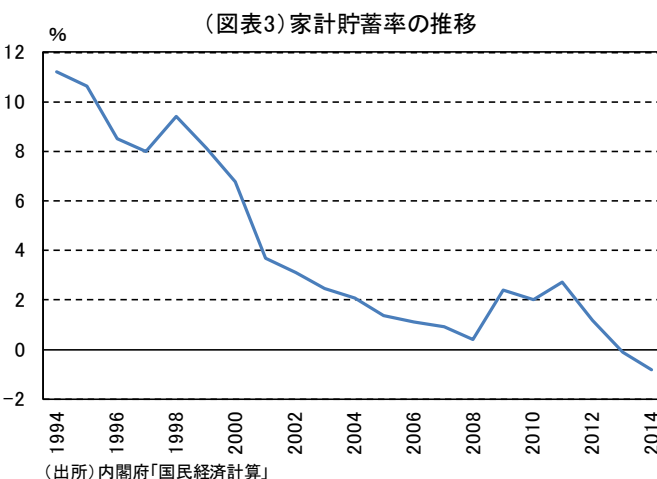
現状では、代替燃料の輸入減少で経常黒字の拡大トレンドが続くなか、為替相場で円高圧力がかかることによって貿易収支が再度悪化、結果として経常収支も貯蓄投資バランスにさや寄せされる形で黒字額が縮小するというメカニズムが働いている。もし、経常黒字の拡大トレンドが続いても、貯蓄投資バランスの貯蓄超過方向への圧力がもっと強ければ、為替相場ではむしろ円安圧力が働く可能性も理論的にはありうる。逆に、貯蓄投資バランスが投資超過方向に進むなかで経常黒字圧力が働く場合は、より強力な円高圧力が働くことになる。両サイドの変化の方向性とその圧力の強さ次第で、円高、円安いずれに振れるか、またそのモメンタムが決まってくる。ただ、一国の貯蓄投資構造は短期間に変化するものではない。目に見えるトレンド変化を確認するためには少なくとも数年単位の時間が必要となる。したがって為替への影響と言う意味では、短期的には経常収支の動きにのみ注目していればよい。しかし、中長期的には、貯蓄投資バランスのトレンドに注目することも重要となる。

民間部門の IS バランスの見通し

日本では高度成長期以降、90年代に至るまで家計の貯蓄投資バランスは、高貯蓄率を背景に大幅な貯蓄超過（資金余剰）が続いていた。一方、民間企業は設備投資の高い伸びなどを背景に、大幅な投資超過（資金不足）であった。貯蓄超過主体の家計の余剰資金を、金融機関が投資超過主体の企業部門に橋渡しするというのが、一国全体の典型的なマネーフローの姿であった。

しかし、近年は高齢化の進展に伴い、家計貯蓄率が趨勢的に低下してきた。内閣府の「国民経済計算」で家計貯蓄率を見ると、2014年は▲0.8%と、2年連続のマイナスとなっている（図表 3）。結果として、家計の貯蓄超過幅も大きく縮小している。

実際、総務省の「家計調査年報」で高齢無職世帯（世帯主が60歳以上の無職世帯）の家計収支を見ると、公的年金などの社会保障費等だけでは支出（非消費支出と消費支出の合計）をまかなえず、2



割程度の不足が発生しており、高齢者世代が貯蓄を切り崩しながら生活している様子がうかがえる(図表4)。ちなみに、15歳以上の人口に占める60歳以上の割合は、10年の時点では全体の31%だったが、20年には35%、30年は39%と、約4割にまで上昇する(図表5)。

家計の貯蓄投資バランスの方向性は、住宅投資とその固定資本減耗を中心とした純投資の動きがどうなるかにも影響を受ける(図表6)。今後世帯数が減少傾向を辿ることから、住宅投資の低調な推移が投資超過への動きをある程度抑制するものの、高齢化に伴う貯蓄取り崩しのスピードが上回る可能性が高く、家計部門のISバランスは徐々に投資超過方向への動きを強めるとみている。

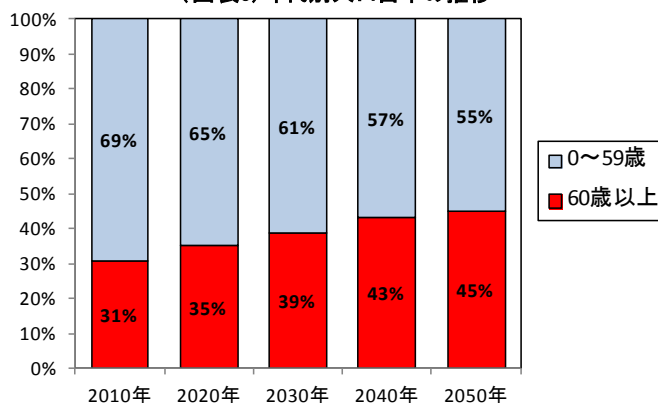
企業部門については、バブル期に拡大した債務の削減や収益構造の見直しのため、設備投資を抑制、かつ人件費も削減してきたことで、貯蓄超過傾向が続いている。足元では2年連続で貯蓄超過幅が縮小しているものの、国内の成長期待の低迷が続くなか、設備投資需要は長期にわたって伸び悩む可能性が高いことから、今後も貯蓄超過が続く可能性が高い。ただ、家計の投資超過方向への動きが上回ることで、民間部門全体では、緩やかながらも貯蓄超過幅が縮小傾向で推移するとみている。

カギを握るのは政府部門

一国全体の中長期的な国内ISバランスのトレンドは、国際収支の発展段階説が教えるとおおり、いずれは投資超過、すなわち経常赤字が定着する可能性が高い(図表7)。国際収支の発展段階説に従えば、日本は

これまで「未成熟な債権国」の段階にあったが、足元では「成熟した債権国」の段階を足早に通りすぎつつある段階で、当社の中期経済見通しでは、20年台前半頃には「債権取り崩し国」、すなわ

(図表5) 年代別人口占率の推移



(出所) 国立社会保障人口問題研究所

(図表6) 貯蓄投資 (IS) バランスの構成

一国全体の付加価値 (GDP) は、生産面、分配面、支出面のいわゆる三面等価が実現するが、個別経済主体 (制度部門) 別に見た場合は当然ながら一致しない。付加価値は主に民間企業によって生産されるが、それが家計に対しては雇用者所得として分配され、そこから直接税や社会保険料、利子の受払を差し引いた残額が可処分所得となって、個人消費や住宅投資などの支出に供されていく。民間企業に対しては、付加価値は営業余剰や固定資本減耗として分配され、設備投資などの形で支出に供される。こうした制度部門ごとの収入と支出の最終的な収支尻が貯蓄投資バランスである。モノの取引の裏側にはカネの取引があるため、貯蓄投資バランスは、金融資産の純増分と負債・資本の純増分の差額である資金過不足と概念的に一致する。なお、国内の各制度部門の貯蓄投資バランスの合計は、概念上、経常収支に一致する (解説②参照)。

貯蓄(率)と貯蓄投資バランス、資金過不足の関係(家計部門)

支払い		受取	
個人消費、所得税、社会保険料の支払い等	貯蓄	賃金、受取利息等	住宅の固定資本減耗等
住宅投資等			
貯蓄投資バランス = 資金過不足		負債の純増	
金融資産の純増			

※貯蓄を可処分所得で割ったものが貯蓄率

(出所) 「プロフェッショナル用語辞典 経済・金融」(日経BP社、当社執筆)より抜粋

ち恒常的な経常赤字国へ移行する可能性がかなり高いとみている（当社中期経済見通しについては3/29付けのニュースリリース参照）。

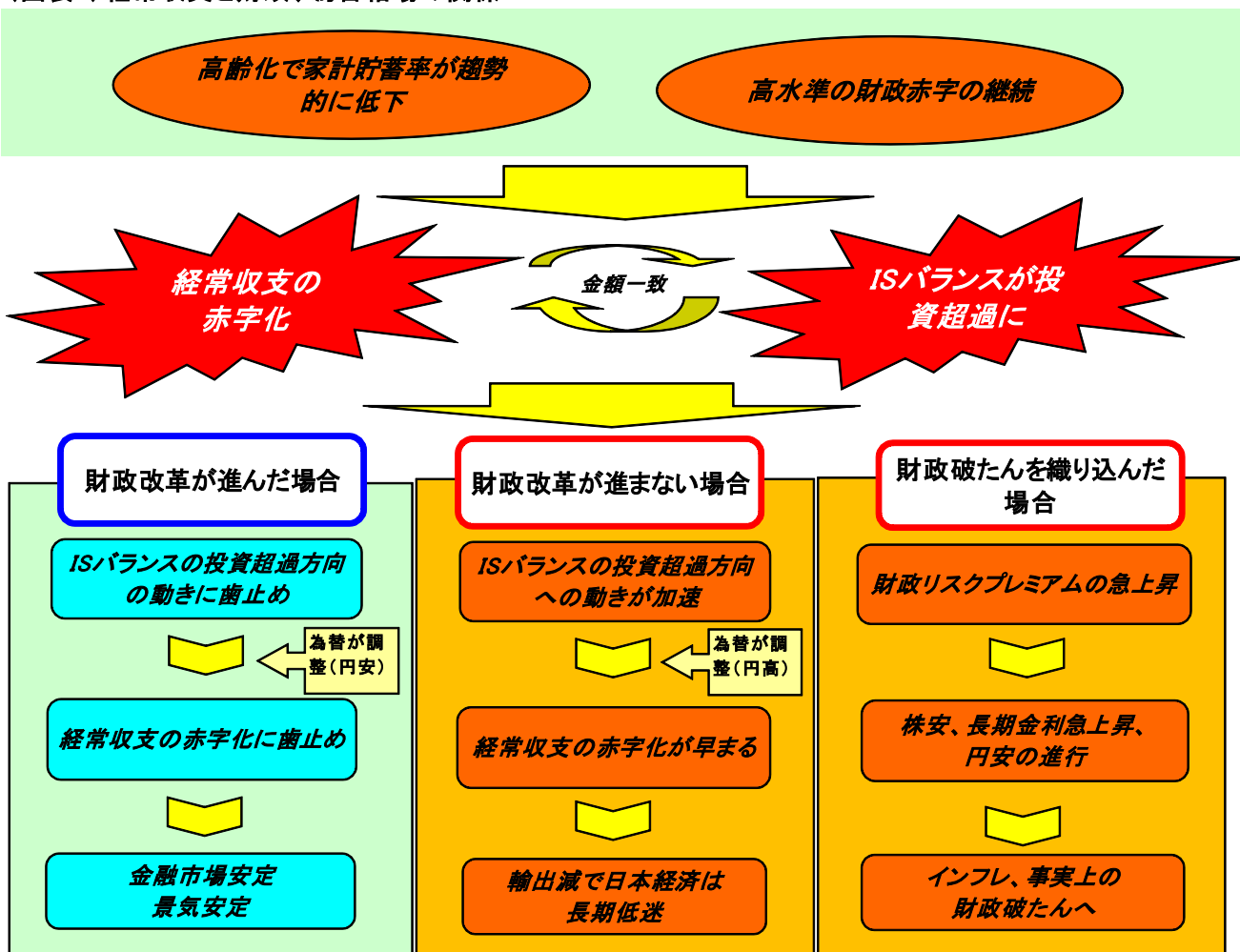
<http://www.meijiyasuda.co.jp/profile/news/release/2015/index.html>

（図表7）国際収支発展段階説とは

経済発展に応じて、国内貯蓄と投資のバランスが変化し、長期的に国際収支構造が変化していくという理論。経済発展に伴って、①未成熟な債務国→②成熟した債務国→③債務返済国→④未成熟な債権国→⑤成熟した債権国→⑥債権取り崩し国という順で発展していくとされる。①未成熟な債務国の段階では、国内貯蓄が不十分なため、投資のために海外からの資本流入が必要で、経常収支は赤字となる。②成熟した債務国の段階では、国内産業の成長から貿易収支は黒字となるが、それまでの債務の返済のため所得収支は赤字が続き、経常収支は赤字が続く。③債務返済国の段階では、貿易収支黒字が拡大し、所得収支の赤字を上回ることによって、経常収支は黒字に転じる。④未成熟な債権国の段階では、経常収支の黒字が続き、債務の返済が進み債権国となり、所得収支も黒字化する。⑤成熟した債権国の段階では、高齢化や賃金の上昇などから国際競争力が低下し貿易収支は赤字になるが、増大した対外資産からの収入で所得収支の黒字は拡大するため、経常収支は黒字を維持する。⑥債権取り崩し国の段階では、貿易収支の赤字が拡大し、所得収支の黒字を上回ることによって、経常収支は赤字となり、対外資産は減少へ向かう。このように経済発展に応じて、経常収支は赤字→黒字→赤字と推移していく。

（出所）「プロフェッショナル用語辞典 経済・金融」（日経BP社、当社執筆）より抜粋

（図表8）経常収支と財政、為替相場の関係



（出所）筆者作成

ただ、そのスピードのカギを握るのが政府部門である。政府部門は、国内主要制度部門で、唯一最大の投資超過主体、かつ、主体的に自らの IS バランスを操作できる制度部門であるためだ。

すなわち、政府が早めに財政再建を進めれば、貯蓄投資バランスの投資超過方向への圧力がやわらぎ、為替市場では円安圧力がかかることによって、経常赤字化の時期も先送りされる可能性がある。こうした形で進む適度な円安と財政不安の沈静化は、日本経済に好影響を与える可能性が高い（図表 8）。しかし、現実には厳しい。2017 年 4 月に予定されていた消費税率引き上げは、すでに風前の灯である。急速な高齢化が進むなか、社会保障システムを持続可能なものにしていくためには、おそらく 20%以上の税率が必要だが、政府の歳入歳出改革が現実の動きに比し後手に回る可能性はきわめて高く、政府部門の IS バランスは高水準の赤字が続く可能性が高い。団塊の世代が後期高齢者に移行する 2020 年代以降は、社会保障費が雪だるま式に膨らむことで、むしろ拡大に向かう可能性すらある。こうした形で一国全体の中長期的な IS バランスの赤字化が早まる場合、為替相場ではむしろ円高が進行、経常黒字の赤字定着を早める動きにつながる可能性も考えられる。

ひとたび財政不安が勃発した場合は、インフレ懸念の台頭に伴い、為替相場では大幅な円安が進むことになる。これは財政リスクプレミアムを織り込んだ動きであり、経常収支とは直接の関係はないが、相場の動きとしてはこちらの方が深刻である。一度、財政不安が台頭した後に再建に取り掛かっても手遅れなのは南欧の状況を見ても明らかであり、財政赤字を国内でファイナンスできる経常黒字の状態が続いている間に、しっかり再建への道筋をつけることが重要となる。

（担当：小玉）

世界経済の現況について

もたつく世界経済

足元の世界経済は、停滞感が強い状況が続いている。まず、日本経済は、昨年が4四半期中、2四半期でマイナス成長となった。今後についても、家計や企業の成長期待が盛り上がらないなか、引き続き緩慢な回復トレンドの持続を余儀なくされる可能性が高い。日本の場合、バブル崩壊後の景気の長期停滞が、家計や企業の成長期待の低下を通じ、ある意味自己実現的に景気停滞の長期化にフィードバックされている面がある。2000年代以降は、これに人口減による悪影響への浸透が加わったことで、負の循環を抜け出すことがいっそう困難になっている。成長期待を高めるために必要な政府の成長戦略は「遅々として進んでいる」程度の動きにとどまっている。

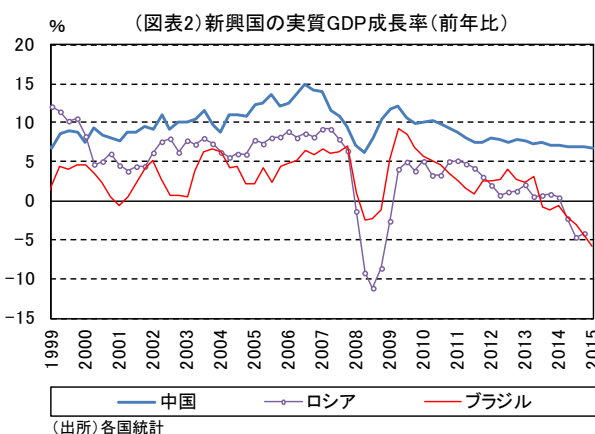
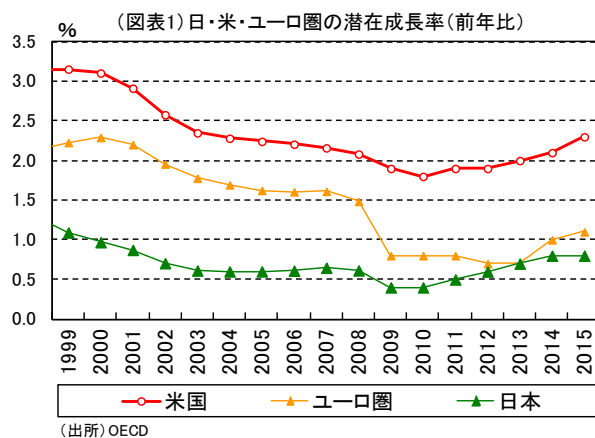
欧米ではいまだに金融危機の後遺症が残るなか、潜在成長率が低下、景気回復ペースは緩やかなものにとどまっている（図表1）。経済的結びつきの深い中国をはじめとする新興国の景気低迷も、引き続き輸出や設備投資の回復の遅れにつながる可能性が高い（図表2）。中国では、政府がめざす投資主導から消費主導へ経済構造の転換が順調に進んでいるとは言い難い。地方から都市への労働力人口の流れも細っているほか、長期間続いた一人っ子政策の下で労働力の高齢化も進んでおり、潜在成長率の低下に歯止めをかけるには至っていない。

新興国景気の低迷で需要の拡大が見込めないなか、原油の供給過剰観測などから、原油価格は今後も軟調に推移するとみられる。サウジアラビアは非OPEC産油国への対抗上、減産には踏み切らず、市場シェアの確保を優先させるスタンスを続けている。イランとの対立激化で生産調整の協議が難航するのは避けられないとみている。原油を中心に資源価格の調整が続くなか、ブラジルやロシアといった資源国の景気停滞も長期化する可能性が高い。

米国は金融政策の正常化に着手

米国の中央銀行であるFRB（米連邦準備制度理事会）は昨年12月に、政策金利（フェデラル・ファンド・レートの誘導目標レンジ）を0.25%引き上げることを決定した。実に9年半ぶりの利上げである。FRBは、2008年9月のリーマン・ショックを受け、2008年12月以降、政策金利のフェデラル・ファンド・レートの下限をほぼゼロまで引き下げたほか、米国債などを大量に買い入れる量的緩和策といった積極的な金融政策で景気を下支えしてきた。結果として、米国経済は利上げができるほどの回復を遂げたとFRBは判断した。

金融危機後の米国景気の急激な落ち込みは、国内でのデフレ圧力を強めるとともに、米国への輸



出で潤ってきた新興国の景気に下押し圧力になることで、世界的にデフレ懸念を高めてきた（図表3）。しかし、金融危機後のFRBによる積極的な金融政策は、高金利の新興国と米国の金利差拡大につながり、米国の緩和的な金融環境のもとで生じた余剰資金が高い成長が見込める新興国へ流入することで、新興国通貨を押し上げた。この余剰資金の流入は原油などの資源価格の高騰にもつながり、世界経済のインフレ圧力を高める方向に働いてきた。

資源国の景気は低迷

一方、2013年春には、FRBによる米国債券の買い入れの縮小観測（テーパリング）が高まったことで、緩和マネーを引き揚げる動きが広がり、「フラジャイル5（脆い5通貨）」と呼ばれた新興国通貨（ブラジルレアル、インドネシアルピア、インドルピー、トルコリラ、南アフリカランド）は下落基調を強めた（図表4）。2014年以降も、FRBの利上げ観測を背景に、新興国通貨は一段と下げ足を速めた。これまで米国の低金利政策による恩恵を受けてきた新興国では、FRBの利上げ開始によって、資金を引き揚げる動きが続いている。

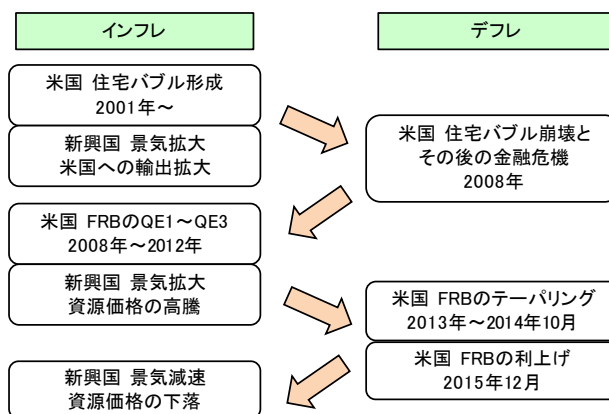
FRBは金融政策の正常化をゆっくりと行なう構えを示しているものの、米国が利上げ局面に入ったことから、新興国からの資金流出は今後も続くと思われる。中国景気の減速が続いているのに加え、これまで資源価格の上昇に支えられてきた新興国の景気は低迷が続く可能性が高い。

主要先進国の構造的な問題

中長期的な観点から、世界経済が回復に向かいにくい要因として、経済が長期的な安定軌道に乗っている場合に実現される潜在成長率の低下があげられる。L.サマーズ氏が唱えた「長期停滞論」では、経済構造の変化により、貯蓄・投資バランスが貯蓄超過方向（貯蓄が望ましい投資水準を上回る）へと変化し、実質中立金利（≒潜在成長率）が低下したことによって、従来の方策対応のみでは、持続可能な成長、供給能力の安定的な活用、金融システムの安定を同時に達成することが困難と論じられている。

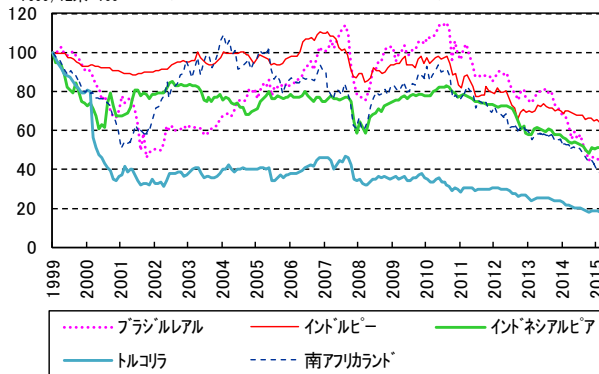
潜在成長率自体、幅を持って見るべきものであるが、長期的に見れば、主要先進国の潜在成長率は鈍化傾向が続いている（図表1）。経済成長の源泉は、労働投入、資本投入、生産性の向上であるが、多くの主要先進国では、生産年齢人口の減少や増加ペースの鈍化に加え（図表5）、金融危機後の資本ストックの伸びに力強さが欠ける（図表6）。潜在成長率が低下する局面では、企業は

（図表3）米国金融危機後のインフレ・デフレ要因



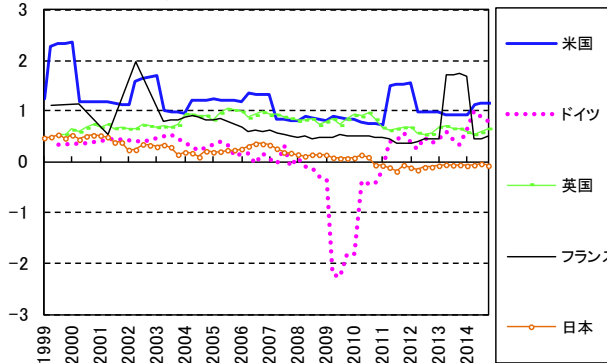
（出所）明治安田生命作成

1999/12末=100（図表4）フラジャイル5通貨対ドル変動率



（出所）ファクトセット

%（図表5）生産年齢人口の伸び（前年比）



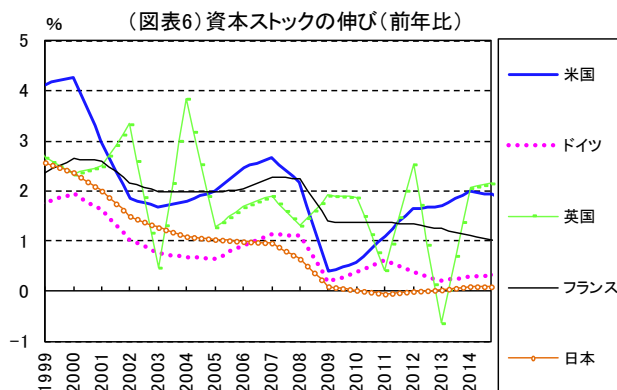
（出所）OECD

売上の減少を見込んでその成長率に見合うと考える水準まで資本ストックを調整しようと、設備投資を減少させる可能性が高い。設備の更新が抑制的なものにとどまるなか、生産性向上の遅れもあって、潜在成長率の上昇は今後も緩やかなものにとどまるとみられることから、景気回復が進んでも、経済が長期的に到達する水準自体が徐々に下がっているとみている。

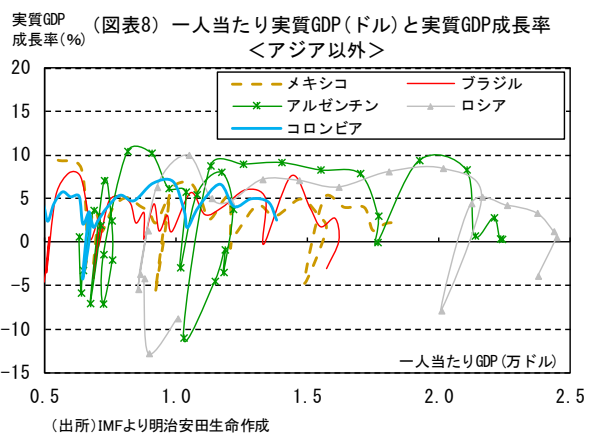
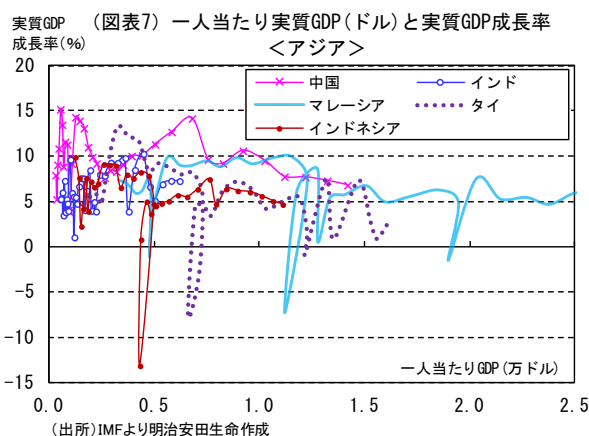
新興国景気低迷の本質

新興国経済は、2000年から2010年にかけて、リーマン・ショックの影響を受けながらも、高成長が続いてきたが、FRBによる資産購入の縮小がはじまった2013年にはすでに減速傾向が続いていた。労働集約的な産業などを中心に発展してきたASEAN諸国や、インドなどの非資源国は安定的な成長を維持してきたが、一部の新興国では、いわゆる「中所得国の罠」に陥った可能性も懸念される。中所得国の罠とは、成長発展段階にある国が労働集約的な産業や資源輸出に依存する形で高成長を遂げるものの、産業構造の高度化が進まず、一定のところまで成長ペースが頭打ちになることで、高所得国へ移行できずに中所得として停滞する状況を指す。背景には、人件費の上昇や後発新興国の追い上げ、先進国との技術力の格差などがあるが、2007年の世界銀行による報告では、中所得国を回避するために、製品や人材の高度化、技術革新、新たな製品や創造に資する教育システムの構築が必要としている。

実質GDP成長率と一人当たりGDPの推移を見ると、中所得国（一人当たりGDPが3,000～10,000ドル）になることができた新興国は多いものの、中所得国から高所得国の水準に達した国は多くない（図表7,8）。アジアなどの一部の新興国は堅調な推移を維持しているが、これまで新興国景気をけん引してきた中国の景気減速を補うほどではないため、世界全体で見れば、もたつく世界経済からの脱却は容易ではないだろう。（担当：信本）



(出所)ファクトセット



迫る英国の国民投票

英国 EU 離脱を問う国民投票は 6 月 23 日に実施

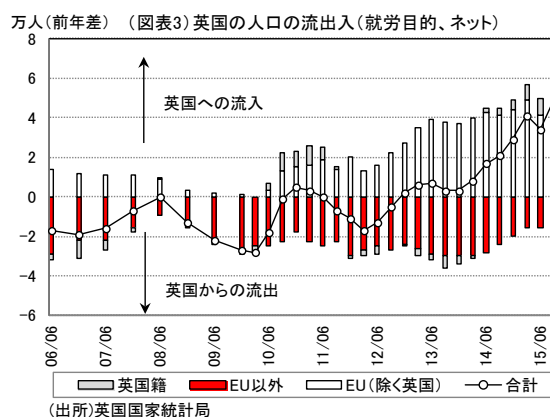
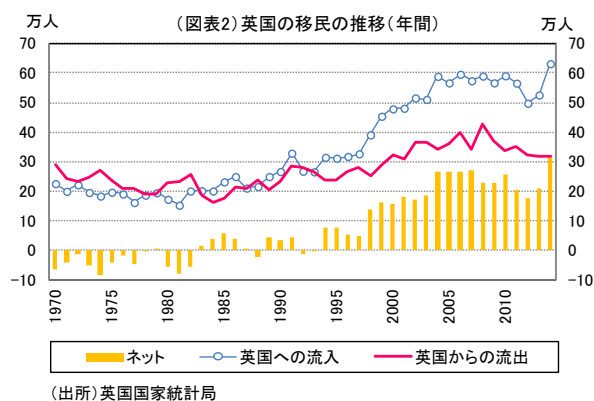
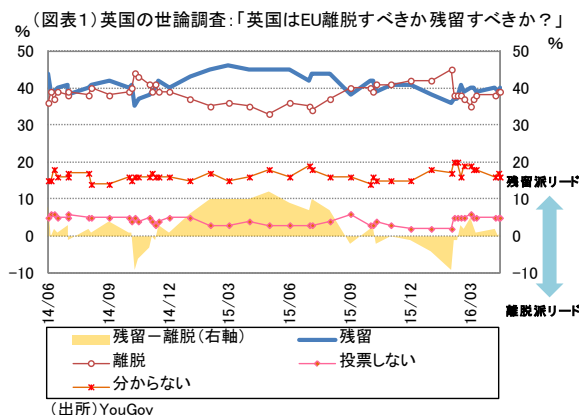
2月18,19日に開催されたEU首脳会合では、EU域内からの移民の福祉制限などを含むEU改革案が合意に至った。英国のキャメロン首相はこれを受け、公約として掲げていたEU離脱を問う国民投票を6月23日に行なう方針を表明した。キャメロン氏は合意した改革案について、「改革後のEUにとどまることで英国はより安全で、より強靱で、より豊かになり、離脱すれば経済や安全保障にとって脅威になる」と述べ、交渉の成果を強調した。国民投票については、企業トップの多くも、欧州市場への自由なアクセスの確保が必要という理由などから、EU残留を呼びかけている。ただ、世論調査では今のところ、EU離脱派と残留派がほぼ拮抗している状態が続いているほか(図表1)、政府与党内でも意見が割れており、国民投票の行方は見通せない状況が続いている。

EU 離脱問題の背景

英国ではもともと、ドイツやフランスが主導する欧州統合への不信感に加え、主権意識の強さなどから、EUの既存の枠組みや、統合を推し進める動きに懐疑的な見方が多かった。特に、2000年代の後半あたりからは、移民の大量流入に伴い、既存の労働者の間で職を奪われるとの不安が広がったことや、こうしたなかで欧州の統合を強化する動きへの警戒感もあって、EU離脱を支持する世論が勢いを増している。

英国の移民流入数を見ると、1997年以降、移民の流入が急増している(図表2)。2000年後半以降、増加ペースは鈍化しているものの、依然として高水準の流入が続いている。この背景には、1995年5月に誕生したブレア労働党内閣で、医師、看護師、IT技術者などの高技能人材不足を解消するため、約30年ぶりに移民規制を緩和したほか、2004年以降の中東欧諸国のEU加盟で労働市場開放が進んだことなどがある。

2008年の世界的な金融危機後には、社会保障費などの財政負担の拡大への懸念も強まったことで、移民政策への批判が高まり、2010年に発足した保守党と自由民主党の連立政権では、「2015年までに年間の移民純流入数を10万人以下にする」との政策が打ち出された。ただ、EU域内では「人の移動の自由」が保障されていることから、その成果は限定的なものにとどまっており、移民の純



流入数は目標の「10万人以下」を大きく上回ったままである。就労目的の移民に限定した流出入数（純増数）を見ると、EU国籍以外からの移民は純減傾向であるのに対し（図表3）、EU国籍からは純増傾向が続いており、EU国籍の移民流入に歯止めがかかっていない状況が続いている。

欧州債務問題を経て、欧州の政治的、経済的な統合を強化する動きが強まっていることも、英国内でEU離脱論が高まる一因となっている。特に、最近の金融規制改革は、取引規制や役員報酬規制など、金融業の魅力を損なう方向に向かっており、シティの衰退を懸念する金融街の反発を招いている。

EU改革案の評価はまちまち

昨年5月の下院総選挙では、EU離脱を掲げた英国独立党（UKIP）の支持率が伸びたことが注目された。ただ、独立党は結局1議席の獲得にとどまり（図表4）、キャメロン首相率いる保守党が過半数を獲得した。背景には、政治の不安定化を懸念した有権者の保守的な投票行動や、キャメロン首相がEUから権限を取り戻す交渉を約束したこと、EU離脱の是非を問う国民投票の実施を公約として掲げたことなどがある。

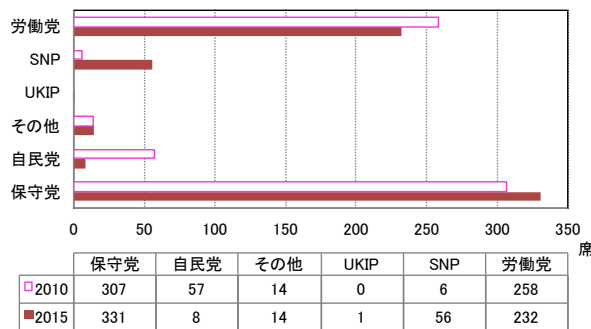
EU改革案は、①経済ガバナンス、②競争力、③国家主権、④移民政策の4つの項目で構成されている（図表5）。③主権の尊重では、「絶えず密接化する連合」の原則を英国には適用しないことが将来の条約に明記されるとしたほか、各国議会の55%が反対すればEU法案を拒否できる新たな制度も盛り込まれた。最も注目された④の移民政策では、移民が急増した場合、社会保障を入国後最大4年間制限できるとし、この緊急措置を最大7年間続けられることとした。緊急措置の継続期間については、13年間を要求していた英国と、3～4年にすべきとしていた中東欧諸国が対立してきた経緯がある。このほか、英国外在住の移民の子に対する扶養手当の基準見直しなども決定した。

合意したEU改革案に対する英国国民の評価は、EU側からより多くの譲歩を引き出したと評価する声がある一方、特に目新しい成果はなかったとの見方や、改革案の実効性を疑問視する見方もあるなど、必ずしも定まっていない。3月上旬の世論調査でも、EU離脱派と残留派が拮抗する状態が続いており、現状では、合意内容がEU残留への強い説得材料にはなっていない状況である。

EU離脱なら、景気への悪影響は避けられない

6月23日の国民投票を受け、EU離脱が決定した場合、英国政府はEUに離脱の意向を伝え、離脱後の在り方を協議し、基本的には2年後までに離脱することになるが、こうした状況に至った場合、景気への悪影響は避けられない。まず、輸出に関して、英国はEU向けが過半を占めており（図表7）、EU離脱の悪影響はきわめて大きい。英国政府がEU離脱の影響を検証した報告書では、EUとの関係について、4つの選択肢を提示している（図表6）。このうち最も有力なスイス型の場合でも、EU加盟国並みの経済的優遇を受けることができないことなどから、英国経済が打撃を受けると結論づけている。

(図表4)各党の獲得議席数



(出所)英国放送協会(BBC)より明治安田生命作成

(図表5)EU改革案

①経済ガバナンス	EU単一市場の推進と非EU諸国の権利保護 ・ユーロ圏の金融の安定を確保する緊急措置について非EU諸国は財政負担を生じない
②競争力	より競争力のあるEU構築と規制の緩和 ・行政負担等を軽減し、不要な法制を撤廃を目標
③主権の尊重	EU統合深化から英国を除外 ・「絶えず緊密化する連合」原則からの適用除外を確認 ・各国議会から反対の多いEU法案は撤回が可能
④移民政策	EUからの移民に対する福祉・社会保障の制限 ・移民急増の場合、社会保障の支給を制限可能

(出所)各種報道機関より明治安田生命作成

英国の重要産業である金融について、EU加盟国であれば「シングル・パスポート」が適用となり、他の加盟国でも金融商品の提供や支店の設立が認められる。ただ、離脱となれば「シングル・パスポート」制度の適用外となることなどから、英国に支店をおく海外金融機関の多くが撤退することが懸念される。

さらに、離脱決定後は、景気に対する先行き不透明感などから、英国だけでなくEU域内においても企業は投資に慎重な姿勢を続けるとみられるほか、消費マインドの冷え込みも懸念されている。スコットランドの独立運動が再び強まることも予想され、英国経済の先行き不透明感は強まる可能性が高い。

EUについても、英国の離脱によってEUの一体性や、先行きに対する懐疑的な見方が広がるとみられるほか、単一通貨ユーロへの信認低下につながる可能性が高い。残されたEU加盟国にとっても、EU予算の拠出負担が増えることなどから、EUに対する不満が一段と高まるとみる。

英国国民はEU残留を選ぶと予想

EU離脱の影響を冷静に分析している英国企業の多くは残留を支持している。英産業連盟(CBI)が実施した調査では、CBI加入企業773社のうち約8割がEU残留を望むと回答した。一方、2月の世論調査を見ると、「EU離脱が自分自身に及ぼす影響は？」の問いに対して、英国国民の4割以上が「何も変わらない」と答えており、EU離脱に対する意識の低さが表れている(図表8)。

こうしたなか、世界の著名人らが、タックスヘイブン(租税回避地)を利用していた実態を露呈した「パナマ文書」のなかで、キャメロン首相が亡父の租税回避地を使った投資信託から利益を得ていたことが明らかとなった。文書漏えい後の世論調査を見ると、離脱派の勢いが増しており(図表1)、国民投票の行方はいっそう見通せない状況となっている。

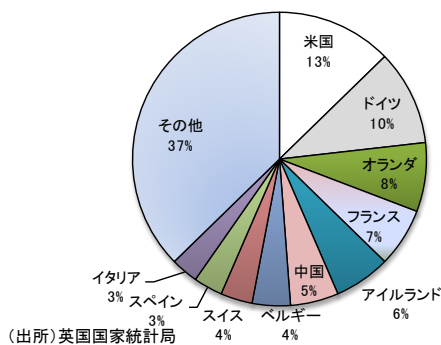
ただ、今後については、政府や英国企業が、国民投票までにEU離脱リスクを英国国民に強く訴えていくとみられる。徐々に国民の間で問題への認識が深まるにつれ、約20%の態度保留者や、EU離脱を支持している層の一部が徐々にEU残留支持に回るとみており、国民投票ではEU残留派が勝利するとみている。(担当:村上)

(図表6) 離脱した場合の4つの選択肢

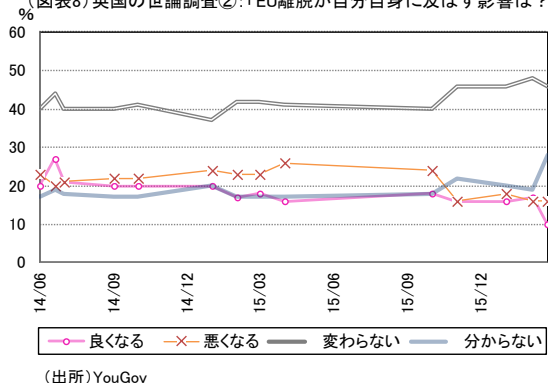
選択肢	内容と課題
①ノルウェー型	EFTAへ再加盟し、EFTAとEUが結ぶEEA協定に参加 課題:労働規制等従う必要あり
②スイス型	EFTAへ再加盟するが、EEA協定には参加しない 課題:単一市場へのアクセス限定的、他国からの反対が多い
③カナダ型	EUと包括的な貿易協定を結ぶ 課題:交渉に時間がかかる
④WTO型	WTOルールに基づき取引 課題:経済的恩恵が少ない

(出所)英政府資料、各種報道機関より明治安田生命作成

(図表7) 英国の貿易輸出先内訳(2014年)



(図表8) 英国の世論調査②:「EU離脱が自分自身に及ぼす影響は？」

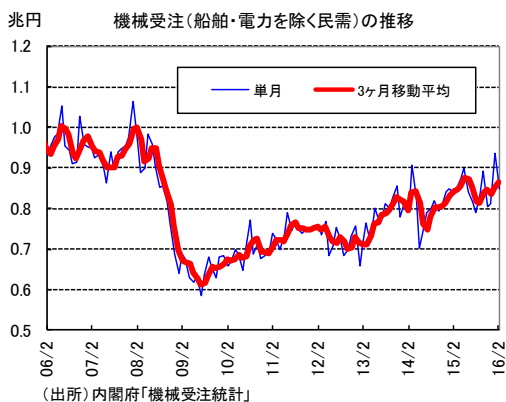


主要経済指標レビュー (4/11~4/22)

《日 本》

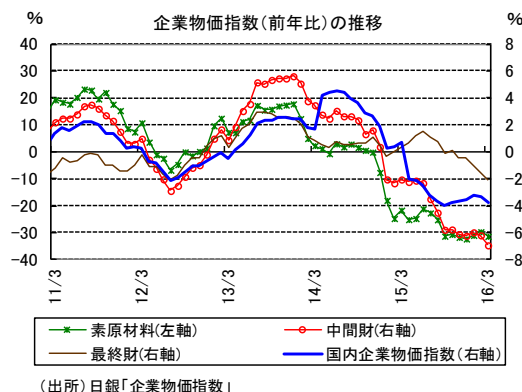
○ 2月機械受注 (4月11日)

2月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比▲9.2%と、1月(同+15.0%)が高い伸びとなった反動などから、大幅なマイナスとなった。業種別では、非製造業(除く船・電)が同+10.2%となったものの、製造業が同▲30.6%となり、全体を押し下げた。製造業では、1月の鉄鋼業の大型案件の影響で押し上げられた反動もあるとみられるが、鉄鋼業を除いた場合でも前月比マイナスとみられ、基調は弱い。今後については、製造業では、国内の中長期的な低成長予想の定着で、新規投資は引き続き海外中心と見込まれる。非製造業でも、国内の景気回復ペースが緩慢ななか、投資を慎重に進めるとみており、国内設備投資の回復ペースは鈍いものととどまると予想する。



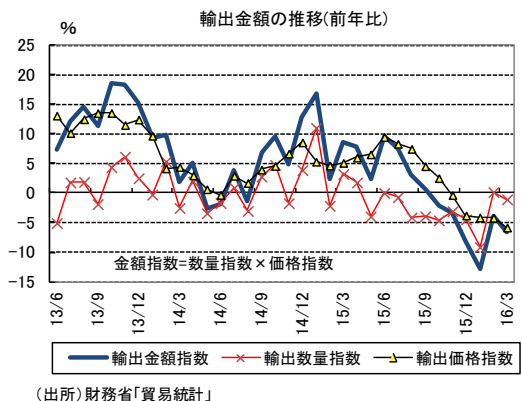
○ 3月企業物価指数 (4月13日)

3月の国内企業物価指数は前年比▲3.8%と、前月の同▲3.4%からマイナス幅が拡大した。押し下げに寄与した業種では、石油・石炭製品(2月:同▲22.4%→3月:同▲24.9%)や、食料品・飲料等(同+1.1%→+0.6%)などが目立った。一方、押し上げに寄与した業種は、スクラップ類(同▲26.6%→▲22.6%)など。輸出入物価指数(円ベース)では、輸出物価(同▲7.9%→▲9.1%)、輸入物価(同▲17.9%→▲20.2%)のいずれもマイナス幅が拡大。需要段階別では国内需要財のマイナス幅が拡大するなど、国内最終需要の弱さが下押し圧力となっている。2月以降の円高の影響もあって、今後も企業物価は低下傾向が続くと予想する。



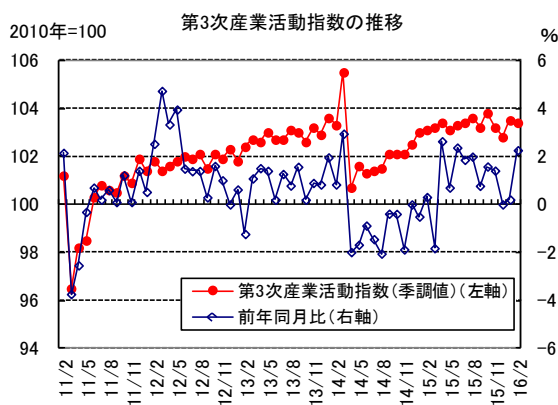
○ 3月貿易統計 (4月20日)

3月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲6.8%と、6ヵ月連続のマイナスとなった。輸出の実勢を示す数量指数は同▲1.0%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなり、基調的な弱さが改めて示された形。数量指数を相手地域別に見ると、米国向けが同▲6.1%、中国向けは同+0.7%と、主要輸出先である米中向けが冴えない結果となった。今後も輸出は、中国を中心とする新興国景気の減速が下押し圧力になると見込まれるほか、米国向けも、エネルギー関連業種の低迷などもあって、資本財を中心に伸び悩むとみている。九州の震災に伴う生産や物流の混乱による悪影響も懸念されることから、当面の輸出は軟調な推移が続くと予想する。



○ 2月第3次産業活動指数（4月22日）

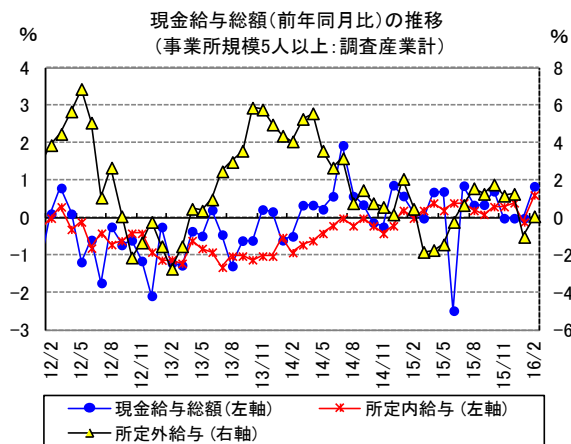
2月の第3次産業活動指数は前月比▲0.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。内訳では、広義対個人サービスが同+0.3%と、2ヵ月連続のプラスとなった一方、広義対事業所サービスが同▲1.3%となり、全体を押し下げた。業種別に見ると、11業種中、4業種で低下、7業種で上昇。低下した業種は、事業者向け関連サービス、小売、電気・ガス・熱供給・水道、医療・福祉。事業者向け関連サービスでは、広告業などが、小売業では、燃料、自動車などが押し下げに寄与した。一方、上昇した業種は、卸売、金融・保険、不動産など。今後については、所得環境の回復ペースの鈍さを背景に、対個人サービス関連の活動は一進一退で推移するとみており、第3次産業活動指数全体でも、均せば緩やかな回復にとどまると予想する。



(出所) 経済産業省「第3次産業活動指数」

○ 2月毎月勤労統計（確報、4月22日）

2月の毎月勤労統計では、現金給与総額（事業所規模5人以上：調査産業計）が前年比+0.7%と、4ヵ月ぶりのプラスとなった。内訳項目を見ると、定期給与（1月：同▲0.1%→2月：同+0.6%）が2ヵ月ぶりのプラスとなったほか、特別給与（同+3.0%→同+20.5%）のプラス幅が拡大した。定期給与では、所定内給与（同▲0.1%→同+0.6%）、所定外給与（同▲1.0%→同+0.1%）のいずれもプラスに転じている。2016年の春闘では、ベアの水準が昨年を下回るとみられるほか、労働需給の引き締めを受けた賃金上昇も、一部の職種に限られるとみられることなどから、所得環境の改善ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

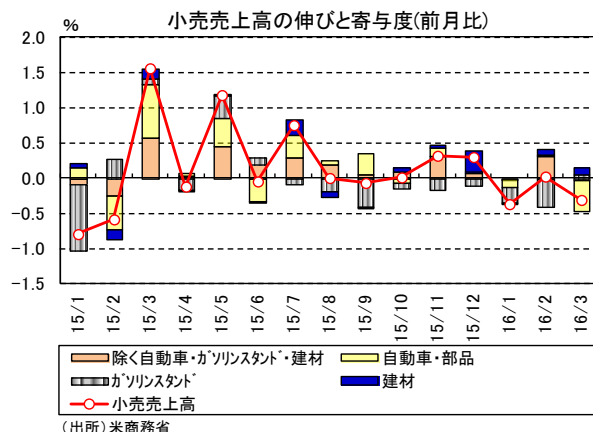


(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」

《米 国》

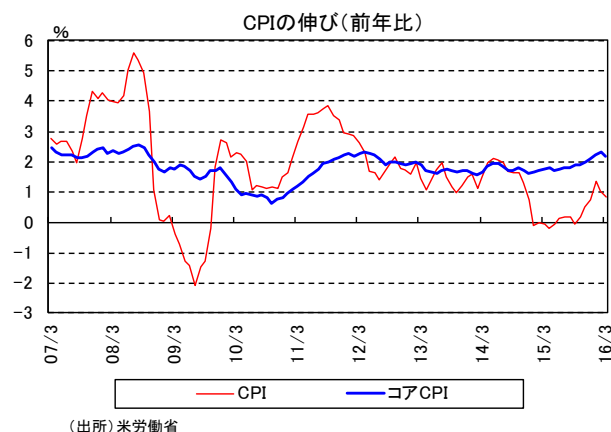
○ 3月小売売上高 (4月13日)

3月の小売売上高は前月比▲0.3%と、2ヵ月ぶりに減少し、市場予想(同+0.1%)を下回った。ガソリン価格の上昇を背景に、ガソリンスタンドが同+0.9%と9ヵ月ぶりに増加したものの、自動車・部品は同▲2.1%と2ヵ月ぶりに減少し、全体を押し下げた。GDPの算出に使用される「除く自動車・部品、ガソリン、建材ベース」でも、前月比横ばいにとどまった。家計の実質購買力が向上していることや、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、今後の個人消費は回復傾向を維持するとみている。



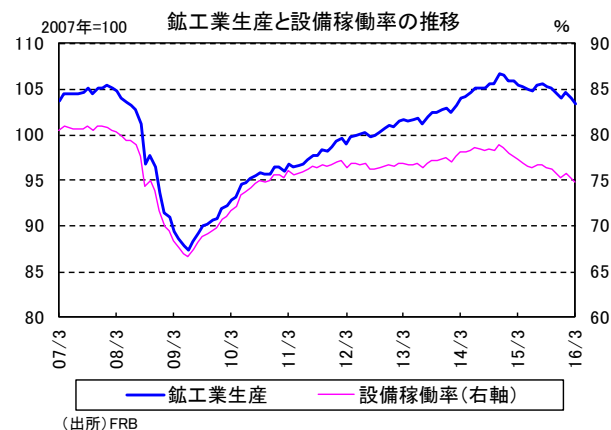
○ 3月CPI (消費者物価指数) (4月14日)

3月のCPIは前月比+0.1%と、2ヵ月ぶりに上昇した。エネルギーが同+0.9%と4ヵ月ぶりに上昇し、全体を押し上げた。一方、前年比では+0.9%と、2月の同+1.0%から伸び幅が縮小した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは前月比+0.1%と、2月の同+0.3%から伸び幅が縮小。前年比でも+2.2%と、2月の同+2.3%から伸び幅が縮小した。アパレルが低下したことや、医療などの伸び幅が縮小した影響が大きい。賃金上昇圧力が強まるまでにはしばらく時間がかかるとみており、今後の物価上昇ペースも緩やかなものにとどまると予想する。



○ 3月鉱工業生産 (4月15日)

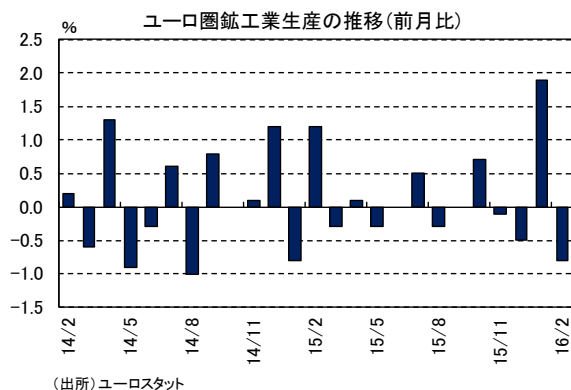
3月の鉱工業生産は前月比▲0.6%と、2ヵ月連続でマイナスとなり、市場予想(同▲0.1%)をも下回った。産業別に見ると、製造業が同▲0.3%と、2ヵ月連続でマイナスとなったほか、石油掘削などの鉱業も同▲2.9%と、7ヵ月連続でマイナス。ガス・電気などの公益事業は同▲1.2%と、例年より気温が高かったことで、暖房需要が減少したことなどを受け、2ヵ月連続のマイナスとなった。海外景気の減速が続いていることや、原油安を背景にエネルギー関連業種の業況が低調に推移していることなどから、生産は今後も停滞気味の推移を余儀なくされるとみる。



《 欧 州 》

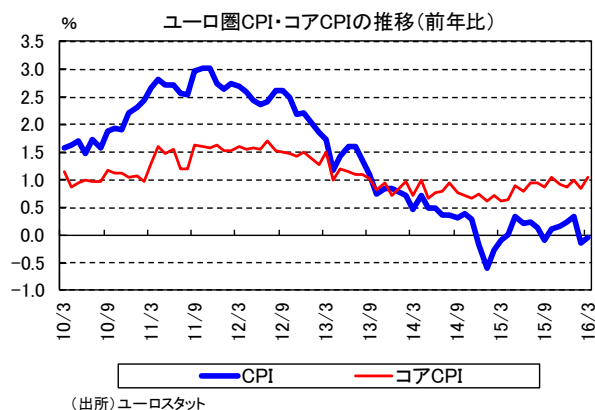
○ 2月ユーロ圏鉱工業生産（4月13日）

2月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.8%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。財別で見ると、中間財が同+0.9%→0.0%と、前月から横ばいにとどまったほか、消費財は同+2.6%→▲1.7%、資本財は同+2.9%→▲0.3%と、いずれもマイナス。主要国別では、ドイツが同+2.1%→▲0.7%、フランスが同+1.0%→▲1.0%、イタリアが同+1.7%→▲0.6%、スペインが同▲0.2%→▲0.2%と、軒並みマイナスとなった。ユーロ圏の個人消費は改善傾向で推移しているものの、輸出は新興国向けを中心に伸び悩みが続くとみられることなどから、鉱工業生産は今後も停滞気味の推移が続くと予想する。



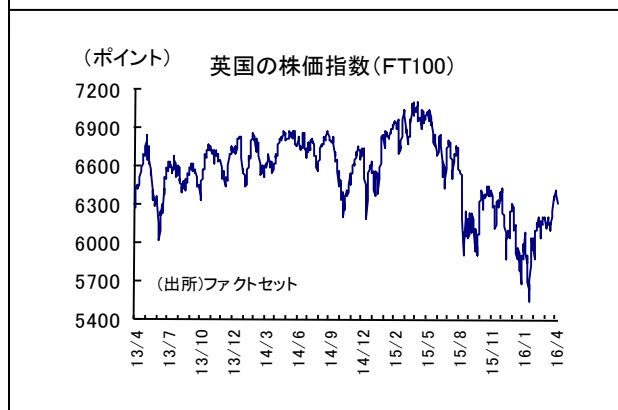
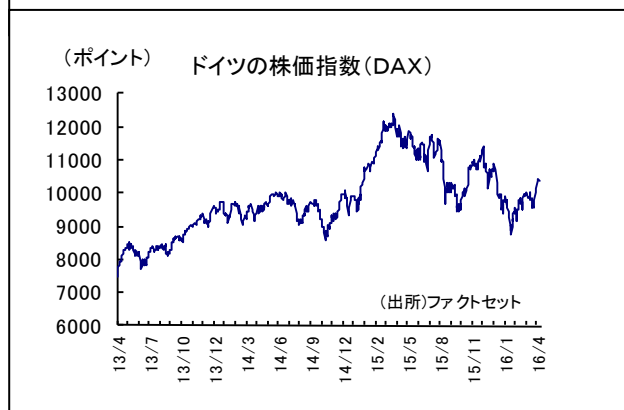
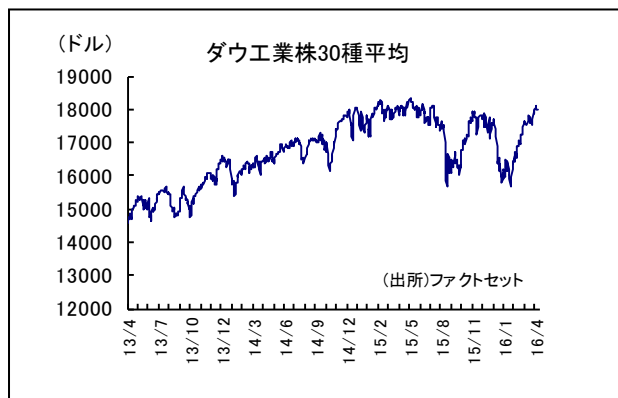
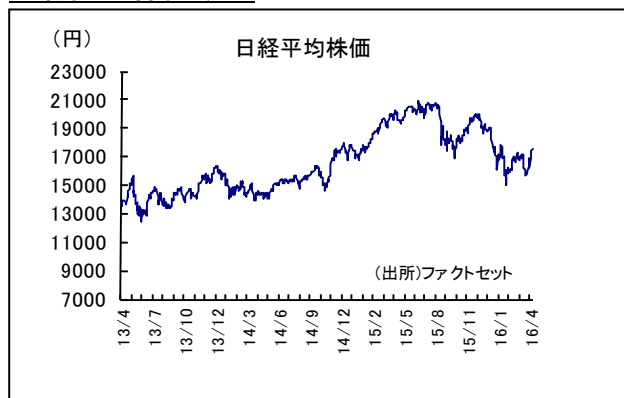
○ 3月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（4月14日）

3月のユーロ圏CPIは前年比0.0%と、2ヵ月ぶりにマイナスを脱した。財価格は同▲8.1%→▲8.7%と、エネルギー価格の落込みなどから、2ヵ月連続でマイナス幅が拡大したものの、サービス価格は同+0.9%→+1.4%と、イースター休暇のずれなどの影響もあって、2ヵ月ぶりにプラス幅が拡大した。国別では、フランスが同▲0.1%、イタリアが同▲0.2%、スペインが同▲1.0%と、いずれも前月と同じ低下幅だったが、ドイツは同▲0.2→+0.2%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。原油価格の戻りが鈍いほか、域内景気も力強さに欠けることなどから、今後のユーロ圏CPIは停滞気味に推移すると予想する。

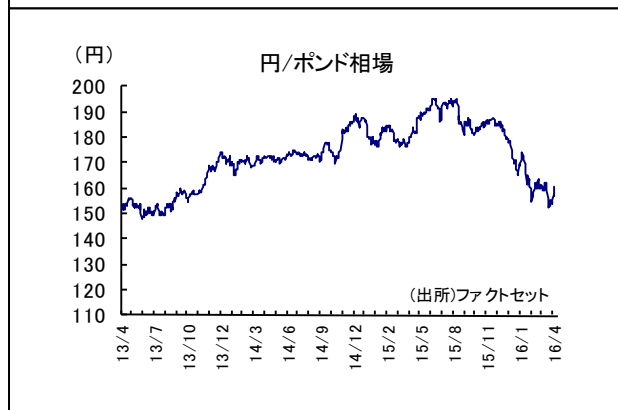
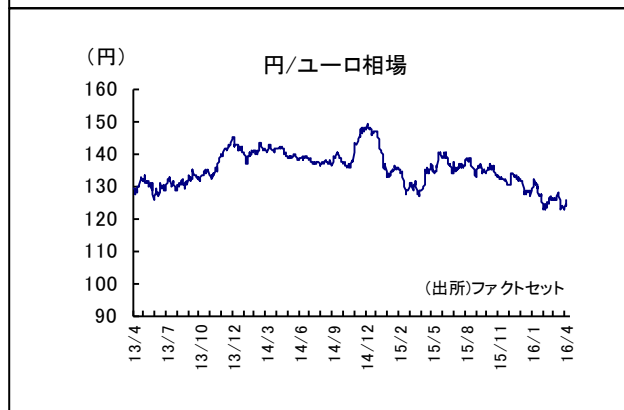
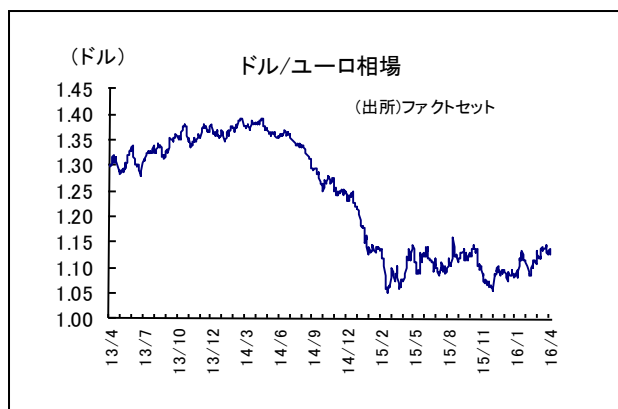
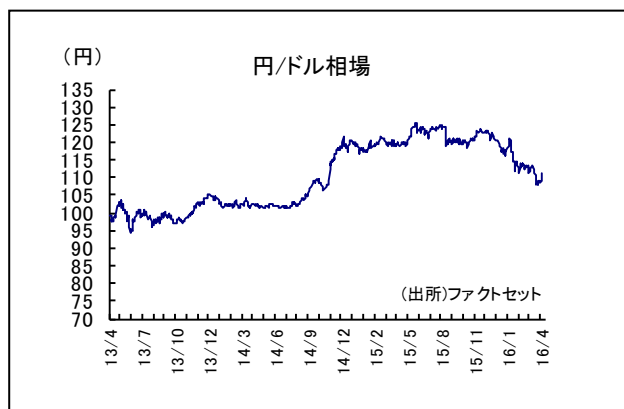


日米欧マーケットの動向 (2016年4月25日現在)

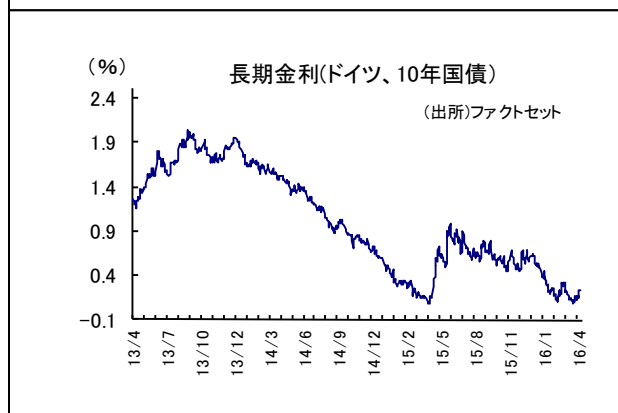
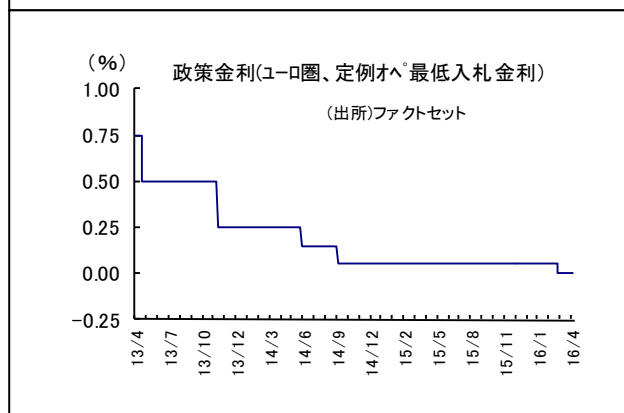
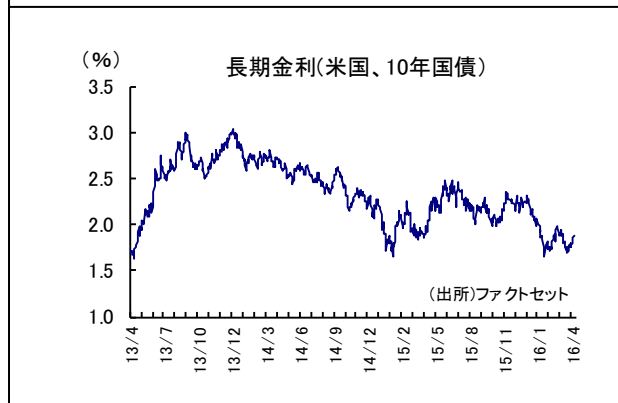
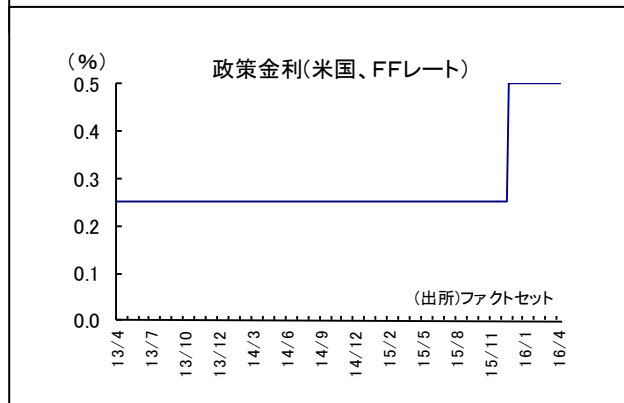
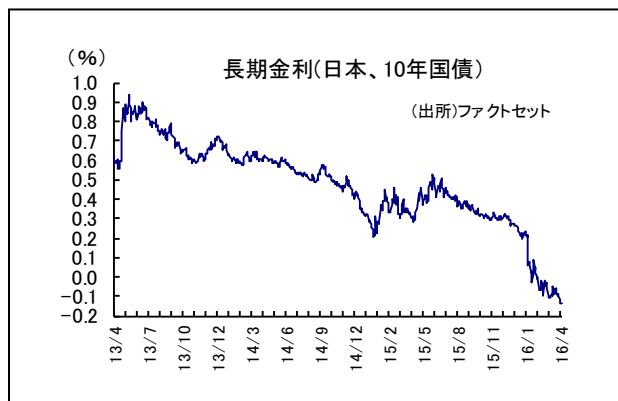
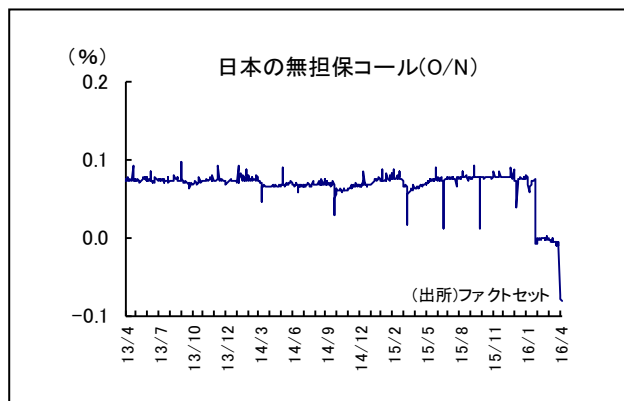
▽各国の株価動向



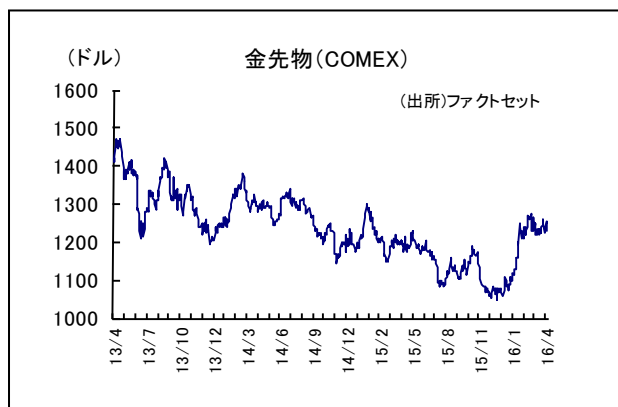
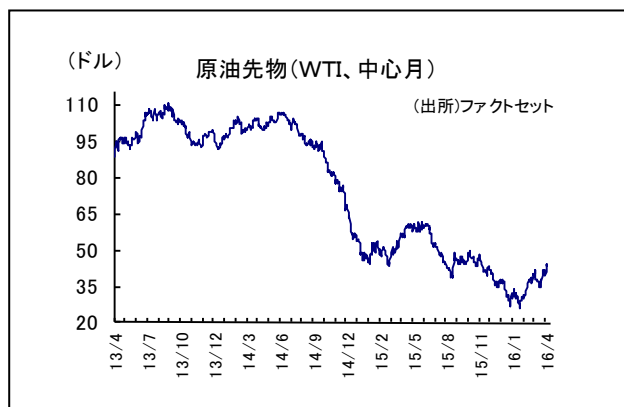
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査 G が情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内 2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、謝名憲一郎、信本将巳、平野真依子、山口範大、
尾家小春、開発彰徳、村上梨子、磯部雅人、陳家斉