



## <フォーカス>疑問が残る「保護主義路線」の本気度

注目されたトランプ新大統領の就任演説では、具体的な政策への言及はほとんどなかったが、全体的に保護主義色が強くにじみ出ており、支持層である中西部の白人工場労働者、すなわち「忘れられた人々」を強く意識した内容であった。中国の為替操作国の認定がなかったことは市場を安心させたが、これは今後の交渉カードとして温存したということである。一方で、財政政策への言及は乏しかった。「積極財政」と「保護主義」がトランプノミクスの二本柱だが、前者に関しては、大統領権限のみでできることが少ないため、共和党との政策調整が遅れていることが主因と考えられる。

ただ、減税を中心とした大型財政政策が打ちだされること自体は疑いのないところで、米国経済の予想にあたっては、より不透明な保護主義的政策の帰趨に注目していく必要があるようだ。程度如何では、経済に与える打撃がきわめて大きくなるためである。就任演説では、「保護が偉大なる繁栄と強さにつながる」、「我々は二つの単純なルールに従う、米国製品を買い、米国人を雇うということだ」等々、保護主義への並々ならぬ意欲を示したようにも見えたが、本気度はなお疑いを挟む余地が残る。声高に叫べば叫ぶほど、それしかできないことがないように見えてしまうのだ。たとえば、輸入品に高関税をかければ、真っ先に支持層である低所得者の懐を直撃する。相手国からの報復を浴びれば米国企業がしっぺ返しを食らう。メキシコペソ安はすでに製造業に打撃を与えている。新政権がこうした保護主義の帰結に無知とは考えにくい。

個別企業への「口撃」もしかりである。今のところ広報戦略としては目覚ましい成果を挙げているが、これは経済政策といえるシロモノではない。企業が投資計画をそう簡単に変更できるはずはなく、元々あった計画を前倒しで発表しているケースがほとんどだろう。今後もマクロ的なインパクトは期待できないが、アリバイ作りにはなる。あくまで支持層への「アピール」を優先し、経済がまずい状況に陥ったら何か他の外部要因のせいにするという選択肢もないわけではないが、マスコミがそれでは済まずまい。

トランプノミクスが成功するとしたら、いわゆる「高圧経済」の実現を通じ、潜在成長力の向上につながるケースに限られる。すなわち、経済に通常必要とされる以上の上振れ圧力をかけることで、長期失業者のスキルアップ等が実現し、供給サイドの強化につながるパターンである。ただ、普通に考えればインフレ圧力が先に来る。よってインフレへの米経済の耐性が成否のカギを握るが、保護主義で経済に負の供給ショックを与えるのは、まさに真逆の政策となる(スタグフレーションにつながる)。もとより、保護主義が経済成長に資すると主張する経済学者はほとんどいない。公約である以上、何もしないわけにはいかないにしても、お茶を濁す程度にとどまるか、いずれ行き詰って軌道修正を図らざるをえなくなるように思われる。そうなれば、投資家にとっては、トランプノミクスを謳歌できる時間が伸びることになるだろう。トランプ氏が「忘れられた人々」にスポットを当てたのは意味があるにせよ、救うには他の方法が必要である。(Kodama wrote)

## 目次

<フォーカス>疑問が残る「保護主義路線」の本気度.....	1	・ 欧州経済の現況.....	6
・ 経済情勢概況.....	2	・ 主要経済指標レビュー.....	10
・ 2017年の日本の景気は回復へ.....	3	・ 日米欧マーケットの動向.....	14

**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、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、底堅い米国経済や、政府の経済対策の効果などに支えられ、景気は回復基調が続くと予想する。

個人消費は、緩慢な回復が続いている。今後も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、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

住宅投資は回復が一服している。今後は、相続税対策としての貸家の節税需要が減衰するとみられるほか、所得環境の回復ペースの鈍さもあって、鈍化に向かうとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資の低迷が続くとみるものの、更新・維持投資を中心に、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、増加傾向での推移を見込む。

輸出は持ち直しつつある。今後も、底堅い米国景気などに支えられ、緩やかな持ち直し傾向で推移すると予想する。生産は、輸出や消費の持ち直しを受け、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コア CPI）は、0%を下回って推移している。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ており、2016年度のコア CPI は、前年比▲0.3%程度にとどまると予想する。

**米 国**

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善が継続していることや、緩和的な金融環境が続いていることなどから、今後も景気回復基調が続くと予想する。

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もあって、回復傾向が続く可能性が高い。

住宅投資は、雇用者数の増加や低金利環境などに支えられ、持ち直しに向かうとみる。

設備投資は、企業収益の改善などを背景に、回復傾向で推移すると予想する。ただ、外需は伸び悩むとみられることなどから、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。

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。

FRBは2016年12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.25-0.50%から、0.50-0.75%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみており、年2回程度のペースで利上げが行なわれると予想する。

**欧 州**

ユーロ圏経済は、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、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、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、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、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。

ECBは2016年12月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を6ヵ月延長し、少なくとも2017年9月末までとしたほか、4月からの買入れ額を月額800億ユーロから600億ユーロへ減額することなどを決定した。今後は資産買入れ策の効果を見きわめるため、ECBは様子見姿勢を継続すると予想する。

2017年の日本の景気は回復へ

徐々に回復テンポを速める

2017年の日本経済は、円安・株高トレンドに支えられ、徐々に回復ペースを早めていく展開が期待できる。「トランプ相場」が思いのほか息の長いものになる可能性は低くない。新大統領の発言に振り回されざるを得ない不安定さはあるが、どこまで本音かもわからず、また朝令暮改の可能性もある以上、過剰反応は生産的ではない。確実なのは財政政策の拡大であり、しばらくはその経済効果に素直に目を向けるべきと思われる。どのみち、氏の主張する大規模な法人減税、インフラ整備等の景気刺激効果が強まるのは18年以降である。その副作用がインフレ等の形で表面化するとしても、さらに後ずれする可能性が高く、当面は政策効果の負の部分に相場の目は向きにくい。

米景気は今のところ堅調であり、このトレンドは17年も維持されるとみている。12月の非農業部門雇用者数は前月比+15.6万人の伸びにとどまったものの、低下している潜在成長率との見合いで考えれば、雇用需給の引き締まりを維持できるペースである。実際、時間当たり賃金は7年半ぶりの伸び幅を記録した。相場が期待先行で動いている分、深めの調整を挟む可能性はあるとしても、米国のファンダメンタルズが堅調な限り、トランプ相場崩壊といった抜本的なトレンド転換は考えにくい。

トランプ氏の大規模な財政政策は、職探しをあきらめて労働市場から退出していた人の労働市場復帰、あるいは老朽化したインフラの再生等を通じ、ある程度は潜在成長率の押し上げに寄与することが期待できる。いわゆる高圧経済の実現である。高圧経済は、平均を上回る経済成長率と、低

(図表1)日本のGDP成長率予測(1月時点、2月16日に最新の経済見通しをプレスリリース予定)

(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	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	▲0.4%	0.7%	0.5%	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
前期比年率	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	▲1.8%	2.8%	1.8%	1.3%	0.4%	1.4%	1.0%	0.9%	0.7%	1.1%
前年同期比	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	1.2%	0.3%	0.9%	1.0%	1.6%	1.2%	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%
民間最終消費支出	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%	▲0.7%	0.4%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
民間住宅投資	2.7%	6.3%	0.5%	0.7%	▲1.3%	1.3%	3.5%	2.6%	▲0.2%	▲0.0%	▲0.1%	0.0%	▲0.1%	0.3%
民間設備投資	0.6%	1.6%	1.5%	1.1%	0.4%	▲0.3%	1.4%	▲0.4%	0.4%	0.8%	0.2%	0.4%	0.2%	0.4%
政府最終消費支出	2.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	1.3%	▲1.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%
公的固定資本形成	▲2.0%	1.6%	5.6%	4.6%	▲2.8%	▲0.7%	1.6%	0.1%	2.4%	1.9%	1.1%	1.3%	1.0%	1.2%
財貨・サービスの輸出	0.8%	1.0%	2.0%	1.2%	▲0.6%	0.8%	▲1.3%	1.6%	0.7%	0.4%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸入	▲0.2%	▲1.5%	1.6%	1.9%	▲0.9%	▲1.2%	▲0.9%	▲0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%
名目GDP	2.8%	1.0%	0.9%	1.3%	▲0.3%	0.8%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
GDPデフレーター(前年比)	1.4%	▲0.1%	▲0.0%	0.3%	1.6%	1.0%	0.5%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.5%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.0%	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	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	▲0.4%	0.7%	0.5%	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
民間最終消費支出	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	▲0.4%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
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	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	▲0.0%	0.2%	▲0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%
政府最終消費支出	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	▲0.2%	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%	0.3%	0.2%	▲0.1%	▲0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
在庫品増加	0.3%	▲0.3%	▲0.2%	▲0.0%	▲0.1%	▲0.1%	0.2%	▲0.3%	▲0.2%	▲0.0%	▲0.0%	0.0%	▲0.0%	▲0.0%
純輸出	0.2%	0.4%	0.0%	▲0.1%	0.1%	0.3%	▲0.1%	0.3%	0.0%	▲0.0%	0.0%	▲0.0%	▲0.0%	▲0.1%
財貨・サービスの輸出	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	▲0.1%	0.1%	▲0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸入	0.0%	0.3%	▲0.3%	▲0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%

い失業率で特徴づけられる経済で、これにより供給サイドを強化できれば、財政政策の経済効果の中長期的に持続可能なものとするのが可能となる。そのためには、景気が巡航速度に達した後も、ある程度財政・金融政策を継続するのが基本的な戦略となる。

### いずれは米国でインフレが問題となる可能性

ただ、当然ながらこうした政策はインフレ勃発と紙一重であり、効果が持続するかどうかは、米国経済のインフレへの耐性如何にかかっている。米国のインフレ期待は長きにわたって低水準にアンカーされており、これは心強い材料には違いない。米国のみならず、どの先進国でもインフレの脅威を肌で記憶している世代は少なくなっている。日本のようにデフレ期待とまではいかないにしても、米国の低インフレ期待は予想以上に強固かもしれず、そうであればトランプノミクスの成功率は高まる。

しかし、期待された供給サイドへの効果ははかばかしくない場合、あるいは財政政策の規模があまりに大きい場合は、需給ギャップの需要超過方向への動きが加速し、インフレ到来の時期が早まる。もちろん、財政赤字の拡大、保護主義的政策の推進もインフレ圧力となる。特に保護主義的政策の場合は、輸入減少が供給ショックとなって、インフレというよりスタグフレーションを招く。18年の後半から19年以降にかけては、次第にこうした副作用が表面化する可能性が高まる。

「賢明なビジネスマンのトランプ氏なら、こうなる前に路線転換するのではないか」との期待も可能だが、インフレは起きてしまったらほぼ手遅れである。特に財政に関しては年単位で動くこともあって、いったん走り出したら最後、適切なタイミングで「賢く方向転換」するのは不可能に近い。金融政策であれば機動的に動けるが、トランプ氏は、財政政策の効果を最大限に引き出すためにも、利上げ路線に圧力をかける可能性が高そうである。FED(米連邦準備制度)の矜持が問われるところだが、次回の大統領選までに、インフレの制御が難しくなっているパターンは捨てきれない。

### 米金利は上昇も日本の金利は上がらず

現時点ではトランプ氏の政策の具体化の方向性もよく見えないことから、中長期的な予想は不確実性が強い。ただ、嵐の前の静けさということになるかもしれないが、17年に限れば、基本的にプラスの効果を享受できる可能性が高い。日米実質金利差の拡大で、為替は基本的に円安トレンド維持、それが日本の株価と景気を支えるというのが基本シナリオである。

短期的には売りポジションがたまっている分、巻き戻しへの警戒が必要だが、米国の長期金利には中期的にはさらなる上昇余地がある。日本の長期金利にも上昇圧力がかかることから、再び長きにわたってマイナス圏に沈む展開は考えにくい。一方で日銀は、0%という10年国債利回りの操作目標を、できる限り維持する構えとみられ、これが上昇を抑える要因となる。

トランプ相場のおかげで、長期金利を0%にすえ置くことの景気刺激効果は、数ヵ月前よりも格段に増している。日銀も、現状は物価目標達成のための千載一遇のチャンスと考えているはずである。金利上昇圧力がかかり続ければ、イールドカーブ・コントロールは次第に難しくなるが、今のところは管理可能な相場環境と考えられる。

将来的には0%への固定をやめ、レンジで示す等の形に変えていく可能性はあるものの、昨年1月のマイナス金利導入から、10ヵ月も持たずして再度の枠組み変更を迫られたことを考えれば、日銀としても猫の目政策との批判は避けたいはずである。少なくとも黒田総裁の任期中は現行の政策を維持したいと考えているだろう。日本の長期金利は、0%台後半を中心とした狭いレンジ内での推移が長くなる展開が予想される。

数ヵ月から数年単位の中期的なタームでは、日米実質金利差が為替レートのもっとも強力な説明変数となる。円安・株高に加え、昨年打ち出された経済対策や、オリンピック需要も引き続き景気を下支えしよう。

**円安効果への過信は禁物**

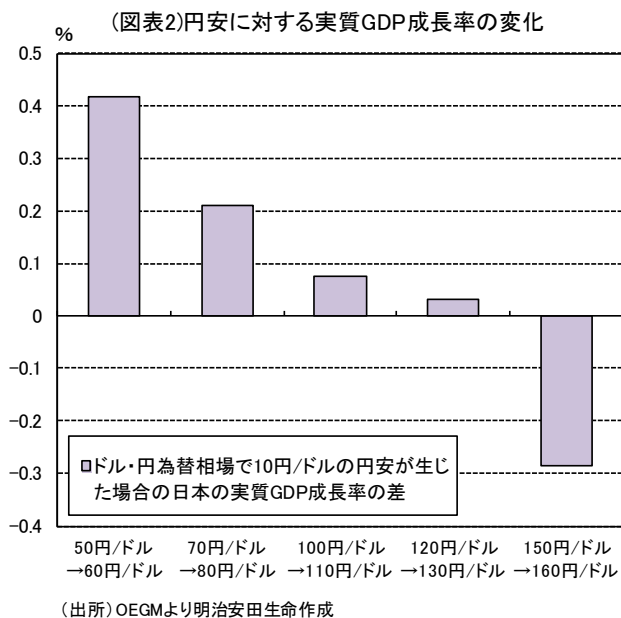
もっとも、円安の景気刺激効果は、もっぱら金融市場を経由した効果に限られ、実体経済に直接与える効果は、さほど大きなものが期待できるわけではない。事実、アベノミクス下で40円以上の円安が進んだにもかかわらず、日本の季調済の輸出数量指数は、今年度始の時点で、安倍政権発足時の12年12月の水準を下回っていた。背景としては、高付加価値品へのシフトなどといった要因から、ドル建ての輸出製品価格の変動幅が、為替の変動幅に比し小さくなっている点などが挙げられる。すなわち、日本の輸出は以前ほど為替相場に左右されにくくなっている。

一方で、株価は円安に素直に反応する。製造業のGDPにおけるウェイトは2割程度にすぎないが、日経平均では約6割を占めるためである。しかも、日経平均は従来から輸出主導のハイテク産業や自動車産業のウェイトが高い。円安が進めば、輸出企業の円換算ベースの企業収益は自動的に伸びる。それが賞与増等の形で、消費者にも一定程度還元される展開がある程度は期待できる。ただ、為替相場に助けられた増益が持続可能なものでない以上、経営者の多くは設備投資や、固定費の増大につながるベアには慎重な姿勢を示し続ける可能性が高い。

ドル・円の購買力平価は100円/ドル近辺であり、多くの企業は、いずれまた100円/ドルを割り込む可能性を考慮しながら投資計画を立案する。企業マインドを変えるためには、中長期的な企業の成長期待が伸びねばならず、そのためには潜在成長率が伸びる必要がある。

逆に、円安に伴う輸入物価の上昇は、実質所得の低下という形で個人消費にとっては下押し圧力となる。円安が進めば進むほど、こうした負の効果が正の効果を上回る。当社の経済モデルでは、もともと為替相場が円高水準にある時点からの円安進行の景気刺激効果は大きいですが、120円/ドルから130円/ドルまでの円安の実質成長率の押し上げ効果は0.03%にすぎず、それ以上は逆にマイナスとなる(図表2)。120円/ドル台後半になると、米国製造業への悪影響も無視できないレベルに高まるとみられ、日米ともに政府高官が口先介入を強めるとみられることから、120円/ドル台半ばから後半が相場の節目になる可能性が高いとみる。

したがって、成長率が上向くとしても、政府目標である2%に載せるのはきわめて難しい(2月に新しい経済見通しをリリース予定)。成長戦略の歩みが鈍く、潜在成長率の低迷が続くなか、「内需主導の自律的な成長」は今後もしばらく見果てぬ夢のままと考えられる。(担当：小玉)



欧州経済の現況

欧州景気は回復が継続

ユーロ圏の7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と、14四半期連続のプラスとなった(図表1)。ユーロ圏景気は、欧州債務問題が深刻化したことで、2011年秋から2013年春ごろにかけて落ち込んだものの、その後はECB(欧州中央銀行)の緩和的な金融政策などが下支えし、緩やかな回復傾向が続いている。

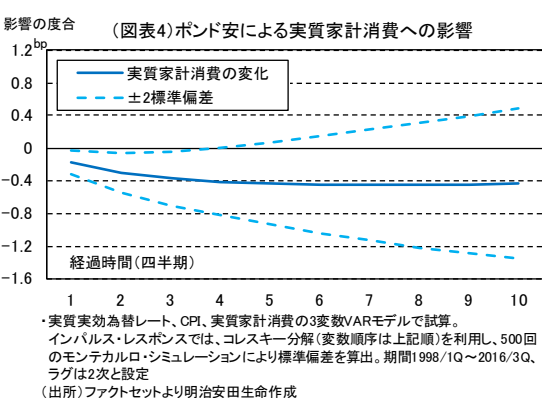
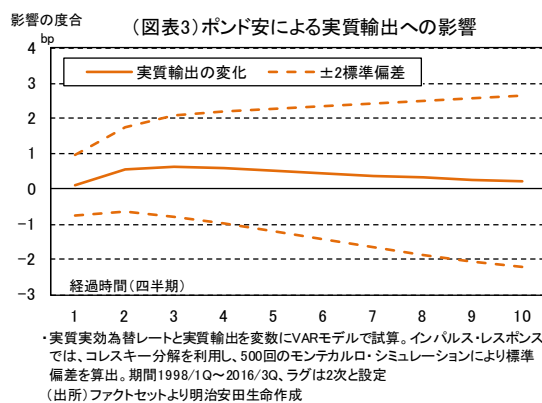
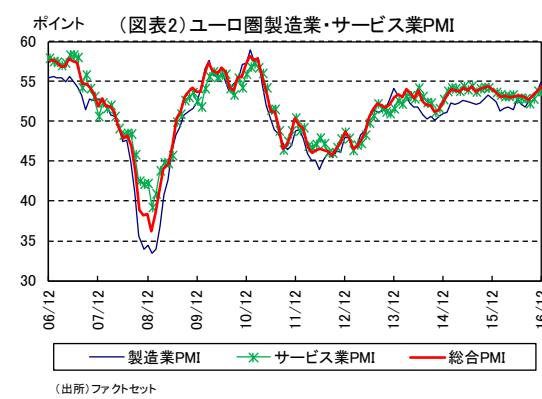
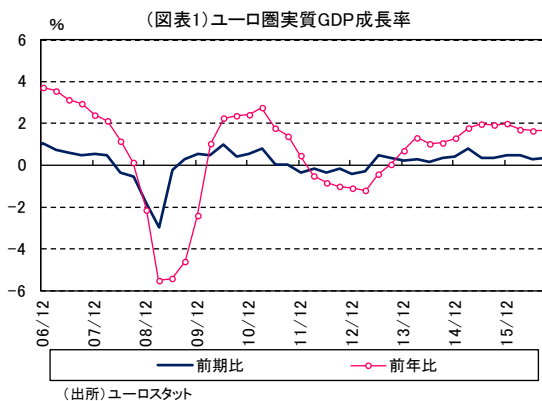
昨年6月の英国のEU離脱(ブレグジット)決定時は、消費者や企業のマインド悪化を懸念する向きもあったものの、企業景況感を示すPMI総合指数は足元で逆に改善が続いている(図表2)。欧州委員会が公表する景況感指数の内訳である消費者信頼感指数を見ても、12月は1年8ヵ月ぶりの高水準となっており、英国のEU離脱決定による影響は出ていない。

英国のメイ首相は、3月末までにEU離脱を通告するとしているものの、英国のPMI総合指数も上昇傾向が続いており、欧州の企業景況感は総じて底堅い推移が続いている。

ブレグジット決定による英国経済への影響

昨年央以降、ポンド安が進み、足元までに対ドルで16%程度の下落となっている。実質実効為替レート、実質輸出を変数としたベクトル自己回帰モデルによる当社試算では、為替が1%ポンド安に振れるという「ショック」を加えると、英国の実質輸出は3四半期先まで押し上げ効果が拡大する可能性が示される(図表3)。

一方、ポンド安は輸入物価の上昇を通じ、消費者の実質購買力の低下につながる。実質実効為替レート、CPI(消費者物価指数)、実質家計消費支出を変数としたベクトル自己回帰モデルによる当社試算では、ポンド安が1%進行するという「ショック」を与えると、実質家計消費支出は向こう1年にわたって下押し圧力が拡大する可能性が示唆される(図表4)。その後は下押し圧力が徐々に和らぐという結果になるものの、英国の個



人消費にはしばらく下押し圧力がかかり続けるとみている。

大手会計事務所 RSM が昨年 12 月に行なった調査では、英国の EU 離脱によって、4 分の 1 の企業が投資計画を見直すと回答している。同じく大手法律事務所 Gowling WLG によれば、米国企業の約 4 割が英国支社の EU 移転を検討し、3 分の 2 の企業が投資の選択に影響を与えたと回答している。今後、輸出は堅調に推移するとみるが、個人消費の減速に加え、EU 離脱に関する先行き不透明感が残るなか、設備投資も停滞気味に推移するとみられ、英国景気は 2017 年秋ごろまで減速傾向が続くと予想する。もっとも、その後はポンド安による個人消費の下押し要因が一巡するとみられることから、持ち直しに向かうとみている。

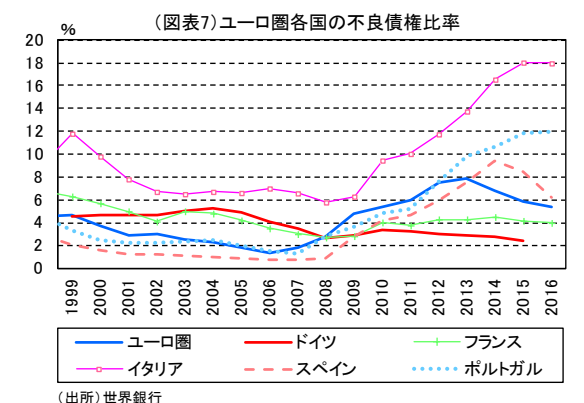
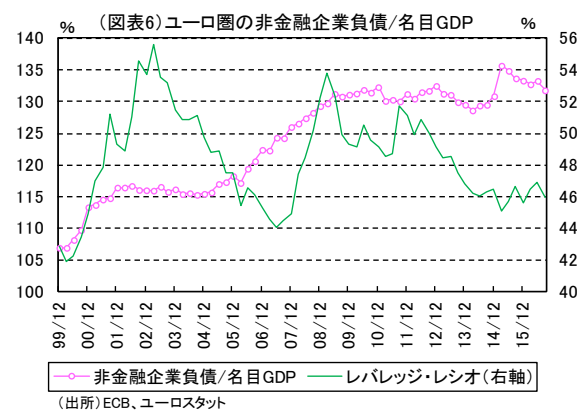
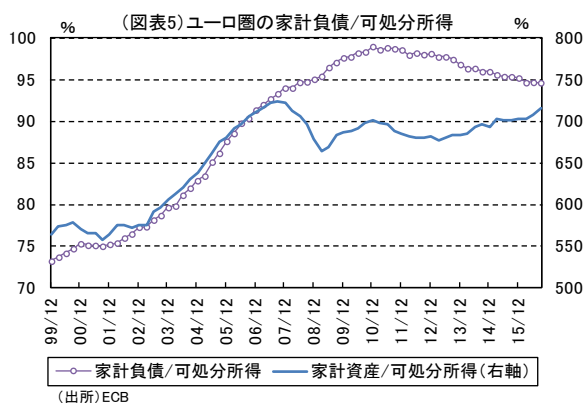
**構造的な調整圧力**

一方、英国の EU 離脱決定によるユーロ圏景気への悪影響は、限定的なものにとどまるとみている。英国は EU 離脱を欧州委員会へ通告し、基本的には 2 年を期限とする交渉を行なうとしている。英国の EU 離脱交渉が始まれば、EU は英国と新たな経済協定を結ぶ必要があるが、他の加盟国が英国に追随すること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。向こう 2,3 年は、ユーロ圏から英国向けの輸出への悪影響は限定的なものになると見込まれる。

一方、ユーロ圏では、各部門にバランスシート調整圧力が残っている。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 5）。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。一方、企業部門のバランスシート調整はかなり遅れている。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 6）。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% を上回る（図表 7）。銀行の不良債権問題は、企業部門のバランスシート調整がまだ途上であることを示している。

**ユーロ圏は政治イベントが続く**

今後、ユーロ圏は各国で政治イベントが続く。イタリアではすでに、昨年 12 月 4 日に憲法改正



を問う国民投票が行なわれ、上院の権限を縮小する憲法改正が否決された。レンツィ首相は辞意を表明し、ジェンティローニ外相が新首相に選出された。イタリアでは、これまでレンツィ首相のもとで労働市場改革が進められてきたが、一方でEU懐疑派の政党「五つ星運動」への支持率が高まっている。議会下院による新首相の信任投票は、かろうじて過半数を上回った状況であり、イタリアの政治には今後も先行き不透明感が残る(図表8)。

2017年3月に総選挙が実施されるオランダでは、難民問題などを受け、極右政党「自由党(PVV)」が第1党となる可能性がある。ただ、比例代表制のオランダ議会はもともと単独の政党が過半数を獲得するのは難しく、複数で連立を組まないと政権が樹立できない。主要政党が自由党との連立に否定的なため、自由党は野党にとどまるとみられている。フランスも、2017年に大統領選と議会選挙を控える。極右政党「フランス国民戦線(FN)」率いるルペン党首が決選投票に残る場合、他党が共闘でルペン当選阻止に動くともみられ、極右政党の大統領が誕生する可能性は高くない。今後の欧州各国の選挙では、EU懐疑派が台頭するとみており、金融市場が調整を挟むことには警戒が必要であるが、ユーロ圏景気への影響は限られよう。

**構造改革の進捗**

OECD(経済協力開発機構)が発表するユーロ圏の自然失業率を見ると、2000年以降9%前後と、高水準で推移している(図表9)。国別では、スペインが15.7%、フランスが9.3%、イタリアが9.2%と、とりわけ南欧諸国の水準が高い。南欧諸国の労働市場は、手厚い失業者保険や、失業期間の長期化に伴う履歴効果といった構造的な問題を

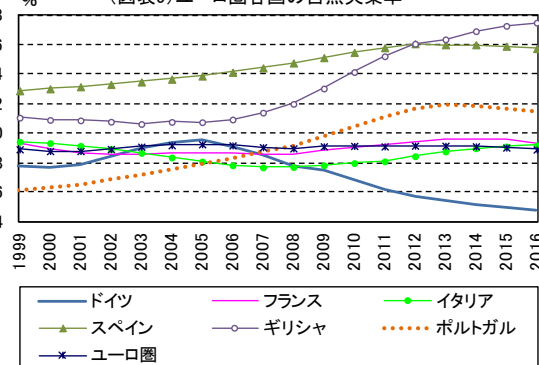
抱えている。長期失業については、厳しい解雇規制が失業期間の長期化や長期失業者の固定化につながっている。こうした状況に対し、ユーロ圏各国は労働市場の柔軟性を高めるための構造改革に取り組んでいる。フランスではオランド政権下で今年7月、労働法が改正され、経済的解雇の定義が明確化されたほか、労働時間の調整も労使合意によって可能になるなどの労働市場改革が進められてきた。イタリアでも、2014年に労働市場改革法(Jobs Act)が成立、その後複数の関連政令が決定されるなど、解雇規制の緩和が進んでいる。フランスとイタリアにおけるこうした改革が2012年以降のスペインのような労働市場の改善につながれば、労働コストの低下を通じ、競争力の向上

(図表8) 欧州の主な政治イベント

2016年	12月4日	イタリア国民投票	上院の権限制限を可能にする憲法改正を問う国民投票を実施するも否決。レンツィ首相は辞意表明
	12月4日	オーストリア大統領選	反EUを訴える自由党ホーファー党首が敗れ、親EU派の「緑の党」元党首ベレン氏が勝利
2017年	3月15日まで	オランダ下院選挙	反EU・イスラム移民排斥を訴えるウィルダース氏が率いる自由党が第1党になる可能性
	3月末まで	英国のEU離脱通告	英国とEUは離脱交渉を開始
	4月23日	フランス大統領選初回投票	反EUと移民排斥を唱える国民戦線のルペン党首が決選投票へ進む可能性
	5月7日	フランス大統領選決選投票	与党の社会党と野党第一党の中道右派連合が、ルペン大統領の誕生を阻止する可能性
2018年	9月24日	ドイツ議会選挙	与党キリスト教民主同盟(CDS)・キリスト教社会同盟(GSU)連合が議席を減らす可能性
	5月ごろ	イタリア総選挙	反EUを掲げる五つ星運動が議席を増やす可能性

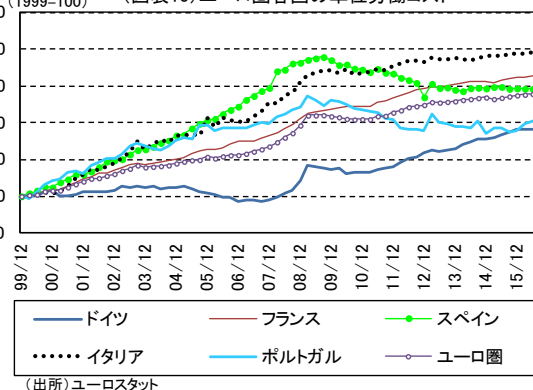
(出所) 各種報道

(図表9) ユーロ圏各国の自然失業率



(出所) OECD

(図表10) ユーロ圏各国の単位労働コスト



(出所) ユーロスタット



につながる事が期待できる(図表10)。もともと、こうした構造改革の効果が現れるまでには時間がかかることから、当面の経済成長に与える影響はわずかと考えられる。

**外需には期待できない**

一方、輸出にはあまり期待できない。ユーロ圏の実質GDPに占める輸出の割合は4割を超えるなど、外需依存度は日米に比し高い。ただ、昨年の米国の大統領選後は、米国のトランプ大統領が掲げる拡張的な経済政策への期待などが、米国の長期金利の上昇要因となる一方、新興国通貨は下落傾向が続いている。米国の金融危機後は、FRB(米連邦準備制度理事会)による積極的な金融緩和策のもとで生じた余剰資金が高い成長の見込める新興国へ流入することで、新興国景気を押し上げてきたものの、今後は米国の長期金利上昇によって、新興国と米国の金利差が縮小していけば、これまで流入してきた資金を引き揚げる展開が予想される。

ユーロ圏輸出の主要輸出先の割合(過去1年間)を見ると、中国を中心とするアジア向けが23.9%、次で米国向けが13.6%、英国向けが13.5%となっている。景気が堅調な米国向けがユーロ圏の輸出を下支えするとみるが、新興国景気に下振れリスクがくすぶり続けることが、輸出の押し下げ要因となろう。加えて、各部門のバランスシート調整圧力が残ることや、南欧諸国の構造改革が遅れていることから、ユーロ圏の景気回復は緩やかなものにならざるを得ないとみられる。

**ECBによる緩和的な金融政策が下支え**

このようななか、今後もECBは緩和的な金融政策で引き続き景気を下支えする可能性が高い。昨年12月8日のECBの政策理事会では、資産買入れ策の実施期間の延長と、資産買入れ額の減額が決定した(図表11)。内容としては、買入れ実施期間を現行の「少なくとも2017年3月末」から、「少なくとも2017年12月末」へと、9ヵ月延長するほか、4月からの買入れ額を月額800億ユーロから、600億ユーロへと減額するというもので、ECBは2017年4月以降も資産買入れ策を継続する。加えて、買入れ債券の不足に対応するため、国債等の買入れ債券の対象年限を現行の「2~30年」から、「1~30年」へと拡大したほか、必要であれば、買入れ債券の利回りの下限(中銀預金金利▲0.4%)を下回る債券の買い入れも実施することなどが発表された。ECBのドラギ総裁は記者会見で、「段階的な縮小(テーパリング)が起こらないようにしたい」とも述べ、資産買入れ策を長期にわたって行なう姿勢を示した。域内景気の下振れリスク、政治的なイベントもあって、ECBはしばらく様子見スタンスを続けるとみるが、景気回復ペースが緩やかなものにとどまるなか、買入れ債券の不足に対応するため、年後半には資産買入れ額を再度縮小するとともに、実施期限の延長を行なうと予想する。(担当:信本)

(図表11)ECBの主な金融政策

時期		中銀 預金 金利	リファイ ナンス 金利	限界 貸出 金利
2014/6	・マイナス金利導入 ・ターゲット型資金供給(TLTRO)の導入を決定	▲0.10	0.15	0.40
2014/9	・政策金利引下げ ・ABS、カバードボンド買入れ策導入(月額100億ユーロ程度)	▲0.20	0.05	0.30
2015/1	・資産買入れ額を拡大(月額600億ユーロ) ・国債、EU機関債等を買入れ対象に追加 ・買入れ期間は少なくとも2016/9まで ・資産買入れは物価上昇率が2%をやや下回る水準を達成するまで継続 ・TLTROの適用金利引き下げ	▲0.20	0.05	0.30
2015/12	・マイナス金利幅の拡大 ・資産買入れ期間を少なくとも2017/3まで延長	▲0.30	0.05	0.30
2016/3	・政策金利引下げ ・資産買入れ額を拡大(月額800億ユーロ) ・社債の買入れを決定 ・長期資金供給オペ(4年物)の実施を決定 ・政策金利は資産買入れ期間をはるかに超え、かなりの期間継続	▲0.40	0.00	0.25
2016/12	・買入れ期間を延長 ・資産買入れ額を減額(4月から月額600億ユーロ)	▲0.40	0.00	0.25

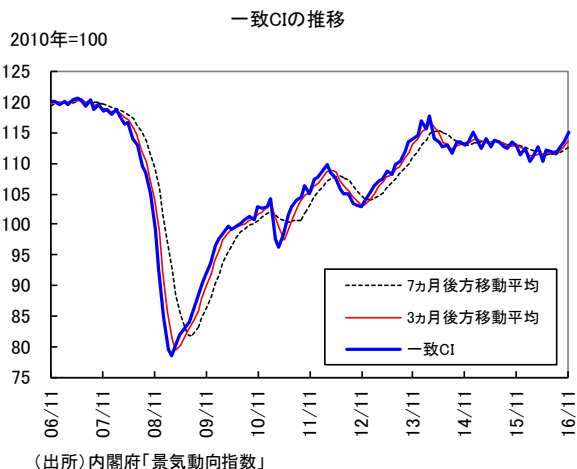
(出所)ECB

主要経済指標レビュー (1/9~1/20)

《日本》

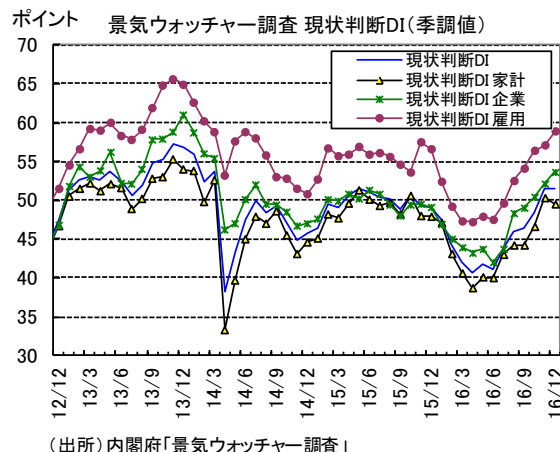
○ 11月景気動向指数 (1月11日)

11月の景気動向指数では、一致CIが115.1(前月差+1.6ポイント)と、3ヵ月連続で上昇した。内閣府の基調判断は、前月の「改善を示している」がすえ置かれた。一致指数の個別系列では、卸売業販売額、小売業販売額、生産・出荷関連指標が押し上げに寄与した。製造工業生産予測調査によると、12月は前月比+2.0%の増産見込み、1月も同+2.2%と増産計画の見通しであることを踏まえれば、一致CIも改善が続くと見込まれる。今後の景気についても、底堅い米国景気を背景に、輸出が回復に向かっているほか、政府による経済対策も下支えとなつて、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。



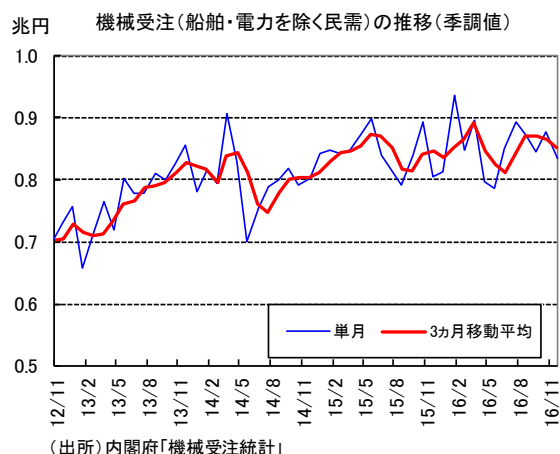
○ 12月景気ウォッチャー調査 (1月12日)

12月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が前月から横ばいのポイントの51.4となったものの、横ばいを示す50を2ヵ月連続で上回った。景況感の回復が一服した形。基調判断は、前月の「着実に持ち直している」が維持された。ウォッチャーからは、株高による資産効果を指摘する声があった一方、家計の節約志向や原油価格の上昇の影響などによる先行きを懸念する声も目立った。ただ、今後の国内景気は、輸出が底堅い米国景気に支えられて回復傾向で推移するとみられるほか、政府の経済対策も下支えとなつて、緩やかな回復が続くと予想する。



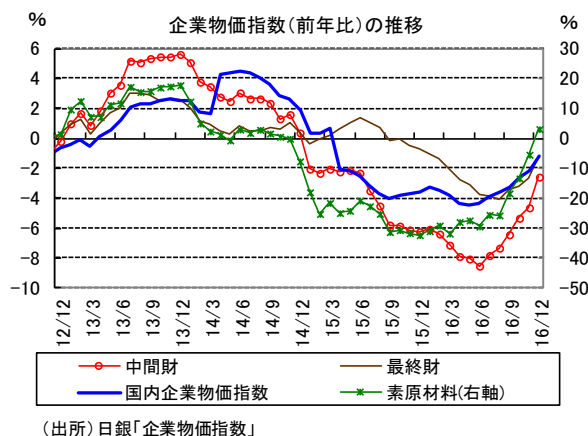
○ 11月機械受注 (1月16日)

11月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比▲5.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。内閣府による基調判断は、3ヵ月連続で「機械受注は、持ち直しの動きに足踏みがみられる」となった。業種別では、製造業が前月比+9.8%と、4ヵ月ぶりのプラスとなったものの、非製造業(除船・電)は同▲9.4%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。今後の国内設備投資は、製造業では能力増強投資が伸び悩むとみているが、更新維持・省力化投資などが下支えするとみられるほか、非製造業も運輸・不動産や宿泊関連で底堅い推移が見込まれることなどから、均せば緩やかな回復を予想する。



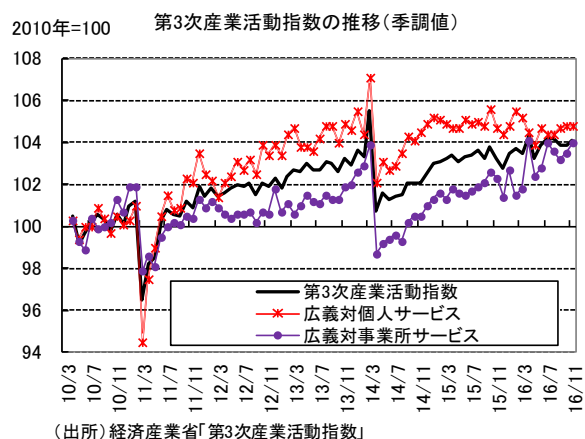
○ 12月企業物価指数（速報値、1月16日）

12月の国内企業物価指数は前年比▲1.2%と、前月の同▲2.2%からマイナス幅が縮小した。23種目中、13項目が前月から押し上げに寄与、5項目が押し下げに寄与、5項目は前月と同じ伸びとなった。押し上げ方向に寄与した項目では、石油・石炭製品や非鉄金属などが目立った。一方、輸出入物価指数（円ベース）を見ると、輸出物価が同▲7.8%→▲1.8%、輸入物価が同▲10.0%→▲2.8%と、いずれもマイナス幅が縮小。前月比ベースでは、輸出物価、輸入物価ともに上昇したが、輸出物価の方が上昇幅が大きく、交易条件はやや改善した。今後も、原油価格の持ち直しや昨秋以降の円安などを背景に、企業物価は持ち直し傾向が続くとみる。



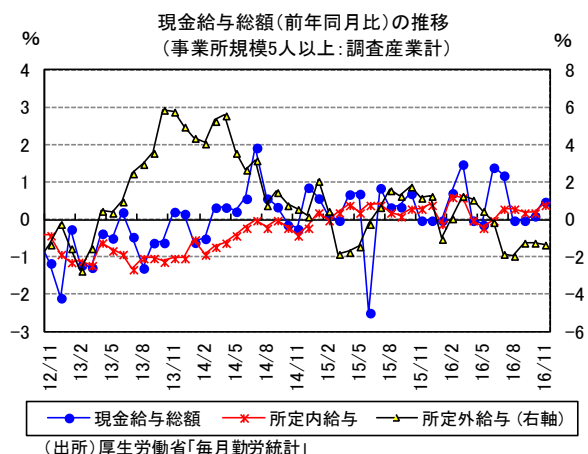
○ 11月第3次産業活動指数（1月16日）

11月の第3次産業活動指数は前月比+0.2%と、4ヵ月ぶりのプラスとなった。内訳では、広義対個人サービスが前月から横ばいとなったが、広義対事業所サービスが同+0.5%と、2ヵ月連続のプラスとなった。業種別では、11業種中、6業種が上昇、5業種が低下という結果。上昇した業種では、情報通信業、卸売業、金融業・保険業などのプラス寄与が大きかった。一方、低下した業種では、生活娯楽関連サービス、運輸業、郵便業などのマイナス寄与が大きかった。今後については、政府の経済対策の影響や、引き続き底堅い情報サービス・ソフトウェア需要を背景に、広義対事業所サービスが持ち直し傾向で推移するとみており、第3次産業活動指数は改善傾向で推移すると予想する。



○ 11月毎月勤労統計（確報、1月20日）

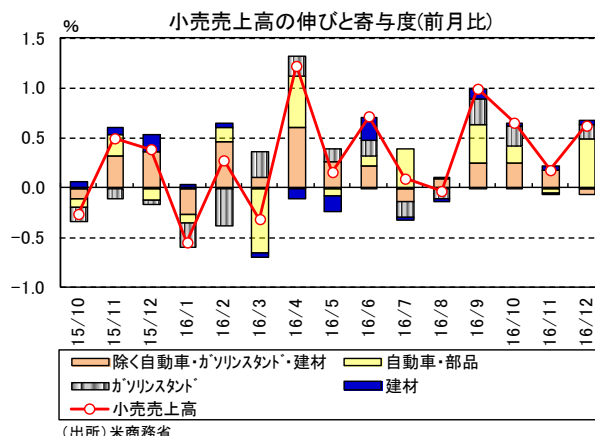
11月の毎月勤労統計では、現金給与総額（事業所規模5人以上：調査産業計）が前年比+0.5%と、2ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、定期給与が同+0.3%と、5ヵ月連続のプラスとなったほか、特別給与は同+2.0%と、4ヵ月ぶりのプラス。定期給与のうち、所定内給与は同+0.4%と、5ヵ月連続のプラスとなり、前月から伸び幅が拡大した。一方、所定外給与は同▲1.3%と、時間外労働のマイナス傾向が続いてきたことで、6ヵ月連続のマイナスとなった。今後の所得環境は、労働需給の引き締まりを受けた賃金上昇は一部の職種に限られるとみられることなどから、引き続き緩やかな回復にとどまると予想する。



《米 国》

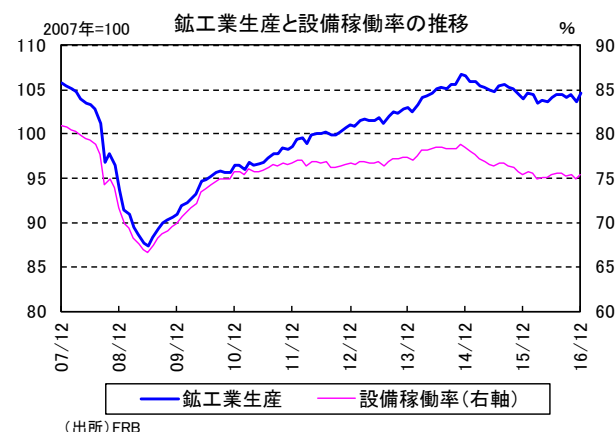
○ 12月小売売上高（1月13日）

12月の小売売上高は前月比+0.6%と、4ヵ月連続で増加した。市場予想（同+0.7%）を下回ったものの、過去2ヵ月分は上方修正された（10月分は+0.6%→+0.7%、11月分は+0.1%→+0.2%）。内訳を見ると、自動車・部品が同+2.4%、ガソリンスタンドが同+2.0%と、いずれも2ヵ月ぶりに増加した。ただ、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」では、前月比▲0.1%と、5ヵ月ぶりに減少した。賃金が改善傾向で推移しているほか、減税策が期待できることなどから、個人消費は今後も回復基調が継続する可能性が高い。



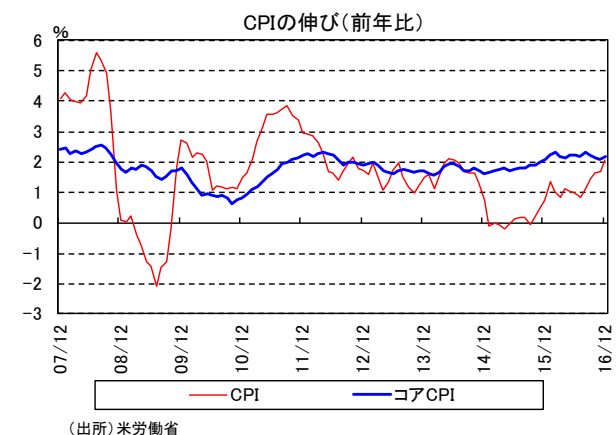
○ 12月鉱工業生産（1月18日）

12月の鉱工業生産は前月比+0.8%と、2ヵ月ぶりのプラスとなり、市場予想（同+0.6%）をも上回った。産業別に見ると、製造業が同+0.2%と、2ヵ月ぶりのプラス。電気・ガスなどの公益事業は同+6.6%と、11月まで例年より高かった気温が低下したことで、暖房需要が拡大した結果、4ヵ月ぶりのプラスとなった。一方、石油掘削などの鉱業は前月比横ばい。エネルギー関連企業の業績悪化傾向に歯止めがかかっていることなどから、生産は今後も持ち直し傾向で推移するとみる。ただ、海外景気の先行き不透明感が残ることから、持ち直しペースは緩慢なものにとどまろう。



○ 12月CPI（消費者物価指数）（1月18日）

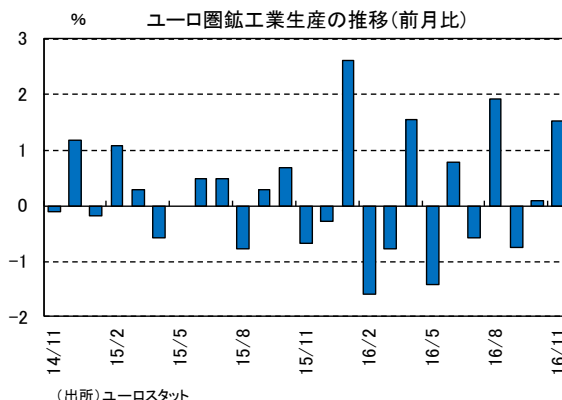
12月のCPIは前月比+0.3%と、11月の同+0.2%から伸び幅が拡大した。前年比では+2.1%と、11月の同+1.7%から伸び幅が拡大。エネルギーが同+5.4%と、11月の同+1.1%から伸び幅が拡大し、全体を押し上げた。一方、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは前月比+0.2%と、11月と伸び幅は変わらなかった。前年比では+2.2%と、11月の同+2.1%から伸び幅が拡大。自動車、宿泊費、教育などが全体を押し上げた。賃金の改善傾向が続くとみられることや、輸入物価によるディスインフレ圧力が和らいでいることなどから、コアインフレの上昇率は引き続き緩やかな拡大傾向で推移するとみている。



《 欧 州 》

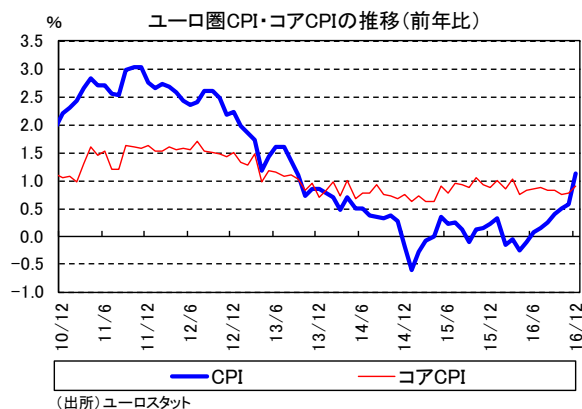
○ 11月ユーロ圏鉱工業生産 (1月12日)

11月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+1.5%と、2ヵ月連続のプラスとなった。財別で見ると、資本財が同+1.2%→+0.1%と、2ヵ月連続でプラス。消費財は同▲1.0%→+2.5%、中間財は同▲0.2%→+1.6%と、いずれも3ヵ月ぶりのプラスとなった。主要国別では、ドイツが同+0.4%→+0.3%、イタリアが同+0.1%→+0.7%、スペインが同+0.3%→+1.7%と、いずれも2ヵ月連続でプラス。フランスは同▲0.1%→+2.2%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。緩和的な金融環境に支えられ、ユーロ圏鉱工業生産は今後も持ち直し傾向で推移すると予想する。



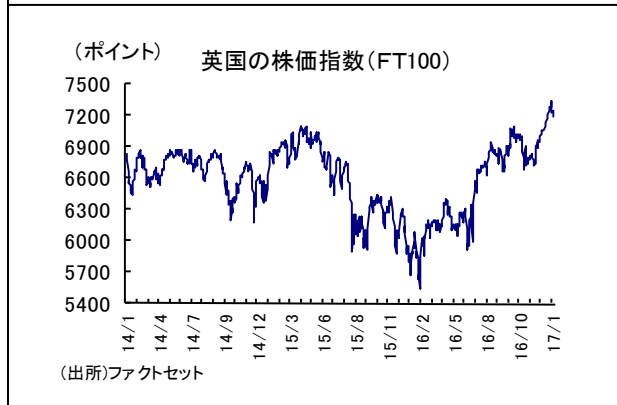
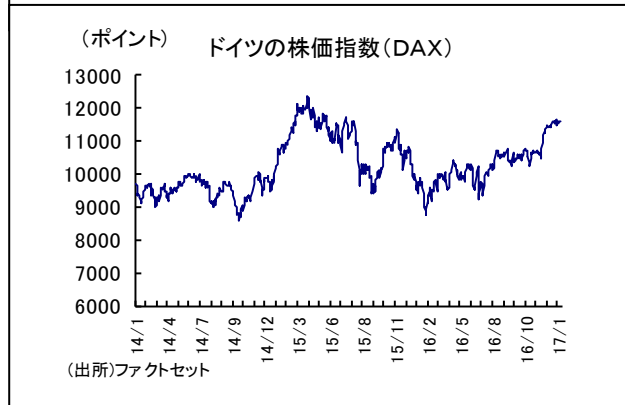
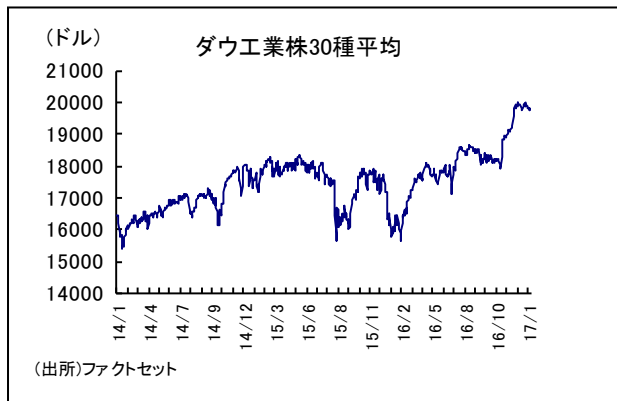
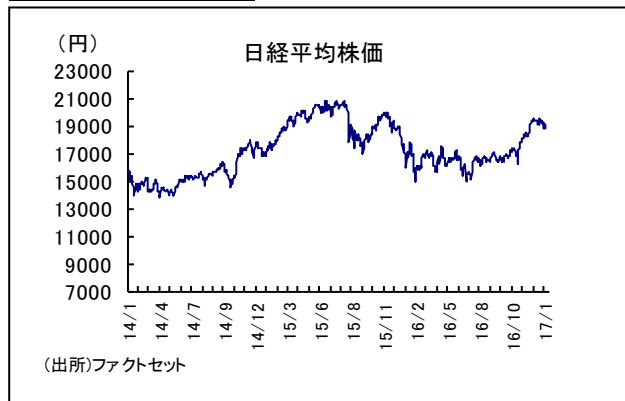
○ 12月ユーロ圏CPI(消費者物価指数) (1月18日)

12月のユーロ圏CPIは前年比+1.1%と、前月の同+0.6%から伸び幅が拡大し、2013年9月以来の伸びとなった。財価格は同+0.2%→+1.0%と、エネルギーや食品などが上昇した結果、伸び幅が拡大。サービス価格も同+1.1%→+1.3%と、伸び幅が5ヵ月ぶりに拡大した。国別では、ドイツが同+0.7%→+1.7%、フランスが同+0.7%→+0.8%、イタリアが同+0.1%→+0.5%、スペインが同+0.5%→+1.4%と、いずれも伸び幅が拡大した。原油価格の持ち直しを背景に、今後もCPIは上昇傾向が続くとみている。

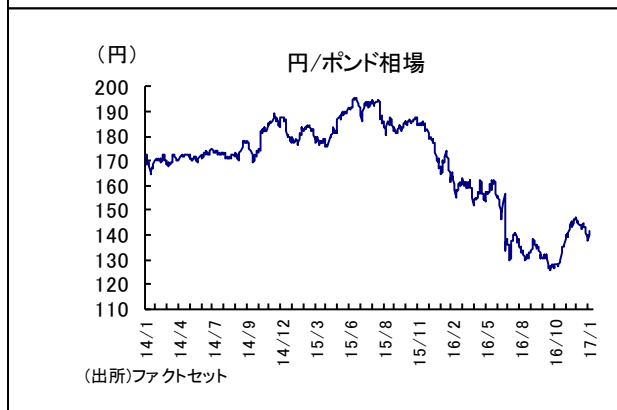
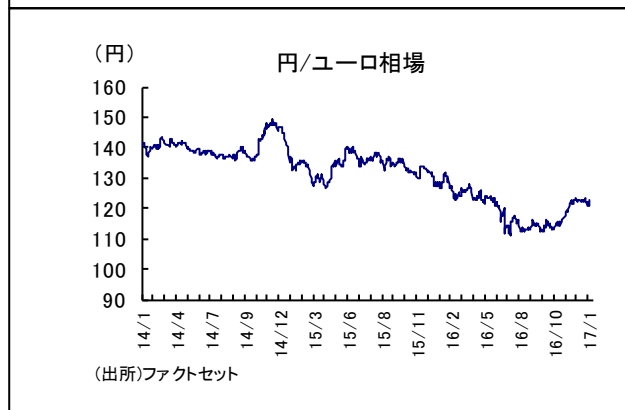
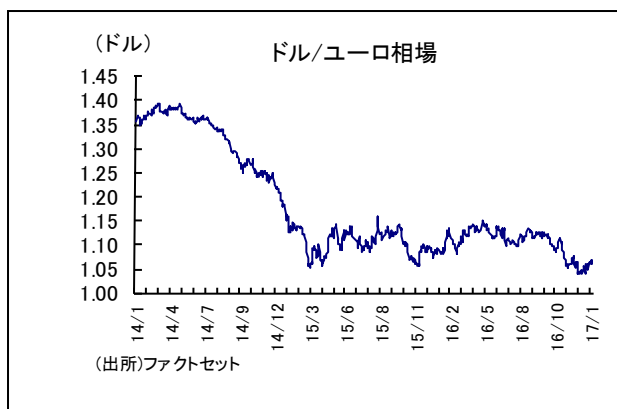
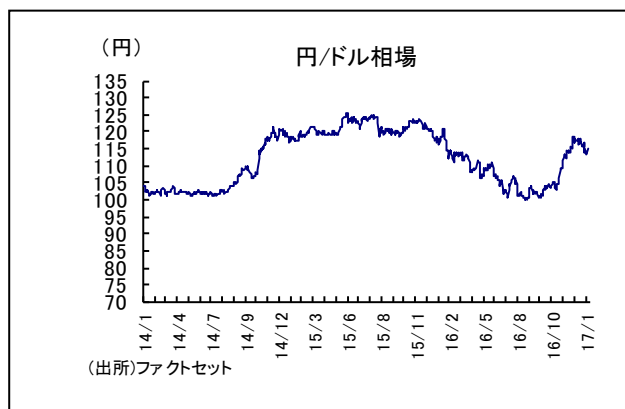


## 日米欧マーケットの動向 (2017年1月23日現在)

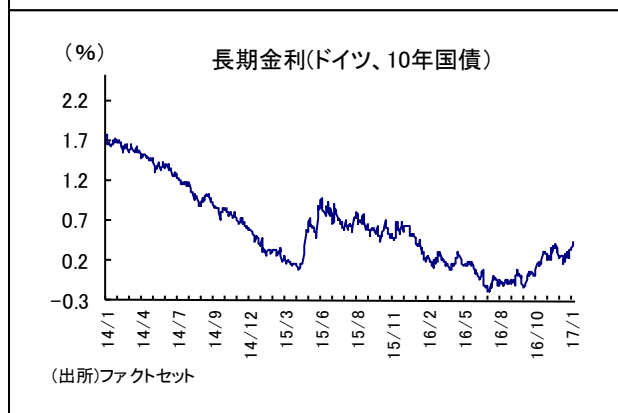
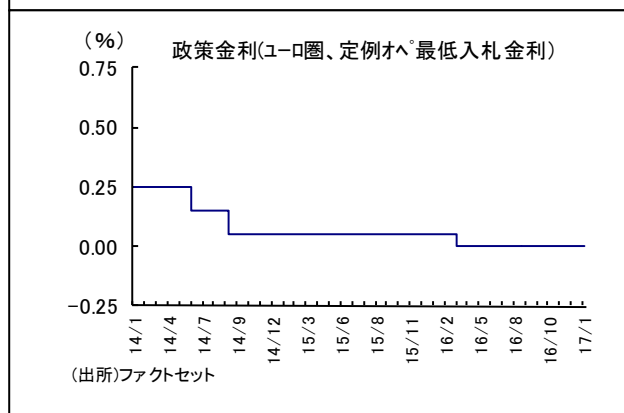
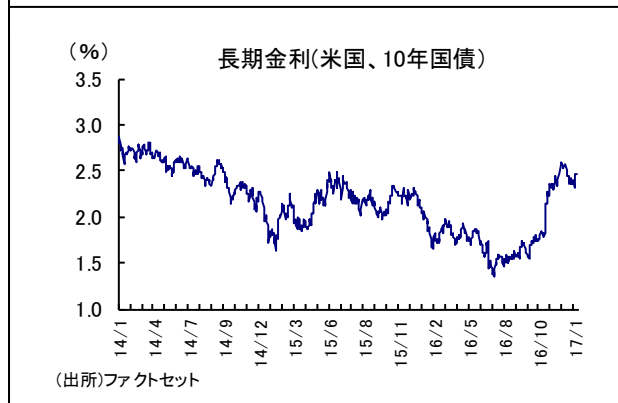
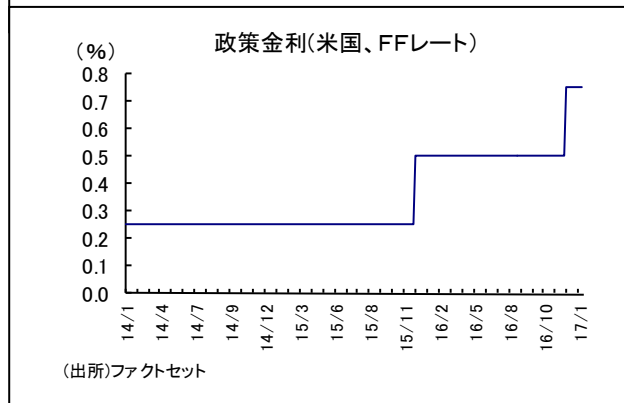
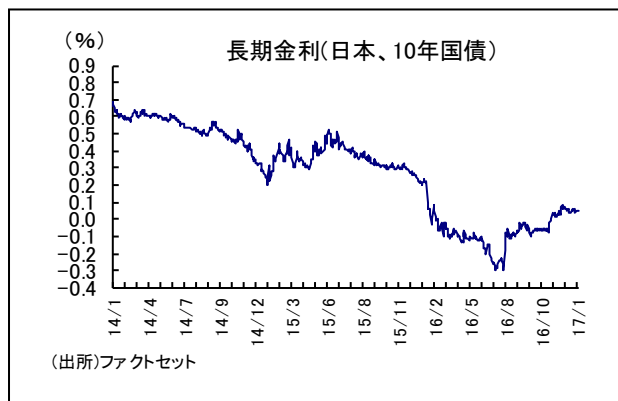
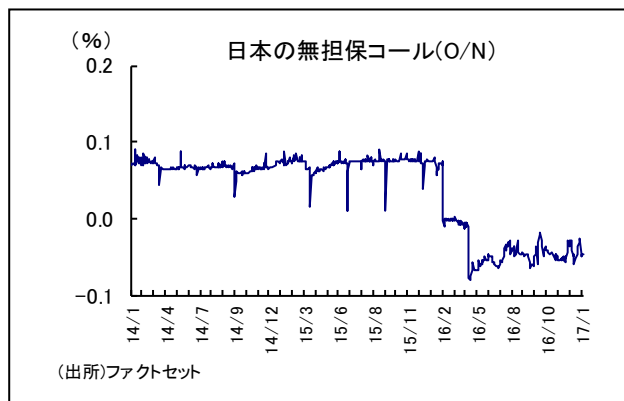
### ▽各国の株価動向



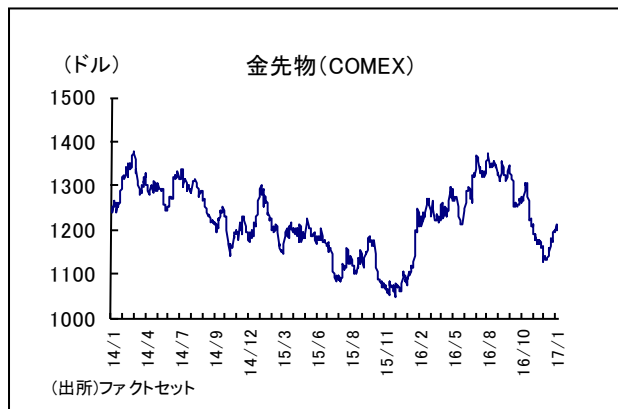
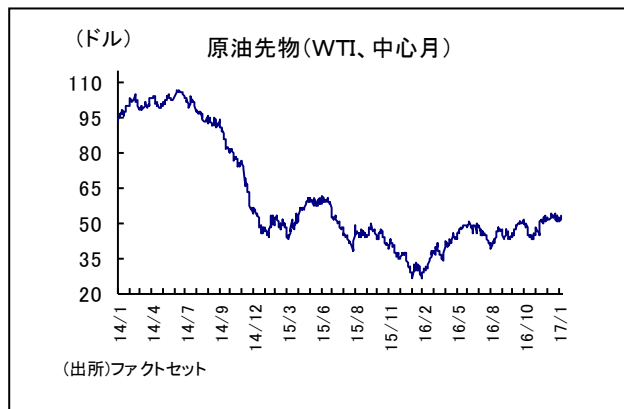
### ▽外為市場の動向



▽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、尾家小春、  
開発彰徳、村上梨子、磯部雅人、陳家斉