２０１５年１１月１９日

明治安田生命

２０１５－２０１７年度経済見通しについて

～　内外需ともけん引役不在のなか、回復ペースは緩慢　～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長　根岸 秋男）は、２０１５年７－９月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０１５－２０１７年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

１．日本のＧＤＰ成長率予測

実質ＧＤＰ成長率：２０１５年度　０．８％　２０１６年度　１．２％　２０１７年度　０．４％

名目ＧＤＰ成長率：２０１５年度　２．５％　２０１６年度　２．６％　２０１７年度　１．９％

２．要　点

①足元の日本経済は、年度始以来の停滞局面を脱し、緩やかながら回復へ向かいつつある段階と考えられる。今後の景気は、交易条件の改善が引き続き下支えになるとみられるものの、内外需とも確たるけん引役不在のなか、回復ペースは緩慢な状態が続くと予想する。２０１６年度末には、２０１７年４月予定の消費増税をにらんだ駆け込み需要が見込まれるものの、２０１６年度、２０１７年度で均せば、成長率は０％台にとどまるとみる。

②個人消費は、原油安に伴う家計の実質購買力の改善が押し上げ要因となるが、名目賃金の伸び加速が見込みにくいなか、力強い回復には至らないと予想する。住宅投資は、需要先食いの影響が残るものの、各種政策効果が下支えしよう。設備投資は、製造業の能力増強投資の低迷を背景に、緩慢な回復にとどまると予想する。公共投資は、来年度以降も予算の大幅な積み増しが期待できないなか、一進一退の推移が続こう。輸出は、米国向けの伸び悩みや中国景気の減速の影響などを受け、停滞気味の推移が続くと予想する。

③米国景気は、ガソリン安に伴う家計の実質購買力の向上などを背景に、回復基調が続くと予想する。欧州景気は雇用環境の改善に支えられ、緩やかな持ち直しに向かうとみる。中国景気は、製造業の過剰設備の解消に向けた動きが続くなか、６％台後半の成長にとどまるとみている。

〈主要計数表〉

	２０１４年度	２０１５年度		２０１６年度		２０１７年度
	実績		２０１５／８時点		２０１５／８時点	
実質成長率	▲０．９％	０．８％	０．７％	１．２％	１．６％	０．４％
成長率寄与度						
・内需	▲１．５％	０．８％	０．９％	１．１％	１．４％	０．１％
・外需	０．６％	０．０％	▲０．２％	０．１％	０．２％	０．３％
名目成長率	１．６％	２．５％	２．５％	２．６％	２．６％	１．９％

GDP成長率・主要経済指標予測

1．日本のGDP成長率予測

（前期比）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2014年度		2015年度				2016年度			
		→ 予測							→ 予測					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	▲ 0.9%	0.8%	1.2%	0.4%	0.3%	1.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%
前期比年率	▲ 0.9%	0.8%	1.2%	0.4%	1.2%	4.6%	▲ 0.7%	▲ 0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.4%	2.1%	3.4%
前年同期比	▲ 0.9%	0.8%	1.2%	0.4%	▲ 0.9%	▲ 0.8%	1.0%	1.1%	1.0%	0.1%	0.5%	1.1%	1.3%	2.0%
民間最終消費支出	▲ 3.1%	0.5%	1.5%	▲ 1.0%	0.4%	0.4%	▲ 0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	1.0%
民間住宅投資	▲ 11.7%	2.2%	▲ 0.5%	2.8%	▲ 0.7%	2.0%	2.4%	1.9%	▲ 1.3%	▲ 0.8%	▲ 1.2%	0.8%	1.3%	0.4%
民間設備投資	0.5%	▲ 0.0%	0.9%	1.8%	0.0%	2.4%	▲ 1.2%	▲ 1.3%	0.2%	0.3%	▲ 0.8%	1.3%	0.2%	1.6%
政府最終消費支出	0.4%	1.4%	0.9%	1.1%	0.3%	0.3%	0.6%	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%
公的固定資本形成	2.0%	1.4%	▲ 0.1%	0.3%	0.2%	▲ 1.3%	2.1%	▲ 0.3%	0.2%	▲ 0.2%	0.2%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%
財貨・サービスの輸出	7.8%	1.1%	3.5%	3.2%	2.9%	1.9%	▲ 4.3%	2.6%	0.3%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%	1.0%
財貨・サービスの輸入	3.6%	1.1%	3.2%	1.5%	0.9%	1.9%	▲ 2.8%	1.7%	0.9%	0.6%	0.6%	0.8%	0.5%	1.4%
名目GDP	1.6%	2.5%	2.6%	1.9%	0.7%	2.2%	0.2%	0.0%	0.7%	0.5%	0.9%	0.4%	0.8%	1.2%
GDPデフレーター（前年比）	2.5%	1.2%	0.8%	0.8%	2.3%	3.5%	1.5%	2.0%	1.2%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%

（前期比寄与度）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2014年度		2015年度				2016年度			
		→ 予測							→ 予測					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	▲ 0.9%	0.8%	1.2%	0.4%	0.3%	1.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%
民間最終消費支出	▲ 1.9%	0.4%	0.9%	▲ 0.6%	0.2%	0.3%	▲ 0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.6%
民間住宅投資	▲ 0.4%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.4%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	0.0%	0.0%	▲ 0.1%	0.2%	0.0%	0.2%
政府最終消費支出	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%
在庫品増加	0.5%	0.0%	▲ 0.0%	0.1%	▲ 0.2%	0.5%	0.3%	▲ 0.5%	0.1%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%
純輸出	0.6%	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	▲ 0.0%
財貨・サービスの輸出	1.3%	0.2%	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%	▲ 0.8%	0.6%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
財貨・サービスの輸入	▲ 0.7%	▲ 0.2%	▲ 0.5%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	0.5%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.2%

（兆円、2005年暦年連鎖価格）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2014年度		2015年度				2016年度			
		→ 予測							→ 予測					
					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	525.7	529.9	536.4	538.7	131.2	132.7	132.4	132.2	132.5	132.8	133.1	133.6	134.3	135.4
民間最終消費支出	307.3	309.2	314.0	311.0	76.9	77.3	76.8	77.2	77.5	77.7	78.0	78.2	78.5	79.3
民間住宅投資	13.2	13.5	13.5	13.8	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.4	3.4
民間設備投資	72.0	71.7	72.2	73.4	17.9	18.3	18.1	17.8	17.9	17.9	17.8	18.0	18.1	18.3
政府最終消費支出	102.5	104.0	104.9	106.0	25.7	25.7	25.9	26.0	26.0	26.1	26.1	26.2	26.2	26.3
公的固定資本形成	22.8	23.1	23.1	23.1	5.7	5.7	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
在庫品増加	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.1	0.2	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2
純輸出	11.1	11.3	11.9	13.7	3.1	3.1	2.7	2.9	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0
財貨・サービスの輸出	91.7	92.8	96.0	99.1	23.2	23.7	22.7	23.3	23.3	23.5	23.7	23.9	24.1	24.3
財貨・サービスの輸入	80.5	81.5	84.1	85.4	20.2	20.6	20.0	20.3	20.5	20.6	20.8	20.9	21.0	21.3

2. 主要指標予測

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2014年度		2015年度				2016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
		→ 予測							→ 予測					
鉱工業生産(前年比)	▲ 0.5%	▲ 0.6%	2.8%	2.0%	▲ 1.4%	▲ 2.1%	▲ 0.5%	▲ 0.4%	▲ 0.9%	▲ 0.8%	1.4%	2.8%	3.1%	3.9%
消費者物価指数(前年比)	2.9%	0.2%	0.7%	2.3%	2.5%	2.3%	0.5%	0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%
除く生鮮食品(前年比)	2.8%	0.1%	0.7%	2.3%	2.7%	2.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%
除く生鮮食品(前年比)(除く消費増税)	0.8%	–	–	0.9%	0.7%	0.1%	–	–	–	–	–	–	–	–
国内企業物価指数(前年比)	2.8%	▲ 2.6%	1.2%	3.9%	2.4%	0.5%	▲ 2.2%	▲ 3.6%	▲ 3.0%	▲ 2.3%	▲ 0.9%	▲ 0.2%	2.2%	4.0%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 9.0	▲ 3.7	▲ 5.0	▲ 4.1	▲ 2.2	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.4
経常収支(季調値、兆円)	7.9	14.0	14.4	16.4	2.7	3.9	4.2	3.7	3.0	3.1	3.3	3.5	3.9	3.7
完全失業率(季調済:平均)	3.6%	3.4%	3.5%	3.4%	3.5%	3.5%	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.4%	3.5%
無担保コール翌日物(※)	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.03%	0.07%	0.01%	0.01%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
長期金利(10年債金利、※)	0.46%	0.40%	0.50%	0.55%	0.33%	0.40%	0.40%	0.36%	0.40%	0.45%	0.45%	0.50%	0.50%	0.55%
WTI原油価格(ﾄﾞﾙ/バレル、※)	74	47	48	58	53	48	59	45	40	42	44	48	49	51
為替レート(円/ﾄﾞﾙ、※)	112	121	121	122	120	120	123	120	122	121	119	120	121	122

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

		2014年	2015年	2016年	2017年	2014年	2015年				2016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
			→ 予測							→ 予測				
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	2.4%	2.4%	2.5%	2.6%	2.1%	0.6%	3.9%	1.5%	2.6%	2.4%	2.6%	2.6%	2.8%
	個人消費支出	2.7%	3.2%	2.9%	2.6%	4.3%	1.7%	3.6%	3.2%	3.0%	2.6%	3.1%	2.6%	2.9%
	住宅投資	1.8%	8.3%	5.9%	8.0%	10.1%	10.1%	9.3%	6.1%	6.4%	2.8%	6.2%	7.9%	8.0%
	設備投資	6.2%	3.2%	3.9%	5.5%	0.7%	1.6%	4.1%	2.1%	4.0%	3.2%	4.3%	5.9%	5.3%
	在庫(寄与度)	0.1%	0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.9%	0.0%	▲ 1.4%	▲ 0.2%	0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.1%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.2%	▲ 0.6%	▲ 0.0%	▲ 0.2%	▲ 0.9%	▲ 1.9%	0.2%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.2%
	輸出	3.4%	1.7%	4.0%	5.0%	5.4%	▲ 6.0%	5.1%	1.9%	3.8%	3.8%	4.9%	4.6%	5.2%
	輸入	3.8%	5.1%	3.5%	5.0%	10.3%	7.1%	3.0%	1.8%	2.9%	3.4%	4.7%	4.2%	5.1%
	政府支出	▲ 0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	▲ 1.4%	▲ 0.1%	2.6%	1.7%	▲ 0.0%	0.1%	0.6%	0.5%	0.5%
	失業率(※)	6.2%	5.3%	4.8%	4.6%	5.7%	5.6%	5.4%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%	4.8%	4.7%
	CPI(総合、※)	1.6%	0.3%	1.9%	2.2%	1.2%	▲ 0.1%	0.3%	▲ 0.0%	0.6%	1.9%	1.7%	1.9%	2.2%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.25%	0.50%	1.00%	1.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%
	長期金利(米10年債金利、※)	2.5%	2.2%	2.6%	2.7%	2.2%	1.9%	2.4%	2.0%	2.4%	2.5%	2.6%	2.6%	2.7%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	0.9%	1.5%	1.4%	1.6%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
	家計消費	1.0%	1.8%	1.5%	1.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%
	政府消費	0.6%	1.2%	1.0%	0.8%	0.2%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
	固定投資	1.2%	1.6%	1.2%	2.0%	0.6%	1.4%	▲ 0.5%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%
	純輸出(寄与度)	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	▲ 0.2%	0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%
	輸出	3.7%	4.5%	3.5%	3.8%	0.9%	1.0%	1.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	1.1%
	輸入	4.0%	4.9%	3.6%	3.7%	0.9%	1.5%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	1.0%	0.9%	1.1%
	失業率(※)	11.6%	11.0%	10.6%	10.1%	11.4%	11.3%	11.0%	10.8%	10.7%	10.6%	10.6%	10.5%	10.5%
	CPI(総合、※)	0.4%	0.1%	1.0%	1.4%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.2%	▲ 0.1%	0.4%	0.8%	0.7%	1.1%	1.2%
	政策金利(期末値)	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
英国	実質GDP成長率(前期比)	3.0%	2.4%	2.4%	2.2%	0.8%	0.4%	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%

※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〉

2015年7－9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.2%（年率換算：▲0.8%）と、2四半期連続のマイナスとなった。ただ、在庫のマイナス寄与が▲0.5%と大きく、最終需要ベースではプラスである。

足元の日本経済は、年度始以来の停滞局面を脱し、緩やかながら回復へ向かいつつある段階と考えられる。今後の景気は、交易条件の改善が引き続き下支えになるとみられるものの、内外需とも確たるけん引役不在のなか、回復ペースは緩慢な状態が続くと予想する。2016年度末には、2017年4月予定の消費増税をにらんだ駆け込み需要が見込まれるものの、2016,2017年度で均せば、成長率は0%台にとどまるとみる。

個人消費は、原油安に伴う家計の実質購買力の改善が押し上げ要因となるが、名目賃金の伸び加速が見込みにくいなか、力強い回復には至らないと予想する。住宅投資は、需要先食いの影響が残るものの、各種政策効果が下支えしよう。設備投資は、製造業の能力増強投資の低迷を背景に、緩慢な回復にとどまると予想する。公共投資は、来年度以降も予算の大幅な積み増しが期待できないなか、一進一退の推移が続こう。輸出は、米国向けの伸び悩みや中国景気の減速の影響などを受け、停滞気味の推移が続くと予想する。

（１）7－9月期GDPは見た目よりも強いが

7－9月期の実質GDP成長率（1次速報値）は前期比▲0.2%（年率換算：▲0.8%）と、2四半期連続のマイナスとなった。前期比の伸びを内需と外需に分解すると、内需の寄与度が▲0.3%、外需（純輸出）が同＋0.1%と、内需のマイナス寄与が大きい。内需のなかでは在庫のマイナス寄与が▲0.5%と大きいが、これは在庫調整の進捗を示しているという意味で、むしろ前向きに評価できる。

在庫投資の内訳を見ると、流通在庫の寄与度が▲0.3%と約6割を占めているが、製造業の在庫調整も進みつつある。2四半期連続のGDP成長率のマイナスは、海外の簡易的な判断基準に基づけばリセッション（景気後退）だが、最終需要ベースではプラスである。もちろん、足元の景気は堅調と呼べるレベルにはほど遠いものの、少なくともヘッドラインの数字から受ける印象よりは強い。日本の景気は、年度始以来の低迷を脱し、緩やかながら回復に向かいつつある段階と考えられる。

もっとも、今後も景気回復ペースの加速は見込み難い。日本の場合、0%近辺にまで低下している潜在成長率が、企業や家計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つながっている。2017年度にかけての日本経済は、引き続き交易条件の改善が下支えになるとみるものの、内外需ともけん引役不在の状況が続くなか、回復ペースは緩慢なものとなる可能性が高い。2017年4月の消費増税が予定どおり実施されれば、2016年度に関してはそれなりの規模で駆け込み需要が見込まれるものの、2017年度は再び成長率は大きく鈍化するとみられる。当社は、2015年度の実質GDP成長率を前年比＋0.8%、2016年度を同＋1.2%、2017年度を同＋0.4%と予想する。

日銀が政策変数としている「物価の基調」は早晩変調をきたす可能性が高く、日銀は年明け早々に追加金融緩和に追い込まれるとみる。ただ、これまで同様、景気への影響は限定的なものとなる可能性が高い。逆に、市場では金融政策の手段の限界が意識されやすくなろう。アベノミクス第2弾の新たな3本の矢への期待度が高まる展開が予想しづらいこともあって、2016年度の金融市場は振れの大きい展開を見込む。

（2）個人消費の回復ペースは緩慢

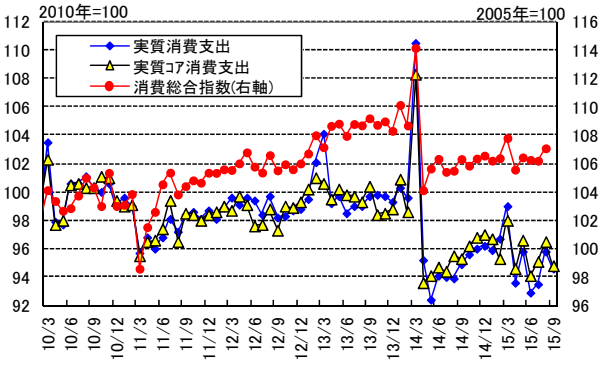
春先以降の個人消費は、停滞気味の推移が続いている。天候不順の影響が下押し圧力となったほか、食品や日用品価格の上昇などを背景に、家計が選別消費の動きを強めたことなどが、低迷につながったとみられる。家計調査で、実質消費支出の動きを見ると、6 月に大きく落ち込んだ後、持ち直しに向かったものの、9 月は前月比▲1.3%と、3 ヵ月ぶりのマイナスとなるなど、回復ペースは鈍い（図表 1-1）。項目別では、家具・家事用品、教養娯楽、諸雑費などの項目で弱含んでおり、選択的支出を中心に、家計が節約志向を続けている様子が見て取れる（図表 1-2）。

所得環境の回復ペースも鈍い。GDP ベースの実質雇用者報酬を見ると、消費増税後の落ち込みから持ち直したものの、回復ペースは緩やかなものにとどまっている（図表 1-3）。実質雇用者報酬を一人当たり実質雇用者報酬と雇用者数に分けると、一人当たり実質雇用者報酬の持ち直しペースは、2014 年夏場以降、鈍いものにとどまっている。雇用者数も 2015 年の春先以降、伸び悩んでおり、これが足元の実質雇用者報酬の低下につながっている。

一人当たり賃金の動きについて、毎月勤労統計を見ると、2014 年度の所定内給与は前年比▲0.2%と、9 年連続のマイナスとなった。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も、春闘の動向が重要な要素となる（図表 1-4）。2015 年の春闘について、厚労省の「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」（7/28 付）を見ると、賃上げ率は 2.38%と、2014 年の 2.19%をやや上回った。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（1.80%）が 2015 年の定期昇給に等しいと仮定すると、賃上げ率との差の 0.58%がベアとみなせる。これは、同様の方法で計算した 2014 年のベアの推計値（0.39%）から＋0.19%の伸び幅拡大となっている。

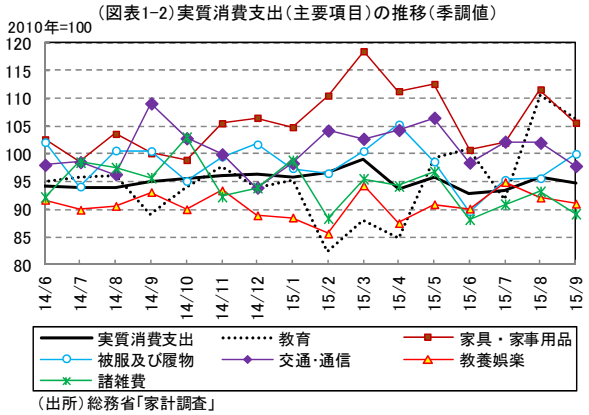
ただ、厚労省の集計対象は、資本金 10 億円以上かつ従業員数 1,000 人以上の労働組合がある企業に限

（図表1-1）実質消費関連指数（季調値）の推移



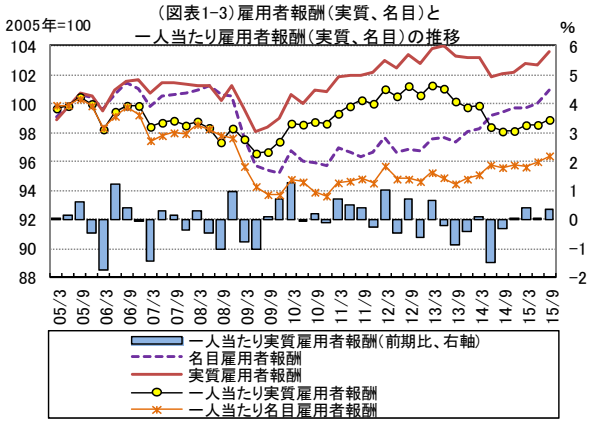
（出所）総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」

（図表1-2）実質消費支出（主要項目）の推移（季調値）



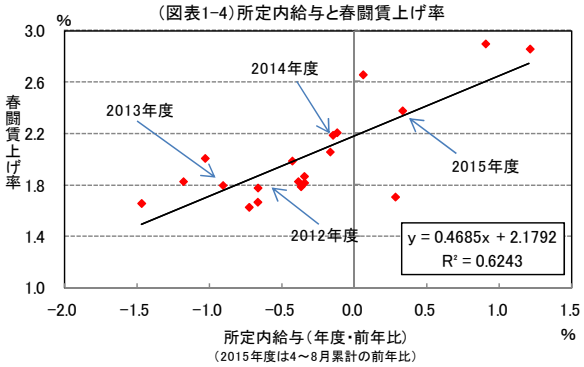
（出所）総務省「家計調査」

（図表1-3）雇用者報酬（実質、名目）と一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1-4）所定内給与と春闘賃上げ率



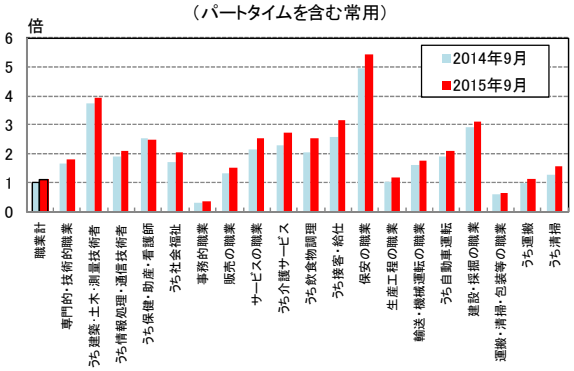
（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」
「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況について」

られる。日本は中小企業の従業者数が全体の約 7 割であることなどから、集計対象外の企業を含めた賃金上昇率は、厚労省の集計を大きく下回るとみられる。2016 年以降についても、国内では安定的な利益成長が見通しづらいなか、固定費の増加につながるベアには慎重に対応する企業も多いとみられ、所得環境の改善が個人消費の回復を押し上げる展開には、引き続き至らないと予想する。

また、雇用の需給に関し、雇用形態や職種の偏りが続いていることも、所得環境の回復ペースの鈍さにつながっている。9 月の有効求人倍率（季調値）は 1.24 倍と、1992 年 1 月（1.25 倍）以来の高水準が続いているものの、正社員の有効求人倍率（季調値）は 0.78 倍と、依然として節目の 1 倍を下回っており、採用ニーズはあくまで非正規中心である。職種別有効求人倍率（原数値）を見ても、求職者の 3 割弱を占める事務的職業が 0.36 倍と低水準にとどまっているのに対し、保安が 5.43 倍と高水準であるほか、建設・採掘が 3.09 倍、接客・給仕が 3.18 倍と、職種の偏りが続いている（図表 1-5）。したがって、労働需給の引き締まりを受けた賃金上昇も、一部の職種に限られるとみられ、全職種平均での賃金は、緩やかな上昇にとどまると予想する。

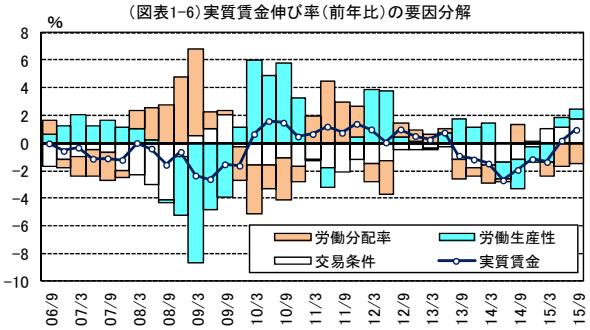
加えて、これまで一人当たり雇用者報酬が伸び悩むなかで、全体の雇用者報酬の持ち直しに寄与してきた雇用者の伸びについても、春先以降は伸び悩んでいる。政権交代以降、労働参加率の上昇が、労働力人口を押し上げてきたものの、足元では労働参加率の改善ペースが鈍化しつつあるほか、高齢者や女性が中心の改善となっている。就職した場合でも、雇用形態は非正規のケースが多いとみられることもあり、平均賃金の伸び悩みにつながる可能性が高い。

（図表1-5）職業別有効求人倍率
（パートタイムを含む常用）



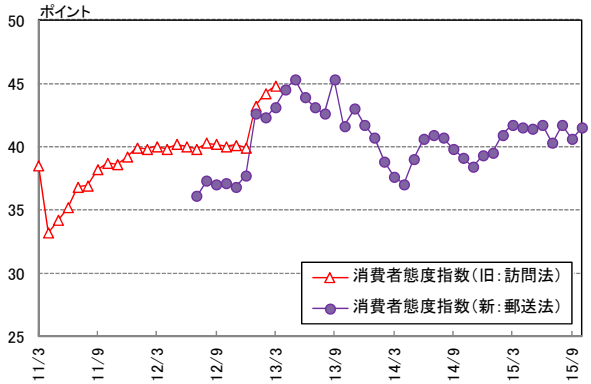
（出所）厚生労働省「一般職業紹介状況」

（図表1-6）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入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1-7）消費者態度指数（全国・一般世帯）の推移



（出所）内閣府「消費動向調査」

ただ、今後の個人消費は、引き続き、原油安に伴う家計の実質購買力の改善が下支えするとみられる。実質賃金の伸びを、労働分配率、労働生産性、GDP デフレーター/消費者物価指数（CPI）に寄与度分解すると、GDP デフレーター/CPI は、2015 年 1－3 月期に 22 四半期ぶりのプラス寄与となり、その後も改善が続いている（図表 1-6）。GDP デフレーター/CPI は、その定義式により交易条件とみなすことができ、交易条件の改善が実質賃金を押し上げたとみることができる。原油価格が均せば軟調な推移が続いていることもあり、今後も交易条件の改善が、家計の実質購買力を後押しすると予想する。

一方、消費者マインドは冷え込んでいる。消費者態度指数を見ると、春先以降は一進一退の推移となっている（図表 1-7）。円安の影響による日用品価格の上昇などが先行き不安につながっている

とみられ、今後も消費者マインドの改善は遅れる可能性が高い。また、厚生年金保険料の段階的な引き上げに加え、健康・介護保険も多くの団体で料率を引き上げているほか、年金受給世帯では、マクロ経済スライドが発動されたことなどもあり、家計は生活防衛のため、節約志向を強めるとみる。こうしたなか、個人消費の回復ペースは、緩やかなものにとどまると予想する。

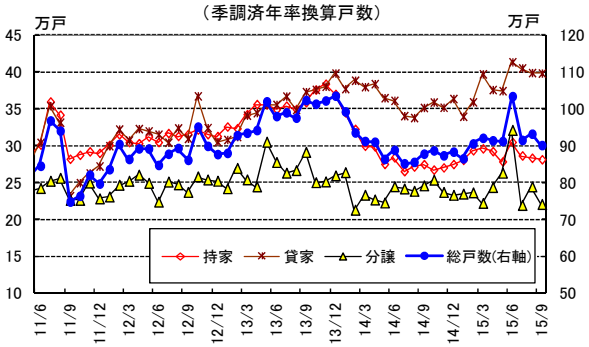
2016 年度に関しては、2017 年 4 月からの二度目の消費増税を控え、年度末にかけて、再び駆け込み需要的な動きが出てくるとみられる。ただ、2013 年度の駆け込みで、2 兆円半ばから 3 兆円規模の需要が発生したことの影響が残るとみており、2016 年度の駆け込みによる押し上げ効果は、1 兆円を大きく下回る水準にとどまると予想する。2017 年度は、消費増税の影響で、年度当初から低迷が見込まれるが、夏場以降、緩やかながらも回復に向かうと予想する。消費増税時には、軽減税率の導入が予定されているものの、軽減分だけ社会保障財源の減少につながることなどから、軽減規模も限られるとみており、個人消費の下押し圧力の緩和効果は限定的と予想する。

（３）住宅投資の回復の足取りは重い

新設住宅着工戸数（季調値）の持ち直しペースは鈍い。6 月は分譲マンション着工の急増を受け、着工全体でも高い伸びとなったものの、7 月以降は再び弱含んでいる（図表 1-8）。依然として、2013 年度の駆け込みによる需要先食いの影響が残っているとみられ、今後も一進一退の推移が続くと予想する。

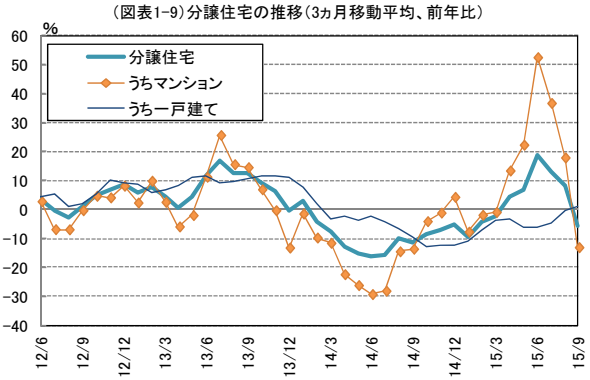
持ち家着工戸数は、春先以降、均せば横ばいでの推移が続いている。住宅生産団体連合会の「経営者の住宅景況感調査」によると、7－9 月期の戸建注文住宅景況感指数（「良い」の割合－「悪い」の割合を指数化）は▲13 と、4 四半期ぶりのマイナスとなった。展示場来場者数は昨秋以降、均せば緩やかな回復が続いているものの、商談が長期化しているとの声も出ていることから、購入検討者は契約を急がない傾向にあるとみられ、今後も持ち家着工の回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。

（図表1-8）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」

（図表1-9）分譲住宅の推移（3ヵ月移動平均、前年比）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

分譲住宅は春先以降、回復ペースを強めたものの、前述のとおり、6 月をピークとして、その後は、大きく落ち込んだ（図表 1-9）。まず、分譲住宅のうち建売住宅（一戸建住宅）（3 ヵ月移動平均）を見ると、昨冬以降、緩やかながらも均せば持ち直し傾向となっており、9 月は前年比＋0.9%と、19 ヵ月ぶりのプラスとなった。住宅地価が下げ止まりつつあるなか、建売住宅メーカーが低価格帯の物件を安定供給していることなどが、取得意欲につながっているとみられる。所得水準が上がりにくいなか、低価格物件には根強い需要があるとみられ、建売住宅の着工は緩やかな回復が続くとみる。

一方、マンション着工（3ヵ月移動平均）は、大型物件の着工もあって、6月が同＋52.6%と、高い伸びとなったものの、その後は大きく鈍化し、9月は同▲13.1%と、6ヵ月ぶりのマイナスとなっている。首都圏マンションの新規契約率を見ると、9月は66.0%と、9ヵ月ぶりに好不調の境目とされる70%を下回っており、販売環境の回復が一服している。今後は、物件価格の上昇圧力が強いな

か、マンション傾斜問題などを受け、消費者がより慎重に物件の検討を進めるとみられるほか、供給サイドでも工期が長期化する可能性もあることから、今後のマンション着工は停滞気味の推移が続くと予想する。

貸家着工については、直近のピークである 2013 年 12 月を上回る推移が続いている。背景には 2013 年度の相続税法の改正で、2015 年 1 月からの相続税の基礎控除の引き下げと、最高税率の引き上げが決定したことがある。貸家では、「貸家建付地の評価」や「小規模宅地等の特例」（貸付事業用の宅地等として利用する場合）などを利用した節税対策としての貸家需要が高まり、足元でも貸家着工の押し上げ要因として働いている（図表 1-10）。緩和的な金融環境を背景に、投資意欲も底堅く推移しており、貸家着工は回復傾向が続くと予想する。

（図表1-10）貸家に関する課税評価の方法と節税効果の試算

	制度	概要
土地に関する評価	①土地の評価 ↓	路線価方式または倍率方式（路線価は一般的に公示価格水準の70～80%程度）
	②貸家建付地の評価 ↓	自用地とした場合の価額×（1-借地権割合×借家件割合×賃貸割合）
	③小規模宅地等の特例（貸付事業用宅地等に該当）	限度面積200㎡につき、50%の減額
貸家に関する評価	④貸家の用に供されている家屋の評価	家屋の固定資産税評価額×（1-借家権割合×賃貸割合）

■前提

・金融資産2億円を貸家（土地1億円、家屋1億円）に投資して相続
・貸家の借地権割合は70%、借家権割合は30%、賃貸割合は100%
・法定相続人は1名

■金融資産で相続

課税遺産総額	課税価格2億円－（基礎控除額3,000万円＋600万円×法定相続人1名）＝16,400万円
相続税（ア）	法定相続人の取得金額16,400万円×税率40%－控除額1,700万円＝4,860万円

■貸家による相続

土地	上記① ↓	土地1億円×80%＝8,000万円
	上記② ↓	8,000万円×（1－70%×30%×100%）＝6,320万円
	上記③	6,320万円×（1-50%）＝3,160万円
家屋	上記④	家屋1億円×（1-30%×100%）＝7,000万円
課税価格	上記③＋④	3,160万円＋7,000万円＝10,160万円
課税遺産総額	課税価格10,160万円－（基礎控除額3,000万円＋600万円×法定相続人1名）＝6,560万円	
相続税（イ）	法定相続人の取得金額6,560万円×税率30%－控除額700万円＝1,268万円	

■節税効果　**（ア）4,860万円－（イ）1,268万円＝3,592万円**

（出所）国税庁資料をもとに明治安田生命作成

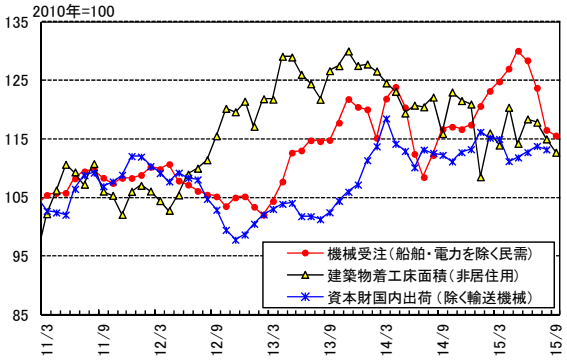
住宅着工全体では今後、2014 年度補正予算で決定した省エネ住宅ポイントやフラット 35S の金利引き下げ幅の拡大（年▲0.3%→▲0.6%）のうち、前者は申請の受付を 10 月 21 日に終了していることから、住宅購入意欲の下押し圧力になるとみられる。ただ、後者は 2016 年 1 月 29 日まで続く予定であるほか、住宅ローン減税制度（10 年間で最大 400 万円）も 2019 年 6 月まで続くこと、低金利環境も下支えになるとみられることから、2015 年度の住宅着工は、2014 年度（88 万戸）をやや上回る 92 万戸程度に落ち着くと予想する。

2016 年度は、2017 年 4 月の消費増税を控え、請負契約で現行消費税率が適用される見込みである 9 月末までに駆け込みが発生するとみられる。ただ、次回の増税幅は 2%と前回を下回るほか、2013 年度までの契約ですでに需要の先食いが生じているとみられることから、着工件数は 2015 年度を小幅上回る程度にとどまると予想する。

（4）設備投資の回復ペースは緩慢

設備投資の先行指標（3ヵ月移動平均）を見ると、機械受注（船舶・電力除く民需）は、夏場以降、大きく悪化しているほか、建築物着工床面積（非居住用）も、年明け以降、均せば、鈍化傾向で推移している。資本財国内出荷（除く輸送機械）も伸び悩みが続いており、当面の設備投資が一進一退の推移にとどまる可能性を示唆している（図表1-11）。

（図表1-11）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



（出所）内閣府、国土交通省、経済産業省

一方、日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業ベース）を見ると、6月調査が0、9月調査が▲1、先行き12月の予測が▲2と、先行きの不足感が強まる見通しが示されている（図表1-12）。

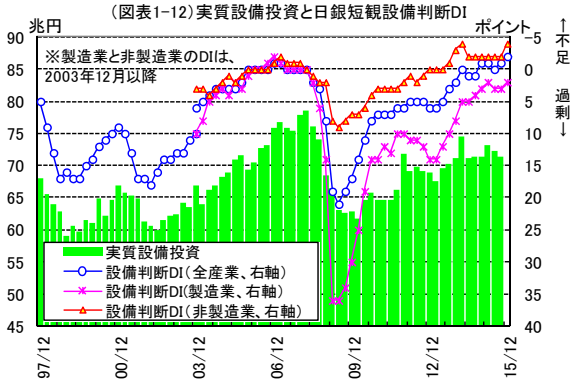
設備の不足感は、強気な設備投資計画として表れている。9月調査の日銀短観における2015年度の

設備投資計画（全規模・全産業ベース）では前年比＋6.4%と、この時期としては、2013年度（同＋4.2%）や2014年度（同＋3.3%）を上回る計画となっている。業種別では、製造業が同＋13.5%、非製造業が同＋2.9%と、製造業が全体を押し上げている。

ただ、ここ数年、製造業の設備投資計画は、12月調査から下方修正されるケースが多く、実績にも上半期の強気の計画は反映されない傾向が続いてきた。国内景気の回復ペースが緩慢で、輸出数量も伸び悩んだことで、設備投資を慎重に進めたとみられるほか、投資の中心が更新維持投資であるため、実行を先延ばしにされやすいことも影響したと考えられる。

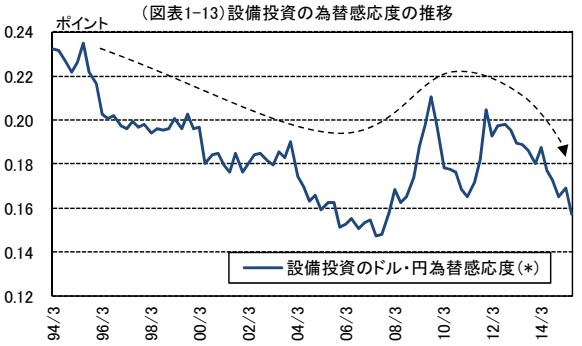
今年度についても、足元では輸出が減速傾向で推移しているほか、新興国景気への慎重な見方が広がっていることもあり、昨年度までと同様、計画が下方修正される可能性が高い。また、2012年以降、円安が進行したものの、企業がグローバルな生産・調達体制の構築を進めてきたことなどから、生産の国内回帰の動きは一部にとどまっている。設備投資の為替レートに対する可変感応度を試算すると、リーマン・ショック前後での振れがあるものの、感応度は長期的に低下傾向にあり、円安の進行が設備投資の押し上げにつながりにくい構造となってきていることが示唆される（図表1-13）。国内の生産能力を見ても、電子部品・デバイスでは、スマートフォン部品や車装備用部品需要の高まりを受け、足元で緩やかな拡大傾向となっているものの、主力の輸送機械でも生産能力を増強する動きは確認できず、全体としても2014年以降、横ばいにとどまっている（図表1-14）。国内の中長期的な成長期待が低いなか、引き続き企業が国内回帰する誘因は乏しく、今後も、能力増強投資は海外が中心という方針が続くとみている。

（図表1-12）実質設備投資と日銀短観設備判断DI



（出所）内閣府「国民経済計算」、日銀「短観」

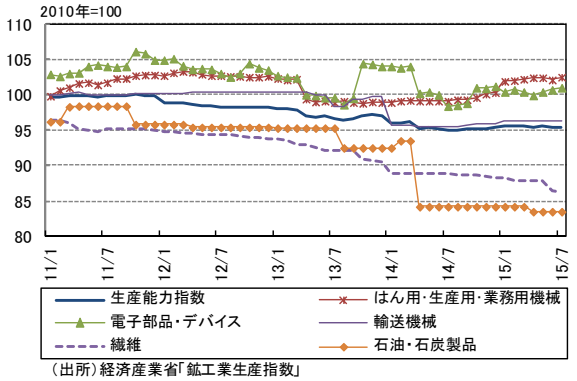
（図表1-13）設備投資の為替感応度の推移



（*）推計式：設備投資＝α×ln(CF)+β×国内期待成長率＋γ×ln(ドル・円為替)
γを可変とし、ランダムウォーク過程に従うと仮定したうえで、状態空間モデル上でカルマン・フィルターを用いて係数を同時推計。
設備投資：GDPベースの実質設備投資、CF：法人企業統計ベースの経常利益/2＋減価償却費、国内期待成長率：内閣府「企業行動に関するアンケート調査」の今後3年間の実質成長率見通し

（出所）財務省、内閣府、ファクトセットより明治安田生命作成

（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」

したがって、国内での設備投資は、引き続き更新・維持投資や合理化・省力化投資が中心となるとみる。製造業では、リーマン・ショック以降、設備の老朽化のペースが加速していることから、維持・補修や生産設備の集約化などの投資は、均せば緩やかな回復傾向で推移すると予想する。今年度については、政府の生産性向上設備投資促進税制において、即時償却が可能な期間が来年3月に終了すると予定されていることもあり、目先は駆け込み的な動きも出てこよう。

非製造業では、9月調査の日銀短観において、大企業、中小企業いずれも設備投資計画が上方修正された。とりわけ、大手企業の設備投資計画は前年比＋7.2%と、大幅なプラスとなっている。運輸関連では、物流のアウトソーシング化やネット取引拡大に伴い、配送対応のための大型倉庫の建設需要や、きめ細かな物流網の整備などが見込まれることに加え、稼働率の高止まりが続いている宿

泊関連、飲食や不動産関連などでも、訪日外国人向けサービス強化のための投資が活発化するとみられることなどから、2015年度の非製造業の設備投資は底堅く推移すると予想する。

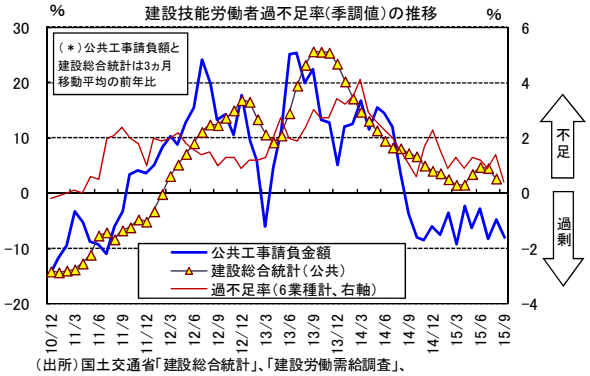
2015,2016年度の設備投資は、製造業の能力増強投資の低迷を受け、全体として緩慢な回復にとどまるとみる。

（５）公共投資は一進一退の推移を予想

GDP ベースの公共投資は、前年度予算からの繰り越し分や、2014 年度の補正予算の執行もあって、4－6 月期に前期比＋2.1%と、2 四半期ぶりのプラスとなったものの、7－9 月期には同▲0.3%となるなど、一進一退の動きが続いている。

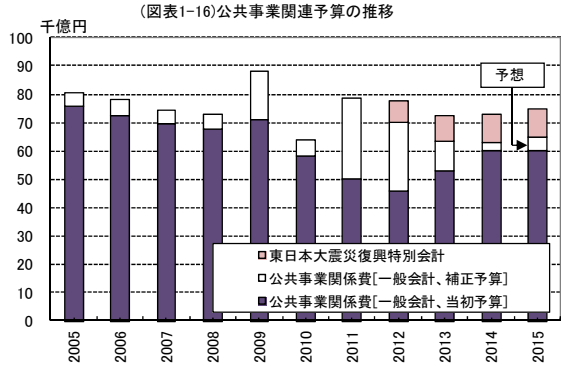
実際の工事の進行を反映する建設工事出来高（建設総合統計、3 ヵ月移動平均）を見ると、春先以降、持ち直しつつあったものの、7 月以降は再び減速傾向となっている（図表 1-15）。出来高に先行する公共工事請負金額（3 ヵ月移動平均）を見ても、昨年 9 月以降、前年比マイナスが続いている。2015 年度本予算では、一般会計の公共事業関連費が 59,711 億円、復興会計では 9,872 億円と、当初予算との比較では、前年とほぼ同規模であることから、当面の公共工事の伸びも鈍化傾向となる可能性が高い（図表 1-16）。

（図表1-15）公共工事請負金額、建設総合統計、建設技能労働者過不足率(季調値)の推移



(出所)国土交通省「建設総合統計」、「建設労働需給調査」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

（図表1-16）公共事業関連予算の推移



※2014年度の公共事業関係費は社会資本整備事業特別会計分の一般会計への繰り入れ分を含む

(出所)財務省・財務省資料

また、建設資材価格の上昇などにより、建設コストの高止まりが続いていることも、公共投資の回復の重しとなっているとみられる。加えて、人手不足に伴う人件費負担も重なって、建設工事費は、依然として上昇圧力が強い状況が続いているとみられる。建設業従業者を見ると、2012 年から 2015 年にかけてほぼ横ばいでの推移が続くなか、GDP ベースの公共投資は 15%以上増加しており、人材の確保はより困難になっていることが示唆される。国土交通省の建設労働需給調査では、建設技能労働者過不足率は 1%を下回る水準まで低下してきたとはいえ、依然として不足状態が続いている。厚生労働省の有効求人倍率を見ても、建設・採掘の職業は 3.09 倍、専門的・技術的職業のうち建築・土木・測量技術者が 3.92 倍となるなど、公共投資に関連の深い分野では人手不足感が強い。

資材価格の上昇や人手不足による供給制約は、工事進捗の遅れにつながっている。建設業者では、工期に余裕を持った長めの計画を立てるなどの対策のほか、人員の適正配置や、省力化投資などによる生産性の向上に向けた取組みを進めることで対応しているとみられるものの、供給制約は、今後も工事進行の足かせとなる可能性が高い。

補正予算については、景気の回復ペースが鈍いなか、今年度も 3～4 兆円程度の編成がなされるとみる。具体的には、「一億総活躍社会」の実現に向けた介護施設の整備や、TPP の大筋合意を受けた農業対策等に重点が置かれるとみられるが、公共投資も、災害復旧や大都市圏のインフラ整備などを中心に 0.5～1 兆円程度配分されるとみる。補正予算による GDP 押し上げ効果は 2016 年度が 0.3%、このうち公共投資だけで 0.1%弱と見込んでいる。2015 年度の公共投資は前年比＋1%強、2016 年度は、一般会計予算での公共事業関連費が、前年度並みか、それを下回る水準に抑えられるとみてお

り、同▲0%とほぼ横ばいにとどまると予想する。

（６）輸出の回復は遠のく

貿易統計によると、9 月の輸出金額は前年比＋0.6%と、8 月の同＋3.1%から伸びが鈍化した（図表 1-17）。輸出金額の伸び率を価格と数量に分解すると、輸出価格は同＋4.6%と、15 ヵ月連続のプラスとなった一方、輸出数量は同▲3.9%と、3 ヵ月連続のマイナスとなり、円安による円換算額の膨らみを除けば、実勢としての輸出の基調は弱い。

輸出数量指数を相手地域別に見ると、米国向け、アジア向け、欧州向けのいずれも、2015 年の年明けから春をピークとして減速傾向となっている。とりわけ、米国向け輸出については、米国景気が持ち直しているにもかかわらず、依然として減速傾向が続いている。

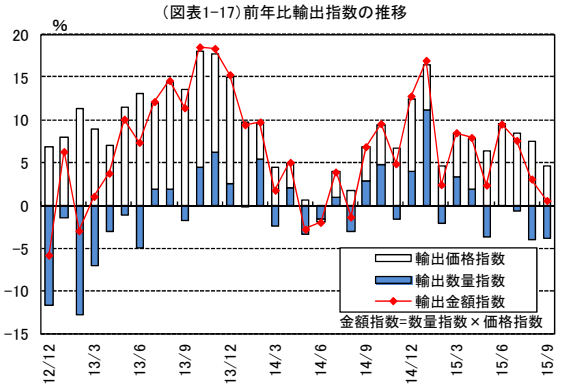
対米輸出について財別に見ると、消費財は堅調な推移が続いているものの、資本財分野の伸びが鈍化していることが、足かせとなっている。資本財輸出の伸び鈍化の背景としては、シェールオイル事業の開発抑制の影響を受ける形で、建設用・鉱山用機械輸出が減少傾向となっているほか、日系完成車メーカーが商用車などを中心に、北米内での生産体制へ移行したことで、完成車の輸出が伸びにくい構造となったことなどが挙げられる。今後についても、こうした動きは続くとみられ、対米輸出の回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。

また、中国を含むアジア新興国への輸出では、中国の景気減速の影響を受けた各地域の成長鈍化に加え、アジア各地域に進出した日系企業現地法人による日本からの調達比率が下がっていることなども輸出の下押し圧力となっている。日系現地法人の部品調達先の比率を見ると、リーマン・ショック前後を除けば、現地調達比率の上昇トレンドが続いており、日本や他の第三国からの輸入が減少傾向となっている（図表 1-18）。新興国における産業集積が進んだことで、部品の現地調達体制も整備されているとみられることから、今後もアジア向け輸出は伸び悩む可能性が高い。

欧州への輸出についても、欧州景気の回復ペースは緩慢であることなどから、一進一退の推移が続くとみている。けん引役となる輸出先が見当たらないなか、今後の輸出の回復ペースは鈍いものにとどまるとみている。

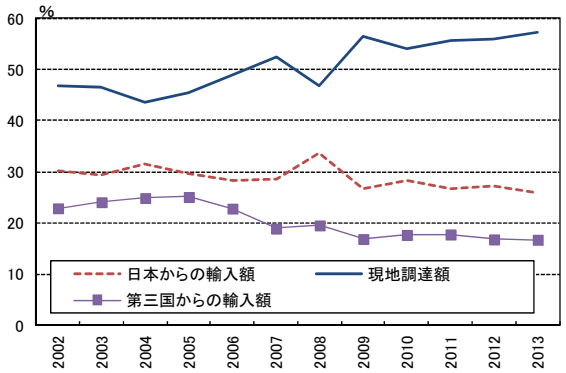
輸入について見ると、9 月の輸入金額は前年比▲11.1%と、9 ヵ月連続のマイナスとなった。輸入金額の伸び率を数量と価格に分解すると、輸入価格が同▲9.3%と、9 ヵ月連続のマイナス、輸入数量は同▲2.0%と、5 ヵ月連続のマイナスとなった。輸入価格については、引き続き鉱物性燃料価格が低水準にとどまるとみられることが全体を押し下げるとみられるほか、輸入数量についても、国

（図表1-17）前年比輸出指数の推移



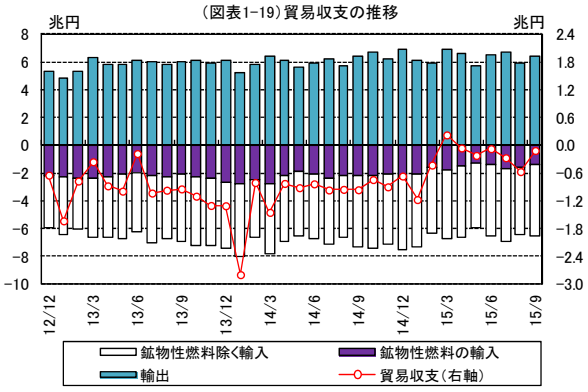
（出所）財務省「貿易統計」

（図表1-18）アジア地域の日系企業現地法人の調達地別仕入高の占率の推移



（出所）経済産業省「海外事業活動基本調査」より明治安田生命作成

（図表1-19）貿易収支の推移



（出所）財務省「貿易統計」

内最終需要の持ち直しが緩慢とみられるなか、今後も伸びが弱い状態が続く可能性が高い。

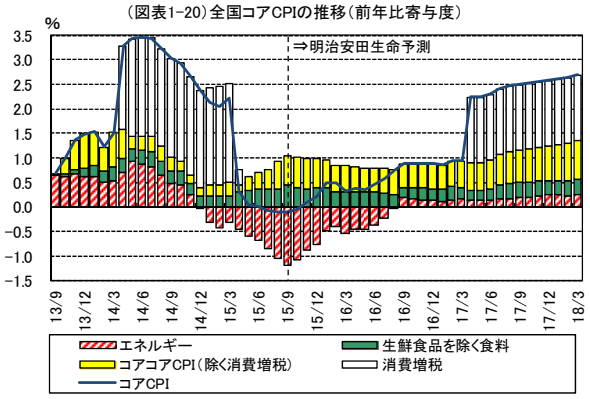
貿易収支は、9 月が▲1,145 億円と、小幅な赤字にとどまった（図表 1-19）。輸入は軟調な推移が続くとみるものの、輸出の回復が鈍いことで、貿易黒字の定着には至らず、今後も小幅な貿易赤字傾向が続くと予想する。

（7）コア CPI の上昇ペースは緩やか

全国消費者物価指数（生鮮食品を除く消費者物価指数、コア CPI、消費増税の影響を除くベース）を見ると、昨年 4 月は前年比＋1.5%と、2008 年 10 月以来の高い伸びとなったものの、その後は伸び幅が縮小傾向で推移し、9 月には同▲0.1%と、2 ヵ月連続のマイナスとなった（図表 1-20）。コア CPI の伸び鈍化は、原油価格の下落などを受け、エネルギー価格が低下したことの影響が大きい。ただ、エネルギー価格は、燃料費調整制度による電気料金の下落が 10 月で一服するとみられるほか、ガソリン価格については、前年のベース効果がはく落すると見込まれ、今後はマイナス寄与幅が縮小する可能性が高い。

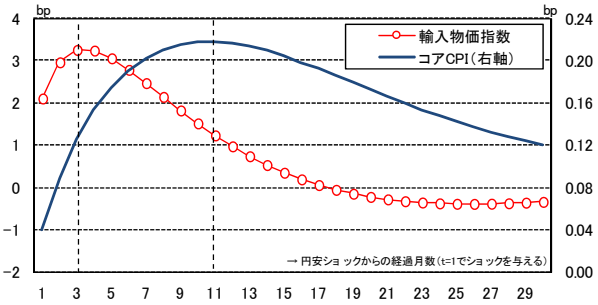
政権交代以降の円安進行は、これまで輸入品価格の上昇を通じ、物価の押し上げに寄与してきたものの、今後、その効果は徐々に薄れてゆくとみられる。ベクトル自己回帰モデルによる実証分析では、円安ショックの発生による CPI の押し上げ効果が最大となるのは、ショックから 10 ヵ月後との結果を得ている（図表 1-21）。為替相場の動きを見ると、昨年 10 月末以降円安が進み、5 月下旬には、125 円/ドル手前まで円が売られたものの、その後は 120 円/ドルから 125 円/ドルの間での推移となっている。春先以降の輸入品価格の上昇は、昨年後半の円安効果が現れた形だが、実証分析の結果からは、この効果は足元がピークであり、今後は緩やかにはく落へ向かう可能性が高いことが示されている。

（図表1-20）全国コアCPIの推移（前年比寄与度）



（出所）総務省「消費者物価指数」等より明治安田生命作成

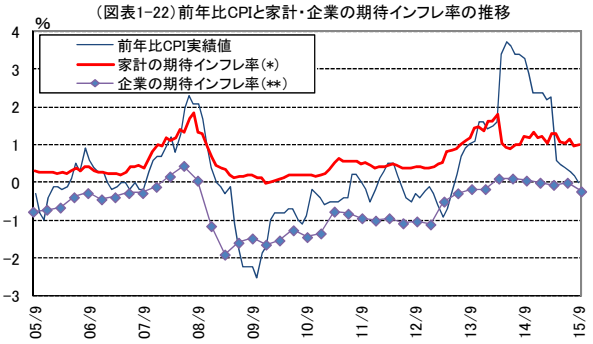
（図表1-21）1%の円安ショックに対する各種物価指数のインパルス・レスポンス



名目実効為替レート（IMF、対数値）、輸入物価指数（円ベース、日銀、季調値、対数値）、コアCPI（季調値、対数値）からVARモデルを構築。SICにより、2次のラグを設定。インパルス・レスポンスの導出はコレスキー分解（為替レート→輸入物価→コアCPI）を利用、500回のモンテカルロ・シミュレーションにより標準誤差を計算。輸入物価はコアCPIよりも振れが大きいので、インパルス・レスポンスが大きくなる。分析期間：05年1月－15年8月

（出所）日本銀行、総務省、IMFより明治安田生命作成

（図表1-22）前年比CPIと家計・企業の期待インフレ率の推移



（*）消費動向調査、CPI(総合)より修正カールソン・パーキン法により抽出
（**）日銀短観の先行き販売価格DI、企業物価指数より修正カールソン・パーキン法により抽出
（出所）総務省、内閣府「消費動向調査」、日本「短観」、「企業物価指数」より明治安田生命作成

加えて、需要サイドからのインフレ圧力も力強さに欠けている。当社では、景気の停滞が続いたことで、7－9 月期の需給ギャップは▲2.3%と推計している。今後についても、景気回復ペースが緩慢とみられるなか、需給ギャップの改善幅は、物価を押し上げていくほど強くならないと予想する。また、家計や企業の期待インフレ率についても、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、いずれも伸び悩んでいる（図表 1-22）。足元の一部品目の物価上昇は、円安の影響を受けた一時的なものと捉えられている可能性が高く、趨勢的な物価上昇期待の定着には至っていないことが示唆される。

今後のコア CPI は、エネルギー価格の下押し圧力が和らぐことで、11 月以降はプラス圏へ回帰す

る可能性が高い。ただ、円安による押し上げも次第に縮小することで、その後の物価上昇圧力は弱いとみており、2015年度通年では前年比＋0.1%程度に落ち着くとみている。2016年度については、緩やかな景気回復が続くなか、次第に需給ギャップの縮小が物価を押し上げていくことで、消費者の期待インフレ率の水準に近づき、同＋0.7%程度まで持ち直すと予想するが、日銀の物価目標の達成は見通せない状況が続こう。

（８）年明け早々に追加緩和か

10月30日に開催された日銀金融政策決定会合では、当社予想どおり金融政策はすえ置かれた。黒田総裁はこのところ首尾一貫して同様の情報発信を繰り返している。「物価の基調に変化がない限り追加緩和は不要」であり、かつ、「足元の物価の基調は堅調」ということである。口調も常に明快で、かなりはっきりと「当面は追加緩和なし」とのシグナルを市場に送っているようにみえる。

ただ、10月30日の決定会合の直前の市場では、追加緩和を見込む声が半分近く存在した。昨年10月の「バズーカ第2弾」の経験から、「直前まで否定しておいてサプライズを狙うのが黒田流」との評価が浸透していることが背景にあろう。今回に限れば、素直に黒田総裁の情報発信を信じたものの勝ちだったということだが、市場の期待が不安定化しているのは、黒田総裁の責任でもある。

昨年の10月は、国会でもいわば「嘘」をついた直後に追加緩和に踏み切り、後日議員に糾弾されたという経緯があったが、今回に関しては曲がりなりにも筋を通したことで、失われかけていた市場との信頼関係はかなり回復したといってよいのではないか。もし、今回追加緩和に踏み切っていたら、今度こそ、黒田総裁の情報発信を信じる人は誰もいなくなっていただろう。一度やっただけで「狼少年」とみなされてしまう点で、サプライズ狙いはやはり何度も繰り返せる政策ではない。

これで、日銀の政策変数が「物価の基調」であることも改めて明確となった。さまざまな指標で総合的に基調を判断するということなので、これさえチェックしていれば安心という指標があるわけではないが、まずは代表的なハードデータである、コアコアCPI（除く食料・エネルギー指数）と新型コア（除く生鮮食品・エネルギー指数）の動向が注目されよう。

ただ、物価の基調といっても、円安効果によるコストプッシュ的な上昇という性格が強い。当社の試算では、今後、昨年10月の追加緩和時に進んだ円安の効果が徐々にはく落に向かうことから、年明けあたりには物価の基調に変化が見える可能性が高いとみており、これまでどおり、追加緩和の時期は1月との見方を維持する。もし、物価の基調が崩れれば、例え緩和手段が限界に近づいているなかでも、日銀は動かざるをえない。また、急速な円高が進めば、「物価の基調に影響を及ぼす」として、実際の指標が変調をきたす前でも追加緩和に踏み切る可能性が高い。

黒田総裁は、10月30日の定例会見で、国債はまだ買えるとの見解を示している。次回の追加緩和では、国債の買入れ額を80兆円から100兆円に増額、ETFの買入れ額を3兆円から5兆円に増額といったところが軸となるだろう。国債については、より長いゾーンを中心に買い増すとみられ、長期金利は一段と低下する場面がありそうだ。なお、会見を見る限り、黒田総裁の念頭に追加緩和手段として付利の引き下げがないのは明らかであり、今後も採用される可能性は低いとみている。

いずれにしても、現行の枠組みで追加緩和ができるのはあと1回とみられる。現行の政策を続けるだけでも国債買入れは着々と限界に近づくことから、いずれは金融政策の枠組み自体の変更を迫られる可能性が高い。今年度中にこうした目標変更が行なわれる可能性は1～2割程度とみるが、来年度中には6割、17年度まで含めれば8割以上に上がる。黒田総裁は、結局物価目標の達成を見ないまま、自身の任期中にテーパリングへの着手を余儀なくされる可能性が高いのではないか。木内委員の提案が現実味を帯びる時が徐々に近づいているような印象も受ける。

（９）シナリオ分析

当社では、メインシナリオに加え、3つのサブシナリオを想定。相場見通しとあわせた概略は下記のとおり（相場予想は2016年度末までのイメージ）。

＜メインシナリオ＞停滞局面の脱却後も緩慢な回復が続く(示現確率：60%)

2015年度の日本経済は、製造業の在庫調整が進むことで、年末以降、停滞局面を脱するとみるが、回復のモメンタムは鈍いまま。エネルギー価格の低下に伴う交易条件の改善は今後も景気を下支えするものの、内外需ともけん引役不在の状況が続くとみられるなか、景気回復ペースは緩慢なものにとどまる。株価は、世界経済の不透明感や金融政策の行き詰まりが意識されることで、安定的な上昇は期待できない。為替は米国の利上げペースの緩慢さ、日本の金融政策の限界が意識されることで、円安基調には歯止めがかかる。長期金利は日銀の国債大量買入れの効果で、基本的には低位での推移が続くが、市場取引が細っている分、潜在的な振れやすさは残る。

日経平均レンジ：16,000円～22,000円　10年国債利回りレンジ：0.15%～0.60%
ドル・円レンジ：115円～128円、ユーロ・円レンジ：125円～145円

＜サブシナリオ１＞「アベノミクス」大成功で物価2%が実現(示現確率：20%)

海外では、米国景気が力強さを取り戻し、中国も景気対策の効果で予想以上に回復、世界経済の安定度が高まる。国内では企業の設備投資意欲が盛り上がる。安倍政権は岩盤規制への大胆な切り込みを実施。アベノミクスへの期待が復活し、株高トレンドが加速。CPIは2016年度後半までに2%に達する。日銀の出口政策が現実味を帯びることで、為替は2016年度の中盤以降、円高が進む。

日経平均レンジ：17,500円～25,000円　10年国債利回りレンジ：0.25%～1.00%
ドル・円レンジ：110円～128円、ユーロ・円レンジ：120円～150円

＜サブシナリオ２＞財政不安の台頭で金融市場が混乱(示現確率：10%)

アベノミクスは事実上の財政ファイナンスとの受け止め方が広がり、次第に財政不安が相場を支配し始める。金融市場では、株安、債券安、円安のトリプル安となり、景気は失速へ。スタグフレーション的な状況が長期にわたって続く。財政不安は欧州に波及し、ユーロも対ドルでは急落する。

日経平均レンジ：12,000円～20,500円　10年国債利回りレンジ：0.25%～4.00%
ドル・円レンジ：118円～150円、ユーロ・円レンジ：125円～170円

＜サブシナリオ３＞世界同時不況の再来(示現確率：10%)

中国は、バブル崩壊的な景気と株価のスパイラル的な悪化が止まらず。上海株は2,000ポイントを割り込む。欧州では、統合への道筋が不透明化、ギリシャへの支援継続への不透明感が高まる。新興国景気も軒並み大きく悪化。米国景気も失速し、世界同時不況へ。株は急落、為替はリスク回避的な超円高の再来、10年債利回りは一時的なマイナス圏もありうる。

日経平均レンジ：12,000円～20,500円　10年国債利回りレンジ：0.00%～0.50%
ドル・円レンジ：80円～125円、ユーロ・円レンジ：100円～140円

２．米国経済見通し

〈要　　約〉

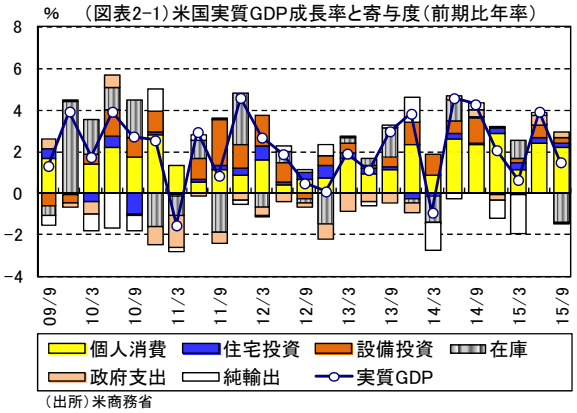
7－9月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋1.5%と、4－6月期の同＋3.9%から伸び幅が縮小した。10－12月期は、新興国景気の減速に伴う景気への下押し圧力が続くとみるが、ガソリン安によって家計の実質購買力が向上していることなどを背景に、景気回復基調が続くと予想する。家計のバランスシートの正常化が進んでいることなどから、2016年1－3月期以降も緩やかな景気回復が続くとみる。

個人消費は、実質所得が改善していることなどから、回復基調が続くと予想する。住宅投資は、雇用環境の改善や、低金利環境の長期化などを背景に、持ち直し傾向で推移するとみる。

設備投資は、資金調達環境や交易条件の改善などに支えられ、回復傾向が続くとみるが、エネルギー関連業種の業況が低調に推移していることもあり、その回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。輸出は、新興国景気の減速や、ドル高が抑制要因になることから、軟調な推移が続くとみる。

FRB（米連邦準備制度理事会）は、労働市場がさらにいくらか改善し、インフレが2%に戻ると合理的に確信した時、利上げを行なう方針を示している。年内に利上げが行なわれるとみるが、その後の利上げペースはきわめて緩やかなものになると予想する。

（１）7－9 月期は回復ペースが鈍化



（図表2-1）米国実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）

（出所）米商務省

7－9月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋1.5%と、4－6月期の同＋3.9%から伸び幅が縮小した（図表2-1）。需要項目別に見ると、個人消費は同＋3.6%→＋3.2%と、2四半期連続で3%台の高い伸びとなった。一方、住宅投資は同＋9.3%→＋6.1%と、2四半期連続で伸び幅が縮小したほか、設備投資も同＋4.1%→＋2.1%と、3四半期ぶりに伸び幅が縮小した。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は＋0.0%→▲1.4%と、海外情勢の先行き不透明感などから在庫調整が進んだとみられることで、3四半期ぶりのマイナス。輸出は前期比年率＋5.1%→＋1.9%、輸入は同＋3.0%→＋1.8%と、いずれも伸び幅が縮小したが、輸出の縮小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%→▲0.0%と、2四半期ぶりのマイナスとなった。政府支出は前期比年率＋2.6%→＋1.7%と、2四半期連続で増加したものの、伸び幅が縮小した。

10－12月期は、海外景気の減速による景気への下押し圧力が続くとみるが、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を背景に、景気回復傾向が続くと予想する。家計のバランスシートの正常化が進んでいることなどから、2016年1－3月期以降も緩やかな景気回復が続くとみる。

（２）個人消費は回復基調が続くと予想

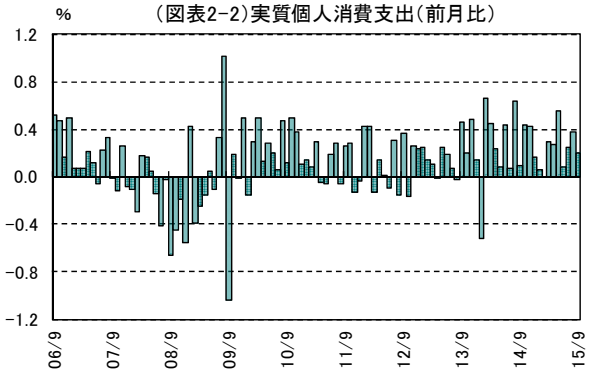
米国の個人消費は、雇用環境の改善などを背景に、2009年央以降、回復傾向が続いている。実質個人消費支出を見ると、2014年以降は、寒波による悪影響で減速した2014,2015年の1－3月期を除いて、3～4%台の成長が続いている。9月の実質個人消費支出も前月比＋0.2%と、7ヵ月連続で増加した（図表2-2）。

米国の株価を見ると、8月下旬の中国株式市場の急落をきっかけに大幅調整した後、足元では上昇傾向が続いているものの、昨年末の水準との比較では概ね横ばい圏であり、株価上昇に伴う資産効果ははく落しつつある段階とみられる。ただ、ガソリン価格がすでに大きく下落していることから、実質所得の改善が引き続き個人消費を下支えする可能性が高い。原油価格の推移を見ると、昨夏は１バレル100ドルを上回っていたが、2015年は1バレル50ドル前後での推移が中心となっている（図表2-3）。原油価格の下落による景気への影響を経済モデルで試算すると、足元の原油価格が2016年まで1バレル50ドル前後で推移する場合、1バレル100ドルで推移する場合と比べ、2016年の実質GDP成長率は＋1.1%押し上げられる（図表2-4）。車社会の米国では、ガソリン安によって家計の実質購買力が向上している可能性が高い。

家計のバランスシートの正常化も進んでいる。資金循環表を見ると、2008年10－12月期以降、家計部門は住宅ローンを中心に負債を削減してきたが、2012年4－6月以降は消費者ローンを中心に負債を増やしているほか、2013年央からは住宅ローンも純増させている（図表2-5）。家計のバランスシート調整が進展していることが、引き続き個人消費の回復を後押しするとみられる。

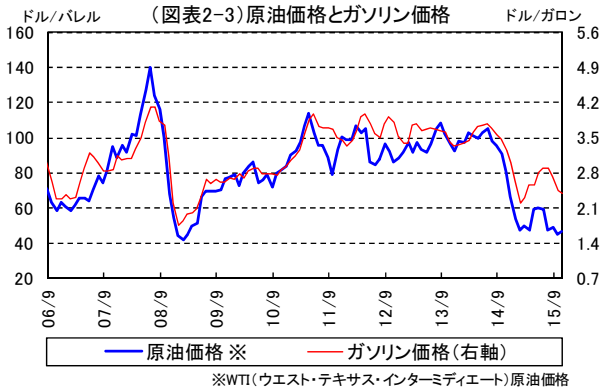
雇用環境の改善も引き続き個人消費を下支えする可能性が高い。10月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が＋27.1万人と、雇用環境の堅調さを示す20万人を3ヵ月ぶりに上回った（図表2-6）。海外景気の減速などを背景に、製造業が停滞気味に推移しているほか、石油掘削などの鉱業も減少傾向が続いているが、小売や娯楽・宿泊などが堅調に推移するなど、消費関連業種が全体を押し上げている。

（図表2-2）実質個人消費支出（前月比）



（出所）米商務省

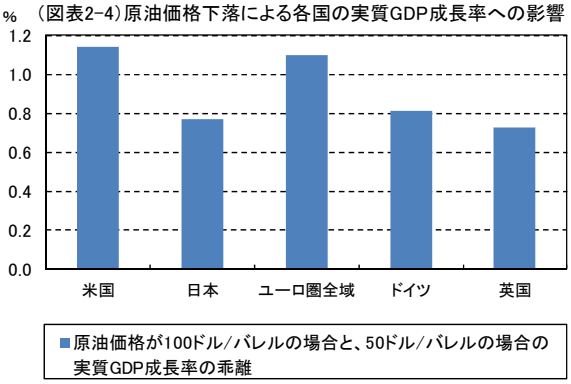
（図表2-3）原油価格とガソリン価格



※WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格

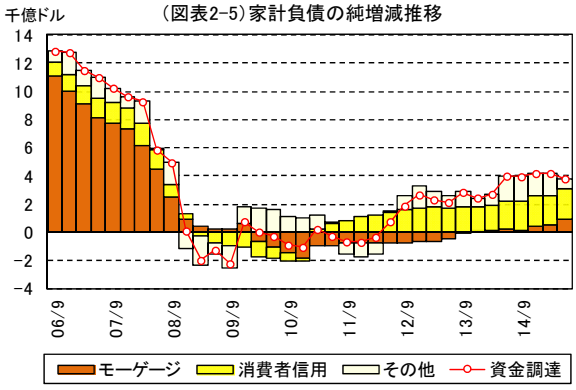
（出所）米エネルギー局、ファクトセット

（図表2-4）原油価格下落による各国の実質GDP成長率への影響



（出所）OEGMより明治安田生命作成　※原油価格はブレントを使用

（図表2-5）家計負債の純増減推移



（出所）FRBより明治安田生命作成　※4四半期移動平均

中小企業の経済団体である全米独立企業連盟(NFIB)の調査を見ると、向こう3ヵ月の雇用を「増やす」と回答した比率が「減らす」と回答した比率を上回る推移が続いている（図表2-7）。特に、2010年以降の雇用者数の回復をけん引してきた中小企業での採用見通しが底堅いことから、雇用者数は引き続き改善傾向が続くとみている。

一方、賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまっている。平均時間給の伸びを見ると、2010年以降は前年比＋2%付近での推移が続いており、住宅バブル崩壊前の同＋3～4%台の水準を下回っている（図表2-8）。賃金が伸び悩んでいる要因には、企業のグローバル競争を背景に、比較的賃金が高い製造業の雇用が伸び悩む一方、人材派遣を中心とした事務サービス業、小売や娯楽・宿泊など、賃金が低めの業種が雇用回復の中心となっていることがある。ガソリン安などに伴い家計の実質購買力が向上しているほか、家計のバランスシートの正常化が進んでいること、雇用環境の改善が続くとみられることなどから、個人消費は今後も回復基調が続くとみる。ただ、賃金の回復には力強さが欠けることから、均してみれば、回復ペースは緩やかなものになると予想する。

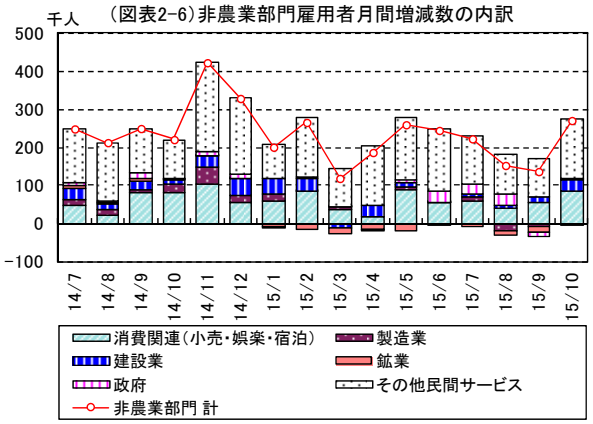
（３）住宅投資は持ち直し傾向で推移するとみる

米国の住宅投資は、持ち直し傾向が続いている。住宅着工件数の推移を見ると、冬場の悪天候などを受け、2015年に入ってから軟調な推移が続いてきたが、春以降は回復基調で推移している。9月は年率換算で120.6万戸と、今年の4月以降、均せばほぼ8年ぶりの高水準圏を維持している（図表2-9）。住宅販売を見ると、9月の新築住宅販売件数は年率換算で46.8万戸と、7,8月が堅調に推移してきた反動もあり、3ヵ月ぶりに減少したものの、中古住宅販売件数は年率換算で555万戸と、高水準での推移が続いている。

住宅ローン金利（30年固定）の推移を見ると、依然として歴史的な低水準を維持している(図表2-10)。FRB（米連邦準備制度理事会）は初回利上げ後の政策金利の引き締めをゆっくりと行なう方針を示しており、緩和的な金融環境の長期化が引き続き住宅販売を下支えするとみられる。

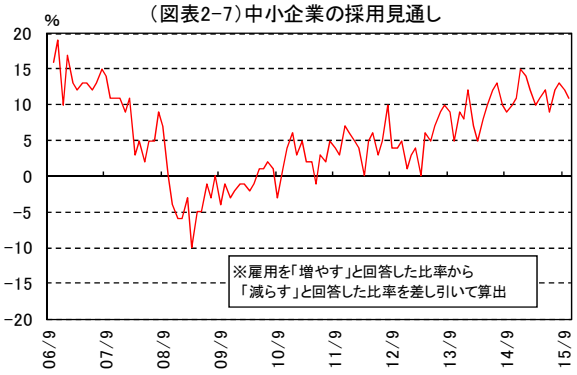
一方、住宅需要も底堅い。米国の世帯数の推移を

（図表2-6）非農業部門雇用者月間増減数の内訳



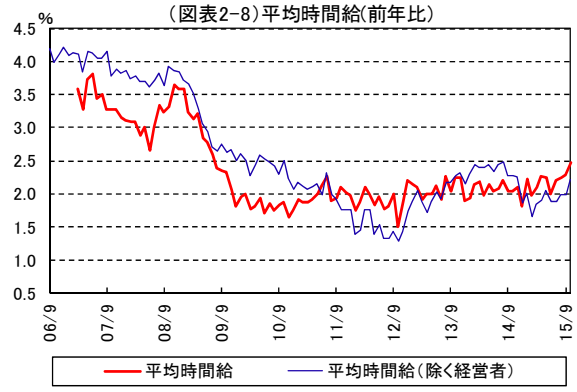
（出所）米労働省

（図表2-7）中小企業の採用見通し



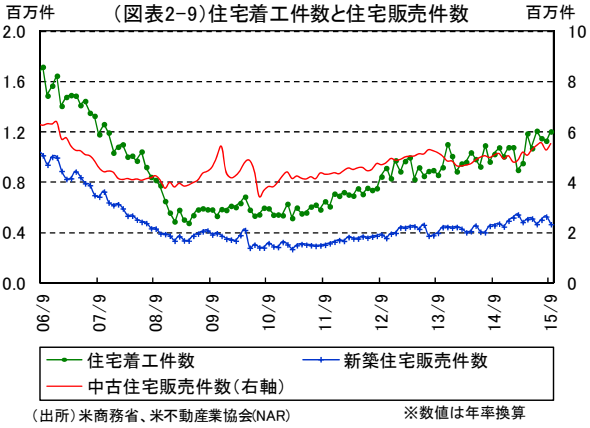
（出所）全米独立企業連盟（NFIB）より明治安田生命作成

（図表2-8）平均時間給(前年比)



（出所）米労働省

（図表2-9）住宅着工件数と住宅販売件数



（出所）米商務省、米不動産業協会(NAR)　※数値は年率換算

見ると、年間110～130万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る。雇用者数も増加傾向が続くとみており、購入者層の分母の拡大が引き続き住宅投資を押し上げるとみられる。

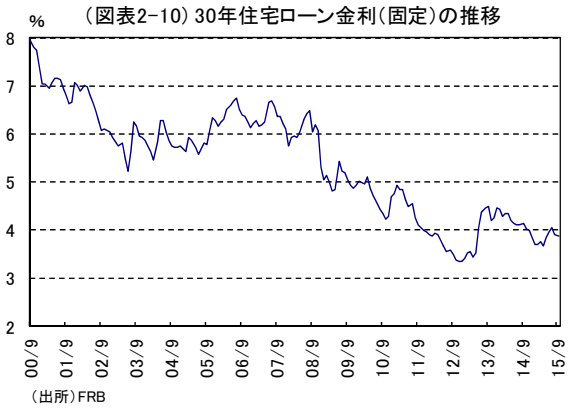
在庫不足の解消が遅れていることも需給バランスを引き締めている。在庫件数を見ると、新築、中古ともに住宅バブル期以前と比べ、依然として低水準であるものの、在庫不足はゆっくりと緩和に向かいつつある（図表2-11）。ただ、FRBが10月に公表したベージュブック（地区連銀経済報告）を見ると、大半の地域では、熟練労働者の確保が難しく、建設業などの職種で人材不足となっている。在庫不足の解消は今後も遅れ気味に推移するとみており、今後も在庫不足による供給制約が残るとみられる。

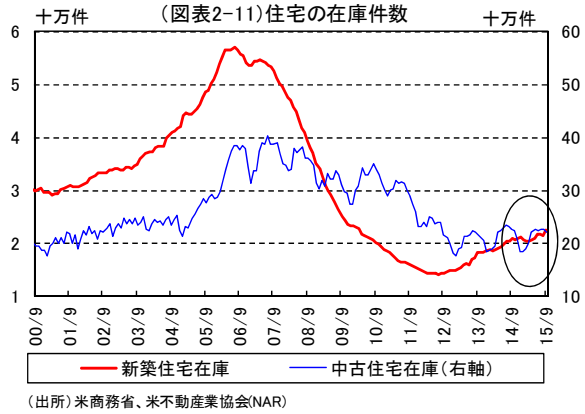
建設・不動産業者の景況感を示す住宅市場指数を見ると、11月は62と、今年の6月以降、均せば10年ぶりの高水準圏を維持している（図表2-12）。向こう6ヵ月の販売見通しも70と、2ヵ月ぶりに低下したものの、改善と悪化の境目となる50を大きく上回っており、住宅市場の先行きには明るさが増している。在庫不足による供給制約が残るものの、雇用環境の改善や、低金利環境の長期化などを背景に、住宅投資は今後も持ち直し傾向で推移するとみる。

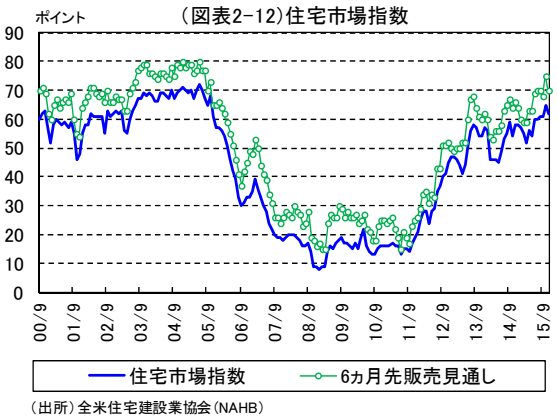
（４）設備投資の回復ペースは緩慢

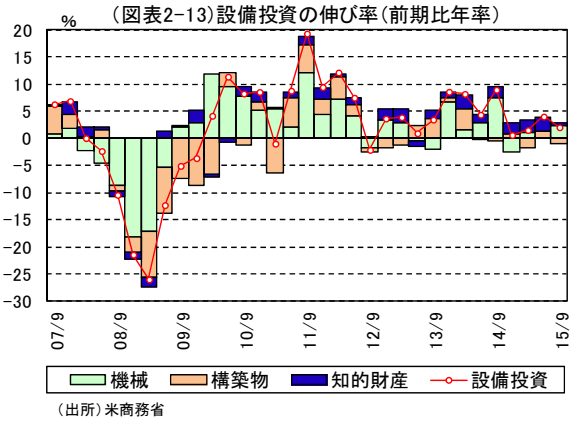
米国の設備投資は、2014年秋以降、機械投資などが低調に推移していることで、低めの伸びが続いている（図表2-13）。背景には、昨夏以降の原油安による影響で、シェールオイル・ガスを中心としたエネルギー関連企業が投資を手控えたほか、海外景気の減速が強まったことなどがある。GDPの機械投資の算出に使用される非防衛資本財出荷（除く航空機）を見ると、昨秋以降、横ばい圏での推移となっている（図表2-14）。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）も、昨年後半からは停滞気味の推移が続いている。とりわけ、採鉱・油田・ガス田用機械や石油・石炭などが昨夏以降、大きく落ち込んでおり、全体を押し下げている。

S&P500株価指数を構成する企業業績予想を見ると、10－12月期も減益が続く見通しである。業種別に見ると、一般消費や通信の企業収益は二桁増の見





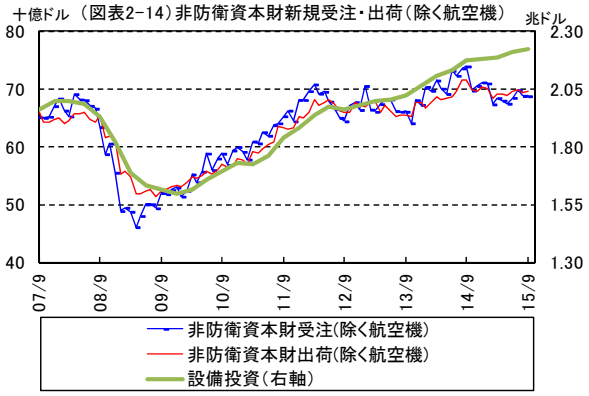




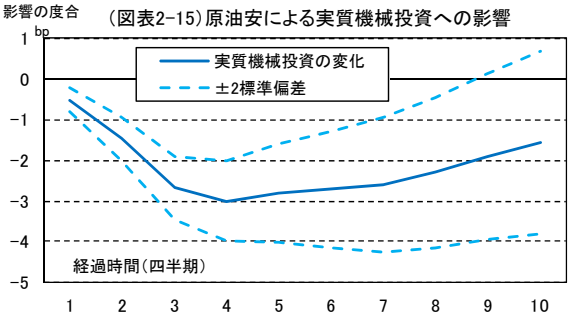
通しであり、内需関連業種が引き続き設備投資を下支えするとみられるが、エネルギーや素材は大幅な減益が続く見込みであるほか、海外での事業展開が進んでいる企業の業績回復は遅れる可能性が高い。原油価格、企業向け貸出金利、実質機械投資を変数としたベクトル自己回帰モデルによる当社試算では、原油価格が1%下落するという「ショック」を与えると、実質機械投資は1年にわたって下押し圧力が拡大する可能性が示唆される（図表2-15）。その後は下押し圧力が徐々に和らぐという結果になっているものの、原油価格は昨年央以降持続的に下落してきていることから、エネルギー関連業種の機械投資を中心に、設備投資にはしばらく下押し圧力がかかり続けるとみている。

一方、原油安に加えて、ドル高が進んだことから、輸入物価の低下に伴い、交易条件は昨年後半以降大きく改善している（図表2-16）。春先には、原油価格の持ち直しを受けて一時的に悪化したものの、7月以降は原油価格が再び軟調に推移していることから、交易条件が改善した状況は今後も続くとみている。交易条件の改善は、経済全体では海外からの所得流入につながり、企業からみれば、今後の収益の下支え役になるとみられる。

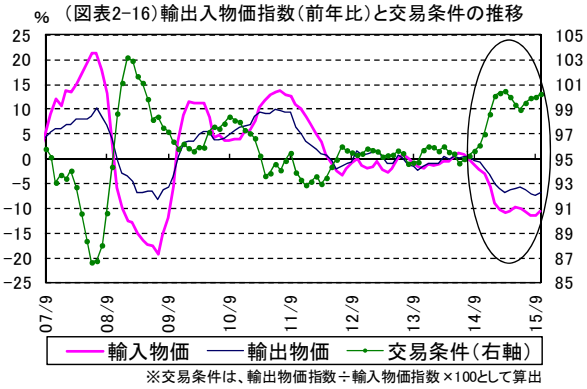
低金利環境が長期化していることから、企業の資金調達環境も大きく改善している。米企業（非金融）の負債純増減額の推移を見ると、2010年中ごろから社債発行の拡大傾向が続き、2013年央以降も、社債が安定的な資金調達手段となっていることが分かる（図表2-17）。9月16－17日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）で更新されたFFレートの見通し（中央値）を見ると、2015年末は0.625%から0.375%、2016年末は1.625%から1.375%、2017年末は2.875%から2.625%へと、いずれも下方修正された（図表2-18）。FRBによるFFレート見通しは下方修正が続いており、新興国景気の減速などを背景に、FRBによる緩和的な金融政策は今後も長期化するとみられることから、良好な資金調達環境が引き続き企業活動を下支えするとみている。資金調達環境や交易条件の改善などに支えられ、設備投資は今後も回復傾向が続くと予想する。ただ、エネルギー関連業種の業況が足かせとなるため、回復ペースは緩慢なものにとどまると



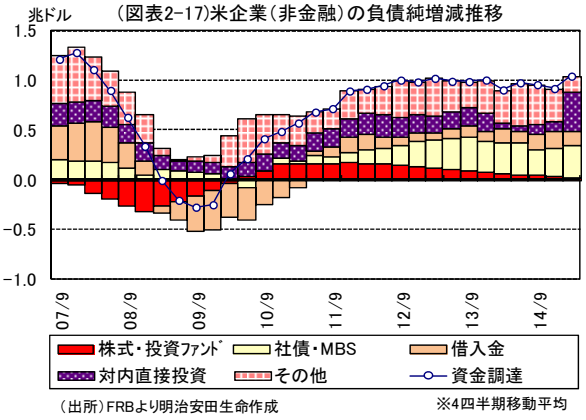
（図表2-14）非防衛資本財新規受注・出荷（除く航空機）
（出所）米商務省



（図表2-15）原油安による実質機械投資への影響
・WTI原油価格、企業向け貸出金利、実質機械投資の3変数VARモデルで試算。
インパルス・レスポンスでは、コレスキー分解（変数順序は上記順）を利用し、500回のモンテカルロ・シミュレーションにより標準偏差を算出。期間1999/3Q～2015/3Q、ラグは3次と設定
（出所）米商務省、ファクトセットより明治安田生命作成



（図表2-16）輸出入物価指数（前年比）と交易条件の推移
※交易条件は、輸出物価指数÷輸入物価指数×100として算出
（出所）米労働省より明治安田生命作成



（図表2-17）米企業（非金融）の負債純増減推移
（出所）FRBより明治安田生命作成
※4四半期移動平均

みる。

（５）輸出は軟調な推移が続く

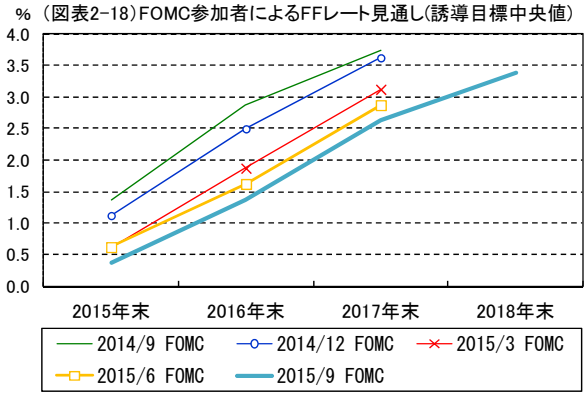
米国の輸出は、新興国の景気減速などを背景に、2012年から回復ペースは鈍化し、足元では低調な推移を余儀なくされている（図表2-19）。

財輸出を品目別に見ると、財輸出の約3割を占める産業資材は、原油安の影響を大きく受ける形で、昨年の11月以降、前年比マイナスが続いているほか（図表2-20）、同じく約3割を占め、これまで輸出を下支えしてきた資本財も減少傾向が続いている。資本財に占めるウェイトが大きい民間航空機が足元で落ち込んでおり、全体を押し下げている。

相手先別の輸出額（3ヵ月移動平均）を見ると、全体の3割を占めるNAFTA（北米自由貿易協定）圏向けが低調に推移しているほか、中南米向けも落ち込んでおり、全体を押し下げている（図表2-21）。NAFTA圏向けのなかでは、カナダ向けの輸出が弱い。資源国のカナダでは、商品相場の下落で設備投資が冷え込んでおり、産業資材や機械といった工業関連の品目を中心に、米国からの輸入が落ち込んでいる。中南米景気も、中国の景気減速を受け、国内産穀物や鉱物の輸出が弱含んでいることから、減速傾向が続いている。なかでも、ブラジルは財政赤字の拡大で緊縮財政を余儀なくされ、内需の低迷が深刻化している。また、中国向け輸出は、2000年から2010年にかけて、6倍程度に拡大したものの、その後の回復ペースは鈍化傾向が続いている。

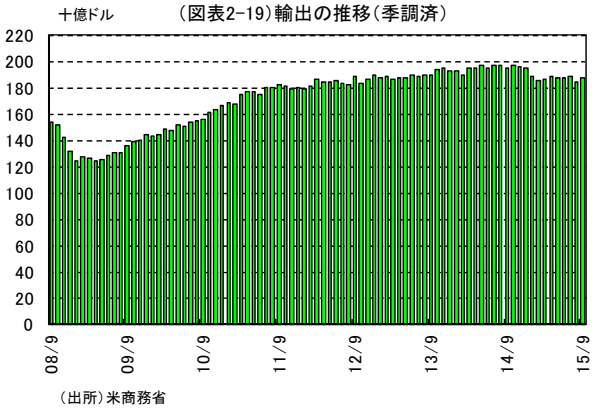
加えて、ドル高も輸出の回復を抑制している。ドル・ユーロの推移を見ると、昨年央以降はドル高トレンドが続いており、足元では2割以上上昇している。名目実効為替レート、実質輸出を変数としたベクトル自己回帰モデルによる当社試算では、為替が1%ドル高に振れると、実質輸出は5四半期ごろまで下押し圧力が拡大する可能性が示唆される（図表2-22）。その後は下押し圧力が徐々に和らぐと試算されるものの、ドル高の影響が一巡するにはしばらく時間がかかるとみられる。

一方、中国の習近平国家主席が9月に訪米した際、航空機300機（380億ドル相当）の新規購入が公表されるなど、航空機を中心に輸送機器への海外需要は



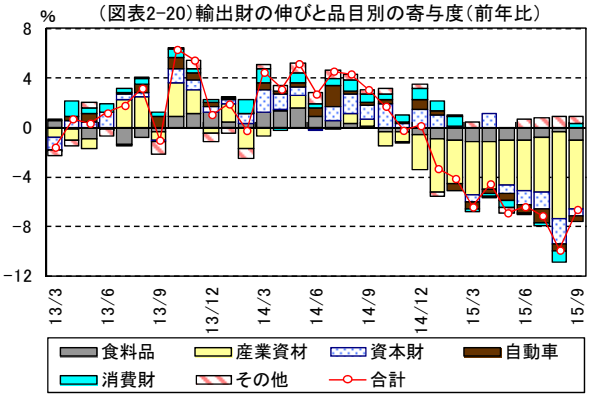
（図表2-18）FOMC参加者によるFFレート見通し(誘導目標中央値)

（出所）FRBより明治安田生命作成　※FFレート見通しはFOMC予想の中央値



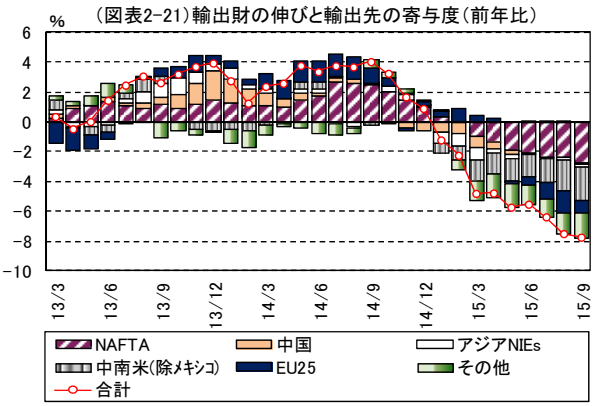
（図表2-19）輸出の推移（季調済）

（出所）米商務省



（図表2-20）輸出財の伸びと品目別の寄与度（前年比）

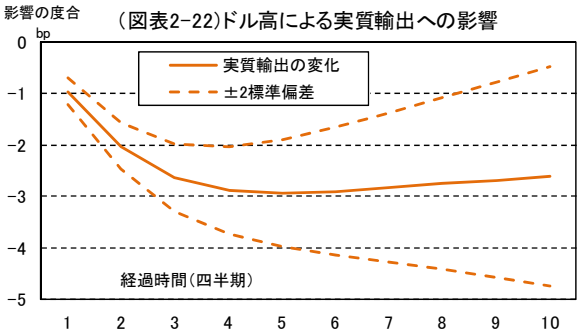
（出所）米商務省



（図表2-21）輸出財の伸びと輸出先の寄与度（前年比）

（出所）米商務省　※3ヵ月移動平均

底堅い。主要輸出先の欧州では、景気の緩やかな回復が続いていることも今後の輸出を下支えするとみている。ただ、中国を中心とした新興国の景気減速や、ドル高の影響もあって、輸出は軟調な推移が続くとみる。



(図表2-22)ドル高による実質輸出への影響

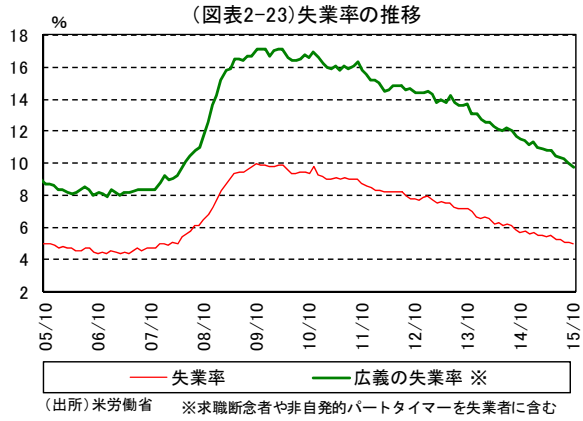
・名目実効為替レートと実質輸出を変数にVARモデルで試算。インパルス・レスポンスでは、コレスキー分解を利用し、500回のモンテカルロ・シミュレーションにより標準偏差を算出。期間1999/3Q～2015/3Q、ラグは2次と設定

(出所)米商務省、FRBより明治安田生命作成

（６）きわめて緩やかな利上げペースを予想

7年ぶりに実質ゼロ金利政策が解除されるかどうかで注目された9月16－17日開催のFOMCでは、海外情勢への懸念などから、政策金利であるFFレートの誘導目標が0.0－0.25%ですえ置かれ、利上げは見送られた。一方、10月27－28日開催のFOMCでは、利上げは見送られたものの、声明文の「最近の世界経済と国際金融市場の動向は経済活動をいくらか制約する可能性があり、短期的にはインフレへの下押し圧力をさらに強める可能性が高い」との一文が削除され、海外情勢への懸念が和らいでいるとの見方が示された。また、FRBのイエレン議長は11月4日の議会証言で、「労働市場に一段の改善をもたらし、インフレが中期的に2%の目標に戻るのに十分なペースで経済が成長し続けるという見方が今後入手する情報で裏付けられれば、12月の利上げに現実的な可能性がある」と述べ、12月利上げの可能性を示した。

10月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が＋27.1万人と、20万人の大台を上回り、雇用環境の持ち直し傾向が鮮明になった。海外景気の減速から、輸出は今後も低調に推移するとみられるほか、エネルギー関連業種を中心に設備投資の回復ペースも緩慢なものにとどまるとみるが、ガソリン安に伴う実質購買力の向上や、借入環境の改善などを背景に、米景気は個人消費をけん引役に回復傾向が続く可能性が高い。雇用環境は今後も改善傾向が続くとみられ、FRBは年内に利上げを決定すると予想する。



(図表2-23)失業率の推移

(出所)米労働省　※求職断念者や非自発的パートタイマーを失業者に含む

一方、初回利上げ後の金融政策正常化のプロセスはきわめて緩やかなものになる可能性が高い。10月の失業率は5.0%と、すでにFRBによる失業率の長期見通しのレンジである4.9－5.2%に達している（図表2-23）。広義の失業率（求職断念者や非自発的パートタイマーなどを失業者に含む）も9.8%と、2010年4月の17.1%をピークに低下傾向が続いている。ただ、現状のペースで改善が続いても、住宅バブル崩壊前の水準まで改善するのは、早くて2016年後半から2017年中ごろになる。労働需給の引き締まりによって、賃金上昇率が加速するまでには、しばらく時間がかかるとみられ、利上げのペースはきわめて緩やかなものになる可能性が高い。

３．欧州経済見通し

〈要　　約〉

ユーロ圏景気は緩やかな回復傾向で推移している。新興国の景気減速を受け、輸出は伸び悩みが続くとみられるものの、雇用環境の改善が続いているほか、原油価格の下落が家計の実質購買力向上につながると見込まれることなどから、ユーロ圏景気は個人消費がけん引役となって、今後も緩やかな持ち直し傾向が続くと予想する。

個人消費は、ドイツやスペインを中心に雇用環境が改善しているのに加え、銀行貸出態度の緩和などを背景に家計の資金繰りも回復傾向にあることから、今後も底堅く推移するとみる。

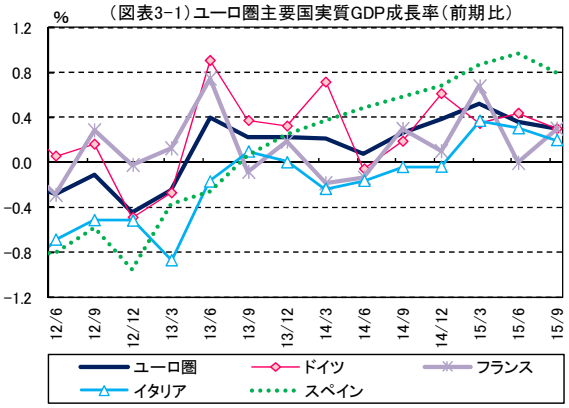
固定投資は、緩和的な金融環境などに支えられ、今後も回復傾向が続くとみている。ただ、企業の期待成長率が低迷しているほか、家計の債務残高も高止まりしていることなどから、回復ペースは引き続き緩慢なものにとどまると予想する。

ECB（欧州中央銀行）はインフレ低下への警戒感を一段と強めており、年内に追加金融緩和を決定すると予想する。

（１）ユーロ圏景気は持ち直し傾向が継続

7－9月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比＋0.3%と、4－6月期の同＋0.4%から伸び幅が小幅縮小した（図表3-1）。国別の成長率を見ると、フランス（4－6月期：同0.0%→7－9月期：同＋0.3%）が2四半期ぶりのプラス成長となったものの、ドイツ（同＋0.4%→＋0.3%）、イタリア（同＋0.3%→＋0.2%）、スペイン（同＋1.0%→＋0.8%）は、いずれも伸び幅が縮小した。

（図表3-1）ユーロ圏主要国実質GDP成長率（前期比）



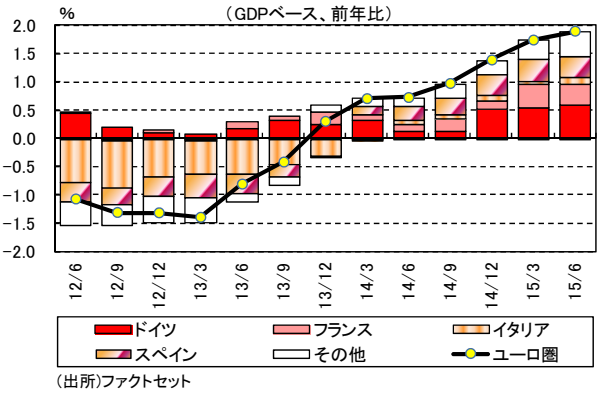
（出所）欧州各国統計局

新興国の景気減速を受け、輸出は伸び悩みが続くとみられるものの、雇用環境の改善が続いているほか、原油価格の下落が家計の実質購買力向上につながると見込まれることなどから、ユーロ圏景気は個人消費がけん引役となって、今後も緩やかな持ち直し傾向が続くと予想する。

（２）個人消費は底堅く推移するとみる

ユーロ圏の個人消費は昨春以降、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＋1.9%と、6四半期連続でプラス幅が拡大した（図表3-2）。主要国別では、ドイツやスペインの伸び幅が拡大傾向にあるほか、フランスも高めの伸びを維持している。GDPベースの実質個人消費に近い動きをする実質小売売上高の推移を見ても、9月は前年比＋3.0%と、昨年の年明け以降、前年比プラスでの推移が続いている（図表3-3）。

（図表3-2）ユーロ圏実質個人消費と主要国別寄与度（GDPベース、前年比）



（出所）ファクトセット

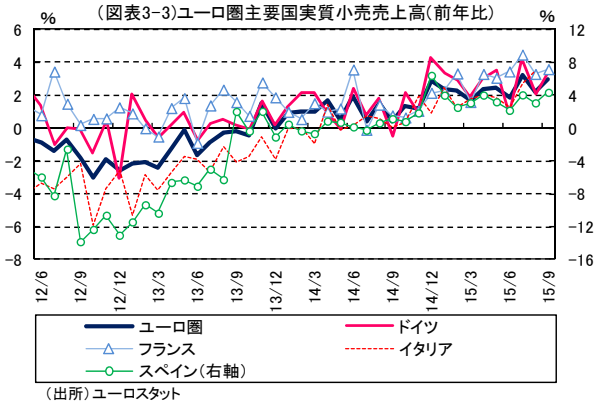
個人消費回復の背景には、雇用環境の改善がある。ユーロ圏の失業率（EU統一基準）の推移を見ると、2013年6月以降、緩やかな低下傾向が続いている（図表3-4）。主要国別では、フランスが春先ごろから上昇傾向となっているものの、スペインやドイツは引き続き低下基調で推移しているほか、昨冬以降横ばいでの推移が続いていたイタリアも、足元では低下しつつある。イタリアでは昨年12月に、雇用や解雇の流動性向上を目的とした労働市場改革法（Jobs Act）が成立した。その後、短期労働者の雇用を容易化しつつ、解雇規制を緩和する政令が定められたことなどが、雇用環境の改善を支えているとみられる。

家計の実質購買力が改善傾向にあることも、個人消費の回復を下支えしている。前年比ベースの実質雇用者報酬の推移を見ると、4－6月期は前年比＋2.2%と、7四半期連続のプラスとなった（図表3-5）。一人当たり雇用者報酬は2013年央以降、名目ベースでは伸び悩んでいるが、消費者物価指数（CPI）が低調に推移していることで、実質ベースでは緩やかに伸び幅が拡大している。

昨年以降CPIが大きく低下したのは、原油安の影響が大きい。欧州の原油価格の指標である北海ブレント価格は8月以降、1バレル50ドル前後で推移しており、昨年末の水準を15%程度下回っている。需給の緩みなどを背景に、今後も原油価格は軟調に推移すると見込まれることから、原油安による実質購買力の改善効果は、引き続き期待できるとみる。

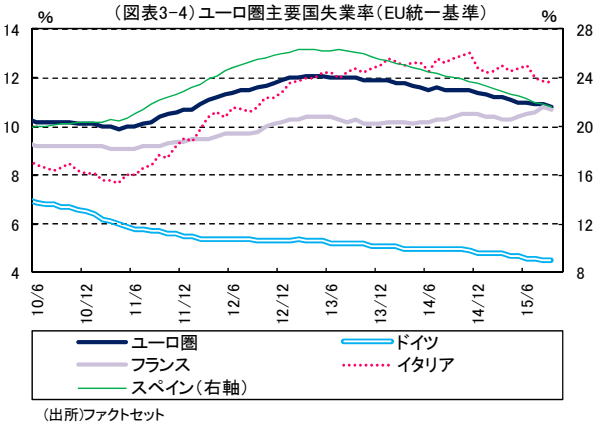
加えて、銀行貸出態度も緩和傾向にある。ECB（欧州中央銀行）による銀行の消費者ローン貸出態度調査のうち、「過去3ヵ月」の貸出態度を見ると、「緩くした」と回答した銀行数は、「厳しくした」と回答した銀行数を7四半期連続で上回った（図表3-6）。前年比マイナスが続いていた消費者ローン残高も、5月にはプラスに転じており、緩和的な借入環境を背景に、家計の資金繰りが改善している可能性が示されている。同調査のうち、「今後3ヵ月」の貸出態度を見ると、「緩くする」と回答した銀行の割合が、「厳しくする」と回答した銀行の割合を9四半期連続で上回っており、今後も緩和的な借入環境が個人消費を下支えすると見込まれる。雇用環境の改

（図表3-3）ユーロ圏主要国実質小売売上高（前年比）



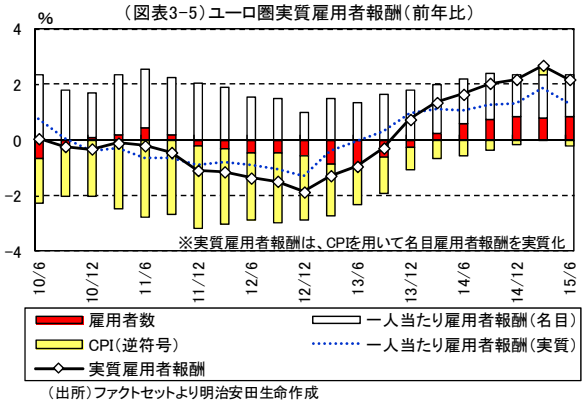
（出所）ユーロスタット

（図表3-4）ユーロ圏主要国失業率（EU統一基準）



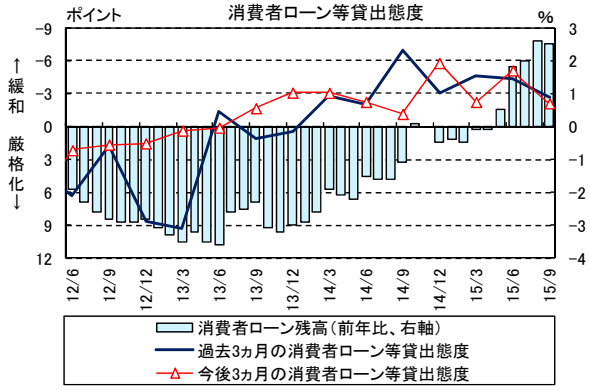
（出所）ファクトセット

（図表3-5）ユーロ圏実質雇用者報酬（前年比）



（出所）ファクトセットより明治安田生命作成

（図表3-6）ユーロ圏消費者ローン残高（前年比）と消費者ローン等貸出態度



（出所）ECB（欧州中央銀行）

善が続いているほか、原油価格の下落が家計の実質購買力向上につながるとみられることもあり、ユーロ圏の個人消費は今後も底堅く推移するとみる。

（３）固定投資の回復ペースは緩慢と予想

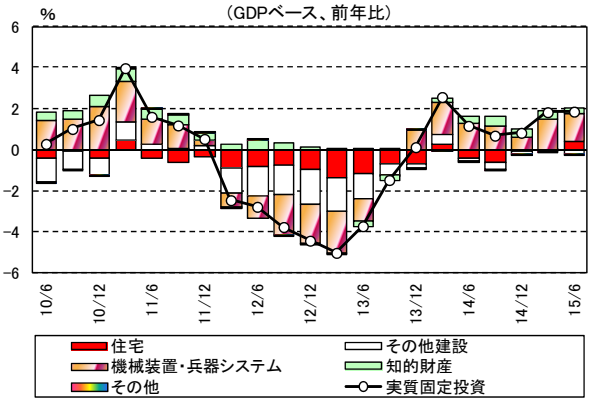
ユーロ圏の固定投資は昨春以降、緩やかな回復傾向が続いている。4－6月期の実質固定投資は前年比＋1.9%と、前期の同＋1.8%から伸び幅が小幅拡大した（図表3-7）。実質固定投資を分野別に見ると、その他建設が同▲0.7%と、5四半期連続のマイナスとなったものの、住宅が同＋1.7%と、2四半期連続のプラスとなったほか、機械装置・兵器システムも同＋4.4%と、7四半期連続のプラスとなった。

設備投資回復の背景には、企業収益の改善がある。GDPベースの営業余剰の推移を見ると、4－6月期は前年比＋3.8%と、前期の同＋2.9%から伸び幅が拡大した（図表3-8）。ユーロ安によってユーロ換算ベースの輸出金額が膨らんだことや、原油安に伴い生産コストが減少したことなどが、企業収益の改善に寄与したとみられる。主要国別では、ドイツが底堅く推移しているほか、フランスも足元で堅調に推移し、全体を押し上げている。

資金調達環境が好転していることも、設備投資の改善に寄与しているとみられる。ECBの銀行貸出態度調査を見ると、非金融企業への貸出に関して、「過去3ヵ月」に貸出態度を「緩くした」と回答した銀行数は、「厳しくした」と回答した銀行数を7四半期連続で上回った(図表3-9)。「今後3ヵ月」の貸出態度については、「緩くする」と回答した銀行数と「厳しくする」と回答した銀行数が4－6月期にほぼ同数となったものの、ギリシャ情勢の緊迫化などが影響したとみられ、7－9月期は再び緩和方向となっている。貸出金利の低下傾向が続いていることもあり、緩和的な金融環境が引き続き設備投資を下支えするとみる。

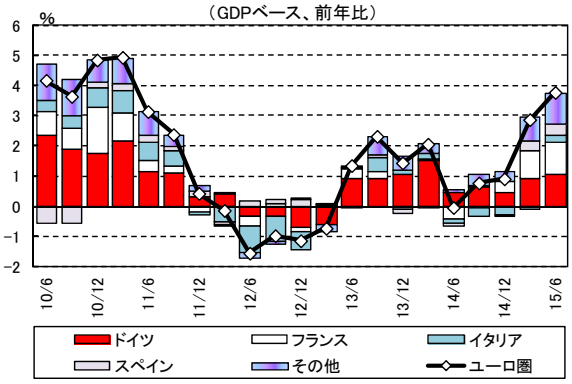
一方、企業の生産活動は持ち直しの動きが一服している。ユーロ圏の鉱工業生産（前年比）は昨秋以降、輸出の増加などを背景に、伸び幅の拡大傾向が続いていたが、春先ごろから前年比＋1.5%を挟んで一進一退での推移となっている（図表3-10）。季調済前月比ベースで見ても、4月以降の6ヵ月中4ヵ

(図表3-7)ユーロ圏実質固定投資と分野別寄与度
（GDPベース、前年比）



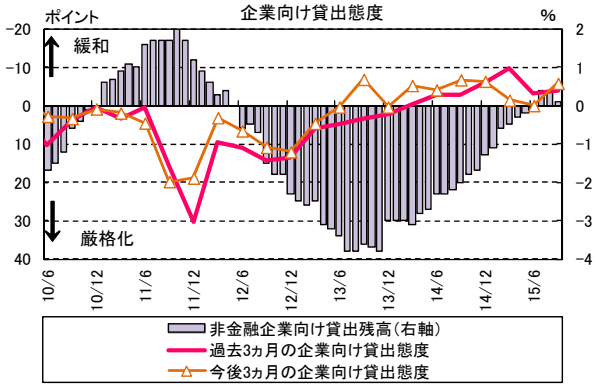
（出所）ユーロスタット

(図表3-8)ユーロ圏営業余剰と主要国別寄与度
（GDPベース、前年比）



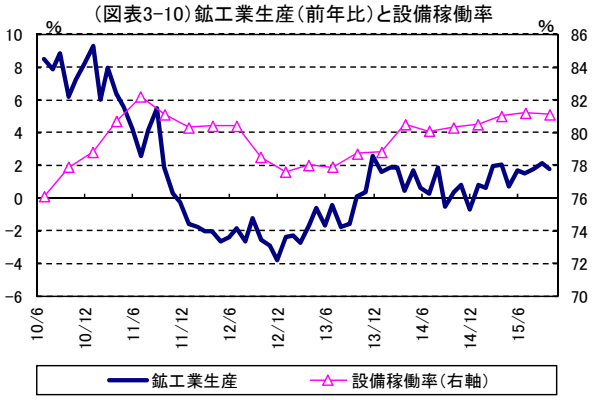
（出所）ファクトセット

(図表3-9)ユーロ圏非金融企業向け貸出残高(前年比)と企業向け貸出態度



（出所）ファクトセット

(図表3-10)鉱工業生産(前年比)と設備稼働率



（出所）ユーロスタット

月で前月比マイナスとなったほか、設備稼働率も横ばいでの推移にとどまっている。新興国の景気減速を受け、輸出の伸びが鈍化しつつあることなどから、企業の生産活動は今後も停滞気味の推移が続く可能性が高い。

また、能力増強投資を左右する期待成長率も、低水準にとどまっている。欧州委員会が発表するデータを用いて資本ストック循環図を作成すると、リーマン・ショック以降の世界同時不況を受け、企業の期待成長率は2009年に0.5％まで低下した（図表3-11）。2010年以降も欧州債務危機などの影響で期待成長率の低迷が続いており、積極的な能力増強投資は期待しづらい。企業のバランスシート調整が続いているとみられることも投資の下押し圧力となっている可能性が高く、設備投資は力強い回復には至らないとみている。

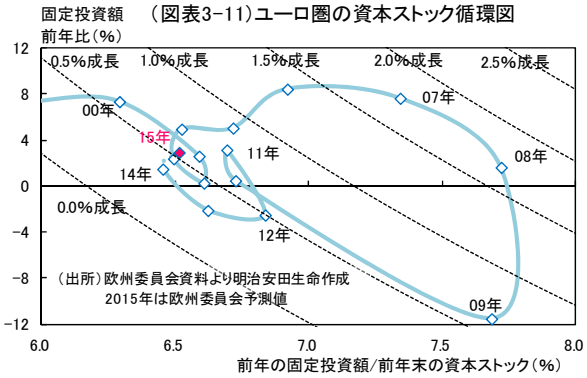
一方、4－6月期の住宅投資は前年比＋1.7％と、2011年1－3月期以来の高い伸びとなった（図表3-7）。ただ、暖冬の反動で昨年同期に落ち込んだことなどが影響したとみられ、今後は低調に推移する可能性が高い。住宅投資の先行指標とされる建設許可件数の推移を見ると、バブル崩壊後の低迷が尾を引いている形で、足元でも一進一退での推移が続いている（図表3-12）。南欧諸国を中心に雇用環境の改善が遅れているほか、家計の債務残高が高止まりしていることなどから、今後も住宅投資は低調な推移が続くとみられる。

資金調達環境の改善などに支えられ、設備投資の回復傾向は今後も続くとみるが、期待成長率が低迷していることなどから、力強い回復は期待しづらい。加えて、住宅投資も低調に推移すると見込まれることから、固定投資の回復ペースは引き続き緩慢なものにとどまると予想する。

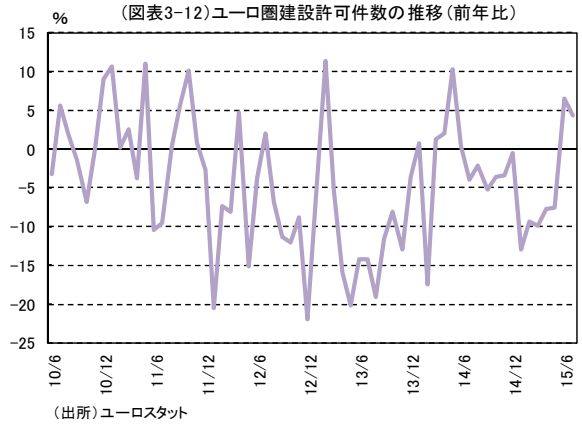
（4）輸出は伸び悩みが続くとみる

ユーロ圏の輸出は、回復ペースが鈍化しつつある。輸出金額の推移を見ると、9月は前年比＋0.9％と、3ヵ月連続で伸び幅が縮小した（図表3-13）。相手先別に見ると、ユーロ圏外EUや米国向けが引き続き堅調に推移しているものの、アジア向けの伸び幅が大きく縮小しているほか、EU外欧州向けは再び前年

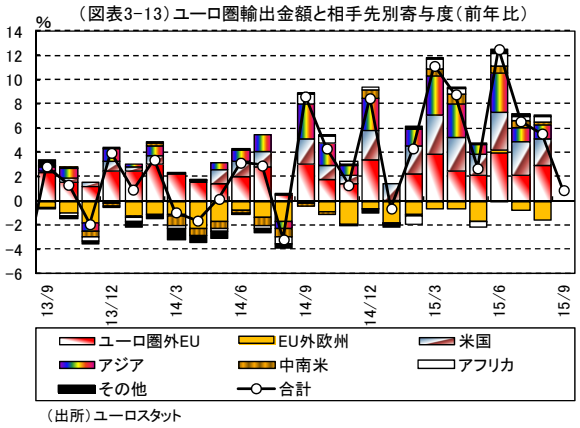
（図表3-11）ユーロ圏の資本ストック循環図



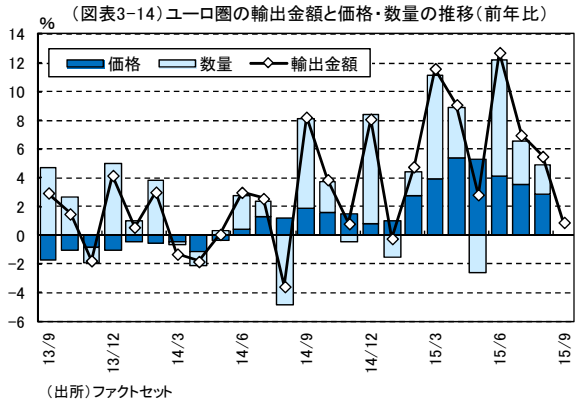
（図表3-12）ユーロ圏建設許可件数の推移（前年比）



（図表3-13）ユーロ圏輸出金額と相手先別寄与度（前年比）



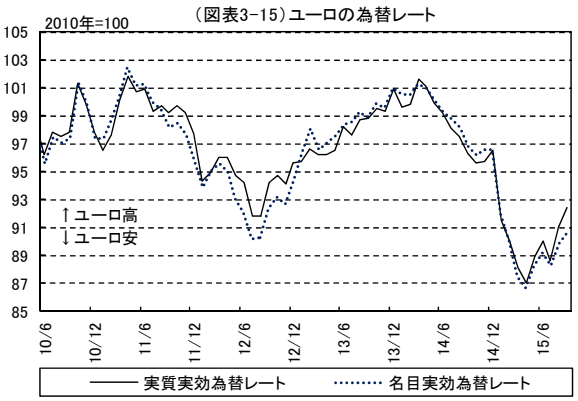
（図表3-14）ユーロ圏の輸出金額と価格・数量の推移（前年比）



比マイナスに転じ、全体を押し下げている。

前年比ベースの輸出金額の伸びを数量と価格に分解すると、輸出数量が一進一退での推移となっているほか、輸出価格も春先以降のユーロ高を受けて、プラス幅の縮小傾向が続いている（図表3-14）。ユーロの名目実効為替レートを見ると、ECBの利下げや国債買入れ策の決定を受け、昨年5月から4月までの1年間に14%程度下落したものの、5月以降は、ドイツの長期金利の上昇や新興国景気への懸念などを背景にユーロが買われ、足元では年初来の高値を付けている（図表3-15）。これまでのユーロ安効果がはく落しつつあることが、輸出金額の伸びの鈍化につながっている。

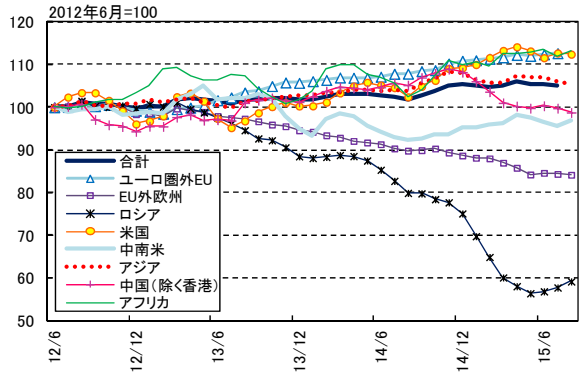
（図表3-15）ユーロの為替レート



（出所）BIS（国際決済銀行）

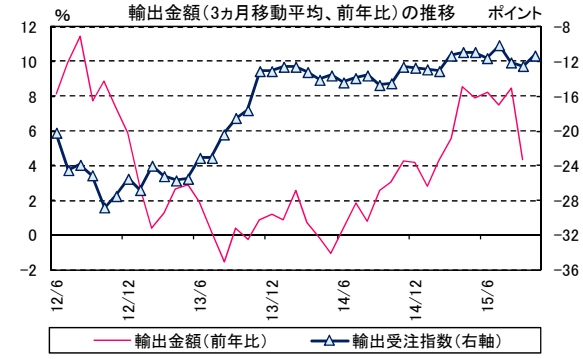
一方、輸出の実勢を示す輸出数量について、相手先別の推移（季調値）を見ると、主要輸出先である米国や、英国を中心とするユーロ圏外EU向けが均せば増加傾向で推移しているものの、EU外欧州向けは引き続き低調に推移している（図表3-16）。また、昨冬まで堅調に推移していたアジア向けも足元では減少に転じており、新興国向けの伸び悩みが目立つ。EU外欧州向けではロシアが、アジア向けでは中国が、それぞれ大幅減となっているほか、春先ごろまで底堅く推移していた中国以外のアジア各国向けも足元で減少しつつある。輸出の先行指標とされる製造業の輸出受注指数も8月以降、軟調に推移しており、海外からの需要が弱含んでいる可能性が示されている（図表3-17）。

（図表3-16）ユーロ圏の相手先別輸出数量（3ヵ月移動平均）の推移



（出所）ファクトセット

（図表3-17）ユーロ圏の輸出受注指数（製造業）と輸出金額（3ヵ月移動平均、前年比）の推移



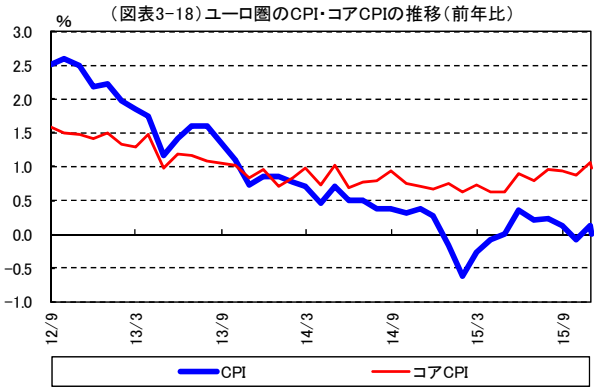
（出所）ファクトセット、ユーロスタット

今後も中国景気の減速が続くと見込まれるなか、同国と経済の結びつきが強いアジア各国の景気も低迷が予想され、ユーロ圏からアジアへの輸出は鈍化傾向で推移する可能性が高い。ロシア向けも、資源価格の下落が同国経済への下押し圧力となるほか、EUからの経済制裁も続いていることから、低調な推移が続くと見込まれる。主要相手先である米国や英国の景気回復傾向が続いていることから、米英向けの輸出は引き続き改善傾向で推移し、全体を下支えするとみるが、新興国向けの低迷が重しとなることで、ユーロ圏の輸出は伸び悩みが続くとみている。

（５）ECBは年内に追加金融緩和を決定すると予想

ECBは10月の政策理事会で、すべての政策金利（リファイナンス金利0.05%、限界貸出金利0.3%、中銀預金金利▲0.2%）をすえ置いたほか、「少なくとも2016年9月までは、毎月合計600億ユーロのペースで国債、公的機関債、ABS（資産担保証券）、カバードボンドを買い入れる」という量的緩和策を維持することを決定した。

一方、ECBのドラギ総裁は理事会後の記者会見で、「新たなスタッフ予想が発表される12月理事会で、金融緩和の程度について再度検討する必要がある」と述べ、次回12月の会合で、追加緩和に踏み切る可能性を示唆した。また、同総裁は「数人のメンバーは、今回の理事会で追加緩和に踏み切ることを主張した」とも述べ、ECBが追加緩和実施へと傾斜しつつあることを明確化した。



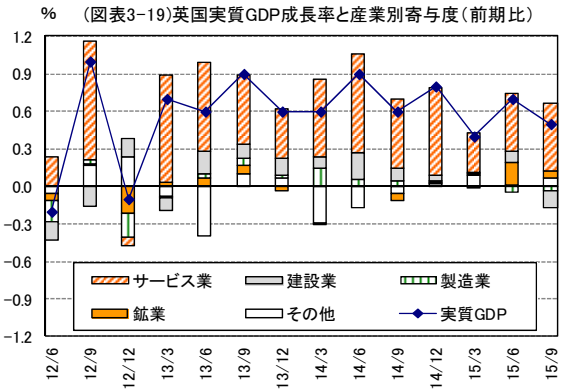
（図表3-18）ユーロ圏のCPI・コアCPIの推移（前年比）
（出所）ユーロスタット

ECBがハト派的な姿勢を強めている背景には、インフレ低下への警戒感がある。ユーロ圏のCPIは、原油安に伴うエネルギー価格の下落などを受け、9月に前年比▲0.1%と、6ヵ月ぶりのマイナスとなり、10月も同＋0.1%と、小幅な伸びにとどまった（図表3-18）。ドラギ総裁はインフレ低下要因として、マイナスの需給ギャップ、原油安、通貨ユーロの上昇を挙げたうえで、「理事会はこれらのリスクに対して警戒する必要がある」と述べ、インフレ低下への警戒感を一段と強めている姿勢を示した。

一方、同総裁は「量的緩和策は、規模、構成、期間を調整する柔軟性を有している」と述べたほか、「中銀預金金利の引き下げについて議論した」とも述べ、複数の追加緩和手段に言及した。ラウテンシュレーガー専務理事やハンソン・エストニア中銀総裁らは「量的緩和策の見直しは時期尚早」との見方を示しているほか、バイトマン・ドイツ連銀総裁は「追加緩和は必要ない」と発言するなど、追加緩和に対して慎重な姿勢を崩していないメンバーも多い。ただ、量的緩和策の継続期間を予告する「2016年9月かそれ以降」という文言の内容に沿った実施期間の延長は、ECB内でも合意が得やすいとみている。加えて、ECBは通貨ユーロの動向を注視する姿勢を示していることから、ユーロ高に伴うインフレの低下を抑制するため、中銀預金金利の引き下げに踏み切る可能性も高い。ディスインフレ圧力が着実に強まっていることから、ECBは年内に、量的緩和策の実施期間の延長などの追加金融緩和を決定すると予想する。

（６）英国経済は緩やかな回復が続くと予想

英国の 7－9 月期実質 GDP 成長率（速報値）は前期比＋0.5%と、11 四半期連続のプラス成長となった（図表 3-19）。4－6 月期の同＋0.7%からは伸び幅がやや鈍化したものの、底堅い推移が続いている。産業別では、建設業が同＋1.4%→▲2.2%と、10 四半期ぶりのマイナスとなったものの、サービス業が同＋0.6%→＋0.7%と、11 四半期連続のプラスとなり、堅調に推移した。

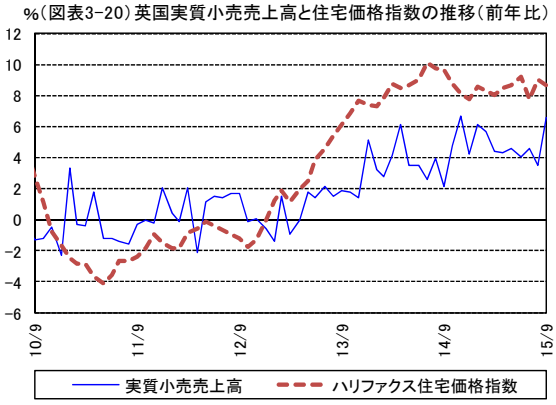


（図表3-19)英国実質GDP成長率と産業別寄与度（前期比）
（出所）英国国家統計局（ONS）

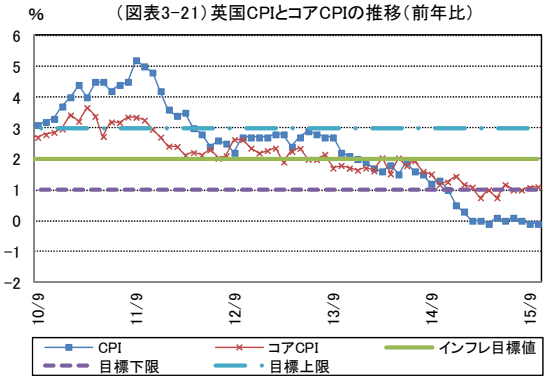
今後は、輸出については、新興国景気の低迷に加え、ポンド高も足かせとなることで伸び悩みが見込まれる。ただ、所得環境の改善を背景に、個人消費が全体をけん引する形で、英国経済は今後も緩やかな回復が続くと予想する。

個人消費は、均せば回復傾向で推移している。9 月の実質小売売上高は前年比＋6.5%と、8 月の同＋3.5%から伸び幅が拡大し、昨年 11 月以来の高い伸びとなった（図表 3-20）。背景には、良好な雇用環境がある。サービス業を中心に企業収益の回復が続き、採用意欲も強いことなどから、求人数が 2012 年以降、均せば増加傾向で推移している。労働需給の引き締まりを受

け、所得環境も改善している。7－9 月の週平均賃金は同＋3.0%と、2014 年後半以降、伸び幅が拡大傾向にある。原油安やポンド高を受けたインフレ圧力の低下もあって（図表 3-21）、実質所得は今後も改善が続くとみている。一方、資産効果に影響を与える住宅価格は、住宅ローン貸出基準の厳格化などを背景に、昨年半ば以降、上昇ペースが鈍化している（図表 3-20）。ただ、用地不足などによって供給が絞られているほか、需要サイドでも初回住宅購入者を対象とした補助金制度が 12 月上旬の開始を控えていることも、購入意欲の改善につながるとみられ、住宅価格は緩やかながらも、上昇傾向で推移するとみている。実質所得の改善が見込まれるほか、住宅価格上昇に伴う資産効果への期待も残ることで、個人消費は今後も回復傾向が続くと予想する。



（出所）英国国家統計局(ONS)、英国ロイズバンキンググループ



（出所）英国国家統計局(ONS)

一方、輸出は回復が遅れている。地域別では、ユーロ圏景気の緩やかな回復を受け、主要相手先であるユーロ圏への輸出がやや持ち直しつつあるものの、中国向けの落ち込みが目立つ。新興国景気の減速が下押し圧力になるとみられることや、ポンド高が足かせとなって価格競争力の改善も遅れていることなどから、輸出の回復ペースは今後も緩慢なものにとどまるとみている。

輸出が伸び悩むなか、固定投資の回復の足取りも鈍い。鉱工業生産を見ると、2014年以降、伸び悩みが続いている。9月は前月比▲2.0%と、鉱業が全体を押し下げる形で、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。今後については、個人消費の緩やかな回復に伴い、消費関連企業が設備投資を積極化させるとみる。ただ、原油価格の下落を受け、北海油田の投資は縮小傾向で推移するとみられるほか、輸出回復の鈍さもあって、製造業の投資マインドも冷え込みが続くとみており、固定投資の持ち直しペースは、緩やかなものにとどまると予想する。

11 月の金融政策委員会では、政策金利（0.05%）、資産買い取り枠（3,750 億ポンド）がともにすえ置かれ、償還金の再投資を継続することも決定した。同時に発表したインフレ見通しでは、8 月時点の見通しを下方修正し、2016 年上半期までインフレ率は 1%を下回るとの見解が示された。10 月の CPI は前年比▲0.1%と、エネルギー価格や食品価格の落ち込みの影響を受け、2 ヵ月連続でマイナスとなっている（図表 3-21）。金融政策については、英国景気は引き続き個人消費をけん引役に緩やかな回復傾向が続くとみるものの、エネルギー価格の低迷やポンド高が物価上昇ペースを抑制するとみられることから、利上げの実施は 2016 年半ばごろと予想する。

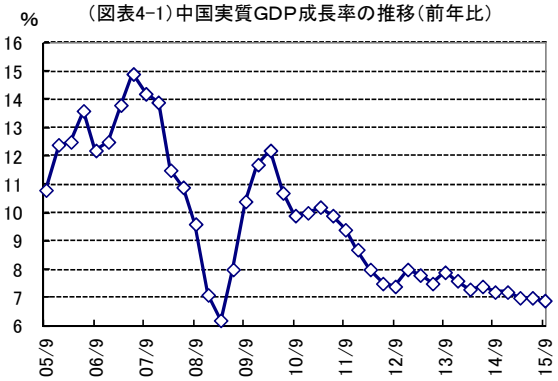
４．中国経済見通し

〈要　　約〉

中国景気は、減速傾向で推移している。政府は、経済の質・効率を重視し、安定成長と構造改革の両立をめざす方針を示している。今後も、不動産投資を抑制しつつ、製造業の過剰設備を解消し、消費主導の経済構造への転換を進めていくことが見込まれる。ただ、輸出の低迷が続いているほか、消費の回復ペースも緩慢で、景気の下振れ圧力が強まっている。中国政府は、引き続き財政・金融政策で下支えしていくとみるが、景気は緩やかな減速傾向で推移すると予想する。

（１）中国景気は減速が続く

中国の 2015 年 7－9 月期の実質 GDP 成長率は、前年比＋6.9％と、4－6 月期の同＋7.0％から伸びが鈍化した（図表 4-1）。前期比ベースでは＋1.8％と、4－6 月期と同じ伸びとなった。消費の回復ペースの鈍化に加え、不動産向けを中心とする投資の低迷、加えて輸出の減速も足かせとなった。



（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

中国政府は、経済の「新常態（ニューノーマル）」のもと、不動産投資を抑制しつつ、製造業の過剰設備を解消し、消費主導の経済構造への転換を進めている。昨年 12 月の中央経済工作会議でも、景気の減速を容認し、高速成長から中高速成長へと成長ステージが移行していくとの方向性を明確に示した。ただ、足元では、内外需の低迷により、景気の下押し圧力が中国政府の想定を上回る可能性が高まっている。政府は、財政・金融政策を強化していくとみるが、景気は緩やかな減速傾向で推移するとみており、2015 年通年の実質 GDP 成長率は同＋6.9％、2016 年は同＋6.7％、2017 年は同＋6.6％と予想する（図表 4-2）。

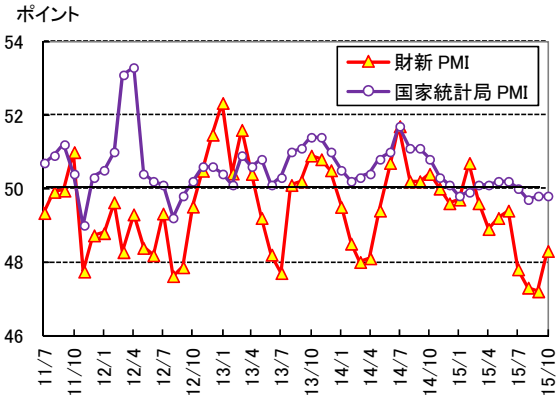
（図表4-2）中国実質GDP成長率予測（前年比）

	2014年（実績）	2015年（予測）	2016年（予測）	2017年（予測）
実質GDP成長率	7.3%	6.9%	6.7%	6.6%

（２）企業マインドは中小企業を中心に低迷

企業マインドは低迷が続いている。国家統計局が発表している 10 月の製造業 PMI（購買担当者景気指数）は 49.8 と、前月から横ばいにとどまった（図表 4-3）。製造業活動の拡大と縮小の境目を表す 50 も 3 ヵ月連続で下回っており、企業景況感の回復ペースの鈍さが示されている。PMI を構成する 5 項目中、4 項目（生産、原材料在庫、雇用、サプライヤー納期）で低下、上昇したのは新規受注（50.3、前月差＋0.1 ポイント）の 1 項目のみで、改善幅も小幅なものにとどまった。

（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

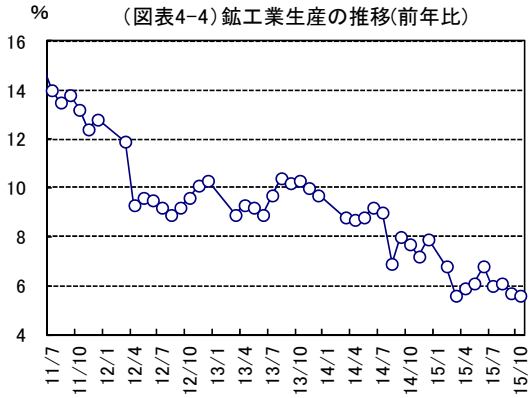
企業規模別では、大型企業（51.0、同▲0.1 ポイント）が 50 を上回った一方、中型企業（48.7、同＋0.2 ポイント）と小型企業（46.6、同▲0.2 ポイント）は、いずれも 50 を下回る推移が続いている。国家統計局の PMI は調査対象が国有企業中心であるが、相対的に中小規模の民間企業が多いとされる「財新」の製造業 PMI （48.3、同＋1.1 ポイント）を見ると、10 月は改善したものの、節目の 50 は 8 ヵ月連続で下回っており、中小企業ではより厳しい経営環境が続いている様子が示されている。

実際の経済の動きを示すハードデータを見ても、低迷が顕著である。鉱工業生産は、2013 年央の 10%台から、均せば鈍化傾向が続いており、10 月は前年比＋5.6%まで伸び幅が縮小した（図表 4-4）。主要品目を見ると、発電量、セメント生産量、鋼材生産量、乗用車生産台数はいずれもマイナス圏での推移が続いている（図表 4-5）。

固定資産投資は、年明け以降、減速傾向を強め、2015 年 1－10 月は同＋10.2%と、2014 年通年の同＋15.7%から伸びが大きく鈍化した（同統計は年初からの累計値で発表）（図表 4-6）。業種別では、水利・環境事業等や運輸の伸び幅は縮小傾向で推移しているものの、依然として固定資産投資全体の伸びを大きく上回っており、インフラ関連分野は底堅い（図表 4-7）。一方、主力の不動産業は 3%台まで鈍化しているほか、製造業も、6 月以降 10%を下回って推移するなど、回復の兆しがみられない。鉱業も年明け以降、前年比マイナス傾向が続いており、投資全体の下押し圧力となっている。

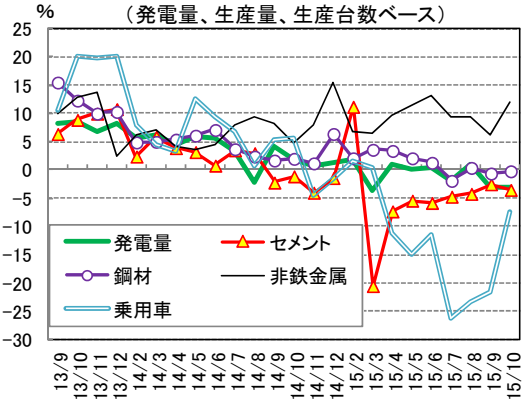
今後についても、鉄鋼、セメント、アルミ、石炭化学製品など、過剰生産能力を抱えている業種を中心に、ストック調整が続くとみられることから、生産の回復ペースは鈍いとみる。固定資産投資も、生産の不振や、不動産在庫の調整圧力が続くと見込まれることから、企業は新規投資を慎重に進めるとみられ、均せば減速傾向で推移するとみる。2016 年にかけての生産は、同＋5%台での推移を見込むほか、固定資産投資も、2016 年は同＋10%を下回る伸びとなる可能性が高い。

（図表4-4）鉱工業生産の推移(前年比)



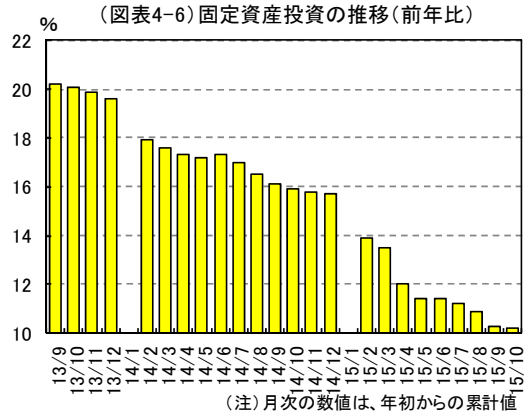
（出所）中国国家統計局　（注）2月は1-2月の合算ベース

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



（出所）中国国家統計局　（注）2月は1-2月の合算ベース

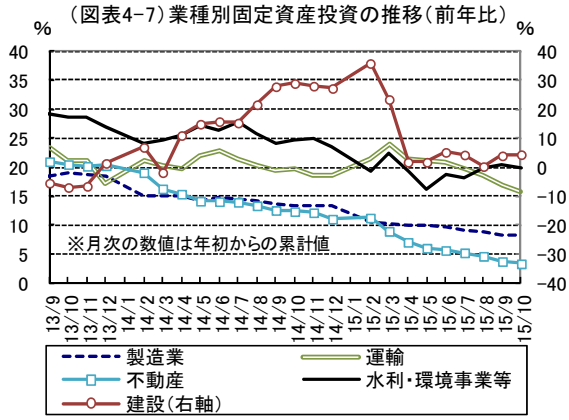
（図表4-6）固定資産投資の推移（前年比）



（注）月次の数値は、年初からの累計値
（春節の影響で1月は発表なし）

（出所）中国国家統計局

（図表4-7）業種別固定資産投資の推移（前年比）



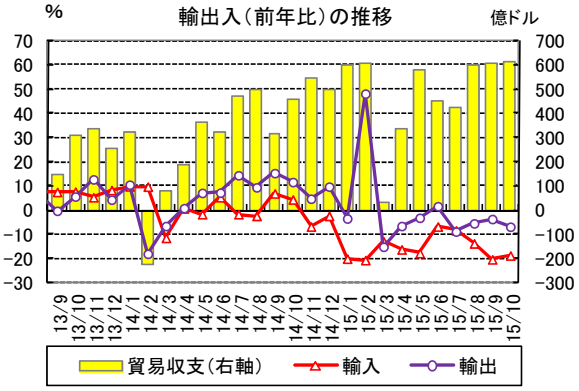
（出所）中国国家統計局

（３）輸出は減速傾向

輸出は、昨秋以降、減速傾向で推移している。四半期ベースでは、2014 年 10－12 月期以降、鈍化傾向が続いており、7－9 月期は前年比▲5.9%と、2 四半期連続のマイナスとなった。単月ベースでも 10 月は同▲6.9%と、4 ヵ月連続でマイナスとなるなど、低調な推移が続いている（図表 4-8）。地域別に見ると、主要相手先の米国は、7－9 月期は同＋1.5%と、9 四半期連続のプラスとなった（図表 4-9）。足元の 10 月も同▲0.9%と、小幅のマイナスにとどまっており、均せば底堅く推移している。景気回復ペースが緩慢な EU 向けは 2 四半期連続のマイナスとなったほか、10 月も同▲2.9%と、9 月の同▲0.2%からマイナス幅が拡大している。このほかの地域向けでも、10 月は、香港が同▲17.4%、日本が同▲7.7%、台湾が同▲6.6%となるなど、幅広い国・地域でマイナスとなっている。

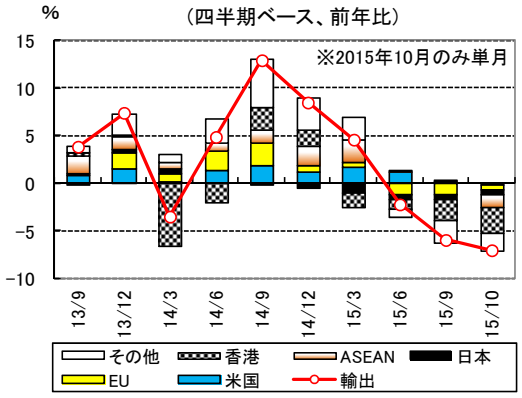
製造業 PMI の構成項目以外である新規輸出受注指数を見ると、10 月は 47.4、前月差▲0.5 ポイントと前月から低下したほか、13 ヵ月連続で 50 を下回っており、今後も輸出回復ペースの鈍い状況が続く可能性が示されている。

（図表4-8）中国貿易収支（金額）と輸出入（前年比）の推移



（出所）ファクトセット

（図表4-9）輸出相手国別寄与度（四半期ベース、前年比）



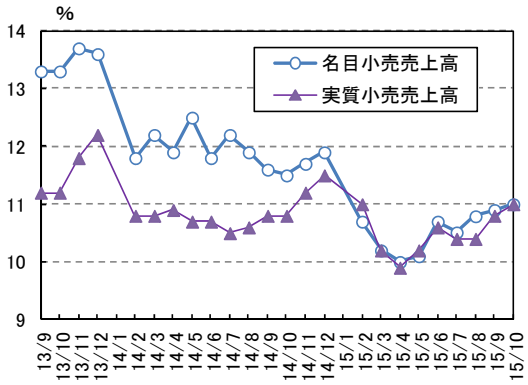
（出所）ファクトセット

今後の輸出は、米国向けが下支えするとみるものの、人件費などのコスト上昇に伴い、製造業の生産拠点として中国の魅力が低下していることなどが下押し圧力となって、低調な推移が続くと予想する。

（４）個人消費の回復ペースは緩慢

名目ベースの小売売上高は、10 月が前年比＋11.0%と、9 月の同＋10.9%からプラス幅が拡大した（図表 4-10）。実質ベースでも同＋11.0%と、前月からプラス幅が拡大し、個人消費の底堅さが示された。6 月中旬以降の株価下落を受け、消費の冷え込みが懸念されたものの、目立った影響は出ていない。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、売上高に占めるウェイトが最も大きい自動車（同＋7.1%）、被服・靴・帽子（同＋9.8%）、化粧品（同＋10.6%）などのプラス幅が前月から拡大した。通信機器（同＋36.6%）や家具（同＋12.4%）は前月から低下したものの、二桁の伸びを維持している。

（図表4-10）中国小売売上高の推移（前年比）



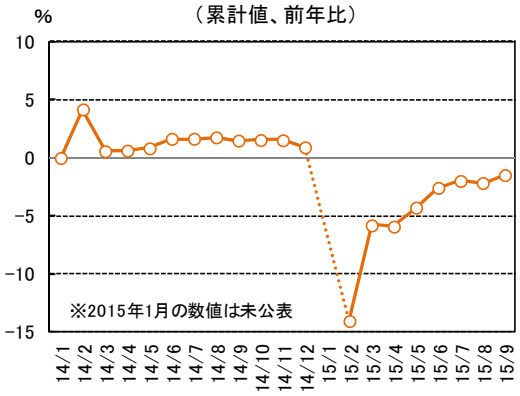
（出所）中国国家統計局

中国汽車工業協会発表の乗用車販売台数を見ると、10 月から 1.6L 以下の乗用車を対象とした自動車取得税が引き下げられたことなどから、10 月は前年比＋13.3%と、9 ヵ月ぶりの 10%台に回復し

た。今後については、引き続き自動車購入支援策の効果が下支えすると見込まれるものの、北京や上海などの沿岸部での新車購入制限などが下押し圧力になるとみられることから、新車販売は一進一退の動きが続くと予想する。

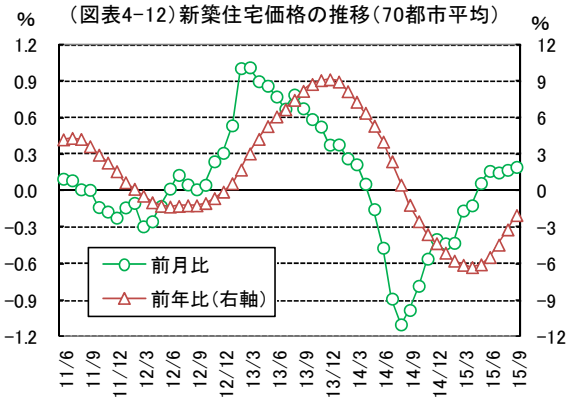
一方、雇用環境を見ると、都市部新規就業者数の増加ペースは鈍化しているものの、1－9 月の都市部新規就業者数は 1,066 万人（同統計は年初からの累計値で発表）と、すでに 2015 年の目標である 1,000 万人以上を達成している（図表 4-11）。有効求人倍率を見ても、1 倍を上回る推移が続いていることなどから、労働需給は底堅く推移しているとみられる。今後の消費は、底堅い雇用環境が下支えとなって、緩やかな回復が続くとみている。

（図表4-11）都市部新規就業者数の推移
（累計値、前年比）



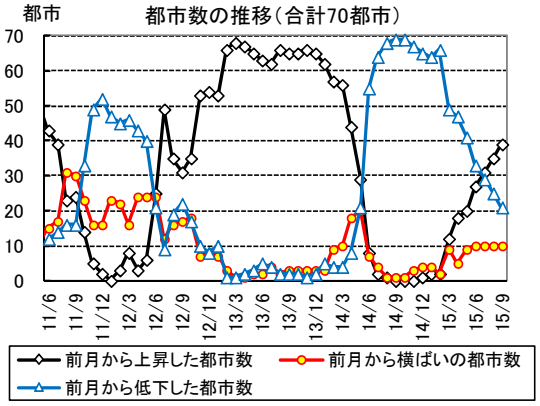
（出所）中国社会保障人力資源省

（図表4-12）新築住宅価格の推移（70都市平均）



（出所）中国国家統計局

（図表4-13）新築住宅価格（前月比）の変動状況別
都市数の推移（合計70都市）



（出所）中国国家統計局

（５）住宅価格は持ち直し傾向

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＋0.2%と、5 ヵ月連続のプラスとなったほか、前年比ベースでも▲2.0%と、5 ヵ月連続でマイナス幅が縮小しており、住宅価格は持ち直し傾向で推移している（図表 4-12）。前月から価格が上昇した都市数を見ても、9 月は 39 都市と、8 月の 35 都市から増加した（図表 4-13）。ただ、上昇をけん引している都市は、深セン、上海、北京などの大都市が中心となっている。一方、地方の都市では、依然として住宅の供給過剰感が強く、住宅市場の 2 極化が進んでいる。

人民銀行は、2010 年以降、不動産購入規制を強化したものの、不動産価格の下落を受け、2014 年後半ごろから徐々に緩和を進めている。2015 年 9 月 30 日には、中国銀行監督管理委員会と共同で、北京、上海等の大都市以外の都市において、1 軒目の住宅購入者に対する頭金の最低比率を 30%から 25%へ引き下げる緩和策を発表した。これまでの緩和の効果などから、住宅価格は回復に向かい、10 月の不動産販売（床面積ベース）も前年比＋7.9%と、5 ヵ月連続のプラスとなった。ただ、こうした動きは、不動産関連収入に依存する地方政府の財政悪化を和らげることにつながる一方、債務問題解消に向けた取り組みを遅らせるリスクもある。今後については、地方都市を中心に不動産の在庫調整圧力が残るとみられることなどから、不動産価格の持ち直しペースは鈍いと予想する。

（６）ディスインフレ圧力が続く

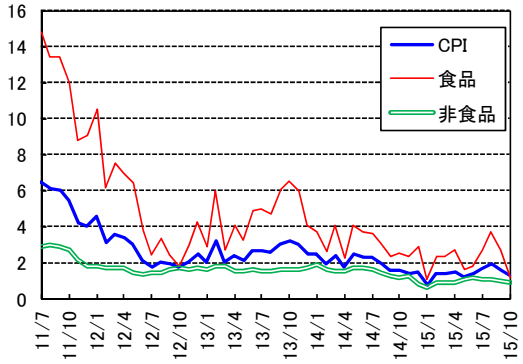
消費者物価指数（CPI）は、2013 年 10 月を直近のピークとして、均せば鈍化傾向で推移している

（図表 4-14）。10 月は前年比＋1.3%と、9 月の同＋1.6%からプラス幅が縮小し、政府目標の＋3.0%前後も大きく下回っている。

CPI の内訳を見ると、国民の関心の高い食品価格は、9 月の同＋2.7%から 10 月は同＋1.2%と、伸びが大きく鈍化した。主要品目の豚肉（9 月：同＋17.4%→10 月：同＋15.8%）や野菜（同＋10.4%→同＋4.7%）の伸びが鈍化したことなどが、食品価格を押し下げている。非食品価格は昨秋以降、同＋1%前後での推移が続いている。今後の CPI は、内需の回復が鈍いなか、需要面からの押し上げ圧力も弱いことから、2016 年にかけても、同＋2%を下回る推移が続くとみる。

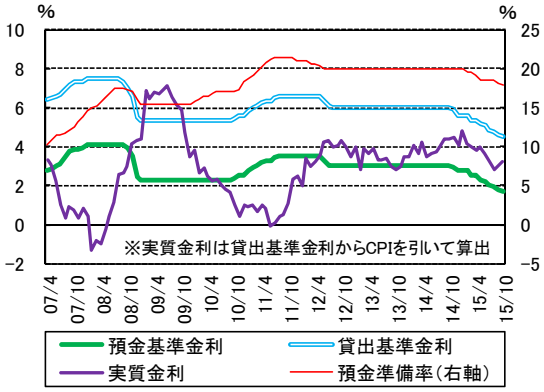
ディスインフレ圧力が強まるなか、人民銀行は、10 月 23 日に、2015 年に入り 5 回目の利下げを発表し、1 年物貸出基準金利を 4.35%、預金基準金利を 1.50%とした（図表 4-15）。同時に、大手銀行の預金準備率を 18.0%から 17.5%へと引き下げている。実質金利は、2015 年以降の利下げを受けてやや低下したものの、依然として企業の資金調達コストは重いとみられることから、年度内に再度利下げが行なわれると予想する。預金準備率についても、国内景気の低迷などを背景に、資本流出が続いているとみられるなか、流動性供給の目的もあって、年度内に追加の引き下げが行なわれるとみている。

（図表4-14）消費者物価指数の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局

（図表4-15）実質金利の推移



(出所)中国人民銀行より明治安田生命作成

（7）金利の自由化へ

人民銀行は 10 月 23 日、預金基準金利の引き下げと同時に上限規制の撤廃を発表した。貸出基準金利は、2013 年 7 月に下限規制を撤廃しており、制度上は金利自由化へと踏み切った形となる。人民元の、SDR（特別引き出し権）の構成通貨への採用をにらみ、金融改革が進展していることをアピールする目的があったとみられるが、インターバンク市場が未発達で金融システムが脆弱ななか、引き続き、預金基準金利を元とした中国当局による窓口指導が、各銀行に対して頻繁に行なわれる可能性が高い。

今後、金利自由化が一段と進めば、金利の資金配分機能が発揮されることで、金融機関や企業に対しても、構造改革を促すことにもつながるとみられる。銀行にとっては、市場実勢を下回る低金利での調達に伴う安定した利鞘が得られなくなることで、より事業採算を重視した融資が求められることになる。また、それは過剰生産能力を抱える業種に改革を促すことにもなる。ただ、銀行に対して、当局による窓口指導が残るとみられることや、過剰生産を抱える企業の多くが国有企業ということもあって、こうした動きはゆっくりとしたものとなろう。

11 月 29 日に閉幕した 5 中全会において、習近平主席は、2020 年までに 2010 年比で国内総生産と所得水準を倍増する目標をめざすためには、2020 年までに「年平均前年比＋6.5%以上の成長が最低ライン」と言及した。ただ、国有企業改革の進捗が遅れるなか、産業の高度化を進め、生産性の向上と賃金の大幅な引き上げを実現するには、より踏み込んだ対応が必要とみている。

５．その他アジア新興国・豪州経済見通し

〈要　　約〉

アジア新興国景気は、中国景気の減速や資源価格の低迷などを背景に、多くの国で鈍化傾向が続いている。

韓国、台湾、シンガポールは、輸出の伸び悩みが足かせとなることで、停滞気味の推移を予想する。ASEAN は、タイでは家計債務の増加傾向もあって、景気回復ペースは鈍いままとみる。インドネシアやマレーシアでは、資源安が輸出や投資の下押し圧力となり、景気停滞が続くとみられる。フィリピンも、在外労働者からの送金の伸び悩みを背景に、景気回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。一方、インドについては、これまでの利下げの効果もあって、安定成長が続くと予想する。

金融政策は、景気回復の鈍さを背景に、タイでは利下げが実施されるとみる。韓国、台湾、シンガポール、インドネシア、マレーシア、フィリピン、インドでは、政策金利がすえ置かれると予想する。

豪州景気は、民間固定投資の減速が続くとみられることから、停滞気味の推移が続くとみる。豪州準備銀行は､春先までに利下げを実施すると予想する。

（図表5-1）その他アジア新興国･豪州の実質GDP成長率予測

	2014年（実績）	2015年（予測）	2016年（予測）	2017年（予測）
韓国	3.3%	2.3%	2.8%	3.0%
台湾	3.7%	0.7%	1.6%	2.4%
シンガポール	2.9%	1.7%	2.0%	2.6%
フィリピン	6.0%	6.0%	6.1%	6.3%
インドネシア	5.0%	4.9%	5.2%	5.3%
タイ	0.9%	3.0%	3.5%	3.3%
マレーシア	6.0%	4.6%	4.7%	4.9%
香港	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%
インド	7.3%	7.7%	8.0%	8.1%
豪州	2.7%	2.2%	2.5%	2.8%

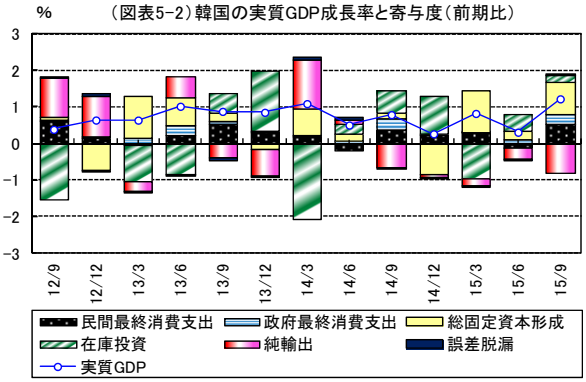
（注）インドは年度ベース（4月～翌3月）

（１） アジア NIEs 諸国は輸出が下押し圧力に

＜韓国＞

韓国の2015年7－9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比＋1.2％と、4－6月期の同＋0.3％から、2四半期ぶりに伸び幅が拡大した（図表5-2）。輸出が4四半期ぶりにマイナスとなったものの､民間最終消費支出が中東呼吸器症候群（MERS）による落ち込みの一巡で高い伸びとなったほか、建設投資がけん引役となって、総固定資本形成の伸び幅が拡大した。ただ、今後の民間最終消費は、雇用・所得環境の低迷を背景に、鈍化傾向で推移するとみる。輸出も、中国景気の減速が重しになるほか、ウォン高の進行に伴い、製品競争力も低下しつつあることで伸び悩むとみる。内外需ともさえないなか、韓国経済は今後、停滞気味の推移が続くと予想する。政策金利は6月の政策決定会合で1.75％から1.50％に引き下げられた後、4ヵ月連続ですえ置かれた（図表5-3）。10月の消費者物価指数（CPI）は、10月が前年比＋0.9％と、中銀のインフレ目標の下限である同＋2.5％を3年5ヵ月連続で下回った（図表5-4）。ただ、今後は原油安効果の一巡でインフレ圧力は次第に高まるとみられることから、政策金利は当面すえ置かれると予想する。

（図表5-2）韓国の実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）韓国銀行

＜台湾＞

台湾の7－9月期実質GDP成長率は前年比▲1.0％と、6年ぶりのマイナスとなった（図表5-5）。個

人消費の伸びが鈍化したほか、中国景気低迷の影響で、輸出のマイナス幅が拡大したことが全体を押し下げた。

今後も、輸出は中国景気の減速が足かせとなるとみられるほか、世界的なスマートフォン需要の一巡もあって回復が遅れるとみており、台湾景気は停滞が続くと予想する。

中銀は9月に政策金利を1.875％から1.750％に引き下げた。今後については、約6年ぶりに実施した利下げの効果を見きわめるとみられ、当面政策金利はすえ置かれると予想する。

＜シンガポール＞

シンガポールの7－9月期の実質GDP成長率は前年比＋1.4％と、前期の同＋2.0％から伸びが鈍化した（図表5-6）。個人消費は、車両所有権の価格が軟調に推移したことを受け、自動車購入がけん引役となって底堅く推移したものの、輸出の低迷が続いた（図表5-7）。

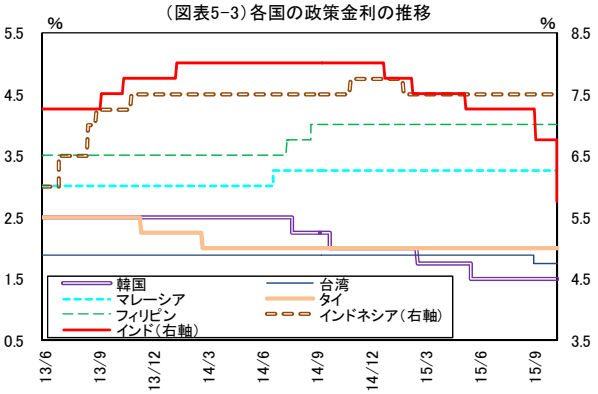
今後、個人消費については、原油安も追い風となり自動車購入が堅調に推移するとみられることから、底堅く推移するとみる。ただ、中国景気の減速の影響で、輸出の鈍化傾向で推移するとみられるなか、景気は停滞気味の推移が続くと予想する。通貨庁は10月の政策決定会合で、為替レートの政策バンドの傾斜を緩やかにする金融緩和を実施した。9月のCPIは、11ヵ月連続でマイナスとなったものの、今後は、原油安に伴う物価下押し圧力の一巡でプラス圏に浮上するとみられ、金融政策はすえ置きを予想する。

（２）中国景気の鈍化がASEAN諸国の打撃に

＜インドネシア＞

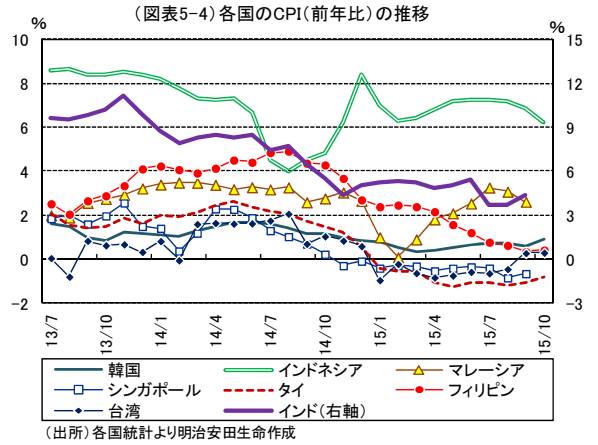
インドネシアの7－9月期の実質GDP成長率は前年比＋4.7％と、前期と同じ伸び幅となった。内訳では、総固定資本形成のプラス幅が拡大、個人消費は前期と同じ伸び幅を維持したものの、輸出のマイナス幅が拡大した。今後についても、資源安の影響で輸出や投資の低迷が見込まれることで、景気停滞が続くと予想する。中銀は、3月以降、政策金利をすえ置いている。景気は停滞が見込まれるものの、経常収支・財政収支の赤字が続くなか、通貨安懸念が今後も残るとみられることから、利下げの実施は難しく、政

（図表5-3）各国の政策金利の推移



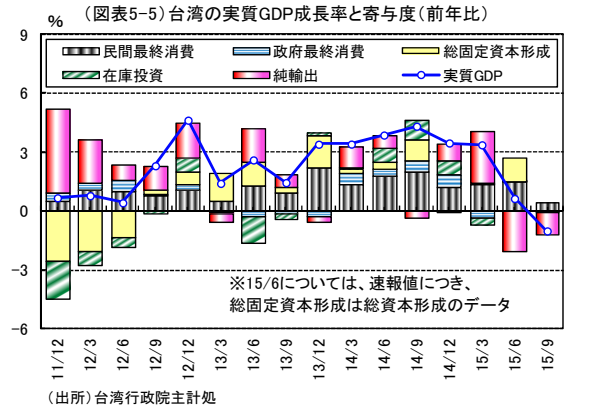
（出所）各国統計より明治安田生命作成

（図表5-4）各国のCPI（前年比）の推移



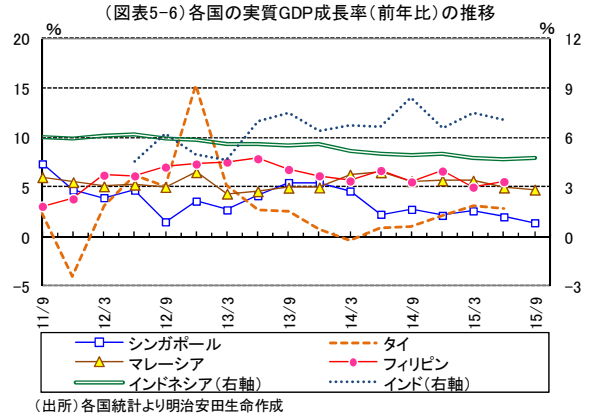
（出所）各国統計より明治安田生命作成

（図表5-5）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5-6）各国の実質GDP成長率（前年比）の推移



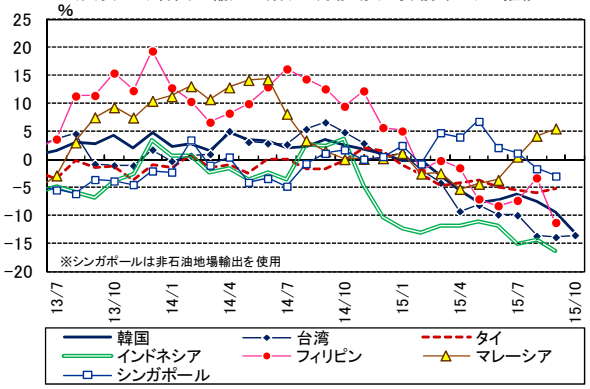
（出所）各国統計より明治安田生命作成

策金利はすえ置かれると予想する。

＜タイ＞

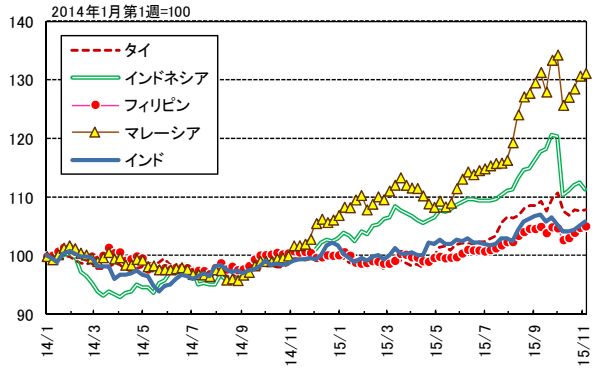
タイの7－9月期実質GDP成長率は前年比＋2.9%と、前期の同＋2.8%から伸び幅がやや拡大した。内訳では、民間固定投資のマイナス幅が拡大したものの、輸出の伸び幅が拡大した。今後については、インフラ投資計画により、公共投資は増加傾向が続くとみるものの、家計債務の増加が消費の下押し圧力となるとみられる。また、設備稼働率が低下するなか、設備投資も減速傾向で推移する可能性が高く、景気回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。中銀は、3会合連続で政策金利をすえ置いた。ただ、9月の声明文では、「利用可能な政策を適切に活用する準備がある」としており、景気回復の鈍さを背景に、来年の春までに追加利下げが実施されると予想する。

（図表5-7）各国の輸出金額（3ヵ月移動平均、前年比）の推移



（出所）各国統計より明治安田生命作成

（図表5-8）ASEAN・インド通貨の為替相場の推移



（出所）ファクトセットより明治安田生命作成

＜マレーシア＞

マレーシアの7－9月期実質GDP成長率は前年比＋4.7%と、前期の同＋4.9%からやや減速した。内訳では、輸出が3四半期ぶりのプラスとなったものの、個人消費は、4月の税制改定以降、2四半期連続で伸びが鈍化した。今後については、輸出環境の悪化に加え、財政健全化に向けて、公共投資が縮小傾向となる可能性が高いこと、政治情勢への懸念が消費や投資の下押し圧力になるとみられることから、成長率は鈍化傾向で推移すると予想する。資源価格の下落や不安定な政治情勢を受け、通貨安傾向が続いていることから、国内景気が停滞するなかでも中銀は利下げを実施しにくい状況にある（図表5-8）。10月には、FRB（米連邦準備制度理事会）の早期利上げ観測の後退を受け、通貨安が一服する場面もみられたものの、今後も通貨安懸念が再燃する可能性は捨てきれず、中銀は様子見姿勢を続けると予想する。

＜フィリピン＞

フィリピンの4－6月期実質GDP成長率は前年比＋5.6%と、前期の同＋5.0%からプラス幅が拡大した。輸出の伸び幅は縮小したものの、個人消費や総固定資本形成の伸び幅が拡大し、全体を押し上げた。ただ、7月以降、在外労働者からの送金額が伸び悩んでいることから、個人消費の伸びは鈍化へ向かう可能性が高く、今後の景気の回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。中銀は、昨年9月の利上げの後、政策金利をすえ置いている。CPIが目標値を下回るなか、追加利上げの必要性は薄れていることから、政策金利は今後もすえ置かれると予想する。

＜インド＞

インドの4－6月期実質GDP成長率は前年比＋7.0%と、前期の同＋7.5%から減速した。総固定資本形成のプラス幅が拡大したものの、個人消費がやや減速したことが全体を押し下げた。ただ、これまでの利下げの効果が、貸出金利の低下につながることで、今後の景気は内需を中心に回復傾向で推移すると予想する。2015年のモンスーン期の雨量は例年を1割強下回り、9月のCPIは3ヵ月ぶりに前年比＋4%台まで上昇した。中銀は、これまでの利下げの効果を見きわめる意図もあり、政策金利をすえ置くと予想する。

（３）豪州景気は停滞気味の推移

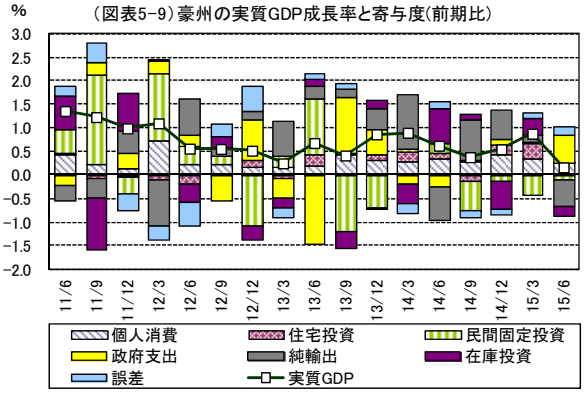
豪州景気の回復ペースは鈍化している。4－6月期の実質GDP成長率は前期比＋0.2％と、前期の同＋0.9％からプラス幅が縮小した（図表5-9）。個人消費が底堅く推移したほか、政府支出の拡大も下支えとなったものの、輸出が大きく落ち込んだことや、住宅投資の鈍化が全体を押し下げた。

今後について、個人消費は均せば緩やかな回復が続くとみる。ただ、民間固定投資や輸出の低迷が続くとみられるほか、住宅投資も一進一退の推移が続くとみており、豪州経済は停滞気味の推移が続くと予想する。

4－6月期の個人消費は同＋0.5％と、前期の同＋0.6％から小幅の鈍化にとどまった。2013年末以降の資源安を受け、資源関連企業の収益悪化が雇用・所得環境の低迷につながっており、個人消費の下押し圧力となっている。ただ、医療・福祉などのサービス関連企業では、採用が堅調に推移しているほか、原油安に伴うコスト負担の軽減が企業収益の改善につながっているため、今後の雇用・所得環境は非製造業を中心に回復に向かうと予想する。個人消費は、原油安に伴う家計の実質購買力の改善も下支えとなって、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

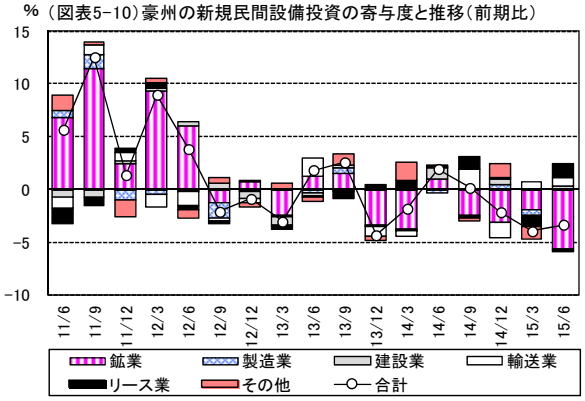
4－6月期の住宅投資は同＋0.1％と、前期の同＋5.0％からプラス幅が大きく鈍化した。今後は、移民の流入を受けた住宅需要の拡大が下支えするとみるが、住宅市場が過熱するなか、金融当局の規制強化を受けて10月に4大銀行が住宅ローン金利を引き上げたことが下押し圧力になるとみられ、住宅投資は均せば横ばいの推移が続くとみる。

（図表5-9）豪州の実質GDP成長率と寄与度(前期比)



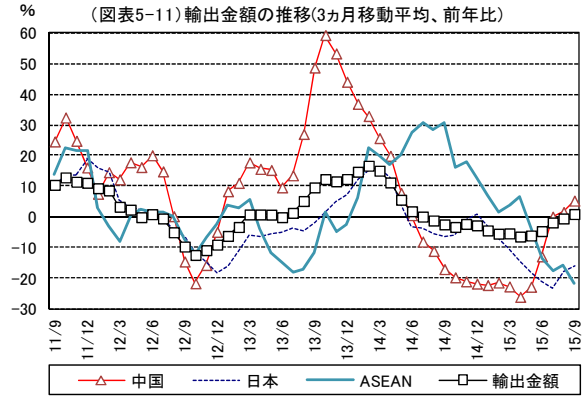
（出所）豪州統計局

（図表5-10）豪州の新規民間設備投資の寄与度と推移（前期比）



（出所）豪州統計局

（図表5-11）輸出金額の推移(3ヵ月移動平均、前年比)



（出所）豪州統計局

4－6月期の新規民間設備投資は同▲4.0％と、4四半期連続のマイナスとなった（図表5-10）。リース業や輸送業が堅調に推移したものの、全体の約5割を占める鉱業が大きく減速した。今後も、中国を中心とする新興国の資源需要の伸び悩みに加え、鉄鉱石価格の軟調な推移もあって、鉱業を中心に投資マインドの冷え込みが続くとみられ、民間固定投資は減速傾向で推移すると予想する。

輸出は夏場以降、持ち直しの動きがみられる。地域別に見ると、全体の約3割を占める中国向けが底打ちしつつあることが大きい（図表5-11）。ただ、中国景気は今後も減速傾向で推移するとみられることなどから、資源需要の低迷が続く可能性が高く、今後も輸出は伸び悩むと予想する。

豪州準備銀行（RBA）は、11月の金融政策決定会合で政策金利を2.00％にすえ置いた。7－9月期のCPI（刈り込み平均値）は前年比＋2.1％と、前期の同＋2.2％からプラス幅が縮小し、RBAの目標レンジ（同＋2.0％～同＋3.0％）の下限付近にとどまった。今後も、景気の回復ペースが鈍いなか、インフレ圧力も高まらないとみており、来年の春先までに利下げを実施すると予想する。

６．商品相場見通し

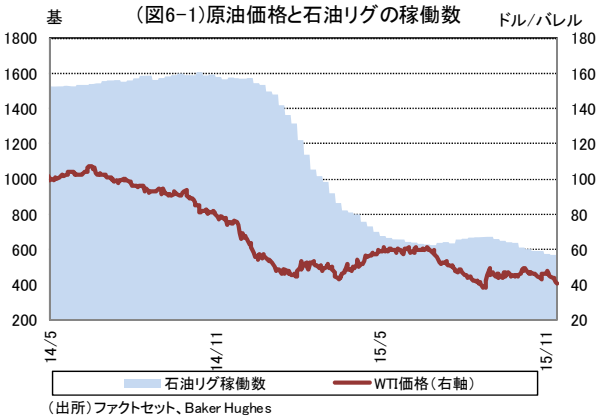
（1）原油価格は軟調な推移が続くと予想

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、新興国景気に対する先行き懸念や、イランの供給追加観測が強まったことなどを背景に、7月に入ると急落し、一時1バレル40ドルを下回った（図表6-1）。その後、50ドル付近まで戻す場面があったものの、足元では40ドル台前半を中心とした推移が続いている。

米国の原油在庫を見ると、過去最高水準まで積み上がっている（図表6-2）。原油在庫は4月に過去5年間の平均を約30%上回る水準に達した後、減少傾向が続いたものの、製油所が秋季メンテナンス作業に入り、原油需給が緩んだことなどから、足元では再び増加している。冬場の暖房シーズンには、原油在庫が減少に向かうとみるが、減少幅は小幅にとどまることが予想され、在庫水準は高止まりが続くとみている。

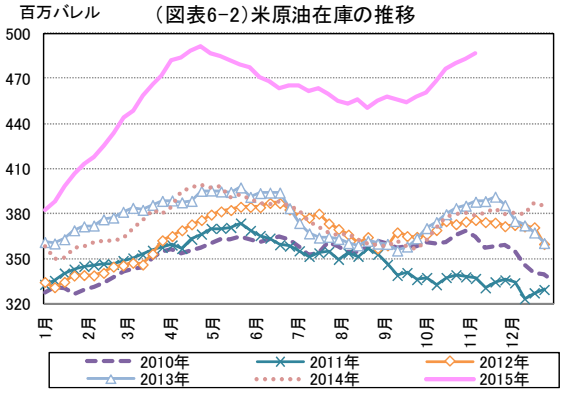
OPEC（石油輸出国機構）が公表する原油生産量を見ると、10月は日量3,138万バレルと、生産目標の3,000万バレルを上回る水準が続いている。1バレル40ドル台の水準は、中東産油国の財政が均衡する原油価格を大きく下回っているとみられることから、一部の加盟国は協調減産を主張している。ただ、米国産の原油や、ロシアなどのOPEC非加盟国とのシェア争いが続くと見込まれるため、OPEC諸国が減産に踏み切ることは難しいとみている。加えて、サウジアラビアに次ぐ生産能力を持つイランへの経済制裁は、早ければ12月末に解除される見込みである。原油価格はイランの追加供給をすでに織り込みはじめているとみられるが、実際に輸出の拡大が近づけば、さらに押し下げられるとみる。

（図6-1）原油価格と石油リグの稼働数



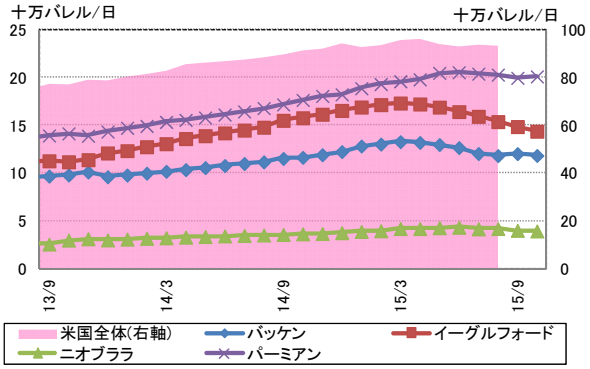
（出所）ファクトセット、Baker Hughes

（図表6-2）米原油在庫の推移



（出所）米エネルギー情報局(EIA)

（図表6-3）米シェールオイル生産主要4地域における原油生産量



（出所）米エネルギー情報局(EIA)、ファクトセットより明治安田生命作成

一方、米国の石油リグ稼働数を週次ベースで見ると、9月以降、10週連続で減少した。足元では下げ止まりの動きがみられるものの、シェールオイルの採算コストが1バレル当たり40～70ドルとみられるなか、依然として採算割れとなるケースが多いとみており、石油リグ稼働数は均せば縮小傾向で推移すると見込まれる。米国内の主要シェールオイル生産地域であるバッケンやイーグルフォードの原油生産量を見ると、春先以降、減産傾向となっている（図表6-3）。

今後の原油相場は、供給過剰の長期化が見込まれるのに加え、主要消費国である中国の景気減速や、イランの追加供給観測などが下押し圧力となって、軟調な推移が続くとみる。ただ、

リグ稼働数の調整が行なわれることで、シェールオイル業界の減産傾向が続くことが下値を支えるとみられ、年明け以降は、徐々に持ち直しに向かうとみている。2016年半ばごろまでのWTI原油価格は、35～60ドルを中心に推移すると予想する。

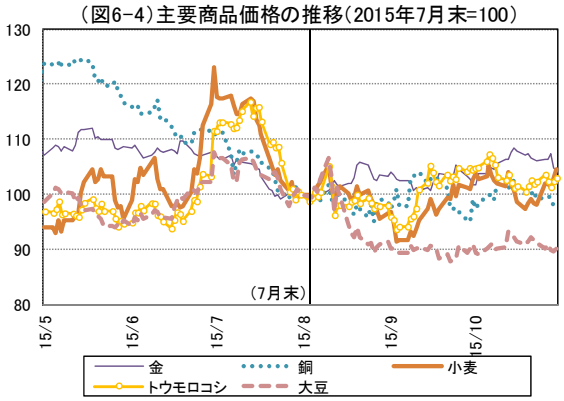
（2）その他の商品は低調に推移すると予想

その他の商品のうち、10月末までの主要商品の値動きを見ると、過去3ヵ月間は、大豆が10%近く下落したものの、金（＋4.2%）、銅（▲1.9%）、小麦（＋4.6%）、トウモロコシ（＋3.0%）は概ね横ばいでの動きにとどまった（図表6-4）。

まず、銅価格を見ると、中国景気が減速を強めたことで、5月中旬以降、低調な推移が続いている。大手資源商社のグレンコア（スイス）が減産を発表するなど、生産調整の動きがみられるものの、最大消費国である中国の景気低迷が続くとみられることなどから、銅価格は今後も低調に推移すると予想する。

金価格を見ると、8月中旬の人民元切り下げに伴う金融市場の混乱を受け、安全資産としての需要が高まったことなどから上昇基調が続いた。ただ、米国の利上げ観測などを背景に、足元では軟調に推移している。主要消費国であるインドでは、干ばつの影響で農村地帯を中心に多くの世帯で収入が悪化すると見込まれることもあって、需要は伸び悩むとみており、金価格は今後も軟調に推移するとみる。

（図6-4）主要商品価格の推移（2015年7月末=100）



（出所）ファクトセット

（図表6-5）世界の穀物需給　百万トン

		2013/2014	2014/2015 見込み	2015/2016 予想
小麦	生産量	715.1	725.1	733.0
	消費量	698.7	707.1	717.4
	期末在庫量	193.6	211.7	227.3
	在庫率(%)	27.7	29.9	31.7
	米国在庫率(%)	22.4	24.3	25.9
大豆	生産量	283.2	318.7	321.0
	消費量	275.7	299.2	312.3
	期末在庫量	62.7	77.6	82.9
	在庫率(%)	22.7	25.9	26.5
	米国在庫率(%)	16.1	18.2	18.8
トウモロコシ	生産量	991.4	1008.8	974.9
	消費量	949.5	975.5	971.2
	期末在庫量	174.9	208.2	211.9
	在庫率(%)	18.4	21.3	21.8
	米国在庫率(%)	16.2	18.7	19.4

※2015年11月発表時点

（出所）USDA（米農務省）より明治安田生命作成

大豆価格は、主要消費国である中国が、米国産大豆の買い付けを拡大したことなどが上昇圧力となったものの、足元ではブラジルの大豆生産量が過去最高となる見通しを受け、下落傾向にある。11月10日発表の米農務省（USDA）の世界需給見通しでは、米国産とブラジル産の生産量の増加などを背景に、今後の在庫率の上昇が見込まれており（図表6-5）、供給過剰感から、大豆価格は今後も軟調に推移するとみる。トウモロコシ価格も8月以降、やや上昇する局面があったものの、米国での大雨の影響による生育への懸念が後退し、豊作の見通しが強まったことで、10月初旬以降、軟調に推移している。安値圏での推移が続いていることを受け、農家による売り控えの動きがあるものの、主要消費国である中国がウクライナ産トウモロコシの輸入を増やしていることなどから、米国産への需要は強まらないとみており、トウモロコシ価格は引き続き低迷すると予想する。小麦価格も、ロシアやオーストラリアなどの主要生産国での雨不足を受け、秋口以降、やや上昇する動きがあったものの、世界有数の小麦輸入国であるエジプトが、ロシアなど米国産以外の小麦を買い付けたことで、10月以降の低下につながった。足元ではロシアの雨不足への懸念が再浮上したことが、上昇圧力になっているものの、ドル高などを背景に、米国産の小麦需要への弱さは続くとみられ、小麦価格は今後も軟調に推移するとみている。

今後の商品市況については、中国の景気減速などを背景に世界の需要が弱含むことなどから、金と銅については軟調に推移するとみる。穀物は、米国産の穀物需要の弱さや、昨年に続く豊作見込みなどを背景に、引き続き安値圏での推移を予想する。

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。