

2015年12月10日

団体年金事業部

《当面の内外経済市場動向（2015年12月）
～世界的な在庫調整による景気減速から回復の兆しが見え始めた～》

新聞・TV等でお馴染みの、第一生命経済研究所 鷗峰義清首席エコノミストが書き下ろしで執筆した四半期特別レポート「当面の内外経済市場動向（2015年12月）～世界的な在庫調整による景気減速から回復の兆しが見え始めた～」をお届けします。（別添参照）。なお、次回の鷗峰主席エコノミストの四半期特別レポートは3月中旬頃の発行を予定しております。これからも、タイムリーできめ細かな情報提供に向けて努力してまいりますので、第一生命「年金通信」を引き続きご愛読いただきますよう、よろしくお願いいたします。

以上

テーマ：当面の内外経済市場動向（2015年12月）

発表日：2015年12月10日（金）

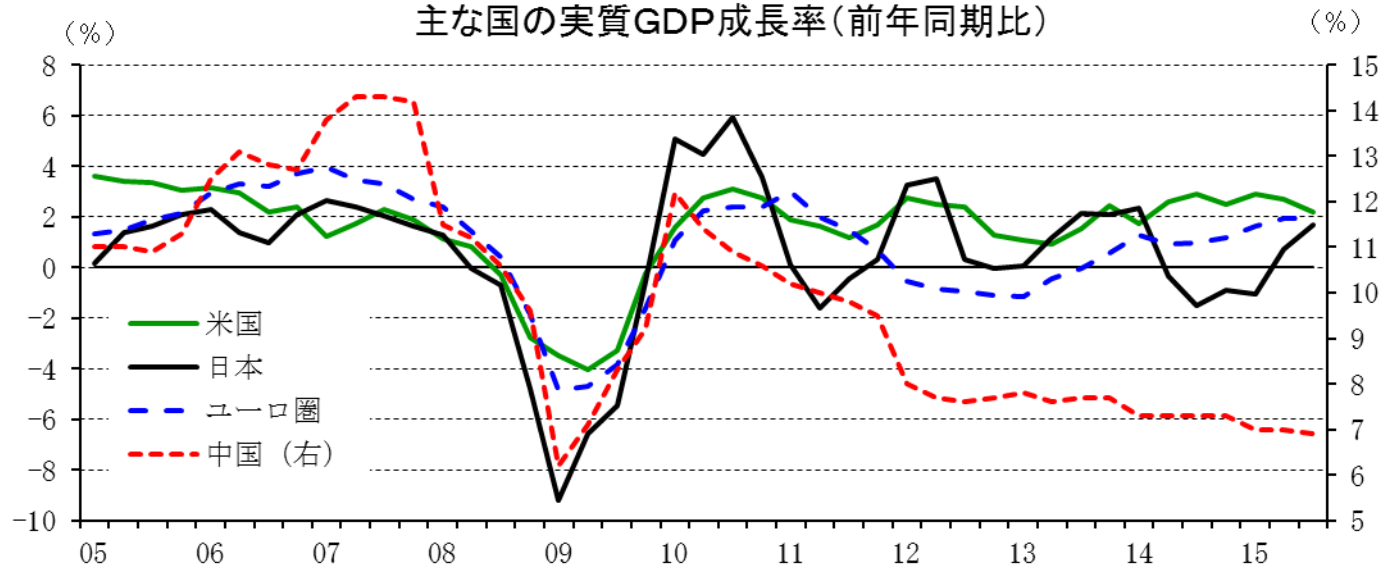
～世界的な在庫調整による景気減速から回復の兆しが見え始めた～

第一生命経済研究所 経済調査部

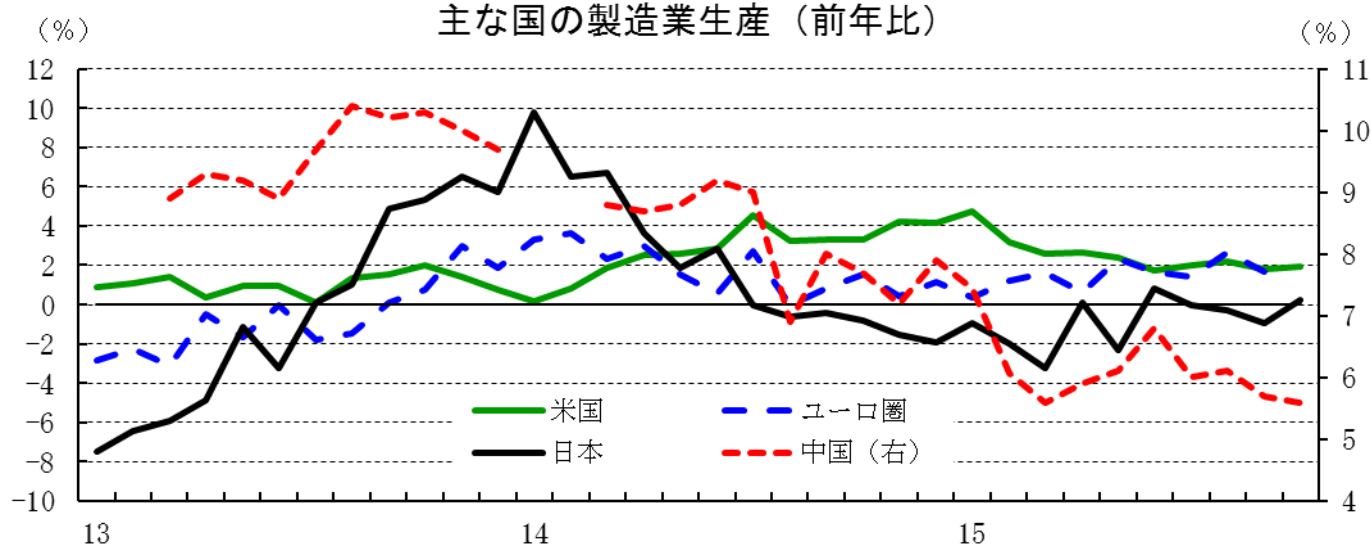
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

【世界経済】

主な国の実質GDP成長率(前年同期比)



主な国の製造業生産(前年比)



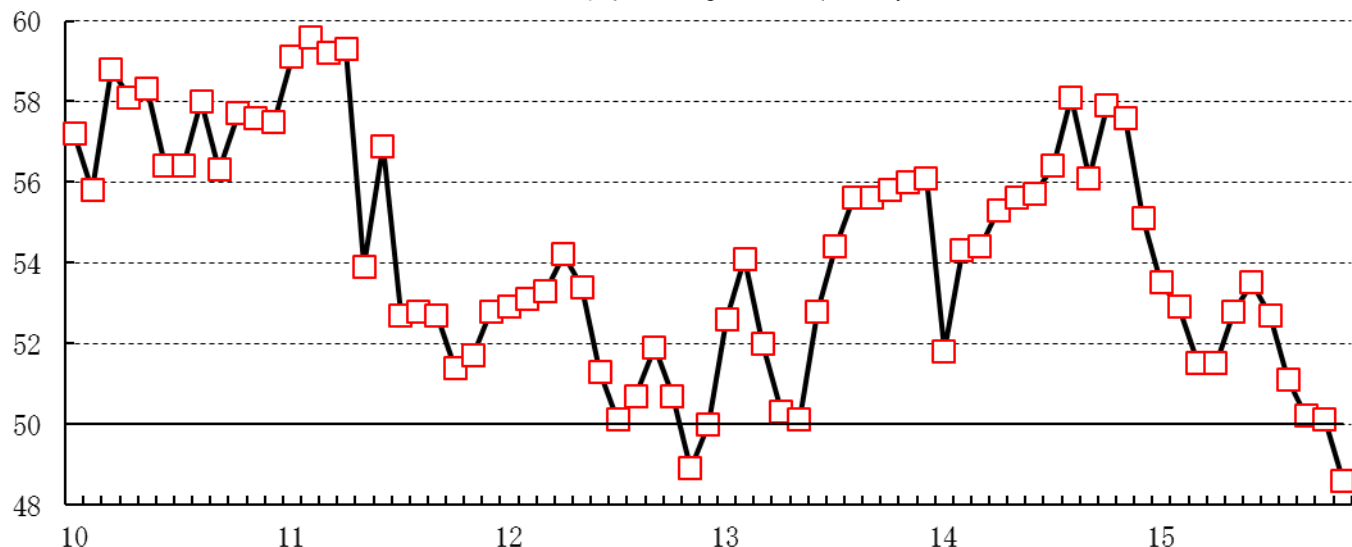
15年7～9月期の主要国の実質GDP成長率は、米国で前期比年率+2.1%（4～6月期：同+3.9%）、ユーロ圏で同+1.2%（同+1.6%）、中国で前年同期比+6.9%（同+7.0%）と軒並み鈍化した。日本では前期比年率+1.0%（同▲0.5%）と加速したものの、設備投資の上ブレによる特殊要因の影響が大きい。

成長率鈍化は、今年前半に顕著となった在庫の積み上がりからの調整による在庫減少が主因であった。積み上がった在庫を抑制するために生産活動にブレーキをかけた結果であり、在庫の減少はGDP成長率を押し上げた一方で、先行きの生産回復につながるポジティブな内容であったといえる。

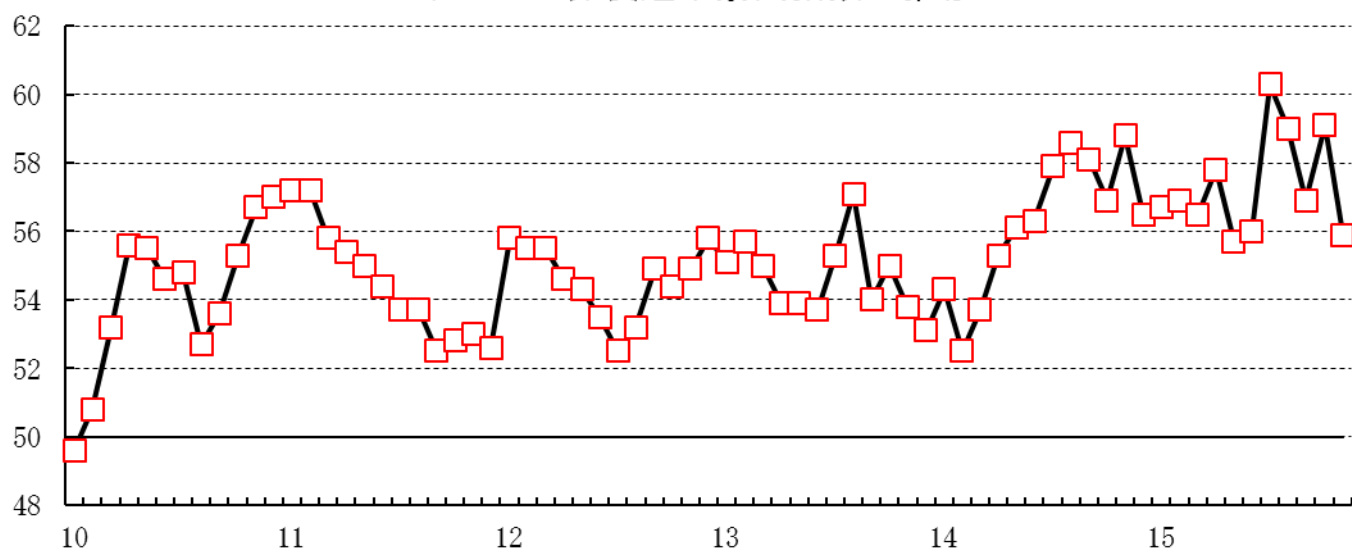
製造業の生産活動を見ると、日本や米国では底這い状態ではあるものの減速には歯止めがかかりつつある。一方、中国では減速傾向に歯止めがかかっていない。

【米国】

米ISM製造業景気指数の推移

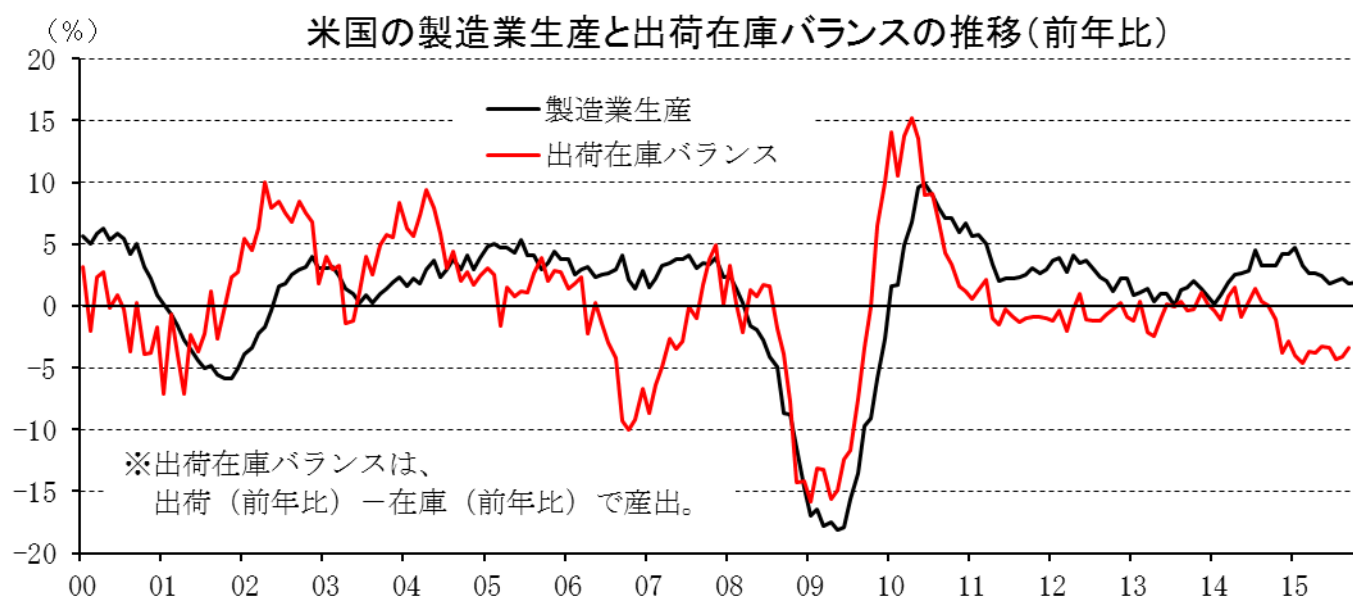
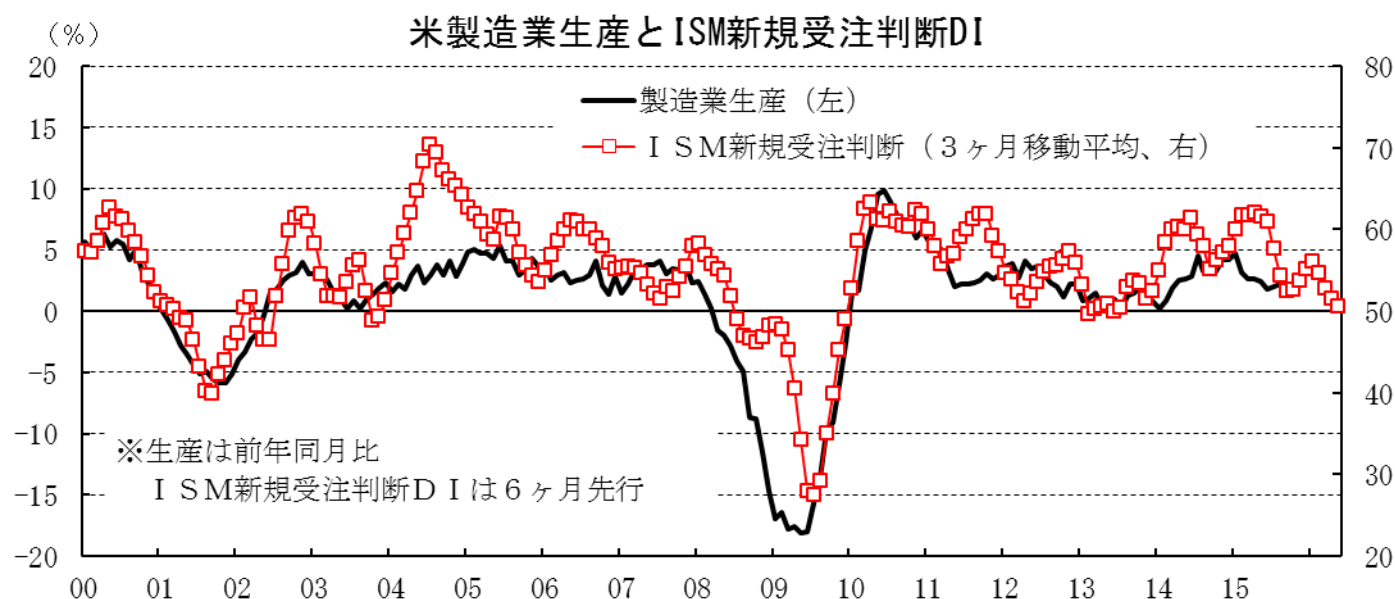


米ISM非製造業景気指数の推移



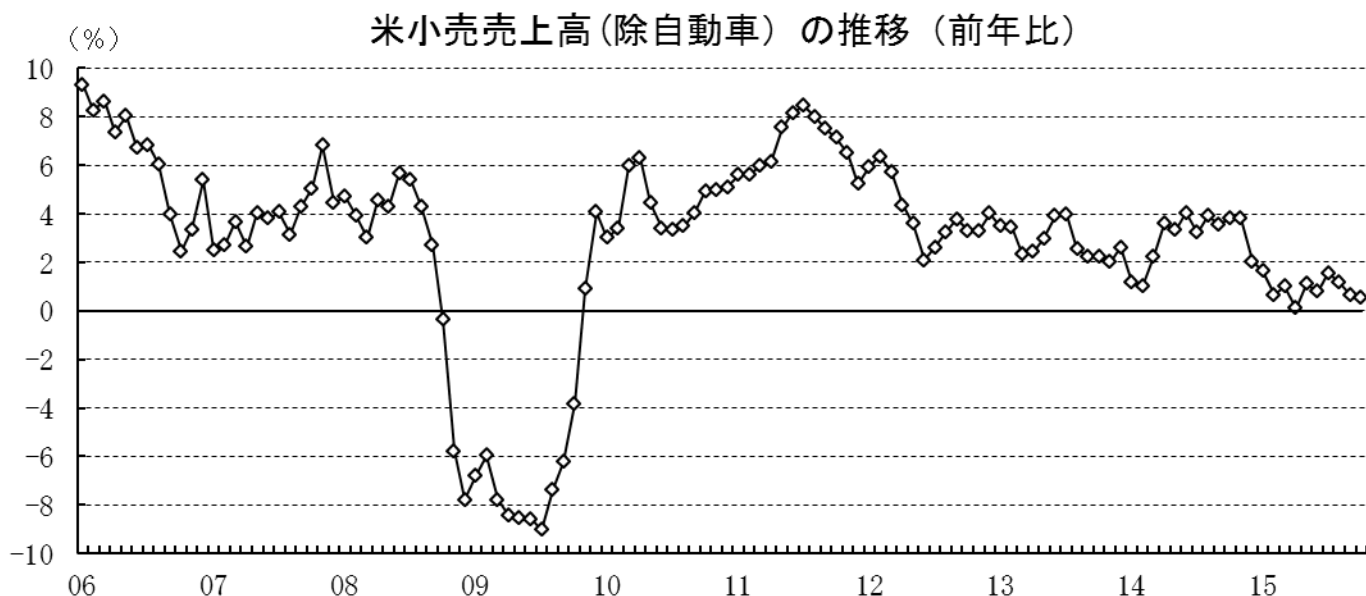
米国企業の景況感は、製造業と非製造業とで対照的な推移が続いている。11月のISM景況指数は、製造業では48.6ポイントと、2012年11月以来3年ぶりに判断基準の分かれ目となる50ポイントを下回った。積み上がった在庫解消のための生産調整が続いていることが、景況感の悪化に繋がったと判断される。

一方、非製造業景況指数は55.9ポイントと前月（59.1ポイント）からは低下したものの、判断基準の分かれ目となる50を大幅に上回る水準での推移が続いている。2014年以降の改善基調に変化が出ているとも判断しがたく、総じて好調な水準を保っているといえる。背景には、米個人消費が好調さを保っていることが挙げられる。



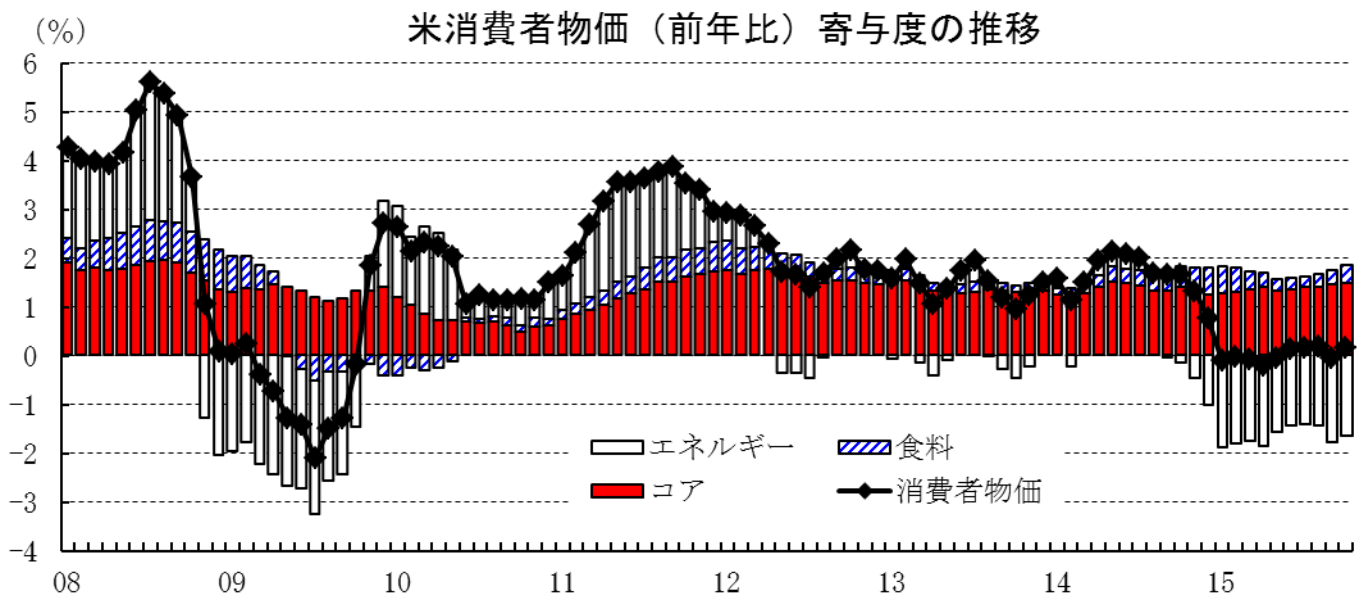
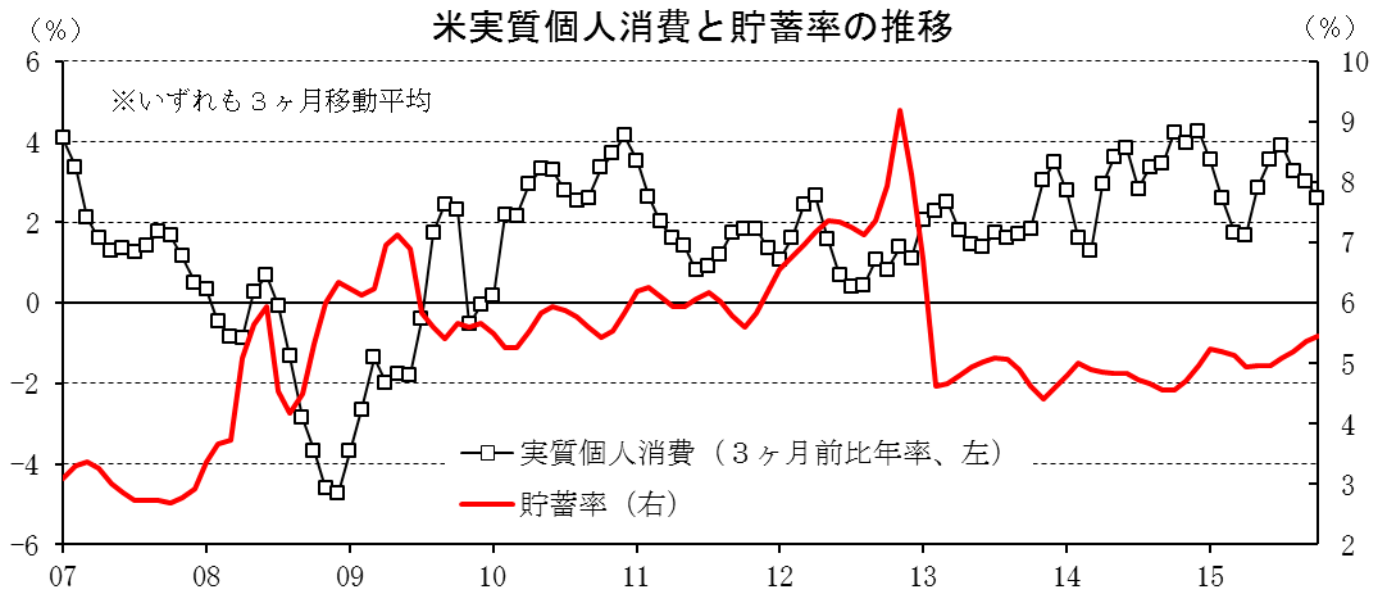
米国の生産活動に半年程度先行するISM製造業新規受注判断DIは、11月には48.9ポイントと3年ぶりに判断基準の分かれ目となる50を下回った。月ごとの振れが大きいため3ヶ月移動平均値で見ると4ヶ月連続で前月から低下している。このことは、2016年春頃までは製造業生産の前年対比伸び率の鈍化傾向が続く公算が大きいことを示唆している。

生産活動減速の主因となっている在庫調整圧力について、出荷在庫バランス（出荷の前年同月比伸び率から在庫の同伸び率を引いたもの）を見ると（下図赤いライン）、2014年半ば頃からマイナス幅が拡大しており、出荷の伸びに対して在庫の伸びの過剰感が高まったことが窺える。足元では、出荷在庫バランスは改善方向に向かい始めてはいないものの、製造業在庫は7月以降3ヶ月連続で前月対比マイナスを記録、在庫水準は徐々に減少しており、在庫調整に伴う生産減速圧力はピークアウトしつつあると判断される。国内消費の失速などが回避されれば、遅くとも2016年1～3月期中には在庫調整は完了し、米生産活動は再び加速局面に転じると予想される。



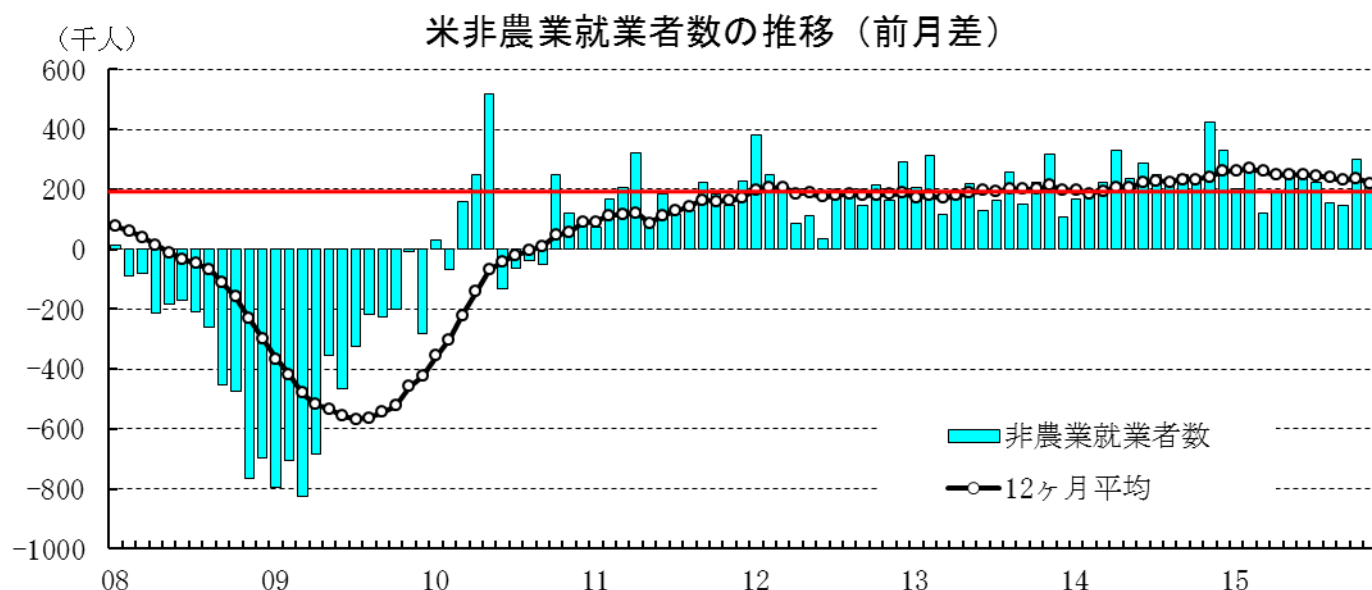
米小売売上高は、8月、9月と2ヶ月連続して前月対比横ばいにとどまったあと、10月も前月比+0.1%と小幅の伸びにとどまった。前年対比伸び率でも、今年3月以降は3%以下の伸びにとどまっており、伸び悩みが続いている。もっとも、原油価格の下落に伴うガソリン価格などの大幅下落により売上の伸びが押し下げられている側面がある。また、ネット販売のシェアが一段と高まっており、小売売上高統計で補足し切れていない可能性もある。クリスマスセールスでは、店舗売上高が前年比二桁のマイナス（感謝祭からの4日間）を記録する一方で、オンライン小売販売は前年比二桁の増加（同）となっており、小売売上高統計から消費の実態を量ることは難しくなっている。

一方で、米自動車販売台数は9月以降3ヶ月連続して年率1,800万台に達し、歴史的に見ても超高水準での推移が続いている。背景にはガソリン価格の低下に加え、足元の低金利と先行きの金利上昇懸念による駆け込み的な需要拡大も寄与しているものと判断される。



米国の実質個人消費は、10月には前年同月比+2.7%となった。昨年半ば以降、前年対比伸び率は3%前後での推移が続いており、個人消費が安定的に米国経済を牽引している姿がうかがわれる。雇用の改善による給与所得の安定した伸びや、高い伸びを保つ配当収入に支えられる形で実質可処分所得は4%前後での伸びが続いており、消費が堅調に推移する一方で貯蓄率は緩やかながらも上昇傾向にある。このため、個人消費の伸び代は十分にあると考えられる。

米国の物価は、原油安によるエネルギー価格の下落を背景に低位安定基調が続いている。10月の消費者物価上昇率は前年同月比+0.2%となった。ガソリンや暖房油、電気代といったエネルギー価格が同▲17.1%と大幅に下落していることが主因。エネルギーと食料品を除いたコアベースの消費者物価上昇率は同+1.9%と、引き続き2%弱での安定的な推移が続いている。



11月の米雇用統計では、非農業就業者数が前月差+21万1千人となり、2ヶ月連続で好不調の分かれ目といえる+20万人を上回る増加幅を記録した。単月毎の振れが大きいため12ヶ月平均値で見ると、非農業就業者増加数は2014年4月以来20ヶ月連続して20万人超えを記録している。

好調な雇用拡大を背景に、失業率は10月、11月と2ヶ月連続して5.0%と、2008年4月以来の低水準にまで低下した。米国では、自然失業率が5%程度とされており、これ以上の失業率低下は賃金加速を促す公算が大きい。賃金上昇率の加速は、個人の収入拡大をもたらして消費を押し上げる一方、やがてインフレ顕在化に繋がるリスクがあると考えられる。

FＲＢは、インフレを加速させない失業率（NAIRU）の下限を4.9%と試算しており、超低金利政策からの脱却が不可避の情勢となっている。

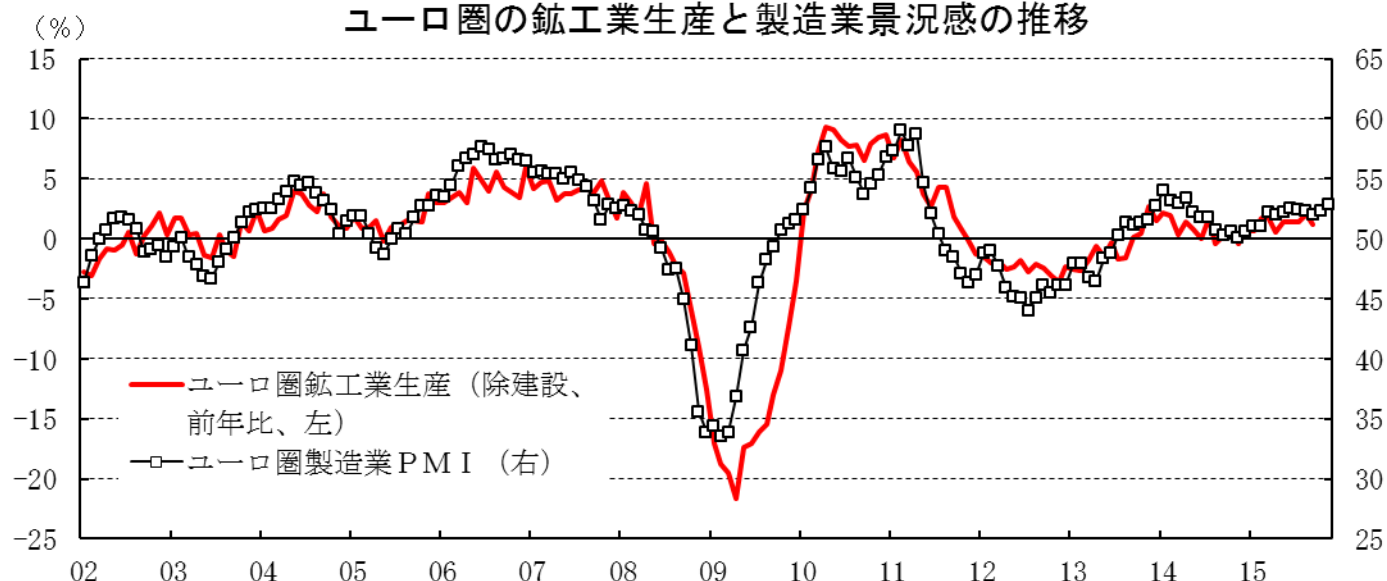


米国の時間あたり賃金は、11月時点で前年同月比+2.0%となった。2015年に入ってから2%前後での伸びが続いており、2014年からはやや鈍化傾向にある。しかし、物価上昇率を差し引いた実質賃金の伸びは、2014年が1%程度の伸びだったのに対し、10月には前年比+2.4%にまで伸びが加速している。また、2015年には原油安や製造業の在庫調整によって、相対的に賃金水準の高い鉱業や製造業の雇用が減少傾向にあることを勘案すれば、賃金は総じて好調さを維持していると判断される。

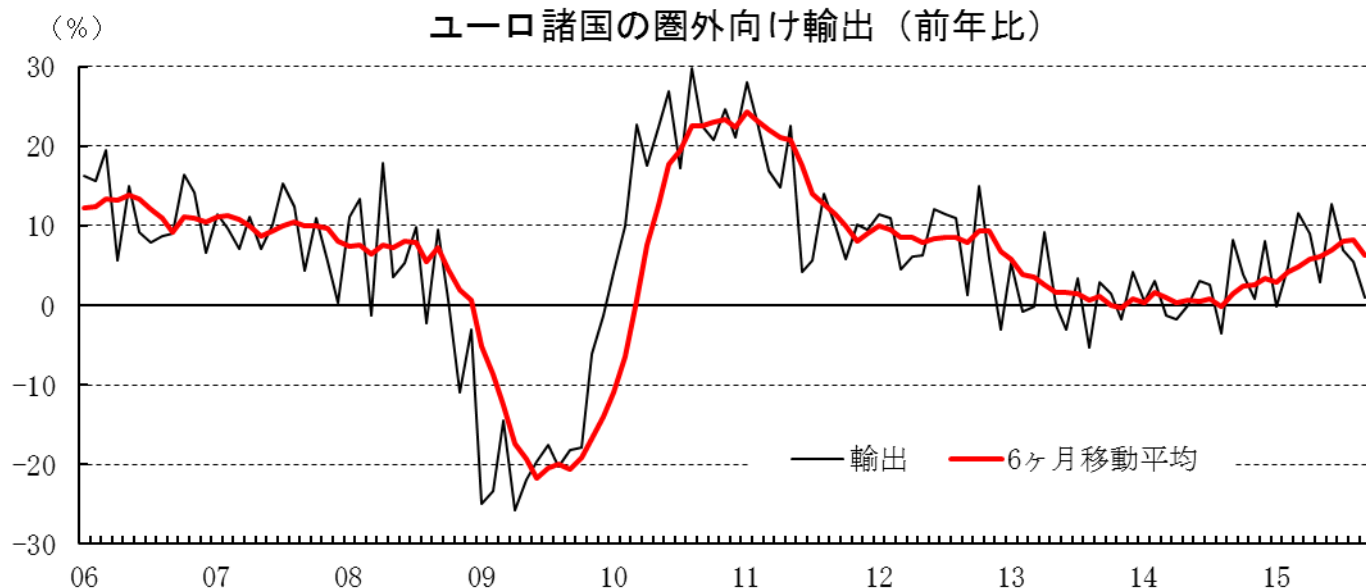
消費者の景況感を示す消費者信頼感指数は、11月には90.4ポイントと2ヶ月連続で低下、水準としても2014年9月以来の低水準となった。もっとも、消費加速の分水嶺となる80ポイントを大きく上回った水準にあり、歴史的に見ても消費者の景況感が高い水準にあるといえる。今後については、雇用環境が良好なことから、現状水準での推移が続くものと見込まれる。

【欧州】

ユーロ圏の鉱工業生産と製造業景況感の推移



ユーロ諸国の圏外向け輸出（前年比）



ユーロ圏の鉱工業生産は、9月には前年同月比+1.2%と5ヶ月ぶりの低い伸びとなった。もっとも、基調としては2014年後半を底にした伸び率の改善傾向は続いている。また、11月のユーロ圏製造業PMIは52.8ポイントと判断基準の分かれ目となる50を上回り、2014年4月以来の高水準を記録した。このことから、総じて見ればユーロ圏の生産活動を取り巻く環境は悪くはないと考えられる。

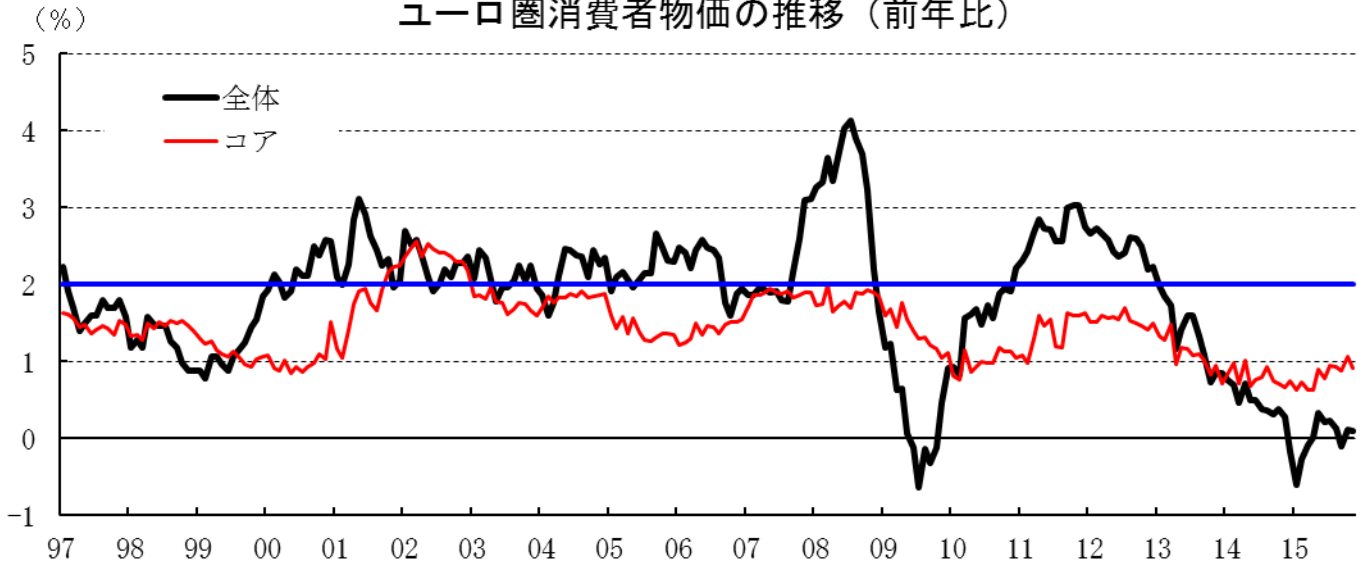
圏外向けの輸出は、9月には前年同月比+0.9%となった。6月（同+12.7%）をピークに3ヶ月連続での減少となっている。中国向け輸出が直近3ヶ月連続で前年水準割れを記録して足を引っ張っている。ただし、9月にはやや鈍化したものの米国向け輸出は二桁以上での伸びが続いている。米国経済の好調さを勘案すれば、ユーロ圏の輸出は総じて堅調に推移する公算が大きいと判断される。

なお、一部企業の不正問題で生産活動や輸出への悪影響が懸念されていた自動車に関しては、アジア向けの販売が持ち直していることなどから、経済全体への影響は限定的と考えられる。

ユーロ圏実質小売売上高の推移（前年比）



ユーロ圏消費者物価の推移（前年比）

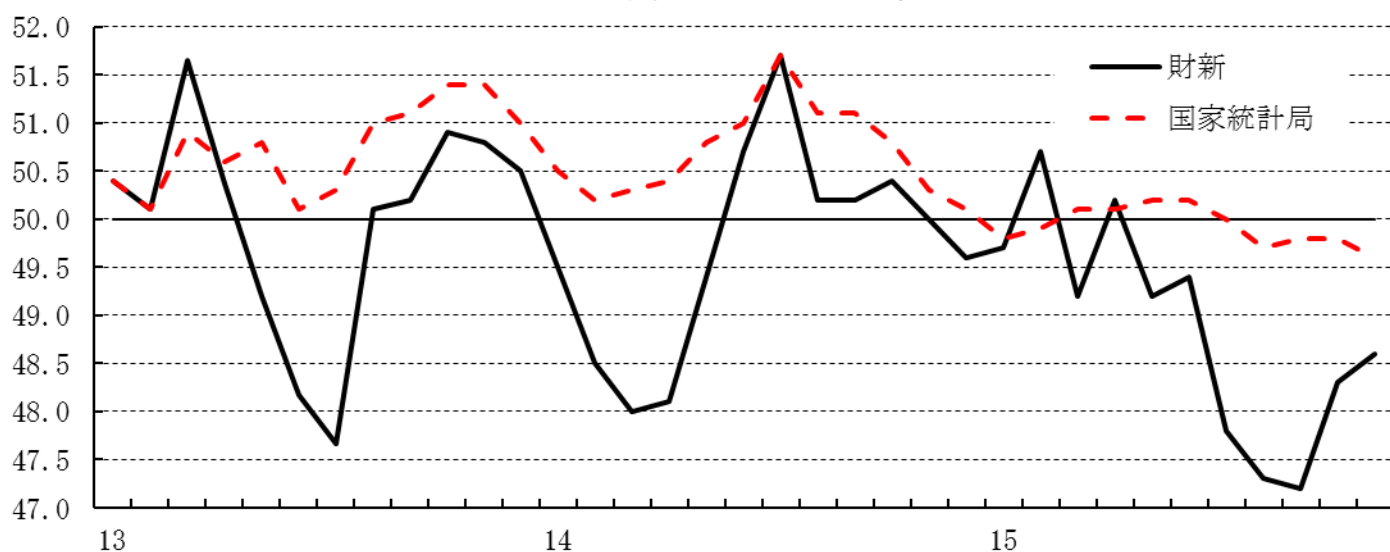


ユーロ圏の実質小売売上高は、10月には前年同月比+2.5%と引き続き堅調な伸びが続いている。ただし、季節調整値でみた前月対比伸び率は直近2ヶ月連続で▲0.1%となっていることから、夏場以降はやや足踏み状態にある。11月に起きたパリでの同時テロの影響から、観光客の減少に伴う下ブレリスクを指摘する向きもある。ただし、2001年にNYで起きた9.11同時テロの際には、米国の個人消費への影響は一時的なものにとどまったことから、連続的に事件が起きなければ、域内の個人消費や観光業に与える影響は限定的なものにとどまると考えられる。

ユーロ圏の消費者物価は、11月には前年同月比+0.1%と前月と同率の伸びとなった。原油安の影響によって押し下げられており、エネルギーと食料品を除いたコアベースの物価は同+0.9%となっている。もっとも、ECBの政策目標は消費者物価の上昇率が2%を超えない範囲でできるだけ近づけることとしており、物価の低迷を理由に、ECBは12月に小幅の追加緩和（量的緩和の期間延長、預金ファシリティー金利の引き下げ）を決定した。

【中国】

中国の製造業PMIの推移



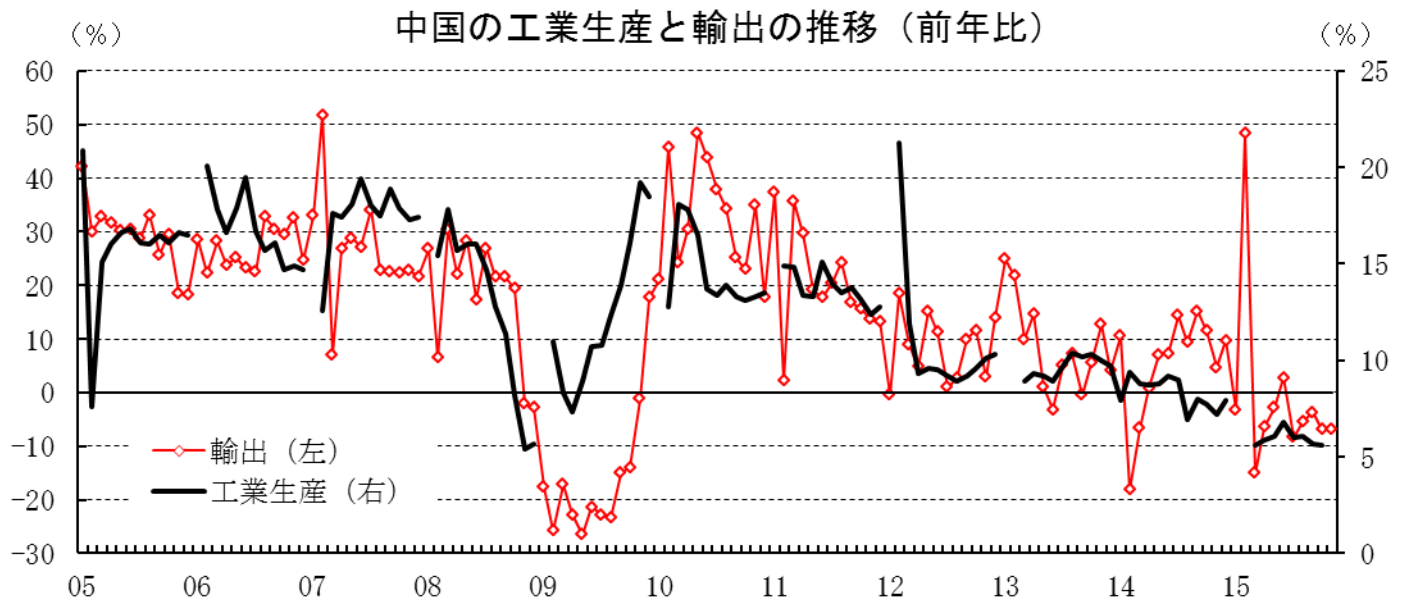
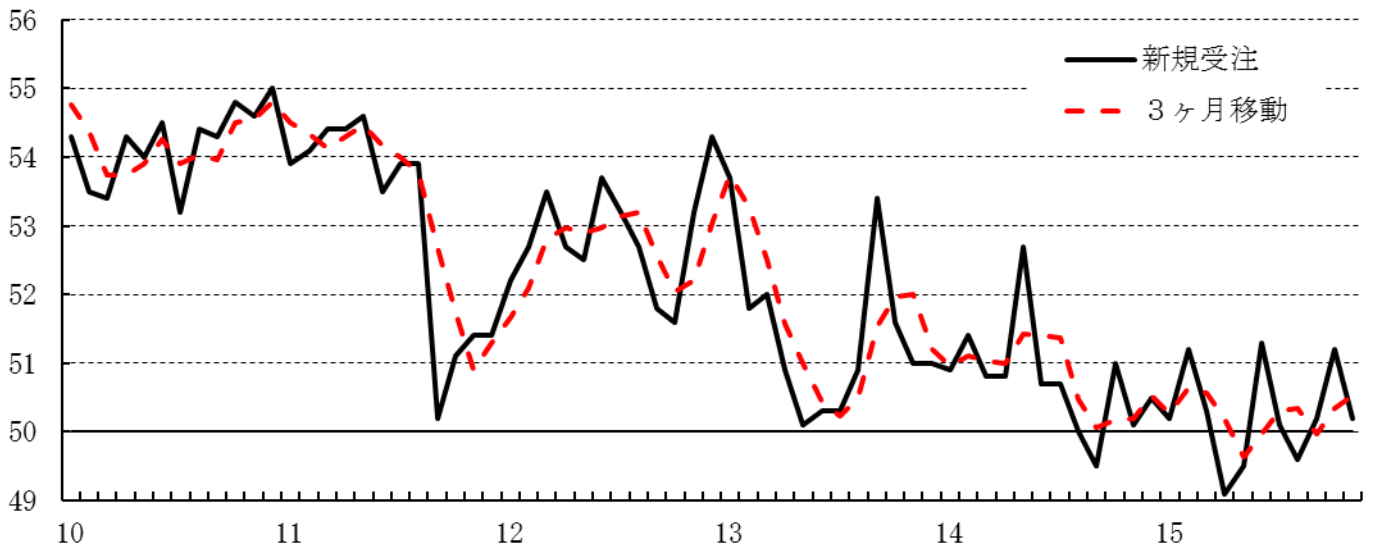
中国の電力消費量の推移（前年比）



中国の製造業PMIは、大企業が調査対象の中心となる国家統計局ベースでは11月に小幅悪化（49.8→49.6）した一方、中小企業の調査ウェイトが相対的に高い民間企業の財新ベースでは小幅改善（48.3→48.6）した。財新PMIは2ヶ月連続での改善となったが、こちらの方が実態に近いとされていることから、中国生産活動の底入れを示唆しているとの期待が高まっている。

もっとも、信用度が高い統計の一つとされている電力消費量は10月に前年同月比▲0.4%となるなど引き続き低迷しており、足元では生産を中心にした経済活動が回復傾向に転じたことを示す指標は確認されていない。

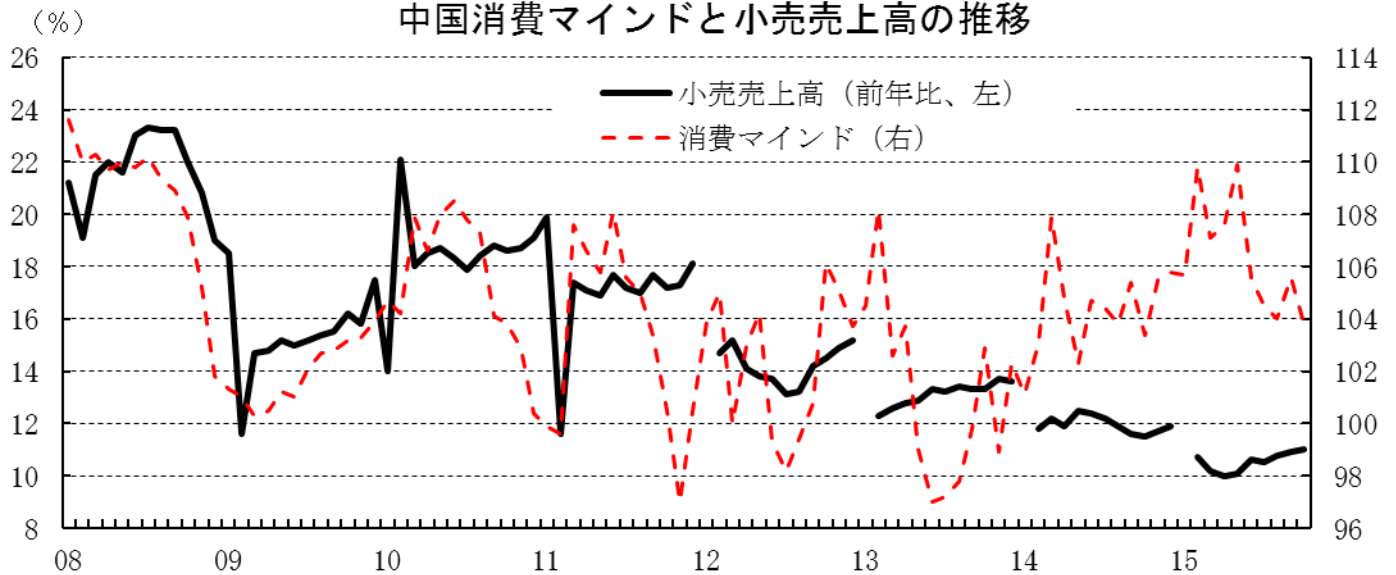
中国の製造業新規受注判断D Iの推移



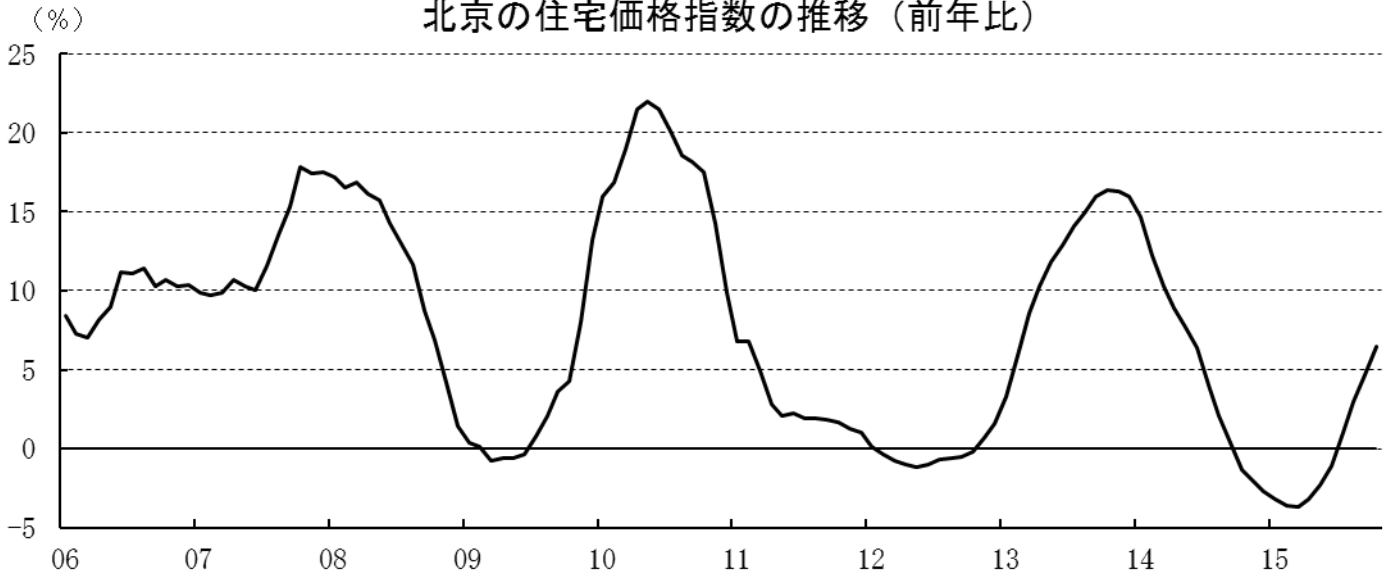
中国国家统计局が発表する製造業PMIの一項目である新規受注判断D Iは、2015年4月に49.1ポイントまで低下した後は、一進一退を繰り返しながらではあるが徐々に水準を切り上げている。受注に関する企業の判断の悪化には下げ止まりが確認されており、生産活動も足元がボトム圏である可能性が高い。一部統計では、積み上がっていた在庫の動きにも変化の兆しが現れており、このことから中国の生産活動は底打ちに近づいていることが示唆されている。

もっとも今後の生産活動の動向は需要がカギを握っている。中国の生産活動への影響が強い輸出については、11月は前年同月比▲6.8%と前月（同▲6.9%）とほぼ同じ落ち込みとなっており、足元までのところ回復の兆候は見えていない。ただし、主要輸出相手先である米国や欧州の景気の実態を勘案すれば、輸出の悪化に歯止めがかかる時期は近いと考えられる。

中国消費マインドと小売売上高の推移



北京の住宅価格指数の推移 (前年比)



中国の小売売上高は、10月に前年同月比+11.0%と、2015年12月以来の高い伸びとなった。6月以降の株価急落の影響から消費者マインドは悪化していたものの、個人消費への影響はほとんど無いことが確認された。もっとも、悪化した消費マインドについても、足元の水準は昨年半ばとほぼ同レベルにとどまっている。

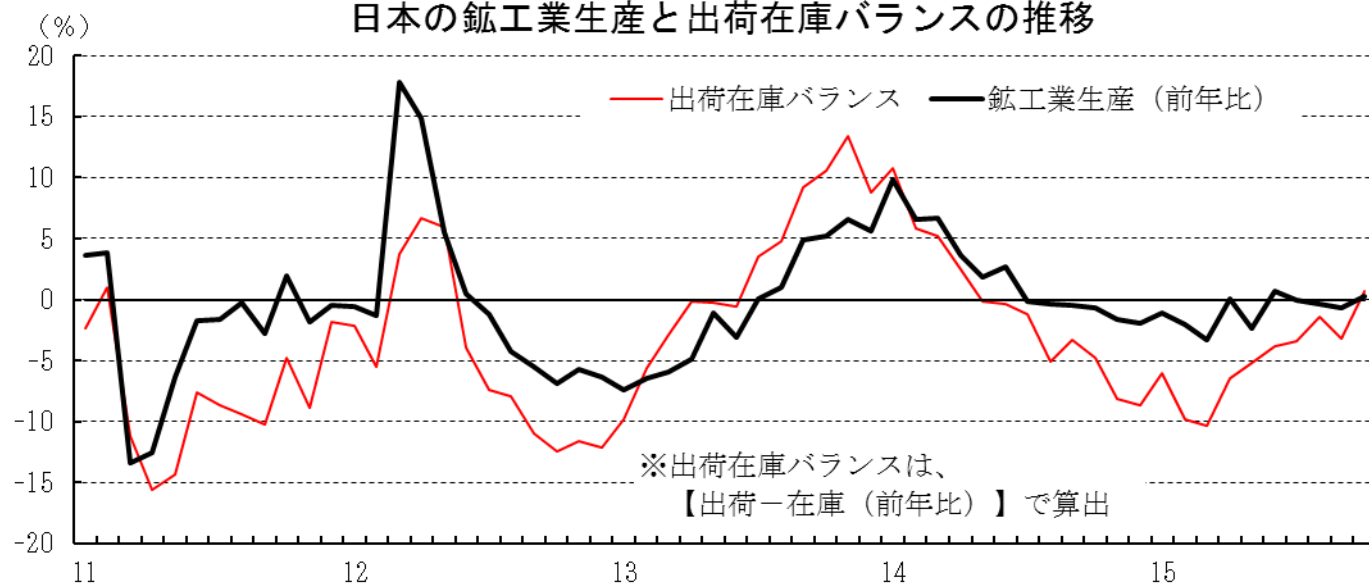
さまざまな住宅関連規制の強化から、2014年は価格調整圧力が強まっていた中国の不動産市況だが、先行指標となる北京の住宅価格は10月に前年同月比+6.5%と、2014年5月以来の高い伸びとなった。今年3月に同▲3.7%まで下落幅が拡大した後は持ち直しの動きが続いている。一部住宅関連規制の緩和や、金融緩和政策の効果によると考えられる。

【日本】

日本の鉱工業生産指数の推移



日本の鉱工業生産と出荷在庫バランスの推移

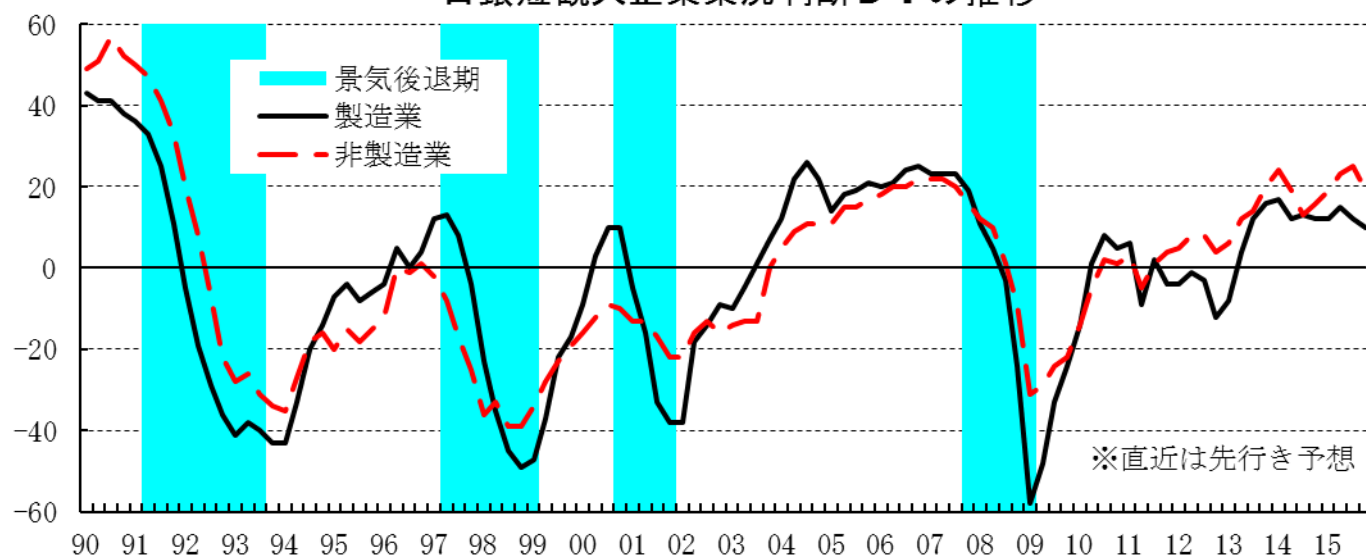


日本の10月の鉱工業生産指数は、前月比+1.4%と2ヶ月連続で1%を超える伸び率を記録した（9月：同+1.1%）。もっとも、前年同月比ではわずかに+0.3%の伸びにとどまっており、指数の水準では消費税率引き上げ前となる2014年1月の水準を超えていない。製造工業予測指数では、11月は前月比+0.2%、12月は同▲0.9%と、企業の生産計画も慎重なものにとどまっている。

生産低迷の背景には、在庫の積み上がりがある。個人消費の低迷と輸出の停滞から、鉱工業出荷は2014年後半以降は前年対比マイナス、ないしは小幅のプラスにとどまる一方で、鉱工業在庫は2015年2月に前年同月比+7.0%まで拡大していた。

在庫調整圧力の度合いを出荷在庫バランスでみると、2015年3月以降は徐々に持ち直し、直近の10月には+0.6ポイントと2014年4月以来のプラスに転じている。内外需の動向に大きな変化はなく出荷の加速が期待できない中で、このまま出荷在庫バランスが改善していくためにはもう少し在庫の圧縮が必要となる。しかし、在庫調整圧力が軽減していることは、先行きの生産回復の余地が高まっていることを示している。

日銀短観大企業業況判断D I の推移

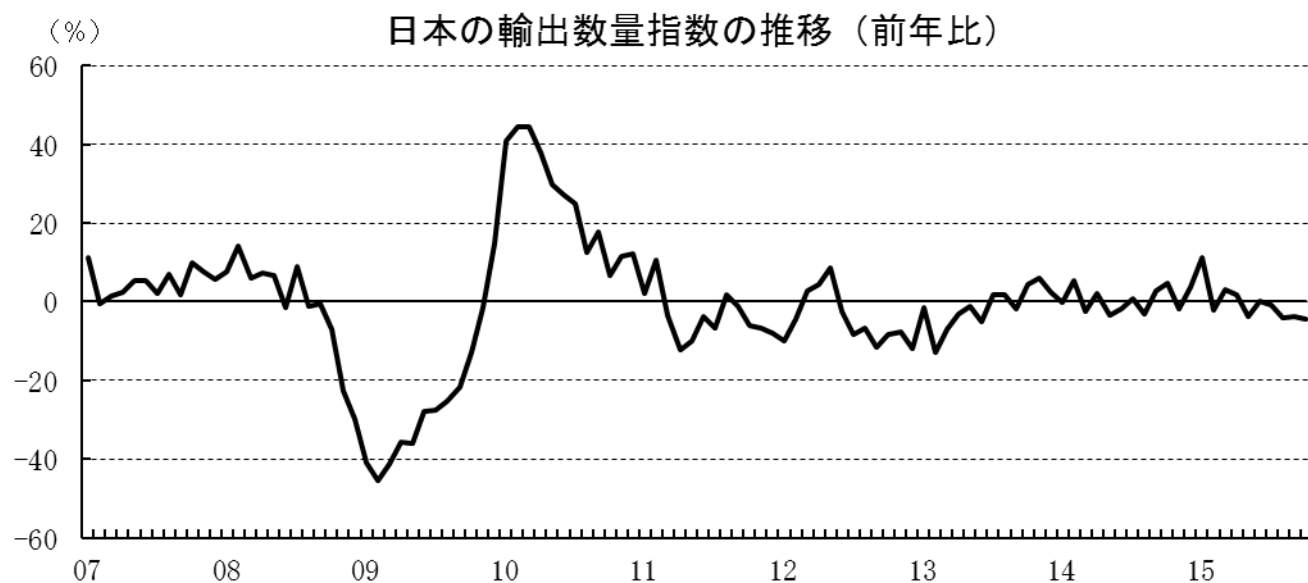
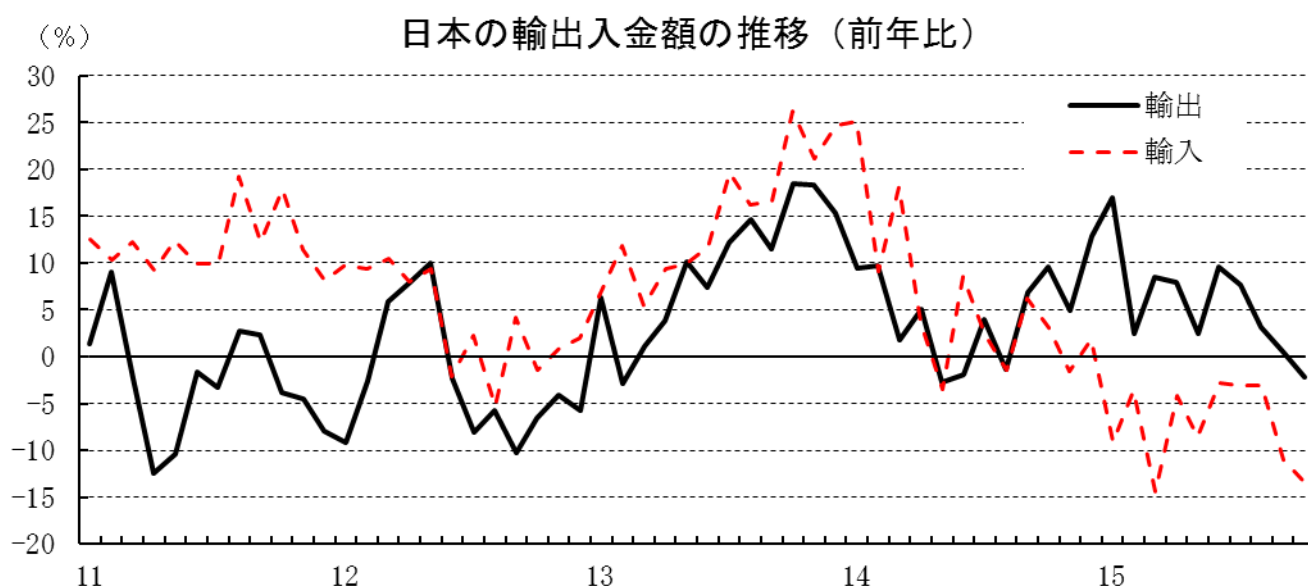


機械受注(船舶電力を除く民需)の推移



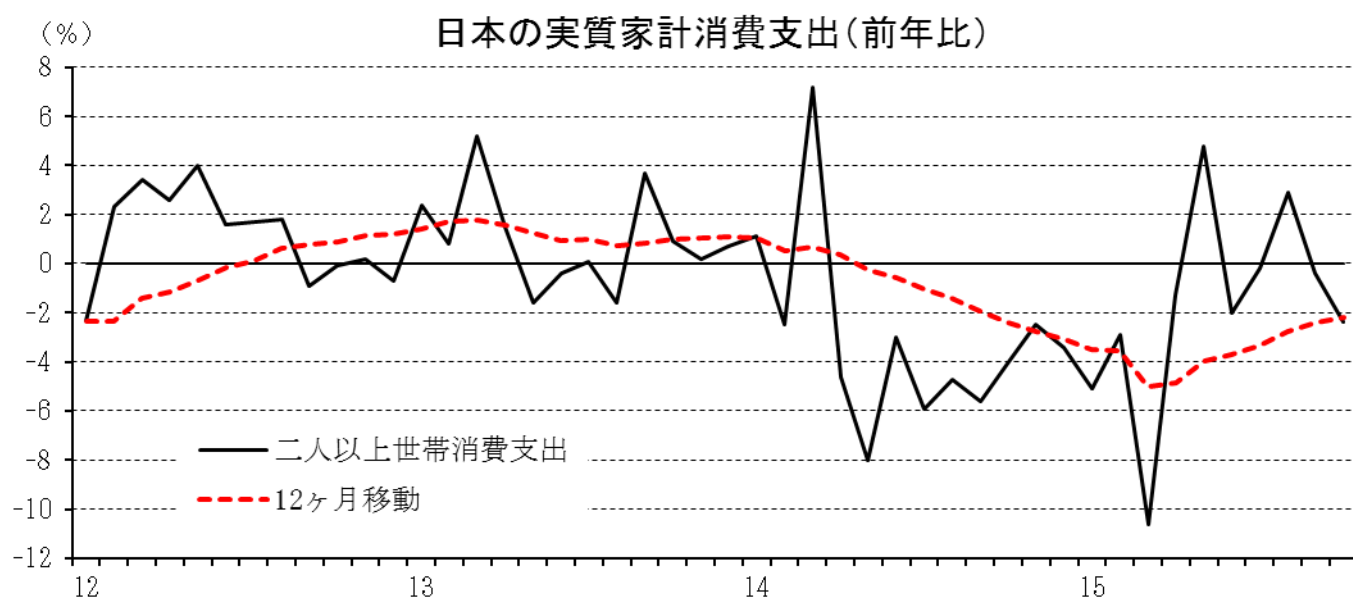
9月調査の日銀短観によれば、大企業製造業の業況判断D Iは+12ポイントと、判断基準の分かれ目となるゼロを上回ってはいるものの、前期（3ヶ月前）から3ポイント悪化した。先行き判断D Iも10ポイントと慎重な姿勢が垣間見える。一方、非製造業の業況判断D Iは+25ポイントと、前期から2ポイント改善した。在庫調整圧力に晒されている製造業に比べ、価格転嫁が進む非製造業の業況の高さが目立つ格好となっている。

設備投資の先行指標となる機械受注（船舶・電力除く民需）は、夏場にかけて水準が下がっていたものの、9月以降は2ヶ月連続して拡大した（グラフは3ヶ月移動平均ベースのため、改善は直近月のみ）。円安の定着、収益性の改善などに加え、政府による積極的な設備投資を促す要請もあって、総じて企業の設備投資は堅調に推移している。



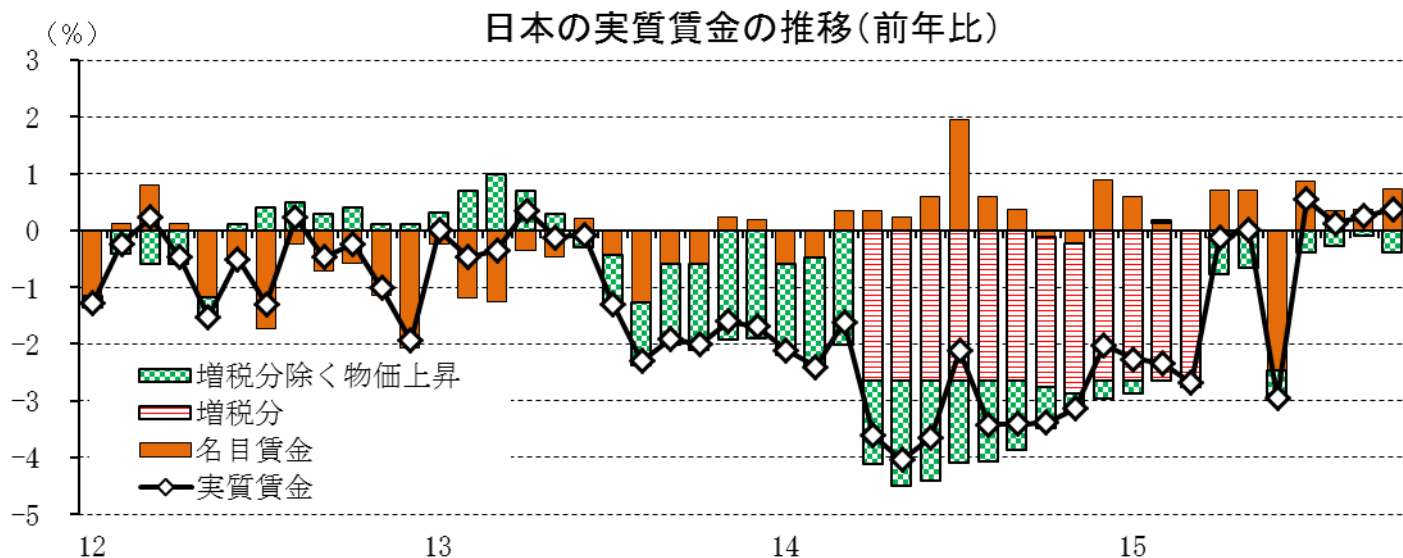
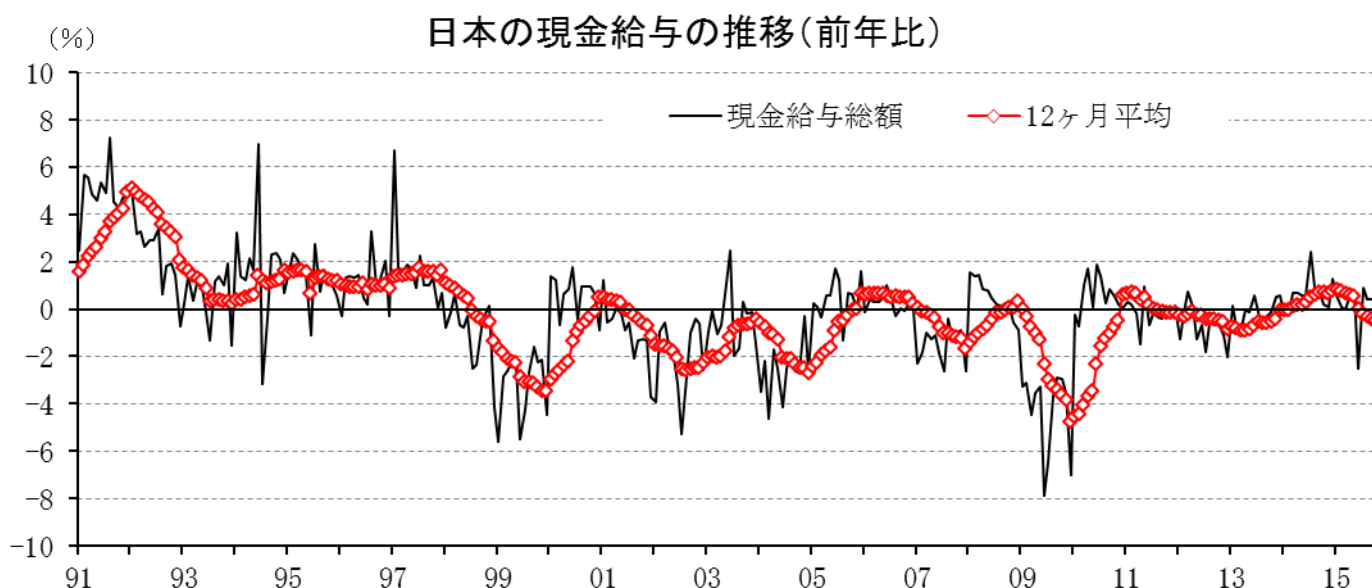
日本の輸出金額（円ベース）は、10月に前年同月比▲2.2%と、2014年8月以来となる前年水準割れを記録した。円安に歯止めがかかったことで、円建てでの輸出金額押し上げ効果が一服したことが背景。一方で、原油価格の下落や内需の伸び悩みを背景に輸入は同▲13.4%と大幅に落ち込んだことから、貿易収支は3月以来となる黒字に転換した。

輸出の実勢を示す輸出数量指数は低迷が続いている。10月には前年同月比▲4.6%と4ヶ月連続での前年割れを記録した。景気低迷が続くアジア向けが引き続き足を引っ張っていることに加え、米国向けも6ヶ月連続で前年割れと落ち込みが続いている。もっとも、円建て金額で見た米国向け輸出は高水準を維持しており、米国向け輸出数量の落ち込みは統計的な処理の問題である可能性も指摘されている。総じて見れば、輸出回復のカギは、低迷が続くアジア向け輸出数量が握っており、同地域の景気が回復傾向を辿れば、日本の輸出数量も持ち直しに転じると考えられる。



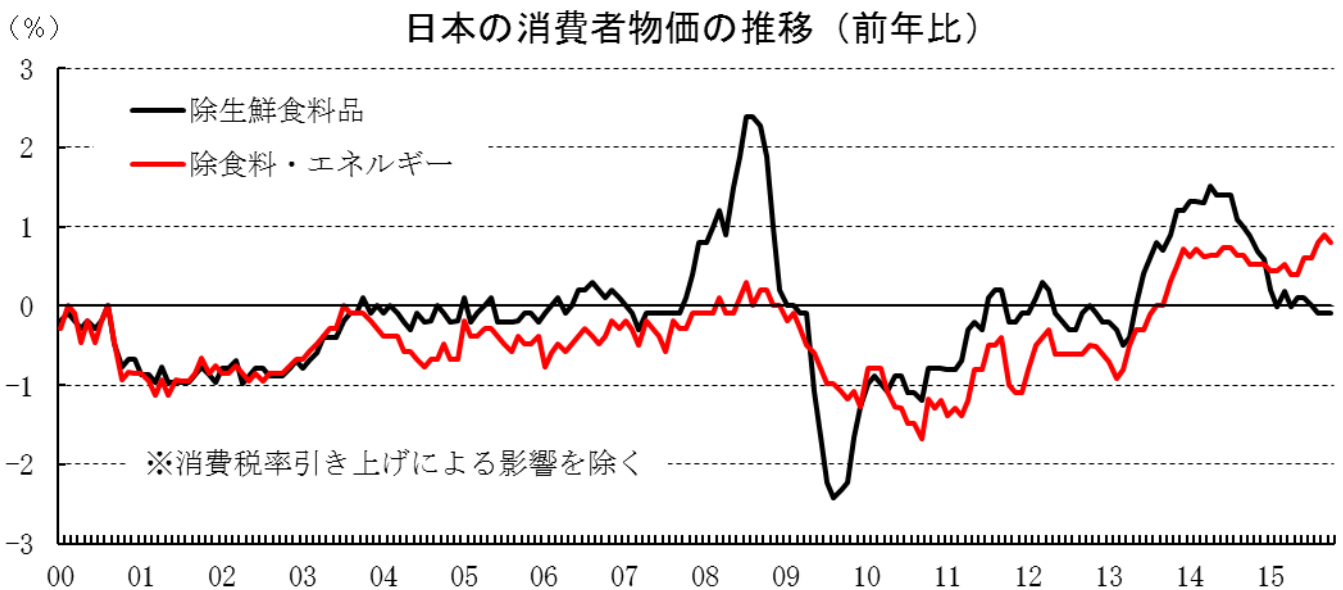
日本の実質家計消費支出（二人以上世帯）は、10月に前年同月委▲2.4%と大きな落ち込みをみせた。前年割れは2ヶ月連続となった。消費税率引き上げから1年が経過した15年4月以降をみても、前年水準を上回った月は5月と8月の2ヶ月のみで、家計調査統計で見る限りは依然として日本の消費は低迷が続いているといえる。

一方で、消費関連統計を合成して算出することで、より総合的に消費の動向を把握することができるとされる消費総合指数（実質）では、日本の個人消費は増税直後を底に、緩やかながらも着実に水準が切り上がっていることが示されている。小売店の販売統計などからは、百貨店の高額品の売上高回復などが確認されており、一部に外国人観光客による押し上げが寄与している部分はあると考えられるものの、総じて見れば日本の個人消費には加速感は見られないものの、底堅く推移していると考えられる。



10月の日本の現金給与総額は、前年同月比+0.7%となった。前年水準を上回るのは4ヶ月連続となる。賃金水準が相対的に低いパートタイマーの増加が、平均賃金の押し下げ要因になっている点を勘案すれば、総じて賃金は堅調に推移していると判断される。

賃金の伸びからインフレ率の伸びを差し引いて算出する実質賃金は、原油価格の下落による物価の伸びの大幅鈍化を背景に、直近4ヶ月連続で前年水準を上回っている。このことは、勤労者世帯については生活環境が総じて楽になっていることを示しており、消費の底堅さに寄与しているものと判断される。



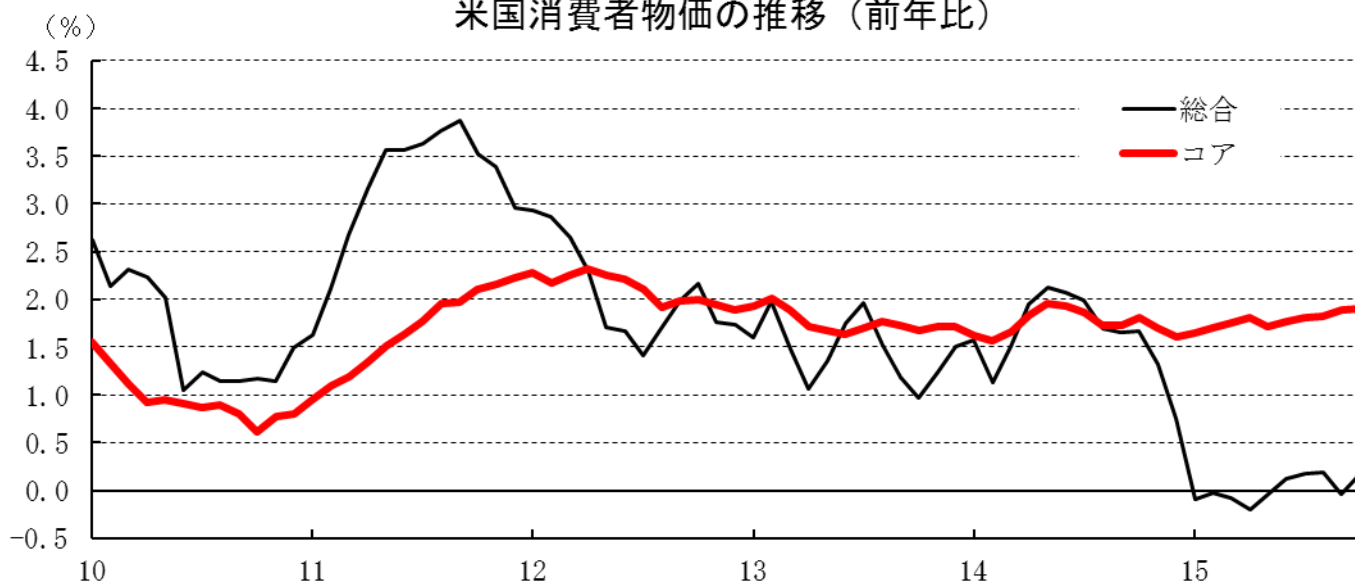
10月の日本の消費者物価指数（生鮮食料品を除く）は、前年同月比▲0.1%と3ヶ月連続の前年割れとなった。物価下落の主因は、2014年以来続く原油価格の下落によって、電気代やガソリン代などのエネルギー関連価格が大幅に下落していることが挙げられる。エネルギーと食料品を除いたいわゆる欧米型のコアベースの物価は、10月には同+0.8%と上昇傾向を維持している。このため、デフレ脱却の動きが頓挫しているわけではないと考えられる。もっとも、欧米型コアベースの物価上昇も円安による価格転嫁によるところが大きい。円安傾向には歯止めがかかっていることで、今後は欧米型コアベースの物価の騰勢も鈍化していくことが懸念される。この場合、日銀に追加緩和の期待が高まる可能性がある。

消費者の景況感を示す消費者態度指数は、11月には42.6ポイントと2013年11月以来2年ぶりの高い水準となった。政府が再び経済政策を前面に打ち出していることや、総合的に見た物価の安定が消費者マインドの改善に繋がったと判断される。

米国 F F 金利と F F 先物金利の推移



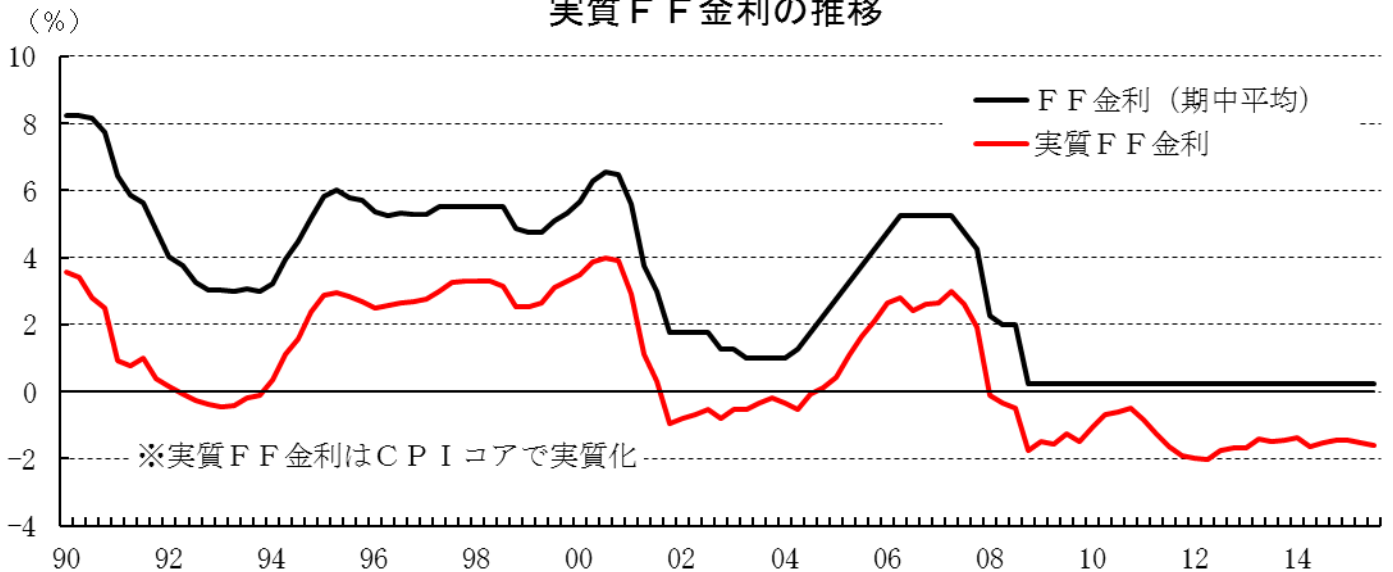
米国消費者物価の推移（前年比）



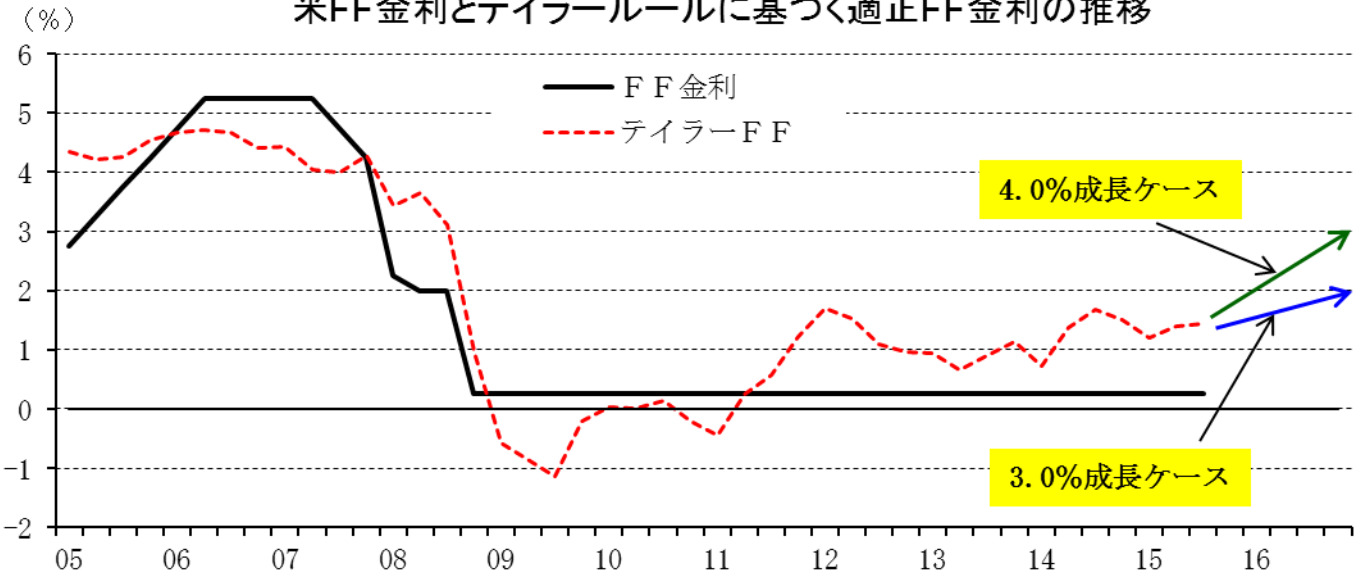
12月15・16日に開催される F O M C（結果公表は16日）では、リーマンショック後初となる政策金利の引き上げが見込まれている。利上げの幅は0.25%になると予想されているが、その後の利上げのテンポについては、極めて緩慢なものになるとの見方が市場のコンセンサスとなっている。F F 金利先物価格の水準からは、2016年末時点での F F 金利水準は0.75～1.00%となっている。このことは、2016年中の利上げは1回、ないしは2回にとどまるといふことだ。

このような見方の背景には、米国のインフレ率が極めて低いことが挙げられる。もっとも、低インフレを演出しているのは2014年来の原油価格の下落によるもので、エネルギー関連価格を除けば米国のインフレ率は堅調な伸び率であることは、エネルギーと食料品を除いたコアベースの物価が2%近い伸びを保っていることからわかる。しかし、前年同月比で見た原油価格の下落率は徐々に縮小していることから、2016年に入って原油価格が下げ止まると、エネルギー価格の物価押し下げ圧力は急速に縮小し、消費者物価上昇率はコアベースの上昇率に近づいていく公算が大きい。

実質 F F 金利の推移



米 F F 金利とテイラールールに基づく適正 F F 金利の推移



このように、緩やかな利上げ論の根拠となっている低インフレは、実は長期化しない可能性が高い。一方で、失業率は将来的なインフレ加速を懸念すべき水準まで低下している状況では、金利水準は少なくとも景気に見合った水準に調節する必要性が高いと考えられる。

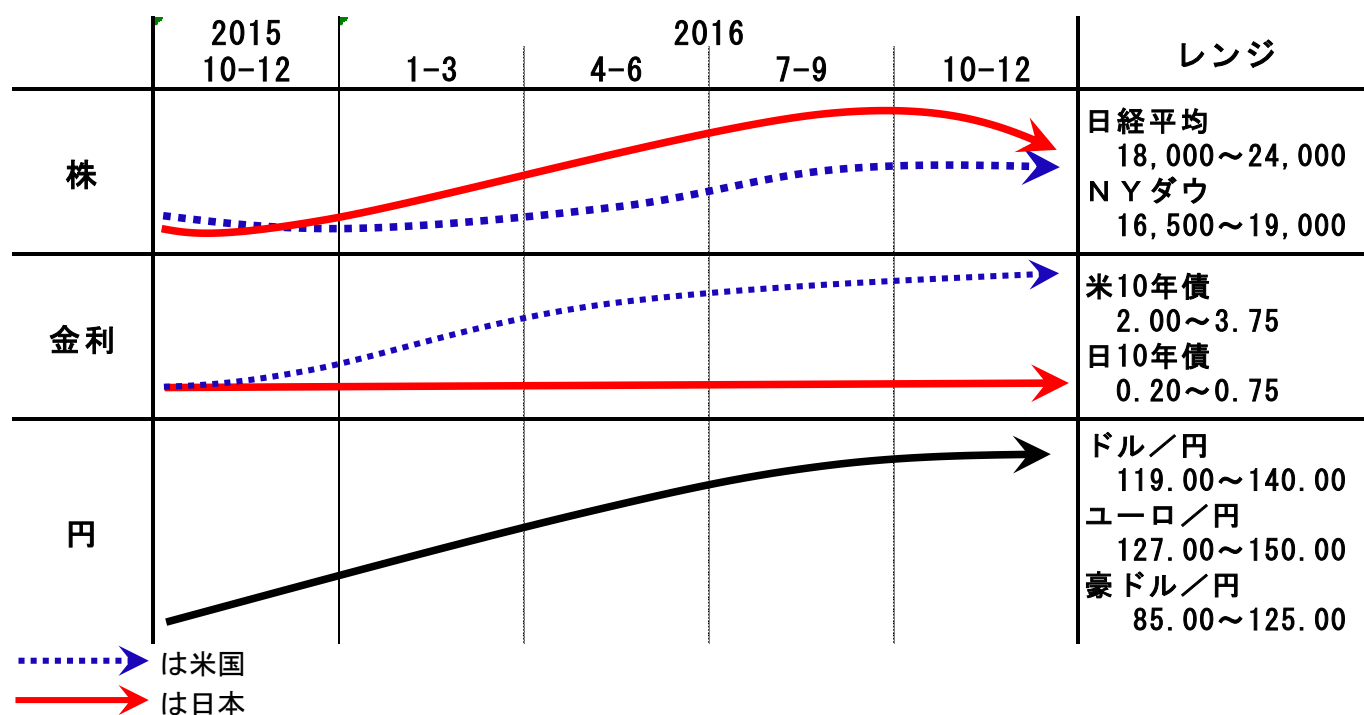
足元で、実質 F F 金利（F F 金利からコアベースインフレ率を引いて算出したもの）は▲2%近くと大幅マイナスにある。景気に対して中立的な金利水準が実質2%程度であることから考えれば、極めて景気刺激的な水準にあると判断される。

景気実態に見合ったあるべき政策金利水準を算出する公式「テイラールール」に基づけば、足元での“あるべき政策金利水準”は1.50%程度にある。今後、米国経済が3～4%程度の成長を維持するとこの水準はさらに上昇していくことになる。米国が消費主導による自立的な景気回復軌道に乗り始めた2013年半ば以降、悪天候などの特殊要因により景気が一時的に下ぶれた時期を除けば3～4%の成長率を保ってきたことを勘案すれば、2016年末時点で F F 金利は2.50%前後まで引き上げられることが望ましいと考えられる。

弊社各国経済成長率見通し

	今回（11月作成）				前回（8月作成）	
	2013	2014	2015	2016	2015	2016
米国	+2.2	+2.4	+2.5	+2.6	+2.3	+2.7
ユーロ圏	▲0.2	+0.9	+1.5	+1.7	+1.4	+1.8
日本（年度）	+2.1	▲0.9	+0.8	+1.4	+1.0	+1.7
中国	+7.7	+7.3	+7.0	+6.6	+6.9	+6.7
インド	+6.4	+7.1	+7.1	+7.5	+7.0	+7.5
豪州	+2.4	+2.7	+2.5	+3.0	+2.5	+3.0
NIEs	+3.0	+3.3	+2.0	+2.4	+2.1	+2.5
ASEAN5	+5.1	+4.6	+4.6	+4.9	+4.5	+4.5

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



F R Bが、2016年末にF F金利を2.50%まで引き上げることを前提とした場合、日米の実質短期金利差から試算されるドル／円相場水準は1ドル＝140円程度となる。これに加えて、世界的な景気回復の高まりによる企業業績の回復を想定すれば、日経平均株価は24,000円程度までの上昇が期待される。

もっとも、2016年秋までには17年4月からの消費税率再引き上げが正式決定される可能性があり、その場合には株価は一旦調整局面に入るものと予想される。