

2016年3月10日

団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2016年4月以降の市場環境見通し

～米国復活。中国は2兆元対策で回復なるか～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の鳧峰首席エコノミストによる「【四半期特別マーケットレポート】2016年4月以降の市場環境見通し～米国復活。中国は2兆元対策で回復なるか～」をお届けいたします。（別添参照）

以上

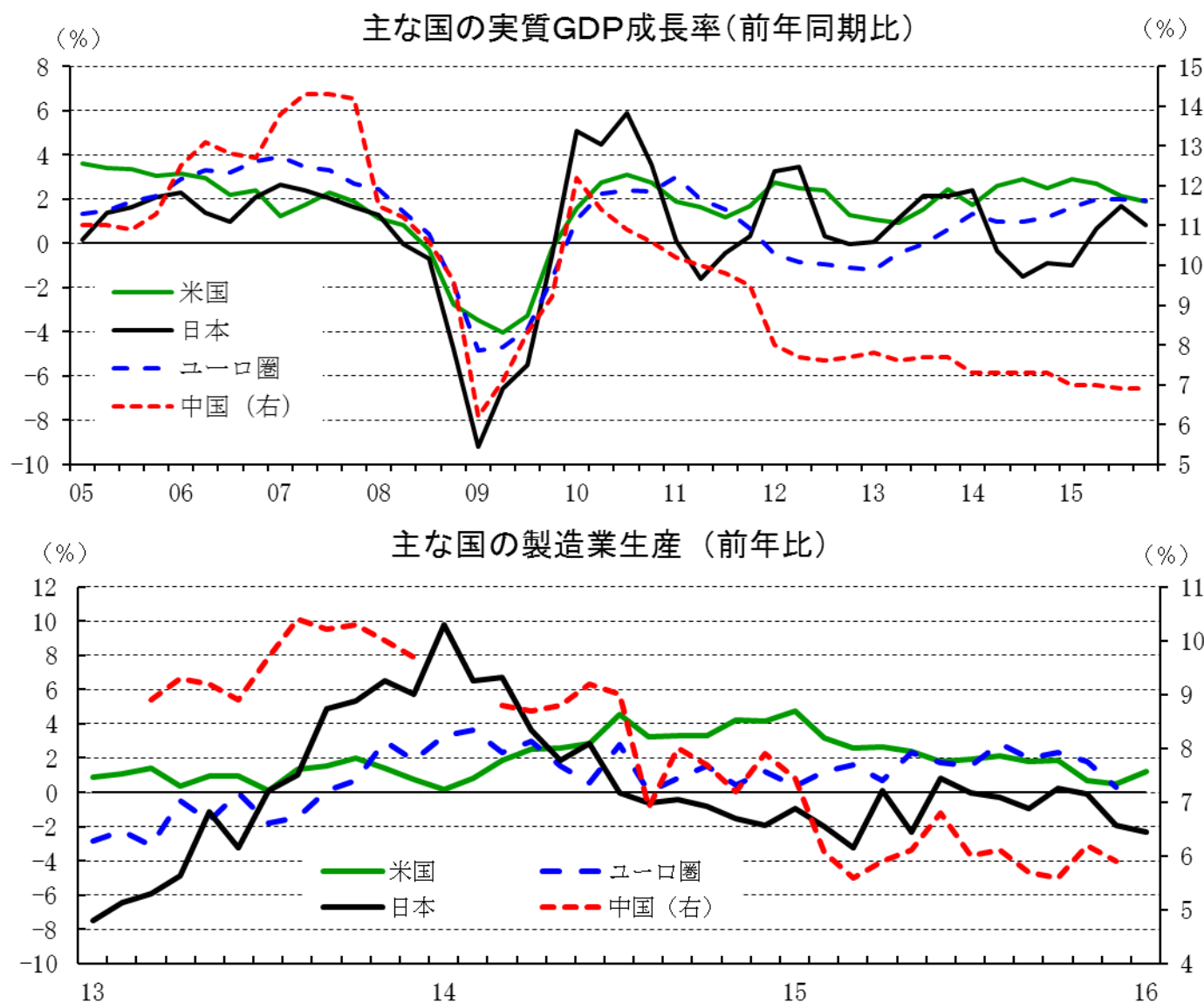
四半期特別マーケットレポート

テーマ：2016年4月以降の市場環境見通し
～米国復活。中国は2兆元対策で回復なるか～

発表日：2016年3月10日（木）

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】



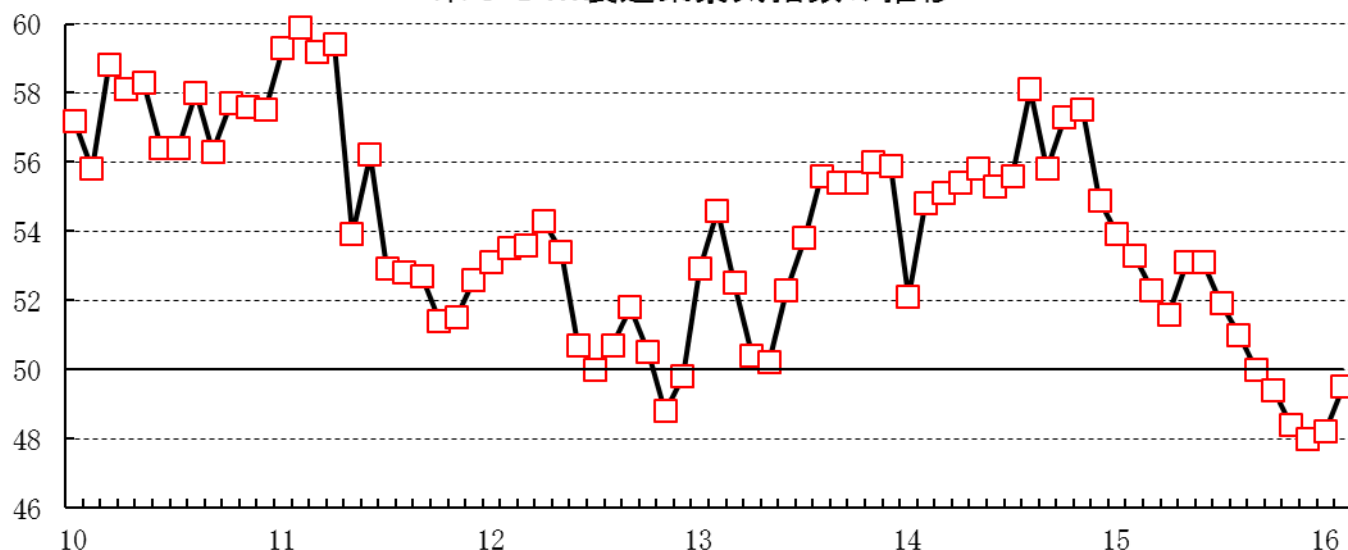
15年10～12月期の主要国の実質GDP成長率は、米国で前期比年率+1.0%（7～9月期：同+2.0%）、ユーロ圏で同+1.3%（同+1.2%）、日本で同▲1.1%（同+1.4%）、中国で前年同期比+6.9%（同+6.9%）と、前期並みの伸びにとどまる、ないしは前期から鈍化するなど、総じて景気の伸び悩みが示された。

前期と同様に、製造業分野における在庫調整が成長率を抑制したものと判断される。米国では、在庫調整のための生産抑制から、設備投資もマイナスに転じている。

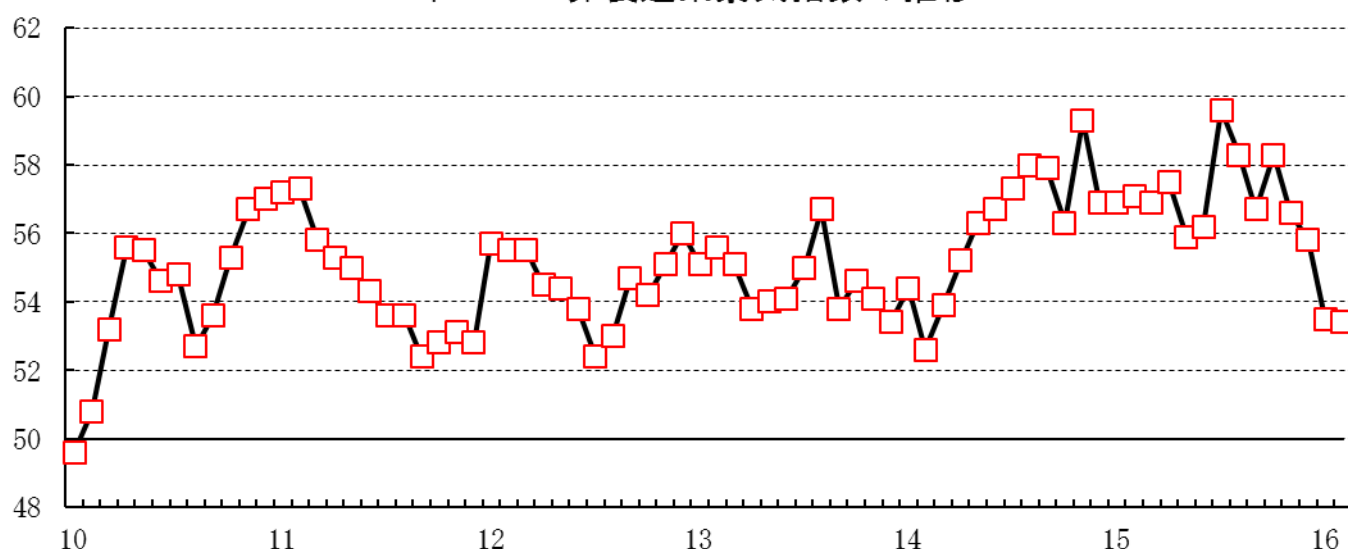
また、日本では個人消費が引き続き低迷しているうえに、輸出も海外経済鈍化の影響で足を引っ張る要因となっており、牽引車不在の状態が続いている。

【米国】

米ISM製造業景気指数の推移

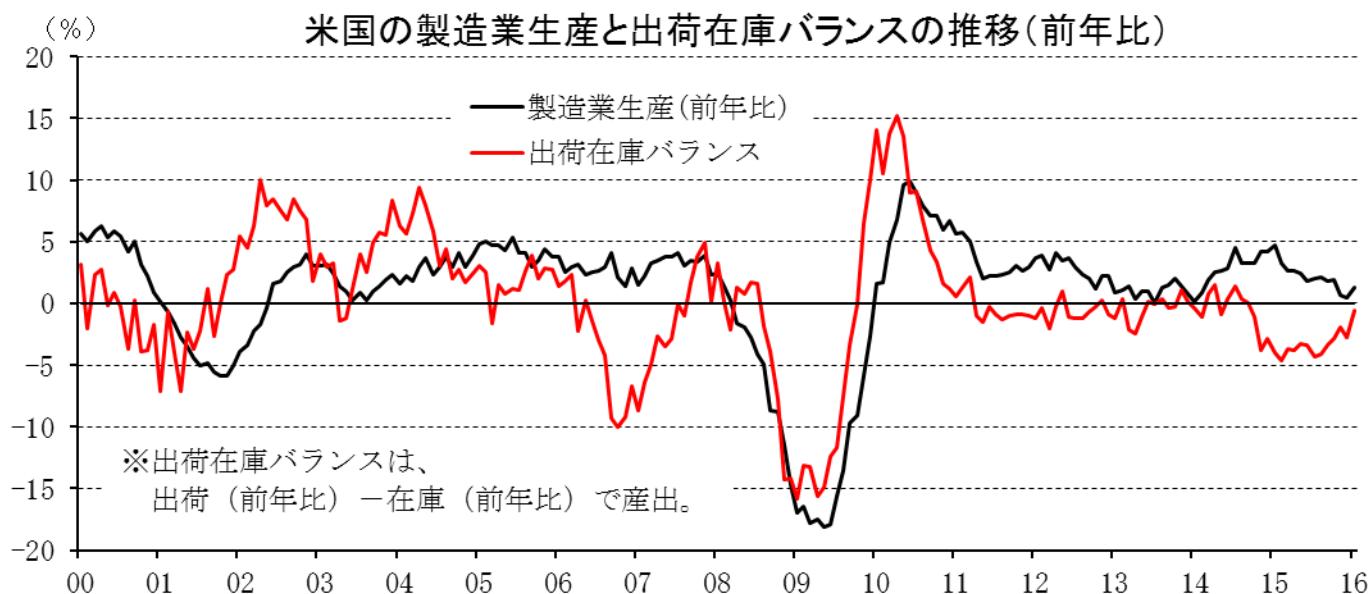
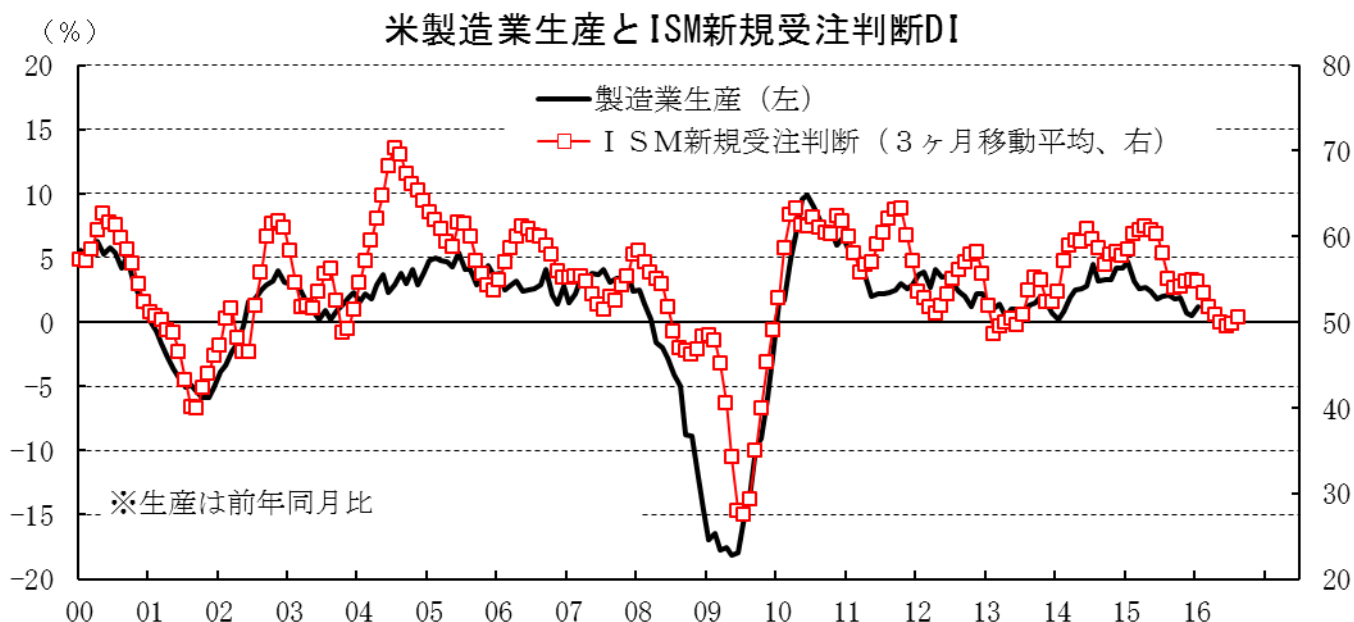


米ISM非製造業景気指数の推移



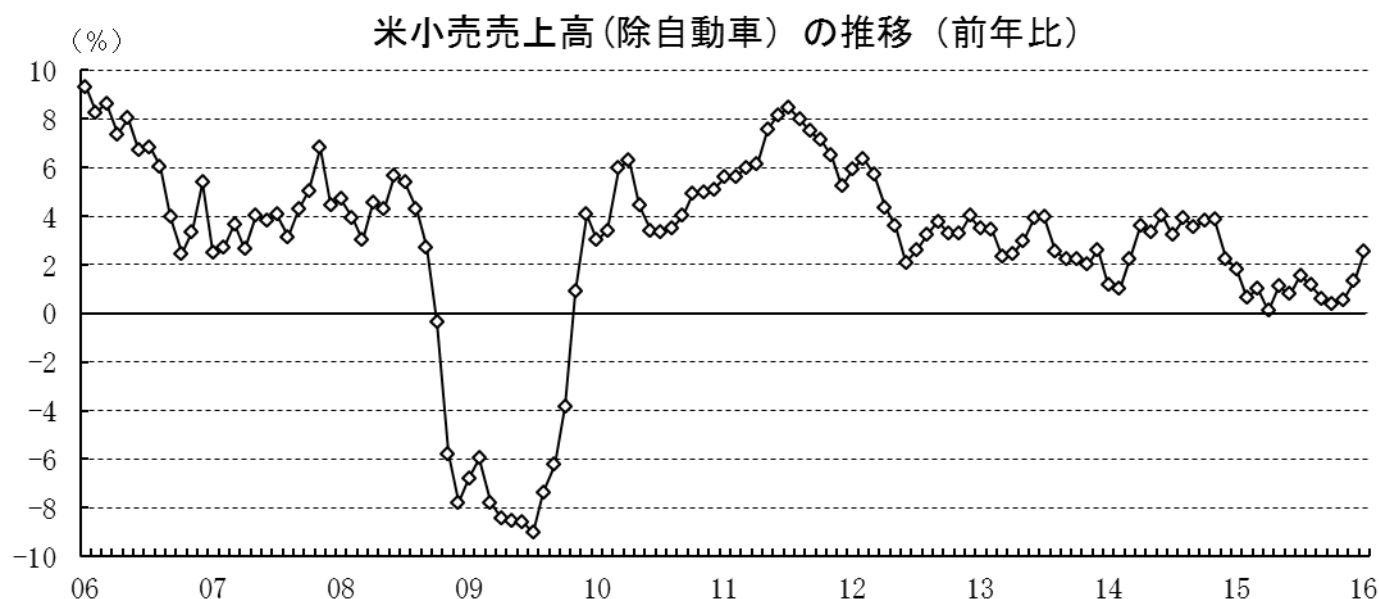
米国企業の景況感は、非製造業が鈍化しているものの引き続き判断基準の分かれ目となる50を上回っている一方で、これまで鈍化基調が目立っていた製造業では底入れの動きがみられる。

ISM製造業景況指数は、2月には49.5ポイントと5ヶ月連続で判断基準の分かれ目となる50を下回ったものの、12月の48.0ポイントを底に2ヶ月連続で改善した。製造業の景況感悪化は在庫調整に起因していると判断されるが、ここへきて在庫判断DIが低下している一方で、生産判断DIや新規受注判断DIといった生産活動に直結する判断項目が2ヶ月連続で50を超えてきている。総じて見れば、米生産活動は早晩回復へと転じると見込まれる。



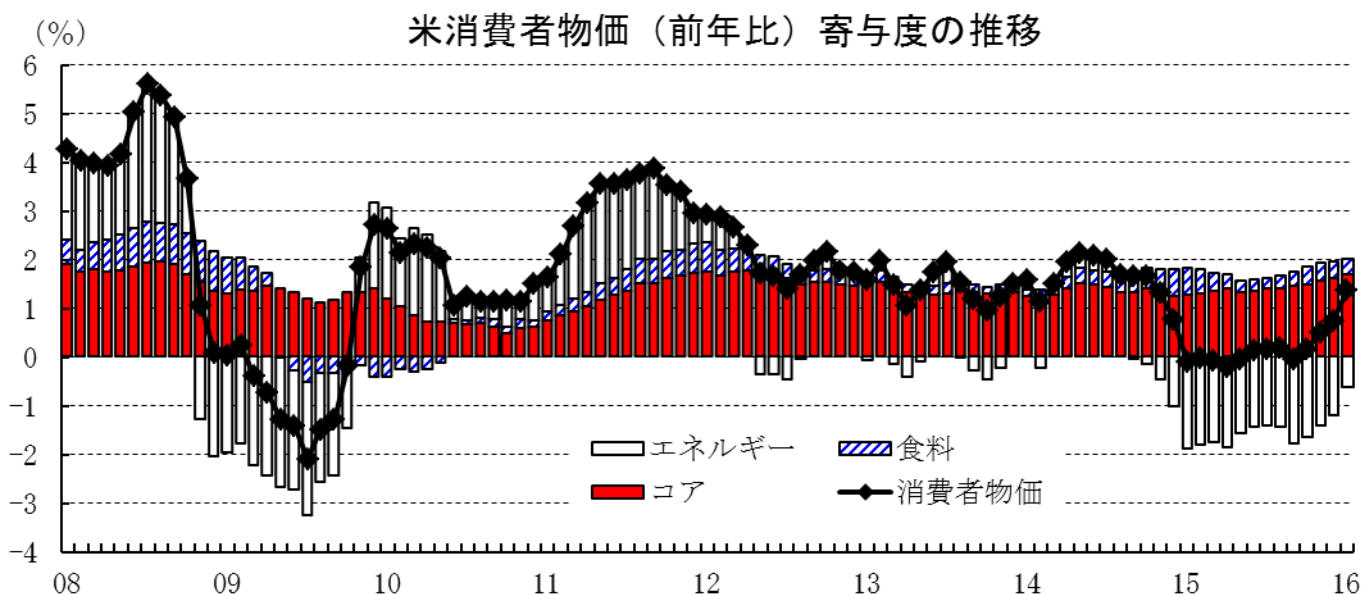
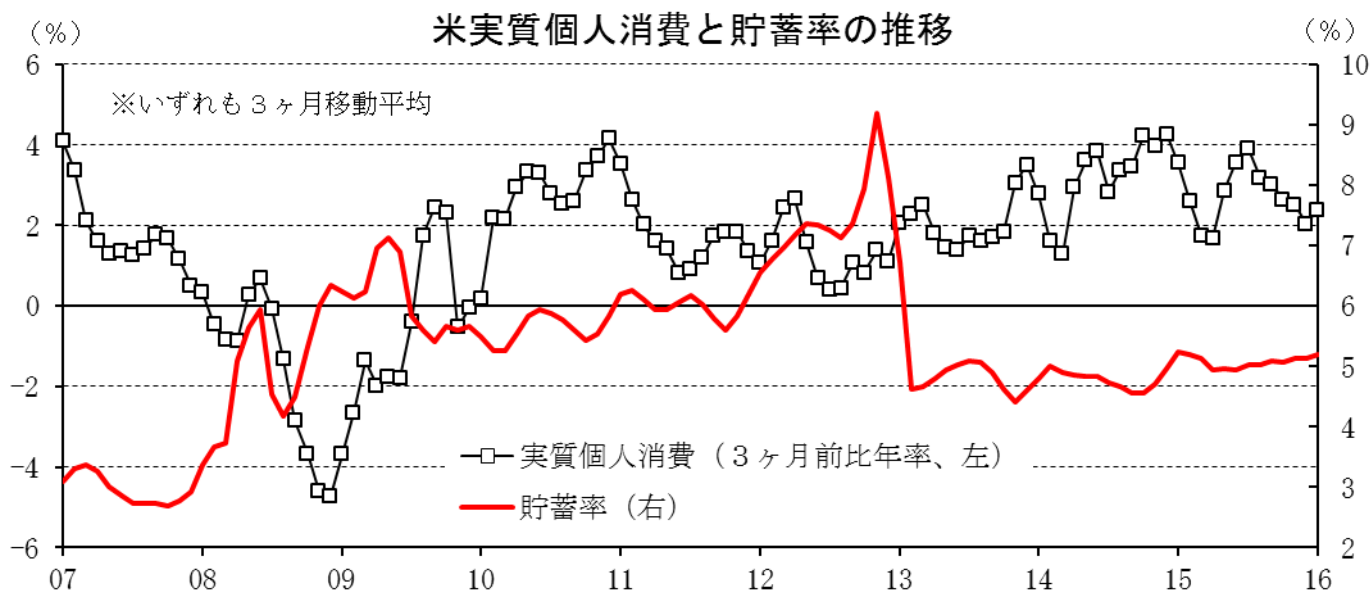
米国の生産活動に半年程度先行するISM製造業新規受注判断DIは、2月には51.5ポイントと前月対比横ばい、2ヶ月連続での50超えとなった。月ごとの振れが大きいため3ヶ月移動平均値で見ると、12月を底に水準が持ち直しており、2月には4ヶ月ぶりに50を超えた。このことは、2016年半ばには製造業生産の伸びが前年対比で改善に転じることを示唆している。前月対比の動きでみれば、春頃から加速気味に推移すると予想される。

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)、ここへ来て急速にマイナス幅が縮小、在庫調整がほぼ完了していることを示している。消費の失速などが回避されれば、2016年1～3月期中には在庫調整はほぼ完了し、遅くとも年半ばには米生産活動は再び加速局面に転じると予想される。



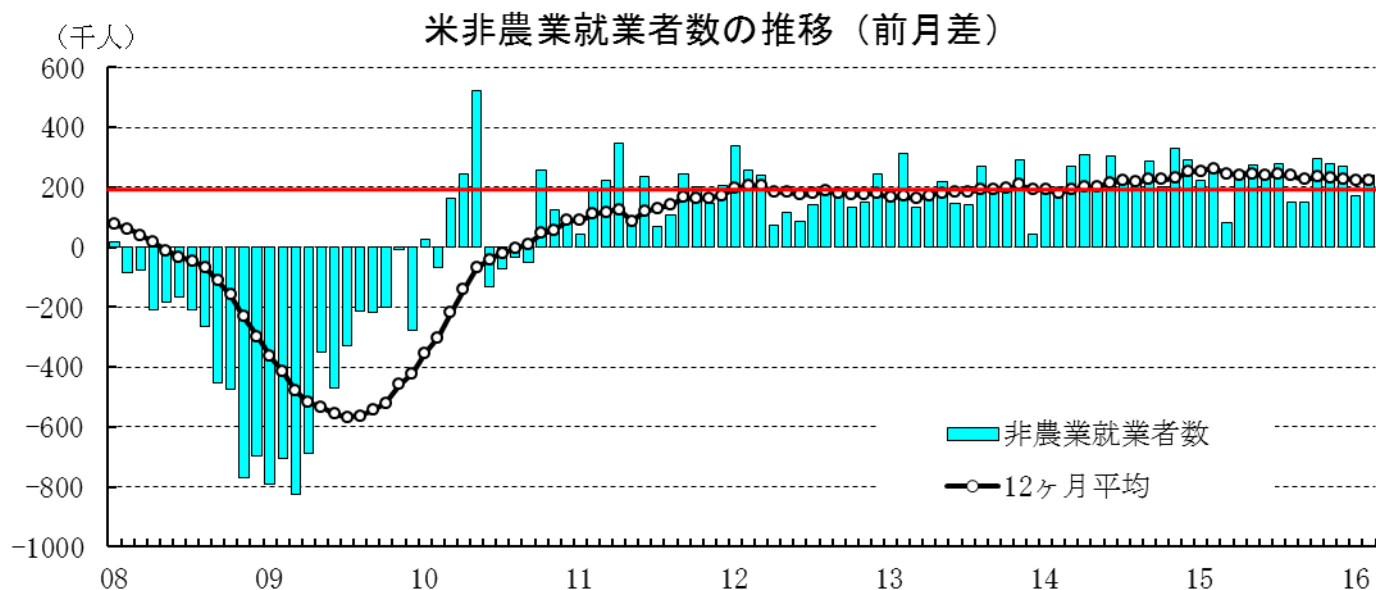
米小売売上高は昨年8～10月にかけて伸び悩んだものの、11月以降は前月比で+0.2%以上の伸びを維持しており、好調さを取り戻した格好となった。背景には、好調な雇用・所得環境が挙げられ、所得に支えられた消費主導による自律的な景気回復軌道にあることを示唆している。

自動車販売台数は、昨年12月以降は1,800万台を下回っているものの、1,750万台と歴史的な高水準を維持している。12月には利上げが実施されたものの、金利水準自体は引き続き低く、自動車販売抑制には繋がっていない。今後も、好調な所得環境と、歴史的にみれば低い金利水準に支えられて、自動車販売台数は高水準での推移がしばらく続くものと予想される。



米国の実質個人消費は、1月には前年同月比+2.9%となった。昨年10月以降、前年対比伸び率は2%台後半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。所得が消費を支える形が続いており、消費が好調に伸びる中でも貯蓄率は5%台で改善傾向を維持している。

米国の物価は、ここへきて上昇ペースが加速し始めている。消費者物価上昇率は、1月には前年同月比+1.4%と、2014年10月以来の高い伸びとなった。主因は、エネルギー関連価格のマイナス幅が縮小していることで、背景には昨年の原油価格の安定が挙げられる。2015年前半には原油価格の大幅下落でエネルギー関連価格のマイナス幅が急拡大したことからの反動もあり、今後も物価の上昇率は拡大していく公算が大きい。ただし、原油価格は年明け後に一段水準を切り下げており、エネルギー価格が物価押し上げに寄与することはしばらく見込み難い。一方で、エネルギーと食料品を除いたコアベースの物価上昇率も徐々に加速している。コアベースの前年対比上昇率は1月で+2.2%と、2012年6月以来の高い伸びとなった。FRBが注目している個人消費デフレーターでも上昇加速傾向は確認されており（総合：前年比+1.3%、コア：同+1.7%）、今後の動向が注目される。



2月の米雇用統計では、非農業就業者数は前月差+24万2千人となった。1月は好不調の分かれ目といえる+20万人を下回ったものの、単月毎の振れを除いた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23ヶ月連続して20万人超えを記録している。

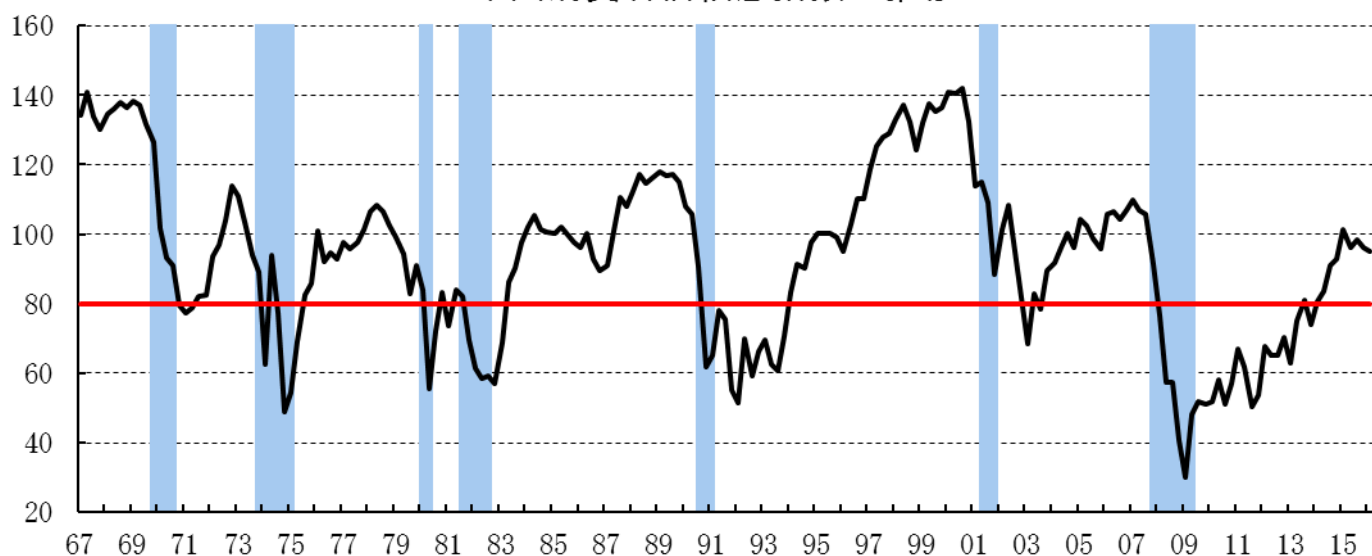
好調な雇用拡大を背景に、失業率は1月、2月と2ヶ月連続して4.9%と、2008年2月以来の低水準にまで低下した。米国では、自然失業率が5%程度とされており、極端な人手不足状態に入っていると考えられる。これを裏付けるように、ここへきて労働参加率が改善傾向を辿り始めた。賃金など労働条件が改善し始めたことで、これまで職探しを見送ってきた失職者が、求職活動を行い始めたと考えられる。

なお、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。

米時間あたり賃金の推移（前年比）



米国消費者信頼感指数の推移

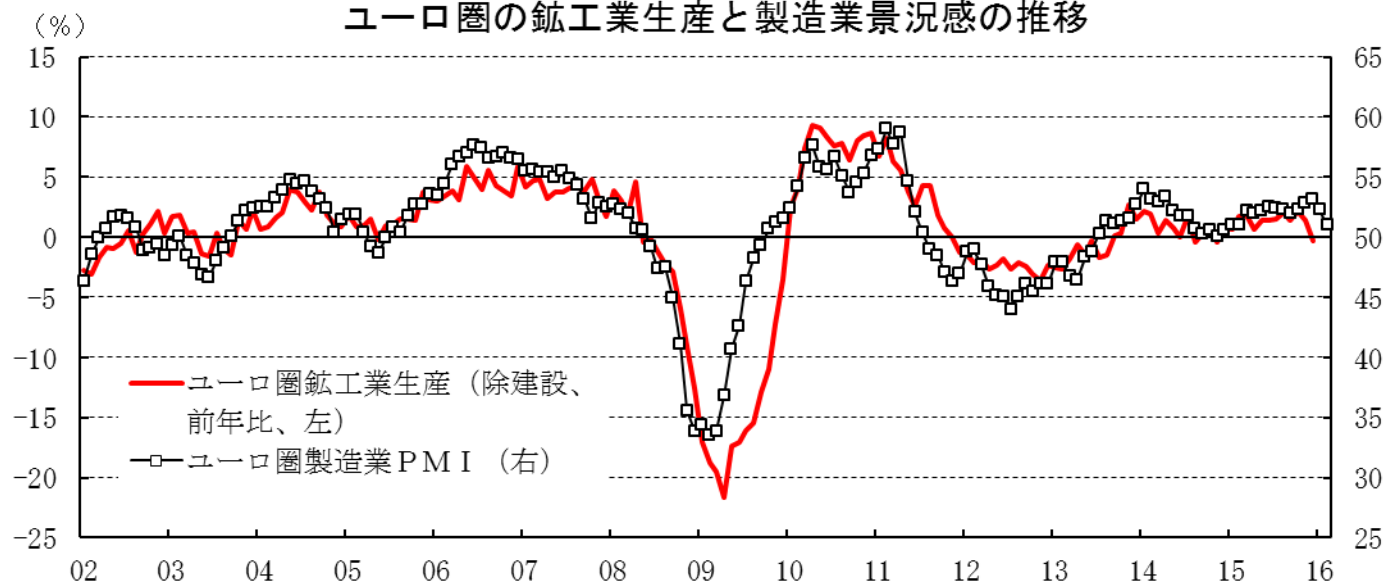


米国の時間あたり賃金（非農業部門）は、2月には前年同月比+2.4%の上昇となった。2ヶ月連続で伸び率は鈍化しているが、趨勢的にみれば上昇ペースはジワリと速まる傾向にある。今後は、①失業率が4.9%まで低下して米経済が完全雇用の状態にあること、②在庫調整が完了すると、賃金水準の高い製造業での雇用が回復して平均賃金水準を押し上げること、といった点を勘案すれば、賃金上昇率は徐々に加速していく公算が大きい。

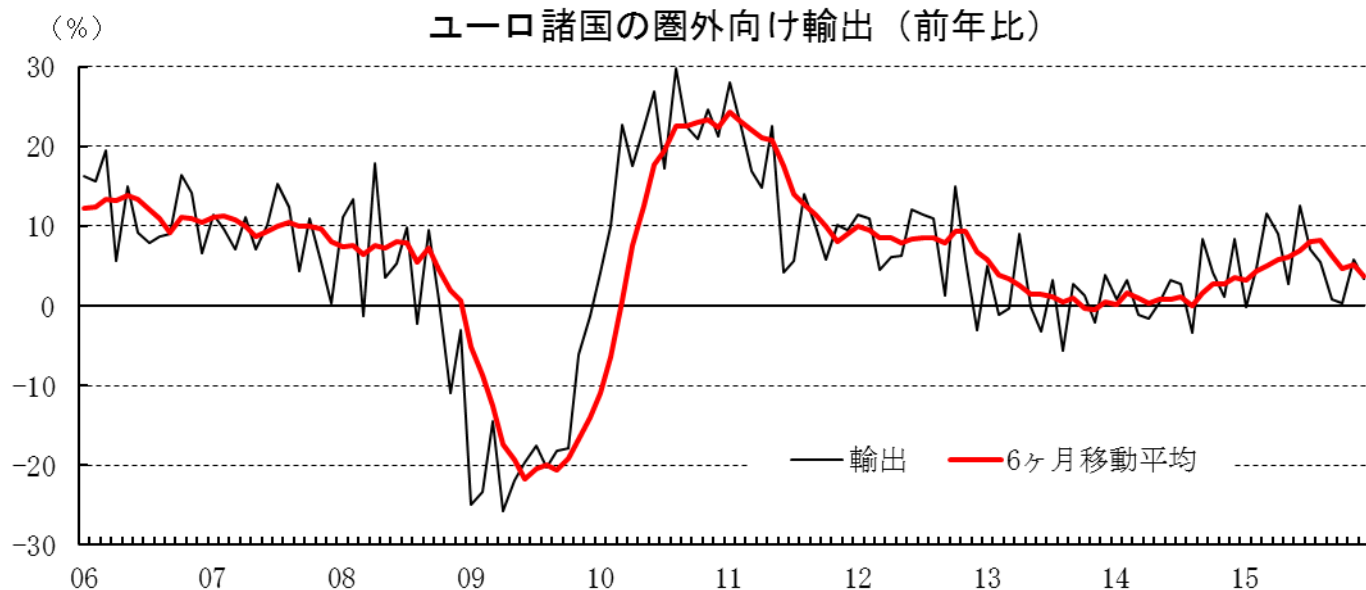
消費者の景況感を示す消費者信頼感指数は、2月には92.2ポイント3ヶ月ぶりに前月対比低下した。しかし、引き続き消費加速の分水嶺となる80ポイントを大きく上回った水準にあり、歴史的に見ても消費者の景況感が高い水準にあるといえる。今後については、雇用環境が良好なことから、現状水準での推移が続くものと見込まれる。

【欧州】

ユーロ圏の鉱工業生産と製造業景況感の推移

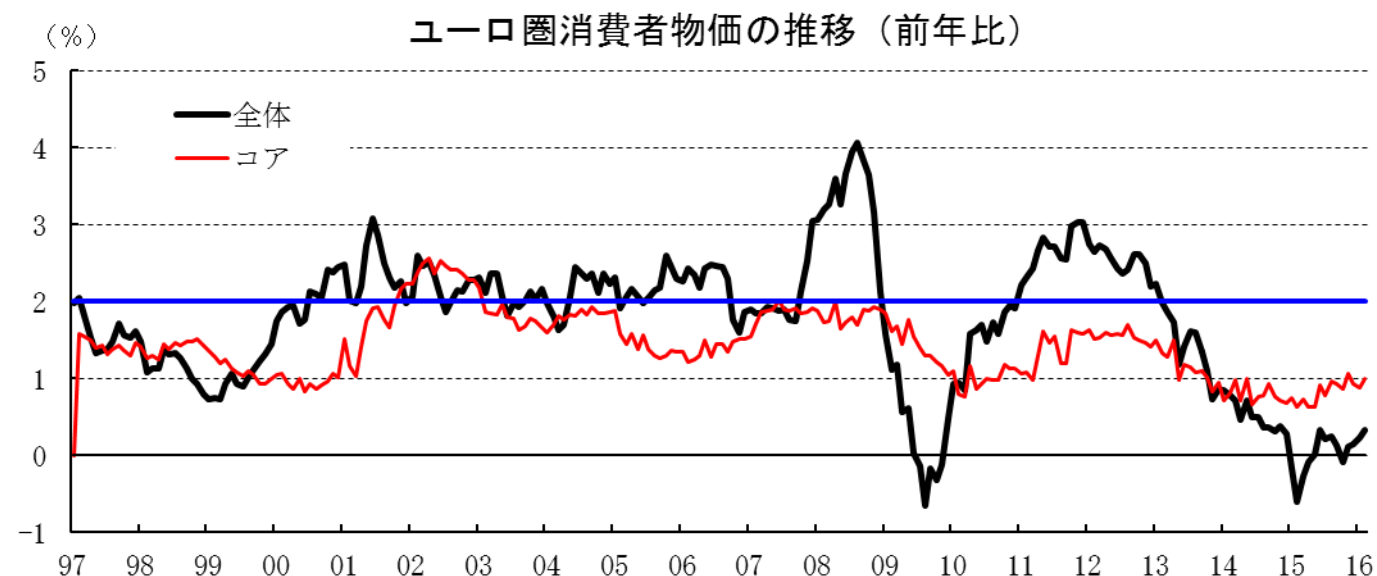


ユーロ諸国の圏外向け輸出（前年比）



ユーロ圏の鉱工業生産は、15年12月には前年同月比▲0.3%と14年11月以来となる前年割れを記録した。前月比では2ヶ月連続のマイナス。また、ユーロ圏製造業PMIは2月には51.0ポイントと15年2月以来の低水準に低下した。ここへきて、製造業景況感と生産活動がともに低下しており、製造業を取り巻く環境に急ブレーキがかかったような格好となっている。ただし、1月のドイツの鉱工業生産は前月比+3.3%と高い伸びを記録しており、一本調子に失速しているわけではない。当面は、内外需の動向次第ではあるものの、減速傾向が継続的なものになるかどうかを判断する材料として、とくに在庫の動向に注目したい。

圏外向けの輸出は、15年12月には前年同月比+3.4%となった。地域別にみると、米国向けが引き続き前年対比+10%前後の伸びを維持して牽引しているほか、中国向けが足を引っ張ってはいるものの、アジア全域向けでは前年対比でプラスの伸びを維持しており、ユーロ安を背景に総じてみれば底堅く推移している。

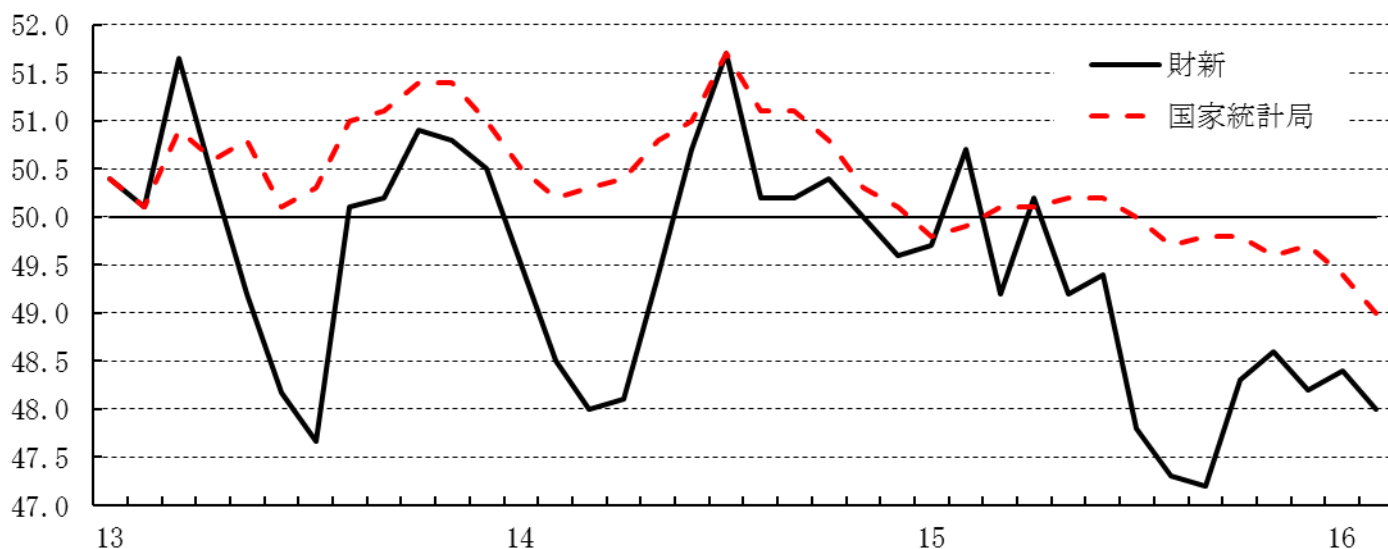


ユーロ圏の実質小売上高は、1月には前年同月比+2.0%と引き続き堅調な伸びが続いている。季節調整値でみた前月対比伸び率も、直近2ヶ月で+0.6%、+0.4%と高めの伸びを記録した。原油安や金利低下の効果もあって、域内個人消費は今後も堅調な推移が見込まれる。

ユーロ圏の消費者物価は、2月には前年同月比+0.3%と2ヶ月連続で伸び率は拡大したものの、引き続きECBの政策目標である“2%を上回らない程度でなるべく2%に近い”状態からは大きく乖離した格好となっている。原油安による影響が大きいとはいえ、低い物価の伸びが長期化することでデフレインドが顕在化するリスクもあり、ECBは3月に追加緩和を実施すると予想されている。

【中国】

中国の製造業PMIの推移



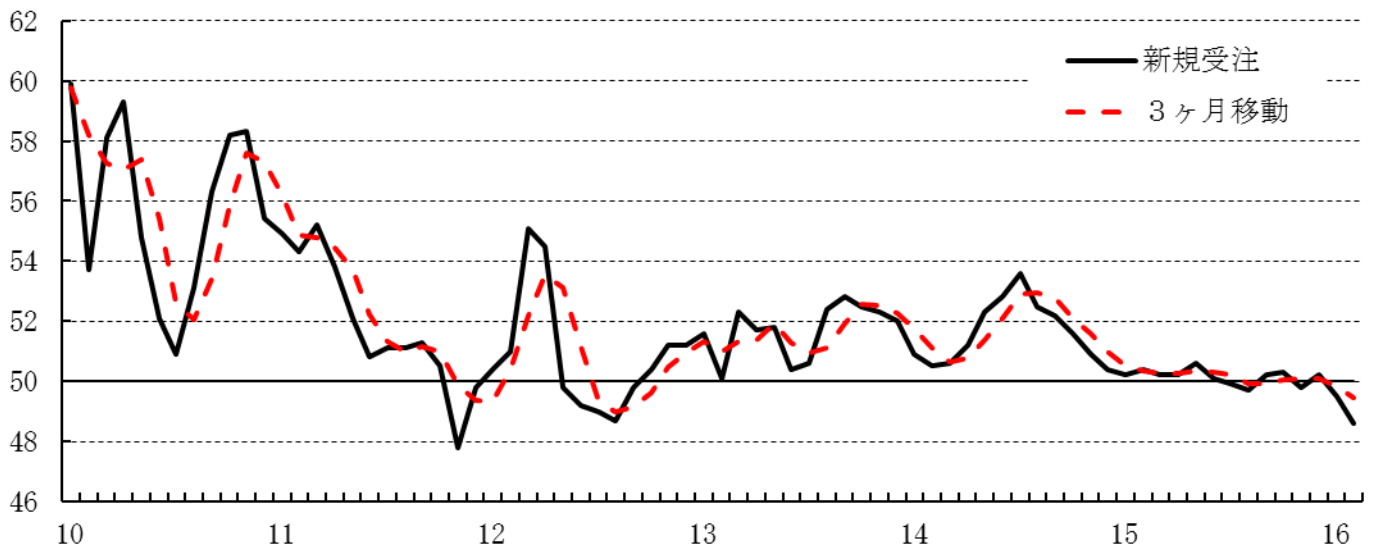
中国の電力消費量の推移（前年比）



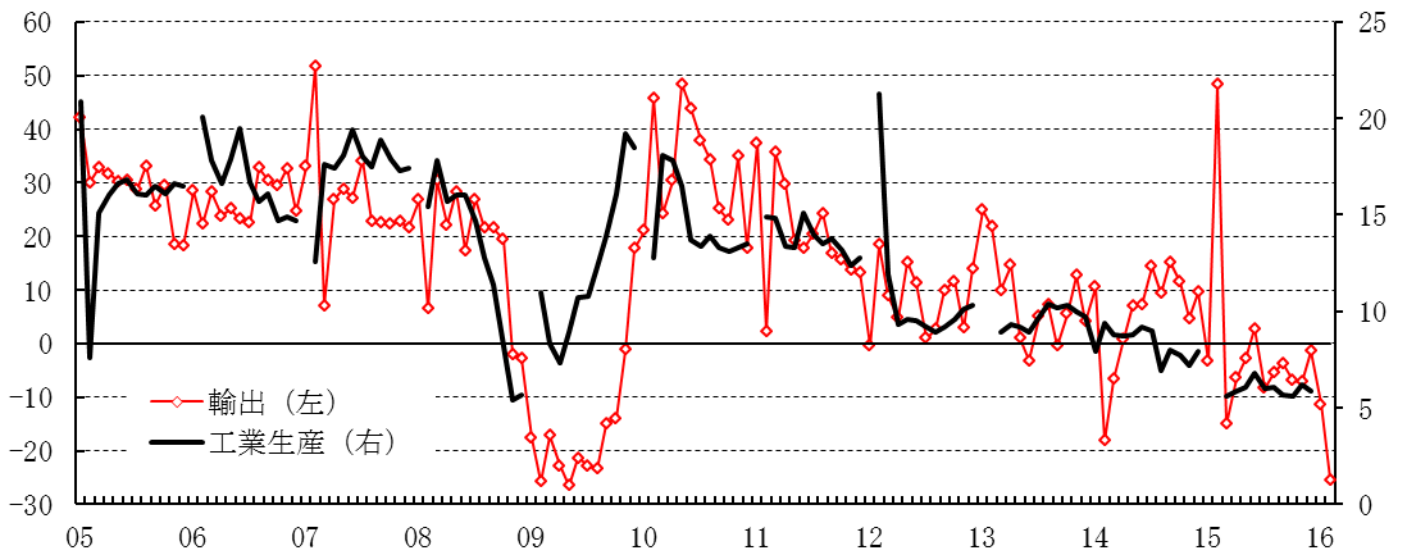
中国の製造業PMIは、大企業が調査対象の中心となる国家统计局ベース、中小企業の調査ウェイトが相対的に高い民間企業の財新ベースともに2月に悪化した。それぞれ判断基準の分かれ目となる50を下回っており、製造業分野での調整が続いていることを示唆している。

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12月に前年同月比▲2.1%と、15年3月以来の低い伸びを記録した。引き続き、生産を中心に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

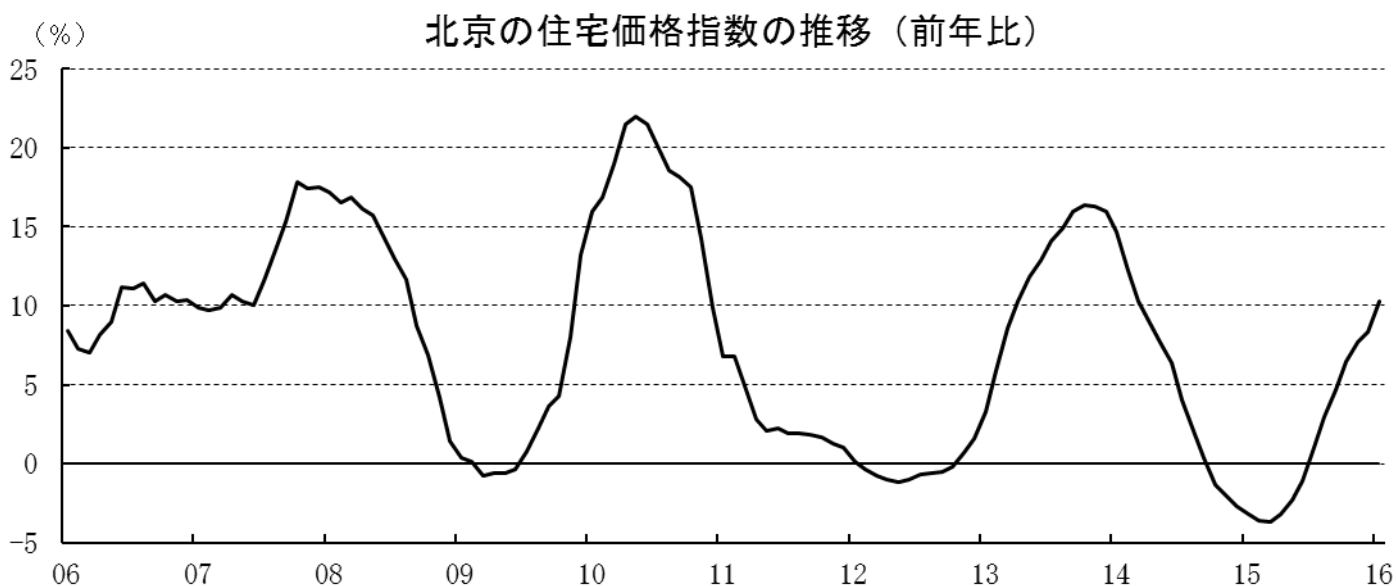
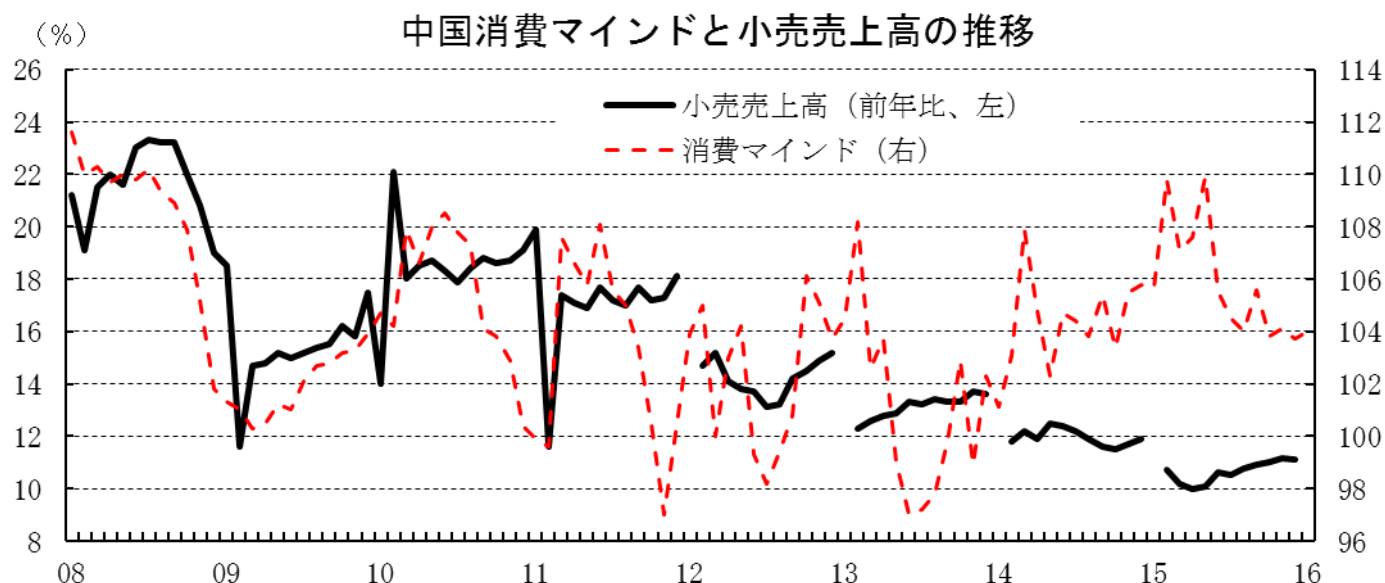


中国の工業生産と輸出の推移（前年比）



中国国家統計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、2月には48.6ポイントと2011年11月以来の低水準にまで低下した。同D Iは生産活動の先行指標にあたるため、年明け後も生産活動の減速傾向が続く可能性が高いことを示唆している。

とくにここへきて足を引っ張っているのは輸出で、2月には前年同月比▲25.4%と2009年5月以来の大幅落ち込みを記録している。地域別にみると、景気の低迷が続いているアジア向けはもとより、米国や欧州向け輸出もそれぞれ前年水準を20%下回る結果となった。もっとも、中国の輸出品は消費財が多く、消費が好調さを保っている米国向けの輸出が大幅に落ち込むことは実勢にそぐわない印象で、春節による大型連休の影響によって下ぶれている側面もあるものと判断される。

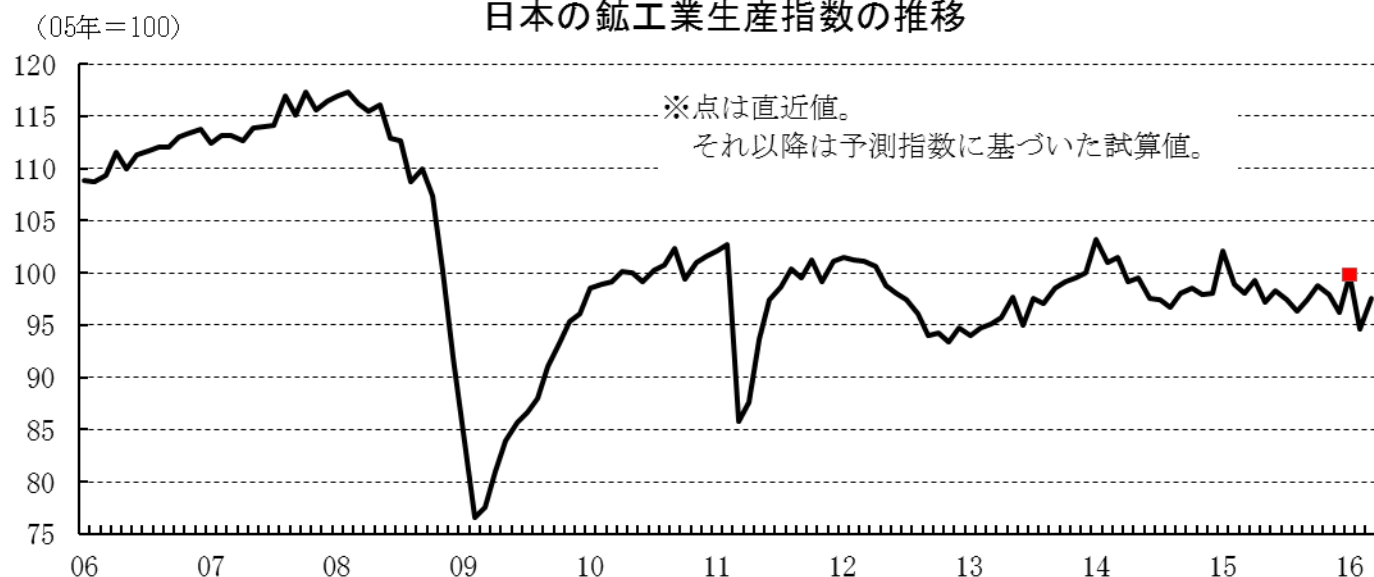


中国の小売売上高は12月に前年同月比+11.1%と、株安などの悪環境にもかかわらず引き続き堅調に推移していることが示された。自動車減税の効果もあって、自動車販売も高水準での推移が続いている。

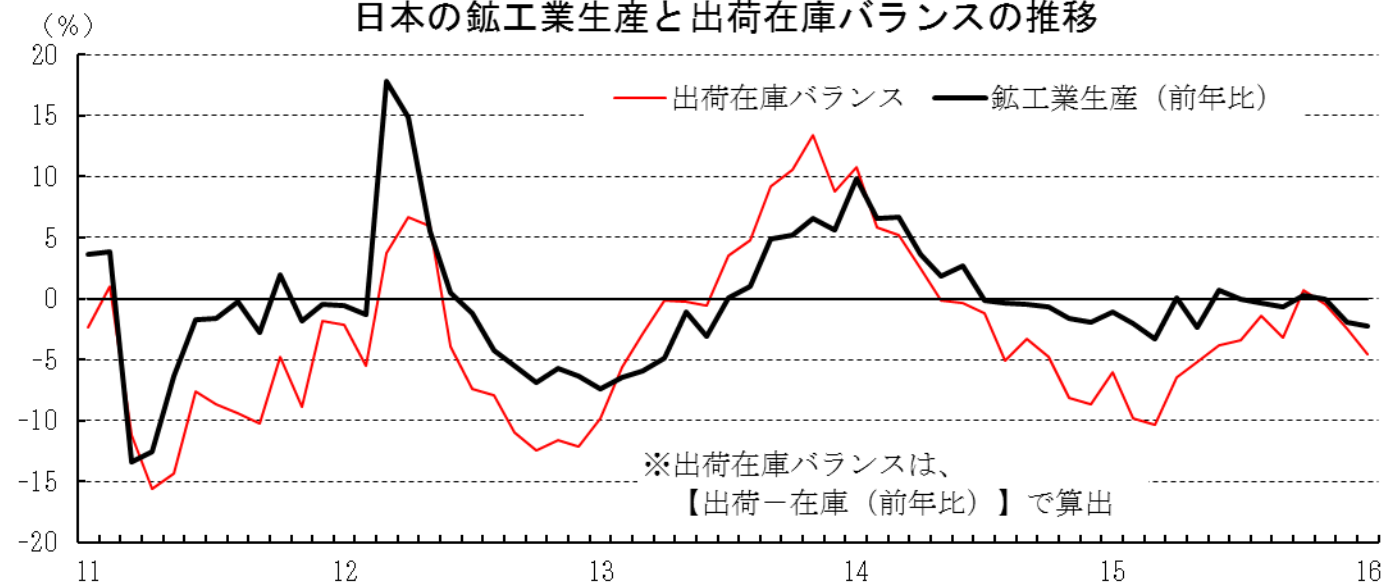
中国の不動産市況の先行指標となる北京の住宅価格は、1月に前年同月比+10.3%と2014年3月以来の高い伸びを記録、引き続き順調な回復傾向を辿っている。

【日本】

日本の鉱工業生産指数の推移



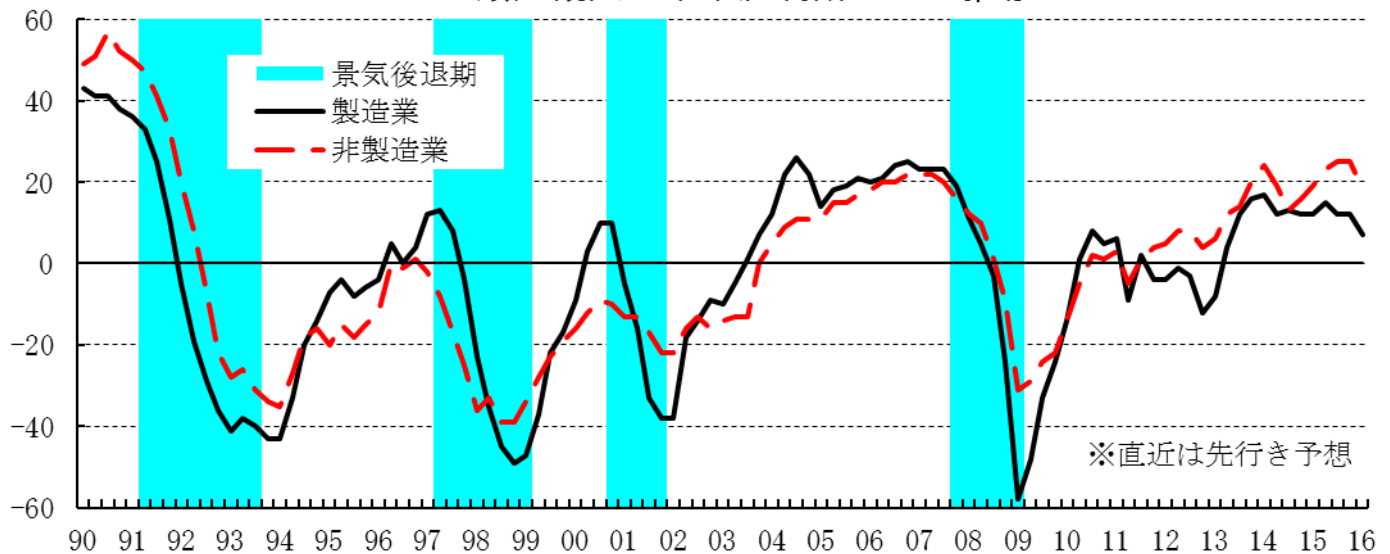
日本の鉱工業生産と出荷在庫バランスの推移



日本の1月の鉱工業生産指数は、前月比+3.7%と3ヶ月ぶりに前月対比上昇に転じた。ただし、前年対比の伸び率では▲2.3%と2ヶ月連続での前年割れを記録、生産活動の調整局面は継続していると判断される。

調整の背景となっている在庫調整圧力を出荷・在庫バランス（出荷の伸びから在庫の伸びを引いたもの）でみると、15年10月には一時的にプラスに転じたものの、その後は再びマイナスに転じ、その幅も拡大傾向にある。主因は、消費や輸出の低迷で出荷が落ち込んでいることにある。生産を抑制することで過剰在庫の解消に向かっているものの、出荷が伸びない限りは生産の回復も見込めない環境が続いている。

日銀短観大企業業況判断D Iの推移

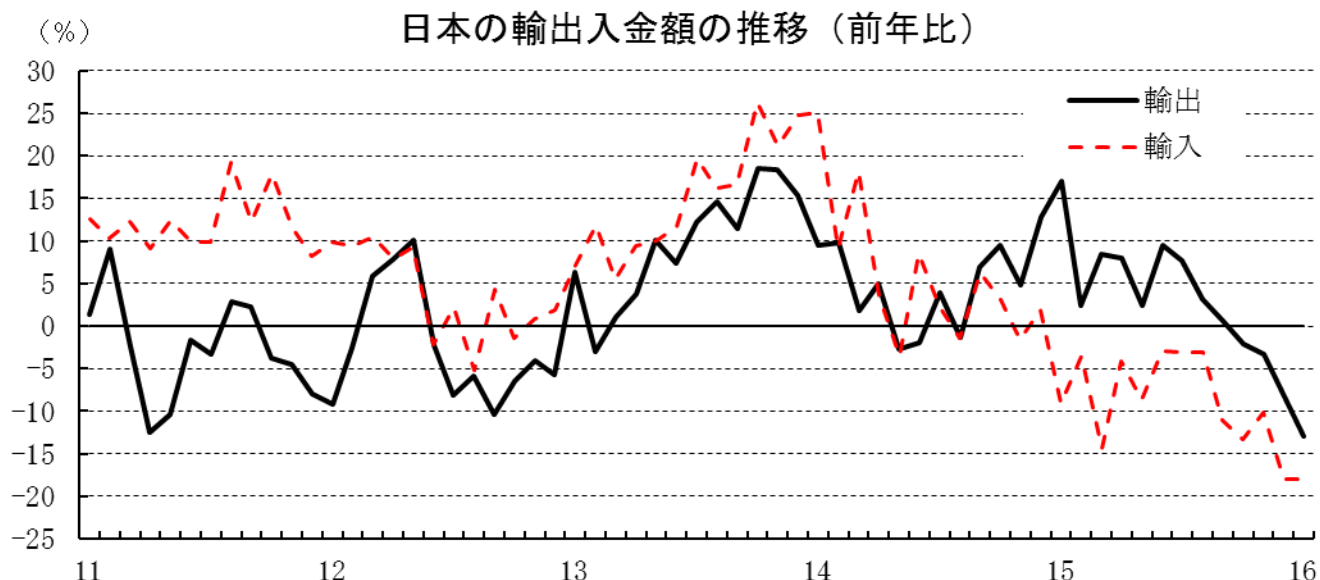


機械受注(船舶電力を除く民需)の推移



2015年12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、前期（3ヶ月前）から横ばいとなった。先行き判断D Iは+7ポイントと小幅悪化にとどまっている。もっとも、年明け後の市場環境の悪化、とくに円高の急伸もあり、4月に発表される3月調査の短観では先行き判断D Iを下回る実績になる可能性が高い。一方、非製造業の業況判断D Iは+25ポイントと、こちらも前期対比横ばいとなった。

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、秋以降は底堅い推移が続いている。在庫調整に伴って生産活動の抑制が続いているものの、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。

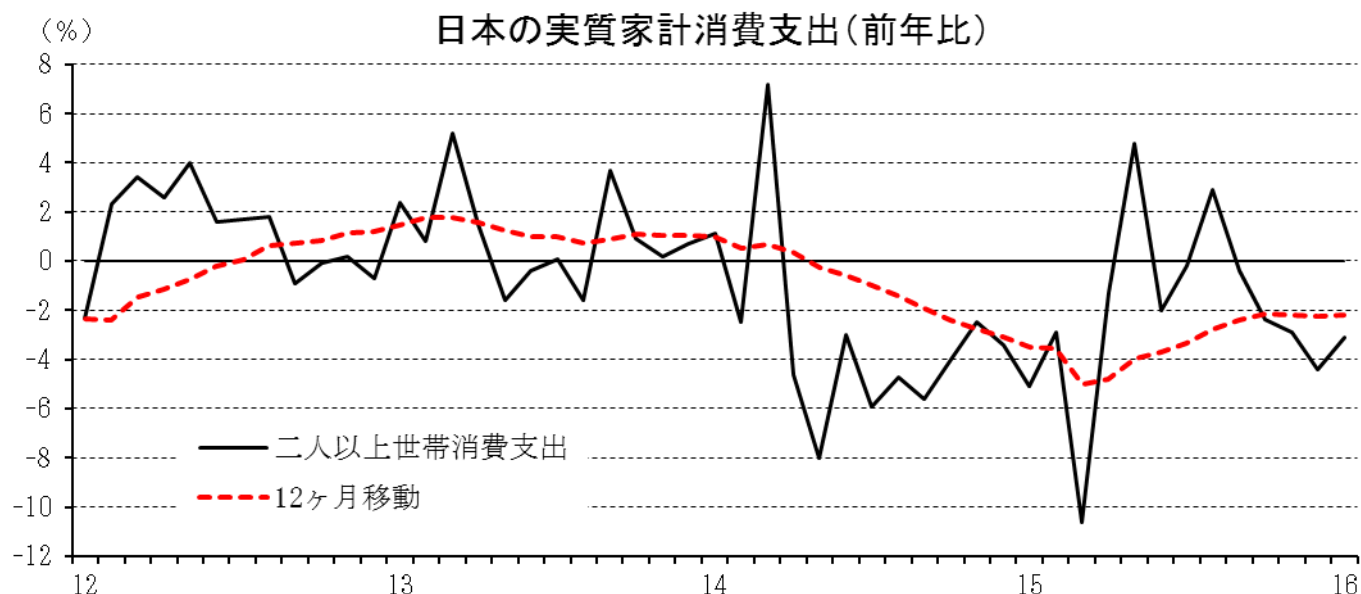


日本の輸出金額（円ベース）は、1月に前年同月比▲12.9%と、2009年9月以来となる大幅マイナスを記録した。前年水準割れはこれで4ヶ月連続となる。円安に歯止めがかかったことで、円建てでの輸出金額押し上げ効果が一服したことが背景。一方で、原油価格の下落や内需の伸び悩みを背景に輸入は同▲18.0%と5ヶ月連続での二桁マイナスの落ち込みとなった。

輸出の実勢を示す輸出数量指数も、引き続き低迷が続いている。1月には前年同月比▲9.1%と7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9ヶ月連続で前年割れと落ち込みが続いている。ここへきて、製造業の在庫調整から米国では設備投資がマイナスとなっており、日本の米国向け主力輸出品である資本財輸出が足を引っ張っている。

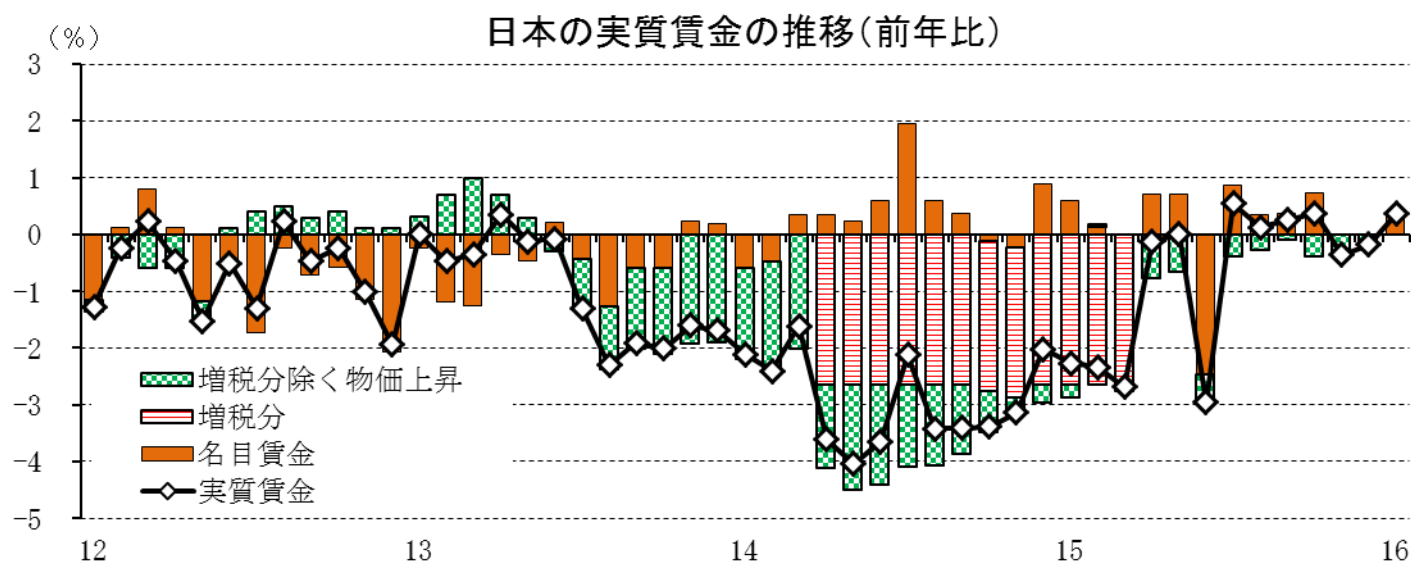
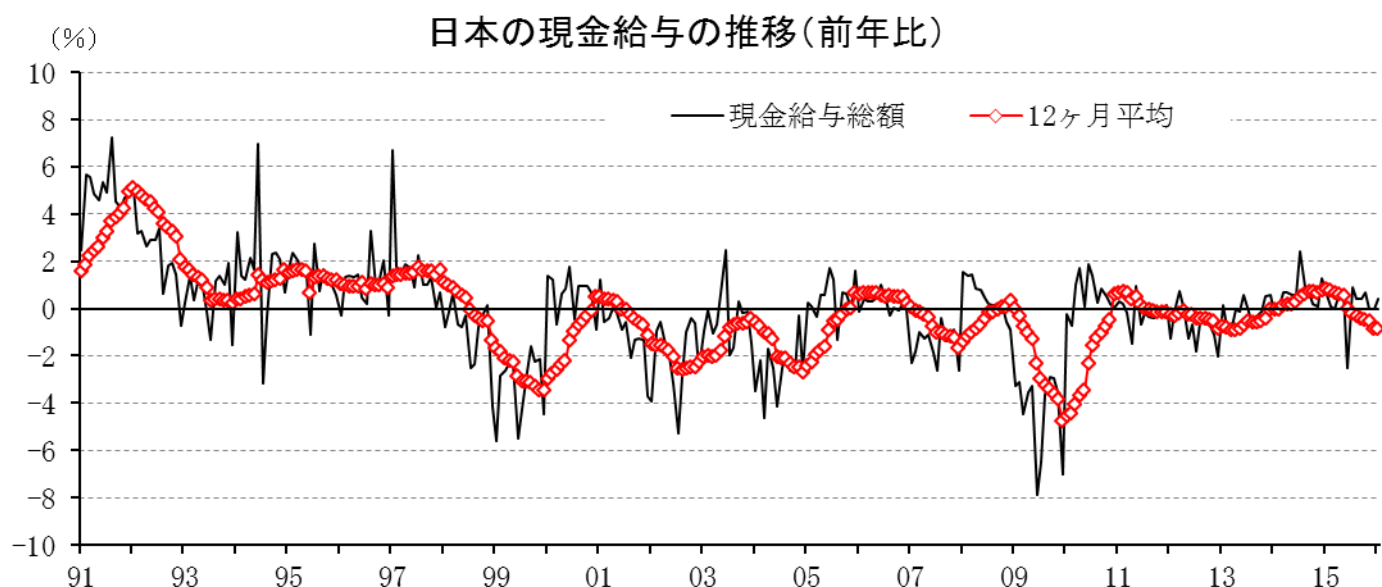
今後は、米国の在庫調整が順調に進展していることから、年後半には米国向け輸出は持ち直しに転じると見込まれる。アジア地域向け輸出については、中国で2兆元に及ぶ景気対策が実施されることで、年後半には中国向けを中心に回復に転じる公算がある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



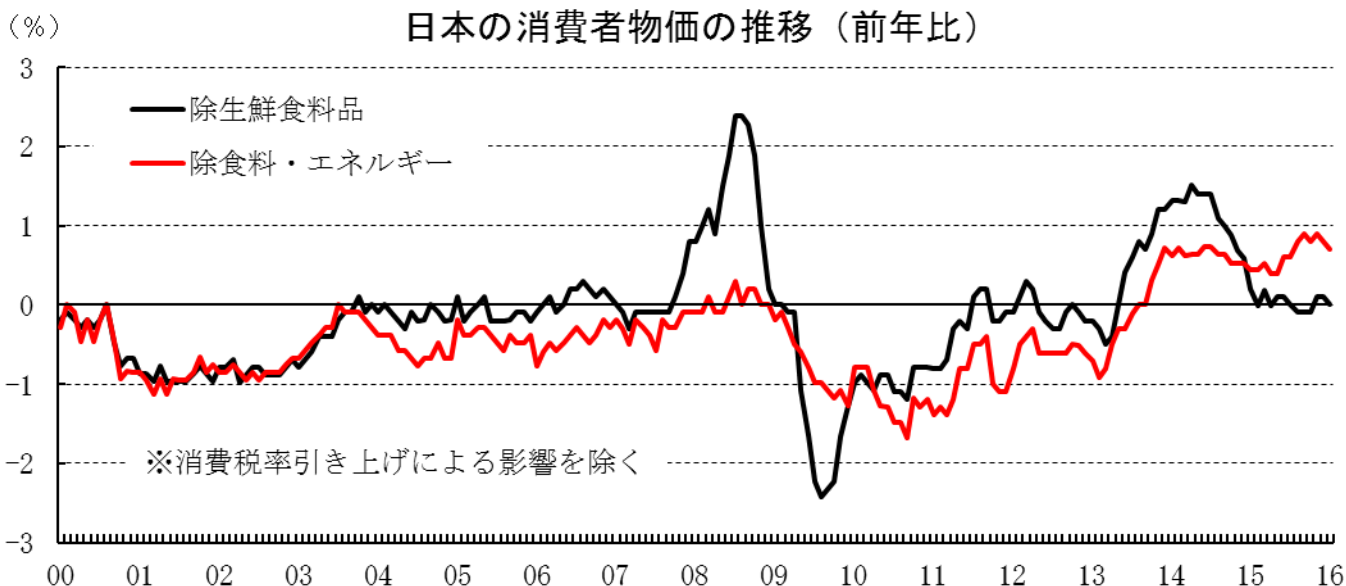
日本の実質家計消費支出(二人以上世帯)は、1月に前年同月比▲3.1%と5ヶ月連続での前年割れとなった。家計調査統計で見る限りは依然として日本の消費は低迷が続いているといえる。

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)でも、昨秋以降消費の水準が低下していることが示されており、2014年4月の消費税率引き上げ後の消費の回復が遅れていることが明らかとなっている。



1月の日本の現金給与総額は、前年同月比+0.4%となった。昨年春闘を受けて、所定内給与が堅調に推移知っていることが、現金給与の底堅さに繋がっている。

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、底堅い推移が続いている。2015年11月、12月は小幅マイナスとなったものの、1月には再び前年水準を上回ってきた。原油価格の下落や円高進展もあり、当面物価の伸びは限定的なものにとどまると考えられ、実質賃金の底堅い推移はしばらく続こう。このため、消費が一段と失速する事態は想定しにくい。



1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0.0%となった。2014年半ば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物価伸び率の押し下げ要因となっている。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、1月には同+0.7%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ものの、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。

消費者の景況感を示す消費者態度指数は、2月には40.1ポイントと2ヶ月連続で低下、水準も2015年1月以来となった。年初来の市場環境の悪化や、日銀によるマイナス金利政策による預金不安などが影響した可能性がある。

【トピックス1：原油価格動向について】

WTI原油先物価格の推移(日次)



(万バレル) 世界の原油生産量の推移



(基) 米国の石油採掘稼働リグ数の推移



年初来の市場混乱要因の一つに、原油価格の著しい下落が挙げられる。中国を筆頭に、世界的な在庫調整圧力の高まりから生産活動が鈍化、原油需要が伸び悩む一方で、原油の生産量が一方的に拡大したことで需給が悪化、原油価格の下落に繋がった。

通常、原油価格の下落は原油消費国にとって景気の押し上げ要因になるため、株価には上昇要因ともなる。しかし、今局面では産油国の収入が大きく減少して世界のマーケットに流れるオイルマネーが逆流（換金売り）したことと、これに乗じて投機筋などが原油と株の空売りを積極的に行ったことで、主要国を中心とした株価の大幅な値下がりにつながった。

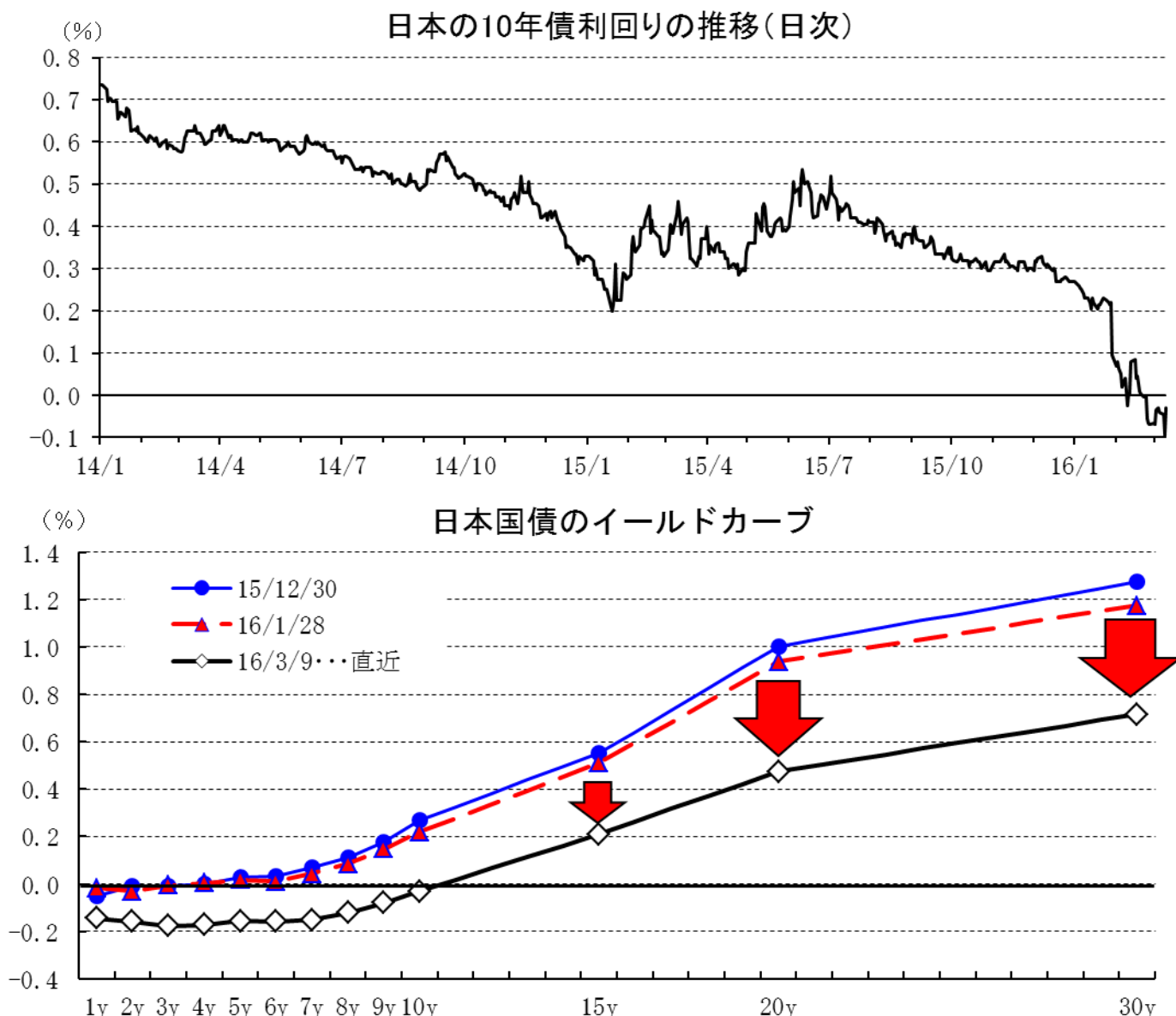
原油価格の下落に歯止めをかけるためには需給の改善が必要となる。2月16日にはサウジアラビアやロシアなど産油4カ国が、他の産油国が追随することを条件に増産凍結で合意したことで、供給増加による原油価格押し下げ圧力が軽減している。同合意の実効性には不安も残るものの、すでに米国シェールオイルは価格下落による採算悪化で生産量が減少している。また、経済制裁が解除されたことで増産余地が拡大したイランについては、同合意に賛同する可能性は低いものの、増産体制を整えるには時間がかかると見込まれる。したがって、供給拡大による原油価格押し下げ圧力は相当程度軽減しており、一旦は原油価格下落には歯止めがかかったと判断される。

原油価格の下値不安が後退することで、原油空売りによって収益を上げる期待値は低下するため、これまでのような〔原油空売り→原油安（＝株価下落圧力）→株空売り〕といった投機スタイルも沈静化が見込まれ、株価の安定に繋がるものと期待される。

ただし、これだけでは原油価格の上昇要因にはなり得ない。価格上昇には、供給面からみれば減産が必要となるが、現状では採算が悪化しているシェールオイルの減産分を見極める必要がある。一方、原油の需要サイドに目を転じると、米国では在庫調整が最終局面にあり、春頃からは在庫調整の完了に伴って生産活動が活発化してくると見込まれる。一方、中国についても2兆元の公共投資もあって生産活動の持ち直しが期待されることから、年央までには世界の原油需要は回復傾向を辿っていくと予想される。

原油価格（WTIベース）については、2月に2003年5月以来となる1バレル＝26.05ドルまで下落したものの、その後は徐々に持ち直している（3/9現在38.29ドル）。サウジなどの増産凍結という供給拡大懸念の後退に加え、米景気に対する期待や中国の景気対策による需要拡大期待が価格を押し上げていると判断される。3月に入ってからの上昇は4.5ドル（上昇率で13%）に達しており、やや期待先行によるところが大きい感是否めないが、趨勢的にみれば一段の下ブレリスクはかなりの程度低いといえよう。ただし、1バレル＝50ドルを超えるような水準では、採算性改善によって米シェールオイルの生産量が拡大する可能性が高くなるため、それ以上の上昇圧力は徐々に減衰しよう。したがって、年内は1バレル＝30～50ドルを中心とした価格帯での推移が見込まれる。

【トピックス2：日銀マイナス金利政策について】



日銀は1月29日に行われた金融政策決定会合で、マイナス金利付き量的・質的緩和政策への移行を決定した。これにより、日本の国債利回りは大幅に低下して10年債利回りまでがマイナスゾーンに達することとなった一方で、かつての“黒田バズーカ”の際のように、為替市場や株式市場に対しては目立った効果が現れていない。

量的緩和政策は、国債を年間80兆円買い取る政策が中心となるが、これにより国債の価格押し上げ（＝国債利回りの押し下げ）のほか、大量に円を供給することによる円安、あるいはインフレ期待押し上げが直接的な効果が期待される。また、質的緩和政策は、ETFやREITを買い取ることで、同資産を通じて株価や不動産価格の押し上げ効果が期待される。

これに対し、マイナス金利政策はあくまでも日銀当座預金に2月以降積み上げられる超過預金に課せられるものであり、銀行がこれを受け入れれば資金の変動はない。受け入れずに、該当資金を投資や融資に回す場合でも、資金需要に限界がある中では融資に多くが回るとは考えにくく、多くは投資に回ると考えられる。しかし、銀行の場合リスク性資産の投資ウェイトを必要以上に引き上げることは困難なこともあり、多くは

国債市場に流れざるを得ないだろう。このように考えれば、マイナス金利政策は間接的に銀行（日銀当座預金）から国債市場に資金が回る効果を生むことになる。これにより、国債利回りがマイナス圏にまで低下することで、金利低下による円安、あるいは株高という間接的な効果が得られる。ただし、効果把握までも間接的なものととどまるため、市場の大きな流れを抗うほどのインパクトはない。したがって、これまでのようなリスク回避的な動きが強い環境下では、円安・株高効果はほとんど無いと言っていいだろう。むしろ、プラス金利に対する魅力が増すため、安全性の高いプラス利回り資産に資金が集中しやすい環境はしばらく続こう。実際、国債市場では10年を超えるゾーンの国債利回りのプラス幅が急低下している。

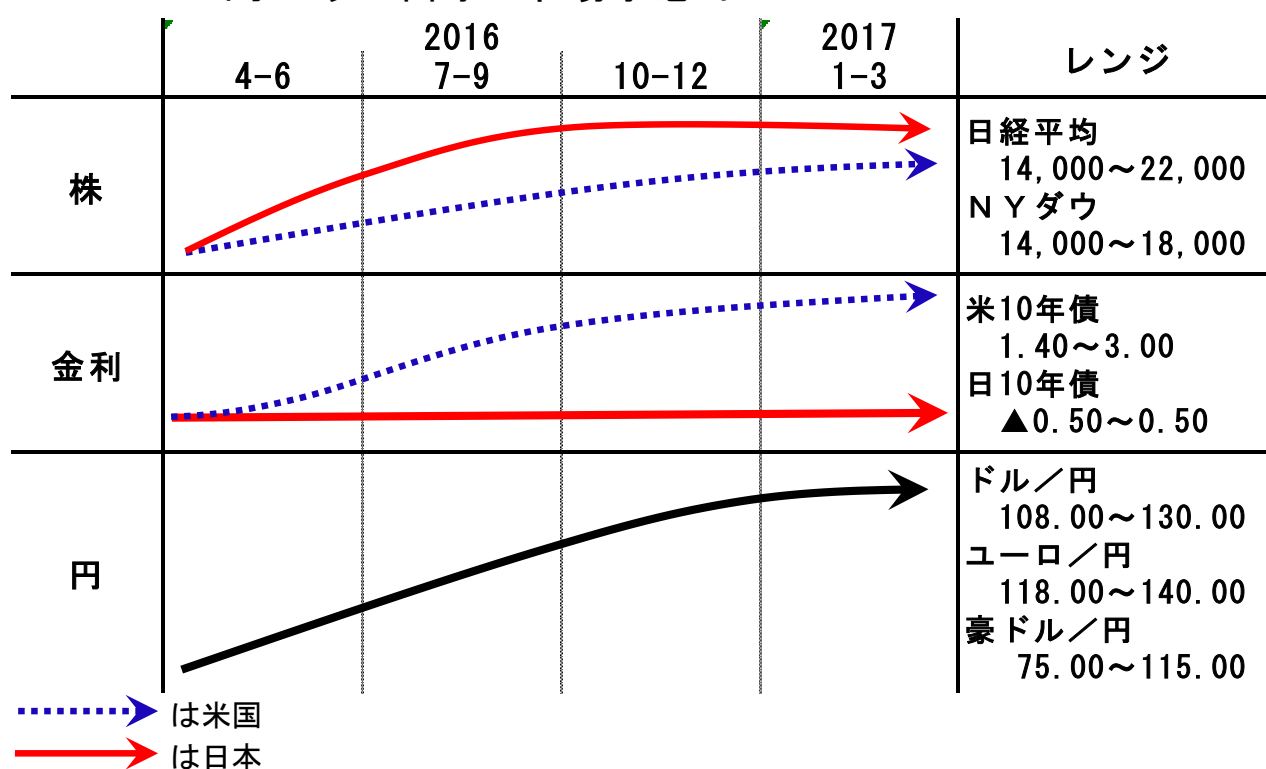
資金の流れからみれば、リスク性資産への投資ウェイトに制限のない個人や企業などが保有している銀行預金や国債からは、リスク性資産への投資や、設備投資などに押し出す圧力を強めることとなろう。もっとも、銀行預金自体はマイナス金利に陥っているわけではないので、マイナス金利に対する不安や誤解が沈静化すれば、家計や企業のマネーは銀行預金に滞留する可能性もある。この場合、マイナス金利政策は単に銀行の収益性悪化に繋がるだけとなるリスクも孕む。こうした事態を防ぐには、①インフレを定着させてインフレ期待を高め、銀行預金金利が実質ベース（金利からインフレ率を引いたもの）でマイナスとなること、②成長戦略を実行して企業などの投資収益期待値を引き上げて、投資や人件費に企業のマネーを導くこと、などが必要となろう。

ただし、現状では年初来の市場混乱もあって、環境はむしろ逆方向に動いている。すなわち、消費者のインフレ期待は沈静化する方向にある。また、今春闘での賃上げ率は、前回を下回る公算が大きくなっている。このような事態が開閉されていかない場合、銀行は収益性改善のために、たとえば大企業の銀行預金金利にマイナス金利を課すなどの可能性もある。

弊社各国経済成長率見通し

	今回（2月作成）					前回（11月作成）	
	2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016
米国	+2.2	+2.4	+2.4	+2.2	+2.4	+2.5	+2.6
ユーロ圏	▲0.2	+0.9	+1.5	+1.6	+1.7	+1.5	+1.7
日本（年度）	+2.1	▲0.9	+0.7	+0.7	▲0.3	+0.8	+1.4
中国	+7.7	+7.3	+6.9	+6.5	+6.3	+7.0	+6.6
インド	+6.4	+7.1	+7.4	+7.4	+7.6	+7.1	+7.5
豪州	+2.4	+2.7	+2.5	+3.0	+3.0	+2.5	+3.0
NIEs	+3.0	+3.3	+2.2	+2.4	+2.6	+2.0	+2.4
ASEAN5	+5.1	+4.6	+4.7	+4.8	+4.7	+4.6	+4.9

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



年初来の市場混乱もあり、市場予想レンジは下限値を中心に下方修正とした。ただし、昨年後半以来景気の足かせとなっている世界的な在庫調整については、米国を中心に順調に進展しており、年半ばまでにはほぼ完了すると見込まれる。その後は、生産活動は再び加速に向かうため、春頃からこれを先取りする形で株価は上昇傾向に転じると予想される。

また、景気不安や市場不安が後退した後は、米国は利上げを再開し、これによる日米金利差の拡大からドル高円安傾向が再び強まる公算が大きい。