

〈フォーカス〉日本経済中期見通し(2017-2026年度)特集号

当社は、「日本経済中期見通し(2017-2026年度)」を作成、3月29日(水)にプレス発表しました。全文は、当社ホームページ、「ニュースリリース」に掲載していますので、そちらをご参照ください。

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

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：2016-2026年度 平均 1.0%

名目GDP成長率：2016-2026年度 平均 1.6%

2. 要 点

- ①向こう10年の日本経済は均せば1%程度の成長が続くと予想する。足元で前年比+0%台後半まで落ち込んでいると考えられる潜在成長率は、生産性向上への取り組みや、R&D(研究開発)投資などの効果によって、見通し期間の後半にかけて緩やかに上昇するとみている。
- ②高齢化の進行により社会保障支出の増大圧力は強く、プライマリーバランスの黒字化は見通しにくい。貯蓄・投資バランスは、政府部門が投資超過を維持する一方、民間部門は緩やかながらも貯蓄超過幅が縮小傾向で推移するとみる。経常収支は、見通し期間の終盤に赤字化しよう。
- ③物価は、期待インフレ率の伸び悩みなどを背景に、基調的な弱さが続いている。予測期間中において、物価目標である2%の安定的な達成が見通しに কিনか、日銀は緩和的な金融政策を維持すると予想する。
- ④米国経済は、企業の持続的なR&D投資などに支えられ、底堅い成長を予想する。ユーロ圏経済は、バランスシート調整の長期化や出生率の低下などを背景に、低成長が続くとみている。中国は消費主導で安定成長に向かうとみる。新興国では、インドや、ASEAN経済の成長が期待される。

目 次

〈フォーカス〉日本経済中期見通し(2017-2026年度)特集号……………1	・個人消費の回復の足取りは鈍いと予想……………16
・経済情勢概況……………2	・銅価格は持ち直し傾向と予想……………20
・日本経済中期見通し(2017-2026年度)(要約版)……………3	・主要経済指標レビュー……………22
・3月短観は製造業が予想比下振れ、非製造業は上振れ……………11	・日米欧マーケットの動向……………28

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日 本

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な米国景気や、政府の経済対策の効果などが後押しし、次第に景気の回復ペースをあげていくと予想する。

個人消費は、弱めの動きが続いている。今後も、雇用需給の引き締まりが名目賃金の緩やかな上昇につながると思われるものの、原油価格の持ち直しに伴う家計の実質購買力の低下などから、緩慢な回復にとどまると予想する。

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

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、均せば回復が続くと予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しし、底堅い推移を見込む。

輸出は回復に向かっている。今後も、堅調な米国景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コアCPI）は、1月以降、前年比プラスの推移となっているに13ヵ月ぶりのプラスとなった。引き続きエネルギー価格が押し上げ方向に寄与すると見込まれるほか、昨秋以降の円安の影響もあって、2017年度のコアCPIは、前年比+0.7%程度まで伸び幅が拡大すると予想する。

米 国

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や、緩和的な金融環境に支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。10-12月期以降は、減税策などの効果が見込まれることから、景気回復ペースを次第に早めるとみる。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどから、堅調に推移するとみる。

住宅投資は、雇用者数の増加などに支えられ、緩やかながら持ち直し傾向で推移するとみる。

設備投資は、企業収益の改善などを背景に、回復基調が続くと予想する。

輸出は、海外景気の先行き不透明感が残ることから、伸び悩むとみる。

FRBは3月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.50-0.75%から、0.75-1.00%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみており、次回の利上げは年後半に1回行なわれると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩和的な金融政策の継続に加え、各国の緊縮的な財政運営の見直しなどを背景に、今後も景気回復が続くと予想する。ただ、企業部門のバランスシート調整圧力が残ることなどから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

個人消費は、雇用環境の持ち直しなどに支えられ、改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、企業債務の高止まりなどを背景に、緩慢な回復が続くとみる。

ECBは2016年12月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を6ヵ月延長し、少なくとも2017年9月末までとしたほか、4月からの買入れ額を月額800億ユーロから600億ユーロへ減額することなどを決定した。買入れ資産の不足に対応するため、年後半に資産買入れ額を縮小するとともに、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

日本経済中期見通し（2017—2026年度）（要約版）

1. 世界経済の現状と見通し

米国経済は底堅い成長

米国経済は、FRB（米連邦準備制度理事会）による緩和的な金融政策などに支えられ、主要先進国のなかでは回復傾向が顕著になっている。ただ、経済の巡航速度を示す潜在成長率を推計すると、足元では2%前後にとどまる（図表1）。潜在成長率自体、幅を持って見るべきものであるが、住宅バブル崩壊前の3%台と比べ低下しているのは間違いない。

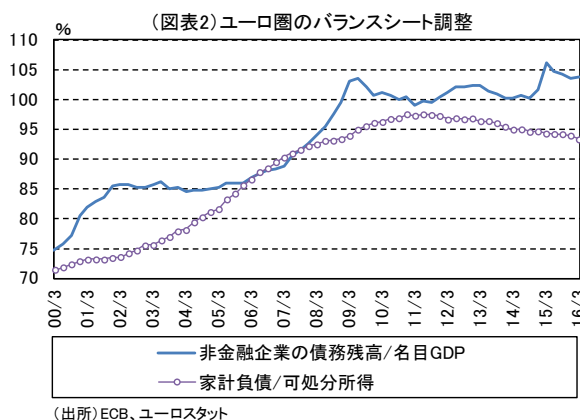
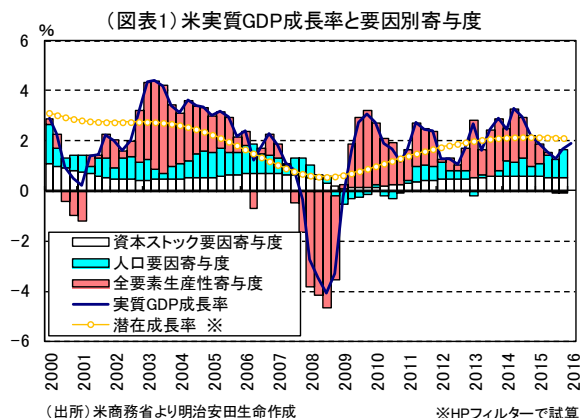
潜在成長率は、労働力要因と資本ストック要因、そして生産性要因の3要素から定義されるが、労働力要因の寄与度を見ると、伸び幅の縮小傾向が続いている。ベビーブーマー世代（1946～64年生まれ）が退職時期を迎えており、今後の生産年齢人口の増加ペースは鈍化が避けられない。資本ストック要因の寄与度も、ここ数年は改善が続いているが、金融危機前と比べ力強さに欠ける。

一方、生産性要因の寄与度は足元で低迷している。金融危機後、平均失業期間が長期化し、失業者の技能が劣化することで、企業の求める人材と求職者とのミスマッチが拡大した結果、生産性の低い業種に多くの労働者が流入した。もっとも、労働市場の回復に伴って、2011年以降は長期失業期間も改善傾向が続いている。労働参加率の推移を見ても、昨年以降は上向く兆しが出ている。加えて、米国は労働市場、資本市場の柔軟性が高く、資源の効率的利用が可能であるほか、優れた大学教育へ世界中の有能な若者が流入することなどにより、イノベーションが生まれやすいという点で優位性が高い。競争を通じたイノベーションの継続や、ニーズの高い分野に労働力や資本などの生産要素が円滑に移動していくことで、企業の持続的なR&D投資などが期待でき、生産性も緩やかながら向上するとみており、いわゆる「長期停滞」に陥る事態は回避されると予想する。

ユーロ圏経済は低成長での推移を予想

ユーロ圏経済は債務問題に端を発する経済の混乱を脱し、2013年春以降、回復傾向が続いている。ただ、バランスシート調整圧力が重しとなっているため、回復ペースは緩慢なものにとどまっている（図表2）。企業の支払い余力の回復の遅れなどからバランスシート調整圧力は今後も続くと考えられ、中長期的に投資の抑制要因になるとみる。

生産年齢人口も2010年以降、均せば減少傾向で推移しており、2016年以降も減少トレンドをたどる見通しである。女性の労働参加率の上昇は頭打ちとなりつつあるほか、移民の就労も容易ではないことなどから、労働力人口の力強い伸びは期待できない。



労働生産性も緩やかに伸びが鈍化している。ただ、現在ドイツでは、産官学連携の高度技術戦略「Industry4.0」が推進されているほか、ユーロ圏全体でも、経済成長に好影響をもたらす改革を目的とする場合、財政拡大が可能になるといったルールが定められたことなどから、生産性は今後改善に向かうことが期待される。もっとも、生産性の改善によって、潜在成長率を大きく押し上げる状況には至らないとみており、ユーロ圏経済は中長期的に低成長が続くと予想する。

労働集約型産業の強みが失われつつある中国

中国経済は、改革開放に積極的に取り組んだことなどから、2007年まで高成長が続いたが、その後は均せば減速傾向が続いている（図表3）。

経済成長を三つの要因に分解し、労働力要因の寄与度を見ると、2011年以降、小幅なプラスにとどまっている。農村部から都市部への安価な余剰労働力の供給が枯渇し、賃金上昇が引き起こされる「ルイスの転換点」をすでに迎えているとみられることから、今後、労働投入のプラス寄与度の拡大は、見通しにくい状況

が続く可能性が高い。資本ストック要因については、成長率に対するプラス寄与度が最も大きいのが、2010年以降、プラス寄与幅は縮小傾向にある。今後も、国有企業改革の加速は見通しづらく、その分、成長分野への資金投入など、効率的な資源配分も遅れる可能性が高い。

投資や輸出主導での経済成長が見込めないなか、生産性（TFP）の寄与を上げていく必要があるが、2000年代後半以降、むしろTFPのプラス寄与度は縮小している。政府は、製造業の高付加価値化をめざす「中国製造2025」など、生産性改善への道筋を示しているが、こうした構想や政策が効果を発揮するためには、高度な技術を持つ人材育成が不可欠であり、効果を楽しむまでの道のりは遠い。

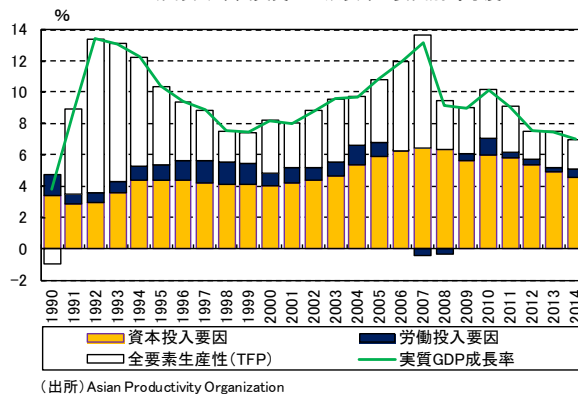
成長期待の高いインドやASEAN経済

BRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）に代表される新興国経済は、世界的な資源需要の高まりなどを背景に、2000年ごろから先進国を上回る力強い成長を遂げてきた（図表4）。ただ、2010年以降は、ブラジルなどの資源国や、中国などを中心に、成長鈍化を余儀なくされている。

BRICsのうち、ブラジルは、インフラ投資の脆弱性や、複雑な税制といった構造的な問題が今後も成長の足かせとなろう。ロシアは、政治不安や地政学リスクの高さが今後も課題として残り、エネルギー資源に過度に依存した経済構造からの脱却は遅れる可能性が高い。一方、インドは、生産年齢人口比率の上昇による人口ボーナス期が続くこともあって、BRICsのなかで最も高い成長率を維持することが見込まれる。

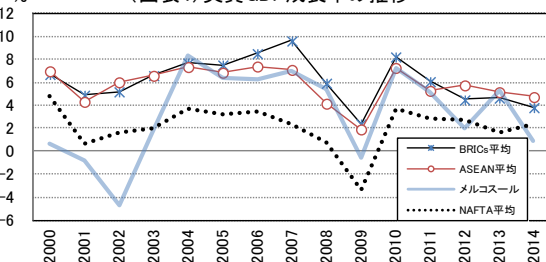
ASEAN（東南アジア諸国連合）も、安定成長が続くことが期待される。2010年以降、BRICsに匹敵するほどの成長を遂げたASEANでは、労働投入の拡大が成長に寄与し続けると見込まれる。2015年末のAEC（ASEAN経済共同体）発足により、非関税障壁の撤廃や投資の自由化など、高いレベルでの域内経済の一体化が進むことが見込まれることなどから、投資の増加傾向は今後も続くとみている。ASEAN諸国

（図表3）中国実質GDP成長率と要因別寄与度



（出所）Asian Productivity Organization

（図表4）実質GDP成長率の推移



BRICs: ブラジル、ロシア、インド、中国
 ASEAN: ブルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム
 メルコスール(南米南部共同市場): アルゼンチン、ブラジル、パラグアイ、ウルグアイ
 NAFTA: 米国、カナダ、メキシコ

（出所）IMF「World Economic Outlook」

は、生産拠点だけではなく、最終消費地としての魅力も高いものの、成長が一定のところでは頭打ちになる「中所得国の罠」に陥らないためには、産業の高度化が必要になる。インフラや法整備を進めつつ、製品・人材の高度化や技術革新などによって、生産性を高めることができれば、労働集約的な産業などに依存する構造からの転換を果たせよう。

2. 日本経済見通し

第4次産業革命で生産性改善へ

日本は新時代の分岐点に立たされている。IoT、ビッグデータ、ロボット、AI（人工知能）といった技術革新の波が押し寄せるなか、政府は成長戦略の柱として、こうした技術を軸とした「第4次産業革命」を打ち出した。

経済産業省では、「現状放置」と「変革」の二つのシナリオを設定し、経済成長率や就業構造などへの詳細な影響の試算を行なっている。新しい技術を取り入れ、産業・雇用の転換・流動化をめざす変革シナリオでは、2015年度と2030年度との比較で、実質GDP成長率は年率+2.0%の成長としているほか、労働生産性も、3.6%まで改善するとしている（図表5）。問題は実現可能性だが、まず、足元までの産業構造の変化を確認すると、1990年代半ば以降、名目GDPに占める製造業の割合が縮小する一方、非製造業の割合が拡大している。しかし、非製造業の生産性は、製造業を大きく下回っており、非製造業の生産性の低迷が、日本の潜在成長力の低下につながっている様子が確認できる。こうしたなか、変革シナリオでは、IoTを活用した商品企画やマーケティング、研究開発を行なう上流工程の仕事は増加していくとしている。ただ、総務省の調査によると、日本のIoT進捗状況は、海外主要国と比較して見劣りする。今後は、IoTを活用しつつ、制度改革を進めることで規制や行政手続きに係る負担を抑制し、海外からの直接投資を行ないやすい環境作りを行なっていくことが求められる。「第4次産業革命」を実現するうえでも、世界からトップレベルの人材、技術、資本を引き付ける魅力ある国となれるのかが重要なカギとなる。

「第4次産業革命」は、種々の社会的課題を解決し、消費者の潜在的ニーズを呼び起こす、新たなビジネスを創出するとされている。少子高齢化など「課題先進国」である日本にとって、経済を再び成長軌道に乗せていく上で、かかる期待は大きい。また、2020年には東京オリンピック・パラリンピックが開催される。開催に向けて、オリンピックに絡んだ企業の研究開発投資が、中長期的な潜在成長率の押し上げにつながる展開が期待される。

「第4次産業革命」は、種々の社会的課題を解決し、消費者の潜在的ニーズを呼び起こす、新たなビジネスを創出するとされている。少子高齢化など「課題先進国」である日本にとって、経済を再び成長軌道に乗せていく上で、かかる期待は大きい。また、2020年には東京オリンピック・パラリンピックが開催される。開催に向けて、オリンピックに絡んだ企業の研究開発投資が、中長期的な潜在成長率の押し上げにつながる展開が期待される。

潜在成長率は持ち直しへ

当社の推計によると、日本の潜在GDP成長率は2010年度ごろまで低下傾向で推移した後、2011-2015年度にかけて上昇しているが、前年度比+0.9%程度にとどまっている（図表6）。少子高齢化が進むなか、労働力人口の減少の影響もあって、2016-2020年度の潜在GDP成長率も同+0.8%と、引き続き抑制されたものになるとみる。ただ、生産性向上への取り組みや、R&D（研究開発）投資などの効果によって、2021-2026年度は同+0.9%と、やや持ち直すと予想する。

（図表5）産業構造・就業構造の試算結果

2015年度と2030年度の比較

		現状放置シナリオ	変革シナリオ
実質GDP成長率	年率	+0.8%	+2.0%
名目GDP成長率	年率	+1.4%	+3.5%
労働生産性	年率	+2.3%	+3.6%
名目GDP	2020年度	547兆円	592兆円
	2030年度	624兆円	846兆円

※現状放置シナリオ…国内産業が海外プラットフォームの下請け、付加価値は海外に流出。機械・ソフトウェアと競争する低付加価値・低成長の職業へ労働力が集中し、低賃金の人が多い社会

※変革シナリオ…社会課題を解決する新たなサービスを提供し、グローバルに高付加価値・高成長部門を獲得。機械・ソフトウェアと共存し、人にしかできない職業に労働力が移動するなかで、人々が広く高所得を享受する社会

（出所）経済産業省「新産業構造ビジョン」（平成28年4月27日）より明治安田生命作成

潜在 GDP 成長率を要因分解し、まず労働力要因を見ると、2013 年以降、女性や高齢者の労働参加が進んでいることなどを背景に、マイナス寄与の割合は弱まっている。今後は、女性や高齢者の労働参加が進んでいることから、今後の労働参加率の改善ペースは緩やかになるとみるが、当面改善自体は続くとみられる。ただ、2020 年前後からは、そうした効果も徐々にはく落に向かうと予想する。

資本ストック要因については、プラス幅の縮小傾向が続いている。人手不足が続くなか、生産性向上に向けた投資が一定程度進むことで、資本装備率は改善していくと予想する。

最後に、生産性要因については、プラス寄与幅の縮小が続いている。世界的に情報技術が発展し、個人の生活や産業構造が大きく変わろうとしているなか、IoT、ビッグデータ、ロボット、AI などの技術が注目されている。企業は、こうした時代の潮流に乗り、競争に打ち勝つためにも、中長期的な成長に向け、研究開発投資への比重を増やしつつ、生産性改善に向けた取組みを続けるとみられ、生産性要因の成長率へのプラス寄与は緩やかに拡大すると予想する。

経常黒字は徐々に縮小へ

暦年ベースの経常収支の推移を見ると、2016 年の黒字額は 20.6 兆円と、金融危機前の 2007 年以来、9 年ぶりの高水準となった (図表 7)。

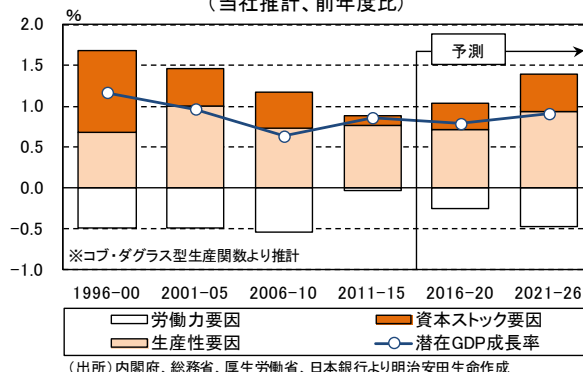
第一次所得収支は、企業のグローバル化などにより、海外への直接投資が進んでいるほか、投資家が収益機会を求める動きは今後も続くと見込まれることから、黒字が続くとみている。貿易収支については、2011 年に赤字へと転じ、その後も、赤字幅の拡大が続いた。2015 年以降は原油価格の下落などを受けた輸入の減少で、貿易赤字幅も縮小し、2016 年には 6 年ぶりの黒字となった。ただ、アジア諸国の技術的なキャッチアップに伴う日本の輸出競争力の低下などを背景に、輸出は伸び悩むとみており、貿易収支の赤字トレンドの脱却には至らないとみる。

一方、サービス収支は、旅行収支の改善を受け、赤字幅の縮小が続いている。安倍政権誕生後の大幅な円安進行やビザ発給要件の緩和などが追い風となって、訪日外国人数は増加傾向で推移している。訪日外国人数に占めるウェイトの大きいアジア諸国の所得水準が向上してきたことも相まって、インバウンド消費が拡大し、旅行収支は、2015 年以降、黒字に転じている。今後についても、2020 年の東京五輪に向けて、環境整備の加速が見込まれ、訪日外国人数の増加に伴う旅行収支の黒字幅拡大を通じ、サービス収支全体でも改善傾向で推移しよう。

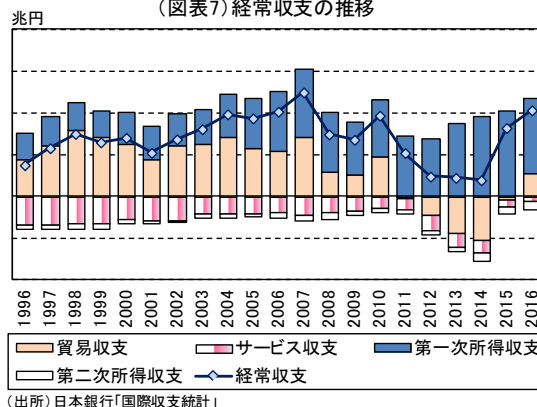
貯蓄投資バランスは家計部門が投資超過へ

中長期的な経常収支は、一国の貯蓄投資 (IS) 構造の変化に規定されると考えられる。制度部門別の IS バランス (=資金過不足) の動向を見ると、近年は、企業や家計などの民間部門の貯蓄超過分が、政府部門の投資超過分を補う構図が続いている (図表 8)。

(図表6)潜在GDP成長率と寄与度 (当社推計、前年度比)



(図表7)経常収支の推移



企業部門は、国内では中長期的な成長期待が高まらないなか、企業は国内での設備投資を、更新・維持や、省力化・合理化投資などを中心に進めていくとみられ、今後も貯蓄超過が続こう。

家計部門は、高齢世帯を中心に貯蓄の取り崩しが続いていることなどから、貯蓄超過幅は縮小傾向となっている。国立社会保障・人口問題研究所の調査によると、高齢化比率は、2016年の27.2%から、2024年以降は30%を上回る見通しであり、高齢者による貯蓄の取り崩しはいつそう進むこととなろう。家計部門のISバランスは予測期間中に投資超過へ転じるとみている。

政府部門については、2019年10月の消費税率引き上げが予定どおり実施されれば、税収が増える要因になるものの、不透明感は強い。一方、高齢化の進展に伴う高齢者関係給付費等の拡大は続くことから、投資超過はさほど縮小しないとみる。一国全体の中長期的なISバランスは、政府部門の投資超過が続くと見込まれるほか、民間部門も、家計部門が徐々に投資超過に転じることで、貯蓄超過幅は縮小傾向で推移するとみており、予測期間の終盤には投資超過（＝経常赤字）に転換すると予想する。

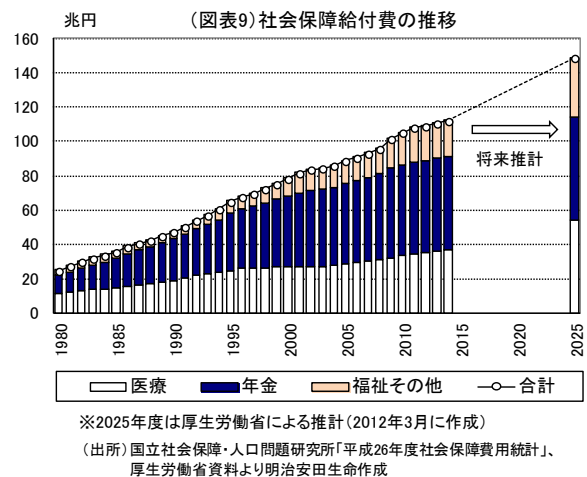
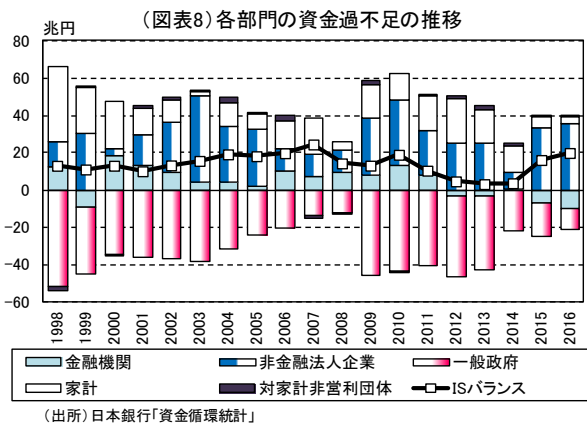
社会保障費の拡大が財政を圧迫

日本の「国及び地方の長期債務残高」（以下、政府債務残高）は拡大を続けており、2014年度末には、ついに1,000兆円を超えた。

OECD データによる国際比較では、日本の債務残高（一般政府ベース）は、2011年以降、対名目GDP比で200%を上回り、その後も拡大傾向が続いている。欧州債務問題の発端となったギリシャ（2015年：184%）でさえ200%を下回っており、日本は他国と比較しても非常に高い水準で推移している。

財政収支を見ると、金融危機以降、急激な景気後退に見舞われるなか、応急措置的な対応としての特別枠などが組まれたこともあって、歳出は100兆円まで膨らんだ一方、税収は40兆円を割り込み、その差は一時60兆円まで拡大した。その後は、税収が景気回復や消費増税などにより持ち直したことで、徐々に縮小しているものの、依然としてその差は大きい。

国立社会保障・人口問題研究所の社会保障費用会計を見ると、社会保障給付費は医療、年金を中心に増加傾向をたどり、2009年度には、100兆円を上回った（図表9）。財源は、主に社会保険料や、国と地方の税負担であるが、近年は社会保険料の増加ペースが鈍化するなか、税による負担が増加している。厚生労働省の推計によると、2025年度の社会保障給付費は、2014年度の同実績から37兆円程度膨れ上がる見込みであり、少子化高齢化が進むなか、給付と財源確保の効率化・適切化が急務となっている。国内景気の先行き不透明感などを受け、2017年4月の消費税率の引き上げは先送りされたが、安定財源を確保するためにも、今後の消費増税は避けられない状況である。



プライマリーバランスの赤字が続く

政府は、プライマリーバランス（基礎的財政収支）について、「2020年度までの黒字化」を目標に掲げている。政府が1月に発表した中長期の経済財政に関する試算を見ると、2020年度のプライマリーバランスは、ベースラインシナリオで▲11.3兆円（対名目GDP比▲1.9%）、経済再生シナリオでも▲8.3兆円（同▲1.4%）の赤字となる見通しである（図表10）。経済再生シナリオで、2025年度によりやく黒字化が実現する見通しであるが、ベースラインシナリオでは、2021年度以降は逆に悪化し、2025年度は▲15.4兆円（同▲2.5%）まで赤字幅が拡大するとしている。

今後、生産性向上への取組みによる潜在成長率の引き上げが、税収増にもつながるとみられる。歳出面でも、年金支給開始年齢の引き上げの検討や、医療・介護の効率化推進による保険料負担の軽減、マクロ経済スライドなどによる調整などが歳出の拡大ペースを抑制し、プライマリーバランスは改善方向で推移する展開が期待されるが、不透明感は強い。現状の取組みの延長にとどまる可能性も高く、少なくとも黒字化達成は見通せない。

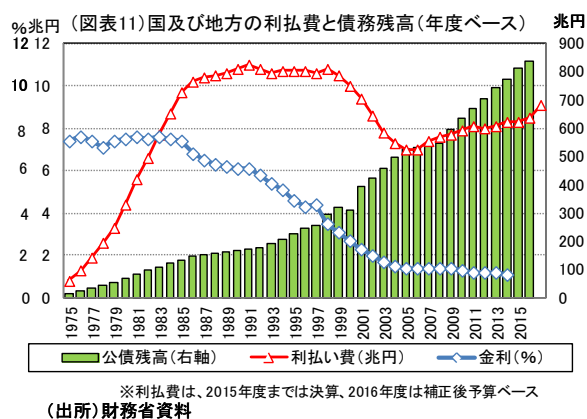
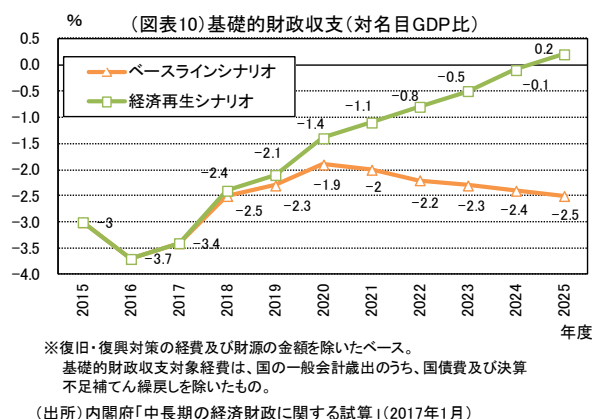
利払い費負担は拡大リスクを抱えている

プライマリーバランスの赤字に加え、利払い費負担が新たな国債の発行につながっている。新規国債発行額は2014年度以降、40兆円を下回っているものの、政府債務残高自体は増加が続いている。利払い費を見ると、政府債務残高の拡大が続くなかでも、日銀のゼロ金利政策や量的緩和政策を背景とした長期金利の低下などから、1999年前後から減少傾向で推移してきた（図表11）。金利低下ペースの一服などから、2000年半ば以降、緩やかな拡大傾向へと転

じているが、2016年に導入された長短金利操作付き量的質的金融緩和策は、利払い費の抑制に寄与している。政府は、超低金利環境を踏まえた国債管理策として、国債償還年限の長期化を進めており、2017年度の国債発行計画（当初予算ベース）でも、20年以下の年限の発行予定額は前年度当初計画から減額した一方、40年債は前年度から増額している。こうした動きは、プライマリーバランスの赤字幅の縮小とも相まって、公債残高の増加ペースを抑制する結果につながろう。もっとも、いずれは日銀の金融政策も、出口へ向かう時がくるはずである。加えて、中長期的には国内民間部門の貯蓄超過幅が縮小し、ISバランスが投資超過に転じることで、非居住者による国債の保有割合が高まるとみられ、財政健全化の遅れが、金利急騰リスクにつながりやすくなる可能性には留意が必要である。

日銀の金融政策は長期戦へ

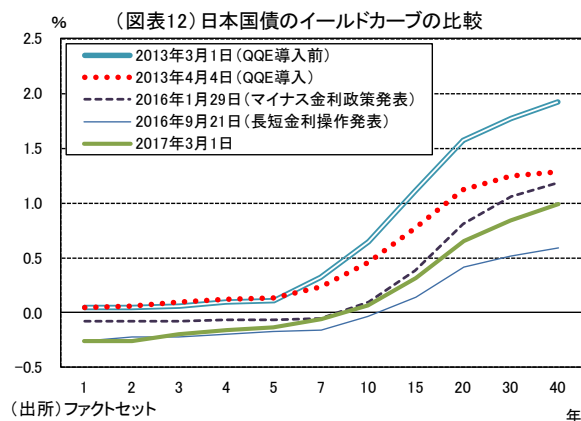
日銀は、昨年9月に開催された金融政策決定会合で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。政策金利残高のマイナス金利適用に加え、長期金利（10年国債利回り）をも操作目標とし、コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）の前年比上昇率が安定的に2%を超えるまで、マネタ



リーベースの拡大方針を継続するとしている。

一方、生鮮食品及びエネルギーを除いたCPI（消費者物価指数）を見ると、0%付近で推移しており、物価の基調は依然として弱い。要因として、日銀では過去の物価実績が期待に反映される「適応的な期待形成メカニズム」が強く働き、期待インフレの下押し圧力になっていると指摘しているが、いずれにしても、金融政策だけで物価目標の達成を実現するのは難しいことがすでに明らかになっている。潜在成長率の低下に伴う企業や家計の中長期的な成長期待の低下が、ある意味自己実現的に足元の景気や物価の弱さに跳ね返ってきている可能性が高く、物価目標達成のためには、中長期的な成長戦略を地道に実行し、潜在成長率を高めていくしかないと考えられるが、その道のりは険しい。

このままイールドカーブが過度にフラット化した状況が長引けば(図表12)、金融機関の経営悪化や、消費者心理への悪影響などの副作用が深刻化する可能性が高い。日銀はいずれ再び金融政策の枠組み変更を余儀なくされるとみるが、物価の持続的な上昇が見込めないなか、緩和的な金融政策自体は続くと思われるため、長期金利の上昇も小幅なものにとどまると予想する。



主要計数表

	→ 予測											(%)
	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	
実質GDP(前年比)	1.3	1.3	1.3	1.4	1.1	0.8	0.5	1.0	1.1	1.0	1.3	0.3
名目GDP(前年比)	2.8	1.3	1.5	1.7	1.8	1.5	0.9	1.5	1.7	1.6	2.1	1.6
鉱工業生産(前年比)	▲ 1.0	0.7	2.6	1.4	1.0	▲ 0.3	▲ 1.1	0.6	1.1	0.8	1.2	▲ 0.2
消費者物価(前年比)	0.2	▲ 0.0	0.7	0.8	1.5	1.6	0.8	0.9	1.0	1.0	1.2	2.3
失業率	3.3	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8	2.7	2.6	2.6	2.7	2.7	2.6
経常収支(対名目GDP)	3.3	3.6	3.3	3.3	3.1	3.0	2.6	2.0	1.5	0.9	0.4	▲ 0.2
政府債務残高(対名目GDP)	194.1	198.5	197.6	197.3	196.9	197.1	198.5	199.3	199.9	201.0	201.3	201.2
プライマリーバランス(対名目GDP)	▲ 2.7	▲ 3.2	▲ 3.1	▲ 2.7	▲ 2.4	▲ 2.0	▲ 1.9	▲ 1.7	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 0.8
消費税率(期末値)	8	8	8	8	10	10	10	10	10	10	10	12

		→ 予測											
		2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
米国	実質GDP(前年比)	2.6	1.6	2.2	2.4	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0	
ユーロ圏	実質GDP(前年比)	2.0	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	
世界	実質GDP(前年比)	3.2	3.1	3.4	3.6	3.5	3.5	3.4	3.5	3.4	3.3	3.2	

サブシナリオ分析

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。それぞれの概略は下記のとおり。

<サブシナリオ1>よみがえる日本経済

米国を中心とする世界経済の急回復を受け、国内企業業績は最高益を更新。企業の生産性の改善は目覚ましく、所得は景気回復の実感を伴う水準に上昇し、CPIは2%に到達。政権の長期安定運営が続くなか、オリンピック開催を目前に控えて成長戦略が順調に進み、潜在成長率が1%台後半まで上昇。消費税率は15%まで引き上げられ、税収の増加によりプライマリーバランスはプラスに転換。経常収支は、輸出の回復と所得黒字の拡大によりプラスを維持。

<サブシナリオ2>失われた30年

中国は消費主導型経済への転換が遅れ、景気は減速。欧州も構造改革が進まず、低成長が長期化。米国では、トランプ大統領による大規模な財政政策や、関税引き上げによる輸入コストの上昇で、諸外国との間で貿易が停滞し、スタグフレーションに陥る。景気低迷により財政再建はより困難となり、消費税率も10%からの引き上げは先送りとなる。政府債務残高は増加基調で推移、プライマリーバランスも改善が進まず。経常収支は、財政赤字幅が拡大することで、2020年度にも赤字に転じる。

<サブシナリオ3>財政の信認低下による大不況

景気の低迷が長期化することで、景気下支えを優先し、財政出動が拡大。財政再建に対する政府への不信感が蓄積するなか、日銀の金融緩和が財政支援とみなされることで、日本国債は売りが売りを呼ぶ展開へ。日本経済は景気の減速と物価上昇が同時に発生するスタグフレーション的状況に陥る。経常収支は、輸入減を受けて黒字圏内にとどまる。

(担当：開発、村上)

3月短観は製造業が予想比下振れ、非製造業は上振れ

大企業・製造業の現状判断DIは予想比悪化

3月調査の日銀短観では、もっとも注目される大企業・製造業の現状判断DIが+12と、12月調査から2ポイントの改善となった(図表1,2)。1年半ぶりの改善となった12月に続き、2期連続の改善だが、4ポイントの改善を見込んでいた市場予想は下回った(当社は5ポイントの改善を予想)。素材・加工別にみると、素材業種(+8→+12、+4)が4ポイントの上昇、加工業種(+10→+12、+2)は2ポイントの上昇で、素材業種の改善幅が上回った(図表3)。加工業種は、海外景気の回復が下支えになったとみられるものの、年度末にかけて為替相場の円高方向への戻りが足を引っ張ったとみられる。需給判断DIをみると、素材業種は、国内の需給判断DIが2ポイント改善、海外が3ポイントの改善で、海外が1ポイント上回っているのに対し、加工業種は国内の需給判断DIが横ばい、海外が2ポイントの改善で、海外が2ポイント上回っており、加工業種のほうがより海外に頼った業況改善となっている。また、2016年度の大企業・製造業の想定為替レートは107.30円/ドルと、12月の104.90円/ドルから3.50円/ドル円安方向に振れるにとどまっており、大企業・製造業は先行きの為替相場に関しては慎重なスタンスを維持している。

(図表1)日銀短観業況判断DI

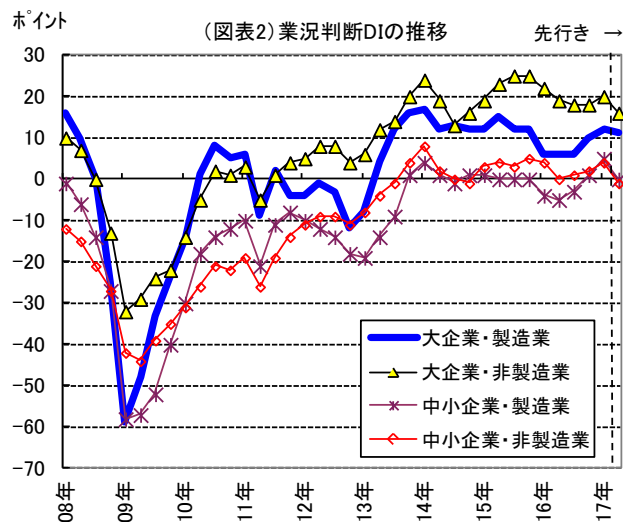
	12月調査実績		3月調査実績				3月調査の当社予測値			
	12月最近	3月先行き	3月最近	変化	6月先行き	変化	3月予測	変化	6月予測	変化
大企業	14	13	16	2	14	▲2	18	4	16	▲2
製造業	10	8	12	2	11	▲1	15	5	13	▲2
非製造業	18	16	20	2	16	▲4	21	3	19	▲2
中小企業	2	▲3	5	3	▲1	▲6	2	0	1	▲1
製造業	1	▲4	5	4	0	▲5	3	2	2	▲1
非製造業	2	▲2	4	2	▲1	▲5	2	0	1	▲1

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

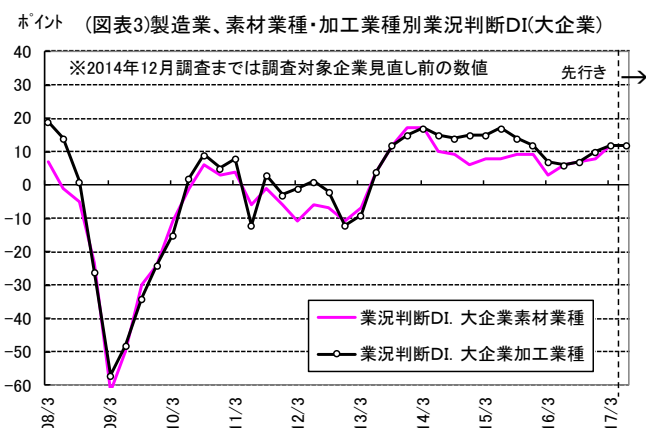
素材業種(+8→+12、+4)が4ポイントの上昇、加工業種(+10→+12、+2)は2ポイントの上昇で、素材業種の改善幅が上回った(図表3)。加工業種は、海外景気の回復が下支えになったとみられるものの、年度末にかけて為替相場の円高方向への戻りが足を引っ張ったとみられる。需給判断DIをみると、素材業種は、国内の需給判断DIが2ポイント改善、海外が3ポイントの改善で、海外が1ポイント上回っているのに対し、加工業種は国内の需給判断DIが横ばい、海外が2ポイントの改善で、海外が2ポイント上回っており、加工業種のほうがより海外に頼った業況改善となっている。また、2016年度の大企業・製造業の想定為替レートは107.30円/ドルと、12月の104.90円/ドルから3.50円/ドル円安方向に振れるにとどまっており、大企業・製造業は先行きの為替相場に関しては慎重なスタンスを維持している。

大企業・製造業の主要16業種中12業種が改善

大企業・製造業の主要16業種中、現状判断DIが改善したのは12業種で、悪化が4業種という結果。改善した12業種の中では、自動車(+10→+18、+8)、窯業・土石製品(+6→+13、+7)、鉄鋼(▲7→±0、+7)、生産用機械(+10→+17、+7)などの改善幅が比較的大きい(図表4,5)。自動車は新型車効果等による国内市場の持ち直し、窯業・土石製品や鉄鋼は東京五輪需要等をにらんだ生産拡大、生産用機械は中国の春節明けの需要の高まりや、国内でも自動車、半導体関係の需要が持ち直していることを反映しているとみられる。一方、悪化した業種の中では、石油・石炭製品(+22→+6、▲16)、紙・パルプ(+11→+3、▲



(出所)日銀「短観」



(出所)日銀「短観」

8)のマイナス幅が比較的大きかった。石油・石炭製品は3月以降原油相場が再び軟調な推移に転じた影響、紙・パルプはトランプ政権発足後の円安によるコスト上昇が収益圧迫要因となった可能性がある。

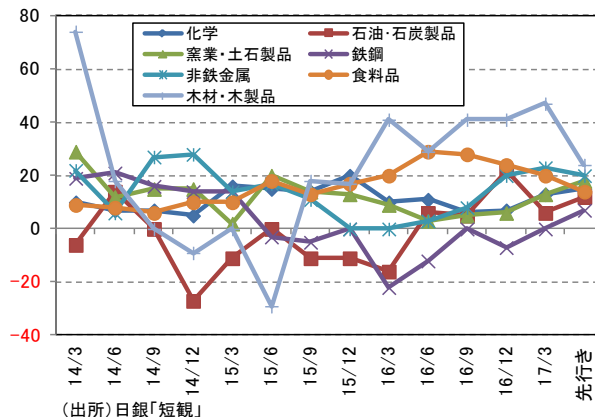
大企業・製造業の6月の予測DIは低下

大企業・製造業の6月の予測DIは、3月から1ポイント低下の+11となった。こちらも市場予想を2ポイント下回った。トランプ政権の政策不透明感の高まりや、人手不足等を反映している可能性がある。主要16業種中、改善が8業種、悪化も8業種と同数。改善した業種の中では、業務用機械(+4→+18、+14)の改善幅が突出しているほか、鉄鋼(±0→+7、+7)等の改善幅が比較的大きい。業務用機械は、中国の製造業強化策等への期待を反映している可能性がある。悪化した業種の中では、木材・木製品(+47→+24、▲23)、自動車(+18→+9、▲9)、金属製品(+15→+7、▲8)等のマイナス幅が比較的大きい。木材・木製品はもともと振れが大きく、この程度の振れは珍しくない。自動車は、為替相場の円高方向への戻りや米国市場の伸び一巡への懸念、金属製品もそれに関連した動きを反映している可能性がある。

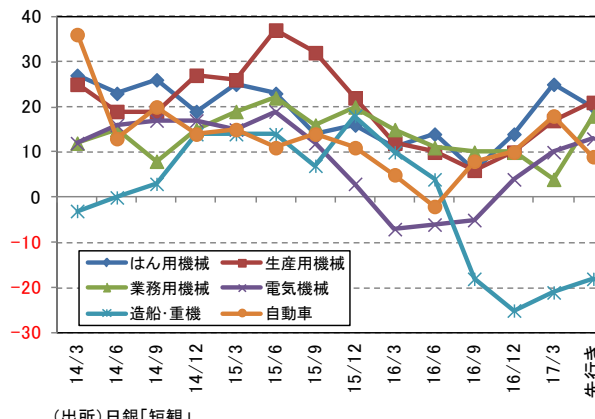
大企業・非製造業の現状判断DIは予想比改善

大企業・非製造業の現状判断DIは+20と、12月から2ポイントの改善となった。これは市場予想を1ポイント上回った(当社は3ポイント改善を予想)。業種別に見ると、主要12業種中、8業種で改善、4業種で悪化という結果(図表6,7)。改善した8業種のなかでは、宿泊・飲食サービス(+9→+17、+8)、対個人サービス(+23→+30、+7)、情報サービス(+21→+28、+7)の改善幅が比較的大きい。ただ、いずれも6月予測は低下している。宿泊・飲食サービスは、中華圏の春節連休が昨年より早い1月下旬に始まったことによるホテル稼働率の回復、情報サービスは、新型家庭用ゲーム機の販売好調等を反映している可能性がある。悪化した業種のなかでは、通信(+44→+31、▲13)、物品賃貸(+20→+14、▲6)等のマイナス幅が大きい。

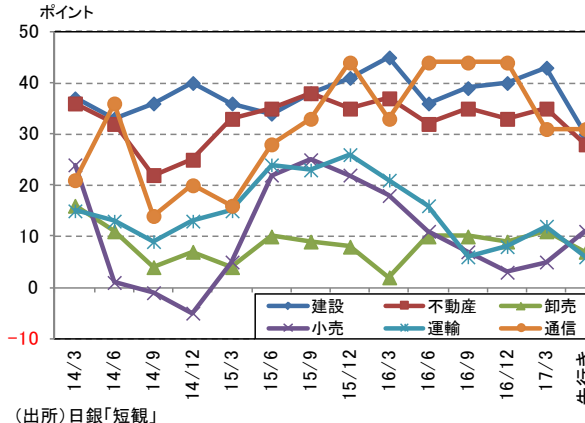
(図表4)大企業・製造業の主要素材業種の業況判断DI



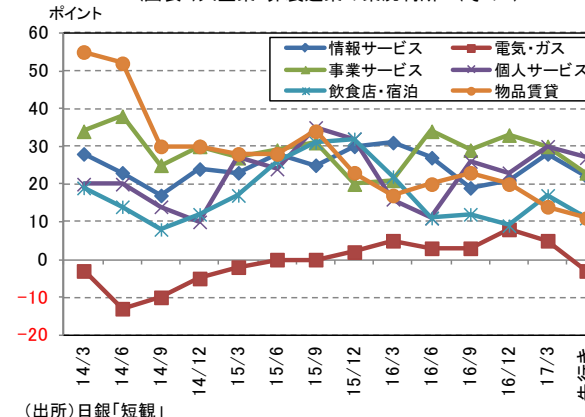
(図表5)大企業・製造業の主要加工業種の業況判断DI



(図表6)大企業・非製造業の業況判断DI(その1)



(図表7)大企業・非製造業の業況判断DI(その2)



通信は、大手各社の新規契約件数の伸び悩み等を反映している可能性があるが、水準自体はまだ高い。通信大手各社の第2ブランドの契約者は伸びているほか、昨年9月導入の新データプランの収益性も期待できることから、持続的に悪化していく可能性は低いとみる。

大企業・非製造業の6月予測DIは+16と、3月から4ポイントの悪化となった。主要12業種のうち、改善は1業種で、10業種で悪化、1業種で横ばいという結果。悪化した業種の中では、建設(+43→+30、▲13)、電気・ガス(+5→▲3、▲8)、不動産(+35→+28、▲7)、対事業所サービス(+30→+23、▲7)のマイナス幅が比較的大きい。不動産、建設関連は、人件費の高止まりや、都心物件の価格高騰に伴う需要減への懸念、日銀の一段の金融緩和の可能性後退等を反映している可能性がある。電気・ガスは原燃料関係の価格上昇に加え、原子力発電所の再稼働が広がらない可能性を意識した結果の可能性はある。

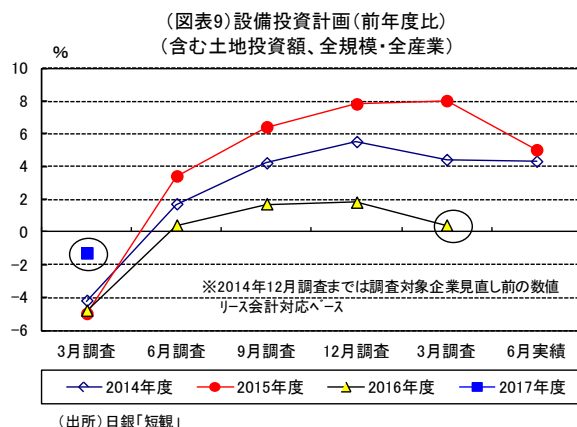
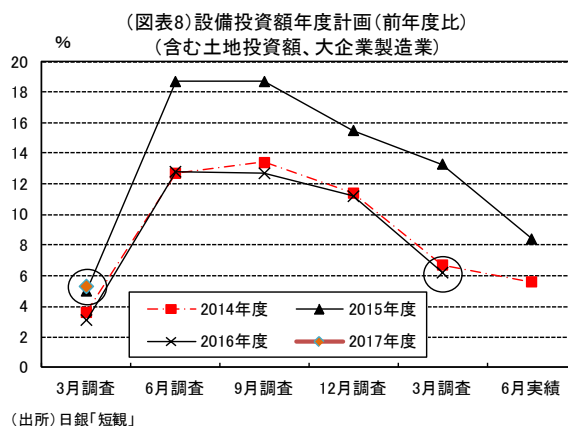
中小企業は順調に改善

中小企業に目を向けると、まず、中小企業・製造業の現状判断DIは+5と、12月調査から4ポイントの上昇、+3を見込んでいた市場予想を2ポイント上回った。主要16業種中、改善が12業種、悪化が4業種という結果。素材、加工別では素材業種(±0→+2、+2)、加工業種(+1→+7、+6)と、加工業種の改善幅が大きくなっている。改善した業種の中では、生産用機械(▲3→+16、+19)、鉄鋼(+4→+20、+16)、金属製品(▲2→+13、+15)、非鉄金属(+9→+20、+11)が二桁の改善となった。素材関連は東京五輪需要や、自動車・半導体業界の需要持ち直しを反映している可能性があるほか、生産用機械は中国景気の底打ちも影響している可能性がある。ただ、予測DIは3月から▲5ポイント悪化の±0と、3月の改善幅を上回る悪化が予想されている。

中小企業・非製造業の現状判断DIは+4と、12月から2ポイントの改善となった。こちらも市場予想を2ポイント上回った。主要12業種のうち、10業種で改善、2業種で悪化という結果。先行きは▲5ポイント低下の▲1と、10四半期ぶりにマイナス圏に逆戻りする見通しとなっている。ただ、12月調査でも予測DIはマイナス圏への逆戻りが示されていたが、実際には上昇した。製造業の回復が続けば、B to Bの企業を中心に業況が上振れる可能性は残される。

17年度設備投資計画は堅調なスタート

2016年度の大企業・製造業の設備投資計画は前年比+6.2%となった(図表8,10)。12月調査から▲4.5ポイントの下方修正で、昨年同時期の伸び率を▲7.1ポイント大きく下回っている。全規模合計全産業ベースでは同+0.4%で、3月調査としては、震災直後の11年3月の同+0.1%以来6年ぶりの低さ(図表9,10)。逆に、今回から始まった2017年度計画に関しては、大企業・製造業は同+5.3%で、2015年度の同+5.0%を上回り、微差ではあるがこ



の時期としては2004年3月以来の高さとなっている。トランプ政権発足後の円安進展に伴う輸出企業の業績回復期待が、比較的強気の投資計画に繋がっている可能性がある。しかし、足元では逆に政権

(図表10)日銀短観設備投資計画(全産業・前年比)

	15年度実績	16年度						17年度	
		3月調査	6月調査	9月調査	12月調査	3月調査	3月 当社予測	3月調査	3月 当社予測
		%	%	%	%	%	%	%	%
全規模	5.0	▲4.8	0.4	1.7	1.8	0.4	3.0	▲1.3	▲2.5
製造業	9.1	▲0.9	6.0	6.1	5.6	2.1	2.9	4.4	0.1
非製造業	2.9	▲6.8	▲2.5	▲0.6	▲0.1	▲0.5	3.1	▲4.4	▲4.5
大企業	3.4	▲0.9	6.2	6.3	5.5	1.4	5.2	0.6	1.3
製造業	8.4	3.1	12.8	12.7	11.2	6.2	7.8	5.3	4.3
非製造業	1.0	▲2.9	2.7	2.9	2.5	▲1.1	3.3	▲2.0	▲1.1
中小企業	7.2	▲19.3	▲14.9	▲9.0	▲6.2	1.1	▲2.0	▲22.6	▲16.2
製造業	11.5	▲22.0	▲17.8	▲15.3	▲11.2	▲9.4	▲5.8	▲10.6	▲13.2
非製造業	5.2	▲18.0	▲13.5	▲6.0	▲3.8	6.3	0.6	▲27.5	▲18.3

(出所)日銀短観等より明治安田生命作成

の政策遂行手腕への不透明感が高まりつつあり、円安トレンドも一服している。この時期はまだ具体的な投資計画が未定の企業が多く、6月調査で例年どおりの大幅上方修正があるかどうかのポイントとなるが、現状ではやや厳しい。どのみち、企業の中長期的な成長期待が上向かないことには、賃上げや設備投資を積極化させる動きにはつながりにくい。

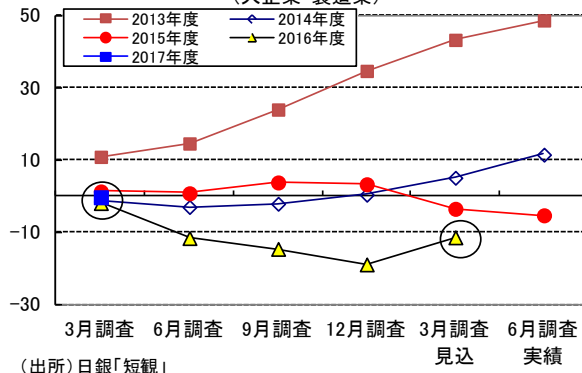
経常利益計画は上方修正だが

2016年度の大企業・製造業の経常利益計画は▲11.4%と、12月調査の同▲18.9%から上方修正された(図表11)。円安が寄与したとみられるが、依然二桁マイナスで、一時期期待されていたほどの大幅な業績上振れはなさそうである。全規模・全産業ベースでは▲4.1%で、3月調査としては12年3月の同▲9.4%(11年度分)に次ぐ低さとなっている。販売価格DI、仕入れ価格判断DIをみると、全体的に、仕入れ価格の上昇が企業収益の圧迫要因となっている様子がうかがえる。大企業・製造業の「販売価格DI-仕入れ価格DI」は▲19で、12月から▲9ポイント大幅にマイナス幅が拡大した(図表12)。6年ぶりの大幅なマイナス幅拡大で、素材価格上昇や円安に伴うコスト増を、多くの企業が製品価格に転嫁できていない様子が現れている。加工産業に限れば、「販売価格DI-仕入れ価格DI」は▲11ポイントの拡大で、現行統計が遡及可能な2009年9月以来、最大のマイナス幅拡大。

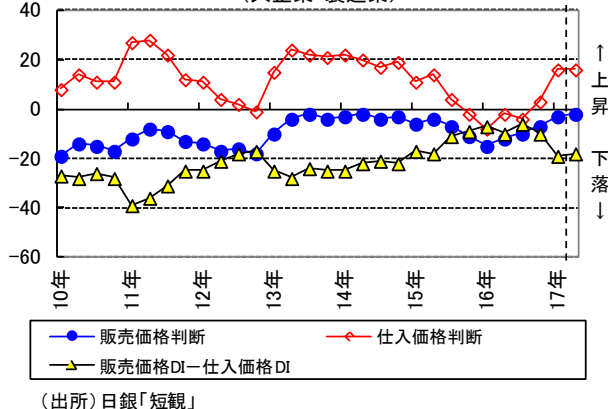
人手不足がいつそう深刻化

雇用人員判断DI(過剰-不足)は、全規模・全産

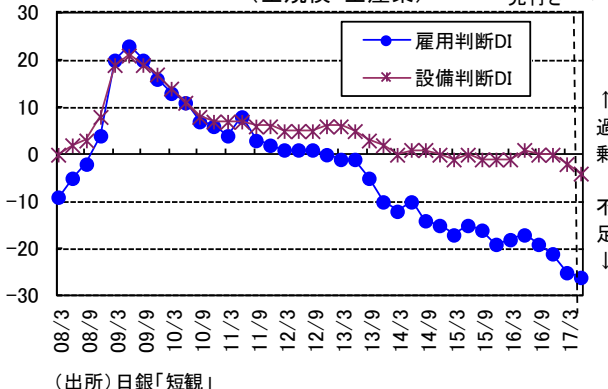
(図表11)経常利益計画(前年度比)
(大企業・製造業)



(図表12)販売・仕入れ価格判断DI
(大企業・製造業)



(図表13)雇用・設備判断DI
(全規模・全産業)

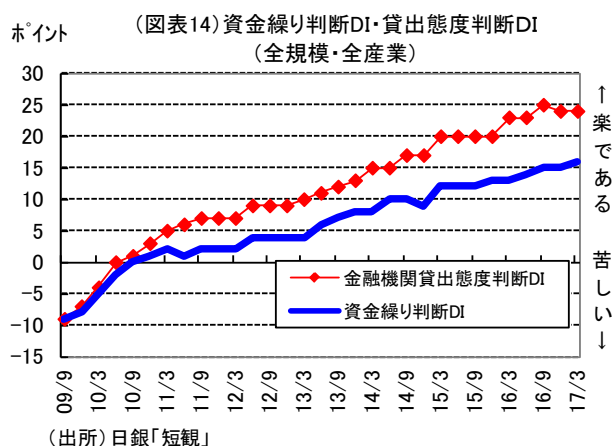


業ベースで▲25と、12月調査の▲21から4ポイント雇用需給がひっ迫する方向に動いた（数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和）（図表13）。同方向の動きとしては2年半ぶりの大きさを、人手不足がいっそう深刻度を増している様子がみてとれる。もっとも、雇用需給のひっ迫は、求職者数の減少を反映している面も大きい。生産年齢人口の減少に伴い、安倍政権下での全国の求職者数は2割以上減少している。また、厚労省の統計（一般職業紹介状況）からは、企業の求人が依然として一部の職種、かつ非正規に偏っている様子が示されており、賃金が全体として上昇していく構図にはつながりにくい。実際、今春闘のベアは昨年度を下回る可能性が有力になっている。

企業マインドの回復ペースは引き続き緩慢

資金繰り判断DI（楽である－苦しい）は+16と、12月調査から1ポイント上昇した。金融機関の貸出態度DI（緩い－厳しい）は+24で、12月調査から横ばいとなった（図表14）。貸出態度DIの緩和方向に向けた動きは一服しつつあるようにもみえる。企業を取り巻く金融環境が緩和的である状況は変わらないが、日銀がすでに大規模緩和からの撤退戦に軸足を移しつつあることもあり、一段の緩和方向へのシフトは考えにくくなっている。どのみち、すでに資金調達企業が投資のボトルネックではなくて久しく、資金繰りDIや貸出判断DIの小幅な変動が、企業の投資判断に与える影響は限定的とみられる。

今回の日銀短観では、製造業は予想比下振れ、非製造業は逆に上振れという結果となった。全体としては底堅い回復が続いているが、先行きの日本経済は米国頼みの面が大きく、この点、トランプ政権の政策への不透明感が、日本企業の先行き予想に影を落としている可能性が高い。米景気の堅調推移を前提に、2017年度の景気は2016年に比しやや回復テンポを強めるとというのが当社のメインシナリオだが、企業マインドの回復ペースは引き続き緩やかなものにとどまる可能性が高い。（担当：小玉）



個人消費の回復の足取りは鈍いと予想

個人消費関連指標はまちまちの結果

2月の家計調査によると、2人以上世帯の実質消費支出は前月比+2.5%と、2ヵ月連続のプラスとなり、2015年9月以来の水準まで上昇した(図表1)。住居・自動車等購入費やGDP上の消費概念に含まれない贈与金・仕送り金などを除いた実質コア消費支出も同+0.2%と、小幅ながら2ヵ月連続のプラスを維持した。昨年初以降、実質消費支出は停滞気味の推移が続いてきたが、足元では底打ちの兆しが見える。

需要側の統計である家計調査に対し、供給・販売側の統計を基礎統計とする日銀の「消費活動指数」を見ると、昨年秋から直近1月にかけては、横ばい圏での推移となっている。天候不順に伴う生鮮野菜の価格高騰によって、消費者の購買力が低下したことなどが、冬場の消費の弱さにつながったとみられる。

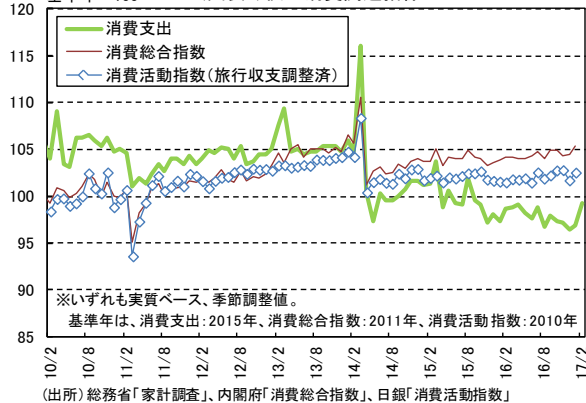
一方、消費マインドを見ると、3月の消費者態度指数は43.9と、4ヵ月連続で上昇した(図表2)。構成4項目のうち、「雇用環境」と「耐久財の買い時判断」はともに4ヵ月連続で上昇したほか、「暮らし向き」は2ヵ月ぶり、「収入の増え方」も3ヵ月ぶりに上昇した。雇用環境に対する前向きな見方が続くなか、暮らし向きや収入に対する見方も上向きつつある様子が示されている。

供給側の統計である景気ウォッチャー調査に目を向けると、3月の現状判断DI(家計動向関連)は46.2と、4ヵ月連続で低下した(図表3)。ウォッチャーからは、「季節や期が変わる時期は、集客目的で競合店との価格競争など単価が下落傾向となるが、例年以上に客は必要な物以外の購入はしない(北関東=スーパー)」など、消費者の節約志向を指摘する声が聞かれた。足元の個人消費関連指標は、ハードデータ、ソフトデータともにまちまちの結果となっている。

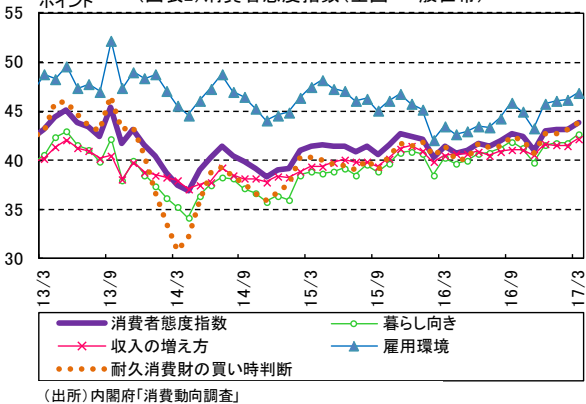
雇用環境は堅調

今後の個人消費を見通すうえで重要となるのが雇用・所得環境だが、まず、雇用環境を見ると、完全

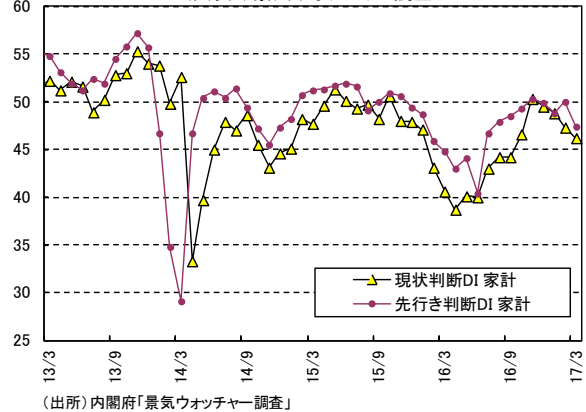
(図表1)個人消費関連指標



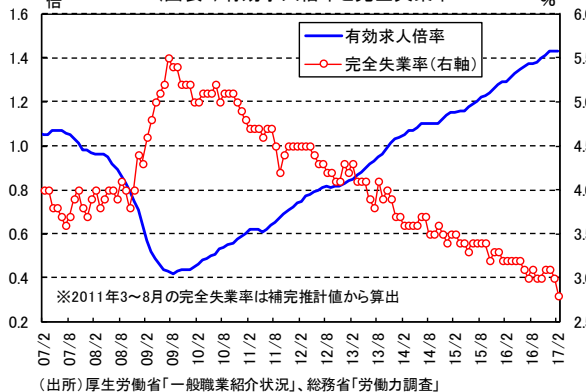
(図表2)消費者態度指数(全国・一般世帯)



(図表3)景気ウォッチャー調査



(図表4)有効求人倍率と完全失業率



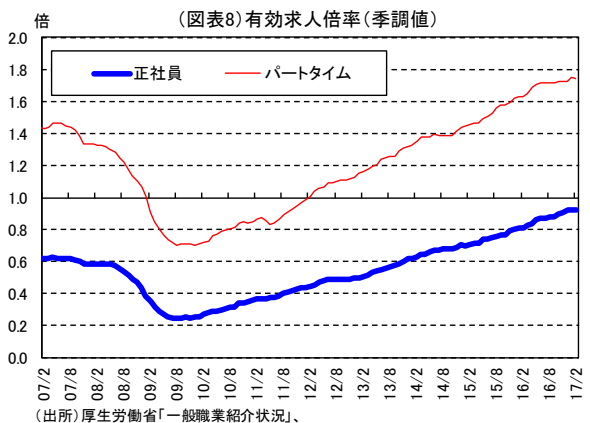
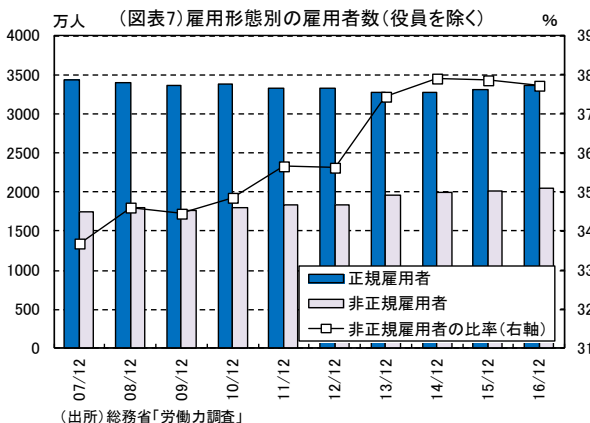
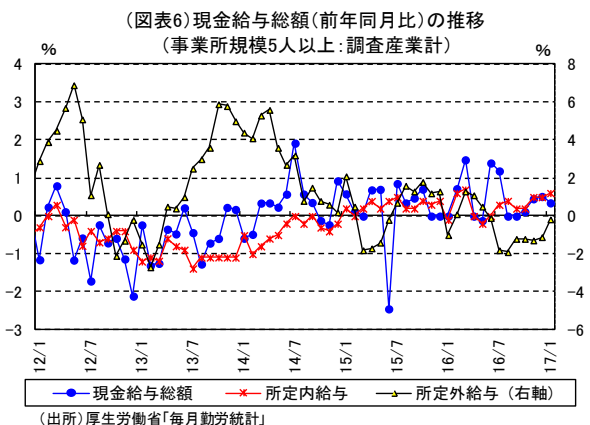
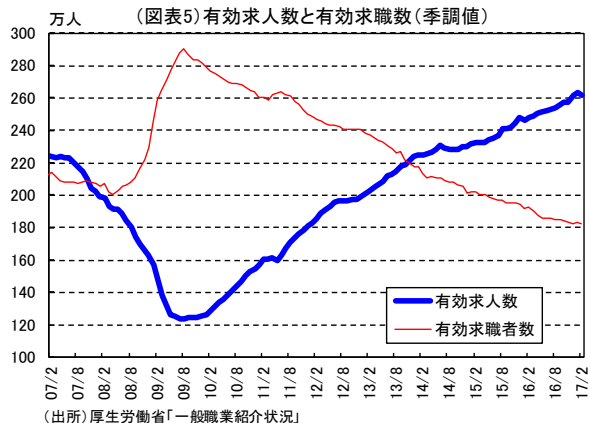
失業率（季調値）は昨年6月から2017年1月にかけて、3.0%～3.1%と、1995年以来の低水準で推移し、2月には2.8%と、1994年6月以来の水準まで低下している（図表4）。過去12ヵ月の就業者数と完全失業者数の推移を見ると、就業者数が毎月平均+4万人程度のペースで増加する一方、完全失業者数は同▲2万人程度のペースで減少しており、ポジティブな形で失業率が改善してきたと言えよう。

有効求人倍率（季調値）も昨年10月以降、1.4倍台で推移しており、直近3ヵ月は1.43倍と、1991年7月以来の水準まで改善している。分子となる有効求人人数と、分母となる有効求職者数の過去12ヵ月の推移を見ると、有効求人人数が毎月平均+0.1万人のペースで増加する一方、有効求職者数は同▲0.1万人のペースで減少している（図表5）。有効求人人数の増加だけでなく、少子高齢化の進展や、団塊の世代（1947年～49年生まれ）の労働市場からの退出による有効求職者数の減少も、労働需給のひっ迫要因となっていることが窺える。

賃金は伸び悩み

労働需給が引き締まるなかでも、賃金は伸び悩んでいる。1月の現金給与総額（名目）は前年比+0.3%と、4ヵ月連続のプラスとなったものの、上昇ペースは依然として緩慢である（図表6）。近年の日本の労働市場の傾向として、労働者側が賃金低下をある程度許容するのと引き換えに、雇用確保を優先してきたという側面があり、こうした日本の労働市場の特徴が、雇用需給のひっ迫にもかかわらず賃金が上がらない一因になっていると考えられる。

雇用者に占める非正規雇用者比率の上昇も、賃金の抑制要因となってきた。雇用者数の推移を雇用形態別に見ると、2007年から2014年にかけて、正規雇用者数が減少する一方、相対的に賃金水準の低い非正規雇用者が増加傾向で推移し、雇用者に占める非正規雇用者の比率も上昇傾向が続いてきた（図表7）。2015年以降は正規雇用者も増加に転じたことで、非正規雇用者比率の上昇には歯止めがかかっているものの、正社員の有効求人倍率は節目の1倍を下回るなど、企業の採用ニーズは依然として非正規



中心である(図表8)。職種についても、「保安の職業」、「建設・採掘の職業」、「介護関連」といった、労働集約的で賃金水準の見劣りする職種に採用ニーズが偏っており、労働需給の引き締まりを受けた一部職種での賃金上昇によって、全職種平均の賃金を大きく押し上げていく状況には至らないとみている。

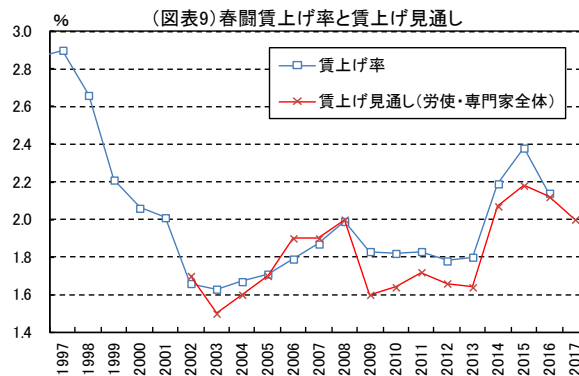
春闘賃上げ率は前年を下回る見通し

先行きの賃金のカギとなるのが春闘だが、連合が発表した2017年春闘の回答2次集計によると、3月24日までに妥結した企業の賃上げ率は+2.05%と、前年同時期(3月25日までに妥結)の+2.10%をやや下回った。労務行政研究所が2月1日に発表した「2017年賃上げの見通し」でも、2017年の賃上げ見通し(労使・専門家全体)は+2.00%と、前年の2.12%を下回っている(図表9)。春闘の賃上げは、前年の企業業績や物価の動向などを考慮して実施されるが、2016年は、円高や新興国景気の減速などが企業業績の下押し圧力となったほか、通年のCPI(消費者物価指数)も前年比マイナスとなるなど、賃上げを巡る環境は厳しい。

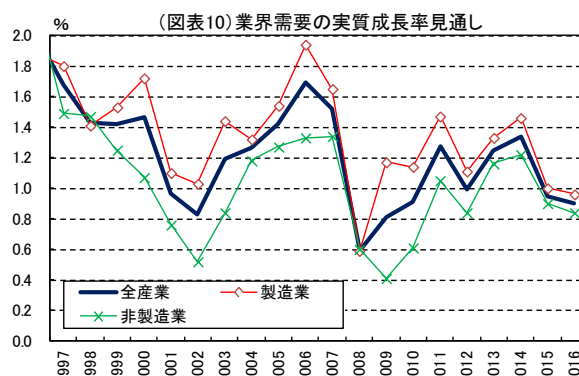
賃上げ率は、年齢や勤続年数に応じて毎月の給与を増やす「定期昇給(定昇)」と、定昇のベースとなる基本給全体の水準を底上げする「ベースアップ(ベア)」に分けられるが、大手自動車メーカーが高コスト体質改善のためにベアをゼロとした2002年から、アベノミクス本格始動前の2013年まで、ベアはほぼゼロの状態が続いてきた。2014年以降は、政府による経営側への賃上げ要求などを受け、3年連続でベアが実施されてきたものの、国内では安定的な利益成長が見通しづらいなか(図表10)、多くの企業は固定費の増加につながるベアには慎重な対応を続けており、好業績が続くなかでもその水準は小幅なものにとどまっている。企業の成長期待が高まらないなか、2016年の企業収益の伸び悩みや消費者物価の下落などの影響もあって、2017年の春闘賃上げ率は、2016年実績の2.14%を下回る可能性が高い。

原油安効果は一巡

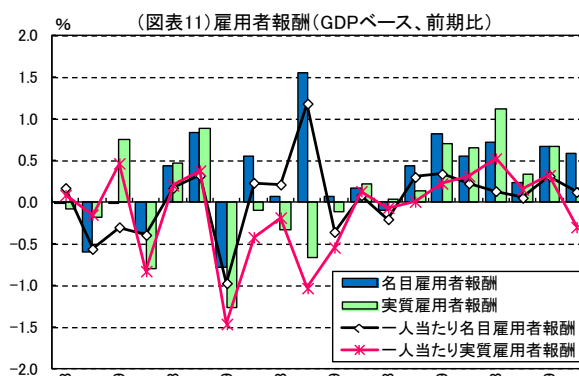
家計の実質購買力を下支えしてきた原油安効果も、足元では一巡している。GDPベースの雇用者報酬を見ると、2015年10-12月期以降、原油安や円高などを受け、消費者物価が低調に推移してきたことで、実質雇用者報酬は名目雇用者報酬を上回るペースで改善してきた(図表11)。ただ、2016年10-12月期は、原油価格の上昇によるエネルギー価格の持ち直しや、生鮮野菜の価格高騰などを背景に、実質雇用者報酬は前期比+0.2%と、名目雇用者報酬の同+0.7%を下回る伸びにと



(出所)厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、労務行政研究所「2017年賃上げの見通し」より明治安田生命作成



(出所)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」※上場企業の今後5年間の見通し(年度平均)



(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

どまった。生鮮野菜の価格高騰は足元で一服しているものの、エネルギー価格が引き続き押し上げ方向に寄与すると見込まれるほか、昨秋以降の円安もあって、消費者物価は2017年度を通じて上昇傾向で推移する可能性が高い(図表12)。賃金の伸びが緩やかなものにとどまるなか、消費者物価の上昇が家計の実質購買力の重しとなろう。

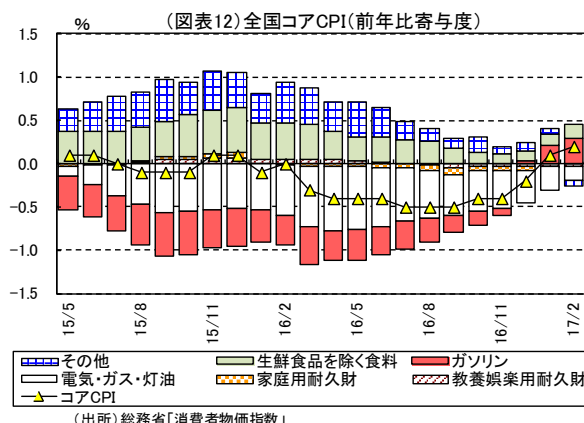
個人消費の回復の足取りは鈍いと予想

個人消費に関連する経済対策や社会保障負担などの動向を見ると、2017年度は、保育士等では予算規模544億円、介護人材・障害福祉人材では予算規模408億円の処遇改善が行なわれる見通しであるほか、失業等給付に係る雇用保険料率(労使折半)も、現行の0.8%から0.6%へと、▲0.2%引き下げられることが決定している(図表13)。一方、歳出の効率化が進められることで、高齢者世帯においては、高額医療費や保険料率軽減特例の見直しにより、社会保障に係る負担が増加することが見込まれる。

年金給付額については、2015年4月までに特例水準の解消は完了しているものの、2017年度は、2016年のCPIが前年比マイナスとなったことを受け、年金給付額も前年から▲0.1%引下げられることとなっている。政府の経済対策などによる消費の下支え効果が見込まれる一方、高齢者世帯などでは、可処分所得が抑制され、消費マインドが冷え込むことが懸念される。

労働需給はひっ迫しているものの、企業の採用ニーズは非正規や賃金水準の見劣りする職種に偏る傾向が続いているほか、春闘賃上げ率も前年の水準を下回る可能性が高いことなどから、賃金の上昇ペースは今後も緩やかなものにとどまるとみる。原油価格の持ち直しや円安の進行が家計の実質購買力の低下につながると見込まれるのに加え、社会保障の先行き不安などからくる節約志向も残る可能性が高く、2017年度の個人消費の回復の足取りは、引き続き鈍いと予想する。

(担当：尾家)



(図表13) 平成29年度予算より

一億総活躍社会の実現に向けた対策

保育士等の処遇改善(544億円) 例: 全ての職員を対象に2%、経験年数に応じて追加の処遇改善
介護人材・障害福祉人材の処遇改善(408億円) 例: 月額平均+10,000円相当
雇用保険料の軽減(▲3,500億円) 時限的に3年間▲0.2%引下げ(労使折半)
歳出各分野における効率化等
70歳以上の高額療養費の見直し(▲224億円) 例: 一般所得者の負担上限額を44,400円から57,600円へ引き上げ
後期高齢者の保険料軽減特例の見直し(▲187億円) 例: 所得割の軽減特例を2割軽減
介護納付金の総報酬割の導入(▲443億円) 現行の加入割から総報酬割へ段階的に移行(29年度は1/3導入)

(出所)財務省

銅価格は持ち直し傾向と予想

銅価格は底打ちの兆し

銅価格は、2011年に1トン当たり10,190ドルの高値を付けた後、中国の銅需要の伸び悩みや、在庫の高止まりなどを背景に低迷が続いた(図表1)。ただ、2016年10月以降、中国景気の持ち直し期待のほか、米トランプ政権のインフラ投資や減税政策による需要増加への期待を受けて、底打ちの兆しがみられる。年明け2月以降も、チリやインドネシアなどで発生したストライキによる供給懸念などから、1トンあたり6,000ドル手前の水準を維持している。

世界銅生産量は緩やかに減少

世界の銅生産の動向を見ると、2016年前半は、世界的に鉱山の開発が進んだことや、生産障害の発生が例年に比べ少なかったことなどから、生産は大幅に増加した。もっとも、16年後半にかけては、鉱山開発の勢いが一服したことで、増産トレンドも一巡している。2017年は、大規模なストライキが実施されたことや、銅価格低迷による投資不足などを背景に、世界の銅生産量は緩やかに減少するとみている。

具体的には、世界最大の銅生産国であるチリ(図表2)のエスコンディエーダ鉱山では、2月上旬にストライキが発生した。エスコンディエーダ鉱山の2015年の生産量は115万トンで、世界の銅生産量の約6%を占める。ストライキは3月下旬に終息したものの、スト中は生産活動を停止していたほか、賃金問題も根本的な解決には至っておらず、供給リスクは今後も残る。

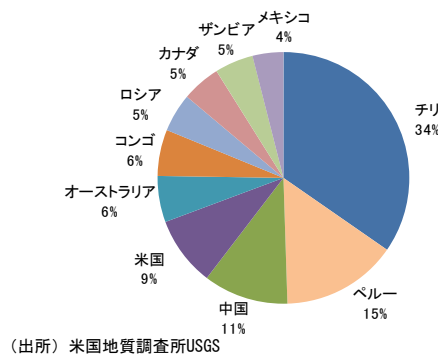
加えて、銅生産の新規プロジェクトも、今後は縮小に向かうとみられる。世界最大手のチリ銅公社コデルコの会長は、2017年2月開催のグローバル金属・鉱業カンファレンスにおけるインタビューで、既存の鉱床の老朽化など自然要因の障害や、世界の規制環境が厳しくなっていることなどから、「銅価格が上昇するなかでも、新規プロジェクトを加速させるつもりはない」との考えを示している。同会議では、ここ数年の安値を受けて、各社が投資を抑制してきたため、銅供給が悪化する可能性があるとの考えも示された。こうしたことなどから、2017年の世界銅生産量は緩やかに減少するとみている。

米中の銅需要は増加傾向

一方、世界の銅消費量に目を向けると、中国が最大の銅消費国であり、世界の銅の約4割を消費している。中国国内でも銅の生産が行なわれているものの、自給率は2割程度にとどまっており、不足分は輸入で賄っている(図表3)。したがって、世界の銅需要は中国景気、とりわけ固定資産投資の動向に左右されやすい。中国の固定資産投資の推移を見ると、インフラ関連の投資は高い伸びが続いている(図表4)。中国では、今年秋に5年に1度の党大会を控えており、政府は景気の安定



(図表2) 世界の銅生産量シェア(2016年)



を優先すると見込まれ、公共投資については、今後も底堅く推移するとみている。また、中国では都市化が着実に進行しており、配電線やビルなどの建設投資の銅需要は今後も拡大余地があろう。2016年の電力インフラ設備への投資は前年比+17.9%と、高い伸び率となった。国家能源局の「2017年能源事業指導意見」によると、2017年の電力インフラ投資の投資予算はおよそ5,871億元と、前年並の高水準を維持している。

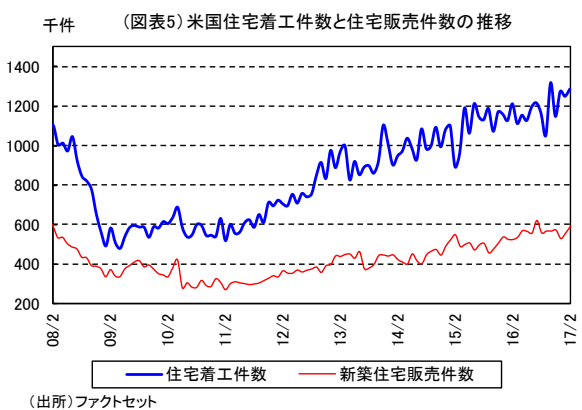
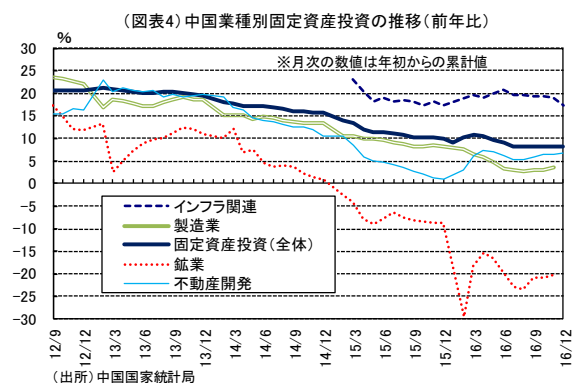
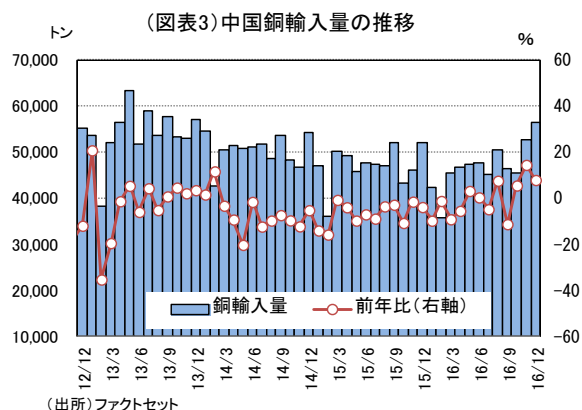
加えて、2014年に中国政府が打ち出した、東アジアや中東などに海上ルートを築くことをめざす「一帯一路」政策も、インフラ投資の促進を通じ、中期的に銅需要を押し上げるとみている。2016年9月には、ナイロビでの電線地中化工事に中国輸出入銀行が1.3億ドルの資金支援を行なうことも発表されており、こうした政府による国内外のインフラ投資は銅価格の押し上げにつながる。

中国、ユーロ圏に次いで、世界第3位の消費国である米国でのインフラ投資も、今後の銅価格を下支えするとみる。米トランプ政権は、積極的なインフラ投資を政策として掲げている。今年2月の米議会上下両院合同本会議で、トランプ大統領は道路や橋、トンネル、空港や鉄道など、総額1兆ドル規模のインフラ投資に取り組む姿勢を示した。大規模なインフラ投資が実際に実施されることになれば、銅などの資源需要は大幅に増加すると見込まれる。

また、米国の住宅市場の改善も、銅価格の下支え要因となろう。住宅着工件数を見ると、2011年ごろから増加傾向で推移している（図表5）。世帯数の増加や、雇用者数の増加傾向が続いていることなどから、住宅投資は今後も持ち直し傾向で推移するとみられ、電線やケーブルに使われる銅の需要も増加傾向で推移するとみている。

2017年の銅価格は持ち直し傾向を見込む

今後については、銅生産が緩やかに減少すると見込まれるなか、米中のインフラ投資が需要を下支えするとみられることなどから、2017年の銅価格は基本的に上昇傾向で推移するとみている。ただ、上海取引所（SHFE）の銅在庫は2016年10月から増加傾向で推移し、2017年3月末には30.7万トンと、約1年ぶりの水準までに積み上がっている。銅在庫の拡大は、投機的な需要の減衰につながるとみられ、銅価格が調整する場面もあるとみており、2017年前半の銅価格は5,800~6,500ドル/トンを中心とする推移を予想する。（担当：陳）

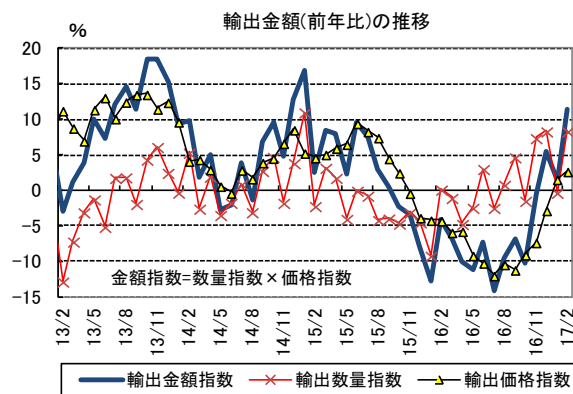


主要経済指標レビュー (3/20~4/7)

《日本》

○ 2月貿易統計 (3月22日)

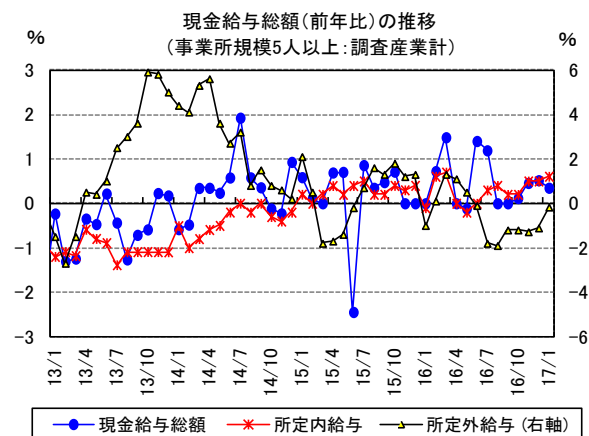
2月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+11.3%と、3ヵ月連続のプラスとなり、前月の同+1.3%から伸び幅が拡大した。輸入は同+1.2%と、2ヵ月連続のプラスとなったものの、前月の同+8.4%からプラス幅が縮小。貿易収支は8,134億円と、2ヵ月ぶりの黒字となり、黒字幅も前年同月の2,355億円から拡大した。輸出の実勢を示す輸出数量を見ると、2月は同+8.3%と、2ヵ月ぶりのプラスとなり、均せば回復傾向が続いている。地域別の輸出数量では、米国とEU向けがプラス転換したことや、中国向けのプラス幅が拡大したことが、数量の回復に寄与した。2017年度にかけての日本の輸出の実勢は、堅調な米国景気に支えられ、回復傾向で推移すると予想する。



(出所)財務省「貿易統計」

○ 1月毎月勤労統計 (確報、3月23日)

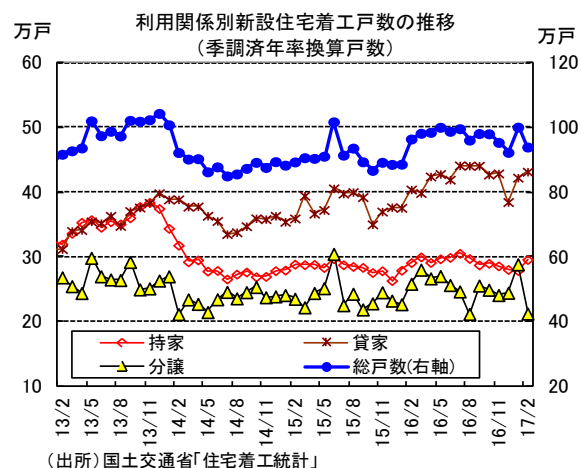
1月の毎月勤労統計では、現金給与総額(事業所規模5人以上:調査産業計)が前年比+0.3%と、4ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、特別給与が同▲2.0%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなったものの、定期給与は同+0.4%と、7ヵ月連続のプラスとなった。定期給与のうち、所定内給与は同+0.6%と、7ヵ月連続のプラス。一方、所定外給与は同▲0.2%と、時間外労働のマイナス傾向が続いてきたことで、8ヵ月連続のマイナスとなった。今後の名目賃金は、企業の慎重姿勢が続くなか、ベアの高い伸びは見込みづらいものの、労働需給の引き締めを受け、人材確保を目的とした賃上げの流れが続く可能性が高く、緩やかな改善傾向で推移するとみる。



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」

○ 2月新設住宅着工戸数 (3月31日)

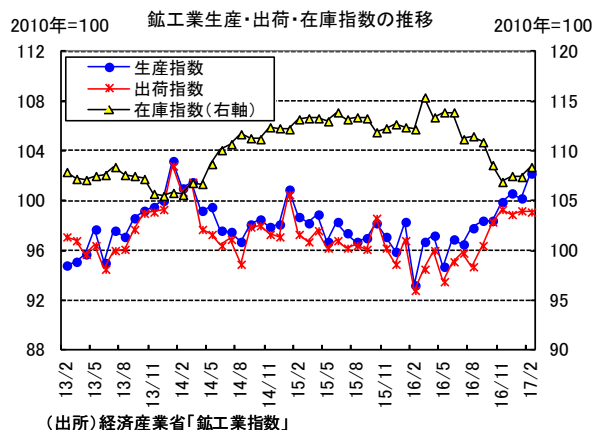
2月の新設住宅着工件数(季調済)は前月比▲6.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。利用関係別に見ると、持家が同+6.1%と、4ヵ月ぶりのプラス、貸家は同+2.2%と、2ヵ月連続のプラスとなった。一方、分譲は同▲26.4%と、3ヵ月ぶりのマイナス。2月の二桁マイナスは、1月の東京オリンピック・パラリンピックの選手用宿泊施設関連の特殊要因による着工増の反動とみている。今後については、住宅ローン減税制度などの各種住宅支援策や、低金利環境が下支えになるとみられるものの、所得環境の回復ペースの鈍さを受け、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。相続税対策を受けた貸家の節税需要も減衰していくとみられ、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



(出所)国土交通省「住宅着工統計」

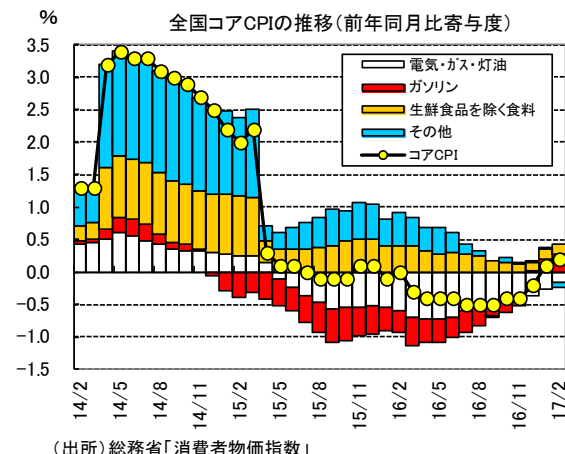
○ 2月鉱工業生産指数 (3月31日)

2月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比+2.0%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。経済産業省による基調判断は「生産は持ち直しの動き」が維持された。生産予測調査では、3月が同▲2.0%の減産見込みとなっており、四半期ベースでも1-3月期は前期比▲0.3%と、4四半期ぶりのマイナスとなる見通しである。ただ、4月は同+8.3%の大幅増産計画が示されている。今後の鉱工業生産は、個人消費の回復力が弱いことから、内需にけん引された生産増は期待しにくいものの、米国をはじめとした世界景気が堅調に推移していることから、輸出の伸びにけん引される形で、均せば増産トレンドが続くと予想する。



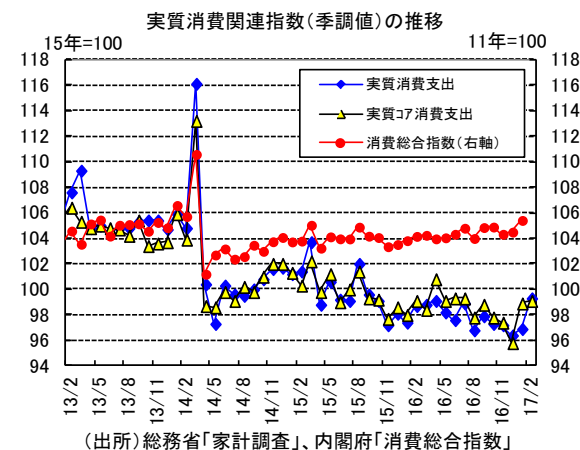
○ 2月全国消費者物価指数 (3月31日)

2月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+0.2%と、2ヵ月連続のプラスとなり、1月の同+0.1%からプラス幅もやや拡大した。しかし、上昇要因のほとんどはエネルギー価格によるもの。コアCPIからエネルギーを除いた新型コア指数は同+0.1%と、1月の同+0.2%から伸び幅が縮小したほか、昨秋以降、均せば鈍化傾向が続いており、物価の基調は弱い。3月の東京都区部の指数を見ると、コアCPIは同▲0.4%と、2月の同▲0.3%からマイナス幅が拡大しており、エネルギー価格の上昇や円安の影響が幅広い品目に波及している様子は窺えない。今後は、コアCPIのプラス幅は拡大方向で推移するとみるが、上昇ペースは緩やかと予想する。



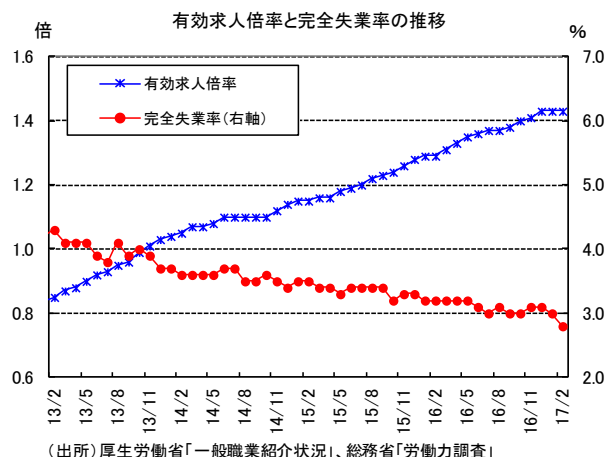
○ 2月家計調査 (3月31日)

2月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比▲3.8%と、12ヵ月連続のマイナスとなり、1月の同▲1.2%からマイナス幅が拡大した。ただ、今月は、前年2月の消費が閏年効果でかさ上げされていた反動もあるとみられる。住居・自動車等購入費や、贈与金・仕送り金などを除いた実質コア消費の季調済前月比をみると+0.2%と、今年度初めての2ヵ月連続プラスであり、個人消費は緩やかな回復基調にある。今後の個人消費は、雇用需給の引き締まりが名目賃金の緩やかな上昇につながるとみるものの、原油価格の持ち直しに伴い家計の実質購買力が低下しつつあるほか、社会保障の先行き不安などからくる節約志向も残ることで、緩慢な回復にとどまると予想する。



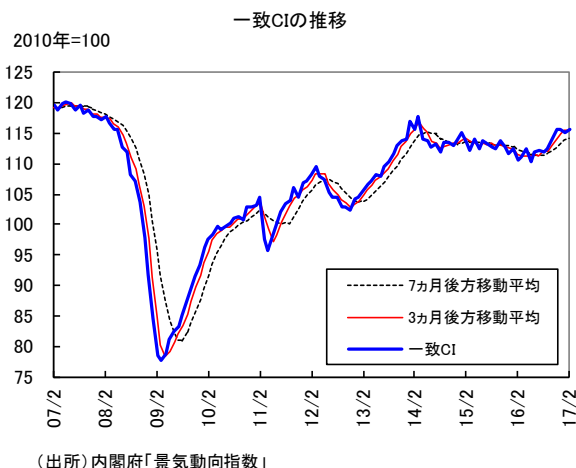
○ 2月雇用関連統計 (3月31日)

2月の雇用関連統計を見ると、完全失業率(季調済)は2.8%と、前月から▲0.2ポイント低下し、1994年12月以来の2%台となった。有効求人倍率(季調済)は1.43倍と、1991年7月以来の高水準を維持しており、雇用需給の引き締め傾向が続いている。少子高齢化が進展し、生産年齢人口が減少するなか、団塊の世代の多くが労働市場から退出していることなどが労働供給の制約要因となっている。ただ、企業側の採用ニーズは、非正規や賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っている傾向が続いていることから、全職種平均でみた賃金上昇ペースは緩やかと予想する。



○ 2月景気動向指数 (4月7日)

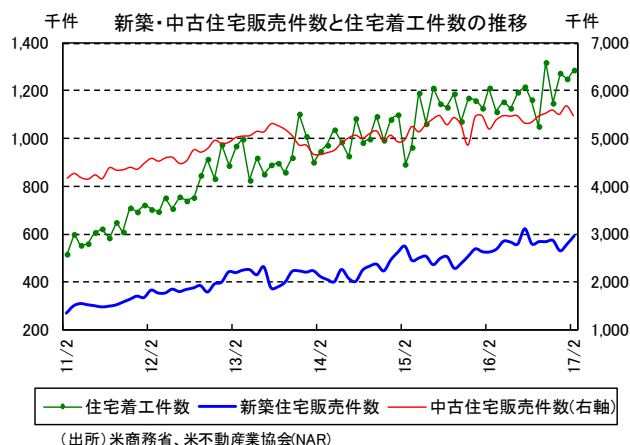
2月の景気動向指数では、一致CIが115.5(前月差+0.4ポイント)と、3ヵ月ぶりに上昇した。内閣府の基調判断は、前月の「改善を示している」がすえ置かれた。一致指数の個別系列を見ると、鉱工業生産、耐久財出荷が押し上げに寄与した一方、投資財出荷(除輸送機械)や有効求人倍率(除学卒)が押し下げに寄与した。製造工業生産予測調査によると、3月は前月比▲2.0%の減産見込みとなったものの、4月は同+8.3%と大幅増産計画となっており、一致CIは改善傾向が続くとみる。今後の国内景気は、堅調な米国景気を背景に、輸出の回復が見込まれるほか、政府による経済対策も下支えとなって、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。



《米 国》

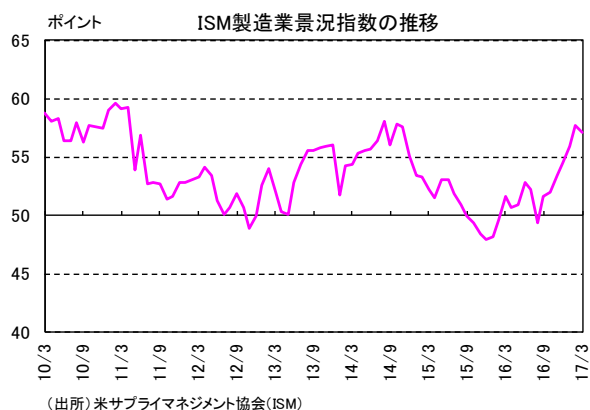
○ 2月住宅販売・着工件数（3月16, 22, 23日）

2月の米新築住宅販売は年率換算で59.2万戸、前月比+6.1%と、2ヵ月連続で増加した。2月は記録的な暖冬だったことで、新築住宅販売は押し上げられたとみられる。一方、中古住宅販売は年率換算で548万戸、同▲3.7%と、2ヵ月ぶりに減少。在庫不足が中古住宅販売の足かせになっているとみられる。住宅着工件数は年率換算で128.8万戸、同+3.0%と、2ヵ月ぶりに増加。ただ、先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で121.3万戸、同▲6.2%と、3ヵ月ぶりに減少した。今後の住宅投資は、雇用者数の増加が続いていることや、銀行の住宅ローン貸出態度が緩和的であることなどから、住宅投資は緩やかながら持ち直し傾向で推移するとみている。



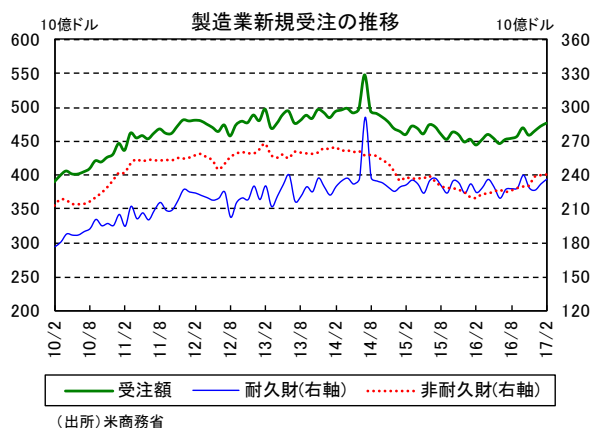
○ 3月ISM製造業景況指数（4月3日）

3月のISM製造業景況指数は57.2と、7ヵ月ぶりに低下した。拡大を示した業種は18業種中17業種で、2月の17業種から横ばいとなった。調査対象企業からは、先行きに対し引き続き強気のコメントが多く寄せられた。構成項目別に見ると、生産が7ヵ月ぶりに低下、新規受注が5ヵ月ぶりに低下、在庫が3ヵ月ぶりに低下したものの、リードタイムは3ヵ月連続で上昇、雇用は2ヵ月ぶりに上昇した。今後は、経済政策を巡る先行き不透明感などが企業景況感の低下要因になるとみるが、個人消費を中心に内需の改善が続いていることなどから、引き続き回復傾向を維持すると予想する。



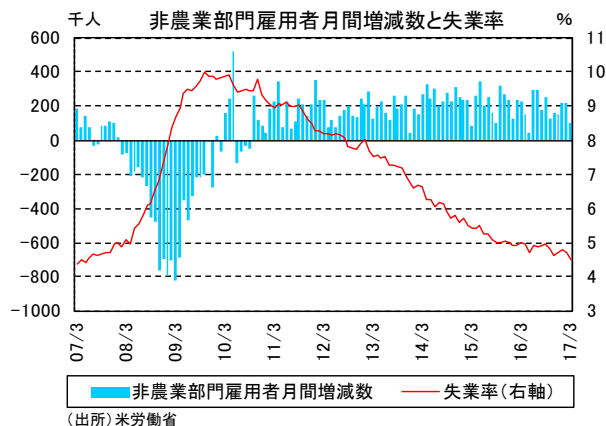
○ 2月製造業新規受注（4月4日）

2月の製造業新規受注は前月比+1.0%と、3ヵ月連続で増加した。除く輸送機器ベースでも、前月比+0.5%と、7ヵ月連続の増加となった。耐久財は同+1.8%と、航空機が引き続き堅調に推移した結果2ヵ月連続で増加したほか、非耐久財も同+0.2%と7ヵ月連続で増加した。ただ、設備投資の先行指標とされる防衛資本財受注（除く航空機）は同▲0.1%と、5ヵ月ぶりに減少した。海外景気の先行き不透明感などが引き続き新規受注への下押し要因となるとみるが、エネルギー関連企業の業績悪化傾向には歯止めがかかっていることから、今後も改善傾向が続くと予想する。



○ 3月雇用統計（4月7日）

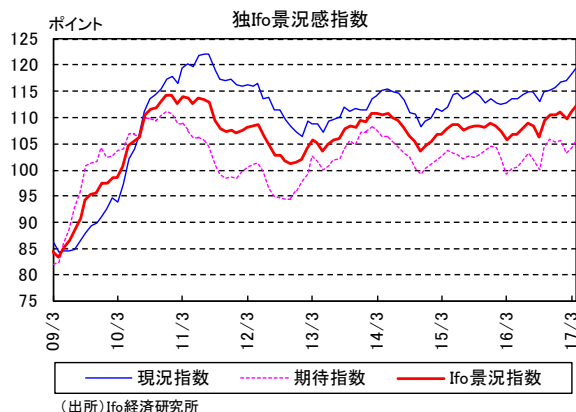
3月の非農業部門雇用者数は前月比+9.8万人と、増加幅が市場予想（同+18.0万人）を下回った。前月2月も+23.5万人から21.9万人へと下方修正されている。3月に雇用者数の伸びが縮小した背景には、2月は暖冬で一部業種で雇用の伸びが加速していたこと等が背景にあるとみられる。失業率は2月の4.7%から4.5%へと2ヵ月連続で改善。時間当たり賃金は前年比+2.7%と2月の同+2.8%から伸び幅が小幅に縮小した。強弱入り混じる内容であるが、2017年1-3月期の雇用者数平均増加幅は+17.8万人と、均してみれば堅調を保っている。依然緩やかな金融環境などに支えられ、雇用環境は今後も緩やかな改善傾向が続くと予想する。



《 欧 州 》

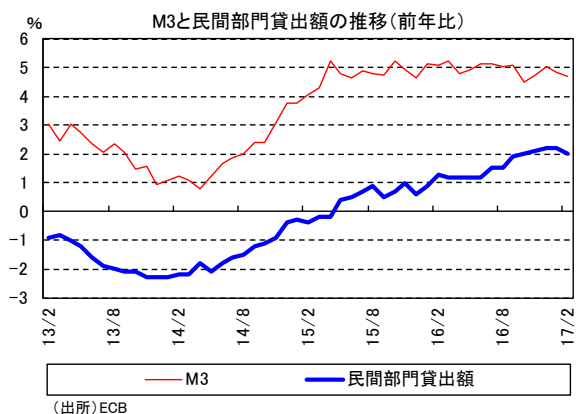
○ 3月ドイツIfo景況感指数 (3月27日)

3月のドイツIfo景況感指数は112.3と、2ヵ月連続で上昇し、ほぼ5年半ぶりの高水準となった。内訳を見ると、現況指数が118.4→119.3と、7ヵ月連続で上昇したほか、期待指数も104.2→105.7と、2ヵ月連続で上昇した。産業別では、卸売業が7.5→▲3.9と、2ヵ月ぶりに低下したものの、製造業が16.8→21.0と、2ヵ月連続で上昇。小売業は4.5→6.4、建設業は7.8→9.4と、ともに3ヵ月ぶりに上昇した。欧米の政治リスクは残るものの、緩和的な金融環境が続いていることから、ドイツ景気は今後も堅調に推移すると予想する。



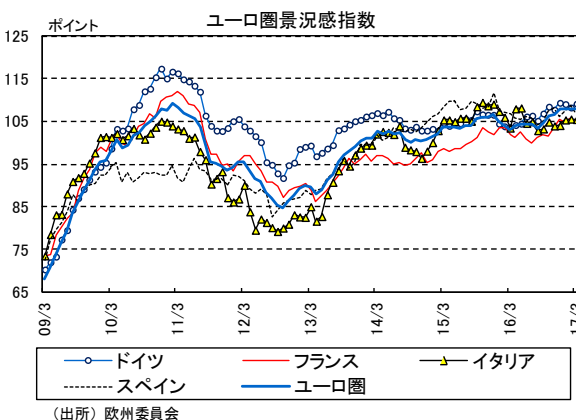
○ 2月ユーロ圏マネーサプライ (3月27日)

2月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+4.7%と、前月の同+4.8%から伸び幅が縮小した。民間向け貸出額も同+2.0%と、前月の同+2.2%から伸び幅が縮小。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けが同+2.4%と、前月と同じ伸び幅となった一方、非金融企業向けは同+1.5%と、前月の同+1.8%から伸び幅が縮小した。ECBによる量的緩和策などによって、銀行の貸出態度が緩和しているほか、貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、ユーロ圏民間向け貸出額は引き続き緩やかな増加傾向が続くとみている。



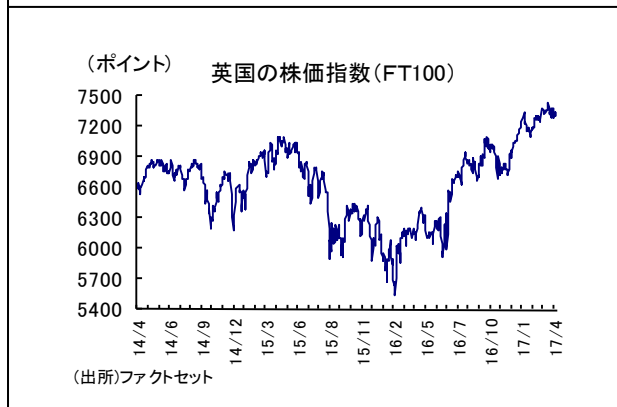
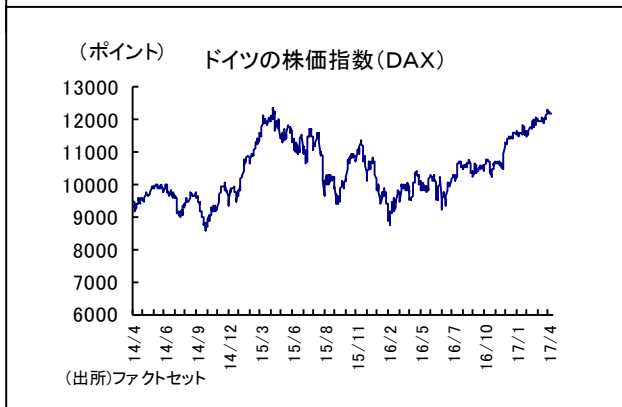
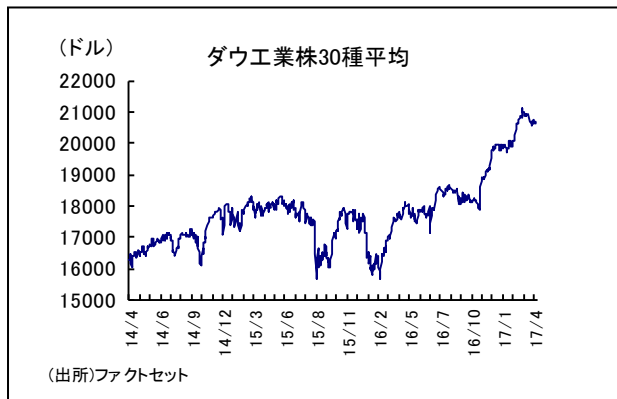
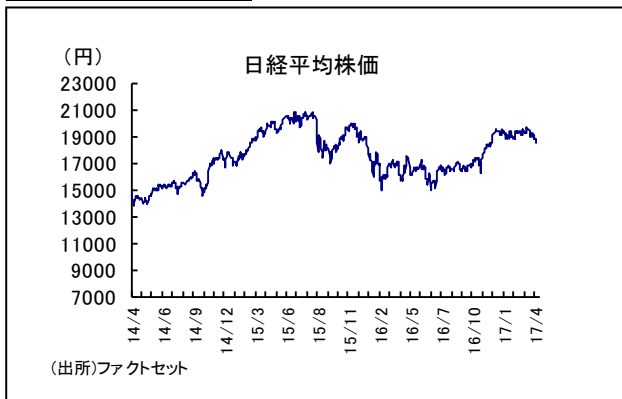
○ 3月ユーロ圏景況感指数 (3月30日)

3月のユーロ圏景況感指数は107.9と、6年ぶりの高水準だった2月から低下した。構成項目別に見ると、消費者信頼感が▲6.2→▲5.0、建設業景況感が▲10.1→▲9.9と、ともに改善。一方、鉱工業景況感は1.3→1.2、小売業景況感は1.9→1.8、サービス業景況感は13.9→12.7と、いずれも悪化した。主要国別では、ドイツが108.3→109.2と改善したものの、フランスは105.9→104.9、イタリアは105.6→105.5、スペインは108.7→106.9と、いずれも悪化した。ECBによる緩和的な金融政策が景気を下支えしていることなどから、今後の景況感指数は持ち直し傾向で推移するとみる。

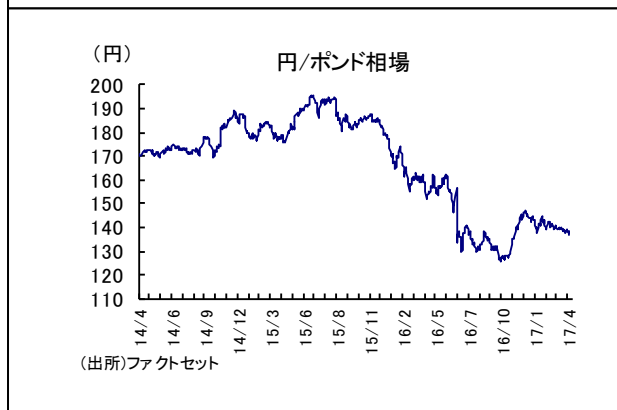
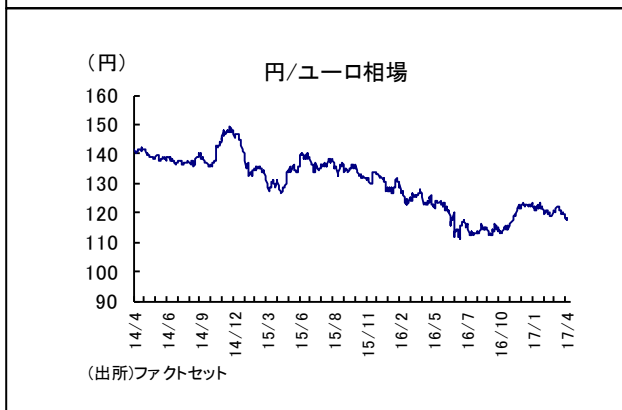
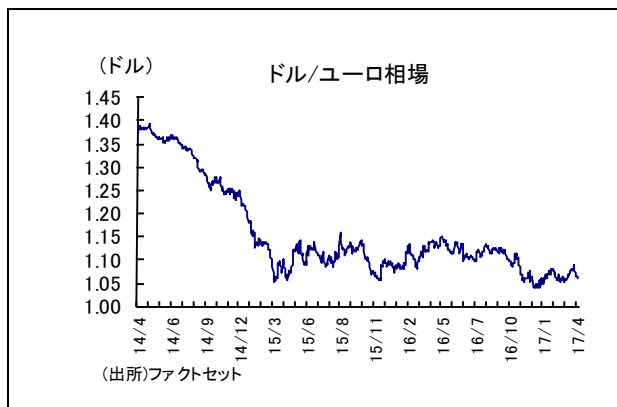
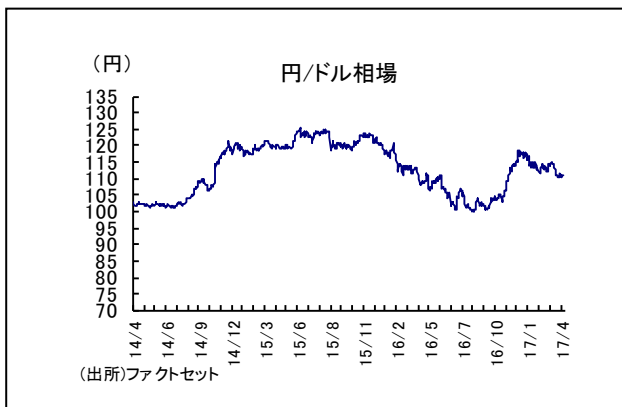


日米欧マーケットの動向 (2017年4月10日現在)

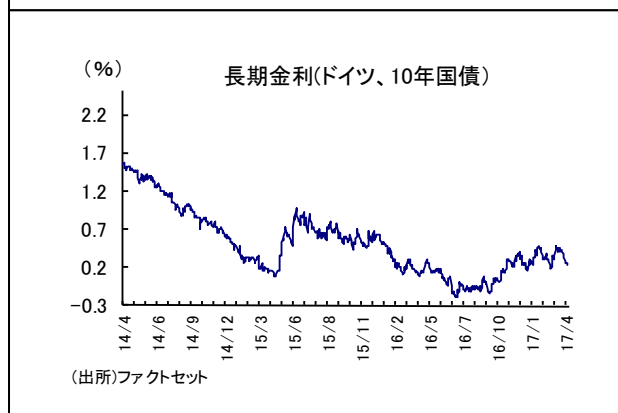
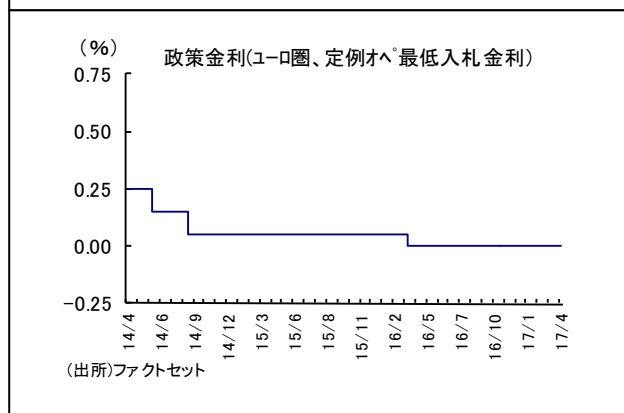
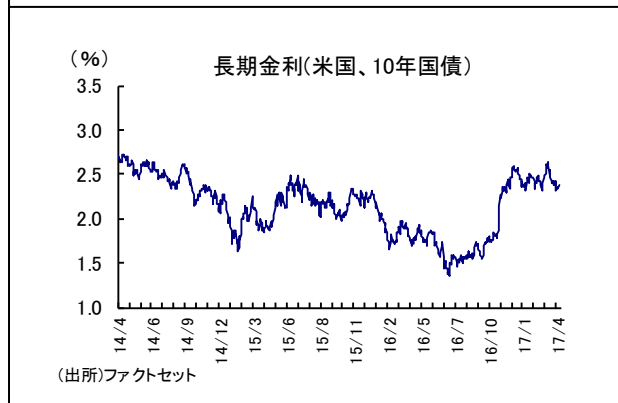
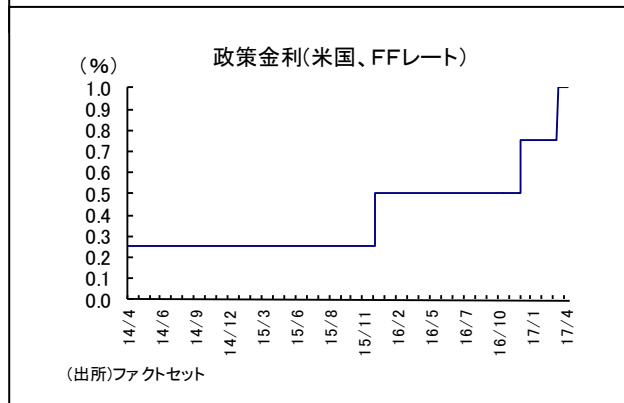
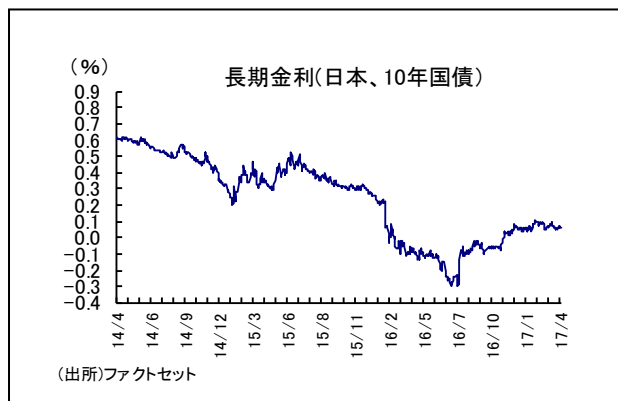
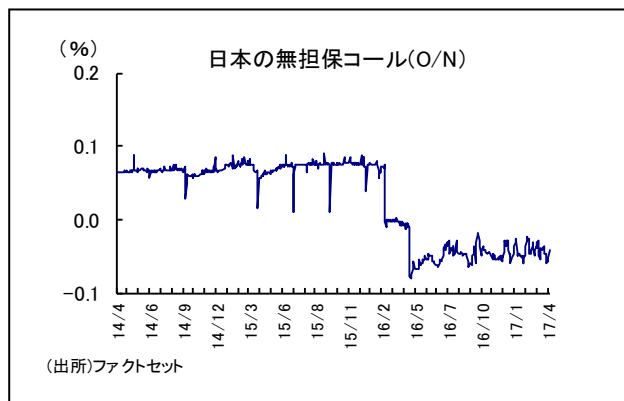
▽各国の株価動向



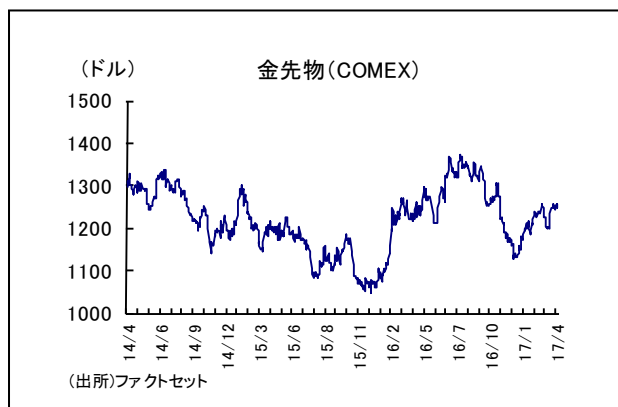
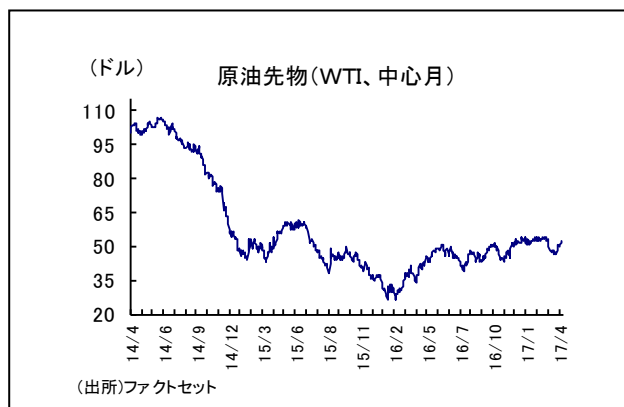
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



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

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、平野真依子、久保和貴、
山口範大、尾家小春、磯部雅人、陳家斉