

トランプ新大統領の誕生 ● 樋 浩一 —— 02
トランプノミクスと中国経済 ● 三尾 幸吉郎 —— 03
「日銀は株価を歪めていない」は本当か ● 井出 真吾 —— 04
貸家着工にバブルの懸念 ● 岡 圭佑 —— 06
2016～2018年度経済見通し ● 斎藤 太郎 —— 08
右側通行? 左側通行? ● 中村 亮一 —— 10
トランプ相場の調整リスク ● 上野 剛志 —— 11

ニッセイ基礎研REPORT | Jan.2017 | vol.238



目はだまされやすい。パッと見た印象で、脳はざっと判断してしまう傾向がある。一見して鶏だが、細部をよく見ると、あれ!ひよ子だ。この「寄せ絵」という視覚遊びは、イタリアの画家アルチンボルドが描いたものが有名。彼は肖像画を果物や野菜の集合で画いて、絵に二重三重の意味を持たせた。

トランプ新大統領の誕生

リーダー無き世界の到来



専務理事 エグゼクティブ・フェロー 樋 浩一

haji@nli-research.co.jp



はじ・こういち

東京大学理学部卒、同大学大学院理学系研究科修士課程修了。
81年経済企画庁(現内閣府)入庁。
92年ニッセイ基礎研究所、12年より現職。
主な著書に「日本経済の呪縛—日本を惑わす金融資産という幻想」。

1—— 米国第一

米国ではまもなくトランプ新大統領が誕生する。トランプ氏は「米国第一」を掲げて大統領選挙を戦い、民主党のクリントン候補を破った。このため、米国の貿易や外交政策がこれまでのような理念や原則に基づくものではなく、自国の利益を優先するものになるのではないかと懸念されている。

第二次世界大戦直後の世界経済は、主要国経済が戦災を受ける中で、米国だけが無傷という状況で、世界経済の中で、米国経済は圧倒的に大きな地位を占めていた。その後米国は世界一の超大国であり続けたが、様々な面における米国の圧倒的な優位は徐々に失われてきた。

欧州諸国の復興と日本の追い上げによって米国の貿易上の優位は徐々に失われ、1971年には金とドルの交換性を維持することができなくなり、ブレトンウッズ体制は崩壊した。ソビエト連邦が崩壊した後は、米国が軍事的には世界唯一の超大国となったが、中国などの新興国経済の急速な発展によって米国の経済的な優位性はさらに縮小していった。

2—— 格差問題が背景に

最大の経済大国である米国は、世界経済がグローバル化することで最も多くの利益を得る。このため米国は貿易自由化を推進してきた。しかし米国内にはグローバル化の恩恵を得る人達と、マイナスの影響を受ける人達ができてしまい、格差は拡大した。

予備選挙では格差問題を取り上げたサンダース上院議員が予想外の善戦を演じ、

世界を驚かせた。トランプ氏を大統領に押し上げたのは、移民の流入や外国製品の流入が自分達の職を奪っていると感じている人達の票だ。トランプ氏は、こうした人たちの利益を優先させる立場からTPPに反対してきた。

トランプ氏が選挙戦で掲げた政策が格差問題を改善できるとは思えないが、選挙の結果は、これまで格差の拡大に有効な対策を講じることができなかった既存の政治に対する不信感の現れだと言える。

米国による単独行動を回避してきたオバマ大統領の外交政策は、米国の力が相対的に低下してきたという現実を反映したものだ。誰が大統領になったとしても、米国がより自国の利益を優先するようになるという大きな流れは変わらなかっただろう。

3—— 先進国の影響力低下

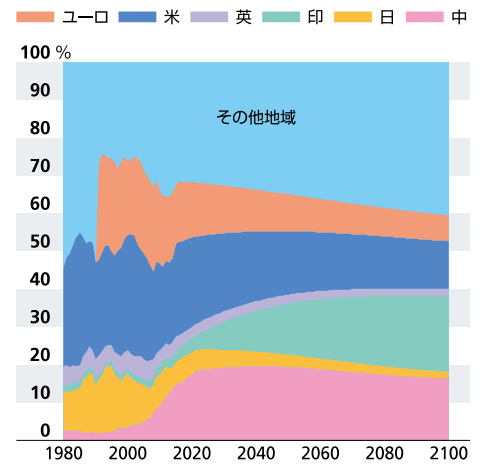
世界経済における米国経済の相対的な地位の低下は、緩やかながら今後も続くだろう。新興国経済が大きな失敗を続けないう限り、21世紀半ばには中国の経済規模が米国を上回るようになるだろう。

21世紀末には人口が16億人を超えて中国の約1.5倍となるインドが世界一の経済大国となっている可能性が高い。インドは世界経済の約2割を占める最大の経済となり、中国が16.4%を占めてこれに次ぎ、米国は12.6%で世界第三位に後退する。ユーロ圏は7%弱、日本と英国は2%を下回る規模となると予想される。米国だけでなく欧州と日本が加わっても、中国やインドの協力無しには世界経済の安

定を維持することは困難だろう。

[図表1] 世界経済に占める割合

注:実績IMF、予測は筆者、1990年以前のユーロ圏はその他地域に含まれる



人口が大きく増加するアフリカは貧しいままだと仮定したが、アジア諸国のように経済的な離陸に成功すれば、先進諸国経済が世界経済に占める割合は更に低いものになる。

第一次世界大戦前の英国や第二次世界大戦後の米国は、世界一の経済大国であると同時に世界で最も豊かな国でもあった。しかし、経済超大国となる中国やインドは、一人当たりの所得で見るとそれほど豊かな国ではない。中国やインドが米国の経済規模を上回るようになって、その時点での一人当たりGDPは米国の四分の一程度に過ぎない。いまだに貧しい中国やインドは、世界を安定化させるために主体的に行動するという負担を回避しようとする可能性が高い。

世界経済の重心が米国からアジアへと移動する中で、世界経済はリーダーのいない世界に突入し、再び1930年代のように不安定な時代を迎える恐れがある。

トランプノミクスと中国経済

中国は「為替操作国」に認定されて深刻な打撃を受けるのか？



経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎
mio@nli-research.co.jp



みお・こうきちろう
82年日本生命保険相互会社入社。
00年ニッセイアセットマネジメント株式会社。
09年ニッセイ基礎研究所、13年7月より現職。
日本証券アナリスト協会検定会員。

米国ではドナルド・トランプ氏が次期大統領に就任することになった。選挙キャンペーン中に、米国製造業の職を奪った中国を「為替操作国」に認定して45%の高関税を課すとの厳しい姿勢を示していたこともあって、その経済政策(トランプノミクス)が中国経済に深刻な打撃を与えるのではないかとの懸念が高まっている。



現時点ではトランプノミクスの具体像はまだ見えない。選挙前の過激な発言をそのまま実行するのか、それとも現実的な方向に軌道修正するのも不明だが、選挙キャンペーン中の発言等の骨格を見るとトランプノミクスのポイントは2つあると思われる。ひとつはインフラ投資拡大、連邦法人税引き下げ、金融・エネルギー分野での規制緩和などで、投資主導で成長率を押し上げようとしている点である。もうひとつは北米自由貿易協定(NAFTA)の再交渉や環太平洋経済連携協定(TPP)からの撤退など保護主義的な動きをしそうな点である。この両者を組み合わせると、米国内で財政をテコに新たな需要を生み出すとともに、それが十分に米国企業に恩恵をもたらすように海外からの輸入品に対しては保護主義的な対策を取ることになりそうだ。



それでは、トランプ次期大統領は本当に中国を「為替操作国」に認定し高関税を課すのだろうか。中国をターゲットに、輸入全品に及ぶような広範囲に高関税を課すことになれば、中国経済が深刻な打撃を

受けるのは間違いない。米国向け輸出は2015年に4092億ドル(シェア18%)と中国にとって最大の輸出先だ。その米国で、中国製品が競争力を失い、その需要の大半が米国製品や他国の製品に流出することになれば、リーマンショック後の2009年に対世界輸出が前年比16%も減少して成長率を4ポイント押し下げた時と同程度のショックともなりかねない。



しかし、それが実現する可能性は決して高くはないと見ている。トランプ次期大統領が選挙キャンペーン中に発言した過激な公約の数々を考えれば、大統領に就任すると同時に中国を「為替操作国」に認定するよう指示し、国内産業を守るためアンチダンピング(不当廉売)措置を乱発する可能性は十分にある。但し、輸入全品に及ぶような広範囲に高関税を課すことになる可能性は低い。米国の一人当たりGDPは約5.6万ドルで中国の約7倍に達する世界有数の高所得国である。このような高所得国で中国から輸入している付加価値の低い汎用品を国内製造に切り替えても、米国の労働者が満足するような賃金を得るのは難しい。また、中国が製造コストを低く抑えられた背景には、賃金以外にも様々な眼に見えにくい支援材料がある。即ち、緩い知的財産権保護規制、緩い労働者安全基準、緩い環境保護規制、輸出企業への実質的な補助金などである。しかし、民主主義が定着した米国で中国と同じようなことをしようとしても米国民はそれを許容しないだろう。その点、後発新興国の中には、貧困から抜け出すことを優先し、中国

の成長モデルを見習おうとする国が少ない。



従って、中国製品に幅広い高関税を課したとしても、中国以外の後発新興国に製造拠点が移るだけで、米国が得られるベネフィットは一部限定的なものに留まる可能性が高い。しかも、中国に製造拠点を置いていた内外企業が後発新興国へ移転することになれば中国経済への打撃は大きいため、中国政府は米国からの輸入製品に高関税をかけるなど対抗措置を講じることにともなりかねず、米国と中国は泥沼の貿易戦争に陥る恐れがでてくる。



こうした国際環境を踏まえば、米国でこれから構築されるトランプノミクスの基本戦略としては、①中国からの輸入品に45%の高関税を課すとの厳しい姿勢を保ちつつ、国内産業を守るために必要となるアンチダンピング(不当廉売)措置を順次発動して行くこと、②中国に米国からの積極的な輸入を促すこと、③中国の緩い知的財産権保護規制、緩い労働者安全基準、緩い環境保護規制、輸出企業への実質的な補助金などの改善を迫ること、以上3つの組み合わせになると見ている。オバマ大統領もてこずった中国との貿易交渉だけに一筋縄ではいきそうにないが、米国は貿易黒字の半分近くを稼ぎ出すドル箱だけに、中国政府としても対策強化に動かざるを得ないだろう。

「日銀は株価を歪めていない」は本当か

新ルールは評価できるが歪みは拡大



金融研究部 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾
side@nli-research.co.jp

日銀のETF大量購入が株価を歪めている可能性を検証したところ、日経平均レベルでの歪みは明確でないものの、個別銘柄の株価は歪んでいることが明らかとなった。買入れの中心をTOPIX型にシフトさせた新ルールに一定の効果はあったが、6兆円に増額した副作用を中和できず、依然として株式市場に歪みが残っている。いっそ、真の大株主となって企業に経営改革を迫る手もある。

1—— 黒田総裁は「歪めていない」と主張

日本銀行はETFを大量に購入しており、これが株価を歪めている可能性が指摘されている。黒田総裁は11月1日の会見で「歪めていない」と発言したが本当か。

日銀が買入対象としている主なETFはTOPIX型、日経平均型、JPX日経インデックス400型で、この3種類の合計額は年間計画(ETF保有残高を6兆円ペースで増やす)の95%に当たる5.7兆円だ(残り0.3兆円は、設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するためのETF、いわゆる“賃上げETF”が対象)。5.7兆円のうち2.7兆円はTOPIX型を優先的に買い、残り3兆円はTOPIX型を含む3種類のETFの時価総額に概ね比例して買入れることとしている。

このルールに従い2016年9月末時点のETFの時価総額から買入額を計算すると、TOPIX型を4兆円(5.7兆円の7割)、日経平均型を1.6兆円(同3割弱)、JPX日経400型は0.1兆円(同2~3%)となり、TOPIX型が買入の中心に据えられている。

ただし、これは2016年10月以降の買入から適用された新ルールで、9月以前の旧ルールは単純に各ETFの時価総額に比例して買入れることとしていた。旧ルールでは日経平均型が5割強、TOPIX型4割強、JPX日経400型4~5%と日経平均型ETFの買入割合が高かった。このため時価総額に比べて日経平均の指数構成比が大きな品薄株を大量に買い付けることとなるため、需給ギャップで株価が歪む懸念があった。新ルールでは浮動株ベースの時価総額に応じて構成比が決まるTOPIXの買入割合を増やしたので歪みが小さくなった可能性がある。

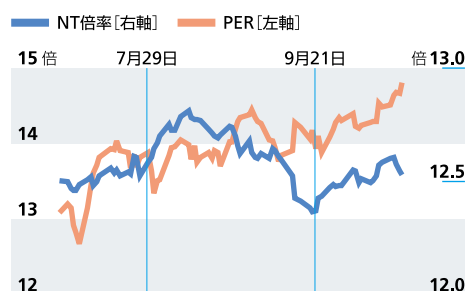
2—— 日経平均レベルでは歪みは見当たらない

仮説を検証してみよう。図表1は日経平均ベースのPER(株価収益率)とNT倍率(日経平均÷TOPIX)の推移だ。PERは株価の割高/割安をみる代表的な指標で、この値が高いほど割高である。NT倍率は日経平均をTOPIXで割った指標なので、グラフが右上がりのときはTOPIXよりも日経平均が値上がりしていることを示す。

日銀が年間計画を6兆円にほぼ倍増すると発表した7月29日、新ルールを発表した9月21日の前後の動きをみると、PERには特に目立った変化はみられず基本的に上昇基調を辿った。NT倍率は7月29日以降に上昇したものの、日銀が何か発表したわけでもないのに8月中旬から下落した。また、日経平均型ETFの買入額を減らす新ルールはNT倍率を下げる方向に作用するはずだが、逆に上昇した。これを見る限り

日経平均レベルで株価を歪めている様子はない。

[図表1] 日経平均ベースでは歪んでいない
資料: QUICKより筆者作成



3—— 個別銘柄の株価は歪んでいる

しかし、個別銘柄レベルでは様子が違う。図表2の横軸は個別銘柄の時価総額(浮動株ベース)に対する日銀の年間買入額の割合(推定)、縦軸はPER(株価収益率)だ。従って、図表2の傾向線の傾きが大きいほど、日銀のETF買入が株価を歪めている度合いも大きいことを意味する。なおPERは業種間格差を考慮するため、東証33業種別に中央値との差分を表示している。

図表2を見ると6兆円に増額することを発表する前日の7月28日時点では、日銀の買入割合が浮動株ベース時価総額の10%に相当する企業はPERが業種の標準的水準より約7ポイント高い傾向があり、株価を歪めていたことが分かる。問題は歪み度合いがどう変化したかだ。特に、6兆円への増額と新ルールの影響がポイントだ。

そこで、図表2の傾き(株価の歪み度合い)の推移を示した図表3は興味深いことを示唆している。7月29日に日銀が年間計画を6兆円にほぼ倍増すると発表した直



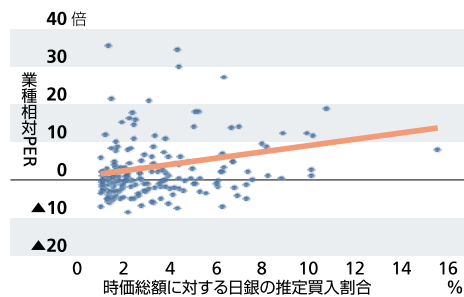
いで・しんご

93年日本生命保険相互会社入社。
99年ニッセイ基礎研究所。07年より現職。
日本証券アナリスト協会検定会員、日本ファイナンス学会、
1級DCプランナー(企業年金総合プランナー)。

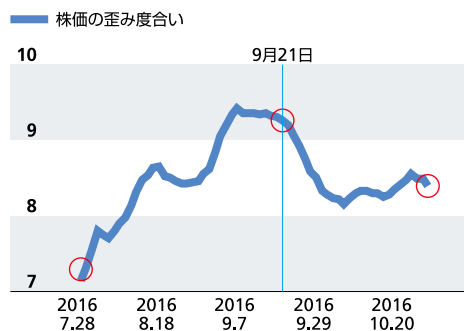
後から9月上旬にかけて株価の歪み度合いは大きくなった。その後、9月21日に新ルールを導入を公表すると歪みは縮小したが、7月以前の水準には下がっていない。

このことから、TOPIX型ETFの買入割合を増やした新ルールは株価の歪みを是正する一定の効果があり、日銀の判断は評価できる。しかし6兆円に増額した影響を中和するに至っていない。今後も日銀がETFを大量に買い続ける限り歪み続けるだろう。

[図表2] 日銀の買入割合が大きい企業ほど株価は割高
注：買入割合=年間買入額÷浮動株ベース時価総額、PERは業種中央値との差。買入割合27.9%、業種相対PER57.0倍と極端に大きいファーストリテイリングおよび買入割合が1%未満の銘柄は除外。2016年7月28日時点
資料：QUICKより筆者作成



[図表3] 新ルールでも歪みは拡大
注：歪み度合い=図2の傾向線の傾き(5日移動平均)
資料：QUICKより筆者作成



4——大株主としての金融政策

ところで、日銀はETFを大量に買う目的を「リスクプレミアムを下げるため」と説明している。リスクプレミアムとは平たく言えば「リスクを嫌がる度合い」なので、これを下げることで貯蓄から投資への流れを後押ししたり、企業の資金調達コストを下げ設備投資などを促す狙いだ。理屈としては正しいが現実には思うように進んでいないようだ。

コーポレート・ガバナンスへの悪影響も指摘される。日銀はETFを保有しているに過ぎないので株主総会で議決権を行使することは物理的にあり得ない。しかし、株価が経営内容を正しく反映せず値上がりすれば自ずと経営が緩むという懸念だ。実際、「ラッキー」という企業の声も伝わってくる。

そこで、倫理的・法的な問題も多いと思われるが、筆者の所属する組織とは一切関係なく、個人的かつ突飛なアイデアを一つ示したい。日銀がETFを現物株に交換し、真の大株主となって企業に経営改革を迫るというものだ(ETF運用会社に申請すれば交換可能)。

大株主として議決権を持てば、リスクを取らず利益を溜め込むばかりの経営者の交代やM&Aなどの成長投資を促すこともできる。日銀内の組織整備が困難なら外部機能を活用する手もあろう。

無論、日銀がETFの一部を現物株に交換するだけでも「官の介入」という批判は免れない。しかし設備・人材投資に積極的なETFを年間0.3兆円ほど買うより直接的かつ効果的と考えられるうえ、企業の経営

改革が進み実力が上がれば株価の歪みも是正される。日銀がそこまで踏み込めば、物価目標2%の達成や株式市場が再活性化の可能性も高まるのではないかと。

一方、現状ではETF運用会社が議決権を行使する。その運用会社はスチュワードシップ・コード(「責任ある機関投資家」の諸原則)に則り適切に議決権を行使するはずなので、日銀がETFを通じて保有している株式の議決権が無駄になることはない。むしろ運用会社が行使する議決権が増えれば、これまで無投票や白紙投票されていた分が減るので好ましいことでもある。

しかし、運用会社の議決権行使に日銀の意向が反映されるとは限らないことや、もし大量保有するETFが値下がりして損失が出れば国民負担に繋がることを考えれば、少なくとも日銀は運用機関の議決権行使状況をしっかり監視し、必要があれば運用機関に注文をつけることも検討すべきだろう。筆者は本当に日銀が真の株主になるとは思っていないが、議論のきっかけになれば幸いだ。

貸家着工にバブルの懸念

住宅投資関数で説明できない好調さ



経済研究部 研究員 岡 圭佑

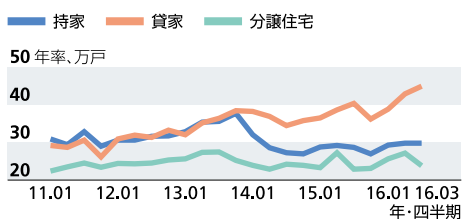
koka@nli-research.co.jp

1—— 住宅着工を牽引する貸家

今年に入ってから貸家の増加が顕著である。貸家の着工戸数(季節調整済み・年率換算値)は2015年7-9月期に40.3万戸と消費増税前のピーク(2013年10-12月期:38.4万戸)を上回った後、10-12月期に一時的に落ち込んだものの年初からは増加を続け持家、分譲住宅との差も一段と広がりを見せている。本稿では貸家の着工が急増する要因について考察するとともに、今後の住宅着工の動向を展望する。

[図表1] 住宅着工戸数(利用関係別)の推移

資料:国土交通省「建築着工統計」
注:季節調整値



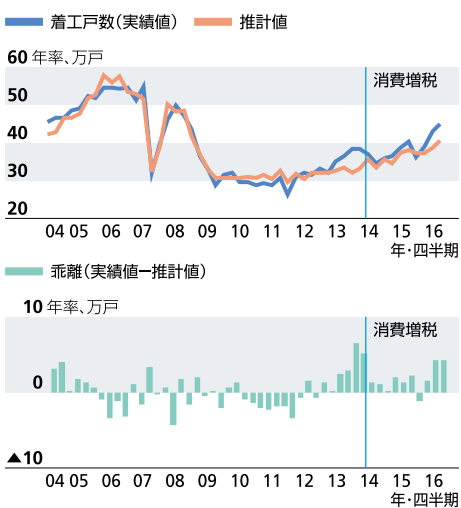
2—— 住宅投資関数の推計

まず、最近の貸家着工戸数の変動要因を定量的に測るため、貸家着工戸数を被説明変数とし、金利、住宅ストック数、消費者マインド等の変数を用いて住宅投資関数の推計を試みた。

推計結果をみると、2012年までは実績値と推計値がほぼ一致した動きをしていることが分かる。その後2013年後半からは実績値が推計値を上回る状況が足元まで続いている[図表2]。特に、2013年10-12月期から2014年1-3月期、2016年4-6月期から7-9月期までの期間は推計値を大幅に上回っている。

[図表2] 住宅投資関数による貸家着工の推計結果

資料:国土交通省、住宅金融支援機構、一般財団法人日本不動産研究所、日本銀行、総務省公表資料をもとに作成
注:季節調整値



3—— 実績値と推計値の乖離要因

1 | 消費増税を見込んだ駆け込み需要

まず実績値と推計値の乖離の原因として考えられるのは、2014年4月の消費増税に関わる駆け込み需要とその反動の影響である。駆け込み需要が発生したと考えられる2013年4-6月期から2014年1-3月期にかけて実績値は推計値を上回る状況が続いており、消費増税前の駆け込み需要の影響があった可能性を指摘できる。しかし、消費増税後も実績値が推計値を上回る水準で推移しており反動減を確認することができない。

消費増税後の反動減が緩和された要因として想定されるのが2017年4月に予定されていた消費増税前の駆け込み需要である。貸家着工戸数は2015年7-9月期の時点で推計値との乖離は見られなかったものの、10-12月期以降実績値が推計値を上回るペースで増加を続け、推計値との乖離は2016年1-3月期(年率+2万戸程

度)、4-6月期(同+6万戸程度)と拡大傾向にある。このように、年明け以降みられる住宅着工の回復の動きは消費再増税を見込んだ駆け込み需要によって一定程度説明できると考えられる。ただし、景気ウォッチャー調査における住宅販売会社の「駆け込み」に関するコメント数を前回と比較すると明らかに少ない。消費再増税の時期は2016年6月に2019年10月への先送りが決定されているが、国内景気の回復の遅れを理由に早い時期から先送り観測が高まっていたこと、前回の消費増税時に需要の先食いが発生したことなどから、消費再増税を見込んだ駆け込み需要の規模はそれ程大きくなかったものと考えられる。

2 | 相続税改正に伴う節税需要の喚起

消費増税後も実績値が推計値を大きく上回る状況が続いている要因として、2013年度税制改正による相続税増税(2015年1月実施)が指摘できる。基礎控除の引き下げ、税率構造の見直しにより税負担が従来に比べて重くなったため、節税需要が高まったものと考えられる[図表3]。

相続税は相続する財産が金融資産か不動産かによって評価方法が異なり、相続税額に差が生じる。例として、2億円の金融資産をもつ被相続人が法定相続人1人に相続する際、相続財産がそれぞれ金融資産、不動産である場合の相続税額を概算した。

まず金融資産で相続する場合、課税対象となる相続財産の評価額は2億円となる。次に1億円の土地を購入し、その土地に1億円の貸家を建設して相続する場合を想定する[図表4]。土地の課税評価額は路線価(実勢価格の80%程度)で評価さ



おか・けいすけ
09年日本生命保険相互会社入社
11年日本経済研究センター派遣。
14年ニッセイ基礎研究所(現職)。

企業物価指数、景気ウォッチャー調査等で分析レポートを発行。

[図表3] 2013年度税制改正(相続税の改正)

資料:財務省公表資料より作成

(1)相続税の基礎控除の引き下げ

改正前	改正後
5,000万円+1,000万円 ×法定相続人数	3,000万円+600万円 ×法定相続人数

(2)税率構造の見直し

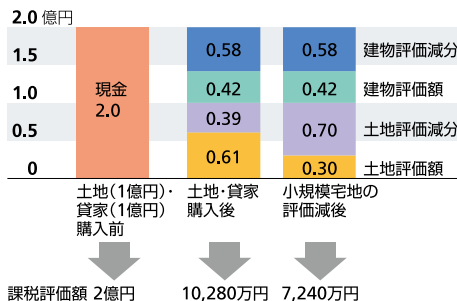
法定相続分に 応ずる取得金額	改正前		改正後	
	税率	控除額	税率	控除額
1,000万円以下	10%	0万円	10%	0万円
3,000万円以下	15%	50万円	15%	50万円
5,000万円以下	20%	200万円	20%	200万円
1億円以下	30%	700万円	30%	700万円
2億円以下	40%	1,700万円	40%	1,700万円
3億円以下	40%	1,700万円	45%	2,700万円
6億円以下	50%	4,700万円	50%	4,200万円
6億円超	50%	4,700万円	55%	7,200万円

相続税の算出式

相続財産の合計-基礎控除額=法定相続分に
応ずる取得金額
法定相続分に
応ずる取得金額×税率-控除額=相続税額

[図表4] 貸家による相続税負担軽減効果

資料:国土交通省、国税庁公表資料より作成



れるため、ここでは8,000万円と仮定する。この土地に貸家を建設すると、借地権割合(80%)と借家権割合(30%)を乗じた価額が控除され、6,080万円となる。一方、貸家は一般的に建築費の6割とされる固定資産評価額から借家権割合(30%)と賃貸割合(100%)を乗じた分が減じられるため4,200万円となる。土地と合わせた課税評価額はおよそ1億円と金融資産を相続する場合に比べ半分程度減額される。更に土地面積が200㎡以下の場合、小規模宅地等の特例が適応されることにより

土地の評価額が50%減額されるため、課税評価額は7,240万円に低下する。

以上から、貸家建設による節税効果を試算すると、改正前で▲3,764万円(金融資産:3,900万円→土地・貸家(特例適用):136万円)であるが、改正後は▲4,332万円(金融資産:4,860万円→土地・貸家(特例適用):528万円)と大きくなる。

上記の例では相続財産を2億円としたが、相続財産が2億円以下から2億円超、3億円以下から3億円超、6億円以下から6億円超に変わる場合は、基礎控除の引き下げに加えて新たな税率が適用される。これらに該当する場合は、節税のインセンティブがより強まるものと推測される。

4——先行きは供給過剰の懸念が浮上

このように、住宅着工戸数は貸家を中心に堅調に推移している。

しかしながら、懸念材料もみられる。一つが空室率の状況である。空室率インデックス [図表5]の推移をみると、東京都を除く地域では今年に入り上昇基調が明確となっている。こうした実需を伴わない着工の急増は、相続税増税に伴う節税需要の高まりによって押し上げられている面が大きく、いずれ調整局面を迎えることは避けられない。

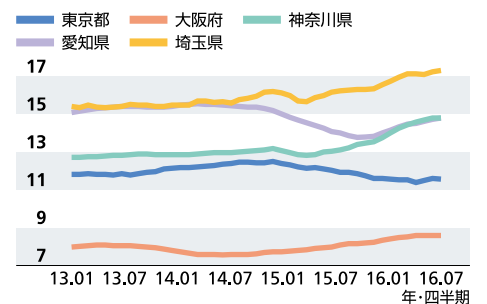
また、中期的には人口動態が住宅着工に与える影響も懸念される。年齢別に世帯の持家・借家比率をみると、民営借家に住む比率は年齢層が高くなるにつれ低下する傾向にある。すなわち、貸家(民営借家)の需要は39歳以下の世帯数規模の影響を受けやすいことを意味する。

人口問題研究所の人口予測によると、2016~20年の25~39歳以下の人口は3,009万人(5年平均)と、2011~15年の3,327万人(5年平均)に比べ▲320万人減少すると予想されている[図表6]。とりわけ30~39歳については団塊ジュニア世代が40歳代へ移行するため、大幅に減少している。これにより持家の需要が高まる反面、賃貸住宅の需要が減少することが見込まれる。

以上から、先行きの住宅着工戸数を見通すと、引き続き節税需要の高まりが支えとなることが予想される。ただし、実需を伴わない貸家の着工は高水準を維持することが困難であり、いずれ調整を余儀なくされるだろう。また中長期的には人口動態の変化が住宅需要の変化をもたらす可能性もある。住宅着工の先行きを展望する上で、こうした構造的な変化をリスク要因として認識しておくべきだろう。

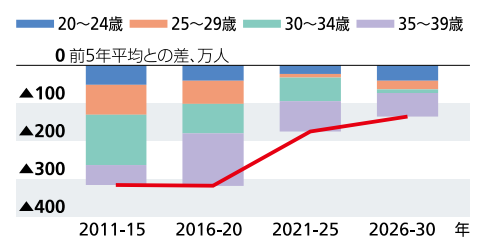
[図表5] 空室率インデックスの推移

資料:タス、アットホーム「賃貸住宅市場レポート」



[図表6] 賃貸住宅需要年齢層の人口予測

資料:国立社会保障・人口問題研究所資料より作成



2016～2018年度経済見通し


 経済研究部 経済調査室長 齋藤 太郎
 tsaito@nli-research.co.jp

1—— 2015年度の名目GDPは 31.6兆円の上方改定

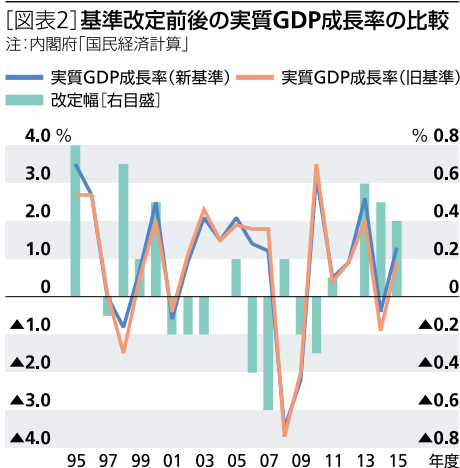
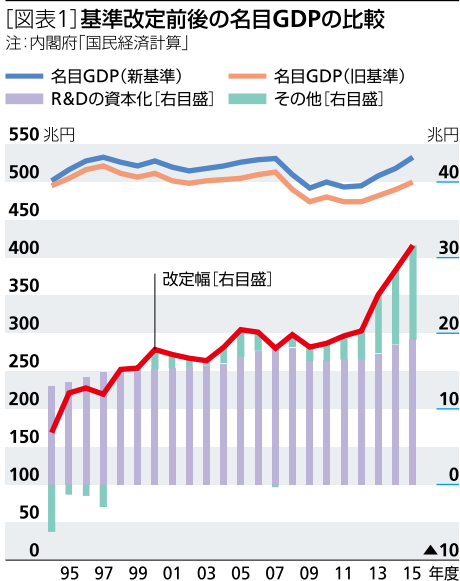
2016年7-9月期の実質GDP(2次速報)は、前期比0.3%(前期比年率1.3%)と三四半期連続のプラス成長となった。設備投資は前期比▲0.4%の減少となったが、民間消費(前期比0.3%)、住宅投資(同2.6%)が増加したことに加え、輸出が前期比1.6%の高い伸びとなったことから外需寄与度が前期比0.3%(年率1.3%)と成長率を大きく押し上げた。

7-9月期の2次速報と同時に、国民経済計算の基準改定(2005年基準→2011年基準)、最新の国際基準である「2008SNA」への対応(従来は「1993SNA」)が実施された。

基準改定後の名目GDPの水準は1994年度以降の平均で18.2兆円(GDP比3.7%)、直近の2015年度は31.6兆円(GDP比6.3%)の上方改定となった(2015年度の名目GDPは532.2兆円)。内閣府によれば、名目GDPの上方改定のうち、研究・開発(R&D)の資本化によるものが16.2兆円(1994～2015年度以降の平均、2015年度は19.2兆円)で、名目GDP上方改定の大半を占めている[図表1]。

また、実質GDP成長率も過去に遡って改定された。過去10年平均(2006～2015年度)の成長率は0.5%で旧基準と変わらなかったが、直近3年間の成長率は比較的大幅な上方改定となった(2013年度:2.0%→2.6%、2014年度:▲0.9%→▲0.4%、2015年度:0.9%→1.3%) [図表2]。2013、2014年度は民間消費、設備投資の上方修正、2015年度は民間消費の

上方修正が成長率の上方改定に大きく寄与した。



2—— 実質成長率は2016年度1.2%、 2017年度1.0%、 2018年度1.2%を予想

民間消費は2014年4月の消費税率引き上げから長期にわたり低迷が続いてきたが、2016年1-3月期から三四半期連続

で増加し、ようやく明るい兆しが見られるようになってきた。消費持ち直しの主因は、雇用者数の大幅増加や物価上昇率の下落から実質雇用者報酬が高い伸びとなっていることである。2016年度の実質雇用者報酬は前年比2.3%となり、2005年度(同2.2%)以来、11年ぶりに2%台の高い伸びとなることが見込まれる。

今後も天候不順や生鮮野菜の価格高騰など一時的な要因で下押しされるリスクはあるが、実質所得の増加を主因として2016年度末にかけて民間消費は回復基調を強める可能性が高い。

2017年度の消費動向の鍵を握るのは春闘賃上げ率の行方である。当研究所ではマイナスが続いている消費者物価上昇率は2016年度末にはプラスに転じ、その後伸びを高めていくと予想している。こうした中、賃金の伸びが高まらなければ実質賃金は大きく低下してしまう。

賃上げを巡る環境は厳しい。直近(2016年10月)の失業率が3.0%、有効求人倍率が1.40倍と労働需給は逼迫した状態が続いているが、足もとの企業収益の悪化、消費者物価の下落が逆風となりそうだ。連合の2017春季生活闘争方針で、賃上げ要求水準が「2%程度を基準(定期昇給分を除く)」と前年と同水準となっていること、企業経営者が政府の賃上げ要請をある程度受け入れることを考慮し、今回の見通しでは2017年度の春闘賃上げ率を2.15%と2016年度(2.14%)とほぼ同水準と想定した(2018年度は2.40%)。実際の賃上げ率が前年度を大きく下回るようなことがあれば、実質所得の低下を主因として消費が腰折れしてしまうリスクが高まるだろう。



さいとう・たろう
 92年日本生命保険相互会社入社。
 96年ニッセイ基礎研究所、12年より現職。
 12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務。
 15年度優秀フォーカスター(3年連続6回目の受賞)。

設備投資は2016年度に入ってから弱めの動きが続いているが、企業収益が大幅に悪化していることからすれば、一定の底堅さは維持している。

アベノミクス以降の大幅増益が設備投資の増加につながりにくかった理由のひとつに、企業収益の拡大が売上数量の伸びよりも円安、原油安を背景とした価格要因によるところが大きかったことがある。価格要因による収益の押し上げは一時的と認識されやすいため、リスクを伴う設備投資に踏み切りにくい。逆に、2016年入り後の大幅減益は円高の悪影響が大きく寄与しているが、売上数量は一定の底堅さを維持しているため、円高一巡後には収益の改善が期待できる。このことが設備投資の減速が限定的にとどまっている一因と考えられる。

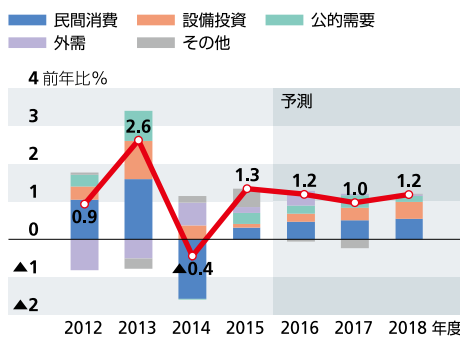
設備投資が景気の牽引役となることは期待できないが、その一方で設備投資の急速な悪化によって景気が失速するリスクはそれほど高くないだろう。

2016年7-9月期は輸出が前期比1.6%の高い伸びとなったことがプラス成長の主因となったが、4-6月期には同▲1.3%と落ち込んでいたこと、輸出の押し上げに寄与した新型スマートフォン向け部品の好調が一時的に終わる可能性が高いことを考慮すれば、基調としては横ばい圏の動きが続いていると判断される。海外経済の低成長が続く中、2016年初からの大幅な円高による下押し圧力がしばらく残るため、10-12月期以降は輸出が景気の牽引役となることは期待できない。

実質GDP成長率は、輸出、設備投資の低迷が続く2016年度中は年率ゼロ%台

にとどまるが、2017年度入り後は円高の悪影響一巡に伴う企業収益の改善を背景に設備投資が回復すること、輸出が持ち直すことなどから概ね年率1%台の成長が続くだろう。実質GDP成長率は2016年度が1.2%、2017年度が1.0%、2018年度が1.2%と予想する[図表3]。

[図表3] 実質GDP成長率の推移(年度)
 資料:内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」



3——消費者物価の見通し

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)上昇率は、原油価格下落に伴うエネルギー価格の低下を主因として2016年3月からマイナスが続いている。人手不足に伴う人件費の上昇などを背景にサービス価格はプラスの伸びを維持しているが、原油価格下落に伴うエネルギー価格の大幅低下に加え、ここに至る円高による輸入物価低下の影響を受けやすい食料品、耐久財などでも上昇率の鈍化が目立つようになっている。

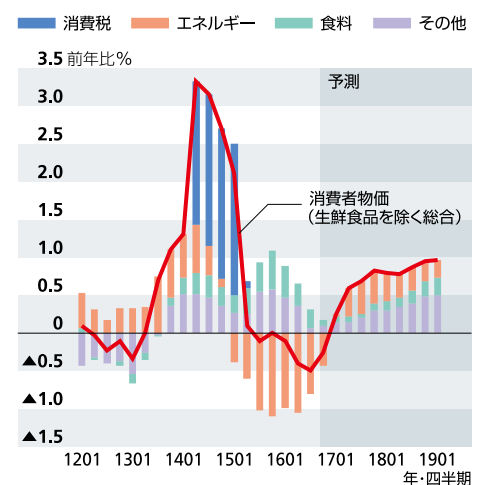
原油価格(ドバイ)は2016年1月中旬の1バレル=20ドル台半ばを底に足もとは50ドル台まで上昇しており、電気代、ガソリンなどのエネルギー価格はすでに下落率が縮小し始めている。2016年度末ま

でエネルギー価格は前年比でプラスに転じるだろう。

また、既往の円高による物価下押し圧力はしばらく残るが、ここに至る円安が急進しており、2017年度入り後には前年よりも円安水準となることを見込まれる。コアCPI上昇率は2016年度中にはプラスに転じ、2017年度入り後にはゼロ%台後半まで伸びを高めることが予想される。原油価格上昇によるエネルギー価格の上昇率は2017年後半がピークでその後は伸びが低下するが、景気回復持続に伴う需給バランスの改善や賃上げ率の上昇を背景に2018年度には1%程度まで伸びが高まるだろう。ただし、2018年度中に日本銀行が目標としている2%に達することは難しいだろう。

コアCPI上昇率は2016年度が前年比▲0.2%、2017年度が同0.7%、2018年度が同0.9%と予想する[図表4]。

[図表4] 消費者物価(生鮮食品を除く総合)の予測
 注:1504までは10年基準、1601以降は15年基準
 資料:総務省統計局「消費者物価指数」



右側通行? 左側通行?

「人は右、車は左」と言われている歩行者や自動車の通行ルールについて



取締役 保険研究部 研究理事 中村 亮一
nryoichi@nli-research.co.jp



なかむら・りょういち
82年日本生命保険相互会社入社、同社保険計理人等を経て
15年ニッセイ基礎研究所、16年より現職。
日本アクチュアリー会正会員。
東京大学大学院数理科学研究科非常勤講師を兼務。

はじめに

「人は右、車は左」と言われて、何となく「歩行者は右側通行」するものだという意識が根付いている。私自身もつい最近改めて感じたのだが、「歩行者は右側通行」の意味するところが、必ずしも十分に理解できていない。そこで、歩行者や自動車の通行ルールについて考えてみた。

道路交通法の規定

「歩行者は右側通行」のルールは、道路交通法の第10条第1項に規定されているが、これはあくまでも「歩道等と車道の区別の無い道路」において適用されるルールである。歩道及び十分な幅を有する路側帯等では適用されず、法律上は、歩道及び路側帯上の歩く位置についての規定は存在しない。このため、歩道及び路側帯を歩く場合には、一般的な交通マナー等に従うことになる。この場合、「対面交通」の考え方に基づいて、歩く位置を決定するのが望ましい、と思われる。

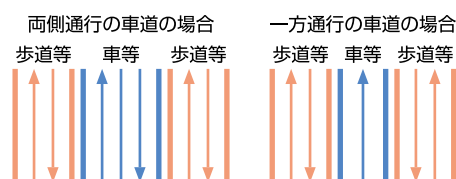
対面交通のルール

「対面交通」とは、自動車と歩行者が対面して通行することを指すが、これにより、自動車と歩行者が相互を認識しながら通行することができる。

現在の歩行者の通行ルールは、自動車の左側通行に対面する形で右側通行となっている。

この「対面交通」のルールの考え方の趣旨に則れば、例えば、両側通行の車道の左側の歩道を歩いている場合には、歩道の左側を歩くことが適当ということになる。これにより、自動車に対向する歩行者が車道に

近い側を通行することになり、例えば対向車が暴走等して、歩道に乗り上げてくるようなケースでも、それを事前に確認しやすい状況に置かれることになる。同じ理屈で、車道の右側を歩いている場合も、歩道の左側を歩くことが適当ということになる。



ただし、こうしたルールや考え方に法的拘束力があるわけではないので、状況に応じて、臨機応変に対応することが求められることになる。

何故、歩行者は右側通行なのか

—元々は、人も車も左側通行だった—

そもそも、日本も、以前は、歩行者も自動車と同じく左側通行だった。

- これには、諸説あるが、例えば、
- ①江戸時代に、武士が左の腰に刀を差していたため、刀の鞘同士が触れ合うのを避けるため
 - ②心臓が左側にあるとの認識から、人間の意識の上で、左側が接触することを避ける本能があるから
- とされている。

車の左側通行は、馬から引き継がれているが、以下の理由とされている。

- ①馬に乗るときには、刀が邪魔にならないように、左側から乗ることになるが、そのためには左側通行がよい
 - ②馬同士がすれ違う時に、刀が触れ合うのを避けるため
- こうした暗黙のルールが、1872年に、英

国からの技術支援で鉄道が導入された時に、「鉄道は左側通行」が正式なものとなった。その後、東京で警視庁による通達が発せられ、「歩行者は左側通行」というルールが定められ、さらに、1924年に法律に規定された。

何故、歩行者は右側通行なのか

— GHQの指導で変更された —

それが、自動車の交通量の増加に伴い、昭和24年に、占領軍GHQの指導で、対面交通の考え方に基づいて、「歩行者は右側通行」に変更された。

当時から既に、米国では「自動車は右側通行」だったので、GHQは「自動車を右側通行」に変更するように要求したが、日本が「道路上の施設の変更や車両の乗降口の変更等に天文学的な財政支出を必要とし、また長期間を有する」との理由で反対したため、結局は「歩行者を右側通行」に変更することで了解した、とのことである*。

これだけ、米国との関係が深い日本において、なぜ「歩行者や自動車の通行ルール」が異なっているのか、不思議に思われていた方も多いと思うが、これで一定納得できたと思われる。

ルールについて

世の中には数多くのルールが存在している。我々はそれらを何気なく当然のものとして受け入れている。時には、それらのルール策定に至った歴史的・文化的背景等の詳細を調べてみることも、そのルールの持つ本当の意味や奥深さを知る意味で、結構大事なことだと改めて感じた次第である。

[*] 道路交通問題研究会「道路交通政策史概観」

トランプ相場の調整リスク

円 安ドル高の進行が止まらない。12月入り後も、トランプ新大統領の掲げる経済政策への期待が続いたほか、14日のFOMCで2017年の想定利上げ回数が引き上げられたことを受けて、足元では1ドル118円台までドル高が進んでいる。

思いのほかドル高が進み、目先も120円をトライする可能性を否定できないが、17年序盤にかけて一旦調整するリスクが高いという見方に変更は無い。現在の市場は同氏の掲げる極端な政策のうち景気押し上げ材料に対する期待を大きく織り込んでいるが、都合の良いすぎる解釈だ。同氏が期待に応えることは難しく、次第に限界や負の側面が見えてくることで期待が剥落し、一旦揺り戻しの円高が発生するだろう。また、既往の急速な米金利上昇とドル高は米国経済にとって逆風になるうえ、新興国からの資金流出懸念も高めるため、リスク回避的な円買いに繋がる可能性もある。トランプ氏によるドル高牽制にも警戒が必要になる。3ヵ月後は110円～115円のレンジ内と見ている。

ユーロも今月に入って対ドルでは下落しているが、リスク選好的な円売りが勝り、ユーロ円は足元で123円台に上昇している。ただし、欧州では来年前半にオランダ議会選や仏大統領選という重要な選挙が相次ぐ。次第に政治リスクがユーロの重石となるため、3ヵ月後の水準は現状比で円高ユーロ安と予想する。

長期金利は、トランプ期待や米利上げ加速観測に伴う米金利上昇の波及によって上昇し、足元では0.0%台後半に達している。ただし、指し値オペなど日銀の金利抑制策への警戒から上昇余地は限られる。また、ドル高同様、米金利上昇は長続きしないと見られ、上昇が止まればプラス圏にある国債に資金が還流してくるだろう。3ヵ月後の水準は0.0%台前半と見込んでいる。



シニアエコノミスト **上野 剛志**

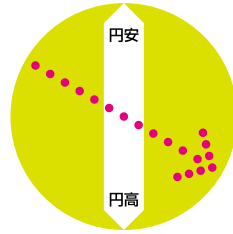
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

98年日本生命保険相互会社入社、
01年同融資部門財務審査部配属、
07年日本経済研究センターへ派遣、
08年米シンクタンクThe Conference Boardへ派遣、
09年ニッセイ基礎研究所(現職)。

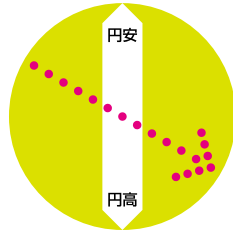


Market Karte

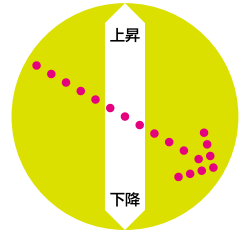
January 2017



ドル円・3ヵ月後の見通し

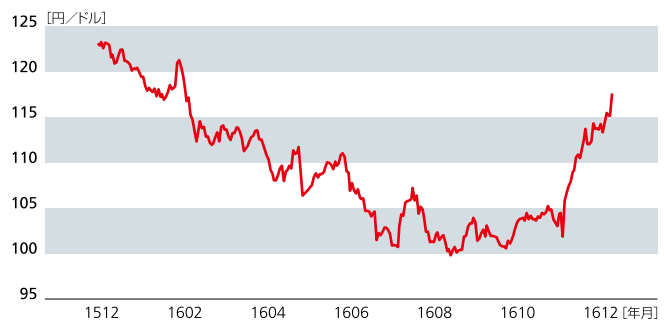


ユーロ円・3ヵ月後の見通し

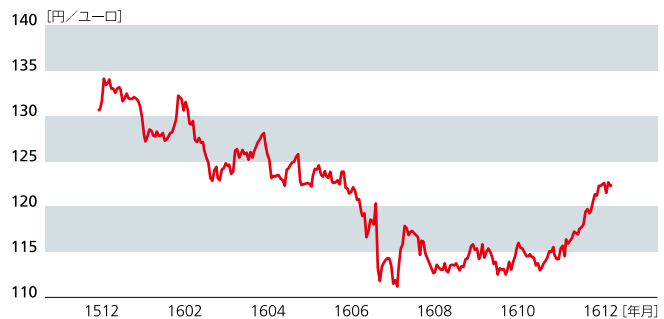


長期金利・3ヵ月後の見通し

ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



ユーロ円為替レートの推移 [直近1年] 資料:ECB



長期金利(10年国債利回り)の推移 [直近1年] 資料:日本証券業協会



レポートアクセスランキング

- 1 若者の「高級ブランド離れ」「クルマ離れ」は本当か？
—データで見るバブル期と今の若者の違い—
久我 尚子 [基礎研REPORT | 2016/11/9号]
- 2 2017年はどんな年？ 金融市場のテーマと展望
～金融市場の動き(12月号)～
上野 剛志 [エコノミストレター | 2016/12/2号]
- 3 転換期を迎えた世界の不動産投資市場
加藤 えり子 [基礎研レポート | 2016/11/29号]
- 4 2016～2018年度経済見通し(16年11月)
斎藤 太郎 [エコノミストレター | 2016/11/15見通し号]
- 5 今なぜ働き方改革が進んでいるのだろうか？
—データで見る働き方改革の理由—
金 明中 [基礎研レター | 2016/9/15号]

コラムアクセスランキング

- 1 【図解】あなたの隣の家、実は空き家かも？
—都市別・エリア別に空き家率を見える化してみた—
竹内 一雅 [研究員の眼 | 2016/10/27号]
- 2 消費から離れているのは誰か
—全国消費実態調査からみる家計消費の変化—
井上 智紀 [研究員の眼 | 2016/10/21号]
- 3 「年金カット法案」という決め付けに、若者は怒れ！
徳島 勝幸 [研究員の眼 | 2016/10/27号]
- 4 未婚化・晩婚化はどこまで進む？
—国勢調査からみる未婚率の状況—
井上 智紀 [研究員の眼 | 2016/8/16号]
- 5 トラブノミクスと中国経済
—中国は「為替操作国」に認定されて深刻な打撃を受けるのか？—
三尾 幸吉郎 [研究員の眼 | 2016/11/18号]

ニッセイ基礎研究所のホームページで検索されたレポートの件数に基づくランキングです。(アクセス集計期間16/11/21-16/12/18)

www.nli-research.co.jp

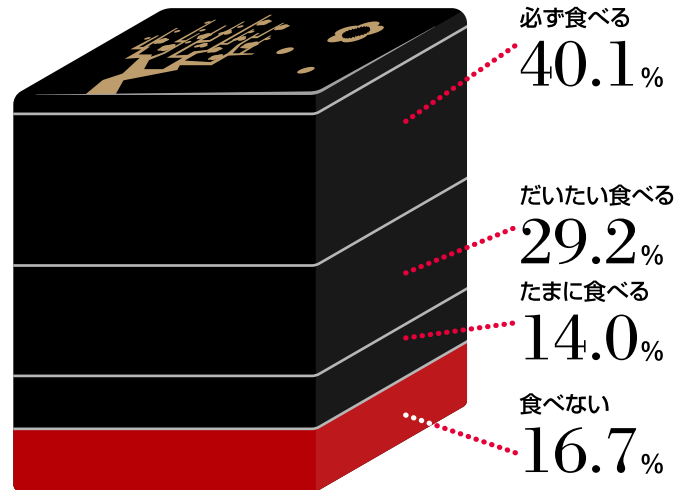


変わる時代の確かな視点

おせち料理とお正月

Source: JA全中調べ[2015年11月] Design: infogram©

お正月におせち料理を食べる人



おせち料理を手作りする人

