

明治安田生命
2015-2016年度経済見通しについて
 ～ 内外需ともけん引不在も、交易条件の改善が下支えに ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2015年4-6月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2015-2016年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率	2015年度	0.7%	2016年度	1.6%
名目GDP成長率	2015年度	2.5%	2016年度	2.6%

2. 要点

- ①年度始以降の日本経済は、回復ペースが鈍化している。エネルギー価格の低下に伴う交易条件の改善は今後も景気を下支えするとみるが、内外需ともけん引不在の状況が続くとみられるなか、2015年度、2016年度を通じ、景気回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。
- ②個人消費は、原油安に伴う家計の実質購買力の改善が下支えとなるものの、名目賃金の力強い回復が見込まれないなか、家計が節約志向を強めていることなどから、持ち直しのペースはなかなか上がらないと予想する。住宅投資は、需要先食いの影響が残ることで、回復ペースは鈍いものにとどまるとみる。設備投資は、生産能力増強型の投資の低迷を背景に、緩慢な回復を予想する。公共投資は、人手不足などの供給制約が足かせとなって、一進一退の推移が続くとみる。輸出は、アジア向けが下押し圧力となって、伸び悩むとみている。
- ③米国景気は、雇用環境が改善するなか、回復傾向が続くと予想する。欧州景気は雇用環境の改善に下支えされ、緩やかな回復傾向が続くとみる。中国景気は、消費の回復ペースの鈍さに加え、輸出の低迷が続くことで、減速傾向を強めるとみている。

〈主要計数表〉

	2014年度 実績	2015年度		2016年度	
			2015 /5時点		2015 /5時点
実質成長率	▲0.9%	0.7%	1.5%	1.6%	1.6%
成長率寄与度・内需	▲1.5%	0.9%	1.2%	1.4%	1.6%
・外需	0.6%	▲0.2%	0.4%	0.2%	▲0.0%
名目成長率	1.6%	2.5%	4.4%	2.6%	2.6%

GDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)	→ 予測			→ 予測									
	2014年度	2015年度	2016年度	2014年度		2015年度				2016年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	▲ 0.9%	0.7%	1.6%	0.3%	1.1%	▲ 0.4%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.9%
前期比年率	▲ 0.9%	0.7%	1.6%	1.4%	4.5%	▲ 1.6%	0.4%	1.2%	1.2%	1.5%	2.0%	2.1%	3.5%
前年同期比	▲ 0.9%	0.7%	1.6%	▲ 1.0%	▲ 0.8%	0.7%	1.1%	1.0%	0.2%	1.1%	1.5%	1.7%	2.3%
民間最終消費支出	▲ 3.1%	0.2%	1.9%	0.3%	0.3%	▲ 0.8%	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	1.0%
民間住宅投資	▲ 11.7%	1.0%	1.7%	▲ 0.6%	1.7%	1.9%	▲ 0.3%	0.4%	▲ 0.1%	0.2%	1.2%	0.9%	0.4%
民間設備投資	0.5%	2.5%	1.5%	0.2%	2.8%	▲ 0.1%	0.1%	0.6%	▲ 0.4%	0.3%	0.4%	0.6%	1.3%
政府最終消費支出	0.4%	0.8%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	▲ 0.2%	0.3%	▲ 0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%
公的固定資本形成	2.0%	2.3%	▲ 0.0%	0.3%	▲ 1.2%	2.6%	▲ 0.1%	0.2%	0.1%	▲ 0.2%	0.1%	0.0%	▲ 0.1%
財貨・サービスの輸出	7.9%	▲ 0.2%	3.2%	2.8%	1.6%	▲ 4.4%	1.2%	0.5%	0.7%	0.7%	1.0%	0.9%	1.0%
財貨・サービスの輸入	3.6%	0.9%	2.2%	0.9%	1.8%	▲ 2.6%	1.7%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%	1.0%
名目GDP	1.6%	2.5%	2.6%	0.8%	2.2%	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	0.8%	0.7%	0.5%	1.0%
GDPデフレーター(前年比)	2.5%	1.7%	0.9%	2.4%	3.5%	1.6%	2.2%	1.8%	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	0.7%

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測									
	2014年度	2015年度	2016年度	2014年度		2015年度				2016年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	▲ 0.9%	0.7%	1.6%	0.3%	1.1%	▲ 0.4%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.9%
民間最終消費支出	▲ 1.9%	0.2%	1.1%	0.2%	0.2%	▲ 0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.6%
民間住宅投資	▲ 0.4%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.1%	0.3%	0.2%	0.0%	0.5%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%
政府最終消費支出	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%
在庫品増加	0.5%	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.2%	0.5%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%
純輸出	0.6%	▲ 0.2%	0.2%	0.4%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
財貨・サービスの輸出	1.3%	▲ 0.0%	0.6%	0.5%	0.3%	▲ 0.8%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%
財貨・サービスの輸入	▲ 0.7%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	0.5%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.2%

(兆円、2005年暦年連鎖価格)	→ 予測			→ 予測									
	2014年度	2015年度	2016年度	2014年度		2015年度				2016年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	525.7	529.6	538.1	131.2	132.6	132.1	132.1	132.5	132.9	133.4	134.0	134.7	135.9
民間最終消費支出	307.3	308.2	314.0	76.9	77.2	76.6	76.9	77.2	77.6	77.9	78.2	78.6	79.4
民間住宅投資	13.2	13.4	13.6	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4
民間設備投資	72.0	73.5	74.4	17.8	18.3	18.3	18.3	18.4	18.4	18.4	18.5	18.6	18.9
政府最終消費支出	102.5	103.4	104.0	25.7	25.7	25.8	25.8	25.9	25.9	25.9	25.9	26.0	26.1
公的固定資本形成	22.8	23.3	23.3	5.7	5.7	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
在庫品増加	▲ 1.2	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2
純輸出	11.1	10.2	11.4	3.1	3.1	2.6	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0
財貨・サービスの輸出	91.6	91.6	94.5	23.3	23.6	22.6	22.9	23.0	23.1	23.3	23.5	23.7	24.0
財貨・サービスの輸入	80.5	81.4	83.1	20.2	20.5	20.0	20.4	20.4	20.5	20.6	20.7	20.8	21.0

2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測									
	2014年度	2015年度	2016年度	2014年度		2015年度				2016年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	▲ 0.5%	1.2%	2.9%	▲ 1.4%	▲ 2.2%	▲ 0.5%	2.4%	2.1%	1.0%	2.9%	2.1%	2.4%	4.3%
消費者物価指数(前年比)	2.9%	0.2%	0.7%	2.5%	2.3%	0.5%	▲ 0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.9%
除く生鮮食品(前年比)	2.8%	0.2%	0.7%	2.7%	2.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.9%
除く生鮮食品(前年比)(除く消費増税)	0.8%	-	-	0.7%	0.1%	-	-	-	-	-	-	-	-
国内企業物価指数(前年比)	2.8%	▲ 1.8%	1.5%	2.5%	0.5%	▲ 2.2%	▲ 3.1%	▲ 2.4%	1.0%	1.6%	1.5%	1.9%	1.2%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 9.0	▲ 6.6	▲ 6.9	▲ 2.2	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 1.7	▲ 1.6	▲ 1.7	▲ 1.9
経常収支(季調値、兆円)	7.9	12.8	14.2	1.5	4.4	3.8	1.6	3.5	3.9	3.5	3.5	3.6	3.6
完全失業率(季調済:平均)	3.6%	3.4%	3.3%	3.5%	3.5%	3.3%	3.4%	3.3%	3.3%	3.4%	3.3%	3.2%	3.3%
無担保コール翌日物(※)	0.07%	0.07%	0.07%	0.03%	0.07%	0.01%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
長期金利(10年債金利、※)	0.46%	0.46%	0.65%	0.33%	0.40%	0.40%	0.45%	0.50%	0.50%	0.55%	0.55%	0.60%	0.60%
WTI原油価格(^F \$/バレル、※)	74	45	47	53	48	59	41	38	41	43	45	48	50
為替レート(円/ ^F 、※)	112	123	124	120	120	123	126	122	123	123	124	124	125

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

	→ 予測			→ 予測									
	2014年	2015年	2016年	2014年		2015年				2016年			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	2.4%	2.4%	2.5%	2.1%	0.6%	2.3%	2.6%	2.4%	2.5%	2.7%	2.6%	2.7%
	個人消費支出	2.7%	2.9%	2.7%	4.3%	1.8%	2.9%	3.0%	2.7%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%
	住宅投資	1.8%	6.6%	7.9%	10.0%	10.1%	6.6%	6.2%	6.9%	7.6%	9.5%	9.5%	8.2%
	設備投資	6.2%	3.5%	3.8%	0.7%	1.6%	▲ 0.6%	3.0%	4.8%	3.2%	4.1%	4.3%	4.9%
	在庫(寄与度)	0.1%	0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	0.9%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.4%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.2%	▲ 0.6%	▲ 0.1%	▲ 0.9%	▲ 1.9%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%
	輸出	3.4%	1.9%	4.2%	5.4%	▲ 6.0%	5.3%	2.0%	2.9%	4.8%	4.9%	4.8%	4.7%
	輸入	3.8%	5.1%	3.6%	10.3%	7.1%	3.5%	1.0%	1.9%	4.0%	4.8%	5.1%	5.1%
	政府支出	▲ 0.6%	0.5%	0.4%	▲ 1.4%	▲ 0.1%	0.8%	0.4%	0.4%	▲ 0.2%	0.9%	0.4%	0.5%
	失業率(※)	6.2%	5.3%	5.1%	5.7%	5.6%	5.4%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
	CPI(総合、※)	1.6%	0.6%	1.7%	1.2%	▲ 0.1%	0.0%	0.3%	1.1%	1.7%	1.6%	1.6%	1.7%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.25%	0.50%	1.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%	1.25%
	長期金利(米10年債金利、※)	2.5%	2.3%	2.7%	2.2%	1.9%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	0.9%	1.2%	1.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
	家計消費	1.0%	1.6%	1.4%	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
	政府消費	0.6%	1.3%	0.9%	0.1%	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
	固定投資	1.2%	1.2%	0.9%	0.4%	0.8%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%
	純輸出(寄与度)	0.0%	▲ 0.2%	0.1%	0.0%	▲ 0.2%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.1%
	輸出	3.7%	3.6%	3.7%	0.8%	0.6%	1.0%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	1.1%
	輸入	4.0%	4.3%	3.7%	0.8%	1.2%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	1.1%	1.1%	0.9%
	失業率(※)	11.6%	11.1%	10.8%	11.4%	11.3%	11.1%	11.0%	10.9%	10.9%	10.8%	10.8%	10.7%
	CPI(総合、※)	0.4%	0.2%	1.0%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%
	政策金利(期末値)	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
英国	実質GDP成長率(前期比)	3.0%	2.6%	2.5%	0.8%	0.4%	0.7%	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2015年4-6月期の実質GDP成長率は前期比▲0.4%（年率換算：▲1.6%）と、3四半期ぶりのマイナス成長となった。個人消費や輸出が大きく落ち込んでおり、景気の回復ペースが鈍化していることが改めて示された。

足元の日本経済は、6月の天候不順の影響もあって、回復ペースが鈍化している。今後も交易条件の改善が景気を下支えするとみるものの、内外需ともけん引役不在の状況が続くとみられるなか、景気回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。

個人消費は、原油安に伴う家計の実質購買力の改善が下支えとなるものの、名目賃金に力強い回復が見込まれないなか、家計は節約志向を強めるとみられ、持ち直しのペースはなかなか上がらないと予想する。住宅投資は、需要先食いの影響が残ることで、回復ペースは鈍いものにとどまるとみる。設備投資は、更新・合理化投資が下支えするとみるものの、生産の国内回帰の動きが一部の業種にとどまることで、緩慢な回復を予想する。公共投資は、2015年度本予算の公共事業関連費が前年並みであるほか、供給制約も足かせとなって、一進一退の推移が続くとみる。輸出は、米国向けの伸び悩みや中国景気の減速の影響を受け、回復ペースは鈍いものにとどまるとみている。

（1）交易条件の回復が下支えも、回復の足取りは鈍い

4-6月期のGDP速報は、年度始以降の日本の景気が回復のモメンタムを失っている姿を改めて示した。輸出の不振で自動車産業を中心に製造業が在庫調整の動きを強めていることが背景にある。鉱工業生産統計の基調判断は5月に、「生産は緩やかな持ち直しの動きがみられる」から、「生産は一進一退」に下方修正された。景気動向指数における基調判断も5月に、「改善を示している」から「足踏みを示している」へと下方修正されている。

中国景気が予想以上の減速となる可能性が高まっていることもあり、在庫調整一巡後の景気回復ペースも鈍い状態が続くとみるが、2015、2016年度の日本経済は、引き続き交易条件の改善が一定の下支えになるとみている。日本は石油資源の99%以上を輸入に頼っており、原油価格の下落は、多くの企業にとって生産コストの低減につながるほか、家計にとっては、関連製品の価格下落が、実質購買力の改善を通じ、個人消費の押し上げ要因となる。当社の経済モデルによれば、原油価格が昨年央の100ドル近辺から下がらなかった場合と、このまま50ドルを割り込む水準で推移するのでは、2015年度の実質GDPの伸びに0.7%程度の差が出てくる。

景気が原油価格に支えられるということは、原油価格の大幅上昇が逆にリスクということになるが、その可能性は高くないとみている。世界的に原油需要が弱含むなか、米国の原油在庫は過去最高水準まで拡大している。中東ではサウジアラビアに次ぐ生産能力を誇るイランからの輸出が来年以降本格化すれば、原油市場の需給はさらにだぶつく可能性が高い。

もっとも、景気のけん引役となるほどの需要項目も見当たらないことから、「誰もが実感できる景気回復」というレベルには引き続き至らない可能性が高い。当社では、2015年度の実質GDP成長率は前年比+0.7%、2016年度は同+1.6%と予想している。5月の経済見通し時との比較では、15年度は0.8%ポイントの下方修正となる。需給ギャップ面からの物価押し上げ圧力は弱い状態が続くと見込まれるため、2%の物価目標の達成も難しく、日銀は2016年の年明けには追加緩和を余儀なくされ

るとみている。

(2) 個人消費の回復ペースは緩慢

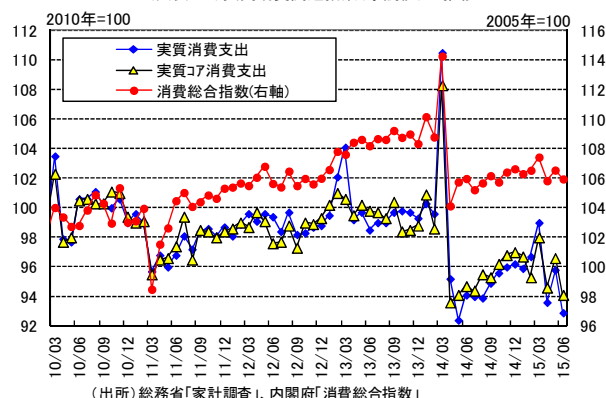
昨秋以降の個人消費は、消費増税前の駆け込み需要の反動減の影響が薄らいだほか、株高による資産効果もあって、緩やかな持ち直し傾向で推移してきた。ただ、春先以降は低迷が続いている。需要側の統計である家計調査で、実質消費支出の動きを見ると、3月は前月比+2.4%、4月は同▲5.5%、5月は同+2.4%、6月は同▲3.0%と、振れを伴いつつも、均せば鈍化傾向となっている(図表1-1)。項目別では、家具・家事用品や被服及び履物などが大きく落ち込んでいるほか、教養娯楽などの支出も抑制傾向が続いており、選択的支出を中心に、家計が節約を続けている様子が見て取れる。

個人消費の回復の鈍さは、所得環境の低迷の影響が大きい。GDPベースの実質雇用者報酬の動きを見ると、2013年秋ごろから均せば減少傾向となり、消費増税後の2014年4-6月期に大きく落ち込んだ(図表1-2)。その後は持ち直しに向かったものの、回復ペースは鈍い。2012年夏場以降、雇用者数の増加が続いていることが、実質雇用者報酬の伸びを下支えしているものの、2013年夏場以降、1人当たり実質雇用者報酬が前月比マイナス傾向となったことが、実質雇用者報酬全体の回復の遅れにつながっている。

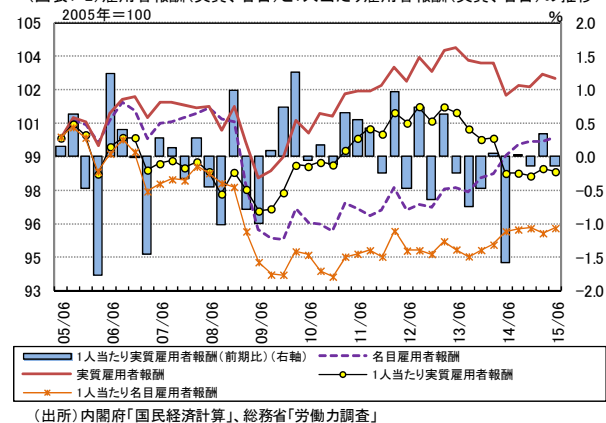
1人当たりの賃金(所定内給与、毎月勤労統計)の伸びを、一般労働者の所定内給与、パートタイム労働者の所定内給与、パートタイム労働者比率に寄与度分解すると、一般労働者の所定内給与の寄与は、昨夏以降、均せば+0.3%ポイント程度にとどまっている(図表1-3)。一方、パートタイム労働者比率は、上昇ペースが緩和したことで、春先以降、マイナス寄与が縮小に向かい、5月単月では解消されている。ただ、企業の採用ニーズが依然として非正規社員に偏るなか、今後、パートタイム労働者比率の低下が進むことで、所定内給与の伸びを押し上げる状況には至らないと予想する。

個人消費は、今後も賃金の伸びが重要な鍵を握る。2015年の春闘では、国内大手企業の一部が、過去最高水準のベアを回答したものの、連合の最終集計結

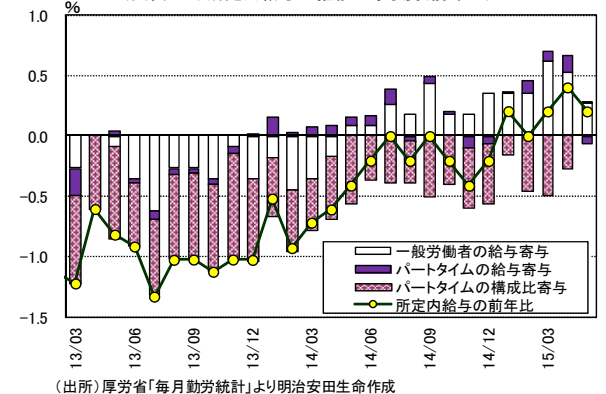
(図表1-1)実質消費関連指数(季調値)の推移



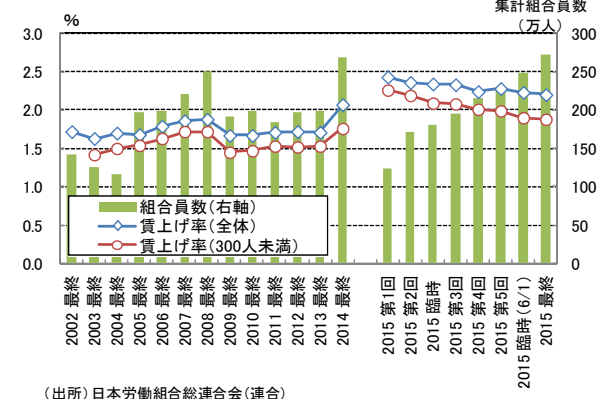
(図表1-2)雇用者報酬(実質、名目)と1人当たり雇用者報酬(実質、名目)の推移



(図表1-3)所定内給与の推移と寄与度(前年比)



(図表1-4)平均賃金方式での賃上げ率の推移



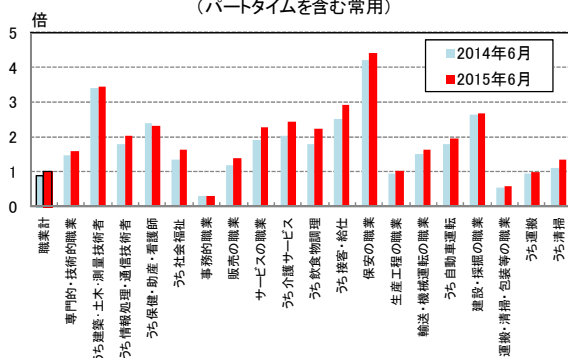
果(7/1付)では、賃上げ率が2.20%と、2014年の2.07%をやや上回る程度にとどまった(図表1-4)。賃上げ率は定期昇給とベアに分かれるが、家計の景況感やインフレ期待に大きく影響するのは、ベアの部分と考えられる。2013年は、ベアを実施した企業がほとんどなかったとみられるため、2013年の賃上げ率(1.71%)を2015年の定期昇給と仮定すると、その差の0.49%がベアとなり、2014年の推計値(0.36%)からは+0.13%の伸び拡大にとどまった。また、2014年の日本企業の労働組合の推定組織率は16.5%にすぎず、春闘の対象外の企業を含めた賃金上昇率は、さらに低いと考えられる。賞与・一時金についても、連合最終集計で2015年が4.84ヵ月と、2014年の4.78ヵ月を上回ったが、前年差では2015年が+0.06ヵ月と、2014年の+0.29ヵ月からプラス幅が縮小した。月例賃金、一時金のいずれも力強い回復は見込まれず、個人消費の伸びを加速させていくほどの勢いはないとみる。

雇用環境は回復傾向にあるものの、雇用のミスマッチが改善されない状況が続いている。6月の正社員の有効求人倍率(季調値)は0.75倍と、依然として節目の1倍を下回っている。職種別有効求人倍率(原数値)では、求職者の3割弱を占める事務的職業が0.31倍と、低水準にとどまっているのに対し、保安が4.42倍と高水準となっているほか、建築・土木・測量技術者が3.42倍、接客・給仕が2.91倍と、不足感の強い職種には大きな偏りがある(図表1-5)。こうした職種の社員が多い企業では、正規化による人員確保の動きはみられるものの、労働需給の引き締まりを受けた賃金上昇は、引き続き一部の職種に限られるとみられ、全職種平均では、緩やかな上昇にとどまると予想する。

今後の個人消費については、原油安に伴う家計の実質購買力の改善が下支えすると予想する。実質賃金の伸びを、労働分配率、労働生産性、GDPデフレーター/CPIに寄与度分解すると、GDPデフレーター/CPIは、2015年1-3月期は22四半期ぶりのプラス寄与となった(図表1-6)。GDPデフレーター/CPIは、その定義式により交易条件とみなすことができ、交易条件の改善が実質賃金を押し上げたとみることができる。足元では原油価格が軟調に推移していることもあり、今後も交易条件の改善が、家計の実質購買力を後押しすると予想する。

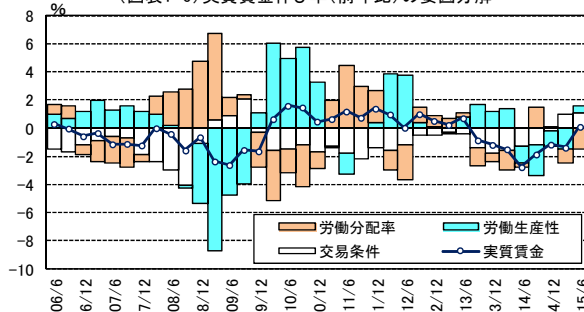
一方、消費者マインドの回復は足踏みしている。消費者態度指数を見ると、春先以降は一進一退の推移となっている。円安の影響による日用品価格の上昇などが先行き不安につながっているとみられ、消費者マインドの改善が遅れる可能性は高い。こうしたなか、厚生年金保険料の段階的な引き上げに加え、健康・介護保険も多くの特率を引き上げてい

(図表1-5) 職業別有効求人倍率
(パートタイムを含む常用)



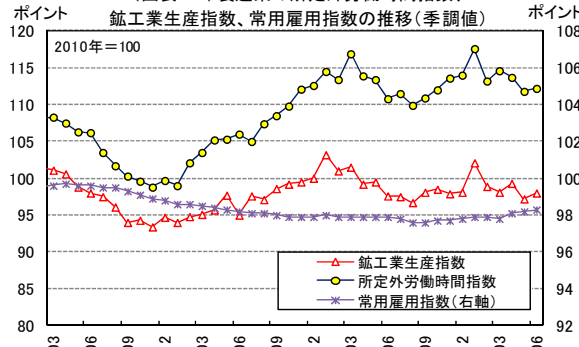
(出所) 厚労省「一般職業紹介状況」

(図表1-6) 実質賃金伸び率(前年比)の要因分解



実質賃金 = 雇用者報酬 ÷ 就業人数 × 消費者物価指数
 = (実質GDP ÷ 労働者数) × (雇用者報酬 ÷ 名目GDP) × (GDPデフレーター ÷ CPI) (※)
 = 労働生産性 × 労働分配率 × 交易条件 (※) として試算
 ※GDPデフレーターは輸出入デフレーターを含むため、(GDPデフレーター ÷ CPI)の算式は交易条件とほぼ同義
 (出所) 内閣府「四半期別OE速報」、総務省「労働力調査」より明治安田生命作成

(図表1-7) 製造業の所定外労働時間指数、
鉱工業生産指数、常用雇用指数の推移(季調値)



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」、経済産業省「鉱工業生産」

ることや、年金受給世帯では4月以降、マクロ経済スライドが発動されたことなども負担となっているため、家計は節約志向を強めるとみる。月例賃金については、今後も力強い回復が期待できないことに加え、足元では製造業の在庫調整の動きが、所定外労働時間の低迷を通じて所定外給与の回復の鈍さにもつながっているとみられ、個人消費の回復ペースは、緩やかなものにとどまるとみる（図表1-7）。2016年度に関しては、2017年4月からの2度目の消費増税を控え、年度末にかけて、再び駆け込み需要的な動きが出てくるとみている。ただ、2013年度の駆け込み需要で、2兆円台半ばから3兆円程度が発生したとみられることから、耐久消費財を中心に需要の先食いの影響が今後も残るとみており、駆け込み需要による押し上げ効果は、1兆円を大きく下回る水準にとどまると予想する。

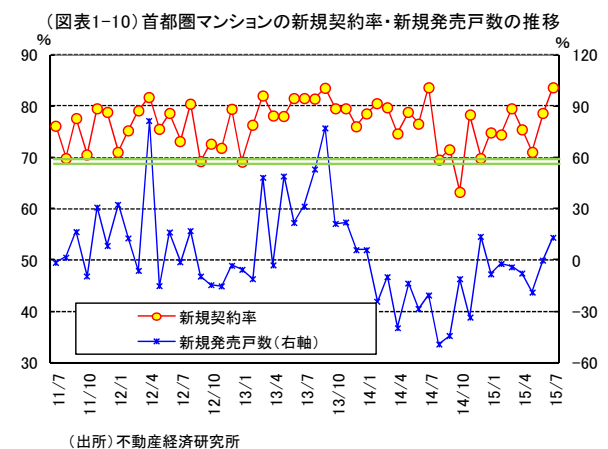
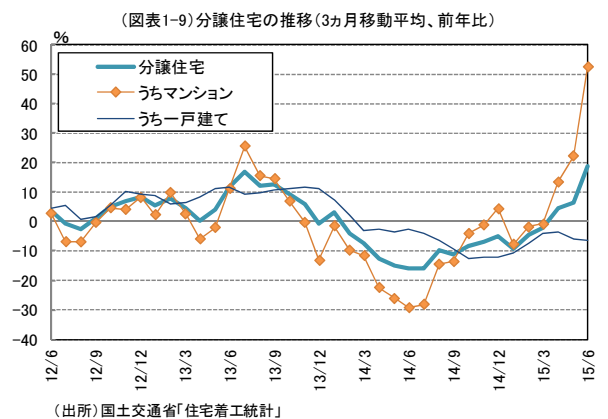
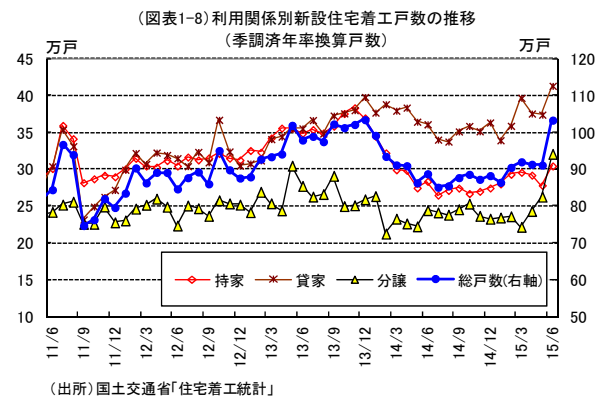
（3）住宅投資の回復ペースは緩慢

新設住宅着工戸数（季調値）は、年明け以降、緩やかながらも、均せば持ち直し傾向で推移している。6月は前月比+13.4%と、高い伸びとなったものの、3月11日にスタートした住宅エコポイントの影響で、需要が前倒しで発生した可能性がある（図表1-8）。ただ、2014年度の駆け込みに加え、住宅エコポイントによる需要先食いの影響は、今後の下押し圧力になるとみられ、住宅着工の回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。

持ち家着工について、大手4社の受注状況を見ると、昨年10月以降、前年比プラス傾向が続いている。住宅生産団体連合会の調査によると、住宅展示場来場者数は、2014年7-9月期以降、4四半期連続の前年比プラスとなっている。ただ、2015年10月に予定されていた2度目の消費税率の引き上げが延期されたことで、増税までに購入に踏み切る駆け込み需要の動きも後ずれしたことなどから、持ち家着工は当面、均せば緩慢な回復にとどまると予想する。

分譲住宅のうち建売住宅（一戸建住宅）の回復ペースは鈍い。建売住宅では、いわゆるパワービルダーが、大量仕入れや施工方法の単純化などでコスト削減を進め、低価格帯の物件を安定供給している。今後は、所得水準が上がりにくいなか、根強い需要が続くとみられ、建売住宅の着工の回復を下支えするとみている。

マンション着工は、6月が前年比+82.8%と、高い伸びとなった（図表1-9）。住宅エコポイントの効果のほか、2015年度には首都圏を中心に、前年度を上回る超高層マンションの建設が予定されていたことなどが着工を押し上げたとみている。首都圏マンションの新規契約率を見ると、1月以降、70%を上回っており、販売環境も底堅い（図表1-10）。ただ、11月末までには住宅エコポイントが終了



するほか、人手不足が続いていることを受け、工期が遅れる傾向もあり、均せばマンション着工の回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

貸家については、消費増税による駆け込み前の水準を超える堅調な推移となっている。これまでの貸家着工の回復は、2013年度税制改正で2015年1月からの相続税の基礎控除引き下げが決定したことを受け、節税対策需要が膨らんでいたことが大きい。また、小規模宅地等の課税価格に係る計算の特例で、事業用宅地に特例を適用できる面積が拡大したことも下支えとなったとみる。ただ、節税対策需要は、2015年度内にもピークアウトするとみており、その後の貸家着工は一進一退の推移が続くと予想する。

低金利環境や各種政策措置は、引き続き住宅着工全体を下支えするとみている。長期金利は、依然として0.4%台を中心とする低位での推移が続いている。また、住宅ローン減税が拡充されたほか、2014年度補正予算で住宅エコポイントの導入やフラット35Sの金利引き下げ幅の拡大(年▲0.3%→▲0.6%)を決定したことなども、住宅購買意欲につながっている。

2015年度の住宅着工は、2014年度をやや上回る92万戸程度に落ち着くと予想する。2016年度は、2017年4月の消費増税を前にして、請負契約で現行消費税率が適用される9月末までに駆け込み需要が発生すると見込まれる。ただ、次回の増税幅は2%で、前回は下回るほか、2013年度までの契約ですでに需要の先食いが生じているとみられ、着工件数は2015年度を小幅上回る程度にとどまるとみる。

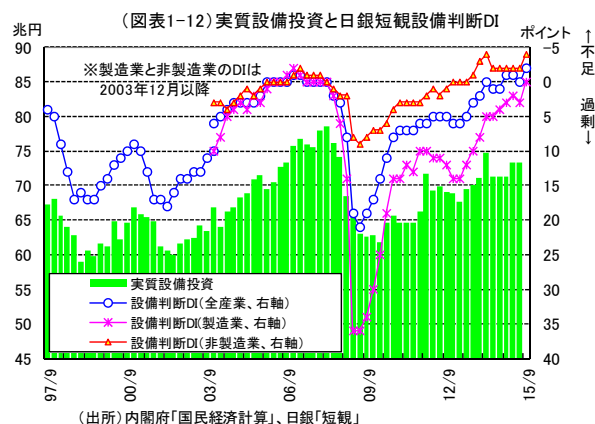
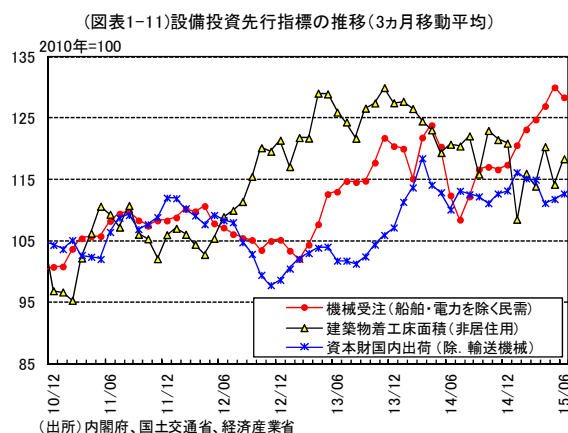
(4) 設備投資の回復ペースは緩慢

設備投資の先行指標を見ると、機械受注(船舶・電力除く民需)は、足元で回復が一服しているほか、建築物着工床面積(非居住用)も、年明け以降、一進一退の推移となっている(図表1-11)。資本財国内出荷(除く輸送機械)も、春先以降の持ち直しペースが鈍く、当面の設備投資の回復ペースが、緩やかなものにとどまる可能性を示唆している。

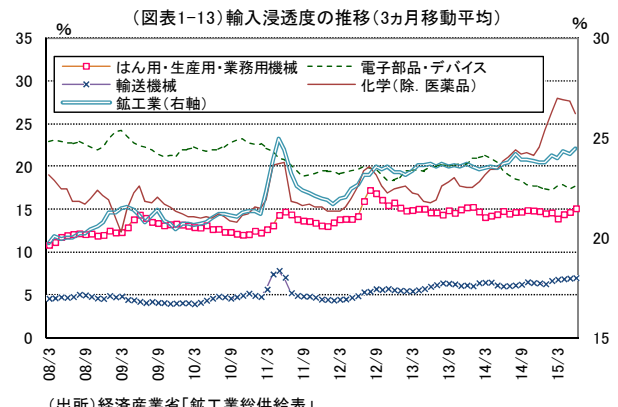
一方、日銀短観の設備判断DI(全規模・全産業ベース)では、3月調査が▲1、6月調査が0、先行き9月の予測が▲2となっており、設備の不足感が強まる見通しが示されている(図表1-12)。

こうした動きは、強気の設備投資計画にも表れている。6月調査の日銀短観における2015年度の設備投資計画(全規模・全産業ベース)は前年比+3.4%と、この時期としては、2013年度(同+2.0%)や2014年度(同+1.7%)を上回る計画となっている。業種別では、製造業が同+12.3%、非製造業が同▲1.0%と、製造業が全体を押し上げている。

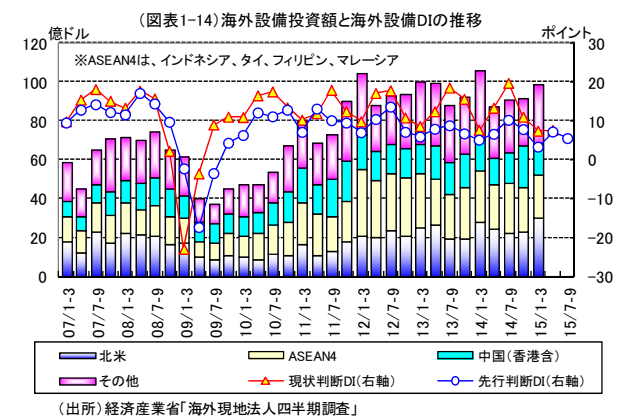
ただ、ここ数年、製造業は、強めの計画が実績に反映されず、最終的には下方修正されてきた経緯がある。主な要因として、円安進行にもかかわらず輸出数量が伸び悩んだことで、設備投資を慎重に進めてきたとみられるほか、当初の計画に余裕を持たせていたことや、工期の遅れなどが影響したと考えられる。



2015年度も、輸出の持ち直しペースが鈍いことや、個人消費ももたついていることで、昨年度までと同様、計画が下方修正される可能性が高い。また、円安傾向が定着するなか、国内に生産回帰する動きについても、広がりやを欠くとみている。企業がこれまで生産拠点の海外シフトを進めてきた主な理由は、生産コストの引き下げや、為替変動の影響の抑制といったことがあげられる。鉱工業全体の総供給に占める輸入品の割合を示す輸入浸透度を見ると、昨春以降、電子部品・デバイス鉱工業では、スマートフォン関連需要の拡大を受け、国内での増産を進めたことで、輸入浸透度が低下している。しかし、こうした動きは一部の業種にとどまっており、鉱工業全体では、緩やかな上昇傾向で推移している。グローバルな生産・調達体制の構築が進んでいる様子を示していると考えられ、こうした傾向は今後も続く可能性が高い（図表1-13）。



国内の中長期的な成長期待が低いなか、企業は、海外需要を取り込む動きを強化していることも、国内回帰が進まない大きな理由となっている。経済産業省の「海外現地法人四半期調査」の海外設備投資の先行き判断DI（増加－減少）を見ると、7-9月期は+5.5、前年差▲4.7ポイントと、今後の増加ペースが鈍化する可能性が示されているものの、プラス基調は続いており、能力増強投資は海外での実施中心という企業の方針に大きな変化はないとみている（図表1-14）。



こうしたなか、国内での設備投資は、引き続き更新・維持投資や合理化・省力化投資が中心となるとみる。製造業のヴィンテージ（平均設備年齢）を見ると、リーマン・ショック以降、老朽化のペースが加速していることから、老朽化設備の維持・補修や生産設備の集約化などの需要自体は蓄積しているとみられる。企業収益が改善傾向で推移するなか、政府の生産性向上設備投資促進税制も下支えすることで、製造業の設備投資は均せば緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

非製造業では、日銀短観による設備投資実績が、2012年度は前年比+7.6%、2013年度は同+8.2%、2014年度は同+3.1%と、堅調に推移してきたこともあって、6月調査時点での計画は慎重な内容となっている。ただ、運輸関連では、物流のアウトソーシング化やネット取引拡大に伴う配送対応のため、大型倉庫の建設需要やきめ細かい物流網の整備などが見込まれるほか、宿泊・飲食や不動産関連などでは、訪日外国人向けサービス強化のための投資が活発化するとみられることなどから、2015年度も底堅く推移すると予想する。

2015, 2016年度の設備投資は、製造業で能力増強投資の低迷が続く可能性は高く、全体としては緩やかな回復にとどまると予想する。

(5) 公共投資は一進一退の推移を予想

4月9日に成立した2015年度本予算では、一般会計の公共事業関連費が59,711億円、復興会計では9,872億円と、当初予算との比較で、前年とほぼ同規模にとどまっており、2015年度の公共投資は、回復ペースが緩慢なものにとどまる可能性を示唆している。

GDP 統計ベースの公共投資は、4-6 月期に前期比 +2.6%と、2 四半期ぶりのプラスとなり、前年度予算からの繰り越し分や 2014 年度の補正予算の執行もあって、2013 年 7-9 月期以来の伸びを記録した。

実際の工事の進行を反映する建設工事出来高（建設総合統計、3 ヶ月移動平均）を見ると、2013 年 10 月以降、伸びの鈍化傾向が続いたものの、春先以降、持ち直しつつある（図表 1-15）。出来高に先行する公共工事請負金額（3 ヶ月移動平均）を見ても、均せばマイナス幅が縮小している。2015 年度予算の執行が進んできたことなどが要因とみられ、当面の公共工事も持ち直し傾向で推移するとみる。

ただ、建設コストの高止まりが続いていることが、公共投資の回復の遅れにつながるとみている。工事原価の動きを表す建設工事費デフレーターを見ると、2014 年秋ごろから、伸びの鈍化が続いてきたものの、春先以降、再び拡大に向かっており、依然として上昇圧力が強い（図表 1-16）。

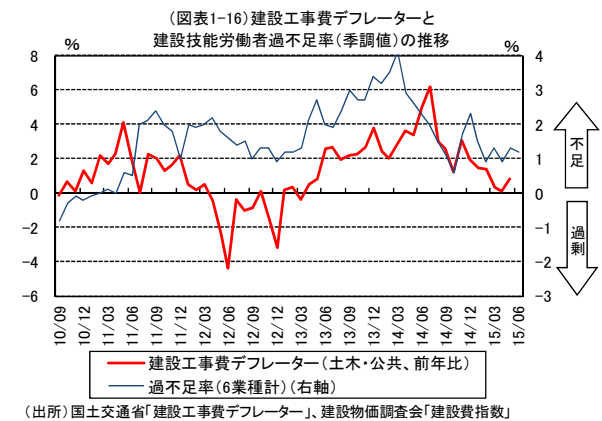
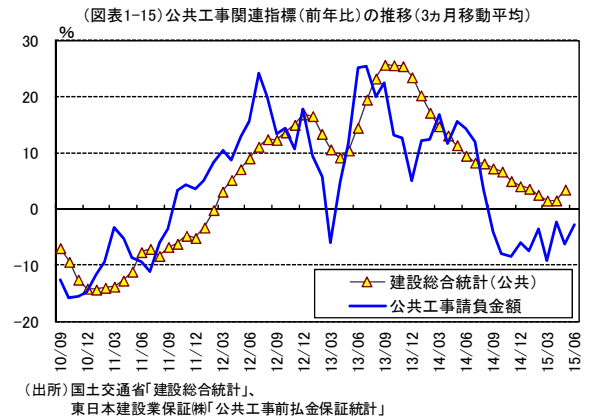
こうした背景には、人手不足が続いていることがある。国土交通省の建設労働需給調査を見ると、建設技能労働者過不足率（季調値）は、昨年 12 月をピークとして不足率が縮小してきたものの、2 月以降は 1.0%付近と、依然として不足状態が続いている。厚生労働省の有効求人倍率を見ても、建設・採掘の職業は 2.67 倍、専門的・技術的職業のうち建築・土木・測量技術者が 3.42 倍となるなど、公共投資に関連の深い分野では人手不足感が強い。

人手不足などによる建設工事費の上昇は、公共工事の入札不調をもたらしている。民間事業者による見積価格が、役所の決める工事予定価格を上回り、入札参加を辞退するケースも増えていることなどから、国土交通省では、公共工事の件費を見積もる際に使う労務単価を、2013 年度以降、引き上げる方向に転じているほか、入札日直近の最新単価を適用するなどの対策も講じている。ただ、2015 年 1 月の不調・不落発生率は、2014 年から低下したとはいえ、2013 年を上回るなど、改善が遅れており、労務単価の引き上げも、公共工事の落札を加速させるには至らないとみている。

人手不足による供給制約は、工事進捗の遅れをもたらしている。建設業者では、工期に余裕を持った長めの計画を立てるなどの対策のほか、人員の適正配置や、省力化投資などによる生産性の向上に向けた取組みを進めることで対応していくとみるものの、供給制約は、今後も工事進行の足かせとなる可能性が高い。補正予算については、景気の回復ペースが鈍いなか、2015 年度も編成されるとみるが、公共事業関係費は、工事執行が遅れる傾向にあることもあって、小規模なものになるとみている。こうしたことで、2015、2016 年度の公共投資は、一進一退の推移が続くと予想する。

（6）輸出は伸び悩みが続く

貿易統計によると、7 月の輸出金額は前年比 +7.6%と、6 月の同 +9.5%から伸びが縮小した（図表 1-17）。輸出金額を価格と数量に分解すると、価格の伸びは同 +8.4%、数量の伸びは同 ▲0.7%と、円安による円換算額の膨らみを除けば、実勢としての輸出の基調は弱い。

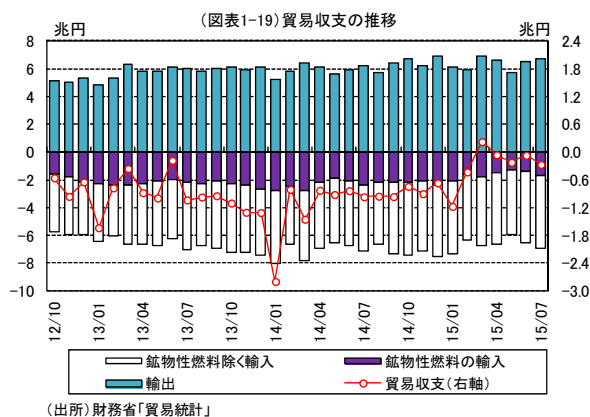
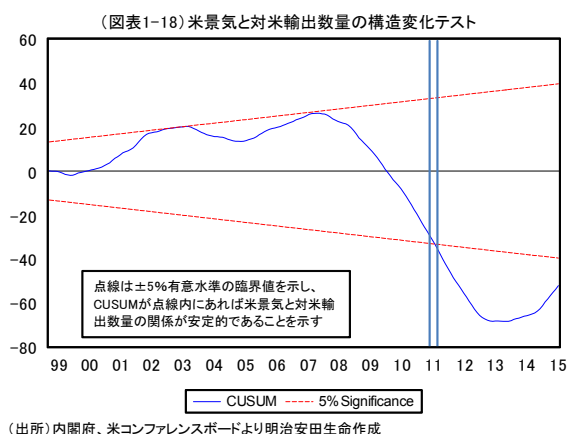
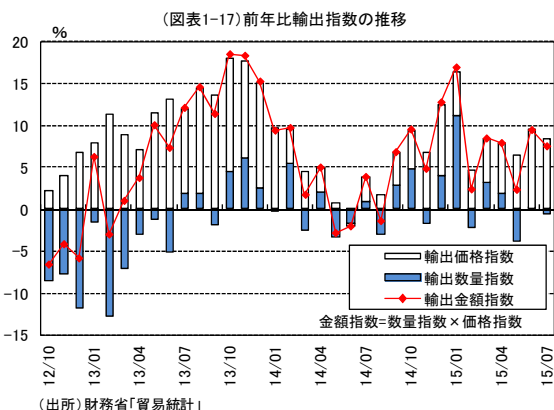


輸出数量指数を相手地域別に見ると、EU 向けは、昨年10月以降、緩やかに持ち直しへ向かっているものの、アジア向けは軟調な推移が続いているほか、米国向けについても、伸び悩みが続いている。

とりわけ、米国向け輸出については、米国景気が持ち直しているにもかかわらず、伸び悩む状況が続いている。かつてのような、米景気と対米輸出の間の安定的な関係性が薄れている可能性があり、仮に、こうした構造変化が生じているとすれば、今後、米景気の回復傾向が続いたとしても、日本から米国への輸出は力強さに欠ける状況が続く公算が大きい。この点について、対米輸出の構造変化の有無およびその時期を検証するため、対米輸出数量指数を被説明変数とし、米コンファレンスボードが発表している米景気一致CIを説明変数とした累積和(CUSUM)テストを実施すると、2011年6月を境に、両者の間で以前の安定的な関係から、不安定な関係へと構造変化が生じたことが示唆される(図表1-18)。2011年の東日本大震災を受けて、米国企業がグローバルなサプライチェーン構造を見直していることが構造変化の背景の1つと考えられ、こうした動きが続くことで、今後も米国向けの中間財輸出は伸び悩み展開となる可能性が高い。加えて、対米輸出の3割弱を占める自動車についても、2014年以降は、輸出台数が頭打ちとなっている。2014年前半に日系自動車メーカーが相次いでメキシコ工場を稼働させ、北米市場向け生産拠点としての整備を進めたことで、日本からの完成車の輸出が伸びにくい構造となったことが要因としてあげられ、自動車輸出も軟調な推移が続くとみる。

また、アジア諸国との貿易では、中国景気の減速が、輸出の大きな下押し圧力となっている。経済モデルによる試算では、中国の実質GDP成長率が▲1%ポイント鈍化した場合、中国だけでなく、アジアNIEsやASEAN諸国の成長率も大きく鈍化し、日本の実質輸出には前年比▲0.5%ポイント程度の下押し圧力がかかるとの結果を得ている。中国景気は今後も減速傾向で推移する可能性が高く、米国向けの伸び悩みと相まって、今後の輸出回復ペースは鈍いものととまるとみている。

輸入については、6月の輸入金額が前年比▲2.9%と、6ヵ月連続のマイナスとなった。足元の輸入の軟化傾向には、鉱物性燃料が、価格の下落に加え、数量ベースでも2ヵ月連続の前年比マイナスとなった影響が大きい(図表1-19)。今後についても、昨秋以降の原油価格の下落の影響の浸透のほか、原発の再稼働や、国内最終需要の伸び悩みなどから、輸入の伸びも鈍いものととまるとみる。ただ、輸出も伸び悩むことで、貿易黒字の定着には至らないと予想する。



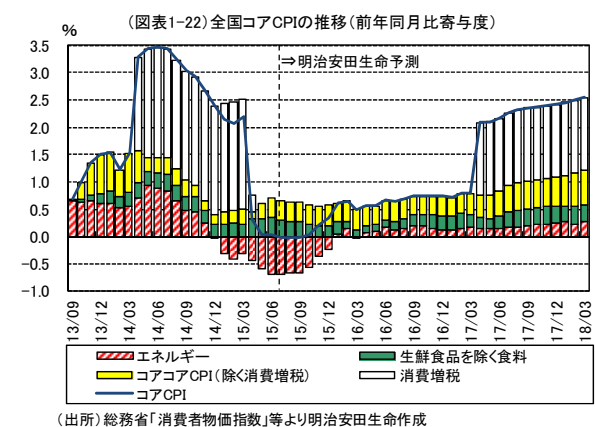
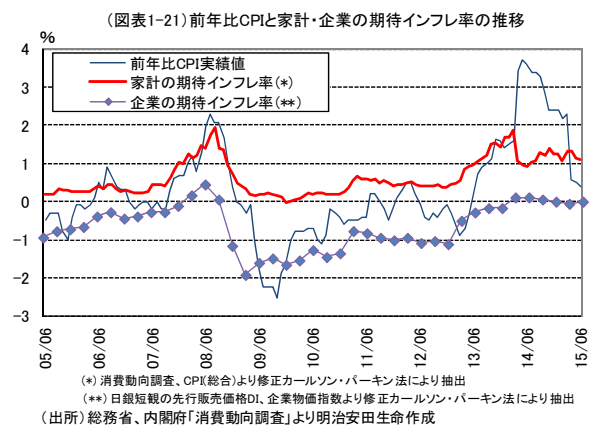
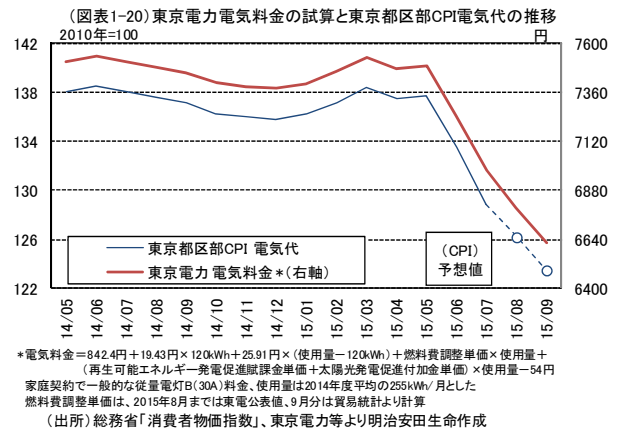
(7) コア CPI は 8, 9 月に前年比マイナスへ

全国消費者物価指数（生鮮食品を除く消費者物価指数、以下コア CPI、消費増税の影響を除くベース）を見ると、昨年 4 月は前年比+1.5%と、2008 年 10 月以来の高い伸びとなったものの、その後は伸び幅が縮小傾向で推移し、6 月は同+0.1%となった。コア CPI の伸び鈍化は、原油価格の下落などを背景に、エネルギー価格が低下したことの影響が大きい。6 月の全国コア CPI（消費増税を含むベース）を見ると、エネルギーの寄与度は▲0.69%ポイントと、6 ヶ月連続のマイナス寄与となった。原油に加え、LNG 価格も昨年末以降、下落してきたことで、ガソリン代だけでなく、電気代もマイナス寄与となっている。東京電力の燃料費調整単価等から、一般的な家庭の電気料金を試算すると、同社管下の家庭では、8, 9 月も電気料金が大きく低下する見込みである（図表 1-20）。過去の傾向から推計すると、東京都区部 CPI の電気代は 9 月には前年比▲10%程度となり、同地区のコア CPI を前年比▲0.3%程度押し下げるとみられる。他の電力会社の多くは、燃料費調整単価の計算上、LNG 価格への感応度が小さく、原油や石炭への感応度が大きいため、電気代引き下げによる全国 CPI へのインパクトは東京都区部よりは小さくなるとみるものの、8 月には全国 CPI も一時的に前年比マイナスとなろう。秋以降については、円安による影響が、引き続き物価の押し上げに寄与するとみるほか、原油価格のベース効果が薄れることで、CPI は上昇に転じるとみる。

ただ、需要サイドからのインフレ圧力は力強さに欠けている。当社では、4-6 月期の需給ギャップは▲2.4%と、マイナスになったと推計している。需給ギャップは推計方法により差が生じるので、幅を持って見る必要があるが、足元では需要面からの物価押し上げ圧力は弱い状況となっている。

加えて、中長期的な物価動向に大きな影響を与える消費者の期待インフレや、企業の価格決定スタンスを反映する企業の期待インフレも、上昇が一服している（図表 1-21）。内閣府の「消費動向調査」や日銀短観の販売価格 DI（先行き）から修正カールソン・パーキン法を用いて期待インフレ率を推計すると、いずれも 2014 年前半をピークとして伸びがやや鈍化している。消費者のデフレマインドが払しょくされていないとみられるほか、企業についても、マクロ的には値上げの動きに広がりや欠けている様子が表れており、今後も期待インフレ率は軟調な推移が続くとみる。

コア CPI は、秋以降の上昇により、2015 年度が前年比+0.2%程度に落ち着こう。2016 年度については、7-9 月期以降の需給ギャップの縮小による物価押し上げ効果が次第に顕在化するとみられることもあり、コア CPI は消費者の期待インフレ率の水準に近づき、同+0.7%へ持ち直すと予想す



る（図表 1-22）。

（8）日銀の正念場は近づく

8月6,7日に開催された日銀金融政策決定会合では、金融政策は8:1ですえ置かれた。木内審議委員のほかに反対票はなく、票決に波乱はなし。景気の現状判断は、「緩やかな回復が続けている」が維持された。

決定会合後の定例会見で黒田総裁は、昨年10月に追加緩和に踏み切った当時との経済環境の違いについて、原油価格は昨年ほど急激に下がっておらず、インフレ期待に影響を与えている様子も見えないこと、先物価格もこの先どんどん下落が続くという見通しにはなっていないこと、雇用・所得環境の改善が続く、マイナスの需給ギャップも縮んでいることについて触れた。したがって、「昨年10月の状況と比べると原油価格の動向も違うし、物価上昇期待の動向も違っていますし、それから需給ギャップの状況も違うと言ってよいと思います」と、追加緩和に踏み切った昨年10月とは状況が明確に違うとし、当面追加緩和は不要とのスタンスを改めて示した。

原油価格と物価目標の関係については、「今後、原油価格の動向、特に先物価格が変わってきますと、達成時期が若干前後することはあり得ると思います」と述べ、原油価格次第では目標達成時期が後ずれする可能性があることを認めた。日銀の現在の物価見通しは、原油価格が今後70ドル程度まで再び上昇することを前提としており、2016年度前半の物価目標の達成が難しくなりつつあることを暗黙のうちに認めた発言ともいえる。

そのうえで、「金融政策の運営上重要なことは、物価の基調的な動きですので、原油価格の動きについても、それが予想物価上昇率等に影響して、物価の基調的な動きに影響するということになれば、それは政策の調整ということを検討することになると思います。今のところそういったことにはなっていません」と述べ、例え「2016年度前半頃」という目標達成が難しくなっても、それが追加緩和に直結するわけではないとの考えを示している。

ただ、現状の「2016年度前半頃」という目標達成が難しくなった場合、例えそれがもつばら原油価格の下落に起因するものであっても、追加緩和せずに済むかどうかは疑問である。これだけ目標を先送りして、なお追加緩和は実施しないとすると、「日銀は打つ手を失った」との受け止めが広がり、量的・質的緩和の命綱である株高・円安トレンドの反転につながりかねない。特に海外投資家の失望は大きいと考えられる。

当社は、2016年の年明けには追加緩和に踏み切らざるを得ないとみるが、その手段が問題となる。国債市場の需給の歪みを考えると、昨年10月並みの買い増し（30兆円）はおそらく不可能である。常識的にみて、現行の量的・質的緩和を維持できるのすらせいぜいあと1~2年と考えられる。買い増し額が少なければ当然、「戦力の逐次投入」との批判を受ける。日銀当座預金のマイナス金利の採用も選択肢だが、銀行がオペに依るインセンティブ（誘因）を失うため、マネタリーベース目標との両立が厳しくなる。量的拡大をあきらめれば、日銀が量的・質的緩和の限界を認めたと言われるし、大幅なマイナス金利で無理やり国債を買い増せば、国債市場の機能不全が深刻化する。

再び新機軸を打ち出すにしても、市場から前向きな評価を得るためのハードルは高い。そもそも、2%に固執することが問題であり、2%という目標を1~2%といったレンジに変更することが望ましいと考えるが、日銀執行部としては、今さら振り上げたこぶしは降ろせない。日銀の正念場は確実に近づいている。

(9) シナリオ分析

当社では、メインシナリオに加え、3つのサブシナリオを想定。相場見通しとあわせた概略は下記のとおり（相場予想は2015年度末までのイメージ）。

＜メインシナリオ＞原油安と堅調な米景気を背景に緩やかな回復が続く（示現確率：60%）

原油安を反映した交易条件の改善に伴い、2015年度の景気は緩やかな回復が続く。米景気の堅調推移が予想されることもあって、2016年度も回復基調は途切れないとみる。株価は、欧州の政治情勢への懸念や量的・質的緩和政策の行き詰まりが意識されることで、深めの調整を挟む可能性があるが、景気回復基調が続くこともあって、均せば上昇基調を維持する。為替は日米の金融政策の方向性の違いなどから、均せば小幅のドル高。長期金利は日銀の国債大量買い入れの効果で、基本的には低位での推移が続くが、市場取引が細っている分、潜在的な振れやすさは残る。

日経平均レンジ：19,000円～23,000円 10年国債利回りレンジ：0.25%～0.70%

ドル・円レンジ：118円～128円、ユーロ・円レンジ：125円～145円

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

海外では、米国景気が力強く回復し世界景気をけん引、欧州もデフレ危機を乗り越え、世界経済の安定度が高まる。国内ではインフレ期待の定着によって実質金利が大きく低下、企業の設備投資意欲が回復する。安倍政権は岩盤規制への大胆な切り込みを実施。アベノミクスへの海外投資家の期待が盛り上がり、株高トレンドが加速する。CPIは2016年度前半までに2%に達する。日銀の出口政策が現実味を帯びることで、為替は目先円安も年度終盤にかけてはやや円高が進む。

日経平均レンジ：19,500円～26,000円 10年国債利回りレンジ：0.30%～1.00%

ドル・円レンジ：115円～128円、ユーロ・円レンジ：120円～145円

＜サブシナリオ2＞財政不安の台頭で金融市場が混乱（示現確率：10%）

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

日経平均レンジ：14,000円～21,500円 10年国債利回りレンジ：0.30%～4.00%

ドル・円レンジ：120円～150円、ユーロ・円レンジ：130円～170円

＜サブシナリオ3＞世界同時不況の再来（示現確率：10%）

欧州では、極左・極右勢力の台頭に伴い、統合への道筋が不透明化、高債務国の金利が再び上昇に向かう。中国では、土地の価格下落で不良債権問題が深刻化、株価も再度急落し、バブル崩壊的な経済の混乱に見舞われる。米国景気も失速し、世界同時不況へ。

日経平均レンジ：14,000円～21,500円 10年国債利回りレンジ：0.00%～0.60%

ドル・円レンジ：90円～126円、ユーロ・円レンジ：100円～140円

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

4-6月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+2.3%と、1-3月期の同+0.6%から伸び幅が拡大した。雇用環境の改善傾向が続いているほか、家計のバランスシートの正常化が進んでいることなどから、7-9月期以降も景気回復傾向が続くと予想する。

個人消費は、ガソリン安などに伴い家計の実質購買力が向上していることなどから、緩やかな回復が続くとみる。住宅投資は、低金利環境などに支えられ、改善傾向で推移すると予想する。

設備投資は、資金調達環境や交易条件の改善などを背景に、徐々に持ち直しに向かうとみるが、エネルギー関連業種の業況が低調に推移するとみられることなどから、持ち直しペースは緩慢なものにとどまると予想する。輸出は、新興国景気に先行き不透明感が残るほか、ドル高が抑制要因になることなどから、停滞気味の推移を余儀なくされるとみる。

FRB（米連邦準備制度理事会）は、労働市場がさらにいくらか改善し、インフレが2%に戻ると合理的に確信した時、利上げを行なう方針を示している。年内に利上げが行なわれるとみるが、その後の利上げペースはゆっくりとしたものにとどまると予想する。

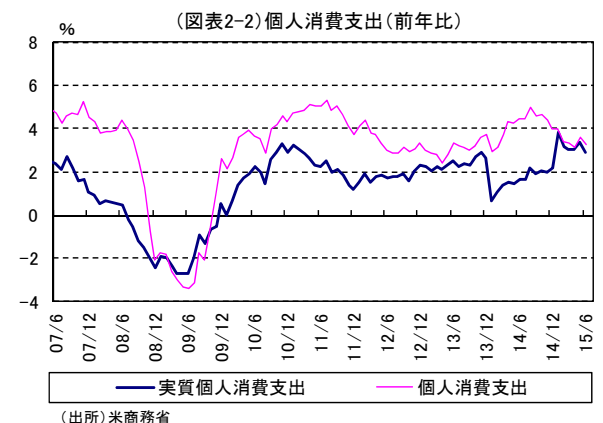
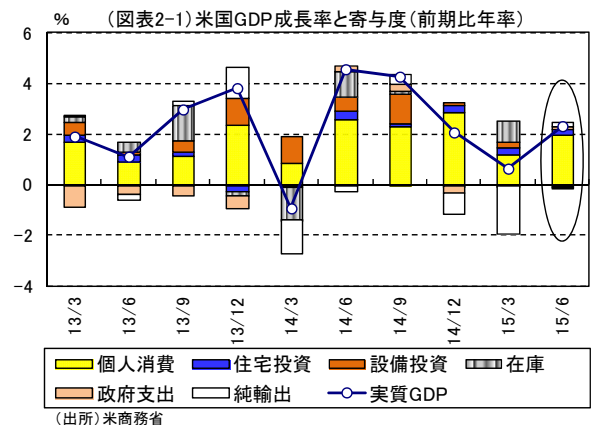
（1）4-6月期は回復ペースが改善

4-6月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+2.3%と、1-3月期の同+0.6%から伸び幅が拡大した（図表2-1）。需要項目別に見ると、個人消費は同+1.8%→+2.9%と、2四半期ぶりに伸び幅が拡大。住宅投資は同+10.1%→+6.6%と、伸び幅が3四半期ぶりに縮小したものの、堅調な推移となった。一方、設備投資は同+1.6%→▲0.6%と、11四半期ぶりに減少。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は+0.9%→▲0.1%と、2四半期ぶりのマイナスとなった。輸出入はともに増加したが、輸出の増加幅が大きかったため、純輸出の成長率全体に対する寄与度は▲1.9%→+0.1%と、3四半期ぶりのプラス。政府支出は前期比年率▲0.1%→+0.8%と、3四半期ぶりに増加した。

エネルギー関連業種の業況は今後も低調に推移するとみられるが、雇用環境の改善傾向が続いているほか、家計のバランスシートの正常化が進んでいることなどから、7-9月期以降も米景気のリバウンド傾向が続くと予想する。

（2）個人消費は緩やかな回復が継続すると予想

米国の個人消費は、雇用環境の改善や株価上昇に伴う資産効果などを背景に、2009年央以降、回復傾向が続いている（図表2-2）。冬場の寒波によって、



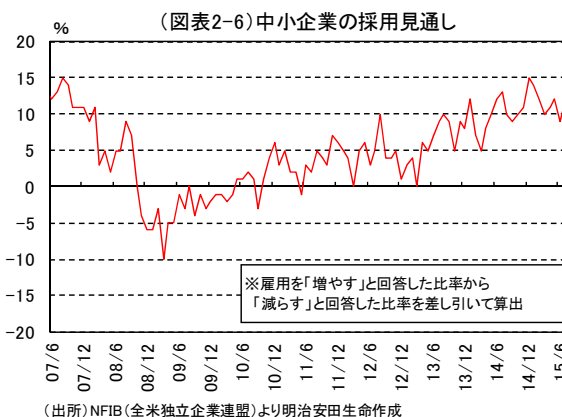
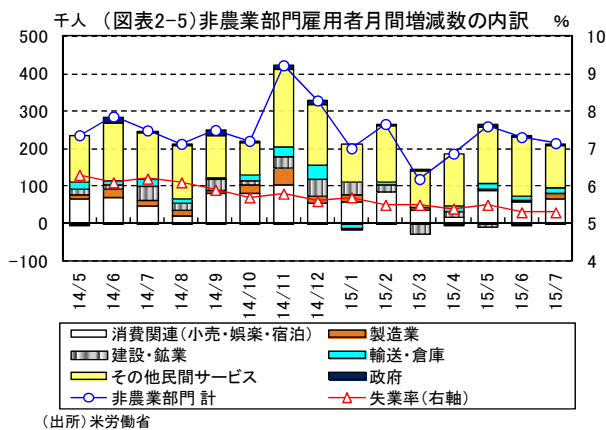
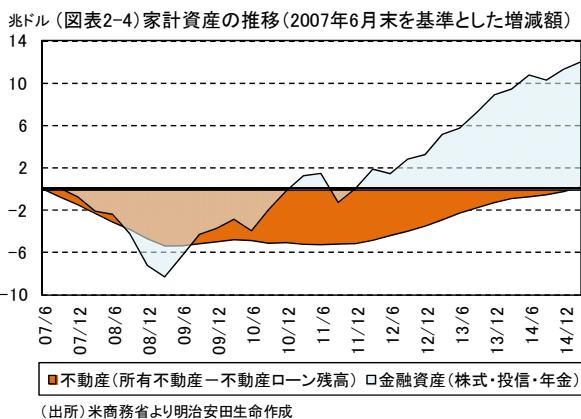
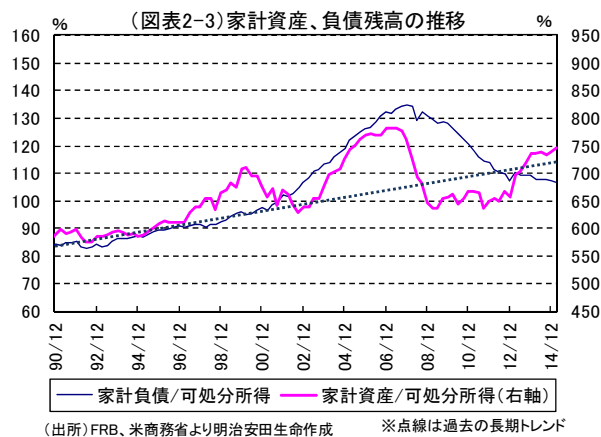
個人消費はいったん回復ペースが鈍化した。春以降は持ち直している。

原油価格の推移を見ると、春先以降、いったん上向いたものの、足元では再び低下傾向で推移している。ガソリン価格は、原油安局面に入る前の昨夏ごろの水準から5割以上も低下している。EIA（米エネルギー情報局）によれば、現在の価格水準が続けば、家計のガソリン代による支出は年間でおよそ700ドル減少すると見込まれており、今後もガソリン安に伴う実質購買力の改善が個人消費を後押しするとみられる。

家計のバランスシート調整が進展していることも個人消費にとって追い風である。家計負債残高の対可処分所得比は、2007年10-12月期をピークとして低下傾向にある（図表2-3）。リーマン・ショックを契機とする金融危機によって資産価値が急落し、家計が資産価値に見合う水準まで負債削減を進めたことで、足元では過去の長期トレンドを下回る水準まで改善が進んでいる。家計の所有不動産から不動産ローン残高を差し引いた純ベースでの推移を見ても、2012年ごろからマイナス額が減少傾向で推移し、足元では家計資産がピークとなった2007年6月末からの減少分をほぼ取り戻している（図表2-4）。これまで不動産の債務返済に回っていた所得は今後、消費に振り向けられるとみられる。

雇用環境を見ても、改善が続いている。7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が+21.5万人と、雇用環境の堅調さを示す20万人を3ヵ月連続で上回った（図表2-5）。冬場の寒波によって悪影響を受けたとみられる小売や建設などの業種が改善しており、全体を押し上げている。企業の採用見通しも雇用環境の底堅さを示している。中小企業の経済団体である全米独立企業連盟（NFIB）の調査を見ると、向こう3ヵ月の雇用を「増やす」と回答した比率が「減らす」と回答した比率を上回っており（図表2-6）、2010年以降の雇用者数の回復をけん引してきた中小企業の採用見通しは底堅い。低金利環境が企業の事業活動を下支えしており、雇用環境の改善が引き続き個人消費を後押しするとみられる。

一方、賃金の伸びは緩やかなものにとどまってい



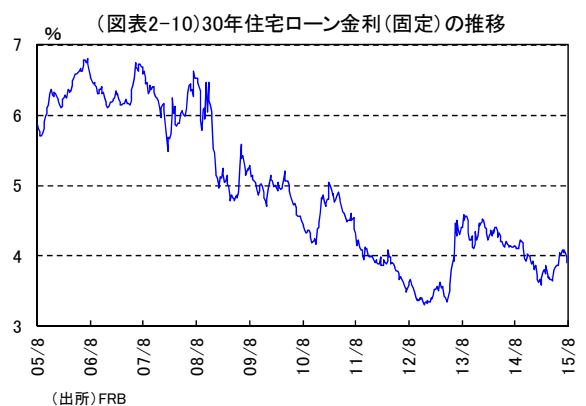
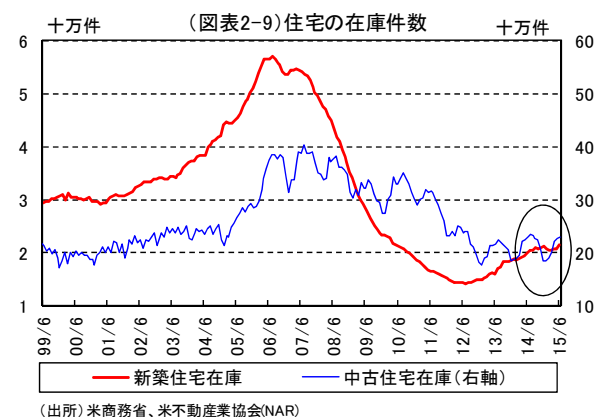
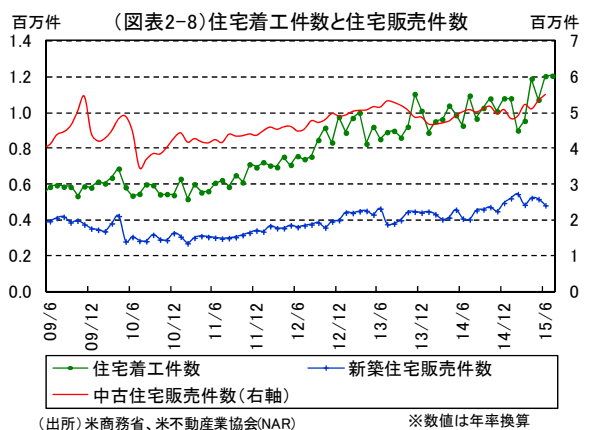
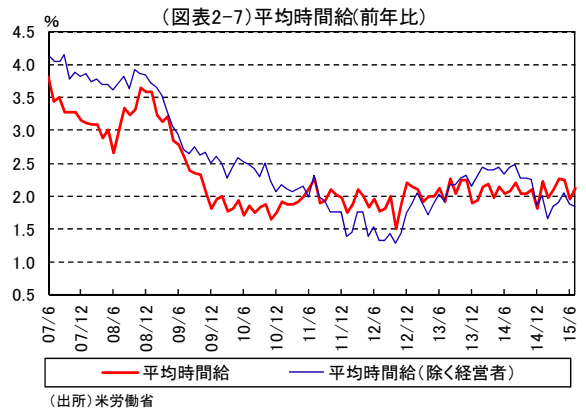
る。平均時間給を見ると、7月は前年比+2.1%と、6月の同+2.0%からプラス幅が拡大したものの、2010年以降は同+2%付近での推移が続いている（図表2-7）。賃金が伸び悩んでいる背景には、金融、不動産などの比較的賃金が高い業種の雇用が伸び悩む一方、人材派遣を中心とした事務サービス業、小売と娯楽・宿泊をあわせた個人消費関連業種など、賃金が低めの業種が雇用回復の中心となっていることがある。ガソリン安などに伴い家計の実質購買力が向上しているほか、家計のバランスシートの正常化が進んでいること、雇用者数の増加傾向が続いていることなどを背景に、個人消費は回復傾向が続くとみられる。ただ、賃金が伸び悩んでいることから、均してみれば、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

（3）住宅投資は改善傾向で推移するとみる

米国の住宅投資は、改善傾向が続いている。住宅着工件数の推移を見ると、冬場の悪天候などを受け、2015年に入ってから軟調な推移が続いてきたが、春以降は堅調に推移している。7月は年率換算で120.6万戸、前月比+0.2%と、2ヵ月連続で増加し、2007年10月以来の高水準となった（図表2-8）。一方、住宅販売を見ると、中古住宅販売件数は2015年に入ってから回復傾向が続いているものの、新築販売件数は春以降、伸び悩んでいる。

新築住宅販売の伸び悩みの一因には、在庫不足による供給制約もある。足元の在庫件数を見ると、新築住宅が21.5万件と4ヵ月連続で増加したものの（図表2-9）、住宅バブル期以前の30万件を大きく下回る。中古住宅も230万戸と5ヵ月連続で増加したが、依然として住宅バブル期以前の低水準にとどまっている。FRB（米連邦準備制度理事会）が7月に公表したベージュブック（地区連銀経済報告）を見ると、大半の地域では、賃金上昇率は緩やかなものにとどまっているものの、建設業のうち、熟練技術者などの職種で賃金上昇圧力が強まっている。熟練建設労働者不足などが住宅着工の遅れにつながり、在庫不足による供給制約が販売回復の足かせになっているとみられる。

一方、住宅ローン金利（30年固定）の推移を見る



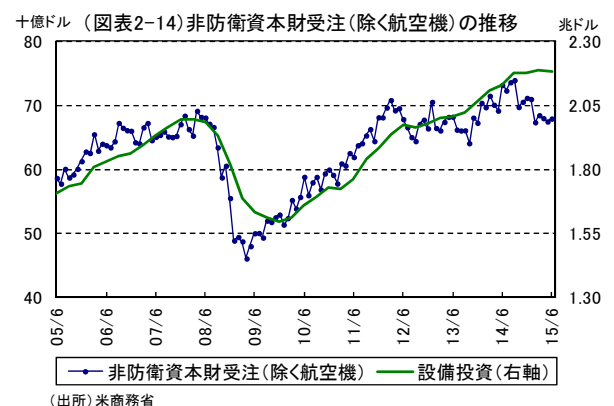
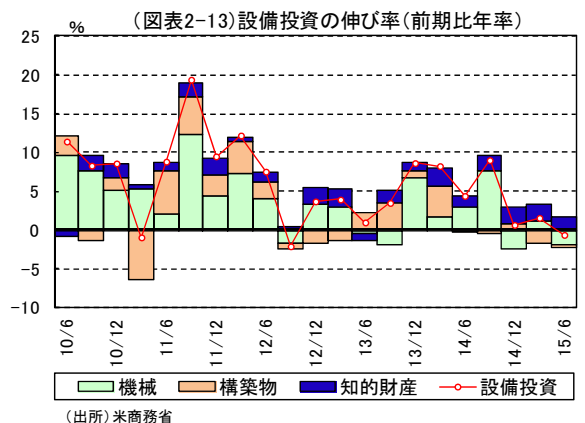
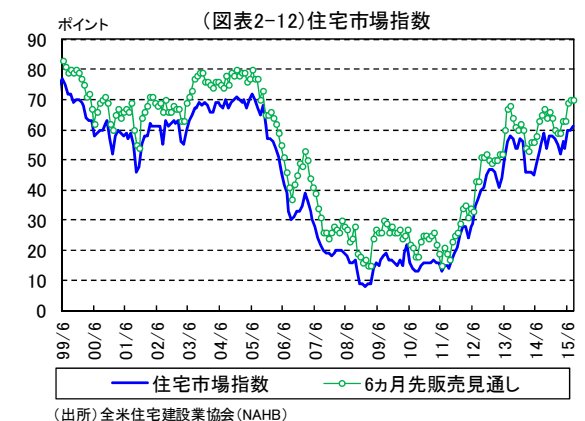
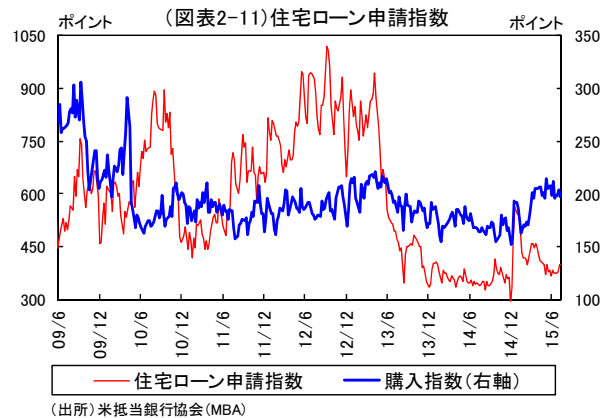
と、春以降は上向きつつあるも、依然として歴史的な低水準を維持している（図表2-10）。全米の世帯数は年間140万世帯前後のペースで増加しており、低金利環境が続いていることや、雇用環境が改善していることなどを踏まえれば、住宅の需要は底堅いとみられる。米抵当銀行協会（MBA）が公表する住宅ローン申請指数を見ると、申請指数の内訳である購入指数は、2015年に入ってから、均せば改善傾向が続いている（図表2-11）。政府系住宅金融機関（GSE）の連邦住宅抵当公社（ファニーメイ）と連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）は、初回住宅購入者に対し、住宅ローンを組む際の頭金比率の下限を2014年12月から引き下げたほか、米連邦住宅局（FHA）は住宅ローンを利用する場合の保証料を1月から引き下げる措置を実施した。政府の住宅取得促進策による借入環境の改善も引き続き新規の住宅取得を支えるとみられる。

建設・不動産業者の景況感を示す住宅市場指数を見ると、8月は61と、景況感の改善と悪化の境目となる50を大きく上回っている（図表2-12）。向こう6ヵ月の販売見通しは70と、2005年10月以来の高水準となり、住宅市場の先行きに明るさが増している。在庫不足による供給制約が住宅販売回復の足かせになっているとみられるものの、雇用環境が改善しているほか、低金利環境が続いていること、借入環境にも改善がみられることなどから、住宅投資は今後も改善傾向で推移すると予想する。

（4）設備投資の持ち直しペースは緩慢

米国の設備投資は、2014年秋以降、停滞気味の推移が続いている（図表2-13）。背景には、昨夏以降の原油安による影響でエネルギー関連業種が投資を手控えたことなどがある。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）を見ても、6月は前月比+0.7%と、3ヵ月ぶりに増加したものの、昨秋以降は低調に推移している（図表2-14）。昨秋から今年2月までの港湾ストによる物流の停滞は正常化しているものの、原油価格が軟調に推移していることから、エネルギー関連業種の投資は引き続き抑制された状況が続くとみられる。

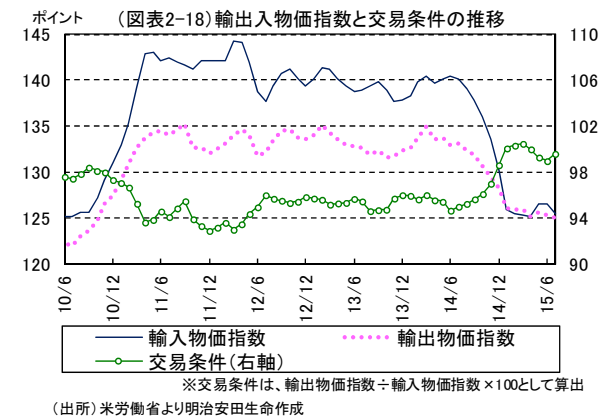
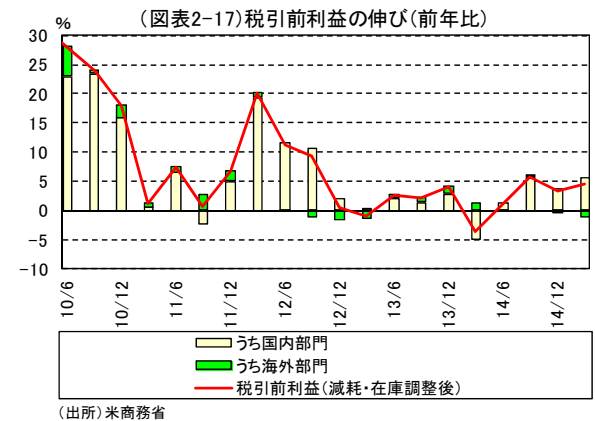
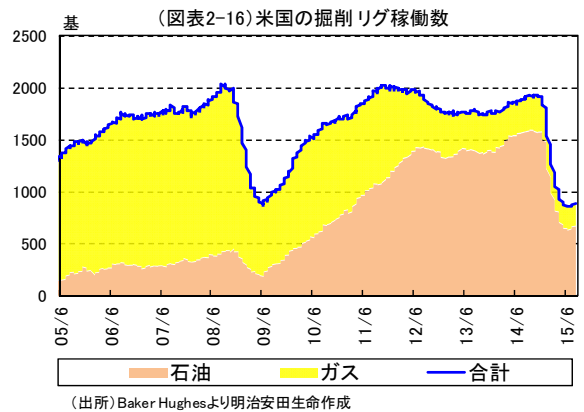
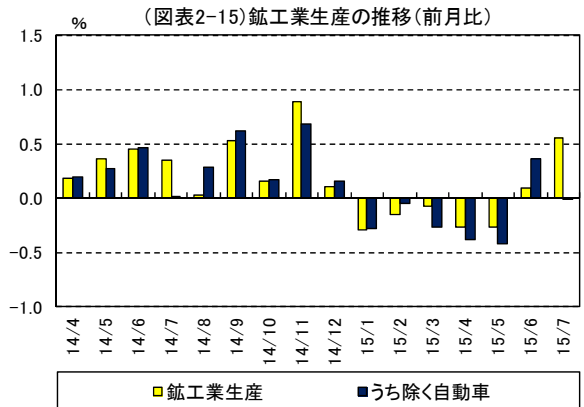
一方、企業の生産活動は、足元で上向いている。



鉱工業生産を見ると、堅調な自動車販売に支えられ、7月は同+0.6%と2ヵ月連続のプラスとなった(図表2-15)。ただ、除く自動車ベースでは、前月比横ばいにとどまっている。これまでマイナス圏での推移が続いてきた石油・ガス掘削は同+1.3%と、10ヵ月ぶりのプラスとなったが、シェールオイル・ガス田を掘削する際に用いるリグの稼働数が昨年9月ごろをピークに5割以上減少しており(図表2-16)、原油安でシェール業界は生産縮小を余儀なくされている。春先の原油価格の持ち直しを受け、リグの稼働数の減少ペースは年明け以降、鈍化しているものの、原油価格が昨年半ばの水準を5割以上下回った状況が続くなか、シェールオイル・ガスを中心としたエネルギー関連業種の生産には下押し圧力がかけられ続けるとみられる。

GDPベースの企業収益を見ると、1-3月期の税引前利益は前年比+4.6%と、4四半期連続のプラスとなった(図表2-17)。部門別では、国内部門が同+7.2%と、4四半期連続のプラスとなり、全体をけん引している。一方、海外部門は同▲5.0%と、2四半期連続でマイナスとなった。海外部門の低迷の背景には、海外景気の減速などから、輸出企業を中心とした企業業績に下押し圧力がかかっていることがある。ただ、ドル高が進んでいることから、輸入物価の低下を通じて仕入れ価格が下落し、交易条件が改善することで企業収益にはプラスの効果が期待できる。加えて、原油安も交易条件の改善につながる。春先には、原油価格の持ち直しを受け、交易条件がやや悪化したものの、足元では原油価格が再び軟調に推移していることから、交易条件の改善が引き続き企業収益の回復を下支えするとみている(図表2-18)。

FRBが実施している銀行の商業ローン貸出態度調査によると、2012年央以降、3ヵ月前と比べ貸出態度を「緩くした」と回答した割合が「厳しくした」と回答した割合を上回っている(図表2-19)。米企業(非金融)の負債純増額の推移を見ても、社債発行による資金調達に堅調に推移しており、借入環境の改善が引き続き企業の事業活動を後押しするとみている。企業の資金調達環境や交易条件の改善などから、設備投資は徐々に持ち直しに向かうと予想する。



ただ、原油安を背景に、エネルギー関連業種の業況は低調に推移するとみられることから、持ち直しペースは緩慢なものにとどまるとみる。

(5) 輸出は停滞気味の推移を予想

米国の輸出は、2009年から2011年にかけて高い伸びを維持してきたが、新興国の景気減速などを背景に、2012年からの回復ペースは緩やかなものにとどまっている(図表2-20)。昨秋からは、西海岸の港湾ストに伴って、サプライチェーンの混乱が輸出の回復を抑制してきた。ただ、港湾スト終結後の輸出を見ると、6月は前月比▲0.1%と、2ヵ月連続の減少となった。中国を中心とした新興国の景気が冴えないことが、足元の米国の輸出を押し下げているとみられる。

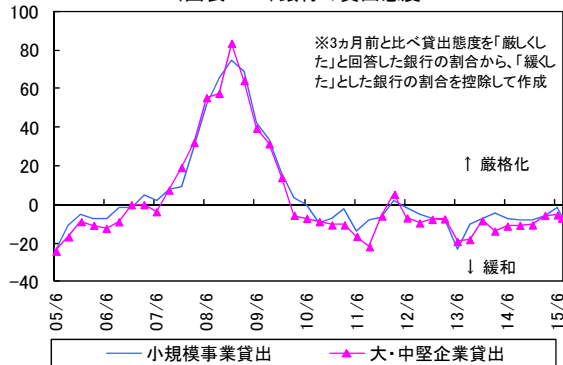
加えて、輸出の回復が抑制されている一因には、ドル高もある。昨年央以降はドル高トレンドが続いており、対ユーロで2割近く上昇している。ISM製造業景況指数の内訳項目である輸出受注指数を見ても、昨年末から低下傾向で推移しており、7月は48と、活動の拡大と縮小の境目である50を2ヵ月連続で下回った(図表2-21)。

OECD(経済協力開発機構)が発表する景気先行指数を見ると、2013年末以降は横ばい圏での推移が続いてきたが、昨年央からは低下に向かいつつある(図表2-22)。同指数を地域別に見ると、足元では主要輸出先のNAFTA(北米自由貿易)圏が低下傾向で推移している。輸出先としてのウェイトが高いドイツなどのユーロ圏主要国は改善傾向が続いているが、アジア主要国も低下傾向を強めている。ECB(欧州中央銀行)による緩和的な金融政策に支えられ、ユーロ圏景気は回復が続いており、欧州向けの輸出が引き続き全体を下支えするとみている。ただ、中国を中心とする新興国景気に先行き不透明感が残るほか、ドル高が抑制要因になることなどから、今後の輸出は停滞気味の推移を余儀なくされると予想する。

(6) ゆっくりとした利上げペースを予想

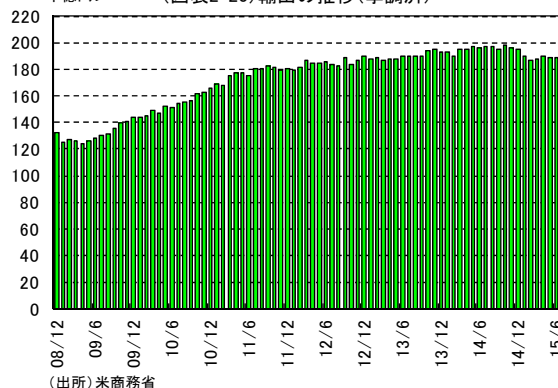
6月16-17日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、政策金利であるFFレートの誘導目標が0.0-0.25%ですえ置かれ、金融政策に変更はなかった。

厳格化-緩和% (図表2-19)銀行の貸出態度



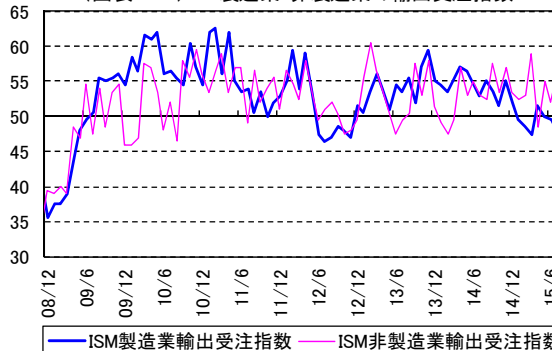
(出所)FRBより明治安田生命作成

十億ドル (図表2-20)輸出の推移(季調済)



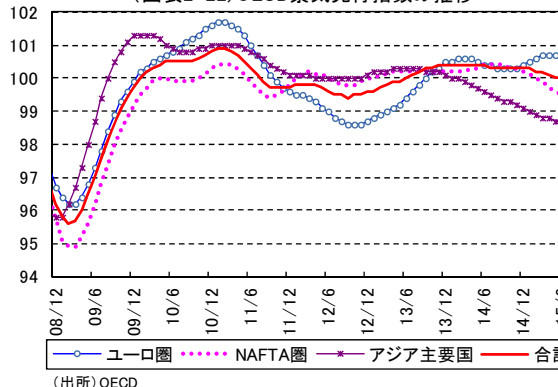
(出所)米商務省

ポイント (図表2-21)ISM製造業・非製造業の輸出受注指数



(出所)米サプライマネジメント協会(ISM)

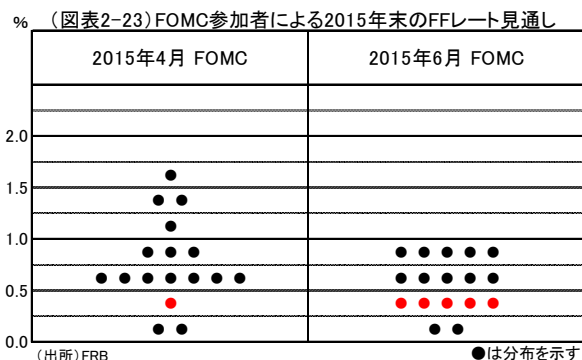
ポイント (図表2-22)OECD景気先行指数の推移



(出所)OECD

一方、FRBのイエレン議長は記者会見で「大半のFOMC参加者は年内の利上げが適切であると予想している」と述べ、年内利上げ開始の可能性を改めて示した。ただ、同議長は「初回の利上げの重要性について過大評価すべきでない」、「雇用最大化とインフレ2%という目標に向けた進展を支えるため、初回利上げ後も、金融政策のスタンスはかなりの期間、非常に緩和的になる」とも述べ、初回利上げ後は政策金利の引き上げをゆっくりと進める方針を強調した。

6月のFOMCで更新されたFFレートの見通し（中央値）を見ると、2015年末は0.625%がすえ置かれたが、0.375%（誘導目標レンジ0.25-0.50%の中央値）を予測するFOMC参加者が前回の1人から5人となり、年内に1回のみ利上げを見込む参加者が増えたことが示された（図表2-23）。一方、2016年末は1.875%から1.6125%、2017年末は3.125%から2.8625%へと、いずれも下方修正され、利上げペースがより緩やかなものになるとみるFOMC参加者も増えた。



7月28-29日に開催されたFOMCの声明文では、利上げは経済指標次第との姿勢が維持される一方、労働市場が「いくらか」改善することで、利上げが正当化されるとの見方も示され、利上げ時期が近づきつつあることを示唆する形となった。米景気は冬場にいったん足踏みしたものの、その後は冬場の寒波や西海岸の港湾ストによる悪影響が一巡し、景気回復傾向が続いていることから、FRBは年内に利上げを決定すると予想する。ただ、原油安を背景に、エネルギー関連業種の業況が低調に推移しているのに加え、新興国の景気減速やドル高が引き続き輸出回復の足かせになるとみられる。FRBは金利上昇による景気への影響を見極めつつ、2回目以降の利上げを慎重に進めるとみられ、利上げペースはゆっくりとしたものになる可能性が高い。

3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏景気は回復傾向で推移している。原油価格の下落などを背景に、個人消費の改善傾向が続くと見込まれるのに加え、新興国景気が減速傾向を強めるなかでも、米国や英国の景気回復に支えられ、輸出も持ち直し傾向を維持するとみられることから、ユーロ圏景気は今後も緩やかな回復傾向が続くと予想する。

個人消費は、ドイツやスペインを中心に雇用環境が改善しているのに加え、消費者マインドも夏場以降持ち直しに向かうとみられることから、今後も回復傾向が続くとみる。

固定投資は、設備過剰感の緩和や銀行貸出態度の改善が、引き続き企業の設備投資を下支えするとみられる一方、企業のバランスシート調整圧力が残ることから、今後の回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

ECB（欧州中央銀行）は3月から、国債買い入れによる量的緩和策を実施している。インフレ圧力は引き続き弱いものにとどまるとみられ、ECBは当初の予定どおり、2016年9月までは量的緩和策を継続すると予想する。

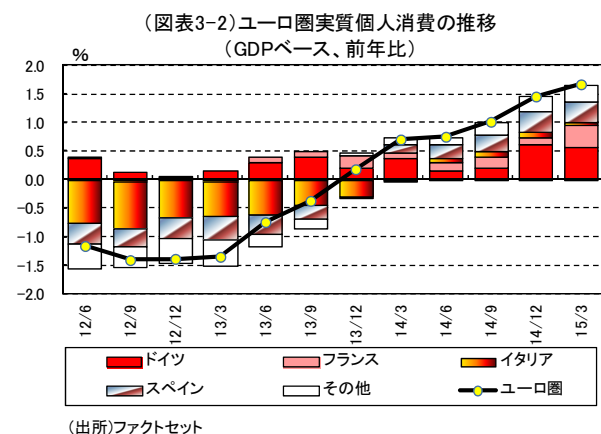
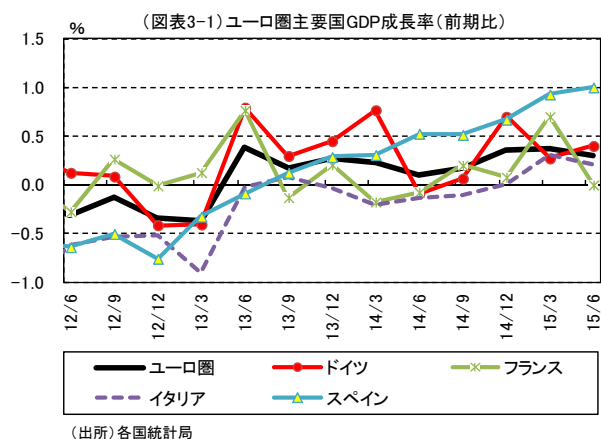
（1）ユーロ圏景気は回復傾向が継続

4-6月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.3%と、1-3月期の同+0.4%からプラス幅が縮小したものの、9四半期連続のプラス成長となった（図表3-1）。国別の成長率を見ると、イタリア（1-3月期:同+0.3%→4-6月期:同+0.2%）の伸びが鈍化したほか、フランス（同+0.7%→同0.0%）はゼロ成長となったが、ドイツ（同+0.3%→同+0.4%）とスペイン（同+0.9%→同+1.0%）は伸びが加速した。

今後も、原油価格の下落などを背景に、個人消費の改善傾向が続くと見込まれるのに加え、新興国景気が減速傾向を強めるなかでも、米国や英国の景気回復に支えられ、輸出も持ち直し傾向を維持するとみられることから、ユーロ圏景気は緩やかな回復傾向が続くと予想する。

（2）個人消費は緩やかな回復傾向が続くと予想

ユーロ圏の個人消費は昨春以降、回復傾向が続いている。1-3月期の実質個人消費は前年比+1.7%と、5四半期連続でプラス幅が拡大した（図表3-2）。実質個人消費を主要国別に見ると、イタリアの伸びが鈍化したものの、ドイツやスペインのプラス幅の拡大が続いているほか、停滞気味の推移が続いていたフランスも、伸びが加速した。GDPベースの実質個人消



費に近い動きをする実質小売上高（前年比）の推移を見ても、6月は前年比+1.2%と、昨年の年明け以降、前年比プラスで推移している（図表3-3）。

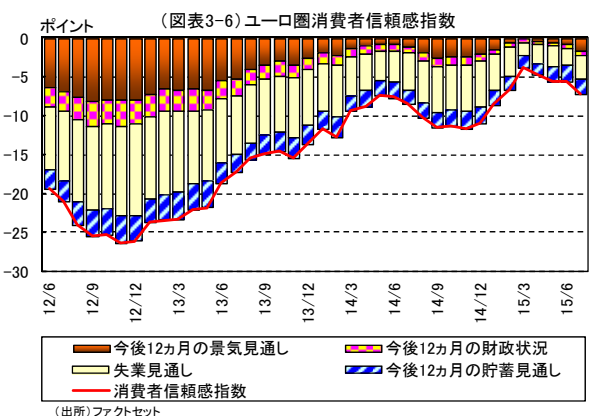
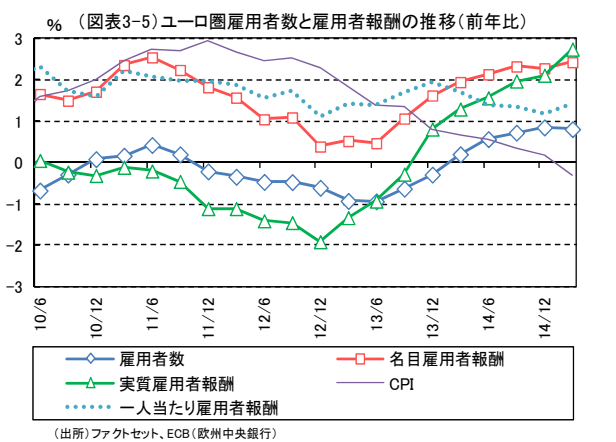
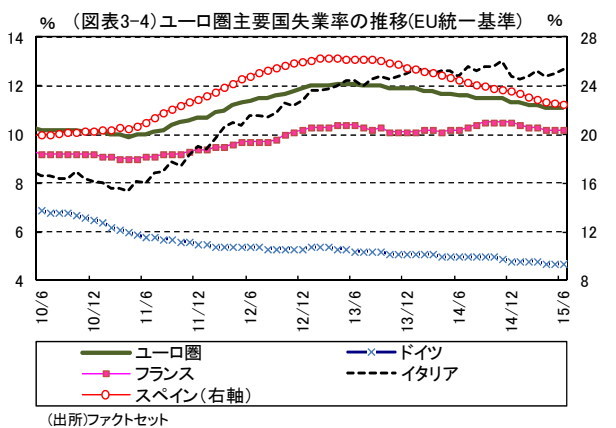
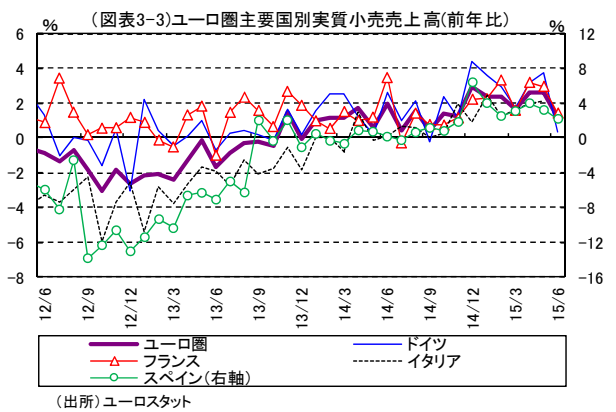
個人消費の回復の背景には、雇用環境の改善がある。ユーロ圏の失業率（EU統一基準）の推移を見ると、2013年6月以降、緩やかな低下傾向が続いている（図表3-4）。主要国別では、労働市場改革の遅れるフランスやイタリアが2013年半ば以降、均せば横ばいにとどまる一方、改革の効果が出始めたスペインでは、2013年5月以降、低下基調が続いている。

ドイツも、2005年8月の11.2%をピークに低下傾向が続いており、足元では4.7%と、過去最低の水準となっている。

また、2011年冬ごろから前年比マイナスが続いていたユーロ圏の雇用者数は、昨年3月にはプラスへと転じ、その後も前年比プラスでの推移が続いている（図表3-5）。賃金についても、1人当たりの名目雇用者報酬は2013年12月以降、伸びが鈍化傾向にあるものの、雇用者数の増加ペースが加速することで、名目雇用者報酬は堅調に推移している。欧州委員会の調査でも、企業の雇用見通しはサービス業を中心に改善傾向にあることから、今後も雇用環境の改善傾向が続く可能性が高い。

一方、ユーロ圏の消費者信頼感指数は昨冬ごろから改善傾向が続いてきたものの、足元では悪化に向かっている。7月の消費者信頼感指数は▲7.1ポイントと、4ヵ月連続で低下した（図表3-6）。内訳を見ると、「失業見通し」や、「今後12ヵ月の景気見通し」が悪化し、全体を押し下げている。消費者マインドの悪化は、春先以降、原油価格が持ち直し傾向となっていたことや、ギリシャの債務問題を巡って、景気の先行き不透明感が高まったことなどが影響しているとみられる。

もともと、上昇基調となっていた原油価格は、需給の緩みへの懸念などから、7月以降再び弱含んでいる。ギリシャの債務問題も、ギリシャ側が債権団に歩み寄ったことで大きく進展し、8月14日には、ESM（欧州安定メカニズム）を活用した第3次支援プログラムについて、ギリシャと債権団が合意に至った。原油価格の下落やギリシャ情勢への懸念の後退で、消費者マインドの悪化には歯止めがかかるとみ



られるほか、雇用環境も改善していることから、個人消費は今後も緩やかな回復傾向が続くと予想する。

(3) 固定投資の回復ペースは緩慢とみる

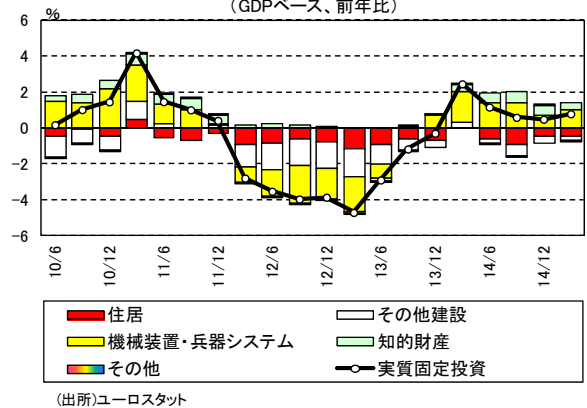
ユーロ圏の固定投資は昨春以降、緩やかな回復傾向が続いている。1-3月期の実質固定投資は前年比+0.8%と、5四半期連続のプラスとなった(図表3-7)。実質固定投資を分野別に見ると、住居が同▲1.5%、その他建設も同▲1.0%と、建設関連はともに4四半期連続のマイナス成長となった。一方、機械装置・兵器システムは同+3.4%と、前期の同+2.5%から伸びが加速した。

企業の生産活動を見ると、ユーロ圏の鉱工業生産は昨年10月の年明け以降、一進一退の推移が続いているものの、設備稼働率は足元で81.2%と、昨年中央以降、緩やかな上昇傾向にある(図表3-8)。加えて、企業収益も改善が続いている。GDPベースの営業余剰の推移を見ると、1-3月期は前年比+2.1%と、8四半期連続のプラスとなり、伸び幅も昨年10-12月期の同+0.7%から拡大した(図表3-9)。主要国別では、ドイツが底堅く推移しているほか、フランスとスペインも足元で伸びが加速し、全体を押し上げている。

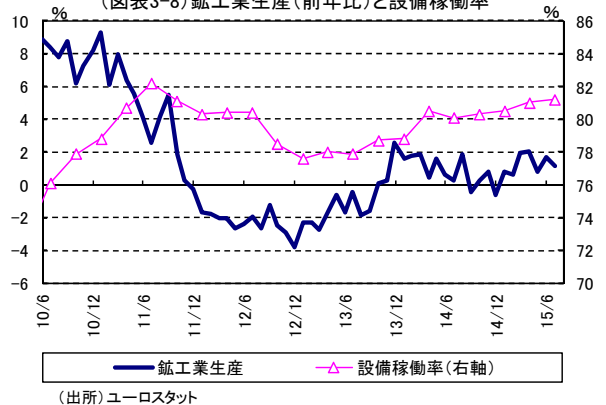
企業向けの銀行貸出態度の緩和も、固定投資を下支えしているとみられる。ECB(欧州中央銀行)の銀行貸出態度調査を見ると、非金融企業への貸出に関して、過去3カ月に貸出態度を「緩くした」と回答した銀行数が、「厳しくした」と回答した銀行数を5四半期連続で上回った(図表3-10)。今後3カ月の貸出態度についても、「緩くする」と回答した銀行数が、「厳しくする」と回答した銀行数を5四半期連続で上回っており、銀行の貸出態度は引き続き緩行的である。

一方、銀行の貸出態度が緩和傾向にあるにもかかわらず、企業の設備投資目的の資金需要は弱い状況が続いている。同調査のうち、非金融企業の資金需要を見ると、過去3カ月の資金需要は昨年半ばごろから一進一退の推移となっており、設備投資を目的とした過去3カ月の資金需要も、6月は▲6ポイントと、2ヵ月ぶりのマイナスとなった(図表3-11)。今後3カ月の資金需要見通しについても、6月は30.4ポイントと、3月の40.4ポイントから低下している。

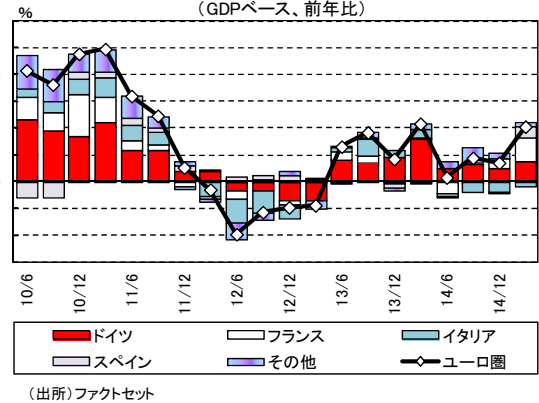
(図表3-7)ユーロ圏実質固定投資と分野別寄与度 (GDPベース、前年比)



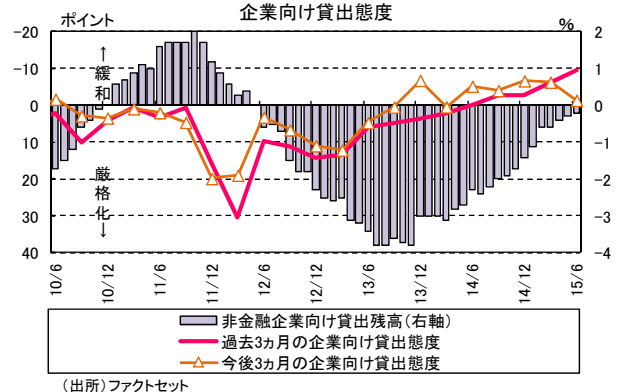
(図表3-8)鉱工業生産(前年比)と設備稼働率



(図表3-9)ユーロ圏の営業余剰と主要国別寄与度 (GDPベース、前年比)



(図表3-10)ユーロ圏非金融企業向け貸出残高(前年比)と企業向け貸出態度



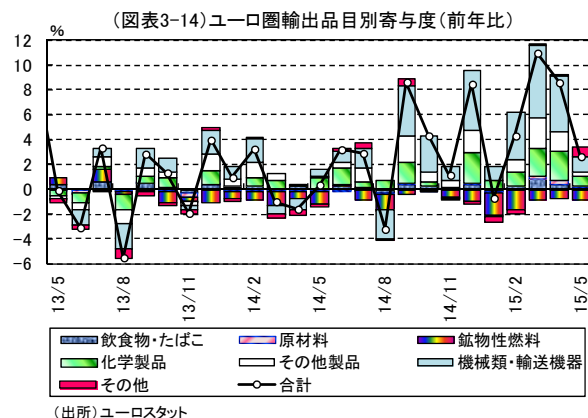
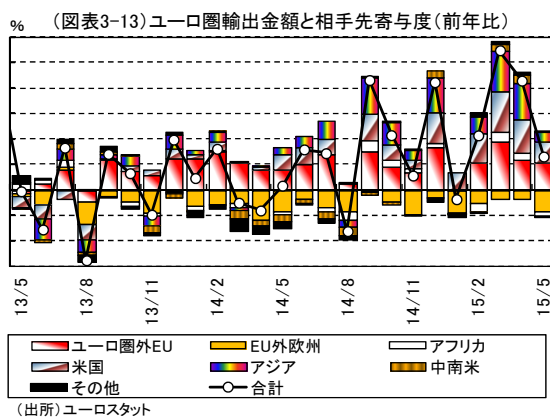
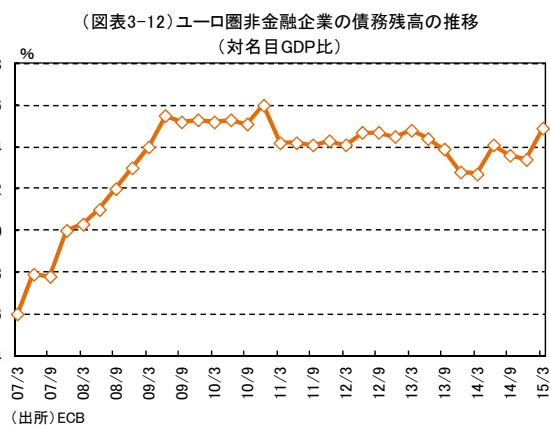
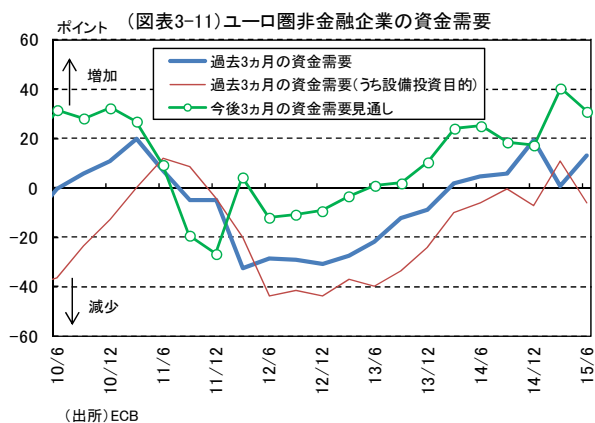
企業の設備投資意欲が弱い一因として、企業部門の債務残高が高止まりしていることが挙げられる。ユーロ圏の非金融企業の債務残高（対名目GDP比）は足元で134.9%と、2010年のピーク時からやや低下したものの、依然として高止まりしている（図表3-12）。バランスシート調整の遅れは、欧州債務危機に伴う景気後退などを背景に、企業の財務体質の悪化が進み、その後の収益回復も遅れていたことなどが要因とみられる。設備過剰感の緩和や銀行貸出態度の改善は、引き続き企業の設備投資を下支えするとみるものの、企業のバランスシート調整圧力が残ることで、ユーロ圏の固定投資の回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

（４）輸出は持ち直し傾向を維持すると予想

ユーロ圏の輸出は緩やかな改善傾向が続いている。四半期ベースの輸出金額の伸びを見ると、4-6月期は前年比+7.8%と、1-3月期の同+5.1%から伸びが加速した。5月までの輸出金額の推移を相手国別に見ると、米国向けが堅調に推移し全体を押し上げているほか、ユーロ圏外EU向けも底堅い推移が続いている（図表3-13）。品目別では、主力の機械類・輸送機器や化学製品を中心に、工業製品が改善傾向で推移し、全体をけん引している（図表3-14）。

ユーロ圏の輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸出価格指数は昨年7月以降、前年比プラス圏での推移が続いており、プラス幅も均せば拡大傾向にある（図表3-15）。輸出価格の上昇は、ECBによる緩和的な金融政策などを背景に、ユーロ安が進んだ影響が大きい。また、輸出価格の上昇とともに、輸出数量も伸びが拡大傾向で推移しており、ユーロ安による価格競争力の改善が、数量ベースでの輸出の回復にも寄与している可能性が示唆されている。実質実効為替レートは春先以降、ドイツの長期金利の上昇などを受けてユーロ高傾向で推移しているものの、昨年水準と比較すれば依然としてユーロ安水準にあることから、ユーロ安による価格競争力の改善効果は今後も期待できる。

一方、新興国向けの輸出は、伸び悩みが続いている。ユーロ圏の輸出金額を相手国別に見ると、5月はEU外欧州向けが同▲10.0%と、22ヵ月連続のマイ



ナスとなったほか、中南米向けは同▲0.9%、アフリカ向けも同▲5.5%と、ともに3ヵ月ぶりのマイナスとなった（図表3-13）。アジア向けは同+3.4%と、前年比プラスを維持したものの、前月（同+11.8%）から伸び幅が大きく縮小している。

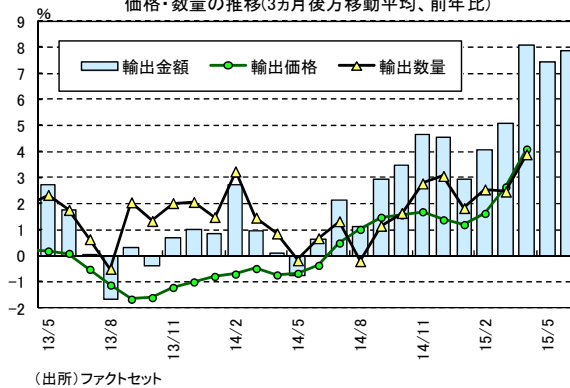
EU外欧州向けの減少については、同地域向けで最もウェイトの高いロシア向けの低迷が大きく影響している。EUは昨夏から、ウクライナ問題を巡ってロシアに経済制裁を科しており、ロシアはその報復として、EUからの食品輸入の禁止措置をとっている。

EUからロシアへの経済制裁は今年7月が期限となっていたものの、EUは経済制裁を6ヵ月間延長し、来年1月までは継続すると発表、ロシアも、食品輸入の禁止措置を1年間延長することを決定した。こうした動きに加え、原油安を受けてロシア景気が落ち込んでいることもあって、同国向け輸出の減少傾向は今後も続くとする。

また、アジア全体向けの輸出は、景気が堅調なインド向けや自動車輸出が好調な韓国向けに支えられる形で、小幅ながら前年比プラスを維持しているものの、アジア向けで最もウェイトの高い中国向けは足元で同▲2.7%と、前年比マイナスで推移している。中国景気の減速が続くなか、同国向け輸出の低迷による下押し圧力が強まることで、今後はアジア全体向けの輸出もマイナスに転じることが懸念される。新興国向けの輸出の減速は、引き続きユーロ圏の輸出の回復の足かせとなろう。

もっとも、ユーロ圏の主要輸出先である米国や英国をはじめとするユーロ圏外EUの景気は、引き続き回復傾向で推移すると見込まれている。ユーロ圏の輸出金額のうち、米国向けは12%、ユーロ圏外EU向けは32%と、合計で5割近くを占める。ロシアや中国をはじめとする新興国向けの輸出は低迷が続くとみられるが、主要輸出先である米国やユーロ圏外EU向けの輸出が底堅く推移することで、ユーロ圏の輸出は今後も、持ち直し傾向を維持すると予想する。

（図表3-15）ユーロ圏の輸出金額と
価格・数量の推移(3ヵ月後方移動平均、前年比)

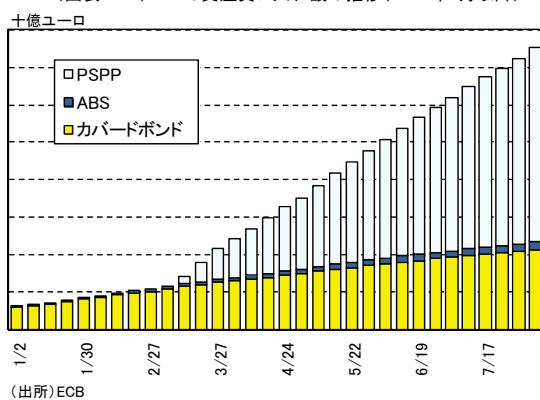


（5）ECBは2016年9月まで量的緩和策を継続すると予想

ECBは3月から、国債買い入れによる量的緩和策を実施している。買い入れ目標は、昨年10月から買い入れを行なっているABS（資産担保証券）とカバードボンドを含め、毎月合計600億ユーロとしているが、ECBはこれまでのところ、概ね目標どおりのペースで資産の買い入れを進めている（図表3-16）。毎月の買い入れ資産の内訳を見ると、国債・公的機関債が約490億ユーロ、カバードボンドが約100億ユーロ、ABSが約10億ユーロとなっている。

ECBが国債買い入れに踏み切った背景には、デフレへの警戒がある。ただ、6月3日に発表されたECBのインフレ見通しでは、ユーロ圏の景気回復や原油価格の持ち直しなどを受け、2015年のインフレ予想は前回3月時点の前年比0.0%から同+0.3%へと、引き上げられた。もっとも、2016年は同+1.5%、2017年も同+1.8%と、いずれもすえ置かれており、インフレ率がECBの物価安定の数値的定義とされている「前年比+2%未満だがその近辺」に到達するのは、2017年との見通しが維持された。ユーロ圏の消費者物価指数の推移を見ると、5月

（図表3-16）ECBの資産買い入れ額の推移(2015年1月以降)



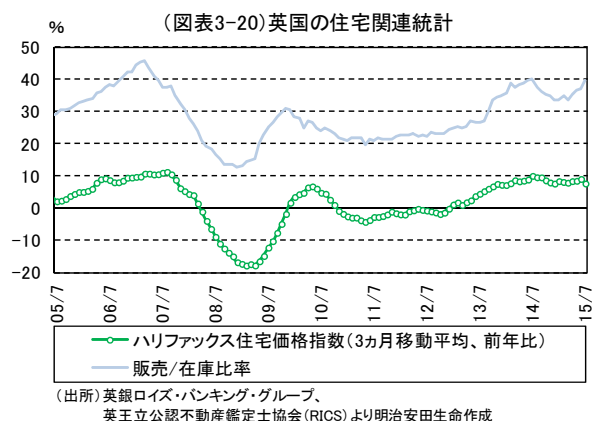
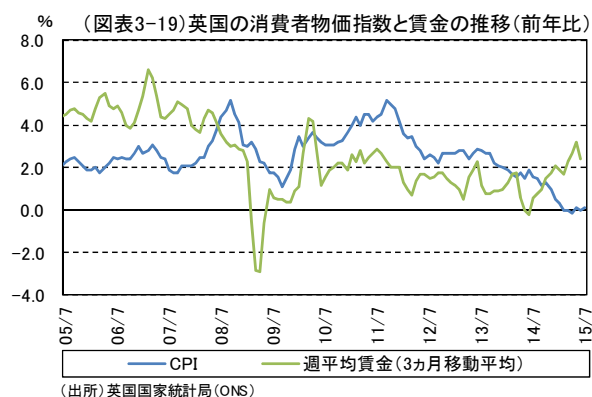
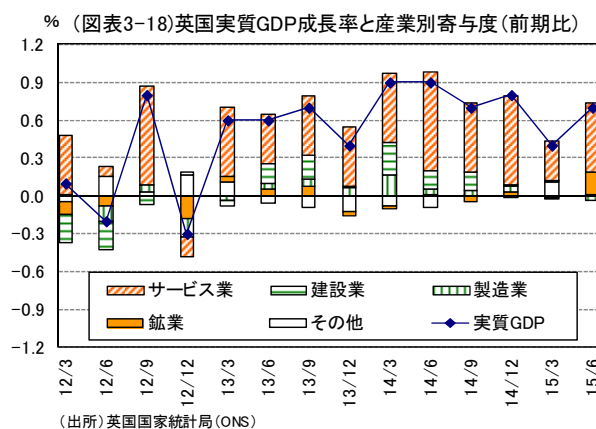
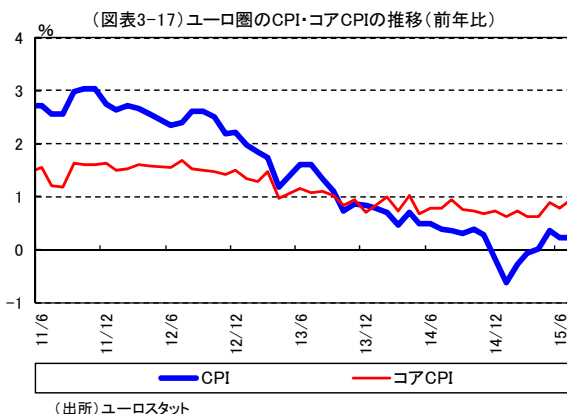
は前年比+0.3%と、エネルギー価格の持ち直しなどを受けて半年ぶりのプラスとなったが、6月は同+0.2%と、再び伸びが鈍化した(図表3-17)。エネルギーや食品などを除いたコアCPIも2012年半ばごろから同+1.0%前後での推移が続いており、基調的な物価上昇圧力も弱い。原油価格が再び弱含むなか、インフレ圧力は引き続き弱いものととどまる可能性が高く、ECBは当初の予定どおり、2016年9月までは量的緩和策を継続すると予想する。

(6) 英国経済は緩やかな回復が続くと予想

英国の4-6月期実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.7%と、10四半期連続のプラス成長となり、1-3月期の同+0.4%からプラス幅が拡大した(図表3-18)。産業別では、製造業(同+0.1%→同▲0.3%)が9四半期ぶりのマイナスとなった一方、サービス業(同+0.4%→同+0.7%)はプラス幅が拡大し、全体を押し上げた。今後については、銀行の貸出態度が厳格化しつつあることで、企業の設備投資意欲が後退するとみられ、固定投資の回復は力強さを欠く展開が続くとみる。ただ、個人消費の改善傾向が続くと見込まれることから、英国経済は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

個人消費は、改善傾向で推移している。6月の実質小売売上高は前年比+4.0%と、2013年央以降、前年比プラスの推移が続いている。背景には、良好な雇用環境がある。雇用者数の増加ペースは足元で鈍化の兆しが出ているが、企業の雇用見通しは改善傾向が続いている。求人数も2012年以降、増加傾向にあり、雇用環境の改善傾向は今後も続くと見込まれる。労働需給の引き締まりを受け、所得環境も改善している。4-6月の週平均賃金は同+2.4%と、2014年後半以降、前年比プラスが続いている(図表3-19)。業種別では、サービス業を中心に賃金が改善し、全体を押し上げた。

一方、住宅価格は、昨年半ば以降、上昇ペースが鈍化している(図表3-20)。背景には、住宅ローン貸出基準の厳格化などがある。ただ、在庫に対する販売の比率を見ると、昨年後半はいったん低下したものの、今年の春先以降は再び上昇傾向



で推移している。物件の供給不足が価格を下支えすると見込まれるほか、政府による住宅購入支援策の効果も期待されることから、住宅価格は均せば緩やかな上昇傾向が続くとみられる。雇用・所得環境の改善や、住宅価格上昇による資産効果などを背景に、個人消費は今後も回復傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩やかな回復にとどまっている。鉱工業生産を見ると、6月は前年比+1.5%と、前月の同+1.9%から伸び幅が縮小した。産業別では、鉱業が、原油価格の持ち直しなどを背景に、同+6.3%と、2ヵ月連続でプラス幅が拡大したものの、製造業が同+0.5%と、前月からプラス幅が縮小した。製造業の減速は、個人消費の緩やかな回復が続く一方、輸出回復の遅れや、ギリシャ情勢への懸念による企業景況感の悪化などが下押し圧力になったとみられる。加えて、銀行の貸出態度も徐々に厳格化が進んでいる。英国中央銀行（BOE）の調査では、2012年10-12月期以降、3ヵ月前と比べて企業向けの貸出態度を「緩くした」と回答した比率が「厳しくした」と回答した比率を上回った状態が続いているが、2014年に入ってから徐々にその差が縮小している。製造業の低迷が続いていることや、企業の借入環境が悪化していることなどを受け、固定投資の回復は今後も力強さを欠く展開が続くとみる。

一方、輸出は、ポンド高などが足かせとなって、回復が遅れている。主要輸出先である米国向け輸出が、国内景気の回復に伴って堅調に推移しているほか、欧州委員会が発表する輸出受注の先行きDIも、4-6月期は3四半期ぶりに上昇しており、輸出は持ち直しへ向かう兆しが出ている。ただ、価格競争力の改善が遅れていることなどが引き続き回復の妨げになると見込まれることから、持ち直しペースは今後も鈍いものにとどまるとみている。

8月の金融政策委員会では、政策金利（0.05%）、資産買い取り枠（3,750億ポンド）がともにすえ置かれた。委員会は、国内経済の緩やかな回復が続いているほか、賃金などの国内コストが著しく伸びていることなどから（図表3-19）、向こう2年間でインフレ率が目標水準（2%）に向かって持ち直すとの見解を示している。今後については、原油の一段安やポンド高が引き続きインフレ率の下押し圧力になることで、物価は上がりにくい展開が続くと見込まれるものの、英国景気は緩やかな回復が続くとみており、利上げの実施は2016年春ごろと予想する。

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は、減速傾向で推移している。政府は、経済の質や効率を重視し、無理に成長率を引き上げず、安定成長と構造改革の両立をめざす方針を示している。今後も、不動産投資を抑制しつつ、製造業の過剰設備を解消し、消費主導の経済構造への転換を進めていくことが見込まれる。ただ、輸出が減速傾向を強めているほか、消費の回復ペースも緩慢で、景気の下押し圧力が強まっている。政府は、引き続き、財政・金融政策で景気を下支えしていくとみるものの、2015年の実質GDP成長率は、政府目標の前年比+7%前後を下回ると予想する。

(1) 中国景気は減速傾向

中国の2015年4-6月期の実質GDP成長率は、前年比+7.0%と、1-3月期と同じ伸びになった(図表4-1)。前期比では+1.7%と、1-3月期の+1.4%からやや加速しており、景気の悪化に歯止めがかかった形となった。ただ、不動産向けを中心とする投資の低迷に加え、輸出の減速傾向が続いていること、消費の回復ペースも鈍いままとなっていることから、景気の停滞感は強い。

中国政府は、経済の「新常态(ニューノーマル)」のもと、不動産投資を抑制しつつ、製造業の過剰設備を解消し、消費主導の経済構造への転換を進めている。3月の全国人民代表大会では、2015年の成長目標を前年比+7%前後と、2014年の実績である同+7.4%から引き下げ、景気減速を容認する姿勢を示している。ただ、内外需の低迷で、足元では景気の下振れ圧力が強まっている。今後も、財政・金融政策などで景気を下支えすると見込まれるものの、2015年の成長率は、政府目標をやや下回る同+6.8%程度まで減速するとみている(図表4-2)。

(2) 企業マインドは低迷

企業マインドの回復ペースは鈍い。国家統計局が発表している製造業PMI(購買担当者景気指数)は、7月が50.0、前月差▲0.2ポイントと、製造業活動の拡大と縮小の境目を表す50割れこそ回避したものの、6ヵ月ぶりのマイナスとなり、企業景況感が悪化傾向にある様子が示された(図表4-3)。PMIを構成する5項目中、4項目(生産、新規受注、原材料在庫、雇用)で低下しており、なかでも、新規受注(49.9、同▲0.2ポイント)や、生産(52.4、同▲0.5ポイント)の悪化が目立つ。

企業規模別では、大型企業が50.6、同▲0.2ポイント、小型企業では46.9、同▲0.6ポイントと、

(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)

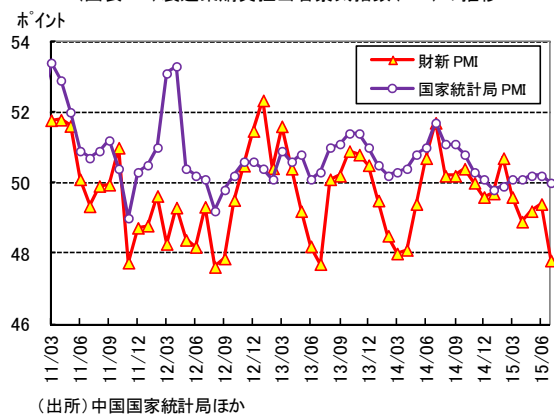


(図表4-2) 中国実質GDP成長率予測(前年比)

(単位: %)

	13年	14年	15年 (予測)	16年 (予測)
実質GDP成長率	7.7	7.4	6.8	6.6

(図表4-3) 製造業購買担当者景気指数(PMI)の推移



小型企業では、50を大きく下っている。国家統計局のPMIは、調査対象が国有企業中心であるが、相対的に中小規模の民間企業が多いとされる「財新」の製造業PMIを見ても、47.8、同▲1.6ポイントと、前月から大きく落ち込んでおり、中小企業では、より厳しい経営環境が続いている様子が示されている。

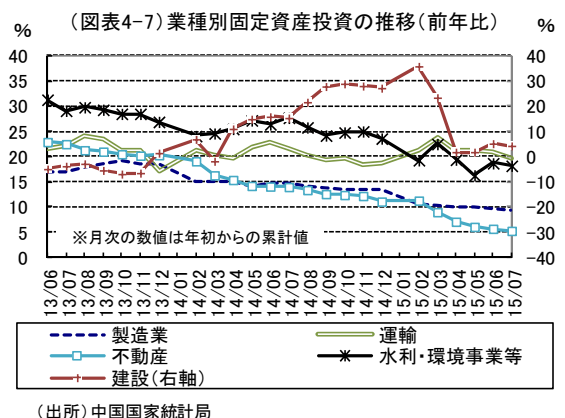
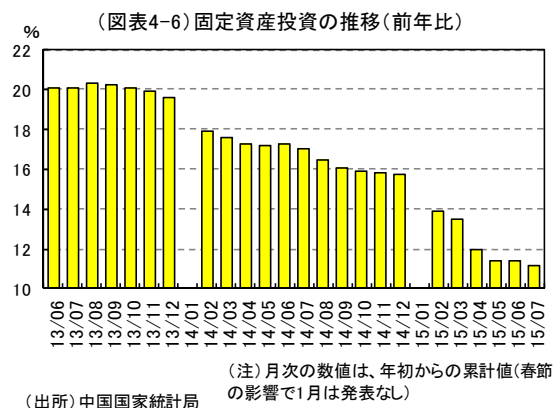
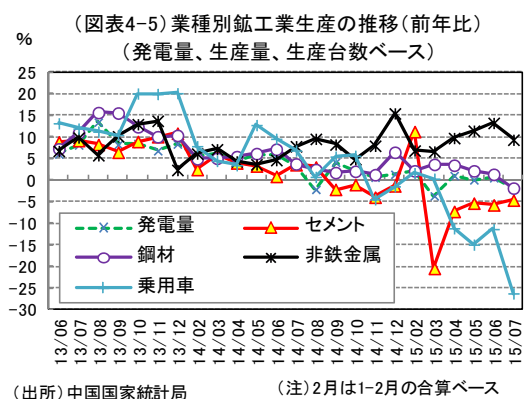
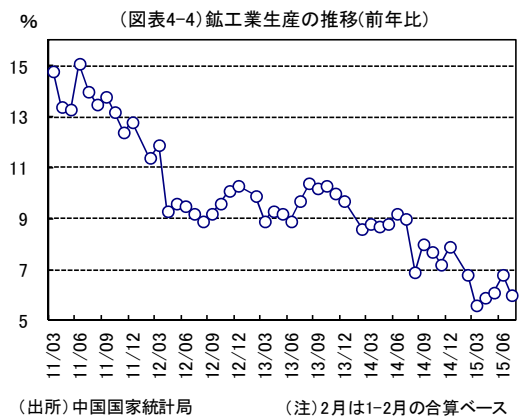
実際の経済の動きを示すハードデータを見ても、持ち直しの動きは鈍い。鉱工業生産は7月が前年比+6.0%と、4ヵ月ぶりに伸びが鈍化し、2014年通年の同+8.3%を大きく下回った(図表4-4)。主要品目を見ると、セメント生産量は前年比マイナス傾向が続いているほか、乗用車生産台数のマイナス幅が拡大、発電量や鋼材生産量もマイナスに転じるなど、多くの品目で悪化している(図表4-5)。

固定資産投資は、年明け以降、減速傾向を強め、2015年1-7月は同+11.2%と、2014年通年の同+15.7%から伸びが大きく鈍化した(同統計は年初からの累計値で発表)(図表4-6)。業種別では、水利・環境や運輸などのインフラ関連分野では、底堅さがみられるものの、不動産では一桁台の伸びにとどまっており、投資全体の下押し圧力となっている(図表4-7)。

今後についても、鉄鋼、セメント、アルミ、石炭化学製品など、過剰生産能力を抱えている業種を中心に、ストック調整圧力が強まっていることから、生産の回復ペースは鈍いとみる。固定資産投資も、生産の不振や、不動産の在庫負担などが足かせとなって、企業は新規投資を慎重に進めるとみられ、均せば、伸びの鈍化傾向が続くとみる。2015年の生産は、前年比+6%前後で推移するとみられるほか、固定資産投資も同+10%付近まで悪化すると予想する。

(3) 輸出は減速傾向

輸出は、昨秋以降、減速傾向で推移している。四半期ベースでは、2014年10-12月期以降、鈍化傾向となり、4-6月期は前年比▲2.2%と、5四半期ぶりのマイナスとなった。単月ベースでも7月は同▲8.3%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなり、減速傾向を強めている(図表4-8, 4-9)。地域別に見ると、主要相手先の米国は、7月が同▲1.3%と、5ヵ月ぶりの減少となったものの、小幅マイナスにとどまっており、底堅く推移



している。一方、景気回復ペースが緩慢な EU 向けは、同▲12.3%の大幅マイナスとなるなど、減速傾向を強めている。このほかの地域も、香港が同▲14.9%、日本が同▲13.0%、台湾が同▲11.5%、韓国が同▲7.4%となるなど、低迷が続いている。

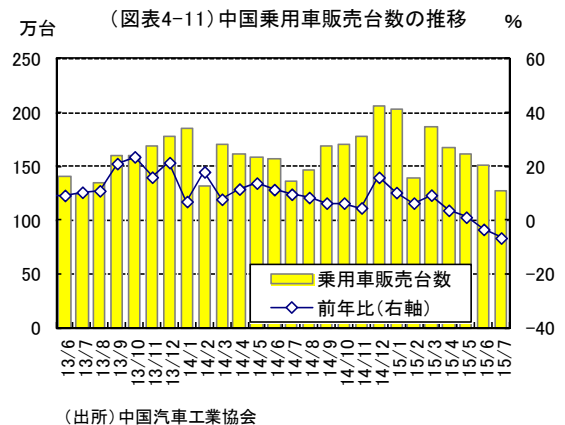
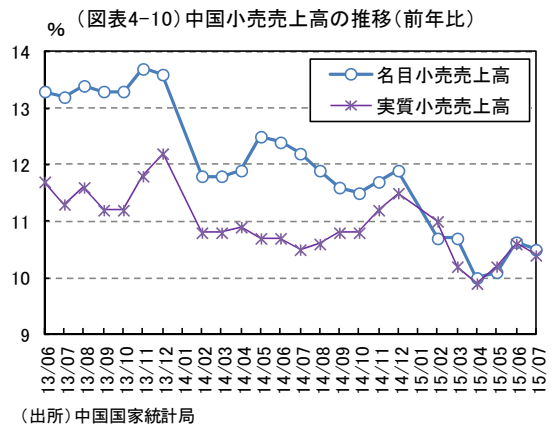
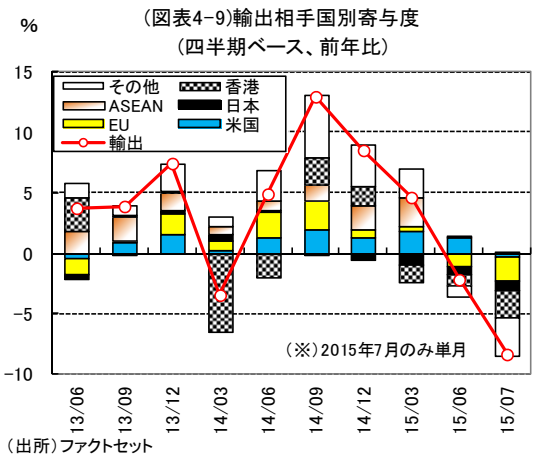
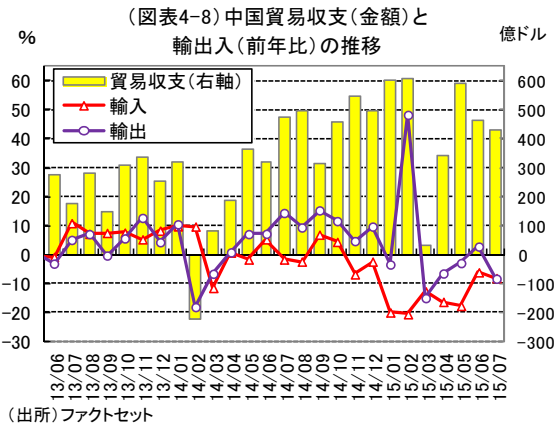
製造業 PMI の構成項目以外である新規輸出受注指数を見ると、7 月は 47.9、前月差▲0.3 ポイントと 2 ヶ月連続の低下となり、先行き輸出の低迷が続く可能性が示された。こうしたなか、人民銀行は 8 月 11 日から 3 日連続で、人民元の基準値の実質的な切り下げを行った。

今後の輸出について、人民元の切り下げ幅が累計で約 5%にとどまったことなどから、価格競争力の回復は限られるとみる。一方、人件費などのコスト上昇に伴い、製造業の生産拠点として、中国の魅力の低下が続いているほか、主要輸出先のひとつである欧州景気回復ペースが緩慢なことなどから、今後の輸出は一進一退の推移が続くと予想する。

(4) 個人消費の回復ペースは緩慢

名目ベースの小売売上高は、7 月が前年比+10.5%と、3 ヶ月ぶりに伸び幅が鈍化した。実質ベースでも同+10.4%と、3 ヶ月ぶりにプラス幅が縮小し、個人消費の回復ペースが緩慢である様子が示された(図表 4-10)。売上高 500 万元以上の企業に限定した集計値で、主要品目別の動きを見ると、「綱紀肅正」の方針(ぜいたく禁止令)の影響が残る金・宝石等(同+14.2%)は、前年同月(同▲11.7%)が大幅マイナスだった反動などから、高めの伸びとなったものの、売上高に占めるウェイトが最も大きい自動車(同+2.5%)は、2 ヶ月連続で伸びが鈍化したほか、電気機器(同+8.0%)、家具(同+16.0%)などでもプラス幅が縮小した。

中国汽車工業協会発表の乗用車販売台数を見ると、年明け以降、均せば減速傾向が続いており、7 月は前年比▲6.6%と、2 ヶ月連続のマイナスとなった(図表 4-11)。景気減速の影響を強く受けているとみられるほか、北京や上海などの沿岸部では、渋滞や深刻な大気汚染問題の影響で、新車購入制限などの規制も下押し圧力となっている。今後についても、在庫過剰感が強まっていることもあって、新車販売



は低迷が続くと予想する。

今後の個人消費は、ぜいたく禁止令の影響も引き続き残るとみられることや、6月中旬以降の株価急落も消費者マインドを冷え込ませるとみており、回復感の乏しい動きが続くと予想する。

(5) 住宅価格は持ち直しの兆し

主要 70 都市の新築住宅価格（単純平均）の推移を見ると、7月は前月比+0.2%と、3ヵ月連続のプラスとなったほか、前年比ベースでも▲4.4%と、3ヵ月連続でマイナス幅が縮小するなど、住宅価格には持ち直しの兆しがでてきている（図表 4-12）。前月から価格が上昇した都市数も7月は31都市と、昨年9月の0都市から拡大した（図表 4-13）。ただ、上昇に向かっている都市は、深圳、上海、北京などの大都市が中心となっている。一方、地方の都市では、依然として供給過剰感が強いことで、下落傾向が続いており、住宅市場は2極化の様相を呈している。

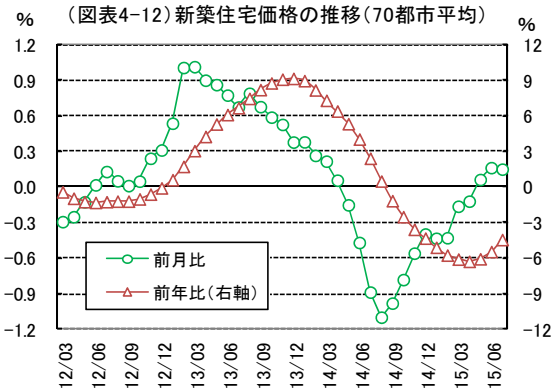
中国では、多くの地方政府の歳入が、依然として、土地使用権の売却など不動産関連収入に依存しているとみられることから、不動産価格の調整が続くことは、地方財政の悪化につながる可能性が高い。こうした状況を受け、人民銀行が、昨年9月や3月に、住宅購入制限を緩和したことなどから、住宅価格は、底打ちしつつある。ただ、景気が減速傾向を強めるなか、今後も、地方都市を中心に在庫調整圧力が残るとみられるほか、不動産開発会社の資金調達環境は、厳しい状況が続いていることもあって、住宅価格の持ち直しペースは鈍いとみている。

(6) デフインフレ圧力が続く

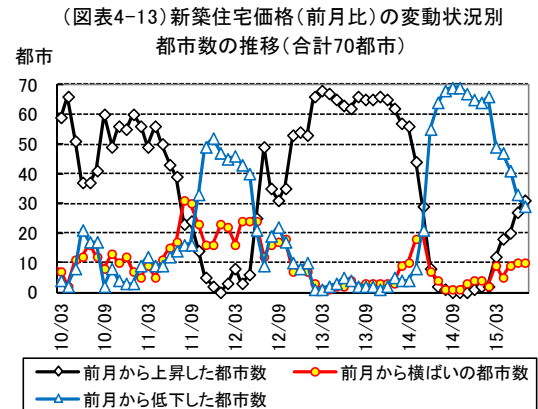
消費者物価指数（以下、CPI）は、2013年10月を直近のピークとして、均せば伸びの鈍化が続いている（図表 4-14）。7月は前年比+1.6%と、2ヵ月連続で伸びが拡大したものの、政府目標の+3.0%を大きく下回った。

CPI の内訳を見ると、国民の関心の高い食品価格が、7月は同+2.7%と、6月の同+1.9%から伸びが大きく拡大し、3ヵ月ぶりの2%台となった。主要品目の豚肉（同+7.0%→同+16.7%）の伸びが大きく拡大したことが、食品価格を押し上げた。一方、非食品価格は同+1.1%と、昨秋以降、前年比+1%前後での推移が続いている。今後の CPI は、原油価格が軟調に推移していることで、エネルギー関連が押し下げ方向に寄与するとみられるほか、需要面からの物価上昇圧力も弱いことから、前年比+1%台を中心とする推移が続く可能性が高い。

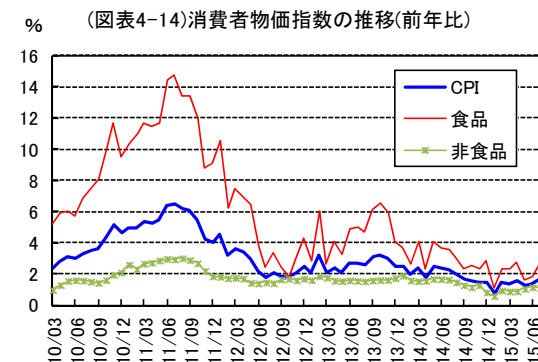
人民銀行は、1年物貸出基準金利を昨年11月に6.00%から5.60%へ引き下げて以降、合計4回



(出所) 中国国家统计局



(出所) 中国国家统计局



(出所) 中国国家统计局

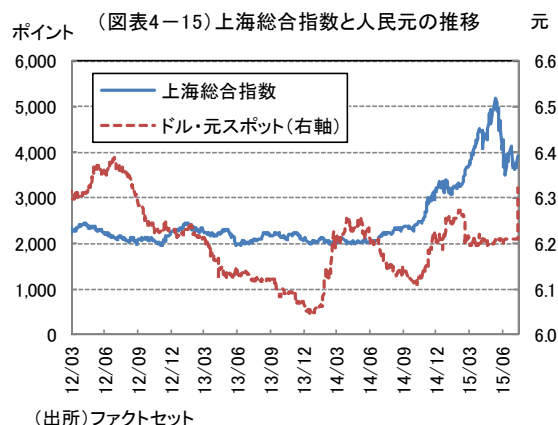
の利下げを実施し、6月27日には4.85%まで引き下げた。預金準備率についても対象行を絞って、昨年4,6月、今年2,4,6月と、合計5回の引き下げを実施したほか、大手行でも、本年2月と4月に合計1.5%の引き下げを行い、18.5%とした。インフレ率の低下で実質金利が高まるなか、資金調達コストの引き下げや、流動性供給を行うことで、貸出を促した形となっている。

中国では、地方政府による起債や借入を原則禁止としていたことから、地方政府の傘下に融資プラットフォーム（以下、LGFV）と呼ばれる投資会社を設立し、主としてシャドーバンキング経由で、インフラ投資や不動産開発の資金調達を行ってきた経緯がある。この結果として、地方政府の債務が膨み、返済が滞るリスクが高まったことから、中央政府は、LGFVが抱える債務のうち地方政府が責任を負う範囲を明確化したうえで、借入主体を地方政府本体のみとし、5月には借り換えを目的とした地方債の発行を解禁した。これまでの金融緩和は、利払い費の圧縮などを通じた地方政府の財務負担軽減を図ることや、流動性を供給することで、地方債の円滑な消化に向けた環境整備といった面もあるとみている。

（7）財政・金融政策で景気を下支え

政府・当局が積極的な金融緩和を続ける一方、シャドーバンキングについては、抑制姿勢を続けたことが、株式市場に投資資金が向かった一因となった。上海総合指数は、昨秋以降、景気が減速するなかでも上昇傾向が続き、6月12日に10月末の2倍以上となる5,166ポイントを付けた（図表4-15）。その後は、信用取引規制強化などを嫌気して急落し、7月8日に3,507ポイントとなったものの、政府・当局の株価対策が下支えとなって、7月下旬以降、落ち着きをみせている。こうした中国株の乱高下は、もともと個人投資家層が中心で、投機的色彩が強かったことが影響しているとみられ、中国経済に与える直接的な影響は限られるとみる。ただ、株の下落に伴う消費者マインドの冷え込みや、株式市場を通じた企業の資金調達の停滞などが、次第に景気の下押し圧力として働いてくると予想する。

中国政府は、新常态のもと、構造改革に取り組む姿勢を示しているものの、目玉となる国有企業改革は進捗が遅れており、資本効率の改善が進まない状況が続いている。昨年11月のAPEC首脳会議では、中長期的な成長に向けて、中国から欧州までを陸と海で結ぶシルクロード構想を打ち出したほか、5月には、製造業の高付加価値化を目指して、行動計画「中国製造2025」を発表した。ただ、こうした構想や政策の実現は順調に進んでも、その効果を享受できるまでには時間がかかる。一方、足元の景気は下振れ圧力が強まっていることから、財政・金融政策で下支えしていく可能性が高い。財政政策では、鉄道、道路などのインフラ関連分野を中心に、より積極的な投資を行っていくとみられるほか、金融政策では、年内に再度、貸出基準金利および預金準備率の引き下げを行なうと予想する。人民元の切り下げについては、政府・当局による政策を総動員して景気を下支えする姿勢の表れである。ただ、累計で約5%の切り下げにとどまったほか、人民銀行が、市場実勢との乖離の是正は終了したとし、これ以上の基準値の大幅な引き下げを否定したことなどから、現状では輸出支援策としては不十分とみている。今後の誘導方針が注目されるなか、急速な元安進行が資本流出を招く懸念もあることから、年内に数%程度の元安誘導にとどめると予想する。



5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

〈要 約〉

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

韓国、台湾、シンガポールは、輸出の伸び悩みが足かせとなり、停滞気味の推移を予想する。ASEANについても、タイでは輸出の低迷に加え、消費も緩慢な回復にとどまっており、景気回復ペースは鈍いとみる。資源国のインドネシアやマレーシアでは、原油安による交易条件の悪化が、景気の下押し圧力となろう。一方、フィリピンは、在外労働者からの送金が高水準で推移しているほか、2016年の大統領選を控え、政府支出の拡大も予想されることから、景気は底堅い推移が続くとみる。インドについても、利下げの効果もあって、安定成長が続くと予想する。

金融政策は、インフレ圧力が低下していることで、韓国、タイでは利下げが実施されるとみる。一方、フィリピンの再利上げは年末以降となろう。インドネシアでは、FRB（米連邦準備制度理事会）の利上げにあわせ、利上げが実施されるとみる。台湾、マレーシア、インドでは、政策金利がすえ置かれると予想する。

豪州景気は、民間固定投資の減速が続くとみられることから、回復ペースは鈍化すると予想する。

(図表5-1) その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測

	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)
韓国	3.0%	3.3%	2.5%	2.8%
台湾	2.1%	3.7%	2.4%	2.9%
シンガポール	4.4%	2.9%	2.3%	2.8%
フィリピン	7.2%	6.0%	6.0%	6.1%
インドネシア	5.6%	5.0%	4.9%	5.2%
タイ	2.9%	0.9%	3.0%	3.5%
マレーシア	4.7%	6.0%	4.6%	4.7%
香港	2.9%	2.3%	2.3%	2.4%
インド	6.9%	7.3%	7.7%	8.0%
豪州	2.4%	2.7%	2.6%	2.9%

(注)インドは年度ベース(4月～翌3月)

(1) アジア NIEs 諸国は輸出が下押し圧力に

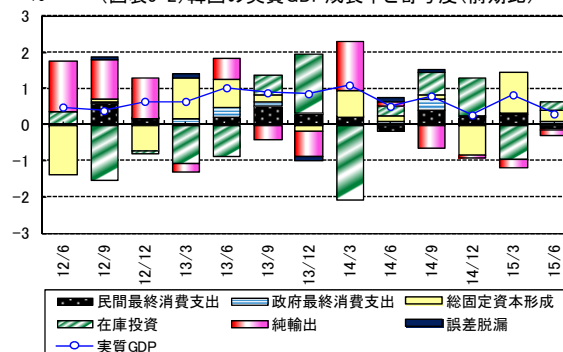
〈韓国〉

韓国の2015年4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.3%と、1-3月期の同+0.8%から、伸びが鈍化した(図表5-2)。輸出が低調に推移したほか、中東呼吸器症候群(MERS)の感染拡大で、民間最終消費が4四半期ぶりのマイナスとなったことなどが、全体を押し下げた。今後については、MERSによる混乱が収束に向かっていることから、個人消費は持ち直すとみる。ただ、輸出は、中国景気が減速傾向で推移しているほか、中国向け以外では、主力の電子機器関連で中国製品との競争が激しくなっていることもあって伸び悩むとみており、韓国経済は停滞気味の推移が続くと予想する。消費者物価指数(以下CPI)は、7月が前年比+0.7%と、中銀のインフレ目標の下限である同+2.5%を下回り続けている(図表5-3)。政策金利は6月の政策決定会合で1.75%から1.50%に引き下げられた後、7,8月はすえ置かれた(図表5-4)。景気が低迷するなか、低インフレが続いていることから、年内に追加利下げに踏み切るとみている。

〈台湾〉

台湾の4-6月期の実質GDP成長率は前年比+0.6%と、1-3月期の同+3.4%から伸びが鈍化した(図表5-5)。個人消費は底堅く推移したものの、主力である電子部品の輸出が不振で、減速を余儀

(図表5-2) 韓国の実質GDP成長率と寄与度(前期比)



(出所)韓国銀行

なくされた（図表5-6）。今後は、原油安に伴う家計の実質購買力の改善を背景に、個人消費は回復傾向で推移するとみる。ただ、輸出は、中国景気の減速や、スマートフォン需要の一巡などから、低調な推移が続くとみられ、台湾景気は鈍化傾向で推移すると予想する。CPIは、原油価格の下落を背景に、1月以降、前年比マイナスが続いている。ただ、マイナスの需給ギャップが解消したとみられ、需給面からの下押し圧力が和らいでいると見込まれることなどから、政策金利は、今後もすえ置かれると予想する。

<シンガポール>

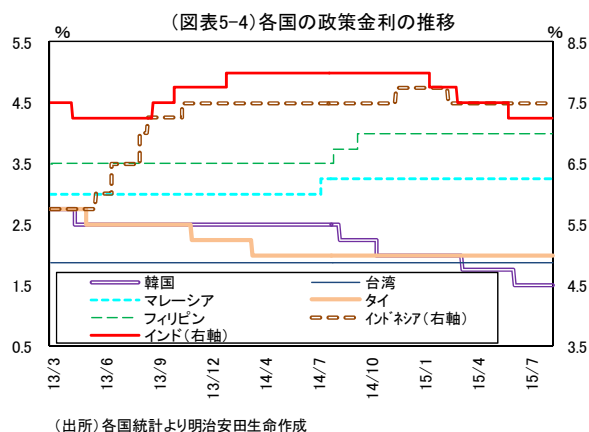
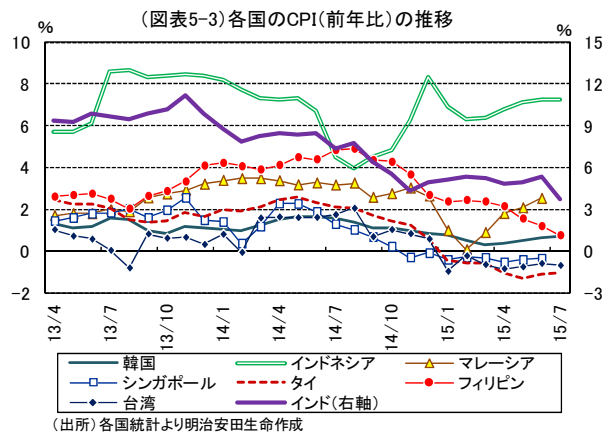
シンガポールの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+1.8%と、前期の同+2.8%から伸び幅が縮小した（図表5-7）。車両所有権の価格低下などを背景に、自動車販売が堅調だったことで、個人消費は底堅く推移した。一方、輸出の低迷が全体を押し下げている。個人消費は今後も、労働需給の引き締めりを受けた所得環境の改善を背景に、底堅く推移するとみる。ただ、中国景気の減速などから、輸出の低迷が続くとみられ、景気は停滞気味の推移が続くとみている。6月のCPIは前年比▲0.3%と、8ヵ月連続でマイナスとなった。景気の停滞が続いていることから、10月の政策決定会合では、為替レートの政策バンドの傾斜を緩やかにする形で、金融緩和を実施すると予想する。

（2）中国景気の鈍化がASEAN諸国の打撃に

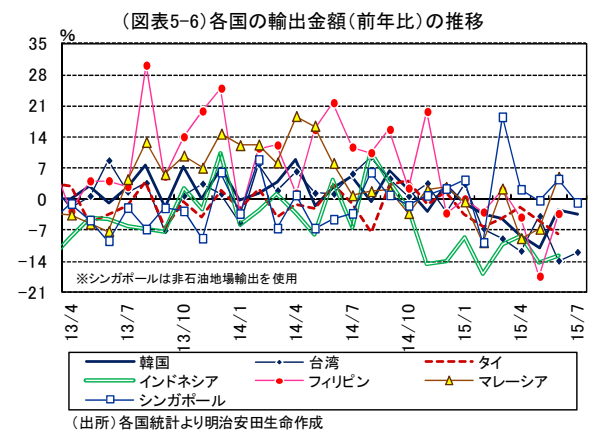
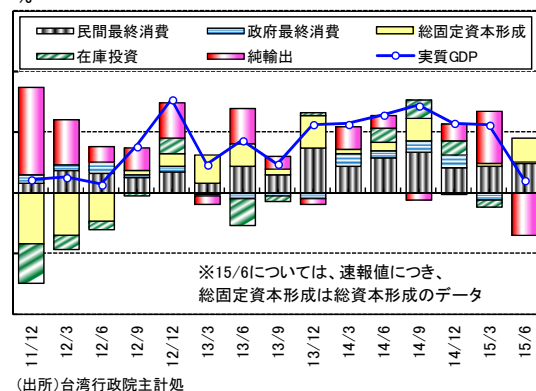
<インドネシア>

インドネシアの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+4.7%と、前期と同じ伸びとなった。内訳では、輸入の減少幅が輸出の減少幅を上回ったことから、純輸出のプラス寄与が拡大した一方、総固定資本形成の伸び幅が縮小したことが全体を押し下げた。今後については、主要輸出品目である資源価格の下落に伴う交易条件の悪化に加え、ルピア安の影響による物価の上昇が個人消費の足かせになるとみられることから、景気の低迷が続くと予想する。

中銀は、3月以降、5会合連続で金利をすえ置いている。今後については、財政・経常収支の赤字体質が残るなか、FRBの利上げ観測が高まることで、再



(図表5-5) 台湾の実質GDP成長率と寄与度(前年比)



び通貨安圧力にさらされるとみられ、政策金利の引き上げを余儀なくされる可能性が高い。

<タイ>

タイの4-6月期実質GDP成長率は前年比+2.8%と、前期の同+3.0%から伸び幅が縮小した。内訳では、公共投資が前年比+24.7%と、2四半期連続の2桁増となったものの、個人消費、設備投資、輸出が軒並み減速しており、民需・外需とも基調は弱い。今後については、インフラ整備計画に基づく公共投資が引き続き景気の下支えとなるものの、輸出環境の悪化に加え、家計債務の増加が消費の下押し圧力となることを見込まれるため、景気回復ペースは鈍いとみる。中銀は、3,4月の金融政策委員会で、政策金利を2会合連続で引き下げた。6月の声明文では、「利用可能な政策を適切に活用する準備がある」としており、年内に追加利下げが実施されると予想する。

<マレーシア>

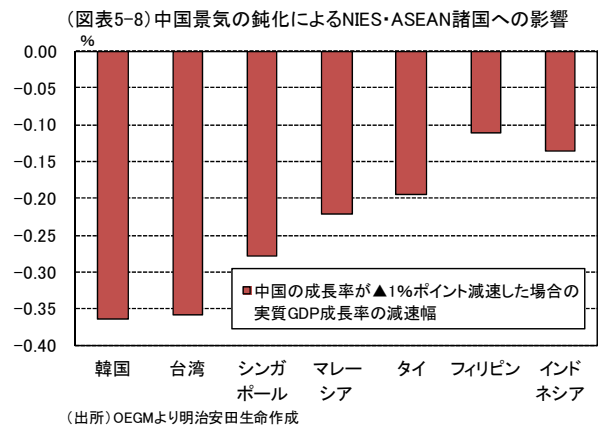
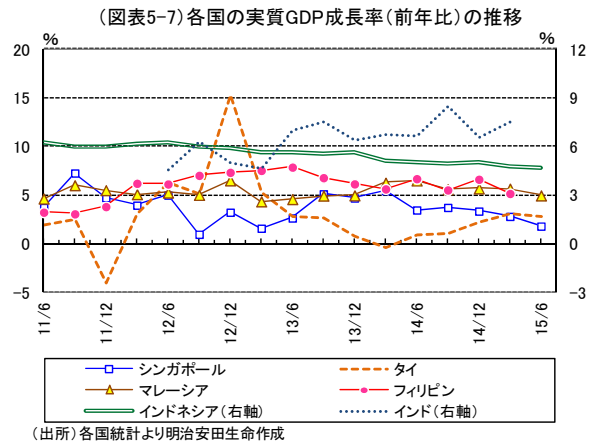
マレーシアの4-6月期実質GDP成長率は前年比+4.9%と、前期の同+5.6%から鈍化した。内訳では、4月の税制改定前の駆け込み需要の反動などから、個人消費の伸び幅が縮小したほか、輸出のマイナス幅が拡大し、全体を押し下げている。今後については、駆け込み需要で押し上げられた反動のほか、輸出依存度が高いなか、中国景気の減速の影響を受けやすい構造にあることから、成長率の鈍化は避けがたいとみる。経済モデルによる試算では、中国の実質GDP成長率が▲1%ポイント鈍化した場合、同国の成長率は▲0.2%ポイント程度押し下げられると計算される（図表5-8）。中銀は、7月の会合で政策金利を3.25%にすえ置いた。声明文では、現行の政策スタンスは十分に緩和的としており、中銀は今後も様子見姿勢を続けると予想する。

<フィリピン>

フィリピンの1-3月期実質GDP成長率は前年比+5.2%と、前期の同+6.6%からプラス幅が縮小した。個人消費や総固定資本形成の伸び幅は拡大したものの、輸出の減速が全体を押し下げた。ただ、政府によるインフラ投資や外資企業誘致策もあり、生産拠点としての注目が高まっていることから、今後は製造業を中心に輸出や設備投資が増加傾向で推移するとみる。加えて、在外労働者からの送金が高水準で推移しているほか、大統領選を控え、政府支出の拡大も予想されることから、景気は堅調な推移が続く可能性が高い。中銀は、昨年7,9月の利上げの後、政策金利をすえ置いている。今後も、原油安に伴いCPIは伸び悩むとみられ、次回の利上げは年末以降と予想する。

<インド>

インドの1-3月期実質GDP成長率は前年比+7.5%と、前期の同+6.6%から加速した。今後についても、原油安効果の浸透のほか、これまでの3回の計75bpの利下げによる効果もあり、景気は回復傾向で推移すると予想する。6月のCPIは同+5.4%と、5月の同+5.0%から伸び幅が拡大した。ただ、モンスーンシーズンに当たる6月から7月末までの降雨量は、ほぼ例年並みであり、物価高騰懸念は後退している。中銀は、8月の声明文でインフレ目標の達成に対するリスクは概して均衡していると述べた。これまでの利下げの効果を見極める意図もあり、政策金利はすえ置かれると予想する。



(3) 豪州経済の回復ペースは鈍化

豪州経済は緩やかな回復傾向で推移している。1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.9%と、2四半期連続でプラス幅が拡大した(図表5-9)。需要項目別では、個人消費のプラス幅が縮小したほか、民間固定投資のマイナス幅が拡大したものの、住宅投資や輸出の伸びが全体を押し上げた。今後については、住宅投資が底堅く推移するとみられるほか、個人消費も、均せば緩やかな回復が続くとみる。一方、民間固定投資は低迷が続くとみられるほか、輸出も減速に向かうことで、豪州経済の回復ペースは鈍化すると予想する。

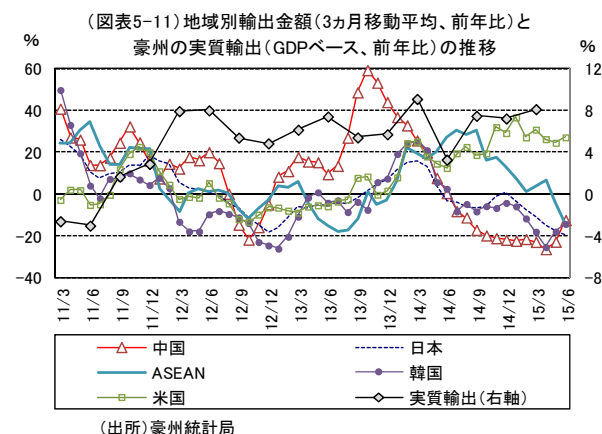
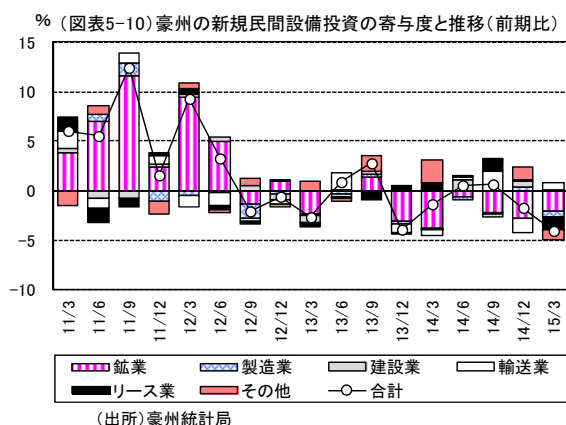
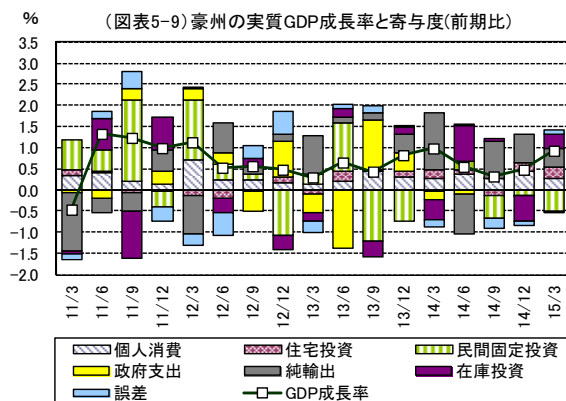
1-3月期の個人消費は同+0.5%と、前期の同+0.8%から減速した。資源関連企業の業績悪化で雇用・所得環境の回復が遅れていることが大きい。ただ、外国人観光客が増加傾向で推移していることで、宿泊・外食サービス業の業況が改善していることなどから、雇用環境は回復に向かいつつあるとみられる。名目賃金については、引き続き力強い回復が期待できないものの、原油安に伴う実質購買力の改善に加え、中銀の低金利政策や、政府の育児補助金給付などの支援策も下支えとなって、個人消費は緩やかな回復傾向で推移するとみている。

1-3月期の住宅投資は同+4.2%と、前期の同+3.1%からプラス幅が拡大した。移民の流入を背景に、住宅需要の拡大傾向が続いているのに加え、緩やかな金融環境も下支えとなるため、住宅投資は底堅く推移するとみている。

1-3月期の新規民間設備投資は同▲4.4%と、2四半期連続のマイナスとなった(図表5-10)。業種別に見ると、原油安を受けて輸送業がプラスに転じたものの、全体の約5割を占める鉱業の減速が全体を押し下げた。今後も、中国を中心とする資源需要の伸び悩みが続いていることもあって、投資意欲の回復が遅れるとみられ、民間固定投資は減速傾向が続くとみる。

1-3月期の輸出は同+5.0%と、3四半期連続のプラスとなり、前期の同+1.6%から伸び幅が拡大した。豪ドル安傾向が続いたことなどが輸出を下支えしたとみられる。今後については、中国景気が減速傾向を強めていることで、資源需要の伸び悩みが続くとみられることなどから、輸出の回復ペースは、鈍化傾向で推移すると予想する(図表5-11)。

豪州準備銀行(RBA)は、8月の金融政策決定会合で政策金利を2.00%にすえ置いた。4-6月期のCPIは前年比+1.5%と、4四半期ぶりに伸び幅が拡大したものの、RBAの目標レンジ(同+2.0%~同+3.0%)を下回った。インフレ圧力が弱いなか、今後の景気回復ペースも緩慢なものにとどまるとみられることから、年内に0.25%の追加利下げを決定すると予想する。



6. 商品相場見通し

(1) 原油価格は下値を模索する展開が続くと予想

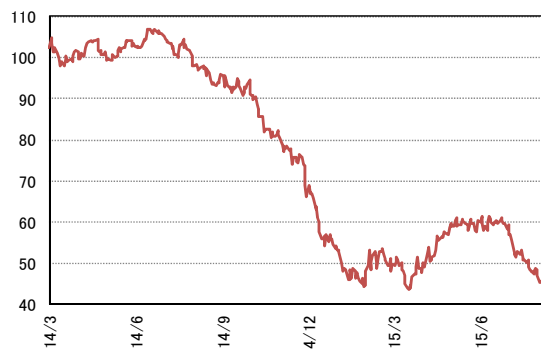
WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、5月以降、60ドル近辺で均せば横ばいの推移が続いたものの、7月に入ると急落し、足元では40ドル前半で推移している（図表6-1）。米国で油田の掘削に用いられるリグの稼働数が増加したほか、イランの原油輸出拡大による供給過剰観測や、主要消費国である中国景気の減速などが押し下げにつながったとみられる。

米国の石油リグ稼働数を見ると、昨年10月以降減少し、6月末時点でピーク時の4割を割り込んだものの、7月は5週中4週で増加しており、米国シェールオイルの生産縮小ペースが鈍化しつつある可能性が示されている（図表6-2）。ただ、現在、シェールオイルの採算コストが1バレル当たり40～70ドルとみられるなか、足元では原油価格の調整で、採算割れとなるケースも増えつつあるとみており、今後のリグ稼働数は、再び縮小に向かうと予想する。

一方、米国の原油在庫の推移を見ると、依然として高水準であるが、4月以降は、低下傾向で推移している（図表6-3）。今後も米国景気の回復に支えられる形で、原油在庫は減少傾向が続くとみる。ただ、ドライビングシーズンが終了に近づくにつれ、ガソリン需要が弱まるとみられるほか、9月以降、製油所が秋季メンテナンス作業に入ることで、原油需給が緩むと見込まれることなどから、原油在庫の減少ペースも緩慢なものにとどまるとみる。

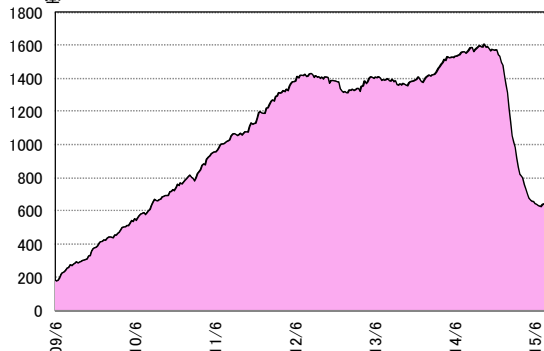
OPEC（石油輸出国機構）は、6月5日の定例総会で日量3,000万バレルの生産目標をすえ置いた。サウジアラビアなどの主要産油国は、減産で原油価格の引き上げを図るよりも、原油安を容認することで、シェールオイル関連企業を採算割れに追い込み、市場から撤退させ、シェアの維持・拡大を図る戦略を続けるものとみられる。7月のOPEC生産量は日量3,151万バレルと生産目標を上回る推移が続いており、今後も原油価格の下押し圧力になるとみる。また、サウジアラビアに次ぐ生産能力を持つイランが、米英露など6カ国との核協議で最終合意に達したことで、イランの原油輸出への制裁が解除される見込みである。EIA（米エネルギー情報局）は、イラン産原油が市場に出れば原油価格が5～15ドル下落する可能性を示しており、原油価格はこうした情報をすでに織り込みはじめているとみられる。制裁解除は早くても12月以降になるとみるが、実際に輸出の拡大が近づけば、原油価格はさらに押し下げられるとみる。

ドル/バレル (図表6-1) WTI原油価格の推移



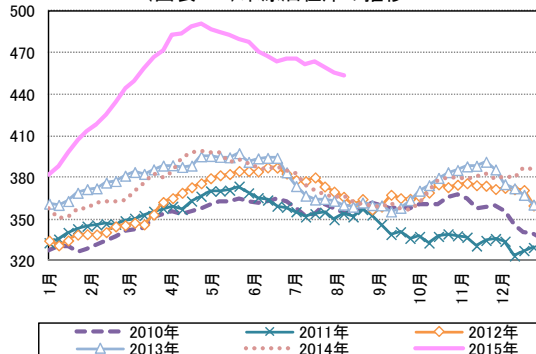
(出所)ファクトセット

(図表6-2)米石油リグの稼働数



(出所) Baker Hughes

百万バレル (図表6-3) 米原油在庫の推移



(出所) 米エネルギー情報局(EIA)

今後の原油相場は、供給過剰の長期化観測が強まっていることに加え、引き続き中国景気の減速やイランの追加供給観測などが下押し圧力となって、下値を模索する展開が続くとみる。ただ、原油安が一段と進めば、シェールオイルの生産縮小が見込まれることで、下押し圧力が緩和するとみており、2016年春先までのWTI原油価格は、30～55ドルを中心に推移すると予想する。

(2) その他商品は低調に推移すると予想

その他の商品のうち、主要商品の値動き（7月末日時点）を見ると、過去3ヵ月では、銅（▲18.1%）や金（▲7.4%）が下落した一方、小麦（+6.9%）やトウモロコシ（+2.3%）は上昇した（図表6-4）。

まず、銅価格を見ると、ギリシャ情勢の先行き不透明感や中国景気の低迷などを背景に、5月中旬以降大きく下落した。LME（ロンドン金属取引所）在庫が高水準で推移するなか、最大消費国である中国の景気減速が続くとみられることから、引き続き、需給の悪化が見込まれる。銅の生産コストの約2割を占める原油価格が下落したことも減産が進まない要因になるとみられ、銅価格は今後も低調な推移が続くと予想する。

金価格を見ると、為替のドル高傾向や、主要消費国である中国の景気減速が低下圧力となって、春先以降、均せば下落基調での推移が続いたものの、8月11日の中国の人民元切り下げを受け、安全資産としての需要がいっそう高まり、足元では上昇している。ただ、中国景気が減速傾向を強めていることで、引き続き需要が低迷すると予想されることや、米国の利上げ観測が価格の低下圧力になるとみられることから、今後も金価格は軟調に推移するとみる。

小麦価格は、主要生産国である米国での6月後半の集中豪雨の影響で、供給不足懸念が高まったことにより、急騰したものの、7月以降は、天候回復を受け下落基調となった。米農務省（USDA）の調査では、世界の小麦生産量が、昨年続く豊作の見通しを示していることなどから（図表6-5）、小麦価格は今後も軟調な推移が続くとみる。大豆価格も、米国の悪天候を受け、6月後半にやや上昇する場面があったが、7月以降は軟調に推移している。主要消費国である中国では、景気減速が続いていることなどから、需要が低迷するとみており、大豆価格は今後も低調に推移すると予想する。トウモロコシ価格も、米国での集中豪雨による生育への悪影響が懸念され、6月後半に上昇したものの、USDAが今秋の在庫が1988年以来の高水準に達する見通しを示したことで、足元では下落している。世界第二位の生産国である中国では、作付けに適した天候が続いていることもあって、生産の拡大が見込まれることなどから、トウモロコシ価格は今後も軟調に推移すると予想する。

今後の商品市況について、中国の景気減速などを背景に、銅と金は均せば下落基調で推移すると予想する。穀物は、米国の悪天候による価格押し上げ効果はく落する形で、軟調な推移が続くとみるが、欧米景気の回復などが需要の拡大につながるとみられ、低下ペースは徐々に緩和すると予想する。

(図表6-4)主要商品の価格変動率 %

	1ヵ月間	3ヵ月間	1年間
原油	▲ 20.8	▲ 21.0	▲ 52.0
天然ガス	▲ 4.1	▲ 1.3	▲ 29.3
アルミニウム	▲ 4.2	▲ 15.6	▲ 18.5
ニッケル	▲ 7.8	▲ 20.9	▲ 40.5
銅	▲ 9.6	▲ 18.1	▲ 26.8
綿花	▲ 5.4	▲ 5.4	2.1
金	▲ 6.5	▲ 7.4	▲ 14.6
銀	▲ 5.4	▲ 8.7	▲ 27.8
小麦	▲ 18.8	6.9	▲ 5.8
大豆	▲ 7.1	0.2	▲ 19.9
トウモロコシ	▲ 10.4	2.3	3.9

(出所)ファクトセット

※2015年7月末日時点

(図表6-5)世界の穀物需要 百万トン

		2013/2014	2014/2015 見込み	2015/2016 予想
小麦	生産量	715.1	725.3	726.6
	消費量	698.8	708.9	714.7
	期末在庫量	193.4	209.7	221.5
	在庫率(%)	27.7	29.6	31.0
	米国在庫率(%)	22.4	24.0	25.4
大豆	生産量	283.3	319.4	320.1
	消費量	275.3	296.9	309.9
	期末在庫量	62.7	80.6	86.9
	在庫率(%)	22.8	27.1	28.0
	米国在庫率(%)	16.2	19.1	19.9
トウモロコシ	生産量	990.8	1006.2	985.6
	消費量	953.0	983.8	987.9
	期末在庫量	175.0	197.4	195.1
	在庫率(%)	18.4	20.1	19.7
	米国在庫率(%)	16.1	17.7	17.6

(出所)USDA(米農務省)より明治安田生命作成

※2015年8月時点の予測

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。