



明治安田生命

経済ウォッチ

2015年5月 第4週号

(原則、毎月第2週、4週発行) 2015年度 vol.4

<フォーカス> 2015-2016 年度経済見通し特集号

当社では、2015年1-3月期 GDP 速報値の発表を踏まえ、「2015-2016 年度経済見通し」を作成、5月25日(月)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 (カッコ内は2月時点の予測値)

実質GDP成長率: 2015年度 1.5%(1.7%) 2016年度1.6%(1.5%)

名目GDP成長率: 2015年度 4.4%(2.3%) 2016年度2.6%(2.2%)

2. 要 点

- ①日本経済は、昨年後半以降の原油安に伴う交易条件の改善を背景に、回復傾向で推移している。2015年度の景気は、個人消費や輸出の回復が続くことで、底堅く推移するとみる。2016年度も、回復基調は途切れないとみられ、通年の成長率は1%を上回る伸びが続くと予想する。
- ②個人消費は、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ものの、実質購買力の改善等を背景に、回復基調が続くと予想する。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、緩やかな回復にとどまると予想する。公共投資は、引き続き人手不足などの供給制約が足かせとなり、減速傾向で推移するとみる。輸出は、米国向けが下支えとなって、緩やかな回復傾向が続くと予想する。
- ③米国景気は、寒波や港湾ストの影響が一巡することで、底堅く推移すると予想する。欧州景気はドイツがけん引役となって、緩やかな回復傾向が続くとみる。中国景気は、生産や投資の低迷により、当面、減速傾向が続くとみている。

(Shana wrote)

目 次

<フォーカス>2015-2016 年度経済見通し特集号.....	1	景気判断のかく乱要因となる非市場取引.....	17
▪ 経済情勢概況.....	2	▪ 主要経済指標レビュー.....	20
▪ 2015-2016 年経済見通し (要約版).....	3	▪ 日米欧マーケットの動向.....	25
▪ 日銀は景気判断を上方修正.....	11		

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、原油安に伴う交易条件の改善を背景に回復傾向で推移している。今後についても、個人消費や輸出の回復が続くことで、底堅い推移が続くと予想する。

個人消費は、名目賃金に力強い伸びが期待できないものの、これまでの原油安に伴う家計の実質購買力の改善などから、今後も回復基調が続くとみている。

住宅投資は、緩やかな持ち直し傾向で推移している。ただ、需要先食いの影響がしばらく残るとみていることから、今後も回復ペースは鈍いと予想する停滞気味の推移を見込む。

設備投資は、更新・合理化投資が下支えとなるものの、生産能力増強型の投資の低迷を背景に輸出企業の国内回帰の動きが限定的とみられることで、今後も緩やかな伸びにとどまるとみる。公共投資は、人手不足などの供給制約が足かせとなって、減速傾向で推移すると予想する。

輸出は、持ち直しに向かっている。今後は、景気が底堅い堅調に推移している米国向けが下支えとなって、緩やかな回復傾向が続くと予想する。生産は、在庫調整が遅れる進みつつあるなか、均せば緩やかな回復ペースは緩やか傾向で推移するとみている。

消費者物価は、伸びの鈍化傾向が続いている。年度後半までには、物価の戻りの鈍さが明らかになるとみられ、日銀が物価目標とするの達成時期について、これまでの「2015年度を中心とする期間」から「2016年度前半頃に2%程度」の達成は難しいとみているへと先送りした。もともと、年度後半には、物価の戻りの鈍さ背景に、日銀は追加金融緩和に踏み切ると予想する。

米国

米経済は、緩やかな回復が続いている。雇用者数の増加傾向が続いていることや、家計のバランスシート正常化などを背景に、今後も景気の回復基調が続くと予想する。

個人消費は、実質所得の改善などから、緩やかな回復傾向が続くと予想する。

住宅市場は、低金利環境が続いていることなどから、持ち直し傾向で推移するとみる。

設備投資は、低金利環境や交易条件の改善に支えられ、回復に向かう傾向が続くとみるが、エネルギー関連業種の業況が低調に推移するとみられ企業の期待成長率の低下などを背景に、力強い回復には至らないと予想する。輸出は、ドル高が抑制要因となる世界景気に減速懸念が残ることから、回復ペースは緩慢緩やかなものとどまるとみる。

FRBは、労働市場でさらに改善が見られ、中期的にインフレが2%に戻ると合理的に確信した時、FFレートの誘導目標を引き上げる方針を示している。今後も景気の回復基調が続くとみられ、利上げに踏み切るのは2015年後半と予想する。

欧州

ユーロ圏経済は回復傾向が続いている。内需については、けん引役のドイツ景気に支えられる形で、今後も個人消費の回復傾向が続くとみられるのに加え、輸出の改善傾向が継続するとみられることから、ユーロ圏景気は緩やかな回復が続くと予想する。

個人消費は、今後もドイツやスペインの雇用環境の回復が見込まれるほか、消費者ローンの持ち直し傾向も続くことなどから、回復傾向が続くとみる。

固定投資は、企業景況感に改善の兆しが出てきたことや、銀行貸出態度の緩和傾向が続いていること改善などから、今後は持ち直しに向かう回復が続くとみている。ただ、地政学リスクへの懸念から、景況感の改善ペースは鈍く、固定投資の回復は緩慢なものにとどまると予想する。

ECBは1月に資産買い入れ策の対象を国債などにも広げると発表したが、TLTRO(貸出に的を絞った資金供給オペ)の適用金利を引き下げたほか、3月には国債買い入れによる量的緩和策も開始した。今後については、政策効果を見極めるため、ECBは当面様子見姿勢をとるとみる。

2015—2016年度経済見通し（要約版）

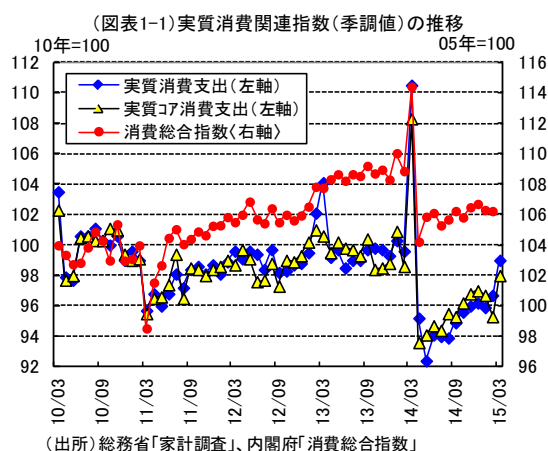
1. 日本経済見通し

交易条件の改善で、景気の回復基調が続く

2015年1—3月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%（年率換算：+2.4%）と、2四半期連続のプラスとなった。ただ、在庫の寄与度が+0.5%と大きく、国内最終需要は力強さを欠く結果となった。足元の日本経済は、昨年後半以降の原油安に伴う交易条件の改善を背景に、回復傾向で推移している。今後も、個人消費や輸出の回復が続くことで、2015年度の景気は底堅く推移するとみる。2016年度も回復基調が途切れないとみられ、通年の成長率は1%を上回る伸びが続くと予想する。

個人消費は回復傾向が続く

昨秋以降の個人消費は、緩やかながらも持ち直し傾向で推移しているものの、基調としては依然として弱めの動きが続いている（図表1-1）。家計調査で品目別の実質消費支出を見ると、3月の水準も消費増税直後の昨年5月から約7%上回った程度にとどまった。なかでも、教育、教養娯楽、諸雑費などの回復ペースが鈍く、実質賃金の低下傾向が続くなか、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。

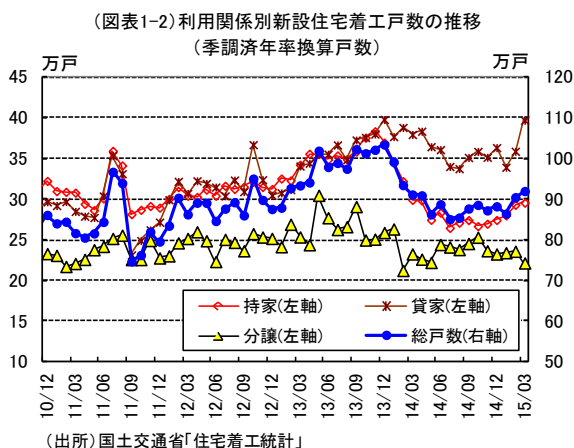


今後の個人消費の鍵となる賃金については、連合の第5回集計結果によると、賃上げ率が2.28%と、昨年同時期の2.11%を上回った。ただ、企業業績の回復度合いにはバラツキがあるほか、日本の潜在成長率が低下傾向にあるなか、企業が強気の中長期計画を立案できる余地は乏しいことから、固定費の増大につながるベアには慎重に対応するケースが多くなるとみられる。

今後の個人消費については、昨夏以降の原油安に伴う家計の実質購買力の改善を受け、回復基調が続くとみる。これまでの株高も、消費者マインドの改善傾向を通じて個人消費の回復を下支えしよう。ただ、月例賃金については力強い回復が期待できないほか、厚生年金保険料の段階的な引き上げなど、さまざまな家計負担が拡大傾向にあることなどから、個人消費の回復ペースは緩やかなものとなる。2016年度に関しては、2017年4月の消費増税を控え、年度末にかけて、再び駆け込み需要が出てくるとみる。ただ、2013年度の需要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。

住宅投資の回復ペースは鈍い

新築住宅着工戸数（季調値）は、昨年7月以降、均せば持ち直し傾向で推移している（図表1-2）。今後については、低金利環境が引き続き下支えとなるとみられるほか、住宅エコポイントや住宅ローン減税の拡充・延長などの各種政策措置が購入意欲につな



がとみられるものの、需要先食いの影響が残るとみられることから、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみられ、2015年度の住宅着工は2014年度をやや上回る89万戸程度に落ち着こう。2016年度については、年度半ばにかけて、2017年4月に予定されている消費増税前の駆け込み需要的な動きが生じるとみられるものの、次回の増税幅は2%と、前回の3%を下回るほか、主な一次取得者層といわれる30歳代の人口がピークアウトしていることもあって、着工件数は90万戸程度にとどまるとみる。

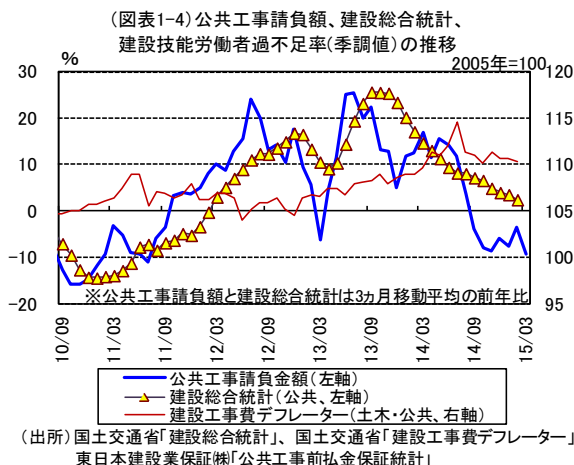
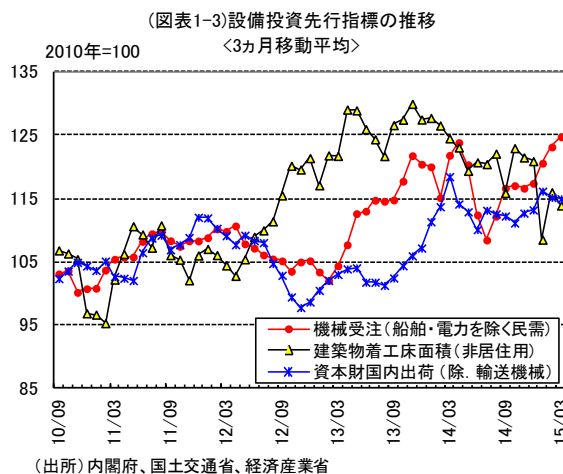
設備投資は緩やかな回復にとどまる

設備投資の先行指標のうち、昨秋以降、機械受注（船舶・電力除く民需）は、持ち直し傾向にある（図表1-3）。一方、同じく先行指標である資本財国内出荷（除く輸送機械）は、春先以降、弱めの推移となっているほか、建築物着工床面積（非居住用）も、均せば鈍化傾向が続いており、当面の設備投資が一進一退の推移となる可能性を示唆している。

3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▲5.0%と、出だしは慎重な計画となっている。一方、実績ベースを見ると、企業が強気な計画を立ててきたなかでも、GDPベースの実質設備投資は2014年度通年で前年比▲0.5%と、弱めの推移が続いている。背景には、国内の中長期的な低成長予想が定着していることなどから、企業は新規設備投資を海外優先としていることや、国内では更新維持投資中心で、投資計画の実行を急がない傾向にあることなどがある。更新維持投資については、製造業の平均設備年齢が拡大するなか、需要は蓄積しているとみられ、政府による促進策もあり、今後も設備投資を下支えするとみる。ただ、更新維持投資だけでは、全体を押し上げるには力不足とみられ、製造業の設備投資は伸び悩む可能性が高い。非製造業でも、景気回復ペースが緩慢ななか、2015年度の計画自体も慎重な内容であることから、前年並みにとどまるとみる。2015、2016年度の設備投資全体では、緩やかな回復にとどまると予想する。

公共投資は減速傾向

公共投資は昨春以降、持ち直し傾向となったものの、年明け以降、減速基調で推移している。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ヵ月移動平均）を見ると、2014年9月以降、7ヵ月連続でマイナスとなっており、当面の公共工事が伸び悩む可能性を示唆している（図表1-4）。背景には、2014年度予算の執行が一巡しつつあるとみられるほか、人手不足が続いていることが大きい。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、不足率が縮小してきたものの、3月は6職種計で1.3%と、依然として不足状態が続いている。こうしたなか、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、人手不足による供給制約は今後も続く可能性が高い。加えて、2015年度当初の予算規模が、前年度から横ばいとなったこともあ

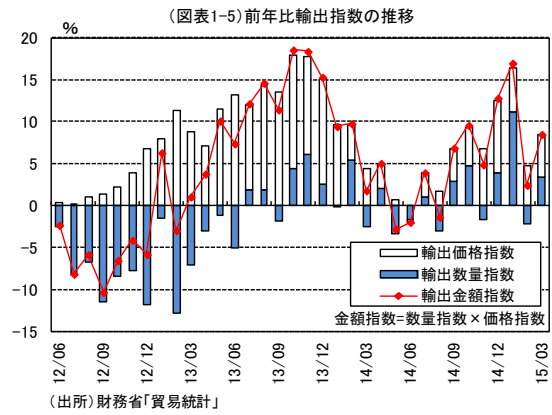


り、2015, 2016年度の公共投資は、減速傾向が続くと予想する。

輸出は緩やかな回復が続く

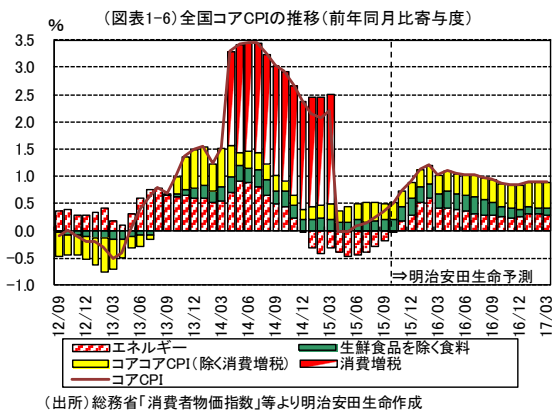
貿易統計によると、3月の輸出数量指数は前年比+3.3%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった(図表1-5)。2014年度通年で輸出数量の伸びは同+1.3%と、小幅のプラスにとどまったものの、年度後半だけで見れば、輸出数量がプラスとなる月が増えている。

2012年末のアベノミクスの始動後、大幅な円安ドル高が進んだにもかかわらず、輸出が伸び悩んできた大きな背景の一つに、米国向け輸出が伸び悩んできたことがある。ただ、米国景気は底堅く推移しており、今後の輸出を下支えするとみる。加えて、電気機器分野でも、大手企業のリストラが一巡し、競争力が改善へ向かっていることも輸出を下支えしよう。ただ、現地生産比率の上昇傾向が続いているほか、円安による輸出数量の押し上げ効果は、年後半以降は減衰へ向かうとみられることから、輸出の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



コアCPIは前年比マイナス圏に近づく

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、5月以降は伸び幅が縮小傾向で推移し、3月には同+0.2%となった。コアCPIの伸び鈍化は、原油価格の下落の影響が大きい。



当社では、2015年1-3月期の需給ギャップは▲2.2%程度と試算しており、需給面からの物価を押し上げ圧力は依然として弱く、今後の需給ギャップの改善によるCPIの押し上げに効果の顕在化は2016年以降となるとみる。家計の期待インフレ率についても、前年比+1%を小幅上回る程度と推計される。今後のコアCPIは、夏場以降、原油安による押し下げが一巡する一方、次第に円安による押し上げ効果が優勢となることで、上昇傾向となるとみるが、戻りのペースは鈍いとみられ、通年の上昇率は、2015年度が前年比+0.4%程度、2016年度が同+1.0%程度にとどまると予想する(図表1-6)。

(担当: 謝名、山口、安藤)

(図表1-7) 日本のGDP成長率予測表(ことわり書きのない箇所は前期比)

	2014年度			2015年度				2016年度				
	2014年度	予測		予測				予測				
		2014年度	2015年度	2016年度	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
実質GDP	▲1.0%	1.5%	1.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.4%	0.7%
前期比年率	▲1.0%	1.5%	1.6%	2.4%	2.1%	1.4%	1.2%	2.1%	1.1%	1.8%	1.5%	2.9%
民間最終消費支出	▲3.1%	1.6%	2.0%	0.4%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	1.0%
民間住宅投資	▲11.6%	0.4%	0.6%	1.8%	1.2%	0.1%	▲0.3%	▲0.3%	0.3%	0.5%	0.6%	0.1%
民間設備投資	▲0.5%	1.7%	2.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	0.4%	0.3%	0.7%	0.8%
政府最終消費支出	0.5%	0.6%	0.6%	0.1%	0.2%	0.0%	0.3%	▲0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%
公的固定資本形成	2.0%	▲0.6%	▲0.6%	▲1.4%	0.8%	▲0.8%	▲0.4%	0.1%	▲0.2%	▲0.3%	0.2%	0.1%
財貨・サービスの輸出	8.0%	7.0%	4.5%	2.4%	1.3%	1.1%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%
財貨・サービスの輸入	3.7%	5.5%	5.3%	2.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.4%	1.1%	1.1%	1.0%	3.7%
名目GDP	1.4%	4.4%	2.6%	1.9%	1.8%	0.3%	0.8%	1.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%
GDPデフレーター(前年比)	2.5%	2.7%	1.0%	3.4%	2.8%	3.0%	2.9%	2.1%	1.2%	1.3%	1.0%	0.5%

2. 米国経済見通し

1-3月期は低調な結果

1-3月期の米実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+0.2%と、10-12月期の同+2.2%から伸び幅が縮小した（図表2-1）。ただ、寒波などの悪影響の緩和に伴い、4-6月期は持ち直すと予想する。雇用環境の改善が続いているほか、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、年央以降も景気回復傾向が続くとみる。

個人消費と住宅投資は緩やかな回復が続くとみる

個人消費は、雇用環境の改善などを背景に、回復傾向が続いている。4月の雇用統計では、非農

業部門雇用者数の増加幅が+22.3万人と、2ヵ月ぶりに20万人の大台を上回った。冬場の寒波による悪影響はすでに和らいでおり、雇用者数の拡大が今後も個人消費を下支えするとみられる。ガソリン価格がすでに大きく下落しており、実質所得が改善していることや、家計のバランスシートの正常化が進んでいることも、今後の個人消費を後押しするとみている。ただ、雇用者数の回復をけん引しているのは、小売や娯楽・宿泊などの賃金が低めの業種である。賃金の回復には力強さが欠けることから、個人消費の回復ペースは緩やかなものととどまると予想する。

一方、住宅投資は、緩慢な回復が続いている。ただ、低金利環境が続くなか、冬場の悪天候による影響が緩和に向かうことや、銀行の住宅ローン貸出態度も改善傾向で推移していることなどから、今後の住宅投資は改善傾向で推移するとみている。

設備投資と輸出は持ち直しに向かうも力強さに欠けると予想

設備投資は、足元で弱含んでいるが、資金調達環境や交易条件の改善などを背景に、回復に向かうと予想する。ただ、エネルギー関連業種の業況が低調に推移するとみられ、力強い回復には至らないとみている。

輸出は、中国などの新興国の景気減速や、西海岸の港湾ストによる悪影響などを背景に、低調な推移が続いている。今後は、港湾ストによる悪影響が緩和するとみられるほか、主要輸出先であるメキシコやユーロ圏向けの輸出を中心に回復傾向が続くとみる。ただ、ドル高が抑制要因として残ることから、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

利上げペースはゆっくりとしたものになると予想

3月17-18日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、声明文のうち、利上げを「辛抱強く待つことができる」との一文が削除された。加えて、「労働市場のさらなる改善」と「中期的にインフレが2%の到達点に戻ると合理的に確信」が利上げの条件として示され、利上げへの地ならしが進められている。

一方、FRB（米連邦準備制度理事会）が注視しているとされるコアPCEデフレーターを見ると、足元では前年比+1%前半の伸びにとどまっている。賃金インフレは抑制されているほか、輸入物価によるディスインフレ圧力が残ることなどから、コアインフレ率は今後も緩やかな伸びにとどまるとみている。米景気は今後も回復傾向が続くとみられ、FRBは年後半に利上げを決定するとみるが、その後の利上げのペースはゆっくりとしたものになると予想する。（担当：信本）

（図表2-1）米国の実質GDP予測値（前期比年率）

	暦年ベース			2014年	2015年			2016年				
	2014	2015	2016	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
	(%)											
実質GDP	2.4	2.4	2.3	2.2	0.2	2.5	2.4	2.5	2.1	2.3	2.2	2.4
個人消費	2.5	2.9	2.6	4.4	1.9	2.9	2.8	2.8	2.5	2.3	2.4	2.4
住宅投資	1.6	3.5	5.4	3.8	1.3	4.3	2.9	4.3	6.7	7.0	5.6	4.8
設備投資	6.3	2.8	4.2	4.7	-3.4	4.0	4.6	4.9	4.0	3.9	3.6	4.0
民間在庫(寄与度)	0.1	0.3	-0.2	-0.1	0.7	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	-0.0
純輸出(寄与度)	-0.2	-0.4	-0.0	-1.0	-1.3	0.2	0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
政府支出	-0.2	0.1	0.2	-1.9	-0.8	0.2	0.1	0.0	0.0	0.4	0.5	0.5

→ 予測

3. 欧州経済見通し

ユーロ圏景気は緩やかな回復傾向が続くと予想

ユーロ圏景気は回復傾向が続いている。1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.4%と、10-12月期の同+0.3%からプラス幅が拡大した（図表3-1）。当面は、ギリシャ情勢の緊迫化などが景気への下押し圧力になるとみられるものの、ドイツを中心に個人消費の改善傾向が続くと見込まれるのに加えて、主要輸出先である米国や英国の景気回復などを背景に、輸出が回復傾向で推移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。

（図表3-1）ユーロ圏の実質GDP予測値(前期比) (%)

(前期比)	2014年	2015年	2016年	2014年				2015年				2016年			
				10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12			
ユーロ圏実質GDP	0.9	1.3	1.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3		
家計消費	1.0	1.7	1.5	0.4	0.5	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5	0.3			
政府消費	0.7	0.8	0.8	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2			
固定投資	1.0	0.8	1.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	0.4	0.4	0.1			
輸出	3.7	3.9	4.1	0.8	0.7	0.8	1.1	1.1	0.9	1.1	0.8	1.1			
輸入	3.8	4.1	4.0	0.4	1.1	1.0	0.9	1.1	0.8	1.0	1.1	0.9			
在庫投資(寄与度)	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.1	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0			
純輸出(寄与度)	0.1	0.1	0.2	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.1			

ECBは当面様子見姿勢をとるとみる

個人消費は、雇用環境の改善や、これまでの原油安による実質購買力の向上などを背景に、回復基調で推移している。ドイツやスペインを中心に雇用環境の回復が続くとみられるほか、銀行貸出態度の緩和を背景に、家計の資金繰りも改善傾向にあることなどから、個人消費は今後も回復傾向で推移するとみている。

固定投資は、建設関連で持ち直しの動きが見られる一方、機械装置などの設備投資が伸び悩み、停滞気味の推移が続いている。ただ、設備稼働率が緩やかに持ち直しているのに加えて、企業景況感の改善や銀行貸出態度の緩和も下支えとなるとみられることから、固定投資は今後、緩やかながら上向くと予想する。

ECB（欧州中央銀行）が3月9日に開始した国債買い入れによる量的緩和策は、これまでのところ順調に進んでいる。ECBの目標どおり、毎月合計600億ユーロのペースで資産の買い入れが行なわれ、銀行貸出態度の緩和やユーロ圏安といった効果も現れている。ECBは量的緩和策の政策効果を見極めるため、中銀預金金利の引き下げなどは行なわず、当面様子見姿勢をとるとみている。

英国経済は緩やかな回復が続くと予想

英国の1-3月期実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.3%と、9四半期連続のプラス成長となったものの、10-12期から伸び幅が縮小した。個人消費は、底堅く推移している。ただ、雇用環境の改善が引き続き見込まれる一方で、住宅価格上昇に伴う資産効果は徐々に弱まるとみられ、今後の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。固定投資は、減速傾向で推移している。設備稼働率が改善しているほか、生産も、個人消費の緩やかな回復などを背景に、均せば改善傾向が続いている。ただ、欧米の対ロシア経済制裁などによる先行き不透明感もあって、企業の設備投資見直しには慎重姿勢がみられることなどから、固定投資の持ち直しペースは今後も緩慢なものにとどまるとみている。輸出は、米国向けが足元で堅調に推移している一方、単位労働コストの高止まりを背景に、価格競争力の改善が遅れていることなどから、今後の回復ペースは鈍いものにとどまるとみる。5月の金融政策委員会では、政策金利（5.0%）、資産買い取り枠（3,750億ポンド）がともにすえ置かれた。インフレ率は引き続き低調な推移が続くとみており、利上げは2016年まで見送られると予想する。（担当：尾家、玉置）

4. 中国経済見通し

中国景気は減速傾向

中国の2015年1-3月期の実質GDP成長率は、前年比+7.0%と、10-12月期の同+7.3%から伸びが鈍化した(図表4-1)。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。ただ、景気の下押し圧力が強まっていることから、財政・金融政策で下支えしつつ、2015年の政府目標である「前年比+7.0%前後」の成長率に収れんするよう、景気のかじ取りを行なっていくとみている。2015年の実質GDP成長率は同+6.9%、2016年は同+6.7%と予想する(図表4-2)。

生産・投資は減速、消費も回復ペースが鈍い

企業マインドの回復ペースは鈍い。国家統計局発表の4月の製造業PMI(購買担当者景気指数)は50.1と、製造業活動の拡大と縮小の境目を表す50を辛うじて上回ったものの、前月から横ばいにとどまった。実際の経済の動きを示すハードデータを見ても、厳しい状況が続いている。4月の生産は前年比+5.9%と、2014年通年の同+8.3%を大きく下回る水準となった。固定資産投資も2015年1-4月(累計)は同+12.0%と、2014年通年の同+15.7%からプラス幅が大きく縮小した。鉄鋼、セメント、アルミ、石炭化学製品、太陽光パネルなど、過剰生産能力を抱えている業種ではストック調整圧力が強まっているほか、不動産開発投資も、住宅価格の下落が続いていることなどから、今後も生産や投資は、減速傾向が続くとみている。

名目小売売上高は、4月が同+10.0%と、年明け以降、伸びの鈍化が続いている。今後の個人消費は、足元の雇用環境に悪化の兆しがみられるなか、習近平政権による「綱紀粛正」の方針(ぜいたく禁止令)の影響が引き続き残るとみられ、回復感の乏しい動きが続くと予想する。

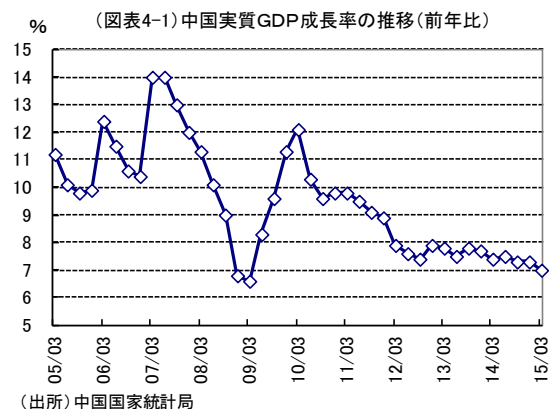
輸出は4月が同▲6.4%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。今後については、米国向けが下支えするとみるものの、中国では人件費などのコストの上昇に伴い、製造業の生産拠点としての魅力が低下していることなどから、輸出の低迷が続くと予想する。

住宅価格の下落ペースは鈍化

70都市平均の新築住宅価格の推移を見ると、4月は前月比▲0.1%と、3ヵ月連続でマイナス幅が縮小した。地方都市を中心に依然として供給過剰感が強く、今後も在庫調整圧力が続く可能性は高い。夏場ごろには底打ちするとみるものの、その後の上昇ペースは鈍いものにとどまると予想する。

ディスインフレ圧力が続く

4月の消費者物価指数は前年比+1.5%と、政府目標の+3%を大きく下回った。2013年10月をピークとして、均せば伸びの鈍化が続いている。人民銀行は昨年11月以降、3回の利下げを行なったほか、大手行の預金準備率も2月と4月に引き下げ、18.5%とした。ただ、内需が自律的な回復力を欠くとみられるなか、今後も引き続き、財政・金融政策で景気を下支えしていくとみている。財政政策では、インフラ関連分野に絞って投資をしていくとみられるほか、金融政策では、年内に再度、貸出基準金利や預金準備率の引き下げを行なうと予想する。(担当:謝名)



(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	6.9	6.7

5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

アジア新興国経済は内外需とも持ち直し傾向へ

アジア新興国景気は、底堅い米国景気などを背景に、外需が持ち直し傾向となっているほか、原油安も一部の国を除いて追い風となり、多くの国で緩やかな回復が続いている。

韓国の2015年1-3月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.8%と、2四半期ぶりに伸び幅が拡大した。今後については、企業収益が悪化傾向にあるなか、雇用・所得環境の低迷が続いており、個人消費は緩やかな回復にとどまるとみる。輸出も電子製品を中心とした競争力の低下が続くとみられるほか、企業が海外への

生産移転を進めていることから、伸び悩むものとみられ、韓国経済は停滞気味の推移が続くと予想する。台湾の1-3月期実質GDP成長率は前年比+3.5%と、2四半期ぶりに伸び幅が拡大した。今後は、雇用・所得環境の改善や、原油安による家計の実質購買力の改善を背景に、個人消費は緩やかな回復が続くとみる。輸出も、新興国のスマートフォン需要の拡大に伴い、底堅く推移するとみられ、台湾景気は緩やかな回復傾向で推移するとみる。シンガポールは、個人消費が労働需給の引き締めによる賃金の増加などを背景に底堅く推移するとみるものの、輸出は主要輸出先である中国景気の停滞やPC関係製品の低迷などから緩やかな伸びにとどまるとみられ、回復感の乏しい推移が続くと予想する。

インドネシアは、資源価格の下落による交易条件の悪化に加え、昨年11月に実施された燃料補助金の削減などが個人消費の足かせになるとみられることから、景気は今後も停滞気味の推移を予想する。10-12月期の成長率は堅調であったマレーシアも、資源部門が足かせとなり、2015年の成長率は2014年を下回ると予想する。一方、原油安はインドネシア・マレーシアを除けば、成長率の押し上げ要因になるとみている。フィリピンでは、海外労働者からの送金の増加や2016年の大統領選を控えた政府支出の拡大を受け、今後も景気は堅調に推移すると予想する。タイでは、政権が打ち出したインフラ整備計画を受け公共投資が増加傾向で推移するとみられ、今後の景気は回復へ向かうと予想する。インドについても、これまでの利下げや、原油価格の下落による交易条件の改善を受け、成長率は今後、上向くとみる。

金融政策は、インフレ圧力が弱いことで、韓国、インド、タイでは利下げが実施されるとみる。フィリピンは、年後半以降とみている。インドネシアではFRBの利上げにあわせる形で、利上げが実施されよう。一方、台湾、マレーシアでは、当面政策金利がすえ置かれると予想する。

豪州経済の回復は緩慢なものにとどまる

豪州の10-12月期実質GDP成長率は前期比+0.5%と、前期の同+0.4%から伸び幅が拡大した。今後は、原油安による家計の実質購買力の改善や、住宅価格上昇による資産効果が続くことで、個人消費は緩やかな回復傾向で推移するとみる。一方、中国を中心とする新興国の資源需要の伸び悩みを背景に、輸出や民間設備投資の減速傾向が続くとみられ、豪州経済は緩やかな回復にとどまると予想する。(担当：山口、安藤)

(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・予測)	2015年 (予測)	2016年 (予測)
韓国	3.0%	3.3%	3.1%	3.4%
台湾	2.1%	3.7%	3.8%	4.1%
シンガポール	4.4%	2.9%	2.8%	3.2%
フィリピン	7.2%	6.0%	6.5%	6.3%
インドネシア	5.6%	5.0%	4.9%	5.2%
タイ	2.9%	0.9%	3.6%	3.8%
マレーシア	4.7%	6.0%	4.6%	4.9%
香港	2.9%	2.3%	2.4%	2.6%
インド	6.9%	7.4%	7.8%	8.1%
豪州	2.4%	2.7%	2.8%	3.0%

(注) インドは年度ベース(4月～翌3月)
(注2) 2014年の網掛け部分は当社予測

6. 商品相場見通し

原油価格は上昇に向かうと予想

WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、年明け以降、40～50 ドル台での推移が続いたが、春先から均せば上昇傾向で推移し、足元では 60 ドル付近まで持ち直した（図表 6-1）。

米国では、シェールの掘削技術の発達に伴い 2010 年ごろから原油生産が急増したが、足元では増産傾向に歯止めがかかっている。石油の採掘に用いられる石油リグの稼働数を見ると、ピークとなった昨年 10 月以降、約 6 割も減少している。シェール業界では、採算ベースに乗らない掘削が増加しているとみられ、今後も生産規模の縮小傾向が続くとみる。

地政学リスクについては、アラブ連合軍が 3 月にイエメン空爆を開始したことで、中東情勢への警戒感が強まっている。イエメンは主要産油国ではないものの、海上輸送の航路であるスエズ運河に面していることから、原油輸送への影響が懸念材料となっている。加えて、6 月末に最終合意をめざすイランの核問題の先行きも警戒されている。欧米諸国によるイランへの経済制裁が緩和されれば、イランからの原油輸出の拡大が見込まれる。ただ、合意に至った場合でも、実際に輸出が再開されるまでは相当程度の時間を要するとみられ、今後も中東情勢への懸念が価格上昇要因になるとみている。

一方、原油の供給過剰感が引き続き原油価格の上昇を抑制するとみられる。米国では、原油在庫が過去最高水準まで拡大しているほか、サウジアラビアや UAE（アラブ首長国連邦）などは、過去 30 年間で最も生産量を増やしている。市場シェアを守るため、サウジアラビアなどは現在の価格水準を容認する姿勢を示しており、中東地域での増産が今後も価格の下押し圧力として働くとみる。

今後の原油相場は、米シェール業界の生産縮小の動きが続くとみられ、上昇傾向で推移するとみている。ただ、原油の供給過剰が下押し圧力として残ることから、上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみられ、2015 年後半の WTI 原油価格は、55～75 ドルを中心とした推移になると予想する。

その他商品は低下圧力が和らぐと予想

産業素材のうち、銅価格を見ると、1 月下旬以降、均せば上昇基調で推移している。ただ、最大消費国である中国の景気減速を背景に、LME（ロンドン金属取引所）在庫は増加傾向が続いていることから、今後の銅価格の上昇ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

貴金属のうち、金価格を見ると、ドル高を背景に、上値の重い展開が続いている。ただ、最大消費国のインドでは、金宝飾品需要が 2013 年の金輸入規制の強化による落ち込みから堅調に回復しているほか、ECB（欧州中央銀行）の量的緩和策もあって、金価格は底堅く推移すると予想する。

穀物のうち、小麦価格は軟調に推移している。主要輸出国のロシアでは、政府が穀物輸出規制の緩和時期を早める可能性を示唆したほか、他の主要生産国では、昨年に引き続き豊作が期待されていることもあって、小麦価格は今後も上値の重い展開が続くとみる。トウモロコシ価格は、今後消費量が生産量を上回る見込みだが、2013 年以降の豊作による供給過剰感が解消されるほどの需要拡大には至らないとみられ、引き続き安値圏で推移すると予想する。大豆価格は、消費量が昨年度の水準を上回って推移しているものの、主要生産地のブラジルを中心に作付面積が拡大していることなどから、今後も大豆価格は上がりにくい展開が続くとみている。（担当：玉置）



日銀は景気判断を上方修正

景気判断を上方修正

5月21,22日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、景気の現状判断が、「緩やかな回復基調を続けている」から、「緩やかな回復を続けている」へと、「基調」を削除する小幅上方修正が行なわれた。会合後の公表文で項目ごとの評価を見ると、海外経済と輸出の判断は横ばいだが、内需は個人消費と住宅投資が上方修正、公共投資が下方修正という結果となっている（前回4月30日の会合は、展望レポートの発表回で公表文の形式が違うため、前々回4月8日発表の公表文と比較）。

まず、個人消費は、「一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している」から、「雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している」へと修正された。「底堅く推移」という見通しの根幹部分は変わらないが、「一部で改善の動きに鈍さがみられるものの」と、「全体としては」という留保要件が削除されたことで、上方修正とみなせる。住宅投資は、「駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある」から、「下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられている」へと、こちらはより明確に上方修正された。「下げ止まりつつある」が、「下げ止まっており」へ変更されたのに加え、「持ち直しに向けた動きもみられている」と、これまでになかった一節が追加されている。

ここまでは、会合直後に発表される公表文で確認できる部分だが、25日に発表された金融経済月報を見ると、住宅投資に関しては先行き判断も上方修正されている。他の項目については先行き判断の変更はない。これは、同じ上方修正でも、個人消費はほぼ日銀の見通しどおりの推移をたどっているが、住宅投資に関しては日銀の見通しを上回って推移している可能性を示唆している。

公共投資については、「高水準で横ばい圏内の動きとなっている」から、「高水準ながら緩やかな減少傾向に転じている」へと下方修正された。主要項目のなかでは唯一の下方修正だが、こちらも先行きの見通しは変わらず。日銀があらかじめ織り込んでいたとおりの下方修正ということになる。

（図表1）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
13年4月4日	下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている	↑	4ヵ月連続の上方修正
4月26日	下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている	→	
5月22日	持ち直しつつある	↑	5ヵ月連続、2会合ぶりの上方修正
6月11日	持ち直している	↑	6ヵ月連続の上方修正
7月11日	緩やかに回復しつつある	↑	7ヵ月連続の上方修正
8月8日	緩やかに回復しつつある	→	4ヵ月ぶりのすえ置き
9月5日	緩やかに回復している	↑	2ヵ月ぶりの上方修正
10月4日	緩やかに回復している	→	
10月31日	緩やかに回復している	→	
11月21日	緩やかに回復している	→	
12月20日	緩やかに回復している	→	
14年1月22日	緩やかに回復している	→	

2月18日	緩やかに回復している	→	
3月11日	緩やかに回復している	→	
4月8日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	消費増税にあわせた変更
4月30日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
5月21日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
6月13日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
7月15日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
8月8日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
9月4日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
10月7日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
10月31日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
11月20日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
12月19日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
15年1月21日	基調的には緩やかな回復を続けている	→	
2月18日	緩やかな回復基調を続けている	→	小幅上方修正との解釈も可能
3月17日	緩やかな回復基調を続けている	→	
4月8日	緩やかな回復基調を続けている	→	
5月22日	緩やかな回復を続けている	↑	明白な上方修正は、一昨年 9月以来

(出所) 日銀

(図表2) 金融経済月報における個別項目別判断 (下線部は主たる変更箇所)

		前回 (4月月報)	今回 (5月月報)	方向感 の変化
現状判断	生産	内外需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗もあって、持ち直している	内外需要の緩やかな増加を反映して、持ち直している	→
	輸出	持ち直している	持ち直している	→
	設備投資	企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある	企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
	個人消費	一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している	↑
	住宅投資	駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある	<u>下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられている</u>	↑
	公共投資	高水準で横ばい圏内の動きとなっている	<u>高水準ながら緩やかな減少傾向に転じている</u>	↓
先行き見通し	生産	内外需要を反映して、緩やかに増加していくと考えられる	内外需要を反映して、緩やかに増加していくと考えられる	→
	輸出	海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくと考えられる	海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくと考えられる	→
	設備投資	企業収益が改善傾向をたどるなかで、緩やかな増加基調を続けると予想される	企業収益が改善傾向をたどるなかで、緩やかな増加基調を続けると予想される	→
	個人消費	雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移するとみられる	雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移するとみられる	→
	住宅投資	雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて、次第に底堅さを取り戻していくと予想される	雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、 <u>緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直していくと予想される。</u>	↑
	公共投資	高めの水準を維持しつつも、緩やかな減少傾向に転じていくとみられる	高めの水準を維持しつつも、緩やかな減少傾向を続けるとみられる	→

(出所) 日銀資料より明治安田生命作成

黒田総裁は無味乾燥な答弁を繰り返す

会合後の定例会見は、記者から興味深い指摘がいくつか出されたものの、黒田総裁がこのところのパターンどおり、質問に正面から答えないケースが多かったこともあって、全体的には退屈な会見となった。3月の定例会見では珍しく、「そんなことは聞いていない」と記者席から不規則発言が飛ぶ場面があったが、部外者の立場から見ても、日銀総裁相手に「私の質問に答えていない」と再質問を浴びせるのは難しいことはわかる。限られた時間内に多くの記者からの質問を受ける必要があるという、運営上の都合もあろう。もちろん、日銀総裁として正面から答えることのできない性質の質問も多いが、黒田総裁はその範囲を広げすぎている感も強いので、同じ記者からの「更問」をもっと許容する形に会見の運営方法を変えた方がいいような気がする。

まず、前期比+0.6%、年率で+2.4%と、市場予想を上回った1-3月期GDPの評価については、「**雇用・所得環境の着実な改善が続き、企業収益も改善する中で、家計部門・企業部門ともに、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続けていることを示していると思います**」と、我田引水的なコメント。確かに、今回のQEは、異なる立場の論者にとって「いいとこどり」ができるような結果ではあった。在庫のプラス寄与が大きいことを指摘した別の質問に対しては、「**最終需要は着実に伸びており、1~3月のGDPでも堅調に増加していますので、在庫投資のプラスが今後の経済成長にとって大きなマイナスになることはないと思います**」と、さらりと述べたが、最終需要が堅調だったかどうかも見方が分かれるところだろう。

また、「足許であり物価が上がっていないので、消費がより底堅くなっているという面もあるのではないか」という、物価目標の意義を問う重要な質問については答えずスルー。また、筆者も指摘した17年度の実質GDPの見通しが+0.2%と低めになっている点について、「日銀ですら+0.2%というようでは、消費増税はできないのではないかという声がだんだん出てくるような気がします」という指摘についても、「**政府・国会の責任においてなされること**」とかわした。財政関係については、日銀総裁として本来踏み込んだコメントはできかねる分野だが、今回は別として、この点に関しては最近黒田総裁のむしろ踏み込んだ情報発信が目立つ。

潜在成長率の見通しに関し、「**企業収益がいいとは言いつつ、先行きの需要がなければ投資もしないと思います**」との質問に対しては、「**資本の寄与は、これから設備投資が行われていきますので、プラスになっていくと思います**」とアバウトなコメント。労働力の寄与も、「**近年女性の就業率が大幅に上がってきていますので、プラスになるかどうかは分かりませんが、少なくとも大きなマイナスにはならない**」とやや楽観的な見方を示し、労働生産性は下がっていないので、潜在成長率はそれほど時間がかからずに1%台に戻るとした。ただ、2%に引き上げるという政府目標はそう簡単なことではないともしている。

市場で最近話題になっている「『量的・質的金融緩和』：2年間の効果の検証」という日銀レビューの内容について、インフレ期待が2年間で0.5%程度上がったとしているがこれでは力不足ではないか、このまま続けても2%に達するのかどうか、よく分からないというのが多くの人の感想ではないか、という核心を突いた質問に対しては、「**現時点で1%台の半ばあるいは1%台の前半といったような数字が様々な形で出ています**」と出所が不明確ながら具体的な数字を出して反論。需給ギャップの改善により、物価目標は達成可能とした。ただ、日銀からは他にも、足元のインフレ期待が十分に上がっていないことを示す英語のレポートが最近出されている。日銀エコノミストとしては当然、大本営発表ではなく、自身の純粋な分析に基づいた研究を発表するのだろうが、結

果として黒田総裁は、身内の「反乱」とまではいかないにしろ、微妙に方向性の異なる見解に苦しめられる形になっている。

10月緩和との予想を維持

日銀の次なる一手について、10月30日の、次回の展望レポートが発表される会合で追加緩和との見方は維持したい。同時に、物価目標の達成期限を「16年度前半を中心とする期間」から「無期限」等に変更する可能性を見込んでいる。

年度後半になれば、原油価格下落の影響一巡後のCPIのリバウンドのペースも見えてくる。戻りが思いのほか鈍いということになれば、16年度前半の2%達成が厳しいことも明らかになるだろう。ただ、「16年度前半」をさらに後ずれさせるということになれば、「2年をめぐり」というスタンスに変更はないと主張し続けることは難しい。また、目標変更の場合、追加緩和を実施しないことには、「日銀は無策」との批判を受け、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。

ただ、国債市場の需給のひっ迫を考えると、昨年10月の追加緩和時のように、長期国債をあと30兆円あまりも買い増すのは不可能とみられることから、国債のほか、地方債や政府機関債、ETF、場合によっては企業の売掛債権など、幅広い資産を買い増す形になるとみている。

市場では、日銀当座預金の付利金利の引き下げ、あるいはマイナス金利の採用を見込む声が強根強く存在する。しかし日銀の場合、ただでさえ国債の買い入れオペが厳しくなりつつあるなか、当預のマイナス金利は、札割れのリスクを助長することになる。したがって、マネタリーベースの積み増しをあきらめ、量的ターゲットから金利ターゲットへと政策の枠組みを明確に変えない限り、採用される可能性は低いとみている。

例え、マイナス金利を採用したとしても、すでに残存期間3年の国債利回りまでマイナスに沈むなか、短期金利を起点とした追加的なイールドカーブの押し下げ効果は限定的なものにならざるを得ない。長期金利の押し下げを狙うのであれば、長期債を直接買い入れる現在の手法のほうが有効である。また、諸外国の場合、この手の政策は、為替相場へのアナウンスメント効果を期待して実施されることが多いが、ドル円の場合、すでに理論値を大幅に上回る円安水準に達しており、特に内需型の地方の中小企業は、経営が厳しくなっているところも多い。地元のそうした声を生で聞いている政治家の間でも、これ以上の円安を歓迎する空気は薄れている。また、マクロ的には、足元のせつかくの交易条件の改善効果を相殺する結果にもつながりかねないという点が重要である。日銀にとっても、これまでの緩和手法の限界を認めることになることから、政策の枠組み変更のハードルはかなり高いと思われる。

もっとも、現状のペースで金融緩和を続けるだけでも、15年末のマネタリーベースは約355兆円、16年末には435兆円と拡大を続け、17年にはほぼGDPの規模に届くという異常事態となる。それだけ買い取れるだけの資産が市場に残っているとは考えにくく、いずれにしても量的・質的緩和の限界は近付いている。黒田総裁は、現時点ではまだ年度後半以降の物価の「V字型回復」に強い期待を寄せていると考えられるが、叶わなかった場合は、かなり厳しい局面に追い込まれよう。しかし、ここまで「期待への働きかけ」を最重要視してきた立場からは、政策の枠組みの変更はぎりぎりまで避ける腹積もりと考えられる。

追加緩和の時期については、10月では追い込まれ感が出てくる可能性もあり、黒田総裁の行動様式を考えれば、市場に先回りして追加緩和に踏み切る可能性も考えられなくはない。ただ、今後は、

黒田総裁が何をして市場に絶賛されるという状況には、次第にならなくなっていくのではないか。アベノミクス始動後の株高は、8割方金融政策への期待（主として海外投資家の）だったと言えるが、16年度にかけては、日銀の追加緩和の限界が市場で意識されることが、株価の大幅調整につながるリスクに警戒しておく必要がある。（担当：小玉）

（別表）会合後の公表文の前回との比較

※下線部は主たる変更箇所（注）

2015/4/8	2015/5/22
<p>1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）。</p> <p>マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペース増加するよう金融市場調節を行う。</p> <p>2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する（賛成8反対1）。</p> <p>①長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。</p> <p>②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。</p> <p>③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。</p>	<p>1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）。</p> <p>マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。</p> <p>2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する（賛成8反対1）。</p> <p>①長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。</p> <p>②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。</p> <p>③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。</p>
<p><筆者コメント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融政策は変更なし 	
<p>3. わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。そうしたもとで、輸出は持ち直している。設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費は、一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。以上の内外需要のもとで、在庫調整の進捗もあって、鉱工業生産は持ち直している。企業の業況感は、総じて良好な水準で推移している。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたペースでみて、0%程度となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。</p>	<p>3. わが国の景気は、緩やかな回復を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。そうしたもとで、輸出は持ち直している。設備投資は、企業収益が改善するなかで、<u>緩やかな増加基調にある。公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向に転じている。</u>個人消費は、<u>雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。</u>住宅投資は、<u>下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられている。</u>以上の内外需要を反映して、<u>鉱工業生産は持ち直している。</u>この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたペースでみて、0%程度となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。</p>
<p><筆者コメント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・景気の現状判断は、「緩やかな回復基調を続けている」から、「緩やかな回復を続けている」へと上方修正。「基調」を削除 ・公共投資は、「高水準で横ばい圏内の動きとなっている」から、「高水準ながら緩やかな減少傾向に転じている」へと下方修正 	

<ul style="list-style-type: none"> ・個人消費は、「一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している」から、「雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している」へと上方修正。「一部で改善の動きに鈍さがみられるものの」と、「全体としては」を削除 ・住宅投資は、「駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある」から、「下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられている」へと上方修正 	
<p>4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復基調を続けていくとみられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられる。</p>	<p>4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復を続けていくとみられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられる。</p>
<p><筆者コメント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・先行き判断について、「緩やかな回復基調を続けていくとみられる」から、「緩やかな回復を続けていくとみられる」へと上方修正。現状判断同様、「基調」を削除 	
<p>5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。</p>	<p>5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や<u>景気・物価のモメンタム</u>、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。</p>
<p><筆者コメント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・リスク要因について、「低インフレ長期化のリスク」を「景気・物価のモメンタム」へと差し替え。上振れリスクにも意識した形か 	
<p>6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。</p>	<p>6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。</p>
<p><筆者コメント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融政策の運営方針は変更なし 	

景気判断のかく乱要因となる非市場取引

帰属計算の目的

国民経済計算（SNA）や消費者物価指数（CPI）などの経済統計は、元々景気指標としてのみ活用されることを目的としない、優れて包括的な統計であるがゆえに、純粋な景気指標として見た場合、その包括性が逆に問題となる場合がある。帰属計算はその典型的な例である。

帰属計算とは、現実の社会では財あるいはサービスとして取引していないものを、あたかも取引が存在するかのように擬制計算するものである。代表例は帰属家賃である。これは自分の持家に対し、自分自身を家主と見立て、自分で自分に家賃を払っているかのように扱うものである。

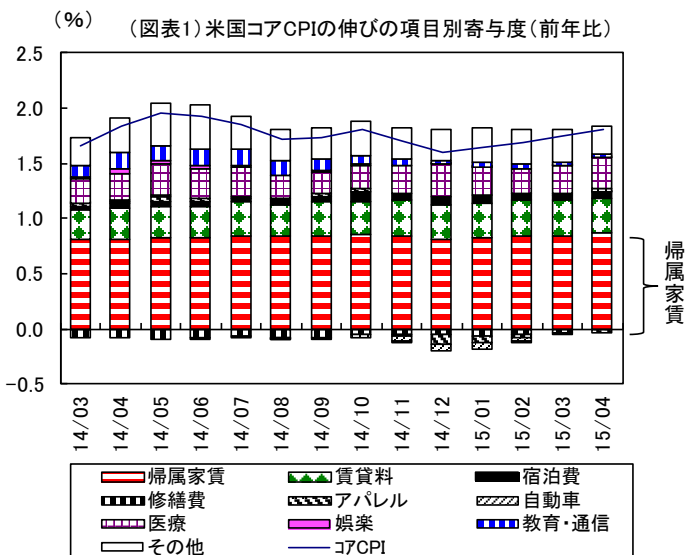
こうした取り扱いをする理由は何か。例えば借家の場合の家賃は、サービス消費として、GDPにカウントされる。一方で帰属家賃はGDPにカウントしないとすると、国民が豊かになって持家率が上がった場合、GDPは逆に下がっていくという、不合理な事態が生じてしまうからである。日本の場合、民間最終消費支出の約1割が帰属家賃である。

影響の大きい帰属家賃

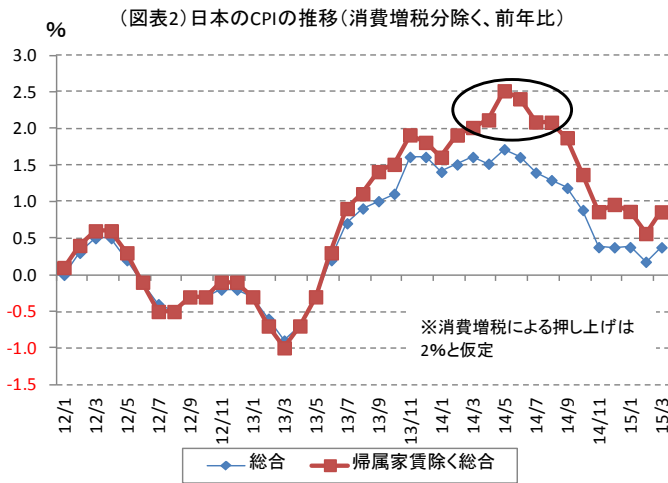
ただし、経済統計に帰属計算という、いわばヴェールがかけられてしまうことによって、景気や物価の微妙な方向性を見極めにくくなってしまう場合がある。

例えば、米国のコアCPIの上昇率の半分近くは帰属家賃の寄与する部分である（図表1）。帰属家賃は架空の取引であり、それ自体がインフレ圧力になることはない。FRB（米連邦準備制度理事会）は、物価動向を見極めるに当たり、CPIよりもGDPベースの個人消費から計算されるコアPCEデフレータを重視する姿勢を明確にしている。この理由の一つに、帰属家賃のウェイトが小さいことがある。帰属家賃が米国のコアCPIに占めるウェイトは約4分の1に達するが、コアPCEデフレータに占めるウェイトは1割程度にとどまる。

日本の場合、CPIに占める帰属家賃のウェイトは15%程度で、米国より小さいが、上昇を続けている米国の帰属家賃と異なり、このところ持続的な前年比マイナストレンドが続いているため、図表2のとおり、帰属家賃を除いた場合の伸びのほうが高い。特に、2014年前半の約半年間は、2%を超えていた。その後は原油価格の下落とともに下がっているが、もしこちらの指標を物価目標にしていたら、昨年度前半の金融政



(出所) 米労務省



(出所) 総務省

策を巡る議論はずいぶんと違ったものになっていたことだろう。

それでは、短期的な景気動向を把握する目的の場合は、常に帰属家賃を除いた方がいいのかということになるが、前述のとおり、架空取引を計上するのは帰属家賃だけではない。国民経済計算の場合、政府最終消費支出も、実際にはその大部分が取引の存在しないものである。民間が提供するサービスは、基本的に市場でその価値に見合った価格が付けられているが、政府が提供するサービスは、警察や消防のように直接的な料金支払いはないか、もしくは上下水道のように、要したコストを大幅に下回る価格で提供されている。したがって、提供された価格をもとに付加価値を計算すると、GDPを過小評価することになる。この場合、国民経済計算では、実際にかかったコスト（多くは公務員の人件費）から、家計に提供された価格（この部分は個人消費にカウント）を引いた差額を、あたかも政府自身が消費しているかのように擬制してGDPに加えている。これが政府最終消費という概念である。

マーケット GDP という概念

こうした帰属計算を行なう取引をすべてGDPから除いて、成長率を計算してみたらどうだろうか。ここでは、帰属家賃、政府最終消費支出、対家計民間非営利最終消費支出を除いたベースのGDP成長率を、実際のGDP成長率と比較してみた(図表3)。最近はあまり聞かなくなったが、こうして加工されたGDPを、「マーケットGDP」と呼ぶ場合がある。

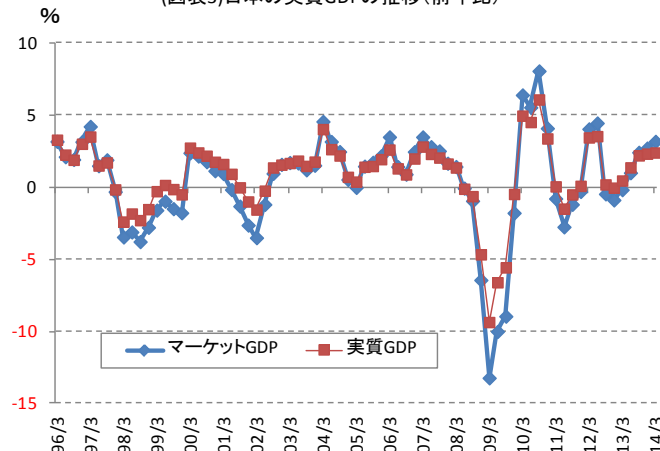
図を見ると、マーケットGDPは、景気拡大時には実際のGDPを上回り、景気低迷時には下回る傾向がある。景気動向指数（一致指数）との相関係数を見ると、実質GDPの0.62に対し、マーケットGDPは0.65と、より高い。したがって、マーケットGDPのほうが景気指標として優れているということになりそうである。もっとも、全体の伸びに影響を与えているのは、最近ではもっぱら政府最終消費支出で、他の帰属計算の成長率への寄与は小さい(図表4)。政府最終消費支出は景気動向への感応度が低いため、景気好調時はGDPの押し下げ要因となり、逆に低迷時は押し上げ要因になっているように見えるためである。ただ、帰属家賃も、90年代後半から

2000年代半ばにかけては、安定的に0.15%~0.2%程度、GDPの前年比を押し上げる方向に働いていた。

主婦の家事労働をどう評価すべきか

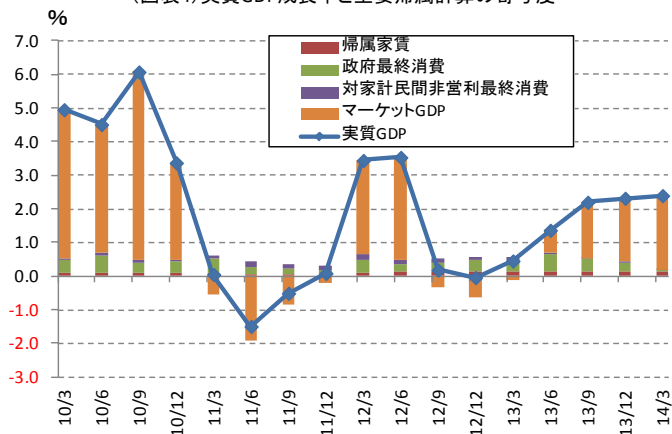
帰属計算については、GDPに含めるものと含めないものがある。最近では、銀行の帰属サービスが、「間接的に計測される金融仲介サービス(FISIM)」としてGDPに含まれるようになったのは記憶に新しい。かといって、SNAは帰属計算の範囲をいたずらに広げようとしているわけではなく、どちらかといえば最小限にとどめようとしてきたと言える。含まれない取引の代表格は主婦の家事労働である。現

(図表3)日本の実質GDPの推移(前年比)



(出所)内閣府

(図表4)実質GDP成長率と主要帰属計算の寄与度



(出所)内閣府

行統計では、例えばお手伝いさんへの報酬はサービス消費にカウントされるが、同じ仕事をしていても、主婦の労働価値はゼロ円である。つまり現行のSNA統計は、自分のお手伝いさんと結婚すると、GDPが下がってしまうという矛盾を抱えていることになる。以前の内閣府の試算によれば、専業主婦の家事労働のGDP換算の価値は、年間300万円弱とのことであった。

主婦の家事労働を現実にGDPに含めることの問題としては、上記で挙げたもののほか、例えば「労働の境界」が不明確になるという点が挙げられる。例えば、失業者の定義は、「職探しをしているが、職が見つからない者」である。この職が無償でもいいということになれば、景気動向を見極めるうえで重要な指標である失業率が無意味なものになりかねない。

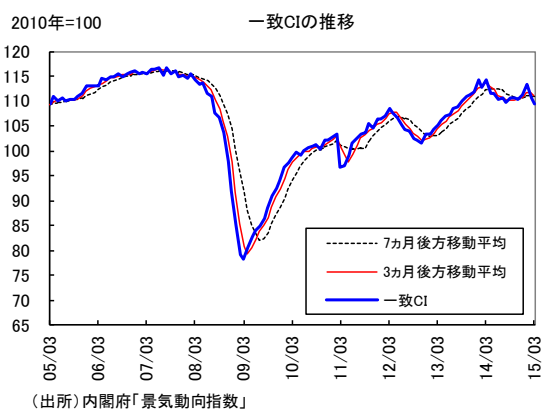
帰属計算については、その範囲や記録方法について、専門家の間でもさまざまな議論が闘わされている。一国の経済活動を正確に把握するためにはなくてはならない概念だが、短期的な景気指標として統計を見る場合には、除いた方が景気実態をより正確に把握できる場合があるのは事実であり、ケース・バイ・ケースで使い分けていく必要がある。（担当：小玉）

主要経済指標レビュー (5/11~5/22)

《日 本》

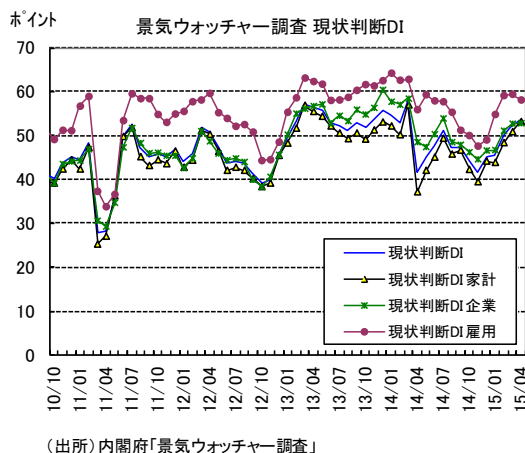
○ 3月景気動向指数 (5月12日)

3月の景気動向指数では、一致CIが109.5(前月差▲1.2ポイント)と、2ヵ月連続の低下となった。一方、先行CIは105.5(前月差+0.8ポイント)と、3ヵ月ぶりの上昇。一致CIの個別系列では、小売業販売額や卸売販売額のマイナス寄与が大きく、前年同月が消費増税前の駆け込み需要で押し上げられた反動の影響が出た形。内閣府の基調判断は、「改善を示している」がすえ置かれた。小売業販売額や卸売販売額では回復が見込まれるほか、製造工業生産予測調査でも、4月は増産見込みとなっており、4月の一致CIは、持ち直しに向かうとみている。



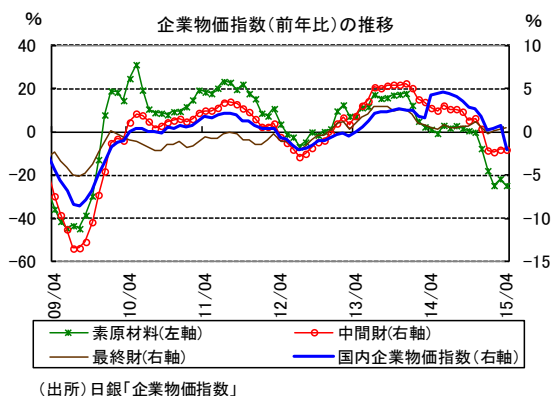
○ 4月景気ウォッチャー調査 (5月13日)

4月の景気ウォッチャー調査では現状判断DIが前月差+1.4ポイントの53.6、先行き判断DIも同+0.8ポイントの54.2と、いずれも5ヵ月連続の改善となり、横ばいを示す50も上回った。基調判断は、「景気は、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては、物価上昇への懸念等がみられるものの、賃上げへの期待や外国人観光需要への期待等がみられる」がすえ置かれた。今後の景気は、名目賃金には力強い伸びが期待できないものの、原油安に伴う実質購買力の改善で個人消費が回復傾向で推移すると見込まれるほか、輸出も米国向けが下支えとなって持ち直し基調が続くとみられ、緩やかな回復傾向で推移すると予想する。



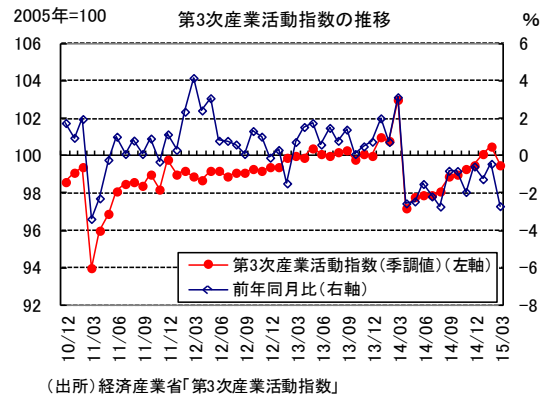
○ 4月企業物価指数 (5月15日)

4月の国内企業物価指数は前年比▲2.1%と、25ヵ月ぶりのマイナスとなった。消費増税の影響で押し上げられていた分がはく落したこともあり、23種目すべてが押し下げ方向に寄与している。なかでもプラスチック製品などの押し下げが目立つ。需要段階別では、素原材料が同▲24.7%、中間財が同▲2.0%、最終財が同+0.5%となった。最終財では前月から伸び幅が拡大しており、昨年12月以降の素原材料価格の下落が、最終財に波及する動きはみられていない。今後の企業物価は、原油価格の下落の一服や、これまでの円安進行が、物価の押し上げに寄与することで、緩やかにしながら上昇へ向かうと予想する。



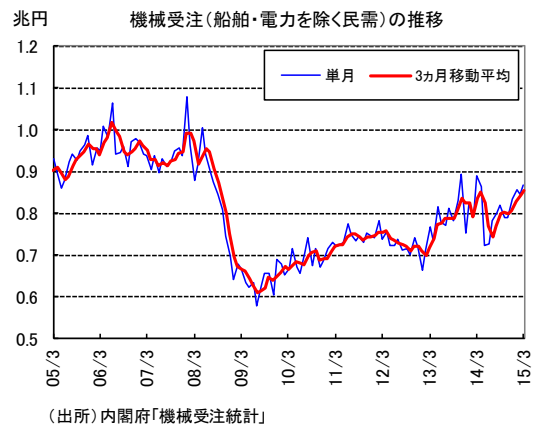
○ 3月第3次産業活動指数 (5月18日)

3月の第3次産業活動指数は前月比▲1.0%と、11ヵ月ぶりのマイナスとなった。業種別に見ると、13業種中、9業種で低下、4業種で上昇した。低下した業種のなかでは、卸売、小売 (同▲2.5%)、その他サービス (同▲2.5%) などのマイナス寄与が大きかった。卸売、小売では、建築材料、鉱物・金属材料等卸売業などが、その他サービスでは、自動車整備業などがそれぞれ押し下げに寄与している。一方、上昇した業種では情報通信業のプラス寄与が大きかった。ただ、今後については、家計の実質購買力の改善を背景に、対個人サービス等を中心に、緩やかながらも持ち直し傾向で推移すると予想する。



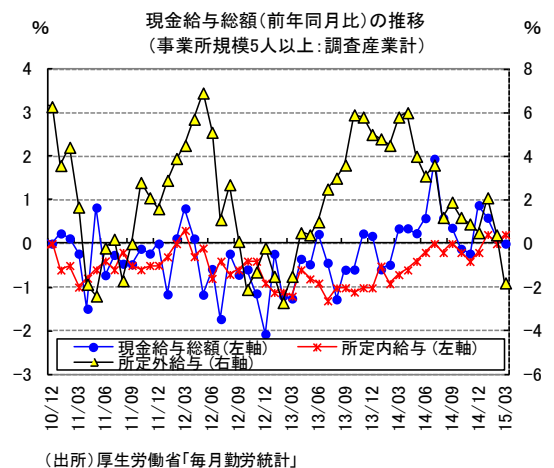
○ 3月機械受注 (5月19日)

3月の機械受注 (船舶・電力を除く民需) は前月比+2.9%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。内閣府による基調判断は、「機械受注は、緩やかな持ち直しの動きがみられる」がすえ置かれた。四半期ベースでは1-3月期が10-12月期から伸び幅が拡大、達成率も100%を上回った。ただ、4-6月期の見通しは同▲7.4%とかなり弱い。今後の設備投資は、設備投資と連動性の高い輸出の緩やかな回復が見込まれるなか、国内の中長期的な低成長予想が定着していることや、現地生産を優先する動きが目立ってきていることから、生産能力増強型の投資は低迷が続く可能性が高く、国内では更新・合理化投資を中心とした回復にとどまるとみる。



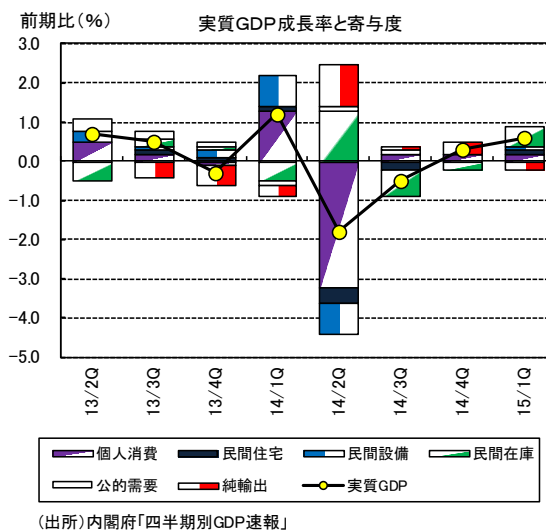
○ 3月毎月勤労統計 (確報、5月19日)

3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+0.0%と、2月の同+0.1%から伸び幅が縮小した。内訳項目では、定期給与は2月と同様、同+0.0%の伸びにとどまったほか、特別給与は同+0.5%と、2月の同+4.9%から伸び幅が縮小した。賃金の伸び悩みを受け、実質賃金指数 (給与総額) も、同▲2.7%と、2月の同▲2.3%からマイナス幅が拡大している。春闘では、固定費の増加につながるベアには慎重に対応する企業も多いとみられ、賃上げ率は昨年度をやや上回る程度とみて、今後の賃金の上昇ペースも緩やかなものにとどまると予想する。



○ 1-3月期日本 GDP 速報 (5月20日)

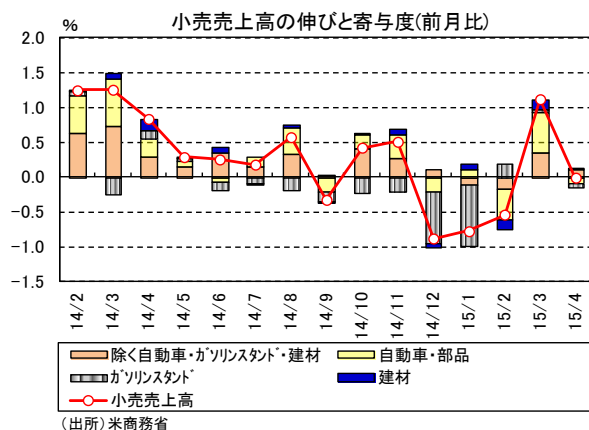
1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.6%と、10-12月期の同+0.3%から伸び幅が拡大した。ただ、在庫の寄与度が+0.5%と大きく、最終需要は力強さを欠く結果となった。今回の好材料は、原油価格下落の影響で、輸入デフレーターが同▲9.0%と、急低下したのに伴い、実質国内総所得 (GDI) が、10-12月期の同+0.4%から、同+1.8%へと改善したことがあげられる。2000年代以降、日本経済の回復感を削ぐ要因となっていた海外への所得流出に歯止めがかかりつつある様子が示された。今後も景気は回復基調が続くとみるが、景気のけん引役となる需要項目は見当たらないことから、「誰もが実感できる景気回復」というレベルの回復には引き続き至らない可能性が高い。



《米 国》

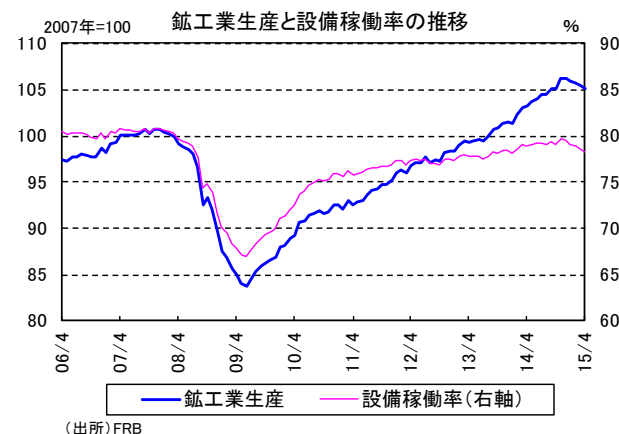
○ 4月小売売上高 (5月13日)

4月の小売売上高は前月比横ばいとなり、市場予想(同+0.2%)を下回った。飲食店が同+0.7%と3ヵ月連続で増加したものの、自動車・部品が同▲0.4%、一般雑貨が同▲0.5%と、いずれも2ヵ月ぶりに減少し、全体を押し下げた。一方、GDPの算出に使用される「除く自動車・部品、ガソリン、建材ベース」では、同+0.2%と、2ヵ月連続の増加となった。ガソリン価格がすでに大きく下落しており、家計の実質所得が改善していることや、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、今後の個人消費は回復傾向が続くとみている。



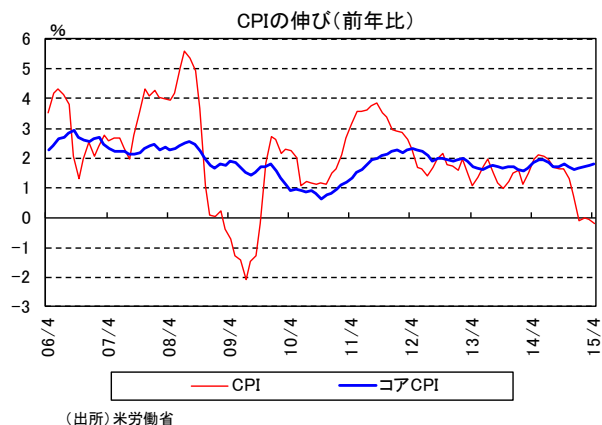
○ 4月鉱工業生産 (5月15日)

4月の鉱工業生産は前月比▲0.3%と、5ヵ月連続のマイナスとなり、市場予想(同0.0%)を下回った。産業別に見ると、製造業が前月比横ばい。公益事業は同▲1.3%と、例年より温暖だった影響で暖房需要が減少したことなどから、2ヵ月連続のマイナスとなったほか、石油掘削などの鉱業も同▲0.8%と4ヵ月連続でマイナスとなり、全体を押し下げた。原油安などから、エネルギー関連業種を中心に生産には当面下押し圧力がかかるとみるが、西海岸の港湾ストによる悪影響が和らいているほか、冬場の寒波後は自動車などの輸送機器も堅調に推移していることなどから、今後は持ち直しに向かうと予想する。



○ 4月消費者物価指数 (5月22日)

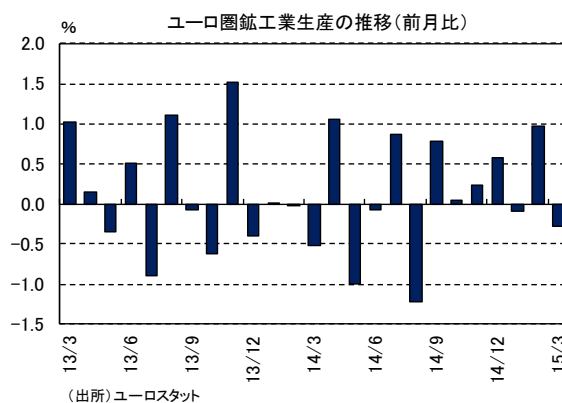
4月のCPIは前月比+0.1%と、3ヵ月連続で上昇した。エネルギーが同▲1.3%と2ヵ月ぶりに低下したものの、住宅が同+0.2%と、3月の+0.1%から伸び幅が拡大したほか、医療も同+0.7%と、3月の+0.3%から伸び幅が拡大。一方、前年比ベースでは▲0.2%と、2ヵ月連続で低下した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは前月比+0.3%と、3月の+0.2%から伸び幅が拡大。前年比では+1.8%と、3月の+1.8%から変わらず。賃金の回復ペースには力強さが欠けることなどから、コアCPIは緩やかな伸びが続くとみている。



《 欧 州 》

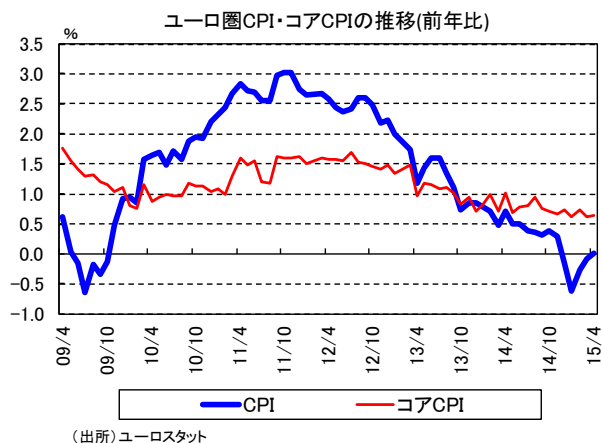
○ 3月ユーロ圏鉱工業生産 (5月13日)

3月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.3%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。財別で見ると、消費財が同+1.6%→同+2.0%と、プラス幅が拡大したものの、中間財が同+0.2%→同▲0.3%、資本財は同+0.7%→同▲0.9%と、ともに2ヵ月ぶりのマイナス。主要国別では、イタリアが同+0.7%→同+0.4%と、プラス幅が縮小したほか、ドイツは同+0.2%→同▲0.7%、フランスは同+0.5%→同▲0.2%と、ともにマイナスとなった。今後のユーロ圏の鉱工業生産は、ドイツ景気に支えられる形で内需の回復が続くとみられることなどから、均せば緩やかな回復傾向で推移するとみる。



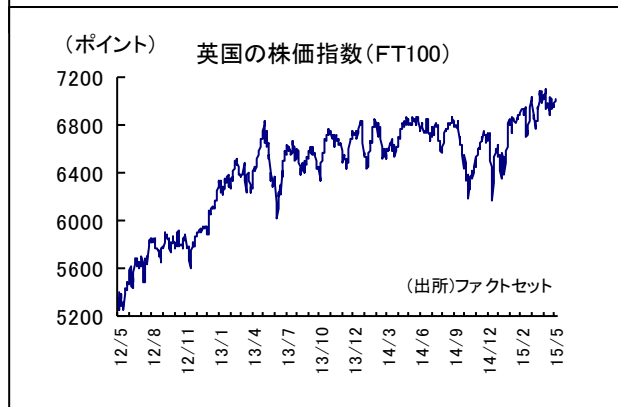
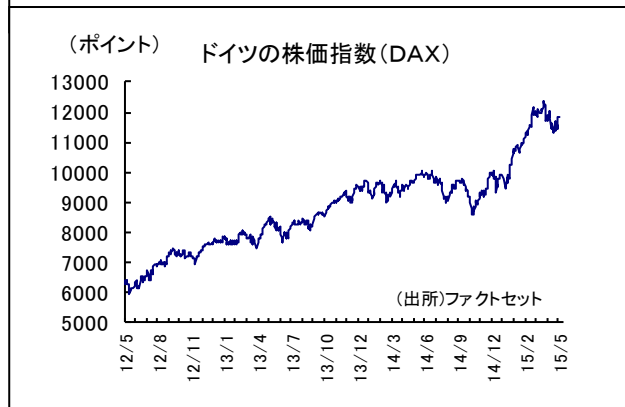
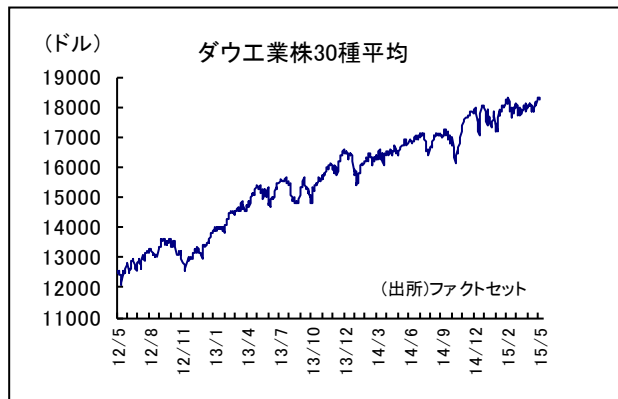
○ 4月ユーロ圏消費者物価指数 (5月19日)

4月のユーロ圏CPIは前年比0.0%と、5ヵ月ぶりにマイナスを脱した。エネルギー価格が同▲6.0%→同▲5.8%と、マイナス幅が縮小したほか、食品価格は同+0.3%→同+0.6%と、プラス幅が拡大。一方、サービス価格は同+1.0%と、前月から横ばいとなった。国別では、イタリアが同0.0%→同▲0.1%と、マイナスに転じたものの、スペインは同▲0.8%→同▲0.7%と、マイナス幅が縮小。フランスは同0.0%→同+0.1%と、プラス転換したほか、ドイツは同+0.2%→同+0.3%と、プラス幅が拡大した。ECB(欧州中央銀行)のドラギ総裁は4月の政策理事会で、金融政策やユーロ安の影響、原油価格が今後やや上向くと予想に基づき、インフレ率は年後半以降、上昇するとの見通しを示している。

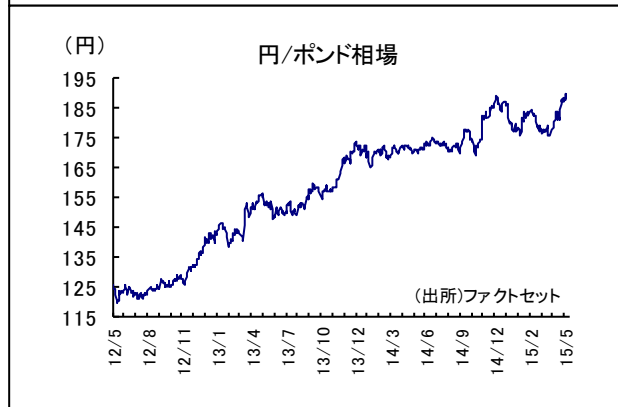
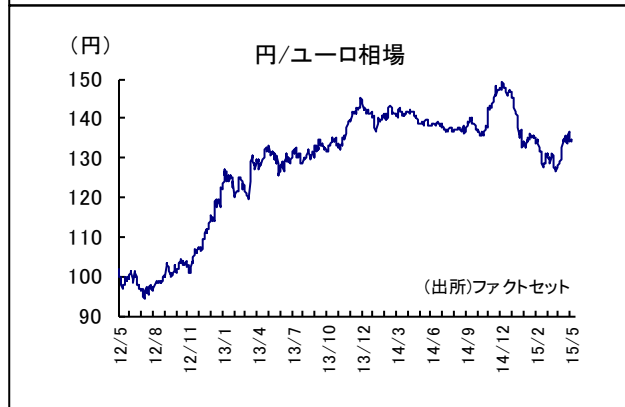
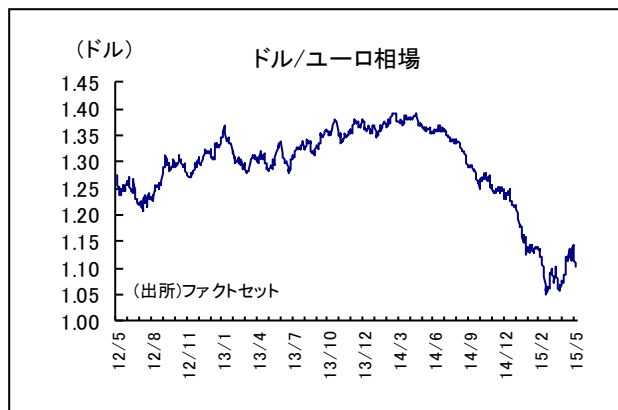
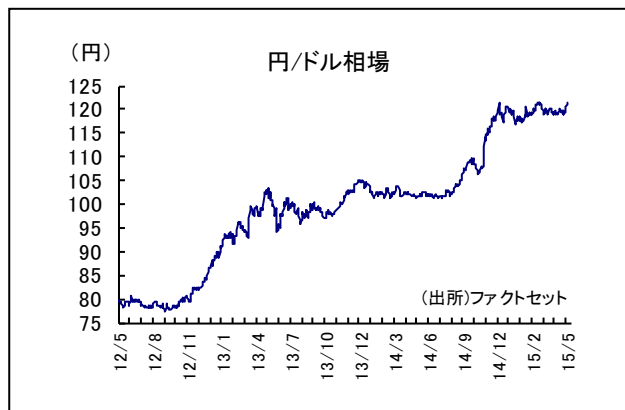


日米欧マーケットの動向 (2015年5月25日現在)

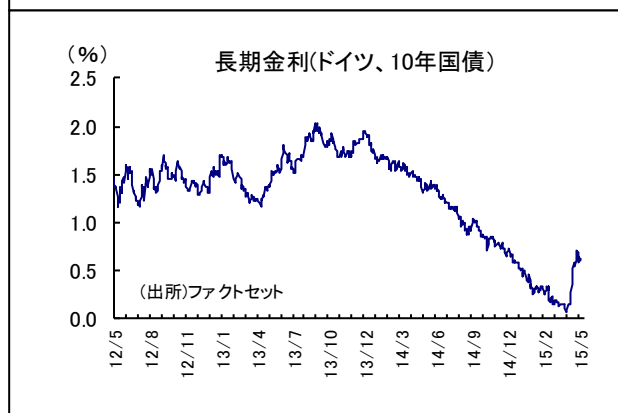
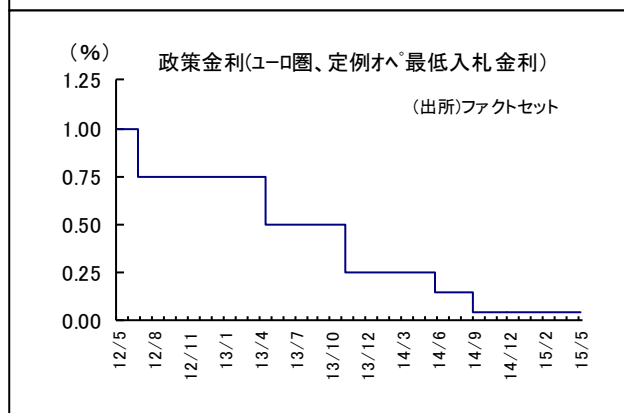
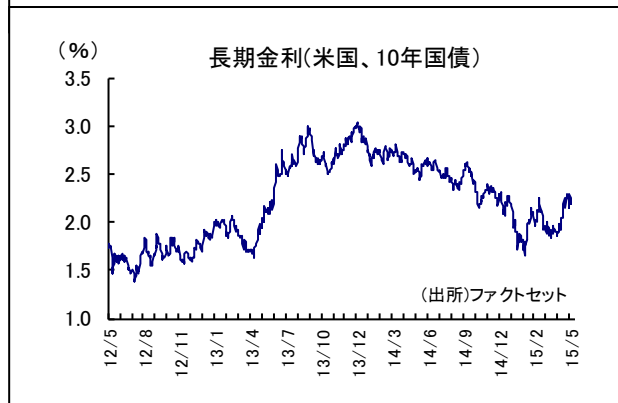
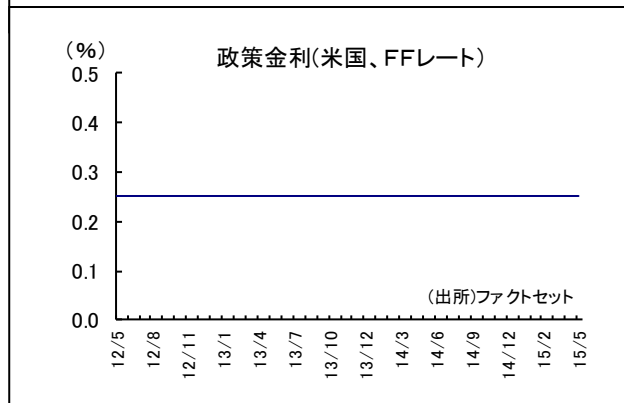
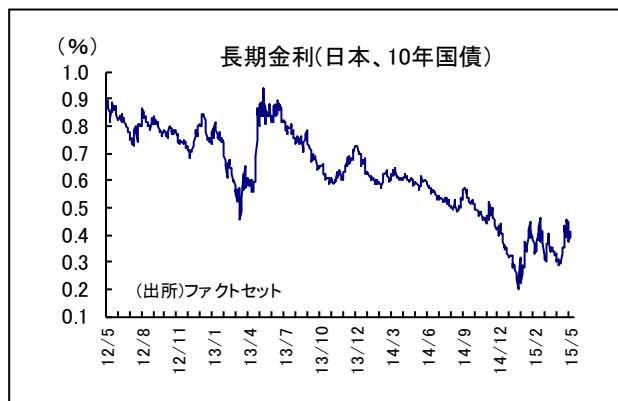
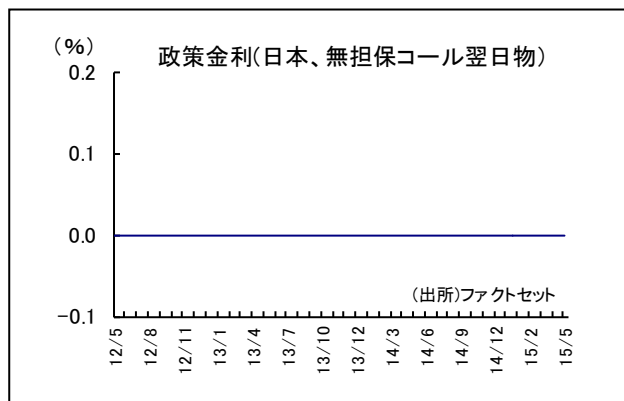
▽各国の株価動向



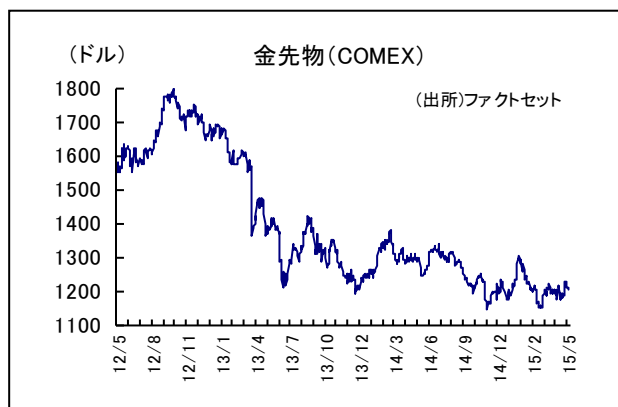
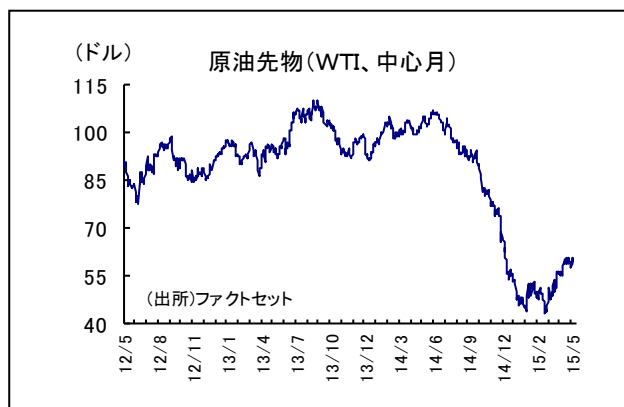
▽外為市場の動向



▽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、謝名憲一郎、信本将巳、山口範大、尾家小春、
安藤卓康、玉置菜摘、開発彰徳、村上梨子