



<フォーカス>中国政府の株価対策は成功したのか

中国政府が先週までに繰り出した、なりふり構わぬ株価対策は凄かった。IPO 銘柄の上場見送り、信用取引規制の緩和、取引手数料の引き下げ、証券会社 21 社への投信(ETF) 買い入れ要請などで、極め付けは、公安当局が、「悪意のある」空売りを取り締まる姿勢を示したことである。一連の措置を受け、ピーク時から一時 3 割以上下落した株価は、7 月 8 日を底に反発している。ただ、中国政府がこのまま上海株を再度上昇トレンドに導くことはできないだろう。上海市場で起きたのはまさにバブル崩壊であり、投資家が適正水準と考える価格まで下がらなければ、調整は終わらない。

政府が相場をコントロールできると考えるのは幻想であり、もしできるとしたら、投資家のほうが市場からいなくなってしまう。売りと買いが自由にできてこそ、投資家は収益機会を得ることができる。政府による過度な市場介入は、市場価格を歪め、必要な調整を長引かせるだけに終わる可能性が高いほか、中長期的には、中国の証券市場の発展を阻害してしまう。日本でも、バブル崩壊直後に PKO(プライス・キープ・オペレーション)と言われる市場介入が盛んに行なわれたが、結局は一時しのぎに過ぎず、長期的な株価下落傾向に歯止めをかけることはできなかった。PER が諸外国からかけ離れた水準に上昇するなど、価格形成に与えた歪みも大きかった。

中国の場合、株価暴落が日本のような失われた何十年といった事態に直結する可能性は低い。資産価格の下落が金融システム不安につながるルートが細いためである。実際、上海株は 2007 年～2008 年にも、6,000 ポイント台から 3 分の 1 以下に下がる大暴落を演じたが、その後の景気の立ち直りは早かった。ただ、政府が恐れているのは、金融経済もさることながら、非難の矛先が政府に向かうことである。実際、共産党中央宣伝部が国内の報道機関に対し「株式市場の問題が政治化するのを回避せよ」との緊急通達を出していたことが明らかになっている。

昨今の中国株の急落は、日本にとっても反面教師となる。6 月までの中国の株高は、まず株を引き上げて景気回復につなげるという意味で、一部から「アベノミクスを模範にしたのでは」と言われていたが、結局は本家よりも先に暴落してしまった。いくら大量の公的資金が株価を支えていると言っても、いったん悲観的なムードが市場を支配し始めれば、投資家に格好の売り場を提供するだけに終わってしまう。

景気実態とかい離した株高の持続性には限度がある。安倍政権下での平均実質成長率は、過去 10 代の政権(第 1 次安倍政権含む)で 8 位にすぎない。昨夏以降の原油安は安倍政権にとって神風だったが、ここへきて中国経済、ギリシャ問題など、日本経済の好循環を揺るがしかねない外的ショックが頻発するようになってきており、安倍首相の「ツキ」にも陰りが見えはじめている。これを乗り越えて、景気回復基調が続くかどうか、株高の持続性を占ううえでのカギとなる。(Kodama wrote)

目次

<フォーカス>中国政府の株価対策は成功したのか.....1	・ 1990 年代以降の日本経済に生じた変化③.....14
・ 経済情勢概況.....2	・ 主要経済指標レビュー.....17
・ 日本経済は停滞色強める.....3	・ 日米欧マーケットの動向.....21
・ 物価見通しの下方修正が続く.....9	

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、昨秋以降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、持ち直しの兆しをみせている。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。

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、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、均せば持ち直し傾向となっている。今後は、景気が底堅い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、輸出や消費の回復が遅れるなか、在庫過剰感が続いていることもあって、回復ペースは緩やかとみている。

消費者物価は、伸びの鈍化が続いている。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、日銀が目標とする「2016年度前半頃に2%程度」の達成は難しいとみている。

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、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ことから、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

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とき、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、年内に利上げに踏み切ると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は回復傾向が続いている。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、輸出も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、これまでの原油安によって家計の実質購買力が改善しているのに加え、今後もドイツやスペインの雇用環境の回復が続くと見込まれることなどから、回復傾向で推移するとみる。

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などから、今後は持ち直しに向かうと予想する。

ECBは、1月に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月から、には国債買い入れによる量的緩和策を実施しているも開始した。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。

日本経済は停滞色強める
～景気シナリオのアップデート～

夏場の景気は停滞

年度始以降の日本の景気は、明らかに回復のモメンタムを失っている。自動車産業などの在庫調整により、5月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲2.2%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった(図表1)。経済産業省による基調判断は、「総じてみれば、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。

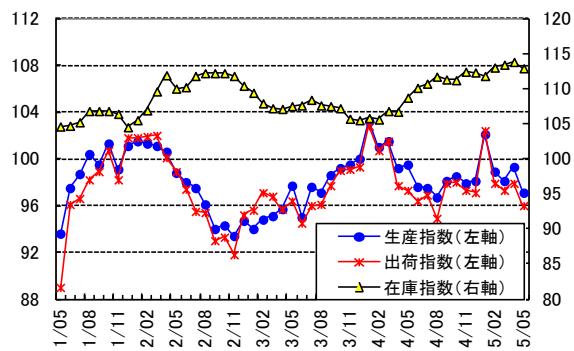
生産計画(製造工業)も冴えない(図表2)。6月が前月比+1.5%、7月が同+0.6%と、増産傾向が続く形にはなっているものの、これは下方修正されるのが通例である。例え6月が計画どおりの増産になったとしても、4-6月期の生産は前期比▲1.4%と、1-3月期対比で減産となる。生産・出荷関連指標の悪化の影響で、景気動向指数における5月の一致CIも109.2(前月差▲1.8ポイント)と、2ヵ月ぶりに低下した(図表3)。内閣府の基調判断は、「改善を示している」から「足踏みを示している」へと下方修正されている。

また、6月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが前月差▲2.3ポイントの51.0と、2ヵ月連続の低下となった。先行き判断DIは同▲1.0ポイントの53.5と7ヵ月ぶりの低下で、景気に敏感な職種の人々の景況感の改善が一服している様子を示している。以上のような状況を踏まえると、8月17日に発表される4-6月期の実質GDPは、前期比で小幅マイナスとなる可能性が高い。

円安にもかかわらず輸出低迷が続く

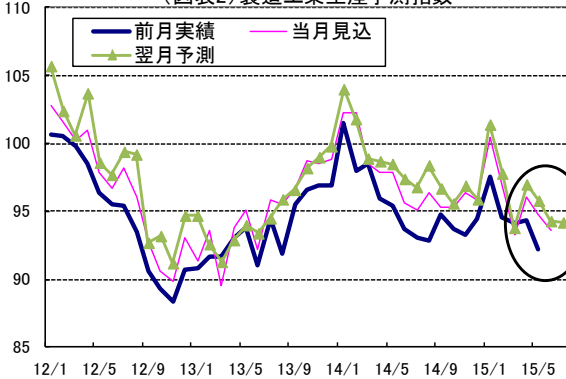
自動車産業の生産調整の背景には、輸出の悪化があると考えられる。5月の輸出数量の伸びは前期比▲3.8%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった(図表4)。相手地域別に見ると、米国向けが前年比▲6.7%と、6ヵ月ぶりのマイナスとなったほか、対アジアも同▲2.3%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなっている。アジアのうち中国は同▲4.5%と8ヵ月連続のマイナスで、中国向けは回復の見通しが立たない。上海株安の影響で当面はさらなる悪化傾向をたどる可能性が高い。

05年=100 (図表1) 鉱工業生産・出荷・在庫指数の推移



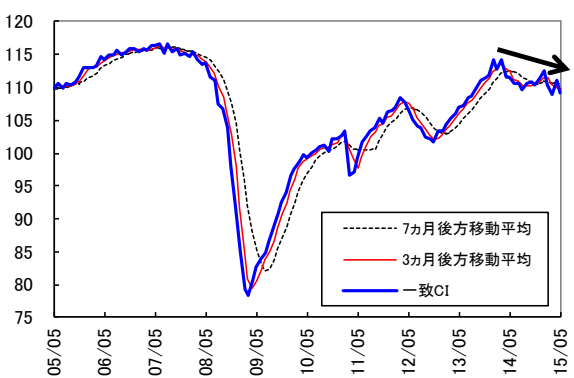
(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

ポイント (図表2) 製造工業生産予測指数



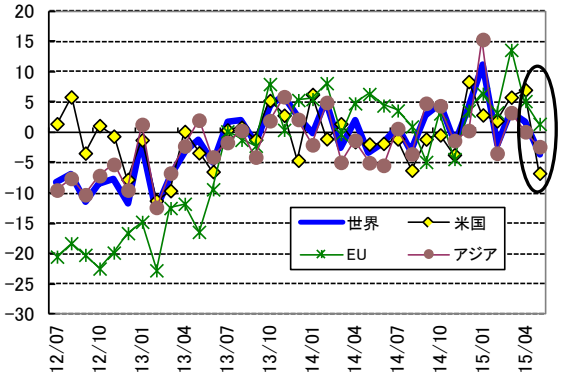
(出所) 経産省「鉱工業生産統計」

2010年=100 (図表3) 一致CIの推移



(出所) 内閣府「景気動向指数」

(図表4) 地域別輸出数量(前年比)の推移



(出所) 財務省「貿易統計」

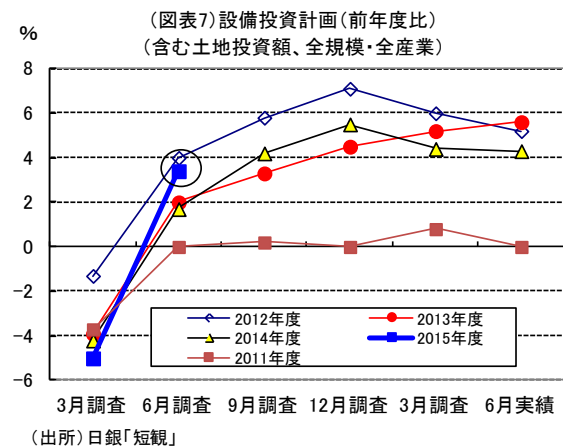
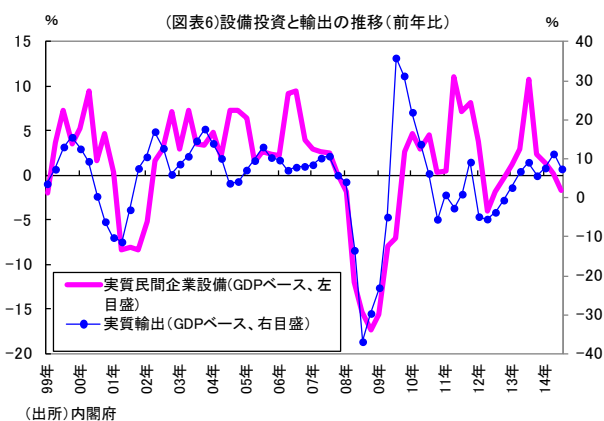
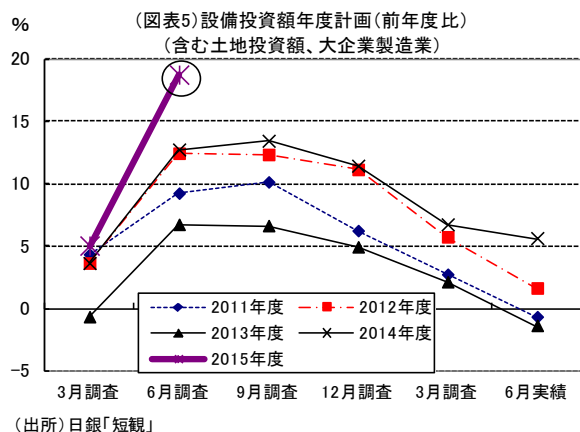
アベノミクス始動後、40円/ドルもの円安が進行したにもかかわらず、輸出がここまで予想外の弱さを示してきた背景としては、①海外景気の弱さ、②下がらない輸出製品価格、③一部業種の国際競争力の低下、④現地生産へのシフト、という4つの要因があった。ここへきて、米国景気の改善、一部業種での製品価格下落、電機産業の国際競争力指数の下げ止まりなど、部分的ながら改善の兆しも見えているが、一方で、日本にとって米国とならぶ最も大きな輸出先である中国景気の先行きに黄信号が灯っているのは懸念材料である。

中国景気は当面減速傾向が続く可能性が高い、黒田日銀総裁は15日の定例会見で、「4~6月期のGDPが前年比で+7.0%ということからも確認されたように、総じて安定した成長を維持しているとみています。先行きについても、当局が金融・経済面の両面から景気下支えに向けた施策を相次いで講じていることもあり、中国経済は、成長ペースを幾分切り下げながらも、概ね安定した成長経路を辿ると考えています」と述べたが、かなり楽観的な印象を受ける。株価急落が6月中旬以降の出来事であることを考えれば、景気への影響は7-9月期以降に現れる。また、4-6月の数字に関しても、政府が株式市場にショックを与えるような数字を出さないであろうということは、あらかじめ市場関係者の間で予想されていた。足元の中国の景気実態が、7.0%という公表数値より悪い可能性は決して低くない。

今後、米国向け輸出に関しては、港湾ストや寒波の反動で、ある程度堅調な伸びを可能性を見込むが、発表される指標は良いものばかりではなく、来るべき利上げに株式市場が耐えられるかどうかは不透明が強い。欧州景気は全体として上向きつつあるが、そのペースはきわめて緩慢であり、欧州向け輸出は今後も伸び悩む可能性が高い。日本の輸出は当面一進一退の推移が続くとみている。

設備投資に過大な期待は禁物

15年度の大企業・製造業の設備投資計画は前年比+18.7%で、この時期としては2004年度以来の記録的な伸びとなった(図表5)。ただ、大企業製造業の設備投資計画は、ここ数年、年度始は高めでも最終的に下方修正される傾向がある。14年度も6月時点では前年比+12.7%だったが、最終的には同+5.6%に落ち着いた。相関の高い輸出が(図表6)、円安が進んだ割には伸び悩んだことが影響している可能性が高い。輸出頼みの設備投資計画という性格が強い分、中小企業との格差が広がっており、全規模全産業ベースの設備投資計画では同+3.4%と、この時期としては高めではあるものの、例年に比し



突出した伸びではない。今年度の設備投資も、足元では弱めの輸出が年度後半にかけて上向くかが大きなポイントとなる。

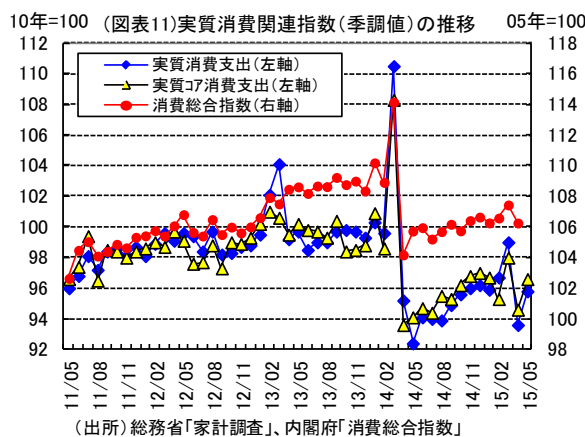
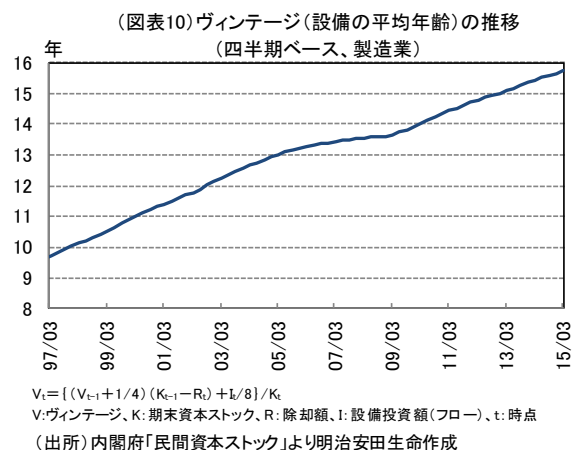
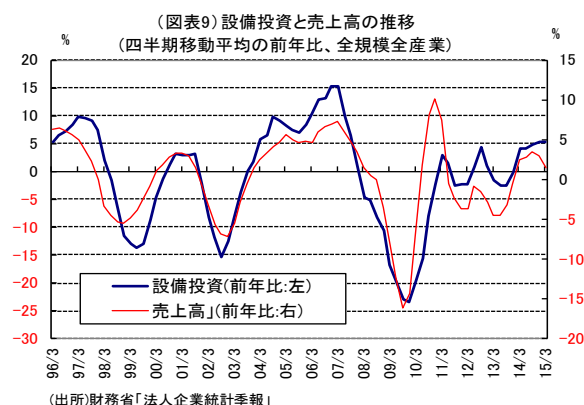
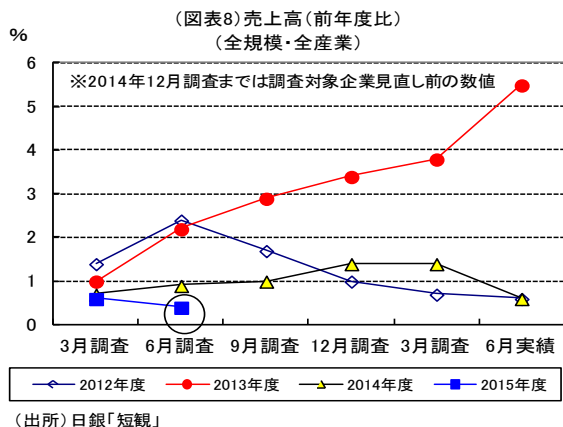
一方で、売上計画は、大企業、中小企業とも低迷している。大企業・製造業の前年比+0.9%、全規模・全産業の同+0.4%は（図表8）、いずれもこの時期としては10年度以降最低の水準である。15年度の経常利益計画は全規模・全産業ベースで同▲0.4%で、昨年同時期の同▲5.4%を上回ったが、依然前年比マイナスである。円安の押し上げ効果の一巡などによる部分が大きく、設備投資は売上高との連動性も大きいことから（図表9）、こうした点からも先行きは楽観視できない。

設備投資の国内回帰の動きも、報道から受ける印象ほどは進んでいないというのが実態である。4月の日銀の地域経済報告（さくらレポート）では、「内外生産体制については、為替円安に伴い国内生産品の輸出採算の改善を期待し得る状況のもとでも、現時点では、ほとんどの先で従来からの基本方針を維持している」とのことで、生産の国内回帰への動きが広がる様子はみられないとの調査結果が示されている。また、稼働率の低迷が続くなかでは、例え国内での生産が増えても、既存の生産能力の範囲にとどまる可能性が高く、設備投資の大きな押し上げ効果は期待できない。

企業は老朽化した設備を多く抱えているのが実態とみられ（図表10）、政府による、老朽化した生産設備の新陳代謝を促進する施策は一定の効果を挙げる可能性があるものの、新規設備投資に関しては、海外で実施するとの方針の企業は減るどころか年々増えてきている。向こう1~2年の設備投資は、更新・合理化投資は回復基調で推移する一方、生産能力増強型の投資は低迷が続くことで、総じて緩慢な回復にとどまるとみている。

個人消費の勢いも鈍い

個人消費も冴えない。家計調査の実質個人消費は、昨年4月の消費増税により水準を大きく切り下げた後、徐々に回復してきたものの、足元の水準は駆け込み直前の14年3月の水準を1割以上下回っている。駆け込みがまだなかったと考えられる12年度の平均も4%



下回っており、水準的には震災の影響で大きく落ち込んだ11年3月並みにすぎない。消費増税がいまだに重しになっているのに加え、名目賃金の伸び悩みも影響している。連合による今春闘の最終集計結果(7/1付)によれば、賃上げ率は2.20%と、昨年同時期の調査(2.07%)を0.13%上回った(図表12)。2%台という伸び幅からはかなりポジティブな印象を受けるが、これは定期昇給込みの数字である。定昇は賃金カーブ上の移動、ベアは賃金カーブ自体の上方シフトを示すが、家計の景況感やインフレ期待に影響するのはあくまでベアの部分である。

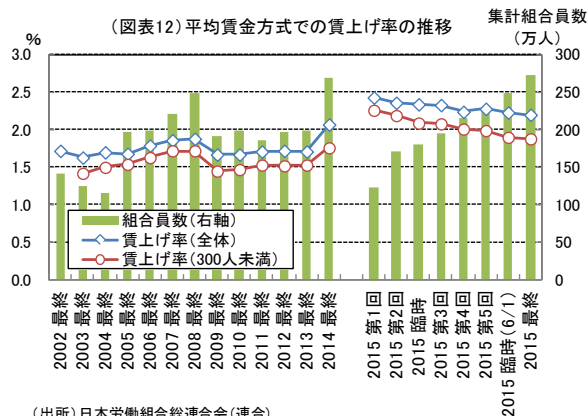
一昨年度(2013年度)にベアを実施した企業はほとんどなかったと考えられるので、仮に一昨年度の同時期の調査の賃上げ率との差をベアと仮定すると、その差は0.49%にとどまる。昨年のベアの水準は0.36%だったので、上乗せ幅はわずか0.13%である。伸び幅が拡大していること自体は良いニュースだが、賃上げをテコに景気と物価の前向きな循環を実現するには、力不足と言わざるを得ない。

マクロ統計とのかい離も残る。昨年度の春闘の賃上げ率が2.07%だったのに対し、厚労省の毎月勤労統計調査によれば、2014年度の従業員5人以上事業所の所定内給与は前年比▲0.2%とマイナスで、2%程度の格差があったことが明らかになっている。理由の一つは非正規職員占率の上昇だが、そもそも労働組合の組織率が2割に満たないことから、連合集計とのかい離は、春闘の対象外の企業の賃金上昇率がさらに低いことも示唆している。このかい離が続くとしたら、今年度の所定内給与も、かろうじてプラスに浮上する程度にとどまる計算となる。いわゆるインバウンド消費は好調で、都市部を中心に展開している百貨店の業況は悪くないものの、地方の小売業界はまだまだ厳しい。

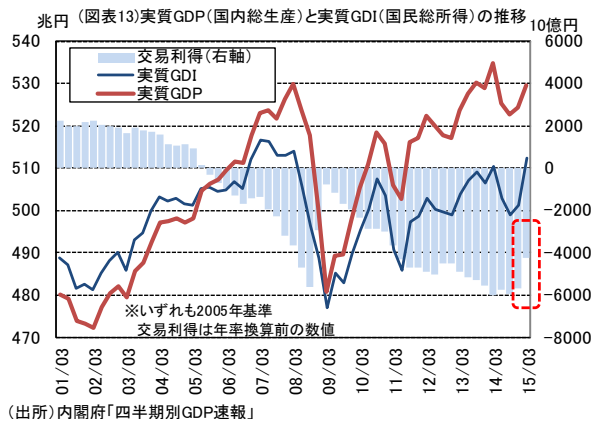
交易条件の改善は景気回復に寄与

1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%と、市場予想の同+0.4%を上回る高めの伸びとなった(図表13)。在庫の寄与度が0.5%と大きく、最終需要(特に国内)は力強さを欠いているが、前向きに評価できるのは、原油価格下落の影響で、輸入デフレターが前期比▲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%へと加速した点である。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(特に産油国)への所得流出に歯止めがかかりつつある様子を示しており、交易条件の改善が2015年度の日本経済を支えるとの当Gの見通しを裏付ける結果になっている。

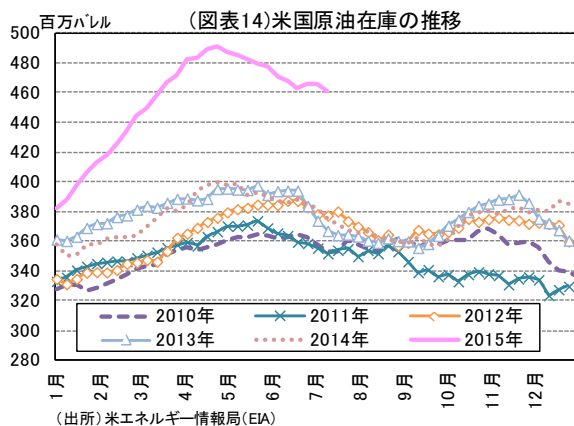
景気が原油価格に支えられていると言うことは、原油価格の大幅上昇が逆にリスクということになるが、その可能性は高くないと見ている。米国の石油リグ稼働数は、原油安を受けて、昨年10月以降大きく減少した。ただ、足元では2週連続で増加しており、シェ



(出所)日本労働組合総連合会(連合)



(出所)内閣府「四半期別GDP速報」



(出所)米エネルギー情報局(EIA)

ールオイルの生産縮小の動きに歯止めがかかる兆しが現れている。世界的に需要が弱含むなか、米国の原油在庫は過去最高水準まで拡大している（図表 14）。春先以降、在庫の減少傾向が続いたものの、足元では再び増加しており、今後も供給過剰感が原油価格の上昇抑制要因になるとみる。

イランの核協議の合意も朗報である。経済制裁解除は少なくとも年末までかかる見通しで、長ければ 1 年程度要する可能性もあることから、足元の原油相場はまだ十分に織り込んでいない段階といえるが、中東ではサウジアラビアに次ぐ生産力を誇るイランからの輸出が本格化すれば、原油市場は供給過多になる可能性が高い。

したがって、15, 16 年度の日本経済は、引き続き交易条件の改善が下支えになると考えている。いうまでもなく、日本は石油資源の 99% 以上を輸入に頼っている。原油価格の下落は、多くの企業にとっては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、原油価格が今後年度を通じて 50 ドル近辺で推移するのと、100 ドルまで上昇するのとでは、15 年度の実質 GDP の伸びに 0.7% 程度の差が出てくる。

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 G は、2015 年度の実質 GDP 成長率は 1.2%、2016 年度は 1.6% と予想している（7/10 時点）。5 月の経済見通し時との比較では、15 年度が 0.3% の下方修正、16 年度は同じとなる。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 16 年の前半までに追加緩和を余儀なくされるとみている。

<景気・相場見通しのシナリオ別概要>

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底堅い推移が続く（示現確率：60%）

原油安を反映した交易条件の改善に伴い、2015 年度の景気は底堅い推移をたどる。米景気の堅調推移が予想されることもあって、2016 年度も緩やかながら回復基調は途切れないとみられ、通年の成長率は 1% 台の伸びが続く。株価は、欧州の政治情勢や量的・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：0.30%～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：0.40%～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はじめる。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：0.40%～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、バブル崩壊的な経済の混乱に見舞われる。高利回りの投資商品に絡んだデフォルトや企業破綻が続出し、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～125円、ユーロ・円レンジ：100円～140円

(担当：小玉)

物価見通しの下方修正が続く

生産と輸出の現状判断を下方修正

7月14日、15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。木内氏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、「緩やかな回復を続けている」が維持された（図表1）。

（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
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
6月19日	緩やかな回復を続けている	→	
7月15日	緩やかな回復を続けている	→	

（出所）日銀

ただ、個別項目ごとの判断を見ると、輸出と鉱工業生産の現状判断については、「持ち直している」から、「振れを伴いつつも、持ち直している」へと小幅下方修正されている（図表2）。後述する成長率見通しの下方修正の背景だが、日銀は前月の段階で、輸出と生産の先行き見通しについて、「振れを伴いつつも」を付ける形で下方修正しており、今回の現状判断の下方修正は、日銀にとってはある意味既定路線である。

また、先行き見通しについては今回、設備投資について、「緩やかな増加基調を続ける」から、「緩やかな増加を続ける」へと「基調」をとる形で小幅上方修正している。短観で大企業製造業の設備投資計画が良好だったことを受けての修正とみられるが、中国経済に暗雲が垂れ込めていることを考えれば、輸出との連動性が高い大企業製造業の設備投資が、計画どおり出てくるかどうかは予断を許さない。短観の設備投資計画も全規模全産業ベースで見ればさほど強いわけではない。

2%への視界は開けず

7月は、4月の展望レポートの中間評価月に当たるが、実質GDPの見通し（政策委員の大勢見通し）に関しては、2015年度が2.0%から1.7%へと下方修正された。黒田総裁は会合後の定例会見

(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 (6月月報)	今回 (7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を反映して、持ち直している	振れを伴いつつも、持ち直している	↓
	輸出	持ち直している	振れを伴いつつも、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	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	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	持ち直しつつある	持ち直しつつある	→
	公共投資	高水準ながら緩やかな減少傾向に転じている	高水準ながら緩やかな減少傾向に転じている	→
先行き見通し	生産	振れを伴いつつも、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	振れを伴いつつも、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	振れを伴いつつも、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	振れを伴いつつも、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、持ち直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、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	→
	公共投資	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	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

で、中国をはじめとした海外景気の低迷に伴う輸出の下方修正が要因としている。また、注目される消費者物価（生鮮食品を除く総合）については、15年度が0.8%から0.7%へ、16年度が2.0%から1.9%へ、17年度が1.9%から1.8%へと（消費税の影響除く）、それぞれ0.1%ずつ小幅下方修正された。黒田総裁は会合後の定例会見で、「**0.1%ポイントの差ですので、そもそもその数字に非常に大きな意味を持たせる必要はなく～**」と述べたが、会見でも指摘があったとおり、15年度の数字に関して言えば、展望レポートと中間評価の通算で、これで4回連続の下方修正となる。この間の修正幅は、14年7月の1.9%から0.7%へと、実に1.2%の下方修正である。ちょうど1年前の会合では15年度中の物価目標達成が見込まれていたのが、徐々に先送りされてきた経緯が見て取れる（図表3）。

中国と原油がリスク

今後は、「16年度前半頃に2%」という目標も、徐々に苦しさを増していく可能性が高いだろう。今回の見通しのリスク要因は、中国経済と原油価格である。まず中国経済について黒田総裁は、「**4-6月期のGDPが前年比で+7.0%ということからも確認されたように、総じて安定した成長を維持しているとみています**」としたが、株価下落の影響で、7月以降はさらに悪化している可能性が高い。また、こう言ってしまえば身もふたもないが、今回のGDP統計に関しては、そもそも中国政府が株式市場にショックを与えるような数字は出せないだろうということは、あらかじめ予想されていた。経済の実態が、公表された数値より悪い可能性は決して低くない。

また、原油価格については今回、70ドルまでの上昇を前提にしているが、イランの制裁解除が実

現し、実際に輸出が増えはじめれば、逆に下がる可能性も十分だ。制裁解除には最短で4ヵ月、長ければ1年程度かかることが予想されており、現時点では原油相場は十分に織り込んでいない。黒田総裁にしろ、岩田副総裁にしろ、「金融政策だけで2%達成は可能」としてきた立場である。原油価格を目標未達の理由にすることはできないはずで、こうなったら説明は苦しくなるだろう。なお、筆者自身は、例え中国経済が好調で、かつ原油価格が70ドルに到達してもCPIは2%に達しないと考えている。

当面はすえ置きだが

とりあえず、大幅な円高が進まない限りは、金融政策は当面すえ置きと考えられる。黒田総裁は会見で、「エネルギー価格の下落の影響が次第に剥落していく、そして来年度前半頃には全くなくなることから言いますと、実際の物価上昇率は年度後半、秋口以降、かなりのテンポで上昇していく可能性がります」と述べており、年度後半にV字型回復との期待を崩していない。また、これ以上の円安誘導が難しいという事情もある。量的・質的緩和の実体経済への波及ルートは、円安の進行（と付随して起きる株高）に依存する部分が多いが、ドル円はすでに、購買力平価などから推計される理論値を大幅に上回る円安水準に達している。先日の国会における黒田総裁の、「これからどんどん円安に行きそうもない」との発言は明らかに失言だが、さらなる円安誘導が必要とは考えていないこともまた明らかになった。実際、これ以上の円安は、原油安に伴う交易条件の改善効果を相殺する結果につながる可能性が高い。すでに、内需型の地方の中小企業のなかには、経営が厳しくなっているところも増えている。したがって、日銀が早期に動くとしたら、大幅な円高が進んだ場合以外は考えにくい。

物価目標の変更なら追加緩和が必要か

しかし、「16年度前半頃」の2%達成が厳しいことがいよいよ明らかになれば、日銀は追加緩和を実施せざるをえないだろう。年度後半になれば、原油価格下落の影響一巡後の消費者物価のトレンドも見えてくる。おそらく、リバウンドのペースが思いのほか鈍いという展開になる。年明けには、「16年度前半頃」の「頃」がどこまで入るのかといった細かい議論が蒸し返されることになるだろう。当然、年度後半になっても「年度前半頃」という言い方を続けることはできない。変えるならもっと早い段階で変えてくることになるだろうが、達成時期をこれ以上後ずれさせるということになれば、「2年をめど」という当初の目標に変更はないと強弁し続けることも難しくなる。

目標変更にもかかわらず、追加緩和を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。

量的・質的緩和の限界は間近

しかし、手段が問題となる。国債市場の需給のひっ迫を考えると、昨年10月の追加緩和並みの買い増し(30兆円)はおそらく不可能である。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、銀行がオペに応じるインセンティブ(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されるし、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。おそらく、事務方が知恵を絞って新機軸を打ち出してくるのだろうが、それを現時点で予想するのは難しい。そもそも、2%に固執することが問題であり、べき論を言えば、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が、

執行部は今さら振り上げたこぶしは降ろせないだろう。

現状のペースで金融緩和を続けるだけでも、マネタリーベースは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の規模に届く計算になることから、いずれ限界は訪れる。日銀にとっては、このまま物価が2%に到達するのを祈りたいところだが、叶わなかった場合、厳しい立場に追い込まれよう。黒田総裁の行動様式を考えれば、市場に先回りしてなんらかの新機軸を打ち出す可能性もあるが、これまでのように、黒田総裁が何をして市場に絶賛されるというわけにはいなくなる可能性が高い。(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)

2015/6/19	2015/7/15
<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)。 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)。 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。 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。 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)。 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)。 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。 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。 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> ・金融政策は変更なし</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。そうしたもとの、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。雇用・所得環境の着実な改善を背景に、個人消費は底堅く推移しているほか、住宅投資も持ち直しつつある。この間、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。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は持ち直している。また、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。そうしたもとの、<u>輸出や鉱工業生産は、振れを伴いつつも、持ち直している。企業収益が改善するなかで、業況感は総じて良好な水準で推移しており、設備投資は緩やかな増加基調にある。雇用・所得環境の着実な改善を背景に、個人消費は底堅く推移しているほか、住宅投資も持ち直しつつある。この間、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。また、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、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。</u></p>
<p><筆者コメント> ・景気の現状判断は、「緩やかな回復を続けている」で変更なし ・輸出と鉱工業生産について、「持ち直している」から、「振れを伴いつつも、持ち直している」へと下方修正 ・短観発表直後の会合でのみ言及のある企業の業況感は、「総じて良好な水準で推移している」で、前回4月と同じ</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>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> ・先行き判断は変更なし</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景気・物価のモメンタム、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。</p>	<p>6. 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景気・物価のモメンタム、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> ・リスク要因は変更なし</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>7. 「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> ・金融政策の運営方針は変更なし</p>	

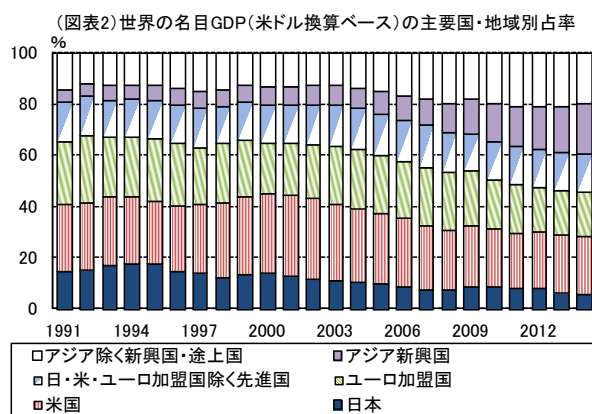
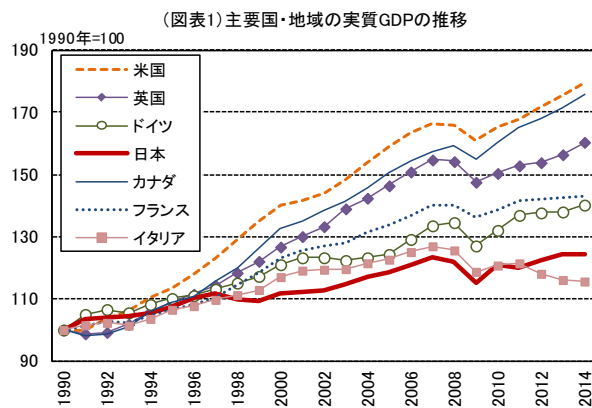
1990年代以降の日本経済に生じた変化③ —世界 GDP に占める占率の低下とその背景—

世界における日本のプレゼンス

前々回のレポート(「1990年代以降の日本経済に生じた変化①—世帯年収の低下とその背景—」、明治安田生命経済ウォッチ 2015年6月第4週号)と、前回のレポート(「1990年代以降の日本経済に生じた変化②—国内産業構造と貿易構造の変化—」、明治安田生命経済ウォッチ 2015年6月第4週号)では、1990年代以降の日本経済を振り返ってきた。バブル崩壊後、日本経済の低空飛行が続いてきたことは①、②で述べたとおりだが、他の先進国と比較しても、日本の経済成長は鈍い。1990年から2014年の実質 GDP の拡大ペースは、G7 のなかではイタリアと最下位を競う状況である(図表1)。他方、中国やアジア新興国では高成長が続いていることから、日本経済の相対的なプレゼンスは、かつてよりも縮小している。シリーズ最終回の今回のレポートでは、日本経済のプレゼンスの変化について概観し、その背景である人口問題について考える。

世界 GDP に対する日本の占率は大きく低下

世界 GDP に対する日本の占率(名目 GDP、米ドル換算ベース)は、1994年の18%をピークに、低下傾向を続けており、2014年には6%まで縮小した(図表2)。先進国・地域については、ユーロ圏も同様に占率の縮小傾向が続いているほか、米国も2000年代以降、占率が縮小しており、世界 GDP に占める先進国・地域の割合は、1991年の8割強から、2014年には6割程度まで低下している。この裏側にあるのが、冒頭でも触れたとおり、アジア新興国の高成長である。アジア新興国の占率は1991年には5%に満たなかったものの、2014年には20%近くにまで上昇した。その太宗を占めるのが中国である。人民元高の影響もあるが、中国の占率は1991年の1.8%から、2014年には13.4%まで、大きく拡大した。より実態に即した所得を反映する購買力平価ベースの GDP では、2014年にすでに中国が米国を上回



(図表3) 名目 GDP の順位

	1990	1995	2000	2005	2010	2014
1	米国 5,980	米国 7,664	米国 10,285	米国 13,094	米国 14,964	米国 17,419
2	日本 3,104	日本 5,334	日本 4,731	日本 4,572	中国 5,950	中国 10,380
3	ドイツ 1,591	ドイツ 2,593	ドイツ 1,953	ドイツ 2,863	日本 5,495	日本 4,616
4	フランス 1,279	フランス 1,611	英国 1,552	英国 2,415	ドイツ 3,418	ドイツ 3,860
5	イタリア 1,140	英国 1,236	フランス 1,372	中国 2,287	フランス 2,652	英国 2,945
6	英国 1,099	イタリア 1,172	中国 1,193	フランス 2,207	英国 2,409	フランス 2,847
7	カナダ 595	ブラジル 786	イタリア 1,146	イタリア 1,857	ブラジル 2,209	ブラジル 2,353
8	スペイン 534	中国 757	カナダ 739	カナダ 1,164	イタリア 2,131	イタリア 2,148
9	ブラジル 475	スペイン 612	メキシコ 684	スペイン 1,159	インド 1,708	インド 2,050
10	中国 404	カナダ 602	ブラジル 657	韓国 898	カナダ 1,614	ロシア 1,857

購買力平価ベース GDP の順位

	1990	1995	2000	2005	2010	2014
1	米国 5,980	米国 7,664	米国 10,285	米国 13,094	米国 14,964	中国* 17,617
2	日本 2,359	日本 2,856	中国 3,608	中国 6,456	中国 12,085	米国 17,419
3	ドイツ 1,637	中国 2,196	日本 3,237	日本 3,859	インド 5,371	インド* 3,565
4	イタリア 1,135	ドイツ 2,033	ドイツ 2,429	インド 3,274	日本 4,317	日本 4,751
5	フランス 1,112	インド 1,442	インド 2,101	ドイツ 2,803	ドイツ 3,277	ドイツ* 3,722
6	中国 1,091	イタリア 1,364	フランス 1,678	ロシア 2,314	ロシア 3,031	ロシア* 3,565
7	ブラジル 1,004	フランス 1,338	イタリア 1,629	ブラジル 2,051	ブラジル 2,804	ブラジル 3,264
8	インド 998	ブラジル 1,311	ブラジル 1,585	フランス 2,047	フランス 2,340	インドネシア 2,676
9	英国 980	ロシア 1,301	ロシア 1,531	英国 1,976	英国 2,233	フランス 2,581
10	メキシコ 705	英国 1,200	英国 1,522	イタリア 1,917	イタリア 2,077	英国 2,549

* IMF推計値

(出所) IMF

(米ドル換算ベース、10億ドル)

ったと推計されている（図表3）。

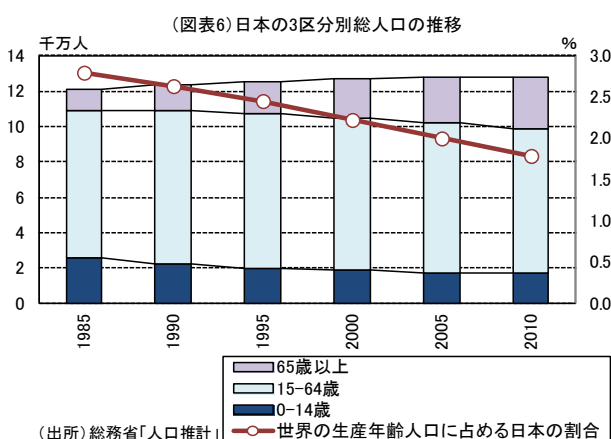
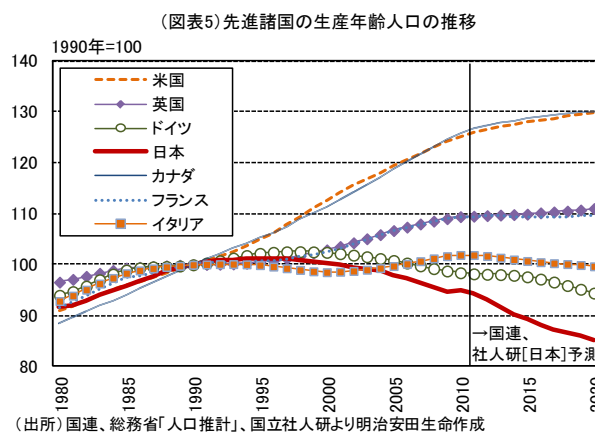
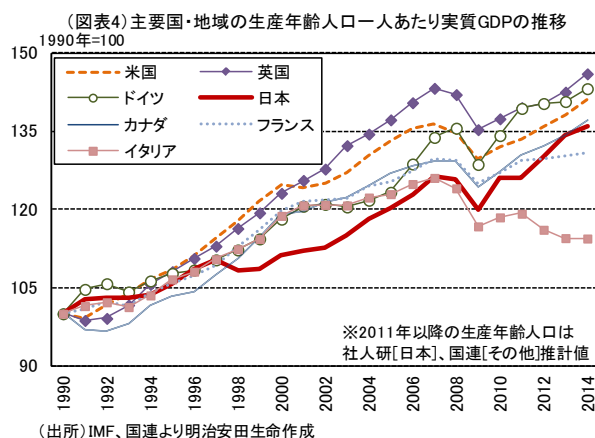
他方、日本経済の長期停滞もあり、日本の名目 GDP は、2009 年に中国に抜かれただけでなく、世界第一位の米国との差も年々拡大している。購買力平価ベースでは、すでにインドにも抜かれているほか、規模で見ても上位3カ国を大きく下回っている。

プレゼンスの縮小をもたらした人口動態の変化

一方、実質 GDP を、生産年齢人口（15-64 歳の人口）で割った生産年齢人口一人あたり実質 GDP の推移を見ると、実質 GDP の推移とは違った姿が浮かび上がる（図表4）。日本の生産年齢人口一人あたり実質 GDP の伸びは、1990 年代後半から2000 年代前半にかけて、先進諸国に劣後したものの、それ以外の時期では他国と遜色なく、リーマン・ショック以降の持ち直しはむしろ目覚ましい。25 年間を通じた日本経済の成長経路は、2000 年代に資源ブームの恩恵を受けたカナダとほぼ一致しており、長期停滞とは程遠い姿が浮かび上がる。

生産年齢人口一人あたり実質 GDP の伸びが比較的堅調であったにもかかわらず、実質 GDP が停滞しているということは、この間の生産年齢人口の減少がそれだけ深刻であったことを意味する。各国の生産年齢人口の推移を見ると、米国、カナダ、英国、フランスなどでは生産年齢人口の増加傾向が続いている一方で、ドイツや日本では1990 年代後半から減少傾向となっている（図表5）。とりわけ、日本の生産年齢人口の減少ペースは著しく、2014 年の生産年齢人口はピーク時の1995 年を10%程度下回る。総務省の人口推計を見ると、1990 年に70%であった生産年齢人口比率は、2010 年には64%まで低下しており、世界の生産年齢人口に占める日本の生産年齢人口の割合も低下が続いている（図表6）。

1995 年から2014 年の間に、日本の実質 GDP 規模は約15%増加しているの、1995 年当時の日本の姿と足元の日本の姿を比較すると、10%少ない労働供給力で15%大きい付加価値を生み出している計算となる。加えて、実際には、この間に、①で見たように一人あたり労働時間が趨勢的に減少し、また労働力率も均せば低下傾向で推移しているの、労働者一人当たり・時間当たりの生産量はそれ以上に改善していた計算となる。このように、一国全体の実質 GDP という観点では他の先進国に劣後してきたが、生産年齢人口一人当たりの実質 GDP はむしろ堅調な推移となっているのが



過去 25 年間の日本経済の特徴である。

人口減少による成長の下押し圧力は 2000 年代後半から顕在化

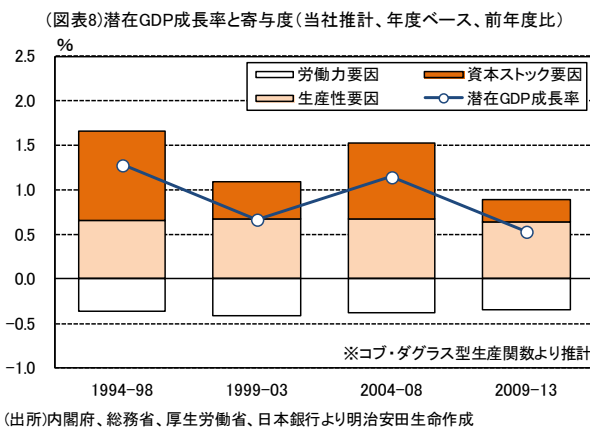
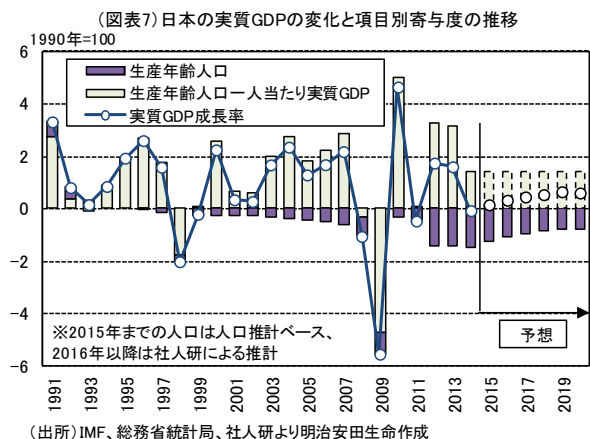
日本の生産年齢人口の減少がはじまったのは 1996 年だが、人口減少が目に見えて成長の下押し圧力となりはじめたのは 2000 年代に入ってからである。とりわけ、2012 年以降は、団塊の世代の多くが 65 歳を迎えはじめたことを受け、生産年齢人口の減少が実質 GDP 成長率を毎年▲1%以上押し下げている計算となる（図表 7）。人口減少は今後も成長の下押し圧力となる見込みであり、国立社会保障・人口問題研究所の推計によると、出生中位・死亡中位の予想を前提とした場合、同研究所の予想期間最終時点の 2060 年まで生産年齢人口は減少が継続と予想されている。この予想を前提とすると、今後、一人当たり実質 GDP 成長率が過去 20 年の平均値（リーマン・ショック時を除く）で推移したとしても、実質 GDP 成長率は過去の平均値を大きく下回り、前年比+0.5%程度にとどまってしまう。

一国の中長期的な成長力を反映する潜在成長率も、足元では前年比+0.5%程度と推計される。潜在成長率のうち、労働力要因を見ると、90 年代後半以降、労働力要因がマイナス寄与となっている。この背景については、2000 年までは、①のレポートでも見たように、主に勤務時間の削減であったが、2000 年代以降は、主に生産年齢人口そのものの減少が寄与しているとみられる。こうしたなかでは、一国全体の GDP が鈍化するのも必然と言えよう。

一人当たり GDP は健闘も、人口減少の影響は避けられず

以上より、かねてから論じられていることであるが、過去 25 年の間に日本経済のプレゼンスが縮小している一方で、中国をはじめとするアジア新興国のプレゼンスが高まっていることが改めて浮き彫りとなった。ただ、日本の実質 GDP を生産年齢人口一人当たり GDP の変化と、生産年齢人口の変化に分解すると、前者は比較的堅調な伸びとなっている一方で、後者が成長の大きな下押し圧力となっていることが分かる。人口動態の変化を考慮すれば、①で見た労働時間の圧縮や、②で見た産業の海外移転などの変化を経験しながらも、健闘してきたと捉えることもできないわけではない。ただ、生産年齢人口の減少が確実視されるなか、一国全体の GDP という観点では、今後も高成長への回帰は期待しがたい。ひところよりは成長率が鈍化しているとはいえ、高成長が続く中国や、2%程度の堅調な成長が続く米国との GDP 規模の差は今後も拡大傾向が続くとみられる。

（担当：山口）

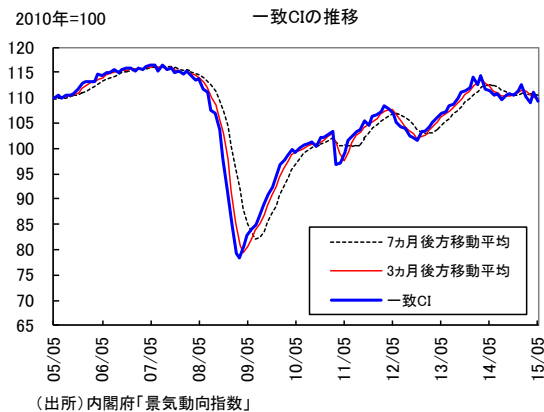


主要経済指標レビュー (7/6~7/17)

《日 本》

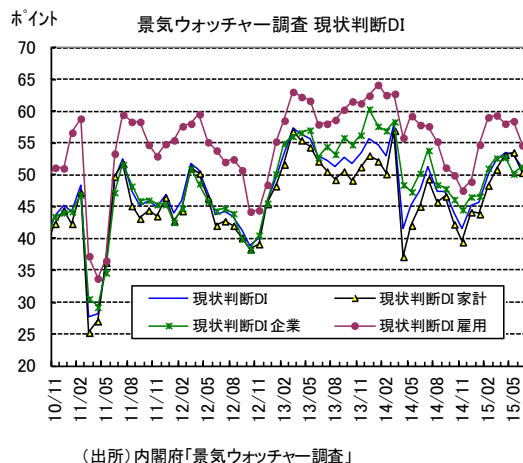
○ 5月景気動向指数 (7月6日)

5月の景気動向指数では、一致CIが109.2(前月差▲1.8ポイント)と、2ヵ月ぶりに低下した。個別系列では、耐久消費財出荷指数、鉱工業生産財出荷指数、鉱工業生産指数など、生産・出荷関連指標でのマイナス寄与が目立った。先行CIも106.2(前月差▲0.2ポイント)と、2ヵ月ぶりの低下。内閣府の基調判断は、「改善を示している」から「足踏みを示している」へと下方修正された。景気は、足元では停滞感が出つつある。ただ、個人消費は原油安に伴う実質購買力の改善などを背景に、緩やかな回復が見込まれるほか、輸出も米国向けが下支えとなって持ち直しに向かうとみられ、均せば緩やかな回復傾向で推移すると予想する。



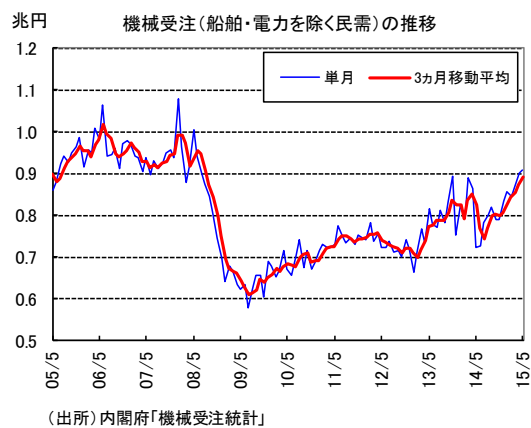
○ 6月景気ウォッチャー調査 (7月8日)

6月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが前月差▲2.3ポイントの51.0と、2ヵ月連続の低下となった。先行き判断DIは、同▲1.0ポイントの53.5と、7ヵ月ぶりの低下。現状判断DIでは、家計動向関連のマイナス幅が大きく、ウォッチャーからは、輸入価格の高騰が消費に与える悪影響を懸念する声が目立つ。名目賃金も伸び悩むなか、今後も個人消費に力強い伸びは期待できない。ただ、引き続き原油安やインバウンド消費が下支えとなるとみられるほか、秋口以降は製造業の在庫調整の一巡が見込まれるほか、米国景気も底堅く推移するとみられることなどから、日本の景気は、緩やかな回復基調が続くと予想する。



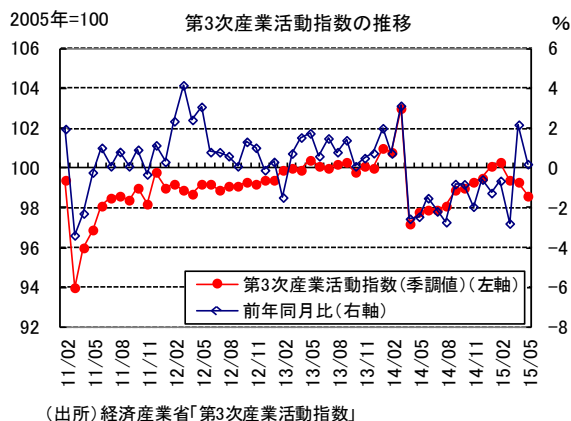
○ 5月機械受注 (7月9日)

5月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比+0.6%と、3ヵ月連続のプラスとなった。業種別では製造業が同+9.9%と、高めの伸びとなったものの、非製造業(除船・電)は同▲4.0%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。5月は鉄鋼業からの大型受注が押し上げており、この影響を除くと、同▲10%前後のマイナスだったとみられる。今後の設備投資については、連動性の高い輸出は緩やかな回復を見込むものの、国内の中長期的な低成長予想が定着していることや、新規設備投資は海外を優先する動きが続いていることから、生産能力増強型投資の低迷が続く可能性が高く、更新・合理化投資を中心に緩やかな回復にとどまると予想する。



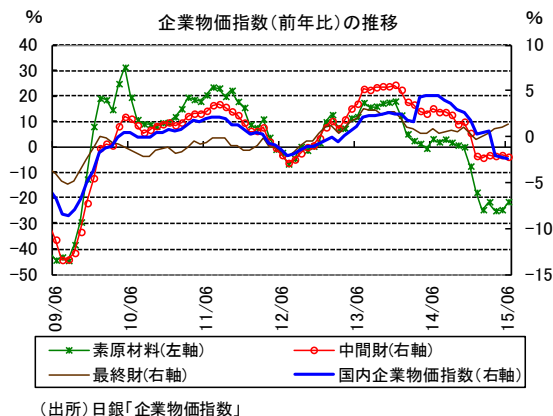
○ 5月第3次産業活動指数（7月13日）

5月の第3次産業活動指数は前月比▲0.7%と、3ヵ月連続のマイナスとなった。業種別に見ると、13業種中、7業種で低下、6業種で上昇という結果。低下した業種のなかでは、学術研究、専門・技術サービス（同▲2.8%）、卸売、小売（同▲0.6%）などのマイナス寄与が大きかった。学術研究、専門・技術サービスでは、土木・建築サービス業などが、卸売、小売では機械器具卸売業などが押し下げに寄与している。一方、上昇した業種では、その他サービス（公務等を除く）（同+1.4%）、宿泊、飲食サービス（同+1.5%）などのプラス寄与が目立った。今後についても、消費者マインドの改善が一服しているほか、名目賃金も高い伸びが期待できないことから、第3次産業活動指数の持ち直しペースは鈍いものと予想する。



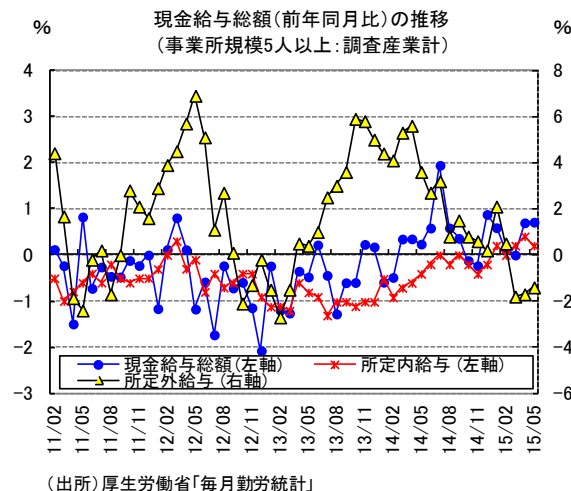
○ 6月企業物価指数（速報値）（7月13日）

6月の国内企業物価指数は前年比▲2.4%と、3ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も前月から拡大した。23種目中、7業種が押し上げ方向に寄与、11業種が押し下げ寄与、5業種が前月と同じとなった。押し下げ方向に寄与した項目では、電力・都市ガス・水道（5月：同+0.6%→6月：同▲3.3%）、業務用機器（同+0.2%→同▲0.7%）などが目立った。輸出入物価指数（円ベース）を見ると、輸出物価は同+6.8%と、前月からプラス幅が拡大した。一方、輸入物価は同▲6.3%と、原油安の影響でマイナスが続いているが、前月からマイナス幅は縮小した。交易条件は前月からやや悪化したものの、前年の水準から大きく改善した状況となっている。今後の企業物価は、原油価格が低迷していることから、上がりにくい状況が続くとみている。



○ 5月毎月勤労統計（確報、7月17日）

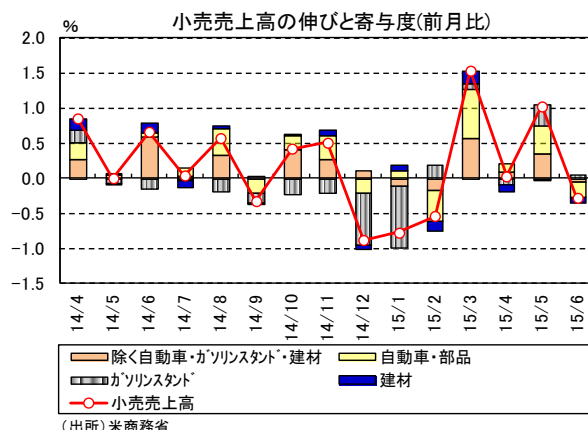
5月の毎月勤労統計では、現金給与総額（事業所規模5人以上：調査産業計）が前年比+0.7%と、2ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、定期給与が同±0.0%と、4月の同+0.4%から伸び幅が縮小したものの、特別給与が同+25.2%と、前月の同+10.9%から、伸び幅が拡大し、全体を押し上げた。定期給与では、所定内給与（同+0.4%→同+0.2%）のプラス幅が縮小した。所定外給与（同▲1.7%→同▲1.4%）はマイナス幅が縮小したものの、所定外労働時間の減少を受け、3ヵ月連続のマイナスとなっている。2015年の春闘では、固定費の増加につながるベアは平均で0.5-0.6%程度だったとみられ、今後の賃金上昇ペースは緩やかなものと予想する。



《米 国》

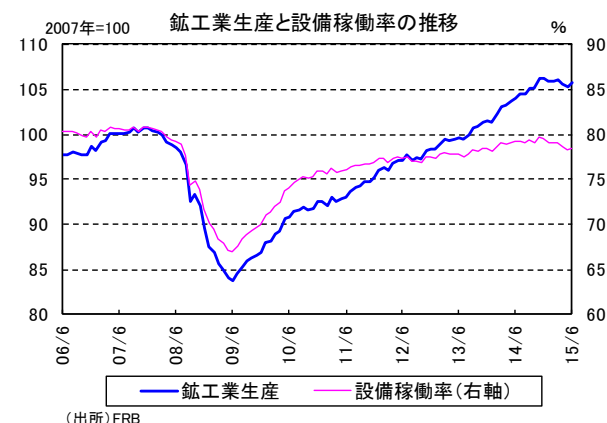
○ 6月小売売上高 (7月14日)

6月の小売売上高は前月比▲0.3%と、4ヵ月ぶりに減少し、市場予想(同+0.3%)を下回った。ガソリンスタンドが同+0.8%と2ヵ月連続で増加したものの、自動車・部品が同▲1.1%と4ヵ月ぶりに減少。建材も同▲1.3%と3ヵ月連続で減少し、全体を押し下げた。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」でも、同▲0.1%と、4ヵ月ぶりに減少した。今後の個人消費は、ガソリン安などを背景に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も進んでいることなどから、回復傾向で推移するとみる。



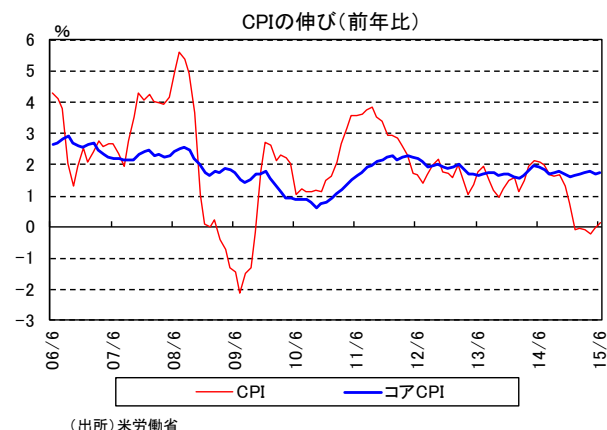
○ 6月鉱工業生産 (7月15日)

6月の鉱工業生産は前月比+0.3%と、3ヵ月ぶりのプラスとなり、市場予想(同+0.2%)をも上回った。産業別に見ると、製造業が2ヵ月連続で前月比横ばいとなったものの、電気・ガスなどの公益事業は同+1.5%と2ヵ月連続でプラス。鉱業も同+1.0%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。設備稼働率は78.4%と、7ヵ月ぶりに上昇した。原油安などを背景に、エネルギー関連業種の生産には当面下押し圧力がかかるとみるが、低金利環境に支えられ、自動車販売の回復が続くとみられることなどから、輸送機器を中心に生産は持ち直し傾向で推移すると予想する。



○ 6月CPI (消費者物価指数) (7月17日)

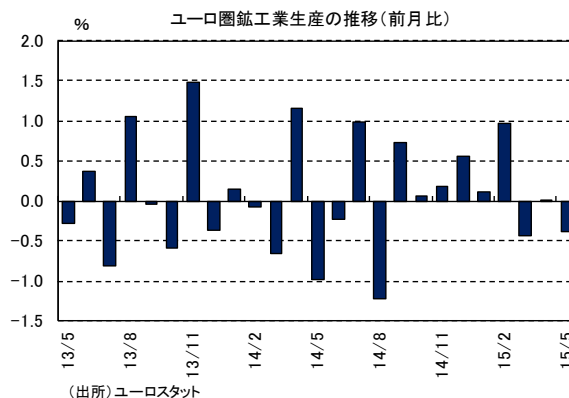
6月のCPIは前月比+0.3%と、5ヵ月連続で上昇し、市場予想どおりの結果となった。ガソリン価格などの上昇を背景に、エネルギーが同+1.7%と2ヵ月連続で上昇し、全体を押し上げた。前年比ベースでも0.1%と、6ヵ月ぶりのプラスとなった。一方、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは前月比+0.2%と、5月の+0.1%から伸び幅が拡大。前年比でも+1.8%と、5月の+1.7%から伸び幅が縮小した。帰属家賃が上昇した影響が大きい。賃金の回復ペースには力強さが欠けることなどから、コアCPIは今後も緩やかな伸びが続くとみている。



《 欧 州 》

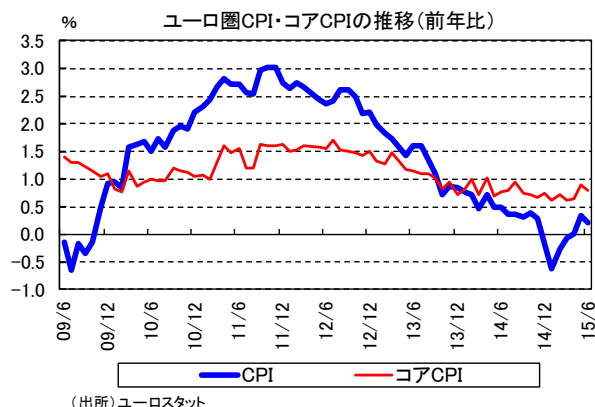
○ 5月ユーロ圏工業生産（7月14日）

5月のユーロ圏工業生産は前月比▲0.4%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。財別で見ると、資本財が同+0.5%→同+1.0%と、プラス幅が拡大したものの、中間財は同+0.1%と、前月から同じ伸びにとどまったほか、消費財は同▲0.4%→同▲0.9%と、マイナス幅が拡大した。主要国別では、フランスが同▲0.9%→同+0.3%、イタリアが同▲0.3%→同+0.9%、スペインが同▲0.2%→同+0.4%と、いずれもプラスへと転じた一方、ドイツは同+0.8%→同0.0%と、前月から横ばいにとどまった。ユーロ圏では、個人消費や輸出の改善が緩やかであることから、今後の工業生産の回復ペースも緩慢なものにとどまるとみる。



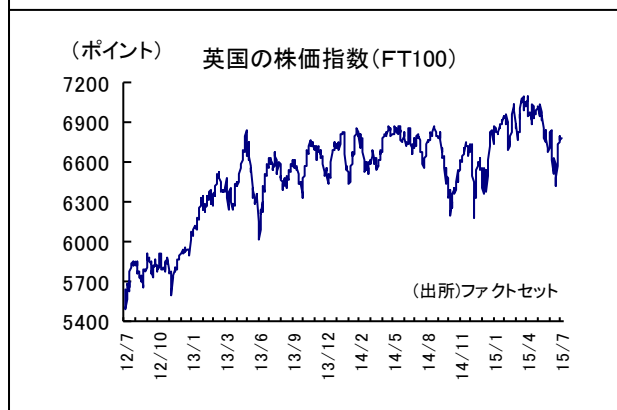
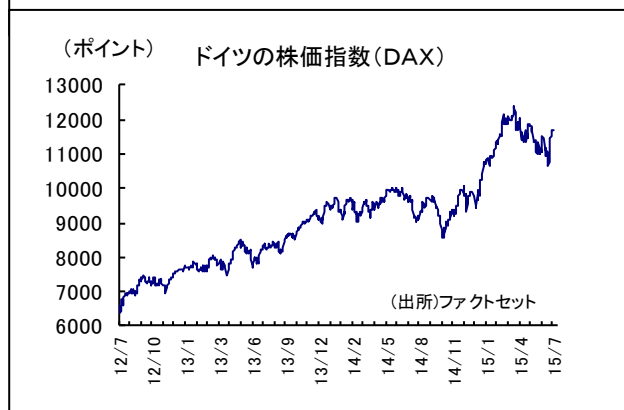
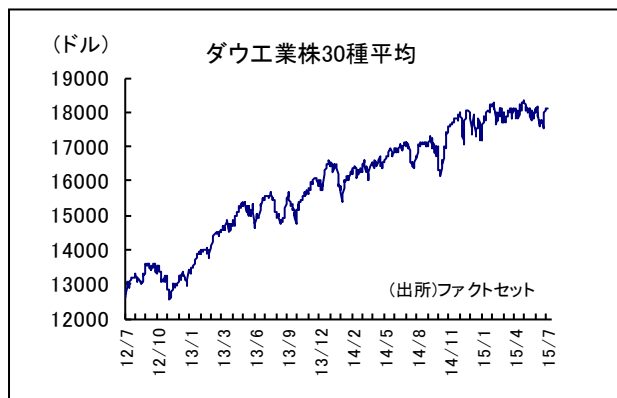
○ 6月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（7月16日）

6月のユーロ圏CPIは前年比+0.2%と、前月からプラス幅が縮小した。エネルギー価格が同▲4.8%→同▲5.1%と、マイナス幅が拡大したほか、食品価格は同+0.9%→同+0.8%、サービス価格も同+1.3%→同+1.1%と、ともにプラス幅が縮小した。国別では、スペインが同▲0.3%→同0.0%と、1年ぶりにマイナスを脱したものの、ドイツは同+0.7%→同+0.1%と、プラス幅が縮小。一方、フランスは同+0.3%、イタリアは同+0.2%と、ともに前月と同じ伸びとなった。ECB（欧州中央銀行）のドラギ総裁は7月の政策理事会で、インフレ率は向こう数ヵ月低水準にとどまるものの、原油安効果が和らぐことで、年末にかけて上昇するとの見通しを維持した。

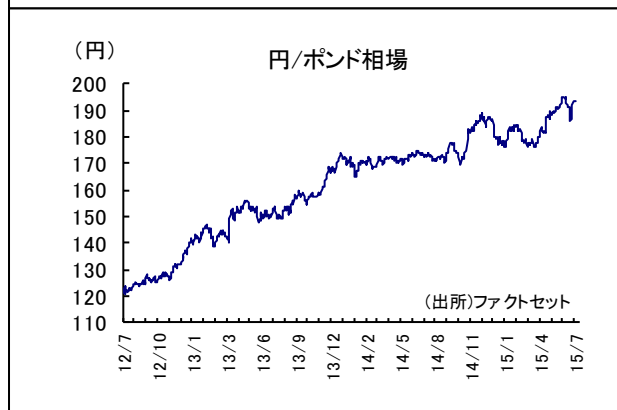
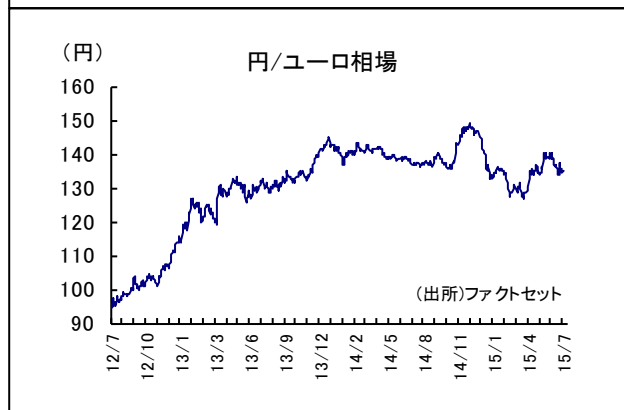
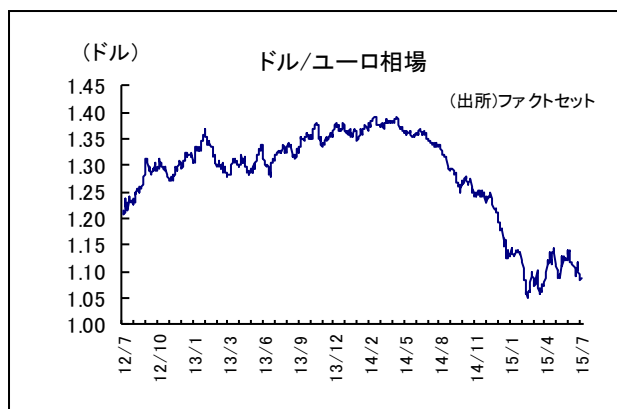
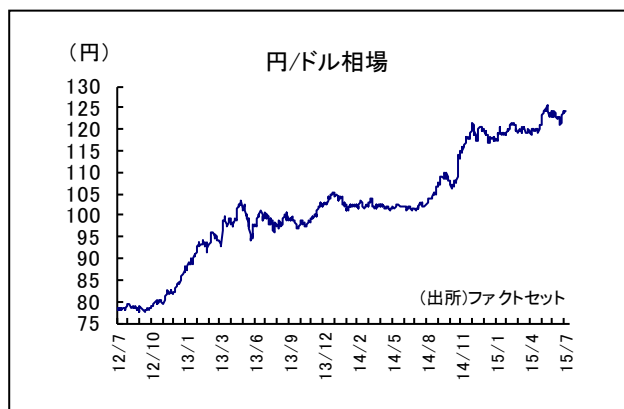


日米欧マーケットの動向 (2015年7月21日現在)

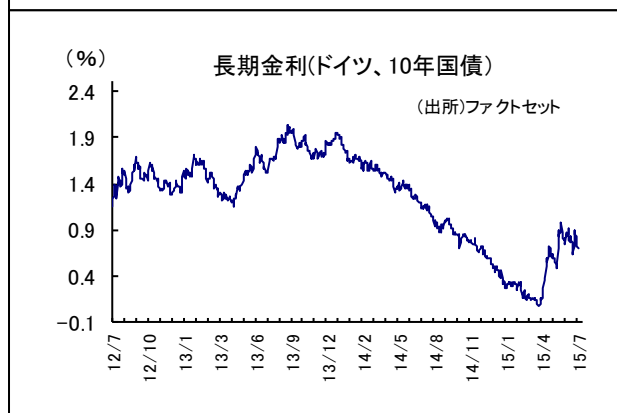
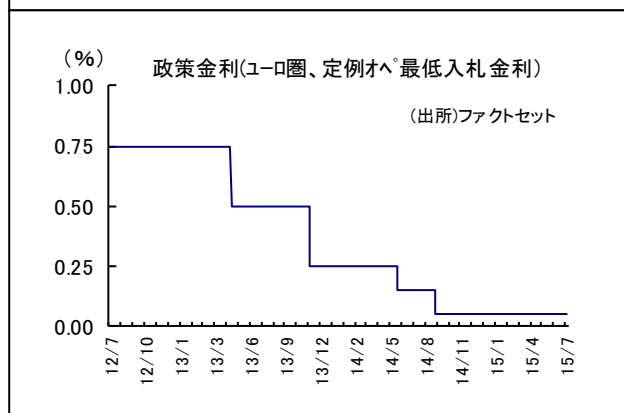
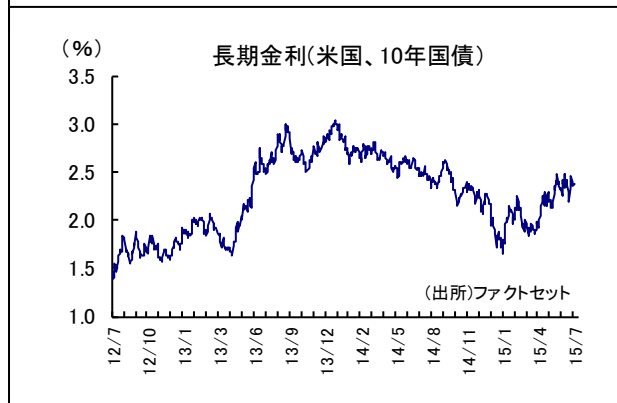
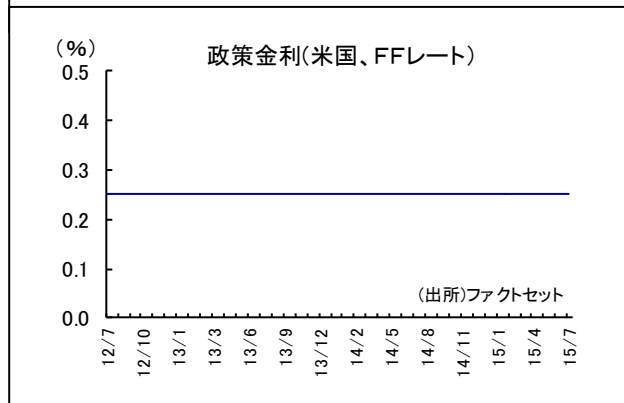
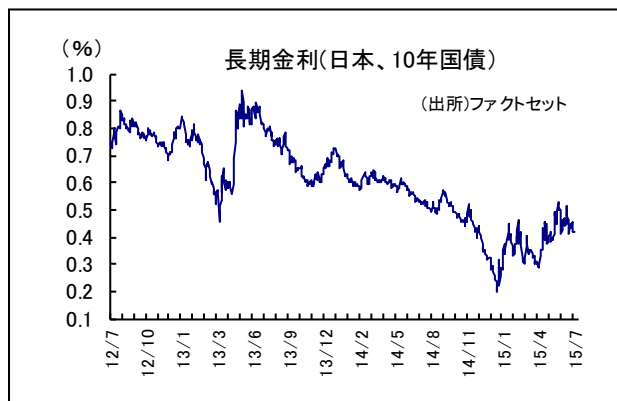
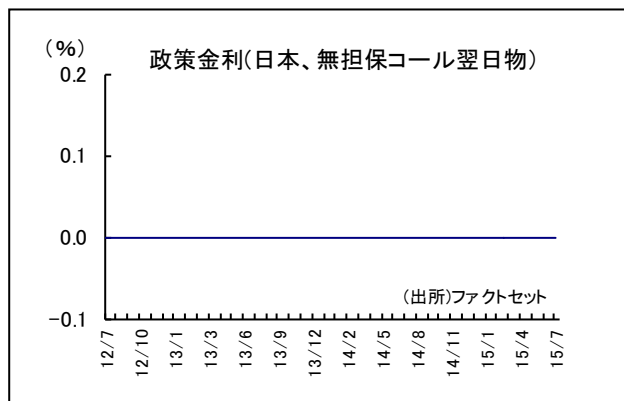
▽各国の株価動向



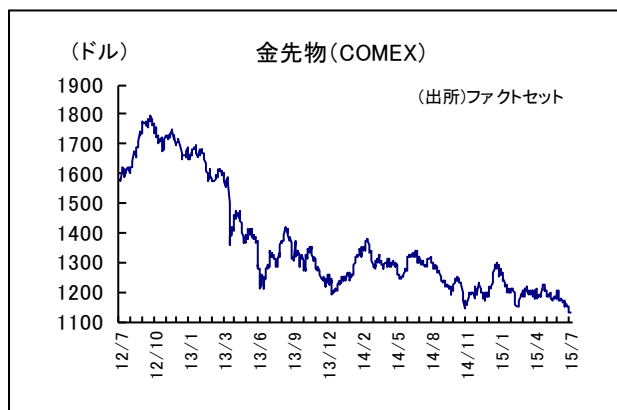
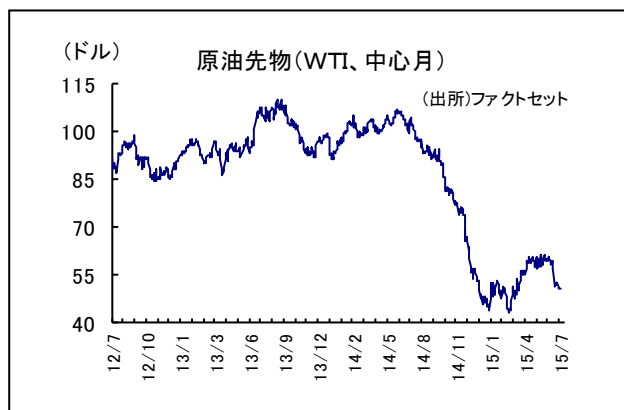
▽外為市場の動向



▽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