



明治安田生命

経済ウォッチ

2015年11月 第4週号

(原則、毎月第2週、4週発行) 2015年度 vol.16

<フォーカス> 2015-2017年度経済見通し特集号

当社では、2015年7-9月期 GDP速報値の発表を踏まえ、「2015-2017年度経済見通し」を作成、11月19日(木)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8月時点の予測値)

実質GDP成長率: 2015年度 0.8%(0.7%) 2016年度 1.2%(1.6%) 2017年度 0.4%
 名目GDP成長率: 2015年度 2.5%(2.5%) 2016年度 2.6%(2.6%) 2017年度 1.9%

2. 要点

- ①足元の日本経済は、年度始以来の停滞局面を脱し、緩やかながら回復へ向かいつつある段階と考えられる。今後の景気は、交易条件の改善が引き続き下支えになるとみられるものの、内外需とも確たるけん引役不在のなか、回復ペースは緩慢な状態が続くと予想する。2016年度末には、2017年4月予定の消費増税をにらんだ駆け込み需要が見込まれるものの、2016年度、2017年度で均せば、成長率は0%台にとどまるとみる。
- ②個人消費は、原油安に伴う家計の実質購買力の改善が押し上げ要因となるが、名目賃金の伸び加速が見込みにくいなか、力強い回復には至らないと予想する。住宅投資は、需要先食いの影響が残るものの、各種政策効果が下支えしよう。設備投資は、製造業の能力増強投資の低迷を背景に、緩慢な回復にとどまると予想する。公共投資は、来年度以降も予算の大幅な積み増しが期待できないなか、一進一退の推移が続こう。輸出は、米国向けの伸び悩みや中国景気の減速の影響などを受け、停滞気味の推移が続くと予想する。
- ③米国景気は、ガソリン安に伴う家計の実質購買力の向上などを背景に、回復基調が続くと予想する。欧州景気は雇用環境の改善に支えられ、緩やかな持ち直しに向かうとみる。中国景気は、製造業の過剰設備の解消に向けた動きが続くなか、6%台後半の成長にとどまるとみている。

(Shana wrote)

目次

<フォーカス>2015-2017年度経済見通し特集号.....	1	日銀は「物価の基調」を緻密にフォローへ.....	12
・ 経済情勢概況.....	2	・ 主要経済指標レビュー.....	17
・ 2015-2017年度経済見通し(要約版).....	4	・ 日米欧マーケットの動向.....	21

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日本

日本経済は、緩やかながら回復に向かいつつある回復ペースが鈍化している。今後もは、引き続き交易条件の改善が下支えするとみるものの、内外需ともけん引役不在のなかの状況が続くとみられ、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

個人消費は、回復ペースが鈍い。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、今後も均せば緩やかな回復傾向で推移とみている。

住宅投資のは、均せば持ち直しペースは鈍い傾向となっている。今後もただ、需要先食いの影響がしばらく残るとみていることから、一進一退の推移が続く今後の回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。

設備投資は、更新・合理化投資が下支えとなるものの、製造業の生産能力増強型の投資の低迷が続くことでを背景に、今後も緩やかな回復にとどまるとみるを見込む。公共投資は、来年度以降も予算の大幅な積み増しが期待できないなか人手不足などの供給制約が足かせとなって、今後も一進一退の推移が続くとみている。

輸出は、伸び悩んでいる。今後も、米国向けの力強い回復が期待できないなか、中国景気の減速の影響を受けアジア向けが下押し圧力となって、停滞気味の推移が続く回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。生産は、輸出や消費の回復が遅れるなか、在庫調整が進みつつあるものの、輸出や個人消費の戻りの鈍さを背景に過剰感が残ることもあって、回復ペースは緩やかとみている。

消費者物価（コアCPI）は、0%付近での推移が続いているマイナス圏での推移が続いている。需要面からの押し上げ圧力が弱いなか年度末にかけて、物価の戻りのペースもは鈍いとみられ、日銀が目標とする「2016年度後半頃に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。新興国景気の減速に伴う景気への下押し圧力が続くとみるが、ガソリン安によって家計の実質購買力が向上していること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、今後も景気のリバウンドが続くと予想する。

個人消費は、実質所得が改善ガソリン安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予想する。

住宅市場は、雇用環境の改善や低金利環境が続いていることなどから、持ち直し改善傾向で推移するとみる。

設備投資は、資金調達環境や交易条件の改善に支えられ、回復持ち直し傾向で推移するとみるが、エネルギー関連業種の業況が低調に推移していることもありするとみられ、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

輸出は、新興国景気の減速や先行きに不透明感が残るほか、ドル高が抑制要因となることから、軟調な推移が続く停滞気味の推移を余儀なくされるとみる。

FRBは、労働市場でさらにいくらか改善が見られ、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。今後も景気のリバウンドが続くとみられ、年内に利上げに踏み切ると予想する。

欧州

ユーロ圏経済は緩やかな回復傾向が続いている。新興国の景気減速を受け、輸出は伸び悩みが続くとみるが、原油価格の下落が家計の実質購買力向上につながるなどを背景に、今後も個人消費の回復傾向が続くとみられるのに加え、輸出も持ち直し傾向を維持するとみられることなどから、ユーロ圏景気は個人消費がけん引役となって、今後も緩やかな持ち直し回復が続くと予想する。

個人消費は、ドイツやスペインを中心に雇用環境の回復が続くと見込まれるのに加え、銀行貸出態度の緩和などを背景に、家計の資金繰りも改善傾向にある消費者マインドも今後は持ち直しに向かうとみられることなどから、底堅く回復傾向で推移するとみる。

固定投資は、緩和的な金融環境など設備過剰感の緩和や銀行貸出態度の改善が、設備投資を下支えになるとみるが、ただ、企業の期待成長率が低迷しているバランスシート調整圧力が残るこ

となどから、今後の回復ペースは引き続き緩慢な回復ものにとどまると予想する。

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。原油価格の下落などを受け、インフレ低下への警戒感を一段と圧力が強めまつておりいることから、ECBは年内に、~~2016年9月~~までとしている量的緩和策の実施期間の延長などの追加金融緩和を年内に決定すると予想する。

2015—2017 年度経済見通し（要約版）

1. 日本経済見通し

内外需ともけん引役不在のなか、回復ペースは緩慢

2015年7—9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.2%（年率換算：▲0.8%）と、2四半期連続のマイナスとなった。ただ、在庫のマイナス寄与が▲0.5%と大きく、最終需要ベースではプラスである。足元の日本経済は、年度始以来の停滞局面を脱し、緩やかながら回復へ向かいつつある段階と考えられる。今後の景気は、交易条件の改善が引き続き下支えになるとみられるものの、内外需とも確たるけん引役不在のなか、回復ペースは緩慢な状態が続くと予想する。2016年度末には、2017年4月予定の消費増税をにらんだ駆け込み需要が見込まれるものの、2016, 2017年度で均せば、成長率は0%台にとどまるとみている。

個人消費の回復ペースは緩慢

春先以降の個人消費は、停滞気味の推移が続いている（図表1-1）。天候不順の影響が下押し圧力となったほか、食品や日用品価格の上昇などを背景に、家計が選別消費の動きを強めたことなどが、低迷につながったとみられる。

所得環境の回復ペースも鈍い。厚労省の「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」（7/28付）から推計すると、2015年のベアは0.58%にとどまったとみられる。

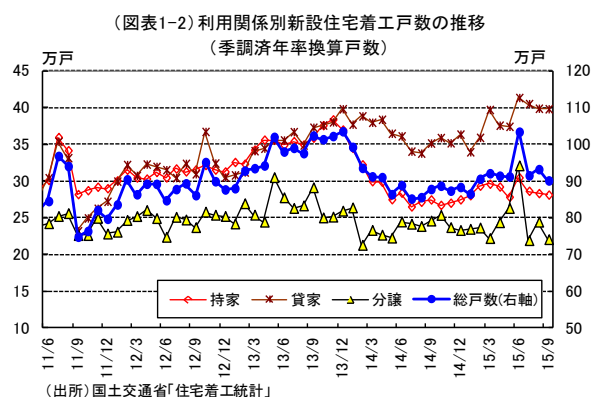
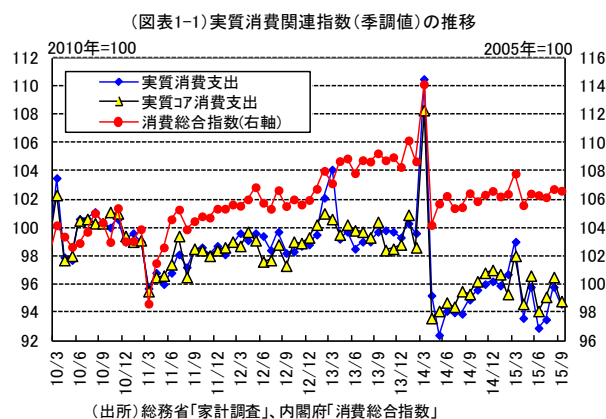
2016年以降についても、国内では安定的な利益成長が見通しづらいなか、ベアには慎重に対応する企業も多いとみられ、所得環境の改善が個人消費の回復を押し上げる展開には至らないと予想する。

今後の個人消費は、引き続き、原油安に伴う家計の実質購買力の改善が下支えとなるとみる。ただ、名目賃金の伸びの加速が見込みにくいことに加え、消費者マインドの改善の遅れなどもあり、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。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が、2013年度の需要先食いの影響が今後も残るとみえており、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見込む。

住宅投資の回復の足取りは重い

新設住宅着工戸数（季調値）の持ち直しペースは鈍い。6月は分譲マンション着工の急増を受け、着工全体でも高い伸びとなったものの、7月以降は再び弱含んでいる（図表1-2）。依然として、2013年度の駆け込みによる需要先食いの影響が残っているとみられ、今後も一進一退の推移が続くと予想する。2015年度の住宅着工は、

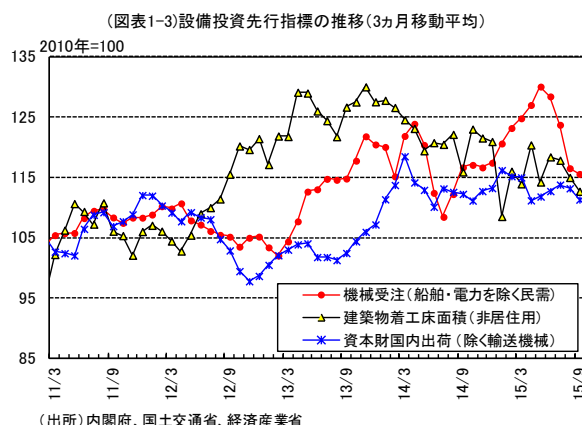
2014年度をやや上回る92万戸程度に落ち着くと予想する。2016年度は、2017年4月の消費増税を控え、駆け込みが発生するとみられる。ただ、次回の増税幅は前回は下回るほか、2013年度までの契約です



に需要の先食いが生じているとみられることから、着工件数は2015年度を小幅上回る程度にとどまると予想する。

設備投資の回復ペースは緩慢

設備投資の先行指標（3ヵ月移動平均）を見ると、機械受注（船舶・電力除く民需）は、夏場以降、大きく悪化しているほか、建築物着工床面積（非居住用）も、年明け以降、均せば、鈍化傾向で推移している（図表1-3）。資本財国内出荷（除く輸送機械）も伸び悩みが続いており、当面の設備投資が一進一退の推移にとどまる可能性を示唆している。

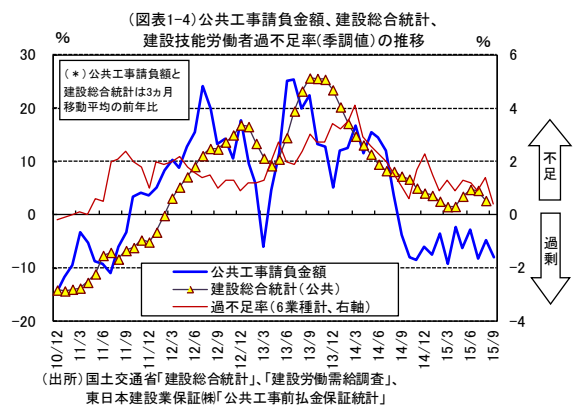


9月調査の日銀短観における2015年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）では前年比+6.4%と、この時期としては、強めの計画が維持されている。業種別では、製造業が同+13.5%、非製造業が同+2.9%と、製造業が全体を押し上げた。ただ、製造業はここ数年、上半期の強めの計画が実績に反映されず、最終的には下方修正されてきた。今年度についても、新興国景気への慎重な見方が広がっていることもあり、昨年度までと同様、計画が下方修正される可能性が高い。

製造業では、企業がグローバルな生産・調達体制の構築を進めてきたことなどから、生産の国内回帰の動きは一部にとどまっている。設備の老朽化ペースの加速で、維持・補修や生産設備の集約化などの投資は、均せば緩やかな回復傾向で推移するとみるが、国内での能力増強投資は低迷が続くと見込まれる。非製造業では、運輸関連でネット取引拡大に対応した物流網の整備が進むとみているほか、宿泊・飲食などでは訪日外国人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から、底堅く推移すると予想する。2015, 2016年度の設備投資は、製造業の能力増強投資の低迷を受け、全体として緩慢な回復にとどまるとみる。

公共投資は一進一退の推移を予想

公共投資は、一進一退の動きが続いている。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）を見ると、春先以降、持ち直しつつあったものの、7月以降は再び減速傾向となっている（図表1-4）。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9,872億円となっており、当初予算との比較では、前年とほぼ同規模であることから、



当面の公共工事の伸びも鈍化傾向となる可能性が高い。また、建設資材価格の上昇や、人手不足に伴う人件費負担もあって、建設工事費は、依然として上昇圧力が強い状況が続いているとみられる。国土交通省の建設労働需給調査では、建設技能労働者過不足率が低下してきたとはいえ、依然として不足状態が続いている。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や、人員の適正配置などの取組みを進めることで工事原価の上昇に対応していくとみるものの、供給制約は、今後も足かせとなる可能性が高い。景気の回復ペースが鈍いなか、今年度も3~4兆円程度の補正予算の編成がなされるとみるが、介護施設の整備や、農業対策等に重点が置かれるとみられ、公共事業関係費は、0.5~1兆円程度にとどまると予想する。2015年度の公共投資は前年比+1%強、2016年度は同▲0%と、ほぼ横ばいの推移にとどまるとみている。

輸出の回復は遠のく

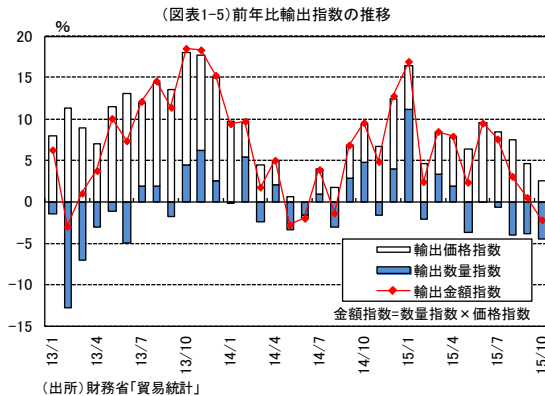
貿易統計によると、10月の輸出金額は前年比▲2.1%と、14ヵ月ぶりのマイナスとなった(図表1-5)。輸出金額の伸び率を価格と数量に分解すると、輸出価格は同+2.5%と、16ヵ月連続のプラスとなった一方、輸出数量は同▲4.6%と、4ヵ月連続のマイナスとなり、実勢としての輸出の基調は弱い。

輸出数量指数を相手地域別に見ると、米国向け、アジア向け、欧州向けのいずれも減速傾向となっている。米国向け輸出については、シェールオイル事業の開発抑制の影響のほか、日系完成車メーカーが北米内での生産体制へ移行したことの影響などが伸び悩みの背景とみられ、回復ペースは今後も鈍いものにとどまると予想する。アジア向けについても、中国の景気減速の影響を受けた各地域の成長鈍化に加え、アジア各地域に進出した日系企業現地法人による日本からの調達比率が下がっていることなども下押し圧力となっている。けん引役となる輸出先が見当たらないなか、今後の輸出の回復ペースは鈍いものにとどまるとみている。

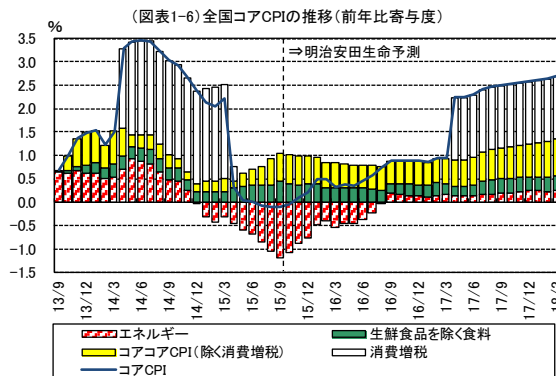
コアCPIの上昇ペースは緩やか

全国消費者物価指数(生鮮食品を除く消費者物価指数、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、9月には同▲0.1%と、2ヵ月連続のマイナスとなった(図表1-6)。コアCPIの伸び鈍化は、原油価格の下落の影響が大きい。ただ、エネルギー価格は、電気料金下落が10月で一服するとみられるほか、ガソリン価格については、前年のベース効果はく落すると見込まれ、今後はマイナス寄与幅が縮小する可能性が高い。

一方、これまで輸入品価格の上昇を通じ、物価の押し上げに寄与してきた円安も、今後、その効果は徐々に薄れてゆくとみられる。当社では、2015年7-9月期の需給ギャップは▲2.3%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引き続き弱い状況が続くとみている。家計や企業の期待インフレ率についても、伸び悩んでいることから、コアCPIの上昇ペースは鈍いとみており、2015年度通年では前年比+0.1%程度、2016年度は同+0.7%程度の上昇率となると予想する。日銀の物価目標の達成は見通せない状況が続こう。(担当：謝名、山口、安藤)



(出所)財務省「貿易統計」



(出所)総務省「消費者物価指数」等より明治安田生命作成

(図表1-7)日本のGDP成長率予測表(ことり書きのない箇所は前期比)

	2014年度				2015年度				2016年度				
	前期比				予測				予測				
	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	4-6月	7-9月	10-12月	
実質GDP	▲0.9%	0.8%	1.2%	0.4%	1.1%	▲0.2%	▲0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%
前期比年率	▲0.9%	0.8%	1.2%	0.4%	4.6%	▲0.7%	▲0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.4%	2.1%	3.4%
民間最終消費支出	▲3.1%	0.5%	1.5%	▲1.0%	0.4%	▲0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	1.0%
民間住宅投資	▲11.7%	2.2%	▲0.5%	2.8%	2.0%	2.4%	1.9%	▲1.3%	▲0.8%	▲1.2%	0.8%	1.3%	0.4%
民間設備投資	0.5%	▲0.0%	0.9%	1.8%	2.4%	▲1.2%	▲1.3%	0.2%	0.3%	▲0.8%	1.3%	0.2%	1.6%
政府最終消費支出	0.4%	1.4%	0.9%	1.1%	0.3%	0.6%	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%
公的固定資本形成	2.0%	1.4%	▲0.1%	0.3%	▲1.3%	2.1%	▲0.3%	0.2%	▲0.2%	0.2%	▲0.1%	0.0%	▲0.1%
財貨・サービスの輸出	7.8%	1.1%	3.5%	3.2%	1.9%	▲4.3%	2.6%	0.3%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%	1.0%
財貨・サービスの輸入	3.6%	1.1%	3.2%	1.5%	1.9%	▲2.8%	1.7%	0.9%	0.6%	0.6%	0.8%	0.5%	1.4%
名目GDP	1.6%	2.5%	2.6%	1.9%	2.2%	0.2%	0.0%	0.7%	0.5%	0.9%	0.4%	0.8%	1.2%
GDPデフレーター(前年比)	2.5%	1.2%	0.8%	0.8%	3.5%	1.5%	2.0%	1.2%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%

2. 米国経済見通し

7-9月期は回復ペースが鈍化

7-9月期の米国実質GDP成長率(速報値)は前期比年率+1.5%と、4-6月期の同+3.9%から伸び幅が縮小した(図表2-1)。10-12月期は、新興国景気の減速に伴う景気への下押し圧力が続くこととみられるが、ガソリン安によって家計の実質購買力が向上していることなどを背景に、景気回復基調が続くと予想する。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、2016年1-3月期以降も緩やかな景気回復が続くとみる。

(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	2017	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	2.5	2.6	2.1	0.6	3.9	1.5	2.6	2.4	2.6	2.6	2.8	
個人消費	2.7	3.2	2.9	2.6	4.3	1.7	3.6	3.2	3.0	2.6	3.1	2.6	2.9	
住宅投資	1.8	8.3	5.9	8.0	10.1	10.1	9.3	6.1	6.4	2.8	6.2	7.9	8.0	
設備投資	6.2	3.2	3.9	5.5	0.7	1.6	4.1	2.1	4.0	3.2	4.3	5.9	5.3	
民間在庫(寄与度)	0.1	0.1	-0.3	-0.1	-0.0	0.9	0.0	-1.4	-0.2	0.1	-0.3	-0.2	-0.1	
純輸出(寄与度)	-0.2	-0.6	-0.0	-0.2	-0.9	-1.9	0.2	-0.0	0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.2	
政府支出	-0.6	0.7	0.6	0.5	-1.4	-0.1	2.6	1.7	-0.0	0.1	0.6	0.5	0.5	

→ 予測

個人消費と住宅投資は回復傾向が続くと予想

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。10月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が+27.1万人と、雇用環境の堅調さを示す20万人の大台を3ヵ月ぶりに上回った。加えて、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、個人消費は今後も回復基調が続くとみる。ただ、賃金の回復には力強さが欠けることから、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。

住宅投資は、在庫不足による供給制約が住宅販売の足かせになっているとみるものの、雇用環境の改善が続いているほか、低金利環境が長期化していることなどを背景に、今後も持ち直し傾向で推移するとみている。

設備投資は緩慢な回復、輸出は軟調な推移が続くとみる

設備投資は、昨夏以降の原油安や、新興国景気の減速などによる影響で、低めの伸びが続いているものの、資金調達環境や交易条件の改善などに支えられる形で、回復傾向が続くと予想する。ただ、エネルギー関連業種の業況が低調に推移していることもあり、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

輸出は、足元で低調な推移を余儀なくされている。新興国の景気減速や、ドル高の影響もあって、輸出は今後も軟調な推移が続くとみている。

きわめて緩やかな利上げペースを予想

7年ぶりに実質ゼロ金利政策が解除されるかどうかで注目された9月16-17日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、海外情勢への懸念などから利上げは見送られた。ただ、10月27-28日開催のFOMCでは、海外情勢への懸念が和らいでいるとの見方が示されたほか、FRB(米連邦準備制度理事会)のイエレン議長は11月4日の議会証言で、「12月の利上げに現実的な可能性がある」と述べ、年内利上げが選択肢であることを示した。米景気は個人消費をけん引役に回復基調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。

一方、広義の失業率(求職断念者や非自発的パートタイマーなどを失業者に含む)を見ると、2010年4月以来低下傾向が続いているものの、現状のペースで改善が続いても、住宅バブル崩壊前の水準まで改善するのは2016年後半から2017年中ごろになる。労働需給の引き締めによって、賃金上昇率が加速するまでには、しばらく時間がかかるとみられることから、初回利上げ後の引き締めペースはきわめて緩やかなものになる可能性が高い。(担当: 信本、玉置)

3. 欧州経済見通し

ユーロ圏景気は緩やかな持ち直しが続くと予想

ユーロ圏景気は緩やかな回復傾向で推移している。7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.3%と、4-6月期の同+0.4%から伸び幅が小幅縮小したものの、10四半期連続のプラスとなった（図表3-1）。新興国の景気減速を受け、輸出は伸び悩みが続くとみるが、雇用環境の改善が続いているほか、原油価格の下落が家計の実質購買力向上につながると見込まれることなどから、ユーロ圏景気は個人消費がけん引役となって、今後も緩やかな持ち直し傾向が続くと予想する。

ECBは年内に追加金融緩和を決定すると予想

ユーロ圏の個人消費は、原油安に伴う実質購買力の向上などを背景に、回復傾向で推移している。ドイツやスペインを中心に雇用環境の改善が続くと見込まれるのに加え、銀行貸出態度の緩和を背景に、家計の資金繰りも回復傾向にあることなどから、今後も底堅く推移するとみる。

固定投資は、設備投資を中心に緩やかな改善傾向で推移している。今後の設備投資は、資金調達環境の改善が下支えになるとみられるものの、企業の期待成長率が低迷していることなどから、力強い回復は期待しづらい。住宅投資も、家計負債の高止まりなどを背景に、低調に推移するとみられることから、固定投資全体の回復ペースは引き続き緩慢なものにとどまると予想する。

輸出は、主要相手先である米国や、英国をはじめとするユーロ圏外EU向けが底堅く推移し、全体を下支えするとみるが、新興国向けの低迷が重しとなることで、伸び悩みが続くとみている。

ECB（欧州中央銀行）は10月の政策理事会で、金融政策の現状維持を決定したものの、ドラギ総裁は理事会後の記者会見で、次回12月の会合で追加緩和に踏み切る可能性を示した。原油安や通貨ユーロの上昇を受け、デシインフレ圧力が着実に強まっていることから、ECBは年内に、量的緩和策の実施期間の延長などの追加金融緩和を決定すると予想する。

英国経済は緩やかな回復が続くと予想

英国の7-9月期実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.5%と、11四半期連続のプラス成長となった。個人消費は、均せば回復傾向で推移している。実質所得の改善が見込まれるほか、住宅価格上昇に伴う資産効果への期待も残ることで、個人消費は今後も回復傾向が続くと予想する。一方、輸出は回復が遅れている。新興国景気の減速や、価格競争力改善の遅れを受け、今後も回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。固定投資も、原油安の影響などから、北海油田の投資が縮小傾向で推移するとみられるほか、輸出回復の鈍さもあって、製造業の投資マインドの冷え込みが続くとみており、持ち直しペースは緩やかなものにとどまるとみる。

11月の金融政策委員会では、政策金利（0.5%）、資産買い取り枠（3,750億ポンド）がともにすえ置かれた。英国景気は引き続き個人消費をけん引役に緩やかな回復傾向が続くとみるものの、エネルギー価格の低迷やポンド高が物価上昇ペースを抑制するとみられることから、利上げの実施は2016年半ばごろと予想する。（担当：尾家、村上）

（図表3-1）欧州の実質GDP予測値(前期比) (%)

		2014年				2015年				2016年				
		10-12	1-3	4-6	7-9	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	1.5	1.4	1.6	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
	家計消費	1.0	1.8	1.5	1.4	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4
	政府消費	0.6	1.2	1.0	0.8	0.2	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
	固定投資	1.2	1.6	1.2	2.0	0.6	1.4	-0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
	輸出	3.7	4.5	3.5	3.8	0.9	1.0	1.6	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	1.1
	輸入	4.0	4.9	3.6	3.7	0.9	1.5	1.0	1.0	0.9	0.8	1.0	0.9	1.1
	在庫投資(寄与度)	-0.1	-0.2	0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0
	純輸出(寄与度)	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	-0.2	0.3	-0.1	-0.1	0.1	-0.0	0.0	0.0
	英国	実質GDP	3.0	2.4	2.4	2.2	0.8	0.4	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7	0.5

→ 予測

4. 中国経済見通し

中国景気は減速傾向で推移

中国の7-9月期の実質GDP成長率は前年比+6.9%と、4-6月期の同+7.0%から伸びが鈍化した(図表4-1)。消費の回復ペースが緩慢だったほか、不動産向けを中心とする投資の低迷や輸出の減速が足かせとなった。足元では、内外需の低迷により、景気の下押し圧力が、中国政府の想定を上回る可能性が高まっている。政府は、財政・金融政策を強化していくとみるが、景気は緩やかな減速傾向で推移するとみており、2015年通年の実質GDP成長率は同+6.9%、2016年は同+6.7%、2017年は同+6.6%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緩慢

企業マインドは低迷が続いている。国家統計局発表の10月の製造業PMI(購買担当者景気指数)は49.8

と、製造業活動の拡大と縮小の境目を表す50を3ヵ月連続で下回った。実際の経済の動きを示すハードデータを見ても、低迷が顕著である。生産は、2013年央の10%台から伸びの鈍化が続き、10月には前年比+5.6%まで縮小した。固定資産投資も、2015年1-10月(累計)は同+10.2%と、2014年通年の同+15.7%から伸びが大きく鈍化した。今後についても、生産は、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などから、回復ペースは鈍いとみる。固定資産投資も、生産の不振や、不動産在庫の調整圧力が続くと見込まれることから、均せば減速傾向で推移すると予想する。

輸出は、昨秋以降、減速傾向で推移している。10月は同▲6.9%と、4ヵ月連続のマイナスとなった。中国では人件費などのコストの上昇に伴って、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、今後も輸出は低調な推移が続くと予想する。

一方、名目小売売上高は、夏場以降、自動車販売の持ち直しなどもあって、10月は同+11.0%と、9月の同+10.9%からプラス幅が拡大しており、個人消費の底堅さが示された。今後についても、底堅い雇用環境が下支えとなって、個人消費は緩やかな回復が続くとみている。

住宅価格の持ち直しペースは鈍い

70都市平均の新築住宅価格の推移を見ると、10月は前月比+0.1%と、6ヵ月連続のプラスとなったものの、9月の同+0.2%から伸びが鈍化した。価格の上昇をけん引しているのは大都市中心で、地方都市では供給過剰感が強く、今後も住宅価格の持ち直しペースは鈍いとみる。

年度内に再度利下げの可能性

10月のCPIは前年比+1.3%と、2ヵ月連続でプラス幅が縮小した。デフインフレ圧力が強まるなか、人民銀行は、10月23日に2015年に入って5回目の利下げを発表、同時に預金準備率も4回目の引き下げを行なった。ただ、依然として、企業では資金調達コストの高さが負担になっているとみられることなどから、年度内に再度利下げが行なわれると予想する。預金準備率も、流動性供給の目的もあって、年度内に引き下げが行なわれるとみている。(担当:平野)



(出所)中国国家統計局

(図表4-2)中国実質GDP成長率予測(前年比)

	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)	2017年 (予測)
実質GDP成長率	7.3%	6.9%	6.7%	6.6%

5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

中国景気の鈍化がアジア新興国経済の打撃に

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が続いている。

韓国の2015年7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+1.2%と、2四半期ぶりに伸び幅が拡大した。民間最終消費支出が、中東呼吸器症候群（MERS）による落ち込みの一巡で高い伸びとなったことなどが寄与した。ただ、今後は雇用・所得環境の低迷を背景に、民間最終消費支出は鈍化に向かうとみる。輸出も、中国景気の減速が重しになるほか、ウォン高の進行に伴い、製品競争力も低下しつつあることで伸び悩むとみられ、韓国経済は停滞気味の推移が続くと予想する。台湾の7-9月期実質GDP成長率は前年比▲1.0%と、6年ぶりのマイナスとなった。今後も、輸出は中国景気の減速が足かせとなるとみられるほか、世界的なスマートフォン需要の一巡もあって回復が遅れるとみており、台湾景気は停滞が続くと予想する。シンガポールは、自動車を中心に、個人消費が底堅く推移するとみるものの、中国景気の減速の影響で、輸出が鈍化傾向で推移するとみられることなどから、景気の停滞が続くと予想する。

タイでは家計債務の増加が消費の下押し圧力となるとみられるほか、設備稼働率の低下が続いており、設備投資も減速傾向で推移する可能性が高く、景気回復ペースは鈍いままとみる。インドネシアやマレーシアでは、資源安が輸出や投資の下押し圧力となり、景気停滞が続くとみられる。これまで堅調な成長が続いてきたフィリピンも、夏場以降の在外労働者からの送金の伸び悩みを背景に、今後の景気回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。一方、インドについては、これまでの利下げの効果もあって、内需を中心に景気は回復傾向で推移すると予想する。

消費者物価指数（CPI）を見ると、原油安や国内景気の弱さを受け、多くの国で伸びが鈍化し、台湾、フィリピン、シンガポール、タイでは、前年比0%前後で推移している。こうしたなか、タイでは、景気の下押し圧力の強さもあって、春先までに利下げを実施するとみる。一方、韓国、台湾、シンガポールでは、原油安効果の一巡でインフレ圧力が高まるとみられることで、金融政策はすえ置きを予想する。インドネシア、マレーシアでは、通貨安懸念を背景に、利下げは踏み切りにくく、様子見姿勢を続けるとみている。昨年利上げを実施したフィリピンでは、CPIが目標値を下回るなか、追加利上げは見送られると予想する。

豪州景気は停滞気味の推移

豪州の4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%と、前期の同+0.9%からプラス幅が縮小した。個人消費が底堅く推移したほか、政府支出の拡大が下支えとなったものの、輸出が大きく落ち込んだことや、住宅投資の鈍化が全体を押し下げた。

今後については、個人消費は、均せば緩やかな回復が続くとみる。ただ、民間固定投資や輸出の低迷が続くとみられるほか、住宅投資も一進一退の推移が続くとみており、豪州経済は停滞気味の推移が続くと予想する。（担当：山口、安藤、開発）

（図表5-1）その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測

	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)	2017年 (予測)
韓国	3.3%	2.3%	2.8%	3.0%
台湾	3.7%	0.7%	1.6%	2.4%
シンガポール	2.9%	1.7%	2.0%	2.6%
フィリピン	6.0%	6.0%	6.1%	6.3%
インドネシア	5.0%	4.9%	5.2%	5.3%
タイ	0.9%	3.0%	3.5%	3.3%
マレーシア	6.0%	4.6%	4.7%	4.9%
香港	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%
インド	7.3%	7.7%	8.0%	8.1%
豪州	2.7%	2.2%	2.5%	2.8%

（注）インドは年度ベース（4月～翌3月）

6. 商品相場見通し

原油価格は軟調な推移が続くと予想

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、7月に入ると急落し、一時1バレル40ドルを下回った（図表6-1）。その後、50ドル付近まで戻す場面があったものの、足元では40ドル台前半を中心とした推移が続いている。

米国の原油在庫を見ると、春先以降、減少傾向が続いたものの、製油所の秋季メンテナンスなどを背景に、足元では再び増加し、過去最大水準で推移している。冬場の暖房シーズンには、原油在庫が減少に向かうとみるが、減少幅は小幅にとどまることが予想され、在庫水準は高止まりが続くとみている。

OPEC（石油輸出国機構）が公表する原油生産量を見ると、10月は日量3,138万バレルと、生産目標の3,000万バレルを上回る水準が続いている。米国産の原油や、ロシアなどのOPEC非加盟国とのシェア争いが続くと見込まれるため、OPEC諸国が減産に踏み切ることは難しいとみている。加えて、イランへの経済制裁は、早ければ12月末に解除される見込みである。原油価格は、実際にイランからの輸出拡大が近づけば、さらに押し下げられるとみる。

一方、米国の石油リグ稼働数を週次ベースで見ると、9月以降、10週連続で減少した。足元では下げ止まりの動きがみられるが、シェールオイルの採算コストが1バレル40～70ドルとみられるなか、採算割れとなるケースが多いとみており、石油リグ稼働数は均せば縮小傾向で推移すると見込まれる。

今後の原油相場は、供給過剰の長期化が見込まれるのに加え、主要消費国である中国の景気減速や、イランの追加供給観測などが下押し圧力となって、軟調な推移が続くとみる。ただ、シェールオイル業界の減産傾向が続くことが下値を支えるとみられ、年明け以降は、徐々に持ち直しに向かうとみている。

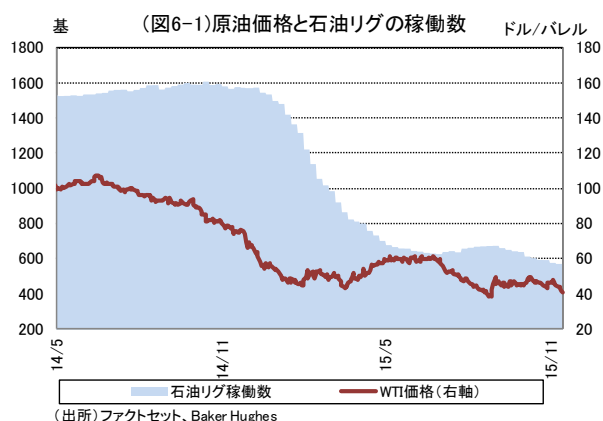
2016年半ばごろまでのWTI原油価格は、35～60ドルを中心に推移すると予想する。

その他の商品は低調に推移すると予想

銅価格は、中国景気が減速を強めたことで、5月中旬以降、低調な推移が続いている。大手資源商社が減産を発表するなど、生産調整の動きがみられるものの、最大消費国である中国の景気低迷が続くとみられることなどから、銅価格は今後も低調に推移すると予想する。

金価格を見ると、8月の人民元切り下げに伴う金融市場の混乱を受け、上昇基調が続いたものの、米国の利上げ観測などを背景に、足元では軟調に推移している。主要消費国であるインドでは、干ばつによる農村地帯の収入減などで需要が伸び悩むとみられ、金価格は今後も軟調に推移するとみる。

大豆価格は、足元で下落傾向にある。米農務省（USDA）の世界需給見通しでは、米国産とブラジル産の生産量の増加が見込まれており、供給過剰感から、大豆価格は今後も軟調に推移するとみる。トウモロコシ価格も、豊作の見通しが強まったことで、10月以降、軟調に推移している。安値圏での推移が続いていることを受け、農家による売り控えの動きがあるものの、米国産への需要は強まらないとみており、トウモロコシ価格は引き続き低迷すると予想する。小麦価格も、ロシアの雨不足への懸念が上昇圧力になっているものの、ドル高などを背景に、米国産の小麦需要への弱さは続くとみられ、今後も軟調に推移するとみている。（担当：村上）



日銀は「物価の基調」を緻密にフォローへ

予想どおりすえ置き

11月18,19日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想どおり金融政策はすえ置かれた。黒田総裁が本当にサプライズを狙いたいのであれば、市場が無警戒の今回こそチャンスだったが、さすがに無節操な行動に出ることはなかった。

最近の黒田総裁は、市場とのコミュニケーションの正常化に腐心している様子がうかがえる。市場を驚かせた昨年10月の「バズーカ第2弾」にしても、背景には、なんとしてでも消費増税を後押ししたいという総裁自身の強い思いがあった。サプライズ自体、何度も狙えるものではないこともあり、同様の行動が繰り返される可能性は以前よりも低下している。

(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
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	→	消費増税に合わせた変更
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	→	
4月30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	→	
8月7日	緩やかな回復を続けている	→	
9月15日	緩やかな回復を続けている	→	
10月7日	緩やかな回復を続けている	→	
10月30日	緩やかな回復を続けている	→	
11月19日	緩やかな回復を続けている	→	

(出所) 日銀

会合後の公表文の変更箇所は一カ所だけで、予想物価上昇率についての「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」という判断が、「このところ弱めの指標もみられているが、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(下線部筆者)」へと修正された。

黒田総裁は会合後の定例会見で、「このところ弱めの指標もみられているが」との一節を追加した理由について、「各種のアンケート調査あるいは物価連動国債を用いたBEIなど、様々な指標の

中で、原油価格下落の影響などもあったかもしれませんが、いくつか弱含んだ動きがあることを率直に認めたものです」と述べている。ただ、こうした断り書きが入ると、数ヵ月以内に見通しも変更されるというのが、よくあるパターンである。総裁自身が指摘している BEI や各種アンケート調査に加え、コアコア（食料とエネルギー除く総合）や、新型コア（生鮮食品とエネルギーを除く総合）など、物価の基調を示すハードデータも下振れということになれば、いよいよ追加緩和が近づくとということになるろう。

黒田総裁はこのところ首尾一貫して同様の情報発信を繰り返している。「物価の基調に変化がない限り追加緩和は不要」であり、かつ、「足元の物価の基調は堅調」ということである。あくまでインフレ目標の達成に向け、「愚直」に邁進する腹積もりとみられ、もし、物価の基調が崩れれば、いくら緩和手段が限界に近づいていようが、政府から圧力をかけられようが、果敢に動く構えとみられる。筆者は、行動が必要になる時期はそう遠くないとみている。

なお、日銀の発表によると、今後は新型コアのほか、CPI の「上昇・下落品目比率」や、「刈込平均値」、「最頻値」、「加重中央値」などを、総務省の CPI 発表から 3 営業日以内に公表するとしている。日銀自身、「物価の基調」をさまざまな指標で緻密にフォローしていく姿勢を示したもので、内部資料としては以前からウォッチしていたデータと考えられるが、市場とのコミュニケーション改善に寄与しよう。

(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 (10 月月報)	今回 (11 月月報)	方向感 の変化
現状判断	生産	このところ横ばい圏内の動きとなっている	このところ横ばい圏内の動きとなっている	→
	輸出	このところ横ばい圏内の動きとなっている	このところ横ばい圏内の動きとなっている	→
	設備投資	企業収益が明確に改善するなかで、緩やかな増加基調にある	企業収益が明確に改善するなかで、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	持ち直している	持ち直している	→
	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	当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱し、在庫調整が進捗するにつれて、緩やかに増加していくと考えられる	当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱し、在庫調整が進捗するにつれて、緩やかに増加していくと考えられる	→
	輸出	当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくと考えられる	当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくと考えられる	→
	設備投資	企業収益が明確な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	企業収益が明確な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の、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の、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の、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けると予想される	雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けると予想される	→
	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

仏テロの影響は限定的との認識

黒田総裁は、仏テロの影響について、「観光やクリスマス商戦への影響は、可能性として否定することはできないと思いますが、それは今後の状況をよくみないと分からないと思います」と、現時点では影響は限定的との見方を示した。その理由として、「事件後の欧州における市場の動向が先行きを占っているとすれば、あまり大きな影響を受けていないわけです。市場が完全にその影響を予見できるかどうかについては色々議論がありますが、将来を予見しているはずの欧州の金融資本市場において平靜が保たれていることも、現時点では、影響は限定的であると判断してよい1つの理由になると思います」と述べている。ただ、前例の乏しい大規模なテロだけに、今後の状況を見極めていくのはマーケットも同じとみられる。

フランスは米国を上回る世界の観光客数を誇る。今後は、国境を越えた物流の停滞、および海外からの観光客の減少の影響などで、短期的にはかなりの規模の景気下押し圧力が働くことが想定される。こうした動きが欧州各国に波及すれば、域内経済への影響が予想以上に大きなものとなる可能性もありうる。また、より懸念されるのは、欧州、特にユーロ圏の政治・経済の統合に向けた動きが大幅に遅れる可能性である。これは、中長期的な見地から通貨ユーロの弱体化につながるリスクをはらむ。たとえば、今後は各国で難民や移民の受け入れに強く反対する右派勢力の発言が勢いを増すと予想され、各国政府が規制強化を図る方向に政策のカジを切らざるをえなくなる可能性が高い。

労働者の自由な移動は、統一通貨維持のための生命線である。債務問題とは異なり、直接金融市場に影響を与える要因にはなりにくいのが、統一欧州をめざすうえではむしろ根深い、解決の難しい問題といえる。たとえば国民の間で反EUの機運が盛り上がりデモが頻発するなど、今後の展開次第では、意外に早い段階で投資家の通貨ユーロの信頼感への喪失につながる可能性もないとはいえない。

景気についてはなお強気

景気に関しては引き続き極めて強気のスタンスで、市場の認識とは相変わらずかい離しているものの、特段目新しい材料はなかった。GDPベースで2期連続のマイナスとなるなど、強気の計画とのかい離が続く設備投資については、「短観その他のアンケートでの設備投資計画は、年度の初めは非常に高く、後半にかけて少し下方修正されて着地する傾向があるのですが、そういった傾向を踏まえても、設備投資は年度全体ではかなり大きな伸びになる可能性があると思っています」と、最終的には大きな伸びになるとの見通しを示している。来年度の春闘の要求額が弱めであることが伝えられるなど、相変わらず賃上げに向けた動きが鈍い点についても、「企業部門は史上最高の収益を上げており、今後も高い収益が予想される」ことから、今後は伸びるとしている。

ただ、企業は為替相場など、短期的な要因で振れやすい企業収益を、設備投資計画や賃上げの主たる判断材料にしていない。設備投資や賃上げは、企業財務に長期にわたって影響を及ぼし続けることから、重要なのは、企業が中長期的な成長期待を持てるかどうかである。そうした意味では売上計画の方が企業収益よりも相関度が高い。筆者の試算でもそうした結果が出ているが、9月短観の大企業・製造業の売上計画の前年比+0.9%、全規模・全産業の同+0.4%は、いずれもこの時期としては過去6年間で最低の水準である。黒田総裁の強気の予想は、高水準の企業収益を拠り所にしていく限り裏切られる可能性が高い。

1月緩和との予想を維持

物価の基調といっても、もともと円安効果によるコストプッシュ的な上昇という性格が強い。当社の試算では、今後、昨年10月の追加緩和時に進んだ円安の効果が徐々にはく落に向かうことから、年明けあたりには物価の基調に変化が見える可能性が高いとみており、これまでどおり、追加緩和の時期は1月との見方を維持する。

黒田総裁は、10月30日の定例会見で、国債はまだ買えるとの見解を示している。次回の追加緩和では、国債の買入れ額を80兆円から100兆円に増額、ETFの買入れ額を3兆円から5兆円に増額といったところが軸となるだろう。新たに地方債、政府機関債などの買入れを開始（数千億円単位）といったところではないかと考える。市場規模を考えれば、J-REITのこれ以上の買い増しは難しい。

国債については、より長いゾーンを中心に買い増すとみられ、長期金利は一段と低下する場面がありそうだ。なお、会見を見る限り、黒田総裁の念頭に追加緩和手段として付利の引き下げがないのは明らかであり、今後も採用される可能性は低いとみている。

いずれにしても、現行の枠組みで追加緩和ができるのはあと1回とみられる。現行の政策を続けるだけでも国債買入れは着々と限界に近づくことから、いずれは金融政策の枠組み自体の変更を迫られる可能性が高い。今年度中にこうした目標変更が行なわれる可能性は1~2割程度とみるが、来年度中には6割、17年度まで含めれば8割以上に上がる。黒田総裁は、結局物価目標の達成を見ないまま、自身の任期中にテーパリングへの着手を余儀なくされる可能性が高いのではないかと。木内委員の提案が現実味を帯びる時が徐々に近づいているような印象を受ける。

引当金拡充は密かな出口戦略

なお、定例会見では会合の前週に発表された引当金制度の拡充についての質問も出た。黒田総裁は「**出口戦略と関係しているわけでは全くありません**」と述べたが、一方で、「**将来金利が上昇する局面になると、具体的な政策手段は色々あると思いますが、付利金利の引上げとか、資金吸収オペとかその他それぞれの対応によって、今度は収益が下振れる可能性があります。従って、収益の振れを均すという意味で、引当金制度を整備することが考えられるということです**」と述べている。つまり、黒田総裁の「関係ない」との発言はあくまで時期は関係ないという意味であり、出口戦略に備えたものであること自体は明白である。市場に対しては、「出口を論じるのは時期尚早」と繰り返す一方で、行内では着々と出口に備えた準備を進めているということであれば、今後は改めて、出口戦略の詳細についての説明を求められる場面が増えてきそうだ。（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。前回10月30日の決定会合は展望レポート発表月で公表文が簡易バージョンのため、前々回（10月7日発表）の公表文との比較

2015/10/7	2015/11/19
<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>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>

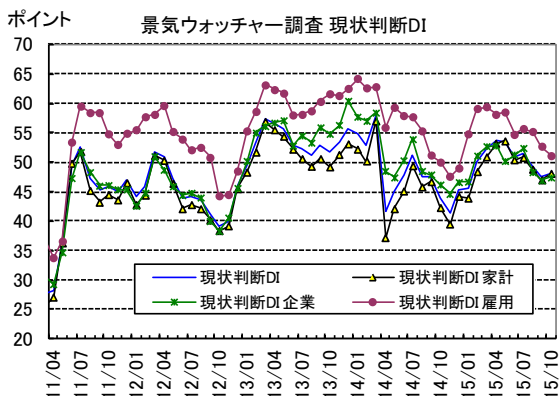
<p>2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する(賛成8反対1)。</p> <p>①長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。</p> <p>②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。</p> <p>③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。</p>	<p>2. 資産の買入れについては、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、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている。海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている。輸出や鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている。一方、国内需要の面では、設備投資は、企業収益が明確な改善を続けるなかで、緩やかな増加基調にある。また、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ている。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。この間、企業の業況感は、一部にやや慎重な動きもみられるが、総じて良好な水準を維持している。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。</p>	<p>3. わが国の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている。海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている。輸出や鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている。一方、国内需要の面では、設備投資は、企業収益が明確な改善を続けるなかで、緩やかな増加基調にある。また、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ている。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。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、このところ弱めの指標もみられているが、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、「緩やかな回復を続けている」で変更なし ・予想物価上昇率について、「このところ弱めの指標もみられているが」との一節を追加 ・短観の短観発表直後の会合でのみ言及のある企業の業況感、「一部にやや慎重な動きもみられるが、総じて良好な水準を維持している」を削除 	
<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></p> <ul style="list-style-type: none"> ・先行き判断は変更なし 	
<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>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><筆者コメント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・リスク要因は変更なし 	
<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 	

主要経済指標レビュー (11/9~11/20)

《日本》

○ 10月景気ウォッチャー調査 (11月10日)

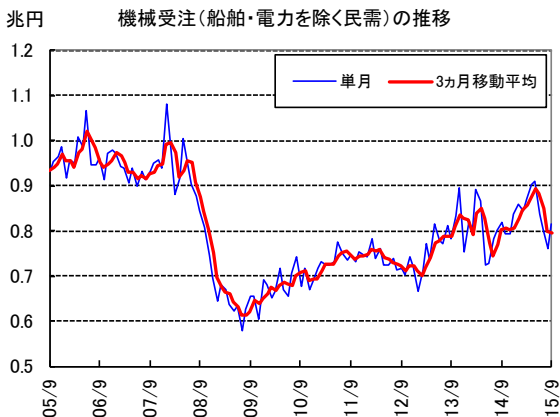
10月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが前月差+0.7ポイントの48.2と、3ヵ月ぶりに小幅回復、先行き判断DIは同±0.0ポイントの49.1と、前月から横ばいとなった。判断DIの悪化傾向にはとらずに歯止めがかかった形だが、横ばいを示す50はいずれも3ヵ月連続で下回っており、全体としては低調な推移を脱していない。今後も、公共投資の大幅な積み増しは期待できないほか、中国経済の減速を背景に輸出の伸び悩みも続くこととみられることから、企業活動は全体として停滞気味の推移が続くとみられる。製造業の在庫調整は一巡が近いとみられるものの、内外需ともけん引役不在のなか、景気回復ペースは緩慢なものにとどまろう。



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

○ 9月機械受注 (11月12日)

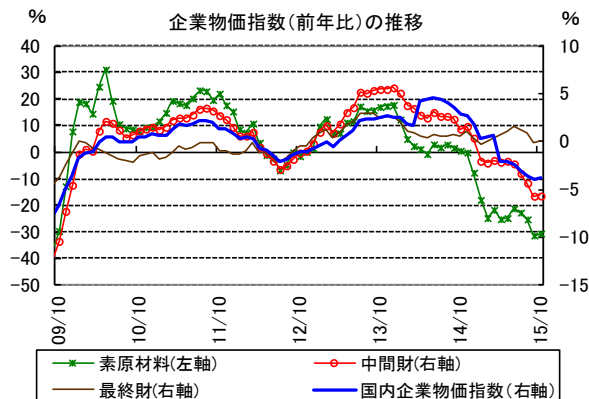
9月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比+7.5%と、4ヵ月ぶりのプラスとなった。非製造業（除船舶）が同+14.3%と、大幅プラスとなり全体を押し上げたが、金融・保険業でまとまった発注が出た影響が大きいとみている。四半期ベースでは、7-9月期が前期比▲10.0%、10-12月期は同+2.3%と、小幅プラスにとどまる見通しであり、基調の弱さが続く可能性が示された。今後の設備投資は、引き続き、更新・維持投資や省力化投資などが下支えするとみるものの、国内の中長期的な低成長期待の定着で、新規投資は海外優先となることと見込まれることから、国内設備投資の回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。



(出所)内閣府「機械受注統計」

○ 10月企業物価指数 (速報値、11月12日)

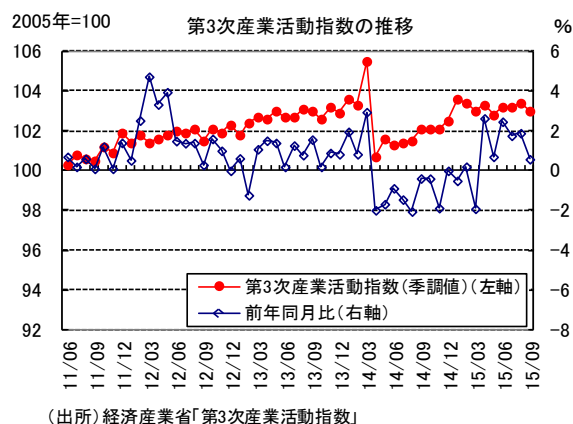
10月の国内企業物価指数は前年比▲3.8%と、6ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅は前月から縮小した。23種目中、11業種が押し上げに寄与、8業種が押し下げに寄与、4業種が前月と同じとなった。押し上げに寄与した業種では、農林水産物（8月：同▲0.2%→9月：同+3.4%）などが目立った。一方、押し下げに寄与した業種では、非鉄金属（同▲3.8%→同▲5.3%）のマイナス幅の拡大が大きかった。輸出入物価指数（円ベース）を見ると、輸出物価は同▲1.7%と、17ヵ月ぶりのマイナス。輸入物価は同▲15.6%と、10ヵ月連続のマイナスとなった。輸入物価のマイナス幅が輸出物価のマイナス幅を上回ったことで、交易条件は4ヵ月連続で改善した。



(出所)日銀「企業物価指数」

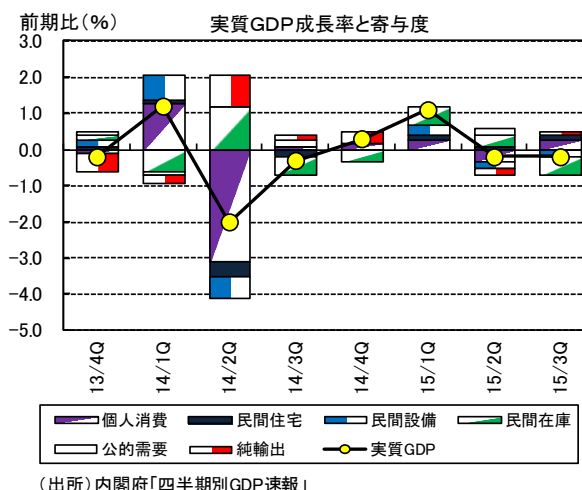
○ 9月第3次産業活動指数 (11月13日)

9月の第3次産業活動指数は前月比▲0.4%と、4ヵ月ぶりのマイナスとなった。内訳では、広義対事業所サービスが同+0.1%と、2ヵ月連続のプラスとなったものの、広義対個人サービスが同▲0.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。業種別に見ると、11業種中、5業種で低下、6業種で上昇という結果。低下した業種では、金融、保険(同▲3.6%)などのマイナス寄与が大きかった。一方、上昇した業種では、卸売(同+1.2%)などのプラス寄与が目立った。今後についても、所得環境の回復ペースが鈍さを背景に、対個人サービス関連を中心に活動の低迷が続くとみており、第3次産業活動指数全体では、均せば緩やかな回復にとどまると予想する。



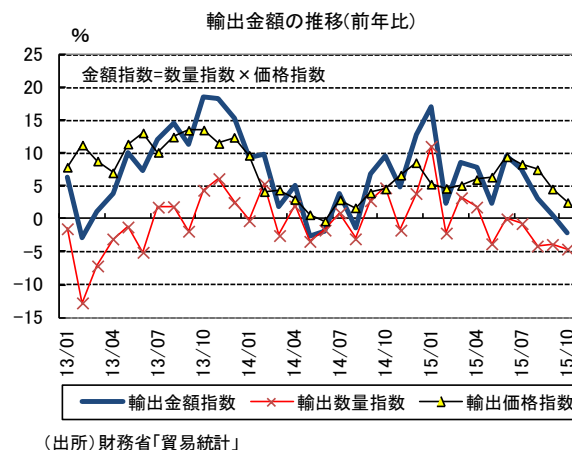
○ 7-9月期 GDP 速報 (11月16日)

7-9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.2% (年率換算: ▲0.8%) と、2期連続のマイナスとなった。欧米式の簡易的な判断基準に基づけばリセッション(景気後退)だが、在庫のマイナス寄与が▲0.5%と大きく、在庫調整の進捗を示しているという意味では前向きに評価できる。個人消費と輸出は、いずれも2四半期ぶりのプラスとなった。今回の結果は、日本の景気が年度始以来の低迷を脱し、緩やかながら回復に向かいつつある可能性を示している。もっとも、2015年度後半から2017年度にかけての日本経済は、内外需ともけん引役不在の状況が続くと見られるなか、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。



○ 10月貿易統計(11月19日)

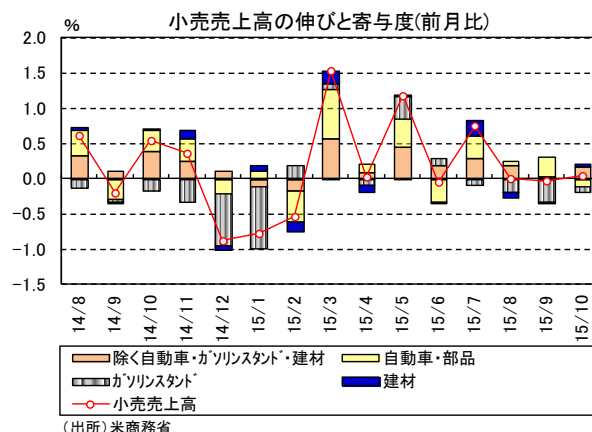
10月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲2.1%と、14ヵ月ぶりのマイナスとなった。輸出数量ベースでは同▲4.6%と4ヵ月連続のマイナス。相手地域別に見ると、EU向けが前年比+3.3%と、2ヵ月連続のプラスとなったものの、米国向けが前年比▲5.8%と6ヵ月連続のマイナス、中国向けも同▲1.1%と9ヵ月連続のマイナスとなった。米国向けの輸出は、自動車産業の北米地域へ生産拠点のシフトが進んだことに加え、米国製造業が東日本大震災以降、部品の調達先を多様化した影響もあるため、今後も伸び悩む可能性が高い。中国景気も6%台の成長が続く可能性が高いことから、輸出は来年度にかけても停滞気味の推移が続くと予想する。



《米 国》

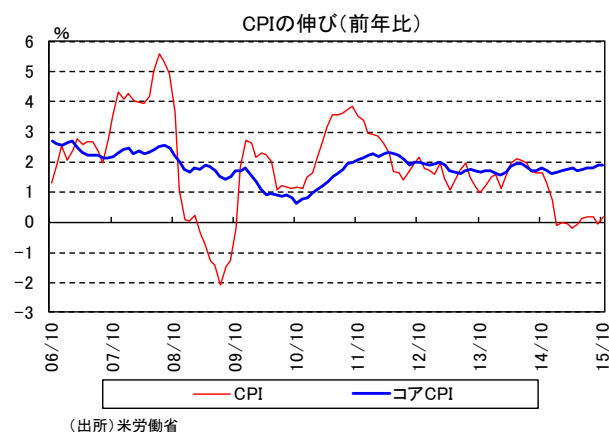
○ 10月小売売上高（11月13日）

10月の小売売上高は前月比+0.1%と、3ヵ月ぶりに増加したものの、市場予想（同+0.3%）を下回った。自動車・部品が同▲0.5%と4ヵ月ぶりに減少したほか、ガソリンスタンドも同▲0.9%と4ヵ月連続で減少した。一方、建材は同+0.9%と3ヵ月ぶりに増加。飲食店も同+0.5%と2ヵ月ぶりに増加した。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」では、同+0.3%と、8ヵ月連続の増加となった。ガソリン安などを背景に家計の実質購買力が向上していることや、雇用環境の改善が続いていることなどから、個人消費は引き続き回復傾向を維持すると予想する。



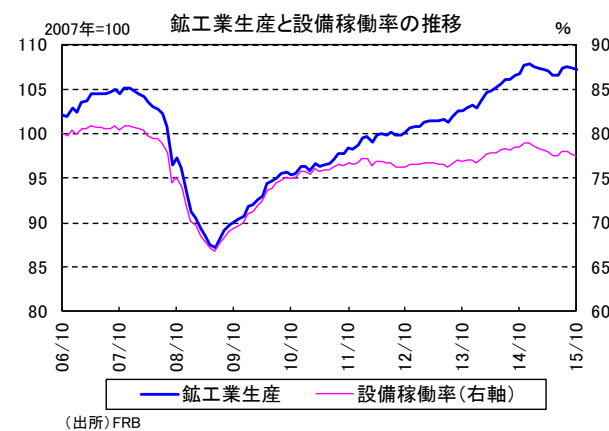
○ 10月CPI（消費者物価指数）（11月17日）

10月のCPIは前月比+0.2%と、3ヵ月ぶりに上昇した。エネルギーが同+0.3%と3ヵ月ぶりに上昇し、全体を押し上げた。前年比でも+0.2%と、2ヵ月ぶりの上昇となった。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、9月の同+0.2%から伸び幅は変わらず。前年比でも+1.9%と、9月の同+1.9%から変わらなかった。アパレルや自動車などが低下した一方、医療などの伸び幅が拡大した。賃金の上昇率は緩やかなものにとどまっていることなどから、コアCPIも引き続き緩やかな上昇が続くとみている。



○ 10月鉱工業生産（11月17日）

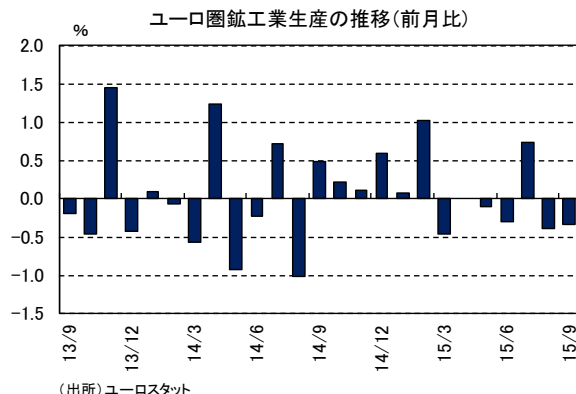
10月の鉱工業生産は前月比▲0.2%と、2ヵ月連続のマイナスとなり、市場予想（同+0.1%）を下回った。産業別に見ると、製造業が同+0.4%と3ヵ月ぶりのプラスとなったものの、石油掘削などの鉱業は同▲1.5%と2ヵ月連続のマイナスとなり、全体を押し下げた。ガス・電気などの公益事業も同▲2.5%と、例年より気温が高かった影響で暖房需要が減少したことなどから、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。今後の生産は、販売が好調な自動車を中心に輸送機器が下支えするとみるが、海外景気の減速や、原油安に伴うエネルギー関連業種への下押し圧力が残ることなどから、引き続き停滞気味に推移すると予想する。



《 欧 州 》

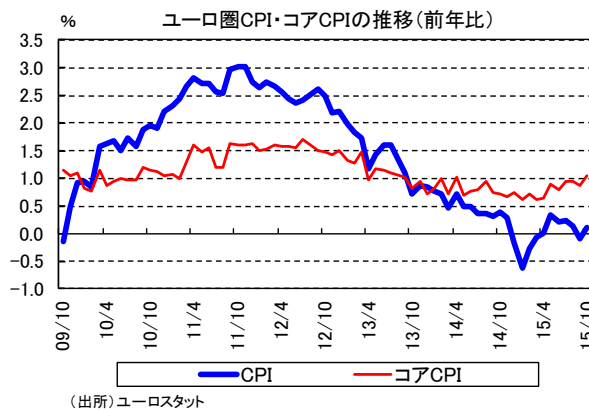
○ 9月ユーロ圏鉱工業生産（11月12日）

9月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.3%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。財別で見ると、中間財が同+0.3%→0.0%と、前月から横ばいにとどまったほか、資本財は同▲1.0%→▲0.3%と、2ヵ月連続のマイナス。消費財も同+0.1%→▲1.3%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなり、全体を大きく押し下げた。主要国別では、フランスが同+1.7%→+0.2%、イタリアが同▲0.5%→+0.2%、スペインが同▲1.3%→+1.4%と、いずれもプラスとなった一方、ドイツは同▲0.8%→▲1.2%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。新興国向けを中心に輸出の伸び悩みが続くとみられることから、ユーロ圏の鉱工業生産は今後も停滞気味の推移が続くと予想する。



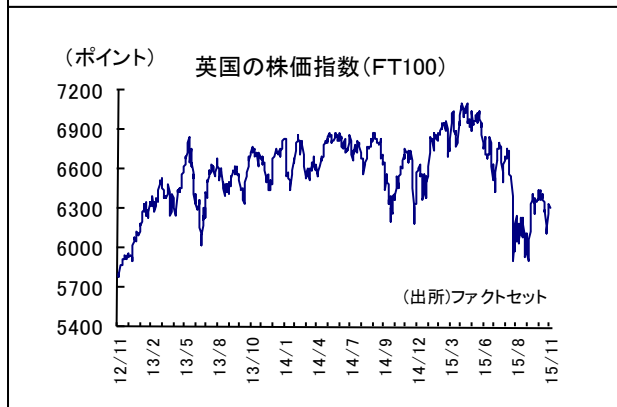
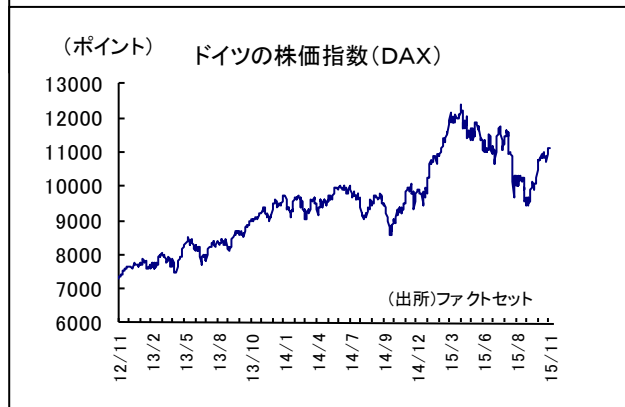
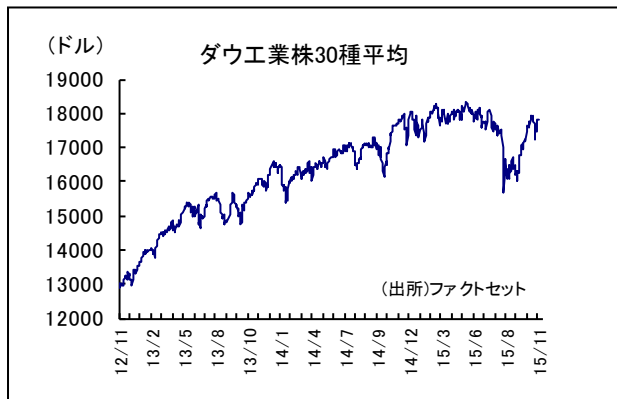
○ 10月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（11月16日）

10月のユーロ圏CPIは前年比+0.1%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。エネルギー価格が同▲8.9%→▲8.5%と、5ヵ月ぶりにマイナス幅が縮小したほか、食品価格は同+1.2%→+1.4%と、3ヵ月連続でプラス幅が拡大した。国別では、ドイツが同▲0.2%→同0.2%と、2ヵ月ぶりのプラスとなったほか、フランスは同+0.1%→+0.2%、イタリアは同+0.2%→+0.3%と、ともにプラス幅が拡大。スペインも同▲1.1%→▲0.9%と、マイナス幅が縮小した。ECB（欧州中央銀行）のドラギ総裁は10月の政策理事会で、原油安効果が和らぐことで、インフレ率は年末前後に上昇するとの見通しを示した。

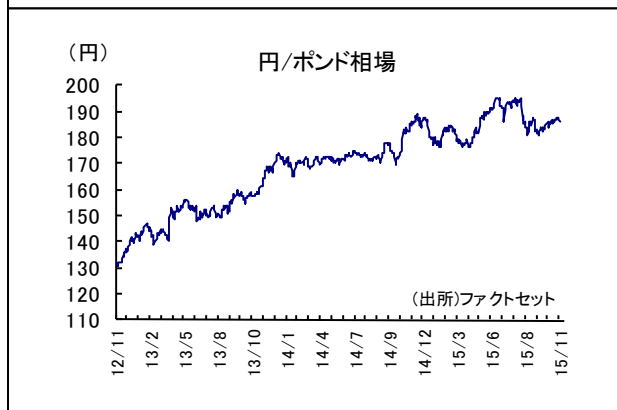
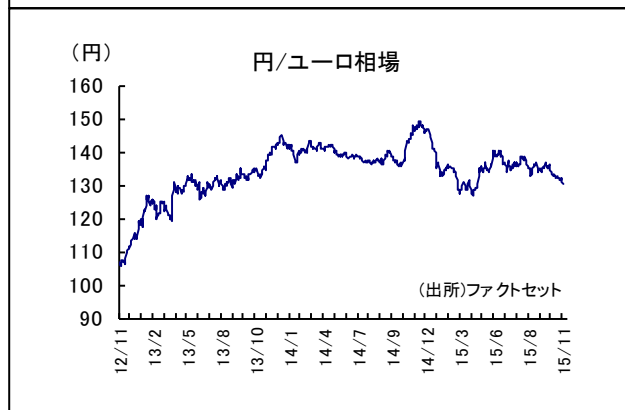
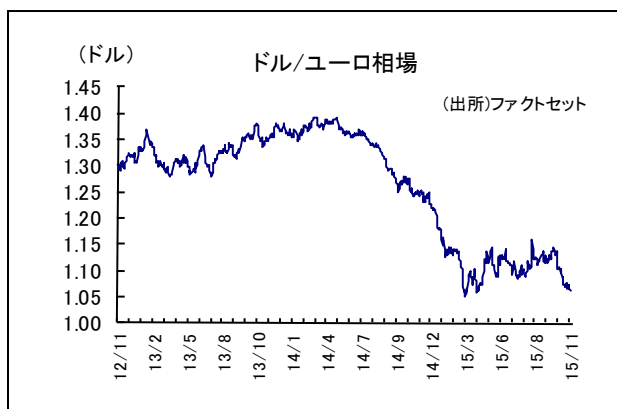
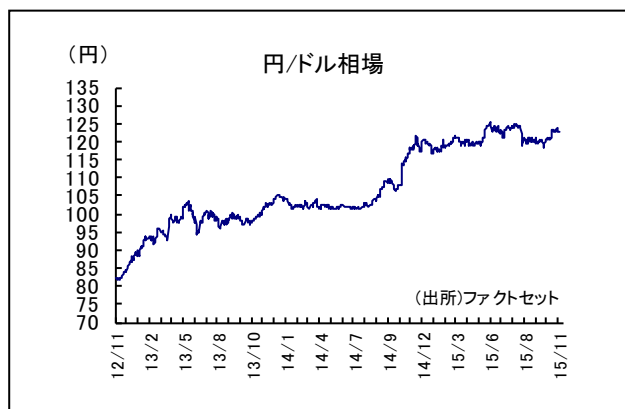


日米欧マーケットの動向 (2015年11月24日現在)

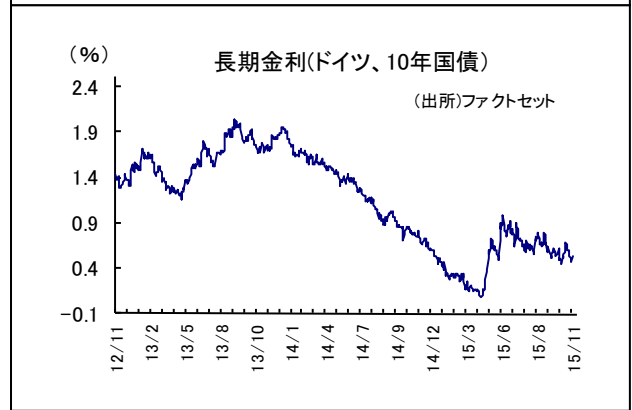
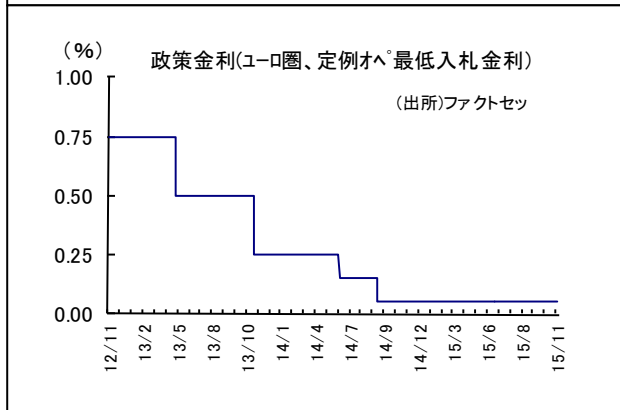
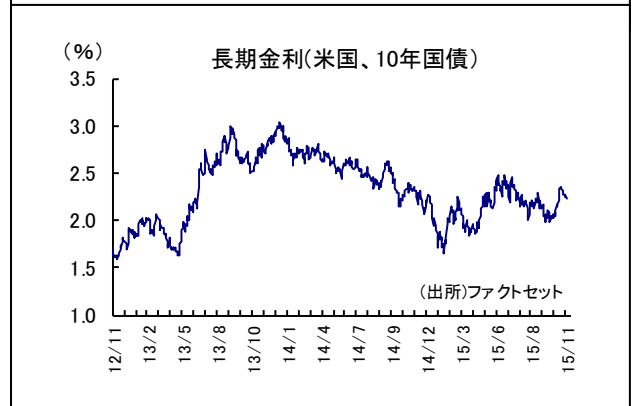
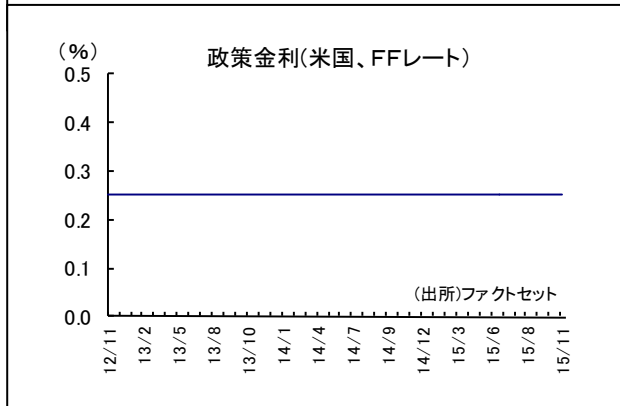
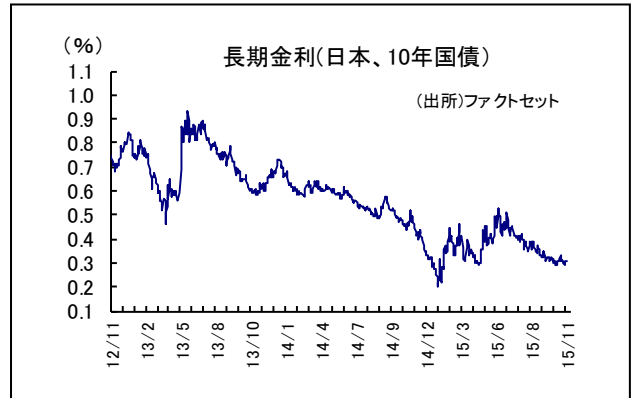
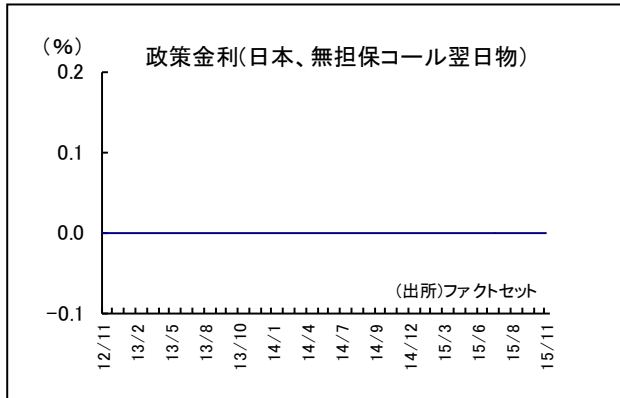
▽各国の株価動向



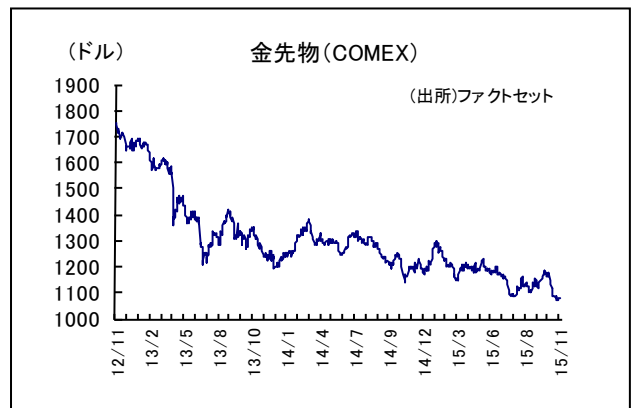
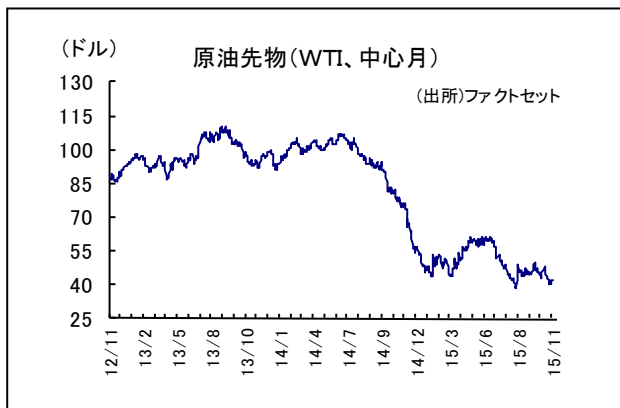
▽外為市場の動向



▽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、平野真依子、山口範大、
尾家小春、安藤卓康、玉置菜摘、開発彰徳、村上梨子