

明治安田生命
2014-2015年度経済見通しについて

～ 景気回復持続も、内外需ともけん引役不在でペースは緩慢 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2014年4-6月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2014-2015年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

| | | | |
|-----------|--------------------|--------------------|--|
| 実質GDP成長率： | <u>2014年度</u> 0.4% | <u>2015年度</u> 1.1% | |
| 名目GDP成長率： | <u>2014年度</u> 2.0% | <u>2015年度</u> 2.0% | |

2. 要 点

- ①2015年度までの日本の景気回復ペースは、政府・日銀の予想を下回る鈍いものにとどまるとみている。大幅に落ち込んだ4-6月期の反動で、7-9月期の成長率は高めの伸びを予想するが、個人消費や輸出の伸び悩みを背景に、2014年度後半は再度伸びの鈍化を見込む。2015年度は、2度目の消費増税前後を均せば、潜在成長率をやや上回るレベルの推移を予想する。
- ②個人消費は、実質賃金の低下に加え、さまざまな家計負担の拡大や資産効果のはく落もあって、秋口以降、回復ペースが鈍化するとみる。設備投資は、更新・合理化投資を中心に緩やかな回復を予想する。公共投資は、2013年度補正予算と2014年度予算の執行で、均せば増加傾向をたどろう。輸出は、生産の海外移転などを背景に、緩慢な回復を予想する。
- ③消費者物価は、今後円安効果が一巡する一方、需給ギャップやインフレ期待の押し上げ効果も弱く、予測期間中に、日銀が「物価安定の目標」とする2%は達成できないとみている。

〈主要計数表〉

| | 2013年度 実績 | 2014年度 | | 2015年度 | |
|-----------|--------------|--------|----------|--------|----------|
| | | | 2014/5時点 | | 2014/5時点 |
| 実質成長率 | 2.3% | 0.4% | 0.7% | 1.1% | 1.0% |
| 成長率寄与度・内需 | 2.7% | 0.1% | 0.6% | 1.4% | 1.3% |
| ・外需 | ▲0.5% | 0.3% | ▲0.0% | ▲0.3% | ▲0.3% |
| 名目成長率 | 1.9% | 2.0% | 2.3% | 2.0% | 2.1% |

GDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

| | | | | → 予測 | | | | → 予測 | | | | | |
|----------------|--------|---------------|-------------|--------|--------|---------|---------------|-------------|---------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 | 2013年度 | | 2014年度 | | 2015年度 | | | | | |
| | | | | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 |
| 実質GDP | 2.3% | 0.4% | 1.1% | ▲ 0.0% | 1.5% | ▲ 1.7% | 0.9% | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.7% | ▲ 1.2% | 0.5% |
| 前期比年率 | 2.3% | 0.4% | 1.1% | ▲ 0.2% | 6.1% | ▲ 6.8% | 3.8% | 1.5% | 1.7% | 1.3% | 2.7% | ▲ 4.7% | 2.1% |
| 前年同期比 | 2.3% | 0.4% | 1.1% | 2.5% | 3.0% | ▲ 0.1% | 0.6% | 1.0% | ▲ 0.0% | 2.1% | 1.8% | 0.2% | 0.3% |
| 民間最終消費支出 | 2.5% | ▲ 1.5% | 1.2% | 0.4% | 2.0% | ▲ 5.0% | 2.1% | 0.5% | 0.5% | 0.3% | 0.5% | ▲ 1.1% | 0.2% |
| 民間住宅投資 | 9.5% | ▲ 6.7% | 2.2% | 2.4% | 2.0% | ▲ 10.3% | ▲ 0.7% | 0.4% | 1.9% | 1.1% | 0.3% | ▲ 0.7% | ▲ 0.7% |
| 民間設備投資 | 2.7% | 4.5% | 0.9% | 1.4% | 7.7% | ▲ 2.5% | 0.2% | 0.7% | 0.5% | 0.8% | 0.2% | ▲ 2.0% | 0.7% |
| 政府最終消費支出 | 1.8% | 0.9% | 0.8% | 0.2% | ▲ 0.1% | 0.4% | 0.5% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.3% | 0.2% | 0.2% |
| 公的固定資本形成 | 15.1% | 2.1% | 2.8% | 1.4% | ▲ 2.5% | ▲ 0.5% | 2.2% | 1.0% | 0.3% | 0.3% | 0.6% | 1.0% | 1.0% |
| 財貨・サービスの輸出 | 4.8% | 4.9% | 1.9% | 0.3% | 6.5% | ▲ 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.4% | 0.7% | 0.4% | 0.5% | 0.4% |
| 財貨・サービスの輸入 | 7.0% | 3.4% | 4.3% | 3.7% | 6.4% | ▲ 5.6% | 1.8% | 1.3% | 0.9% | 1.1% | 1.9% | ▲ 1.0% | 1.8% |
| 名目GDP | 1.9% | 2.0% | 2.0% | 0.3% | 1.6% | ▲ 0.1% | 0.6% | 0.4% | 0.2% | 1.3% | 0.4% | ▲ 0.3% | 0.2% |
| GDPデフレーター(前年比) | ▲ 0.4% | 1.7% | 0.9% | ▲ 0.4% | ▲ 0.1% | 2.1% | 1.6% | 1.5% | 1.5% | 0.3% | 0.5% | 1.4% | 1.3% |

| | | | | → 予測 | | | | → 予測 | | | | | |
|------------|--------|---------------|---------------|--------|--------|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 | 2013年度 | | 2014年度 | | 2015年度 | | | | | |
| | | | | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 |
| 実質GDP | 2.3% | 0.4% | 1.1% | ▲ 0.0% | 1.5% | ▲ 1.7% | 0.9% | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.7% | ▲ 1.2% | 0.5% |
| 民間最終消費支出 | 1.5% | ▲ 0.9% | 0.7% | 0.2% | 1.2% | ▲ 2.9% | 1.2% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | ▲ 0.7% | 0.1% |
| 民間住宅投資 | 0.3% | ▲ 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | ▲ 0.3% | ▲ 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | ▲ 0.0% | ▲ 0.0% |
| 民間設備投資 | 0.4% | 0.6% | 0.1% | 0.2% | 1.0% | ▲ 0.4% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | ▲ 0.3% | 0.1% |
| 政府最終消費支出 | 0.4% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | ▲ 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% |
| 公的固定資本形成 | 0.6% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 在庫品増加 | ▲ 0.5% | 0.2% | 0.2% | ▲ 0.1% | ▲ 0.5% | 1.0% | ▲ 0.5% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.5% | ▲ 0.5% | 0.4% |
| 純輸出 | ▲ 0.5% | 0.3% | ▲ 0.3% | ▲ 0.6% | ▲ 0.2% | 1.1% | ▲ 0.2% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.0% | ▲ 0.2% | 0.2% | ▲ 0.2% |
| 財貨・サービスの輸出 | 0.7% | 0.8% | 0.3% | 0.0% | 1.0% | ▲ 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 財貨・サービスの輸入 | ▲ 1.2% | ▲ 0.5% | ▲ 0.7% | ▲ 0.5% | ▲ 0.9% | 1.2% | ▲ 0.3% | ▲ 0.2% | ▲ 0.1% | ▲ 0.2% | ▲ 0.3% | 0.2% | ▲ 0.3% |

| (兆円、2005年暦年連鎖価格) | | | | → 予測 | | | | → 予測 | | | | | |
|------------------|--------|--------------|--------------|--------|-------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 | 2013年度 | | 2014年度 | | 2015年度 | | | | | |
| | | | | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 |
| 実質GDP | 528.9 | 531.1 | 536.9 | 131.8 | 133.8 | 131.5 | 132.7 | 133.2 | 133.7 | 134.2 | 135.1 | 133.5 | 134.1 |
| 民間最終消費支出 | 316.2 | 311.6 | 315.5 | 78.8 | 80.4 | 76.4 | 78.0 | 78.4 | 78.8 | 79.0 | 79.4 | 78.5 | 78.6 |
| 民間住宅投資 | 14.9 | 13.9 | 14.2 | 3.8 | 3.9 | 3.5 | 3.4 | 3.5 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 3.5 | 3.5 |
| 民間設備投資 | 70.3 | 73.3 | 73.9 | 17.3 | 18.7 | 18.2 | 18.2 | 18.4 | 18.5 | 18.6 | 18.6 | 18.3 | 18.4 |
| 政府最終消費支出 | 102.3 | 103.2 | 104.0 | 25.6 | 25.6 | 25.7 | 25.8 | 25.9 | 25.9 | 25.9 | 26.0 | 26.0 | 26.1 |
| 公的固定資本形成 | 23.3 | 23.8 | 24.4 | 6.0 | 5.8 | 5.8 | 5.9 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 6.1 | 6.1 | 6.2 |
| 在庫品増加 | ▲ 4.0 | ▲ 3.2 | ▲ 2.1 | ▲ 0.9 | ▲ 1.5 | ▲ 0.4 | ▲ 1.0 | ▲ 1.0 | ▲ 0.9 | ▲ 0.8 | ▲ 0.1 | ▲ 0.9 | ▲ 0.3 |
| 純輸出 | 7.1 | 8.7 | 6.9 | 1.3 | 1.4 | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.6 | 1.9 | 1.6 |
| 財貨・サービスの輸出 | 85.1 | 89.3 | 91.0 | 20.9 | 22.3 | 22.2 | 22.3 | 22.4 | 22.5 | 22.6 | 22.7 | 22.8 | 22.9 |
| 財貨・サービスの輸入 | 78.0 | 80.6 | 84.1 | 19.6 | 20.9 | 19.7 | 20.1 | 20.3 | 20.5 | 20.7 | 21.1 | 20.9 | 21.3 |

2. 主要指標予測

| | → 予測 | | | → 予測 | | | | | | | | | |
|--------------------------------|--------|---------------|---------------|--------|-------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 | 2013年度 | | 2014年度 | | | | 2015年度 | | | |
| | | | | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 |
| 鉱工業生産(前年比) | 3.2% | 2.3% | 2.8% | 5.8% | 8.3% | 2.6% | 1.2% | 2.7% | 2.7% | 2.5% | 1.2% | 2.6% | 4.9% |
| 消費者物価指数(前年比) | 0.9% | 3.3% | 1.6% | 1.4% | 1.5% | 3.6% | 3.3% | 3.3% | 3.2% | 1.0% | 1.0% | 2.4% | 2.1% |
| 除く生鮮食品(前年比) | 0.8% | 3.3% | 1.6% | 1.1% | 1.3% | 3.3% | 3.3% | 3.3% | 3.2% | 1.0% | 1.0% | 2.4% | 2.1% |
| 除く生鮮食品(前年比)(除く消費増税) | 0.8% | 1.3% | 1.0% | 1.1% | 1.3% | 1.4% | 1.3% | 1.3% | 1.2% | 1.0% | 1.0% | 1.1% | 0.8% |
| 国内企業物価指数(前年比) | 1.9% | 3.5% | 1.8% | 2.5% | 1.9% | 4.4% | 3.7% | 3.2% | 3.7% | 1.7% | 1.0% | 2.7% | 2.1% |
| 貿易収支(季調値、兆円) | ▲ 13.7 | ▲ 12.3 | ▲ 15.8 | ▲ 3.7 | ▲ 4.5 | ▲ 2.8 | ▲ 2.7 | ▲ 3.3 | ▲ 3.5 | ▲ 3.6 | ▲ 3.7 | ▲ 4.0 | ▲ 4.5 |
| 経常収支(季調値、兆円) | 0.8 | 2.0 | 2.0 | ▲ 1.4 | ▲ 0.8 | 0.3 | 0.9 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.9 |
| 完全失業率(季調済:平均) | 3.9% | 3.6% | 3.7% | 3.9% | 3.9% | 3.6% | 3.6% | 3.7% | 3.7% | 3.8% | 3.7% | 3.6% | 3.7% |
| 無担保コール翌日物(※) | 0.06% | 0.07% | 0.07% | 0.07% | 0.06% | 0.06% | 0.07% | 0.07% | 0.07% | 0.07% | 0.07% | 0.07% | 0.07% |
| 長期金利(10年債金利、※) | 0.72% | 0.63% | 0.80% | 0.73% | 0.64% | 0.56% | 0.60% | 0.65% | 0.70% | 0.75% | 0.80% | 0.80% | 0.85% |
| WTI原油価格(^{ドル} /バレル、※) | 102 | 99 | 98 | 98 | 102 | 105 | 99 | 97 | 96 | 96 | 100 | 99 | 97 |
| 為替レート(円/ ^{ドル} 、※) | 103 | 103 | 108 | 105 | 103 | 101 | 101 | 103 | 105 | 106 | 107 | 108 | 109 |

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

| | → 予測 | | | → 予測 | | | | | | | | | |
|------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2013年 | 2014年 | | | | 2015年 | | | | |
| | | | | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | |
| 米国 | 実質GDP成長率(前期比年率) | 2.2% | 1.9% | 2.7% | 3.5% | ▲ 2.1% | 4.0% | 2.8% | 2.8% | 2.7% | 2.6% | 2.6% | 2.9% |
| | 個人消費支出 | 2.4% | 2.2% | 2.6% | 3.7% | 1.2% | 2.5% | 2.6% | 2.6% | 2.6% | 2.6% | 2.6% | 2.8% |
| | 住宅投資 | 11.9% | 2.1% | 8.7% | ▲ 8.5% | ▲ 5.3% | 7.5% | 9.1% | 8.6% | 10.6% | 8.0% | 8.3% | 9.2% |
| | 設備投資 | 3.0% | 3.9% | 4.3% | 10.4% | 1.6% | 5.5% | 4.1% | 5.3% | 4.2% | 3.7% | 3.6% | 3.6% |
| | 在庫(寄与度) | 0.1% | 0.2% | ▲ 0.1% | ▲ 0.3% | ▲ 1.2% | 1.7% | ▲ 0.3% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | 0.0% |
| | 純輸出(寄与度) | 0.2% | ▲ 0.3% | 0.1% | 1.1% | ▲ 1.7% | ▲ 0.6% | 0.4% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 輸出 | 3.0% | 3.2% | 5.5% | 10.0% | ▲ 9.2% | 9.5% | 7.1% | 6.5% | 4.8% | 4.5% | 4.6% | 4.8% |
| | 輸入 | 1.1% | 4.4% | 4.0% | 1.3% | 2.2% | 11.7% | 3.0% | 4.7% | 3.8% | 3.8% | 4.2% | 4.3% |
| | 政府支出 | ▲ 2.0% | ▲ 0.7% | 1.1% | ▲ 3.8% | ▲ 0.8% | 1.6% | 1.1% | 0.7% | 1.1% | 1.1% | 1.2% | 1.2% |
| | 失業率(※) | 7.4% | 6.1% | 5.3% | 7.0% | 6.7% | 6.2% | 5.8% | 5.6% | 5.4% | 5.1% | 5.2% | 5.3% |
| | CPI(総合、※) | 1.5% | 1.9% | 2.3% | 1.2% | 1.4% | 2.0% | 2.0% | 2.2% | 2.3% | 2.2% | 2.3% | 2.4% |
| | 政策金利(誘導目標の上限、期末値) | 0.25% | 0.25% | 0.75% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.50% | 0.75% |
| | 長期金利(米10年債金利、※) | 2.4% | 2.7% | 3.3% | 3.0% | 2.7% | 2.5% | 2.6% | 2.9% | 3.1% | 3.2% | 3.4% | 3.4% |
| ユーロ圏 | 実質GDP成長率(前期比) | ▲ 0.4% | 0.8% | 1.7% | 0.3% | 0.2% | 0.0% | 0.2% | 0.6% | 0.3% | 0.6% | 0.7% | 0.3% |
| | 家計消費 | ▲ 0.7% | 0.7% | 1.5% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.5% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.5% |
| | 政府消費 | 0.1% | 0.0% | ▲ 0.1% | ▲ 0.3% | 0.7% | ▲ 0.2% | 0.2% | ▲ 0.2% | 0.1% | 0.0% | ▲ 0.2% | 0.1% |
| | 固定投資 | ▲ 2.9% | 1.8% | 1.7% | 0.9% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 0.6% |
| | 純輸出(寄与度) | 0.5% | ▲ 0.2% | 0.1% | 0.4% | ▲ 0.3% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 輸出 | 1.4% | 2.4% | 1.9% | 1.4% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.7% | 0.4% | 0.5% | 0.6% | 0.6% |
| | 輸入 | 0.4% | 2.9% | 1.9% | 0.6% | 0.8% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.4% | 0.5% | 0.6% | 0.7% |
| | 失業率(※) | 12.0% | 11.6% | 11.3% | 11.9% | 11.7% | 11.6% | 11.5% | 11.5% | 11.4% | 11.4% | 11.3% | 11.2% |
| | CPI(総合、※) | 1.3% | 0.7% | 1.2% | 0.8% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 1.0% | 1.1% | 1.2% | 1.2% | 1.2% |
| | 政策金利(期末値) | 0.25% | 0.15% | 0.15% | 0.25% | 0.25% | 0.15% | 0.15% | 0.15% | 0.15% | 0.15% | 0.15% | 0.15% |
| 英国 | 実質GDP成長率(前期比) | 1.7% | 3.0% | 2.8% | 0.7% | 0.8% | 0.8% | 0.7% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.8% |

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2014年4-6月期の実質GDP成長率は前期比▲1.7%（年率換算：▲6.8%）と、1-3月期の駆け込み需要の大幅増をすべて吐き出す形となった。個人消費が大きく落ち込んだほか、住宅投資も大幅減、設備投資もマイナスとなり、民需の不振が目立つ結果となった。

2015年度までの日本の景気回復ペースは、政府・日銀の予想を下回る鈍いものにとどまるとみている。大幅マイナスとなった4-6月期の反動で、7-9月期の成長率は高めの伸びを予想するが、個人消費や輸出の伸び悩みを背景に、2014年度後半は再度伸びの鈍化を見込む。2015年度は、2度目の消費増税前後を均せば、潜在成長率をやや上回るレベルの成長が続くと予想する。

個人消費は、実質賃金の低下に加え、さまざまな家計負担の拡大や資産効果のはく落もあって、秋口以降、回復ペースが鈍化すると予想する。住宅投資は、しばらく停滞気味の推移が続くとみられるものの、2014年度末ごろから消費税率10%への引き上げをにらんだ駆け込み需要的な動きがでてくるとみる。設備投資は、輸出の伸び悩みなどが新規投資の下押し圧力となるものの、更新・合理化投資を中心に緩やかな回復を予想する。公共投資は、2013年度補正予算と2014年度予算の執行で、均せば緩やかな増加傾向で推移するとみている。輸出は、下がりにくい輸出価格や生産の海外移転などの影響を背景に、緩慢な回復を予想する。

（1）「アベノミクス」の中間評価

4-6月期の日本の実質GDP成長率は、前期比▲1.7%（年率換算：▲6.8%）と、市場予想どおりの大幅悪化となった。当社では、消費増税前後の振れを均した後も、景気が駆け込み前のトレンドラインを取り戻すのは難しいとみている。現時点では景気後退に入ったとは予想していないが、景気回復ペースが大方の予想以上に鈍いものになりつつある現状は、当社の従来の見通しどおりである。

アベノミクスの神通力も徐々に色褪せてきているように見える。日経平均株価は、解散総選挙が決定した12年11月以降、半年あまりの間に約1.8倍に上昇した。しかし、昨年5月23日に15,627円から14,483円まで1,143円の大暴落を経験した後、長い目で見ればすでに1年以上レンジ内の動きが続いている。当初の株高を支えていたのは、大半が「第一の矢」である金融政策への期待だったが、結局、量的・質的緩和の景気への波及ルートが、「期待への働きかけ」を通じた資産価格チャネルしか期待できず、その効き目が薄れつつあることが、足元の景気下振れの一因と考えられる。

実際、アベノミクス始動後の個人消費は、株価上昇と歩調を合わせる形で今年の春先にかけて大きく伸びたが、夏場以降は息切れした形となった。以後、年度末に駆け込み需要が入るまでの間、景気を支えてきたのは、もっぱら「第二の矢」である財政政策である。当社の経済モデルでは、財政政策が13年度の実質成長率をベースラインから0.8%押し上げたという結果が導かれる。

量的・質的緩和の実体経済への効果もいまだに判然としない。貸出は多少伸びたとはいえ、財政政策の効果で説明できる範囲である。マネーストックの伸び幅は足元で逆に縮小しつつある。債券相場を見る限り、インフレ期待が上昇しているのかも疑わしい。量的・質的緩和の景気への効果が大きなものではないのであれば、投資家が期待を膨らませる根拠もなかったということになる。

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）は、目先は1%台前半まで

鈍化するとみられるが、年度後半も物価上昇ペースが上がりなければ、量的・質的緩和への信認は揺らぐだろう。よしんば物価目標の達成に成功したとしても、最後の関門として、出口戦略が待っている。財政再建への道筋が不透明な段階で、出口を探らなければいけないような事態となれば、物価上昇に伴う金利上昇が皮肉にも財政破綻の引き金を引く結果になりかねない。こう考えると、「第一の矢」は本来まだ採点できる段階にはない。

一方で、「第三の矢」の成長戦略については期待が持てる。切り込み不足と言われればそれまでだが、これまでほとんど手つかずだった分野が動き始めた意義は大きい。安倍首相の確固たる政権基盤と強い改革意欲を前に、抵抗勢力も小刻みな妥協を余儀なくされているようにみえる。

また、今後は東京五輪が、改革を進めるための格好の触媒になるはずである。多くの民間企業が、東京五輪を自社の技術を世界にアピールする良い機会と捉え、研究開発を進めている模様で、こうしたミクロの企業努力の積み重ねも軽視すべきではない。これに成長戦略の進行が加われば、人口が減少に向かうなかで、潜在成長率を引き上げていくのも不可能ではない。

岩盤規制のハードルは依然高いが、最近の農業改革や医療改革を巡る議論ひとつとっても、政権の本気度は伝わってくる。成長戦略の効果は一朝一夕には得られないが、市場に本気度が伝われば株価は下がらない。財政面での大盤振る舞いにはどのみち限度がある。金融緩和も、結局のところ時間を稼ぐ以上の役割は期待しにくい。アベノミクスの成否はやはり三本目の矢にかかっている。

(2) 夏季賞与増の効果で個人消費は回復へ

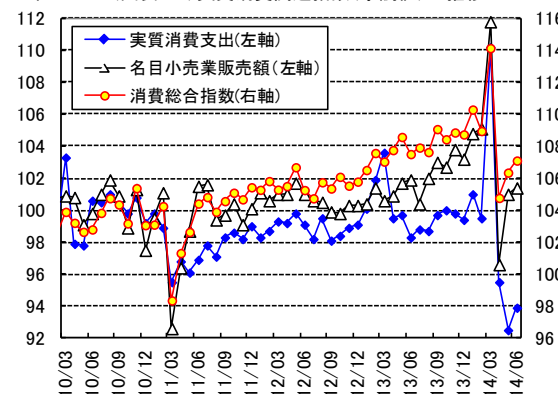
個人消費は、昨秋以降、消費増税前の駆け込み需要が徐々に顕在化し、回復基調を強めた(図表1-1)。2月には大雪の影響でいったん勢いが鈍ったものの、3月は耐久消費財を中心に駆け込み需要が加速した。

4月以降は、駆け込み需要が前回(1997年4月)の消費増税時を上回る大きさであったこともあり、大きく落ち込んでいる。需要側統計と供給側統計をもとに作成する消費総合指数を見ると、4月が前月比▲8.2%と、前回増税後の同▲6.3%を上回るマイナスとなった。5月以降は持ち直しに向かっているものの、回復ペースは鈍い。

もっとも、雇用環境は堅調な推移となっている。完全失業率(季調値)を見ると、2013年11月以降4%を下回り、6月は3.7%となった(図表1-2)。失業率には、構造的・摩擦的な失業を受けた構造失業率と労働需要不足に分解できるが、すでに構造失業率に近い水準で推移していることもあり、労働需給は改善傾向が続いているとみている。

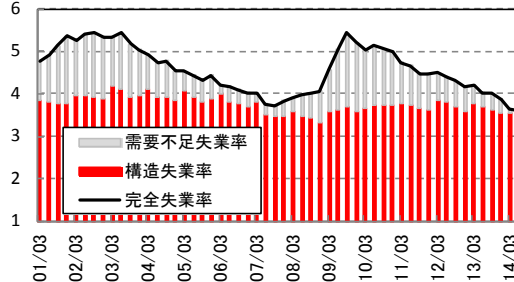
構造失業率の背景にあるのが、雇用のミスマッチである。6月の職業別有効求人倍率を見ると、求職者の3割弱を占める事務的職業が0.28倍と、1倍を大きく下回っているのに対し、保安が4倍を上回ったほか、建築土木測量技術者、接客・給仕、建設・採掘などが3倍前後であるなど、不足感の強い職種には偏りがある(図表1-3)。また、有効求人倍率(季調値)が1.1倍であるのに対し、正社員だけ

10年=100 (図表1-1) 実質消費関連指数(季調値)の推移 05年=100



(出所) 総務省「家計調査」、経産省「商業販売統計」、内閣府「消費総合指数」

(図表1-2) 需要不足失業率と構造失業率の推移 (四半期ベース)



(注) 需要不足失業率は、完全失業率－構造失業率。構造失業率は、自営業者などを除いた雇用失業率と欠員率から推計。

(出所) 総務省「労働力調査」をもとに明治安田生命作成

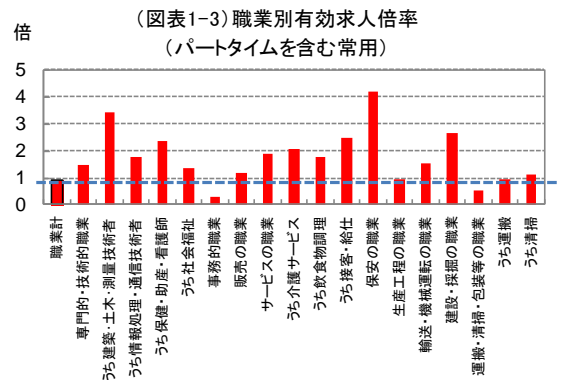
に限れば0.68倍と、1倍を大きく下回る水準にとどまっており、非正規中心の求人となっている。こうした状況を受け、アルバイト賃金が上昇傾向を強めているものの、労働需給のひっ迫を背景にした賃金の上昇は、不足感の強い一部の職種にとどまり、正規を含めた幅広い職種の上昇にはなかなか至らないとみている。

2014年の春闘では、政府が賃上げ環境の醸成に腐心したこともあって、ベアに踏み切った企業が目立っている。ただ、連合の集計などから類推されるベアの水準は、0.3%台半ばであり、消費増税分の3%を大きく下回る水準にとどまっている。毎月勤労統計で、名目の賃金指数を消費者物価指数で割って算出する実質賃金指数（定期給与）を見ると、6月が同▲3.8%と、14ヵ月連続の減少となった（図表1-4）。4月以降、同▲3%台のマイナスが続いており、実質所得の落ち込みを示している。

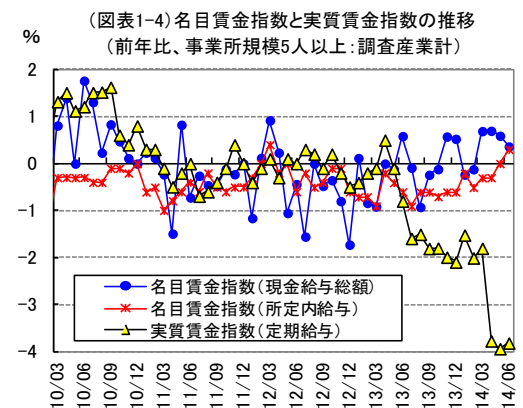
賃金が上がりにくい背景には、全労働者に占めるパートタイム割合が拡大していることがあげられる。1995年に15%未満であったパートタイム労働者率は、足元では30%近くとなっている。毎月勤労統計の所定内給与をパートタイム労働者の賃金変動要因、一般労働者の賃金変動要因、パートタイム労働者率要因に分解すると、2010年以降、パートタイム労働者率の上昇が、所定内給与を前年比▲0.5%程度押し下げてきた計算となる（図表1-5）。

構造的な要因としては、労働生産性の低迷があげられる。業種別の労働生産性のトレンドを見ると、小売業やサービス業などでは、生産性が改善しているものの、最も就業者数の多い製造工業ではリーマン・ショック前の水準を下回っているほか、医療・福祉分野でも2003年度との比較で大きく低下している（図表1-6）。

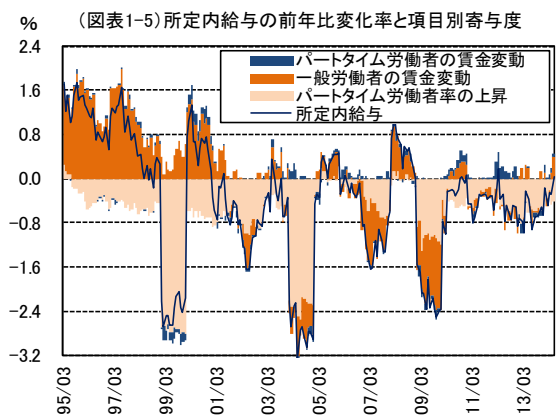
労働力の産業間のシフトも、マクロ的な生産性の低迷を加速させる結果につながっているとみている。2002年度と2013年度の就業者数を産業別で見ると、製造業や建設業に従事する就業者数が低下した一方、相対的に賃金の低い医療・福祉分野の就業者数が大きく上昇している。厚労省の賃金構造基本調査で2013年の正社員（正職員）の賃金では、医療・福祉分野の従業者の賃金（28.7万円）は、全産業平均（31.4万円）や、製造業（30.7万円）、建設業（32.5万円）などを下回っており、賃金が相対的に低い分野への労働力のシフ



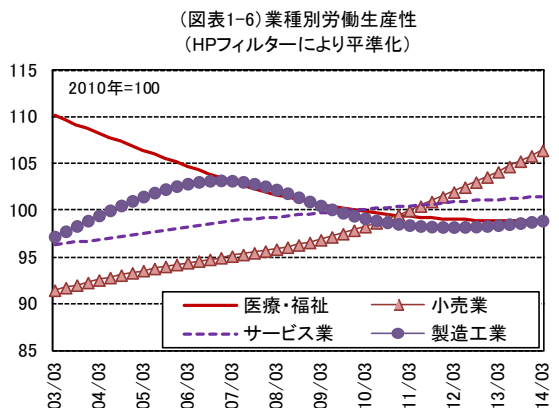
(出所)厚労省「一般職業紹介状況」



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」より明治安田生命作成



(出所)日本生産性本部「生産性統計」より明治安田生命作成

トが、マクロ的な賃金低下につながったとみている。

こうした背景には、製造業の生産性が高まっていないことがあるとみている。元来、資本集約的な産業である製造業は、労働集約的な要素が強い非製造業と比較すると、技術革新が生じやすく、生産性も上昇しやすい。製造業の生産性が上昇すると、それに見合う形で製造業の賃金が上昇し、低賃金部門の労働者は高賃金を求めて転職するので、労働力が非製造業から製造業へ移転してゆく。これを受け、労働市場のひっ迫により、最終的に非製造業分野でも賃金が上昇する、と

いう理論（バラッサ・サミュエルソン効果）があるが、近年の日本では、製造業の賃金上昇が緩慢となったことで、このような賃金上昇メカニズムが働かず、非製造業の賃金も上がりにくい状況になっている。金融危機後、非製造業に従事する就業者数の割合が加速していることから、こうした効果が働きにくくなっていることが示唆される（図表1-7）。

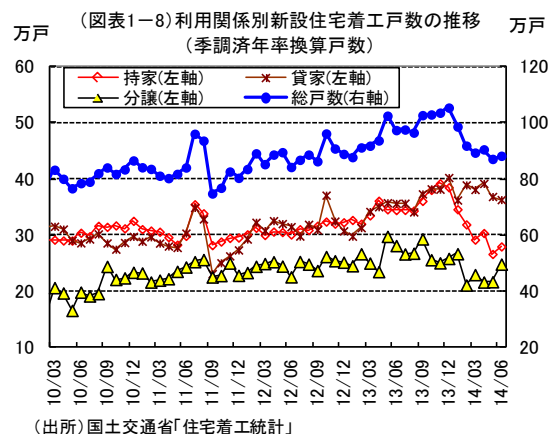
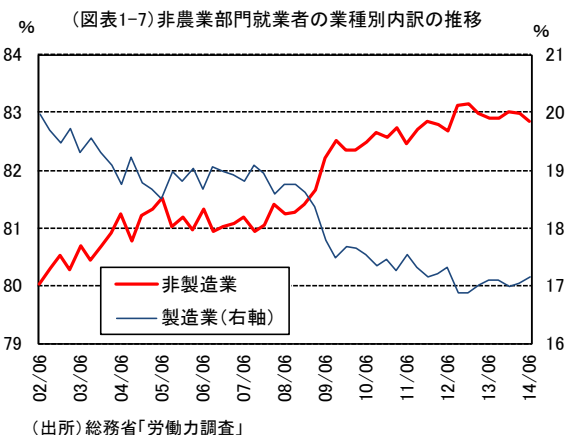
今後については、夏季賞与増の効果は夏場以降の個人消費を押し上げる可能性が高い。連合の最終集計では、2014年の一時金月数は4.78ヵ月と、前年同時期との比較で+0.29ヵ月、金額では同+87,625円（+6.0%）の回答となっている。また、消費には、一般的に消費行動を簡単には変えにくいという慣性効果（ラatchet効果）が働きやすいため、今後数ヵ月は貯蓄の取り崩しで補いながら、消費水準を維持する動きが続くとみる。こうした動きから、2014年7-9月期の個人消費は、2四半期ぶりに回復し、前期比+2%前後の高い伸びになるとみている。ただ、消費増税分に加え、厚生年金保険料の段階的な上昇や、健康・介護保険料も、赤字組合が多いなか、多くの団体に料率引き上げの動きが続く可能性が高い。電気・ガス代や自動車保険料の値上げのほか、高速道路代の割引縮小など、家計負担は拡大傾向にある。家計の実質購買力の伸び悩みが見込まれるなか、賞与増の効果も一巡するとみられる秋口以降、個人消費の回復ペースは緩やかになると予想する。

政府は、住民税が課税されない人を対象に臨時福祉給付金（簡素な給付措置）を支給するほか、2回目の消費税率引き上げに合わせ、軽減税率の導入を検討している。ただ、低所得者対策にとどまるとみられるため、消費増税の影響を相殺するのは難しい。来年以降、ベアの持続性が見込みづらいこともあって、2015年度の個人消費も、増税前後の起伏を均せば緩やかな回復が続くと予想する。

（3）住宅投資は減少が続く

新設住宅着工戸数（季調値）は年明け以降、減少傾向で推移している（図表1-8）。4月以降の物件引き渡しでも5%の消費税率が適用される請負契約が昨年9月で終了し、その駆け込み契約による押し上げ効果が減衰していることが大きい。6月は前月比+1.3%と、2ヵ月ぶりのプラスとなり、減少ペースが鈍化する動きがみられるものの、消費増税の影響がしばらく残るとみられることから、今後の住宅着工も弱めの推移が続くと予想する。

持家着工について、住宅大手4社の受注状況を見ると、昨年10月以降、減少傾向が続いている。より付加価値の高い住宅を提供するなどの手法で、販促を強化する動きもみられるものの、引き続



き需要先食いの影響が残るとみられるほか、人手不足が着工の遅れにつながることで、受注の下押し圧力になるとみており、年内の持家着工は、均せば前月比マイナス傾向で推移すると予想する。分譲住宅のうち、一戸建住宅（建売住宅）も、持家と同様、減少傾向が続くとみている。

一方、分譲マンションの販売環境は、底堅く推移する可能性が高い。首都圏マンション市場動向を見ると、契約率は好不調の境目である70%を17ヵ月連続で上回っている（図表1-9）。物件価格の先高観や低金利環境などが購入意欲を刺激しているとみられるほか、マンション業者が新規発売戸数を抑制していることも、安定した契約率につながっている。ただ、慎重な物件供給は着工増につながらないほか、人手不足や資材不足などを背景に、建設自体が遅れる傾向にあることなどから、マンション着工は今後も減少基調を余儀なくされよう。

貸家は、年明け以降一進一退の推移となっている。2015年1月以降、相続税の基礎控除が引き下げ予定であることなどを背景に、節税対策としてのアパート経営の需要が下支えしているほか、2011年10月から10年間で60万戸の登録をめざしているサービス付き高齢者住宅の建設も、押し上げに寄与しているとみている。ただ、貸家全体で見れば、需要の先食いの影響もあることから、今後は緩やかな鈍化傾向で推移すると予想する。

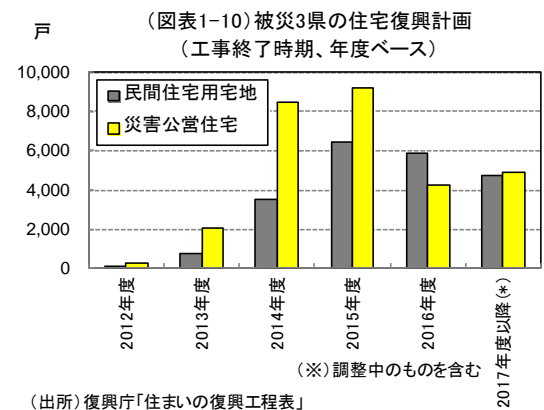
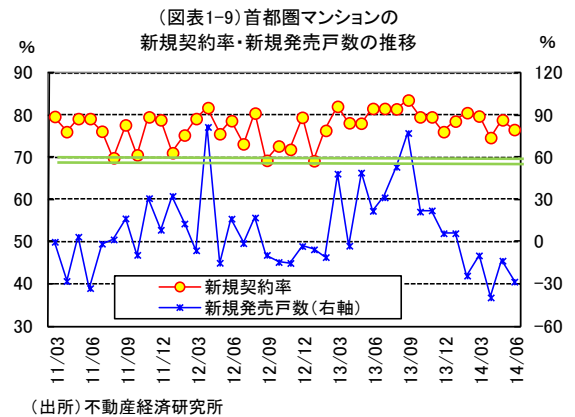
一方、東日本大震災による復興需要は、引き続き住宅着工を下支えするとみている。各県の住まいの復興工程表を見ると、被災3県の合計で、民間住宅等用宅地が2014年度3,474戸、2015年度6,406戸、災害公営住宅では、2014年度8,489戸、2015年度9,172戸の供給を予定している（図表1-10）。こうした計画以外にも、被災地区での住宅着工は進んでおり、復興需要だけで2014, 2015年度と、それぞれ3万戸程度の着工を予想する。

2014年度の住宅着工は、駆け込み需要の反動で、前年比▲14%程度の85万戸程度まで落ち込むとみる。ただ、年度末ごろから2015年10月の消費税率10%への引き上げをにらんだ駆け込み需要的な動きが再び出てくると予想される。このため、2015年度は、年度当初が比較的底堅い推移になるとみるものの、夏場以降は消費増税後の反動で失速する可能性が高く、年度を通せば、2014年度をやや下回る82万戸程度に落ち着くとみている。

（4）設備投資の回復ペースは緩慢

設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）、建築物着工床面積（非居住用）、資本財国内出荷（除. 輸送機械）を見ると、いずれも足元では回復ペースが鈍化しており、当面の設備投資の回復も、緩やかなものにとどまる可能性が示されている（図表1-11）。

一方、6月調査の日銀短観における2014年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年比+1.7%と、3月調査の同▲4.2%から上方修正された。非製造業は同▲2.4%と、前年度実績が2年連続のプラスだったこともあり、依然としてマイナスの計画にとどまっているが、製造業では同+



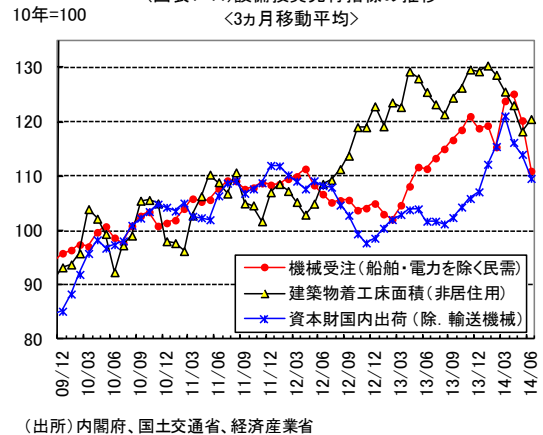
10.1%と、前年度実績が同▲1.4%のマイナスとなった大企業を中心に、強めの計画となっている。

日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業ベース）の推移を見ると、非製造業では3月が▲4、6月が▲2、先行き9月の予測が▲4と、不足超の状態が続く見通しである（図表1-12）。設備投資計画自体は、今のところ慎重であることから、目先の設備投資は一進一退の推移が続くとみる。ただ、小売業などの個人消費関連では、消費増税後の競争激化を勝ち抜くために、新規出店・店舗改装などにより顧客の囲い込みを図る動きが活発となっており、前年並みの水準を維持するとみる。運輸関連では、物流のアウトソーシング化やネット取引拡大に伴う配送対応のため、大型倉庫の建設需要やきめ細かい物流網の整備などが見込まれている。建設業でも、公共投資関連の投資が下支えするとみられるほか、人手不足が続くなか、設備投資で生産性を高める動きも出てくるとみられ、非製造業の設備投資は、年度を通せば底堅く推移するとみる。

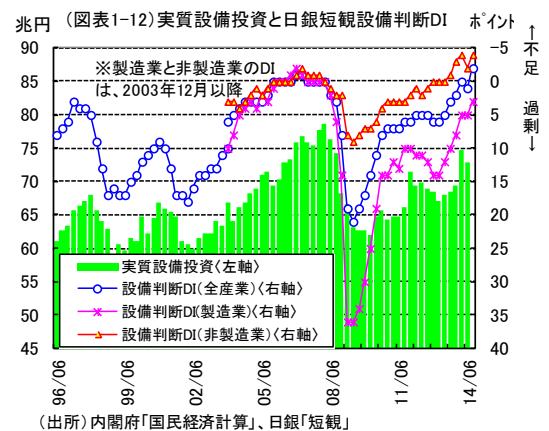
一方、製造業では3月のDIが+5、6月が+5、先行き9月の予測が+3と、過剰感の緩和ペースが鈍化しており、製造業の設備投資の回復ペースが緩やかなものにとどまる可能性を示唆している（図表1-12）。生産能力指数を見ると、2011年秋以降、均せば低下傾向となっており、海外シフトの動きもあって、国内では増産投資どころか、生産能力を削減する動きを強めている様子が見て取れる（図表1-13）。こうした動きは今後も変わらないとみており、設備投資は更新維持投資が中心の動きとなる可能性が高い。アベノミクスの成長戦略では、生産設備の新陳代謝を促進する取組みを推進しており、2014年度税制改正で導入した「生産性向上設備投資促進税制」も、今後、2～3年の更新投資を後押しするとみている。

製造業の資本ストック循環図で、設備投資と資本ストックの関係を見ると、資本ストックに対する新設設備投資額の比率は4.5%前後まで低下しており、資本ストック調整が進んでいる様子が示されている（図表1-14）。一方、これまでの設備投資の実績から企業の期待成長率を確認すると、2009年度には0%を下回り、その後も0%付近での推移が続いている。内閣府による2013年度の「企業行動に関するアンケート調査」で、製造業の今後5年間（年度平均）の予想成長率（業界

（図表1-11）設備投資先行指標の推移
＜3カ月移動平均＞

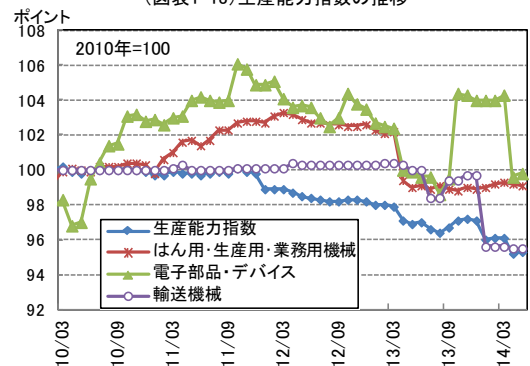


（出所）内閣府、国土交通省、経済産業省



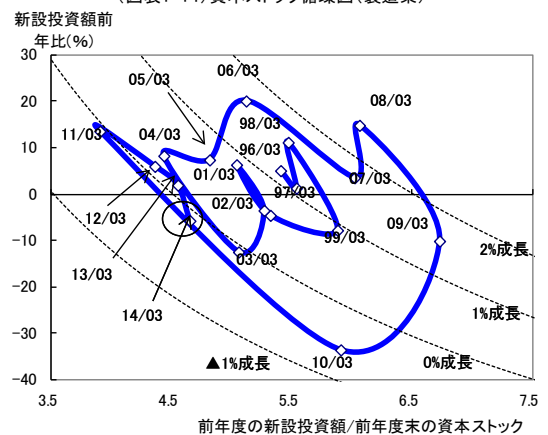
（出所）内閣府「国民経済計算」、日銀「短観」

（図表1-13）生産能力指数の推移



（出所）経済産業省「鉱工業生産指数」

（図表1-14）資本ストック循環図（製造業）



（出所）内閣府資料より明治安田生命作成

需要の実質成長率)を見ると、2012年度調査との比較では+0.2ポイントの小幅改善にとどまり、2011年度調査との比較では逆に▲0.3ポイント下回っている。成長戦略発表後でも期待成長率がさほど変化していない可能性を示しており、資本ストック調整がすすむなかでも、新規設備投資額の伸びも緩やかなものにとどまると予想する。

今後の新規設備投資は、引き続き海外が中心になるとみている。経済産業省の海外現地法人四半期調査で、海外設備投資の先行き判断DI(増加-減少)を見ると、7-9月期が+9.6と、20四半期連続のプラスで、プラス幅も2四半期連続の改善であり、今後も海外での設備投資を増やすという企業のスタンスが示されている。製造業では、為替変動の影響を抑制する目的だけでなく、海外需要を取り込むため、消費地に近いところに生産拠点を置く傾向を強めている。国内では、東京五輪開催に向けたインフラ整備に関する分野などで徐々に投資需要がでてくるとみるものの、更新維持投資が中心の状況は変わらないとみており、2014, 2015年度の設備投資は、総じて緩やかな増加傾向にとどまると予想する。

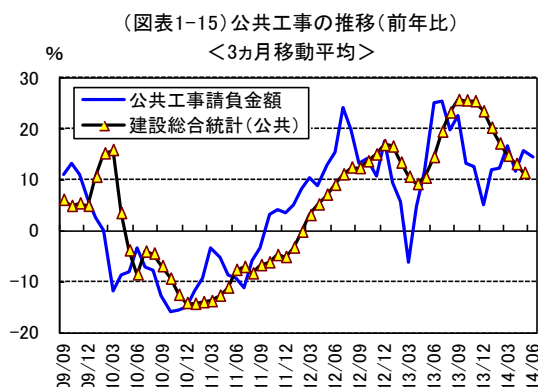
(5) 公共投資は緩やかな増加傾向

復興庁は、7月31日に2013年度の復興関連予算(2011年度一般会計繰越分+2012年度復興特別会計繰越分+2013年度復興特別会計)の執行状況を発表した。予算額7.5兆円のうち、公共投資の多くが含まれる「まちの復旧・復興」分は3.2兆円で、執行率が56.3%(1.8兆円)、繰越率が35.3%(1.1兆円)、不用率が8.4%(0.3兆円)となった。主な繰越理由は、地方公共団体や地元住民との調整に時間を要したためとしていることから、こうした案件は2014年度以降の公共投資に寄与するとみている。

繰越分以外では、2013年度補正予算5.5兆円のうち、公共事業関連費が2兆円程度とみている。2014年度予算(一般会計+東日本復興会計)の公共事業関連費は、合計で6.9兆円(うち6,167億円は特別会計の一般会計への統合による増加)程度とみられ、2013年度当初予算(6.2兆円)との比較では、特別会計再編の影響を除いて+1.3%の増加となっている。今後はこうした予算の執行が進むことで、公共投資は増加傾向で推移するとみる。

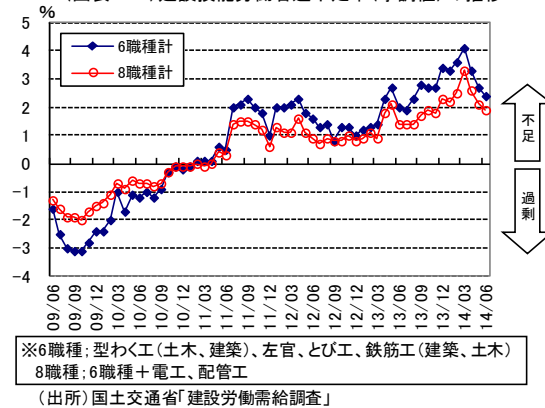
実際の公共工事の進行を反映する出来高(3ヵ月移動平均)を見ると、5月が前年比+11.4%と、13ヵ月連続で二桁増を記録したものの、2013年10月以降、伸び幅は鈍化傾向にある(図表1-15)。一方、出来高に先行する公共工事請負金額を見ると、昨年12月以降、均せば持ち直し傾向で推移している。今後は、2013年度補正予算や、2014年度本予算の効果が現れるとみられ、公共投資は緩やかながら増加基調で推移すると予想する。

ただ、人手不足は復興事業での入札不調につながっており、今後も公共投資の執行の足かせになると考えられる。国土交通省の建設労働需給調査を見ると、建設技能労働者過不足率は3月をピークとして緩和に向かいつつあるものの、6月の過不足率(6職種合計)は、依然として2%以上の不



(出所) 国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

(図表1-16) 建設技能労働者過不足率(季調値)の推移



足超となっている（図表 1-16）。職種別では、型枠工（建築）が 3.3%と、不足感が強まっているほか、鉄筋工（建築・土木）なども、2%を上回る水準である。建設保証 3 社による建設業景況調査を見ても、経営上の問題点として「人手不足」を挙げる企業が最も多い。国交省は、入札不調対策として、資材価格や人件費の上昇を反映した最新単価の適用や、主任技術者の兼任要件の緩和などの対応を講じているものの、こうした対策の効果が現れるまでには、ある程度の時間を要するとみられ、人手不足が今後も公共投資のボトルネックになるとみている。今後はこれまで以上に工期に余裕を持った長めの計画を立てるなどの対策が必要となる公算が高く、その分、公共投資の押し上げ効果は息の長いものとなる。

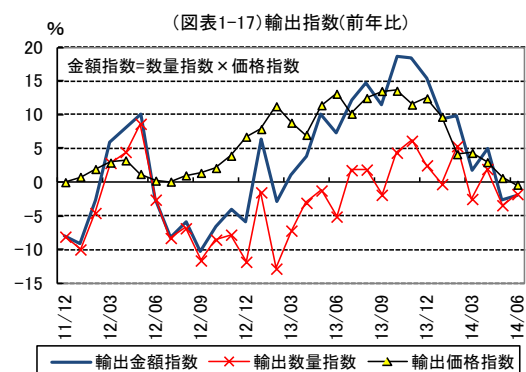
こうした動きに加えて、2015 年 10 月の消費増税後の景気の冷え込みを避けるために、2014 年度も公共投資を中心に、2013 年度と同規模の補正予算が編成される可能性が高い。国土強靱化法のもと、インフラの老朽化対策が強化される方向にあるほか、東京では、五輪を控えての交通網の再整備を実施する必要もあり、2015 年の公共投資も均せば緩やかな増加傾向が続くとみている。

（6）輸出は伸び悩みが続く

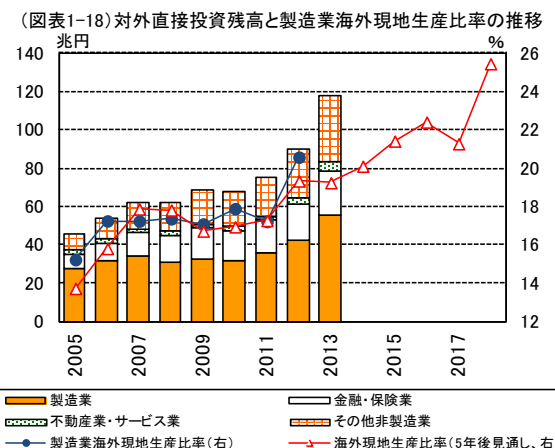
財務省の貿易統計によると、6 月の輸出金額は前年比▲2.0%と、2 ヶ月連続のマイナスとなった（図表 1-17）。輸出金額の伸び率を数量要因と価格要因に分解すると、輸出価格の伸び幅が同▲0.3%と、37 ヶ月ぶりのマイナスとなっており、円安進行に伴う円建て価格の拡大効果が一巡したことを示している。また、輸出数量の伸び幅は同▲1.7%と、2 ヶ月連続のマイナスであり、輸出の実勢を示す数量ベースでの伸び悩みが続いている。

輸出数量が伸び悩んでいる大きな理由のひとつに、契約通貨ベースでの製品価格の値下げが進んでいないことがある。契約通貨ベースの輸出物価指数は、輸出企業が過去の円高局面でも製品の値上げに消極的であったことなどを背景に、2012 年央以降の円安局面においても、ほとんど低下していない。消費増税の影響で、国内個人消費は落ち込んでいることもあり、多くの企業は輸出製品の価格をすえ置くことで海外分野から収益を上げる志向とみられ、今後も価格引き下げに踏み切る動きは広がりやを欠くものとなるとみている。

また、構造的な問題として、生産の海外移転や、一部品目の国際競争力の低下も輸出の伸びを阻害しているとみられる。日系自動車メーカーが、2013 年末から 2014 年の年初にかけて、相次いでメキシコに新工場を建設し、主に米国市場向けの自動車生産を開始したことに代表されるように、製造業では、国内からの輸出ではなく、現地または現地に近い生産拠点での生産で対応する動きが趨勢となっている。製造業の対外直接投資残高を見ると、2011 年度以降、増加が続いているほか、内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」を見ても、海外生産比率は上昇基調で推移している（図表 1-18）。海外市場向け生産では、メキシコのように、雇用コストが低だけでなく、FTA（自由貿



(出所)財務省「貿易統計」



(出所)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、日本銀行

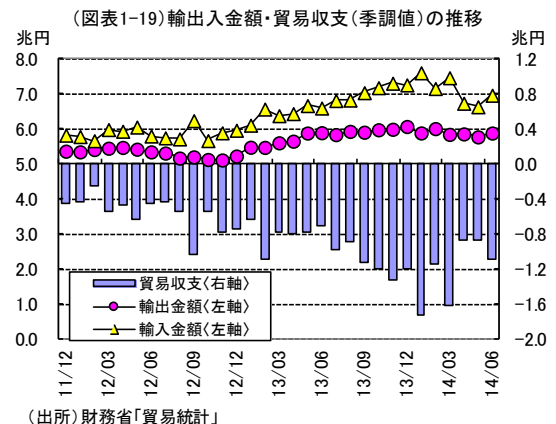
易協定)への積極的な加盟により、低い関税や簡略な手続きで最終消費地に製品を供給できる新興国に生産拠点を設ける動きが続くと予想され、今後も国内生産よりも海外生産が優先される可能性が高い。加えて、電気・電子機器分野で、かつての主力製品がプロダクト・サイクル論上の成熟期となったことも背景にあるとみている。近年ではデジタル化の影響もあって、製品サイクルが短期化し、技術開発力のある日本の優位性が低下しており、低コストで生産が可能な新興国の競争力が高まっていることから、こうした分野での日本からの輸出は伸び悩みが続く可能性が高い。2014年度および2015年度の輸出の伸びは、前年比+2~5%程度の伸びにとどまるとみている。

輸入については、6月の輸入金額が前年比+8.4%と、原油・天然ガス価格の上昇などから2ヵ月ぶりのプラスとなった(図表1-19)。今後は、原子力発電所の再稼働の時期が後ろ倒しの動きを強めるなか、引き続き、鉱物性燃料の高水準の輸入が見込まれる。ただ、円安トレンドの一巡で、価格の伸びが鈍化へ向かうとみられるほか、国内需要の回復ペースも緩慢と予想されることから、輸入は鈍化傾向で推移するとみており、今年度の貿易赤字幅も昨年から縮小に向かうと予想する。

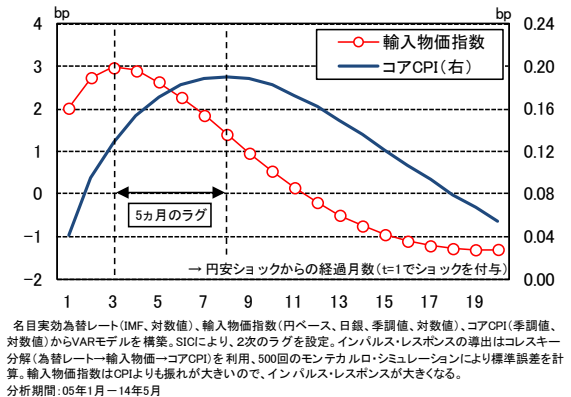
(7) 物価上昇ペースは鈍化へ

コアCPIは、昨年6月に14ヵ月ぶりにプラスとなり、その後もプラス圏内での推移が続いている。ただ、6月のコアCPIは、前年比+3.3%(消費増税の影響を除くベースで同+1.3%[日銀試算])と、5月の同+3.4%から伸び幅が鈍化した。食料(酒類を除く)およびエネルギーを除く総合指数(以下、コアコアCPI)も、12月に同+0.7%まで伸び幅が拡大したものの、以降は消費増税の影響を除けば、伸びが鈍化傾向で推移している。

足元の物価上昇は、コストプッシュ的な側面が大きい。6月には原油価格が高騰したこともあり、エネルギー価格がコアCPIの前年比ベースの伸び幅の3割弱を占めた。円安も物価上昇に寄与しているが、円安の押し上げ効果はすでにはく落しつつある。輸入物価指数は、円安の進行などを受け、昨年後半には平均で前年比+17.5%の高い伸びとなったが、それ以降は伸びが鈍化傾向で推移している。円安の物価への影響について、名目実効為替レート、輸入物価指数、コアCPIからベクトル自己回帰モデルを構築し、為替が1%円安に振れた場合の輸入物価、コアCPIの変化(円安ショックに対するインパルス・レスポンス)を計量すると、輸入物価指数は、ショック直後から大きく押し上げられ、2ヵ月後に押し上げ幅が最大となっている(図表1-20)。一方、コアCPIの押し上げが最大となるのはショックから7ヵ月後であり、両指数の押し上げ効果が最大となる時点のラグは5ヵ月と計算される。為替相場は、2月以降、こう着状態が続いているほか、輸入物価指数の伸びが鈍化トレンドに転じてからすでに6ヵ月以上が経過しており、今後は、円安によるコアCPIの押し上げ効果も減衰へ向かう可能性が高い。



(図表1-20) 円安ショックに対する各物価指数のインパルス・レスポンス



需要サイドからのインフレ圧力も力強さに欠けている。当社では、4-6月期の需給ギャップは▲2.7%と試算している。需要は消費を中心に再び回復に向かうとみるものの、輸出の回復ペースは鈍く、需給ギャップの改善幅は、今後も物価を押し上げていくほど強くないと予想する。また、家計の期待インフレ率も、内閣府の「消費動向調査」からカールソン・パーキン法を用いて推計すると、4月以降、消費増税による押し上げ効果ははく落したこともあり、前年比+1%未満にとどまっている（図表1-21）。

今後は、円安効果の一巡が見込まれるほか、エネルギー価格も、2013年度の上昇幅が大きかった反動もあり、プラス寄与幅が縮小する可能性が高い。需給ギャップの改善や期待インフレの上昇ペースも鈍いものにとどまると予想しており、コアCPIの伸びは鈍化傾向が続くとみる。消費増税の影響を除けば、コアCPIは2014年度が前年比+1.3%程度、2015年度が同+1.0%程度の上昇となると予想する（図表1-22）。

（8）日銀の説明は苦しさを増す

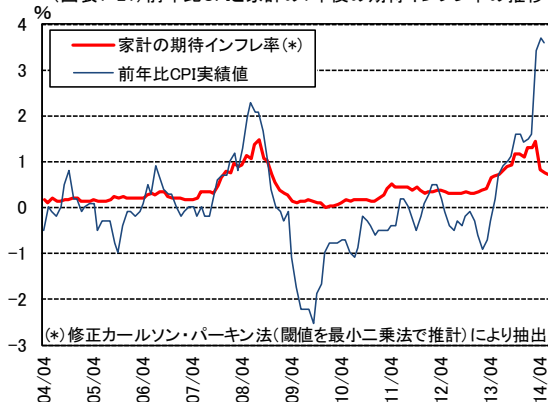
8月7,8日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、景気判断は、「緩やかに回復している」ですえ置かれた。ただ、個別項目の判断については、輸出が下方修正、生産も若干下方修正された。黒田総裁は、会合後の総裁定例会見で強気のスタンスを維持したが、個別項目と全体の景気判断との整合性の維持が、次第に苦しさを増してきた感は否めない。

量的・質的緩和の景気への波及メカニズムが、「期待への働きかけ」を通じた資産価格チャンネルに頼らざるをえない面がある以上、会見で強気のスタンスを押し通すのもある意味金融政策の一部だが、今回の会見の黒田総裁の説明が説得力を欠いていたこともあって、市場も次第に黒田総裁のスタンスに対する懐疑的な見方を強めてきているように感じられる。

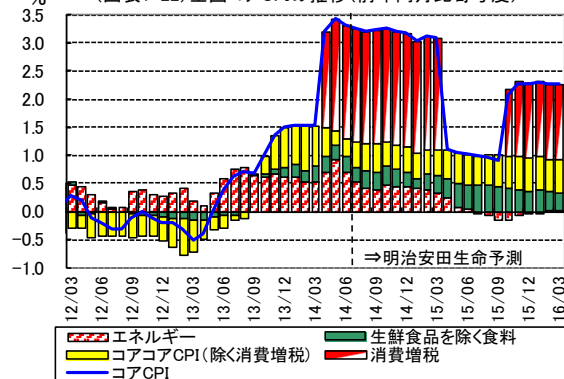
消費者物価は当面、円安の影響のはく落に伴い、前年比で1%に接近する展開が予想される。国内の需給要因やインフレ期待の上昇が物価を押し上げる力は弱く、日銀の予想どおり、年末以降、再度プラス幅が順調に拡大する可能性は低いとみる。来年4月になれば、便乗値上げの動きを含め、消費増税の物価への影響がいったん完全にはく落することもあって、弱めの物価トレンドがより明確になる可能性が高い。それまでに相場環境の急変がなければ、来年4月が、次なる大きな動きが出てくるタイミングとしてもっとも有力とみている。

ただ、余程大規模な緩和策を打ち出さない限り、市場へインパクトは与えられないだろう。ETF（上場投資信託）はまだ買い増す余地があるものの、新発10年国債に占める日銀の保有シェアが50%に達するなかで、これ以上国債を買い増すリスクは大きい。2%の目標達成を金科玉条と考えている黒田総裁としては、それでも果敢に勝負をかけてくると予想するのが妥当だが、市場の反応は予断を許さない。追加緩和の規模が大きければ大きいほど、出口戦略がさらに困難性を増すだけは確かである。

（図表1-21）前年比CPIと家計の1年後の期待インフレ率の推移



（図表1-22）全国コアCPIの推移（前年同月比寄与度）



(9) シナリオ分析

当社では、メインシナリオに加え、3つのサブシナリオを想定。概略は下記のとおり（相場予想は14年度末までのイメージ）。

<メインシナリオ>消費増税後に大幅鈍化、その後の回復も緩慢(示現確率：60%)

個人消費は、賃上げの鈍さに加え、さまざまな家計負担の増加の影響で、駆け込み需要の反動減が一巡した後も、回復ペースは鈍いものにとどまる。新興国景気の停滞と、下がらない輸出価格の影響で輸出も伸び悩み、結果として設備投資の回復も鈍いものとなる。異次元緩和の実体景気への効果は不透明なまま。株価は、過度な政策期待の反動で、上値が重くなるが、堅調な米景気に支えられ上昇基調は維持。為替は日米の金融政策の方向性の違いなどから、小幅のドル高。長期金利は日銀の大量買い取りに加え、追加緩和観測が再び浮上する可能性が高いことから引き続き低位で推移。

日経平均レンジ：13,000円～17,000円 10年国債利回りレンジ：0.40%～0.80%

ドル・円レンジ：98円～110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%)

アベノミクスへの期待で、円安・株高トレンドが続く。安倍政権は岩盤規制への大胆な切り込みを実施、法人実効税率の大幅引き下げにも踏み込む。海外では、米国景気が力強く回復し世界景気をけん引、新興国景気も恩恵を受ける。欧州債務問題解決に向けた取り組みも順調に進展し、世界経済の安定度が高まる。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。CPIは上昇トレンドが定着し、2014年度中に2%に達する。

日経平均レンジ：14,500円～19,000円 10年国債利回りレンジ：0.50%～1.00%

ドル・円レンジ：100円～113円、ユーロ・円レンジ：130円～155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」の成功でデフレ脱却への期待が高まるも、長期金利上昇に伴う利払い費の増加が逆に財政リスクとして意識され始める。日銀の金融緩和も事実上の財政ファイナンスとの受け止め方が広がる。金融市場では、株安、債券安、円安のトリプル安となり、景気は再び失速へ。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。

日経平均レンジ：10,000円～16,000円 10年国債利回りレンジ：0.50%～3.00%

ドル・円レンジ：95円～130円、ユーロ・円レンジ：130円～180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、右翼勢力の台頭などに伴い、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：10,000円～16,000円 10年国債利回りレンジ：0.25%～0.70%

ドル・円レンジ：75円～105円、ユーロ・円レンジ：95円～140円

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

4-6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+4.0%と、2四半期ぶりのプラス成長となった。7-9月期は、記録的な寒波後の反動増による影響が一巡し、成長率が鈍化するとみるが、家計のバランスシート調整が最終局面を迎えているほか、歳出削減による下押し圧力が和らいでいることなどから、今後も景気回復基調が続くと予想する。

個人消費は、雇用環境の改善などを背景に、堅調に推移するとみる。住宅投資は、在庫不足による供給制約が徐々に改善するとみられることなどから、回復傾向で推移すると予想する。

設備投資は、低金利環境に支えられ、持ち直し傾向が続くとみるが、企業の期待収益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、新興国景気に先行き不透明感が残ることから、緩慢な回復にとどまるとみる。

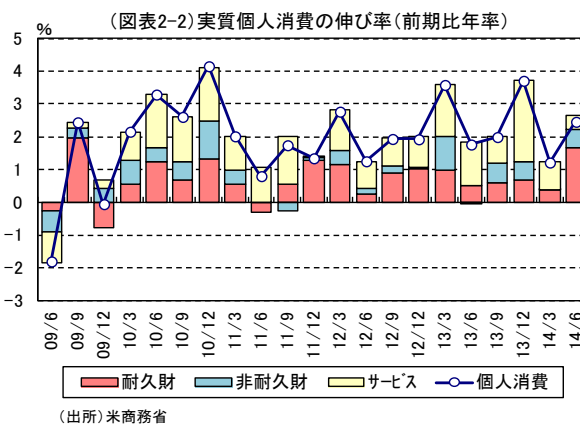
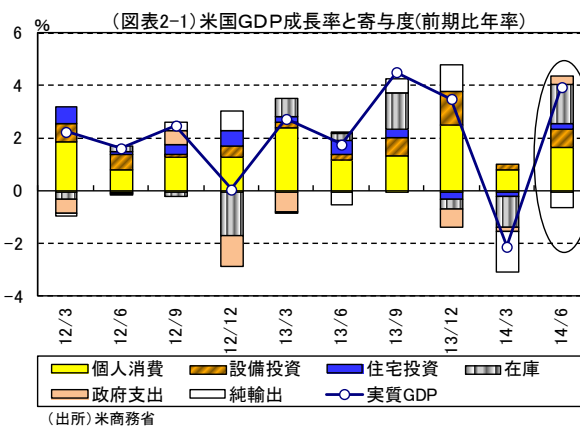
FRB（米連邦準備制度理事会）は、インフレ見通しが2%を下回る場合、資産購入が終了した後もかなりの間、異例の低金利を継続する方針を示している。利上げに踏み切るのは、2015年後半と予想する。

（1）4-6月期は2四半期ぶりのプラス成長

4-6月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+4.0%と、2四半期ぶりのプラスとなった（図表2-1）。需要項目別に見ると、個人消費は同+1.2%→+2.5%と、冬場の記録的な寒波による悪影響が緩和し、2四半期ぶりに伸び幅が拡大した。住宅投資も同▲5.3%→+7.5%と、3四半期ぶりに増加。設備投資は同+1.6%→+5.5%と、機械投資が持ち直したことなどから、伸び幅が拡大した。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は▲1.2%→+1.7%と、1-3月期に大幅マイナスだった反動もあり、3四半期ぶりのプラス。輸出入はともに増加したが、輸出の増加幅が大きかったため、純輸出の成長率全体に対する寄与度は▲1.7%→▲0.6%と、マイナス幅が縮小した。政府支出は前期比年率▲0.8%→+1.6%と、3四半期ぶりの増加となった。

7-9月期は、記録的な寒波後の反動増による影響が一巡し、成長率が鈍化するとみるが、家計のバランスシート調整が最終局面を迎えているほか、歳出削減による下押し圧力が和らいでいることなどから、今後も景気回復基調が続くと予想する。

（2）個人消費は堅調に推移するとみる

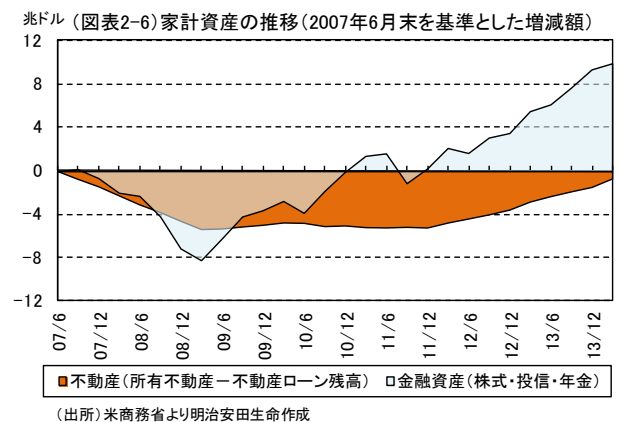
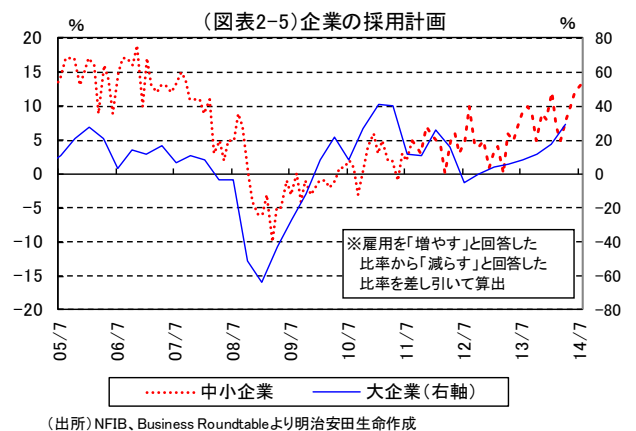
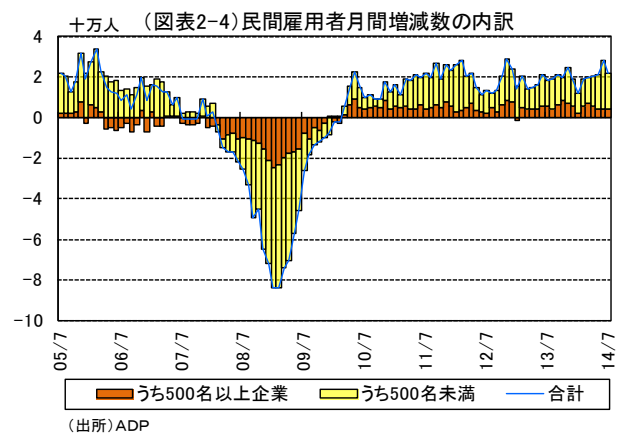
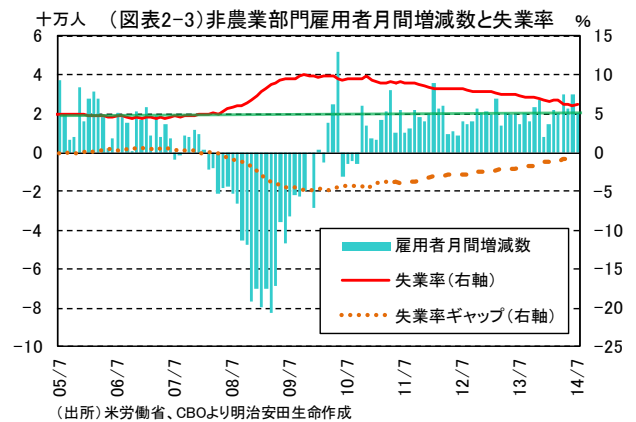


米国の個人消費は、雇用環境の改善や株価上昇に伴う資産効果などを背景に、2009年央以降、回復傾向が続いている（図表2-2）。6月の実質個人消費支出は前月比+0.2%と、2ヵ月連続の増加となった。冬場の記録的な寒波によって、個人消費はいったん低調な推移を余儀なくされたものの、自動車販売などが持ち直したことで、足元では回復トレンドを取り戻している。

7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比+20.9万人と、雇用環境の堅調さを示すメルクマールとなる20万人を6ヵ月連続で上回った（図表2-3）。2010年以降の民間雇用者増加数を企業規模別に見ると、従業員数500名未満の企業が約7割を占め、中小企業が雇用回復をけん引している（図表2-4）。米中小企業の経済団体である全米独立企業連盟（NFIB）による調査では、向こう3ヵ月の採用を「増やす」と回答した企業数が「減らす」と回答した企業数を上回った状況が続いており、中小企業の採用意欲は引き続き旺盛である（図表2-5）。大企業の経済団体であるビジネスラウンドテーブルの調査でも、向こう6ヵ月の採用を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回り、その比率は改善傾向で推移している。

FRB（米連邦準備制度理事会）による低金利政策が企業の事業環境を下支えしており、雇用環境の改善は今後も続く可能性が高い。

2007年の住宅バブル崩壊後、住宅価格が大きく下落した結果、家計は資産規模に見合う水準まで負債を削減する必要に迫られ、これが家計の安定的な消費を阻害してきた。しかし、直近公表されている1-3月期の家計資産の内訳を見ると、株・投信・年金を合わせた金融資産残高は2007年6月末のピークからの減少分をすでに取り戻しており、足元では逆に資産効果が消費を後押ししている段階とみられる（図表2-6）。家計の所有不動産から不動産ローン残高を差し引いた純ベースの残高を見ると、マイナス幅が大きく縮小している。現状のペースで改善が続けば、今年中にプラスに転じる可能性が有力で、家計のバランスシート調整は最終局面を迎えている。雇用環境の改善に加え、家計のバランスシート調整圧力が和らぐことによ



って、今後の個人消費は堅調に推移するとみる。

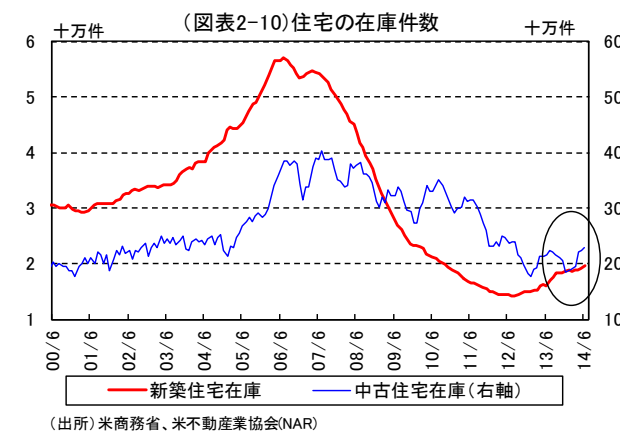
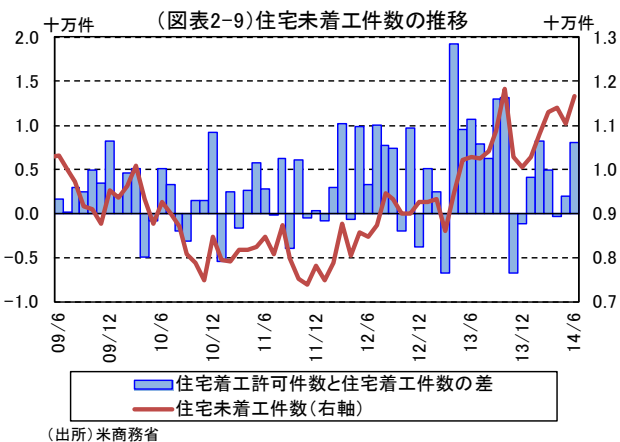
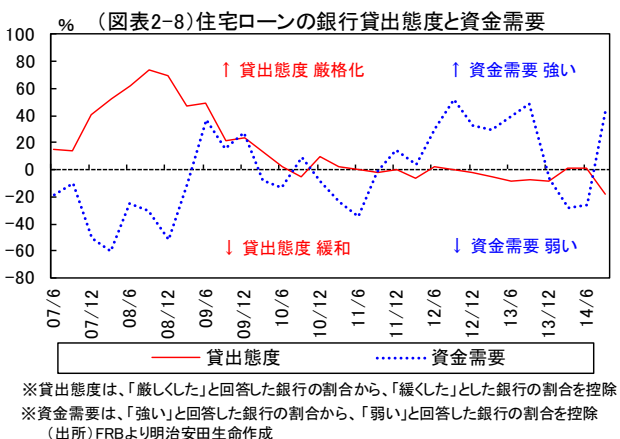
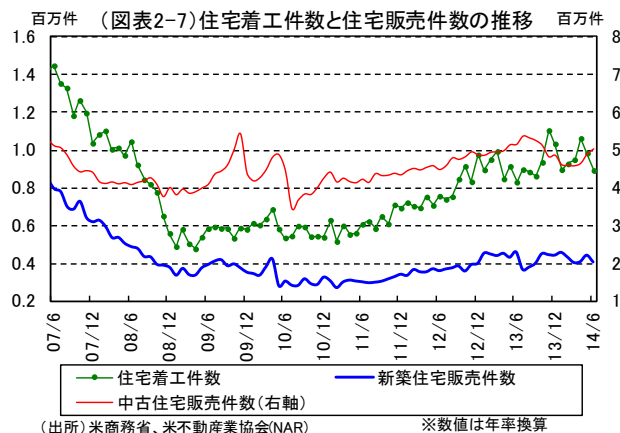
(3) 住宅投資は回復傾向で推移すると予想

米国の住宅市場は2011年秋以降、堅調に推移してきたが、住宅ローン金利の上昇などを背景に、2013年秋以降の住宅着工件数は停滞気味の推移が続いている(図表2-7)。販売件数を見ると、春先以降の中古住宅販売件数は上向きつつあるが、新築住宅販売件数は2013年以降、横ばい圏での推移となっている。

一方、FRBによる銀行の住宅ローン貸出態度調査を見ると、2014年に入ってから、貸出態度を3カ月前に比べ「厳しくした」と回答した銀行が「緩くした」と回答した銀行をやや上回っていたが、足元では厳格化の動きが収まっている(図表2-8)。年明け以降、貸出態度がやや厳格化したのは、1月から銀行に借り手の返済能力を証明することが義務付けられたことが背景とみられるが、今後はこうした政策変更の影響は徐々に緩和するとみている。

米国の世帯数の推移を見ると、年間110~130万世帯のペースで増加している。世帯数が増加するなかで、雇用環境の回復基調が続いていることから、今後も所得の増加が住宅購入を後押しするとみている。住宅未着工件数を見ると、2012年ごろから増加傾向で推移しているが(図表2-9)、底堅い住宅需要を背景に、建設資材や熟練建設労働者の不足感が強く、着工許可を受けたものの、着工待ちの住宅が増えている可能性が示唆される。FRBによる住宅ローンの資金需要調査を見ても、記録的な寒波後の住宅ローン需要は拡大が見込まれている(図表2-8)。

住宅の在庫件数を見ると、6月の新築住宅在庫件数は19.7万件と、住宅バブル期以前の30万台を大きく下回っている(図表2-10)。中古住宅在庫件数も230万件と、住宅バブル期以前の低水準で推移しており、在庫不足感が強い。ただ、今後、住宅供給は増加する可能性が高い。住宅バブル崩壊後、家計の住宅資産価値が住宅ローン残高を下回る「アンダーウォーター」の状況が続いてきたが、2011年秋以降の住宅価格の上昇に支えられ、アン



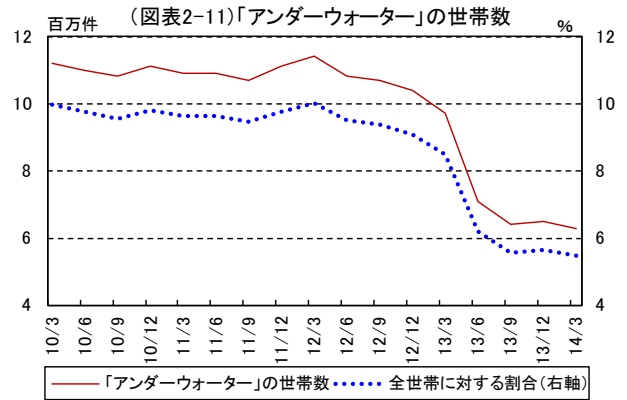
ダーウォーターの世帯数は減少傾向で推移している（図表2-11）。持家の含み損が解消に向かうにつれ、持家の売り手が増えることによって、在庫不足による供給制約は徐々に解消に向かうとみている。

住宅ローン金利上昇による住宅需要の下押し圧力も今後は和らぐとみている。FRBのバーナンキ前議長が債券購入（QE3）の縮小を示唆した昨年5月以降、住宅ローン金利の上昇が消費者の住宅購入意欲を抑制してきたが、当社試算では、住宅ローン金利が上昇するという「ショック」を加えると、実質住宅投資への下押し圧力は5～6四半期にわたってかかり続けるものの、その後の影響は小さくなる可能性が示される（図表2-12）。今後の住宅投資は、雇用環境の改善に加え、在庫不足による供給制約も徐々に改善するとみられることなどから、回復傾向で推移すると予想する。

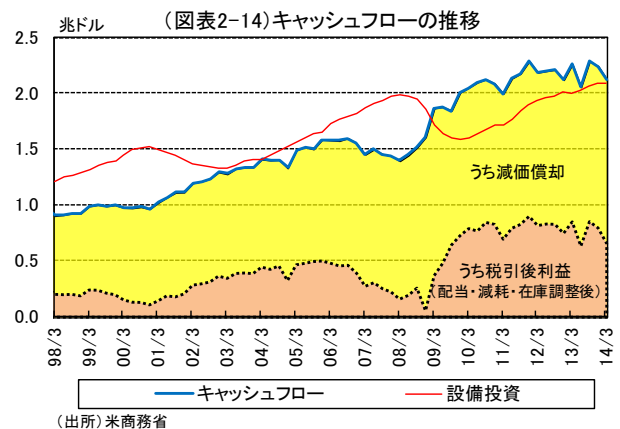
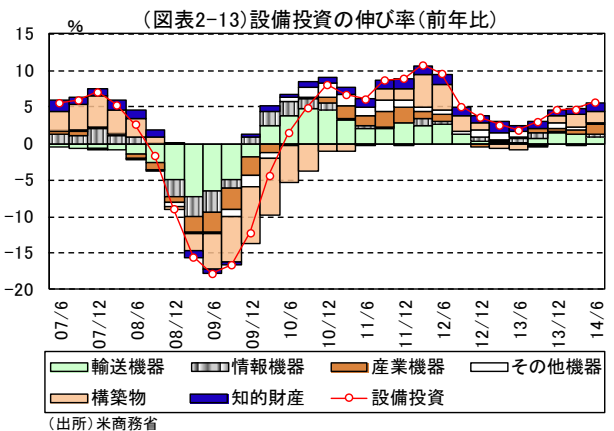
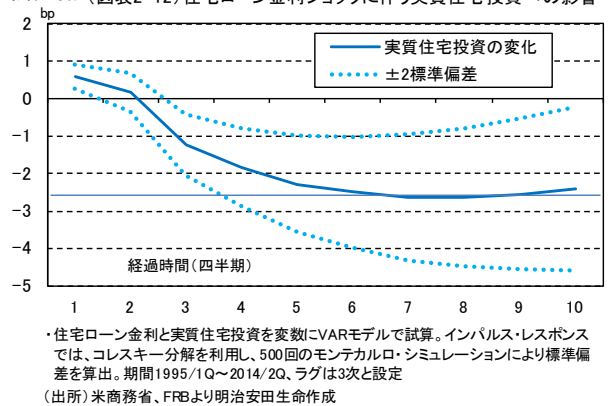
（4）設備投資は力強い回復に至らないとみる

米国の設備投資は、2009年中ごろから回復傾向が続いている。冬場の記録的な寒波によって、機械投資を中心にいったん落ち込んだものの、足元では再度持ち直している。ただ、前年比の伸びを見ると、2011, 2012年の+7%台に対し、2013年以降は低めの伸びにとどまっている（図表2-13）。

米企業のキャッシュフローを見ると、企業業績の改善に伴い、足元では過去最高水準で推移しているが、設備投資はキャッシュフローの範囲内にとどまっている（図表2-14）。欧州債務危機や米財政を巡る政治的な混乱などが収束したにもかかわらず、設備投資が伸び悩んでいる背景には、企業の期待収益率の低下がある。期待成長率が低下する局面では、企業は売上の減少を見込んでその成長率に見合うと考える水準まで資本ストックを調整しようと、設備投資を減少させる傾向がある。6月17-18日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）の経済見通しを見ると、FFレートの長期見通しが4.0%から3.75%へと下方修正されており、FRB内でも潜在成長率の低下を見込むメンバーが増えた可能性が示唆されている。ここ数年の労働生産性と労働力人口の伸びを見ると、低下トレン



影響の度合（図表2-12）住宅ローン金利ショックに伴う実質住宅投資への影響



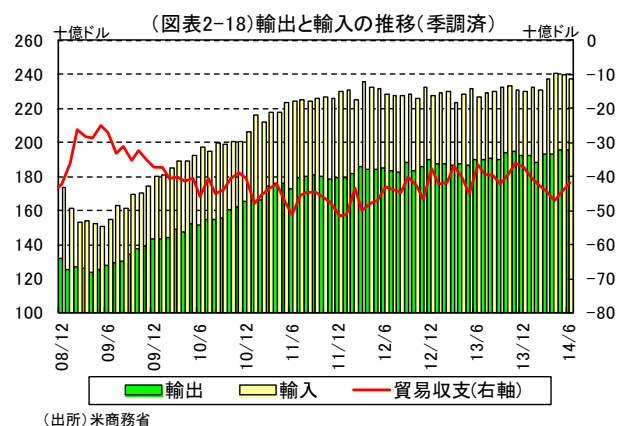
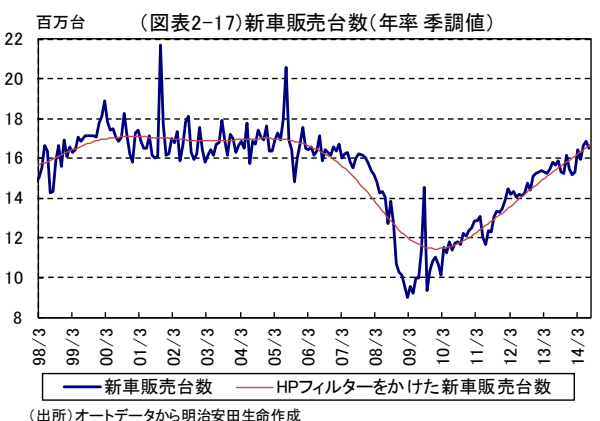
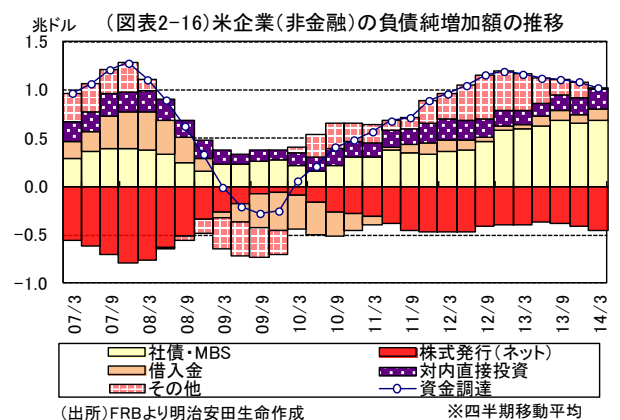
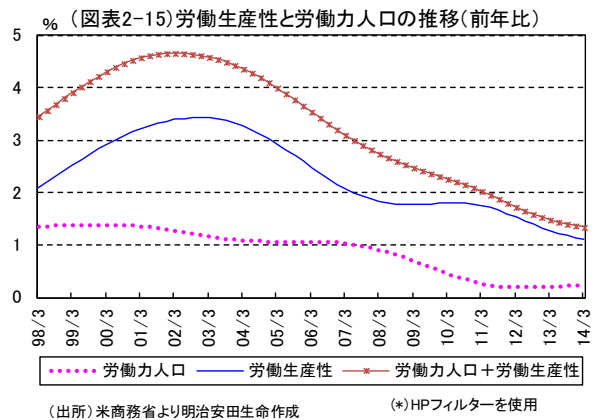
ドが続いており（図表2-15）、足元の潜在成長率は2%を下回っているとみられる。

米企業（非金融）の負債純増加額の推移を見ると、社債発行による資金調達が増加しており、FRBの低金利政策が引き続き企業の事業環境を下支えするとみられるが（図表2-16）、設備投資が2010年から2012年にかけての高い伸びを再現するのは難しいとみている。業種別の内訳を見ると、リーマン・ショック時には、自動車を中心とする輸送機器などが急激に落ち込んだものの、政府による自動車買い替え支援制度（低燃費車の取得・リースによって、最大4,500ドルを助成）の導入もあって、その後の設備投資回復をけん引したのも輸送機器であった（図表2-13）。ただ、足元の自動車販売台数は年率換算で1,640万台と、すでに住宅バブル崩壊前の水準に近づきつつある（図表2-17）。企業の期待収益率が低下するなか、設備投資は力強い回復に至らないとみている。

（5）輸出は緩慢な回復にとどまると予想

米国の輸出は、堅調な新興国景気に支えられ、2009年から11年にかけては回復基調が続いてきたが、2012年以降は伸び悩んでいる（図表2-18）。IMF（国際通貨基金）が7月24日に発表した世界経済見通しでは、世界の実質GDP成長率は、2014年が前年比+3.6%から同+3.4%へと、2四半期連続で下方修正された。2015年は同+4.0%がすえ置かれたものの、新興国の経済見通しは下方修正されている。特に、不動産価格の下落が続く中国や、ウクライナ情勢で揺れるロシアなどの新興国景気には先行き不透明感が残る。

一方、米国の輸出を品目別に見ると、資本財（除く自動車）が約3割を占める。なかでも、民間航空機（エンジン・部品を含む）や産業機械などは堅調に推移しており、資本財がけん引役になっている（図表2-19）。2014年に入ってから、欧州向けを中心に電子機器が増加傾向で推移しており、全体を下支えしている。自動車（構成比は約1割）も緩やかながら回復傾向が続いているほか、食料品（構成比は約1割）は、トウモロコシといった穀物が伸びている。



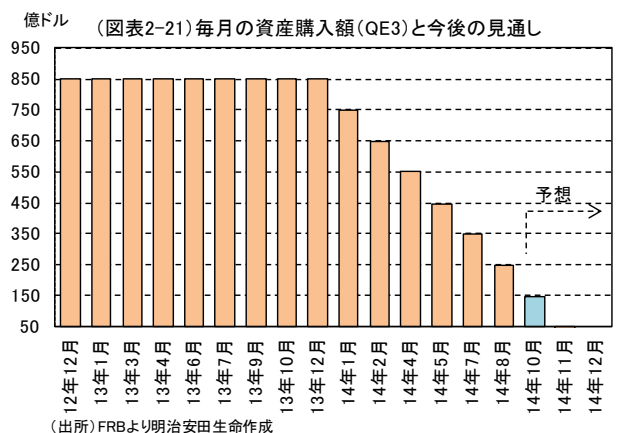
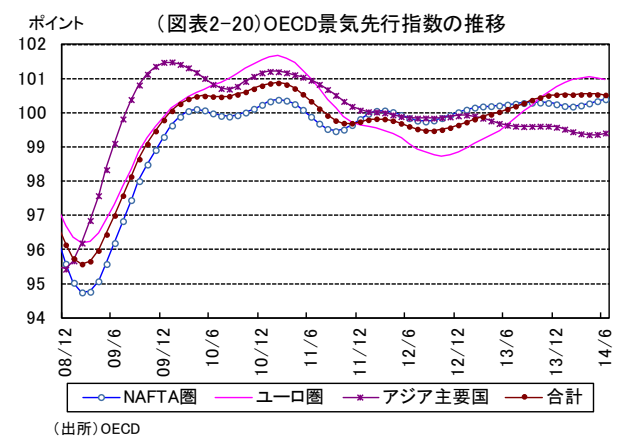
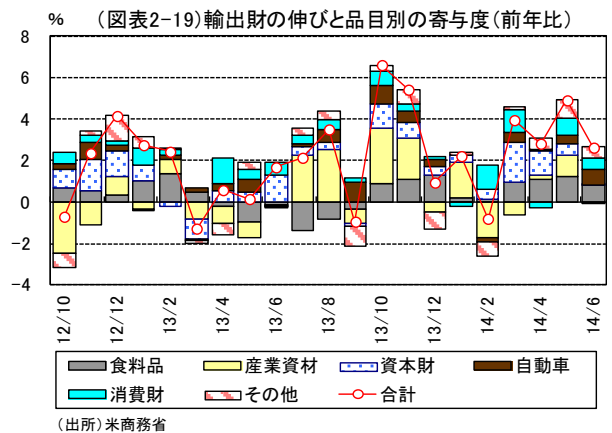
OECD（経済協力開発機構）が発表する景気先行指数を見ると、2012年の夏場をボトムに上昇傾向で推移してきたが、昨年末以降は横ばい圏での推移となっている（図表2-20）。地域別に見ると、アジアの主要国（中国、日本、韓国、インド、インドネシア）は低下傾向で推移している。一方、主要輸出先のNAFTA（北米自由貿易協定）圏は足元で改善傾向が続いている。NAFTA圏向けの資本財輸出などに支えられる形で、米国の輸出は秋口以降、持ち直し傾向で推移するとみられる。ただ、新興国景気に先行き不透明感が残ることから、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

（6）利上げは2015年後半を予想

FRBは1月から、それまでの毎月850億ドルの資産購入額の縮小を開始、2, 4, 5, 7, 8月と5度の縮小により、累計の縮小額は600億ドルとなった（図表2-21）。6月17－18日開催のFOMC議事録では、FOMC参加者は「（10月のFOMCで）資産購入額150億ドルの縮小を決定することが適切」とみていることが判明している。FRBのイエレン議長も7月15, 16日に行なわれた議会証言で「（資産購入は）10月のFOMC後に終了する見通し」と述べており、9月16－17日開催予定のFOMCで100億ドル、10月28－29日開催予定のFOMCで残り150億ドルの縮小が決定される見込みである。

6月17－18日開催のFOMC議事録を見ると、多くのFOMC参加者は「利上げ後にFRBが保有する債券の償還資金の再投資を停止することが望ましい」とみているほか、流動性吸収の手段としては、翌日物のリバースレポを中心に議論が進んでいる。2011年6月に公表された金融政策の出口戦略に関する基本方針では、再投資停止は利上げ前であったが（図表2-22）、イエレン議長は7月の議会証言で「（金融政策正常化に向けた）議論を今後の会合で重ね、年内に追加の情報を提供できるだろう」と述べており、翌日物リバースレポの導入と、保有する債券の償還資金の再投資停止を利上げ後へ変更することが年内に決定されるとみている。

一方、7月29－30日開催のFOMCでは、声明文に「労働市場の幅広い指標は、労働資源の活用が著しく



低い状況であることを示している」との一文が付け加えられ、労働市場の回復は依然として不十分であるとの見方が示された。低金利政策の先行きを示すフォワードガイダンスについての表現は「資産購入が終了した後もかなりの期間」がすえ置かれ、今後も低金利政策を継続する方針が改めて示された。ただ、雇用者数の回復基調が鮮明になっているほか、平均失業期間や広義の失業率（求職を断念して労働市場から退出した人や、非自発的パートタイマーなどを失業者に含む）などの指標も改善傾向が続いている。米国景気は今後も回復基調が続く可能性が高く、2015年後半にはFRBの金融政策が利上げ局面に移行すると予想する。

3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏景気は持ち直しの動きが一服している。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、今後も回復傾向が続くとみられるが、地政学リスクへの懸念などから、一時的に輸出が低迷するとみており、7-9月期までの成長率は低調に推移すると予想する。ただ、秋口からは輸出の持ち直しにより、ユーロ圏の景気回復ペースは再び上向くとみる。

個人消費は、今後もドイツ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とみられることなどから、緩やかな回復が持続すると予想する。

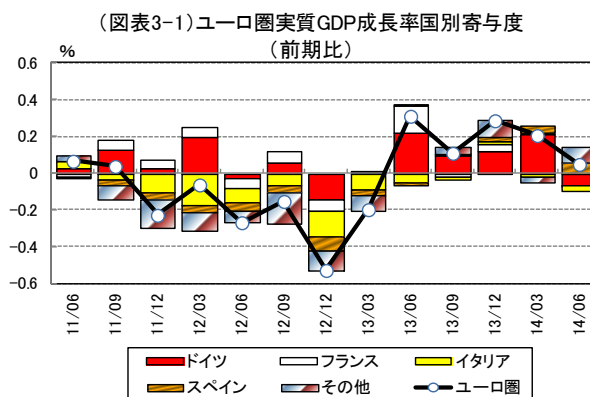
固定投資は、企業収益が堅調に推移するとみられるほか、銀行貸出態度の改善もあって、回復傾向が続くとみる。

一方、政府支出は、各国で引き続き緊縮策がとられていることから、今後も伸び悩むと予想する。

ECB（欧州中央銀行）は、6月の政策理事会で打ち出した政策の効果を見極めるため、当面様子見姿勢をとるとみる。

（1）ユーロ圏景気は10-12月期以降再加速へ

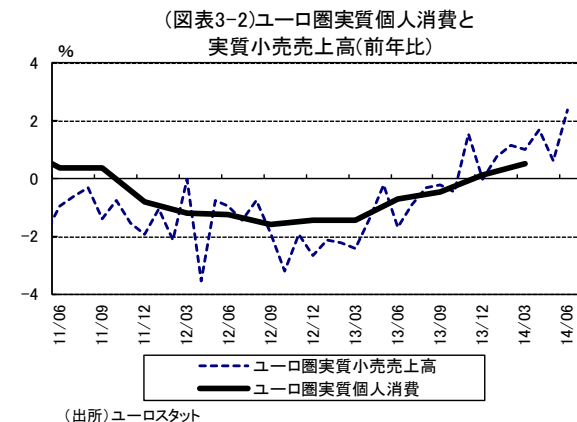
ユーロ圏景気は持ち直しの動きが一服している。4-6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.0%となった（図表3-1）。国別の成長率を見ると、スペイン（1-3月期：同+0.4%→4-6月期：同+0.6%）のプラス幅が拡大した一方、フランス（同0.0%→同0.0%）が2四半期連続で横ばいとなった。また、暖冬効果のはく落によりドイツ（同+0.7%→同▲0.2%）がマイナスに転じたほか、イタリア（同▲0.1%→同▲0.2%）のマイナス幅は拡大した。



ドイツの雇用環境の改善が続いていることや、ECB（欧州中央銀行）の緩和的な金融政策などから、ユーロ圏の内需については今後も回復傾向で推移するとみる。一方、地政学リスクへの懸念などを背景に一時的に輸出が低迷するとみており、7-9月期までの成長率は低調に推移すると予想する。ただ、米国や英国の景気回復に支えられる形で、秋口からは輸出が持ち直すとみられ、10-12月期以降、ユーロ圏の景気回復ペースは再び上向くとみる。

（2）個人消費は回復傾向が続くと予想

ユーロ圏の個人消費は2012年秋ごろから持ち直し傾向での推移が続いている（図表3-2）。実質小売売上高は、伸び幅の拡大傾向が続いており、6月は前年比+2.4%と、2007年3月以来の高い伸びとなった。

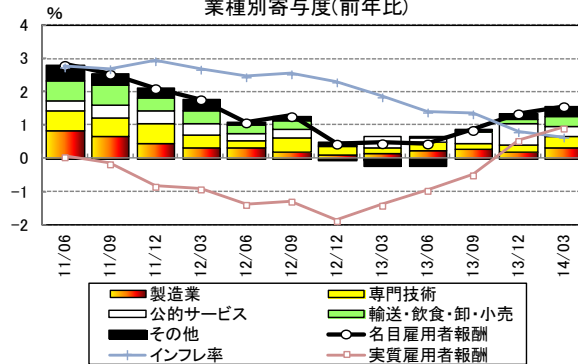


これまでユーロ圏の個人消費の回復に寄与してきた、所得の持ち直しの動きは続いている(図表3-3)。名目雇用者報酬は昨年1-3月期以降、製造業や専門技術、公的サービスを中心に増加幅が拡大傾向で推移している。ドイツでは、最大労組の金属産業労組(IG Metall)を筆頭に、幅広い業種で賃上げの動きがみられることもあり、今後もユーロ圏の名目雇用者報酬は増加傾向で推移するとみている。一方で、インフレ率は低水準での推移が続いていることから、実質雇用者報酬の増加が、今後も個人消費を押し上げると予想する。また、イタリアでは、5月から年収2万5,000ユーロ以下の低中所得者を対象に、年間100億ユーロ規模の所得税減税が実施された。対象者は約1,000万人で、一人当たり手取り額が年間1,000ユーロ増加する大型減税となる。こうした政策も個人消費を下支えするとみている。

失業率も改善傾向で推移している。6月のユーロ圏失業率は11.5%と、過去最高を記録した昨年9月の12.0%から緩やかながら低下傾向が続いている。雇用者数を見ても、2013年4-6月期以降、マイナス幅が縮小しており、1-3月期には前年比+0.2%と、2011年7-9月期以来のプラスとなった(図表3-4)。フランスやイタリアでは、構造改革の遅れが雇用の持ち直しを抑制しているが、ドイツでは雇用者の増加ペースが拡大しており、ユーロ圏の雇用環境の回復を支えている。雇用者の不足を示す欠員数の増加幅の拡大が続いていることから、今後もドイツの雇用者数の増加ペースは拡大が続くとみている。欠員数は雇用者数に3四半期先行する傾向があるが、堅調な内需を背景に、雇用者数のおよそ半分を占めるサービス業の採用意欲が改善しており、欠員数の増加につながっているとみられる。また、スペインでは、解雇手当の引き下げやパートタイマーの労働規制緩和など、政府による一連の改革が進んでいることが、企業の採用意欲の改善につながるとみている。

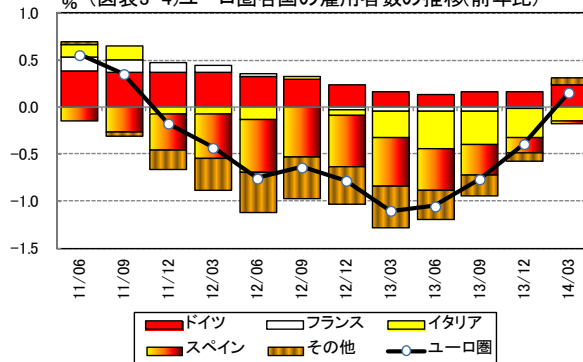
家計の資金繰りが改善していることも個人消費を下支えしている。ユーロ圏の消費者ローン残高を見ると、ECBが緩和的な金融政策を続けていることなどを背景に、2013年7月以降、マイナス

(図表3-3)ユーロ圏雇用者報酬と業種別寄与度(前年比)



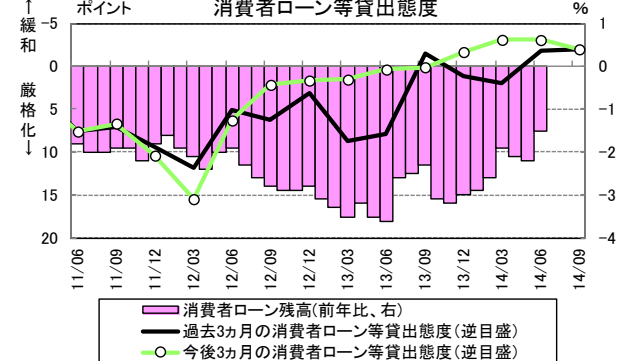
(出所)ユーロスタット

(図表3-4)ユーロ圏各国の雇用者数の推移(前年比)



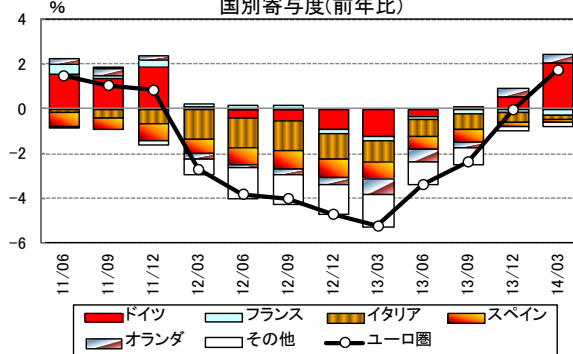
(出所)ユーロスタット

(図表3-5)ユーロ圏消費者ローン残高(前年比)と消費者ローン等貸出態度



(出所)ECB

(図表3-6)ユーロ圏固定投資の推移と国別寄与度(前年比)



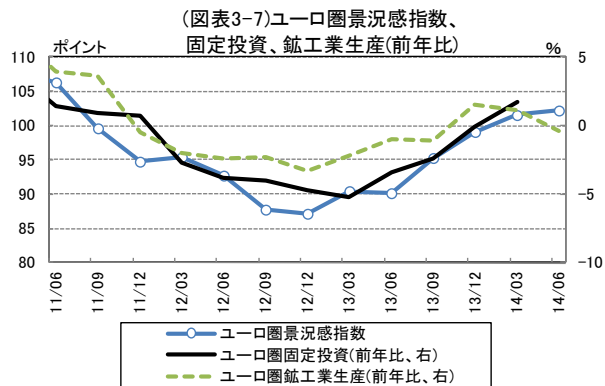
(出所)ファクトセット

幅が縮小傾向で推移している(図表3-5)。ECBによる銀行の消費者ローン貸出態度調査で、今後3カ月の貸出態度を見ると、4四半期連続で「緩和する」と回答した銀行の割合が「厳格化する」と回答した銀行の割合を上回っており、消費者ローンの持ち直し傾向は今後も続く可能性が高い。9月からECBによって開始されるTLTRO(貸出に的を絞った資金供給オペ)は、貸出が減少した銀行も資金供給を受けられる仕組みとなっていることから、今後の銀行貸出を下支えするとみている。雇用・所得環境が改善するとみられるほか、消費者金融も緩和的な状況が維持されると見込まれることから、ユーロ圏の個人消費は回復傾向が続くと予想する。

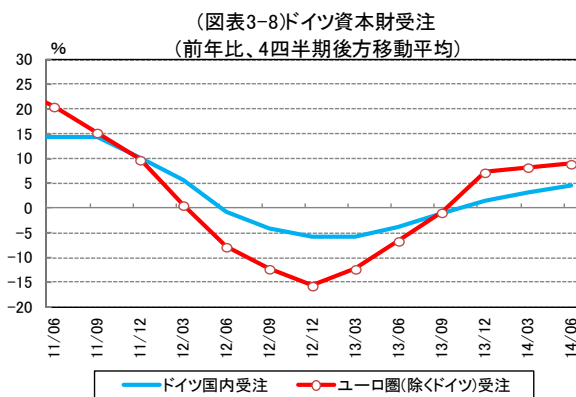
(3) 固定投資は今後も改善が続くとみる

ユーロ圏の固定投資(前年比)は、持ち直し傾向で推移している。1-3月期は暖冬による押し上げ効果もあり、9四半期ぶりにプラスとなった(図表3-6)。企業の生産活動を見ると、輸出の伸び悩みなどにより、足元では減速傾向で推移している(図表3-7)。ただ、固定投資に1四半期先行する傾向があるドイツの資本財受注を見ると、国内、ユーロ圏(除くドイツ)からの受注はともに持ち直し傾向で推移しており、固定投資の回復トレンドが続いている可能性が示唆される(図表3-8)。欧州委員会が発表する設備投資計画を見ても、2014年の企業の設備投資への意欲は上向いている(図表3-9)。

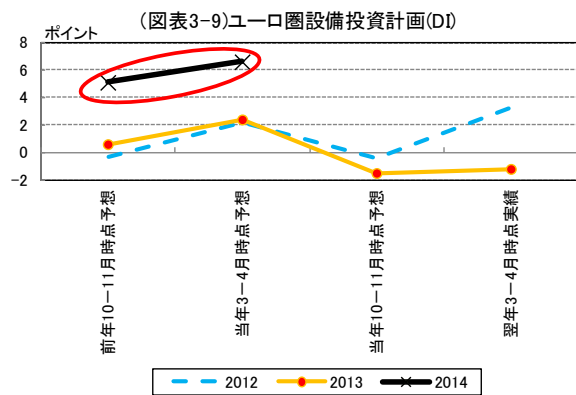
ユーロ圏の固定投資が持ち直してきた背景には、企業収益の改善がある。GDPベースの営業余剰を見ると、昨年半ばごろから前年比+2%前後の堅調な伸びが続いている(図表3-10)。秋口からは輸出が回復すると予想されることもあり、企業収益は引き続き堅調に推移するとみている。欧州委員会が発表する企業景況感指数を見ると、4-6月期は102.2ポイントと、1-3月期の101.6から上昇した。景況感指数は固定投資に1四半期先行する傾向があるが、企業業績の回復期待が企業マインドの向上につながっているとみられる(図表3-7)。



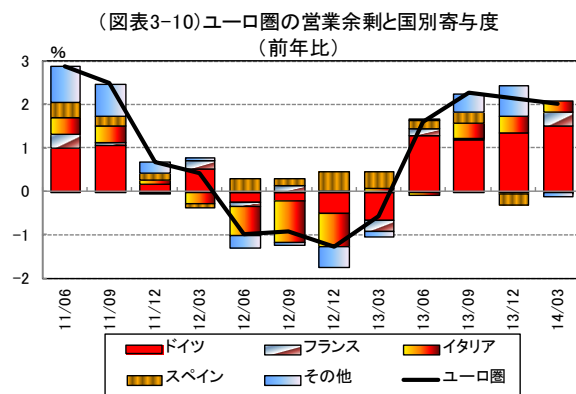
(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット



(出所)欧州委員会



(出所)ファクトセット

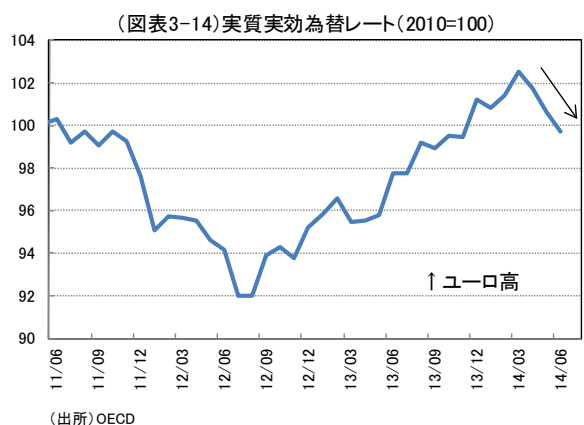
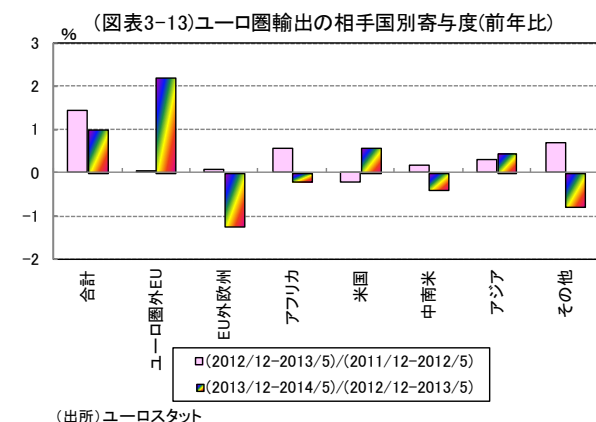
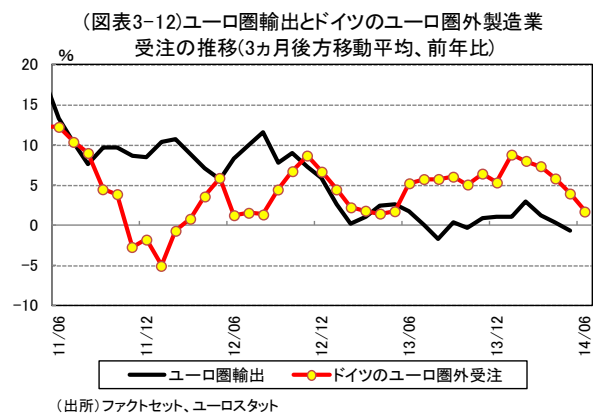
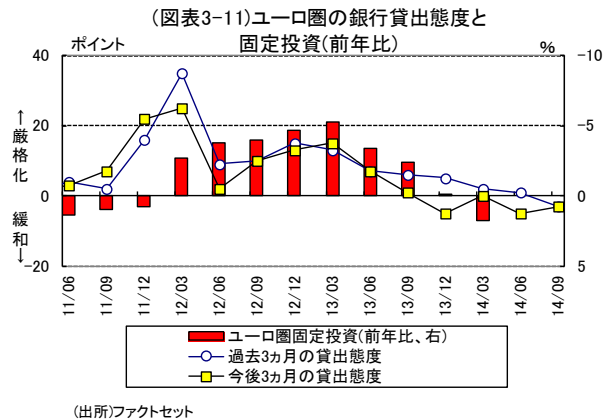
今後は企業の資金繰りが持ち直すとみられることも、ユーロ圏の固定投資を下支えするとみる。ECBが発表する銀行の貸出態度調査では、今後3カ月の貸出態度を「緩和する」と回答した銀行の割合が、「厳格化する」と回答した銀行の割合を上回っており、景気や産業・個別企業の業績見通しの改善により、銀行の貸出態度が改善している様子がかがえる(図表3-11)。固定投資は、企業収益が堅調に推移するとみられることや、銀行貸出態度の改善もあって、回復傾向が続くとみる。

(4) 輸出は秋口から再び上向くと予想

ユーロ圏の輸出は、昨年秋以降、緩慢ながら持ち直しの動きが見られていたが、足元では減速傾向で推移している(図表3-12)。過去6ヵ月(2013年12月～2014年5月)の輸出累計額は前年比+1.0%と増加したものの、前年の同+1.4%からは伸び幅が鈍化している。

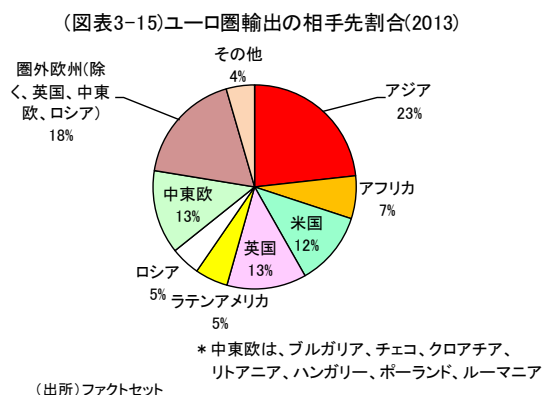
輸出先別(前年比)に見ると、ユーロ圏外EU向けは、英国向けを中心に昨年9月以降大きく伸びており、前年比の伸びに対する寄与度は、2012年12月～2013年5月:+0.0%→2013年12月～2014年5月:+2.2%と拡大した(図表3-13)。また、アジア向けの寄与度も同+0.3%→同+0.5%とやや拡大したほか、米国向けの寄与度は同▲0.2%→同+0.6%と、プラス転換した。一方、南欧諸国の主要輸出先であるアフリカ向けの寄与度は同+0.6%→同▲0.2%と、マイナスに転じたほか、EU外欧州向けの寄与度はロシア、トルコなどを中心に同+0.1%→同▲1.3%と、全体を大きく押し下げている。ユーロ圏の輸出に先行するドイツのユーロ圏外向け製造業受注を見ると、足元では伸びが鈍化している。新興国景気が冴えないことから、目先は輸出が伸び悩む可能性が高い(図表3-13)。

ただ、FRBが量的緩和策の縮小を継続している一方、ECBが緩和的な金融政策を採っていることなどを背景に、ユーロの実質実効為替レートは4月以降、ユーロ安方向に推移している(図表3-14)。これまでは、ユーロ高がユーロ圏の輸出の下押し圧力となってきたが、為替面からの下押し圧力は



徐々に和らぐとみられる。

ユーロ圏輸出の輸出先別割合を見ると、アジア向けが23%、次いで英国向けが13%、中東欧向けが13%、米国向けが12%となっている(図表3-15)。ユーロ圏の輸出先の25%を占める米国と英国は、景気回復が続いており、今後もユーロ圏の輸出を下支えする可能性が高い。低金利政策など各種の金融政策に支えられる形で、13%を占める中東欧の景気も徐々に持ち直していることもあり、ユーロ圏の輸出は秋口からは持ち直すと予想する。



(5) TLTROを通じた借入はECBの想定を下回る

ECBは6月5日の政策理事会で、①政策金利の引き下げ(0.25%→0.15%)、②中銀預金金利のマイナスへの引き下げ(0.00%→▲0.10%)と、限界貸出金利の大幅な引き下げ(0.75%→0.40%)、③民間向け貸出を裏付けとしたABS(資産担保証券)購入の検討開始、④対象を絞った長期資金供給オペ(TLTRO)の実施、⑤SMP(証券市場プログラム)に対する不胎化オペの停止(1回限りで、すでに終了)、⑥固定金利・無制限資金供給の主要リファイナンス・オペレーション(MRO)を2016年12月まで延長することなどを決定した。ドラギ総裁は6月の理事会後の記者会見で「一連の措置による実体経済への効果は遅れて現れることになる。恐らく、3,4四半期程度の時間がかかる見通しだ」と述べており、ECBは政策効果を見極めるため、当面様子見姿勢をとるとみている。

マイナス金利については、預金ファシリティと当座預金に多くの余剰資金がある場合、その余剰資金にペナルティーが課せられることになるため、銀行の貸出が増え、経済が刺激されるポートフォリオバランス効果が期待できる。しかし、2011年と2012年に銀行の資金繰り改善のために実施された3年物LTRO(長期資金供給オペ)の返済が進んでいる状況にあり、預金ファシリティと当座預金の残高は大幅に減少していることから、マイナス金利実施の効果は小さいとみている。マイナス金利の導入は、ユーロ高のけん制を狙ったアナウンスメント効果だけに終わるとみられる。

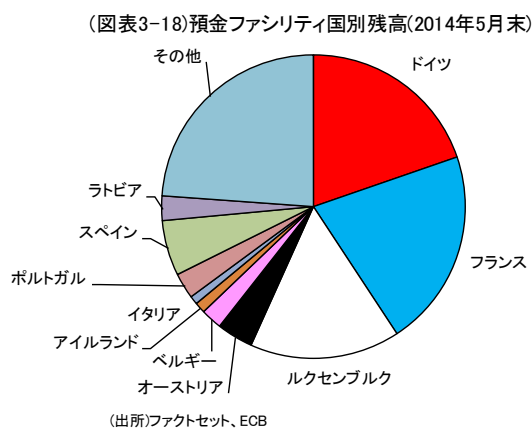
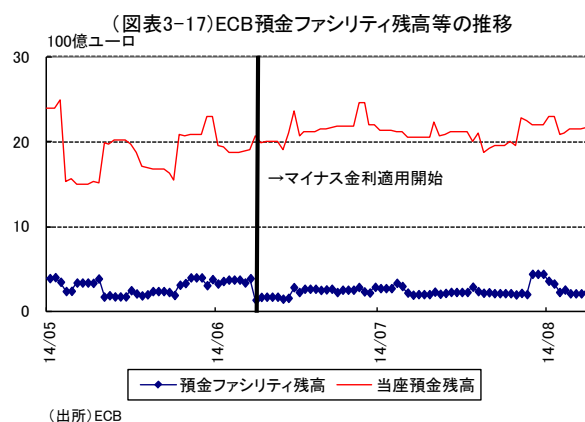
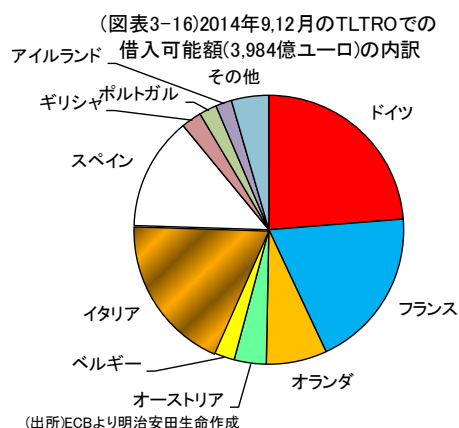
ABSについては、中小企業向け融資の返済を原資とするABS発行残高(ECBが主な買い取りの対象にするとみている)の割合がイタリアやスペインで高く、これらの国への効果は相対的に高くなる。ただ、そもそも米国と比べてユーロ圏の証券化市場の規模はかなり小さく、かつ、縮小傾向で推移しており、現時点では効果が小さいとみる。証券化市場の育成を行なっていくにしても、法律を整備し、ECBが大量に買い入れるほどのABSを銀行が発行するには時間がかかる。

TLTROについては、オペを通じて実際にどれくらいの借入があるかに注目が集まっている。2014年9月と12月の2回のオペでは、今年4月末の貸出残高(住宅を除く個人向けと、非金融法人向け)の7%相当を上限に資金が供給される。その後6回のオペ(2015年3月から2016年6月まで)では、基準値からの貸出増加額の3倍を上限に資金が供給される。2013年4月から2014年4月に融資残高が増加した銀行は、基準値が2014年4月時点の貸出残高で一定となる。一方、2013年4月から2014年4月までに貸出残高が減少した銀行は、2015年4月までの1年間も基準値が同じペースで低下し、その後は2015年4月の値で一定となる。貸出増加行と貸出減少行に別々の基準値を用いることにより、貸出を圧縮している銀行もTLTROで資金を借り入れることが可能となる。すべてのTLTROは、2018年9月に満期となり、2016年4月時点で、貸出残高が基準値を下回った場合、2016年9月までに全額返済する必要があるが、ECBは銀行に積極的な参加を促す仕組みを打ち出した。

今年4月末時点のTLTROの対象となる貸出残高は5兆6,917億ユーロであり、9,12月の2回のオペでの銀行の借入可能額は、その7%の3,984億ユーロとなる。ただ、国別内訳を見ると、周辺国(イタリア、スペイン、ポルトガル、アイルランド、ギリシャ)以外の国々が全体の約6割を占める(図表3-16)。一方、預金ファシリティ残高の推移を見ると、マイナス金利適用以降も、横ばい圏での推移が続いている(図表3-17)。預金ファシリティ残高の国別内訳を見ると、全体の約9割が周辺国以外の国々で占められており(図表3-18)、これらの国々の銀行は国債購入や貸出の増加よりもマイナス金利というコストを払う方を選択しているとみられる。このため、周辺国以外の国々の銀行が0.25%(TLTROの適用金利は主要政策金利の0.15%+0.10%)の利子を負担してまでTLTROで資金を借入れる可能性は小さく、9,12月期の2回のオペでの借入額はECBの予想である4,000億ユーロを大きく下回り、2,000億ユーロ程度にとどまるとみている。

3回目以降のオペでは、貸出残高が減少した銀行の貸出が直近ピークの前年比+1.5%をやや上回る同+2.0%まで持ち直した場合でも、貸出増加行と減少行の合計借入可能額は5,000億ユーロ程度と試算される。全8回の合計借入額は最大で7,000億ユーロ程度とみており、8月にドラギ総裁が示した4,500億ユーロ~8,500億ユーロという予想利用額内に収まると予想する。

今後は国債買い入れに踏み切るかどうか焦点となるが、そもそも、マイナス金利と量的緩和策は基本的には相容れない。銀行がECBの国債買い入れオペに応じて資金調達を行なった場合、すぐに運用先を見つけなければ、当座預金に資金が積み上がり、コストがかかる。そのため、オペの応札額は少額にとどまる可能性が高い。ECBがマイナス金利を廃止した後に、国債の買い入れを行なうとしても、各国政府の財政規律が緩み、モラルハザードを招く危険があることから、マーストリヒト条約で禁じられている財政ファイナンスに抵触する可能性がある。加えて、ユーロ圏は18カ国で構成されることから、どの国の国債を購入するかという問題も生じる。ECBへの出資割合に応じて国債を買い入れるというのが合理的であるが、そうするとドイツ国債が多く買い入れられることになり、買い入れが必要となる国債への影響は相対的に小さくなる。こうした問題がネックとなり、ECBが国債の買い入れに踏み切る可能性は低いとみる。



(6) 英国経済は今後も堅調に推移すると予想

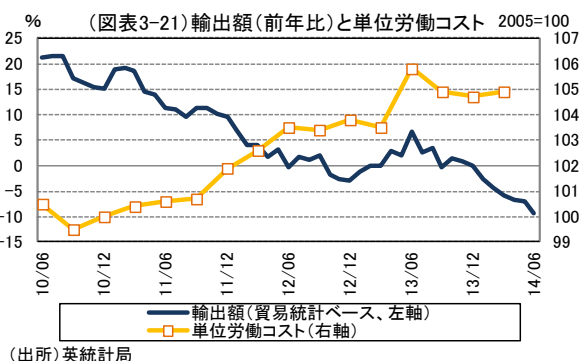
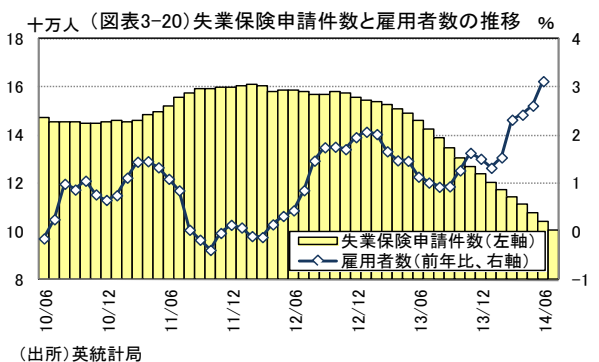
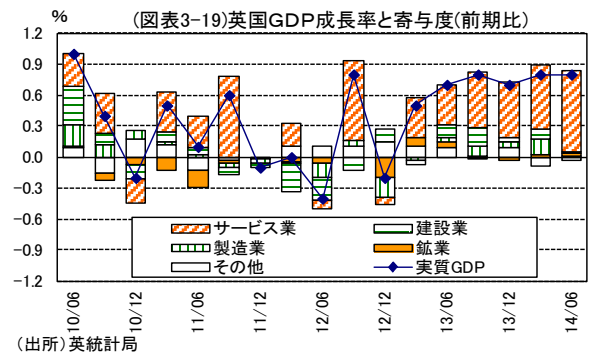
英国の4-6月期実質GDP成長率（速報値）は、前期比+0.8%と、6四半期連続のプラス成長となった（図表3-19）。産業別では、建設業（1-3月期：同+1.5%→4-6月期：同▲0.5%）がマイナス転換、製造業（同+1.5%→同+0.2%）の伸び幅も縮小したものの、サービス業（同+0.8%→同+1.0%）の伸び幅が2四半期連続で拡大した。

個人消費は、雇用環境の改善や住宅価格上昇に伴う資産効果などを背景に、堅調に推移している。4-6月期の小売売上高は前年比+4.5%と、約10年ぶりの大幅増となった。雇用環境を見ると、失業保険申請件数の減少傾向が続いているほか、雇用者数の伸びも上昇基調で推移している（図表3-20）。4-6月期の失業率は6.4%と、2011年9-11月期の8.5%をピークに、改善傾向が続いている。年明け以降、雇用者数全体の伸びは自営業者がけん引していたが、企業業績の持ち直しを背景に、足元では企業の雇用者も再び増加しつつある。英商工会議所による四半期経済調査の雇用期待指数を見ても、製造業、サービス業ともに高水準で推移しており、今後も雇用環境の改善が見込まれる。一方、足元の住宅価格は、4月以降、金利上昇時の住宅ローン返済能力証明が借り手に義務付けられ、貸出基準が厳格化されたことなどから、伸びが鈍化しつつある。先行指標とされる住宅ローン承認件数を見ても、足元で大きく減少に転じている。今後は、住宅価格上昇による資産効果が徐々に弱まるとみられることから、個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまるとみている。

固定投資は、2013年以降、持ち直し傾向で推移している。7月の英産業連盟による製造業業況調査では、受注残高や製品・工程革新に対する投資意欲が、ともに約20年ぶりの高水準となったほか、新規受注見通しについても、1977年以来の水準まで回復した。内需拡大を背景に、企業の増産基調が持続するとみられることから、固定投資は、企業の設備投資を中心に持ち直し傾向が続くと予想する。

一方、輸出は、貿易統計ベースで7ヵ月連続の前年比マイナスと、軟調な推移が続いている（図表3-21）。主要輸出先であるユーロ圏の景気回復ペースが鈍いほか、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から、輸出は今後も低調な推移が続くとみる。

8月の金融政策委員会（MPC）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。また、同月のインフレ報告では、賃金上昇率の見通しが5月時点の予想から大幅に下方修正されたほか、今後の賃金動向を注視していく方針が示された。失業率見通しも引き下げられており、労働市場の需給は緩んだ状態とのMPCの見解が確認されたことから、政策金利は2015年前半まですえ置かれると予想する。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は、政府が4月以降に打ち出した景気下支え策による効果で、持ち直しつつある。今後は、輸出が回復傾向で推移するとみるものの、個人消費は力強さに欠く展開が続くと見込まれるほか、不良債権問題も足かせとなって、生産や投資の伸びも鈍いものにとどまるとみている。実質GDP成長率は、2015年にかけて、7%台半ばを中心とした推移が続くと予想する。

(1) 中国景気は景気下支え策で持ち直し

中国の2014年4-6月期の実質GDP成長率は、前年比+7.5%と、2014年1-3月期の同+7.3%から伸び幅が小幅拡大した。前期比ベースでも+2.0%と、前期の+1.5%から加速している。政府が4月以降に打ち出した景気下支え策の効果が現れたほか、輸出が持ち直したこともあって、景気悪化に歯止めがかかった形である(図表4-1)。

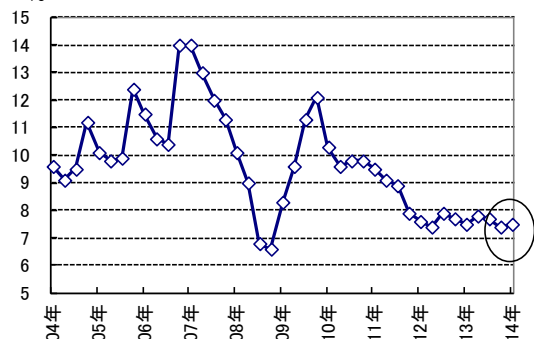
今後については、住宅価格の下落傾向が続いているほか、過剰生産能力を抱えている業種を中心にストック調整圧力が働いていることなどが、引き続き景気の下押し要因になるとみている。中国は、投資がけん引する高成長路線から、消費主導の安定成長路線への構造転換を進めているものの、政府による「綱紀粛正」の方針(ぜいたく禁止令)の影響が残るなか、個人消費の回復ペースは、引き続き力強さに欠くとみている。景気対策については、李首相が大規模な刺激策を否定する姿勢を示していることもあり、今後実施するとしても、これまでどおり小粒な策にとどまる可能性が高い。こうした状況から、中国景気の回復ペースは鈍いものにとどまるとみっており、2014年の実質GDP成長率は前年比+7.5%、2015年が同+7.4%と予想する(図表4-2)。

(2) 企業マインドは改善傾向

春先以降の企業マインドは持ち直し傾向にある。国家統計局が発表している製造業PMI(購買担当者景気指数)は、7月が51.7、前月差+0.7ポイントと、5カ月連続の上昇となり、昨年8月以来の改善幅となった(図表4-3)。PMIを構成する5項目を見ると、7月は3項目(生産、新規受注、原材料在庫)が改善、2項目(雇用、サプライヤー納期)が悪化した。改善した項目では、生産と新規受注の伸びが目立っており、政府の景気下支え策の効果を背景に、内需が拡大傾向にある様子を示す結果となっている。

国家統計局のPMIは、調査対象が国有企業中心である

(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)



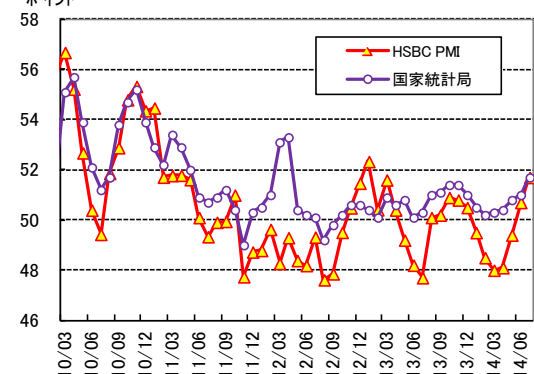
(出所) 中国国家統計局

(図表4-2) 中国実質GDP成長率予測(前年比)

(単位:%)

| | 12年 | 13年 | 14年 (予測) | 15年 (予測) |
|----------|-----|-----|-------------|-------------|
| 実質GDP成長率 | 7.7 | 7.7 | 7.5 | 7.4 |

ポイント (図表4-3) 製造業購買担当者景気指数(PMI)の推移



(出所) 中国国家統計局ほか

が、相対的に中小規模の民間企業が多いとされるHSBCの製造業PMIも、7月は51.7と、4ヵ月連続で改善している。2ヵ月連続で50を上回っており、国有企業だけでなく、民間の中小企業にも景気対策の効果が波及しつつある様子がうかがわれる。

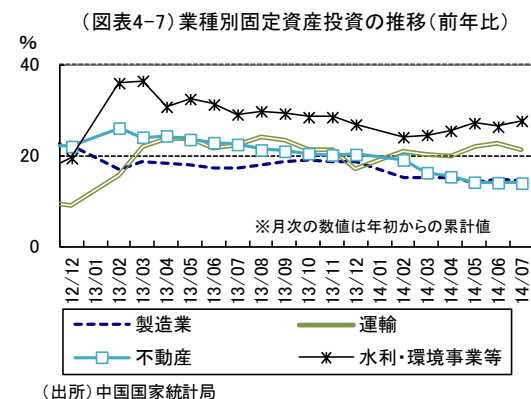
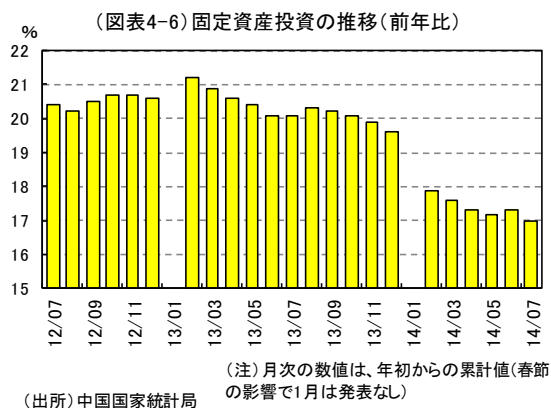
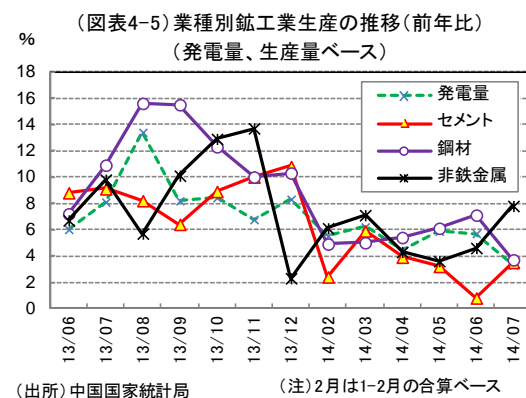
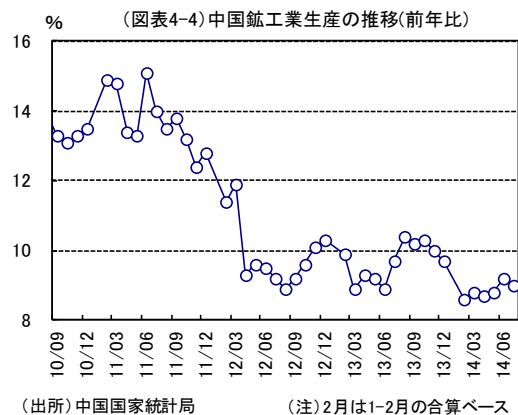
一方、実際の経済の動きを示すハードデータを見ると、持ち直しペースは鈍い。まず、鉱工業生産を見ると、7月は前年比+9.0%と、2ヵ月ぶりに伸び幅が縮小し、2014年の政府による年間目標である同+10.0%を大きく下回る推移が続いている(図表4-4)。主要品目の動向を見ると、非鉄金属の生産量は持ち直しつつあるものの、鋼材・セメントの生産量や発電量の伸びは、均せば鈍化傾向にある(図表4-5)。

固定資産投資も、年明け以降、均せば減速傾向で推移している。1-6月は前年比+17.3%と、1-5月の同+17.2%から伸び幅が小幅拡大し、下げ止まりの兆しもみえつつあったが、1-7月は同+17.0%と、再び伸びが鈍化している(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)(図表4-6)。政府による景気下支え策の効果などを受け、運輸や水利・環境などのインフラ関連分野の業種では、安定した伸びが続いているものの、全体の約3分の1を占める製造業の持ち直しペースが鈍いほか、全体の約4分の1を占める不動産も、政府による不動産価格の抑制姿勢の影響などから、伸びの鈍化が続いている(図表4-7)。

製造業では、鉄鋼、セメント、アルミ、石炭化学製品など、多くの業種で従来から過剰生産能力を抱えているほか、近年では、多結晶シリコン(太陽電池向け)など、新エネルギー分野でも、稼働率の低さが指摘されている。こうした業種ではストック調整圧力が強まっていることから、生産の回復ペースは鈍いとみている。固定資産投資についても、製造業では、過剰生産能力問題を背景に、新規投資の抑制傾向が続くとみられるほか、不動産開発投資も、住宅価格の下落傾向が続いていることもあって、伸びの拡大は見込み難い。生産は、今後も前年比で+10%を大きく下回る推移が続くとみられる。固定資産投資も、+17%台半ばで一進一退の推移が続くと予想する。

(3) 輸出は持ち直し傾向

輸出は春先以降、緩やかながらも回復へと向かって



いる。7月は、前年比+14.5%と、4ヵ月連続のプラスとなり、伸び幅も6月の同+7.2%から拡大した（図表4-8）。四半期ベースでは、4-6月期が同+4.9%と、1-3月期の同▲3.5%から、四半期ぶりのプラスに転じている。地域別では、主要輸出先の米国、欧州、ASEAN向けが5ヵ月連続のプラスとなり、底堅い推移となっている（図表4-9）。輸出の2割弱のウェートを占める香港向けも、7月が同+13.3%と、2ヵ月連続でプラスとなった。中国では輸出を装い、投機的な資金を香港経由で中国国内に持ち込む取引が横行していたため、政府は、昨年5月以降、取り締まりを強化したことで、香港向け輸出の減少傾向が続いていた。ただ、足元では偽装輸出の影響が一巡したことなどから、今後は前年比プラス傾向で推移するとみている。

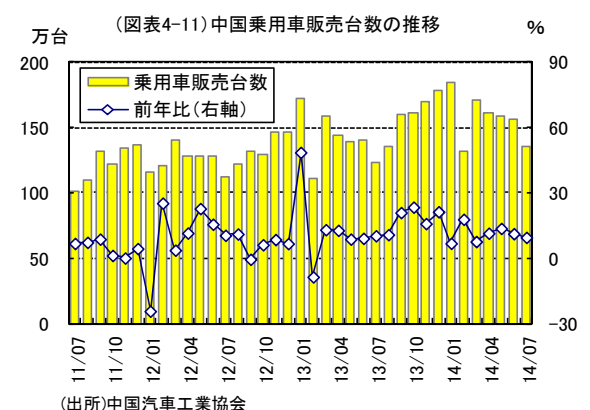
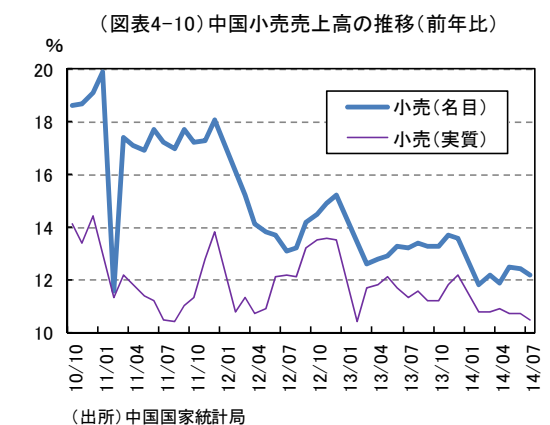
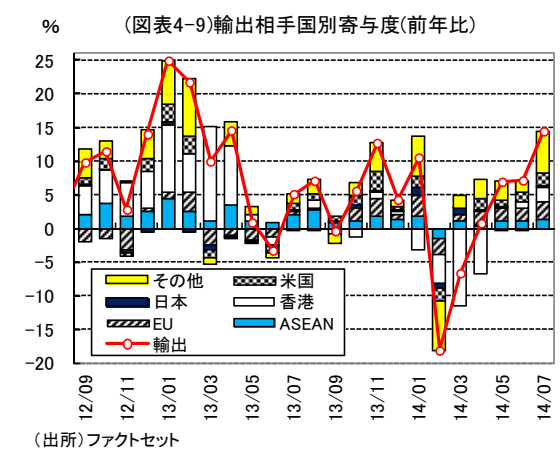
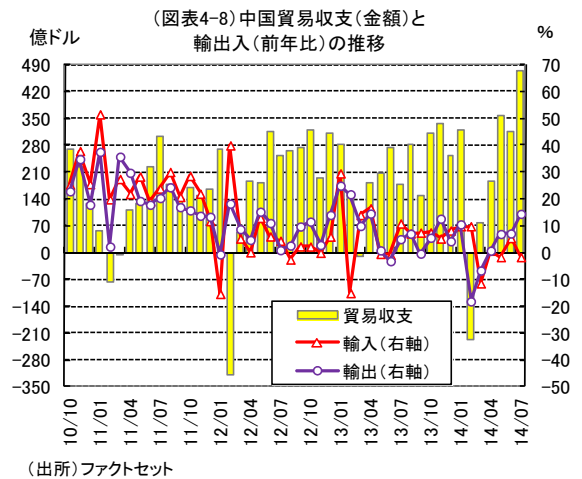
一方、7月の日本向け輸出は、前年比+2.9%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。日本の景気が、消費増税の影響で4月以降、落ち込んでいることの影響もあって、弱めの伸びとなっている。ただ、こうした要因以外にも、日中関係の悪化による影響も残っているとみられ、今後の日本向け輸出は伸び悩むとみている。

PMIの新規輸出受注指数を見ると、7月は50.8、前月差+0.8ポイントと、3ヵ月連続で改善しており、今後、輸出の回復傾向が続く可能性を示唆している。為替については、足元では元高に振れており、2月中旬以降にみられたような人民元安誘導による追い風は期待できないものの、景気が堅調な米国向けや、欧州向けも下支えとなって、今後の中国の輸出は持ち直し傾向で推移するとみている。

（4）個人消費は力強さに欠ける

名目ベースの小売売上高は、7月が前年比+12.2%と、2ヵ月連続で伸び幅が縮小した（図表4-10）。年明け以降、前年比+12%前後で推移しており、2013年通年の同+13.1%を下回る弱めの動きが続いている。売上高500万元以上の企業に限定した集計値で、主要品目別の動きを見ると、石油製品や電気機器（家電など）では、持ち直し傾向で推移しているものの、売上高に占めるウェートが最も大きい自動車は、均せば伸びが鈍化基調であり、小売売上高の回復ペースの鈍さにつながっている。

このほか、金・宝石等では、前年に大幅に増加した



反動で、今年は減少傾向にある。家具についても、2013年の同+21%の伸びに対し、足元では同+15%台で推移しており、回復ペースは鈍い。2013年2月に打ち出された習近平政権による「綱紀粛正」の方針（ぜいたく禁止令）の影響が、引き続き個人消費の下押し圧力となっている。3月の全人代でも、綱紀粛正の継続が強く発せられていたこともあり、今後も個人消費は力強さに欠く展開が続くと予想する。

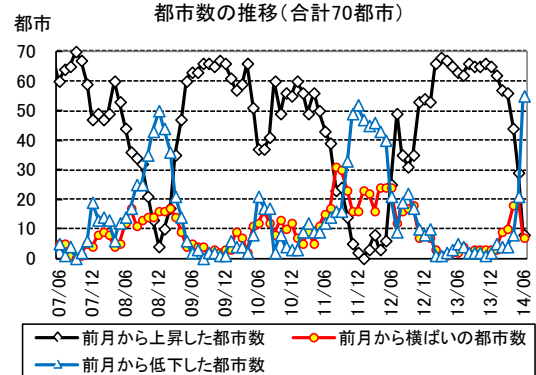
乗用車販売台数は、自動車売上高と同様、伸び悩んでいる。7月は、前年比+9.7%と、2ヵ月連続で伸び幅が縮小し、2013年平均の同+16.1%を大きく下回った（図表4-11）。中国では、深刻な大気汚染問題へ対処するため、新車購入制限などの規制を実施していることなどから、今後も乗用車販売台数の伸びは鈍化傾向で推移するとみている。こうしたなか、政府は、環境対策として、電気自動車の普及を進めている。2月には、2015年末の終了予定であった電気自動車購入者向け補助金を、2016年以降も継続することを発表したものの、充電スタンドの不足などが普及の足かせとなっている。今後は、補助金対象をハイブリッド車まで拡大する動きがあるものの、まだ検討段階であることもあり、乗用車販売は、2014年を通じて緩やかな回復にとどまるとみている。

（5）住宅価格は下落傾向

主要70都市の新築住宅価格を見ると、前月から価格が上昇した都市数は、年明け以降減少傾向を強め、6月には8都市にとどまった（図表4-12）。70都市平均の価格の推移を見ると、6月が前月比▲0.5%と、2ヵ月連続で前月を下回っており、前年比ベースでも+4.0%と、2013年12月の+9.2%をピークに伸び幅が大きく縮小した（図表4-13）。こうした背景には、2013年の住宅価格の高騰を受け、政府が住宅購入条件の厳格化や、2件目の住宅購入における住宅ローンの頭金比率の引き上げなど、住宅価格の抑制策を導入したことがある。このほか、600万戸以上の低所得者向け住宅の建設計画が打ち出されたことも、消費者の買い控えにつながったとみられるほか、供給業者向けの不動産融資を厳格化したことなども、住宅価格の下落につながったとみている。

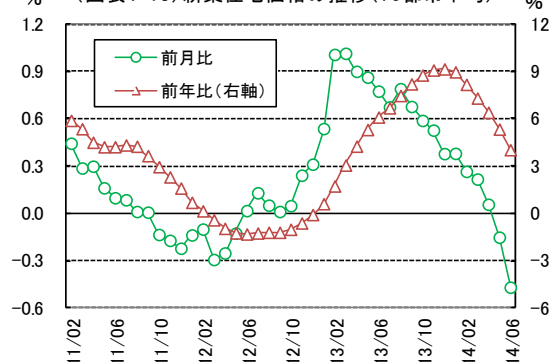
地方政府にとっては、不動産販売に関する税収や土地使用権の売却益が、主たる収入源となっていることから、住宅価格の下落は、地方財政の悪化につながるというジレンマを抱えている。地方政府の債務は、地方政府設立のダミー会社である融資平台による調達分を含めれば、2013年6月末時点で約18兆元まで膨らんでおり、地方政府の収入減少で債務の返済が滞る可能性が高まっている。すでに、9省の地方政府で、8億元超の債務が償還されていないとの調査結果も明らかになっている。このほかでも、予算不足のあおりを受け、交通網などのインフラ投資にも遅れが生じてくるとみられる。こうした動きから、中国政府は不動産価格の動向をにらみながら、柔軟な政策対応をとってくる可能性が高い。すでに一部の都市では、住宅購入条件の緩和措置を取り始めていることもあり、今後は、住宅価格の下落基調に歯止めがかかるとみている。

（図表4-12）新築住宅価格（前月比）の変動状況別
都市数の推移（合計70都市）



（出所）中国国家统计局

（図表4-13）新築住宅価格の推移（70都市平均）



（出所）中国国家统计局

(6) 大手銀行の預金準備率を引き下げへ

消費者物価指数（以下、CPI）は、昨年10月をピークとして、伸びが鈍化傾向にある（図表4-14）。7月は前年比+2.3%と、前月と同じ伸び幅となり、中央政府の2014年の物価目標である同+3.5%前後を大幅に下回った。前月比では、7月が+0.1%と、2ヵ月ぶりの上昇となったものの、小幅の伸びにとどまり、インフレ圧力は弱まっている。

CPIの内訳を見ると、国民の関心の高い食品価格は、年明け以降、前年比+4%前後の推移が続き、7月は同+3.6%と、2ヵ月連続で伸び幅が縮小した。内訳項目の野菜価格が、4月以降マイナスに転じたほか、国民生活には欠かせない豚肉価格も7月は同▲3.6%と、7ヵ月連続の前年比マイナスで、6月の同▲2.7%からマイナス幅が拡大したことなどが、食品価格の押し下げにつながっている。非食品価格も、同+2%を下回る安定した推移となっている。

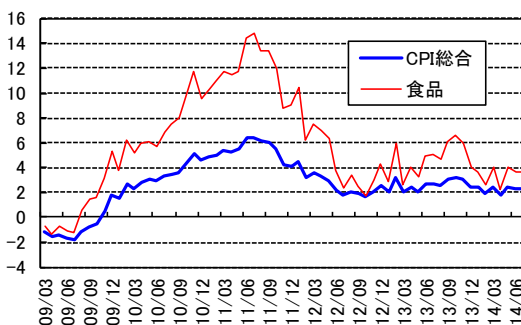
景気が減速するなか、インフレ圧力も和らいだことで、人民銀行は、4、5月に農村部の商業銀行など、一部の銀行を対象とした預金準備率の引き下げを決定した。人民銀行の周総裁は4月に「金融政策の微調整を行なう」と言及したほか、5月には人民銀行から発表された為替政策報告書で、「時宜に適った微調整を伴う穏健かつ安定的な金融政策」の実施を表明している。持続的な景気回復が見通し難いこともあり、年末までに都市部の大手銀行の預金準備率引き下げに踏み切るとみている。

(7) 小粒な景気支援策を継続

銀行経由の貸出である人民元建て新規融資は、7月が前年比▲44.9%と、3ヵ月ぶりの減少となった。6月は二桁増だったものの、わずか2ヵ月で預金準備率の引き下げの効果がはく落した形となった。実体経済の流動性の目安とされる社会融資総量（銀行融資のほか、委託貸付・信託貸付・銀行引受手形などシャドバンキングの一部、株式・債券発行等）も同▲66.7%と、こちらも大幅減となっており、景気が再び減速に向かう可能性を示唆する結果となった（図表4-15）。

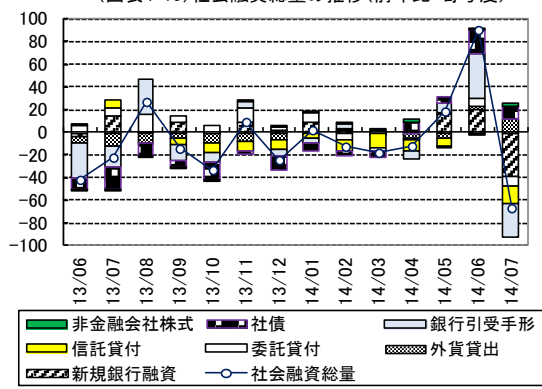
2014年4月以降の景気下支え策は、一部の銀行を対象にした預金準備率引き下げ以外にも、預貸比率の計算方法の見直しによる貸出余力の拡大、中小・零細企業向けの所得税優遇政策拡大、中西部を中心とした鉄道建設の加速などが発表されている。財政部からは、財政支出の早期執行を求める通知が5月に出了されたほか、李首相は国務院に対し、各種支援策の実施状況の査察を指示するなど、支援策の確実な執行を求める動きも強化している。ただ、こうした下支え策は、景気を持続的に押し上げていくには力不足とみており、すでに7月の生産や投資は、6月から伸びが鈍化している。景気の下振れリスクが高まっていることで、今後は都市部の大手銀行を対象とした預金準備率の引き下げなど、さらなる景気支援策が小出しに発表されるとみており、7%台半ばの経済成長率は維持されると予想する。

(図表4-14)消費者物価指数の推移(前年比)



(出所) 中国国家统计局

(図表4-15)社会融資総量の推移(前年比・寄与度)



(出所) 中国人民銀行

5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

〈要 約〉

アジア新興国景気は、多くの国で内需が持ち直し傾向にあるものの、外需については、いくつかの国で回復ペースが鈍っている。

韓国経済は、景気対策が下支えとなるものの、外需が鈍化に向かうことで停滞気味の推移を予想する。台湾は堅調な外需に支えられ、緩やかな回復傾向が見込まれる。シンガポールは輸出競争力の低下を背景に、鈍化傾向で推移しよう。

インドネシアは、内需の減速が懸念材料となる。政情不安が景気の下押し要因となってきたタイでは、政治の安定を受け、内需に持ち直しの兆しがみられる。マレーシアとフィリピンは、内需がけん引役で、外需も堅調な推移をたどるとみられ、安定成長が続くと予想する。インドについては、物価上昇懸念がくすぶるなか、内需の低迷が景気の足かせとなろう。

金融政策は、台湾、インドネシア、タイ、インドでは、当面政策金利をすえ置くと予想する。マレーシア、フィリピンでは、インフレ抑制のため、7月に続き、追加利上げを実施する可能性が高い。一方、韓国では、8月に続き年内の追加利下げを見込む。

豪州景気は民間設備投資の減少傾向が続くとみられるほか、輸出も鈍化に向かうとみていることから、停滞気味の推移を予想する。

(図表5-1) その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測

| | 2012年 (実績) | 2013年 (実績) | 2014年 (予測) | 2015年 (予測) |
|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 韓国 | 2.3% | 3.0% | 3.4% | 3.6% |
| 台湾 | 1.5% | 2.1% | 3.5% | 3.2% |
| シンガポール | 2.5% | 3.9% | 3.2% | 3.5% |
| フィリピン | 6.8% | 7.2% | 6.6% | 6.8% |
| インドネシア | 6.3% | 5.8% | 5.3% | 5.7% |
| タイ | 6.5% | 2.9% | 2.3% | 3.3% |
| マレーシア | 5.6% | 4.7% | 5.5% | 5.4% |
| 香港 | 1.5% | 2.9% | 3.5% | 3.7% |
| インド | 4.5% | 4.6% | 4.9% | 5.1% |

| | | | | |
|----|------|------|------|------|
| 豪州 | 3.6% | 2.4% | 3.0% | 3.2% |
|----|------|------|------|------|

(注) インドは年度ベース(4月～翌3月)

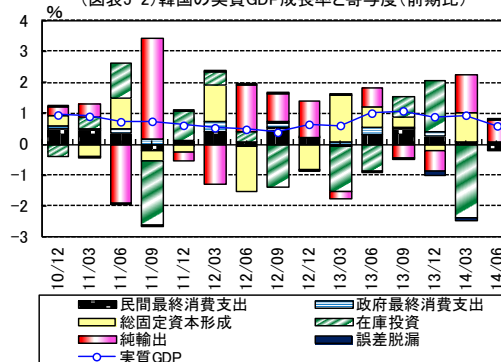
(1) アジア NIEs 諸国は緩やかな回復が続く 〈韓国〉

韓国の2014年4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.6%と、1-3月期の同+0.9%から減速し、2四半期ぶりに伸び幅が縮小した(図表5-2)。輸出が堅調に推移したほか、設備投資も2四半期ぶりのプラスとなったものの、4月のフェリー沈没事件以降、買い控えなどの自粛ムードが広がったことで、個人消費が5四半期ぶりにマイナスに転じ、全体を押し下げた。

今後の景気については、7月24日に発表された、11.7兆ウォンの財政支出を含む、総額41兆ウォンもの経済対策が下支えになるとみる。ただ、不動産価格の下落などを背景に、家計のバランスシートが悪化傾向にあることから、個人消費の回復ペースは鈍いものととどまると予想する。輸出についても、主力のスマートフォン分野で安価な中国製品が台頭していることなどを背景に、伸びは鈍化に向かうとみており、韓国経済は停滞気味の推移を予想する。

韓国中銀は国内景気の減速を受け、8月の金融政策決定会合で政策金利を25bp引下げ、2.25%とした。消費者物価指数(CPI)が中銀の目標下限(+2.5%)を下回る伸びが続くなか(図表5-3)、今後も景気回復ペースが鈍いとみており、年内に25bpの追加利下げを予想する(図表5-4)。

(図表5-2) 韓国の実質GDP成長率と寄与度(前期比)



(出所) 韓国銀行

<台湾>

台湾の4-6月期実質GDP成長率は前年比+3.8%と、3四半期連続で伸び幅が拡大した(図表5-5)。スマートフォン向け電子部品を中心に輸出が好調だったほか、消費者マインドの改善を背景に、個人消費が堅調な推移となり、全体を押し上げた。

輸出の先行指標である輸出受注指数を見ると、6月は前年比+10.6%と、5ヵ月連続でプラスとなり、堅調な推移が続いている。今後も、スマートフォン関連を中心とした輸出の伸びが全体を押し上げるとみられることから、台湾景気は緩やかな回復が続くとみる。

7月のCPIは前年比+1.8%と、3月以降同+1.6~+1.8%での推移が続いている。物価の伸びは落ち着いており、今後の景気の回復ペースも緩やかとみていることから、金融政策は当面様子見姿勢が維持されるとみる。

<シンガポール>

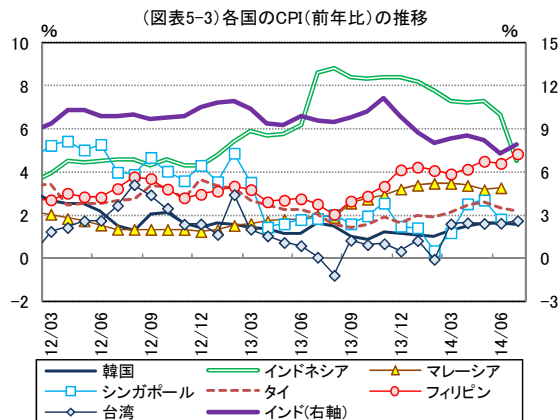
シンガポールの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+2.4%と、1-3月期の同+4.8%から伸び幅が縮小した(図表5-6)。主力輸出品目である、PC向けを中心とした電子機器の生産の鈍化が下押し圧力になったとみられる。安定的な雇用環境などを背景に、個人消費は堅調な推移が予想されるものの、PC関連向け電子機器の伸び悩みを受け、輸出は緩やかな回復にとどまるとみられる。当面のシンガポール景気は鈍化傾向で推移すると予想する。

外国人労働者に対する規制強化の実施で、労働需給は引き締まっており、賃金上昇に伴うインフレ圧力が高まってくるとみていることから、今後も引き締めの金融政策が維持されるとみる。

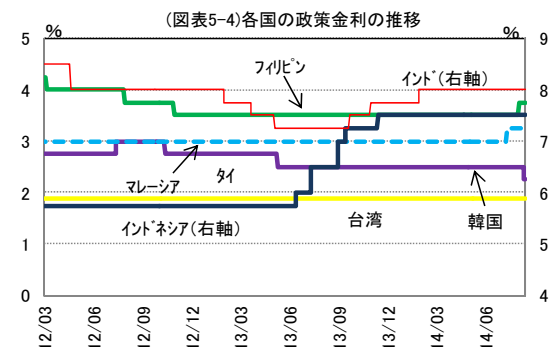
(2) ASEAN諸国も回復局面へ

<インドネシア>

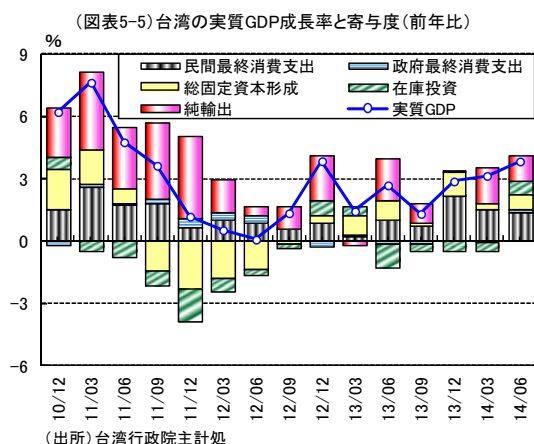
インドネシアの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+5.1%と、前期の同+5.2%から伸び幅が縮小した。未加工鉱石の禁輸措置により、輸出の低迷が続いたほか、固定投資や公共投資が全体を押し下げた(図表5-7)。10月就任予定のジョコ・ウイドド新政権下でも未加工鉱石の禁輸措置は継続される見込みであることなどから、輸出は引き続き低迷が予想される。個人消費についても、2013年に5回にわたって実施され



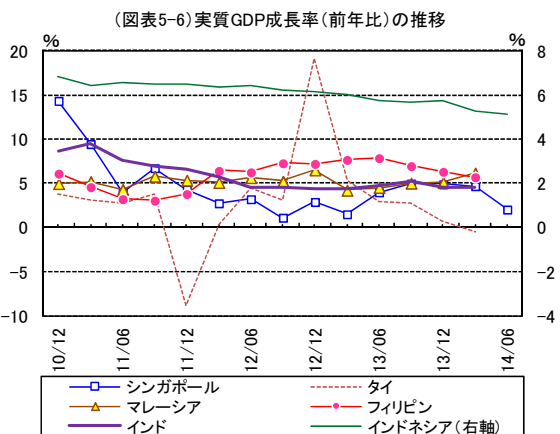
(出所) 各国統計より明治安田生命作成



(出所) 各国統計より明治安田生命作成



(出所) 台湾行政院主計処



(出所) 各国統計

た利上げが引き続き下押し圧力になるとみられ、2014年の成長率は5%前後にとどまると予想する。金融政策は、通貨安に歯止めがかかりつつあるほか、物価も落ち着いており、当面様子見姿勢が続くとみている。

<タイ>

タイの1-3月期実質GDP成長率は前年比▲0.6%と、前期の同+0.6%からマイナス成長に転じた。政治不安の長期化により、個人消費が落ち込んだほか、企業の投資計画も先送りされる状況が続いた(図表5-8)。ただ、5月のクーデター後は、米担保融資制度が再開されるなど、政府機能が回復しており、消費者信頼感にも持ち直しの兆しがみられる。2014年の成長率は、1-3月期のマイナス成長を受けて2%台へ落ち込むとみるが、2015年には3%台前半まで持ち直すと予想する。中銀は6月、政情不安の後退と政府機関の再開により、景気は回復するとの見方のもと、政策金利をすえ置いた。CPIの伸びが6月以降鈍化していることもあり、今後も当面様子見姿勢を維持するとみている。

<マレーシア>

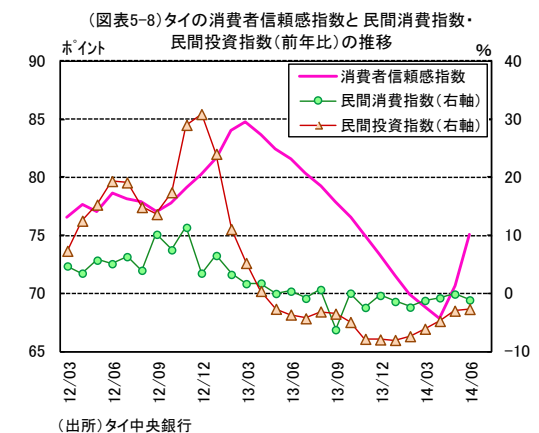
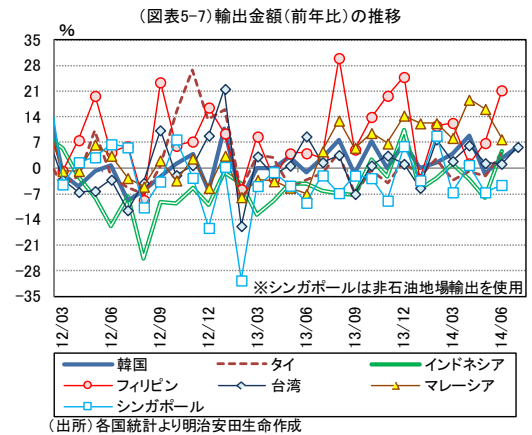
マレーシアの1-3月期実質GDP成長率は前年比+6.2%と、4四半期連続で伸び幅が拡大した。個人消費や民間固定投資が堅調なほか、電気・電子機器や鉱物など、幅広い品目で輸出が高い伸びとなった。個人消費は、雇用環境の改善などを背景に、今後も底堅い推移が続くとみられる。輸出についても、米景気を持ち直しなどから回復傾向で推移するとみられるほか、輸出産業を中心に固定投資も堅調に推移すると予想する。中銀は7月、政策金利を25bp引き上げ、3.25%とした。6月のCPIは同+3.3%と、同国としては高水準での推移が続いているほか、堅調な景気回復が続くとみられることから、年内に再び利上げを実施するとみる。

<フィリピン>

フィリピンの1-3月期実質GDP成長率は前年比+5.7%と、前期の同+6.3%からプラス幅が縮小した。内訳では、在庫の寄与度が前年比▲0.9%と、全体を押し下げているものの、総固定資本形成や民間消費、輸出は堅調な推移となっている。海外景気の回復を受けた海外労働者からの送金の増加が民間消費の下支えとなり、今後も内需は堅調に推移するとみる。中銀は7月、高いインフレ期待と物価上昇圧力に予防的に対応するとし、政策金利を25bp引き上げ、3.75%とした。今後も、景気の回復と共に物価上昇圧力が高まるとみられ、年内に再度利上げに踏み切ると予想する。

<インド>

インドの1-3月期実質GDP成長率は前年比+4.6%と、前期と同じ伸びとなり、2四半期連続で5%を下回った。インド気象庁によると、モンスーンシーズンに当たる6月1日から7月30日までの降雨量は、例年を23%下回っている。6月のCPIは同+7.3%と落ち着いているものの、干ばつの影響により、食品価格が今後CPIを押し上げる可能性が高い。物価動向を見極めるため、中銀はしばらく様子見スタンスをとるとみる。今後は、年初までの相次ぐ利上げや、物価上昇懸念が内需の下押し圧力となるとみる。また、モディ新首相による構造改革も効果が出るまでには時間がかかることから、2015年度までの成長率は、前年比+5.0%付近での推移が続くと予想する。



(3) 豪州経済は停滞気味の推移を予想

豪州経済は、底堅い推移が続いている(図表5-9)。1-3月期の実質GDP成長率は前期比+1.1%と、2013年10-12月期の同+0.8%から伸び幅が拡大し、11四半期連続のプラスとなった。輸出の伸びが加速したほか、住宅投資が堅調に推移したことが寄与した。今後、住宅投資は堅調に推移するとみられるものの、民間設備投資の減少傾向が続くと予想されるほか、輸出も鈍化に向かうとみられる。また、個人消費も弱含むとみており、豪州経済は停滞気味の推移が続くと予想する。実質GDP成長率は2014年が前年比+3.0%、2015年が同+3.2%とみる。

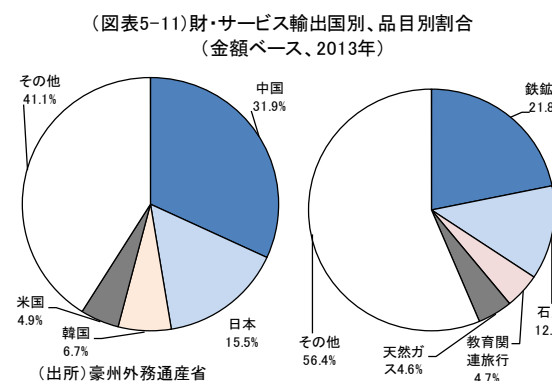
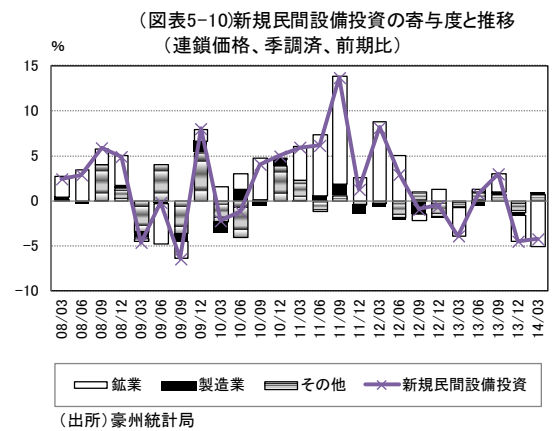
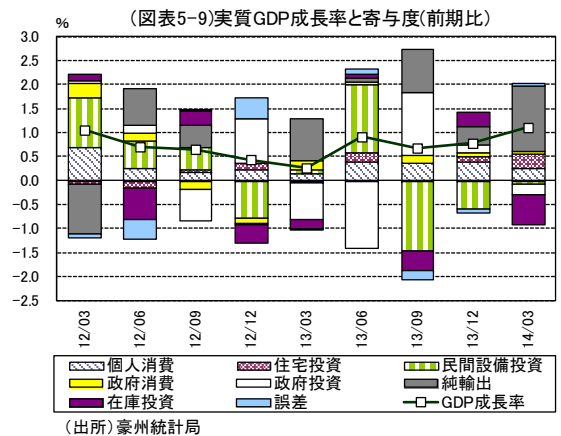
民間設備投資は、2013年7-9月期以降、減少傾向で推移している(図表5-10)。約7割を占める鉱業部門の減速の影響が大きい。中国で、資源需要の伸び悩みが続いているほか、鉄鉱石や石炭などの価格の軟調な推移を背景に、企業が資源開発に慎重となったことなどが影響している。中国景気の失速懸念がやや後退しつつあることから、今後資源需要の鈍化には歯止めがかかるとみるが、鉱業部門の設備投資はすでに一服し、生産段階への移行過程にあるとみられることから、民間設備投資は減少傾向で推移すると予想する。

個人消費は、年明け以降、回復ペースが鈍化傾向にある。6月の名目小売売上高は前月比+0.6%と、2ヵ月ぶりに増加した。ただ、暖冬や緊縮的な連邦予算案の発表を受けて5月に落ち込んだ反動によるところが大きい。今後の個人消費は、失業率の高止まりや、緩慢な賃金の伸びが下押し圧力になるとみられる。また、新政権は、家計の実質負担の増加につながる歳入改革に意欲を示しており、消費者マインドの悪化が予想されることから、個人消費は弱含むとみている。

住宅市場は、2012年央以降回復傾向が続いている。住宅価格の先高感に加え、緩和的な金融環境や、初回住宅購入者向け補助金が下支えになったとみられる。今後も、低金利政策や補助金といった政策効果もあって、住宅市場は堅調に推移するとみる。

輸出は、春先以降、鈍化傾向となっている。輸出額の約5割を占める金属鉱物や燃料などが、中国向けを中心に伸び悩んだことが大きい(図表5-11)。今後も、中国景気は停滞気味の推移が続くとみており、資源需要の大幅な拡大が見込まれないことから、輸出は鈍化傾向で推移すると予想する。

豪州準備銀行(RBA)は、8月5日の金融政策決定会合で、政策金利を2.50%ですえ置いた。RBAが重視する基調インフレ率を見ると、4-6月期は前年比+2.8%と、4四半期連続でプラス幅が拡大し、目標レンジ(前年比+2.0%~同+3.0%)の上限に迫った。ただ、賃金の伸びの鈍化もあって、今後インフレ圧力は弱まるとみている。国内景気も停滞気味の推移が予想されることから、年内は政策金利のすえ置きが継続するとみる。



6. 商品相場見通し

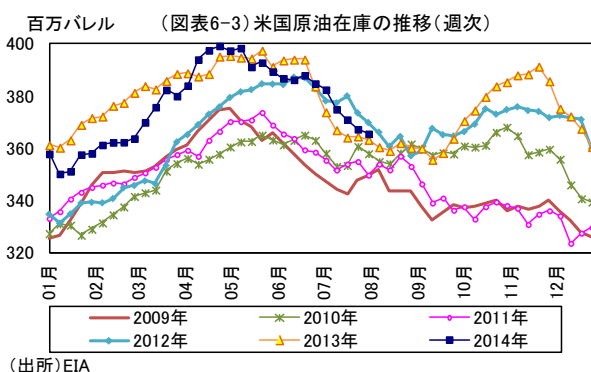
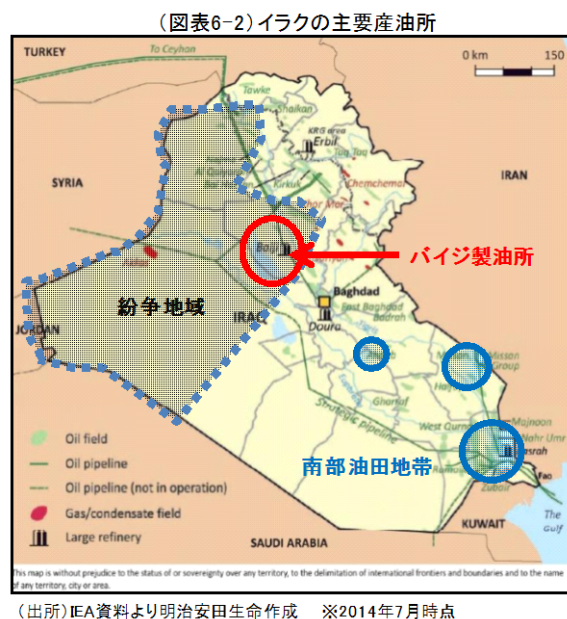
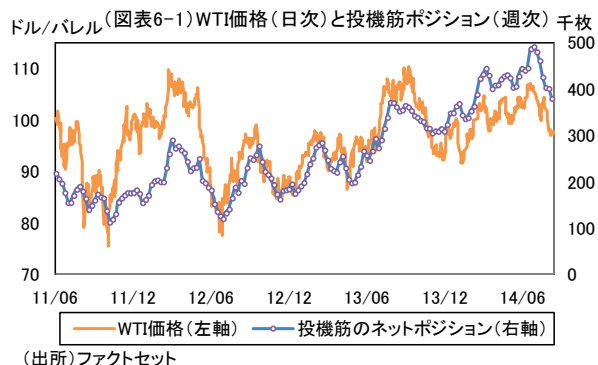
(1) WTI価格は軟調に推移

WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）価格は、ウクライナやイラク情勢の悪化などを受け、2014年に入ってから大幅に上昇したものの、足元では軟調に推移している（図表6-1）。ただ、米商品先物取引委員会（CFTC）が公表するWTIの建玉を見ると、地政学リスクを背景とした投機マネーの流入懸念がくすぶり続けている様子がうかがえる。

世界有数の原油生産国であるイラクでは、6月中旬に、過激派武装組織によって国内最大級のバイジ製油所が攻撃され、この影響で原油価格は急上昇した（図表6-2）。ただ、主要石油生産の約9割が南部地域で行なわれるのに対し、紛争地域が北部であることから、足元のイラクの原油輸出力は高水準で推移しており、供給に対する影響は限定的との見方が優勢となっている。欧米諸国をはじめとした各産油国で産油量が堅調に推移していることから、中東における原油の需給環境が今後ひっ迫する可能性は高くないとみている。

シェール革命を背景に、国内原油在庫が大幅に増加している米国は、40年間続いていた原油輸出禁止措置を一部緩和した。ただ、原油在庫のだぶつき以外にも、ロシアの主要産業であり、収入源である天然資源市場に参入することで、ロシアへの制裁を加える意図があったとみられる。今回発表された緩和措置の対象は超軽質原油に限定されており、軽質原油であるWTIは該当しない。しかし、在庫積み増しの主要要因であるシェールオイルは超軽質と軽質に分類されていることから、今後、軽質原油が輸出の対象に追加される可能性は高い。世界的な原油供給の増加につながることで、緩和措置の拡大観測が原油価格の押し下げ要因となろう。

今後の原油相場は、米国原油在庫が高水準で推移しているほか（図表6-3）、国内産原油の輸出が一部解禁されることが、価格を押し下げるとみる。ただ、引き続き地政学リスクへの懸念が上昇要因となり、2014年末にかけての原油価格は95～105ドルをコアレンジとした推移を予想する。



(2) その他商品は、上値の重い展開を予想

主要国際商品指数である CRB 指数は、原油や金、小麦などの 19 品目で構成される。足元の CRB 指数は、穀物などが軒並み下落していることから、低下傾向で推移している（図表 6-4）。主要分野の動き（7 月末日現在）を見ると、過去 3 カ月では、貴金属が +4.3% と上昇した一方、穀物が ▲19.3%、産業素材が ▲10.5%、エネルギーが ▲5.6% と、いずれも下落した（図表 6-5）。

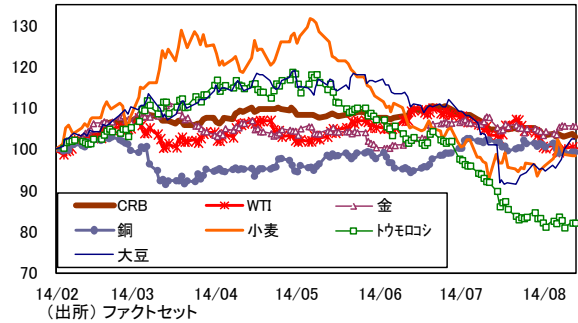
産業素材分野のうち、銅価格は、最大銅消費国の中国の輸入が下支えとなっているほか、鉱石の主要生産国であるインドネシアが年明けから鉱石を輸出停止したことなどが 7 月上旬までの上昇要因となった。ただ、新興国の力強い景気回復は見込みにくいことや、足元ではインドネシア政府が銅精鉱（銅精錬の原料となる高品位な銅鉱石）の輸出再開に合意したことなどから、銅価格の上昇ペースは今後も緩やかになると予想する。

貴金属分野のうち、金価格は、地政学リスクへの懸念が高まるなか、安全資産として買われ、年明けから上昇した。ただ、米国景気が堅調に推移していることなどが押し下げ材料となり、金価格の上昇ペースは次第に鈍化するとみる。

穀物分野のうち、小麦価格は、5 月以降ウクライナ情勢が落ち着きをみせつつあったため、供給懸念が和らぎ、大幅に低下した。ただ、マレーシア航空機の撃墜などを背景に、ウクライナ情勢への警戒感が再び強まっている。同国の供給不安が高まっていることから、今後の小麦価格は下げ止まるとみている。トウモロコシ価格は、米国の干ばつによる在庫減少懸念が後退し、期末在庫率の見込みが大幅に上昇したほか、同国で生育に適した天候が続いたこともあり、約 4 年ぶりの安値を記録した（図表 6-6）。今秋は米国で豊作が期待されることから、今後もトウモロコシ価格は安値圏で推移するとみる。大豆価格は、最大輸入国である中国での需要拡大期待などを背景に、年明け以降上昇したものの、最大生産国の米国で今季の豊作が期待されるとの見通しを受け、6 月以降大幅下落に転じた。今後も、供給過剰への懸念から、大豆価格は上値の重い推移を予想する。

今後の商品市況については、引き続き地政学リスクが警戒されるものの、新興国景気への懸念のほか、穀物分野では総じて収穫作業が順調に進むとみられ、世界的に供給不安が後退するとみていることから、CRB 指数（7 月末日現在：294.43）の 1 年間の低下率は 5% 程度を予想する。

(図表 6-4) 主要商品価格と CRB 指数の推移 (2014 年 1 月末=100)



(図表 6-5) 主要商品の価格変動率 (%)

| | | 1か月間 | 3か月間 | 1年間 |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| CRB | | ▲ 4.5 | ▲ 3.6 | 3.7 |
| エネルギー | 総合 | ▲ 7.2 | ▲ 5.6 | ▲ 0.8 |
| | 原油 | ▲ 6.8 | ▲ 4.4 | ▲ 6.5 |
| | 天然ガス | ▲ 13.9 | ▲ 15.4 | 13.4 |
| 産業素材 | 総合 | ▲ 7.3 | ▲ 10.5 | ▲ 12.0 |
| | アルミニウム | 4.8 | 8.6 | 11.8 |
| | ニッケル | ▲ 2.7 | ▲ 3.7 | 36.8 |
| | 銅 | 0.9 | 3.4 | 3.6 |
| | 綿花 | ▲ 14.5 | ▲ 27.1 | ▲ 26.2 |
| 貴金属 | 総合 | ▲ 2.4 | 4.3 | 1.4 |
| | 金 | ▲ 3.0 | 3.0 | ▲ 2.3 |
| | 銀 | ▲ 3.1 | 9.3 | 4.0 |
| 穀物 | 総合 | ▲ 11.7 | ▲ 19.3 | ▲ 18.8 |
| | 小麦 | ▲ 6.1 | ▲ 15.5 | ▲ 20.2 |
| | 大豆 | ▲ 12.6 | ▲ 18.0 | ▲ 10.9 |
| | トウモロコシ | ▲ 15.9 | ▲ 23.3 | ▲ 28.5 |

(出所)ファクトセット ※2014年7月末日時点の価格変動率

(図表 6-6) 世界の穀物需給

| (百万トン) | | 2012 /2013 | 2013 /14 見込 | 2014 /15 予想 |
|--------|----------|------------|-------------|-------------|
| 小麦 | 生産量 | 658.2 | 714.1 | 716.1 |
| | 消費量 | 679.7 | 706.1 | 706.8 |
| | 期末在庫量 | 175.6 | 183.7 | 193.0 |
| | 在庫率(%) | 25.8 | 26.0 | 27.3 |
| | 米国在庫率(%) | 21.5 | 21.1 | 22.5 |
| 大豆 | 生産量 | 267.9 | 284.0 | 304.7 |
| | 消費量 | 259.9 | 269.8 | 283.4 |
| | 期末在庫量 | 56.8 | 67.1 | 85.6 |
| | 在庫率(%) | 21.9 | 24.9 | 30.2 |
| | 米国在庫率(%) | 15.8 | 17.6 | 21.6 |
| トウモロコシ | 生産量 | 868.8 | 984.4 | 985.4 |
| | 消費量 | 865.2 | 951.4 | 968.7 |
| | 期末在庫量 | 138.2 | 171.1 | 187.8 |
| | 在庫率(%) | 16.0 | 18.0 | 19.4 |
| | 米国在庫率(%) | 14.4 | 15.9 | 17.3 |

(出所)米国農務省(USDA)資料より明治安田生命作成

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。