

**明治安田生命**  
**2014－2016年度経済見通しについて**  
 ～ 消費増税先送りでも、景気回復ペースは緩慢 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2014年7－9月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2014－2016年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

### 1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：	2014年度 ▲0.7%	2015年度 1.2%	2016年度 0.9%
名目GDP成長率：	2014年度 1.2%	2015年度 2.4%	2016年度 1.7%

### 2. 要 点

- ①年明け以降の日本経済は、景気後退局面に陥っていた可能性が高い。夏場以降は持ち直しつつあるものの、回復力は弱く、2014年度通年ではマイナス成長を余儀なくされよう。2015年度も、個人消費や輸出の伸び悩みを背景に、引き続き回復ペースは緩慢とみており、通年の成長率も1%程度の伸びにとどまると予想する。
- 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が続くことなどから、緩慢な回復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、輸出の伸び悩みなどが下押し圧力となり、一進一退の推移をたどるとみる。公共投資は、2013年度補正予算と2014年度予算の工事執行が進むことで、均せば緩やかな増加傾向とみている。輸出は、欧州景気の低迷や中国景気の減速を背景に、力強さに欠く展開が続くと予想する。
- ③需給ギャップの改善は鈍く、インフレ期待の顕著な上昇も期待できないことから、予測期間中に、日銀が「物価安定の目標」とする消費者物価の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		2016年度
		▲0.7%	0.4%	1.2%	1.1%	
実質成長率	2.2%	▲0.7%	0.4%	1.2%	1.1%	0.9%
成長率寄与度・内需 ・外需	2.7%	▲1.2%	0.1%	1.3%	1.4%	0.8%
	▲0.5%	0.5%	0.3%	▲0.0%	▲0.3%	0.2%
名目成長率	1.9%	1.2%	2.0%	2.4%	2.0%	1.7%

# 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							
	2014年度	2015年度	2016年度	2014年度				2015年度			
				4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	▲ 0.7%	1.2%	0.9%	▲ 1.9%	▲ 0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
前期比年率	▲ 0.7%	1.2%	0.9%	▲ 7.3%	▲ 1.6%	2.2%	1.8%	1.3%	1.0%	1.3%	0.7%
前年同期比	▲ 0.7%	1.2%	0.9%	▲ 0.2%	▲ 1.2%	▲ 0.1%	▲ 1.3%	0.9%	1.6%	1.4%	1.1%
民間最終消費支出	▲ 2.8%	1.3%	0.8%	▲ 5.0%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%
民間住宅投資	▲ 11.4%	▲ 1.6%	0.8%	▲ 10.0%	▲ 6.7%	▲ 0.6%	0.0%	0.3%	▲ 0.8%	1.1%	0.6%
民間設備投資	1.0%	0.8%	1.8%	▲ 4.8%	▲ 0.2%	0.1%	0.4%	▲ 0.1%	0.4%	0.3%	0.5%
政府最終消費支出	0.2%	0.5%	0.2%	▲ 0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%
公的固定資本形成	3.3%	3.1%	2.0%	0.3%	2.2%	1.1%	0.3%	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%
財貨・サービスの輸出	5.6%	2.8%	2.9%	▲ 0.5%	1.3%	0.3%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
財貨・サービスの輸入	2.6%	3.4%	2.0%	▲ 5.4%	0.8%	1.3%	0.8%	0.8%	0.9%	0.4%	1.0%
名目GDP	1.2%	2.4%	1.7%	▲ 0.1%	▲ 0.8%	1.0%	0.5%	1.1%	0.5%	0.5%	0.0%
GDPデフレーター(前年比)	2.0%	1.1%	0.7%	2.1%	2.1%	1.9%	1.8%	0.9%	1.2%	1.2%	1.0%

	→ 予測			→ 予測							
	2014年度	2015年度	2016年度	2014年度				2015年度			
				4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	▲ 0.7%	1.2%	0.9%	▲ 1.9%	▲ 0.4%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
民間最終消費支出	▲ 1.7%	0.8%	0.5%	▲ 3.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
民間住宅投資	▲ 0.3%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.1%	0.1%	0.2%	▲ 0.7%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%	0.1%
政府最終消費支出	0.0%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	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	0.4%	0.1%	▲ 0.1%	1.0%	▲ 0.6%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.1%
純輸出	0.5%	▲ 0.0%	0.2%	0.8%	0.1%	▲ 0.2%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.1%
財貨・サービスの輸出	0.9%	0.5%	0.5%	▲ 0.1%	0.2%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	▲ 0.4%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	0.8%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.2%

	→ 予測			→ 予測							
	2014年度	2015年度	2016年度	2014年度				2015年度			
				4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	525.4	531.8	532.9	131.3	130.7	131.4	132.0	132.4	132.8	133.2	133.4
民間最終消費支出	307.4	311.5	312.3	76.4	76.6	77.0	77.3	77.6	77.7	77.9	78.3
民間住宅投資	13.2	13.0	13.0	3.5	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3
民間設備投資	70.7	71.3	71.5	17.7	17.6	17.7	17.7	17.7	17.8	17.8	17.9
政府最終消費支出	102.6	103.1	103.1	25.6	25.6	25.7	25.7	25.8	25.8	25.8	25.8
公的固定資本形成	24.0	24.8	24.9	5.9	6.0	6.1	6.1	6.1	6.2	6.2	6.3
在庫品増加	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 2.0	▲ 0.0	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.5
純輸出	10.0	9.8	9.8	2.5	2.6	2.4	2.5	2.5	2.4	2.5	2.4
財貨・サービスの輸出	89.9	92.4	93.0	22.2	22.5	22.5	22.7	22.9	23.0	23.2	23.3
財貨・サービスの輸入	80.0	82.7	83.1	19.7	19.9	20.1	20.3	20.4	20.6	20.7	20.9

## 2. 主要指標予測

	予測			予測							
	2014年度	2015年度	2016年度	2014年度				2015年度			
				4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	▲ 0.0%	2.0%	1.4%	2.6%	▲ 1.0%	0.3%	▲ 1.1%	1.5%	4.5%	1.7%	0.5%
消費者物価指数(前年比)	3.1%	1.1%	1.0%	3.6%	3.3%	3.1%	3.0%	1.0%	0.9%	1.1%	1.1%
除く生鮮食品(前年比)	3.1%	1.1%	1.0%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	1.0%	0.9%	1.1%	1.1%
除く生鮮食品(前年比)(除く消費増税)	1.2%	1.1%	1.0%	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	1.1%	1.1%
国内企業物価指数(前年比)	3.6%	1.2%	1.6%	4.3%	4.0%	3.4%	3.1%	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 11.3	▲ 11.5	▲ 11.6	▲ 2.8	▲ 3.0	▲ 2.9	▲ 2.8	▲ 2.7	▲ 2.7	▲ 2.8	▲ 3.2
経常収支(季調値、兆円)	3.2	2.5	2.4	0.4	1.7	0.6	0.6	0.7	0.9	0.6	0.3
完全失業率(季調済・平均)	3.7%	3.6%	3.7%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%
無担保コール翌日物(※)	0.07%	0.07%	0.07%	0.06%	0.03%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
長期金利(10年債金利、※)	0.51%	0.55%	0.65%	0.56%	0.53%	0.45%	0.50%	0.50%	0.55%	0.55%	0.60%
WTI原油価格(ドル/バレル、※)	88	81	82	105	91	78	77	80	82	82	81
為替レート(円/ドル、※)	110	117	115	101	110	116	114	115	116	117	118

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

## 3. 海外経済指標予測総括表

	予測			予測							
	2014年	2015年	2016年	2014年				2015年			
				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%	2.8%	2.7%	4.6%	3.5%	2.7%	2.7%	2.6%	2.9%	2.7%
	個人消費支出	2.2%	2.8%	2.7%	2.5%	1.8%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%
	住宅投資	1.5%	7.8%	8.9%	8.8%	1.8%	5.9%	8.1%	8.9%	9.7%	10.0%
	設備投資	6.0%	5.9%	5.0%	9.7%	5.5%	6.4%	5.6%	4.9%	4.7%	4.8%
	在庫(寄与度)	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	1.4%	▲ 0.6%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	0.0%	0.0%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	1.3%	▲ 0.2%	0.0%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.0%
	輸出	3.6%	5.2%	4.7%	11.1%	7.8%	3.6%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%
	輸入	3.5%	4.2%	4.7%	11.3%	▲ 1.7%	4.6%	4.3%	4.1%	3.9%	4.4%
	政府支出	0.0%	0.4%	0.4%	1.7%	4.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
	失業率(※)	6.2%	5.7%	5.5%	6.2%	6.1%	5.8%	5.8%	5.7%	5.7%	5.6%
	CPI(総合、※)	1.8%	1.9%	2.1%	2.1%	1.8%	1.2%	1.9%	1.7%	1.9%	2.1%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.25%	0.75%	2.00%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.50%	0.75%
	長期金利(米10年債金利、※)	2.6%	2.9%	3.2%	2.5%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%	3.1%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	0.7%	1.1%	1.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%
	家計消費	0.7%	1.1%	1.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
	政府消費	0.9%	0.4%	0.0%	0.2%	0.4%	0.1%	0.2%	0.0%	▲ 0.2%	0.1%
	固定投資	0.4%	0.8%	1.7%	▲ 0.9%	▲ 0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.6%
	純輸出(寄与度)	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
	輸出	2.2%	1.7%	2.7%	1.3%	0.3%	0.1%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%
	輸入	2.7%	1.7%	2.6%	1.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.6%
	失業率(※)	11.6%	11.2%	11.0%	11.6%	11.5%	11.4%	11.3%	11.2%	11.2%	11.1%
	CPI(総合、※)	0.5%	0.9%	1.3%	0.6%	0.4%	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%
	政策金利(期末値)	0.05%	0.05%	0.05%	0.15%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
英国	実質GDP成長率(前期比)	3.1%	2.6%	2.5%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

# 1. 日本経済見通し

## 〈要 約〉

2014年7-9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.4%（年率換算：▲1.6%）と、2四半期連続のマイナスとなった。在庫投資のマイナス寄与が大きかったほか、個人消費が小幅プラスにとどまり、設備投資や住宅投資もマイナスとなるなど、民需の弱さが目立つ結果となった。

年明け以降の日本経済は、景気後退局面に陥っていた可能性が高い。夏場以降は、持ち直しつつあるものの、内外需とも確たるけん引役が不在のなか、2014年度後半の景気回復ペースも緩慢で、通年ではマイナス成長となろう。2015年度も、個人消費や輸出の伸び悩みを背景に、緩やかな回復にとどまると予想する。

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が続くことなどから、緩やかな回復にとどまると予想する。住宅投資は、需要先食いの影響が残ることで、今後も、停滞気味の推移が続くとみる。設備投資は、更新・合理化投資が下支えとなるものの、輸出の伸び悩みなどが新規投資の下押し圧力となり、一進一退の推移をたどると予想する。公共投資は、人手不足などの供給制約が足かせとなるものの、2013年度補正予算と2014年度予算の工事執行が進むことで、均せば緩やかな増加傾向で推移するとみている。輸出は、欧州景気の低迷や中国景気の減速を背景に、引き続き伸び悩みと予想する。

### （1）消費増税は先送りへ

景気が停滞気味の推移を余儀なくされるなか、安倍首相による二度目の消費増税の判断が注目されていたが、安倍首相は結局増税先送りの方針を固め、衆院解散で国民に信を問う運びとなった。

ただ、「消費増税先送り」を旗印として解散するのだとしたら、そこに大義名分があるかどうかは疑わしい。国民に増税の是非を問うたら、常に反対が優勢になるのは自明である。7-9月期の実質GDPが予想外のマイナス成長だったとはいえ、他の経済指標をみる限り、景気は7-9月期に底を打った可能性も濃厚である。金融危機前後のような経済状況だったら別だが、ここまでは株価も高値を更新する展開が続いてきた。消費増税の環境を整えるため、株高を演出した日銀は、結局政権に梯子を外される形になってしまった。

そもそも、消費増税という長期的な政策の是非の判断に際し、足元の景気動向にこだわってもあまり意味がない。今回で言えば、判断時と増税時には1年程度のタイムラグがある。来年10月時点の景気動向について、7-9月期のGDPが示唆できることは多くない。また、増税後にも繰り返し景気循環はやってくる。一度上げたら、その後はいかに深刻な不況に陥っても、税率を引き下げるわけにはいかず、導入時のみ景気条件にこだわらなければならない必然性は乏しい。少子高齢化の進展に伴い、潜在成長力の持続的な低下が見込まれるなか、「増税に適した環境」は容易に訪れない可能性が高い。

消費増税は、今後の長期的な社会保障制度、同じ問題だが財政の持続性を担保するために不可欠かつ待ったなしの政策であり、本来、景気循環とは独立に決定すべきである。足元の景気が心配ならば、あくまで単発の経済対策で対応すべきではないか。政権交代後の株高の立役者である海外投資家は、アベノミクス自体は高く評価しているものの、日本の財政の深刻さも痛いほど理解している。総選挙前後の高揚感が一服すれば、投資行動が次第に変化する可能性もないわけではない。

## (2) 個人消費の回復ペースは緩慢

夏場以降の個人消費は、消費増税前の駆け込み需要の反動減から持ち直し傾向となっているが、回復ペースは鈍い。需要側の統計である家計調査で、実質消費支出の動きを見ると、6月に前月比+1.5%と3ヵ月ぶりのプラスとなったものの、7,8月は台風上陸など、天候不順の影響や、株価の頭打ちに伴う資産効果のはく落もあって、2ヵ月連続のマイナスへと逆戻りした(図表1-1)。9月には同+1.5%となるなど、均せば回復傾向にある可能性が高いが、夏季賞与増の効果による押し上げも目立ったものとはならず、基調としては弱めの推移が続いている。

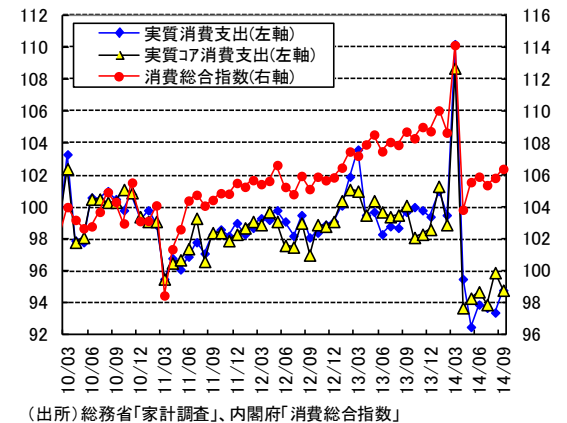
供給側の動向について、週ごとに発表している内閣府の資料を見ると、税抜きベースの飲食料品(除く生鮮食品)は、いまだに前年比マイナスが続いており、家電(主要5品目)も、二桁減の週が多い(図表1-2)。新車登録台数(乗用車)も4ヵ月連続の前年比マイナスであり、依然として需要先食いの影響が続いている。

消費回復ペースが緩慢な背景には、実質賃金の低下がある。毎月勤労統計で、実質賃金指数(定期給与)の推移を見ると、9月(速報値)は前年比▲3.1%と、17ヵ月連続の減少となっている(図表1-3)。2014年の春闘では、政府が賃上げムードの醸成に腐心したこともあって、ベアの実施や賞与の積み増しに踏み切った企業が多かったものの(図表1-4)、名目ベースの賃金の伸びは、現金給与総額、所定内給与のいずれも消費増税分を大きく下回っている。

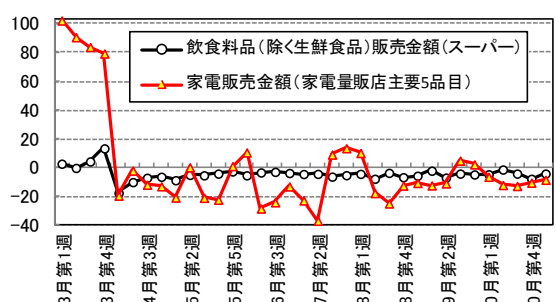
今回の賃上げは、政府による復興特別法人税の前倒し廃止や、所得拡大促進税制の創設・拡充などが後押ししている。また、中小企業では、従業員の定着や確保を優先して実施した企業も多い。ただ、日本の潜在成長率が低く、国内では安定的な利益成長が見通しづらいことに加え、2014年度のベアなどに伴う人件費負担増や、円安によるコスト増などが収益を圧迫する企業も多いとみられ、来年以降の賃上げには、慎重な対応を取る企業が増えてくるとみている。

雇用環境の改善ペースは、頭打ちとなりつつある。9月の有効求人倍率(季調値)は1.09倍、前月差▲0.01ポイントと、40ヵ月ぶりの低下となった(図表1-5)。もっとも、節目の1倍は上回っており、分母となる有効求職者数も、均せば減少傾向となっているなど、労働需給が緩むまでには至っていない。完全失業率(季調値)も、2013年11月以降4%を下回り、3.5%付近での推移が続いている。失業率は、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、数値

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



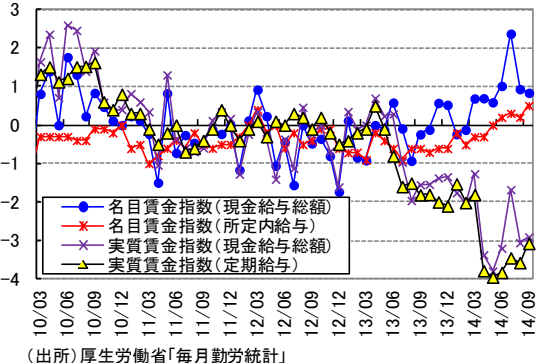
(図表1-2)消費増税後の飲食料品(除く生鮮食品)と家電(5品目)の動向(週次ペース、前年比)



(※)飲食料品は、全国食品スーパーマーケットの加工食品、飲料・酒類、菓子類を集計。家電は有力家電量販店のテレビ、エアコン、冷蔵庫、パソコン、携帯電話の販売実績を集計。いずれも税抜きベース

(出所)内閣府「消費税率引上げ後の消費動向等について」

(図表1-3)名目賃金指数と実質賃金指数の推移(前年比、事業所規模5人以上:調査産業計)



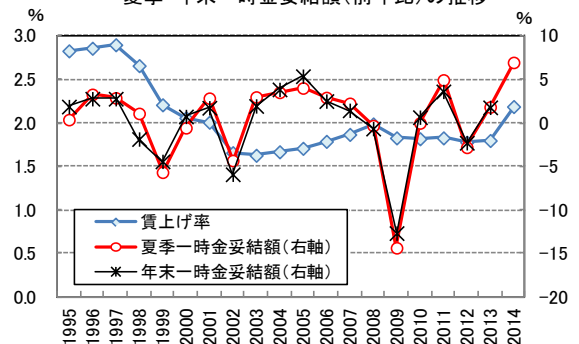
上は、すでに構造失業率に接近しつつある。

今後は、雇用の質がより重要となるが、雇用のミスマッチは依然として大きい。9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0.32倍と、きわめて低い水準にとどまっているのに対し、保安が4.95倍となったほか、建築土木測量技術者が3.72倍、建設・採掘が2.90倍、接客・給仕が2.56倍となるなど、不足感の強い職種には偏りがある。有効求人倍率が高い職種では、資格の取得や技術の習得などに時間を要するといった理由だけでなく、そもそも生産性が低い業種が多く、賃金水準などの待遇面でも見劣りすることが敬遠され、採用の進まない大きな理由になっている(図表1-6)。また、正社員の有効求人倍率(季調値)は0.68倍と、1倍を大きく下回っており、依然として、非正規中心の求人である。今後も、職種や雇用形態の偏りの改善には時間がかかるとみられ、労働需給の引き締めを受けた賃金上昇も、緩やかなものにとどまるとみている。

今後も、消費の回復ペースは鈍いとみている。消費動向調査で消費者態度指数を見ると、10月は前月差▲1.0と3ヵ月連続のマイナスとなっており、消費者マインドの冷え込みが続いている(図表1-7)。年末は、夏季同様、冬季も賞与の積み増しが見込まれるものの、実質賃金の低迷が続くなか、選別消費を強める動きもあり、消費を力強く押し上げていくほどの効果はないとみる。4月の消費増税後の個人消費は、家計が消費行動を簡単には変えにくいという慣性効果(ラチェット効果)が、下支えしてきた面があるとみられるが、そうした効果も次第にはく落へ向かうとみている。このほか、厚生年金保険料の段階的な引き上げが継続中なのに加え、健康・介護保険料も、赤字組合が多いなか、多くの団体で料率引き上げの動きが続く可能性が高い。円安進行に伴う輸入物価の上昇も懸念されるほか、2015年4月以降、軽自動車税が7,800円から10,800円へ引き上げることが予定されるなど、家計負担は全体として拡大傾向にある。

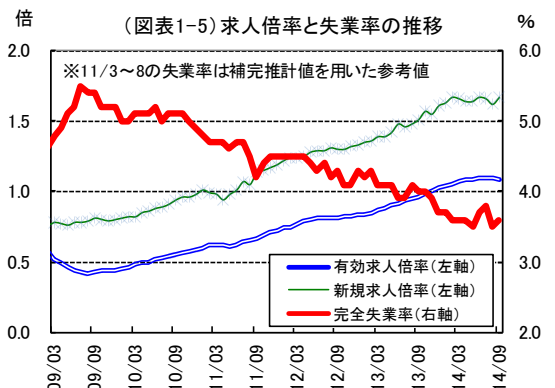
政府は、2013年度の補正予算で、住民税が課税されない人を対象とした臨時福祉給付金(簡素な給付措置)を決めている。実際の支給は各市町村で対応し、7月ごろより順次支払いが開始されている模様だが、低所得者対策にとどまるため、消費増税の影響を相殺

(図表1-4) 民間主要企業の賃上げ率および夏季・年末一時金妥結額(前年比)の推移



(出所) 厚生省公表資料(民間主要企業の春季賃上げ要求・妥結状況、夏季・年末一時金妥結状況より抜粋)

(図表1-5) 求人倍率と失業率の推移



(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

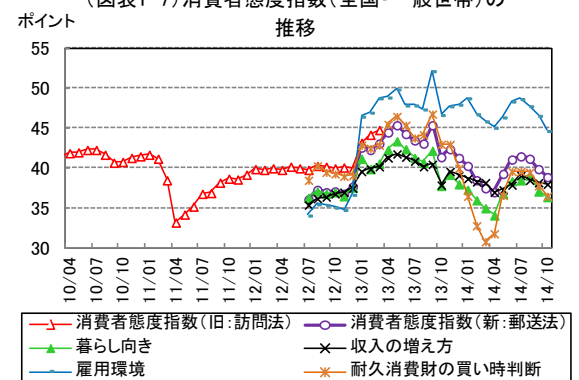
(図表1-6) 産業別TFP(全要素生産性)上昇率の比較(2000-2011年平均)



(※) 市場経済のみ、住宅・分類不明を除く

(出所) (独)経済産業研究所「日本産業生産性データベース」

(図表1-7) 消費者態度指数(全国・一般世帯)の推移



(出所) 内閣府「消費動向調査」



するのは難しい。こうしたことから、2014年度後半も個人消費は、緩やかな回復にとどまるとみる。2015年度以降もベアの持続性が見込みづらいこともあって、緩慢な回復が続くと予想する。

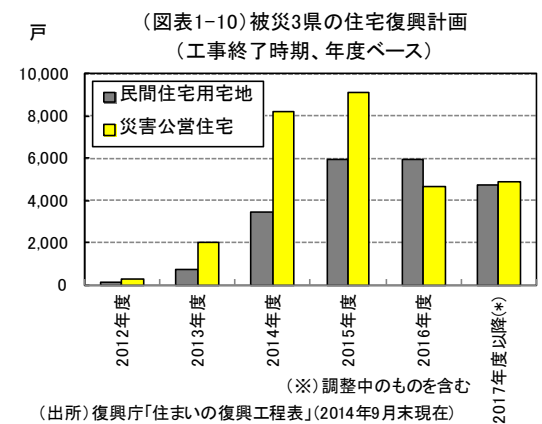
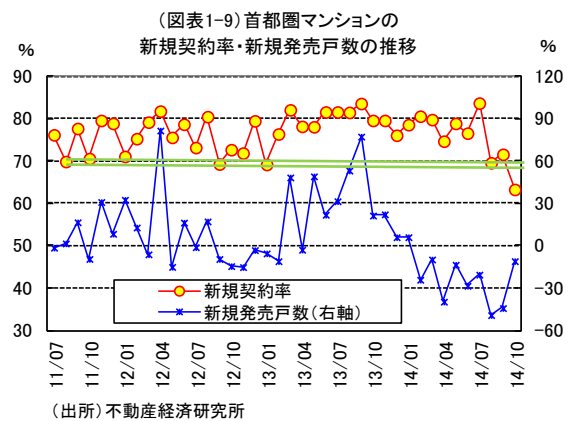
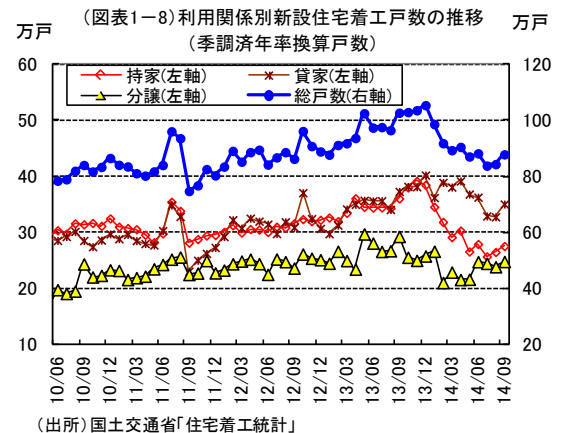
### (3) 住宅投資は低迷が続く

新築住宅着工戸数（季調値）は、昨年9月末までの駆け込み契約を受けた着工増が昨年12月にピークをつけ、その後は減少傾向で推移してきたものの、足元では、反動減の一巡に伴い、持ち直しの兆しをみせている（図表1-8）。ただ、需要先食いの影響は今後も残るとみており、来年度にかけても停滞気味の推移が続くとみている。

まず、持家着工について、住宅大手4社の受注状況を見ると、10月には2社が前年比プラスへと転じている。消費増税後の各社は、環境に配慮した付加価値の高い住宅を提供するなど、提案力の強化で販売促進を図っており、こうした動きが持ち直しにつながったとみている。ただ、昨年10月の落ち込みからの反動が出た面も大きかったとみられ、持続的な動きにはなりにくいとみる。実質賃金の低下などを背景に、所得環境の回復ペースが鈍いなか、顧客が契約までの検討期間を長期化する傾向もみられ、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、建売住宅（一戸建住宅）は、マンションとの比較では、落ち込みが小幅にとどまっている。背景には低価格で建売住宅を販売するパワービルダーが、消費増税後も、安定的な供給をしていることがある。今後も専門業者による売上確保に向けた物件供給が、落ち込み幅を小幅にとどめると予想する。一方、マンション市場では、供給戸数の抑制傾向が続いており、首都圏マンション市場の新規発売戸数は9ヵ月連続の前年比マイナスである（図表1-9）。供給戸数を絞ることで、契約率は7月まで好不調の目安である70%を18ヵ月連続で上回ってきたものの、8月には69.6%と70%割れ、10月には63.3%まで悪化した。地域別では、9月に埼玉県と千葉県で50%台となり、10月には千葉県で40%割れとなるなど、都心周辺地域での落ち込みが目につくようになっている。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もあることから、マンション着工は今後も減少基調を余儀なくされよう。

貸家については、2015年1月以降、相続税の基礎控除が引き下げられる予定のため、節税対策としての需要が続いている。ただ、こうした需要は2013年度から発生しており、徐々に押し上げ効果が弱まる可能性が高い。9月単月の貸家着工はやや持ち直したものの、均せば減少傾向であり、今後も一進一退の推移が続くと予想する。



一方、低金利環境は、引き続き住宅着工の下支えになるとみている。日銀の追加緩和を受け、長期金利は低下圧力を強めており、住宅ローン金利も低位での推移が続く可能性が高い。また、東日本大震災による復興需要も住宅着工の押し上げに寄与するとみられる。各県の住まいの復興工程表を見ると、被災3県の合計で、民間住宅等用地が2014年度3,446戸、2015年度5,906戸、災害公営住宅では、2014年度8,212戸、2015年度9,074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、消費増税の影響で大幅な落ち込みが避けられず、住宅着工は前年比▲14%程度の85万戸程度まで落ち込むとみている。その後も、主な一次取得者層といわれる30歳代の人口がピークアウトしていることもあって、停滞気味の推移が続くとみており、2015年度は、2014年度をやや下回る82万戸程度に落ち着くと予想する。

#### （４）設備投資は一進一退の推移

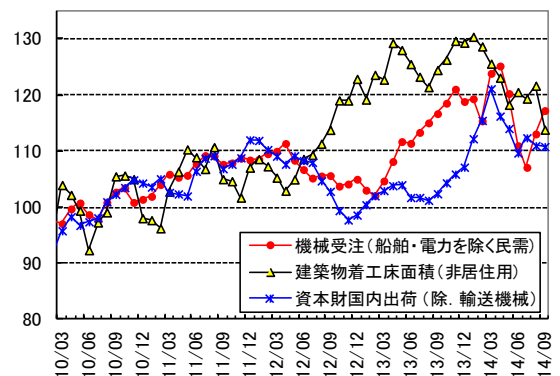
設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）を見ると、均せば持ち直しつつある（図表1-11）。ただ、9月下旬の調査による10-12月期の見通しは前期比▲0.3%と、減少に向かう見込みとなっている。また、同じく先行指標である資本財国内出荷（除く輸送機械）や建築物着工床面積（非居住用）も、鈍化傾向となっており、当面の設備投資が一進一退の推移となる可能性を示唆している。

9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+4.2%と、6月調査の同+1.7%から上方修正された。業種別では、製造業は同+11.8%と、6月調査の同+10.1%から上方修正され、強めの計画を維持している。非製造業は、2012年度が同+7.6%、2013年度が同+8.2%と、堅調な結果だったこともあって、9月調査では同+0.5%と、小幅なプラスにとどまっている。

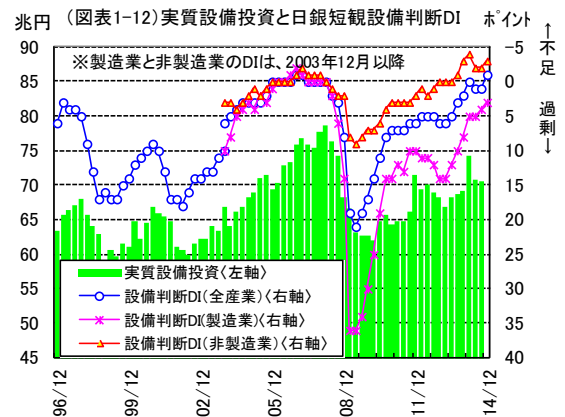
設備判断DI（全規模・全産業ベース）の推移を見ると、非製造業では9月が▲2、先行き12月の予測が▲3と、ほぼ横ばいの見通しである（図表1-12）。設備の不足感が残っているものの、景気回復ペースが年度当初の予想より下振れるなか、企業は今後の投資を慎重に進めるとみており、非製造業の設備投資は前年並みにとどまると予想する。業種別では、小売業などの個人消費関連では、個人消費の持ち直しペースが鈍いなか、今後は計画を先延ばしする動きも出てくるとみられ、低調な推移となると予想する。一方、運輸関連では、物流のアウトソーシング化やネット取引拡大に伴う配送対応のため、大型倉庫の建設需要やきめ細かい物流網の整備などが見込まれている。建設業でも、しばらく公共投資関連を中心に安定的な需要が続くことが、投資を下支えするとみている。

製造業では6月のDIが+5、9月が+4、先行き12月の予測が+3と、緩やかながら過剰感が緩和傾

（図表1-11）設備投資先行指標の推移  
2010年=100  
<3カ月移動平均>



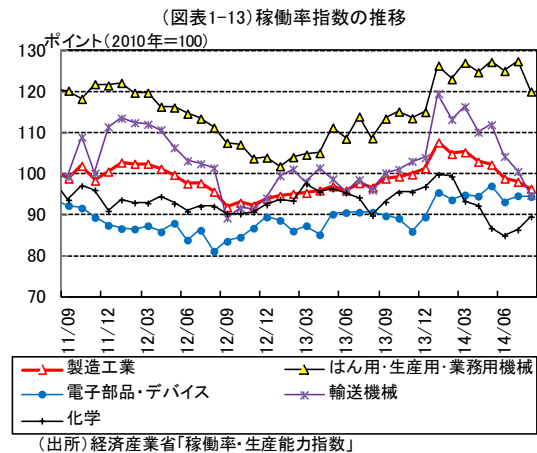
（出所）内閣府、国土交通省、経済産業省



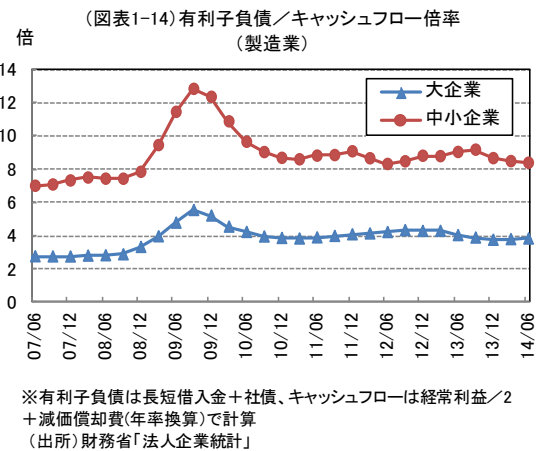
（出所）内閣府「国民経済計算」、日銀「短観」



向となっており、製造業の設備投資が緩やかな回復へ向かう可能性を示唆している(図表1-12)。ただ、製造業の稼働率は2014年1月をピークに低下傾向となっている(図表1-13)。消費回復ペースの鈍さに加え、輸出の伸び悩みもあって、内外需要の力強い伸びが見込みがたいことから、今後も稼働率指数は弱めの推移となるとみられる。稼働率改善に伴う増産投資が見込みにくいなか、設備投資は更新維持投資が中心となる可能性が高い。設備の老朽化が進んでいるため、2014年度税制改正で導入された「生産性向上設備投資促進税制」も更新投資を下支えするとみる。中小企業者等に対しては、もともとあった中小企業投資促進税制の上乗せという形で、厚めの税制措置が取られており、税額控除が、資本金3,000万円以下の法人等では10%、資本金3,000万円超1億円以下の法人では7%と、生産性向上設備投資促進税制の5%を上回るものとなっている。



こうした税制措置の活用は、収益環境の改善が後押しするとみており、特に中小企業を中心にその傾向が強くなるとみる。日本の潜在成長力の低下などを背景に、大企業中心に内部留保をため込む傾向がある一方、中小企業では、資金調達能力の低下を背景に、老朽化した設備での対応を余儀なくされてきたケースも多い。財務省の「法人企業統計」をもとに、有利子負債/キャッシュフロー比率を計算すると、資本金10億円以上の大企業では低水準で推移しているほか、資本金1億円以下の中小企業も昨年後半以降、低下傾向にある(図表1-14)。足元では経営環境が悪化しつつあるなか、今後は円安の影響によるコスト増や、人件費負担増などが収益を圧迫する可能性があるものの、これまでのキャッシュフローの改善が、ある程度は設備投資を下支えするとみる。



今後の新規設備投資は、引き続き海外での実施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、10-12月期が+7.9と、21四半期連続のプラスとなっており、今後も海外での設備投資を増やすという企業の意思が示されている。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、年度を通じて小幅な増加にとどまると予想する。

### (5) 公共投資の回復は鈍い

公共投資は、2013年度補正予算や2014年度本予算で、年度を通じて切れ目のない工事執行ができるように、公共事業関連費が計上されてきたにもかかわらず、緩やかな伸びにとどまっている。

発注の動きを示す公共工事請負金額を見ると、6月以降、伸び幅が鈍化しており、8月には17ヵ月ぶりの前年比マイナスとなった(図表1-15)。実際の工事の進行を反映する出来高(建設総合統計)を見ても、8月には11ヵ月連続で伸び幅が縮小するなど、減速基調を強めている。政府が予算

の早期執行を進めてきたにもかかわらず減速しており、工事執行まで至っていない状況である。

こうした背景には、人手不足や資材価格の高止まりがある。国土交通省の建設労働需給調査を見ると、建設技能労働者過不足率（季調値）は、3月をピークとして、緩和傾向となっている。ただ、型枠工（土木）や左官などでは、過不足率が前月から上昇するなど、職種による偏りがみられ、工事進行のボトルネックとなっている可能性がある。地域別での偏りもみられ、北海道、関東、中部、四国、九州では不足感が目立つ。また、建設資材価格指数も、生コン、骨材、セメントなどでは上昇傾向となっており、指数全体でも高止まりが続いている（図表 1-16）。こうしたなか、国交省が入札不調対策として、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きたこともあって、今後の公共投資は回復に向かうとみるものの、人手不足による供給制約の影響は続くとも見ており、緩やかな伸びにとどまると予想する。

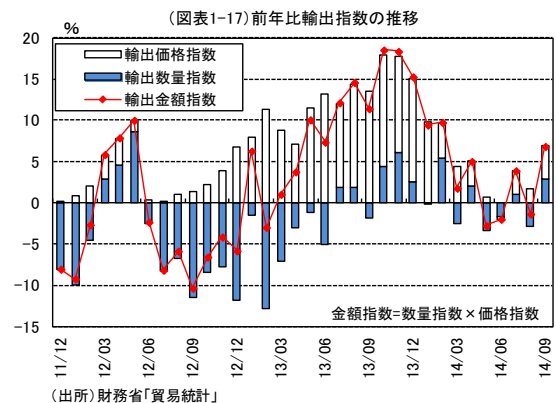
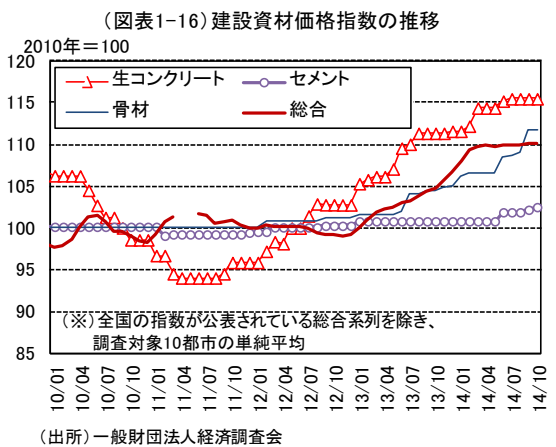
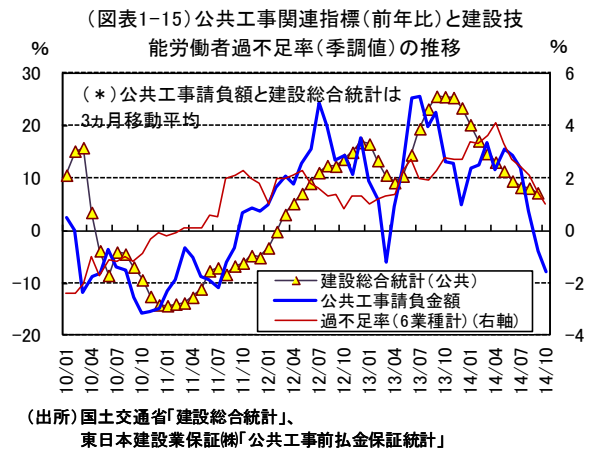
足元の景気回復ペースが鈍いなか、2014年度も補正予算が編成されるとみている。ただ、予算額は、2013年度（5.5兆円）の規模から縮小するとみられ、2013年度決算の剰余金や2014年度税収の上振れなどで対応できる2～3兆円程度と予想する。具体的な内容は、消費刺激策や円安対策としての燃料費の補助など、公共投資以外に重点が置かれる可能性が高く、公共投資は、年度当初の工事執行が途切れない程度とみており、0.5～1兆円程度にとどまるとみる。補正予算によるGDP押し上げ効果は2015年度が0.3%、このうち公共投資だけで0.1%と試算している。2014年度の公共投資は前年比+2%強、2015年度は、一般会計予算での公共事業関連費が、前年度並みに抑えられるとみられるなか、補正予算や前年度からの繰越分が下支えするとみており、同+3%弱の弱めの伸びを予想する。

## （6）輸出は伸び悩みが続く

貿易統計によると、9月の輸出数量指数は前年比+2.8%と、2ヵ月ぶりのプラスとなったが、年明け以降の推移を見る限り、このまま停滞気味の推移を脱却できるかどうかは予断を許さない（図表 1-17）。

2012年末のアベノミクスの始動後、約40円もの円安ドル高が進んだにもかかわらず、いまだに輸出が伸びてこない背景には、①海外景気の弱さ、②下がらない輸出製品価格、③現地生産へのシフト、④国際競争力の低下、という複合的要因が働いていると考えられる。

実質輸出を被説明変数とし、世界GDP（PPPベース）、輸出物価（契約通貨建て）、現地生産割



合、国際競争力指数（純輸出金額/貿易額）を説明変数とした試算によれば、製造業の輸出は、世界 GDP や国際競争力指数とは高い相関を示しているものの、輸出物価や現地生産割合とは相関関係が認められない（図表 1-18）。製造業の輸出金額のうち、輸送機器と電気機器で全体の約 4 割を占めるが、輸送機器の実質輸出は、世界 GDP、輸出物価と高い相関を持つ一方で、現地生産比率や国際競争力指数とは相関がない。電気機器は、世界 GDP や国際競争力指数と相関がある一方で、輸出物価や現地生産比率とは相関がない。以上の結果は、業種により、輸出の増減に与える要因が異なっている可能性を示唆している。

まず、世界経済の停滞が輸出の伸び悩みにつながっているのは共通している。米国向けは一進一退の推移が続いているが、雇用環境の安定度が高まってきたことを考えれば、今後は緩やかな回復に向かう可能性が高い。一方、欧州景気は、ウクライナ情勢で揺れるロシアなどの EU 外欧州向けや、中南米などの新興国向けの輸出減速が下押し圧力として働いており、デフレ懸念も当分払拭されないとみられることから、今後も低迷が続くとみる。9 月のアジア向けの輸出は回復したが、核となる中国経済については、不良債権問題の根が深く、政府も景気減速を容認していることを考えれば、多くは期待できない。海外景気が日本の輸出回復に対する寄与は、当面限定的だろう。

契約通貨建ての輸出物価が下がっていないのは、過去の円高局面での損失の回復目的、ブランドイメージの維持等の理由が考えられるが、電気・電子機器に関して言えば、大幅な価格低下にもかかわらず、輸出の減速傾向が続いている。これが、製造業全体でも実質輸出との相関が低い要因になっている。背景には、韓国、台湾など、競合国の価格競争があると考えられ、実際、電気・電子機器の国際競争力指数は低下している。

輸送機器も、国際競争力指数の低下が進みつつあるが、輸出との相関が低いのは、輸入の増加が、競合製品の輸入増加ではなく、輸出の増加と連動した部品輸入の増加という側面をより大きく反映しているためと考えられる。一方、契約通貨建ての輸出物価の緩やかな低下は、足元の輸出の下支えになっている。

現地生産比率に関しては、実質輸出との間に明白な相関はみられない。製造業全体はほぼ半分が現地法人向けの輸出だが、図表 1-19 を見ると、直近 2 年間の現地法人向けの輸出の伸びと、それ以外の伸びはほぼ等しい。この関係が維持されるならば、現地生産の拡大は、輸出の減少にはつながらない。ただ、輸送機器などでは近年、メキシコなどを経由した米国向けの輸出が拡大しており、こうした第三国での部品調達が拡大すれば、関係が変わる可能性もあろう。総じて、輸出は今後も緩やかな回復にとどまる可能性が高い。

### （7）物価上昇ペースは鈍化傾向が続く

全国消費者物価指数（生鮮食品を除く消費者物価指数、以下コア CPI）は、昨年 6 月に 14 ヶ月ぶ

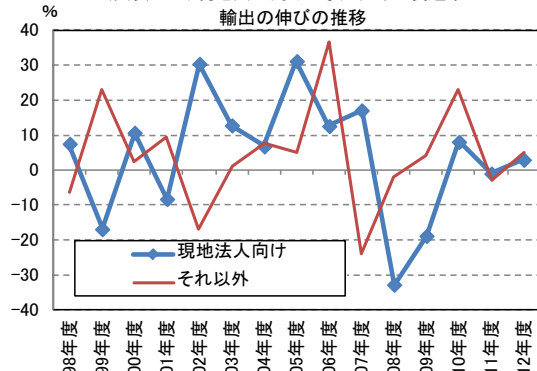
（図表 1-18）実質輸出低迷の要因

	世界 GDP $\alpha$	輸出物価 $\beta$	現地生産比率 $\gamma$	国際競争力 $\delta$	R <sup>2</sup>
製造業	1.001 ***	0.375	0.110	0.018 **	0.95
輸送機器	0.837 ***	-3.297 ***	0.070	0.003	0.90
電気機器	1.750 **	0.011	0.153	0.022 ***	0.94
符号条件	+	-	-	+	

（注）実質輸出 =  $\alpha \ln$ 世界 GDP +  $\beta \ln$ 輸出物価 +  $\gamma \ln$ 現地生産比率 +  $\delta$  国際競争力指数  
\*\*\*は1%水準で有意、\*\*は5%水準で有意

実質輸出・・・輸出金額（貿易統計）を、円ベース輸出物価（日銀）で実質化  
世界 GDP (PPPベース)・・・IMF: World Economic Outlook Database より  
輸出物価 (契約通貨ベース)・・・企業物価指数 (日銀) より  
現地生産比率・・・企業行動に関わるアンケート調査 (内閣府) より  
国際競争力指数 (純輸出金額/貿易額)・・・貿易統計 (財務省) より

（図表 1-19）現地法人向けとそれ以外の製造業の輸出の伸びの推移



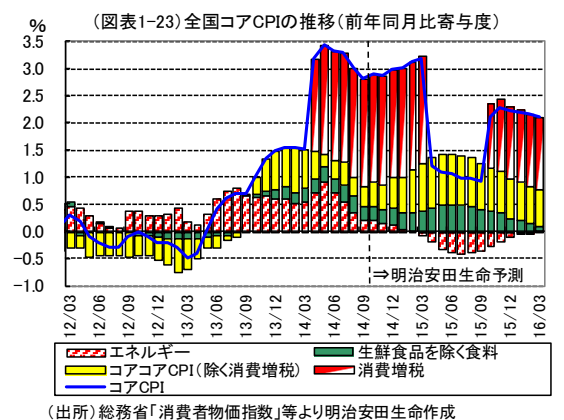
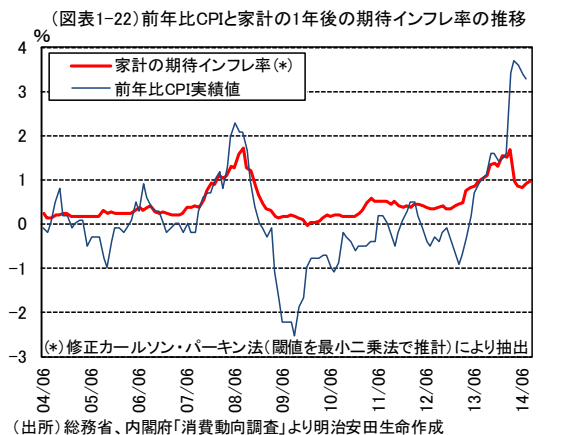
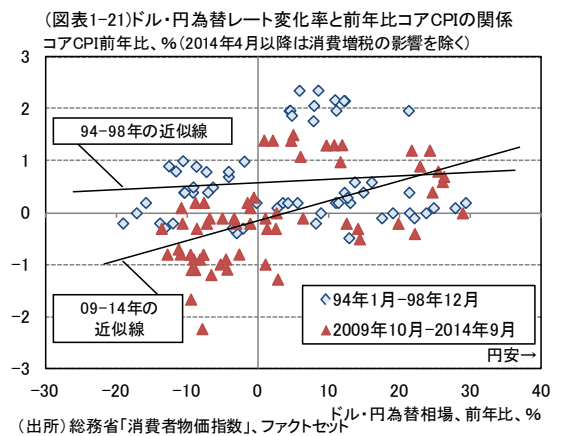
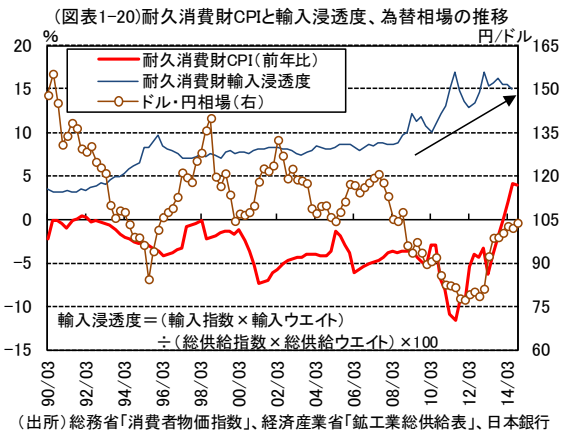
（出所）経産省「海外事業活動基本調査」

りにプラスとなり、その後もプラス圏内の推移が続いている。ただ、9月のコアCPIは、前年比+3.0%（消費増税の影響を除くベースで同+1.0%[日銀試算]）と、8月の同+3.1%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。

4月以降の全国コアCPI（消費増税の影響を含む）の上昇率は、エネルギー価格の上昇が3割弱の寄与となるなど、コストプッシュ的な側面が強く、かなりの部分は円安の影響である。2008年以降、耐久消費財の輸入浸透度が上昇したことなどをを受け、足元では従前に比べ、コアCPIの為替感応度が上昇している（図表1-20、21）。スマートフォン輸入の急増のほか、日系企業の生産拠点を海外移転の増加や、新興国のキャッチアップといった構造的な要因が背景にあり、今後も耐久消費財は為替の影響を受けやすい体質が続く可能性が高い。為替相場は年明けから8月までこう着状態が続き、9月以降、円安に振れたため、今後、耐久消費財価格の上昇などを通じ、2015年前半にかけてコアCPIを押し上げていくとみられる。

一方、需要サイドからのインフレ圧力は力強さに欠けている。当社では、7-9月期の需給ギャップは▲3.2%と試算している。今後の需要は、消費を中心に持ち直しに向かうとみるものの、回復ペースは緩慢とみられるほか、輸出の伸び悩みもあって、需給ギャップの改善幅は、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についても、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く落したこともあり、前年比+1%付近にとどまっている（図表1-22）。消費者の物価期待形成につながりやすい日用品価格が伸び悩んでいることなどから、基調的な期待インフレの上昇圧力は今後も弱いものととどまると予想する。

加えて、原油価格が大幅に調整したことで、今後はエネルギー価格のプラス寄与幅が縮小する可能性が高い。こうした動きから、円安による押し上げが





あるなかでも、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+1.1%程度、2015 年度も同程度の上昇になると予想する（図表 1-23）。

### （８）予想外の追加緩和の功罪

10 月 31 日に実施された金融政策決定会合で、日銀は予想外の追加金融緩和に踏み切った。政策の中心部分は、マネタリーベースの年間の積み増し幅を、これまでの

（図表 1-24）10月31日に発表された追加緩和策の概要

	従来	変更後	変更内容
マネタリーベース	年間約60～70兆円拡大	年間約80兆円拡大	約10～20兆円の増加
長期国債の保有残高	年間約50兆円拡大	年間約80兆円拡大	約30兆円の増加
長期国債の平均残存期間	7年程度	7～10年程度	最長3年程度延長
ETFの保有残高	年間約1兆円の増加	年間約3兆円の増加	約3倍増
J-REITの保有残高	年間約300億円の増加	年間約900億円の増加	約3倍増

（出所）日本銀行より明治安田生命作成

60～70 兆円（日銀 HP 上の目標の一覧表の上では 70 兆円）から 80 兆円に増加、長期国債については年間 50 兆円から 80 兆円へと、約 30 兆円増加させるというものである（図表 1-24）。なお、ETF と J-REIT についても、3 兆円、900 億円とそれぞれ 3 倍に増加させるほか、新たに JPX 日経 400 に連動する ETF も買い入れ対象に含めるとしている。

これまで日銀は、マネタリーベースの年間積み上げ目標の 70 兆円のうち、長期国債で 50 兆円、残りをその他（短期国債、貸出支援基金等）で積み増すとしていたが、10 月 14 日の T ビル買い入れオペが大幅な札割れとなるなど、後者のこれ以上の積み増しが難しい状況となっていた。今回の決定は、マネタリーベースの積み上げをすべて長期国債の買い入れで埋める方針に変更したものである。

今回の追加緩和のタイミングや規模については、「さすがは黒田総裁」と快哉を叫ぶ向きも多いだろうが、ひとつはっきりしたのは、黒田総裁は、市場とのコミュニケーションの円滑化よりも、むしろ市場を「出し抜く」方を選ぶ人物であることが明らかになったということである。今後、黒田総裁からのいかなる情報発信も市場は素直に受け止めず、常に疑心暗鬼の目で見られるだろう。もはや正常なコミュニケーション戦略の再構築は難しくなると言わざるをえない。

今回の国債の買い増しが、GPIF のポートフォリオ変更と歩調をあわせているのは想像に難くない。ただ、GPIF の売りと日銀の買い入れを機動的にマッチングできるわけではなく、日銀のオペ運営は一筋縄ではいかないだろう。今後、マイナス金利が中期ゾーンにまで広がり、民間同士の国債取引も一段と干上がっていく展開が予想される。もはや事実上の財政ファイナンスとしかいいようがない。黒田総裁としては、逆に市場にそうした受け止められ方をされぬよう、消費増税に向け、政権に圧力をかける意図があった可能性もある。しかし、結局は政権に梯子を外された形となった。

黒田総裁は会見で、「今回の措置はデフレ脱却に向けた日本銀行の揺るぎない決意を改めて表明するものです」と、意気込みを示したが、ゼロ金利下でのマネタリーベースの拡大がどのようなルートでインフレ期待の押し上げにつながるのかはいまだに不明確である。現実の物価やインフレ期待の推移をみる限り、今度は効くとの見通しも立てがたい。日銀はいずれもう一度追加緩和を実施する可能性が高いとみているが、それでも来年度中の物価目標の 2%の達成は困難とみられ、来年末までには、物価目標の達成期限の延長、あるいは目標自体の変更を余儀なくされるとみている。

### （９）シナリオ分析

当社では、メインシナリオに加え、3つのサブシナリオを想定。概略は下記のとおり（相場予想は15年度末までのイメージ）。

<メインシナリオ>消費増税の先送りでも、景気回復ペースは緩慢(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、今後も回復ペースは鈍いものにとどまる。新興国や欧州景気の停滞で輸出も伸び悩み、結果として設備投資も停滞気味の推移が続く。日銀の追加金融緩和も、実体経済への目立った効果は現れず。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、均せば小幅のドル高。長期金利は日銀の国債大量買い入れの効果で、引き続き低位で推移。

日経平均レンジ：15,000円～20,000円 10年国債利回りレンジ：0.30%～0.80%

ドル・円レンジ：105円～125円、ユーロ・円レンジ：130円～150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、法人実効税率の引き下げも実施する。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。欧州もデフレ危機を乗り越え、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、2015年度央に2%に達する。

日経平均レンジ：16,000円～22,000円 10年国債利回りレンジ：0.40%～1.00%

ドル・円レンジ：110円～130円、ユーロ・円レンジ：135円～160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%)

消費増税の先送りで、次第に財政不安が相場を支配し始める。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：7,000円～17,000円 10年国債利回りレンジ：0.40%～4.00%

ドル・円レンジ：110円～150円、ユーロ・円レンジ：140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：8,000円～17,000円 10年国債利回りレンジ：0.25%～0.60%

ドル・円レンジ：75円～115円、ユーロ・円レンジ：80円～145円



## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+3.5%と、4-6月期の同+4.6%から伸び幅が縮小したものの、2四半期連続で高い伸びとなった。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、10-12月期以降も景気回復基調が続くと予想する。

個人消費は、賃金の上昇に力強さが欠けることなどから、緩やかな回復が継続すると予想する。住宅投資は、在庫不足による供給制約が徐々に改善に向かうとみられることなどから、回復傾向を維持するとみる。

設備投資は、企業収益の改善などに支えられ、持ち直し傾向が続くとみているが、企業の期待成長率の低下などから、力強い回復には至らないと予想する。輸出は、世界経済に減速懸念が残ることから、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%を下回る限り、異例の低金利をかなりの間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。

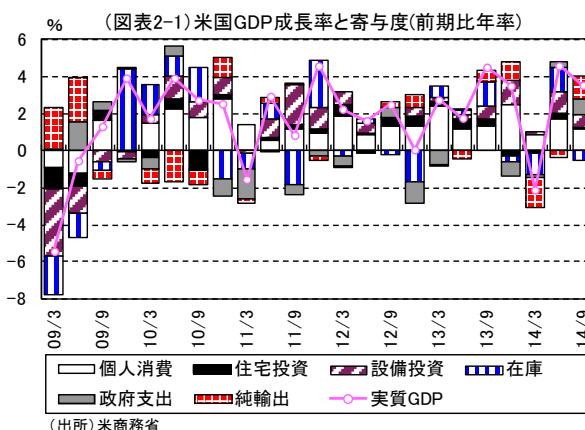
#### （1）7-9月期は2四半期連続で高い伸び

7-9月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+3.5%と、4-6月期の同+4.6%から伸び幅が縮小したものの、2四半期連続で高い伸びとなった（図表2-1）。需要項目別に見ると、個人消費は同+2.5%→+1.8%と、19四半期連続で増加した。住宅投資も同+8.8%→+1.8%と、伸び幅が大幅縮小したものの、2四半期連続で増加。設備投資は同+9.7%→+5.5%と、14四半期連続の増加となった。一方、在庫投資の成長率全体に対する寄与度は+1.4%→▲0.6%と、4-6月期の大幅プラスからの反動もあり、2四半期ぶりのマイナス。輸出は2四半期連続で増加した一方、輸入が6四半期ぶりに減少した結果、純輸出の成長率全体に対する寄与度は▲0.3%→+1.3%と、3四半期ぶりのプラスとなった。政府支出は前期比年率+1.7%→+4.6%と、中東情勢と関連が強いとみられる国防費が大幅増となり、2四半期連続で増加した。

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、10-12月期以降も景気回復基調が続くと予想する。

#### （2）個人消費は緩やかな回復が継続すると予想

米国の個人消費は、雇用環境の改善や株価上昇に伴う資産効果などを背景に、2009年央以降、回復傾向が続いている。10月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が+21.4万人と、堅調さを示すメルクマールとなる20万人を9ヵ月連続で上回った（図表2-2）。2014年に入ってから増加幅は月平均+22.8万人となり、雇用者数は堅調な推移が続いている。S&P500株価指数を構成する米

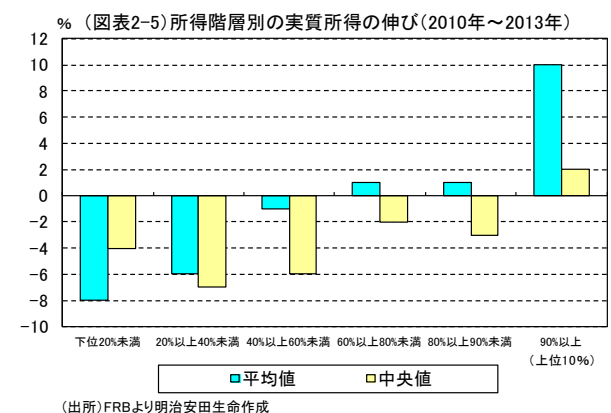
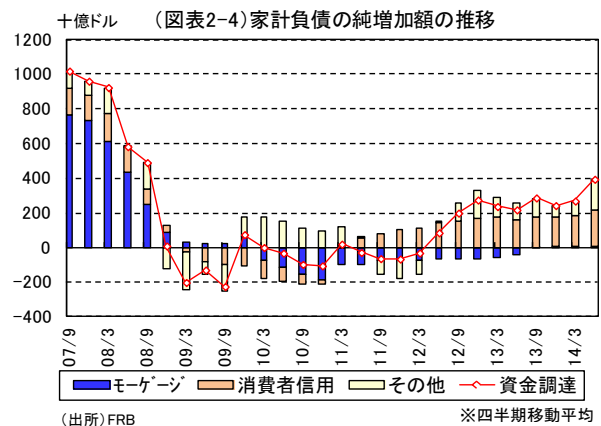
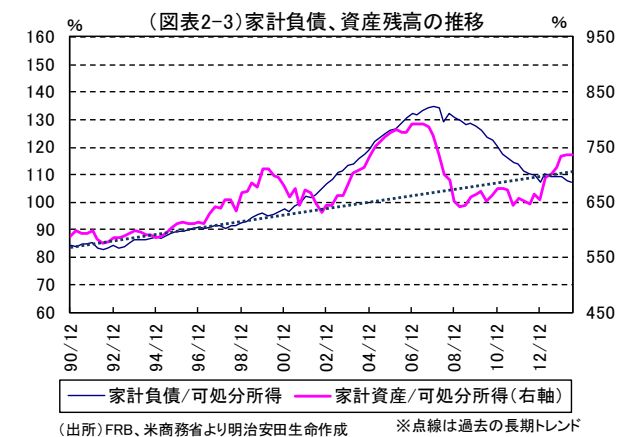
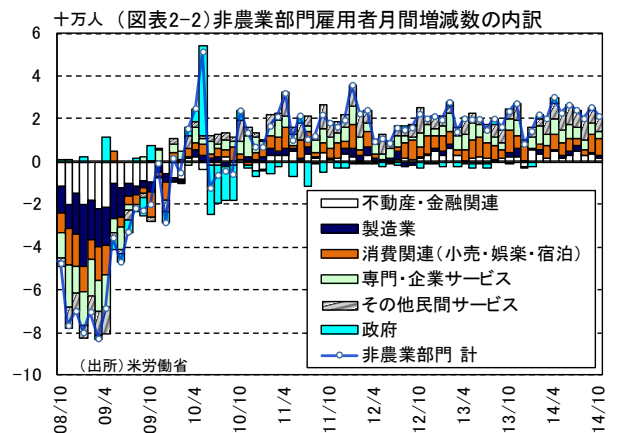


企業の業績予想を見ると、2014年後半は堅調に推移する見通しであるほか、2015年の増益率も前年比二桁台の伸びが見込まれている。企業収益の改善を背景に、雇用者数は今後も回復基調が続くとみている。

これまで安定的な個人消費の回復を阻害してきた家計のバランスシート調整も最終局面を迎えているとみられる。家計資産残高の対可処分所得比を見ると、住宅バブル崩壊とその後の金融危機によって、住宅価格が大きく下落し、同比率は大幅に低下した(図表2-3)。2008年以降は資産価値の水準に見合うまで家計が負債削減を進めた結果、足元では家計負債の対可処分所得比が過去の長期トレンドを下回る水準まで低下している。資金循環勘定を見ると、2008年10-12月以降、家計部門は住宅ローンなどを中心に負債を削減してきたが、2012年4-6月期以降は負債が増加に転じ、2013年中央からは住宅ローンもプラス圏での推移となっていることが分かる(図表2-4)。家計のバランスシート調整圧力の緩和に伴い、家計部門の借入環境の改善が今後も個人消費を後押しするとみられる。

一方、FRB(米連邦準備制度理事会)が9月に公表した家計の金融状況に関する調査によれば、米国の実質ベースの家計所得(平均)は2010年から2013年までの4年間で約4%増加したものの、所得階層別の上位3%が全所得の約3割を占めた。実質所得の伸びを所得階層別に見ると、上位10%は中央値、平均値ともに実質所得が増加した一方、低所得者の実質所得は大きく減少している(図表2-5)。同調査では、リーマン・ショック以降の所得の多くが富裕層に偏るなか、上位3%が保有する家計資産は全体の54%と、2007年の51.8%から上昇し、富裕者層に資産が集中する傾向も示された。

住宅バブル崩壊後、2008年1月から2009年末までに約870万人の雇用が失われたのに対し、2010年以降の雇用者数増加幅は990万人を超えるまで回復している。ただ、雇用者数の増加幅を業種別に見ると、宿泊・娯楽(183万人)、小売(106万人)、人材派遣(100万人)といった業種が上位に並ぶ。これらの業種は相対的に賃金が低く(図表2-6)、個人消費の回復ペースが加速するには、中所得者



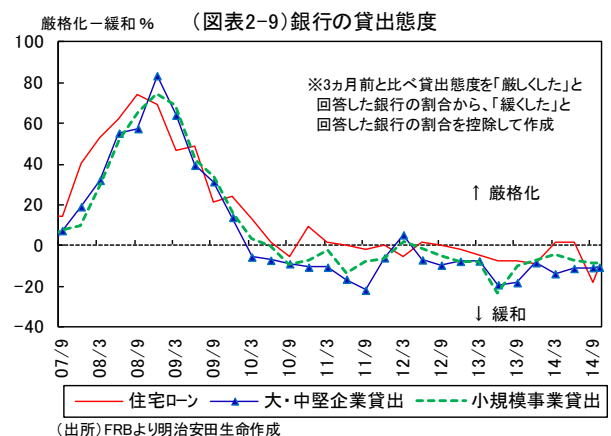
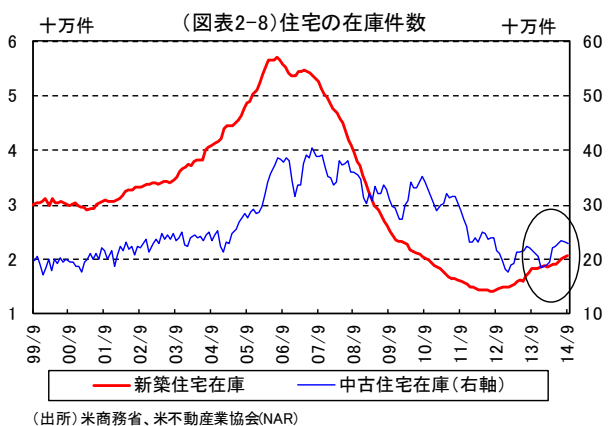
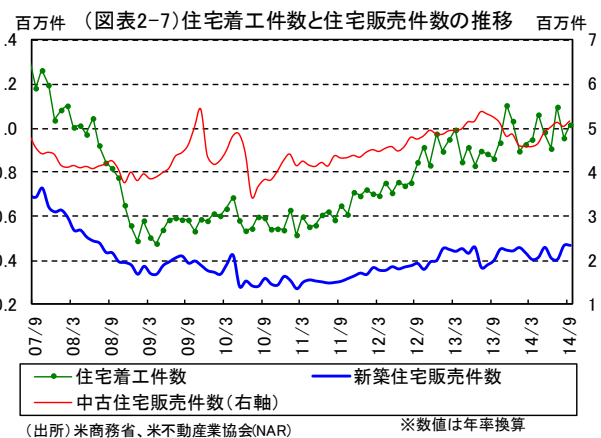
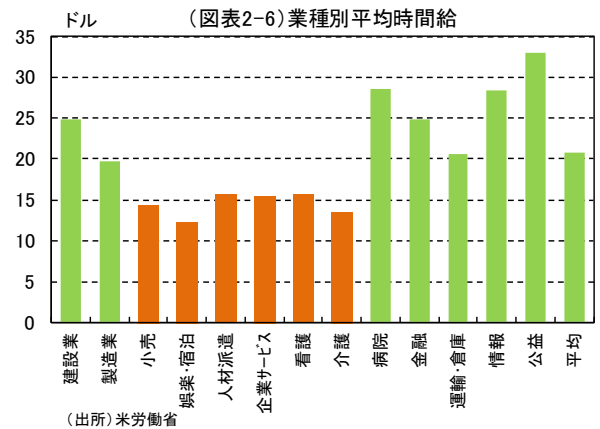
層の賃金の伸びがさらに拡大する必要があるとみている。雇用者数の増加や家計のバランスシート正常化が今後も個人消費を押し上げるとみているが、中低所得者の賃金の回復には力強さが欠けることから、個人消費は緩やかな回復が継続すると予想する。

### (3) 住宅投資は回復傾向を維持するとみる

米国の住宅市場は緩慢な回復が続いている。9月の住宅着工件数は年率換算で101.7万件、前月比+6.3%と、2ヵ月ぶりに増加したものの、足元では一進一退での推移が続いている(図表2-7)。販売件数を見ると、中古住宅販売件数は春先以降、上向き兆しが出ている一方、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。

着工件数や新築住宅販売件数の回復が遅れている背景には、熟練建設労働者や建設用地などの不足による供給制約があるとみられる。FRBが公表するページブック(地区連銀経済報告書)を見ると、建設労働者などの職種で賃金上昇圧力が強まっている地域が複数あると報告されている。米住宅建設業協会(NAHB)による調査では、開発用地に不足感があると回答した業者は6割近くにもものぼる。ただ、足元の住宅在庫件数の推移を見ると、新築住宅は住宅バブル期以前の30万件を依然として大きく下回っているものの、緩やかな増加傾向が続いている(図表2-8)。中古住宅も、低水準で推移してきた在庫件数が2014年以降は上向いており、今後は在庫不足による供給制約が徐々に改善するとみている。

一方、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。雇用者数も増加基調が続いており、雇用環境の改善が今後も住宅購入を後押しするとみられる。FRBによる銀行の住宅ローン貸出態度調査によれば、2014年に入ってから、貸出態度を3ヵ月前に比べ「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2-9)。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

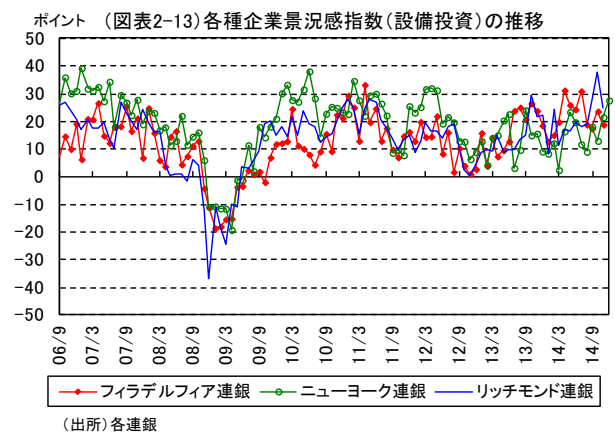
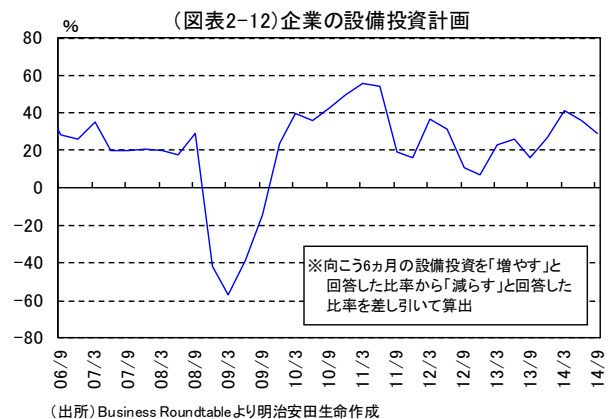
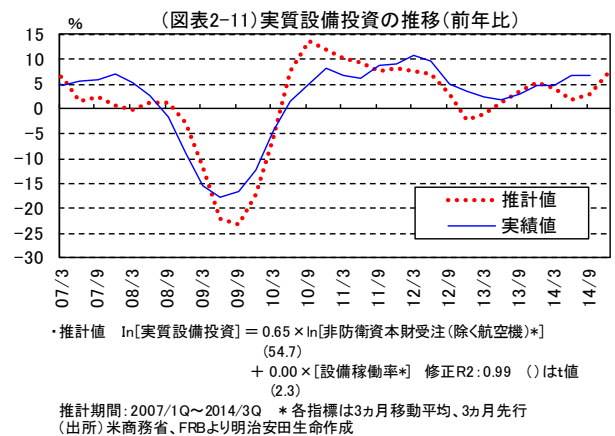
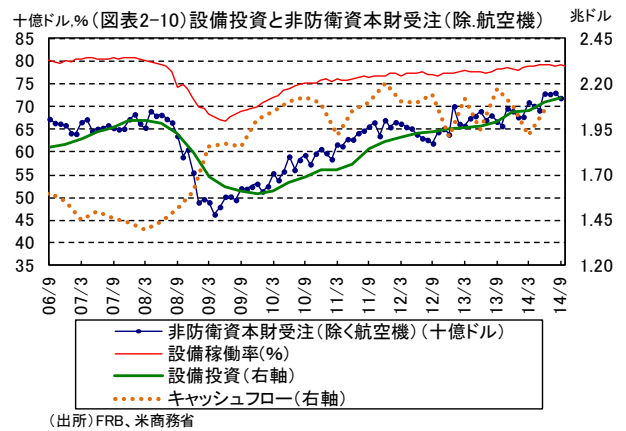


とみられるが、足元ではこうした政策変更の影響が緩和しており、借入環境の改善が今後の販売件数を後押しするとみられる。ただ、FRBは10月に資産購入を終了し、今後は金融政策の正常化を進める可能性が高い。長期金利は徐々に中立金利の水準に近づくとみられ、住宅ローン金利上昇が住宅投資の抑制要因として働くとみている。今後の住宅投資は、雇用環境の改善に加え、在庫不足による供給制約も徐々に改善するとみられることから、回復傾向を維持すると予想する。ただ、住宅ローン金利の上昇が抑制要因となることから、2016年にかけての回復ペースは緩やかなものにとどまろう。

#### (4) 設備投資は力強い回復に至らないと予想

米国の設備投資は、2009年中ごろから持ち直し傾向が続いている（図表2-10）。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）を見ると、9月は前月比▲1.6%と、2ヵ月ぶりに減少したものの、均してみれば、回復トレンドが続いている。足元の設備稼働率も78.9%と、2ヵ月ぶりに低下したが、電気・ガスなどの公益事業が天候要因で前月に大きく上昇した反動もあったとみられる。生産の7割以上を占める製造業では、設備稼働率が緩やかながら上昇傾向を維持している。非防衛資本財受注（除く航空機）、設備稼働率を説明変数とする当社試算では、目先の設備投資は回復ペースが上向き可能性が示される（図表2-11）。

大企業経営者による経済団体ビジネスラウンドテーブルの調査を見ると、向こう半年間の設備投資を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回る（図表2-12）。企業景況感を示す各種景況指数のうち、設備投資に対する見通しを公表しているニューヨーク地区連銀などの製造業景況指数を見ても、内訳項目である設備投資指数は拡大と縮小の境目であるゼロを上回って推移している（図表2-13）。地政学リスクや欧州の景気減速などへの懸念が高まるなかでも、企業の設備投資見通しは底堅い。FRBによる銀行の企業向け貸出態度調査では、3ヵ月前に比べ「緩くした」と回答した銀行が「厳しくした」と回答した銀行





を上回った状況が続いている（図表2-9）。米企業（非金融）の負債純増額を見ると、社債発行による資金調達が増加傾向で推移しており、低金利環境が企業の事業展開を下支えしているとみられる（図表2-14）。

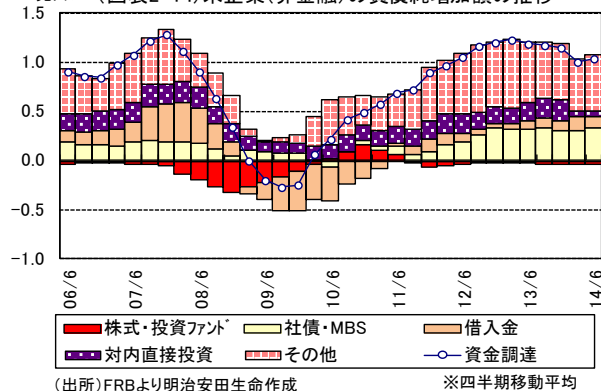
米企業業績の推移を見ると、企業収益は緩やかな改善傾向が続いており、米企業のキャッシュフローも2010年秋以降、過去最高圏での推移が続いている（図表2-10）。ただ、設備投資の推移を見ると、概ねキャッシュフローで賄える規模にとどまっている。一方、米上場企業によるM&A（企業買収・合併）の取引額は2009年以降、増加傾向が続いている（図表2-15）。米企業（非金融）の資産純増額の推移を見ても、対外直接投資の増加傾向が続いており、米企業が企業買収などを進めている可能性が示唆される（図表2-16）。株主からの利益還元圧力もあり、米上場企業による自社株買いが2009年以降、増加傾向で推移しているほか、配当額も2010年以降、増加基調が続いている。

企業のキャッシュフローが設備投資に回らない背景には、企業の期待成長率の低下があるとみている。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）では、FFレートの長期見通しの中央値が4.00%から3.75%へと引き下げられ、FRB内で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された。潜在成長率自体、幅を持って見るべきものであるが、当社試算による潜在成長率の推計値では、住宅バブル崩壊前は概ね前年比+3%前後での推移が続いてきたのに対し、足元では同+1%台半ばにとどまる（図表2-17）。FRBによる低金利政策が企業の事業環境を下支えするなか、企業業績も改善する見通しであり、設備投資は今後も回復傾向で推移するとみているが、企業の期待成長率の低下などから、力強い回復には至らないと予想する。

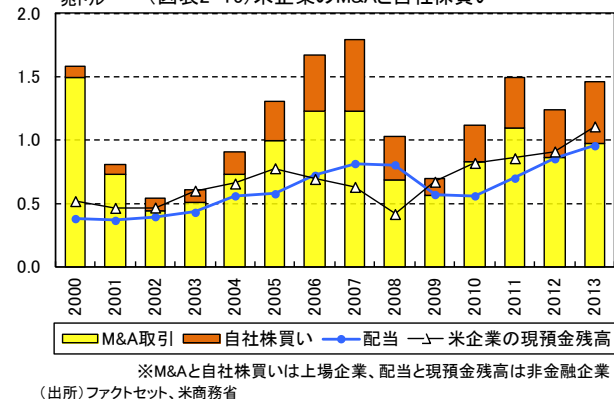
### （5）輸出は緩やかな回復にとどまるとみる

米国の輸出は、2009年から2011年にかけては高

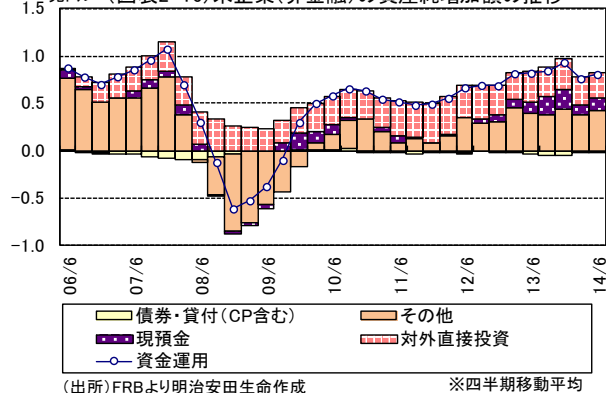
兆ドル（図表2-14）米企業（非金融）の負債純増加額の推移



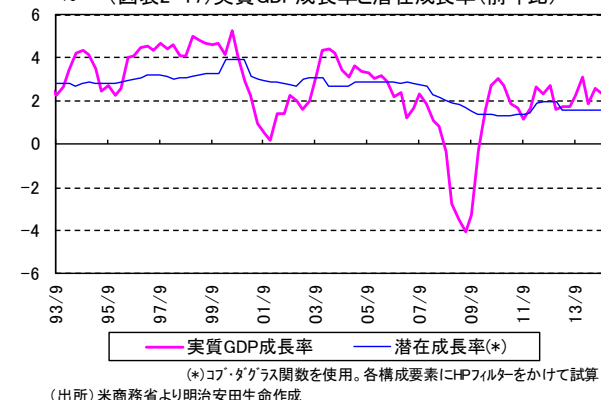
兆ドル（図表2-15）米企業のM&Aと自社株買い



兆ドル（図表2-16）米企業（非金融）の資産純増加額の推移



%（図表2-17）実質GDP成長率と潜在成長率(前年比)



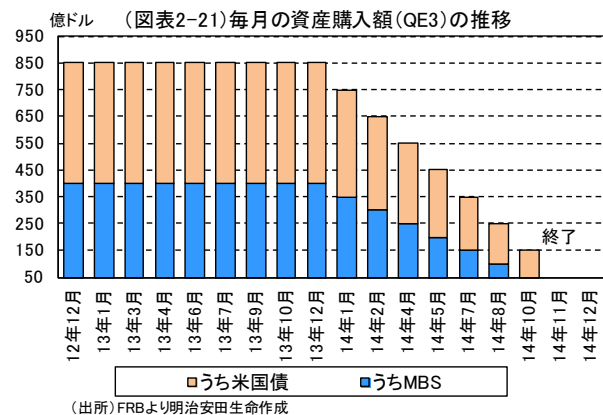
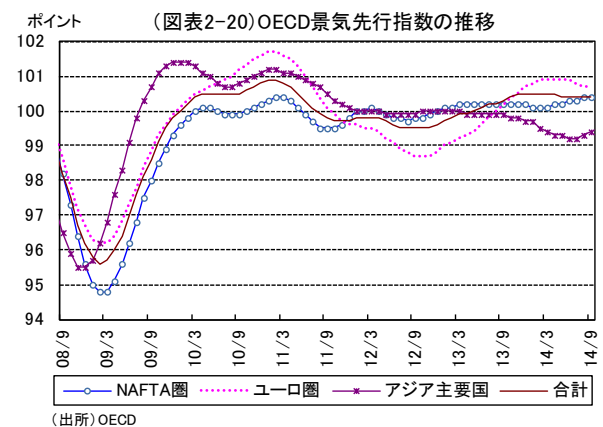
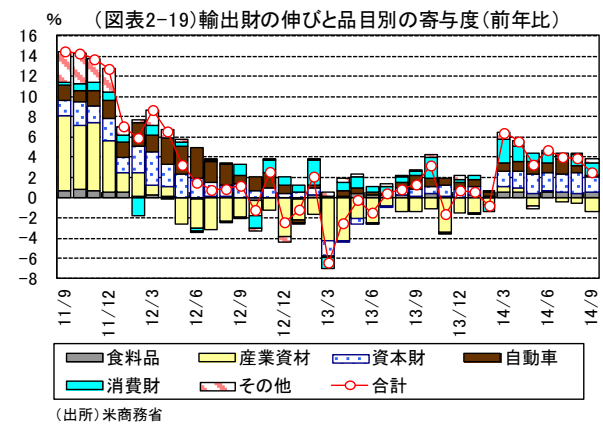
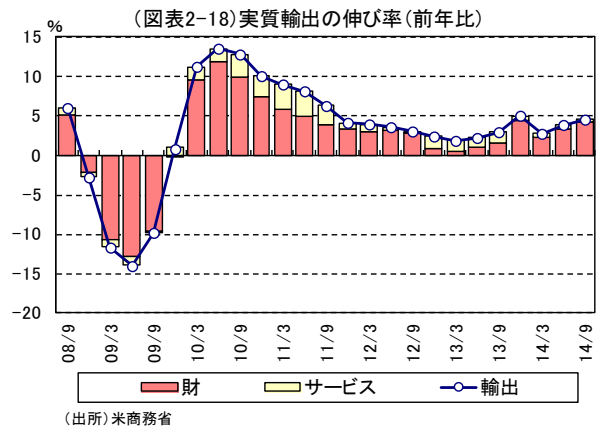
い伸びを維持していたが、新興国景気の減速などから2012年以降は前年比+5%を下回る推移が中心となっている(図表2-18)。IMF(国際通貨基金)が10月に発表した世界経済見通しでは、世界の実質GDP成長率は、2014年が前年比+3.4%から同+3.3%へと、3四半期連続で下方修正された。2015年も同+4.0%から同+3.8%へと引き下げられ、ウクライナ情勢で揺れるロシアや欧州、不動産価格の下落が続く中国などの景気には先行き不透明感が残る。

一方、米国の輸出を品目別に見ると、全体の約3割を占める資本財(除く自動車)は、民間航空機(エンジン・部品を含む)や産業機械などを中心に回復が続いている(図表2-19)。自動車(構成比:約1割)も緩やかながら回復傾向で推移しているほか、消費財(同:約1割)は、医薬品などに支えられる形で増加傾向が続いている。産業資材(同:約3割)は、化学や金属が落ち込んでいるものの、石油製品などのエネルギー製品が全体を下支えしている。

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)。同指数を地域別に見ると、アジアの主要国(中国、日本、韓国、インド、インドネシア)は、足元では上向いているものの、回復ペースは鈍いものにとどまっている。一方、主要輸出先のNAFTA(北米自由貿易協定)圏は、メキシコを中心に改善傾向で推移しており、NAFTA圏向けの資本財輸出などに支えられる形で、米国の輸出は今後も持ち直しが続くと思われる。ただ、世界経済の減速懸念が残ることから、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。

### (6) 利上げは2015年後半を予想

FRBは2014年1月から資産購入の縮小を継続し、資産購入を10月で終了した(図表2-21)。10月28-29日開催のFOMCでは、声明文の「労働資源の活用が著しく低い状況である」の一文が「労働資源の活用不足が徐々に改善している」へと変更され、労働市場の現状判断も上方修正されている。ただ、





現行の超低金利の継続を予告する期間については、「かなりの期間」がすえ置かれ、現行の超低金利政策を今後も継続する姿勢が改めて示された。

FRB幹部の最近の発言を見ると、FRB内で利上げ時期について意見の隔たりは小さくない（図表2-22）。一方、2月にイエレン議長が就任してからのFOMCを見ると、雇用環境の回復基調が続くなか、3月に「雇用とインフレが目標に近づいた後も、FFレートの誘導目標を正常な水準より下に維持」する可能性を示したほか、保有債券の償還資金の再投資停止時期を遅らせることを9月に決定し、バランスシートの縮小を急がない姿勢を示した。7月の議会証言では、資産バブルに対しては、利上げよりも銀行規制などのマクロプルーデンス政策で対応するとしたほか、10月の会合でも、利上げは今後の経済状況次第との見方を示し、慎重に利上げ時期を判断することを強調している。

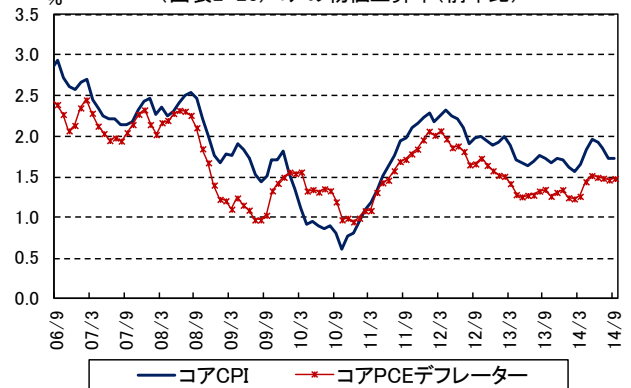
FRBが注視しているとされるコアPCEデフレーターを見ると、足元では前年比+1%半ばの伸びにとどまる（図表2-23）。雇用者数の回復は賃金が低めの業種がけん引役となっており、中低所得者の賃金の上昇には力強さが欠ける。米国景気は今後も回復基調が続くとみているが、賃金インフレは抑制された状況が続いていることから、コアインフレ率は今後も緩やかな伸びにとどまるとみられ、FRBが利上げに踏み切るのは2015年後半と予想する。

（図表2-22）利上げ時期に関するFRB幹部の主な発言（抜粋）

2014/3/27	・セントルイス地区連銀のブラード総裁 利上げの時期は2015年第1Qと考えている 2016年末までに短期金利を4~4.25%の正常な水準に戻すべき
2014/5/29	・リッチモンド地区連銀のラッカー総裁 利上げの時期は2015年第2Qの可能性はある
2014/6/24	・ニューヨーク地区連銀のダドリー総裁 2015年半ばの利上げは妥当
2014/7/11	・シカゴ地区連銀のエバンス総裁 2016年の早い時期に賃金の伸びが加速し、政策金利を引き上げることになろう
2014/8/21	・サンフランシスコ地区連銀のウィリアムズ総裁 2015年半ばごろの利上げが妥当
2014/9/25	・アトランタ地区連銀のロックハート総裁 利上げは2015年の年央かそれ以降になる
2014/9/29	・ダラス地区連銀のフィッシャー総裁 経済が予想どおり進展すれば、2015年第1Qの利上げが望ましい
2014/10/7	・ミネアポリス地区連銀のコチャラコタ総裁 2015年の利上げは不適切
2014/10/9	・フィッシャー副議長 FRBの経済見通しに基づくと、2015年半ばごろの利上げが適切
2014/11/17	・パウエル理事 利上げはおそらく2015年半ばごろになるだろう

（出所）各種報道より明治安田生命作成

（図表2-23）コアの物価上昇率（前年比）



（出所）米労働省、米商務省

### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏景気の回復ペースは緩慢なものにとどまっている。内需はドイツをけん引役に今後も回復傾向が続くとみるが、地政学リスクへの懸念が残ることから、輸出は減速気味の推移を余儀なくされるとみており、年内は低成長にとどまると予想する。ただ、年明け以降は輸出が徐々に持ち直すとみられ、来年から2016年にかけて景気回復ペースはゆっくりと上向くとみる。

個人消費は、ドイツの雇用環境が堅調に推移しているほか、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、今後も回復傾向が継続するとみる。

固定投資は、企業収益の回復ペースが鈍化していることなどから、年内は低調に推移するとみるが、ドイツの建設投資の調整が一巡するとみられることや、銀行貸出態度の改善もあって、年明け以降徐々に持ち直すと予想する。

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、今後も伸び悩む可能性が高い。

ECB（欧州中央銀行）は、TLTRO（貸出に的を絞った資金供給策）の利用促進策と社債の購入を早晩発表すると予想する。

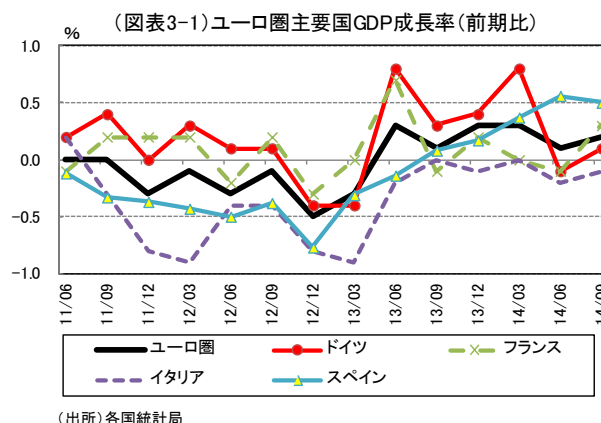
#### （1）ユーロ圏景気は年明け以降上向くと予想

7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.2%と、4-6月期の同+0.1%から伸び幅が拡大したものの、回復ペースは緩慢なものにとどまった（図表3-1）。国別の成長率を見ると、スペイン（4-6月期：同+0.6%→7-9月期：同+0.5%）のプラス幅が縮小したほか、イタリア（同▲0.2%→同▲0.1%）は2四半期連続のマイナスとなった。一方、フランス（同▲0.1%→同+0.3%）が3四半期ぶりにプラスとなったほか、ドイツ（同▲0.2%→同+0.1%）も2四半期ぶりのプラスに転じた。

ドイツの雇用環境が堅調に推移していることや、ECB（欧州中央銀行）が緩和的な金融政策を推し進めていることから、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ている。一方、地政学リスクへの懸念が残ることから、輸出は減速気味の推移を余儀なくされるとみており、年内は低成長にとどまると予想する。ただ、世界景気の緩やかな回復などに支えられる形で、年明け以降輸出が持ち直すとみられ、来年から2016年にかけてユーロ圏の景気回復ペースはゆっくりと上向くとみる。

#### （2）個人消費は回復傾向が続くと予想

ユーロ圏の実質個人消費は、2012年秋ごろから回復傾向が続いている（図表3-2）。実質小売売上高を見ると、9月は前年比+0.6%と、9ヵ月連続でプラスとなった。ネット通販、医薬品・化粧品、コンピューター・書籍などが堅調に推移している。実質小売売上高には自動車販売が含まれないが、

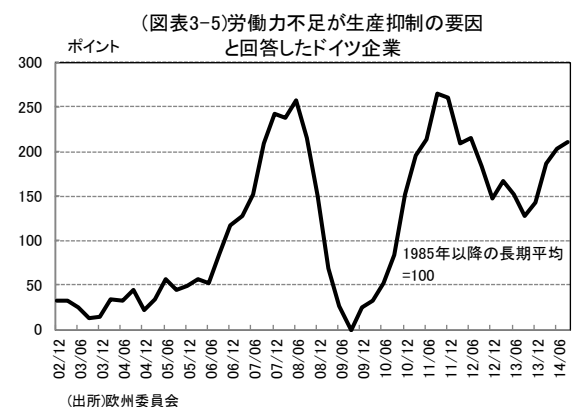
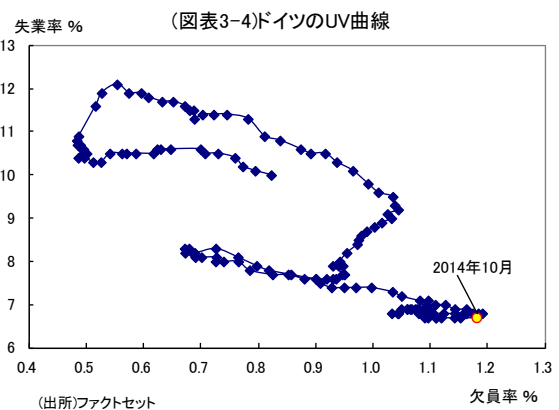
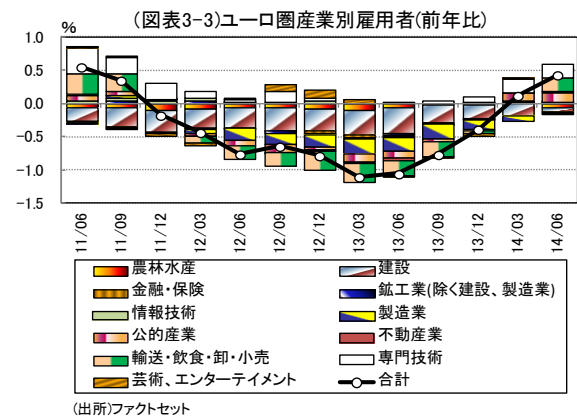
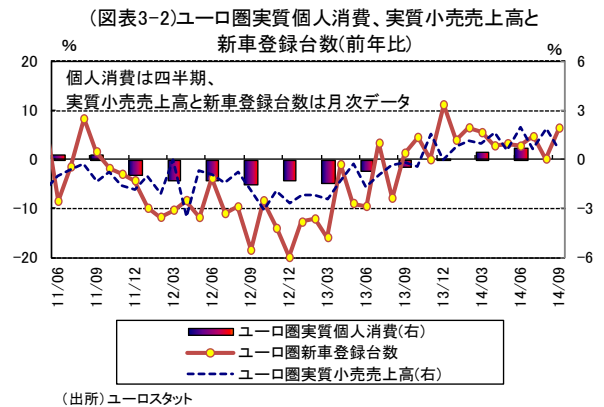


新車登録台数の動きも、均せば回復傾向が続いている。国別では、ドイツが堅調に推移しているほか、スペインも、5月に発表された第6次低燃費車買い替え促進策「PIVE 6」（予算1.75億ユーロで、低燃費車への買い替えに対し、政府と自動車メーカーから計2,000ユーロを補助）の効果などから、2月以降前年比+10%以上の強い伸びが続いている。

ユーロ圏の雇用環境を見ると、回復傾向が続いている。4-6月期の雇用者数は前年比+0.4%と、2四半期連続の増加となった(図表3-3)。業種別では、輸送・飲食・卸・小売や、専門技術などの内需産業が全体を押し上げている。国別に見ると、フランスやイタリアは、構造改革の遅れなどを背景に、回復が遅れているものの、ドイツとスペインがけん引している。失業率と、雇用者数の不足率を示す欠員率の相関を表したドイツのUV曲線を見ると、失業率が過去最低水準にあるなか、欠員率は上昇傾向で推移しており、労働需給がひっ迫している状況がうかがえる(図表3-4)。欧州委員会の企業景況感調査で「労働力不足が生産の抑制要因となっている」と回答する企業を見ても、景気回復を背景に昨年末から上昇しており、労働力不足に直面している企業の割合は少なくない。今後も雇用環境の回復傾向が続くとみる(図表3-5)。

一方、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、2012年から進めてきた労働市場改革の効果が徐々に現れているに加え、エジプトやトルコなどの治安悪化から、同国が観光地として選好され、観光業関連の雇用者数が増加している。中東情勢への懸念が残ることから、スペインの観光業は今後も堅調に推移するとみられ、サービス業を中心とした雇用者数の増加傾向が続く可能性が高い。企業景況感調査の対象項目であるユーロ圏の雇用期待指数を見ると、雇用者数のおよそ半分を占めるサービス業は、均して見れば上昇傾向で推移している(図表3-6)。企業の採用意欲は衰えておらず、今後もユーロ圏の雇用環境の改善傾向が続くとみる。

金融機関の貸出態度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

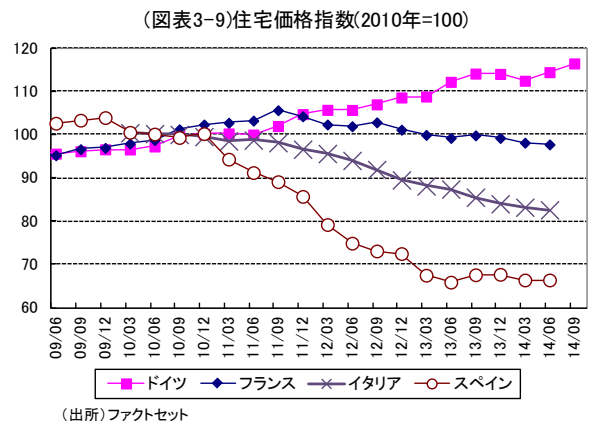
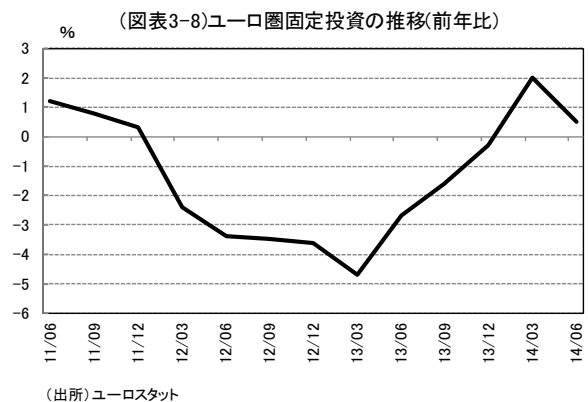
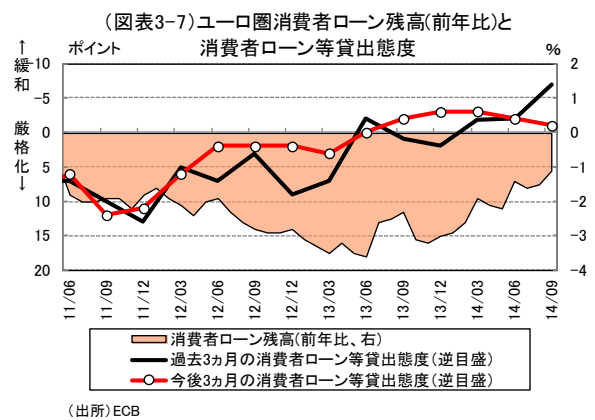
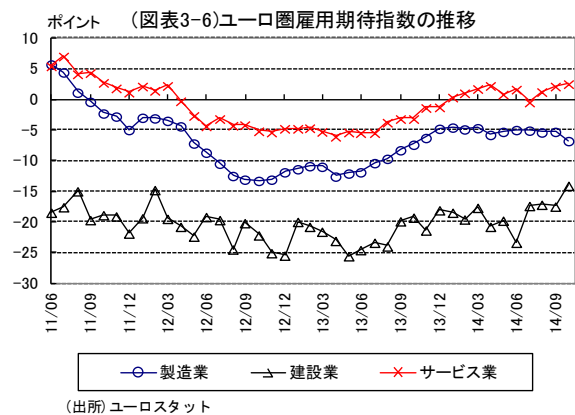


残高を見ると、昨年夏場以降、マイナス幅が縮小傾向で推移している(図表3-7)。10月末に発表されたECBによる銀行の消費者ローン貸出態度調査のうち、過去3カ月の貸出態度を見ると、3四半期連続で「緩くした」と回答した銀行の割合が「厳しくした」と回答した銀行の割合を上回っている。貸出態度を緩和した理由としては、資金調達へのアクセス改善や他行との競争の高まりが挙げられており、ECBの緩和的な金融政策が貸出態度の改善につながっているとみられる。

銀行のストレステストが終了したことで、銀行の貸出態度は今後も緩和傾向が続くとみている。昨年末時点のデータをもとに実施されたストレステストの結果が10月26日に公表され、イタリアやギリシャなどを中心に130行のうち25行が不合格となった。ただ、今年に入って増資を進めた結果、現時点で基準を満たしていない銀行は13行で、必要資本額は95億ユーロにとどまる。ユーロ圏全体でみれば、銀行の財務健全性強化への取り組みが進んでおり、ECBから「合格」と認められた銀行を中心に貸出は徐々に増加するとみられる。雇用環境の改善が継続するとみられるほか、消費者ローン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) 固定投資は年明け以降持ち直しへ

ユーロ圏の固定投資は、企業業績の回復を背景に、昨年半ばごろから持ち直しが続いてきたものの、4-6月期は前年比+0.5%と、前期の同+2.0%から、伸び幅が縮小した(図表3-8)。月次で発表される鉱工業生産指数の内訳や建設活動指数を見ると、輸送機器が伸びているものの、建設活動の伸びが鈍化しており、1-3月期に暖冬の影響でドイツの建設投資が堅調だった反動が出たとみられる。今年と同じく暖冬だった2006年末から2007年初のドイツの建設投資の動きを見ると、冬場に強く伸びた後、調整が年末ごろまで続いたことから、11月現在のドイツの建設投資も低調に推移している可能性が高い。ただ、ドイツの住宅価格の推移を見ると、上昇傾向が続いており、ドイツの住宅需





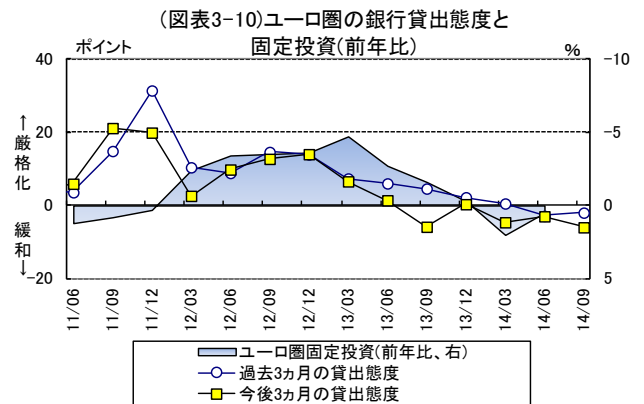
要は底堅い(図表3-9)。一方、フランスでは住宅市場のテコ入れを図るため、政府が8月末に住宅建設促進策を発表した。今後は建設用地の売却や賃貸用住宅への投資などに関する優遇税制措置が拡充されるほか、人口が5万人以上の都市における賃貸料の上限規制がパリ市のみでの導入にとどめられることから、不動産の収益低下への懸念が後退するとみられる。ドイツの住宅市場の回復が見込まれるのに加え、フランスの政策効果もあって、ユーロ圏の住宅投資は冬場以降上向くとみている。

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ている。ECBが10月に発表した銀行の非金融企業向けの貸出態度調査を見ると、今後3カ月の貸出態度を「緩くした」と回答した銀行の割合が「厳しくした」と回答した銀行の割合を三四半期連続で上回った(図表3-10)。ECBの緩和的な金融政策や、銀行のストレステストが終了したことなどから、銀行の貸出態度は今後も緩和傾向が続くとみている。

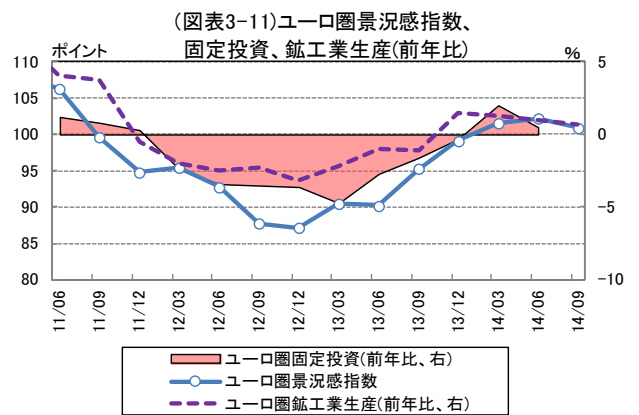
一方、企業の生産活動は、輸出の減速を背景に、足元では伸びが鈍化している(図表3-11)。欧州委員会が発表する企業景況感指数を見ると、ウクライナ情勢の不透明感などから、7-9月期は100.9ポイントと、4-6月期の102.2から低下した。企業収益の回復ペースも鈍化している。GDPベースの営業余剰は、昨年半ばごろから前年比+2%前後の堅調な伸びが続いてきたが、4-6月期は前年比+0.7%と、小幅な伸びにとどまった(図表3-12)。ただ、ドイツのサービス業の景況感が堅調に推移しているなか、来年に入れば輸出も徐々に上向くとみられることもあり、企業収益は年明け以降次第に改善するとみる。固定投資は、年内は低調に推移するとみているが、企業収益の持ち直しに加え、ドイツの建設投資の調整一巡や、銀行貸出態度の改善もあって、年明け以降、徐々に持ち直すとみる。

#### (4) 輸出は年明け以降、徐々に上向くと予想

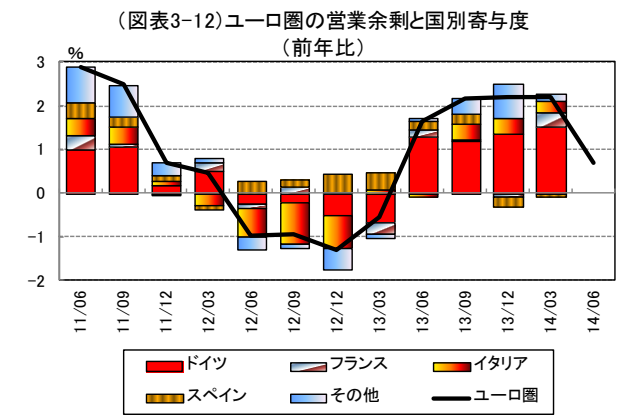
ユーロ圏の輸出は、昨年以降低調な推移が続いている(図表3-13)。過去6ヵ月(2014年4月~2014年9月)の輸出累計額は前年比+1.8%と増加したものの、低い伸びにとどまった。



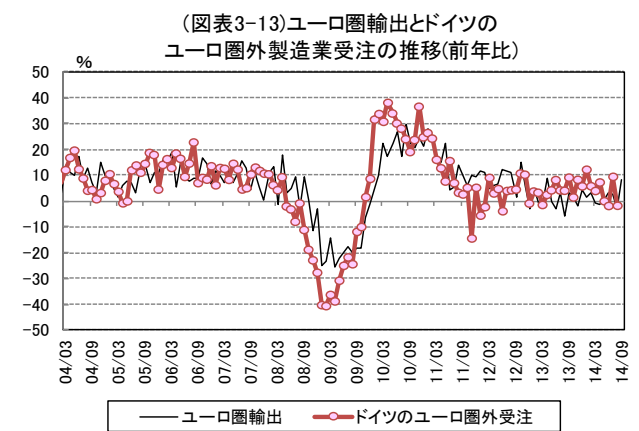
(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット

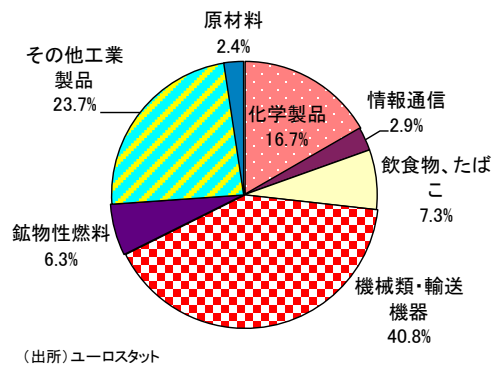


(出所)ファクトセット、ユーロスタット

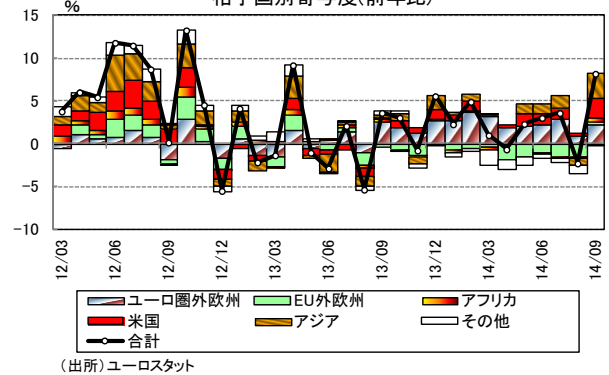
ユーロ圏輸出の品目別内訳を見ると、工業製品（機械類・輸送機器、化学製品、その他工業製品）が全体の約8割を占める（図表3-14）。工業製品の輸出金額を輸出先別に見ると、英国を中心としたユーロ圏外EU向けや、米国向けの回復が昨年9月からの輸出の持ち直しに寄与しているものの、足元では、ウクライナ情勢で揺れるロシアなどのEU外欧州向けや、その他に含まれる中南米などの新興国向けが全体を押し下げている（図表3-15）。ユーロ圏輸出の先行指標である、ドイツのユーロ圏外受注を見ても、足元では伸びが鈍化傾向で推移している。

一方、ユーロ圏の輸出に占める割合（2013年）を見ると、ロシアが5%なのに対し、米国と英国はそれぞれ12%、13%と、ともに二倍強である。ロシア向け輸出に対するリーマン・ショックの影響が最も大きかった2009年1～10月には、ロシア向け輸出（前年比）は月平均で▲40%弱となったものの、寄与度は▲2.0%にとどまっている。足元のロシア向け輸出は前年比▲20%前後であり、米英景気回復によるプラスの影響を上回る可能性は低い。ウクライナ情勢の不透明感が残ることから、年内のユーロ圏輸出は減速気味の推移が続くとみられるが、ユーロ圏輸出の25%を占める米英景気の回復が続いていることから、ユーロ圏輸出の増加傾向自体は今後も続くとみている。今年5月以降のユーロ高修正の効果も徐々に現れてくるとみられ、ユーロ圏の輸出は来年以降徐々に向上すると予想する。

（図表3-14）ユーロ圏輸出の品目別割合（2013年）



（図表3-15）ユーロ圏の工業製品輸出金額と相手国別寄与度(前年比)



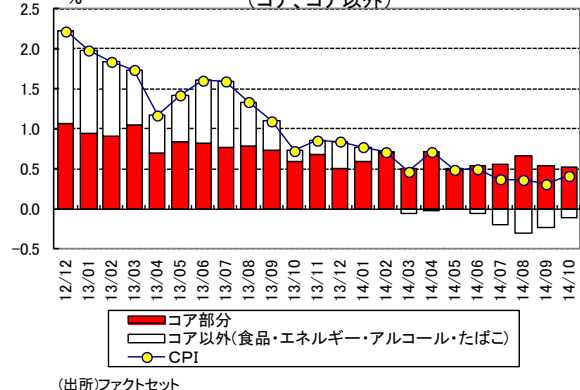
### （5）ECBは社債の購入を決定すると予想

ECBは9月4日の政策理事会で、政策金利(0.15%→0.05%)、中銀預金金利(▲0.1%→▲0.2%)、限界貸出金利(0.4%→0.3%)をそれぞれ0.1%ずつ引き下げたほか、ABS(資産担保証券)とカバードボンドを買い入れることを決定した。

ユーロ圏の消費者物価指数を見ると、10月は前年比+0.4%と、低水準にとどまっている（図表3-16）。コアインフレ率は安定的に推移しているものの、足元で原油価格が大幅に下落しているほか、米国や欧州からの制裁の報復措置として、ロシアが食料品の輸入を禁止したことなどを背景に食品価格が低下している。

インフレ率が鈍化するなか、ドラギ総裁は9月の政策理事会後の記者会見で「TLTRO(貸出に的を絞った資金供給オペ)とABSとカバードボンドの買い入れ実施の狙いの一つは、バランスシートを2012年初頭の水準にまで拡大することにある」と述べた。目標達成のためにはバランスシートを1

（図表3-16）ユーロ圏CPI前年比の寄与度分解（コア、コア以外）





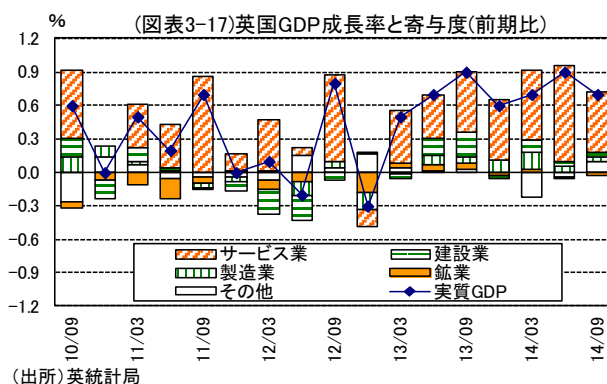
兆ユーロ程度拡大する必要があるが、当社の試算(1,2回目のオペでは、借入可能額約4,000億ユーロの半分を借入すると仮定。3回目以降のオペでは、ユーロ圏全体の銀行を一つの銀行とみなし、TLTROの対象である住宅ローンを除く貸出が、2016年6月に直近ピークの前年比+1.5%をやや下回る同+1.0%にまで持ち直し、借入可能額の半分を借入すると仮定)では、TLTROでの総貸出額は5,000億ユーロ程度にとどまる。一方で、来年初めにLTRO(3年物長期リファイナンスオペ)が満期を迎え、約3,000億ユーロがECBに返済されることから、資金供給オペの純増額は2,000億ユーロ程度にとどまるとみられる。ユーロ圏の証券化商品の発行高は約8,500億ユーロ、カバードボンドの発行高は約1兆7,000億ユーロであるが、その多くを資金供給オペなどの担保として、ECBが保有していることもあり、大規模な買い入れは難しい。このため、ECBの次の一手としては、TLTROの利用促進や、買い入れ資産の対象拡大とみている。2015年3月からのTLTROオペでは、銀行が利用できる資金の計算に用いる貸出残高の基準値は今年4月末までの1年間で貸出が純増した銀行と純減した銀行で異なる。純増した銀行は、今年4月末時点からの貸出純増額の3倍までの資金供給を受けることができる。一方、純減した銀行は、2015年4月までの1年間も基準値が同じペースで低下し、その後は基準値が横ばいになり、基準値対比で貸出純増額の3倍までの資金供給を受けることができる。貸出額が基準値を下回ると、純増行、純減行ともに、2018年9月の満期より2年前倒しで返済しなければならないが、これがTLTROの利用を躊躇する一因となっているとみられるため、ECBは基準値の緩和など、TLTROの利用促進策を打ち出すとみている。

買い入れ資産の対象の拡大については、国債と社債が候補として考えられるが、そもそも、マイナス金利と国債買い入れによる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。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られ、買い入れ資産拡大策としては、社債購入の可能性が高いとみる。

### (6) 英国経済は回復傾向が続くと予想

英国の7-9月期実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.7%と、4-6月期の同+0.9%から伸び幅が縮小したものの、7四半期連続のプラス成長となった(図表3-17)。産業別では、建設業(4-6月期:同+0.7%→7-9月期:同+0.8%)の伸び幅が拡大した一方、製造業(同+0.5%→同+0.4%)、サービス業(同+1.1%→同+0.7%)は伸び幅が縮小した。

個人消費は、足元で回復ペースがやや鈍化している。7-9月期の実質小売売上高は前年比+2.8%と、4-6月期の同+4.5%から伸び幅が縮小した。個人消費を下支えしている雇用者数の伸びを見ると、企業業績の回復を背景に、企業の雇用者数が底堅く推移しているほか、自営業者数も年明け以降、増加傾向が続いている(図表3-18)。英商工会議所が発表する四半期経済調査の雇用期待指数を見ると、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

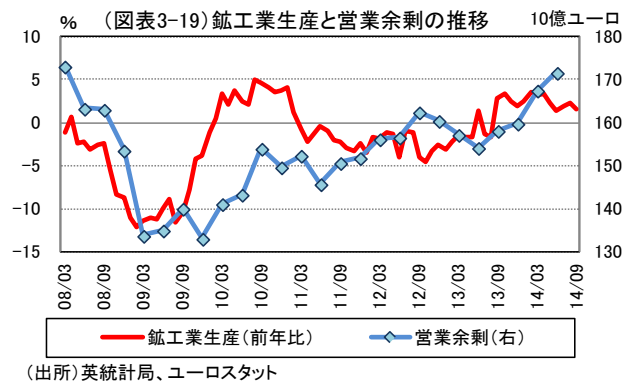
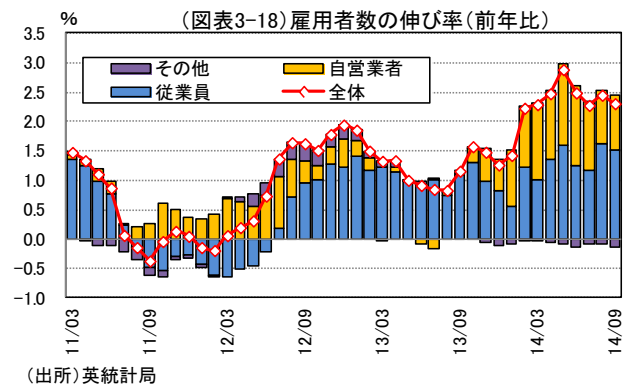


る。これまでの、住宅価格上昇による資産効果も個人消費を下支えしてきたが、住宅価格は、融資基準の厳格化などを背景に、足元では伸びが鈍化しつつある。先行指標とされる住宅ローン承認件数を見ると、9月は約6万1,000件と、1年2ヵ月ぶりの低水準となった。高リスクの住宅ローン融資を制限する新規制が10月から施行されたこともあって、住宅価格の伸びは今後も緩やかに鈍化することが見込まれる。資産効果が次第に弱まるとみられることから、個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまるとみている。

固定投資は2013年以降、持ち直し傾向で推移している。イングランド銀行（BOE）の信用状況調査を見ると、9月のスコットランド独立選挙への警戒もあって、銀行貸出態度は厳格化したものの、国内向けを中心に生産の増加が続いており、企業業績は回復基調で推移している（図表3-19）。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2013年半ば以降、軟調な推移が続いている。単位労働コストの高止まりを背景に、輸出の約6割を占める財分野の価格競争力の改善が遅れていることや、主要輸出先であるユーロ圏の景気回復ペースが鈍いことなどから、輸出は今後も低調な推移が続くとみる。

11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。MPCでは8月以降、一部の委員が利上げを主張しているものの、大多数の委員は、国内経済にインフレ圧力が高まる兆しはほとんどないと指摘しているほか、ユーロ圏景気の減速を懸念している。また、11月のインフレ報告において、英国GDP成長率見通しが下方修正されたこともあり、内需中心の景気回復を維持するため、利上げの時期は2015年後半と予想する。



## 4. 中国経済見通し

### 〈要 約〉

中国景気は、減速傾向で推移している。政府は、不動産投資を抑制しつつ、製造業の過剰設備を解消し、消費主導の経済構造への転換を進めることを政策運営の基本姿勢としている。今後についても、生産や投資の伸びが期待できないなか、個人消費は力強さに欠く状況が続くとみられることや、輸出の回復ペースも鈍化しつつあることから、景気は停滞気味に推移すると予想する。実質 GDP 成長率は、2016 年にかけて、7%付近を中心とした推移が続くとみている。

#### (1) 中国景気は減速

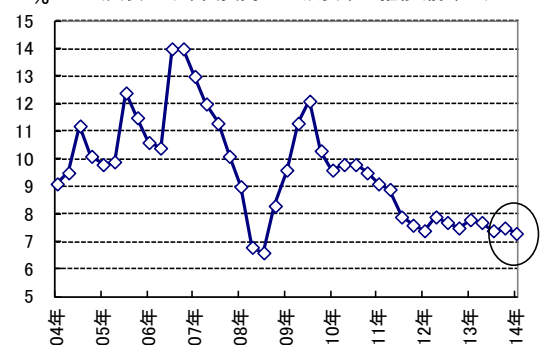
中国の 2014 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+7.3%と、2014 年 4-6 月期の同+7.5%から伸びが鈍化した。前期比ベースでも+1.9%と、前期の+2.0%から減速している。輸出が持ち直したものの、不動産市場の冷え込みを背景に、投資の伸びが鈍化し、5年ぶりの低い伸びにとどまった(図表 4-1)。

今後については、住宅価格の下落傾向が続いていることや、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、過度な投資を抑制し、消費主導の安定成長への構造転換を進めることを基本姿勢としているものの、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、力強さに欠く状況が続くとみている。政府は大規模な景気対策には慎重姿勢を示しており、今後実施するとしても、これまでどおり小粒な策で景気を下支えするレベルにとどまる可能性が高い。中国景気は停滞気味に推移するとみており、2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+7.3%、2015 年が同+7.1%、2016 年が同+7.0%と予想する(図表 4-2)。

#### (2) 企業マインドの回復ペースは鈍い

企業マインドの回復が遅れている。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、10 月が 50.8、前月差▲0.3ポイントと、2ヵ月ぶりの低下となった。製造業活動の拡大と縮小の境目を表す 50 は辛うじて上回ったものの、7月をピークとして悪化傾向となっている(図表 4-3)。PMIを構成する 5項目を見ると、8月は 3項目(生産、新規受注、原材料在庫)が悪化、1項目(雇用)が改善、1項目(サプライヤー納期)が横ばいとなった。悪化した項目では、生産と新規受注のマイナスが目立っており、内需の弱さを示

(図表 4-1) 中国実質 GDP 成長率の推移(前年比)



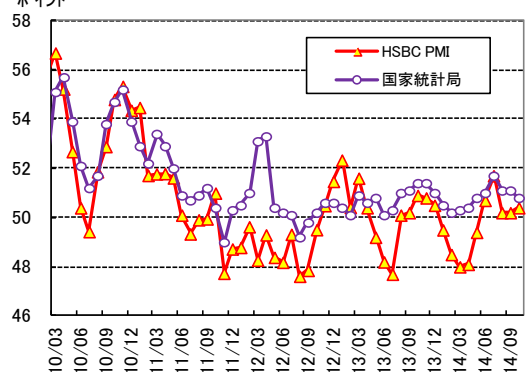
(出所) 中国国家統計局

(図表 4-2) 中国実質 GDP 成長率予測(前年比)

(単位: %)

	13年	14年 (予測)	15年 (予測)	16年 (予測)
実質 GDP 成長率	7.7	7.3	7.1	7.0

(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

峻する結果となっている。

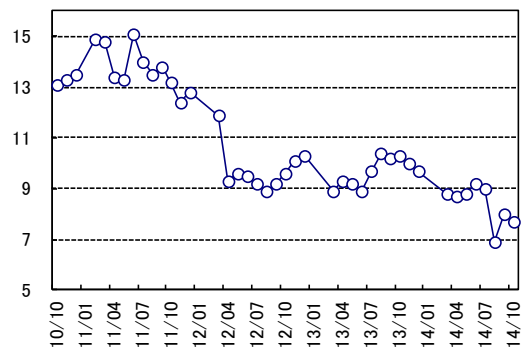
国家統計局のPMIは、調査対象が国有企業中心であるが、相対的に中小規模の民間企業が多いとされるHSBCの製造業PMIは、10月が50.4、前月差+0.2ポイントと、3ヵ月ぶりのプラスとなった。ただ、小幅の改善にとどまっており、持ち直しペースは鈍い。国家統計局のPMIを企業規模別に見ると、大型企業が51.9（同▲0.1ポイント）、中型企業が49.1（同▲0.9ポイント）、小型企業が48.5（同▲0.1ポイント）と、小型・中型企業では50を下回る水準であり、中小企業では、より厳しい経営環境である様子が示されている。

実際の経済の動きを示すハードデータを見ても、弱めの動きが続いている。まず、鉱工業生産を見ると、10月は前年比+7.7%と、9月の同+8.0%から伸びが鈍化した。2013年平均の同+9.7%をも大きく下回る水準である（図表4-4）。主要品目の動向を見ると、非鉄金属の生産量は回復ペースが鈍化傾向となっているほか、鋼材・セメントの生産量や発電量の伸びも、低調な推移が続いている（図表4-5）。

固定資産投資も、年明け以降、減速傾向で推移している。1-10月は前年比+15.9%と、夏場以降、鈍化ペースを強めている（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）。2014年は、2013年の同+19.6%から伸び幅が大きく縮小する見通しである。建設、運輸、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を占める製造業では伸びの鈍化が続いているほか、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減速基調を強めている（図表4-7）。

製造業では、機械や電子部品など、一部の業種で底堅い動きがみられるものの、鉄鋼、セメント、アルミ、石炭化学製品などの業種は過剰生産能力を抱えている。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などから、生産の回復ペースは鈍い状況が続くとみている。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、住宅価格が下落傾向で推移していることなどから、伸びの縮小傾向が続くとみる。生産は、今後も前年比で+8%前後を中心に推移するとみている。固定資産投資の伸び幅も、同

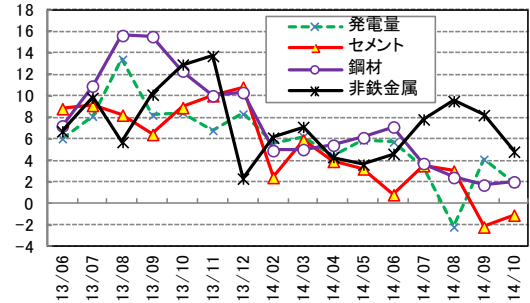
（図表4-4）中国鉱工業生産の推移(前年比)



（出所）中国国家統計局

（注）2月は1-2月の合算ベース

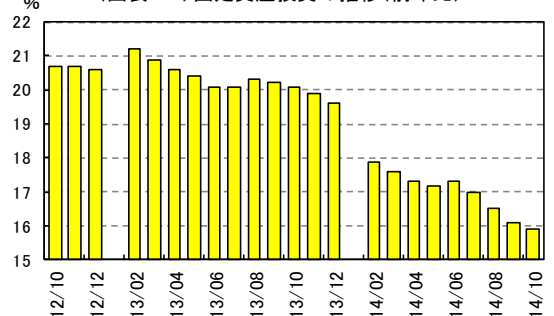
（図表4-5）業種別鉱工業生産の推移(前年比)  
(発電量、生産量ベース)



（出所）中国国家統計局

（注）2月は1-2月の合算ベース

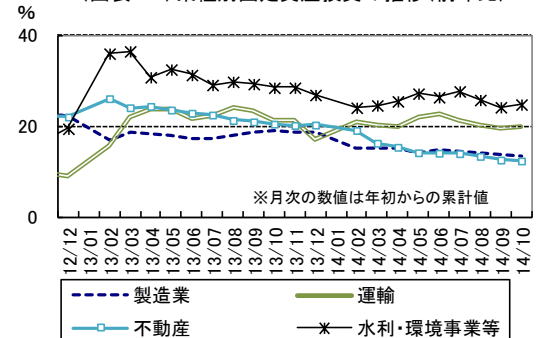
（図表4-6）固定資産投資の推移(前年比)



（出所）中国国家統計局

（注）月次の数値は、年初からの累計値(春節の影響で1月は発表なし)

（図表4-7）業種別固定資産投資の推移(前年比)



（出所）中国国家統計局



+15%台後半まで悪化する可能性が高い。

### (3) 輸出は回復ペースが鈍化

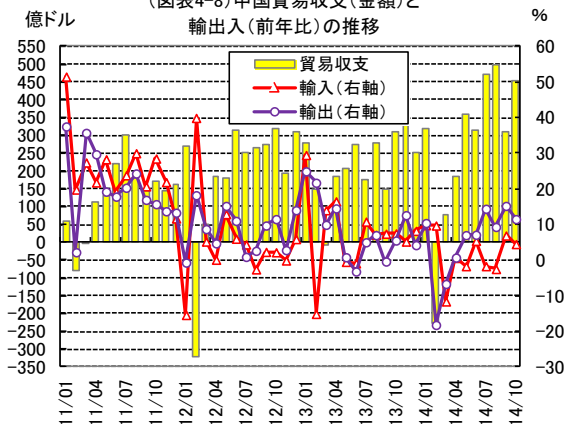
輸出は春先以降、均せば回復傾向で推移している。10月は前年比+11.6%と、7ヵ月連続のプラスとなった(図表4-8)。二桁プラスも2ヵ月連続。四半期ベースでも、1-3月期が同▲3.5%、4-6月期が同+4.9%、7-9月期が同+12.9%と、4-6月期にプラスへ転じた後、7-9月期は伸び幅が大きく拡大した。地域別では、主要輸出先の米国、EU、ASEAN向けが8ヵ月連続のプラスとなり、底堅く推移しているほか、輸出の2割弱のウェートを占める香港向けが、10月には同+24.0%と2ヵ月連続の大幅プラスとなったことも、輸出全体の伸びを押し上げている(図表4-9)。ただ、輸出を装い投機的な資金を香港経由で国内に持ち込む取引が、再び発生している可能性が指摘されており、香港向けの回復ペースは、割り引いてみる必要がある。一方、日本向けは、同▲8.1%と、3ヵ月連続のマイナスとなった。日本の景気を持ち直しペースが緩慢なこともあって、輸出の回復が遅れている。ただ、こうした要因以外にも、日中関係の悪化や食肉偽装問題の影響も残っているとみられ、今後も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、10月は49.9、前月差▲0.3ポイントと、2ヵ月ぶりに悪化した。5月以来の50ポイント割れとなり、輸出の回復ペースが鈍化する可能性を示唆している。今後の輸出については、主要輸出先の米国景気が堅調に推移していることから、均せば回復傾向が続くとみるものの、欧州景気の回復に足踏みがみられることや、為替も、夏場以降、緩やかな元高方向となっていることもあり、回復ペースは鈍化すると予想する。

### (4) 個人消費は力強さに欠ける

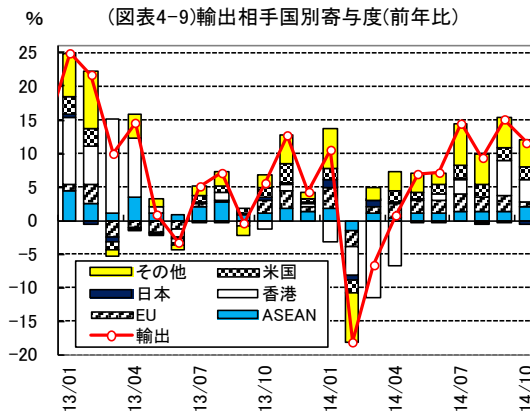
名目ベースの小売売上高は、10月が前年比+11.5%と、5ヵ月連続で伸び幅が縮小した(図表4-10)。2013年通年の同+13.1%を下回り、2014年前半の同+12%台からも減速するなど、弱めの動きが続いている。売上高500万元以上の企業に限定した集計値で、主要品目別の動きを見ると、金・宝石等では、持ち直しの動きがみられるものの、石油製品、電気機器(家電など)、家具などでは、均せば伸びが鈍化傾向となっている。

(図表4-8) 中国貿易収支(金額)と 輸出入(前年比)の推移



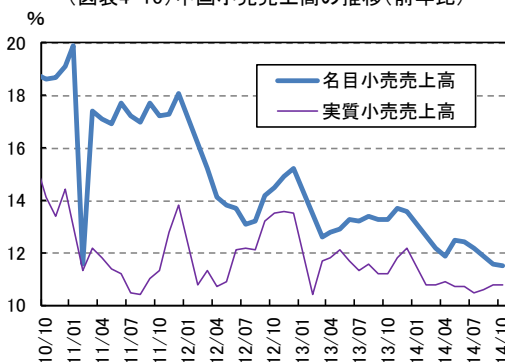
(出所)ファクトセット

(図表4-9) 輸出相手国別寄与度(前年比)



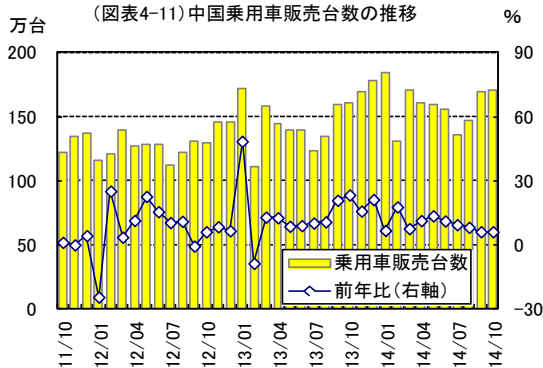
(出所)ファクトセット

(図表4-10) 中国小売売上高の推移(前年比)



(出所)中国国家統計局

(図表4-11) 中国乗用車販売台数の推移



(出所)中国汽車工業協会

売上高に占めるウェイトが最も大きい自動車も、年初の同+10%を上回る水準から、10月には同+4.5%まで鈍化しており、小売売上高の減速につながっている。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、依然として、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、伸びの鈍化が続いている。10月は前年比+6.4%と、5月の同+13.9%から伸び幅の縮小傾向が続き、1-9月累計の同+10.2%を大幅に下回る水準となった（図表4-11）。近年の乗用車販売は、中国内陸部での自動車普及が下支えとなる一方、北京や上海などの沿岸部では、渋滞や深刻な大気汚染問題の影響で、新車購入制限などの規制を実施していることが、伸びの鈍化につながっている。政府は、環境対策として、電気自動車の普及を進めているものの、充電スタンドの不足などが普及の足かせとなっており、しばらくは回復感の乏しい状況が続くとみている。

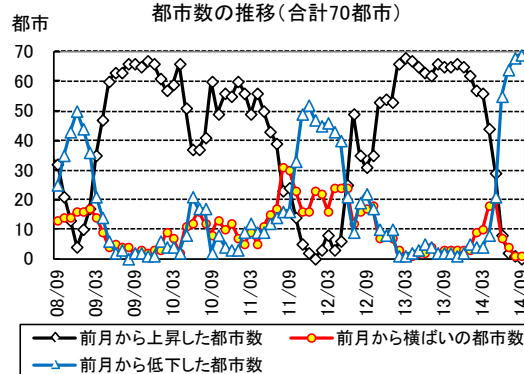
### （5）住宅価格は下落傾向

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、9月にはゼロとなった（図表4-12）。70都市平均の価格の推移を見ると、9月は前月比▲1.0%と、5か月連続で前月を下回った。前年比ベースでも▲1.3%と、約2年ぶりの前年比マイナスに転じている（図表4-13）。こうした背景には、政府が2件目の住宅ローンに対する頭金比率と貸出金利の引き上げに加え、個人住宅の売却に対する20%のキャピタルゲイン課税など、住宅価格の抑制策を導入したことがある。

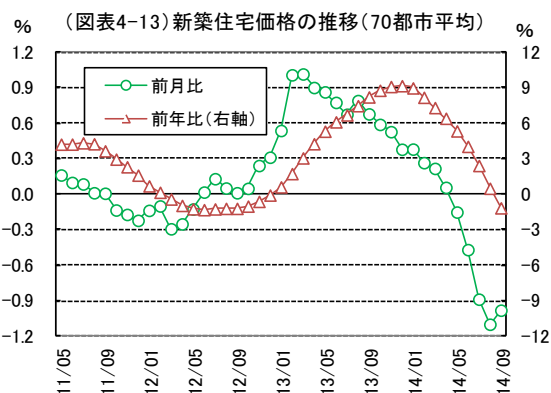
一方、地方政府では、6月にフフホト市（内モンゴル自治区）が住宅保有制限を取りやめたのを皮切りに、住宅購入制限措置の緩和・解除に動いている。人民銀行も、9月には、1件目の住宅ローンを完済し、2件目の購入が住み替え目的であれば、1件目と同様の頭金比率と貸付金利を適用できるとの通達を公布し、住宅価格抑制策の緩和に動いている。ただ、不動産供給業者では、資金繰りの悪化を避けることもあって、在庫処分を進める動きがみられるほか、需要サイドでも、今後の値上がり期待の後退で、投資意欲が低下し、買い控えにつながっている。加えて、北京、上海などの主要都市では、住宅購入制限措置を維持していることもあり、住宅価格の低下傾向はしばらく続くとみられ、持ち直しは2015年以降と予想する。

住宅価格の下落は、地方政府にとって、不動産販売に関する税収や土地所有権の売却益が主たる収入源となっていることから、財政の悪化につながる可能性が高い。中央政府は、地方政府の投資や負債の拡大に歯止めをかけ、財政規律を強化する方針を打ち出しているものの、今後も不動産市場の悪化に歯止めがかからず、景気の底割れの可能性が高まった場合には、各地方政府の状況を踏まえつつ、小粒な景気刺激策を打つなど、柔軟な政策対応をとってくるものと予想する。

（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）中国国家統計局



（出所）中国国家統計局



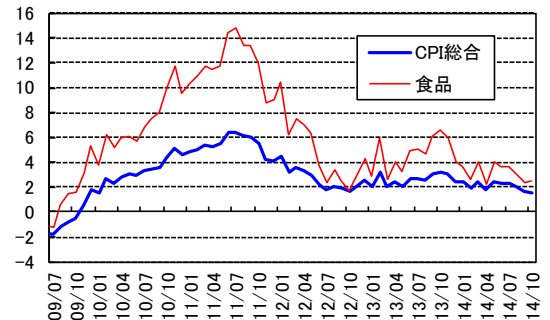
## (6) インフレ圧力が弱まる

消費者物価指数（以下、CPI）は、昨年10月をピークとして、伸びの鈍化が続いている（図表4-14）。10月は前年比+1.6%と、9月と同じ伸び幅となった。中央政府の2014年の物価目標である同+3.5%前後を大きく下回っており、インフレ圧力が弱まった状態が続いている。

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、均せば伸びが鈍化傾向で推移している。9月は同+2.5%と、2ヵ月ぶりに上昇率が小幅拡大したものの、直近でもっとも伸び幅の大きかった5月の同+4.1%から▲1.6ポイント縮小した。内訳項目の野菜価格は、4月以降マイナスの伸びが続いているほか、国民生活には欠かせない豚肉価格も10月は同▲3.1%と、10ヵ月連続の前年比マイナスとなっており、食品価格の押し下げにつながっている。非食品価格も、商品価格の下落や住居費の伸び鈍化もあって、10月は同+1.2%と、4ヵ月連続で上昇幅が縮小し、物価の下押し圧力となっている。

景気が減速し、インフレ圧力も弱まっていることから、政府は金融緩和策をとりやすい環境となっている。人民銀行は、4月以降、一部の銀行を対象に預金準備率の引き下げを行なったほか、9、10月には7,695億元の短期資金を供給した。今後も景気の大幅な悪化を避けるため、短期資金供給で流動性の確保や低めの金利への誘導を図りつつ、2015年には都市部の大手銀行に対して、預金準備率の引き下げに踏み切ると予想する。

(図表4-14)消費者物価指数の推移(前年比)

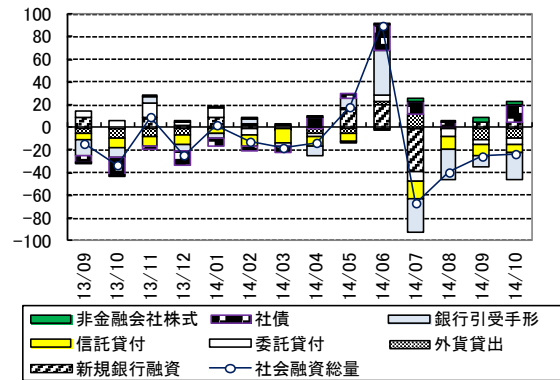


(出所) 中国国家统计局

## (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、10月が前年比+8.4%と、人民銀行による流動性供給などもあって、2ヵ月連続のプラスとなった。一方、实体经济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ーバンキングの一部、株式・債券発行等）は同▲23.3%と、4ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も二桁減が続いている（図表4-15）。社会融資総量のうち、主としてシャドーバンキングによる与信の減少が、全体の落ち込みにつながっている。

(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

習主席は、中国経済がかつてのような高成長を必要とせず、「新常态（ニューノーマル）」に入ったと指摘しており、製造業の過剰設備の解消や新興産業の育成など、経済の構造転換を優先する姿勢を強めている。李首相も、政府が通年の目標とする成長率は「7.5%前後」とし、7.5%を下回ることを容認する発言を行っており、2015年3月の全国人民代表大会（全人代）では、成長率の目標を「7%前後」に引き下げるとみている。シャドーバンキングと密接に結びついている地方政府の債務についても、残高抑制策などを中心に抜本的処理を進める方針を打ち出している。こうした状況から、政府は大規模な景気対策には、引き続き慎重姿勢をとるとみており、今後実施するとしても、これまでどおり小粒な策で景気を下支えするレベルにとどまる可能性が高い。

## 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、底堅い米国景気などを背景に、外需が持ち直し傾向となっているほか、内需の下支えもあって、多くの国で緩やかな回復に向かっている。

台湾は堅調な外需に支えられ、緩やかな回復を見込む。韓国とシンガポールは価格競争力の低下を背景とした、輸出の伸び悩みが足かせとなって、停滞気味の推移を予想する。

タイでは、政情不安が後退したことで、内外需とも緩やかな回復傾向で推移するとみる。マレーシアとフィリピンは、堅調な内外需に支えられ、安定成長が続くとみている。インドは、新政権による規制緩和の進展もあり、成長率は次第に上向くと予想する。インドネシアは、内需の停滞が続くことで、景気の回復は鈍いものにとどまろう。

(図表5-1) その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測

金融政策は、マレーシア、フィリピンでは、インフレ圧力が高まっていることで、再度利上げが実施される可能性が高い。一方、韓国は追加利下げを見込む。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。

豪州景気は民間設備投資や輸出の回復の遅れを背景に、停滞気味の推移を予想する。

	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)	2016年 (予測)
韓国	3.0%	3.4%	3.5%	3.4%
台湾	2.1%	3.6%	3.6%	3.5%
シンガポール	3.9%	3.1%	3.0%	2.8%
フィリピン	7.2%	6.3%	6.5%	6.0%
インドネシア	5.8%	5.1%	5.5%	5.8%
タイ	2.9%	1.3%	3.9%	4.2%
マレーシア	4.7%	5.5%	5.4%	5.3%
香港	2.9%	2.6%	3.0%	3.3%
インド	4.6%	4.9%	5.8%	6.2%

豪州	2.4%	3.0%	3.1%	3.3%
----	------	------	------	------

(注) インドは年度ベース(4月～翌3月)

### (1) アジア NIEs 諸国は明暗が分かれる

#### 〈韓国〉

韓国の2014年7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.9%と、4-6月期の同+0.5%から、2四半期ぶりに伸び幅が拡大した(図表5-2)。ただ、在庫の積み上がりの寄与が大きい。その他の需要項目を見ると、個人消費は4月のフェリー沈没事件の影響が薄れたことで持ち直したものの、輸出が4四半期ぶりのマイナスとなっている。

今後も、輸出は主力のスマートフォン分野で安価な中国製品との競争激化が続くとみられることから、回復が遅れるとみる。個人消費は、住宅ローンの増加による家計のバランスシートの悪化などを背景に、回復ペースは緩慢とみられ、韓国経済は停滞気味の推移を予想する。

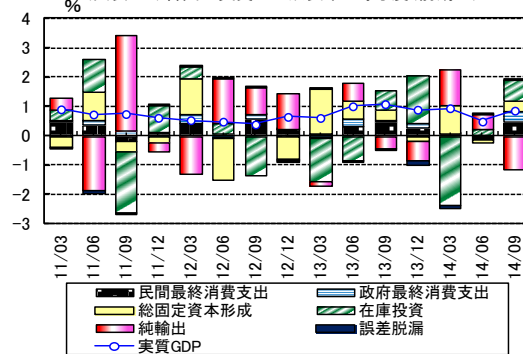
政策金利は10月の金融政策決定会合で0.25%引き下げられ、過去最低水準の2.00%となった。物価については、10月の消費者物価指数(CPI)が前年比+1.2%と、インフレ率の目標下限である同+2.5%を下回る伸びが続いている。今後も景気回復ペースが鈍いとみられることから、2015年前半に追加利下げに踏み切る可能性が高い(図表5-3, 4)。

政策金利は10月の金融政策決定会合で0.25%引き下げられ、過去最低水準の2.00%となった。物価については、10月の消費者物価指数(CPI)が前年比+1.2%と、インフレ率の目標下限である同+2.5%を下回る伸びが続いている。今後も景気回復ペースが鈍いとみられることから、2015年前半に追加利下げに踏み切る可能性が高い(図表5-3, 4)。

#### 〈台湾〉

台湾の7-9月期実質GDP成長率は前年比+3.8%と、4-6月期とほぼ同じ伸びとなった(図表5-5)。輸出がスマートフォン向け電子部品を中心に好調だったものの、個人消費は9月に発覚した食品偽装問題を受け、伸び悩んだ。今後の輸出は、先行指標の輸出受注指数のプラス傾向が続いている

(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

こともあり、引き続きスマートフォン関連を中心に堅調な推移が続く可能性が高い。一方、個人消費は、賃金の上昇ペースの鈍さなどもあり、伸び悩むとみられ、景気の回復ペースは緩やかとみる。

10月の消費者物価指数（CPI）は前年比+1.1%と、前月から小幅に伸びが拡大した。ただ、今後もインフレ圧力は弱い動きが続くとみており、金融政策も様子見姿勢が維持されると予想する。

### <シンガポール>

シンガポールの7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+2.4%と、4-6月期と同じ伸びを維持した（図表5-6）。医薬品や電子部品などの製造が下支えとなった。今後は、安定的な雇用環境などを背景に、個人消費が堅調に推移するとみるものの、欧州や中国景気の回復の遅れもあって、輸出は伸び悩むとみており、成長率3%前後で回復感の乏しい動きが続くと予想する。

外国人労働者規制の強化で、労働需給がひっ迫し、賃金上昇に伴うインフレ圧力が高まっていくとみており、今後も緩やかなシンガポールドル高を容認する引き締めの金融政策を維持するとみる。

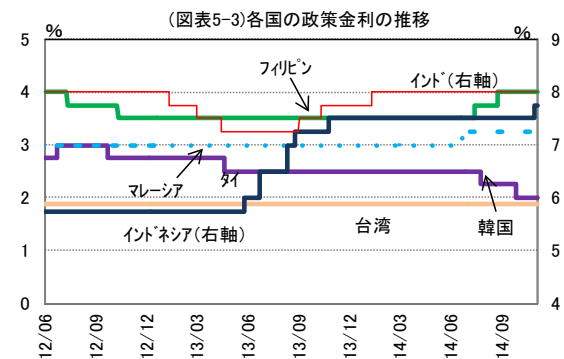
## （2）ASEAN諸国は緩やかな回復が続くと予想

### <インドネシア>

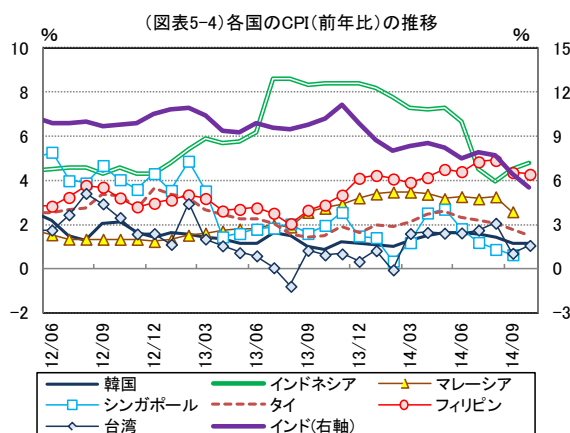
インドネシアの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、前期の同+5.1%から伸び幅が縮小した。未加工鉱石の禁輸措置により、輸出の低迷が続いたほか、個人消費が減速した。ジョコ・ウィド新政権下でも未加工鉱石の禁輸措置の影響が残ることなどから、輸出は低迷が続くと予想する。個人消費も、11月に実施された燃料補助金の削減が足かせになるとみられることから、伸び悩みが予想される。2014年の成長率は5%台前半にとどまろう。中銀は11月、燃料補助金の削減に伴うインフレ圧力の高まりに対処するため、政策金利を0.25%引き上げた。ただ、今後については、景気の回復ペースの鈍さを背景に、様子見姿勢が続くと予想する。

### <タイ>

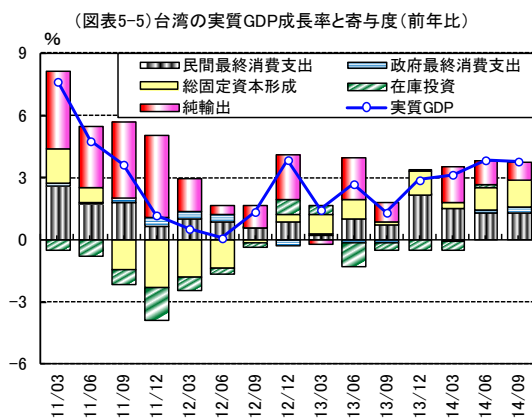
タイの7-9月期実質GDP成長率は前年比+0.6%



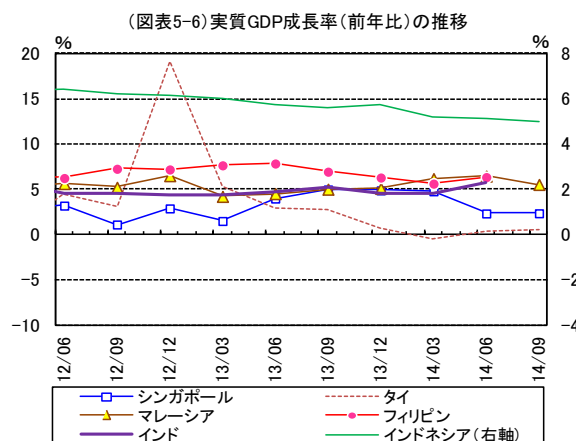
(出所)各国統計局より明治安田生命作成



(出所)各国統計局より明治安田生命作成



(出所)台湾行政院主計処



(出所)各国統計局より明治安田生命作成

と、前期の同+0.4%から伸び幅が拡大した。5月のクーデター以降、米担保融資制度が再開されるなど、政府機能が回復したことで消費者信頼感が持ち直し、個人消費がプラスとなった。

2014年の成長率は、1-3月期のマイナス成長を受けて2%を下回るとみるが、2015年には4%弱まで持ち直すと予想する。中銀は、11月の金融政策委員会で、現在の金融政策は適度に緩和的であり、足元の景気回復の妨げとはならないとの見方のもと、政策金利をすえ置いた。コアCPIは、10月が前年比+1.67%と、2%を下回る推移が続いており、今後も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7-9月期実質GDP成長率は前年比+5.6%と、前期の同+6.5%から減速した。内訳を見ると、個人消費は伸び幅が拡大したものの、EU向け輸出の伸び鈍化が足かせとなっている(図表5-7)。

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る。輸出についても、米国向けを中心に回復傾向で推移するとみているほか、輸出産業を中心に固定投資も堅調に推移するとみられ、安定した成長が続くと予想する。9月の会合

で、中銀は政策金利を3.25%にすえ置いた。足元のCPIは、前年のベース効果もあり、伸びが鈍化傾向にあるものの、今後については、10月初旬に実施された燃料補助金の削減や、4月に予定されている財・サービス税の導入などが物価上昇圧力となるとみられる。加えて、堅調な景気回復が続く可能性が高く、中銀は年度内にも再び利上げを実施すると予想する。

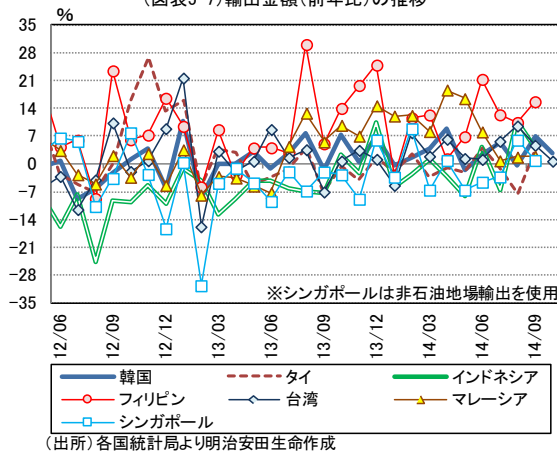
### <フィリピン>

フィリピンの4-6月期実質GDP成長率は前年比+6.4%と、前期の同+5.6%からプラス幅が拡大した。在庫投資が2四半期連続のマイナス寄与となったものの、個人消費や輸出が前期に引き続き、堅調な推移となった。今後についても、米国景気の回復などを受けた海外労働者からの送金の増加が、民間消費の下支えになるとみていることなどから、景気は堅調に推移すると予想する(図表5-8)。中銀は、2015年にかけてインフレ率が目標を上回るリスクがあるとして、9月に政策金利を2会合連続で25bp引き上げ、4.00%とした。今後も、景気回復と共にインフレ上昇圧力が高まるとみられ、年内に再び利上げに踏み切ると予想する。

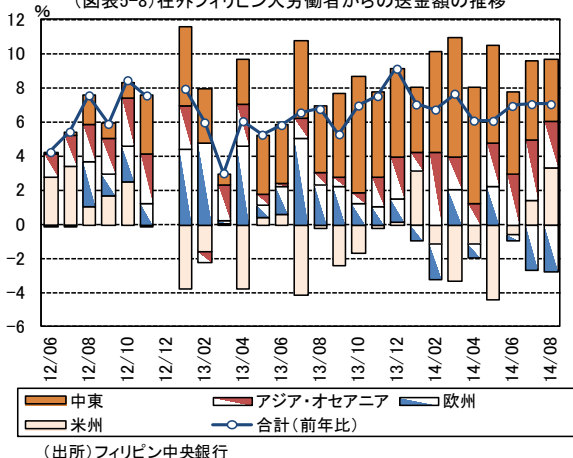
### <インド>

インドの4-6月期実質GDP成長率は前年比+5.7%と、前期の同+4.6%から伸び幅が拡大した。10月のCPIは同+5.5%と落ち着いている。懸念されていたモンスーン期の雨量についても、7-8月の降雨により、大規模な干ばつは避けられる見込みであり、食品価格の安定につながるとみる。物価上昇圧力の緩和を受け、中銀はしばらく様子見スタンスをとるとみる。モディ政権は民間企業による採炭を40年ぶりに認可したほか、不動産・建設分野で外資規制を緩和するなど、各分野で規制緩和を進めている。こうした改革の効果もあり、2016年にかけて成長率は次第に上向くと予想する。

(図表5-7) 輸出金額(前年比)の推移



(図表5-8) 在外フィリピン人労働者からの送金額の推移





### (3) 豪州経済は停滞気味の推移を予想

豪州経済は、回復ペースが鈍化している。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.5%と、13 四半期連続のプラスとなったものの、1-3 月期の同+1.1%から伸び幅が縮小した(図表 5-9)。輸出が 9 四半期ぶりの減少となったことが、主たる押し下げ要因となった。住宅投資も、前期が高い伸びとなった反動などで鈍化した。今後、住宅投資は回復傾向で推移するとみるが、個人消費が緩慢な伸びにとどまるとみられるほか、輸出や民間設備投資の低迷も続く可能性が高いことから、豪州経済は停滞気味の推移を予想する。

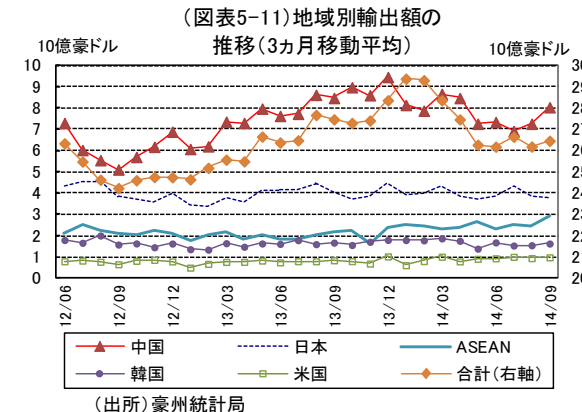
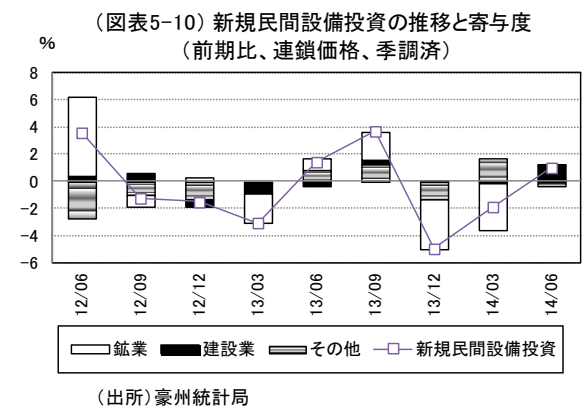
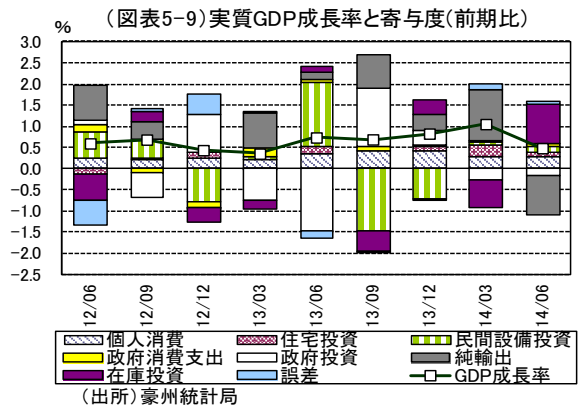
民間設備投資は、2013 年 10-12 月期以降、減少傾向で推移してきたが、2014 年 4-6 月期は前期比+1.0%とプラスに転じた(図表 5-10)。住宅を中心とした底堅い建設需要を背景に、建設業の設備投資が伸びたことが押し上げ要因となった。今後は、設備投資の約 6 割を占める鉱業部門が、設備稼働率の低迷を背景に、減速傾向が続くとみられ、民間設備投資は減少傾向で推移すると予想する。

個人消費は、9 月の名目小売売上高が前月比+1.2%と、3 ヶ月ぶりに伸び幅が拡大したものの、年明け以降、均せば鈍化傾向で推移している。高所得者向けの所得課税が強化されたことや、失業率が 6.2%付近で高止まりするなど、雇用環境の改善が遅れており、賃金も伸び悩んでいることが影響している。2015 年 1 月からは、若年者向け失業給付の支給開始までのすえ置き期間が延長される予定となっているほか、2015 年 7 月からは医療費負担の拡大も始まることから、個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

一方、住宅投資は、慢性的な住宅の不足が続くなか、緩和的な金融環境や、新規住宅取得者向け補助金などが追い風となって、均せば底堅い推移が続いている。人口増加が続いていることや、低金利政策の効果もあって、今後も住宅投資は回復傾向で推移するとみる。

輸出は年初以降、鉄鉱石や石炭価格の下落などを背景に、減少傾向で推移していたものの、足元では下げ止まりつつある(図表 5-11)。中国向け輸出が、持ち直したことが背景にある。ただ、輸出の 3 割を占める中国景気は今後も停滞気味の推移が続くとみられ、資源需要の大幅な拡大が見込めないことから、今後の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、11月4日の金融政策決定会合で、政策金利を過去最低水準の2.50%に16会合連続ですえ置いた。RBAが重視する基調インフレ率を見ると、7-9月期は2.55%と、前期から伸び幅が縮小し、RBAの目標レンジ(前年比+2.00%~同+3.00%)の中央付近で推移している。今後も、炭素税廃止の効果や賃金の伸び悩みなどを背景に、基調インフレ率は弱めの動きが続くとみており、当面は政策金利のすえ置きが継続されるとみる。



## 6. 商品相場見通し

### (1) 今後の原油価格は上値が重いと予想

WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）価格は、世界景気の減速懸念や原油の供給過剰、OPEC（石油輸出国機構）の減産見送り観測などを背景に、7月以降大幅に下落した（図表6-1）。北海ブレント（以下、ブレント）価格も、6月中旬以降、下落基調を強めている。CFTC（米商品先物取引委員会）が公表するWTI建玉を見ると、足元で投機マネーの流出が急速に進んでいる様子が見え始める。

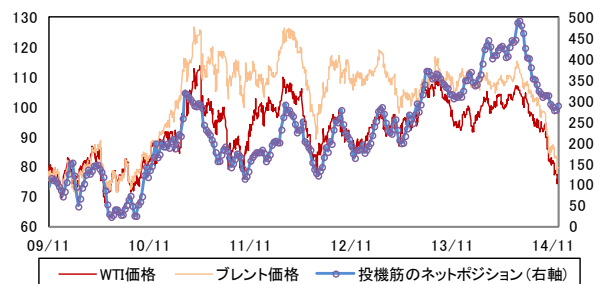
原油価格の急落を受け、産油国では原油収入の減少で財政が悪化するとの懸念が高まっている。各産油国では、財政収支の均衡を保つための均衡原油価格が設けられているが、サウジアラビア、イランなどは、すでに原油価格が均衡水準を下回っている（図表6-2）。ただ、サウジアラビアやクウェート、UAE（アラブ首長国連邦）など、多くのOPEC加盟国は、シェア確保を優先するため、減産には消極的な姿勢を示している。特に、サウジアラビアでは、国営石油会社サウジアラムコが自国産原油アラビアンライトの価格を引き下げ、本格的にシェア拡大に踏み出した。OPECでは全会一致が議案決定の条件であることから、目先の総会では減産措置が見送られるとみられる。

世界景気の減速懸念で需要が弱含んでいるのに加え、世界的に原油生産量が増えていることなどを背景に、原油の需給は緩和している。IEA（国際エネルギー機関）は10月月報で、2014年の世界石油需要の拡大予測を日量70万バレルとし、9月月報から20万バレルも下方修正したほか、2015年の需要拡大予測も引き下げた。特に、欧州や中国からの需要が伸び悩んでいることが、全体を押し下げている。一方、供給面では、米国の原油在庫は過去最高水準まで積み上がっているものの、シェールオイルの増産を背景に、現在も生産量が拡大している（図表6-3）。国内の政情不安から、製油所が一時閉鎖されていたリビアについても、足元では生産量が回復しており、OPEC産油量は、依然として高水準を保っている。世界的な生産拡大傾向は続くことなどから、原油の需給は今後も緩和された状態が続くとみる。

今後の原油相場は、原油安による産油国の財政不安が懸念材料となるものの、世界的な供給過剰が続くなか、OPEC加盟国に減産の意向がないとみられることなどからも、上値は重いとみている。2015年のWTI価格は75～85ドルをコアレンジとした推移を予想する。

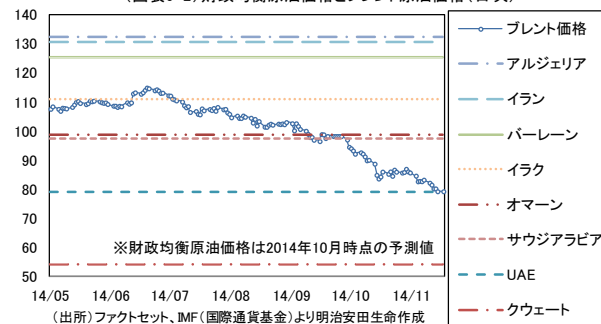
### (2) その他商品は、総じて軟調に推移

ドル/バレル（図表6-1）WTI原油価格（日次）と投機筋ポジション（週次）千枚



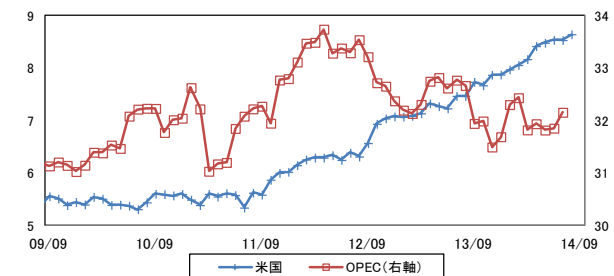
(出所)ファクトセット

ドル/バレル（図表6-2）財政均衡原油価格とブレント原油価格（日次）



※財政均衡原油価格は2014年10月時点の予測値  
(出所)ファクトセット、IMF(国際通貨基金)より明治安田生命作成

百万バレル/日（図表6-3）米国とOPECの生産量推移



(出所)ファクトセット、EIA(米エネルギー情報局)より明治安田生命作成

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、原油価格の大幅な下落を背景に、低下基調で推移している(図表6-4)。主要分野の動き(10月末日現在)を見ると、過去3ヵ月では、穀物(+0.7%)が上昇したものの、エネルギー(▲11.1%)、産業素材(▲2.6%)、貴金属(▲15.3%)は軒並み下落した(図表6-5)。

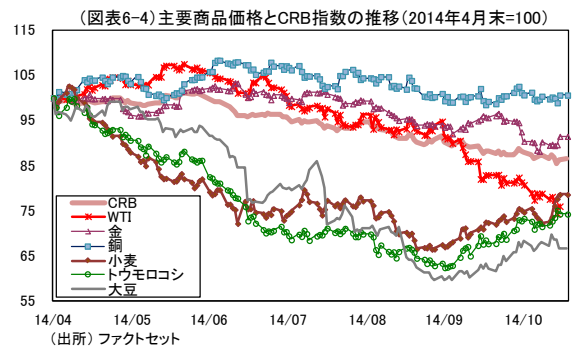
産業素材分野のうち、銅価格は軟調に推移している。背景には、最大消費国である中国の景気減速や、過去最高水準まで積み上がっているLME(ロンドン金属取引所)在庫などがある。中断していたインドネシアの鉱石輸出が8月に再開し、同国からの供給懸念が和らいでいることなどからも、銅価格は今後も低調な推移が続くと予想する。

貴金属分野のうち、金価格は地政学リスクへの懸念が一服したことなどを背景に、安全資産としての需要が後退している。米国景気が堅調に推移していることから、軟調な推移が続くとみる。

穀物分野のうち、小麦価格は、供給過剰懸念で9月に4年ぶりとなる安値をつけた。背景には、主要生産地帯の米中西部で作物の生育に適した穏やかな天候が続いたことなどから、生産量が過去最高水準になると見込まれていることがある。足元では、米中西部の降雨や豪州の乾燥した天候などで収穫の進捗に遅延が生じ、価格が上昇しているものの、USDA(米農務省)が発表するWASDE

(世界農業需給予測)レポートの2014-2015年需給予測は依然として生産量が過去最高水準で推移している(図表6-6)。小麦価格は、今後も安値圏での推移が続くとみている。大豆価格も、過去最高水準の生産見通しを背景に、9月に4年ぶりとなる安値圏まで低下した。米中西部で降雨が続いたことから収穫作業が滞り、足元で価格は上昇している。ただ、USDA発表の来年度期末在庫率は大幅な拡大が見込まれており、上昇ペースは徐々に鈍化すると予想する。トウモロコシ価格は、順調な作付け作業による供給過剰懸念を背景に、9月に4年ぶりの安値を記録したものの、主要生産国のウクライナで乾燥した天候による減産観測が台頭しており、価格は足元で上昇している。ただ、米国など、他の生産国では引き続き過去最高水準の生産量が見込まれていることなどから、トウモロコシ価格の上昇ペースは当面弱いものととどまるとみている。

今後の商品市況については、世界的な原油供給過剰などを背景に、エネルギー価格の上値が重いとみられるほか、穀物分野は過去最高水準の生産量が見込まれていることなどから、今後も低調な推移が続くとみている。2015年のCRB指数(10月末日現在:271.96)は5%程度の低下を予想する。



(図表6-5) 主要商品の価格変動率(%)

		1ヵ月間	3ヵ月間	1年間
CRB		▲ 2.4	▲ 7.6	▲ 2.1
エネルギー	総合	▲ 8.0	▲ 11.1	▲ 9.1
	原油	▲ 11.6	▲ 18.0	▲ 16.4
	天然ガス	▲ 6.0	0.8	10.2
産業素材	総合	2.8	▲ 2.6	▲ 13.4
	アルミニウム	4.0	2.5	7.8
	ニッケル	▲ 3.0	▲ 14.9	7.7
	銅	1.3	▲ 5.7	▲ 7.7
	綿花	5.0	2.5	▲ 16.5
貴金属	総合	▲ 4.6	▲ 15.3	▲ 17.8
	金	▲ 3.3	▲ 8.7	▲ 11.5
	銀	▲ 5.6	▲ 21.1	▲ 26.3
穀物	総合	14.2	0.7	▲ 16.1
	小麦	11.5	0.4	▲ 20.2
	大豆	14.6	▲ 14.5	▲ 18.3
	トウモロコシ	17.5	5.5	▲ 12.0

(出所)ファクトセット ※2014年10月末時点の価格変動率

(図表6-6) 世界の穀物需給

(百万トン)		2012/2013	2013/2014 見込	2014/2015 予想
小麦	生産量	657.9	714.7	719.9
	消費量	679.4	703.8	712.7
	期末在庫量	174.8	185.7	192.9
	在庫率(%)	25.7	26.4	27.1
	米国在庫率(%)	21.4	21.4	22.2
大豆	生産量	268.1	285.0	312.1
	消費量	260.5	272.0	285.8
	期末在庫量	56.3	66.9	90.3
	在庫率(%)	21.6	24.6	31.6
	米国在庫率(%)	15.6	17.4	22.5
トウモロコシ	生産量	868.0	989.2	990.3
	消費量	864.7	954.0	971.8
	期末在庫量	137.8	173.0	191.5
	在庫率(%)	15.9	18.1	19.7
	米国在庫率(%)	14.4	16.0	17.7

(出所)USDAより明治安田生命作成 ※2014年11月時点

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。