

潮 流

「追加金融緩和」をどう考えるか

常務取締役 柳田 茂

日本にとって17年振りとなる消費税上げとともに始まった2014年度も早二ヶ月を経ようとしている。この間に確認された主要な国内経済指標を振り返ると、まず5月15日に内閣府が発表した1～3月期の国内総生産は個人消費の盛り上がりと企業の設備投資の拡大により年率換算5.9%と事前予想を上回る高い伸び率が確認され、4月以降の個人消費についても百貨店・スーパー等の販売の減少が概ね「想定範囲内」に止まるなか、5月12日に発表された4月の景気ウォッチャー調査の先行き判断指数が過去最大の上げ幅を示すなど、総じて悪くない内容が続いている。

現時点で4月以降の景気実態を見きわめるのは時期尚早ではあるが、これまでの動きをフラットに判断する限り、日本経済は国民の底堅い消費意欲に支えられて、昨年来懸念されていた消費税率引き上げによるリセッション（景気後退）リスクを回避しつつあるように見える。加えて、出遅れていた設備投資に復調の動きが認められたことも、日本経済の先行きへの好材料であろう。

国内経済にこのような力強い動きが見られる一方で、金融市場においては、今年度に入ってからの日経平均株価が4月3日の15,164円を高値として1万4千円台でもみあう冴えない状況が続いている。これは、市場参加者の大宗が、依然として景気の先行きへの懐疑的な見方を払拭しておらず、このため今後の金融市場の最大材料として日銀の追加金融緩和を想定し、その蓋然性と時期を計りかねていることが大きな要因であると考えられる。

しかし、冷静に考えれば、日銀が昨年打ち出した「異次元緩和」自体がまだ実施途上の段階にあり、かつ「2015年度を中心とする期間に物価上昇率2%実現」の目標が明らかに危ぶまれる状況でないなかでは、日銀が政策変更へ踏み切る必然性に乏しいと見るべきだろう。また、現実問題として、物価の番人であると同時に金融システムにも責任を負う日銀としては、物価の上昇と長期金利の急激な上昇回避という相反する二つの目標を意識しなければならず、追加金融緩和への期待によって長期金利が低位安定推移している現在の状況は、実は「都合がよい状態」であるとも考えられる。実際に追加金融緩和が行われた場合、その効果よりも材料出尽くしで金融市場が荒れるといった副作用の方が強く出る可能性も否定できない。

4月30日の記者会見において黒田総裁は、「必要と判断する状況になれば、躊躇なく調整を行う」と述べ、デフレ脱却のため必要ならば追加の金融緩和も辞さない姿勢を強調したが、実効性が危まれる戦力の逐次投入はできれば避け、「期待」に止めておきたいというのもまた本音であろう。

いずれにしろ注目すべきはこれから発表される4～6月期の経済指標であり、とりわけ物価と個人消費の動向が、これからの金融政策を読み解くうえでのポイントとなるだろう。

私個人としては、「追加金融緩和が期待できなくなった局面の金融市場の姿」について、そろそろ頭の体操を始めるべき時期に来ているように思われる。

反動減からのリバウンドとその持続性へ注目集まる

～政府・日本銀行は、反動減は想定内と評価～

南 武志

要旨

2014年1～3月期の経済成長率は前期比年率5.9%と、消費税増税を前にした駆け込み需要が想定以上に強かったことが確認できた。4月に入り、その反動減の動きが出ているが、政府・日本銀行では需要の落ち込みは想定内との認識を示している。とはいえ、増税による所得減を穴埋めするほどの賃上げが実現できたわけではなく、輸出の緩慢さや公共事業の景気押し上げ効果が既に出尽くしていることを踏まえれば、7～9月期に期待されるリバウンド後の回復テンポは緩やかなものにとどまると思われる。こうした動きを前提にすれば、現状1%台前半にまで高まった消費者物価の上昇圧力も先行き弱まるだろう。

それを受けて、政府・日本銀行は追加の経済対策を検討・実施する可能性が高いだろう。こうした状況下、長期金利の1%割れ状態は当面継続すると予想される。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2014年				2015年
		5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.670	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.2100	0.18～0.23	0.15～0.23	0.15～0.23	0.15～0.23
短期プライムレート	(%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475
国債利回り	10年債	(%)	0.600	0.55～0.75	0.55～0.85	0.55～0.85
	5年債	(%)	0.185	0.15～0.30	0.15～0.35	0.20～0.40
為替レート	対ドル	(円/ドル)	101.5	98～108	100～112	100～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	138.9	130～150	135～155	135～155
日経平均株価	(円)	14,337	14,000±1,000	13,750±1,000	14,250±1,000	14,500±1,000

(資料) NEEDS・FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注) 実績は2014年5月22日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

国内景気：現状と展望

1～3月期のGDP第1次速報によれば、消費税増税を前にした駆け込み需要が想定以上に盛り上がったこともあり、経済成長率は前期比年率5.9%と、市場の事前予想(同4%台)を大きく上振れる内容となった。また、GDPデフレーターも前年比横ばいと、19四半期ぶりにマイナス圏から脱した。アベノミクス「第2の矢」である財政政策の効果はすでに息切れしているほか、今回の高い成長は駆け込み需要という特殊要因による面が大き

いが、円安進行と企業・家計の先行き期待を持ち上げたことで、日本経済には長らく見られなかった前向きの好循環が芽生えようとしていたことは確かであろう。問題は、4月以降に発生している反動減とそのリバウンド、さらには年度下期には安定成長経路に向けてキャッチアップする動きが強まるか、という点である。

何としても今回の消費税増税を無難に乗り切りたい政府は、5.5兆円規模の経済対策を策定したほか、賃上げムードの醸成に努めるなど、それなりに注意を払

ってきた。なお、政府はこれまでのところ、反動減は想定内と評価しており、いずれ元の成長経路に戻ろうとする動きが強まるとの見方を崩していない。

さて、今後のリバウンドやその持続性を左右するのは、家計所得の動きが重要であろう。今春の賃金交渉においては、主要企業においてはベースアップ復活もあり、例年以上の成果が得られたほか、13年度の企業業績が過去最高益を更新したこともあり、夏季賞与は比較的好調と予想される。しかし、増税によって2%程度上昇する物価を考慮すれば、実質所得は目減りする可能性は否定できず、秋以降の家計の消費行動にとって抑制的に働くと見られる。さらに、最近ではエル・ニーニョ現象が発生する可能性が指摘されており、冷夏・暖冬が消費の先行きに与える影響も懸念される。

一方、調整局面にある民間消費を穴埋めするには、輸出が相変わらず鈍いことは気掛かりである。4月の貿易統計から作成された実質輸出指数は前月比1.3%と2ヶ月ぶりのプラスながらも、小幅増にとどまった。その背景には、海外経済の回復テンポの緩慢さがあるとみられる。また、13年度末にかけて増加傾向を強めた民間企業設備投資も、一旦は足踏みの動きが出るとみられるほか、人手不足や資材高騰に直面する公共事業も、景気押し上げ効果は既に尽くしている。

以上を踏まえれば、国内景気は14年度上期には反動減とリバウンドが観測された後は、緩やかな持ち直しに落ち着き、年度下期にも持続的成長経路に回帰しようとする動きが強

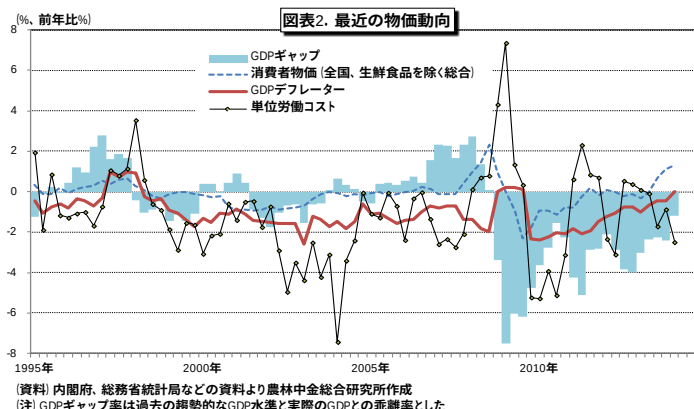
まることは期待できないだろう（経済見通しは後掲レポートをご参照下さい）。

一方、物価については、円安進行による輸入品価格の上昇や電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰などを主因に全国消費者物価（生鮮食品を除く）は13年半ばに下落状態から抜け出したが、その後も需給改善による物価押し上げ効果も徐々に強まった。13年度末にかけては増税前の駆け込み需要が強まったこともあり、同1%前半で推移した。また、食品（除く酒類）・エネルギーを除くベースでも上昇率は同0.7%（3月分）まで上昇率が高まってきた。

しかし、先行きについては、既に円安やエネルギーによる物価押し上げ効果が一巡しているほか、駆け込み需要の反動減が発生すること、さらに耐久財の値下げ圧力が再び強まるなど、需給バランス改善による物価押し上げ効果が剥落するものと思われる。増税要因によって表面的には3%前後まで物価上昇率は高まるが、増税要因を除けば逆に上昇圧力は徐々に弱まるものと予想する。

金融政策：現状と見通し

新年度入り後に開催された3回の金融政策決定会合では、一部の緩和期待をよそに、現行の量的・質的金融緩和の維持



が決定されている。これは、「消費税の影響は一時的であり、2%の物価安定目標に向けて順調にたどっている」と日銀がこれまで繰り返してきた認識と整合的な結論といえる。黒田総裁は、必要であれば政策の調整は躊躇なく実施するとしたものの、基本的には追加の緩和期待を牽制する発言を繰り返している。

量的・質的金融緩和の導入当初は下落状態であった消費者物価（全国）は、前述の通り、前年比 1%台前半にまで上昇率を高めた。低位安定状態の金利動向を踏まえれば、実質マイナス金利状態を作り出すことで、民間部門の経済活動を十分サポートしていると評価できるだろう。

今後の金融政策については、増税後の物価の動きが鍵を握ることは間違いない。4 月末に公表された展望レポートにおいて、日銀は 15 年度にかけて 2%程度の物価上昇を達成し、その後も 2%前後の安定的な物価上昇が続くと予測しているが、当総研も含め民間エコノミストのほとんどは、上述のとおり、14 年度内には物価上昇率が縮小すると予想するなど、「2 年で 2%の物価上昇」には依然として懐疑的である。今後の物価経路が日銀のシナリオ通り、「1%台前半で推移」している限り、追加緩和はないとみるべきであろうが、仮に日銀見通しを下振れて推移す

る可能性が予見でき、「2 年で 2%」の達成が困難との見方が強まれば、追加緩和に向けて動かざるをえないと予想する。政府の消費税率再引き上げの判断を支援する上でも、早ければ夏場にも追加緩和の検討・実施を行う可能性がありうるだろう。

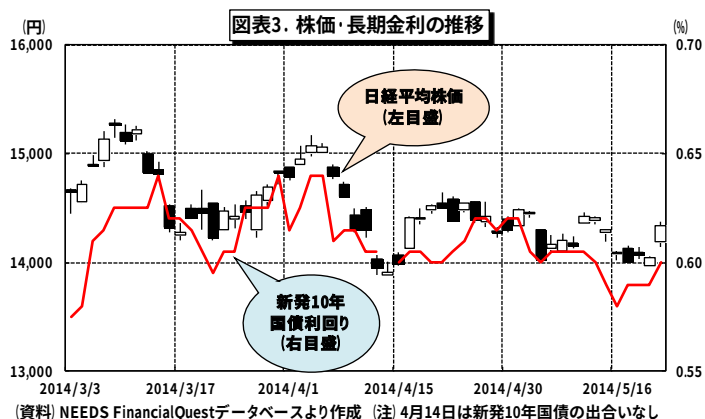
金融市場：現状・見通し・注目点

米国の雇用環境は徐々に改善しつつあることから、米 FRB による資産買入れ額は FOMC 開催のたび、100 億ドルずつの減額が決定されてきた。さらに、15 年上期には利上げがありうるとの予想も一時浮上、内外の金融資本市場に少なからぬ影響を与えた。一方で、新興国経済の先行き警戒も燦々しているほか、ウクライナ情勢などの行方を巡る不透明感も強い。国内では消費税増税後の景気・物価動向を見極めようとする投資家も多く、膠着気味の相場展開となっている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

13 年 4 月に導入された量的・質的金融緩和の導入直後、乱高下を繰り返しながら上昇傾向を強めた長期金利（新発 10 年物国債利回り）であったが、日銀の柔軟な対応や民間金融機関のポジション調整終了などもあり、7 月以降は落ち着きを取り戻し、低位安定状態が再び強まった。年末には、米長期金利の上昇につられて 0.7%台に上昇する場面もあったが、14 年入り以降は再び低下に転じ、0.6%前半でもみ合う展開が続いたが、直近は 0.6%割れでの推移となっている。また、



最近では日銀による大量の国債購入の結果として流動性の低下が意識される状況となっている。

先行きについては、米国経済の回復期待やそれに伴う米長期金利の上昇見通しなどが国内の長期金利の上昇要因として意識される場面もあるだろう。しかし、極めて強力な緩和策の効果が浸透していること、増税後の国内景気・物価の足踏み予想、さらにはそれを受けた追加緩和への思惑などは金利上昇を抑制するものと思われる。しばらくは現状水準での展開が続くと予想する。

② 株式市場

アベノミクスへの期待感から13年5月下旬まで堅調に推移した国内株式市場であったが、その後、米量的緩和政策の出口論への意識とともに新興国リスクも高まったほか、6月に公表された「日本再興戦略」がやや期待外れとなったこともあり、秋まで株価は調整色が強い展開が続いた。しかし、米金融緩和の規模縮小は堅調な米景気・雇用の証拠との受け止めが徐々に浸透したほか、規模縮小を開始したとしても緩和的な政策は長期化するとの見方が広まった。11月以降、内外株価は上昇傾向を強め、年末にかけて日経平均株価は16,000円台を回復、年初来高値を更新した。しかし、14年入り後、国内株価は再び調整色の強い展開となり、概ね14,000円台前半を中心レンジに推移している。5月中旬以降は、4月中旬に続き、幾度か14,000円を割りこむなど、軟調な展開となっている。

先行きは、増税後の企業業績の行方を見極める展開とな

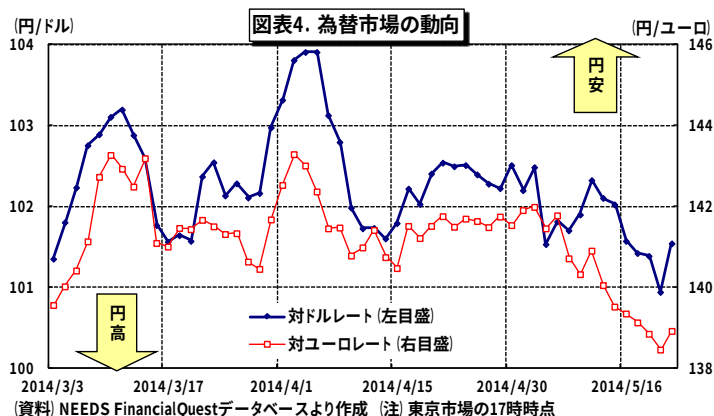
るだろうが、14年度は減収減益となる企業が増えるものと思われる。また、海外勢を中心に、6月に改訂版が公表される予定の成長戦略の内容を見極める動きが続くと思われるが、事前に報道以上に思い切った改革への決意を示す内容となる可能性は小さいと思われ、基本的に上値の重い展開が継続するものと予想する。

③ 外国為替市場

14年に入ってから、為替レートは明確な方向感に乏しく、概ね1ドル=100円台前半でのレンジ相場が続いている。日銀の追加緩和観測が依然燃り続けるなか、米FRBによる資産購入額の漸次減額や定着した感のある日本の貿易赤字などは円安要因といえるが、時折強まる世界経済の先行き懸念やウクライナ情勢などはリスク回避姿勢を強め、円高圧力として働いてきた。当面は双方の要因が円相場の行方を左右する状況が続く可能性が高いだろう。

とはいえ、米国経済の回復力が先行き高まっていくのであれば、新興国リスクを一定程度吸収できるものと思われる。さらに、米国で金融政策の正常化が継続される半面、日本で追加緩和観測が現実味を帯びてくれば、基調として円安気味に推移することが見込まれる。

(2014.5.22現在)



寒波の影響が和らぎ、持ち直す米国経済

木村 俊文

要旨

米国経済は、寒波の影響が和らいだことから雇用や住宅着工などの指標が復調の動きを示しており、引き続き緩やかな回復基調をたどっている。ただし、小売や生産関連では「反動増後の落ち込み」が見られ、寒波の影響が一巡するにはもう少し時間がかかるだろう。

経済指標は底堅い動き

最近発表された米経済指標は、総じて底堅い動きを示している。まず、雇用関連では、4月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差28.8万人増と大幅に増加し、直近2ヶ月分についても計3.6万人上方修正された。内訳では、建設業、製造業が引き続き増加したほか、ビジネスサービスなど非製造業の伸びが加速した。また、失業率は6.3%と前月(6.7%)から低下した(図表1)。ただし、職探しを断念した人の増加による労働参加率の低下(63.2%→62.8%)が失業率低下の主因であるほか、時間当たり賃金も伸び悩み傾向が続くなど、雇用・所得環境の改善はまだ模様となっている。

個人消費は、4月の小売売上高が前月比0.1%と、10年3月以来の大幅増となった前月(1.5%)から大きく鈍化したものの、3ヶ月連続で増加した。4月は前月の反動で電子製品、家具、無店舗販売な

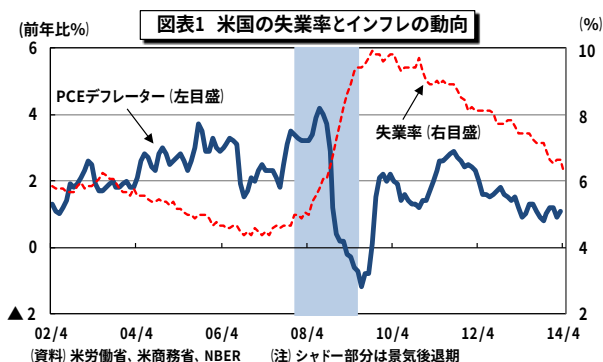
どが減少し、全体を押し下げた。

また、5月の消費者信頼感指数(ミシガン大学、速報値)は81.8と、前月(84.1)から低下したが、6ヶ月連続で80超の高水準が続いている。緩やかながらも雇用・所得環境の改善が続けば、堅調な個人消費が期待される。

一方、企業部門では、4月の鉱工業生産指数が前月比▲0.6%と3ヶ月ぶりに減少した。内訳では、天候回復で暖房需要が減退したことからの電気・ガスが急減したほか、コンピューター関連の減産など製造業も3ヶ月ぶりに減少した。4月は幅広い業種で寒波の影響が和らいだことによる「反動増後の落ち込み」が見られたが、この影響が一巡するにはもう少し時間がかかると思われる。

住宅関連では、4月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が107.2万件と13年11月以来の高水準となり、3ヶ月連続で前月を上回った。また、先行指標となる着工許可件数も108.0万件と08年6月以来の高水準となり、増加傾向が続くことを示唆している。

物価面では、3月のPCE(個人消費支出)デフレーターが前年比1.1%と、金融当局(FRB)の目標である2%を大きく下回っているが、原油価格や農産物価格の高騰のほか、医療関連サービスの物価押し



下げ効果が弱まったこともあり、上昇圧力が強まる可能性がある。

早期利上げ観測は後退

FRBは、4月29～30日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で、景気判断を「寒波の影響で冬場に減速したものの、このところ上向いた」と上方修正したほか、量的緩和策第3弾（QE3）の継続的な規模縮小を決定した。また、事実上のゼロ金利となる0.0～0.25%に据え置いている政策金利の継続見通しについては、インフレ見通しが長期目標（2%）を下回り続ける場合には、QE3終了後も「相当な期間」実質ゼロ金利を継続するという前回会合で改訂された方針が維持された。

前回会合後の記者会見でイエレンFRB議長が「相当な期間」とは6ヶ月程度であると示唆したこと、市場では利上げ時期が早まるとの見方が広まったことは記憶に新しい。しかし、その後の講演等では軌道修正と取れる発言を繰り返し、5月7日に行われた上下両院経済合同委員会における議会証言でも、雇用と物価の改善が遅いと評価した上で「高レベルの金融緩和策が引き続き正当化される」との見解を示した。

一方、ニューヨーク連銀のダドリー総裁は5月20日の講演で、QE3終了から最初の利上げまでに「相当な期間」が経過

するとした上で、「FRBはいずれ利上げに踏み切るが、そのペースは比較的緩やかになる」と述べた。

5月21日に公表されたFOMC議事要旨でも正常化に向けた議論の開始が判明したように、FRBは自ら意図する利上げまでの経路を見据えながら「出口戦略」をどのように進めるべきか模索している。今後も状況次第では早期利上げ観測が強まる可能性があるが、引き続きインフレ率がFRBの目標を下回って推移することを考慮すると、実質ゼロ金利は15年半ばまで維持されると予想する。

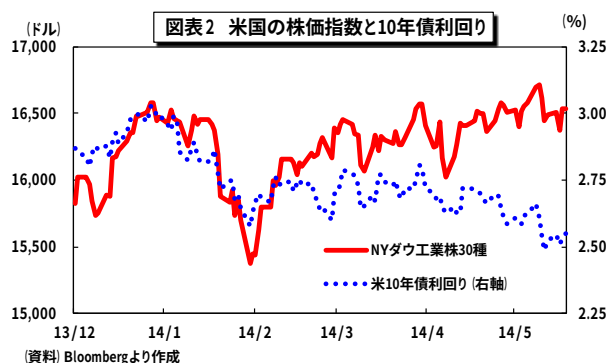
米株価は最高値更新後、反落

米国の長期金利（10年債利回り）は、ウクライナ情勢が緊迫化するなか、FOMC声明やイエレン議長発言などを受け早期利上げ観測が後退したほか、中国など海外経済に対する減速懸念が強まったことなどから低下傾向で推移し、5月中旬には2.49%と13年7月以来約10ヶ月ぶりの低水準となった（図表2）。こうした著しい最近の長期金利の低下は、資金流入が目立つなどの背景があるとみられるが、市場では「謎」とまで言われている。

先行きの長期金利は景気回復期待から緩やかに上昇すると想定されるが、緩和政策の長期化観測が根強く、金利上昇は緩やかなものにとどまると思われる。

一方、株式相場は企業決算を好感するなど続伸し、ダウ工業株30種平均は過去最高値更新を続け、5月中旬には一時1万6,700ドル台に乗せたが、その後は反落した。先行きはやや調整気味に推移するものの、景気回復期待から上昇傾向を維持すると予想される。

（14.5.22 現在）



デシインフレ下のユーロ圏で続く株価の上昇

～ 今後は上昇スピード鈍化の可能性 ～

山口 勝義

要旨

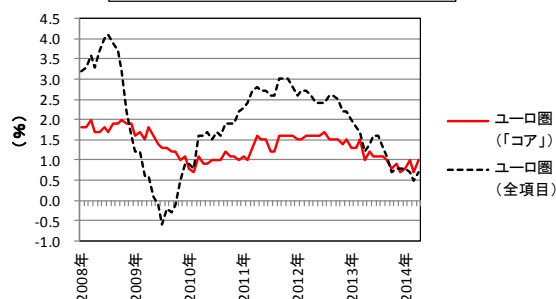
ユーロ圏では景気回復のうえで大きな懸念点であるデシインフレのもとで、株価の上昇が続いている。世界規模での金融緩和に伴う潤沢な流動性がこの上昇をリードしてきた性格が強いとみられるが、今後は上昇スピードが鈍化するなどの可能性が考えられる。

はじめに

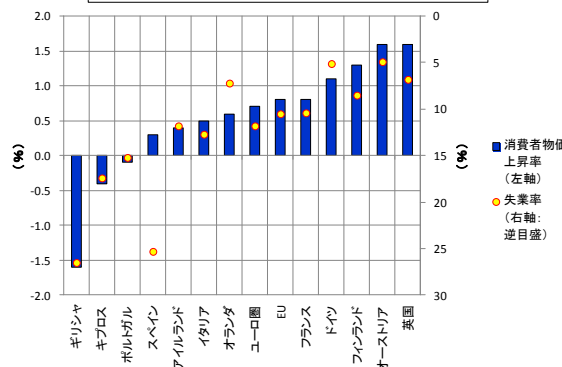
ユーロ圏では消費者物価上昇率の低下（デシインフレ）が継続している。これは実質金利の上昇を通じ投資を抑制するとともに債務負担を増大させるため、景気回復のうえで大きな懸念点である。さらに個別国ごとには、ギリシャ等では既に物価上昇率がマイナスに沈んでいる。これらの国々では失業率が15%を超える高い水準にあることから、容易には改善が困難な内需の弱さがデシインフレを深化させているものと考えられる。また、こうした状況は消費の先延ばしにつながるため、両者間での悪循環の拡大が懸念されている（図表1、2）。

ここでユーロ圏の金融市場に目を転じれば、各国では国債利回りの低下に加えて株価の上昇が続いている。確かに金融緩和の長期継続見通しや中長期金利の低下傾向は株式市場のサポート要因である。しかしながら、特に財政悪化国では金融機能の脆弱性により銀行の貸出金利が高止まる一方、国債利回りのこれ以上の低下にも限界があるものとみられる。こうしたなか、当面の低成長見通しばかりか、新たにデシインフレに伴う影響が懸念されるなかでのユーロ圏の株価の上昇はどのように理解すればよいのだろうか。

図表1 消費者物価上昇率(前年同月比)



図表2 主要国の消費者物価上昇率(前年同月比)と失業率



(資料) 図表1、2はEurostatのデータから農中総研作成。
(注) 消費者物価上昇率(HICP)は最近時点の14年4月のデータであるが、データの制約から英国は同年3月時点のもの。また、「コア」は全項目からエネルギー、食品、アルコール飲料、タバコを除いたもの。
失業率は最近時点の14年3月のデータであるが、データの制約からギリシャは同年2月、英国は同年1月時点のもの。

筆者は6ヶ月前に別稿でデシインフレの進行をユーロ圏の景気回復上の当面の主要なリスクとして取り上げたが^(注1)、本稿では改めてその後の情勢を点検するとともに、かかる環境下での最近の金融市場の特徴的な動向について検討するものである。

見込まれるデフインフレの継続

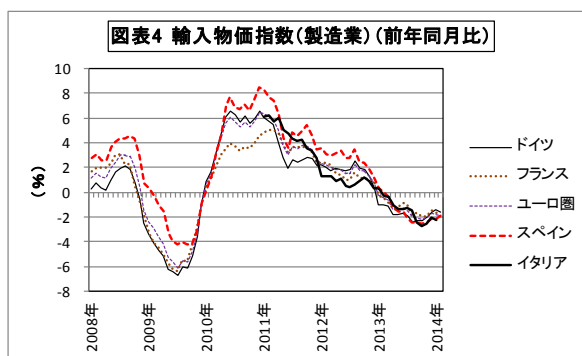
前記の別稿においては、物価上昇をもたらす要因である①需要要因（ディマンド・プルによる物価上昇）、②供給要因（コスト・プッシュによる物価上昇）、③貨幣的要因（貨幣供給量の増加による物価上昇）ごとに点検した結果、ユーロ圏ではデフインフレ傾向からの早期反転は期待し難いことを確認した。6ヶ月後の現時点においても、この判断を変更する必要性は基本的にないものと考えられる。

まず①の需要要因については、ユーロ圏の主要国では総じて高い失業率のもとで個人消費に力強さが乏しいほか、家計や企業の負債比率の改善も課題として残されている。また、途上国の経済成長が減速傾向にある点にも大きな変化はない。次に②の供給要因については、財政危機対策としての構造改革に伴い、労働コスト等の生産コストは低下傾向にある。また、商品価格も途上国経済の減速等で落ち着いた動きが見込まれている。さらに③の貨幣的要因については、長期リファイナンスオペ（LTRO）の償還開始とともに欧州中央銀行（ECB）のバランスシートは縮小に向かい、マネタリーベースは減少に転じるなど、現状、貨幣的要因からも物価反転の可能性は考え難い。

一方、消費者物価上昇率の項目別内訳では輸入に大きく依存するエネルギー価格の下落が続いており、これが②の供給

要因として、デフインフレの進行に大きく影響していることがわかる（図表3）。この背景にあるユーロ高傾向については、ユーロ圏の経常収支が改善を示しているほか、ECBが米国型の量的緩和政策等の非伝統的な金融政策に踏み出すには財政ファイナンスの禁止や金融市場の制約等の高いハードルが存在していることなどから、その根本的な転換は見込み難いものとみられる。このため、2011年以降継続する輸入物価指数上昇率の低下傾向は当面継続し、今後も物価上昇率全体を下押しすることが考えられる（図表4）。

また、項目別内訳ではエネルギー価格の下落とは別に「コア」の上昇率の低下傾向も明らかとなっている（図表1、3）。ここには①の内需の弱さが反映しているが、ユーロ圏ではその早急な改善は期待し難いため、仮に今後ユーロ高傾向がある程度修正されたとしても、弱い内需がデフインフレを継続させる要因として働き続けるものと考えられる。



（資料）図表3、4はEurostatのデータから農中総研作成。

図表3 消費者物価上昇率の項目別内訳(ユーロ圏)(前年同月比)

(単位 %)

	2013年 4月	11月	12月	2014年 1月	2月	3月	4月
全項目①	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5	0.7
うちエネルギーのみ②	▲ 0.4	▲ 1.1	0.0	▲ 1.2	▲ 2.3	▲ 2.1	▲ 1.2
うち食品、酒、タバコのみ③	2.9	1.6	1.8	1.7	1.5	1.0	0.7
うち工業製品のみ④	0.8	0.2	0.3	0.2	0.4	0.2	0.1
うちサービスのみ⑤	1.1	1.4	1.0	1.2	1.3	1.1	1.6
①から②を除く	1.4	1.1	1.0	1.0	1.1	0.8	0.9
①から②、③を除く(「コア」)	1.0	0.9	0.7	0.8	1.0	0.7	1.0

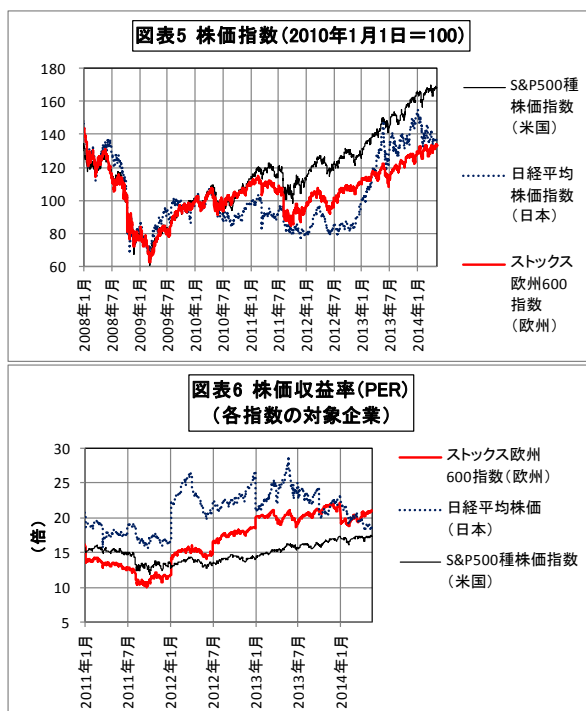
流動性がリードしてきた株価の上昇

さて、このような環境下でのユーロ圏の株価上昇であるが、欧州の代表的な株価指数であるストックス欧州 600 指数は約 6 年ぶりの高値圏に達している。08 年のリーマンショック時の下落からの反転が速かったほか、経済の先行きに不透明感を投げかけてきたユーロ圏の財政危機のもとでも、限られた調整期間を除いて、同指数は基本的に上昇傾向で推移してきている（図表 5）。

財政危機は 09 年秋にギリシャにおける財政粉飾の表面化をもって始まったが、アイルランドやポルトガルへの金融支援を経て、その後、11 年秋から 12 年初にかけて、銀行の財務悪化を通じたより広い範囲への波及懸念等で危機感がピークに達した。これに対し、ECB による 11 年 12 月および 12 年 2 月の LTRO を通じた大規模な資金供給や、さらには 12 年 9 月の無制限の国債購入策（OMT）の導入等を通じたユーロを守るとの強いコミットメントを契機として危機の沈静化が進んだ。

この間のストックス欧州 600 指数の推移は、概ね大きく次の 3 つのステージに分けて捉えることができる。

- ① まず、リーマンショック以降、10 年末までの期間である。ここでは、同指数は米国の株価指数とほぼ歩調を合わせた回復を示している。
- ② 次に、11 年初から同年末までの期間である。ここでは、同指数は上記の財政危機の危機感の高まりに対応する形で下落し、調整が続いている。
- ③ 最後に、12 年初以降の期間である。ここでは、同指数は米国の株価指数の上昇速度にはやや劣後するものの、回復基調に復帰している。



（資料）図表 5、6 は Bloomberg のデータから農中総研作成。

このように、一時的な調整期間を除き、同指数は、その先行きが見通し難く国債金利回りも大幅な上昇を続けていた財政危機の前半期をも含め、基本的に上昇傾向を維持してきたことが確認できる。

以上の推移からは、ユーロ圏における株価の上昇は、経済動向よりも、むしろリーマンショック後の世界規模での金融緩和に伴う潤沢な流動性がリードしてきた性格が強いように考えられる。さらに直近では、財政危機の沈静化ばかりではなく、新興国リスクの認識を通じたユーロ圏への資金流入が、市場を支える要因として働いている可能性がある。

こうしたなか株価収益率（PER）の動向を見れば、欧州では 11 年後半を底に上昇傾向に転じ、特に 12 年以降は米国を上回る高い水準で推移している（図表 6）。これは、流動性主導で上昇を続けてきた市場特性のひとつの現れではないかと考えられる。

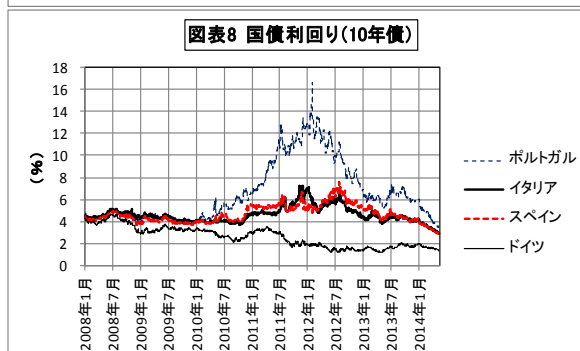
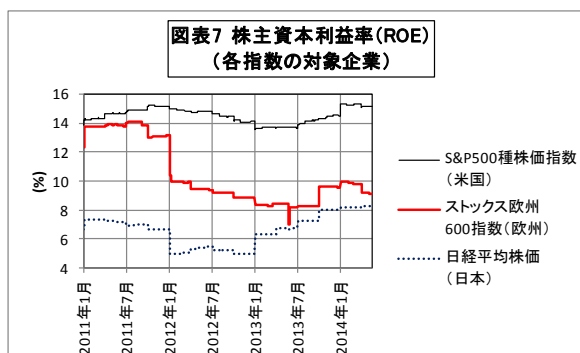
おわりに

しかし一方で、株主資本利益率（ROE）は欧州では低下傾向を脱し、しかも相応の水準を確保している（図表7）。これからすれば、潤沢な流動性ばかりではなく、企業の収益面からも株式が買われる理由が存在していることになる。しかし、ここで考えられるひとつの可能性としては、一概に欧州の脆弱な経済情勢や金融機能に制約されるとは言えない、グローバルに活動する企業の存在である。

確かに、こうした点を考慮に入れば、経済情勢と対比したユーロ圏の株価動向の特性を、株価指数をもとに考察することの妥当性には限界があることも事実である。しかしながら、ユーロ圏における足元の市場環境には注意を要する事象も認められており、これらの点からすれば、その株価には今後も変わらず上昇余地が大きいと捉えることにはリスクがあるのではないかと思料される。

まず金利動向については、これまで財政悪化国の国債利回りは急速に低下し、この名目金利の低下によりディスインフレーション下においても実質金利の上昇は回避されてきた。しかしながら、国債利回りの水準は既に財政危機前を下回る水準にまで達しているばかりか、これが財政問題を残したままでの、しかも債務負担を増大させるディスインフレーションのもとでの低下であることからすれば、ここからの更なる低下には限界があるものと考えられる（図表8）。また欧州のPERは既に米国を上回る高い水準に達しているほか、ROEについても、相応の水準を確保しているとはいいながらも米国対比では相当程度低い位置にある。

一方、最近ではリスクの高い低格付債



(資料)図表7、8はBloombergのデータから農中総研作成。

券への資金流入やコベナンツライトローンの増加等が指摘されている^(注2)。これらからは、適当な投資機会が限られるなか、過剰流動性を背景にした、行き場を失った資金が世界のここかしこで市場を歪めている可能性を否定することができない。

以上からすれば、ユーロ圏の株式市場については、今後は上昇スピードが鈍化する可能性が考えられる。また、各国での量的緩和政策が出口に近付き、政策金利の引き上げに移るタイミングでは、資金の流れが反転し市場のボラティリティが上昇することも想定される。

(2014年5月21日現在)

(注1) 山口勝義「日本化する？ユーロ圏の経済～進むディスインフレーションと注目されるECBの政策対応～」(『金融市場』2013年12月号)を参照されたい。

(注2) 例えば次を参照されたい。

・Financial Times (10 March 2014) “Klarman warns of asset price bubbles”

・Financial Times (24 March 2014) “Regulators voice concerns as risky loans rise above level of credit peak”

投資鈍化を受け、弱い動きが続く中国経済

王 雷軒

要旨

4月の輸出と消費は堅調に推移したものの、固定資産投資が鈍化したことから、足元の景気は回復の動きが抑制され、依然弱い状況にあると判断される。先行きについては、金融政策の微調整に加え、景気下支え策の効果も徐々に出ると見られることから、中国経済は一段の減速が回避され、早ければ4～6月にも持ち直しの動きが現れると想定される。

足元の景気・物価動向

14年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比7.4%と13年7～9月期（同7.8%）、10～12月期（同7.7%）からさらに減速した。中国政府は安定的成長（7.5%前後の成長率）を維持するために、4月に鉄道建設加速等、5月21日には水利施設の整備拡充など景気下支え策を打ち出した。

しかしながら、これらの策には即効性は期待できず、当面の景気回復力は依然弱いと見られる。以下では、足元の景気・物価動向を見てみよう。

まず、投資については、シャドーバンキングに対する規制の強化を受けて公共投資などへの融資規模がかなり縮小したため、4月の固定資産投資（農家を除く）

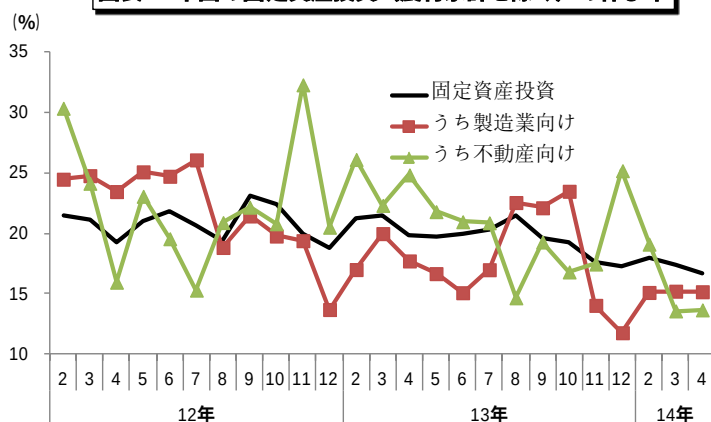
は前年比16.6%と3月（同17.3%）から鈍化した（図表1）。業種別にみると、固定資産投資全体の4割弱を占める製造業は過剰生産分野の投資抑制などからそれほど伸びておらず、不動産（全体の約3割）も弱い動きを続けている。先行きについては、鉄道建設や水利施設の建設加速など景気下支え策を実施することによって徐々に持ち直すと見られる。

一方、消費については、4月の社会消費財小売売上総額（物価変動を除く実質）は前年比10.9%と3月（同10.8%）から小幅ながら改善した。12年末から継続実施されている「ぜいたく禁止令」が政府消費を下押ししたものの、自動車などの耐久消費財の販売が好調で、個人消費は消費全体の下支えとなった。先行きにつ

いては、14年1～3月期の国民一人当たり可処分所得（実質）が前年比8.6%と同時期の実質GDP成長率を上回ったことから、底堅さを維持するだろう。

また、外需についても、4月の輸出は前年比0.9%と3月（同▲6.6%）から改善した。欧米向けの輸出が拡大したほか、昨年の水増し輸出の影響も一巡しつつあるため、3ヶ月ぶりの増加に転じた。先行きについては、人民

図表1 中国の固定資産投資（農村家計を除く）の伸び率



（資料）中国国家统计局、CEICデータより作成
（注）伸び率は月次ベースの前年比。

元安の進行下、中国政府が輸出手続きの簡素化を図るなど輸出促進策の実施から、緩やかに拡大すると想定される。

そのほか、4月の鉱工業生産は前年比8.7%と3月（同8.8%）から僅かに減速したものの、足元の動向を反映する前月比は0.82%と3月（同0.80%）から小幅ながら拡大した。また、中国国家统计局等が発表した4月の製造業PMIも50.4と3月（50.3）からやや改善したことなどから生産回復の動きが出ていることがうかがえる。

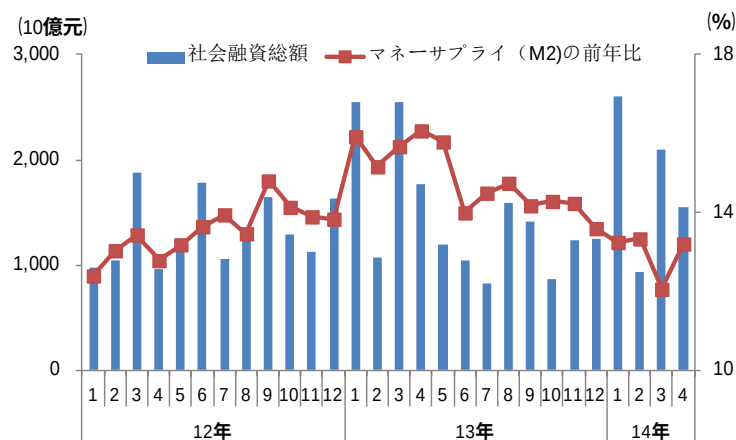
以上のように、輸出や消費などが小幅に改善したものの、固定資産投資の低調さが続いたことから、足元では景気回復の兆しが見られるものの、依然弱い状況にあると判断される。

また、4月の消費者物価は生鮮野菜や豚肉など食品価格の下落を受けて前年比1.8%と3月（同2.4%）から大きく鈍化した。今年の政府の抑制目標である3.5%を大幅に下回って低い水準で推移している。一方、生産者物価は鉱工業生産の改善などをを受けて同▲2.0%と3月（同▲2.3%）からマイナス幅が縮小した。

金融情勢と今後の景気見通し

実体経済への総資金供給量を示す4月の社会融資総額は1.55兆人民元と昨年4月から減少した（図表2）。その背景には信託商品や社債のデフォルトが発生したことを受けてシャドーバンキングに対する規制の強化などにより、信託融資や委託融資などが大幅に減少した点が挙げられる。一方、4月のマネーサプライ（M2）は前年比13.2%と3月（同12.1%）を上回っており、政府の今年の目標である

図表2 中国のマネーサプライ（M2）と社会融資総額の推移



（資料）中国人民銀行（中央銀行）、CEICデータより作成

13%に回復した（図表2）。

金融政策については、中国人民銀行（中央銀行）などがシャドーバンキングに対する規制を強化しているものの、公開市場操作などによる金融政策の微調整を行っている。その一環として、4月22日に県域の農村商業銀行・農村合作銀行を対象に法定預金準備率の引下げを決定した。また、同行は5月に中国工商銀行などの15行商業銀行に対して、1軒目住宅の購入者に住宅ローンを積極的に提供するように要請した。

このように、金融政策の微調整が進められるなか、景気回復力の弱さを理由に、都市部の銀行に対しても法定預金準備率の引下げなどの金融緩和を期待する声が高まっている。しかしながら、周小川人民銀行総裁などの発言を見る限り、当面その可能性は低いと思われる。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。足元では景気回復の弱さが続いているものの、金融政策の微調整に加え、景気下支え策の効果も徐々に現れ、見られることから、中国経済は一段の減速が回避され、早ければ4～6月期は小幅な景気の持ち直しが想定される。

（2014年5月22日現在）

足元では資金流入の兆しもみられる新興・資源国市場

～中国経済に対する懸念が引き続き重石～

多田 忠義

要旨

インドネシア、インドでは総選挙が実施され、野党勢力が勝利したことから、約10年ぶりの政権交代が予定される。これまで滞っていた政策の実行などに対する期待感から、株価上昇、自国通貨高となった。一方、主な新興・資源国の経済・金融動向を見ると、足元では株価上昇、新興・資源国通貨高となっており、資金流入の兆しも見えるが、中国経済に対する懸念は根強い。

アジア新興国で総選挙実施

インドネシアでは4月、インドでは4～5月にかけて総選挙が実施された。選挙管理委員会から公表された投票結果によると、いずれも現野党が第一党となり、事前の予想通り政権交代が実現するというものであった。

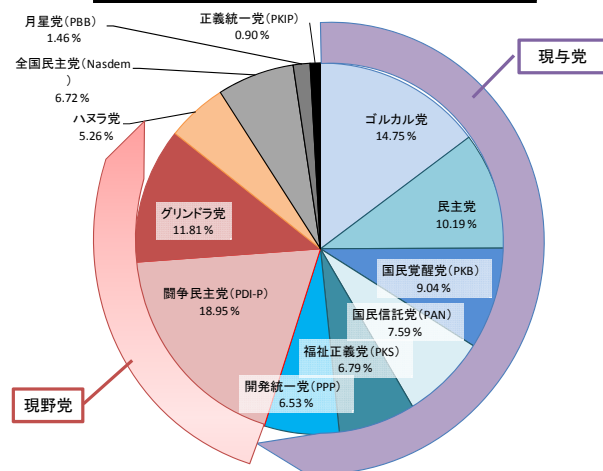
インドネシアの総選挙では、闘争民主党(PDI-P)の得票率が30%前後となる事前予想が大半を占めていたが、実際は18.95%で(図表1)、単独政党による政権誕生を期待し上値を追っていた株式市場では、現ジャカルタ特別州知事のジョコ・ウィドド氏が大統領候補に名乗りをあげた3月半ばに株価は急騰したこともあり(図表2のジャカルタ総合、①)、一時失望売りが広がった(同②)。

5月9日の開票結果を受け、出口調査通り、PDI-Pが第一党になったことを受け、連立協議が進められている。執筆時点で、全国民主党、国民覚醒党がジョコ氏への支持を表明した一方、第二党のゴルカル党が19日、ジョコ氏支持から、グリンドラ党から擁立予定のプラボウォ氏支持に変更しており、依然として大統領がだれ

になるか見通せない状況となっている。インドネシアの株価は、5月の選挙結果公表以降上昇しているが、連立政権となることに対する不安感が台頭したことで、株、ルピアは一旦調整している(同③④)。

インドの総選挙は5月12日までに計10回の投票が行われた。16日に公表された結果によれば、報道各社の出口調査結果通り、最大野党のインド人民党(BJP)が率いる国民民主同盟(NDA)が過半数の議席を確保した。下院第一党の党首が首相となる憲法規定があるため、BJP率いるモディ氏が次期首相に就任する予定である。インド経済の先行きを楽観する見方が高

図表1 インドネシア総選挙結果(14年5月9日公表)



(資料) インドネシア選挙管理委員会 (KPU) Webサイトより作成

まったほか、インフラ整備や高インフレ・貧困対策等が進展するとの期待感から、インドの主要株価指数 (SENSEX) は急上昇し、過去最高値をつけたほか、インド・ルピーも急伸、20日には中銀がドル買い介入を実施した模様である (図表3の④)。

新興・資源国の経済指標・商品動向

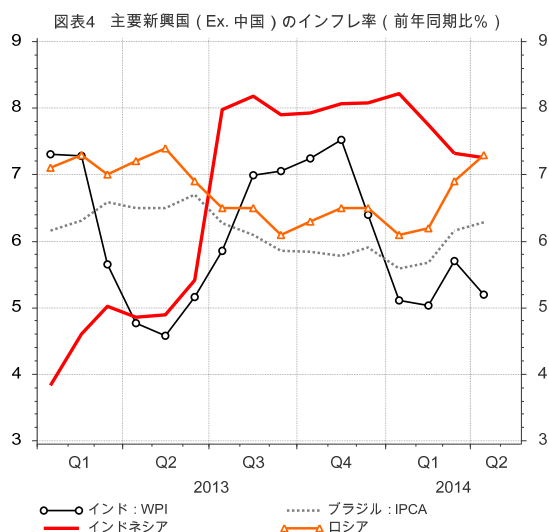
① インフレ率 (図表4)

インド (WPI、4月) では前年比 5.2% と、食品価格の上昇が緩和したことなどをを受け、3月 (同 5.7%) から鈍化した。

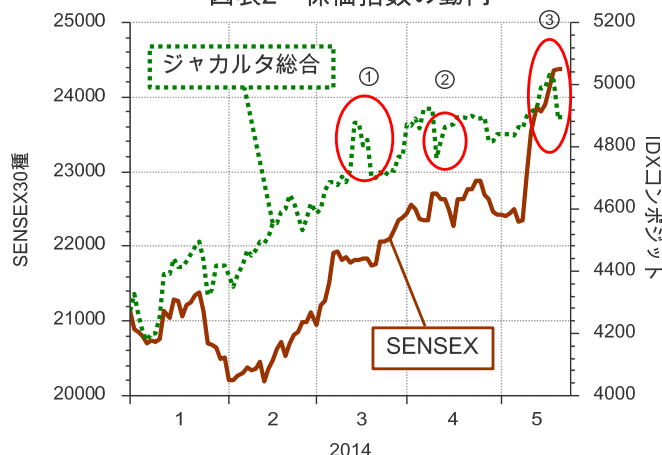
インドネシア (4月) では前年比 7.3% と、4ヶ月連続で鈍化した。利上げの効果が現れてきたほか、「基礎食品」がマイナスに寄与した。

ブラジル (IPCA、4月) では前年比 6.3% と、食料品を中心に上昇圧力は高く、3ヶ月連続で上昇率は拡大している。

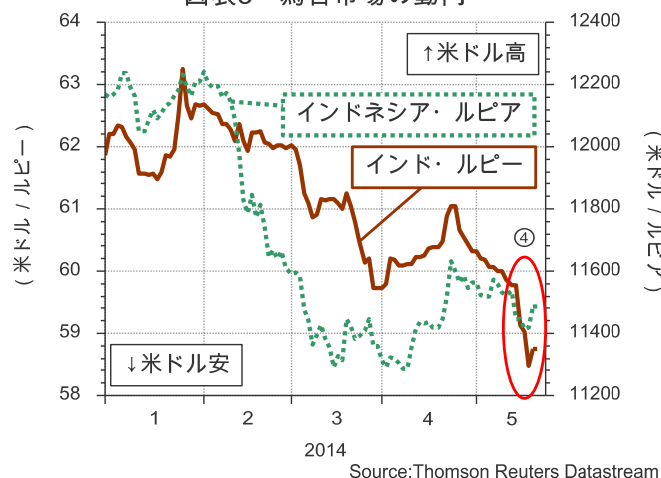
ロシア (4月) では前年比 7.3% と、上昇率を拡大している。ウクライナ情勢を巡って対ロシア制裁が発動したことでルーブル安となり、輸入物価が押し上げられているためとみられる。



図表2 株価指数の動向



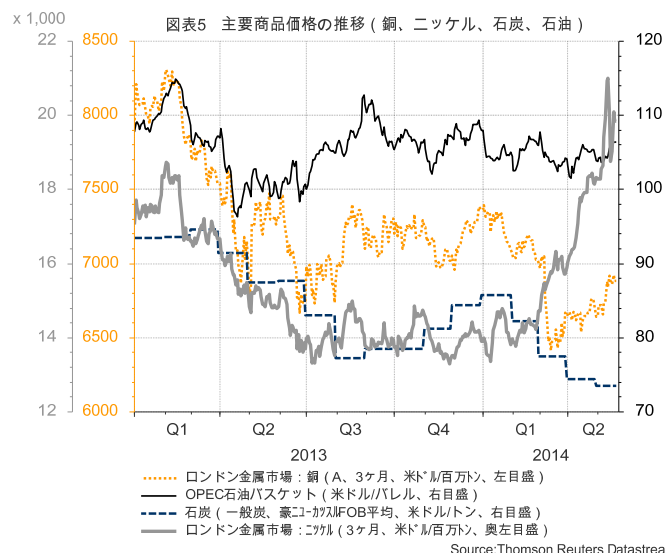
図表3 為替市場の動向



② コモディティ市場 (図表5)

ロンドン金属市場 (LME) における銅価格は、4月に比べ小幅ながら上昇している。主な需要国である中国が輸入を増加させ始めたことで、先物に買いが集まっているとみられる。

LME におけるニッケル価格は4月に引き



続き、急上昇している。主要輸出国の一つであるインドネシアが鉱業法を実効させたことにより、ニッケルの供給が逼迫していることに加え、スマートフォンをはじめとする幅広い工業製品に対するニッケル需要が米景気回復などによって徐々に高まっており、ニッケル価格を押し上げている。

石炭価格（豪ニューキャッスル FOB）は下落し、70 ドル／トン前半での取引となっている。冬期間の石炭需要が一服し、供給が需要を上回っていることによる価格下落とみられる。

原油価格（OPEC バスケット）は、105 ドル／バレル前後でもみ合った。中東情勢は安定しており、他の主要産油国でも大きな政治的混乱が発生している地域は確認されておらず、価格上昇圧力は一服している。また、中国をはじめとする新興国の景気回復に対する慎重な見方もあり、もみ合っているとみられる。

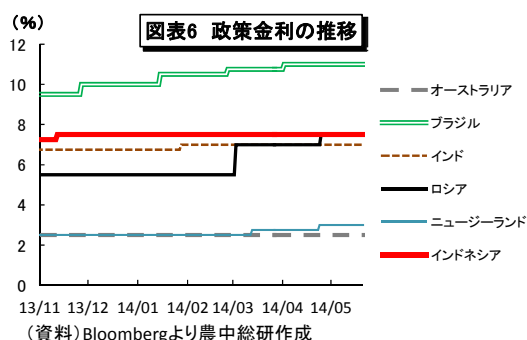
③ 金融政策(図表 6)

最近 1 ヶ月に開催された図表 6 に挙げる国の中銀で利上げを決めたのはロシアとニュージーランドのみである。

オーストラリアでは、資源輸出の増加などを背景とした失業率の改善がみられる一方、輸出の伸び鈍化や鉱業投資の落ち込みなどで、当分の間は現状維持が適切との認識を中銀は表明している。

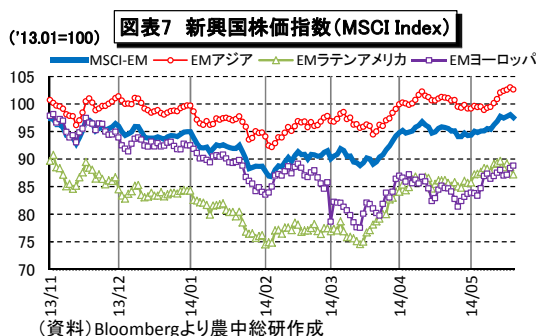
ロシアでは、3 月に引き続き 4 月末に利上げを実施した。ウクライナ情勢に関する経済制裁で大幅なルーブル安となっており、輸入物価が押し上げられているためである。ウクライナ情勢の悪化懸念はいったん後退したが、大統領選（25 日）の結果次第では追加制裁の可能性もあり、当面、引き締め政策を維持せざるを得ないだろう。

ブラジルでは、6 会合連続で利上げを実施してきたが、利上げによる景気減速といった副作用も考慮した政策運営が求められている。ただし、インフレ上昇圧力は依然として高く、5 月 8 日にはペレイラ・ブラジル中銀副総裁が利上げの可能性を排除しない発言を行ったことから、次回会合（5 月 27～28 日）の結果に注目が集まっている。



金融資本市場

図表 7～9 に挙げる各国主要株式指数・対米ドル為替の騰落率を見ると、ほぼ全ての国で株価上昇、自国通貨高（米ドル安）となった。雇用統計（失業率改善、非農業部門就業者数の増加等）や金融政策（QE3 の規模縮小）から米経済が回復に向かっているとの見方が広まり、投資家がリスク回避姿勢を緩め始めたことで、新興・資源国へ資金が再び流れ始めたとみられる。



① MSCI 株価指数(図表 7)

MSCI 新興国市場は総じて上昇した（図表 7）。地域別に見ると、アジアの上昇率が高く、3 月にかけて低下の強かったヨーロッ

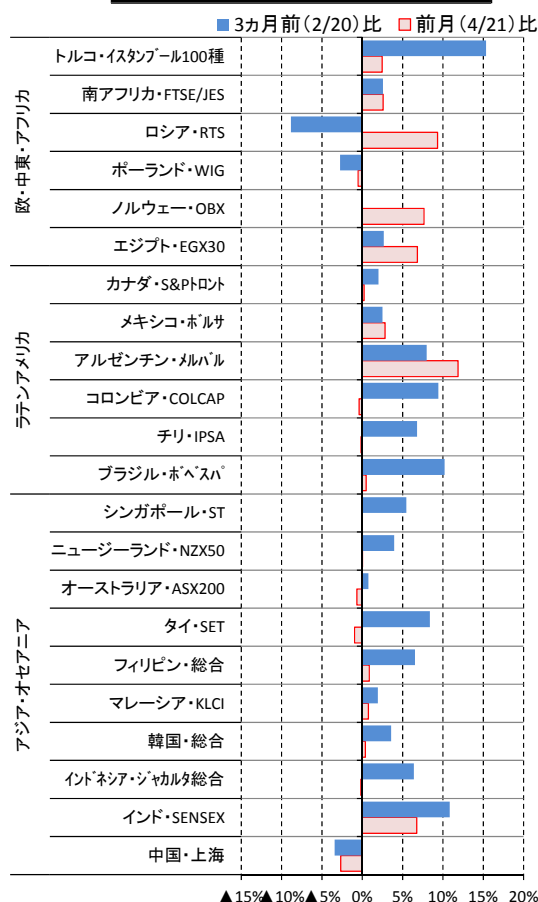
パやラテンアメリカでも、割安感から買い戻しが入りやすく、上昇傾向にある。

② 国別株価・為替騰落率(図表 8・9)

以下、地域別にみる。まず、欧州・中東・アフリカ地域では、ロシア株・ルーブルが買い戻されている。ウクライナ情勢を巡って売られてきた株やルーブルに割安感が出てきたためとみられる。

ラテンアメリカではアルゼンチン株が特に上昇したが、ペソ安は続いている。ブラジル株価は、インフレ率予想が上方修正、経済成長率予想が下方修正されたことなどをを受けて、軟調であった。

図表8 新興・資源国主要株価指数騰落率

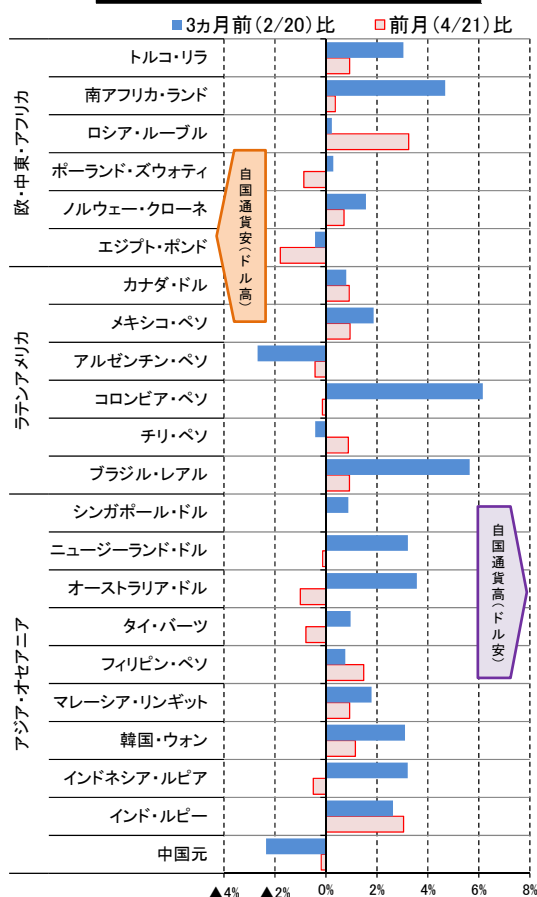


(資料) Bloombergより農中総研作成
(注) 一部株式は前営業日終値、それ以外は本グラフ作成時点との比較

アジア・オセアニアでは、インドの株高、ルピー高が目立つ。前述のとおり、選挙に

よる政権交代に対する期待が高まっていることを受けた動きである。一方、インドネシアでは、ジョコ大統領候補の支持勢力が流動的であることを受けて、急速にルピア安へと転じた。タイでは、政情不安が長期化しており、経済への打撃も懸念されることから、バーツ安となった。

図表9 新興・資源国通貨:対米ドル騰落率



(資料) Bloombergより農中総研作成
(注) 一部通貨は前営業日終値、それ以外は本グラフ作成時点との比較

まとめ

新興・資源国市場は、米経済の回復を主な背景に資金流入の兆しも散見される。しかし、ウクライナ情勢の長期化や、タイ、インドネシアなどの政治・政策リスク、中国経済の先行き不透明感など、新興・資源国の成長力を下押しする圧力が当面継続するとみられる。(14年5月21日現在)

情勢判断

今月の情勢 ～経済・金融の動向～

米国金融・経済

4月29～30日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、量的緩和策第3弾（QE3）における債券買入額（当初850億ドル）を、13年12月（750億ドル）、14年1月（650億ドル）、同年3月（550億ドル）の各FOMCに続いて減額し、5月から450億ドルとすることを決めた。また、政策金利（0～0.25%）については、3月のFOMCで、労働市場のほかインフレ関連指標や金融情勢指標などの様々な情報を幅広く考慮し、インフレ率が引き続きFOMCの中長期目標である2%を下回ると予測される場合にはQE3終了後も「相当な期間」据え置くとしている。

経済指標をみると、雇用統計（4月）の失業率は6.3%と前月から0.4ポイント改善したほか、非農業部門雇用者数は28.8万人増と市場予測（21.8万人増）を大きく上回った。消費関連指標も寒波の影響への反動もあって復調していることから、米国経済の緩やかな回復基調は続いていると見られる。

国内金融・経済

5月20～21日の日銀金融政策決定会合では、マネタリーベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節（長期国債、ETF・J-REIT、CP・社債等の買入れ）を行うことを軸とし、これにより2年程度で2%の「物価安定目標」を実現することを目指す量的・質的金融緩和の維持が決まった。

経済指標をみると、実質GDP成長率（1～3月期一次速報値）は、4月の消費税増税前の駆け込み需要もあって、前期比1.5%（同年率5.9%）と大幅に増加した。また、機械受注（船舶・電力を除く民需、3月）は、前月比19.1%と2ヶ月ぶりに増加したほか、4～6月期見通しも前期からは0.4%の増加を見込んでいる。さらに、鉱工業生産指数（3月確報値）も前月比0.7%と2ヶ月ぶりに上昇した。日本経済は、消費税増税の影響などから一時的に悪化しているが、今後の需要回復のテンポに注目が集まっている。

金利・株価・為替・原油相場

長期金利（新発10年国債利回り）は、日銀による長期国債買い入れオペが続けられていることもあり、0.6%をはさんだ狭いレンジでのボックス圏推移が続いている。

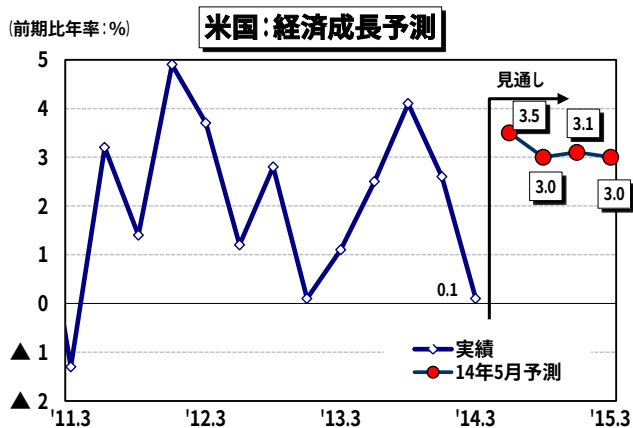
日経平均株価は、5月上旬から中旬にかけて、企業決算の好調さなどが相場を下支えする一方、新興国情勢への懸念などが重石となり、14,000円台前半で揉み合った。しかし、5月中旬以降は、内外景気や円高への警戒感から下落し、断続的に14,000円を割り込んでいる。

ドル円相場は、5月上旬には、東欧や新興国などの情勢懸念から1ドル＝101円台半ばまで円高が進行したが、その後は米国株価の上昇もあって102円台半ばまで円安となった。しかし、その後はユーロ円相場で円高が進行したことにつられて円高が進み、5月下旬には101円台前半となっている。

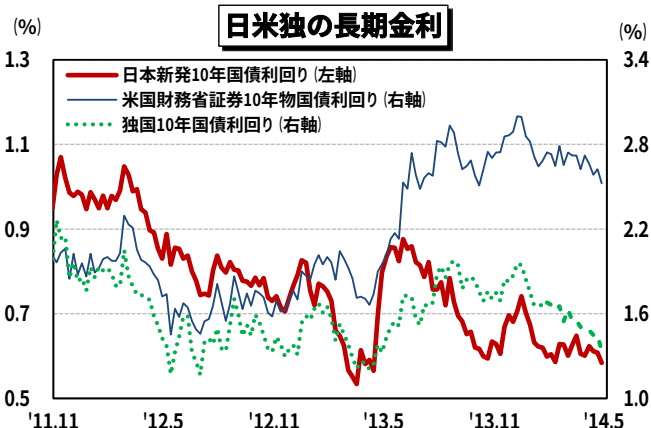
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、中近東情勢への懸念などは根強いものの、昨年末以降は1バレル＝100ドル前後での安定的な推移が続いている。

（2014.5.21現在）

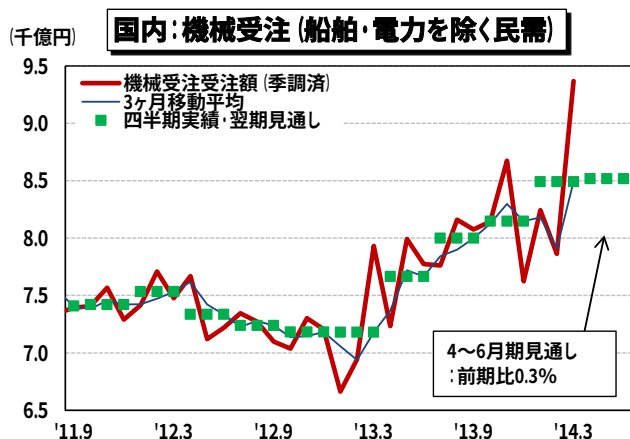
内外の経済・金融グラフ



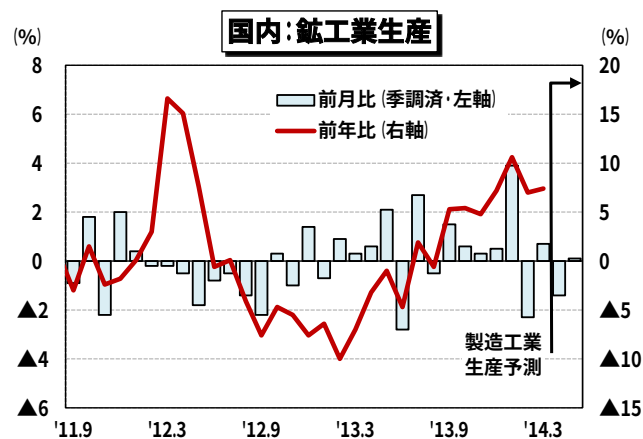
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



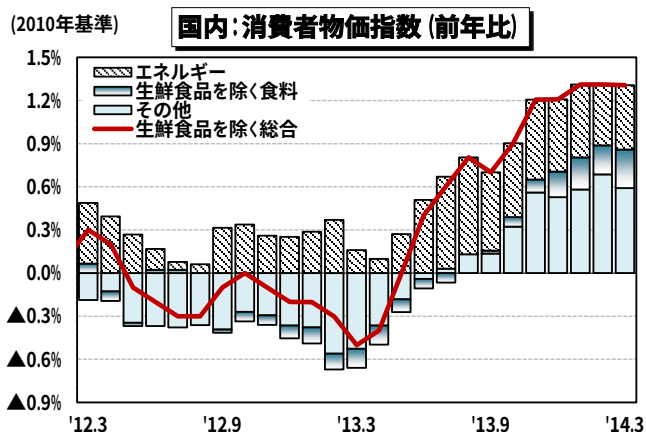
(資料) Bloombergより作成



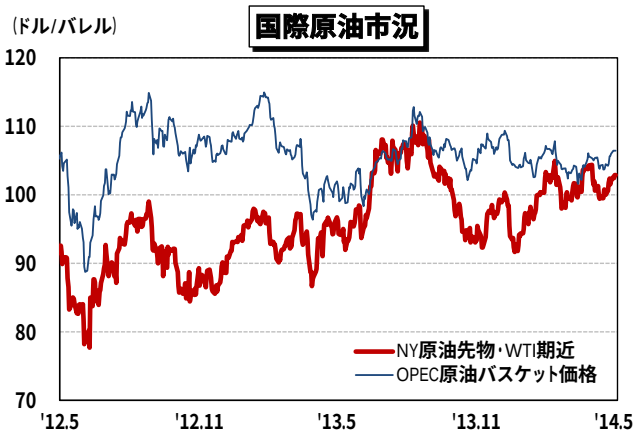
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(資料) Bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成



(資料) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成



(資料) Bloombergより作成

※ 詳しくは当社ホームページ (<http://www.nochuri.co.jp>) の「今月の経済・金融情勢」へ



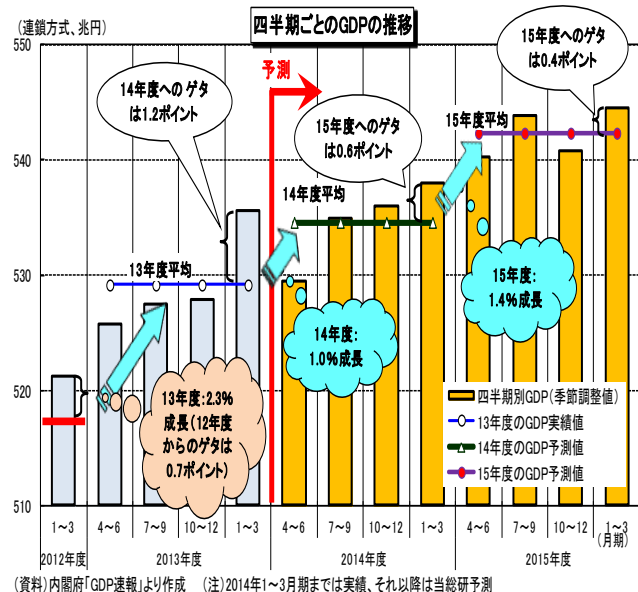
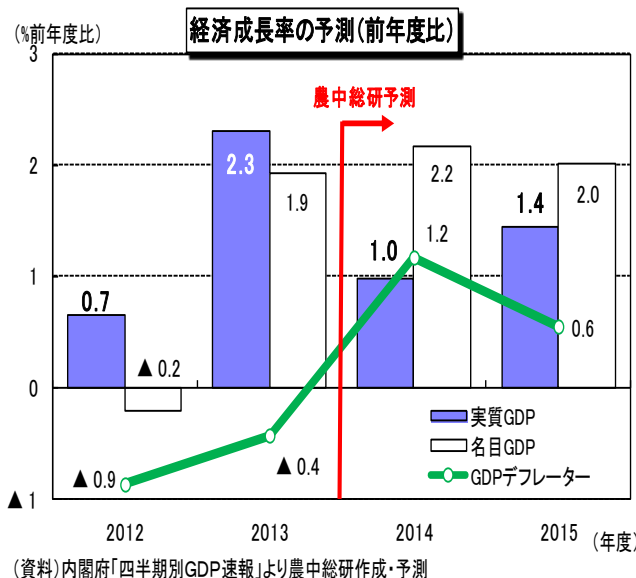
2014～15 年度改訂経済見通し

景気の足取りを鈍らせる実質所得の目減り

～2014 年度:1.0%、15 年度:1.4%～

「社会保障と税の一体改革」に基づき、2014 年 4 月に消費税率が 8%へ引き上げられた。それを控え、13 年度末にかけて駆け込み需要が発生、成長率は大きく加速したが、増税後には反動減が出ている。時間経過とともに持ち直しも始まったとの指摘もあるが、耐久財消費は当面低調に推移するとみられるほか、増税による実質所得の目減りが消費行動を徐々に変化させていくと思われる。輸出の増勢も緩やかなままと見られるほか、「企業から家計へ」という所得還流も今以上に進む可能性も薄く、14 年度の国内景気はやや停滞気味に推移するものと思われる。

一方、13 年度末にかけて消費者物価は前年比 1% 台まで上昇率を高めたが、増税によって表面的には同 3% 前後まで上昇率を高めると見込まれる。しかし、実質所得の目減りによる悪影響が徐々に出てくることで、「2 年で 2% の物価上昇(除く消費税要因)」を目指す日本銀行の想定する経路を下振れて推移し始めるだろう。それゆえ、14 年夏には一段の緩和策が打たれる可能性があると思われる。



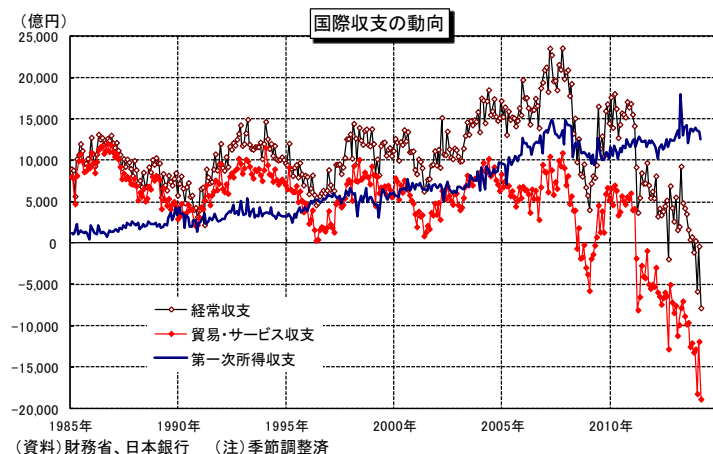
1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 駆け込み需要とその反動減

デフレからの完全脱却や成長促進を促すために、積極的な金融財政政策への転換を図ろうとするアベノミクスへの期待感とともに、放置されてきた「歴史的な円高」や「割安な株価」が大きく修正された。それらは企業や家計の景況感を好転させ、2012 年末にかけて民間需要等が持ち直し傾向を強め、その後も 1 年以上にわたって国内景気は回復傾向を続けてきた。とりわけ 13 年後半以降は、14 年 4

月からの消費税増税を控えた駆け込み需要が本格化し始め、耐久財や高額品などを中心に民間消費は大いに盛り上がったほか、これまで出遅れ感が拭えなかった企業設備投資にも回復が見られ始めた。4 月に入り、消費は一旦大きく落ち込んだものの、食料品や日用品などはすでに持ち直しているほか、海外からの旅行者によって百貨店売り上げは意外にも底堅いといった現場の声も聞かれるが、乗用車、白物家電など耐久財では予想通り販売不振に陥るなど、状況はまだ模様といえるだろう。

一方、「失われた 20 年」の過程で、国内景気の牽引役としての役割を徐々に強めてきた輸出の動きは鈍かった。大幅な円安が進行した半面、世界経済の成長テンポがなかなか



高まらないことにより、財輸出は弱い動きを続けている。その半面、輸入が増加傾向を強めたほか、原発停止によって LNG・原油輸入が高止まりしていることに加え、駆け込み需要に伴って輸入数量も膨らんだ結果、貿易収支は過去最大の赤字を記録した。第一次所得収支の大幅黒字もあり、経常収支の基調は依然として黒字と見られるが、それでも 1～3 月期は GDP 比で▲1.2%ほどの赤字となっている。

さて、国内景気の堅調さを受けて、物価は上昇傾向が定着しつつある。当初は、円安進行や国際商品市況高止まりによる輸入品価格の上昇という側面が強かったが、最近では需給改善による値上げも散見されつつある。さらに、失業率も 3% 台半ばまで低下し、日銀短観などからは非製造業を中心に人手不足感が強まるなど、黒田日本銀行総裁らから完全雇用に近い状態との評価も出ている。実際、パートタイム労働者の平均時給は上昇傾向を強めてきたほか、新卒予定者の就職市場はかなり改善が見られている。さらに、一部業界からは外国人労働者の受け入れ拡大の要望が強まっており、政府も検討を開始している。とはいえ、復興需要、増税前の駆け込み需要など一時的もしくは特殊な要因が作用しており、ミスマッチが発生している点も否めない。

(2)大きく加速した 14 年 1～3 月期の GDP

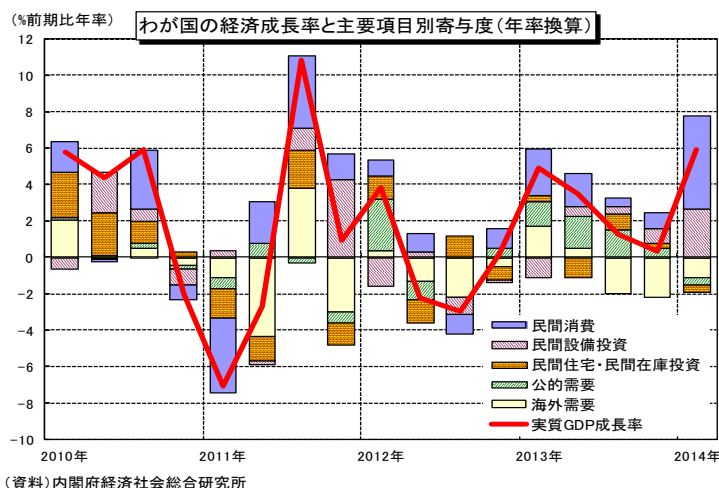
増税前の駆け込み需要によって成長率が大きく加速した様子は、5 月 15 日に公表された 1～3 月期の GDP 第 1 次速報でも確認できる。これによれば、実質成長率は前期比 1.5%、同年率換算 5.9% (6 四半期連続のプラス) で、低成長に甘んじた 13 年下期から成長率は大幅に高まった。また、前年比も 3.0% と 5 四半期連続のプラスで、10～12 月期 (2.5%) からプラス幅が拡大した。なお、名目 GDP は前期比 0.4% (同年率 1.6%) と 5 四半期連続のプラス、実質成長率を 2 四半期ぶりに上回った。

内容的には、民間消費 (前期比 2.1%) が耐久財・半耐久財を中心に駆け込み需要が強まったほか、受注残が積み上がっていた住宅投資 (同 3.1%) も引き続き底堅く推移した。加えて、民間設備投資が同 4.9% と大幅に加速したことで、民間最終需要は同 2.6% と大きく増加した。一方、いわゆる「15 ヶ月予算」の息切れからか、公的需要は同 ▲0.4% と 7 四半期ぶりの減少となったが、景気の牽引役が名実ともに「公」から「民」にシフトしたとの見方も

できなくはない。海外需要に目を転じると、輸出は同 6.0% と大きく増加したが、不振な財輸出をサービス部門がカバーしたという構図であろう (なお、国際収支統計の作成方法変更に影響された面もあると思われる)。輸入は、好調な民間需要に伴って増加しており、同 6.3% と 5 四半期連続の増加。この結果、前期比成長率に対する外需寄与度は ▲0.3 ポイントと、3 四半期連続でのマイナス寄与となった。

一国のホームメイドインフレ (≡ 価格転嫁の度合い) を表す GDP デフレーターは、駆け込み需要を中心とした国内需要の改善に伴って、これまでの円安などによる輸入品価格の上昇分を価格転嫁する動きが進んだこともあり、前年比 0.01% と、19 四半期ぶりのプラスとなった。個別にみると、円安進行から 1 年以上が経過したこともあり、輸入デフレーターは前年比 6.2% と上昇幅が縮小したものの、民間消費デフレーターが同 0.5% と 3 四半期連続のプラスとなり、僅かながらも上昇幅を拡大させた。なお、注目の単位労働コスト (= 名目雇用者報酬 / 実質 GDP) は前年比 ▲2.5% と、4 四半期連続のマイナス。

この結果、13 年度の経済成長率は実質で 2.3%、名目で 1.9% となった (実質は 4 年連続、名目は 3 年ぶりのプラス)。GDP デフレーターは前年度比 ▲0.4% と 16 年連続の下落 (97 年度の消費税増税の影響を除いて考えれば、実質的には 19 年連続) ながらも、マイナス幅は着実に縮小している。



2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

安倍内閣では、「大胆な金融緩和」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」の、いわゆる「3本の矢」と称される政策パッケージを一体的に推進(＝アベノミクス)することで、日本経済を疲弊させていたデフレからの早期脱却と、それによる成長促進を促してきた。13年6月の「経済財政運営と改革の基本方針(骨太の方針)」によれば、今後10年間の平均で名目3%程度、実質2%程度の経済成長を目指し、10年後には1人当たり名目国民総所得(GNI、12年度:約384万円)は150万円以上の拡大が期待される、としている。目下の注目は、6月に示される14年版の「骨太の方針」や改訂版「成長戦略」において、一部からの反対論も根強い法人税減税の確約などが盛り込まれるか、という点である。

こうしたなか、政府は「社会保障と税の一体改革」に基づき、14年4月に消費税率を8%へ引上げた。1997年4月の消費税率5%への引上げは、それが直接的原因だったのかについては今なお議論があるが、その直後からの景気後退(97年5月が「景気の山」)や15年以上続くデフレの入り口での出来事であったのは間違いない。90年代後半以降、人口高齢化や年金財政などの悪化が続くなか、消費税増税の必要性を巡る意識は徐々に浸透したように思われるが、政府が17年以上も消費税増税を決断できなかったのは、その当時の経験がトラウマになっていた可能性は高い。税率8%が単なる通過点であることを踏まえれば、今回の消費税増税は失敗が許されない。それゆえ、政府は増税ショックを緩和すべく、5.5兆円規模の補正予算編成を行うとともに、増益企業に対して賃上げを要請してきた。これまでのところ、甘利経済財政担当相は「駆け込み需要は想定以上、反動減は想定内」とし、景気の先行きへの自信をのぞかせた。

さて、消費税増税による税収増を盛り込んでいる14年度一般会計予算は、前年と同様、13年度補正予算と一体的に編成されている。単体で見れば、総額は95.9兆円と過去最大規模であるが、基礎的財政収支(PB)を前年度当初予算比で5兆円改善の▲18兆円とするなど、15年度までにPBの対GDP比率を10年度比半減させるという財政健全化目標に向けた動きもみられる。しかし、内閣府が1月に経済財政諮問会議に提出した「中長期の経済財政に関する試算」によると、先行きアベノミクスが奏功し、実質2%・名目3%の経済成長率、2%の消費者物価上昇率が実現したとしても、財政健全化目標として設定した20年度のPBは▲11.9兆円(対GDP比で▲1.9%)と、黒字化は達成できない。この補填を消費税増税で行うとすれば、約5%分の税率引上げ(税率は15%へ)が必要と推察される。なお、状況次第では、14年度も追加の経済対策が求められる場面もありうるなど、想定ほど財政健全化が進まないリスクもある。なお、今回の経済見通しについては、前回までと同様、消費税率を「15年10月に10%へ」引き上げることを前提としている。

(2) 世界経済の見通し

2014年に入って、米国の量的金融緩和策(QE3)は予定通り、出口政策へ転換したが、それと同時に経常・財政収支の慢性的な赤字や高いインフレ率に悩まされる新興国経済への懸念が再燃するなど、不透明な状況が続いた。この新興国リスクはその後沈静化に向かったものの、世界経済の牽引役として期待される米国が大寒波の影響で低成長に陥ったほか、ウクライナ情勢や東アジア近海の緊迫化など、新たなリスクも浮上しており、今後の経済・金融情勢に何らかの影響を与える可能性は否定できない。

以下では、米国、欧州、中国の景気の現状分析と当面の見通し、原油市況の予測を行

う。

① 米国経済

14年1～3月期の米国の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率0.1%と、13年10～12月期の2.6%から大幅に減速した。1～3月期は大雪や寒波の影響が懸念されたが、意外にも個人消費が3.0%と、医療保険制度改革法(オバマケア)の施行を受けサービス消費が堅調だったことから高い伸びを維持した。しかし、個人消費以外は総じて低迷し、コンピューターや輸送用機器への投資が落ち込むなど設備投資が1年ぶりにマイナス成長となったほか、住宅投資も2四半期連続で減少するなど、悪天候の影響を多分に受けたとみられる。また、在庫投資が13年後半に増えた反動もあり、積み増しペースが鈍化し、さらに新興国経済の減速を受け輸出も不振だった。足元の米国経済は、生産などでやや弱い動きが散見されるものの、寒波の影響が解消したことから雇用や住宅着工などの指標は復調の動きを示しており、緩やかな回復基調が続いている。

こうしたなか、米経済の足かせとなってきた財政問題については、13年末の超党派協議会において15年度までの財政合意が形成され、さらに14年2月には連邦債務上限を15年3月15日まで不適用とする法案が成立したことから、政府機関の閉鎖や債務不履行への懸念は当面回避されることとなり、この問題に対する不透明感は薄れた。実際に1～3月期の政府支出は前期比年率▲0.5%と、緊縮財政の緩和により減少幅(10～12月期:▲5.2%)が縮小した。ただし、中長期の財政健全化に向けて歳出削減は続くため、政府支出が米経済を押し上げるような牽引役になることまでは期待できない。

当面の注目材料としては、11月4日の中間選挙が挙げられる。米議会は前回(10年秋)の中間選挙以降、オバマ大統領の出身母体である与党・民主党が上院では多数党を維持しつつも、下院は野党・共和党が過半を占めるといった「ねじれ状態」が続いている。オバマ大統領にとっては、この状態を打破する最後のチャンスが今回の選挙戦となるが、過去

2014～15年 米国経済見通し (14年5月改定)

	単位	2013年 通期 実績	2014年 通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	2015年 通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	1.9	2.5	1.7	3.0	3.0	3.2	2.6
個人消費	%	2.0	2.7	3.0	2.5	2.6	2.7	2.6
設備投資	%	2.7	4.5	2.8	7.5	7.0	7.5	5.7
住宅投資	%	12.2	2.3	▲2.2	7.7	6.3	6.7	4.0
在庫投資	寄与度	0.2	0.1	▲0.4	▲0.2	▲0.0	0.1	▲0.4
純輸出	寄与度	0.1	0.0	▲0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
輸出等	%	2.7	2.0	▲0.7	3.4	5.0	5.1	6.5
輸入等	%	1.4	1.4	0.1	2.0	3.7	3.9	5.1
政府支出	%	▲2.2	▲0.9	▲1.3	0.5	0.2	0.2	0.0
参考								
PCEデフレーター	%	1.1	0.8	1.1	1.6	1.9	1.8	2.0
GDPデフレーター	%	1.5	1.5	1.4	1.6	1.7	1.6	1.8
FFレート誘導水準	%	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0.50	0～0.25	0.50
10年国債利回り	%	2.3	2.9	2.8	3.0	3.2	3.2	3.3
完全失業率	%	7.4	6.3	6.5	6.2	5.9	6.0	5.8

実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

(注) 1. 予想策定時点は2014年5月19日(14年1～3月期の速報値ベース)

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)

3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度

4. デフレーターは期中平均前年比

5. FFレート誘導目標は期末値

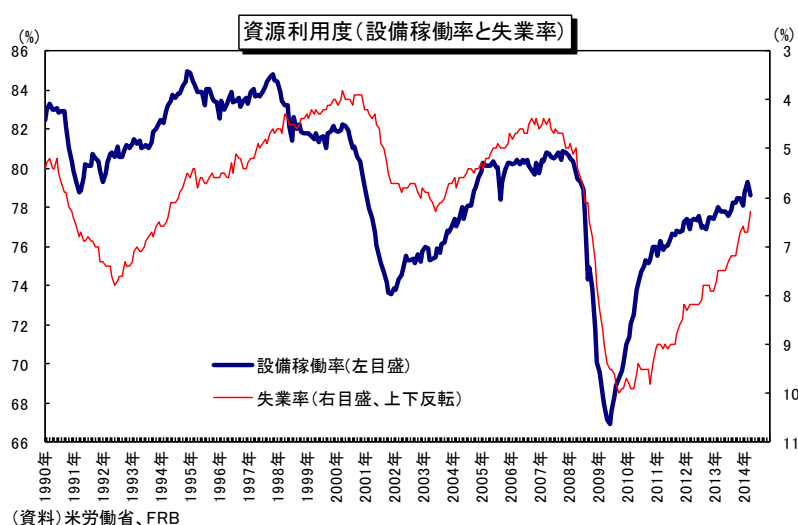
の例では中間選挙は野党に有利な結果となることが多いことに加え、前回の中間選挙以降、下院の小選挙区の区割りが共和党に有利になるよう調整されたこともあり、形勢逆転は困難との見方が大勢となっている。今後は夏場にかけて注目州での予備選が続くが、共和党はオバマケアの廃止を再び目指して選挙戦の争点にする構えであり、与野党の対立が先鋭化するとみられる。なお、財政健全化議論が再び取りざたされるのは中間選挙以降になるが、選挙結果によっては15年3月の期限を前に債務上限問題をめぐって再び議会が紛糾する可能性もあるだろう。

一方、金融政策については、連邦準備制度理事会(FRB)が13年12月の連邦公開市場委員会(FOMC)で、雇用情勢の改善傾向などを踏まえ量的緩和策第3弾(QE3)の規模縮小を決定し、それまで月額850億ドルで実施してきた債券購入の規模を14年1月から住宅ローン担保証券、米国債をそれぞれ50億ドル(月額計100億ドル)減額することとし、その後のFOMCにおいても同額の規模縮小の決定を続けている。QE3の規模縮小ペースは、当初は「景気次第で調整」との見方が大勢だったが、最近では雇用関連の数値などが「大きく悪化しない限り月額100億ドル減額」が既定路線となっている。

また、政策金利の見通しに関するフォワード・ガイダンスについては、3月のFOMCで、インフレ率がFOMCの長期目標である2.0%を下回り続けると予想される場合には「失業率が6.5%を下回った後も長期的に異例の低水準を維持する」とした従来の数値基準を改め、「QE3終了後も『相当な期間』据え置く」との方針に修正した。イエレン議長は同会合後の会見で、「相当な期間」とは6ヶ月程度であると示唆したことから、市場では利上げ時期が早まるとの見方が広まったが、その後に公表された議事要旨や議長発言を受けて、早期利上げ観測が後退した。直近の議会証言でもイエレン議長は「多くの米国民はなお失業状態にあり、インフレ率は当局の目標(2%)を下回っている」「利上げ時期に関して、機械的に決められた方式やタイムテーブルは存在しない」とし、雇用と物価の改善が遅ければ実質ゼロ金利となっている現状水準を当面は継続する方針を示唆した。

金融政策の先行きを展望すると、寒波の影響を受けたとはいえ雇用・所得環境は緩やかに改善していることから、FRBは今後も既定路線でQE3縮小を続け、遅くとも14年末までに債券購入を終了すると予想する。一方、ゼロ金利政策は、雇用改善が進むものの、インフレ率がFRBの目標である2%を引き続き下回って推移すると想定されることから、15年半ばまで維持されると予想する。

こうした財政・金融政策を前提に見通しの主要項目について個別に見ると、まず、個人消費は、緩やかな雇用・所得環境の改善の下で消費者マインドが改善しており、株高による資産効果が期待されることもあり、増加傾向が続くと予想する。ただし、ドライブシーズンが今後本格化するなか、ガソリン高が消費を抑制する可能性もあるだろう。設備投資は、先行指標となる非国防資本財受注



が持ち直しの兆候を示しているほか、設備稼働率がリーマン・ショック前の水準まで回復していることなどから今後増勢に転じ、その後も回復の動きを続けると予想する。住宅投資は、在庫減少による物件価格の上昇や住宅ローン金利の上昇などにより需要がやや減退して

いるものの、4～6 月期は寒波の影響を大きく受けた反動増が予想され、かつ住宅需要期として盛り上がり期待される時期でもあることから持ち直すと思われる。その後もローン金利が早期に急上昇せず、雇用・所得環境の改善が続くと想定されることから、増加傾向を維持するとみられる。外需については、新興国など海外経済の成長が鈍化していることから、当面は米国からの輸出も増加ペースがやや弱まるものの、その後は海外経済の回復に伴い緩やかに増加すると予想する。なお、ドル高やシェールガス革命を受けたエネルギー輸入の減少を受け輸入全体が減少傾向にあることから、経済成長に対する純輸出の寄与度はプラス傾向で推移するとみられる。最後に、政府支出に対しては、引き続き強制歳出削減が実施されるものの、14～15 年度については国防費や国内事業向け経費の縮小規模が緩和されることから、財政面での下押し圧力が弱まると予想される。

以上から、寒波の影響が剥落する 4～6 月期は反動増となるが、リバウンド一巡後もこれまでの緩和政策の効果を背景に内需の自律回復が進むと考えられることから本格的な回復局面を迎え、14 年後半以降の成長率は 2%台後半～3%台に伸びを高めて推移すると見込まれる。年間の成長率は、14 年は前年比 2.5% (前回見通しから 0.3%pt の下方修正、1～3 月期が当社予想を下回ったため)、15 年は同 3.0% (前回と変わらず) と予想する。

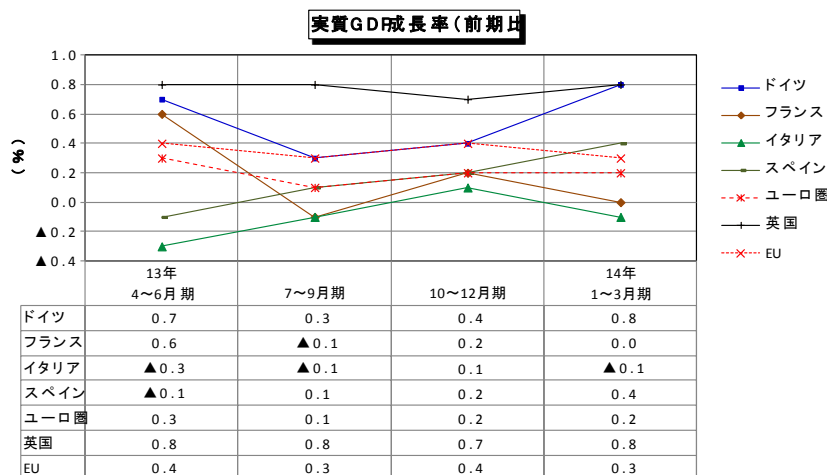
② 欧州経済

ユーロ圏の 14 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率 (速報値) は前期比プラス 0.2% となり、緩やかな景気回復の継続が示された。しかしながら、財政改革は今後も継続すること、域内の金融機能は依然として脆弱であること、企業や家計でも債務の削減が引続き課題であることなど、ユーロ圏経済の回復には様々な障害が残されている。また、ユーロ圏では最近では物価

上昇率の低下 (ディスインフレ) が進行している。これは、実質金利の上昇により投資を抑制するとともに、インフレによる負債削減効果を弱め経済主体の財務改善にかかる負担を増加させることなどを通じ、経済の回復に対して負荷として働くことが考えられる。さらに、ウクライナ情勢を巡る不透明感も長期化が見込まれる。以上の諸情勢を考慮すれば、ユーロ圏全体としては実体経済の本格的な回復は困難とみられ、今後も当面の間、回復のペースは緩慢なものにとどまるものと考えられる。

ユーロ圏では、3 月の失業率は 11.8% と依然として高水準が続いている。同月の小売売上高は前月比で 0.3% の、また前年同月比で 0.9% の各上昇となり復調の兆しも現れているが、高い失業率のもとでは安定的な改善の継続は期待し難い。一方、3 月の鉱工業生産は前月比で 0.3% の、また前年同月比では 0.1% の各低下となり、足元ではこれまでの回復基調に頭打ち感が生じている。なお、ユーロ圏では力強さに欠ける内需のもとで経済回復は外需に大きく依存することから、今後は輸出競争力に応じて各国間で経済回復の格差が生じる可能性が考えられる。

輸出主導での経済回復の牽引役として期待されるドイツについては、3 月の輸出額は前月比 1.8% の減少と、前月に引続いて減少となった。また、3 月の製造業受注指数は前年同月比では 1.5% の上昇ながら前月比で 2.8% の低下となったほか、同月の鉱工業生産指



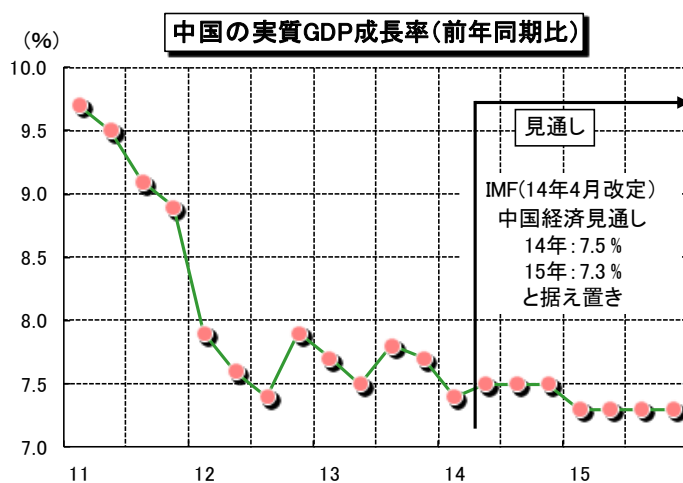
(資料 Eurostat データから農林中金総合研究所)

数についても前年同月比では 3.0%の上昇に対し前月比では 0.5%の減少となり、景気の回復には跛行性が現れている。また、一方、同月の失業率は5.1%と低い水準にとどまる一方で、小売売上高についても前年同月比では 0.8%の上昇ながら前月比では 0.7%の低下となるなど、必ずしも安定的な個人消費の拡大にはつながっていない。

一方、ユーロ圏の消費者物価指数(CPI)の上昇率(前年同月比)は11年後半に3.0%に達した後低下に転じ、デフレーションが進行している。4月の速報値は0.7%であるが、これは欧州中央銀行(ECB)の政策目標である2%を大幅に下回っている。こうした情勢を受け、ECBは13年11月には政策金利の引下げを行い過去最低の0.25%としたほか、14年5月の定例理事会ではドラギ総裁が追加緩和の可能性を示唆したが、次回理事会での対応内容が注目される。

③ 中国経済

中国の14年1～3月期の実質GDP成長率は前年比7.4%と、13年7～9月期(同7.8%)、10～12月期(同7.7%)から、さらに減速が見られた。1～3月期は米国の寒波による影響や昨年の水増し輸出による反動で輸出が低調だった。また、実施されている反腐敗や汚職摘発によって政府支出が抑制されたほか、住宅ローンの返済や高い教育費の支払いなどによって家計が直面する流動性制約も根強く、消費の伸びも小幅鈍化した。さらに、住宅在庫が大幅に積み上がったことに伴う価格上昇の沈静化などを受け、不動産開発投資が大きく鈍化したほか、鉄鋼や太陽光パネルなどの過剰生産業種に対する投資抑制が継続されたため、投資も伸び悩んだ。



そうしたなか、中国政府は4月に入り、鉄道建設の加速、中小企業向けの減税優遇策の拡充、低所得者向けの住宅建設の促進といった景気下支え策を打ち出した。しかしながら、これらの策には即効性は期待できず、その効果は早くとも夏頃から徐々に始まると思われる。そのこともあり、4月分の投資は前年比16.6%と3月(同17.3%)から鈍化した。しかし、4月の実質消費は前年比10.9%と3月(同10.8%)からやや改善したほか、輸出も同0.9%と3ヶ月ぶりの増加に転じた。これらの動きから、足元で景気回復の兆しが見られるものの、依然弱い状況にあると判断される。

そうしたなか、中国政府は4月に入り、鉄道建設の加速、中小企業向けの減税優遇策の拡充、低所得者向けの住宅建設の促進といった景気下支え策を打ち出した。しかしながら、これらの策には即効性は期待できず、その効果は早くとも夏頃から徐々に始まると思われる。そのこともあり、4月分の投資は前年比16.6%と3月(同17.3%)から鈍化した。しかし、4月の実質消費は前年比10.9%と3月(同10.8%)からやや改善したほか、輸出も同0.9%と3ヶ月ぶりの増加に転じた。これらの動きから、足元で景気回復の兆しが見られるものの、依然弱い状況にあると判断される。

一方、金融情勢については、中国人民銀行(中央銀行)がシャドーバンキングに対する規制を強化しているものの、公開市場操作などによる金融政策の微調整を行っている。その一環として4月22日に県域の農村商業銀行・農村合作銀行を対象に法定預金準備率の引下げを決定した。また、同行は5月12日に中国工商銀行などの商業銀行に対して、1軒目住宅の購入者に住宅ローンを積極的に提供するように要請した。

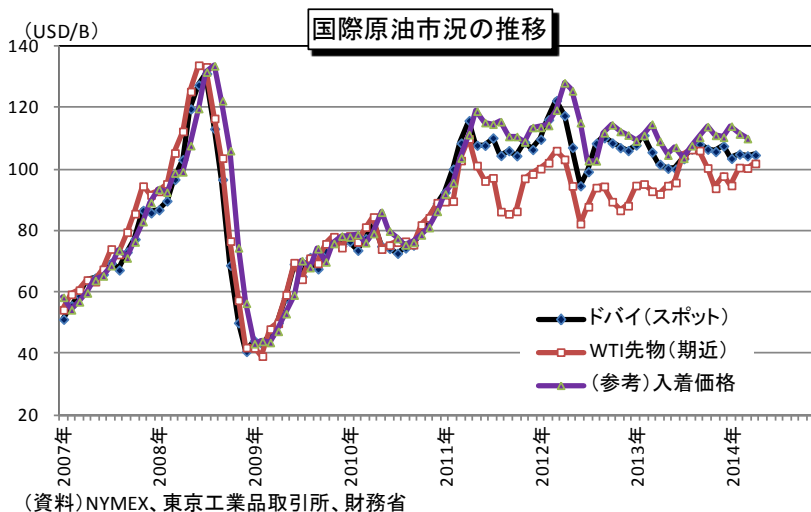
このように、金融政策の微調整が進められるなか、景気回復力の弱さを背景に、都市部の銀行に対しても法定預金準備率の引下げなど金融緩和を期待する声は高まっているが、周小川人民銀行総裁が「きめ細かな流動性調整を続けるが、大規模な景気刺激策は行わない」と発言するなど、当面その可能性は低いと思われる。

足元で景気回復の弱さが続いているものの、金融政策の微調整に加え、景気下支え策の効果も徐々に出ると見られることから、中国経済は一段の減速が回避され、早ければ4～6月期は小幅な景気の持ち直しが想定される。14年通年で7.5%前後の成長目標を達成すると見込まれる。今後、不動産市場の調整状況などに注目したい。

④ 輸入原油価格の見通し

エジプト情勢の緊迫化、シリアの化学兵器使用問題など、中近東情勢が緊迫化する場面もあったものの、サウジアラビアなどの増産体制とあいまって、13年後半以降、原油価格は高値圏ながらも安定的に推移、WTI先物は1バレル＝100ドル前後で変動している。

先行きについては、新興国リスクが熾り続けている一方で、米国経済については徐々に力強さを増していき、世界経済の牽引役として機能するとの見方は根強い。その半面、IEA（国際エネルギー機構）が予測するように、シェールガス・オイルの増産によって17年までに米国はサウジアラビアを抜いて世界最大の産油国となるとされるなど、原油供給能力は着実に強まるものと思われる。それゆえ、国内への原油入着価格（CIFベース）は14、15年度と110ドル台での推移になるものと予想している。



	単位	2012年度 (実績)	13年度 (実績)	14年度 (予測)	15年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 0.2	1.9	2.2	2.0
実質GDP	%	0.7	2.3	1.0	1.4
民間需要	%	1.4	2.2	1.1	2.0
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	0.3	1.6
民間住宅	%	5.3	9.5	▲ 3.7	▲ 0.6
民間企業設備	%	0.8	1.7	3.4	3.6
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.3	0.2	0.0
公的需要	%	1.4	4.5	1.3	0.4
政府最終消費支出	%	1.5	2.1	1.1	1.1
公的固定資本形成	%	1.3	15.3	2.1	▲ 2.6
輸出	%	▲ 1.2	4.7	4.0	5.2
輸入	%	3.7	7.1	5.1	6.9
国内需要寄与度	%pt	1.4	2.8	1.1	1.6
民間需要寄与度	%pt	1.1	1.7	0.8	1.5
公的需要寄与度	%pt	0.4	1.1	0.3	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.4	1.2	0.6
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.0	1.8	3.7	1.9
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.2	0.8	2.9	1.8
(消費税増税要因を除く)				(0.9)	(1.1)
完全失業率	%	4.3	3.9	3.8	3.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 2.7	3.2	▲ 0.1	1.4
経常収支	兆円	4.2	0.8	5.0	8.2
名目GDP比率	%	0.9	0.2	1.0	1.6
為替レート	円/ドル	83.1	100.2	103.6	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.78	0.70	0.74	0.84
通関輸入原油価格	ドル/バレル	113.4	109.6	112.5	115.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

(→予測)

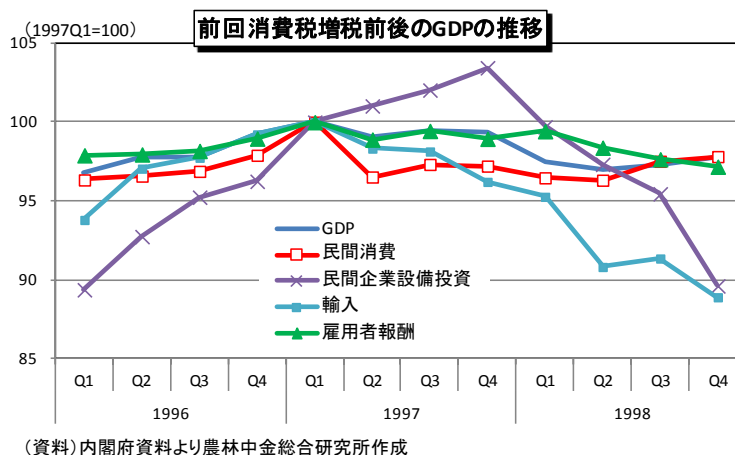
	単位	2013年				2014年				2015年				2016年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.8	0.9	0.2	0.2	1.2	0.3	1.0	0.0	0.5	0.4	0.9	0.3	0.6
実質GDP	%	1.2	0.9	0.3	0.1	1.5	▲ 1.1	1.0	0.2	0.4	0.4	0.7	▲ 0.6	0.7
(年率換算)	%	4.9	3.5	1.3	0.3	5.9	▲ 4.4	4.1	0.9	1.4	1.7	2.7	▲ 2.3	2.8
民間需要	%	0.6	0.4	0.6	0.7	2.3	▲ 1.7	0.7	▲ 0.1	0.3	0.9	1.4	▲ 1.2	0.7
民間最終消費支出	%	1.0	0.7	0.2	0.4	2.1	▲ 2.3	1.0	0.1	0.2	0.5	1.8	▲ 1.6	0.7
民間住宅	%	1.8	0.8	3.3	4.3	3.1	▲ 6.0	▲ 3.0	▲ 1.0	0.5	1.0	1.5	▲ 3.0	▲ 1.0
民間企業設備	%	▲ 2.0	1.0	0.7	1.4	4.9	▲ 2.0	1.0	0.5	0.8	1.2	2.3	▲ 1.0	0.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.0	▲ 0.3	0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.2	▲ 0.4	0.3	0.1
公的需要	%	1.4	1.8	1.5	0.5	▲ 0.4	0.1	1.1	0.4	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.0
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	0.2	0.3	0.1	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	4.5	6.4	6.9	1.2	▲ 2.4	▲ 1.0	4.0	1.0	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出	%	4.3	2.9	▲ 0.7	0.5	6.0	▲ 2.5	1.5	1.2	1.2	1.2	1.5	1.2	1.2
輸入	%	1.1	1.8	2.4	3.7	6.3	▲ 3.0	0.9	0.5	0.8	3.0	3.8	▲ 0.5	0.2
国内需要寄与度	%pt	0.8	0.7	0.8	0.6	1.7	▲ 1.4	0.8	0.0	0.3	0.7	1.0	▲ 0.9	0.5
民間需要寄与度	%pt	0.4	0.3	0.4	0.5	1.8	▲ 1.3	0.6	▲ 0.1	0.3	0.7	1.0	▲ 0.9	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.4	0.4	0.4	0.1	▲ 0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.4	0.1	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	0.3	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	0.0	1.2	1.3	1.0	1.3	▲ 0.1	0.1	1.2	1.0
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 0.3	0.7	2.2	2.5	1.9	4.2	3.7	3.5	3.5	1.2	1.5	2.6	2.4
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.3	0.0	0.7	1.1	1.3	3.0	2.9	2.8	2.9	1.0	1.3	2.5	2.3
(消費税増税要因を除く)							(1.2)	(0.9)	(0.8)	(0.9)	(1.0)	(1.3)	(1.1)	(0.9)
完全失業率	%	4.2	4.0	4.0	3.9	3.6	3.7	3.8	3.9	3.9	3.8	3.7	3.8	3.9
鉱工業生産 (前期比)	%	0.5	1.6	1.8	1.8	2.8	▲ 3.2	0.4	▲ 1.2	0.2	1.2	2.1	▲ 2.6	1.4
経常収支(季節調整値)	兆円	0.9	1.8	0.6	0.0	▲ 1.4	0.7	1.2	1.4	1.7	1.7	1.3	2.5	2.7
名目GDP比率	%	0.8	1.5	0.5	0.0	▲ 1.2	0.6	1.0	1.1	1.4	1.4	1.0	2.0	2.1
為替レート	円/ドル	92.4	98.7	98.9	100.5	102.8	102.5	103.0	104.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.07	0.07	0.07	0.08	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.70	0.73	0.77	0.64	0.65	0.70	0.70	0.75	0.80	0.85	0.90	0.80	0.80
通関輸入原油価格	ドル/バレル	111.8	107.1	107.3	111.8	112.0	112.5	112.5	112.5	112.5	115.0	115.0	115.0	115.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

3. 2014～15年度の日本経済・物価見通し:

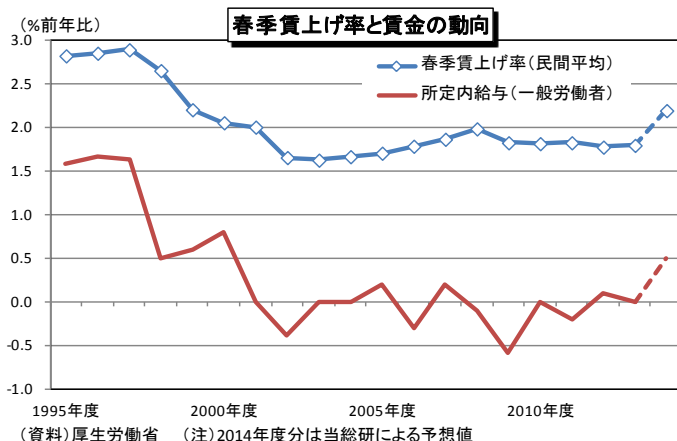
(1) 経済見通し ～ 実質所得の目減りが景気の戻りを鈍らせる

1～3月期のGDP統計からは、想定以上に駆け込み需要が強かったということが判明したが、「需要の先食い」という側面がある以上、当然4～6月期にはその分だけの反動が待ち受けているということになる。ちなみに、前回の消費税増税直後である97年4～6月期の民間消費は前期比▲3.5%で、GDPは同▲0.9%であった。一方で、7～9月期にはリバウンドが期待され、プラス成長に戻ると見られている。97年7～9月期の民間消費は同0.8%、GDPは同0.4%であった。



さて、消費税増税による実体経済へのショックは2つに大きく分けて考えることができる。その一つは増税前に発生した駆け込み需要の反動減(・・・①)であり、もう一つは増税による実質所得の目減りによる効果(・・・②)、である。政府・日本銀行では、消費税増税による反動減は比較的早い段階で収束するとの見解を繰り返しているが、実際に食料品、日用品などの非耐久財やサービスなどについては比較的早めに需要が戻ってきているようである。問題は、②の増税による実質所得の目減りが今後の消費行動を変化させる可能性があるのかどうか、といった点である。

今回の消費税増税に対して様々な面で失敗が許されない政府は、財政健全化に逆行するかのようには財政出動(公共事業など5.5兆円規模の補正予算編成)を実施したほか、



復興法人税の前倒し廃止と引き換えに業績改善企業に対する賃上げ要請を行った。その結果、一部の大手企業では死語になりつつあったベースアップが復活するなど、賃上げのムードが高まった。経団連調査では、春季労使交渉での大手企業の賃上げ率は2.39%で、13年(1.88%)から高まった。定期昇給分(1.7～1.8%)を考慮すると、ベースアップ率は0.5%前後であり、労働側からの要求に対しては物足りない結果ではあるが、13年度の企業

業績が過去最高益となった可能性もあり、夏季賞与で対応されるケースも多いと思われる。また、業種によっては人手不足感が強まっていることもあり、パートタイム労働者の平均時給も上昇傾向が強まってきた。

しかし、今回の消費税率の引上げは3%分であり、これによって物価上昇率は2%ポイントほど押し上げられ、3%前後まで高まると見られている。これに対して、労働力人口の高齢化、反動減に伴う製造業を中心とした残業時間減、中堅・中小企業での賃上げ状況など

を踏まえれば、雇用者 1 人当たりの給与所得の上昇は 1%前後にとどまる可能性がある。「企業から家計へ」の所得還流は消費税増税を乗り切る上で重要な施策であると企業が認識を改めれば悪循環が止まる可能性はあるが、需要減退に直面する企業にとって内部留保の蓄積といった「合成の誤謬」から抜け出すのは容易なことではない。

実際のところ、11 年 7 月の地デジ移行後の TV やエコカー購入補助金終了後の乗用車の販売状況などからも明らかなように、耐久財を中心とした一部の消費需要はなかなか戻らないだろう。なお、自動車産業は裾野が広く、その低迷は広範囲な影響を及ぼす可能性もある。

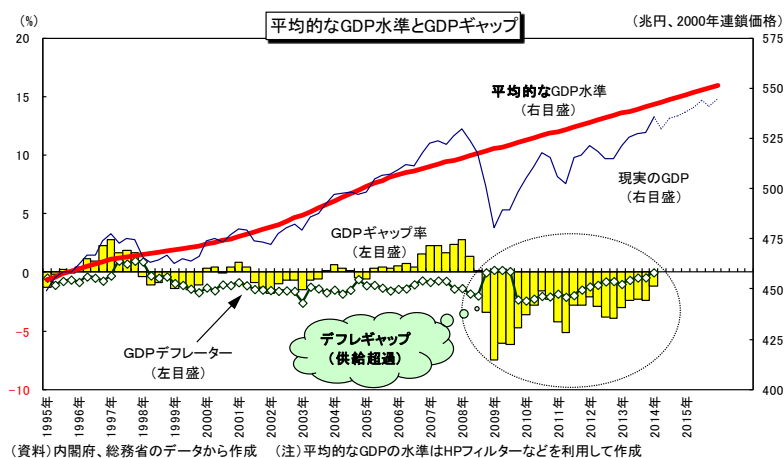
「社会保障と税の一体改革」において、消費税増税による増収分は社会保障制度の維持・充実のために使われることになっている。それは根深い年金不安を解消させ、90 年代以降続いている「予備的動機に基づく貯蓄動機」を緩和させるとの見方もある。しかし、実際には年金制度など社会保障制度の抜本改革はほとんど手つかずの状態であるほか、年金支給開始年齢の更なる引上げ、消費税率の 10%以上への引上げの可能性が指摘されるなど、本当に年金不安が緩和し、消費抑制姿勢が止まるかどうかは疑わしい。むしろ、目先は実質所得の目減りによって、今後の消費行動が徐々に慎重化していく可能性が高いものと思われる。消費マインドが悪化し、再び低価格志向が強まれば、日銀が画策してきた「期待」への働き掛けが無駄な努力になりかねない。

一方、1～3 月期にかけて大幅増となった民間設備投資であるが、民間消費と同様、一時的・特殊要因が牽引した面もあり、設備投資意欲が好転していると捉えるのは妥当ではないだろう。もちろん、これまでの景気回復により、先送りしてきた更新需要などに着手する動きが出ているものの、当面は増税後の景気動向を見極める動きが広がるものと思われる。また、国内投資を喚起する成長戦略が加速的に実行されているわけでもない。しばらくは緩やかな増加傾向を維持するものと思われる。

以上の点を踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。繰り返しになるが、足元 4～6 月期については、1～3 月期に大幅増となった民間消費に加え、民間設備投資に反動減が出るのは不可避であろう。さらに、輸出等もある程度の調整がなされると思われる。また、1～3 月期に減少に転じた公的需

要については、政府は 2 月に成立した 13 年度補正予算の早期執行に努力しているが、3 兆円ほど盛り込まれた公共事業は人員不足や資材高騰などで一段の進捗が見込めないことなどを考慮すると、景気下支え効果はほとんど期待できないと見る。一方で、民間在庫の積み上がりや駆け込み需要に対応した輸入増の一股は成長率の落ち込みを一定程度緩和させるだろう。そのため、4～6 月期は前期比 ▲1.1%、同年率 ▲4.4%と、7 四半期ぶりのマイナス成長に陥るだろう。

なお、7～9 月期には民間消費を中心にある程度のリバウンドが見込まれるほか、海外経済の緩やかな回復傾向によって、財輸出も徐々に持ち直していくと見られるため、プラス成長に返ることが期待される(前期比 1.0%、同年率 4.1%)。この数字は 15 年 10 月の消費税増税実施の最終判断によって好材料となるだろう。しかし、上述のとおり、実質所得の目減りによる消費行動の慎重化が徐々に進行していき、10～12 月期には再び成長率が鈍化(前期比 0.2%、同年率 0.9%)、1～3 月期もやや物足りない成長(前期比 0.4%、同年率



1.4%)となるなど、政府が目指す実質 2%の成長経路への早期復帰は困難と見る。

以上を受けて、14年度の実質成長率は1.0%、名目成長率は2.2%(前回3月時点の予測はそれぞれ0.9%、2.2%)と予測する。名実逆転の解消は17年ぶりであるが、消費税率の引上げが主因である。なお、13年度からのゲタは1.2ポイントであるが、年度の成長率がそれを割り込むことを考慮すれば、実態的にはマイナス成長と評価せざるをえない。過去20年間で、経済成長率が前年度からのゲタを下回った年は景気後退局面であったことは意識すべきであろう。ちなみに、GDPデフレーターは前年度比1.2%(前回予測は同1.3%)の上昇を見込んだ。

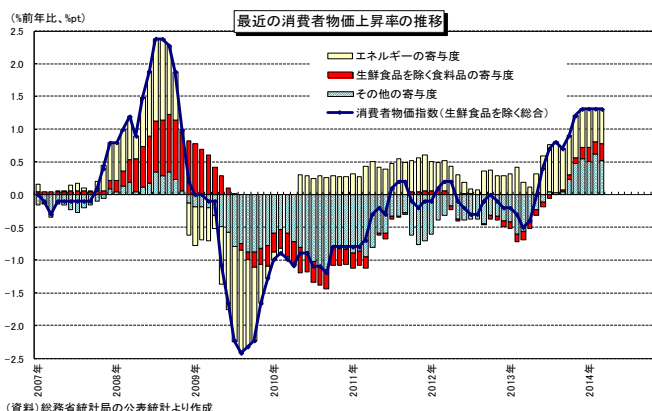
続く15年度については、基本的に欧米など先進国経済の回復テンポが高まるなか、新興国経済への不安も和らぐなど、海外経済の改善傾向が強まることを受けて、輸出の増加傾向が継続するほか、成長戦略の実行などによる環境整備が徐々に進み、企業設備投資なども増加傾向をたどるだろう。一方で、消費税率が15年10月に10%に引き上げられることから、年度上期には小ぶりながらも駆け込み需要が発生するだろう。逆に、年度下期にはその反動減が出ることが想定される。その結果、15年度の実質成長率は1.4%、名目成長率は2.0%、GDPデフレーターは前年度比0.6%(前回はそれぞれ1.4%、2.0%、同0.7%)と予測した。

(2)物価見通し ～ 増税後は物価上昇圧力弱まる

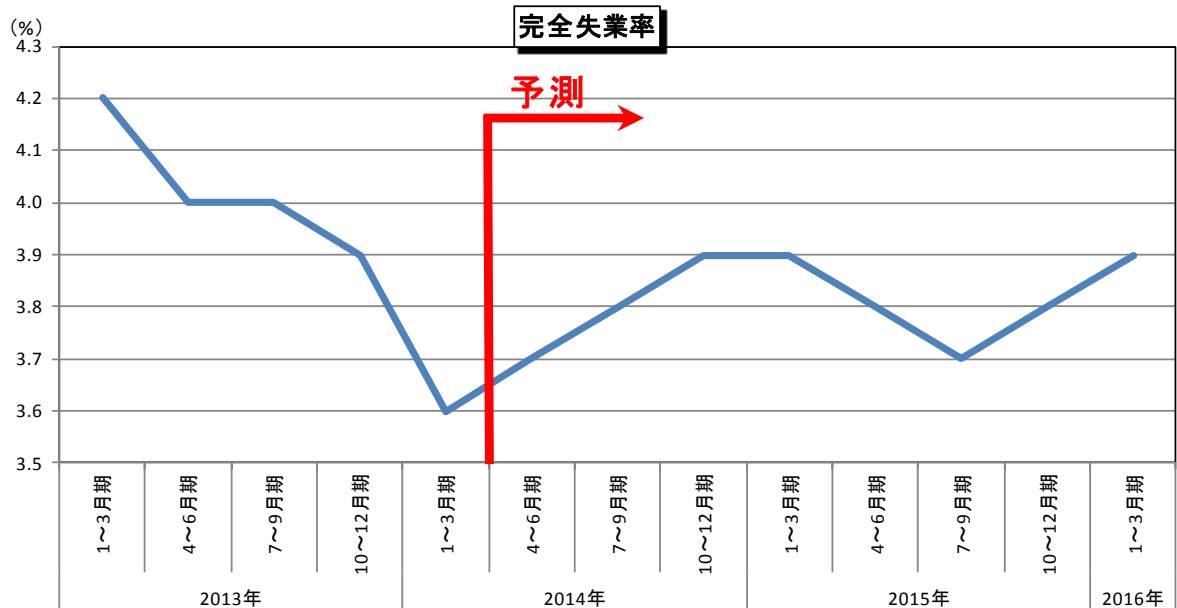
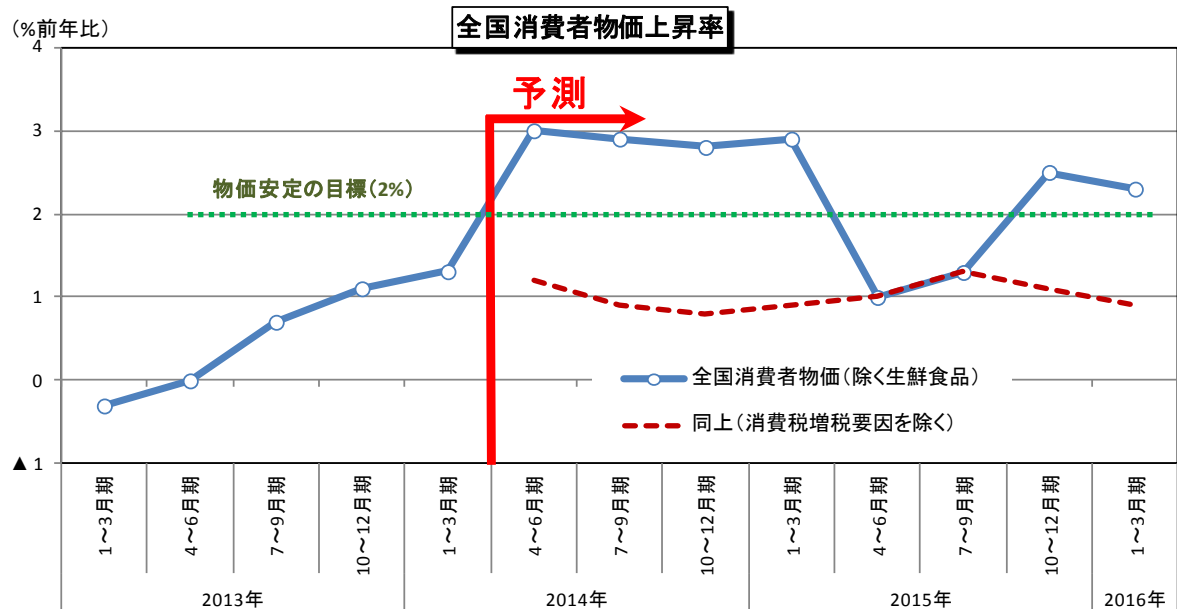
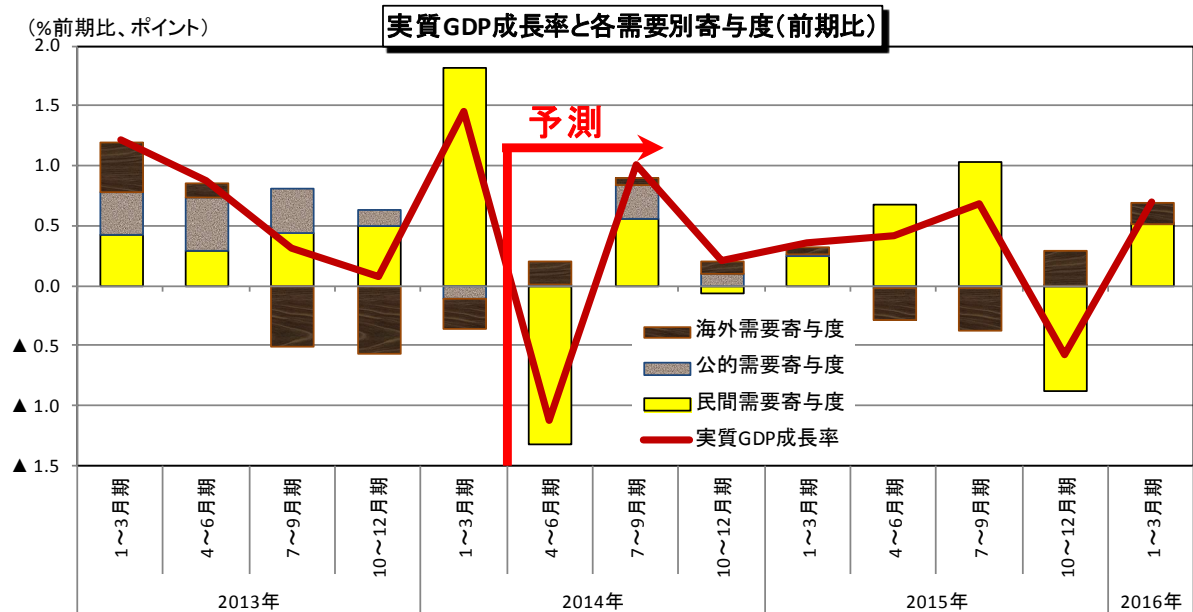
円安進行による輸入品価格の上昇や電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰などを主因に全国消費者物価(生鮮食品を除く、以下全国コアCPI)は13年半ばには下落状態から抜け出し、徐々に物価上昇率は高まった。13年度末にかけては、上記の要因に加え、需給改善による物価押し上げ効果も散見されるなど、同1%台前半での推移となっていた。ベース部分の物価上昇を見る上で重要な「食品(除く酒類)・エネルギーを除く総合」でも同1%弱まで高まっている。もちろん、このなかには増税前の駆け込み需要という特殊要因による効果も含まれており、増税後にはそれらが剥落する点には十分留意する必要がある。

ちなみに、4月中旬の東京都区部の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年比2.7%と、3月(1.0%)から大きく上昇率を高めた。その大部分は消費税増税によるものであるが、高速道路料金や公立高校授業料、ガソリン環境税などの制度変更による値上げ分も含まれている。また、4月の企業物価の国内需要財・消費財価格(国内品)については前月比▲0.5%と、例年よりも大きく下落している。

先行きについては、すでに円安やエネルギー高騰による物価押し上げ効果は一巡しつつあるが、5月以降は電気料金など公共料金に増税効果が出てくる一方で、増税後に民間消費が一旦は落ち込んだことによって、需給改善による物価押し上げ効果が剥落することも考慮すれば、増税要因を除いた物価上昇圧力は徐々に弱まっていくと思われる。



以上から、14年度の全国コアCPIは、消費税増税の影響により、表面的には同2.9%へ上昇率が高まるが、その要因を除けば同0.9%にとどまるだろう。また、15年度は同1.8%へと数字の上では上昇率が鈍化するが、消費税率変更の要因を除けば同1.1%とやや高まるだろう。



中国の不動産価格上昇率鈍化の背景について

王 雷軒

はじめに

最近、中国国内のみならず、海外のメディアでも、中国の不動産市場に関する報道が多く見られるようになってきている。これらの内容をみると、販売価格の下落や取引の減少などによって中国の不動産市場が大きく調整する時期にさしかかっているとの議論（ハードランディングなど）が多いように思われる。

こうした問題意識から、本稿では、最近の不動産価格の動向を確認したうえで、不動産ディベロッパーや銀行などの行動変化を検討し、不動産市場の先行きについて展望してみたい。

なお、本稿で取り上げる不動産には住宅のみならず、オフィスビルや商業施設などの商業用不動産も含めている。

不動産価格上昇率は再び鈍化へ

2008 年秋のリーマン・ショックを受けて政府は大規模な景気刺激策を実施したため、不動産価格が大幅に上昇した。この急上昇を抑制するために、中国政府は 10 年以降、金融引き締め政策を実施したほか、一連の不動産抑制策を実施してい

る。これらの抑制策を受けて 11 年に入り新築住宅価格の上昇幅は鈍化し始めた（図表 1）。

しかし、その後は中国経済の減速を受けて、不動産抑制策を緩和する動きも見られたことなどから、12 年後半からは再び大幅に上昇した。そのため、国民の住宅問題に対する不満が高まり、不動産抑制策は一段と強化されることになった。そのこともあり、14 年に入ってからは、新築住宅価格の上昇率が再び鈍化している。

このように、中国政府の不動産抑制政策は供給側（ディベロッパー）や銀行などの行動に大きな影響を与えていると思われる。

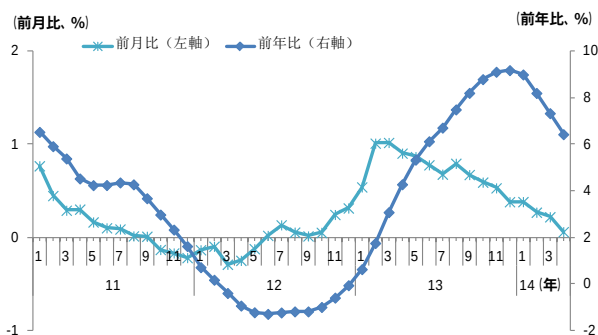
積み上がる不動産在庫

不動産価格上昇率の低下をもたらす直接的な原因として、まずディベロッパーの不動産在庫の増加が挙げられる。

年次ベースの不動産販売面積と新規着工面積の推移をみると、両者はともに増加傾向にある。しかしながら、最近の新規着工面積は販売面積を大きく上回って推移しており、両者の乖離が拡大してきた（図表 2）。その結果、全国の不動産在庫は 14 年 4 月に 5.3 億平方メートルとなり、11 年末の 3.1 億平方メートルから増加した。

また、販売面積に対し新規着工面積がより増加しているため、13 年末に建設中の物件面積は 66.6 億平方メートルに達した。その結果、一部の中小都市では、無秩序な建設により、ゴーストタウン（鬼

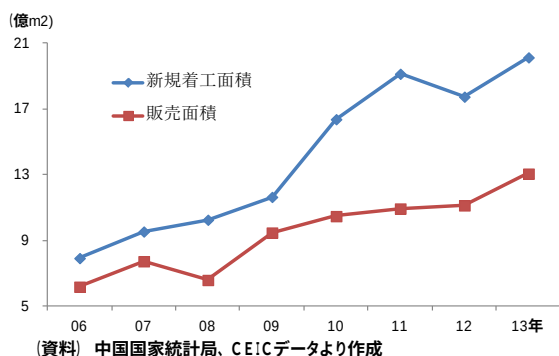
図表1 新築住宅販売価格上昇率の単純平均



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成
(注) 中国国家统计局が11年1月に発表し始めた70都市の新築住宅販売価格の伸び率をもとに計算。なお、新築住宅に新築保障性住宅は含まない。

城)と呼ばれるものも出始めている。

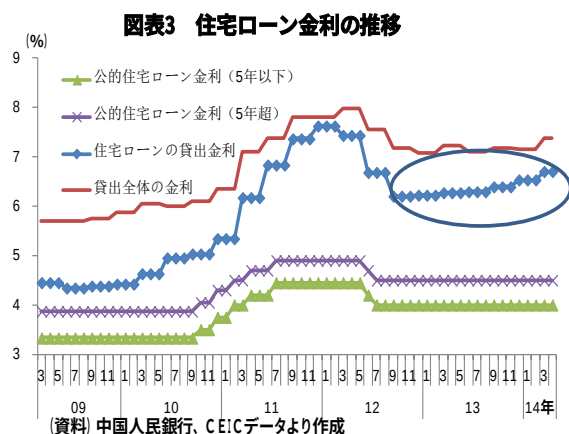
図表2 不動産販売面積と新規着工面積の推移



銀行と消費者の行動変化

一方、国民の住宅への需要は依然として大きいと見られる。しかし、14年に入り、銀行の住宅向け貸出に慎重な姿勢が強まり、住宅購入者が銀行から住宅ローンを借り入れるのは難しくなっている。

その原因として、銀行の不動産以外向けの貸出金利が住宅ローン金利より高く、また、不動産価格上昇率の低下を受けて慎重姿勢が強まり、貸し渋りも発生している点が挙げられる(図表3)。



最近の公的住宅ローンの貸出金利は変化していないが、一般の市場金利である住宅ローンの貸出金利は12年末から上昇し始め、13年にはシャドバンキングに対する規制の強化を受けて、さらに上がっている。これを受けて、住宅ローン

を組むことができたとしても、不動産購入者の利息負担が重くなるため、一般の不動産購入予定者は購入したいが、購入するための余裕がさらに無くなりつつある。

そのため、不動産購入者の様子見ムードが強まっている。中国人民銀行の「預金者アンケート調査」によると、13年末から将来住宅価格の上昇を予測する預金者の割合が緩やかに低下していることから、価格下落を期待し、購入タイミングを模索している人々は増えたと思われる。

さらに、海外の投資家や中国の富裕層の資産効果を期待した投資もしくは投機的な購入は人民元レートの不確実性、実体経済への懸念などから様子見ムードも強まっていると見られる。その結果、海外の不動産を購入したりする動きが出ている。また、不動産の登記が全国的に始まっており、上海・重慶で試行されている固定資産税の拡充に警戒感も出ている。

おわりに

このように、不動産価格上昇率の鈍化を受けて不動産ディベロッパーは新規開発投資額を減らし、在庫調整を実施し始めている。また、中国人民銀行(中央銀行)も商業銀行に住宅ローンを貸すよう指導するなど、不動産市況の安定に向けて動き出している。

さらに、天津など一部の地方政府がこれまでの方針を転換し、不動産抑制策の緩和に乗り出している。これらの動きから、今回も調整期間が長くないと思われる。中長期的にみても、中国の都市化率が38%前後で、先進国の60~70%よりも低いため、当面は不動産市場で大きな調整が発生する可能性は低いだろう。

地価

～地価の種類と現状～

竹光 大士

公示地価とその他の地価

地価には実際の取引価格のほかに各省庁がそれぞれの目的で公表するものなど、複数存在することが知られている。代表的なものとして、公示地価がある。公示地価とは地価公示法に基づき国土交通省が適正な地価の形成に寄与することを目的として、毎年1月1日時点の鑑定評価をもとに3月に公表している。主な対象は全国2万3,380地点の住宅地、商業地、工業地等の都市計画区域である。

一方、都道府県が毎年7月1日時点の全国21,989地点の鑑定評価に基づき、国交省が9月に公表する「基準地価」がある。公示地価とは違い、都市計画区域外の林地等も調査対象に含んでいる。

これとは別に、国税庁が発表する相続税・贈与税等の評価に用いられる「路線価」等もある。

新たな指数も

米国のサブプライムローン問題等の教訓から、IMFは09年にG20各国に対して不動産価格の変動を国際指数のもとで迅速かつ的確に把握することが必要だとの勧告を出した。これに基づき、日本でも、国交省が年間30万件の住宅・マンション等の取引価格情報をもとに、全国・ブロック別・都市圏別に不動産価格を指数化した「不動産価格指数(住

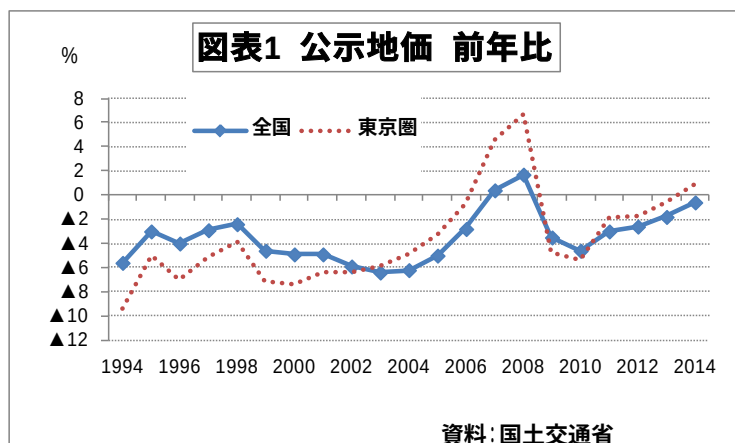
宅)」を開発し、12年8月から試験運用を開始している。

地価の現状

図表1によると、14年1月1日時点での公示地価の変動率は全国平均で前年比▲0.6%と、前年の▲1.8%からマイナス幅が縮小している。また、東京圏の公示地価は前年比0.9%と6年ぶりにプラス圏へと上昇した。

一方、日本全体の土地の評価額である土地ストック額について、名目GDPと対比してみると、その割合は05年以降、2.4～2.5倍程度の水準で推移している。この割合が一定であれば、地価変動は名目GDP成長率に連動することになる。現在、日本の地価は名目成長率の回復とともに持ち直してきており、今後の行方が注目される。

(本連載「物価 古今東西」は今号を最終回とします。)



失 業 率 (1)

趙 玉 亮

失業率の定義

米労働省は、雇用実態を把握するために、家計調査(約6万世帯を対象)と事業所調査(約16万の会社・政府機関を対象)を実施し、それらに基づいて「雇用統計」をその翌月の第1金曜日に公表している。失業率は、この統計で最も注目される指標の一つであり、労働力人口に占める失業者の割合をいう。労働力人口とは生産年齢人口(16歳以上)から働く意志のない非労働力人口を除いた人数である。また、失業者は調査期間中に労働をしていない者のうち過去4週間以内に求職活動をした者と定義される。中央銀行である連邦準備制度(FRB)は、物価の安定に加え、雇用の最大化も目標として課せられているため、失業率の悪化ないし改善は金融政策変更の引き金になることが多い。

景気循環との関係:先行か、遅行か

日本では、景気が悪化しても企業はすぐに雇用を削減せず、失業率は景気の遅行指標とされているが、米国では経済環境の変化が雇用者数の増減に反映されやすく、業績が悪化すると企業は雇用を削減しがちなため、遅行指標とみなされない。一方、景気回復局面では、失業率がやや遅れて変化する傾向は、米国、日本

ともに同じである。一般に企業は景気回復期に直ちに雇用を増やして財やサービスの提供を拡大するのではなく、先に労働時間の適度な延長等によって対処するためである。

雇用状況の持続的改善と今後の焦点

2000年代半ばにかけて米国の失業率は低い水準で推移していたが、07年8月以降サブプライムローン問題が顕在化し、07年12月から失業率は上昇し始めた。その後、08年9月にリーマンブラザーズの破綻をきっかけに失業率は急上昇したが、様々な景気対策により失業率は低下に転じ、ピークの10.0%から14年4月には6.3%まで低下している。だが、4月は労働参加率や時間当たり賃金など雇用の質を表す指標は大きな改善が見られなかった。また、FOMCメンバーの大勢見通しでは物価安定下での持続的成長経路をたどっている際の失業率を5.2~5.6%と見積もっているが、現在の失業率(6.3%)との差は依然大きく、イエレンFRB議長は5月7日に「労働市場はいまだ満足できる水準から遠い」、利上げ時期に「明確な予定はない」と表明した。

この結果、早期利上げの可能性は否定されたが、4年半で3.7ポイントの失業率の下げ幅は1982年以来30年ぶりのことで相当早いペースの回復だと評価できよう。このままのペースで失業率が低下すれば、FOMCの予想時期(2016年末)よりも早めに目標値に達する可能性が大きい。今後、失業率は市場の注目点となるだろう。

