

潮流

金融政策の季節到来

取締役調査第二部長 新谷 弘人

日銀総裁に黒田氏が就任し、華々しく「量的・質的金融緩和」が開始されて1年5カ月が経過した。アベノミクス第1の矢「大胆な金融政策」に位置づけられた同政策は、2年程度を念頭に、消費者物価（以下CPI）上昇率2%という目標を達成するまで継続することとしている。この間、CPIは消費税増税の影響を除いて1%台前半レベルまで上昇し、総裁も指摘するように、多くの民間エコノミストの予想を上回って推移してきた。この先秋口までは円安効果剥落やエネルギー価格頭打ちを見込む日銀と民間のCPI見通しに大きな差はないもの、年度下期以降のCPI見通しには大きな乖離がある。今後、日銀が言う来年度に向けて2%に近づいていくというシナリオに蓋然性はあるのだろうか？

日銀に限らず各国の中央銀行は、政策委員やスタッフの景気・インフレの見通しを定期的に公表している。日銀は四半期ごとに政策委員の大勢見通しを公表しているが、これによると、14年度の実質GDP見通しは13年10月に1.5%だったものが、7月には1.0%まで下方修正されてきている。一方CPIの見通しについては増税の影響を除いたベースで昨年7月以降1.3%とこの1年変わっていない。駆け込み需要の反動減が想定よりやや強めに出ているなか、今後もGDPの見通しは下ぶれだが、物価見通しは変わらず、ということだと、潜在成長率が下がっているということだろうか？ただ、これは日銀が想定する形のデフレ脱却ではないだろう。

リーマン危機以降の景気回復の鈍さ、デフインフレ傾向は世界的な流れで、FRBやECBの景気・インフレ見通しも多くは下方修正である。たとえばFRBの14年の実質GDP見通しは1年前の3.25%が6月現在2.20%（ただしインフレ見通しは直近底打ち）、ECBの14年インフレ見通しは1年前の1.3%が6月現在0.7%といった具合である。各国中央銀行が非伝統的な金融緩和を行っており、時間軸政策など市場の期待に訴える効果が重視されているため、実勢より強めの、期待を維持するための希望的な見通しが作られるという現象が起きているのかもしれない。

今秋以降は金融政策の注目度がさらに高まるとみられる。現在の日銀の「量的・質的金融緩和」はオープンエンドであることから、15年以降もマネタリーベース拡大は継続される確度は高い。ただ、15年はどの資産をどの程度買うのか、当該資産の流動性も含めての検討が年内に示され、市場に影響を及ぼす可能性がある。またFRBについても、実際にQE3が終了した後、利上げまでの「相当な期間」という表現がどのように短期化されていくのか、ECBについては量的緩和の検討がどうなるか等々、注意が必要だ。

情勢判断

国内経済金融

実質所得の目減りもあり、反動減からの持ち直しは鈍い

～年度下期にかけて景気足踏み感が出る恐れ～

南 武志

要旨

消費税増税前の駆け込み需要が強かった分、その反動も想定以上に大きかったことが 4～6 月期 GDP 統計から明らかとなった。非耐久財・サービス消費を中心に徐々に持ち直しの動きも始まっていることで、7～9 月期にはプラス成長に戻ると予想されているとはいえ、増税分を含めた物価上昇に対して賃金所得の伸びが追いついておらず、年度下期にかけて家計の消費行動が慎重化する可能性もある。12 月には政府は 15 年 10 月に予定する再増税の最終判断を下す方針であるが、その行方に不透明感が漂いつつある。なお、増税判断の行方にかかわらず、追加の経済対策が策定されることになるだろう。

一方、物価は増税効果を除いても前年比 1%台前半で推移しているが、円安効果やエネルギー価格高騰の一巡や需給改善効果の剥落により、年度下期以降は同 1%前後に鈍化するものと予想する。実際にそうなった場合、「2 年で 2%」という目標を掲げる日本銀行は何らかの対応が迫られるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2014年			2015年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.068	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2100	0.15～0.23	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 (%)	0.505	0.40～0.65	0.40～0.70	0.45～0.75	0.50～0.80
	5年債 (%)	0.155	0.10～0.25	0.10～0.30	0.15～0.35	0.15～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	104.1	98～108	100～110	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	137.3	128～145	125～145	125～145	125～145
日経平均株価 (円)	15,613	15,500±1,000	15,000±1,000	15,250±1,000	15,500±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8月25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

アベノミクス効果や消費税増税前の駆け込み需要によって、2013 年度末にかけての国内景気は高い成長を実現し、一部業種・職種での人手不足感を強める結果となった。しかし、「山」が高くなった分、その後の反動減も大きく、しかも持ち直しのテンポが鈍いことが時間経過とともに明らかとなってきた。

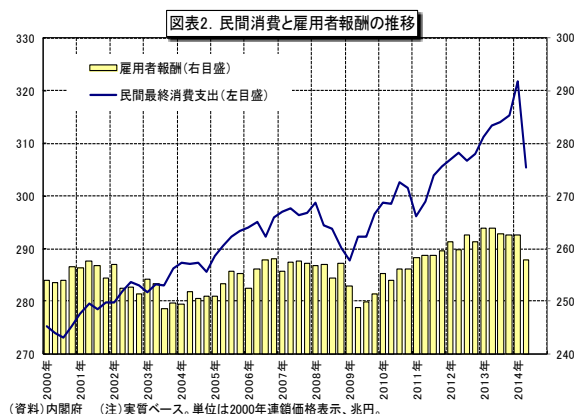
8 月 13 日に公表された 4～6 月期の経

済成長率 (GDP 統計第 1 次速報より) は前期比年率▲6.8%と、1～3 月期 (同 6.1%へ改定) から一転、大幅なマイナス成長となった。輸入増の一巡、民間在庫の積み上がりといった下支えはあったものの、民間消費 (前期比▲5.0%)、住宅投資 (同▲10.3%) といった家計セクターの需要は大きな落ち込みを見せた。また、公共投資も同▲0.5%と 2 四半期連続で減少したが、3 兆円近い公共事業費が

盛り込まれた経済対策の効果が間に合わなかったことも見て取れる。

月次の経済指標からは状況の厳しさを示すものも少なくない。6月の有効求人倍率は1.10倍と22年ぶりの高水準となったほか、大企業の夏季賞与が堅調だったことから、現金給与総額(6月)も4年ぶりの高い上昇率(前年比1.0%)となるなど、雇用関連指標は比較的しっかりしている。しかし、鉱工業生産は1月をピークにして低下傾向にあり、6月は前月比▲3.4%であった。在庫を抑制する行動をとりがちな自動車製造業では増税後に急激に在庫が積み上がるなど、生産調整圧力が当面強い状態が続くことを示唆する内容である。消費関連指標も鈍さが目立つ。消費者マインドは持ち直し傾向にあるが、消費支出や販売統計は押し並べて悪い。駆け込み需要の反動が尾を引いている上、増税分を含めた物価上昇に賃上げが追い付いていないことが原因と考えられる。こうした実質所得の目減りは年度下期にかけて、家計の消費行動に抑制的に働くと思われる。

以上を考慮すれば、7~9月期には持ち直しの動きが見られる可能性が高いものの、その動きは年度下期までは続かず、国内景気には足踏み感が出てくると予想する(経済見通しは後掲レポートをご参



照下さい)。

一方、政府は12月までに、15年10月に予定する消費税増税に関する最終判断を行うとしている。材料とされる7~9月期GDPは高めの成長が期待されているが、現時点では判断内容は不透明と思われる。なお、増税判断の内容にかかわらず、追加の経済対策の策定が取り沙汰される可能性があるだろう。

一方、物価については、4月からの消費税増税の効果も加わり、全国消費者物価(生鮮食品を除く)は前年比3%台前半での推移が続いている。なお、増税による押し上げ分(4月:1.7ポイント、5月以降:2.0ポイント)を除外すると、6月の上昇率は同1.3%と推測される。

先行きについては、足元でエネルギー価格の前年比上昇が続いているほか、これまでの原材料費の上昇分を最終商品・サービスの価格に転嫁する動きも散見されるとはいえ、円安効果が一巡し、需給改善効果も剥落している。それゆえ、消費税要因を除けば1%台前半とされる物価上昇率は徐々に上昇幅が縮小し、年度下期には1%前後で推移すると予想する。

金融政策:現状と見通し

量的・質的金融緩和(QQE)が導入されてから1年4ヶ月が経過した。消費者物価(全国・総合)の前年比上昇率で2%と設定した『物価安定の目標』を、「2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に達成する」ために必要にして十分な政策であると説明されてきたが、その後もその枠組みは維持されている。

なお、当初は楽観的に見えた日銀の想定を上回るペースで物価が上昇し始めたこと、また現在に至るまで基本的に日銀

の物価シナリオに沿って物価が推移していることもあり、追加緩和に対する思惑は足元で影を潜めた格好となっている。

とはいえ、14年度下期以降の物価見通しについて、日銀と、当総研も含めた大部分の民間エコノミストや金融市場参加者との間には大きな溝が存在していることも事実である。日銀の想定通り、14年度下期から物価上昇ペースが再拡大し、「15年度を中心とする期間」内に2%の安定的な物価上昇が実現できそうになれば、QQE解除といった出口論が意識されることになる。当然、金融資本市場に少なからぬ影響を与える可能性が高い。

一方、14年度下期入り後も物価上昇ペースは高まらず、2%達成の時期を見通すことはできない、というのが民間のコンセンサスである。現在の日銀の政策運営は物価安定目標の達成を最優先するものであり、「必要とあらば調整を躊躇なく行う」とする以上、物価目標の期限内での達成が危ういと判断すれば、何らかの対応を迫られるのは必然であろう。一段の追加緩和を含めたQQEの修正、もしくは「2年で2%」という目標自体の再検討が行われることになるだろう。当然、当総研では14年内にも日銀は何らかの対応を余儀なくされる可能性があると予想している。仮に追加緩和がなかった場合で

も15年入り後しばらくはQQEを現状のまま継続するだろうが、その際に15年末のマネタリーベース目標を示すかどうか、などといった点が注目される。

金融市場:現状・見通し・注目点

景気回復傾向を続ける米国や英国で金融政策の方向転換が図られつつあるものの、先進国を中心に金余り状態が続いており、14年入り後は世界的に株高・金利低下といった展開が続いてきた。しかしながら、ウクライナ・中東情勢が時折緊迫化するなど、地政学的リスクも無視できないなか、新興国を巡るリスクは依然として燻っている。

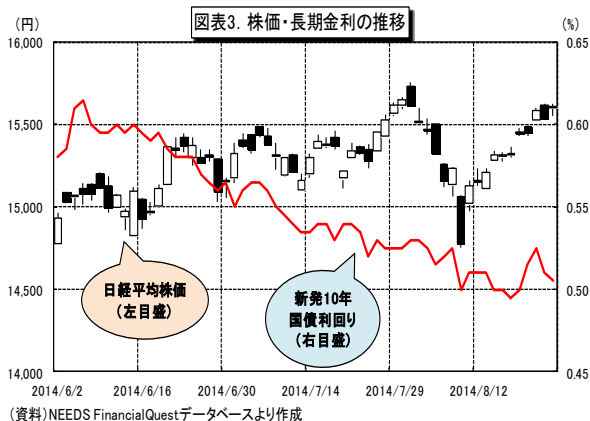
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

14年度入り後、長期金利（新発10年物国債利回り）は概ね0.6%前後での小動きが続いたが、6月以降は水準を再び切下げ始め、8月中旬には1年4ヶ月ぶりに0.5%を割り込むなど、全般的に金利低下圧力が強い展開が続いた。

増税後も雇用指標はしっかりしており、物価も前年比1%台前半（消費税要因を除くベース）で底堅く推移しているが、増税後に落ち込んだ需要回復のテンポは鈍く、日銀が想定する物価上昇の再加速に対して懐疑的な見方が根強い。そのため、低金利状態を醸成したQQEが15年以降も継続されるとの見方が市場参加者の前提となっていることが背景にある。

先行きについては、米国での景気回復継続を背景としたFRBの利上げ観測、さらにそれに伴う米長期金利上昇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ものの、極めて強力な緩和



策の効果の浸透、さらには国内景気・物価の足踏みなどが金利上昇を十分抑制するものと思われる。しばらくは現状水準での低金利状態が続くだろう。

② 株式市場

世界的な景気回復やアベノミクス効果に対する期待感から、日経平均株価は13年末には16,000円台を回復したものの、14年に入ると調整色が強まった。特に4月から5月にかけては、幾度か14,000円を割りこむ場面もあった。しかし、6月以降は成長戦略に盛り込まれた年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の運用改革(国内株式運用比率の引上げ)などを材料に、株価は上昇傾向を強めたが、この数ヶ月は15,000円台前半でのボックス圏での展開となっていた。

このGPIFの資産構成見直しについては、現状の国内株12%(許容乖離幅±6%)といった目標を20%超へ引き上げるとの思惑が強まっており、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合、私学共済の「3共済」も足並みをそろえれば6.5兆円規模の資金が株式市場に流入するとの試算もある。とはいえ、株価を決定するのはその企業の本源的価値であり、それとかけ離れた水準を中長期にわたって維持することは不可能であろう。GPIFなどが株式を保有することによって、対象企業の本源的価値を高めるような影響力を与えることがなければ、株価下支え効果はいずれ剥落するはずだ。9月にも想定されるGPIFの運用改革の正式発表を材料に上昇する場面もありうるが、その影響は長続きしないと見る。

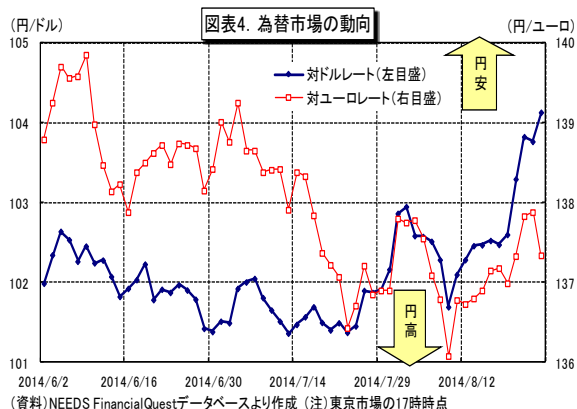
先行きについては、増税後の国内景気や企業業績の行方を見極める展開となるだろうが、先行き業績を下方修正する企

業が増えていく可能性もあるだろう。基本的には上値の重い展開と予想する。

③ 外国為替市場

14年度入り後の為替レートは明確な方向感に乏しく、特に対ドルでは1ドル=100円台前半といった狭いレンジでの展開が続いてきた。日銀の追加緩和観測が後退した半面、米国の長期金利などにはこれまで上昇圧力が強まってこなかったため、円安方向への推移が阻まれてきた。また、時折意識される新興国リスクや最近のウクライナ・中東情勢の緊迫化は円高圧力として働いている。直近では米利上げの前倒し観測が強まり、円安気味に推移したが、しばらくは方向感の乏しい展開が続くと見る。ただし、米国の利上げが視野に入る、もしくは日銀の追加緩和などといった思惑が強まれば、円安方向に動くだろう。

一方、ユーロは5月以降、緩やかな下落傾向が続いた。6月上旬の欧州中銀(ECB)によるマイナス金利導入発表の直後に大きく下落したユーロは一旦持ち直す動きも見られたが、ウクライナ情勢への懸念、さらには景気足踏みの長期化や追加緩和への思惑もあり、弱含みでの推移となっている。足元では対円レートの持ち直しも見られたが、ユーロの軟調地合いは当面続くだろう。(2014.8.25現在)



回復基調を維持する米国経済

木村 俊文

要旨

米国では 8 月に入り、消費関連でやや弱い動きが見られたものの、雇用や生産、住宅関連では底堅さが確認され、景気回復期待が高まった。一方、金融市場では、米政策当局 (FRB) による 10 月末の量的緩和策 (QE3) 終了が見込まれるなか、利上げ開始時期など「出口」をめぐる議論に注目が集まっている。

経済指標は改善の動き

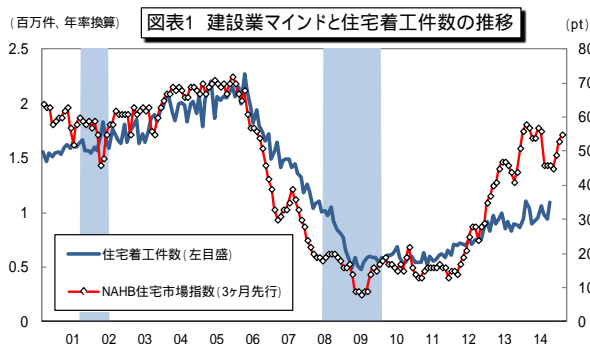
最近発表された米経済指標は、総じて底堅い動きを示している。まず、雇用関連では、7 月の雇用統計で、失業率は 6.2% と前月 (6.1%) から小幅上昇したものの、非農業部門雇用者数が前月差 20.9 万人増と 6 ヶ月連続で 20 万人超 (1997 年 1~7 月以来 17 年ぶり) の伸びとなった。また、新規失業保険申請件数は、8 月第 2 週に基調を示す 4 週移動平均が 30.8 万件 (前週は 29.6 万件) と、このところは 06 年以來となる 30 万件前後の低水準で推移しており、雇用回復の動きが強まっているとみられる。

一方、個人消費は、7 月の小売売上高が前月比横ばいとなった。自動車関連が 2 ヶ月連続で減少したほか、家具や家電なども振るわず伸びが鈍化した。また、8 月の消費者信頼感指数 (ミシガン大学、速報値) は、先行きの景気や雇用に対す

る楽観的な見方がやや後退したことから 79.2 と 2 ヶ月連続で低下した。依然 7 年ぶりの高水準にあるとはいえ、先行きに対しては慎重な姿勢がうかがわれる。

住宅関連では、7 月の住宅着工件数 (季調済・年率換算で 108.3 万件) および先行指標となる着工許可件数 (同 105.2 万件) がともに 3 ヶ月ぶりに増加し、前月にかけて見られた一時的な落ち込みから持ち直した。また、建設業者の景況感を示す 8 月の NAHB 住宅市場指数は 55 と改善傾向が続いている (図表 1)。今後も住宅市場は、物件価格の上昇一服や住宅ローン金利の低下傾向などから、持ち直しの動きが続くとみられる。

企業部門では、7 月の鉱工業生産が前月比 0.4% と 6 ヶ月連続で増加した。7 月は例年を下回る気温を受け公益事業 (電気・ガス) が落ち込んだものの、自動車生産が前月の反動から 2 ヶ月ぶりに増加し、製造業全体を押し上げた。また、7 月の ISM 製造業指数は 57.1 と前月 (55.3) から上昇し、内訳では新規受注 63.4 (前月差 4.5) や雇用 58.2 (同 5.4) が上昇した一方、在庫 48.5 (同 4.5) が低下したことから、生産活動が今後拡大する可能性が高い。また、6 月の耐久財受注では、民間設備投資の先行指標とされる



(資料)米商務省、NBER、全米住宅建設業者協会(NAHB) (注)シャドー部分は景気後退期

航空機を除く非国防資本財受注が前月比3.3%と3ヶ月ぶりに増加し、持ち直しの兆候を示した。

出口戦略をめぐる議論が活発化

連邦準備制度理事会（FRB）は、7月29日～30日に開いた連邦公開市場委員会（FOMC）で、量的緩和第3弾（QE3）による資産購入規模（当初月額850億ドル）のさらなる縮小を決定した。これで6回連続での月額100億ドル（住宅ローン担保証券、米国債を各50億ドル）の減額決定となり、FRBの想定どおり米経済が順調に回復すれば10月末にQE3の終了を決定する見通しが示されている。

また、事実上のゼロ金利政策の継続も決定され、QE3終了後も異例の低金利を「相当な期間」据え置くとの方針も維持された。

こうしたなか、8月20日に公表された同会合の議事要旨では、労働市場の改善とインフレ率の上昇を踏まえ、利上げ開始時期をめぐる活発な議論が交わされたことが判明した。また、出口戦略についても、「米経済の回復が想定以上に速く進んだ場合には、現在見込まれているよりも早期に金融緩和策の解除に着手することが適切になる可能性がある」とややタカ派的な見解が示された。

一方、イエレン議長は8月22日、カン

ザスティー連銀がワイオミング州ジャクソンホールで開いた年次経済シンポジウムで演説し、早期利上げに踏み切る可能性に言及しながらも、労働市場には依然スラック（緩み）が存在すると強調し、慎重に利上げ開始時期を判断すべきであるとの考えを表明した。つまり、利上げに踏み切るには米経済（とくに雇用・賃金）の一段の改善が必要と解釈される。

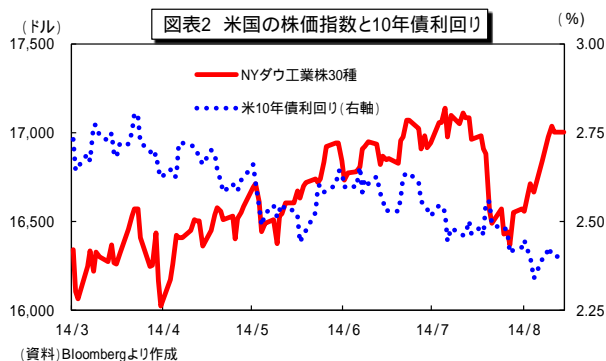
今後もFRB内では出口戦略に向けて実務的な検討が進められるだろう。

長期金利の低下傾向が継続

米国の長期金利（10年債利回り）は、中東・ウクライナ情勢の緊迫化などを受け低下圧力がかかり、8月以降は2.5%を下回って推移している（図表2）。

とくにウクライナ情勢に対する悪化懸念が強まった8月中旬には一時2.31%と、13年5月下旬以来1年3ヶ月ぶりの低水準を付けた。先行きの長期金利は米景気が底堅いことから緩やかに上昇すると想定されるが、リスク回避の動きから金利上昇は限定的なものにとどまると思われる。

一方、株価は8月初旬にかけて大きく下落したが、その後は戻り高値を試す展開となった。ダウ工業株30種平均は、8月初旬に16,300ドル台と4ヶ月ぶりの安値となったが、その後は好調さを示す経済指標が目立ったこともあり、8月下旬には再び17,000ドル台を回復した。先行きは8月分の雇用統計の発表やFOMC会合（9/16～17）を控え、やや調整する可能性もあるが、基調としては景気回復期待から上昇トレンドを維持すると予想される。（14.8.25現在）



力強さが目立つ英国の景気回復は持続可能か？

～生産・消費の両面に制約～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏の景気回復の緩慢さに対し、最近では英国の回復の力強さが目立ってきている。しかしながら、生産面の改善は容易に進むとは考え難いことに加え、資産効果の縮小に伴い消費が頭打ちとなることで、今後、英国の景気回復には陰りが生じる可能性が高まっている。

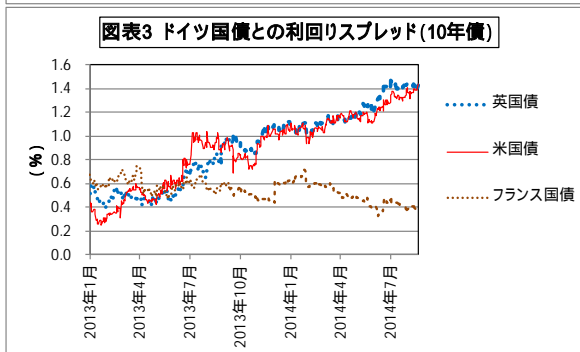
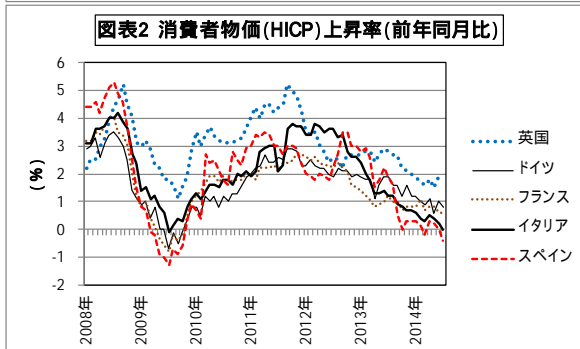
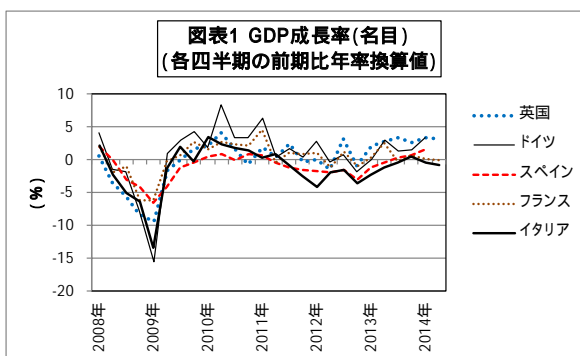
はじめに

ユーロ圏では国債利回りが着実に低下するなど、財政危機は既に過去のものとなったかの感がある。しかしその一方で、景気回復は依然として緩慢なものにとどまっている。

今後も財政改革が継続すること、企業や家計でも債務の削減が引続き課題であること、域内の金融機能には脆弱性が残されていることなどに加え、最近のデイスインフレの進行やウクライナ情勢を巡る対ロシア制裁の影響の拡大などを考慮すれば、ユーロ圏では今後も当面の間は本格的な実体経済の回復は困難ではないかと考えられる。

一方、これに対しユーロ圏の外側に位置する英国の景気回復の力強さが目立ってきている。特に2013年に急速に回復したGDP成長率は、14年に入ってから各四半期の前期比成長率が年率換算で3%強を維持しているほか、物価上昇率もより健全な水準にある(図表1、2)。こうしたなか、英国銀行(BOE、中央銀行)による利上げも視野に入ってきたことで、英国債のドイツ国債に対する利回りスプレッドは拡大傾向が続いている(図表3)。

本稿では、このような英国の順調な景気回復の主たる要因やユーロ圏との相違



(資料) 図表1および図表2はEurostatの、図表3はBloombergの各データから農中総研作成。

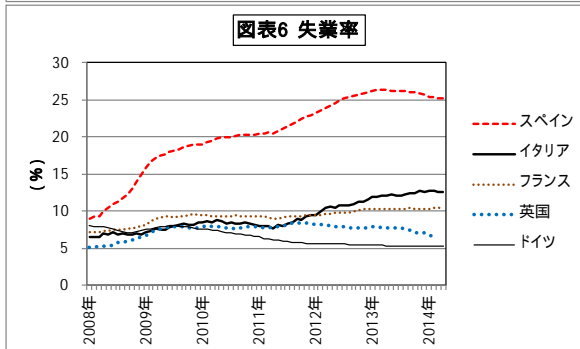
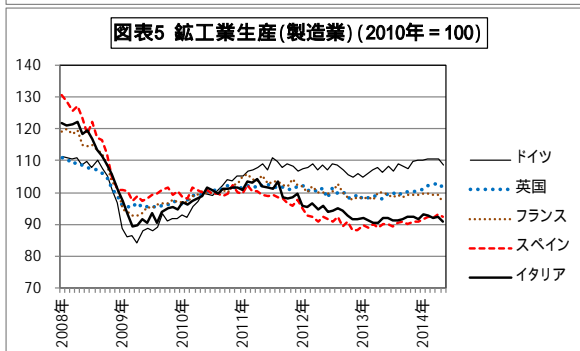
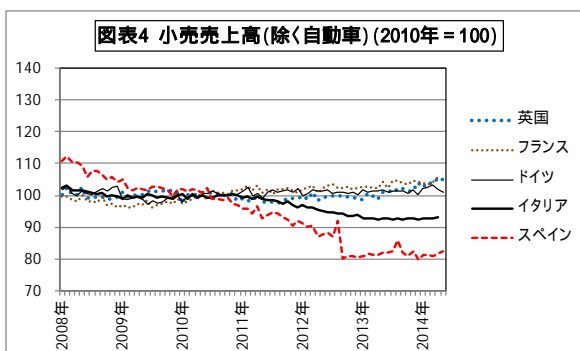
点、また英国経済が抱える課題や今後の経済成長の持続可能性等について考察を行うものである。

個人消費主導での景気回復

08年9月のリーマンショック以降、BOEは政策金利を当時の5.0%から現在の0.5%にまで相次いで引き下げてきたが、この他にも英国では多様な政策が打ち出されてきている。

BOEは08年11月の米国に続いて09年1月には量的緩和政策を導入し、長期金利の低下や資産価格の上昇を促してきた^(注1)。さらに、BOEは12年7月には財務省と共同で銀行に対し貸出原資を供給するスキーム（FLS）を、また13年4月には低利の政府融資や政府保証を含む住宅購入支援スキーム（HTB）を導入した。加えて英国では13年4月の抜本的な金融監督態勢の整備や、規制の具体化等を通じ、銀行業務の健全化に向けた取組みを進めてきている^(注2)。一方この間、落ち着いた国債利回りを背景に、法人税率の引き下げ等を含め、中期的な計画に基づいた柔軟性のある財政改革を実施してきた。

これに対しユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）が14年6月には民間銀行が中央銀行に預け入れる余剰資金の金利をマイナスとし、また銀行に対し低利資金を供給する仕組み（TLTRO）を導入するなどの政策を採用したが、例えばTLTROは住宅購入資金を対象としないことや量的緩和政策は今後の検討事項としていることなどを含め、BOEに比べれば政策の範囲は限定的なものにとどまっている。また、懸案である銀行同盟についても、14年11月のECBによる銀行監督の一元化、15年1月の銀行の統一した破綻処理の枠組みの導入等をもって、これからようやく始動する段階にある。一方、国家財政の健全化については、引続き各国で優先的に



(資料) 図表4～6は、Eurostatのデータから農中総研作成。

取り組むべき課題とされている。

英国では以上のようにユーロ圏に比べより迅速で広範な政策のもと、13年からは小売売上高の伸長が明確になっている(図表4)。特にFLSやHTBが持ち家志向の強い英国で有効に機能した結果、住宅価格の上昇(後述)をもたらし、この資産効果が家計のコンフィデンスの回復を通じて個人消費を刺激したことが考えられる。その後14年には生産面についても上昇が現れており、こうしたなか失業率は着実に低下に向かっている(図表5,6)。このように、今回の英国の景気回復は、消費主導で13年以降に急速に進んでき

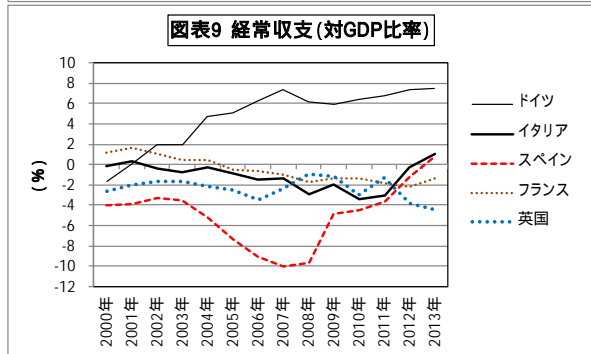
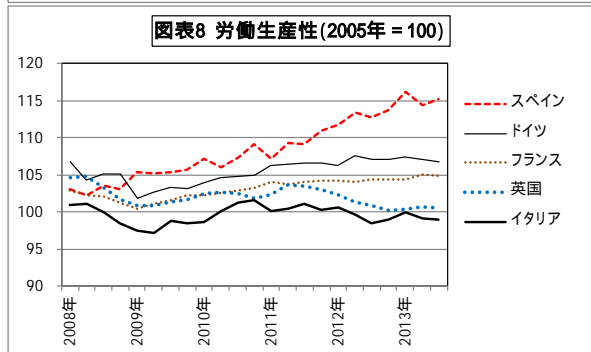
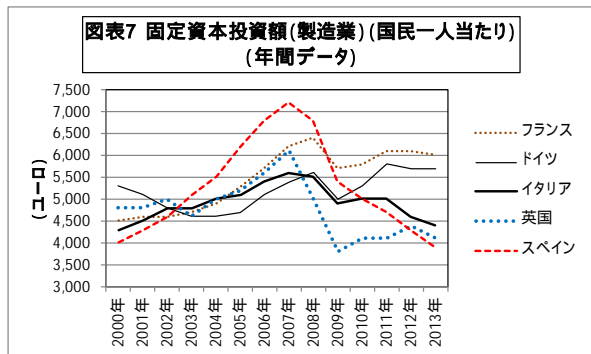
た点が主要な特徴となっている。

生産面に残されている課題

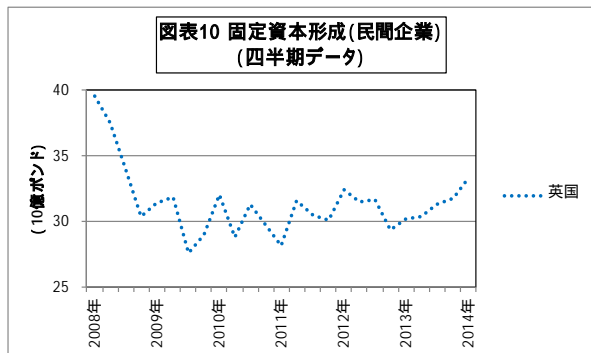
以上のとおり英国の景気回復は消費主導で進んできたが、今後も回復が持続するためには、消費に遅れて伸長が見られる生産の改善が継続し、経済全体としてバランスのとれた成長となることが何よりも重要である。

ここで英国における生産面の特徴を概観すれば、まず企業による固定資本投資額に回復が見られず、欧州の主要国の中でドイツやフランス等に比較して低位な水準にとどまっている点が認められる(図表7)。こうしたなか、労働生産性は同様に低く(図表8)、政策金利引き上げの思惑で強含むポンドも加わり、対外的な競争力が劣後することで経常収支赤字が拡大する傾向にある(図表9)。

この企業投資の低迷の要因としては、近隣のユーロ圏経済の将来見通しの不透明感がリスクテイク意欲の減退をもたらしている点が考えられるが、あわせて財政改革のなかでの政府によるインフラ投資の縮小や、80年代以降の情報技術革命が一服した後は技術革新の余地が限られてきている点等が影響を与えている可能性もある。これらは今後も継続することが考えられるばかりか、最近では新たに地政学的リスクの高まりが生じているほか、独立を問う14年9月のスコットランドでの住民投票に続き、15年5月には英国の欧州連合(EU)離脱にも密接に関連する総選挙も控えており、企業の投資手控え感を一層助長する可能性がある。このため、別のデータによれば足元では企業投資が回復する兆候も現れてはいるものの(図表10)、その継続にとって諸環境は大変厳しいものとなっている。



(資料) 図表7～9はEurostatのデータから農中総研作成。



(資料) ONS(英国国家統計局)のデータから農中総研作成。

企業投資の回復とそれを通じた生産性の改善は安定的な経済成長の重要な前提となるが、このように、この点で英国には大きな課題が残されていることが指摘できる。実際に英国の鉱工業生産は既に

頭打ちの気配もあり、注視が必要である。
おわりに

英国では生産面の課題に加え、これまで景気回復をリードしてきた消費の動向自体も重要なポイントとなっている。

まず賃金の推移を見れば、最近では上昇が認められるものの他の欧州の主要国に比べその水準は低く、消費押上げの点では力不足とみられる(図表 11)。また、これまで資産効果を通じて消費を刺激してきたと考えられる住宅価格については、FLS や HTB による住宅需要の刺激に世界的な緩和マネーの流入も加わることで、ロンドンを中心に過熱感が生じている(図表 12、13)。これに対し、BOE は 13 年 11 月に FLS の内容を見直し住宅資金を対象外としたほか、14 年 6 月にはマクロブルーデンシヤル政策として 10 月以降の新規住宅ローンについて借り手の所得対比で融資額に上限を設けることとした。

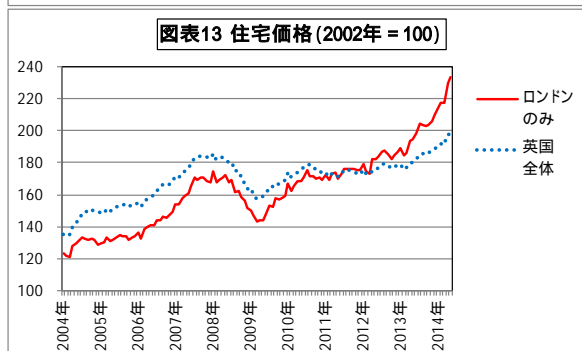
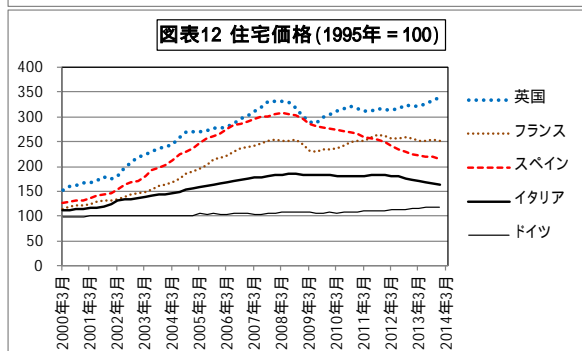
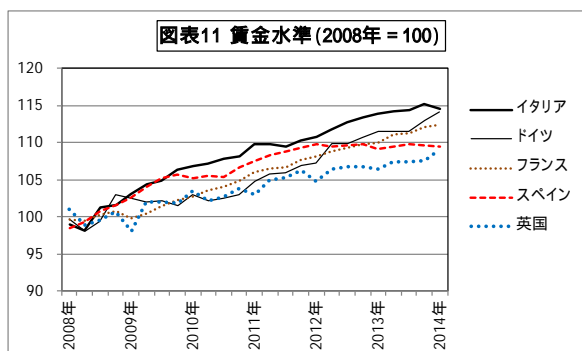
一方、BOE のカーニー総裁は 14 年 6 月に最近の経済情勢を踏まえ市場の予想よりも早い政策金利引上げの可能性に言及したものの、その後 8 月には賃金の伸びの弱さ等を理由にそれを急がない方針を示した。しかしながら、BOE は家計の負債残高が高止まるもとの住宅バブル破裂によるリスクを懸念しており、利上げは早晚実施される見込みとなっている。

こうしたなか、生産面の改善は容易に進むとは考え難いことに加え、資産効果の縮小に伴い消費が頭打ちとなることで、今後、英国の景気回復には陰りが生じる可能性が高まっているものと考えられる。

(2014 年 8 月 22 日現在)

<参考文献>

- BOE (16 June 2014) "Quarterly Bulletin, 2014Q2, Volume 54 No.2"
- IMF (July 2014) "United Kingdom, 2014 Article IV Consultation – Staff Report; Press Release; and



(資料) 図表 11 は Eurostat の、図表 12 は BIS の、図表 13 は ONS の、各データから農中総研作成。

Statement by the Executive Director for the United Kingdom”
IMF (July 2014) “United Kingdom, Selected Issues”
BOE (August 2014) “Inflation Report”

(注1) 資産購入の上限は 12 年 7 月以降 3,750 億ポンド(GDP の約 4 分の 1 の規模に相当)に維持されている。14 年 7 月 31 日時点での残高は 3,749 億ポンド。

(注2) 主要な内容としては、次のとおりである。

・ 英国では従来の BOE と金融サービス機構 (Financial Services Authority, FSA) による態勢では金融危機を防止できなかったとの反省に基づき、13 年 4 月をもって FSA を、ミクロブルーデンス担当の健全性規制機構 (Prudential Regulatory Authority, PRA, BOE の子会社) と消費者保護・市場規制等担当の金融行為監督機構 (Financial Conduct Authority, FCA, BOE から独立) に分割した。また、BOE には、マクロブルーデンスを担当する金融安定政策委員会 (Financial Policy Committee, FPC) を設置した。

・ 一方、当局は銀行に対し資本増強等のほか、リテール銀行業務を法的に独立したエンティティに分離するリングフェンス規制の具体化などを進めている。

持ち直しの動きに足踏み感が見られる中国経済

～ 年後半は再び持ち直しと予想 ～

王 雷軒

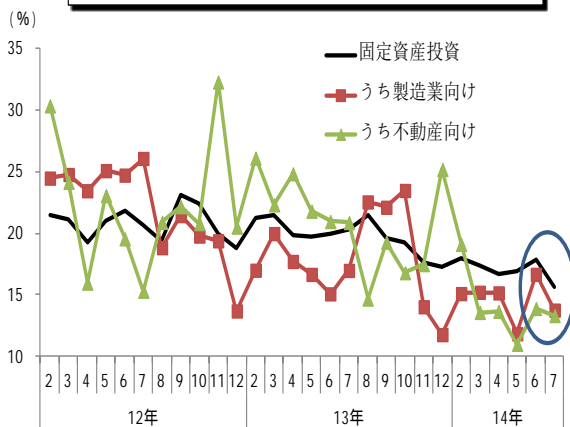
要旨

政府の景気対策などを受けて、中国の4～6月期の実質GDP成長率は小幅回復した。しかし、7月に入り、投資が大きく減速したほか、生産回復の勢いも弱まっており、景気は足踏み状態にあると判断される。ただし、今後、政府が景気を押し上げるための景気対策の拡充を実施すると見られ、通年で7.5%台の成長達成は可能であろう。

足元の景気・物価動向

中国政府が4月以降次々と打ち出した景気対策のほか、連続的な金融緩和の実施や財政支出の加速などを受けて2014年4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比7.5%（1次速報値）と、1～3月期（同7.4%）から小幅ながら持ち直した。しかし、7月に入り、景気に足踏み感も見られる。以下では、足元の景気・物価動向を見てみよう。

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。

まず、投資については、水利・環境・公共施設の整備向けが好調さを続けているものの、製造業や不動産開発向けなどが伸び悩んだため、7月の固定資産投資（農家を除く）は前年比15.6%と、6月

（同17.9%）から伸びが大きく鈍化した（図表1）。先行きについては、鉄鋼や太陽光パネルなど過剰生産分野への投資抑制や不動産開発投資の低調さが続くと思われるため、大幅な回復にはならないであろう。

一方、消費については、7月の社会消費財小売上総額（物価変動を除く実質）は前年比10.5%と、6月（同10.7%）からやや鈍化した。スマートフォンなどの通信機器やエアコンなどの家電音響機器の売行きが好調であったものの、外食産業の低調さが続いているほか、宝石などの贅沢品の購入が控えられているため、消費の小幅鈍化につながったと考えられる。先行きについては、実施されている反腐敗や汚職摘発による消費への影響が無視できないものの、最低賃金の引上げや雇用環境の改善などを受けて大衆消費が底堅く推移すると見られるため、安定的に伸びると考えられる。

また、外需についても、7月の輸出（ドルベース）は前年比14.5%と6月（同7.2%）から伸びが大幅に高まった。輸出の回復には、政府による輸出手続きの簡素化など輸出促進策の実施や人民元安の

進行が寄与したと見られる。先行きについては、人民元安に一服感が出ているものの、主要先進国の製造業 PMI が高水準を続けているため、底堅く推移すると思われる。

そのほか、7月の鉱工業生産は前年比9.0%と6月(同9.2%)からやや鈍化した。また、HSBC(香港上海銀行)が発表した8月の製造業 PMI(速報値)も50.3と7月(51.7)から大きく低下した。生産回復の勢いには弱さが出ている。

以上のように、消費・輸出が堅調だったものの、投資が大きく鈍化したほか、生産回復の弱まりなどから、景気回復に足踏み感が出ていると判断される。

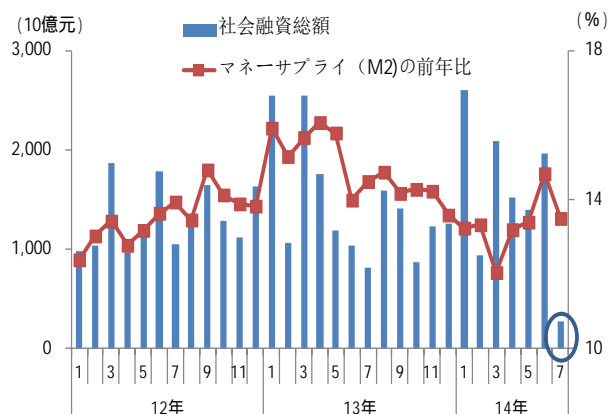
物価動向については、7月の消費者物価指数(CPI)は豚肉や生鮮野菜などの価格上昇率の低下を受けて前年比2.3%と安定的に推移した。政府の14年のCPI上昇率目標である3.5%を下回っているため、政府には今年の成長目標達成を後押しするための追加刺激策を発動する余地があると思われる。

また、8月18日に発表された7月の70都市新築商品住宅の販売価格指数(保障性住宅を除く)で、前月を下回った都市数は64、上回った都市は2と、住宅価格の下落傾向は続いていることが窺える。

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7月の社会融資総額は0.27兆元(約4.5兆円)と6月(1.97兆元)から異常なほど減少した(図表2)。うち、銀行の人民元建て新規融資額は0.39兆元と6月から大幅に減少したほか、信託貸付や銀行引受手形なども純減になった。また、7月のマネーサプライ(M2)も前年比13.5%と6月(同14.7%)から伸びが鈍化した。

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

与信の大幅な低下の背景について、中国人民銀行(中央銀行)は、6月の大幅な与信増に伴う季節的な反動減、不動産市場の調整に伴う資金需要の減少、

理財商品やインターネット金融などへの預金流出に伴って預貸比率が上昇したため、銀行が貸出額を減少させたこと、

商業銀行の不良債権比率が11ヶ月連続の上昇となっており、一部の地域やリスクの高い融資分野への貸出が慎重になっている、などと説明している。

一方、同行は7月の社会融資総額が合理的な水準にあるとし、実施されている中立的金融政策を今後も維持し、適時適度な金融政策の微調整を続けると強調した。また、8月上旬に入り、銀行の新規融資額が一日あたりに300~500億元の水準で推移しており、先行きも安定的に増加するとの見通しを示した。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。前述のように、足元の景気は足踏み状態にあると見られるが、政府は14年の7.5%の成長目標を達成するため、景気対策の拡充に動く可能性がある。公共投資を増やすなどの景気対策を拡充してくれば、本年後半の成長率はやや高まり、通年7.5%台の成長を実現すると見込まれる。(2014.8.21日現在)

株高・通貨安の新興・資源国市場

～地政学的リスクはやや後退～

多田 忠義

要旨

米経済が底堅く回復しているほか、米 FOMC 議事要旨から早期利上げ観測が強まったことで、米ドル買いが強まった。一方、欧米の対ロシア追加制裁やロシアの対抗措置、中東で一時高まった地政学的リスクはやや後退し、新興・資源国の株価を押し上げている。

総論

8 月上旬に米欧が対ロシア追加制裁を発動し、これに対しロシアも対抗措置を講じたことで、地政学的リスクは一段と高まり、株・通貨安となった。その後、ベラルーシでロシア大統領とウクライナ大統領が会談する予定を発表するなど、先行き懸念は後退し、株・通貨高となった。このように、8 月の金融資本市場は 7 月に引き続き、地政学的リスクに左右されたが、8 月下旬にかけては、米経済の底堅い回復を好感し、米ドル高、新興国株高となっている。

新興・資源国の経済指標は、輸出相手先である中国経済が足踏みを見せたため、輸出依存の国では生産、輸出で振るわな

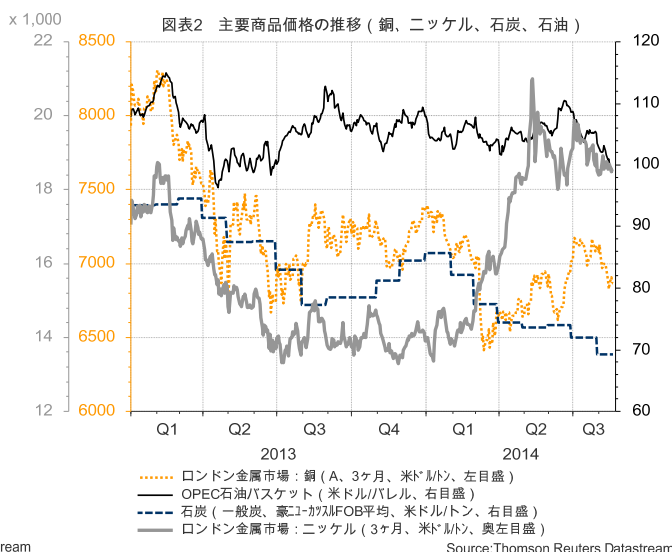
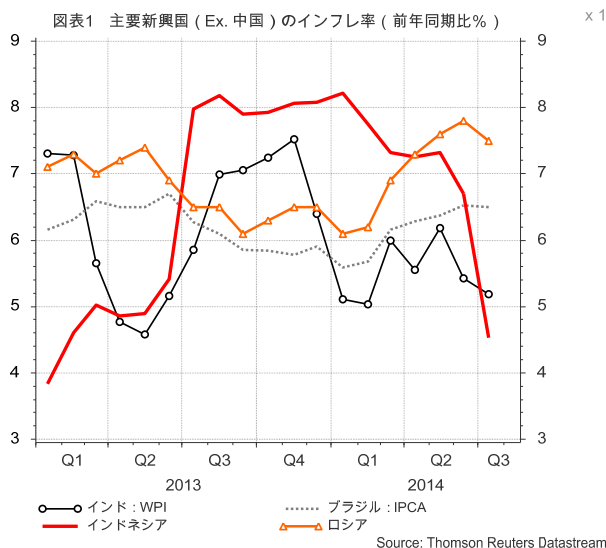
かった。インフレ率は、商品価格が落ち着いていることや、利上げ等の金融政策等により、上昇が抑制されている。以下、詳細を見ていきたい。

新興・資源国の経済指標・商品動向

① インフレ率(図表 1)

インド (WPI、7 月) では前年比 5.2% と、6 月 (同 5.4%) から鈍化し、5 ヶ月ぶりの低水準となった。燃料価格の上昇は抑制されたものの、平年に比べ降水量が少なく、生鮮野菜などで上昇圧力が今後高まる可能性がある。

インドネシア (7 月) では前年比 4.5% と、6 月 (同 6.7%) から大幅に鈍化した。燃料補助金削減 (13 年 6 月) に伴う燃料



費急上昇の影響が一巡した。

ブラジル(IPCA、7月)では前年比6.50%と、6月(同6.52%)からわずかに鈍化した。ワールドカップ閉幕を受け、ホテル等の宿泊料金、航空運賃が下落した。

ロシア(7月)でも前年比7.5%と、7ヶ月ぶりに上昇率は縮小に転じた。ロシア中銀の見通しのおり、消費者物価指数の上昇率は6月でピークに達したとみられ、8~9月にかけて、鈍化が続く見通しである。

② コモディティ市場(図表2)

ロンドン金属市場(LME)における銅価格は、世界最大の銅消費国である中国で鋳工業生産が鈍化したことを受けて、値下がりした。

LMEにおけるニッケル価格は引き続き高値で推移している。インドネシアが禁輸措置を継続していることが主因である。このため、オーストラリアなどの遊休鉱山でニッケル鉱石の採掘再開に向けた動きもみられる。

石炭価格(豪ニューキャッスル FOB)は一段安の60ドル/トン後半での取引となっている。主な輸入先である中国では、輸入量が5ヶ月連続で減少しており、石炭価格の下落につながったとみられる。

原油価格(OPECバスケット)は、ウクライナや中東情勢が緊迫化したものの、原油供給は順調に推移したことで、価格上昇は抑えられている。

③ 金融政策(図表3)

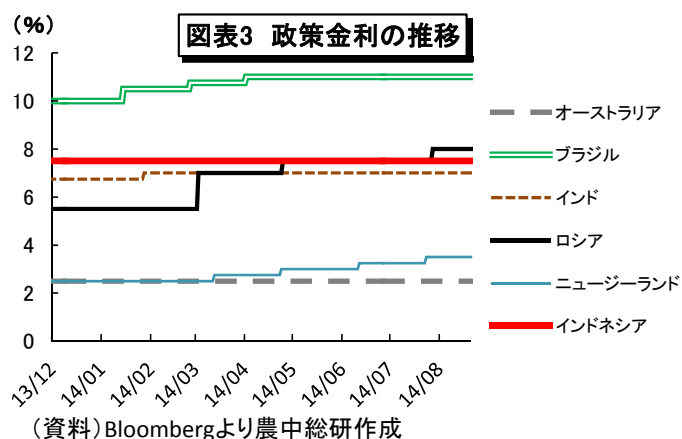
最近1ヶ月に開催されたオーストラリア、インド、インドネシアでは、金融政策の変更はなかった。一方、ロシアでは、政策金利を引き上げた。

オーストラリアでは政策金利が据え置かれた(8月5日)。失業率は上昇傾向であるほか、資源輸出は中国の原料調達調整局面であることなどで伸び悩んでいる一方、住宅価格は上昇するなど、内需は底堅い面もある。このような経済情勢を踏まえ、政策金利を据え置くとの認識を中銀は表明している。

インドでは、3会合連続で政策金利は据え置かれた(8月5日)。燃料価格の上昇は沈静化に向かいつつあるが、少雨により再び物価上昇のリスクがあることや、依然としてインフレ上昇圧力が高いことを踏まえて据え置いたとみられる。

インドネシアでも政策金利は9会合連続で据え置かれた(8月14日)。インフレ目標(4.5±1.0%)、経常赤字を健全な水準に減らすという方向と、現行の金利水準は一致している、との認識を中銀総裁は示した。

一方、ロシアでは、政策金利を50bp引き上げ8.0%とした(7月25日)。米欧による対ロシア制裁を背景とした資本流出の加速やルーブル安による物価上昇圧力の高まりから、利上げ実施を判断したと発表した。インフレ率の高止まりの主たる要因は禁輸措置に伴う食料価格の値上がりである。

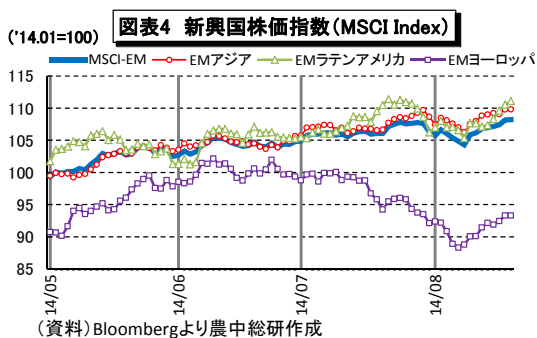


金融資本市場

図表 4～6 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、1ヶ月前に比べて、おおむね自国通貨安、株高となった。米雇用統計が市場予想を下回ったことや、ウクライナ情勢をめぐってロシアが米欧へ対抗措置を講じたことなどでリスクオフとなり、米ドルを買い戻す動きが強まったほか、FOMC 議事要旨（7/29～30分）で、利上げ時期が早まるとの見方が広まったことも米ドル買いを誘った。一方、株価は地政学的リスクが意識された7月下旬から8月上旬にかけて売り圧力が高まったが、その後、リスク懸念は後退し、買い戻しとなったことで株高となっている。

① MSCI-EM 株価指数(図表 4)

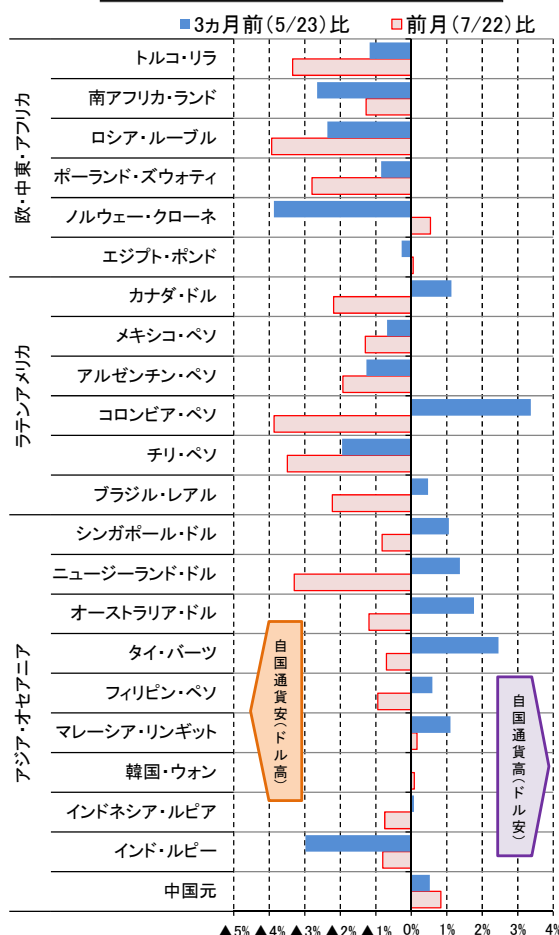
MSCI 新興国株価指数は、米欧の対ロ制裁、ロシアの対抗措置や中東情勢の悪化を受けて、8月上旬に低下したが、その後はこれら地政学的リスクの懸念が後退したことで株価は上昇に転じた(図表 4)。なお、地域差は見られなかった。



② 国別株価・為替騰落率(図表 5・6)

以下、地域・国別にみる。まず、欧州・中東・アフリカ地域では、ルーブルが前月に引き続き大幅安となった。前述の通り、ウクライナ情勢を巡って、欧米が追加制裁を発動したためである。また、米政策金利の早期利上げ観測が強まったことで、地政

図表5 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

学的リスクは後退したことによるルーブルの戻りは相殺された。

ラテンアメリカでは、ブラジル株の上昇が続いた。10月の大統領選を控え、ルセフ現大統領が敗北するとの見方が強まっており、政権交代による政策転換の期待感が高まっている。ただし、実体経済は低迷しており、期待先行のため、注意が必要だ。米利上げ観測が強まったことで、レアル安となっている。

アジア・オセアニアでは、中国の株高、自国通貨安が目立った。また、ニュージーランドやオーストラリアなどの資源輸出国では、中国のHSBC製造業PMI(8月速報値)が大幅低下したことを受け、NZドル、豪ドルともに売られた。インドネシアでは、21

日、ジャカルタ総合指数が1年3ヶ月ぶりの高値を記録した。同日午後、憲法裁判所が、プラボウォ氏の大統領選挙結果に対する異議申し立てを棄却し、ジョコ・ウィドド氏の大統領当選を確定したが、こうした決定が下されるとの期待から株価は終盤にかけて上昇した。

最近の動き

① トルコ大統領選で現職首相当選

トルコ大統領選挙は8月10日に実施され、エルドアン首相が大統領に選出された。今回の選挙は、同国では初めて直接選挙により大統領を選出した。現行憲法では、大統領と首相に強い権限が与えら

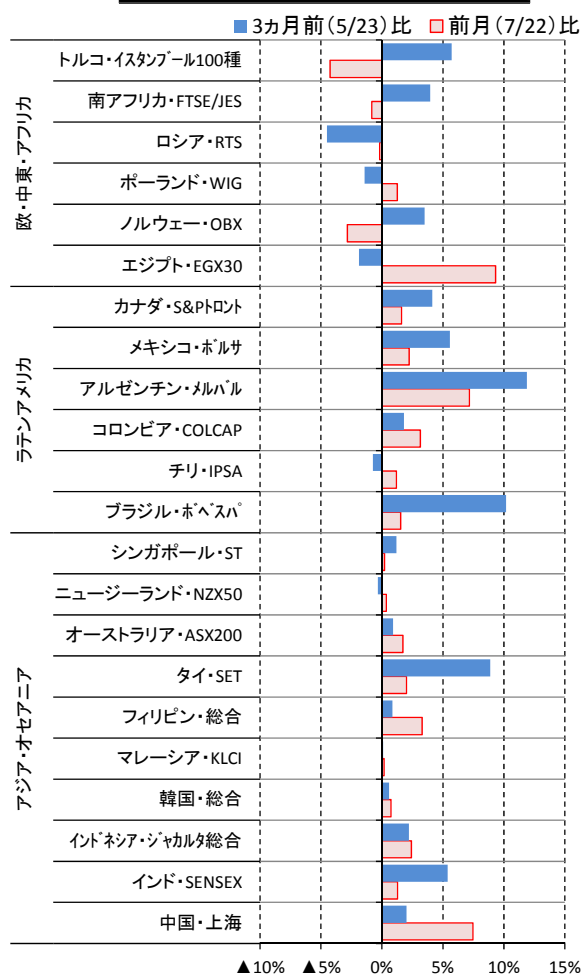
れているが、これまで大統領は儀礼的な存在とされてきた。同氏が直接選挙で当選したことにより、大統領の権限強化を進める可能性も出てきた。また、与党は本格的な大統領制への移行を目指しており、憲法改正を目指して次期総選挙で議席上積みを目指す見通しだ。

② インドネシア:憲法裁判所でプラボウォ氏の異議申し立て棄却

7月9日に実施されたインドネシア大統領選挙の開票結果に対し、プラボウォ・スビアント氏の異議申し立ては棄却され、大統領選挙結果の有効性が裁判官全員一致で認められた。これにより、ジョコ・ウィドド氏の勝利が確定した。

ジョコ氏は10月20日の大統領就任を前に、近くジャカルタ州知事を退任し、政権移行への準備を進めるとみられる。また、与党の議席数が過半数に達していないことから、与党連合の結成に向けて、離合集散が始まるとみられる。

図表6 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) 一部株は前営業日終値、それ以外は本グラフ作成時点との比較

今後のポイントなど

新興・資源国市場は、回復期待の高まる米経済、低迷する欧州経済、緩慢な中国経済を主な背景に、7月からペースを落としつつも、株高で推移している。ただし、米利上げ時期に注目が集まっており、米ドルへ資金が還流しやすい状況である。

9月はG20財務相・中央銀行総裁会議以外、選挙などのイベントは予定されていない。そのため、地政学的リスクが引き続き材料視されやすいだろう。もちろん、突発的な事件に対して一時的にリスクオフとなることもあるものの、ウクライナや中東情勢といった地政学的リスクは今後も注視する必要がある。(14年8月22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

7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、昨年12月以降FOMCごとに100億ドルずつ減額）を8月から250億ドルに減額することを決めた。順調に経済状況の改善が進めば、QE3は10月にも終了する見通し。また、政策金利（0～0.25%）については、労働市場のほかにも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」据え置くという方針が維持された。

経済指標をみると、雇用統計（7月）の失業率は6.2%と前月から0.1ポイント悪化したほか、非農業部門雇用者数も20.9万人増と、市場予測（23.0万人増、ブルームバーグ社集計）を下回った。ただし、雇用の改善自体は進行中であるほか、多くの指標で好調さも目立つため、米国経済の緩やかな回復は継続していると思われる。

国内金融・経済

8月7～8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「物価安定の目標」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、4～6月期の実質GDP成長率（1次速報）は、消費税増税の影響を受けて前期比1.7%（同年率6.8%）とほぼ事前予想通りの落ち込みとなった。一方、機械受注（船舶・電力を除く民需）は、4～6月期では前期比10.4%と下落したが、7～9月期は前期比2.9%と増加が見込まれている。また、6月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比3.4%と2ヶ月ぶりに減少したが、製造工業生産予測調査をみると、7月は同2.5%、8月は同1.1%とともに上昇が見込まれる。このように、足元の経済指標には消費税増税の影響が残っているものの、先行きは持ち直しが予想される。ただし、そのテンポがどの程度かが注目されている。

金利・株価・為替・原油相場

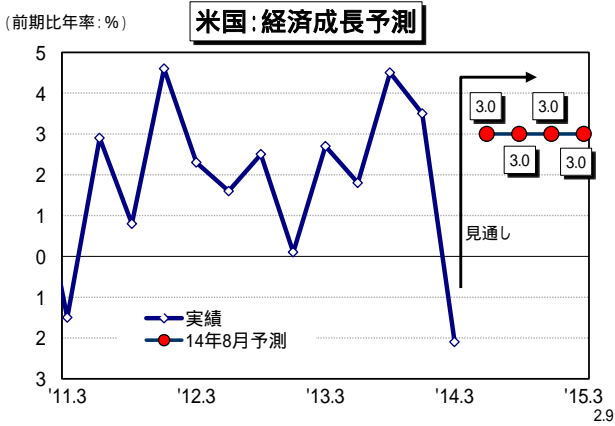
長期金利（新発10年国債利回り）は、日銀による量的・質的金融緩和が15年以降も継続されるとの見方が根強いほか、中東・東欧情勢懸念による「質への逃避」や米欧金利の低下もあり、8月中旬には一時0.5%を割り込むなど、約1年4ヶ月ぶりの低水準となった。直近は小幅上昇。

日経平均株価は、8月上旬には東欧や中東情勢への懸念が高まったことから、一時14,700円台まで下落した。しかし、その後はこれらに対する過度な懸念が和らいだほか、米国経済の回復期待の高まりやそれに伴う円安進行などから上昇に転じ、8月下旬には一時15,600円台まで上昇している。

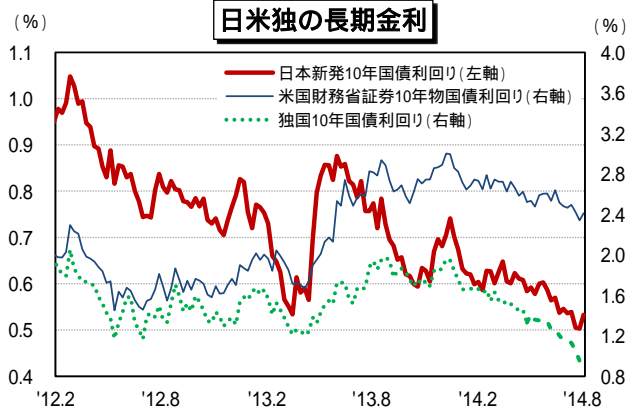
ドル円相場は、8月上旬には地政学的リスクの高まりによる円への逃避もあり、直近は1ドル＝101円台半ばまで円高が進行した。しかし、その後は米国経済の回復期待の高まりなどを受けてドル高・円安が進み、8月下旬には103円台後半となっている。

原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、7月下旬までは中東・東欧情勢への懸念が高まったことなどから上昇する場面も見られたが、石油供給への影響が限定的との認識が広まり、下落に転じた。夏場のガソリン需要が峠を越え始めたこともあり、8月下旬には1バレル＝95ドルを割り込んでいる。
(2014.8.22現在)

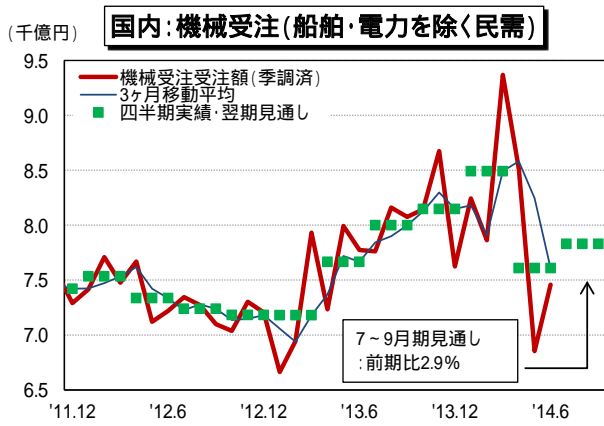
内外の経済・金融グラフ



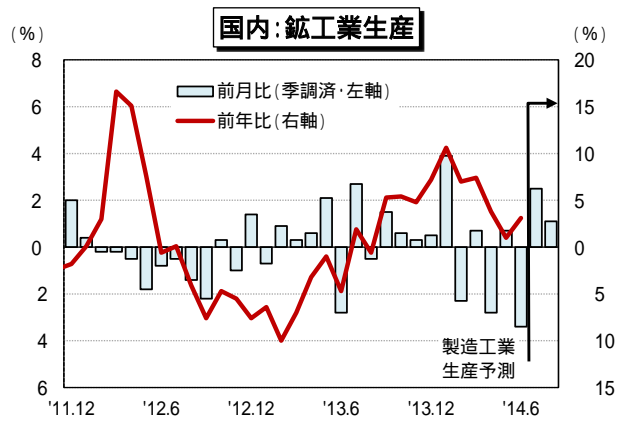
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



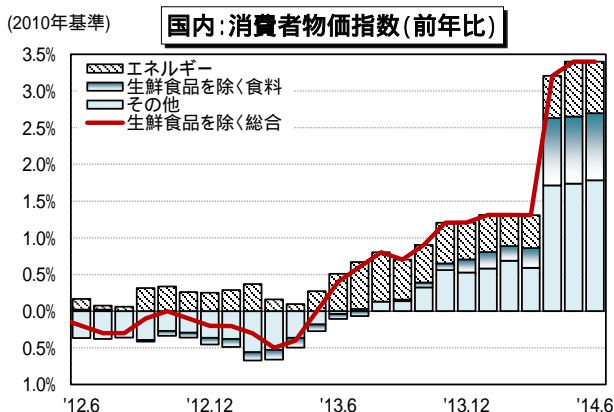
(資料) Bloombergより作成



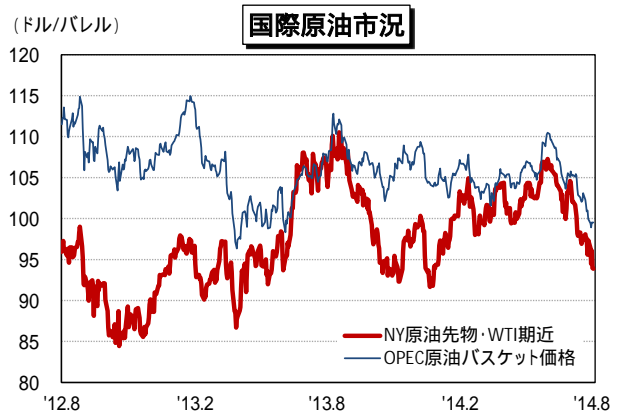
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(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

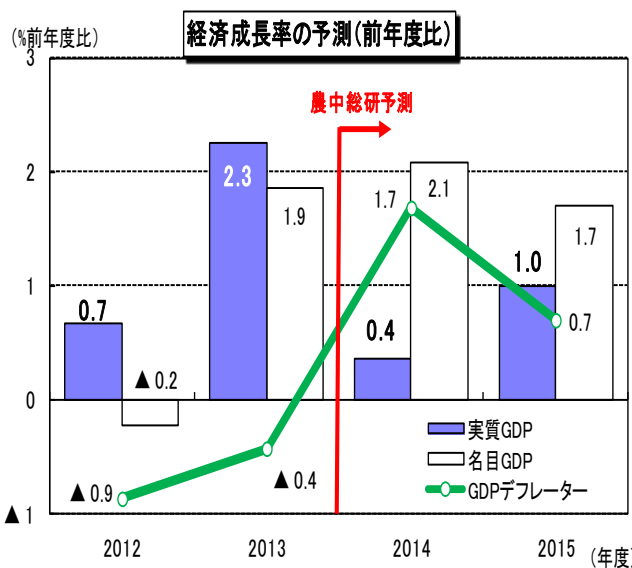
反動減からの戻りは鈍く、年度下期には景気足踏み感も

～2014年度:0.4%、15年度:1.0%～

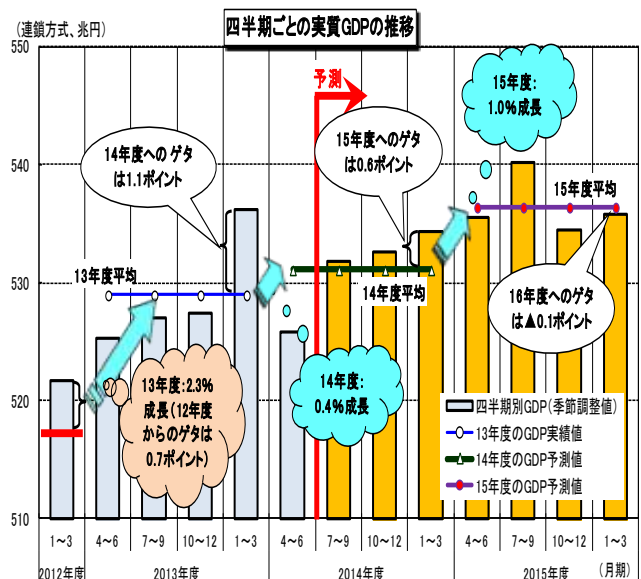
2014年4月に消費税率が8%へ引き上げられた。それに先立つ1～3月期は駆け込み需要が本格化、成長率は大きく加速したが、その分増税後の反動減も大きかった。非耐久財・サービス消費などではすでに持ち直しも始まったが、耐久財消費は当面低調に推移するとみられるほか、増税による実質所得の目減りが消費行動を徐々に慎重化させるだろう。輸出の増勢も緩やかなまで見られるほか、設備投資も堅調な計画ほどの強さはなく、14年度下期の国内景気には足踏み感が強まるだろう。なお、4～6月期の予想を下振れる成長率を考慮し、14年度の成長率は下方修正をした。

一方、消費者物価は増税によって3%台前半まで前年比上昇率を高めたが、消費税要因を除けば1%台前半で推移しているとみられる。先行き、実質所得の目減りによる悪影響が出てくることで、日本銀行が予想するように14年度下期以降に物価上昇が加速する可能性は薄いと思われる。「2年で2%」の物価上昇達成を目標とする日銀は14年内には何らかの対応を迫られるだろう。

また、政府は12月までに次回15年10月の消費税増税を最終判断することとしている。今回の予測では増税を前提としているものの、状況的には厳しい面もあり、追加経済対策もありうるだろう。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2014年4～6月期までは実績、それ以降は当総研予測

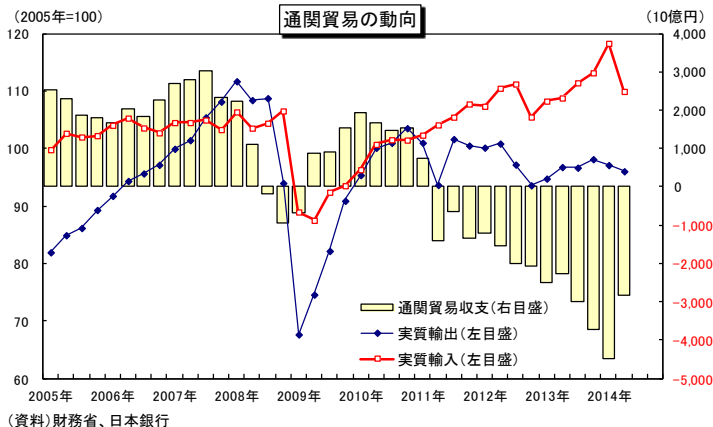
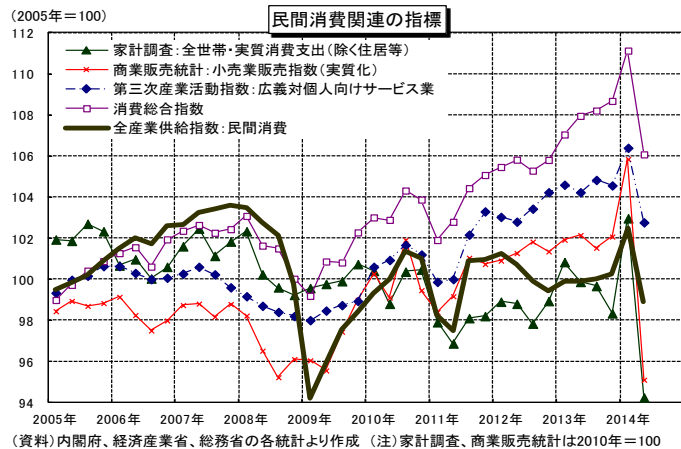
1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 駆け込み需要が強かった分、反動減もまた大きい

2013年度の国内経済は、中弛み(10～12月期の経済成長率は前期比年率で▲0.2%であった)もあったとはいえ、アベノミクス効果によって総じて底堅く推移した。特に、消費税増税に加え、いくつかの税制・制度の変更を控えた14年1～3月期には、駆け込み需要が事前の予想を上回って盛り上がり、08年秋のリーマン・ショック以降、常態化していたデフレギャップの解消につながった。その結果、雇用環境も大幅に改善し、一部の業種・職種では人手不足感が高まった。また、当初は円安やエネルギー高騰の影響で上昇していた物価も、徐々に需給改善による上昇も散見されるようになってきた。とはいえ、13年度末にかけて実現した成長率の加速は「駆け込み需要」という需要の先食いによって実現したことを見誤るべきではない。

14年4月には消費税率が予定通り8%へ引き上げられた。消費税増税を無難に乗り切りたい政府・日本銀行や多くの企業は、その影響はあくまで限定的なものとの主張を繰り返しているが、数ヶ月が経過し、その影響が徐々に明らかになってきた。

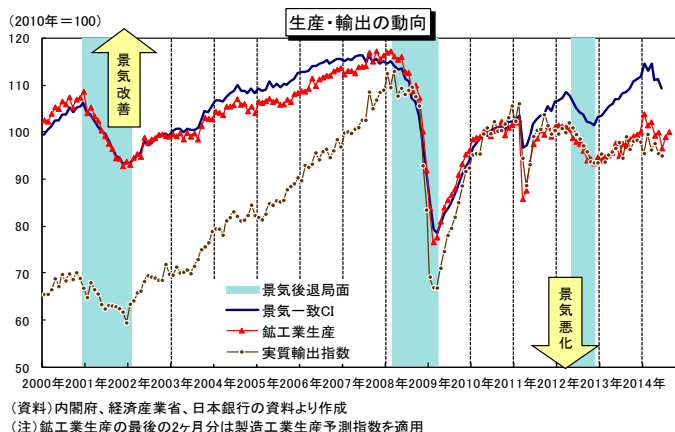
総じて、雇用や物価については底堅さも見られるほか、増税直後は落ち込んだ景況感も時間経過とともに持ち直す動きがみられている。一方、消費や住宅など、実体面には大きな影響が出ており、これまでのところ回復のテンポは鈍い。このうち、民間消費については、非耐久財やサービスなどの売行きは徐々に戻ってきたとされる。しかし、耐久財、特に自動車などでは、増税前の販売が大きく盛り上がった分、その反動減も大きく出ており、増税後は総じて軟調に推移している。こうした反動減の存在に加え、増税による実質所得の目減りの影響も無視できない。安倍内閣では、5.5兆円の経済対策に加え、企業に対してベースアップを含む賃上げの要請を行ってきたが、その甲斐あって14年度春季賃金交渉は例年を上回る妥結結果となった。厚生労働省によれば、14年度の民間企業の春季賃上げ率は前年比2.19%(13年は1.80%)であった。しかし、労働力の高齢化、非正規化の流れなどもあり、1人当たり賃金は微増にとどまっている。そのため、足元の3%台前半の物価上昇分を吸収できておらず、実質賃金は前年比割れの様相を強めている。加えて、住宅に関して着工・販売とも14年入り後は軟調な推移となっている。



このように、家計部門の需要が落ち込むなか、設備投資の堅調さ継続と輸出の持ち直しが景気下支えとなることが期待されていたが、いずれも期待外れの状態となっている。日銀短観を筆頭に、14年度の設備投資計画調査は押し並べて堅調な内容ではあるが、機械受注や鉱工業統計・資本財出荷など足元の設備投資関連指標は弱い。上述の通り、企業サイドとしては消費税増税の影響は限定的で、

国内景気は近い将来回復力を高めるといった想定を依然保持しているとはいえ、その状況を慎重に見極めている最中と見られる。また、円安進行から1年半以上経過したにもかかわらず、輸出数量の動きは緩慢である。曲がりなりにも、世界経済は非常に緩やかとはいえ、成長が続いているにもかかわらず輸出が増加しない原因として、最近では生産拠点の海外シフトという構造変化が起きた可能性が意識されている。

なお、4～6月期の鉱工業生産は前期比▲3.8%と6四半期ぶりの低下となったが、6月の生産水準は直近ピーク(14年1月)から7.0%下回った。出荷の軟調さ(6月まで5ヶ月連続の低下)、在庫の積み上がり(耐久消費財は6ヶ月で37.7%増加)など、当面は生産調整的な動きが強いとみられる。



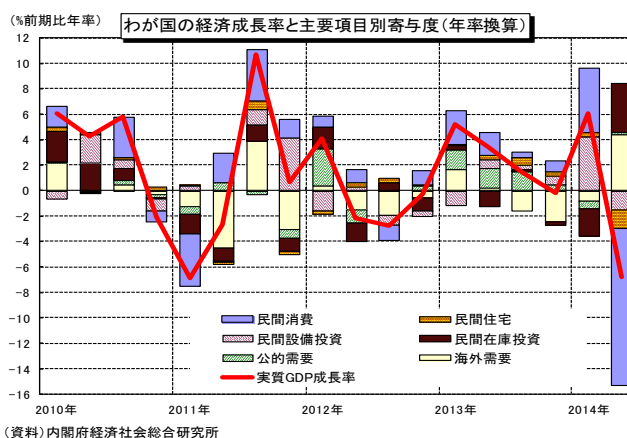
(2)失速した4～6月期のGDP

上述の通り、増税後に発生した需要減退は当初の想定を上回る規模であったが、そうした状況は8月13日に公表された4～6月期のGDP第1次速報からも確認することができる。4～6月期の実質成長率は前期比▲1.7%、同年率換算▲6.8%と2四半期ぶりのマイナスに転じたほか、前年比も▲0.1%と6四半期ぶりのマイナスとなった。実感に近いとされる名目GDPも前期比▲0.1%(同年率▲0.4%)と7四半期ぶりのマイナスとなったものの、実質成長率(前掲)ほどの落ち込みは回避できた。

内容的には、民間消費(前期比▲5.0%)、住宅投資(同▲10.3%)、民間設備投資(同▲2.5%)といった民間最終需要がいずれも減少に転じたほか、公共投資(同▲0.5%)も2四半期連続で減少、輸出等(同▲0.4%)も軟調な推移となった。消費税増税の影響を最小限に食い止めるべく、政府は5.5兆円規模の経済対策を作成したが、これまでのところ、期待外れとなっている。一方で、民間在庫が大幅に積み増された(前期比成長率に対する寄与度:1.0ポイント)ことや、輸入が大幅減(前期比▲5.6%)となったことは見掛け上、経済成長率にとっては下支え役となったが、ともに4～6月期の国内需要の弱さを示していると言えなくもない。

なお、前期比成長率(▲1.7%)に対する寄与度分解をしてみると、公的需要が0.0ポイント、海外需要が1.1ポイントだったのに対し、民間需要は▲2.9ポイントと大幅マイナスとなった(在庫を除いた民間最終需要では▲3.9ポイントとなる)。

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、GDPギャップが再び拡大に転じたものの、消費税率の3%引上げ効果によって、前年比2.0%と、20四半期ぶりのプラスとなった。また、注目の単位労働コスト(=名目雇用者報酬/実質GDP)は前年比1.5%と5四半期ぶりのプラスとなった。名目雇用者報酬が増加したのは間違いないが、実質GDPが落ち込んだ影響も無視できない。



2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

12年12月に発足した安倍内閣は、「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「実質2%、名目3%」の成長実現を促してきた。14年6月には、昨年公表した日本再興戦略の改訂版を公表、市場からの要望に応じて法人税率の引下げなどを盛り込んだ。

さて、目下の注目点は、14年4月から実施している消費税増税の影響、そして15年10月に予定している再増税に関する最終判断である。4~6月期のGDP速報公表後、甘利経済財政担当相は「景気は緩やかな回復基調が続いており、消費税率引上げに伴う駆け込み需要の反動も和らぎつつある」、「必要と判断される場合には、機動的な対応を行うなど経済運営に万全を期す」などとする談話を公表した。15年度予算案の編成の都合上、12月には増税の最終判断を下さなくてはならないが、そのための材料として「7~9月期GDP」(第2次速報は12月8日発表)や「日銀短観12月調査」(12月15日発表)などが取り沙汰されるとみられる。なお、今回の経済見通しについても、前回までと同様、消費税率は「15年10月に10%」へ引き上げることを前提としている。

今回の消費税増税を乗り切ることができたかどうかは結論が出ていないが、政府は増税の影響を最小限に食い止めるべく、5.5兆円規模の補正予算を編成するとともに、増益企業に対して賃上げを要請してきた。しかし、冒頭でみた通り、そうした努力は4~6月期の景気を下支えした様子は窺えず、景気の現状にはやや厳しい面があるのも確かである。

内閣府が7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」では、消費税を予定通り増税し、かつアベノミクスが奏功して実質2%・名目3%の経済成長率、2%の消費者物価上昇率が実現できたとしても、20年度の基礎的財政収支は▲11.0兆円(対GDP比で▲1.8%)と、黒字化目標が達成できないとする試算を提示した。つまりは、財政健全化にとっては「消費税率8%」は単なる通過点であり、財政当局では「税率15%」程度への引上げを念頭に入れている可能性は十分あるだろう。それゆえ、今回の17年ぶりとなった一連の消費税増税は失敗が許されない。また、万一増税判断を見送り・先延ばしとするとしても、その原因となるのは増税後の景気状況の厳しさであることを踏まえれば、年末には追加の経済対策が策定される可能性は十分あるだろう。

最後に、概算要求の作業中である15年度一般会計予算であるが、14年度予算と同様、13年の策定した「中期財政計画」に則った予算編成を目指している。7月25日に閣議決定された概算要求基準によれば、義務的経費については聖域を設けることなく抜本的見直しを行う、可能な限り歳出抑制を図るほか、裁量的経費は1割削減、その3割の範囲内(4兆円弱)で骨太の方針・成長戦略等を踏まえた諸課題に対応するための特別枠「新しい日本のための優先課題推進枠」を設ける方針である。

(2) 世界経済の見通し

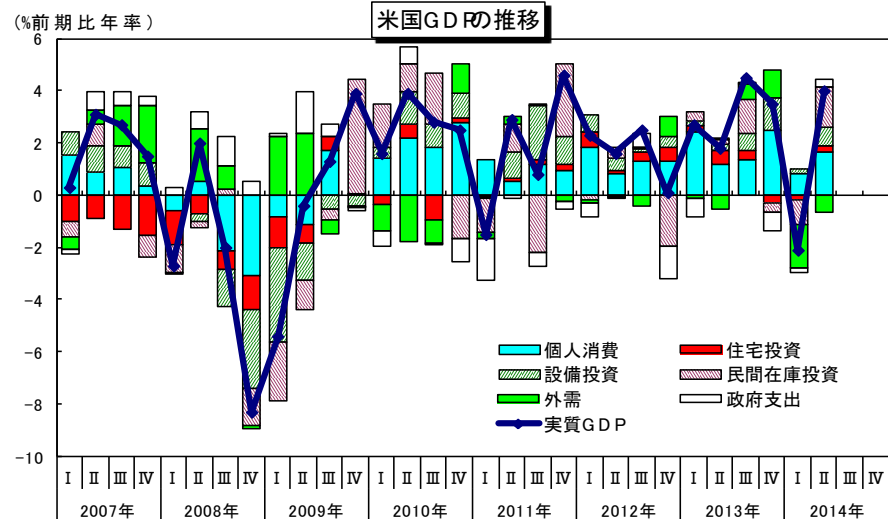
14年の世界経済は、当初、米国など先進国経済の回復力の強まりに伴い、徐々に成長力を高めていくという姿が想定されていた。しかし、1~3月期の米中経済のパフォーマンスが予想外に悪く、国際通貨基金(IMF)が7月に改定した世界経済見通しは全般的に下方修正されている。とはいえ、米雇用指標が改善を続けるなか、米国の量的金融緩和策(QE3)は徐々に規模縮小している。一方、13年半ばに見られたような混乱は見られないものの、新興国経済を覆う不透明感は払拭できておらず、それらを取り巻くリスクは燻ったまま

である。

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

4～6 月期(速報)の米国の実質 GDP 成長率は前期比年率 4.0%と、寒波の影響で落ち込んだ 1～3 月期(同▲2.1%)から大きく持ち直した。個人消費が伸びを高めたほか、住宅投資や在庫投資、輸出、政府支出がいずれもプラスに転じ、成長率を押し上げた。景気回復の持続性が注目されるなか、足元の米国経済は、雇用・所得環境の改善を背景に家計部門が底堅く推移しているほか、生産の増加傾向など企業部門にも好調さが波及しつつあり、緩やかな回復基調が続いている。



(資料)米国商務省注)各需要項目は寄与度(前期比年率換算)

こうしたなか、米経済の足枷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大きく後退した。また、連邦財政収支は、歳出抑制や増税のほか、景気回復による税収増もあり、赤字額の縮小傾向が続いており、財政問題に対する危機意識も薄れている。なお、4～6 月期の政府支出は、連邦政府の支出減は続いているものの、州・地方政府の支出増により 3 四半期ぶりに増加した。

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。米議会は前回の中間選挙(10 年秋)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ほか、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。さらに、オバマ政権の医療保険制度改革(オバマケア)や外交面に対する評価は低く、支持率が低迷しているため、下院での形勢逆転は極めて困難で、最近では上院でも多数党を維持できないとの見方も出ている。

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り再び議会が混迷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 QE3 による資産購入規模(当初月額 850 億ドル)の縮小を決定して以降、直近まで 6 会合連続で月額 100 億ドル(住宅ローン担保証券、米国債を各 50 億ド

ル)のペースで減額決定を続けている。

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以降、「QE3 終了後も異例の低金利を『相当な期間』据え置く」との方針が維持されている。直近の議会証言(7月15～16日)でも、イエレン議長は雇用市場の改善が不十分で所得の伸びも停滞しているなどの認識を示し、緩和政策を当面維持する方針を表明した。

しかし、金融緩和からの「出口」をめぐるっては、6月のFOMC議事要旨において、米経済がFRBの見通しどおり順調に回復すれば10月末に資産購入を終了するとの見通しが示されたほか、イエレン議長が14年終盤に出口戦略を見直したいと表明するなど、FRB内で実務的な検討が進められており、今後の焦点は「保有資産の再投資の取扱い」や「利上げ開始時期」に移りつつある。

金融政策の先行きを展望すると、雇用・所得環境が緩やかに改善していることから、FRBは10月末に資産購入を終了すると見込まれる。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。また、利上げ後も保有資産の再投資が続くと予想するほか、利上げ開始に伴ってリバース・レポなど現在試験段階にある準備預金の吸収策を実施することになるだろう。

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、寒波からの持ち直し傾向が薄れるものの、緩やかな雇用・所得環境の改善の下で先行きに対する楽観的な見方が広がっており、さらにこのところは株高による資産効果や高騰していたガソリン価格が低下傾向に転じた好影響もあり、堅調に推移すると予想する。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・ショック前の水準に回復していることなどから、増加傾向が続くとみられる。住宅投資は、物件価格の上昇が一服していることや住宅ローン金利も低下傾向で推移し

2014～15年 米国経済見通し (14年8月改定)

	単位	2013年	2014年		2015年			
		通期 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 実績	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	2.2	2.0	0.8	3.0	3.0	3.1	2.6
個人消費	%	2.4	2.3	2.1	2.5	2.6	2.7	2.6
設備投資	%	3.0	5.4	4.7	6.4	6.8	7.5	5.7
住宅投資	%	11.9	1.9	▲ 3.1	6.6	6.0	6.7	4.0
在庫投資	寄与度	0.0	0.1	▲ 0.6	0.6	0.1	0.1	▲ 0.4
純輸出	寄与度	0.2	▲ 0.3	▲ 1.4	▲ 0.3	▲ 0.0	0.0	0.1
輸出等	%	3.0	2.5	▲ 0.2	3.9	4.7	4.7	5.2
輸入等	%	1.1	3.9	4.3	4.3	3.9	3.7	3.9
政府支出	%	▲ 2.0	▲ 0.5	▲ 1.0	0.7	0.3	0.2	0.0
参考								
PCEデフレーター	%	1.1	1.4	1.3	1.6	1.9	1.8	2.0
GDPデフレーター	%	1.5	1.5	1.5	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	0.75	0～0.25	0.75
10年国債利回り	%	2.3	2.6	2.7	2.6	3.2	2.9	3.5
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。

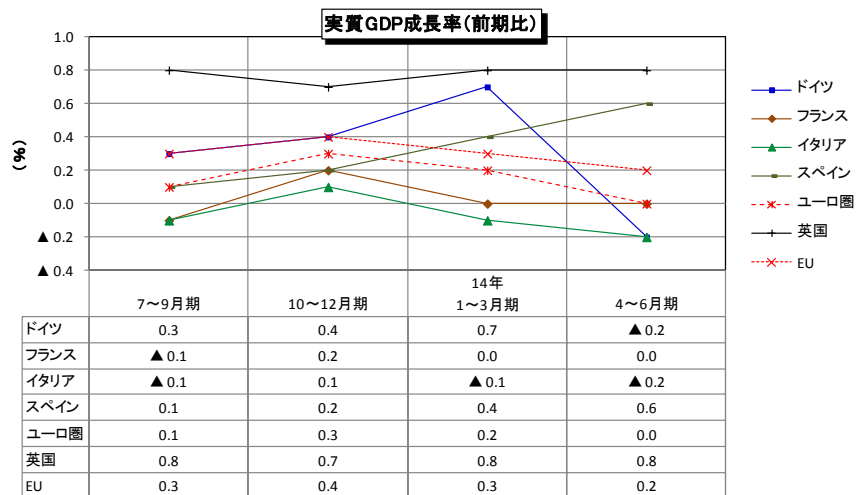
- (注) 1. 予想策定時点は2014年8月18日(14年4～6月期の速報値ベース)
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
 3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度
 4. デフレーターは期中平均前年比
 5. FFレート誘導目標は期末値
 6. 10年債利回り、完全失業率は期中平均

ていることなどから、持ち直しの動きが続くと予想する。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を受けて伸びがやや鈍化するものの、15年にかけては海外経済の回復に伴い緩やかに増加するとみられる。なお、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すると考えられることから、経済成長に対する純輸出の寄与度は先行きプラス傾向で推移すると思われる。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、15年度までは国防費などの削減規模が緩和されることから、財政面での下押し圧力は弱まる傾向が続くと予想される。

以上から、天候要因による反動増の動きが薄れることから14年7～9月期に一旦2%台に成長鈍化する可能性があるものの、その後は内需の自律回復により本格的な回復局面を迎え、15年にかけて成長率は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2.0%(前回見直しから▲0.5ポイントの下方修正、年次改定に伴い過去分が遡及改訂されたため)、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4～6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比横ばいとなり、景気回復のスピードが鈍化した。なかでもイタリアは2四半期連続でのマイナス成長となり、フランスでもゼロ成長が継続したほか、ドイツについても今回▲0.2%に低下した。ユーロ圏では今後も財政改革が継続すること、企業や家計でも債務の削減が引続き課題であること、域内の金融機能には脆弱性が残されていることなどに



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

に加え、最近のデフインフレの進行やウクライナ情勢を巡る対ロシア制裁の影響の拡大などを考慮すれば、ユーロ圏では当面の間は実体経済の本格的な回復は困難とみられ、回復のペースは緩慢なものにとどまらざるを得ないものと考えられる。

ユーロ圏の主要な経済指標を見れば、6月の小売売上高は前月比で0.4%の、また前年同月比で2.4%の各上昇となったが、同月の失業率は11.5%と依然として高い水準にあるため、個人消費の早急な改善は期待し難い。一方、6月の鉱工業生産は前月比で0.3%の低下と、5月の同1.1%低下に続き弱い値となり、足元ではこれまでの回復基調に対して頭打ち感が明確になっている。

輸出主導でユーロ圏の景気回復の牽引役として期待されるドイツについては、輸出額は5月の前月比1.1%の減少に対し6月には同0.9%の増加となったが、月による跛行性は大きく安定的な回復とはなっていない。また、製造業受注指数は5月の前月比1.6%の低下に続き6月にも同3.2%の大幅な低下となったほか、鉱工業生産指数についても5月の前月比1.7%の低下の後、6月にも同0.3%の上昇にとどまるなど、力強さに欠ける動きとなっている。また、6月の失業率は5.1%と低水準にある一方で、同月の小売売上高については前月比では1.3%の上昇ながら前年同月比では0.4%の低い上昇率であるなど、個人消費が景気回復をリードする状況には至っていない。

一方、ユーロ圏の消費者物価指数(CPI)上昇率(前年同月比)は7月には0.4%にまで

低下したが、最近では欧州中央銀行(ECB)の政策目標である2%を大幅に下回って推移している。こうした情勢を受け、ECBは14年6月には政策金利の0.15%への引下げを含め様々な政策を打ち出したが、その効果が狙いどおりに現れるのかどうかには注意が必要となっている。

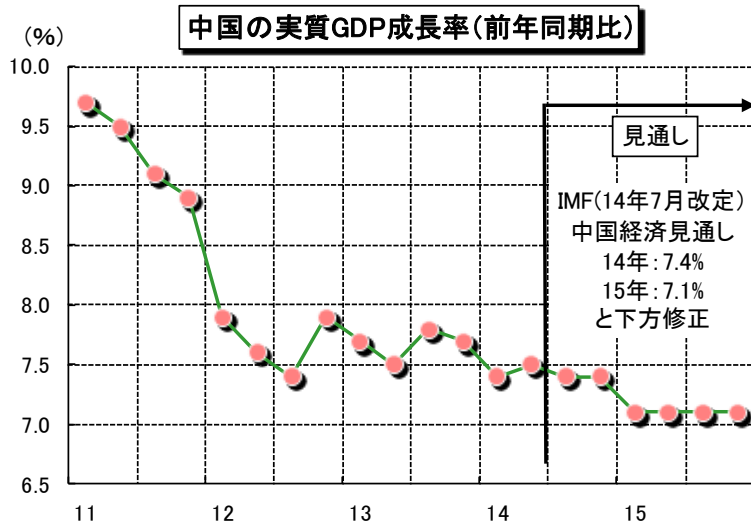
③ 中国経済

中国の14年4~6月期の実質GDP成長率は前年比7.5%と、1~3月期(同7.4%)から小幅ながら持ち直した。この背景として、政府が4月以降に打ち出した鉄道建設の加速や水利施設の整備拡充などの景気対策のほか、連続的な金融緩和の実施や財政支出の加速などが挙げられる。その結果、14年上期の実質成長率は前年比7.4%となり、さらなる景気減速に歯止めをかけることができたと評価できる。

しかし、一連の景気対応策はいずれも小規模であるほか、金融緩和が預金準備率の全面的な引下げではなく、選別された金融機関を対象にしたため、その効果も限定的だったと見られる。このような政策運営から、中国政府はあくまで7.5%成長の確保を最優先しているように見受けられる。

こうしたなか、6月には景気回復の勢いが高まっていたが、7月には再び鈍い動きがはじまっている。7月分の投資は不動産開発投資の低迷や過剰生産分野への投資抑制などを受けて前年比15.6%と6月(同17.9%)から鈍化した。また、7月の実質消費も前年比10.5%と6月(同10.7%)からやや伸び悩んだ。一連の景気対策によって景気の腰折れを回避したものの、内需は再び弱い動きになっていると見られる。

一方、7月の輸出(ドルベース)は前年比14.5%と予想以上に増加した。この背景として、欧米経済の改善があるほか、人民元安の進行や政府の輸出促進策の実施などが挙げられる。このように外需が予想以上に拡大した一方、内需には底堅く推移したものの、力不足感があると思われる。足元では、景気が自律的な回復に至っておらず、景気下振れリスクが浮上しつつあると考えられる。



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

金融政策については、上述の通り、中国人民銀行(中央銀行)は4月以降、零細企業や農業分野向けの融資を行う商業銀行などを対象に預金準備率の引下げを実施するなど、事実上の金融緩和政策をとってきた。一方、銀监会など金融当局では金融システム不安の払拭に向けて、シャドーバンキングに対する規制を強めるとともに、銀行に対してもリスク管理を強化しつつある。そのこともあり、7月の銀行新規融資額は異常なほど大きく減少した。こうしたことも先行きの景気下振れリスクとして留意する必要があるだろう。ただし、中国人民銀行は、銀行の新規融資が8月上旬に入り再び伸びており、先行きも安定的に推移するとの見通しを示した。

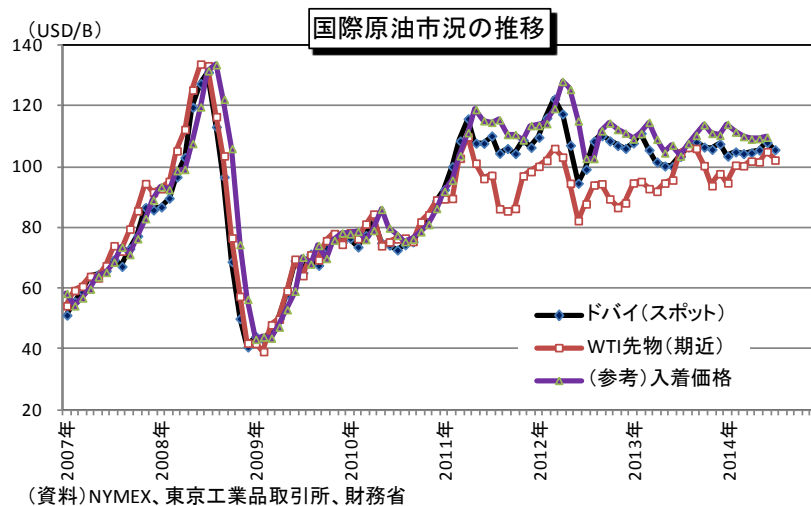
このように、足元で与信の大幅な鈍化や内需の弱い動きなどを受け、中国政府が14年の7.5%の成長目標を実現するため、景気対策の拡充に動くと思われる。公共投資を増や

すなどの景気対策が打ってくれば、本年後半の成長率は現状程度で推移し、通年でも7.5%の成長を達成すると予想する。

④ 輸入原油価格の見通し

中東・イラク情勢やウクライナ問題など、地政学的リスクが意識される場面が多かったものの、原油価格は高値圏とはいえ比較的安定的に推移、WTI先物は1バレル=100ドル台前半で変動してきた。

先行きについては、需要サイドをみると、世界経済の緩やかな回復が続く中、中国・アジア圏を中心に需要拡大が予想される一方で、北米でのシェールガス・オイル増産、さらにリビアの増産など、供給能力もそれなりに強まるものと思われる。それゆえ、原油価格はしばらく安定的に推移するものと見られ、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。



2014～15年度 日本経済見通し

	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	2.1	1.7
実質GDP	%	0.7	2.3	0.4	1.0
民間需要	%	1.4	2.2	▲ 0.7	1.3
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	▲ 2.2	0.8
民間住宅	%	5.4	9.5	▲ 7.3	0.6
民間企業設備	%	0.7	2.7	5.2	3.8
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.5	0.2	▲ 0.0
公的需要	%	1.4	4.2	1.7	0.6
政府最終消費支出	%	1.5	1.8	1.0	1.1
公的固定資本形成	%	1.3	15.1	4.6	▲ 1.6
輸出	%	▲ 1.3	4.8	5.7	4.1
輸入	%	3.6	7.0	2.7	6.1
国内需要寄与度	%pt	1.4	2.7	▲ 0.2	1.1
民間需要寄与度	%pt	1.1	1.7	▲ 0.5	1.0
公的需要寄与度	%pt	0.4	1.0	0.4	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.8	▲ 0.5	0.5	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.4	1.7	0.7
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.0	1.8	4.1	1.9
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.2	0.8	3.1 (1.1)	1.9 (1.2)
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	0.0	2.3
経常収支	兆円	4.2	0.8	4.3	6.8
名目GDP比率	%	0.9	0.2	0.9	1.4
為替レート	円/ドル	83.1	100.2	103.5	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.07	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.78	0.69	0.57	0.66
通関輸入原油価格	ドル/バレル	113.4	109.6	111.4	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	%	1.1	0.3	0.3	0.3	1.6	▲ 0.1	1.0	0.0	0.4	0.3	1.2	▲ 0.1	0.1
実質GDP	%	1.3	0.9	0.4	▲ 0.0	1.5	▲ 1.7	1.1	0.2	0.3	0.2	0.9	▲ 1.1	0.2
(年率換算)	%	5.2	3.4	1.4	▲ 0.2	6.1	▲ 6.8	4.6	0.6	1.4	0.8	3.5	▲ 4.1	1.0
民間需要	%	0.6	0.5	0.5	0.5	2.4	▲ 3.7	1.0	▲ 0.0	0.5	0.6	1.8	▲ 2.5	0.3
民間最終消費支出	%	1.0	0.7	0.2	0.4	2.0	▲ 5.0	1.5	0.1	0.2	0.3	2.1	▲ 3.5	0.8
民間住宅	%	0.8	2.1	4.7	2.4	2.0	▲ 10.3	▲ 0.2	▲ 0.5	0.1	1.4	3.0	▲ 5.0	▲ 1.0
民間企業設備	%	▲ 2.0	1.4	0.6	1.4	7.7	▲ 2.5	1.2	1.0	0.8	1.2	2.0	▲ 1.0	0.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.1	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.5	1.0	▲ 0.4	▲ 0.2	0.2	0.1	▲ 0.3	0.5	▲ 0.3
公的需要	%	1.5	1.6	1.5	0.5	▲ 0.6	0.2	1.5	0.7	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.0
政府最終消費支出	%	0.9	0.4	0.2	0.2	▲ 0.1	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	4.7	5.8	7.1	1.4	▲ 2.5	▲ 0.5	5.5	2.5	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出	%	4.3	3.0	▲ 0.7	0.3	6.5	▲ 0.4	1.1	0.7	1.0	1.1	1.2	1.0	0.8
輸入	%	1.2	2.3	1.8	3.7	6.4	▲ 5.6	1.0	1.0	1.5	3.0	4.0	▲ 4.0	0.8
国内需要寄与度	%pt	0.9	0.8	0.8	0.5	1.7	▲ 2.8	1.1	0.2	0.4	0.4	1.3	▲ 1.9	0.2
民間需要寄与度	%pt	0.5	0.4	0.4	0.4	1.9	▲ 2.9	0.8	▲ 0.0	0.4	0.4	1.3	▲ 1.9	0.2
公的需要寄与度	%pt	0.4	0.4	0.4	0.1	▲ 0.2	0.0	0.4	0.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.4	0.1	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	1.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.4	0.8	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	2.0	1.9	1.5	1.5	▲ 0.1	0.3	1.4	1.2
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 0.3	0.7	2.2	2.5	1.9	4.4	4.3	4.0	3.8	1.2	1.5	2.6	2.4
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.3	0.0	0.7	1.1	1.3	3.4	3.2	2.9	2.9	1.2	1.4	2.6	2.4
(消費税増税要因を除く)							(1.5)	(1.2)	(0.9)	(0.9)	(1.1)	(1.4)	(1.2)	(1.0)
完全失業率	%	4.2	4.0	4.0	3.9	3.6	3.6	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	2.9	▲ 3.8	0.2	0.5	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	0.6	1.0	1.2	1.5	1.5	1.0	2.0	2.3
名目GDP比率	%	0.8	1.5	0.5	0.0	▲ 1.1	0.5	0.8	1.0	1.2	1.2	0.8	1.6	1.8
為替レート	円/ドル	92.4	98.7	98.9	100.5	102.8	102.1	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	0.07	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	0.63	0.60	0.55	0.55	0.60	0.65	0.70	0.65	0.65
通関輸入原油価格	\$/バレル	111.8	107.1	107.3	111.8	112.0	109.6	111.0	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。

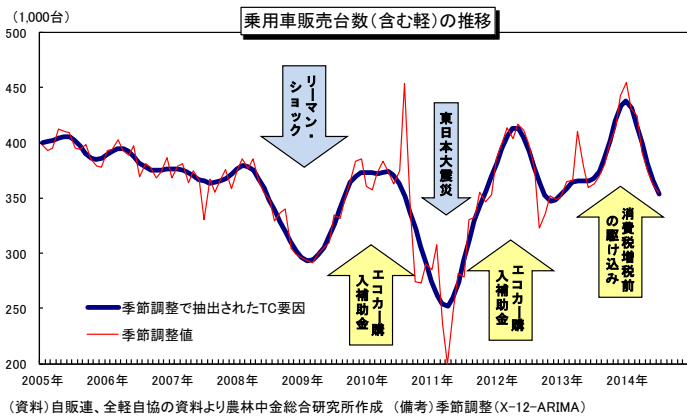
3. 2014～15年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し ～ 賃金、輸出動向が鍵を握る

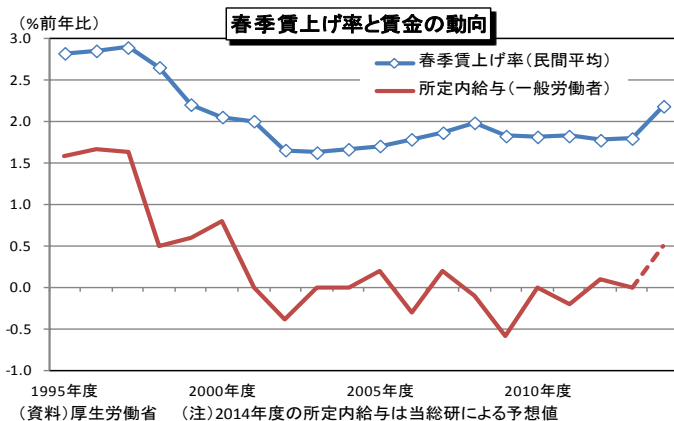
最初に、今後の経済を見通すうえで、いくつかの論点について考えてみたい。4月に実施された消費税率3%の引上げによる税の増収分は社会保障制度の充実や持続可能性を高めるために使われることにされている。つまりは、増税によって直接的には国民負担は約8兆円増えた格好となっているが、いずれ社会保障給付金として国民経済に還元されるはずである。また、十分な社会保障制度改革が実施され、年金不安などが緩和すれば、90年代以降続いている「予備的動機に基づく貯蓄動機」を弱め、消費水準が底上げされる可能性もある。基本的に駆け込み需要の反動減もいずれは一巡するはずであり、消費税増税が経済に与える影響は一時的との見方は依然として根強い。

とはいえ、冒頭で触れたとおり、「山高ければ、谷深し」というのが、消費税増税前後における日本経済の率直な印象である。駆け込み需要が想定以上の盛り上がりを見せた分、その反動減も大きくなったのは、ある意味、予想がついたことである。問題は、7～9月期以降の需要回復がどのようなペースで進むのか、それをサポートするような外部環境が存在するのか、という点である。

前回の経済見通しでも指摘した通り、消費税増税による実体経済へ与える影響には、増税前の駆け込み需要からの反動減だけではなく、増税による実質可処分所得の目減りといったものもある。反動減からの持ち直しについては、時間経過とともに、食料品、日用品などの非耐久財や外食などのサービスなどについては一定程度の回復が見られる。しかし、耐久財の多くについては反動減が残っている。上述の通り、反動減の影響はいずれ解消するとしても、それまでの間、耐久消費財に係る事業は不調が続く可能性があるが、特にわが国では自動車製造業の生産波及効果は高いことが知られている。12年の簡易延長産業連関表から示される生産波及力(当該産業に対する需要増が全体に及ぼす影響度)は産業全体が1.9であるのに対し、自動車産業(乗用車・その他自動車・自動車部品など)は3前後と高く、自動車生産が減少した際の影響度の大きさを物語っている。

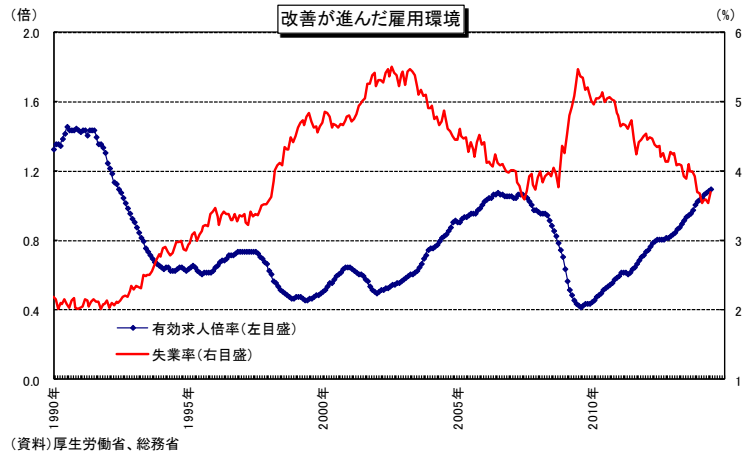


また、実質所得の目減りの状況については、毎月勤労統計によれば、物価が上昇し始めた13年夏以降、実質賃金は前年比減少が続いていることが見て取れる。特に、14年度入り後は前年比▲3%台の減少となっている。GDP統計・分配面での実質雇用者報酬もまた、前期比▲1.8%(4四半期連続のマイナス)、前年比▲2.2%(2四半期連続のマイナス)と減少している。冒頭で紹介した通り、今春の賃金交渉では、政府からの強い要請もあり、ベースアップが復活するな



ど、賃上げ率の回復が見られたものの、足元で上昇する物価や消費税率の引上げ分に比べれば、明らかに物足りない結果である。なお、固定費を抑制する観点から夏季賞与での対応となった企業も多かったとはいえ、それが継続的なものにはなりにくだけで、所得面から落ち込んだ消費の戻りをサポートすることは大きく期待できない状況である。

一方で、最近では労働市場で需給が逼迫しており、それが先々の賃上げ・物価上昇につながるなどの指摘もある。実際、失業率は3%台で推移するなど、3%台前半との試算もある自然失業率に迫っている。また、6月の有効求人倍率が1.10倍と22年前の水準まで改善したほか、日銀短観などのビジネス・サーベイからも企業の人手不足感が強まっている様子が見て取れる。とはいえ、それが日本全体での賃上げ

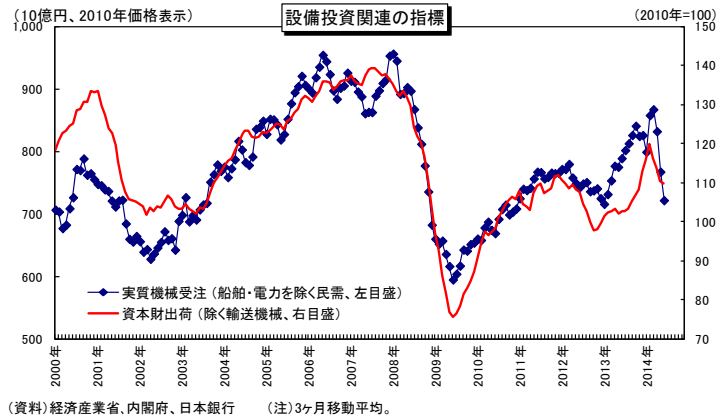


圧力につながるかどうかは不透明といえる。というのは、雇用人員の不足感が強い業種や職種には偏りがあり、賃上げ圧力が強まっているのは一部に限定されているからである。フルタイムの正規就業者に関してはこれまでの景気低迷期に労働保蔵された分が残っていることを考慮すれば、物価上昇に見合うほどの賃上げが迫られるような状況にはない。さらに、労働需要は経済活動の派生需要であることを考慮すれば、これまで強まっていた人不足感は13年度末にかけての高成長が作り出したものであり、その反動減がすでに出ている以上、いずれ一服感が出てくる可能性もある。なお、労働力調査(詳細集計)によれば、非労働力人口4,446万人のうち、就業希望者は411万人であり、さらに「適当な仕事がありそうもない」とする者は122万人もいる。仮に、彼らが労働市場に全て参入した場合、失業率は5.4%まで上昇する余地がある。このように、表面的な雇用指標が示すほど、近い将来の賃上げ圧力の高まりを許容するような状況にはまだない、と思われる。

とはいえ、企業には賃上げする必要性はない、と主張したいわけではなく、現状はむしろ積極的な賃上げが望ましいと思われる。長らく続いたデフレ経済下において、企業は高い実質金利に直面し、積極的な投資活動をせず、内部留保を蓄積する行動をとってきた。しかし、デフレから脱却しようとするなかで、こうした行動を続けることが適切と言えるかどうかは疑問である。製造業などにおいては、海外の割安な労働力との競合という面もあり、なかなか国内で人件費を増やす誘因は働きづらいが、「企業から家計へ」の所得還流は消費税増税を乗り切り、日本経済全体を新たな成長ステージに向かわせるためには最低でも労働生産性の上昇分程度の賃上げは必要不可欠である。

さて、家計部門の経済行動(民間消費、住宅投資)が悪化する中で、海外経済の回復に伴う輸出持ち直しがその落ち込みをカバーすることが期待されていたわけであるが、円安進行から1年半弱が経過しようとするにもかかわらず、なかなか輸出の増勢が強まらないのは、多くの識者の予想に反するものであった。2000年代初頭に比べれば、日本の二大輸出先である米国や中国などの成長率が低い面もあるが、円高圧力が高かった2010年前後から生産拠点の海外シフトが加速し、日本の輸出の所得弾力性が低下している可能性が高い。つまりは、海外経済の成長を国内に取り込む力が落ちている、ということである。もちろん、プラザ合意(1985年9月)後の米国の経験からは、通貨安の対外バランス改善効果には2年程度はかかることが示唆されるが、生産拠点がかつてほどではなく、かつ日本が優位性のある高付加価値財の需要先である先進国経済がこの先緩やかな成長にとどまれば、輸出の増加ペースは自ずと限度があるだろう。

こうしたなか、企業の設備投資行動が底堅さを維持するかどうか注目されている。日銀短観をはじめとする14年度設備投資計画調査はいずれもしっかりした数字が発表されている。しかし、14年度入り後の機械受注や鉱工業統計・資本財出荷などは調整している。企業経営者は消費税増税の影響は限定的で、じきに回復傾向が強まるとの見方は堅持したままであるが、年度入りから間もないため、しばらくは様子見を決め込んでいる、というように見えなくもない。企業サイドの予想通り、7～9月期以降の国内経済が持ち直し傾向を強めていくことになれば、年度下期には設備投資は再び強まるだろう。一方で、なかなか回復力が高まらず、足踏み感が浮上すれば設備投資計画の下方修正や先送りということになるだろう。



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。足元7～9月期については、4～6月期に大幅減となった民間消費を中心に一定程度の反動増が出るとみられる。すでに消費総合指数などでは5月以降持ち直しの動きとなっているが、夏季賞与の底堅さなどを支えに、当面は緩やかな回復が見込まれる。また、2四半期連続で減少した公共投資についても、2月に成立した13年度補正予算や14年度本予算の効果が浸み出してくるだろう。一方、4～6月期に大きく積み上がった民間在庫では調整色が強まり、成長抑制要因となるほか、着工戸数が減少傾向にある住宅投資も引き続き減少が予想される。さらに、駆け込み需要の反動減に対応した輸入減も一巡するだろう。そのため、7～9月期は前期比1.1%、同年率4.6%と、プラス成長へ戻るだろう。年率で4～5%という数字だけみると、15年10月に予定する消費税増税の決断には十分と思われるが、以下に示すような14年度下期の景気動向は増税判断を躊躇させる可能性もある。

その14年度下期については、世界経済の緩やかな成長継続によって輸出も緩やかに増加し、上期中は控えられた設備投資も多少出てくることが期待されるほか、引き続き公的需も下支えするものの、肝心の民間消費については実質所得の目減りによって慎重化が強まることが想定される。10～12月期には成長の鈍化が意識されるだろう(前期比0.2%、同年率0.6%)。続く1～3月期もやや物足りない成長(前期比0.3%、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0.4%、名目成長率は2.1%**(前回6月時点の予測はそれぞれ1.1%、2.3%で、ともに下方修正)と予測する。この下方修正は4～6月期の成長率が想定より大幅に下振れたことによるものであり、年度内の景気シナリオに大きな修正はない。なお、名実逆転の解消は17年ぶりであるが、消費税率の引上げによる面が大きく、需給改善によって国内付加価値生産セクターでの価格転嫁能力が高まったことを意味するわけではない。ちなみに、13年度からのゲタは1.1ポイントであるが、年度の成長率(0.4%)がそれを大幅に割り込むことを考慮すれば、実態的にはマイナス成長で、景況感は悪化するとみられる。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留意すべきである。ちなみに、GDPデフレーターは前年度比1.7%(前回予測は同1.1%)の上昇を見込んだ。

15年度については、基本的に世界経済の緩やかな成長が進む中、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、企業設備投資も引き続き増加傾向をたどるだろう。一方、消費税率が15年10月に10%に引き上げられることを前提とすれば、年度上期には13年度末ほどではないにしても民間消費や住宅投資には

駆け込み需要が発生する。逆に、年度下期にはその反動減が出ることになる。その結果、15年度の実質成長率は1.0%、名目成長率は1.7%、GDPデフレーターは前年度比0.7%（前回はそれぞれ1.4%、2.0%、同0.6%）と予測した。

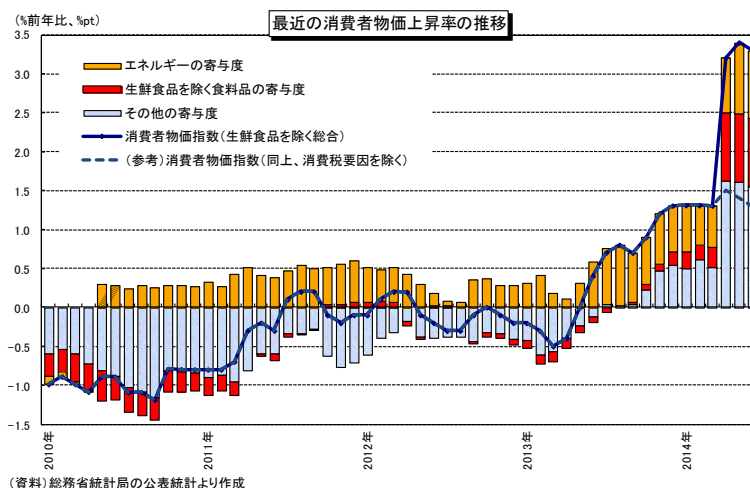
(2)物価見通し ～ 物価上昇圧力はやや弱まる

アベノミクスに対する期待感から円高修正が進み、輸入品価格が上昇傾向を強めたほか、電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰などもあり、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、その後も徐々に物価上昇率は高めた。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、同1%台前半まで高まった。増税後にはその影響による押し上げ（4月：1.7ポイント、5月以降：2.0ポイントと想定）もあり、全国コアCPIは同3%台前半まで上昇したが、エネルギー高騰の一方で、駆け込み需要という特殊要因の剥落もあり、増税効果を除けば、同1%台前半での推移が続いているものの、上昇圧力に一服感があるのは否めない。

ちなみに、企業物価統計によれば、国内需要財のなかの消費財（国内品）の価格については、4～6月期は前年比▲0.1%、7月は同0.0%と、13年度下期に見られた上昇傾向が解消している。また、最近取り上げられる機会の多い『東大物価指数』からも、スーパーなどでの物価実勢は、増税後は特売の影響が強まり、マイルドながらも下落傾向が依然として残っていることが窺われる。

先行きについては、足元でガソリンの高騰が続いているほか、一部家電製品の品目入れ替えに伴う押し上げ効果がある一方で、これまでの主要な物価押し上げ要因だった円安効果が一巡し、かつ需給改善効果も弱まっているものと見られる。それゆえ、物価上昇率は徐々に上昇幅を縮小させ、年度下期には1%割れ（消費税増税の影響を除く）を窺う動きになると予想する。

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3.1%（13年度：同0.8%）へ上昇率が高まるが、その要因を除けば同1.1%にとどまるだろう。また、15年度は同1.9%へと数字の上では上昇率が鈍化するものの、消費税率変更の要因を除けば同1.2%と逆に上昇率は高まるだろう。



商業販売統計

～業態別の販売指標～

竹光 大士

商業販売統計とは

商業販売統計とは、卸売業や小売業といった商業の販売状況について調査したものである。特に小売業については大型小売店（スーパー・百貨店）、コンビニエンスストア等についても販売状況を発表している。この小売業販売額は消費を供給側から把握するための代表的な指標として認知されている。また、小売業と卸売業の販売額は景気動向指数の一致系列としても採用されている。

大型小売店やコンビニの販売額には既存店という指定のあるものとないものの2つがある。既存店という指定がある場合は前年同月に店舗がある場合のみ集計しており、閉店及び開店などによる影響を除外している。

なお、従来からある業界団体の統計からは把握できないカテゴリーキラーといわれてきた通信販売や家電量販店も商業販売統計には含まれている。

百貨店とスーパー、今後の展開

6月の小売業販売額は前年比▲0.6%と3ヶ月連続で減少した（図表1）。前回（97年）と今回（14年）の消費税増税後のスーパーと百貨店の販売額を比べてみると、スーパーは97年6月、14年5月に前年

比プラスになっているのに対し、百貨店は97年7月まで前年比割れ、14年6月も前年比▲3.3%と前年比マイナスの状態が継続している。百貨店で消費税増税前の駆け込み需要からの反動減が長引いている原因としては百貨店では半耐久財である衣料品が、販売額の約半分を占めていることが挙げられる（4月の減少率▲10.5%に対する寄与度は▲18.1%）。ちなみに、百貨店では飲食料品のシェアは4分の1である。残りの約4分の1のうち、6月分では家庭用機械器具が前年比▲5.8%、家庭用品が同▲5.9%となっており、3月にそれぞれ同61.3%と同28.3%と大幅な駆け込み需要が起きた反動減が続いている。それに対し、スーパーでは飲食料品が販売額全体の7割近くを占めている（5月の増加率0.5%に対する寄与度は4.8%）。衣料品は約1割を占めるに過ぎない。

今回、高額品、耐久財もしくは半耐久財が駆け込み需要の対象となったと考えられ、これらの反動減が一巡しないことには取扱商品の構成の違いから、しばらくはスーパーと百貨店の販売額の駆け込み需要からの回復度合いは乖離した状態が続くであろう。

図表1. 97年と14年の小売業販売額前年比の推移

前年比%	97年			14年		
	百貨店	スーパー	小売業販売額合計	百貨店	スーパー	小売業販売額合計
3月	22.8	12.4	12.4	25.0	12.6	11.0
4月	▲11.2	0.8	▲3.8	▲10.5	▲3.9	▲4.3
5月	▲1.8	▲7.2	▲1.3	▲2.6	0.5	▲0.4
6月	▲2.2	9.4	▲2.1	▲3.3	▲0.1	▲0.6

(資料): 経済産業省

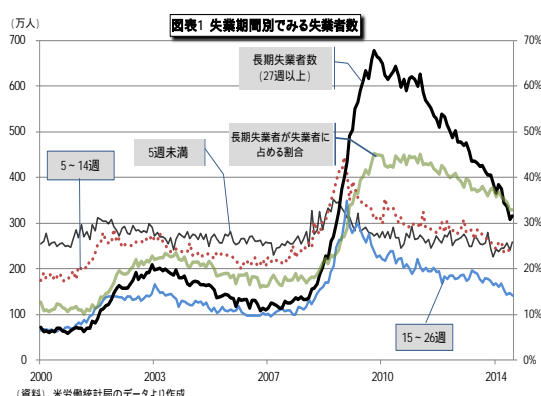
長期失業者

趙 玉亮

依然高止まりの長期失業者

米国では、失業期間が27週以上に達した失業者を長期失業者と呼び、その数を労働力人口で除したものは長期失業率となる。

現在、失業期間が「5週未満」、「5～14週」、「15～26週」の失業者はほぼ2008年に起きた金融危機以前の水準に減少している（図表1）。一方、長期失業者数は10年4月に、1948年統計開始以来の最高水準となる677万人に達した後、減少に転じ、14年7月にはピークの半分以下の316万人となった。これは失業率の低下に貢献し、11年から14年まで失業率の低下に対する長期失業者減少の平均寄与率は68%であるとCajner & Ratner（2014）が指摘した。とは言え、それが失業者全体に占める割合は今でも32.9%と、依然高く、長期失業者数は08年以前の約3倍の水準である。このため、雇用の「質」を向上させる上で、いかに長期失業者を減少させていくかが政策上の課題となっている。



長期失業の要因と特質

失業期間の長期化の背景には、景気停

滞、経済構造の変化による雇用のミスマッチ、失業保険の給付拡充などの要因が挙げられる。長期失業者は、長期にわたって失業状態が続き、職業能力が低下しているため再就職が難しく、構造的失業者になりがちである。また、求職活動を諦めて労働市場から退出し、非労働力化する可能性もある。このほか、長期失業者は短期失業者（失業期間が27週以下）に比べ雇用側に敬遠されやすいという面もある。

労働供給のプールで賃金上昇を抑制

11年以降、賃金上昇率は前年比2%前後と、金融危機以前（同3～4%の増加率）に比べて、低い水準で推移している。これは高水準の長期失業者が労働供給のプールとして機能し、労働需給のタイト化を遅らせ、賃金上昇を抑制している一因と考えられる。

一般的には、労働市場の需給が逼迫すれば、賃上げの圧力も高まる。短期失業者は08年の金融危機以前の水準まで減少しているため、さらに雇用を増やすのであれば、企業は長期失業者を雇用していくことになる。今後この流れが強まれば、長期失業者だけでなく、金融危機以降、労働市場から退出した非労働力人口も再び労働市場に戻ってくる。したがって、いまだに高水準で推移する長期失業者が一定水準以下に減少するまで、賃金上昇は抑制されよう。

参考文献：

Tomaz Cajner, David Ratner (2014), "The Recent Decline in Long-Term Unemployment," FEDS Notes, FRB.