



## <フォーカス>今年度も賃上げ幅は限定的

連合による今春闘の第3回回答集計(3/31付)によれば、平均賃金上昇率は2.33%で、昨年同時期の調査を0.13ポイント上回った。昨年度を上回ったのは良いニュースだが、所詮この程度の差と言えなくもない。昨年同様、年明け早々の段階では、大手自動車メーカー等を中心に、華々しく大型ベアのニュースが飛び交ったが、中堅・中小企業の多くはまだまだ賃上げには及び腰という事実が改めて明らかになった形である。

マクロベースの統計である厚労省の毎月勤労統計調査によれば、2014年度の従業員5人以上事業所の所定内給与は、2月までの累計で前年比▲0.1%と、いまだマイナス圏である。もし今回の集計と同じ幅だけ上昇しても、15年度は前年比プラスに転じるのがやっとということになる。黒田日銀総裁は、物価目標達成のカギを握る要素として、賃上げに注目する姿勢を示しているが、現在ゼロ近辺のCPIを2015年度中に2%まで引き上げるには、0.1ポイント程度の賃上げ幅の上乗せでは到底力不足である。

4月からは、消費増税からまる1年が経過するため、実質賃金が前年比で2%前後、従来の上昇幅に加算されることが予想されるが、これはむろん統計上の話であり、個々の家計が、自らの実質賃金が突然2%上昇したと考えるわけではない。本来、名目賃金から引くのは現実のインフレ率ではなく、インフレ期待でなくてはならないが、物価連動国債のBEIも、アンケート調査から統計的手法で計算できる期待インフレ率も、足元では頭打ちとなっている。実質賃金も伸び悩みが続くととの評価が正しい。

かといって、15年度の個人消費に過度に悲観的になる必要はない。エネルギー価格の下落に伴い、家計の実質購買力が増大しているのは確かだからだ。原油価格の反転急上昇がなければ、今年度の個人消費は底堅い推移となる可能性が高い。ただ、これを中長期的に持続可能なものとしていくためには、やはり賃上げの流れが続くことが重要となる。

企業が賃上げ、とりわけ固定費の増加に繋がるベアに踏み切るためには、自社業績に関し、中長期的にある程度安定的な伸びが続くとの見通しが立つ必要がある。この点、日本の潜在成長率は0%近くに低下している可能性が有力で、これが内需型企業を中心とした成長期待の低下を通じ、ある意味自己実現的に低成長の長期化として跳ね返ってきている面がある。安倍政権はすでに、法人税改革、雇用改革という点で重要な一歩を踏み出しているが、今後は岩盤規制の改革をさらに進めることが必要だ。

ただ、こうした成長戦略が実を結ぶまでには、場合によっては10年以上の時間がかかる。今後10年、生産年齢人口が0.9%ずつ減少していくとみられる中で、潜在成長率を引き上げるのは至難の業だ。「誰もが実感できる景気回復」を望む声は根強いが、それが高度成長期や80年代後半のバブル期をイメージするものだとしたら、もはや時代が違うと言うしかない。中国ではないが、(低成長の持続という)日本版の「ニューノーマル」に慣れる必要があるのかもしれない。(Kodama wrote)

### 目次

<フォーカス>今年度も賃上げ幅は限定的.....	1	・ 米国経済の中期見通しについて.....	12
・ 経済情勢概況.....	2	・ 主要経済指標レビュー.....	16
・ 企業の先行き慎重姿勢が示された3月短観.....	3	・ 日米欧マーケットの動向.....	21
・ 物価への影響が拡大する海外需給ギャップ.....	8		

**経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）**

**日 本**

日本経済は、原油安に伴う交易条件の改善を背景に回復傾向で推移している。今後についても、個人消費や輸出の回復が続くことで、底堅い推移が続くと予想する。

個人消費は、名目賃金に力強い伸びが期待できないものの、原油安に伴う実質購買力の改善などから、今後も回復基調が続くとみている。

住宅投資は、持ち直しの兆しをみせている。ただ、需要先食いの影響がしばらく残るとみていることから、今後も停滞気味の推移を見込む。

設備投資は、更新・合理化投資が下支えとなるものの、輸出企業の国内回帰の動きが限定的とみられることで、今後も緩やかな伸びにとどまるとみる。公共投資は、人手不足などの供給制約が足かせとなって、減速傾向で推移すると予想する。

輸出は、持ち直しに向かっている。今後は、景気が堅調に推移している米国向けが下支えとなって、緩やかな回復傾向が続くと予想する。生産は、在庫調整が進みつつあるなか、均せば緩やかな回復傾向で推移するとみている。

消費者物価は、伸びの鈍化が続いている。日銀は年内に、「2015年度を中心とする期間」としている物価目標の達成時期を先送りするとともに、追加金融緩和に踏み切ると予想する。

**米 国**

米経済は、堅調に推移している。雇用者数の増加傾向が続いていることや、家計のバランスシート正常化などを背景に、今後も景気の回復基調が続くと予想する。

個人消費は、実質所得の改善などから、回復傾向が続くと予想する。

住宅市場は、低金利環境が続いていることなどから、持ち直し傾向で推移するとみる。

設備投資は、低金利環境や交易条件の改善に支えられ、回復傾向が続くとみるが、企業の期待成長率の低下などを背景に、力強い回復には至らないと予想する。輸出は、世界景気に減速懸念が残ることから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

FRBは、労働市場でさらに改善が見られ、中期的にインフレが2%に戻ると合理的に確信した時、FFレートの誘導目標を引き上げる方針を示している。今後も景気の回復基調が続くとみられ、利上げに踏み切るのは2015年後半と予想する。

**欧 州**

ユーロ圏経済は回復傾向が続いている。内需については、けん引役のドイツ景気に支えられる形で、今後も回復傾向が続くとみられるのに加え、輸出の改善傾向が継続するとみられることから、ユーロ圏景気は緩やかな回復が続くと予想する。

個人消費は、今後もドイツの雇用環境の回復が見込まれるほか、消費者ローンの持ち直し傾向も続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

固定投資は、銀行貸出態度の改善などから回復が続くとみている。ただ、地政学リスクへの懸念から、景況感の改善ペースは鈍く、固定投資の回復は緩慢なものにとどまると予想する。

ECBは1月に資産買い入れ策の対象を国債などにも広げることを決定したほか、TLTRO(貸出に的を絞った資金供給オペ)の適用金利を引き下げた。今後については、政策効果を見極めるため、ECBは当面様子見姿勢をとるとみる。

企業の先行き慎重姿勢が示された3月短観

大企業・製造業の業況判断DIは予想下回る

3月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の業況判断DIが+12と、12月調査の+12から横ばいとなり、+14との市場予想を2ポイント下回った(図表1,2)。当社は1ポイント上昇を予想していた。円安で業績が改善しているはずの加工業種の業況が予想外に伸び悩んだ影響が大きい。業況判断の内訳は、「良い」(21%→21%)、「さほど良くない」(70%→70%)、「悪い」(9%→9%)とも横ばいとなっている。

(図表1)日銀短観業況判断DI

	12月調査実績		3月調査実績				3月調査の当社予測値			
	12月最近	3月先行き	3月		6月		3月		6月	
			最近	変化	先行き	変化	最近	変化	予測	変化
大企業	14	12	16	2	14	▲2	15	1	16	1
製造業	12	9	12	0	10	▲2	15	3	17	2
非製造業	17	16	19	2	17	▲2	14	▲3	15	1
中小企業	3	▲2	2	▲1	0	▲2	▲2	▲5	0	2
製造業	4	▲3	1	▲3	0	▲1	0	▲4	1	1
非製造業	1	▲2	3	2	▲1	▲4	▲3	▲4	0	3

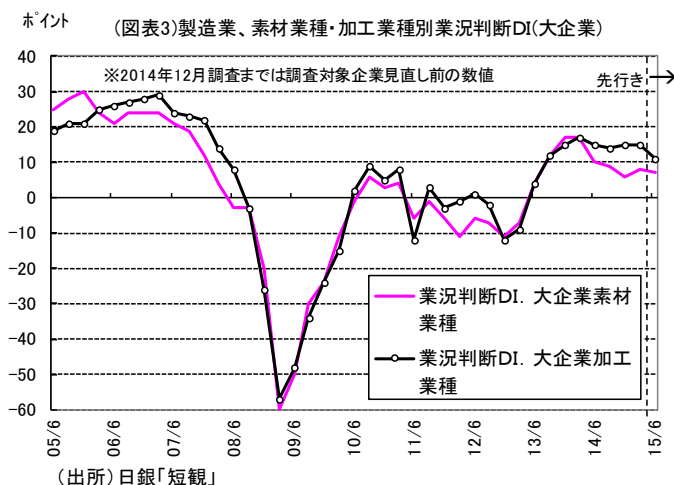
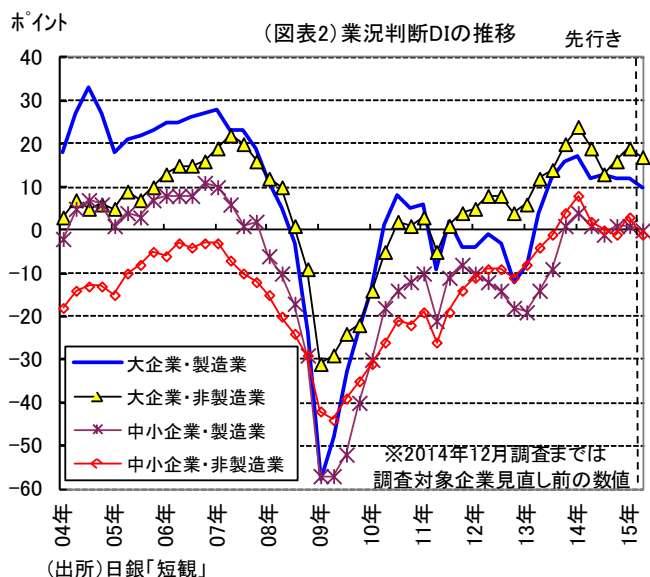
加工業種の業況が予想外に伸び悩んだ影響が大きい。業況判断の内訳は、「良い」(21%→21%)、「さほど良くない」(70%→70%)、「悪い」(9%→9%)とも横ばいとなっている。

加工業種が意外に伸び悩んだ印象

大企業・製造業の主要16業種中、業況判断DIが改善したのは7業種で、悪化が4業種、横ばいが5業種となった。改善した7業種のなかでは、木材・木製品(▲19→±0、+19)、石油・石炭製品(▲28→▲11、+17)、金属製品(▲10→±0、+10)の改善幅が大きい。木材・木製品と金属製品に関しては、円安トレンドの一巡に伴うコスト増懸念の緩和、石油・石炭製品は、原油価格の下落基調の一服の影響を受けている可能性が高い。

悪化した4業種の中では、窯業・土石製品(+13→+2、▲11)、非鉄金属(+27→+14、▲13)のマイナス幅が大きく、公共投資の伸び悩み等を反映している可能性がある。電気機械(+15→+15、±0)、自動車(+15→+15、±0)は横ばいで、これらは円安の一服や、輸出数量の停滞、国内販売の伸び悩み等を反映している可能性がある。素材、加工別に見ると、素材業種が2ポイントの改善(+6→+8、+2)、加工業種は1ポイントの改善(+14→+15、+1)となった。加工業種が意外に伸び悩んだという印象である(図表3)。

大企業・製造業の予測DIは悪化



大企業・製造業の6月の予測DIは、3月から2ポイント悪化の+10となった。こちらは、市場予想を6ポイント大きく下回った。主要16業種中、改善が4業種で、悪化が11業種、横ばいが1業種という結果である。素材業種が1ポイントの悪化(+8→+7、▲1)、加工業種は4ポイントの悪化(+15→+11、▲4)で、素材、加工とも悪化している。素材業種では、石油・石炭製品(▲11→±0、+11)が3月に引き続き改善を見込む一方で、木材・木製品(±0→▲12、▲12)は反落を見込む形になっている。鉄鋼(+14→+5、▲9)も大きめのマイナスで、自動車をはじめとする加工業種の不振の影響を受けたと考えられる。加工業種では、はん用機械(+25→+16、▲9)、自動車(+15→+6、▲9)、造船・重機(+14→+7、▲7)といった業種のマイナス幅が大きい。もともと円安でも輸出が伸び悩んでいたところに、円安自体も一巡したことが、加工業種の業況の下押し圧力になっている可能性がある。

大企業・製造業の2014年度の想定為替レートは107.06円/ドルと、足元の水準とは約10円/ドル以上の開きがある。したがって輸出企業の業況には上振れ余地があると考えられるものの、内需型の企業はすでにかなりコスト高に苦しめられており、今後120円/ドルを大きく超える円安が進んだとしても、製造業の業況の大幅改善に繋がることはないとみている。急激な円安進行は、家計の実質購買力を圧迫することから、非製造業の業況の圧迫要因ともなる。

### 大企業・非製造業の業況は予想外の改善

大企業・非製造業の業況判断DIは+19と、12月調査から2ポイント改善した。こちらは製造業とは逆に、市場予想の+17を2ポイント上回った。ただ、非製造業に関しては、調査対象企業の定例見直しの影響で、12月の業況判断DIが+16から+17に遡及改訂されており、市場予想が旧データをベースにしていることを考えれば、実態としては市場予想を1ポイント上回った形となる。業種別では、主要12業種中、4業種で改善、5業種で悪化、3業種で横ばいという結果。改善した業種の中では、不動産(+22→+33、+11)、小売(▲2→+5、+7)、対個人サービス(+18→+27、+9)が比較的大きめの改善となった。不動産に関しては住宅着工の持ち直しや、都心部を中心とした地価上昇、小売と対個人サービスは、中華圏の春節に絡むインバウンド消費の増加や、消費増税後の反動減局面の一巡、円安の一服・エネルギー価格低下に伴う家計の実質購買力の上昇などを反映しているとみられる。突出して悪化した業種はないものの、通信(+22→+16、▲6)のマイナス幅が比較的大きく、これは携帯電話の新型機種発売の特需の一巡などを反映していると考えられる。

大企業・非製造業の6月の予測DIは+17と、3月調査から2ポイントの低下となった。主要12業種のうち、改善が4業種、悪化が6業種、横ばいが2業種という結果。悪化した業種の中では、建設(+36→+26、▲10)、物品賃貸(+28→+23、▲5)のマイナス幅が比較的大きかった。建設に関しては、人手不足や資材価格の上昇、新年度政府予算で公共投資が増加しなかったことなどを反映している可能性がある。物品賃貸も、公共投資の伸び悩みの影響を受けている可能性がある。改善した業種の中では、小売(+5→+13、+8)の改善幅が大きい。3月の改善幅との合算では15ポイントの改善で、直前のパラグラフで挙げた理由のほか、賃上げへの期待等を反映している可能性がある。

### 中小企業も大企業と同様の傾向

中小企業に目を向けると、まず、中小企業・製造業の業況判断DIは+1と、12月調査の+4から▲3ポイントの悪化となった。主要16業種中、改善が4業種、悪化が10業種、横ばいが2業種と



いう結果。悪化した業種の中では、窯業・土石製品（+21→+3、▲18）、非鉄金属（+13→±0、▲13）のマイナスが突出しており、これは大企業と同様の傾向。化学（+10→+2、▲8）、自動車（+25→+18、▲7）のマイナス幅も大きい。予測DIは▲1ポイント悪化の±0となっている。

中小企業・非製造業の業況判断DIは+3と、12月調査の+1から+2ポイントの改善となった。主要12業種のうち、7業種で改善、4業種で悪化、1業種で横ばいという結果。大企業同様、小売（▲23→▲13、+10）、不動産（±0→+7、+7）、が大きめの改善となっている。突出して悪化している業種はないが、通信（+22→+18、▲4）のマイナス幅が最も大きいのも大企業と同じ。6月の中小企業・非製造業の予測DIは▲4ポイント悪化の▲1となった。こちらも大企業同様、建設（+15→+2、▲13）の悪化が目立つ。中小企業の業況は製造業、非製造業とも一進一退の推移となっており、明確に上向き兆しはみられない。

### 15年度の設備投資計画はやや弱めのスタート

2014年度の全規模全産業ベースの設備投資計画は前年比+4.4%で、12月調査から+0.7%ポイント上方修正された（図表4）。当社は小幅下方修正を予想していたが、中小企業の計画が、実際

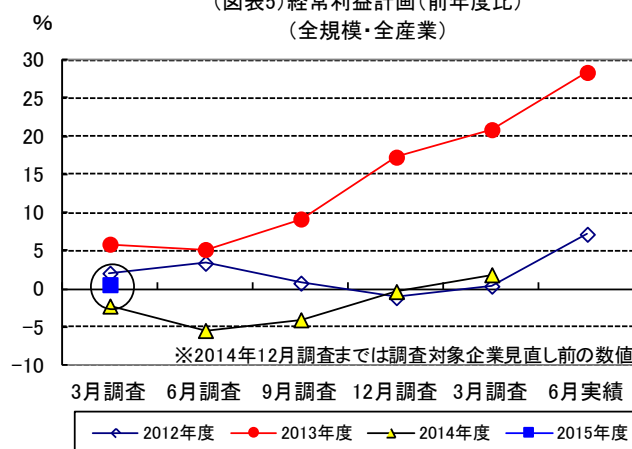
（図表4）日銀短観設備投資計画（全産業・前年比）

	13年度 実績	14年度					15年度			
		3月 調査	6月 調査	9月 調査	12月 調査	3月 調査	3月 当社予測	3月 調査	3月 当社予測	
		%	%	%	%	%	%	%	%	
全規模	5.6	▲4.2	1.7	4.2	3.6	4.4	3.9	▲5.0	▲4.0	
製造業	0.5	1.2	10.1	11.8	10.8	7.1	7.6	1.3	▲0.9	
非製造業	8.2	▲6.9	▲2.4	0.5	0.2	3.1	2.1	▲8.0	▲6.1	
大企業	2.5	0.1	7.4	8.6	8.7	8.2	6.6	▲1.2	▲0.8	
製造業	▲1.4	3.6	12.7	13.4	11.7	6.7	7.2	5.0	0.6	
非製造業	4.4	▲1.6	4.9	6.3	7.2	8.8	6.2	▲4.1	▲2.1	
中小企業	21.0	▲24.7	▲19.7	▲12.9	▲10.6	-6.2	▲2.2	▲21.2	▲19.8	
製造業	13.9	▲16.0	▲5.4	▲1.6	5.5	6.2	9.2	▲14.3	▲13.2	
非製造業	24.5	▲28.9	▲26.0	▲18.0	▲17.0	-11.1	▲6.1	▲24.5	▲23.0	

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成 ※2014年9月調査までは調査対象見直し前の数値

に数字が固まるに連れて上方修正される例年の動きの影響が大きく出た形。大企業製造業に限れば同+6.7%と、12月から▲4.4%ポイント下方修正されている。今年度の企業の設備投資計画はもともと強めだったが、GDP統計では、10-12月期の実質設備投資が3期連続で前期比マイナスとなるなど、冴えない推移が続いている。日本の設備投資は1990年代以降、輸出との連動性を高めているが、円安にもかかわらず、輸出が伸び悩んだことが計画の先送りに繋がっている可能性がある。国内の中長期的な低成長予想が定着していることや、現地生産を優先する動きなども、今後も国内投資の抑制要因になろう。今回はじめて発表された15年度の設備投資計画は、全規模全産業ベースで前年比▲5.0%と、例年に比しやや弱めの

（図表5）経常利益計画（前年度比）  
（全規模・全産業）



（出所）日銀「短観」

スタートとなっており、設備投資が引き続き伸び悩む可能性を示唆している。

**経常利益計画は今年度はじめてプラス圏に**

2014年度の売上計画は、全規模・全産業ベースで前年比+1.4%と、12月調査から0.4%上方修正されたが、昨年同時期の水準は下回った。14年度の経常利益計画は同+1.9%で、12月調査の同▲0.3%から上方修正、14年度の4回目の調査ではじめてプラス圏に浮上したものの、3割近い大幅増益だった13年度と比べれば、増益幅が大きく縮小する結果になっている(図表5)。

雇用人員判断DI(過剰-不足)は、全規模・全産業ベースで▲17と、12月調査の▲15から2ポイント改善した(数字が下がれば改善、上がれば悪化)(図表6)。雇用需給が引き続きタイトとなっている様子が示されているが、厚労省の統計からは、企業の求人が依然として一部の職種、かつ非正規に偏っていることが示されている。

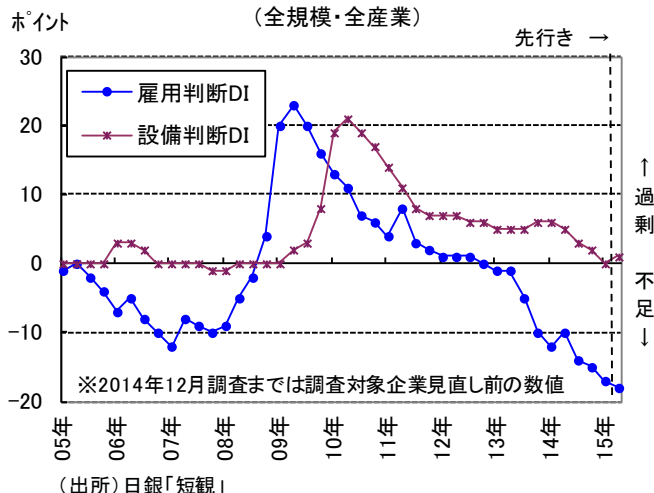
資金繰り判断DI(楽である-苦しい)は+12と、12月調査から+2ポイント上昇。金融機関の貸出態度DI(緩い-厳しい)は+20と、12月調査からやはり2ポイント上昇した(図表7)。年明け以降、一段と金利が低下したことを受けた形と考えられる。ただ、すでに資金調達企業が企業の投資のボトルネックではなくなって久しく、資金繰りDIや貸出判断DIの小幅な変動が、企業の投資判断に与える影響はあまりないとみられる。

**物価見通しは下方修正、販売価格見通しは上方修正が目立つ**

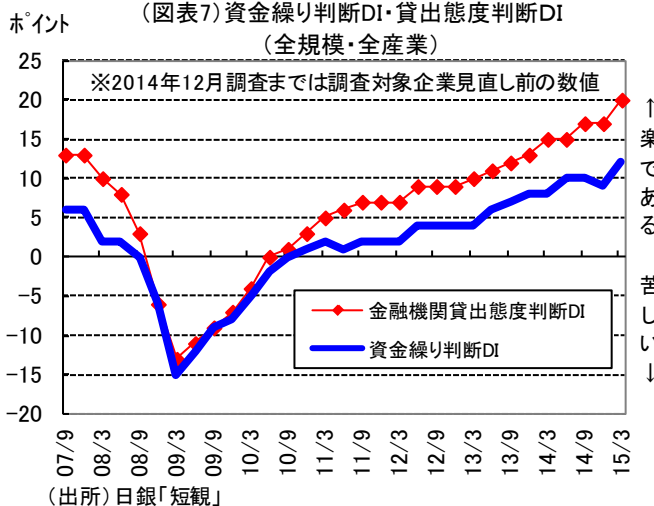
「企業の物価見通しの概要」を見ると、今回、全規模全産業ベースの企業の物価全般の見通しは、1年後が1.4%、3年後が1.6%でいずれも前回と変わらなかったが、5年後のみは1.7%から1.6%へと▲0.1%下方修正された(図表8)。

中小企業製造業に関しては、1年後が▲0.2%、3年後と5年後がそれぞれ▲0.1%下方修正されている。この程度の下方修正であれば、原油価格の影響に伴う短期的な動きの可能

(図表6)雇用・設備判断DI (全規模・全産業)



(図表7)資金繰り判断DI・貸出態度判断DI (全規模・全産業)



(図表8)「企業の物価見通し」の概要

			物価全般の見通し		販売価格の見通し	
				変化幅		変化幅
全規模合計	全産業	1年後	1.4%	+0.0%	0.9%	▲0.1%
		3年後	1.6%	+0.0%	1.7%	+0.0%
		5年後	1.6%	▲0.1%	2.2%	+0.1%
大企業	製造業	1年後	1.0%	▲0.1%	0.3%	+0.0%
		3年後	1.2%	+0.0%	0.1%	+0.0%
		5年後	1.1%	▲0.1%	0.1%	+0.2%
	非製造業	1年後	1.1%	+0.0%	0.9%	+0.0%
		3年後	1.2%	+0.0%	1.8%	+0.4%
		5年後	1.2%	+0.0%	2.0%	+0.4%
中小企業	製造業	1年後	1.5%	▲0.2%	1.0%	+0.0%
		3年後	1.7%	▲0.1%	1.7%	▲0.2%
		5年後	1.8%	▲0.1%	2.1%	+0.0%
	非製造業	1年後	1.6%	+0.0%	1.3%	+0.0%
		3年後	1.7%	▲0.1%	2.4%	+0.0%
		5年後	1.9%	+0.0%	3.2%	+0.2%

(出所)日銀「短観」

性が高いという評価になりそうだが、原油価格の低迷が続くようであれば、いずれ中長期的なインフレ期待の押し下げ圧力となる懸念もないわけではない。少なくとも、量的・質的緩和の効果が、インフレ期待の上昇と言う形で企業の間には広がりを見せていないことは確認された。

一方、販売価格の見通しは、全規模全産業ベースで1年後が1.0%から0.9%へ▲0.1%下方修正、3年後が1.7%で変わらず、5年後が2.1%から2.2%へ+0.1%上方修正されている。「企業の物価見通しの概要」は、企業規模別、製造・非製造別、年数別（1,3,5年後）に、計15区分で企業の見通しを聞いているが、物価全般の見通しの方は、15区分のうち下方修正が7区分、変わらずが8区分で、上方修正はなかったのに対し、販売価格見通しの方は下方修正が2区分、変わらずが8区分、上方修正が5区分となっており、相対的に物価見通しは下方修正、販売価格見通しは上方修正が目立つ形となっている。

本来、企業が見通し通り自社製品の販売価格の引き上げを進めれば、物価全般も並行して上がるはずだが、今回の調査結果は、企業の販売価格の上昇見通しが、景気への強気の見通しを背景としたものではなく、コストプッシュ的な価格転嫁であることを示唆している可能性がある。

### 金融政策へのインプリケーションは特にない

今回の日銀短観では、製造業の業況判断が伸び悩む一方、非製造業の改善が目立つ結果となった。製造業に関しては、円安進行にもかかわらず元々輸出が伸び悩んでいたところに、円安自体も一服したことが加工業種を中心に業況の下押し圧力になった結果と考えられる。また、非製造業に関しては、不動産市況の回復が不動産業の業況の大幅改善につながったほか、円安一服・エネルギー価格低下に伴う家計の実質購買力の改善、消費増税後の反動減局面の一巡、春節に絡むインバウンド消費などが、個人消費関連業種を中心に業況を押し上げた結果とみる。ただ、先行きに関しては、大企業・中堅企業・中小企業、および製造・非製造のいずれの区分でも悪化しており、今後の景気回復ペースが緩慢なものとなる可能性を示している。今回の短観の結果が金融政策に与えるインプリケーションはあまりなく、当面はすえ置きとの見通しを維持する。（担当：小玉）

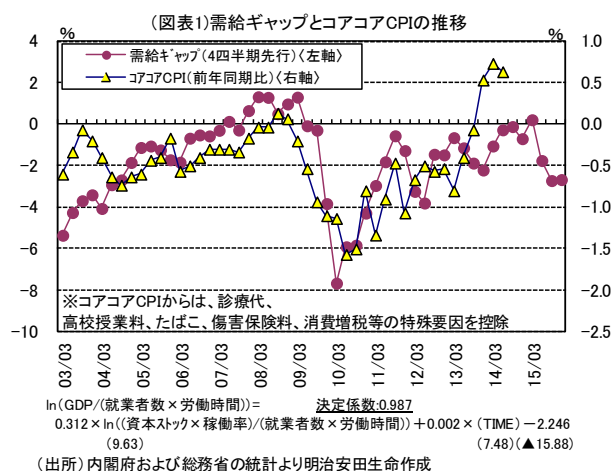
## 物価への影響が拡大する海外需給ギャップ

### 中長期的な物価動向を左右する需給ギャップ

日本の消費者物価は、上昇ペースが大きく鈍化している。2月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く）は、消費増税の影響を除くと前年比±0%と、2013年6月ぶりにプラスの伸びが途切れている。

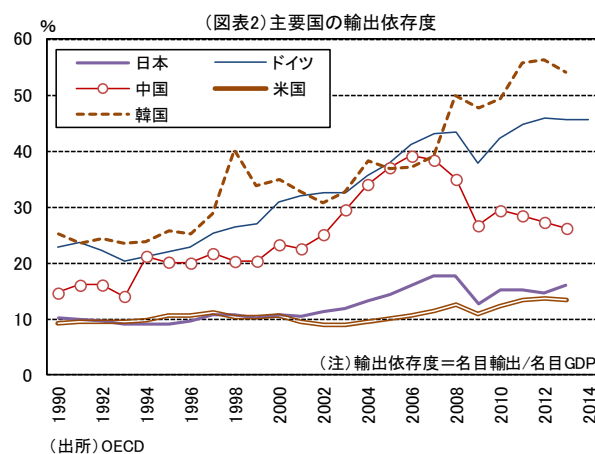
足元の物価の伸びの鈍化については、2014年9月以降の原油価格の急落の影響が大きいですが、一般物価を規定する中長期的な要素としては、期待インフレと需給ギャップの動向が重要となる。

まず、期待インフレとは、文字通り先行きの物価の予想値であり、企業は物価予想を基に製品の価格設定を行ない、消費者は消費行動を決定するため、自己実現的に実際の物価上昇率が期待インフレ率に収斂してゆくと考えられている。また、需給ギャップは、実質GDPの潜在GDPからの乖離率、すなわち（実質GDP－潜在GDP）÷潜在GDPと定義される。需給ギャップがプラスの状態では、総需要が潜在的な供給能力を上回っており、需給バランスから物価が上昇する。逆に、需給ギャップがマイナス、すなわちデフレギャップ下にある場合、物価には下落圧力がかかることとなる。生産関数を用いて潜在GDPを試算し、足元の日本の需給ギャップを試算すると、▲2.7%と、いまだデフレギャップ下にあると推測され、需給バランスからの物価上昇圧力は鈍い状況が続いている（図表1）。



### 海外需給ギャップが国内物価に影響を与える可能性

一般に、経済の開放度が高いほど、一国の景気動向は国内景気だけでなく、海外景気にも左右されやすい。輸出/名目GDP比である輸出依存度を見ると、日本の輸出依存度は、経済統合の進んだEU諸国や、中国や韓国など外需依存国と比べると低いものの、90年代の10%付近から足元では15%強まで上昇している（図表2）。輸出依存度の上昇は、外需環境が国内景気に与える影響度の拡大を意味するが、外需動向が国内景気への影響が増しているということは、国内物価を分析する上でも、海外景気を考慮する必要が高まっていることを示している。



この点について、外需の動向と国内の物価に関する先行研究として、米デューク大学のフランチェスコ・ビアンキ教授とアーカンソー大学のアンドレア・チベリ教授による論文（2014[以下、Bianchi and Civelli(2014)]）が挙げられる。同稿では、TV-VAR（時変ベクトル自己回帰モデル）を用いた時系列分析により、海外需給ギャップ動向はCPIに影響を与えていることが確認できるものの、国内需給ギャップよりも影響が大きいとは言えないと結論付けられている。個別国の分析結



果のグラフを見ると、日本では、1995年以降、国内需給ギャップとCPIとの相関が小さくなっており、海外需給ギャップとの相関は高まっている。一方、海外需給ギャップの1%ショックに対するCPIの反応（インパルス・レスポンスの形状）は、逆に近年小さくなっていることが示されている。

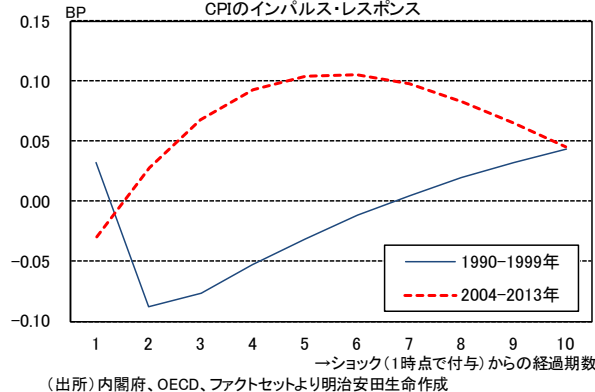
ただ、同稿のTV-VARモデルでは、国内需給ギャップとして、OECD発表の需給ギャップ（OECDが需給ギャップを発表していない国では実質GDPとHPフィルターを用いて算出した需給ギャップ）が用いられている点には注意が必要である。需給ギャップの概念を考えれば、総需要には外需も入っており、この部分が国内・海外需給ギャップの両方でダブルカウントされている計算となる。そのため、同稿のモデルでは、総需要のなかで、外需部分の占率が拡大しているという点を捉えることができていないことが懸念される。この点を改善するため、以下では、需給ギャップの試算方法を改めて実証分析を行なった。具体的には、需給ギャップを、国内需要から計算した「国内」需給ギャップに置き換えて構造型VARモデルを用い、国内・海外それぞれの需給ギャップがCPIに与える影響を探っている。

**実証結果のまとめ**

海外需給ギャップの物価への影響が変化していることを実証するため、①1990-1999年と、②2004-2013年の2期間について、構造型VARモデルを構築し、それぞれインパルス・レスポンスの導出と、予想誤差の分散分解を実施、両者を比較した。分析手法については次項に記載するが、結果を見ると、日本においては、2000年代には、1990年代に比べ、海外需給ギャップがCPIに与える影響が大きくなっていることが明らかとなった。まず、海外需給ギャップが1%改善した場合のCPIのインパルス・レスポンスを比較すると、1990年代には、海外需給ギャップの改善が一時マイナス方向に寄与するなど、明確な方向性が確認できなかったものの、2000年代には、数四半期のラグののち、CPIが有意に押し上げられていることが確認できる。また、外需→国内物価という観点からは外れるが、実質実効為替レートが1%増価（円高シフト）した場合の物価の押し下げ幅も、2000年代に大きくなっていることが確認できる（図表4）。背景には耐久資本財の輸入浸透度の高まりなどがあるとみられ、内外経済がリンケージを高めていることがこちらからも示唆される。

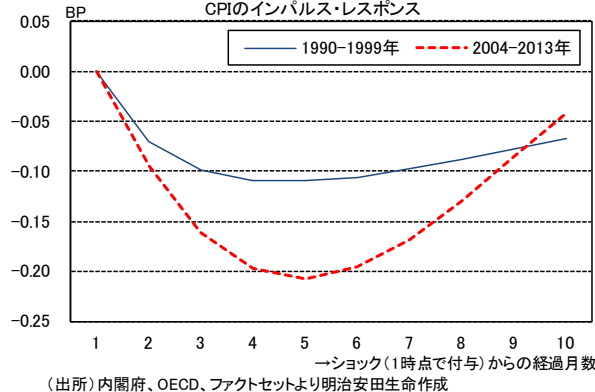
予想誤差の分散分解でも、1990年代には、国内需給ギャップや、長期金利がCPIに与える影響が相対的に大きかったのに対し、2000年代には、海外需給ギャップや、実質実効為替レートがCPIに

(図表3) 海外需給ギャップの1%上方ショックに対するCPIのインパルス・レスポンス



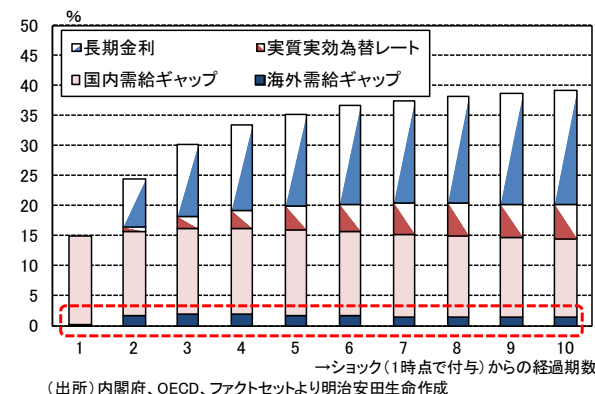
→ショック(1時点で付与)からの経過月数  
(出所)内閣府、OECD、ファクトセットより明治安田生命作成

(図表4) 実質実効為替レートの1%増価ショックに対するCPIのインパルス・レスポンス



→ショック(1時点で付与)からの経過月数  
(出所)内閣府、OECD、ファクトセットより明治安田生命作成

(図表5) CPIの分散分解①(1990-1999年)



→ショック(1時点で付与)からの経過月数  
(出所)内閣府、OECD、ファクトセットより明治安田生命作成

与える影響が大きくなっている（図表5,6）。

以上より、国内外の需給ギャップを識別すると、Bianchi and Civelli (2014) 同様、日本においては、海外需給ギャップが物価に影響を与えていることが確認できた。一方、影響の深度については、二つのSVARモデルにより導出したインパルス・レスポンスを比較すると、Bianchi and Civelli (2014) とは逆に、近年の方が影響が拡大していることが示された。異なる結論が得られた背景としては、

2000年以降、日本の輸出依存度が高まるなか、需給ギャップに外需動向が与える影響が拡大しており、内・外需のギャップを計るうえで両者を識別することが必要となっているためと考えられる。加えて、実質実効為替レートが物価に与える深度も拡大しており、輸入浸透度の高まりと整合的な動きとなっている。

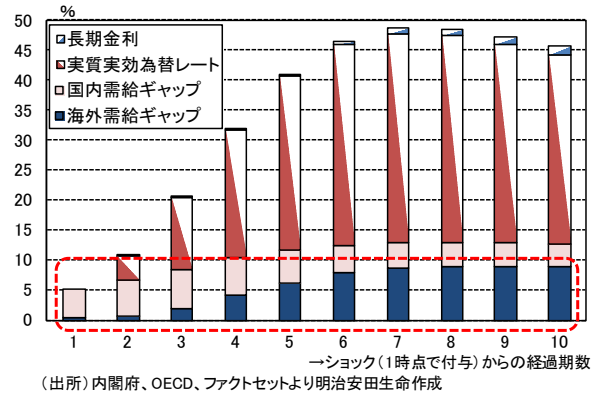
以上の実証結果より、景気動向から物価を分析するうえでは、実感を伴いやすい国内景気動向だけでなく、海外の景気動向や、為替レートの動きについても目を配る必要が高まっていると結論付けられる。

**参考：分析手法について**

本稿での分析手法は、基本的には、Bianchi and Civelli (2014) で用いられた手法を踏襲している。同稿との大きな違いは、前述のとおり、国内需給ギャップを国内需要のトレンドからの乖離率とした点のほか、海外需給ギャップの計量では、貿易相手によるウェイト付けに際し、貿易統計ベースではなく、OECDが公表している付加価値ベースの統計（OECD-WTO TiVA）を利用した点と、VARモデルを時変モデルから構造型モデルとした点の3点である。国内需給ギャップは、実質GDPのうち、国内需要部分をHPフィルターで平準化することで算出した。貿易ウェイトの付与については、Bianchi and Civelli (2014) と同様に貿易統計ベースで算出すると、中間財輸出が多い日本の場合、最終消費地ではない加工地のウェイトを過大に見積もることが懸念されるために集計方法を変更している。付加価値ベースで見ると、1990年代、2000年代とも日本の貿易相手としては米国が圧倒的に多く、東アジア諸国や欧州諸国が続いている（図表7）。また、元論文では欧米を中心とする42カ国・地域の需給ギャップに貿易ウェイトが付されているが、日本の実情に合わせ、付加価値ベースの貿易で上位20カ国・地域のデータを用いた。いずれの年代とも、上位20カ国・地域のみで全貿易量のうち約8割がカバーされる。各国の需給ギャップは、OECDが需給ギャップを公表している国・地域（日本を含む）はOECDのデータを、その他の国については実質GDPをHPフィルターにより平準化することで需給ギャップを求めている。

モデルには、Bianchi and Civelli (2014) 同様、内外需給ギャップのほか、実質実効為替レートと金利も加えている。同稿では実質実効為替レートとして、二国間名目為替レートをCPIによりデフレートし、貿易額でウェイト付けしたものが使用されているが、本稿では、全期間に渡りデータ

（図表6）CPIの分散分解②（2004-2013年）



（図表7）付加価値ベースで見た貿易相手先上位10カ国・地域

	1995年	(占率)		2008年	(占率)
1	米国	27.6%	→	米国	33.1%
2	韓国	5.9%		韓国	6.3%
3	中国	5.8%		ドイツ	5.3%
4	ドイツ	4.7%		中国	5.2%
5	豪州	3.6%		台湾	4.3%
6	台湾	3.6%		英国	3.5%
7	英国	3.1%		タイ	3.1%
8	インドネシア	2.9%		マレーシア	3.1%
9	カナダ	2.7%		フランス	2.6%
10	フランス	2.7%		カナダ	2.3%

\* 色分けは地域  
(出所) OECD-WTO TiVA

入手が可能なため、国際決済銀行（BIS）公表の実質実効為替レートを使用した。金利は、同稿では3ヵ月物国債金利が用いられているが、データ制約上、ここでは10年債金利を用いた。

SVARモデルの構築では、CPIと実質実効為替レートについては対数値を、その他の項目では実数値を使用し、5変数無制約VARモデルを構築した上で、リカーシブ制約を付している。モデルのラグ数は、①1990-1999年と、②2004-2013年の2期間、いずれともシュワルツ情報量基準により、1次とした(図表8)。この5変数無制約VARモデルに、Bianchi and Civelli(2014)同様、海外需給ギャップ>国内需給ギャップ>CPI>実質実効為替レート>国内金利の順に外生性が高くなるよう、短期制約を加え、構造型VARモデルを構築している。(担当：山口)

(図表8)ラグ検定の結果

ラグ数	VARモデル①		VARモデル②	
	AIC	SC	AIC	SC
0	-0.1	0.1	-2.6	-2.4
1	-6.1	<b>-4.8</b>	-8.4	<b>-7.1</b>
2	-6.2	-3.8	-8.9	-6.5
3	-5.7	-2.2	-8.7	-5.2

(出所)明治安田生命作成

**参考文献**

Francesco Bianchi and Andrea Civelli (2014)

‘Globalization and Inflation: Evidence from a Time Varying VAR,’ Duke University

Alessandro Calza(2008)

‘Globalisation, Domestic Inflation and Global Output Gaps Evidence from the Euro Area,’

ECB Working Paper, No. 890

米国経済の中期見通しについて

家計のバランスシートは正常化

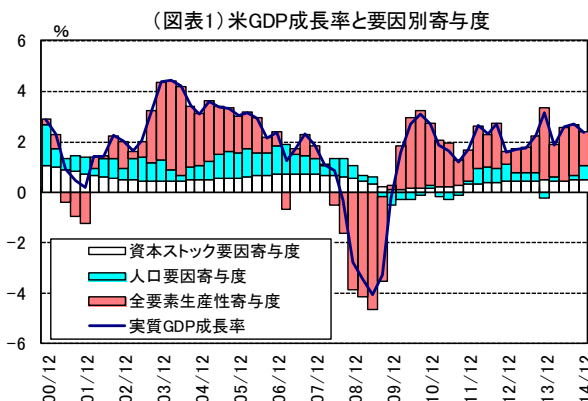
米国経済は、2009年以降、回復傾向が続いている（図表1）。景気回復の要因としては、家計のバランスシート調整が進展してきたことがある。家計資産残高の対可処分所得比を見ると、住宅バブル崩壊とその後の金融危機によって、住宅価格が大きく下落し、同比率は大幅に低下した（図表2）。2008年以降は資産価値の水準に見合うまで家計が負債削減を進めた結果、足元では家計負債残高の対可処分所得比が過去の長期トレンドを下回る水準まで低下している。

資金循環表を見ても、2008年10-12月期以降、家計部門は住宅ローンなどを中心に負債を削減してきたが、2012年4-6月期以降は負債が増加に転じ、2014年に入ってから住宅ローンもプラス圏での推移となっていることが分かる（図表3）。家計部門の借入環境は改善に向かっており、米国経済は今後も個人消費を中心に回復傾向が続く可能性が高い。

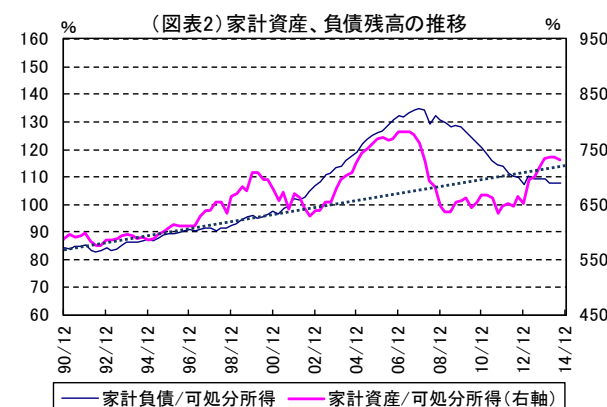
所得格差は拡大

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

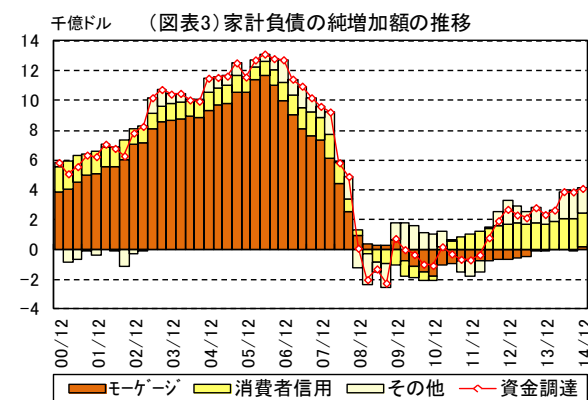
労働参加率の推移を見ると、2008年秋口から低下傾向が続いているが、これは引退した高齢者が労働市場から退出しているのに加え、現役世代が職探しを諦めて労働市場から退出した影響も大き



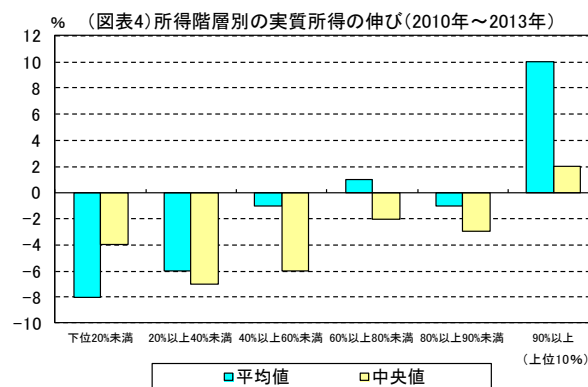
(出所) 米商務省より明治安田生命作成



(出所) FRB、米商務省より明治安田生命作成 ※点線は過去の長期トレンド



(出所) FRBより明治安田生命作成 ※四半期移動平均



(出所) FRBより明治安田生命作成



い(図表5)。労働参加率の低下幅を学歴別に見ると、高卒以下の低下幅が大きい一方、大卒以上による影響は小さい。住宅バブル崩壊後、高度な知識やスキルを身につけられなければ、労働市場から退出を余儀なくされる傾向が強まっており、教育の機会などの欠如が格差拡大の一因になったとみられる。

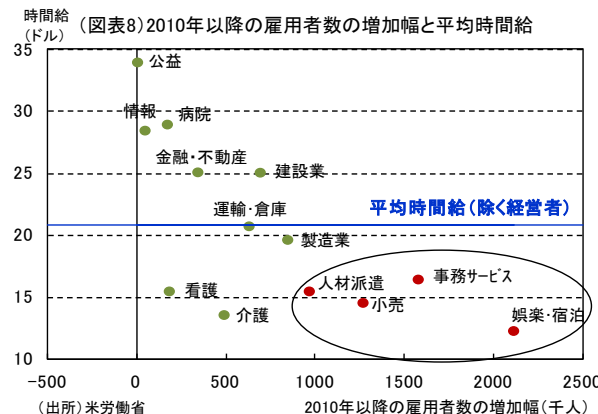
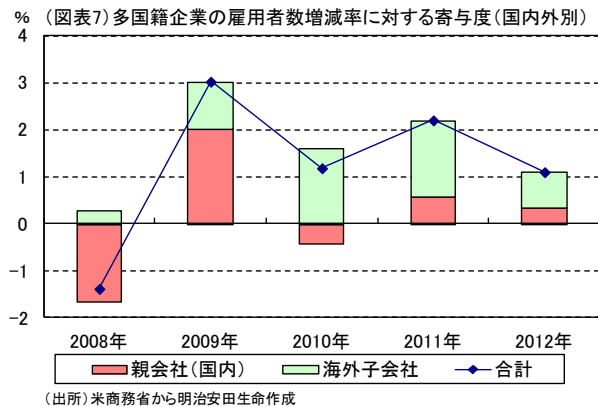
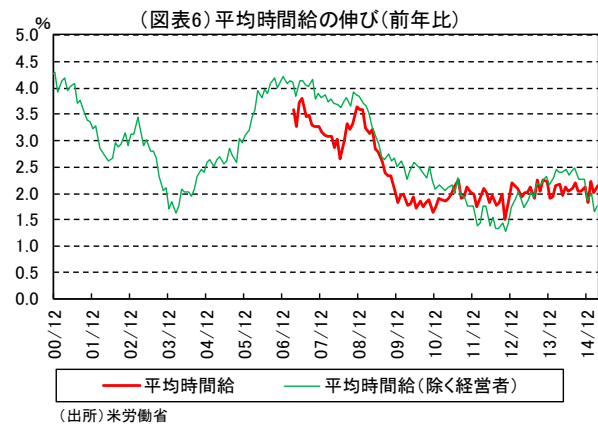
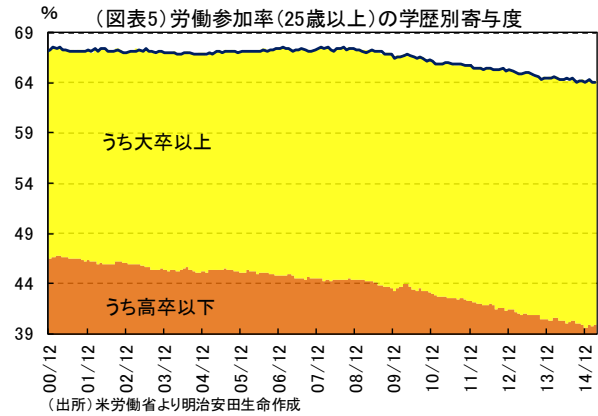
**所得格差の改善は難しい**

企業業績はリーマン・ショック後にいったん大きく落ち込んだものの、雇用や設備投資のリストラを進めた結果、2009年以降は回復局面が続いている。ただ、賃金の伸びは前年比+2%前後での推移にとどまっており、抑制された状況が続いている(図表6)。

米国籍企業の雇用者数の伸びを国内外別に見ると、賃金の安い海外へ生産拠点の移転が進んでいることを背景に、海外での雇用が堅調である一方、国内雇用による貢献度は低い(図表7)。住宅バブル崩壊後、2008年1月から2009年末までに約870万人の雇用が失われたのに対し、2010年以降の雇用者数増加幅は1,100万人を超えるまでに回復しているが、雇用者数の回復をけん引しているのは、宿泊・娯楽(211万人)、小売(126万人)、人材派遣(96万人)といった賃金が低い業種である(図表8)。雇用者数のうち、正社員の職に就けず、パートタイマーでの就業を余儀なくされている人の割合は約5%(約660万人)と、リーマン・ショック後に急上昇した後、低下傾向が続いているものの、住宅バブル崩壊前の水準を依然として上回る(図表9)。企業のグローバル化の進展、低賃金業種中心の雇用回復などが引き続き中低所得者の賃金上昇を抑制するとみられ、所得格差の問題は今後も米国経済の下押し圧力として残るとみている。

**労働分配率は低下トレンド**

実質賃金の伸び率を見ると、リーマン・ショック後に大きく落ち込み、その後は緩やかな上昇ペースにとどまっている(図表10)。実質賃金の伸び率は、労働分配率の変動、労働生産性の変動、



交易条件の変動に分解できることから、実質賃金を3要素に分けて見ると、労働分配率の低下傾向が続くなか、2009年央以降は労働生産性も緩やかな伸びにとどまっていることが実質賃金回復の伸び悩みにつながっていることが分かる。

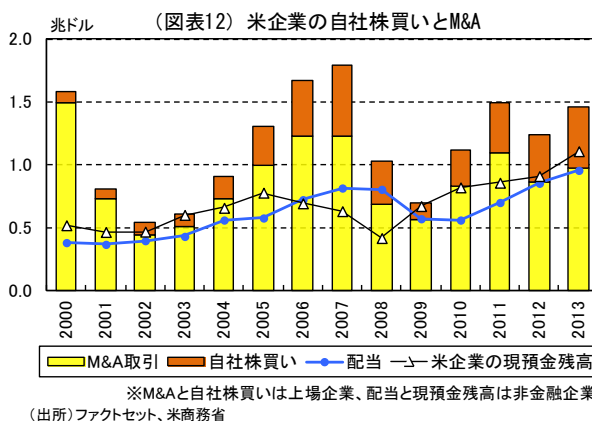
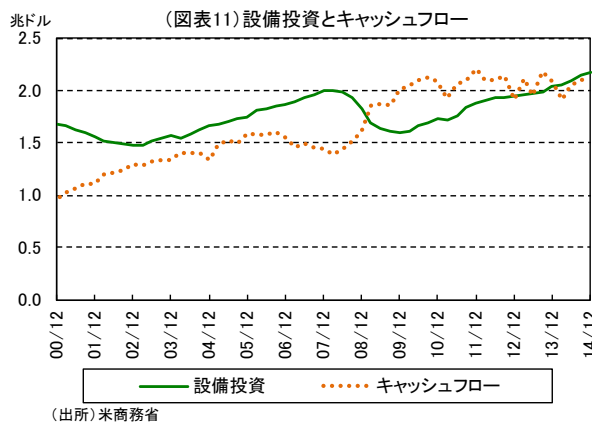
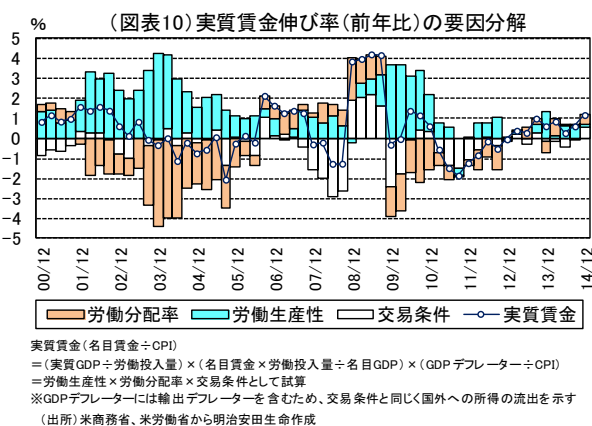
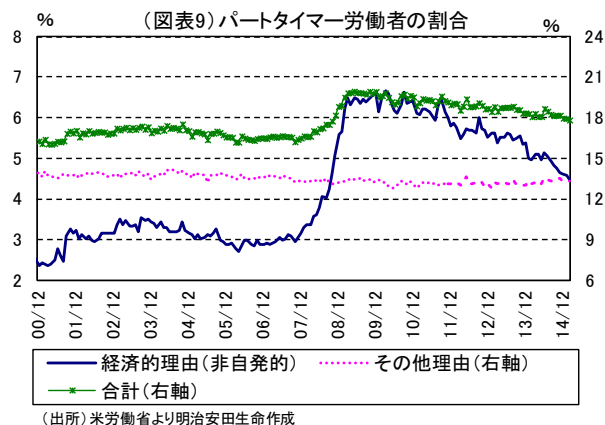
生産性向上につながる設備投資の伸び(前年比)を見ると、2011, 2012年の+7%台に対し、2013年以降は均せば4%台で推移している。リーマン・ショック後の企業業績の改善に伴い、米企業のキャッシュフローは2010年秋以降、過去最高圏で推移しているものの、設備投資は概ねキャッシュフローで賄える規模にとどまっている(図表11)。

一方、米上場企業による自社株買いの推移を見ると、2009年以降、概ね増加傾向で推移しており、米企業が収益の株主還元を進めていることが見てとれる(図表12)。背景には、米企業の手元資金が過去最大で推移するなか、株主からの利益還元圧力が高まっていることがある。米商務省が公表する米企業の配当額を見ても、2010年以降、増加傾向で推移している。

米上場企業によるM&A(企業買収・合併)の推移を見ると、2009年以降、概ね増加傾向が続いている。米企業(非金融)の資産純増加額の推移を見ても、対外直接投資が増えており、米企業が企業買収などを進めている可能性が示唆される(図表13)。株主からの期待もあり、企業が手元資金を自社株買いやM&Aに優先的に分配する傾向は今後も続くとみられ、労働分配率は低下傾向で推移するとみている。

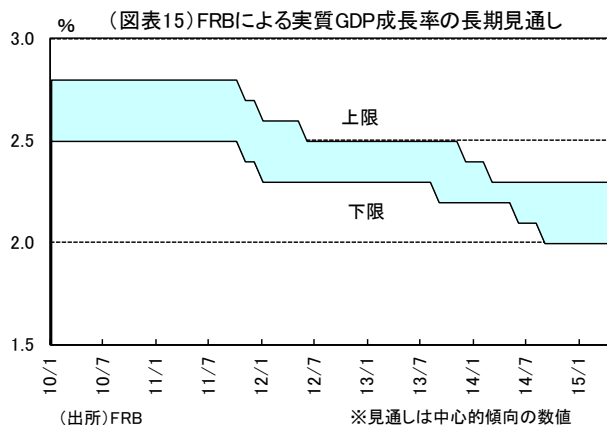
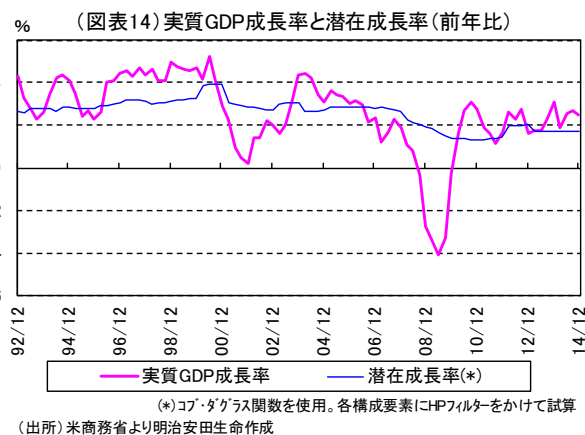
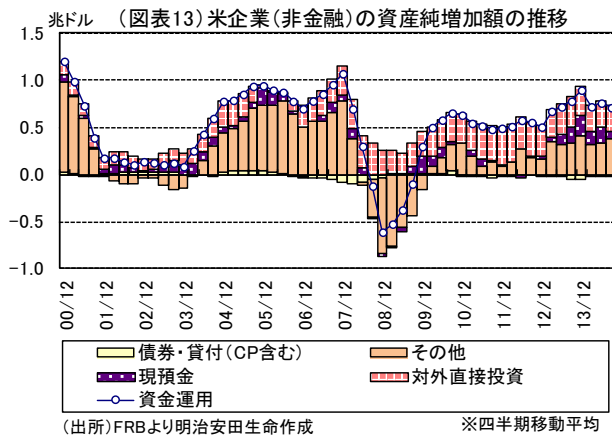
**潜在成長率の低下**

こうした動きが続く背景としては、企業の期待成長率の低下があげられる。FOMC(米連邦公開市場委員会)が公表する政策金利の長期見直しを見ると、中央値が3.75%であり、FRBメンバーの多くは、需給ギャップの改善がさらに進んでいけば、いずれ長期金利も同水準に向かうとみていると考えられる。ただ、この長期均衡水準(中立金利)自体が過去に比べ低下している可能性が高い。ニューヨーク地区連銀のダドリー総裁(FRB副議長)



は昨年5月の講演で、「金融危機の後遺症が残るほか、潜在成長率が過去に比べ低下している」などと述べた。潜在成長率自体、幅を持って見るべきものであるが、当社による潜在成長率の推計値は、住宅バブル崩壊前は概ね3%前後で推移してきたのに対し、足元では+1%台後半にとどまる(図表14)。FRBによる長期見通しを見ると、実質GDP成長率は2.0-2.3%と予想されているが、過去の推移を見ると、やはり低下傾向で推移しており、見通しの下方修正を余儀なくされている(図表15)。

潜在成長率は、労働力要因と資本ストック要因、そして生産性要因の3要因から定義される(図表1)。労働生産性と資本ストックの寄与度を見ると、金融危機後の景気回復に伴い、ここ数年は住宅バブル期に比べ緩やかながら改善が続いている。人口要因の寄与度を見ると、伸び幅の縮小傾向が続いているものの、移民を受け入れていることもあり、生産年齢人口に限ってみれば、緩やかながら増加傾向を維持している。ただ、米国では、ベビーブーマー世代(1946~64年生まれ)が退職時期を迎えており、米議会予算局(CBO)によれば、社会保障費とメディケアなどの主な医療費をあわせると、GDP比で2014年の約10%から、高齢化を背景に10年後には約12%、25年後には約14%まで上昇する見通しである。所得格差や労働分配率の低下などの問題が残ることもあり、向こう10年の景気回復ペースは均せば緩やかなものにとどまるとみている。(担当:信本)

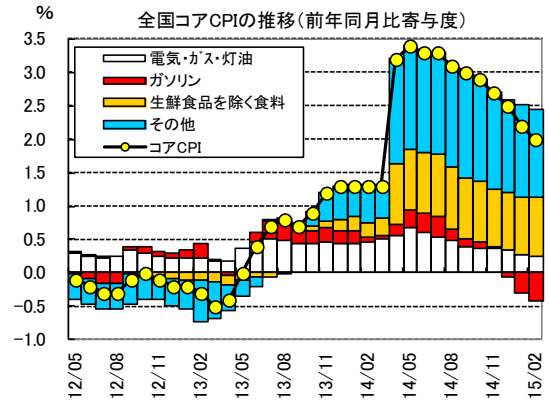


主要経済指標レビュー (3/23~4/3)

《日 本》

○ 2月消費者物価指数 (3月27日)

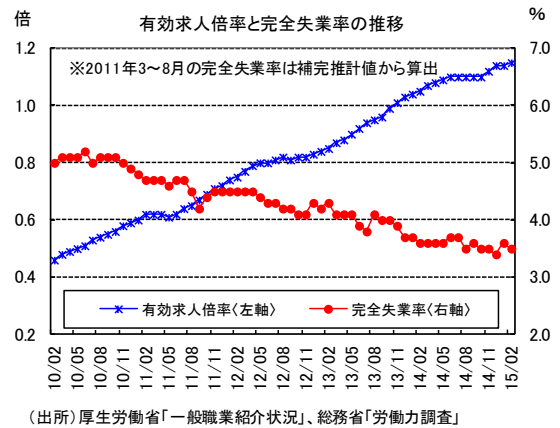
2月の全国消費者物価指数 (生鮮食品を除く消費者物価指数、以下コアCPI) は前年比+2.0%と、前月から伸び幅が縮小した。エネルギー価格のマイナス寄与幅が前月から拡大。消費増税の影響を除くベースでは、昨年4月の同+1.5%をピークとして鈍化傾向が続いており、2月が22ヵ月ぶりにプラスの伸びが途切れている。今後は、原油安の影響が残るとみられるほか、インフレ期待や需要面から物価を押し上げる力は弱いままとみており、夏場にかけてのコアCPIは前年比0%を割り込む可能性が高い。



(出所)総務省「消費者物価指数」

○ 2月有効求人倍率・完全失業率 (3月27日)

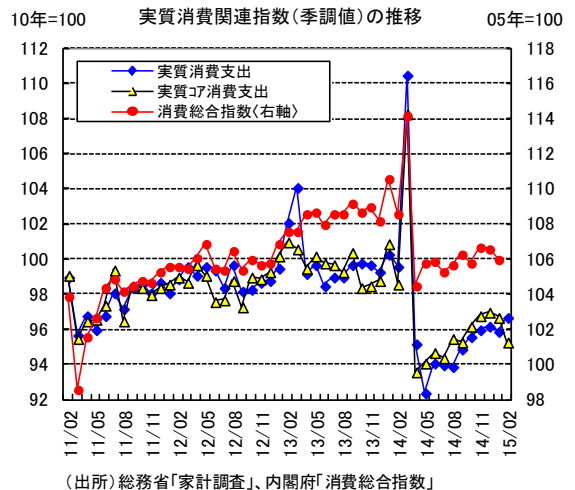
2月の完全失業率 (季調値) は3.5%と、1月から0.1ポイント低下 (改善) した。失業者の一部が職探しをあきらめ、労働市場から退出者が生じたことも失業率の低下につながったとみられる。有効求人倍率 (季調済) は1.15倍と、節目の1倍を大きく上回った。ただ、採用ニーズは雇用形態や職種により偏っている状態が続いており、労働需給の引き締まりを受けた賃金上昇は鈍いとみている。日本の潜在成長率が低下傾向にあるなか、企業が強気の中長期計画を立案できる余地は乏しいことから、一時金の積み増しで対応する企業が多いとみられ、ベアは昨年並みか、やや上回る程度にとどまると予想する。



(出所)厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

○ 2月家計調査 (3月27日)

2月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比▲2.9%と、前月からマイナス幅が縮小、季調済前月比でも+0.8%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。一方、住居・自動車等購入費や、贈与金・仕送り金などを除いた実質コア消費支出では、2ヵ月連続のマイナスとなっており、戻りの鈍さが示されている。今後は、ベアの動きが広がりやを欠くことが徐々に明らかになっているものの、賞与はより高めの上昇率が見込まれる。また、昨夏以降の原油安を背景に、実質購買力が改善しており、消費者マインドも上向きつつあることから、2015年度の個人消費は底堅い推移が続くとみている。

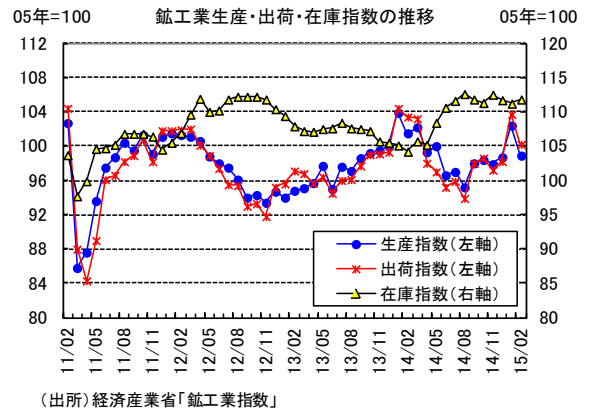


(出所)総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」



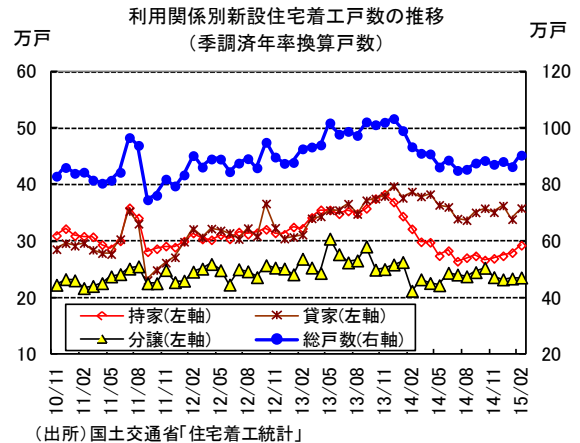
○ 2月鉱工業生産(3月30日)

2月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比▲3.4%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。経済産業省による基調判断は、1月の「総じてみれば、生産は緩やかな持ち直しの動きがみられる」が維持された。今後の生産計画(製造工業)を見ると、3月が前月比▲2.0%、4月が同+3.6%と、均せば増産へ向かう見通しとなっているが、3-4月平均の増産幅は小幅で、目先の回復ペースは緩やかなとなる可能性が高い。ただ、輸出は回復基調が続くとみられることや、交易条件の改善が収益環境に好影響を与えていることなどから、新年度以降は徐々に回復ペースが上がってくると予想する。



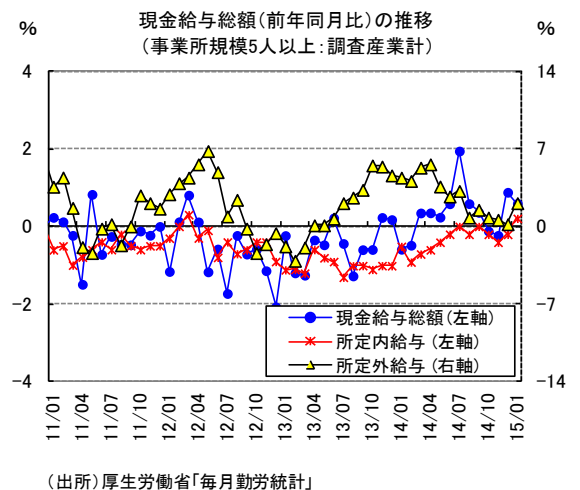
○ 2月新設住宅着工戸数(3月31日)

2月の新設住宅着工件数(季調済)は前月比+4.7%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。内訳を見ると、持家が同+4.6%と、4ヵ月連続のプラスとなったほか、分譲が同+0.7%と2ヵ月連続の増加、貸家も同+5.8%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。今後も、1月に相続税の課税範囲が拡大されたことに伴う節税対策としての貸家需要が続くとみられるほか、2014年度補正予算で決定した住宅エコポイントや、4月からは住宅取得資金に係る贈与税の非課税措置の拡充なども下支えするとみる。ただ、需要先食いの影響が残るとみられるほか、物件価格の上昇も住宅取得意欲を抑制するとみており、今後も住宅着工は停滞気味の推移をたどると予想する。



○ 1月毎月勤労統計(確報、4月3日)

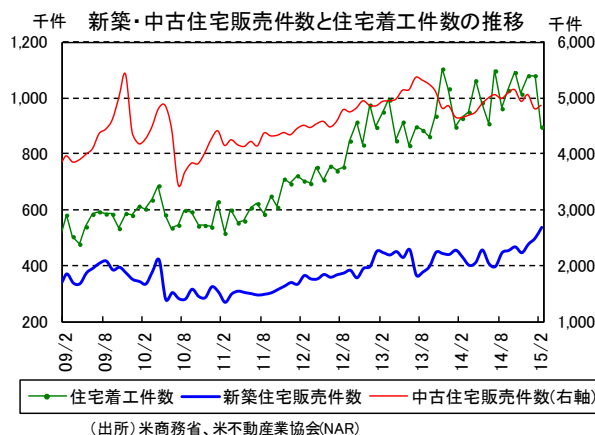
1月の毎月勤労統計では、現金給与総額(事業所規模5人以上:調査産業計)が前年比+0.6%と、2ヵ月連続のプラスとなったものの、12月の同+0.9%から伸び幅が縮小した。また、調査対象事業所の入替えに伴う遡及改訂により、2012年2月以降の数値が大きく下方修正されており、賃金の回復ペースの鈍さが、示された形となった。1月の内訳項目では、定期給与が同+0.3%と、5ヵ月ぶりのプラスとなったほか、特別給与も同+7.6%と、3ヵ月連続のプラスとなった。今後については、春闘では、固定費の増加につながるペアには慎重に対応する企業も多いとみられ、賃金の伸びも緩やかなものにとどまると予想する。



《米 国》

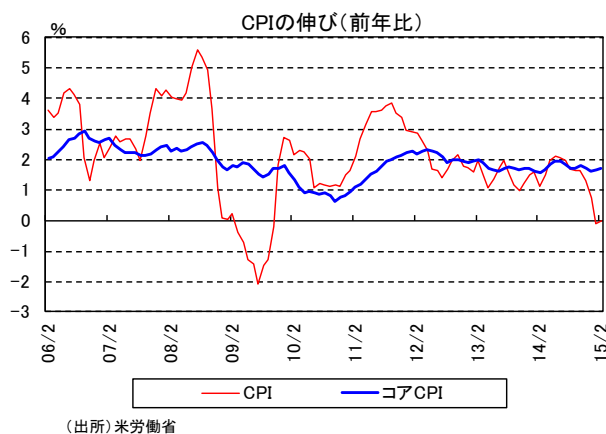
○ 2月住宅販売・着工件数 (3月17, 23, 24日)

2月の米新築住宅販売は年率換算で53.9万戸、前月比+7.8%と、3ヵ月連続で増加し、市場予想(年率換算46.4万戸)をも上回った。中古住宅販売も年率換算で488万戸、前月比+1.2%と、2ヵ月ぶりに増加し、住宅販売が改善していることを示す結果。住宅着工件数は年率換算で89.7万戸、前月比▲17.0%と、3ヵ月ぶりに減少したものの、先行指標とされる着工許可件数は、年率換算109.2万戸、前月比+3.0%と、4ヵ月ぶりに増加した。雇用環境の回復が勢いを増していることや、低金利環境が続いていることなどから、今後の住宅投資は持ち直すと予想する。



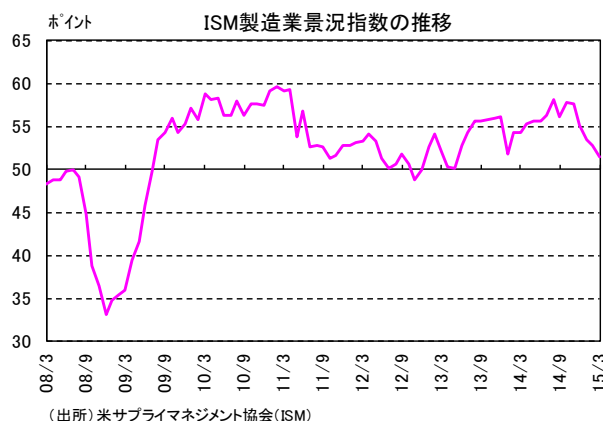
○ 2月消費者物価指数 (3月24日)

2月の消費者物価指数(CPI)は前月比+0.2%と、4ヵ月ぶりに上昇した。原油価格の下落が一般した影響で、エネルギーが同+1.0%と8ヵ月ぶりに上昇し、全体を押し上げた。前年比ベースでは0.0%と、1月の▲0.1%からマイナスを脱した。一方、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは前月比+0.2%と、1月の+0.2%から伸び幅は変わらず。前年比では+1.7%と、1月の+1.6%から伸び幅が拡大した。自動車やアパレルなどが上昇した影響が大きい。賃金の回復ペースに力強さが欠けることなどから、コアCPIは今後も緩やかな伸びが続くとみる。



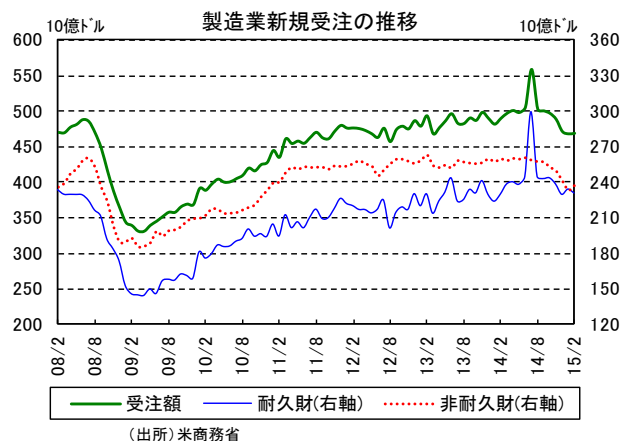
○ 3月ISM製造業景況指数 (4月1日)

3月のISM製造業景況指数は51.5と、5ヵ月連続で低下し、市場予想(52.5)を下回った。活動の拡大を示した業種は、「輸送機器」など全18業種中10業種で、2月の12業種から減少した。調査企業からは、西海岸の港湾スト、悪天候、原油価格下落による関連産業への悪影響などを指摘するコメントが寄せられた。構成項目別に見ると、新規受注が5ヵ月連続で低下したほか、雇用も3ヵ月連続で低下。構成項目以外では、輸出受注と輸入がともに悪化した。西海岸の港湾ストはすでに終結しているほか、原油価格下落に伴う先行き不透明感が徐々に和らぐとみられることなどから、今後の企業景況感の回復に向かうと予想する。



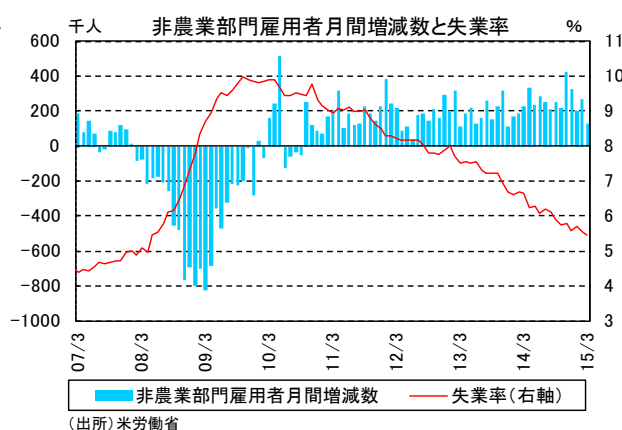
○ 2月製造業新規受注 (4月2日)

2月の製造業新規受注は前月比+0.2%と、7ヵ月ぶりに増加し、市場予想(同▲0.4%)を上回った。除く輸送機器ベースでも、同+0.8%と、5ヵ月ぶりに増加した。耐久財は同▲1.4%と、航空機や機械などが落ち込んだ影響で、2ヵ月ぶりに減少したものの、非耐久財は同+1.8%と、石油・石炭が持ち直した結果、8ヵ月ぶりの増加となった。一方、設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注(除く航空機)は同▲1.1%と、6ヵ月連続で減少した。当面はエネルギー関連業種への投資が弱含むとみられ、新規受注は停滞気味に推移するとみるが、自動車販売の回復や、新興国の航空機需要などに支えられる形で、徐々に改善すると予想する。



○ 3月雇用統計 (4月3日)

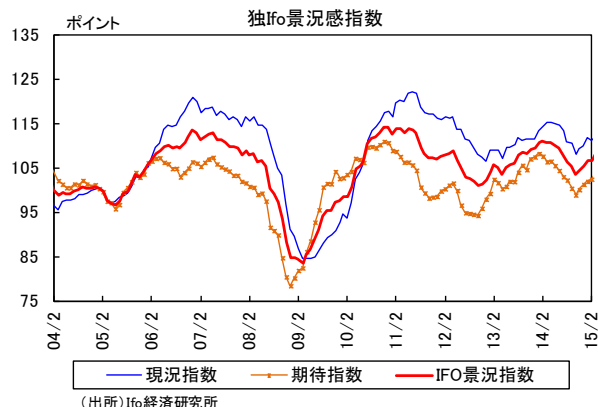
3月の非農業部門雇用者数は前月比+12.6万人と、増加幅が13ヵ月ぶりに20万人の大台を割り込み、市場予想(同+24.5万人)を大きく下回った。家計調査から集計される失業率は2月の5.5%から変わらなかったが、失業率が悪化しなかったのは、職探しを諦めて労働市場から退出した人が増加した影響もあるとみられる。原油安を背景に、エネルギー関連業種などで採用が当面抑制されるとみるが、家計の実質購買力は向上していることから、米景気は回復基調を維持するとみられ、雇用環境の改善傾向は続くと予想する。



《 欧 州 》

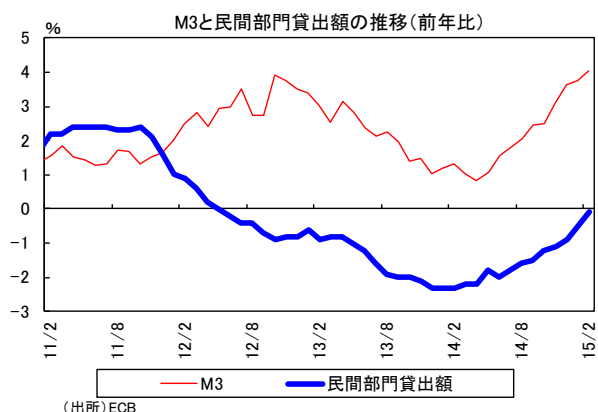
○ 3月ドイツ Ifo 景況感指数 (3月25日)

3月のドイツ Ifo 景況感指数は 107.9 と、前月の 106.8 から 1.1 ポイント改善し、市場予想をも上回った。同指数の改善は 5 ヶ月連続。内訳を見ると、現況指数が 111.3→112.0、期待指数は 102.5→103.9 と、ともに前月から改善。産業別では、建設業が▲5.8→▲7.8 と、前月から悪化したものの、卸売業が 8.2→10.1、製造業が 9.5→12.5、小売業が 3.3→5.2 と、いずれも前月から改善した。エネルギー価格の下落が家計の実質購買力の向上につながるとみられるほか、ドイツの雇用環境は改善が続いていることなどから、同国の景気回復傾向は今後も続く予想する。



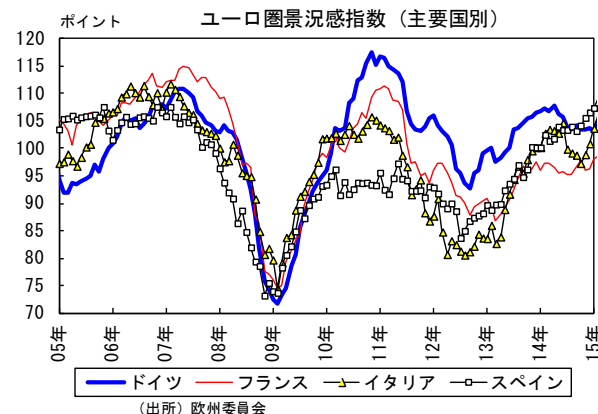
○ 2月ユーロ圏マネーサプライ (3月26日)

2月のユーロ圏マネーサプライ (M3) は前年比+4.0%と、前月の同+3.7%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額は同▲0.2%→同▲0.1%と、前月からマイナス幅が縮小。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同▲0.1%→同▲0.2%と、前月からマイナス幅が拡大したものの、非金融企業向けが同▲1.2%→同▲0.7%と、マイナス幅が縮小した。ECB (欧州中央銀行) が3月から国債買入れによる量的緩和策を開始したことから、銀行貸出態度の緩和傾向の緩和が続くとみられる。企業の資金需要も持ち直していることから、ユーロ圏の民間向け貸出は今後も回復傾向が続くと予想する。



○ 3月ユーロ圏景況感指数 (3月30日)

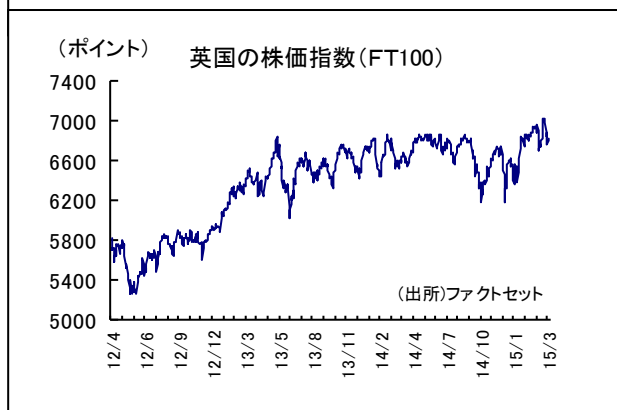
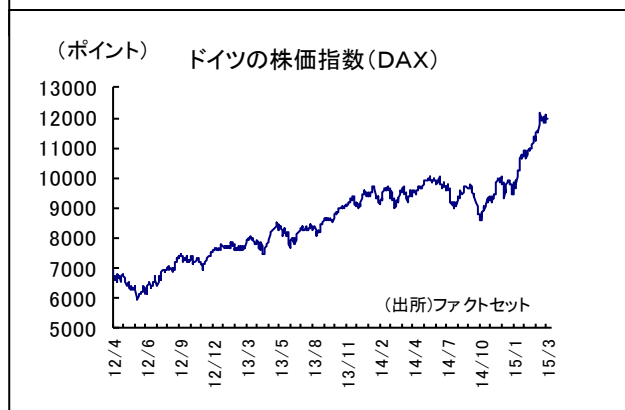
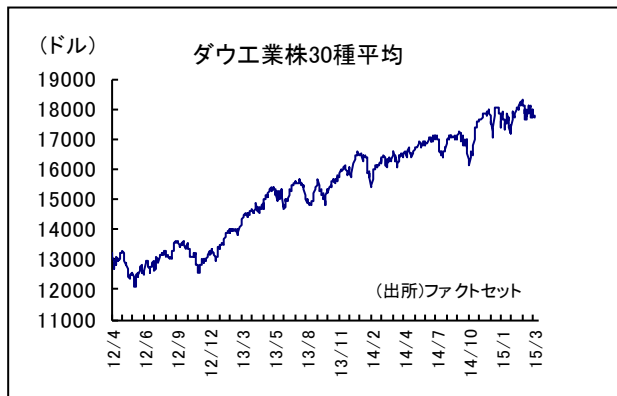
3月のユーロ圏景況感指数は 103.9 と、前月の 102.3 から 1.6 ポイント改善した。内訳では、鉱工業生産が▲4.6→▲2.9、サービス業景況感が 5.3→6.0、消費者信頼感が▲6.7→▲3.7、建設業景況感が▲25.1→▲24.2、小売業景況感が▲1.3→▲0.7 と、軒並み改善した。主要国別で見ても、ドイツが 103.3→105.1、フランスが 98.1→98.5、イタリアが 103.7→106.1、スペインが 107.4→109.1 と、いずれも前月から改善。ドイツやスペインで雇用環境が改善しているほか、ECB による緩和的な金融政策、エネルギー価格の低下などを背景に、ユーロ圏の景況感指数は今後も回復傾向が続くとみている。



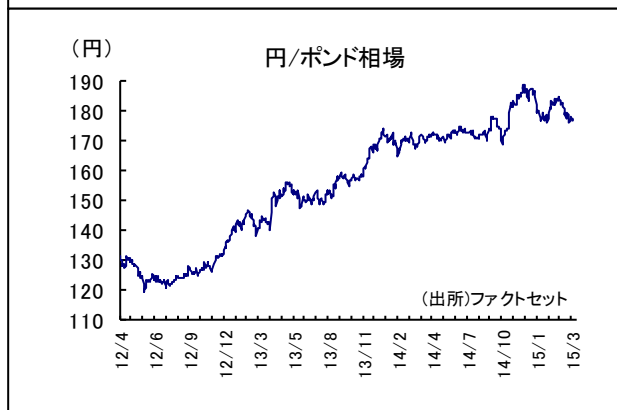
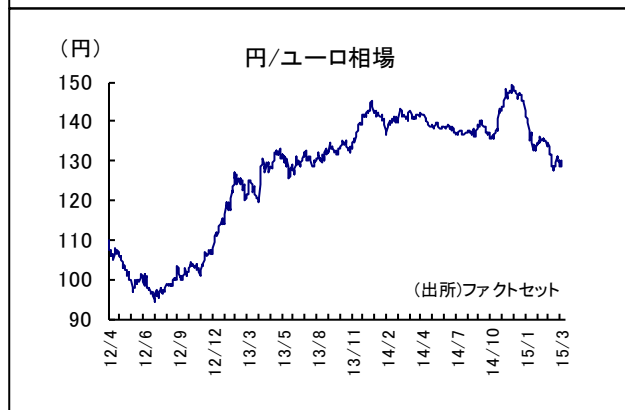
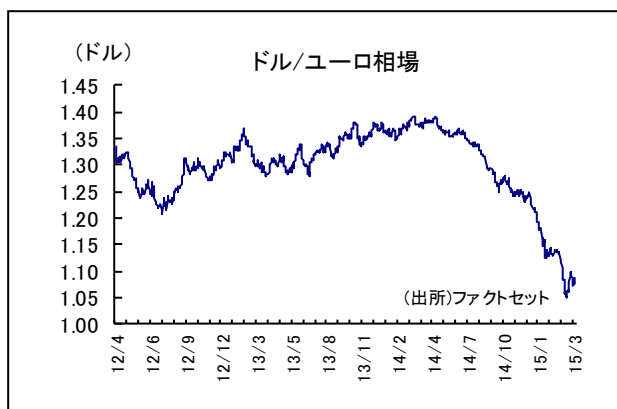


日米欧マーケットの動向 (2015年4月6日現在)

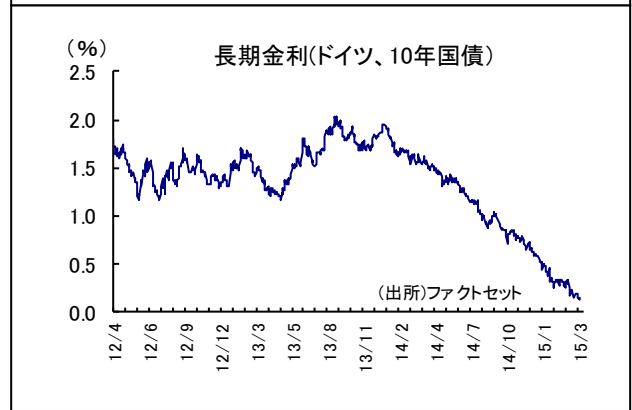
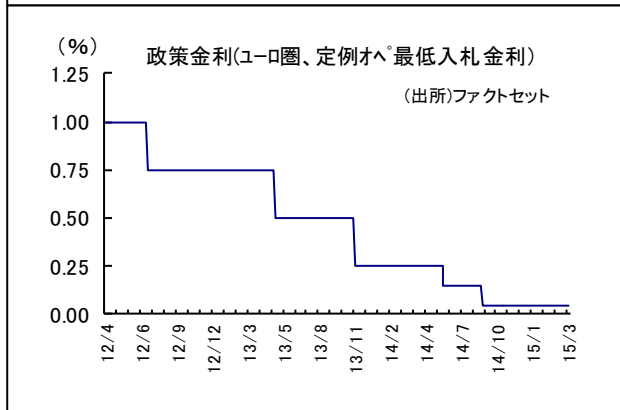
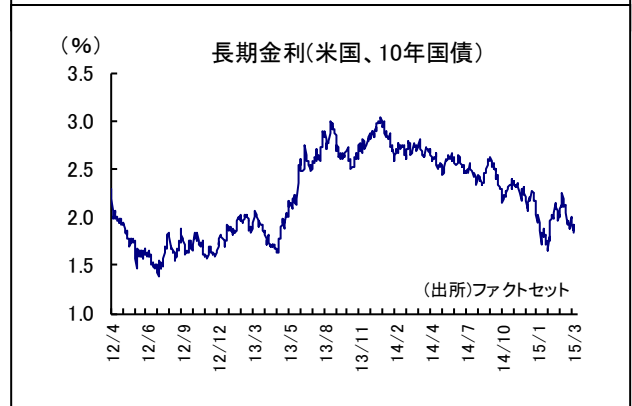
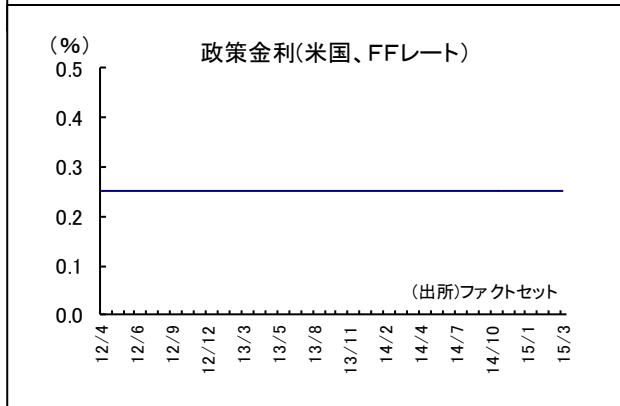
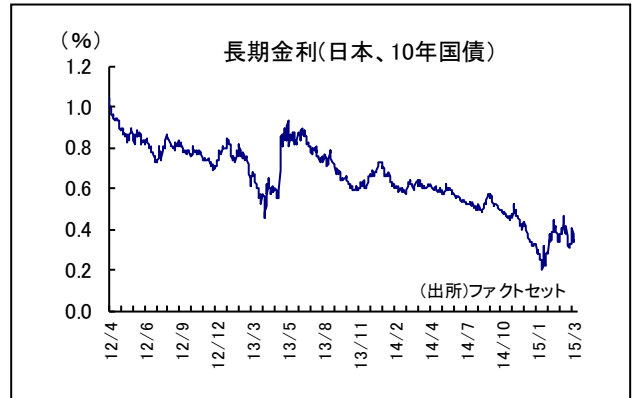
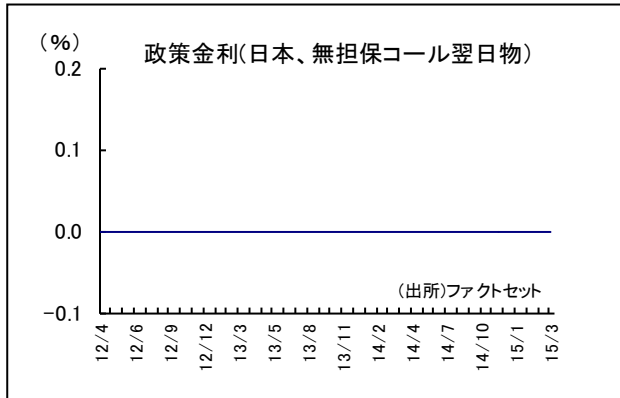
▽各国の株価動向



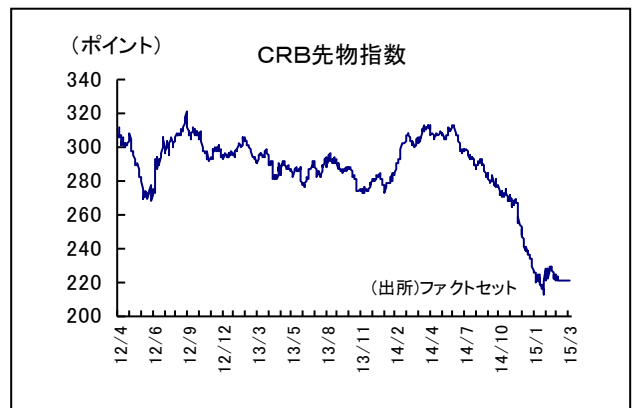
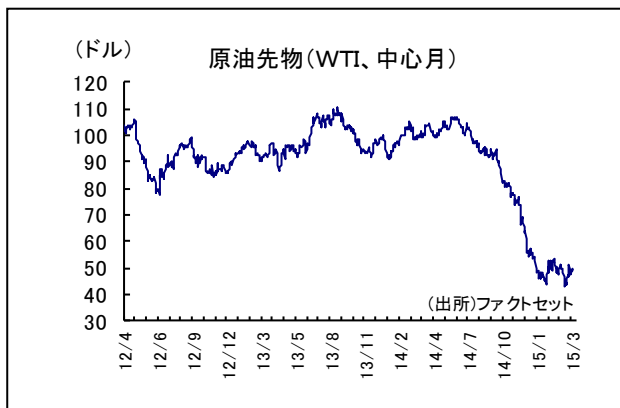
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査Gが情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、謝名憲一郎、信本将巳、山口範大、尾家小春、  
安藤卓康、玉置菜摘