

**明治安田生命**  
**2014－2015年度経済見通しについて**  
 ～ 実質所得の伸び悩みで、夏場以降の回復は緩慢 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2014年1－3月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2014－2015年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

### 1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：	<u>2014年度</u> 0.7%	<u>2015年度</u> 1.0%
名目GDP成長率：	<u>2014年度</u> 2.3%	<u>2015年度</u> 2.1%

### 2. 要 点

- ①2015年度までの日本の景気は、引き続き拡大基調が続くと予想するが、そのペースは力強さを欠くものとなる可能性が高い。2014年度は、夏場以降自律的反発に向かうものの、実質所得の伸び悩みを背景に、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。2015年度は、2度目の消費増税前後を均せば、潜在成長率をやや上回るレベルの成長が続くと予想する。
- ②個人消費は、ベアが広がりやを欠くなか、緩やかな回復にとどまると予想する。設備投資は、税制上の優遇措置などが後押しすることで、更新・合理化投資を中心に緩やかな回復基調が続くとみている。公共投資は、2013年度補正予算の執行もあって、均せば増加傾向を維持しよう。輸出は、新興国景気の下振れ懸念などを背景に、力強さに欠く展開を予想する。
- ③消費者物価は、円安効果が剥落する夏場以降、伸び幅が徐々に縮小に向かうとみる。日銀の目標である「2年で2%」は達成できないとみている。

#### 〈主要計数表〉

	2013年度 実績	2014年度		2015年度	
			2014/2時点		2014/2時点
実質成長率	2.3%	0.7%	0.7%	1.0%	1.1%
成長率寄与度・内需	2.7%	0.6%	1.1%	1.3%	0.9%
・外需	▲0.5%	▲0.0%	▲0.4%	▲0.3%	0.2%
名目成長率	1.9%	2.3%	2.6%	2.1%	1.9%

# GDP成長率・主要経済指標予測

## 1. 日本のGDP成長率予測

	→ 予測			→ 予測									
	2013年度	2014年度	2015年度	2013年度		2014年度				2015年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	2.3%	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>	0.1%	1.5%	<b>▲ 1.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.1%</b>
前期比年率	2.3%	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>	0.3%	5.9%	<b>▲ 4.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>▲ 1.0%</b>	<b>0.5%</b>
前年同期比	2.3%	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>	2.5%	3.0%	<b>2.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.4%</b>
民間最終消費支出	2.5%	<b>▲ 0.3%</b>	<b>1.2%</b>	0.4%	2.1%	<b>▲ 2.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>▲ 0.5%</b>	<b>0.1%</b>
民間住宅投資	9.5%	<b>▲ 5.1%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	4.3%	3.1%	<b>▲ 4.9%</b>	<b>▲ 2.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>1.0%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>▲ 0.6%</b>	<b>▲ 1.4%</b>
民間設備投資	1.7%	<b>3.1%</b>	<b>3.4%</b>	1.4%	4.9%	<b>0.2%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.0%</b>
政府最終消費支出	2.1%	<b>1.2%</b>	<b>0.7%</b>	0.3%	0.1%	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>
公的固定資本形成	15.3%	<b>5.6%</b>	<b>2.5%</b>	1.2%	<b>▲ 2.4%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>
財貨・サービスの輸出	4.7%	<b>3.5%</b>	<b>3.0%</b>	0.5%	6.0%	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.7%</b>
財貨・サービスの輸入	7.1%	<b>4.0%</b>	<b>5.4%</b>	3.7%	6.3%	<b>▲ 0.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.8%</b>
名目GDP	1.9%	<b>2.3%</b>	<b>2.1%</b>	0.2%	1.2%	<b>0.2%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.4%</b>
GDPデフレーター(前年比)	<b>▲ 0.4%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.1%</b>	<b>▲ 0.4%</b>	0.0%	<b>1.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.8%</b>

	→ 予測			→ 予測									
	2013年度	2014年度	2015年度	2013年度		2014年度				2015年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	2.3%	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>	0.1%	1.5%	<b>▲ 1.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.1%</b>
民間最終消費支出	1.5%	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.7%</b>	0.2%	1.3%	<b>▲ 1.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>▲ 0.3%</b>	<b>0.1%</b>
民間住宅投資	0.3%	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	0.1%	0.1%	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>▲ 0.0%</b>
民間設備投資	0.2%	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	0.2%	0.7%	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
政府最終消費支出	0.4%	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	0.1%	0.0%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
公的固定資本形成	0.6%	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	0.1%	<b>▲ 0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
在庫品増加	<b>▲ 0.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.1%</b>
純輸出	<b>▲ 0.2%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>▲ 0.3%</b>	<b>▲ 0.5%</b>	<b>▲ 0.3%</b>	<b>0.1%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲ 0.0%</b>
財貨・サービスの輸出	0.7%	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	0.1%	1.0%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>
財貨・サービスの輸入	<b>▲ 1.0%</b>	<b>▲ 0.6%</b>	<b>▲ 0.8%</b>	<b>▲ 0.5%</b>	<b>▲ 1.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>▲ 0.3%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>▲ 0.1%</b>

	→ 予測			→ 予測									
	2013年度	2014年度	2015年度	2013年度		2014年度				2015年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	529.2	<b>532.5</b>	<b>537.7</b>	135.3	134.6	<b>132.2</b>	<b>132.9</b>	<b>133.5</b>	<b>133.9</b>	<b>134.2</b>	<b>134.7</b>	<b>134.3</b>	<b>134.5</b>
民間最終消費支出	316.2	<b>314.5</b>	<b>318.1</b>	78.4	78.2	<b>78.1</b>	<b>78.5</b>	<b>78.8</b>	<b>79.1</b>	<b>79.4</b>	<b>79.8</b>	<b>79.4</b>	<b>79.5</b>
民間住宅投資	14.9	<b>14.0</b>	<b>13.9</b>	4.0	3.8	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.4</b>
民間設備投資	69.6	<b>70.9</b>	<b>73.3</b>	16.4	20.6	<b>17.5</b>	<b>17.6</b>	<b>17.8</b>	<b>17.9</b>	<b>18.0</b>	<b>18.3</b>	<b>18.4</b>	<b>18.6</b>
政府最終消費支出	102.7	<b>104.1</b>	<b>104.8</b>	25.6	26.4	<b>25.9</b>	<b>26.0</b>	<b>26.1</b>	<b>26.1</b>	<b>26.1</b>	<b>26.2</b>	<b>26.2</b>	<b>26.3</b>
公的固定資本形成	23.3	<b>24.9</b>	<b>25.5</b>	6.9	6.9	<b>6.1</b>	<b>6.2</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.4</b>	<b>6.5</b>
在庫品増加	<b>▲ 3.5</b>	<b>▲ 3.1</b>	<b>▲ 3.6</b>	0.6	<b>▲ 3.6</b>	<b>▲ 0.9</b>	<b>▲ 0.8</b>	<b>▲ 0.7</b>	<b>▲ 0.6</b>	<b>▲ 0.7</b>	<b>▲ 0.8</b>	<b>▲ 1.0</b>	<b>▲ 1.1</b>
純輸出	7.1	<b>7.3</b>	<b>5.6</b>	1.3	0.0	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>
財貨・サービスの輸出	85.2	<b>87.3</b>	<b>89.9</b>	21.2	22.0	<b>21.6</b>	<b>21.7</b>	<b>21.9</b>	<b>22.1</b>	<b>22.2</b>	<b>22.3</b>	<b>22.6</b>	<b>22.8</b>
財貨・サービスの輸入	78.1	<b>79.9</b>	<b>84.3</b>	20.0	20.8	<b>19.7</b>	<b>19.9</b>	<b>20.0</b>	<b>20.3</b>	<b>20.6</b>	<b>21.0</b>	<b>21.3</b>	<b>21.4</b>

## 2. 日本の主要指標予測

	→ 予測			→ 予測									
	2013年度	2014年度	2015年度	2013年度		2014年度				2015年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	3.2%	<b>3.3%</b>	<b>2.5%</b>	3.9%	3.6%	<b>5.3%</b>	<b>4.2%</b>	<b>3.2%</b>	<b>0.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>
消費者物価指数(前年比)	0.9%	<b>3.2%</b>	<b>1.6%</b>	1.4%	1.5%	<b>3.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.3%</b>
除く生鮮食品(前年比)	0.8%	<b>3.2%</b>	<b>1.6%</b>	1.1%	1.3%	<b>3.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.3%</b>
除く生鮮食品(前年比)(除く消費増税)	0.8%	<b>1.2%</b>	<b>1.0%</b>	0.5%	0.6%	<b>1.2%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>
完全失業率(季調済:平均)	3.9%	<b>3.7%</b>	<b>3.6%</b>	3.9%	3.6%	<b>3.7%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.7%</b>
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 13.6	▲ <b>13.3</b>	▲ <b>15.6</b>	▲ 3.8	▲ 4.7	▲ <b>3.2</b>	▲ <b>3.3</b>	▲ <b>3.3</b>	▲ <b>3.5</b>	▲ <b>3.7</b>	▲ <b>4.0</b>	▲ <b>3.9</b>	▲ <b>4.0</b>
経常収支(季調値、兆円)	0.8	<b>2.0</b>	<b>1.6</b>	▲ 1.4	▲ 0.9	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>
国内企業物価指数(前年比)	1.9%	<b>4.1%</b>	<b>2.0%</b>	2.5%	1.9%	<b>4.1%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.2%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.6%</b>
無担保コール翌日物(※)	0.06%	<b>0.07%</b>	<b>0.07%</b>	0.07%	0.06%	<b>0.07%</b>							
長期金利(10年債金利、※)	0.72%	<b>0.73%</b>	<b>0.90%</b>	0.73%	0.64%	<b>0.65%</b>	<b>0.70%</b>	<b>0.75%</b>	<b>0.80%</b>	<b>0.85%</b>	<b>0.90%</b>	<b>0.90%</b>	<b>0.95%</b>
原油価格(WTI、※)	102	<b>101</b>	<b>100</b>	98	102	<b>105</b>	<b>101</b>	<b>100</b>	<b>99</b>	<b>104</b>	<b>100</b>	<b>98</b>	<b>96</b>
為替レート(円/ドル、※)	103	<b>104</b>	<b>108</b>	105	103	<b>102</b>	<b>103</b>	<b>104</b>	<b>105</b>	<b>106</b>	<b>107</b>	<b>108</b>	<b>109</b>

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

## 3. 海外経済予想総括表

	→ 予測			→ 予測									
	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年				2015年				
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	1.9%	2.2%	2.8%	2.6%	0.1%	<b>2.7%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.7%</b>
	個人消費支出	2.0%	2.7%	2.8%	3.3%	3.0%	<b>3.1%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>
	住宅投資	12.2%	2.7%	11.8%	▲ 7.9%	▲ 5.7%	<b>10.0%</b>	<b>10.4%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.6%</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.1%</b>	<b>10.5%</b>
	設備投資	2.7%	3.7%	4.8%	5.7%	▲ 2.1%	<b>5.5%</b>	<b>5.2%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.6%</b>
	在庫(寄与度)	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.6%	▲ <b>0.7%</b>	▲ <b>0.4%</b>	▲ <b>0.2%</b>	▲ <b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>
	純輸出(寄与度)	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	1.0%	▲ 0.8%	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.2%</b>	▲ <b>0.2%</b>	▲ <b>0.1%</b>
	輸出	2.7%	2.7%	5.2%	9.5%	▲ 7.6%	<b>5.3%</b>	<b>5.8%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.1%</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.1%</b>
	輸入	1.4%	2.0%	4.6%	1.5%	▲ 1.4%	<b>3.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.1%</b>
	政府支出	▲ 2.2%	▲ 0.8%	0.7%	▲ 5.2%	▲ 0.5%	<b>1.2%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>
	失業率(※)	7.4%	6.3%	5.6%	7.0%	6.7%	<b>6.2%</b>	<b>6.1%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.5%</b>
CPI(総合、※)	1.5%	1.8%	2.2%	1.2%	1.4%	<b>1.8%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.4%</b>	
政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.25%	0.25%	0.75%	0.25%	0.25%	<b>0.25%</b>	<b>0.25%</b>	<b>0.25%</b>	<b>0.25%</b>	<b>0.25%</b>	<b>0.50%</b>	<b>0.75%</b>	
長期金利(米10年債金利、※)	2.4%	2.9%	3.4%	3.0%	2.7%	<b>2.7%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.5%</b>	
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	▲ 0.4%	1.1%	1.5%	0.2%	0.2%	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>
	家計消費	▲ 0.7%	0.8%	1.4%	0.1%	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>
	政府消費	0.1%	0.0%	0.2%	▲ 0.3%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.1%</b>
	固定投資	▲ 3.1%	1.3%	1.4%	1.1%	<b>0.3%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>
	純輸出(寄与度)	0.6%	0.0%	0.1%	0.4%	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
	輸出	1.3%	2.4%	2.5%	1.3%	<b>0.1%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>
	輸入	-0.1%	2.6%	2.6%	0.5%	<b>0.4%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.6%</b>
	失業率(※)	12.0%	11.7%	11.3%	11.9%	11.8%	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.2%</b>
	CPI(総合、※)	1.3%	0.9%	1.2%	0.8%	0.7%	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.3%</b>
	政策金利(期末値)	0.25%	0.15%	0.15%	0.25%	0.25%	<b>0.15%</b>						
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.7%	3.0%	2.7%	0.7%	0.8%	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

# 1. 日本経済見通し

## 〈要 約〉

2014年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+1.5%（年率換算：+5.9%）と、6四半期連続のプラス成長となった。消費増税前の駆け込み需要を背景に、個人消費が記録的な高い伸びとなったほか、設備投資も加速した。

2015年度までの日本の景気は、引き続き拡大基調が続くと予想するが、そのペースは力強さを欠くものとなる可能性が高い。2014年度については、年度当初の落ち込み後、夏場以降は自律的反発に向かうものの、実質所得の伸び悩みを背景に、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。2015年度については、2度目の消費増税前後を均せば、潜在成長率をやや上回るレベルの成長が続くと予想する。

個人消費は、ベアが広がりやを欠くなか、さまざまな家計負担の拡大が重しとなって、夏場以降の回復も緩やかなものにとどまると予想する。住宅投資は、物件価格の先高観や復興需要などが下支えになるものの、昨年度の駆け込み需要の反動で、停滞気味の推移が続くとみている。設備投資は、税制上の優遇措置などが後押しすることで、更新・合理化投資を中心に緩やかな回復を予想する。公共投資は、2013年度の工事予定分の後ろ倒しに加え、2013年度補正予算と2014年度予算の執行が進むことで、緩やかな増加傾向が続くとみている。輸出は、新興国景気の下振れ懸念に加え、下がりにくい輸出価格の影響もあって、回復ペースが鈍いものにとどまると予想する。

### （1）「アベノミクス」は正念場に

年明け以降の日本の株価は、調整色を強めている。海外投資家が売却を進めた結果、対内株式投資は年明け以降、3ヵ月連続で流出超が続いた。1日当たりの売買代金も、4月以降、2兆円を下回る日が増えている。

アベノミクス始動当初の金融市場の過大な政策期待はすでに剥落しつつある。6月に発表される成長戦略の改訂版には、法人減税の実施が明記される模様だが、株式市場の期待を上回るものにはなりにくい。米国景気は堅調だが、ウクライナ情勢や中国の不良債権問題など、新興国経済への不透明感も強く、リスク資産へのシフトを進める動きは今のところ限定的なものにとどまっている。

この4月で、量的・質的金融緩和（以下QQE）から丸1年が経過したが、実体景気への効果については、いまだに判然としない。昨年度始以降の景気を支えてきたのは、もっぱら財政政策である。民間設備投資もようやく回復の兆しがみえてきたが、公共投資と関連の深い分野が中心で、業種の広がりやを欠いている。円安が進んだ割には輸出の回復も鈍い。また、足元までの物価上昇は大半がコストプッシュ的な要因によるものである。貸出の持ち直しも、財政政策の効果で説明できるレベルで、年明け以降は伸び幅が逆に縮小してきている。すなわち、QQEの実体景気への波及効果という、本丸に位置づけられる課題については、まだ証明されていない。

政府も金融政策頼みに走ることなく、今年の春闘では経団連に賃上げを要請するなど、賃上げムードの醸成に腐心したが、連合による春闘の第6回集計結果（5/8締切）によれば、賃上げ率は2.11%と、昨年同時期の調査を0.37%上回るにとどまった。微妙な水準だが、期待を上回る結果とは言いがたいのではないかと。また、今回、曲りなりにも一定数の企業がベアに踏み切ったのは、安倍政権の賃上げ要請があったことが大きいと、企業業績の急回復も、企業が政権の要請に応えることを可能

にした大きな要因である。しかし、3月の日銀短観によれば、現時点では2014年度は減益予想となっており、来年度以降の持続性には不透明感が漂う。

近年の賃金の伸び悩みには、経済・社会制度や環境の変化に絡んだ構造的要因と、景気に関係した循環的要因の両方が働いている。構造的要因としてはまず、国際的な価格競争の激化により、相対的な高賃金国である日本の賃金上昇が抑制されやすくなっていることがあげられる。電機産業はその典型で、いまや輸入超過部門に転じようとしている。また、高齢化が進むなか、高賃金の年代層の労働市場からの退出が進んだほか、低賃金で定年後再雇用されるケースが増加したことも平均賃金を抑制した。正規労働者から非正規労働者への雇用シフトが進んだことも影響している。

循環要因としては、デフレ進行による実質賃金の急上昇が、その後の雇用調整を長引かせる要因となった。労働組合は賃上げよりも雇用確保を重視する姿勢に転換、結果として新規採用の抑制が長期化した。苦しい時期の記憶が残り、経営者側も賃上げに慎重なスタンスを続けた。こうした中で刷り込まれた人々のディスインフレ予想は強固なものがある。それは、異次元緩和から1年が経過しても、インフレ期待を織り込む様子がほとんどみられない債券市場が雄弁に物語っている。

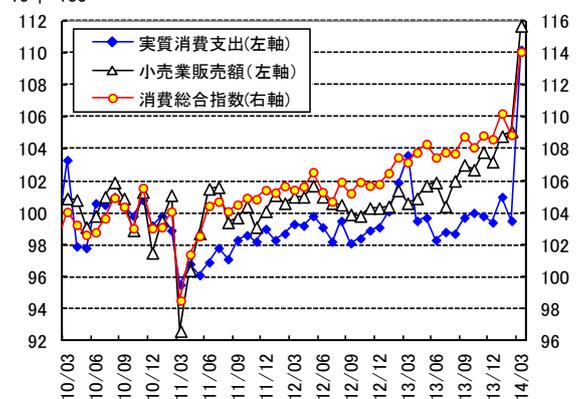
また、どのみち潜在成長率の低迷が続く限り、デフレを脱却しても低成長は脱却できない。足元の実質単位労働コストはすでに長期的な平均水準で推移しており、労働者は生産性に見合った賃金を受け取っている。結局のところ、成長戦略を通じ、生産性を引き上げていくことのみが持続的な賃上げをもたらすことができる。魔法の杖はないことを肝に銘じるべきだろう。

## (2) 夏場以降の個人消費は緩やかな回復へ

昨年の夏場にかけていったん弱含んだ個人消費は、秋口以降消費増税前の駆け込み需要が徐々に顕在化してきたことで、再び回復基調を強めた(図表1-1)。2月には大雪の影響で再度勢いが鈍ったものの、3月は耐久消費財を中心に駆け込み需要が加速し、記録的な高い伸びとなった。

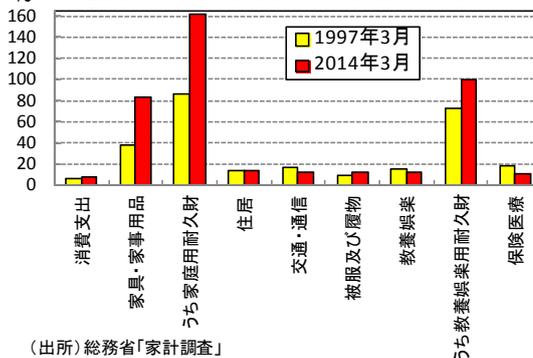
供給側の基礎統計である小売業販売額の推移を見ると、やはり年度末にかけて勢いが増している。昨年の秋ごろから自動車の駆け込み需要が顕在化し、1月にはピークをつけたものの、入れ替わるように機械器具が回復傾向を強めた。需要側の統計である家計調査で、3月の駆け込み需要の影響が大きかった項目を見ると、電気冷蔵庫やエアコンなどの家庭用耐久財の伸びが前年比+162.2%と、大幅プラスとなったほか、ウインドウズXPのサポート期限を4月に控えた買い替え需要も重なったことで、パソコンが含まれる教養娯楽用耐久財が大きく伸びている(図表1-2)。このほか、鉄道定期代やコンタクトレンズなど、耐久消費財以外にも駆け込み消費が発生、3月の消費支出を押し上げた。当社では消費増税前の駆け込み需要が2013年度の個人消費を+0.8%程度押し上げたとみている。

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



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

(図表1-2) 消費支出の増加に寄与した主要項目 (前年比)の1997年3月と2014年3月との比較



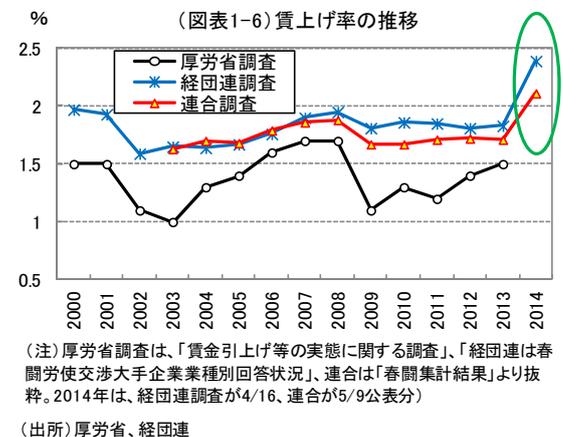
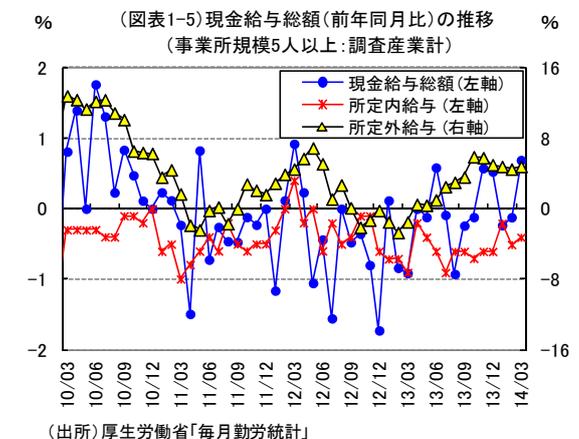
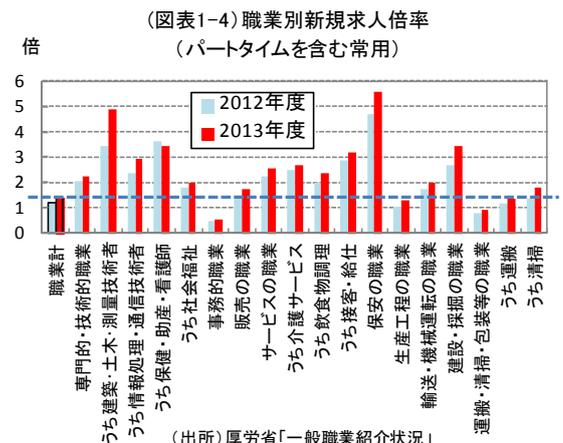
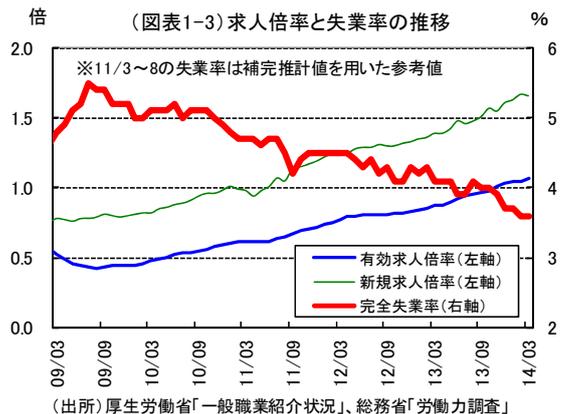
(出所) 総務省「家計調査」

雇用環境は引き締まり傾向が続いている。完全失業率(季調値)を見ると、昨年の春先以降均せば低下(改善)傾向で推移しており、3月は3.6%と、2007年7月以来の低水準となった(図表1-3)。分母となる労働力人口(季調値)は、年末年始にかけて減少しているが、職探しをあきらめたというよりも、堅調な雇用環境を背景に、むしろ年明けに先送りする人が多かったためとみている。就業者数を見ると、1月にいったん落ち込んだものの、均せば持ち直し傾向で推移している。失業者数も、労働市場に人が戻ってきたことで、3月には5ヵ月ぶりの増加となったものの、均せば減少傾向となっており、労働需給は改善傾向が続いているといえる。

今後は雇用環境の引き締まりが賃金の上昇につながってくるかが焦点となる。足元ではアルバイト賃金が上昇傾向となっているほか、人手不足の対策として非正規社員の正規社員化を進めている企業もみられる。ただ、不足感が強い職種には偏りがあり、建設、接客・給仕、保安などでは2013年度の新規求人倍率が3倍を上回るのに対し、事務的職業は1倍を下回るなど、ばらつきが目立っている(図表1-4)。こうした動きから、労働需給のひっ迫を背景にした賃金の上昇も、一部の職種にとどまるとみている。

賃金が上がりにくい状況は、毎月勤労統計でも確認できる。定期給与のうち、所定外給与は昨年4月以降前年比プラス傾向が続いているものの、所定内給与は22ヵ月連続の前年比マイナスとなっている(図表1-5)。こうした背景には、近年の労働市場の傾向として労働者側が賃金低下をある程度許容するのと引き換えに、雇用確保を優先してきたという側面がある。2013年以降の雇用環境の改善も、正規社員が伸び悩む一方、非正規社員が増加した影響が大きく、平均賃金の低下につながったと考えられる。

こうしたなか、2014年の春闘では、政府が賃上げ環境の醸成に腐心したこともあって、大手を中心にベアを実施する企業が目立っている。連合の第6回集計(5月9日公表)では賃上げ率が2.11%と、昨年同時期の1.74%を上回った(図表1-6)。昨年の賃上げのほとんどが定期昇給分であったとみられるため、昨年との差である0.3~0.4%程度が2014年のベア分と推計される。ただ、今回の賃上げは、政府からの要請に配慮



した大手企業を中心とする官製ベアの色彩が強いことや、企業収益の改善に伴う賃上げは一時金で対応する企業も多いとみており、中小企業までは広がりやを欠くと予想する。

個人消費は4月以降、消費増税の影響で大きく落ち込んでいる。内閣府が週ごとに公表している消費動向の公表資料を見ると、飲食料品（除く生鮮食品）や家電では4月第1週が前年比二桁減となった。その後、飲食料品では4月第3週に前年比一桁減までマイナス幅が縮小したほか、外食産業のなかには前年比プラスで推移している企業もあるなど、消費が持ち直す兆しもでてきている。ただ、明るい動きがみえつつある分野は非耐久財やサービスが中心であり、自動車などの耐久消費財は、前回の消費増税時にも見られたように、需要の先食いの反動からしばらく低迷が続く可能性が高い。2014年度は駆け込み需要の反動分だけで個人消費の成長率を▲0.6%程度押し下げるとみている。

四半期ベースで見ると、2014年4-6月期の個人消費は、前期比▲2%強まで落ち込むとみるものの、夏場以降は、夏季賞与の増額による効果が見込まれることもあって、回復に向かうとみている。ただ、消費増税分に加え、厚生年金保険料の段階的な引き上げや、電気・ガス代、自動車保険料、高速道路代などでも値上げが予定されるなど、家計負担は拡大傾向にある。こうした負担増は、年収階層によっても異なるが、年収の1~3%程度に及ぶと試算され、ベアの水準を大幅に上回る（図表1-7）。この試算では、電気・ガス代などの値上げを含めていないため、実際の負担はさらに拡大するとみている。こうした要因で、今後は家計の実質購買力の伸び悩みが見込まれることなどから、個人消費は緩やかな持ち直しにとどまると予想する。

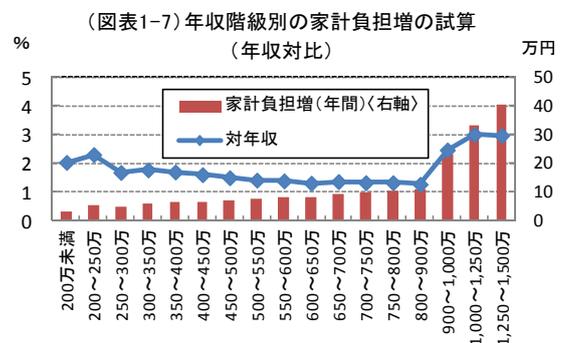
2015年度には、消費税率引き上げに合わせ、軽減税率の導入が検討されているものの、低所得者対策にとどまるとみられるため、消費増税の影響を相殺するのは難しい。来年以降のベアの持続性が見込みづらいこともあって、2015年度の個人消費も、増税前後の起伏を均せば緩慢な回復が続くと予想する。

### （3）住宅投資は減少傾向

新設住宅着工戸数（季調値）は年明け以降、減少傾向に転じている（図表1-8）。物件の引き渡しが増加しているにもかかわらず、5%の消費税率が適用される請負契約が昨年9月で終了し、その駆け込み契約による住宅着工の押し上げ効果も1月以降は減衰していることから、今後も減少傾向が続くとみている。

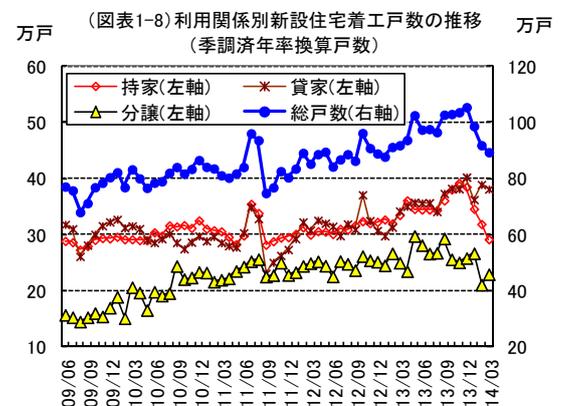
持家着工について、住宅大手4社の受注状況を見ると、昨年10月以降減少傾向が続いている。今後も需要の先食いの影響がしばらく残るとみられるほか、資材価格の上昇や人手不足も受注の下押し圧力となるとみており、年内の持家着工は、均せば前月比マイナス傾向で推移すると予想する。

分譲住宅のうち、一戸建住宅（建売住宅）も、持家と同様、減少傾向が続くとみている。一方、



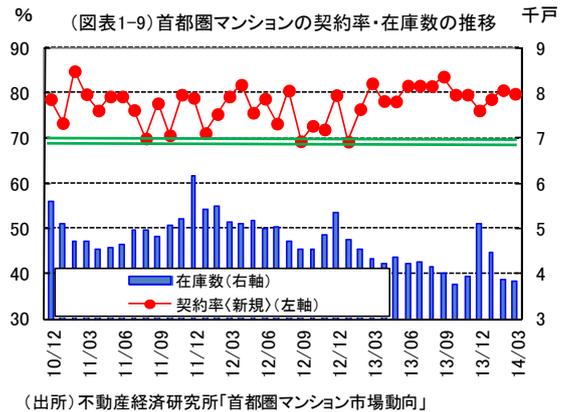
【試算の前提】  
 ・消費税引き上げ(5%→8%)時の直接的な負担増は2%相当  
 ・家計調査の消費支出から、住居と保健医療を除いた金額が消費税対象  
 ・消費増税以外は、厚生年金保険料、健康・介護保険料、高校授業料無償化の所得制限、給与所得控除の上限引き下げ、復興増税、児童手当の所得制限、住民税均等割（2014年4月以前からの負担増と今後予定されている負担増も合計して試算）  
 ・簡素な給付措置と子育て世帯臨時特例給付金は含めず  
 ・厚生年金保険料と健康・介護保険料は、勤め先収入(月平均)を標準報酬月額的基础数値として使用。標準賞与額は考慮せず

（出所）総務省「家計調査」（二人以上の世帯のうち勤労世帯）をもとに明治安田生命が作成



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

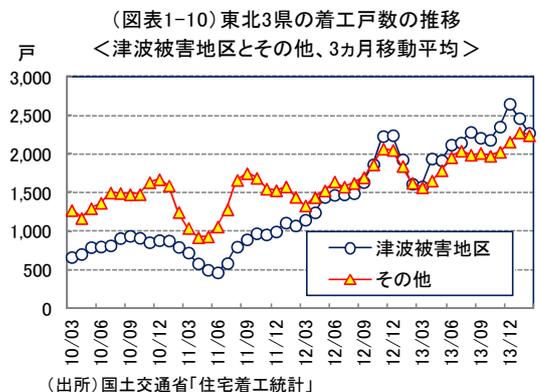
分譲マンションの販売環境は底堅く推移する可能性が高い。首都圏マンション市場動向を見ると、契約率は好不調の境目である70%を14ヵ月連続で上回っている（図表1-9）。物件価格の先高観が購入意欲を刺激しているとみられることや、消費増税後の需要動向を見極める動きなどから、マンション業者による新規発売戸数が抑制傾向となっていることなども、安定した契約率につながっているとみている。ただ、慎重な物件供給は着工増につながらないほか、人手不足を背景に建設自体が計画どおりに進まない可能性も高まっており、今後のマンション着工は減少傾向を余儀なくされよう。



貸家は、年明け以降一進一退の推移となっている。2015年1月以降、相続税の基礎控除が引き下げ予定であることなどを背景に、節税対策としてのアパート経営の需要が下支えしているほか、2011年10月から10年間で60万戸の登録をめざしているサービス付き高齢者住宅の建設も、押し上げに寄与しているとみている。ただ、貸家全体でみれば、昨年9月末までの駆け込み契約による需要の先食いの影響が残るとみていることから、今後は緩やかな鈍化傾向で推移すると予想する。

駆け込み需要の影響の緩和策として、4月以降、住宅ローン減税を拡充している。長期優良住宅の場合、税額控除の対象となる住宅ローンの年末残高の限度額が3,000万円から5,000万円へ引き上げられたが、減税拡充によるメリットが得られるほど借入金額を増やせる所得層は限られるとみている。実質可処分所得が伸び悩むなか、新築住宅の購入をあきらめ、中古住宅を選択する購入者も目立っており、住宅ローン拡充による効果は、さほど大きくないとみている。

一方、東日本大震災による復興需要は、引き続き住宅着工を下支えするとみている（図表1-10）。各県の住まいの復興工程表を見ると、被災3県の合計で、災害公営住宅が2014年度3,227戸、2015年度6,312戸、民間住宅等用宅地では、2014年度9,236戸、2015年度8,992戸の供給を予定している。こうした計画以外にも、被災地区での住宅着工は進んでおり、復興需要だけで2014、2015年度と、それぞれ3万戸程度の着工を予想する。



2014年度の住宅着工は、駆け込み需要の反動で前年比▲15%程度の84万戸程度まで落ち込むとみる。ただ、年度末ごろから2015年10月の消費税率10%への引き上げを睨んだ駆け込み需要的な動きが再び出てくるとみている。このため、2015年度は、年度当初が比較的底堅い推移になるとみるものの、夏場以降は消費増税後の反動で失速する可能性が高く、年度を通せば、2014年度をやや下回る82万戸程度に落ち着くと予想する。

#### (4) 設備投資の回復ペースは緩慢

設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）や資本財国内出荷（除. 輸送機械）を見ると、設備投資は、回復傾向が続く可能性を示唆している。機械受注（船舶・電力を除く民需）は、昨秋以降振れ幅が拡大しているものの、均せば改善基調で推移しており、資本財国内出荷（除. 輸送機械）も昨年の夏場以降回復ペースを強めている。ただ、もう一つの先行指標である建築物着

工床面積（非居住用）は、消費増税後の景気動向を見極める動きもあって、足元では回復ペースが鈍化していることなどから、設備投資の持ち直しペースも緩やかなものにとどまると予想する。

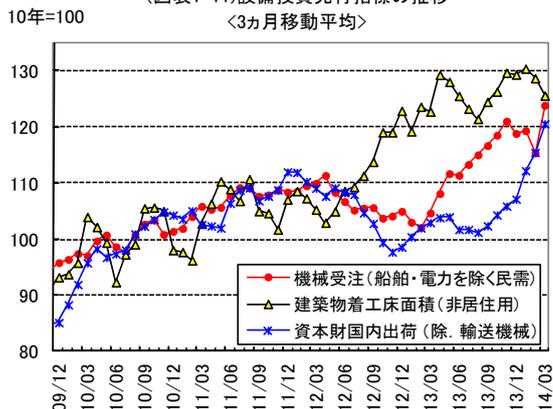
日銀短観における2014年度の設備投資計画は前年比▲4.2%と、昨年3月調査の2013年度計画の同▲3.9%を下回る水準でのスタートとなった（図表1-12）。ただ、非製造業が同▲6.9%と、昨年3月調査の同▲5.3%を下回ったのに対し、製造業では同+1.2%と、前年からの繰越分が寄与したこともあって、2年振りに前年比プラスでのスタートとなっている。

日銀短観の設備判断DI（全規模）の推移を見ると、非製造業のDIが12月は▲4、3月が▲4、先行き6月の予測も▲4と、不足の状態が続く見通しとなっている（図表1-13）。年度当初の設備投資計画自体が慎重であることから、目先は一進一退の推移が続くとみるが、小売業などの個人消費関連では、消費増税後の競争激化を勝ち抜くために、前年並みの設備投資を維持するとみられるほか、運輸関連でも物流拠点の整備の需要が見込まれる。建設業では公共投資関連の投資が下支えするとみられることや、耐震・防災エネルギー関連の需要も引き続き期待できる。こうした状況を背景に、非製造業の設備投資は、年度を通せば底堅く推移するとみている。

一方、製造業では12月のDIが+8、3月が+5、先行き6月の予測が+5と、過剰感の緩和傾向が一服しており、製造業の設備投資の回復ペースが緩やかなものにとどまる可能性を示唆している（図表1-13）。製造業の稼働率指数を見ると、足元では鈍化に向かいつつあり、増産投資が見込みにくいなか、今後の設備投資は更新維持投資が下支えする可能性が高い。

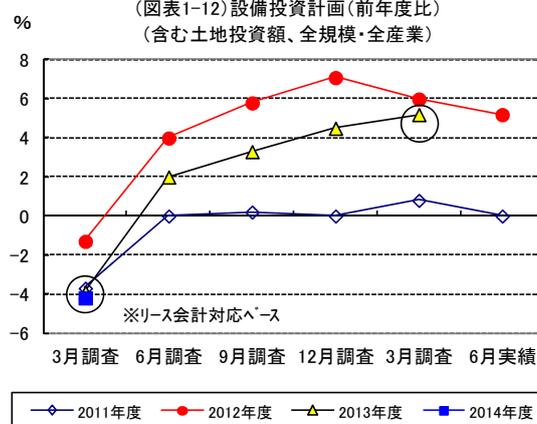
内閣府が公表した民間企業資本ストック統計で新規投資額（進捗ベース）の推移を見ると、非製造業は10-12月期まで5四半期連続の前期比プラスとなる一方、製造業は、2013/10-12月が前期比+1.0%と、6四半期ぶりのプラスとなった。更新維持投資が中心のため、工期が遅れる傾向にあるのに加え、年度当初の設備投資計画には実施時期などが不確定な投資も含まれていることもあって、回復が遅れていたとみられるが、企業業績の改善などが追い風となり、ようやく持ち直しに向かいつつある。安倍政権の成長戦略でも、老朽化した生産設備の新陳代謝を促進する取り組みを推進している。2014年度税制改正で導入された「生産性向上設備投資促進税制」は、年間総投資額を増やすという制約がないこともあって、従前の「生産設備等投資促進税制」よりも使い勝手が向上しており、更新投資を後押ししよう。

(図表1-11)設備投資先行指標の推移  
〈3ヵ月移動平均〉

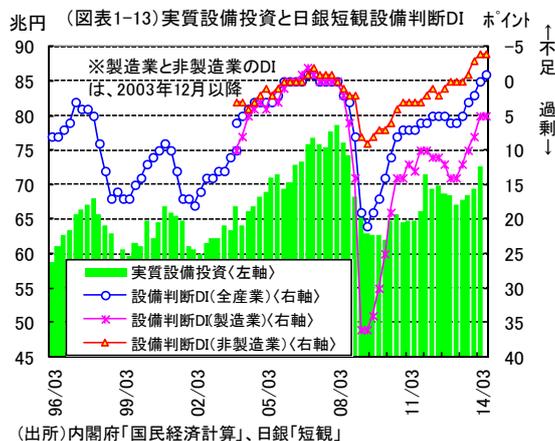


(出所)内閣府、国土交通省、経済産業省

(図表1-12)設備投資計画(前年度比)  
(含む土地投資額、全規模・全産業)

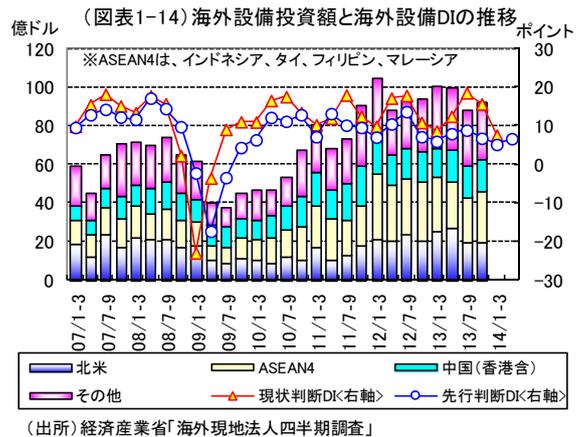


(出所)日銀「短観」



(出所)内閣府「国民経済計算」、日銀「短観」

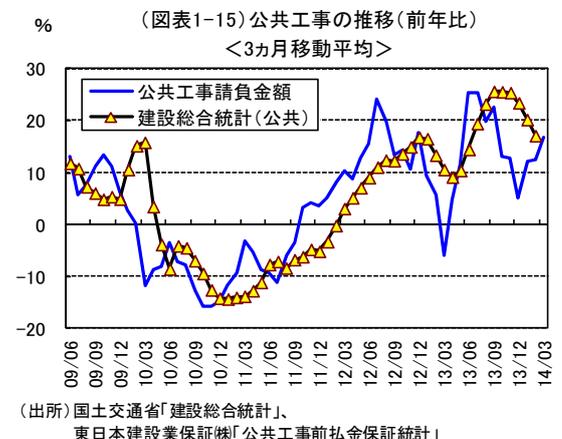
今後の新規設備投資は引き続き海外が中心になるとみている。経済産業省の海外現地法人四半期調査によると、海外設備投資の先行き判断DI（増加－減少）は、プラス基調が続く見通しとなっている（図表1-14）。内閣府の企業行動に関するアンケート調査では、製造業が海外に生産拠点を置く理由の第1位に「現地・進出先近隣国の需要が旺盛又は今後の拡大が見込まれる」があげられており、円安が進んでも企業の設備投資が国内に回帰する動きは乏しいとみられる。国内では、東京五輪開催に向けたインフラ整備に関する分野などで徐々に投資がでてくる可能性があるものの、更新維持投資が中心の状況は変わらないとみており、2014年度以降の設備投資は前年比2～3%程度の緩やかな増加傾向にとどまると予想する。



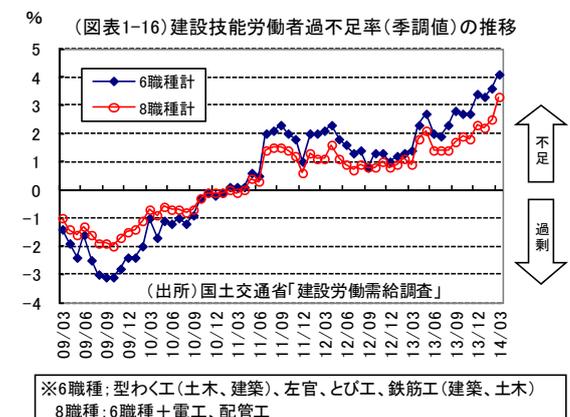
### (5) 公共投資は緩やかな増加傾向

2月6日に成立した2013年度補正予算によると、予算規模は5.5兆円で、このうち公共事業関連費が2兆円程度とみられる。また、3月20日に成立した2014年度予算では、公共投資関連予算が一般会計では6.0兆円（うち6,167億円は特別会計の一般会計への統合による増加）、東日本復興会計の公共事業関連費が0.9兆円程度で、合計6.9兆円となり、2013年度当初予算（6.2兆円）との比較では、特別会計再編の影響を除いても+1.3%の増加となった。

実際の公共工事の進行を反映する出来高を見ると、2月が前年比+17.1%と、10ヵ月連続で二桁増を記録したものの、2013年10月以降、伸び幅は鈍化傾向にあり、2012年度補正予算や2013年度予算による押し上げ効果が減衰しているものとみられる（図表1-15）。一方、出来高に先行する公共工事請負金額を見ると、昨年12月以降持ち直してきている。今後は、2013年度補正予算や、2014年度本予算の効果が現れるとみられ、公共投資は夏場にかけて緩やかながら増加基調で推移すると予想する。



こうしたなか、人手不足や資材不足が公共投資の足かせとなり、復興事業での入札不調にもつながっている。国土交通省の建設労働需給調査を見ると、建設技能労働者過不足率は、鉄筋工、とび工、型わく工などを中心に不足状態が続いている（図表1-16）。そもそも建設技能労働者自体が不足していることに加え、民間建築も底堅いこともあり、人手不足の緩和が見通せない状況となっている。建設資材価格指数も、仙台地区を中心に高止まりが続いている。こうしたボトルネックの存在から、今後は、これまで以上に工期に余裕を持った長めの計画を立てるなど



の対策が必要となる公算が高く、その分、公共投資の押し上げ効果は息が長いものとなろう。

こうした動きに加えて、2015年10月の消費増税後の景気の冷え込みを避けるために、2014年度も2013年度と同規模の補正予算が編成される可能性が高く、公共投資は長期にわたり堅調な推移が続くとみる。国土強靱化法のもと、インフラの老朽化対策が強化される方向にあるほか、東京では五輪を控えての交通網の再整備を実施する必要もあり、次回の補正予算も公共投資を中心とする編成になるとみており、2015年の公共投資も均せば緩やかな増加傾向が続くとみている。

### (6) 輸出は伸び悩みが続く

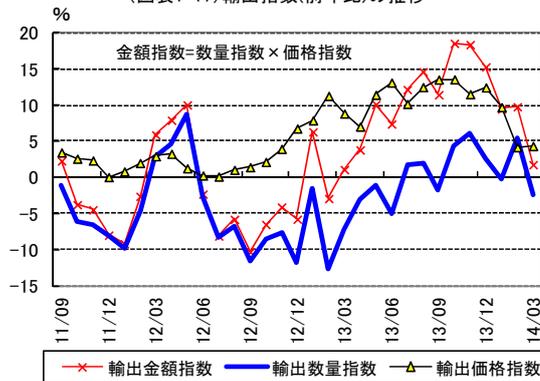
財務省の貿易統計によると、3月の輸出金額は前年比+1.8%と、2月の同+9.8%から伸び幅が縮小した(図表1-17)。輸出金額の伸び率を数量要因と価格要因に分解すると、輸出価格の伸び幅が同+4.3%と、2月の同+4.2%とほぼ同じ伸びとなった一方、輸出数量の伸び率は同▲2.4%と、2ヵ月ぶりにマイナスに転じており、数量ベースでの伸び悩みが続いている。

輸出数量が伸び悩んでいる大きな理由のひとつに、契約通貨ベースでの値下げが進んでいないことがある。輸出物価指数は、輸出企業が過去の円高局面でも製品の値上げに消極的であったことなどを背景に、2012年年央以降の円安局面において、契約通貨ベースの輸出物価はほとんど低下していない(図表1-18)。消費増税により、当面は国内個人消費の落ち込みが避け難いこともあり、多くの企業は輸出製品の価格をすえ置くことで海外分野から収益を上げる志向とみられ、価格引き下げに踏み切る動きは広がりを見せなくもなるとみている。

加えて、構造的な問題として、一部品目の国際競争力の低下と生産の海外移転も輸出の伸びを阻害しているとみられる。貿易総額に占める純輸出額の占率を示す輸出競争力指数を品目別に算出すると、映像記録・再生機器(VTR等)などの分野で中国製品が台頭していることなどから、日本の主力輸出品目の一つである電気機器の競争力が2005年以降、急激に低下している(図表1-19)。こうした状況では2013年度の総輸出のうち2割弱を占める電気機器の輸出の回復は見通し難く、全体の重しとなろう。

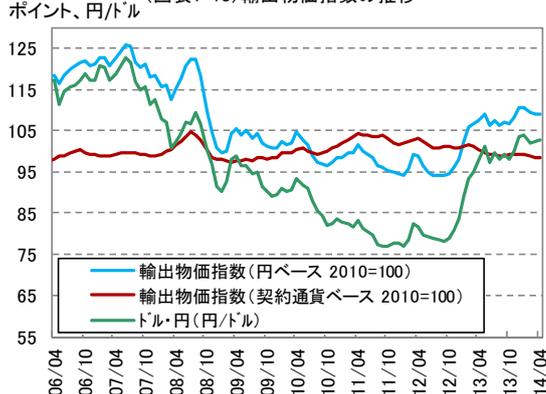
また、円高局面において為替相場の影響を受けにくくする狙いもあって、製造業が生産拠点を最終消費地に近い海外へシフトさせる動きが進んだことも、輸出数量の回復を鈍らせているものとみられる。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」を見ると、製造業の海外生産比率の上昇トレンドには歯止めがかかっていない。製造業では、為替変動に加え、不安定な電力が供給制約とな

(図表1-17) 輸出指数(前年比)の推移



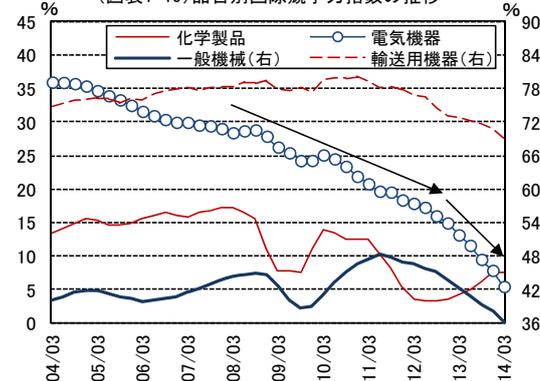
(出所)財務省「貿易統計」

(図表1-18) 輸出物価指数の推移



(出所)日銀「企業物価指数」・「外国為替市場」

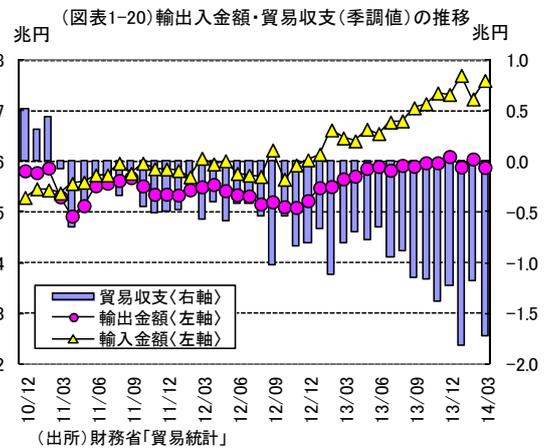
(図表1-19) 品目別国際競争力指数の推移



※国際競争力指数(貿易特化係数)=100×(輸出-輸入)÷(輸出+輸入)  
貿易統計より算出、両系列とも4四半期移動平均  
(出所)財務省「貿易統計」より明治安田生命作成

っている日本で生産を続けるインセンティブは低く、今後も海外生産を優先する可能性が高い。こうした構造的な要因に加え、中国をはじめとする新興国景気は軟調な推移が続くとみられることもあり、回復は力強さに欠ける展開を予想する。2014年度および2015年度の輸出の伸びは、いずれも前年比+3~6%程度の伸びにとどまるとみている。

輸入については、3月の輸入金額が前年比+18.1%と、17ヵ月連続で増加し、2月の同+9.0%から伸び幅が大幅に拡大した(図表1-20)。消費増税前の駆け込み需要を受け、一般機械や電気機器、原料別製品などが押し上げられたとみられ、今後、これらの品目では輸入の伸びは一服する可能性が高い。ただ、輸入の3割強を占める鉱物性燃料については、原子力発電所の再稼働の時期が、川内原発を除けば見通せない状況となっており、引き続き高水準の輸入が見込まれることなどから、貿易赤字の大幅な縮小は困難な状況が続くと予想する。

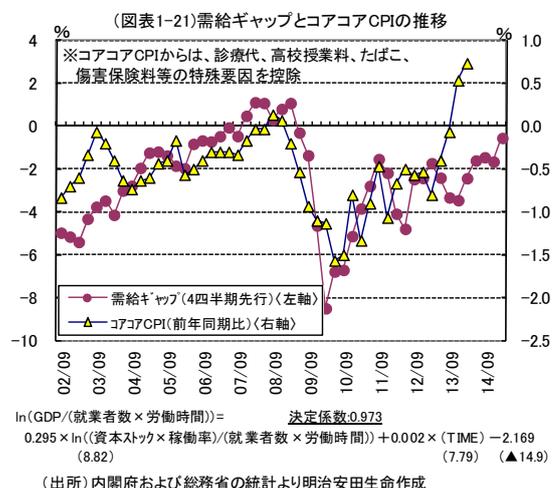


### (7) 消費増税の影響を除いた物価上昇ペースは鈍化へ

全国消費者物価指数(生鮮食品を除く消費者物価指数、以下コアCPI)は、昨年6月に14ヵ月ぶりにプラスとなり、その後もプラス圏内での推移が続いている。3月のコアCPIは、前年比+1.3%と、5ヵ月連続で1%を上回った。食料(酒類を除く)およびエネルギーを除く総合指数(以下、コアコアCPI)も、12月に同+0.7%まで伸び幅が拡大し、以降も同程度の伸びが続いている。消費増税実施後の全国CPIの発表はまだだが、先立って発表された東京都区部の4月中旬のコアCPI速報値は、前年比+2.7%と、3月の同+1.0%から伸び幅が1.7ポイント拡大している。一部品目で新税率適用が5月以降となることを考慮すれば、増税分のほぼ100%が価格に転嫁された計算となる。全国CPIについても、東京都と同様の押し上げを仮定すれば、前年比+3%を上回る公算が高い。

ただ、これまでの物価上昇は、コストプッシュ的な側面が大きい。消費者物価の川上にあたる企業物価指数は、円安の進行で輸入物価が上昇したことなどをを受け、11月には前年比+2.6%と、2008年10月以来の高い伸びを記録した。加えて、エネルギー価格の上昇も物価の押し上げに寄与している。円安による輸入価格の上昇に加え、火力発電の主要燃料である液化天然ガスの輸入に際し、震災以降、産ガス国から大きなマークアップを要求されていることもあり、エネルギー価格は前年比+5%を上回るペースで上昇している。

一方、需要サイドからのインフレ圧力は力強さに欠けている。当社では、1-3月期の需給ギャップは▲0.6%と試算している(図表1-21)。夏場以降、需要は消費を中心に再び回復に向かうとみるものの、マクロベースでは賃上げのペースが緩やかであることから、所得環境の改善の鈍さが安定的な需要創出の足かせになるとみている。需給ギャップの改善幅



は、今後も物価を押し上げていくほど強くないと予想する。また、家計の期待インフレ率についても、内閣府の「消費動向調査」からカールソン・パーキン法を用いて推計すると、消費増税の影響を含んでも前年比+1%程度にとどまっている（図表1-22）。

今後は、円安効果の一巡が見込まれるほか、エネルギー価格についても、2013年度の上昇幅が大きかった反動もあり、プラス寄与幅が縮小する可能性が高い。需給ギャップの改善や期待インフレの上昇ペースも鈍いものにとどまると予想しており、コアCPIの伸びは再び鈍化に向かうとみている。消費増税の影響を除けば、コアCPIは2014年度が前年比+1.2%程度、2015年度が同+1.0%程度の上昇となると予想する（図表1-23）。

### （8）早期追加緩和の可能性は遠のく

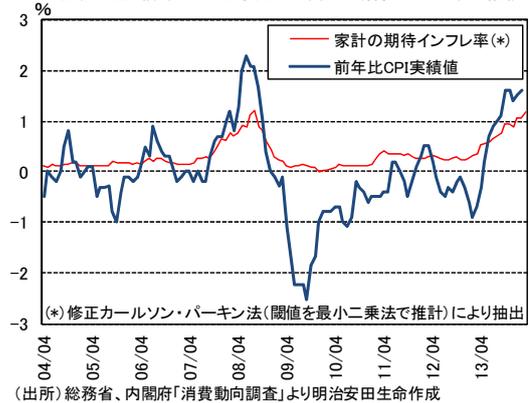
4月30日の展望レポートでは、これまで同様強気の物価見通しが提示された。その根拠が説得力ある形で展開されているとは言い難いが、日銀自身が強気の物価見通しを示し続けることで、市場のインフレ予想にプラスの影響を与えることを期待しているのだとしたら、今後円安効果の剥落で多少物価上昇率が下がったとしても、簡単には見通しを変えない可能性が高い。

日本人に根付いたデフレマインドは根強いものがある。価格.comの例でもわかるとおり、消費者がより低価格の商品を全国レベルで瞬時に検索できる時代になっていることを考えれば、日銀自身も指摘しているとおりで、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度は下がっている可能性が高い。QQEの実体経済への波及効果も疑わしいことから、たとえ金融緩和を強化しても、2%の安定的な達成は困難だろう。

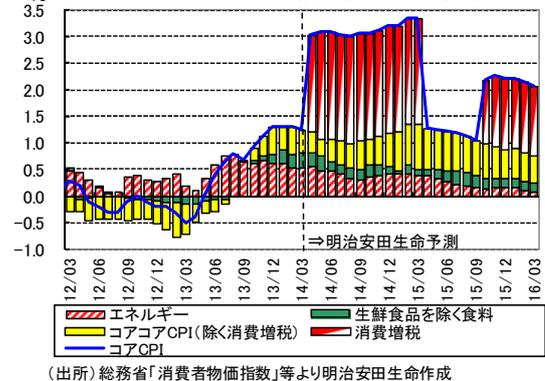
ただ、目標達成が困難であることが明確になるのは、便乗値上げの動きを含め、消費増税の影響がいったん完全に剥落する来年4月まで待つ必要があるかもしれない。一段の円安進行がなければ、14年度後半の物価上昇率は低下に向かう可能性が高いが、便乗値上げの動きもあるため、1%を割り込むレベルにまでプラス幅が縮小する可能性も低い。1%台を維持できれば、日銀の14年度の見通しの1.3%とそう大差があるわけではなく、現行の「物価安定の目標の実現に向けた道筋を順調に辿っています」とのスタンスは変えない可能性が高い。

年明け以降、見直し変更と追加緩和に踏み切るかどうかは、15年度の春闘交渉で、ベアの動きがさらに広がるかどうかポイントとなる。来年は、政府が法人実効税率の引き下げと引き換えに改めて賃上げを迫る展開も考えられるが、3月短観の計画どおり企業収益が冴えない結果となった場合、政府の要請にどれだけの企業が応えられるかは疑問である。来年春までには、金融政策にもなんらかの新たな動きがあると考えられるが、それが追加緩和という形をとるのか、目標の変更という形をとるのかは、現時点では見通しにくい。

（図表1-22）前年比CPIと家計の1年後の期待インフレ率の推移



（図表1-23）全国コアCPIの推移（前年同月比寄与度）



## (9) シナリオ分析

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

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

個人消費は、賃上げの鈍さに加え、さまざまな家計負担の増加の影響で、駆け込み需要の反動減が一巡した後も、回復ペースは鈍いものにとどまる。新興国景気の停滞と、下がらない輸出価格の影響で輸出も伸び悩み、結果として設備投資の回復も鈍いものとなる。異次元緩和の実体景気への効果は不透明なまま。株価は、過度な政策期待の反動で、上値が重くなるが、堅調な米景気に支えられ上昇基調は維持。為替は日米の金融政策の方向性の違いなどから緩やかなドル高。長期金利は日銀の追加緩和が予想されることから低位で推移も、潜在的な振れやすさが残る。

日経平均レンジ：13,000円～18,000円 10年国債利回りレンジ：0.40%～0.90%  
ドル・円レンジ：98円～110円、ユーロ・円レンジ：125円～145円

<サブシナリオ1>「アベノミクス」大成功で物価2%が実現(示現確率：20%)

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

日経平均レンジ：13,800円～20,000円 10年国債利回りレンジ：0.55%～1.50%  
ドル・円レンジ：100円～120円、ユーロ・円レンジ：130円～160円

<サブシナリオ2>財政不安の台頭で金融市場が混乱(示現確率：10%)

「アベノミクス」の成功でデフレ脱却への期待が高まるも、長期金利上昇に伴う利払い費の増加が逆に財政リスクとして意識され始める。日銀の金融緩和も事実上の財政ファイナンスとの受け止め方が広がる。金融市場では、株安、債券安、円安のトリプル安となり、景気は再び失速へ。金利の高止まりは容易に解消せず、スタグフレーション的な状況が長期にわたって続く。

日経平均レンジ：9,000円～16,000円 10年国債利回りレンジ：0.55%～3.00%  
ドル・円レンジ：95円～130円、ユーロ・円レンジ：130円～180円

<サブシナリオ3>世界同時不況の再来(示現確率：10%)

欧州では右翼勢力が台頭し、統合への道筋が不透明化。高債務国の金利が再び上昇に向かう。中国は、バブル崩壊的な経済の混乱に見舞われ、日本企業は大きな打撃を受ける。高利回りの投資商品に絡んだデフォルトや企業破綻が続出し、世界同時不況へ。

日経平均レンジ：9,000円～16,000円 10年国債利回りレンジ：0.20%～0.70%  
ドル・円レンジ：75円～105円、ユーロ・円レンジ：95円～145円

## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

1-3月期の米実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+0.1%と、10-12月期の同+2.6%から伸び幅が縮小した。ただ、記録的な寒波による悪影響の緩和に伴い、4-6月期は持ち直す可能性が高いとみる。歳出削減による下押し圧力が和らいでいるほか、家計のバランスシート調整が終了に向かうとみられることなどから、7-9月期以降も景気回復基調が続くと予想する。

個人消費は、雇用環境の改善傾向が続いていることなどから、堅調に推移するとみる。住宅投資は、在庫件数が低水準であることなどを背景に、回復に向かうと予想する。ただ、住宅ローン金利の上昇が抑制要因となることから、回復ペースは緩やかなものとみられる。

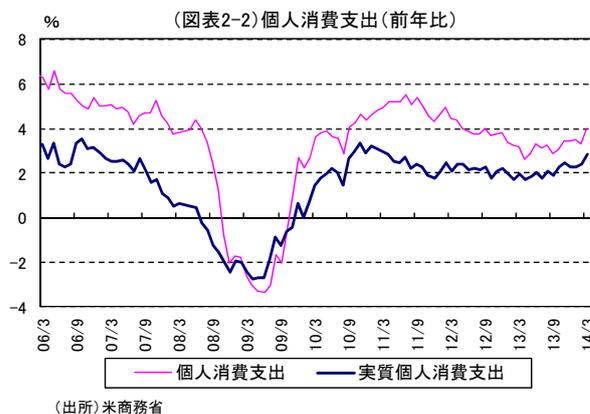
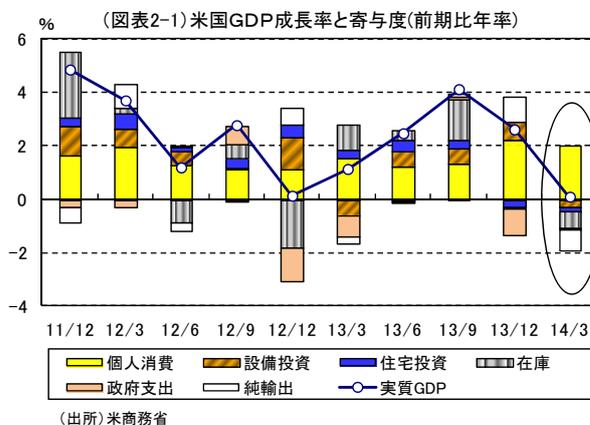
設備投資は、企業収益の改善などに支えられ、持ち直すともみているが、製造業の業況改善に力強さが欠けることや、外需も伸び悩むとみられることから、力強い回復には至らないと予想する。輸出は、新興国に景気減速懸念が残ることから、緩慢な回復にとどまるとみる。

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

#### （1）1-3月期は回復ペースが減速

1-3月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+0.1%と、10-12月期の同+2.6%から伸び幅が縮小した（図表2-1）。需要項目別に見ると、個人消費は同+3.3%→+3.0%と、光熱費や医療費が伸びた結果、堅調な推移となった。一方、住宅投資は同▲7.9%→▲5.7%と、大雪による悪影響もあり、2四半期連続で減少。設備投資も同+5.7%→▲2.1%と、機械投資が弱含み、4四半期ぶりに減少した。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は▲0.0%→▲0.6%とマイナス幅が拡大。輸出入はともに減少したが、輸出の減少幅が大きかったため、純輸出の成長率全体に対する寄与度も+1.0%→▲0.8%と、3四半期ぶりのマイナスとなった。政府支出は前期比年率▲5.2%→▲0.5%と2四半期連続で減少したものの、歳出の強制削減が緩和されたことなどから、マイナス幅は縮小した。

4-6月期は、記録的な寒波による悪影響の緩和に伴い、景気は持ち直す可能性が高いとみている。歳出削減による下押し圧力が和らいでいるほか、家計のバランスシート調整が終了に向かうとみられることなどから、7-9月期以降も景気回復基調



が続くと予想する。

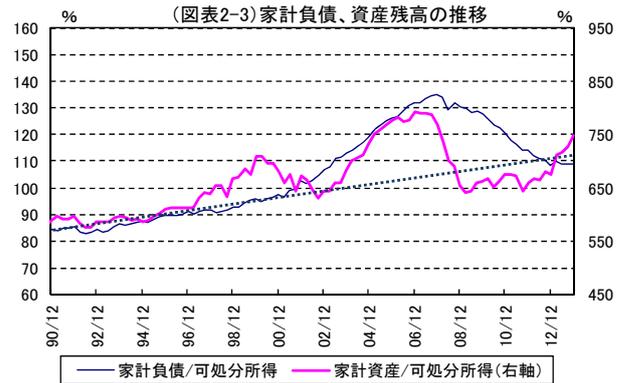
## (2) 個人消費は堅調に推移すると予想

米国の個人消費は、雇用環境の改善や株価上昇に伴う資産効果などを背景に、2009年央以降、回復傾向が続いている（図表2-2）。3月の実質個人消費支出は前月比+0.7%と、3ヵ月連続の増加となった。昨年末からの記録的な寒波の影響で、自動車販売などが落ち込んだ結果、年明け前後の個人消費は低調に推移したものの、大雪による悪影響の緩和に伴って、足元では持ち直している。

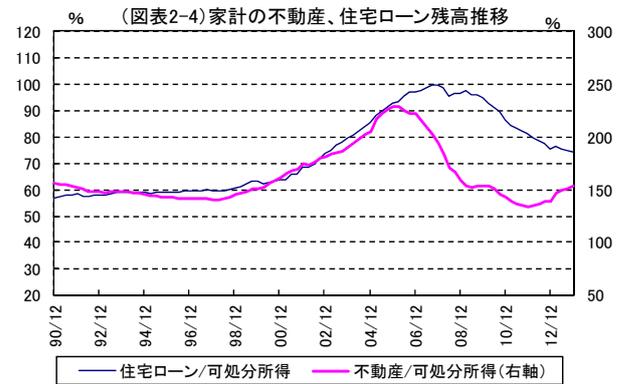
これまで安定的な個人消費の回復を阻害してきた家計のバランスシート調整も終了に向かっている。家計資産残高の対可処分所得比を見ると、住宅バブル崩壊とその後の金融危機によって、住宅価格が大きく下落した結果、同比率は大幅に低下した（図表2-3）。一方、資産価値の水準に見合うまで家計が負債削減を進めた結果、足元では家計負債の対可処分所得比が、過去の長期トレンドの水準まで戻っている。家計の不動産価値（対可処分所得比）を見ると、住宅ローン残高（対可処分所得比）に見合う水準をいまだに下回っているものの（図表2-4）、現行のペースで改善が進めば、2014年中ごろには住宅ローン残高は家計の不動産価値に見合う水準まで調整が進むとみられ、家計のバランスシート調整は最終局面を迎えているとみている。

資金循環勘定を見ると、2008年10-12月以降、家計部門は住宅ローンなどを中心に負債を削減してきたが、2011年中ごろから消費者ローンが増加に転じ、2012年10-12月期以降は負債全体でも増加に転じていることが分かる（図表2-5）。FRB（米連邦準備制度理事会）による銀行の消費者向け貸出態度調査では、3ヵ月前に比べて「緩くした」と回答した銀行が「厳しくした」と回答した銀行を上回った状況が続いており（図表2-6）、借入環境の改善が今後も個人消費を後押しするとみている。

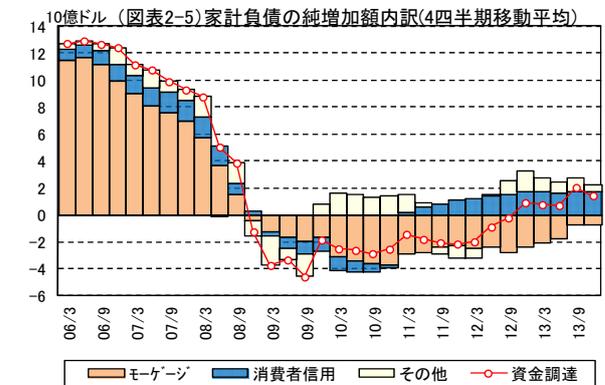
4月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が+28.8万人と、堅調さを示すメルクマールとなる20万人を3ヵ月連続で上回った（図表2-7）。建設や運輸、娯楽・宿泊などの業種が記録的な寒



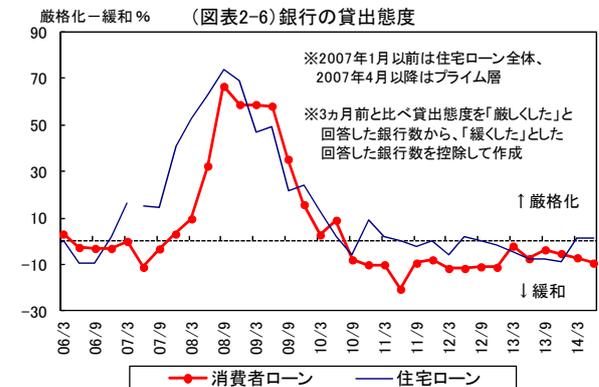
(出所) FRB、米商務省より明治安田生命作成



(出所) FRB、米商務省より明治安田生命作成



(出所) FRB



(出所) FRBより明治安田生命作成

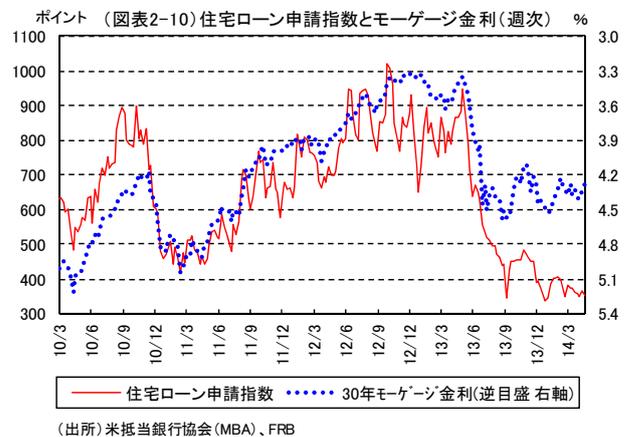
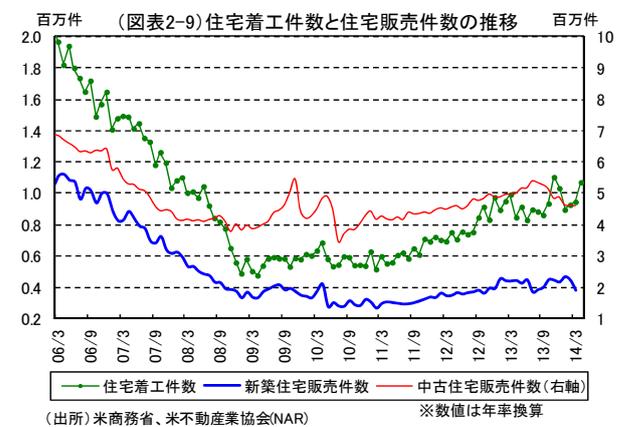
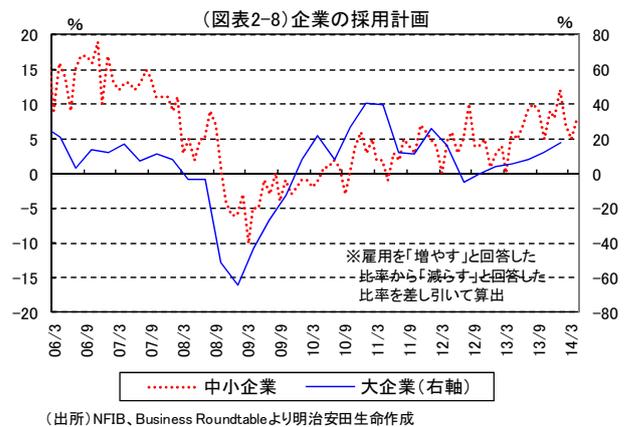
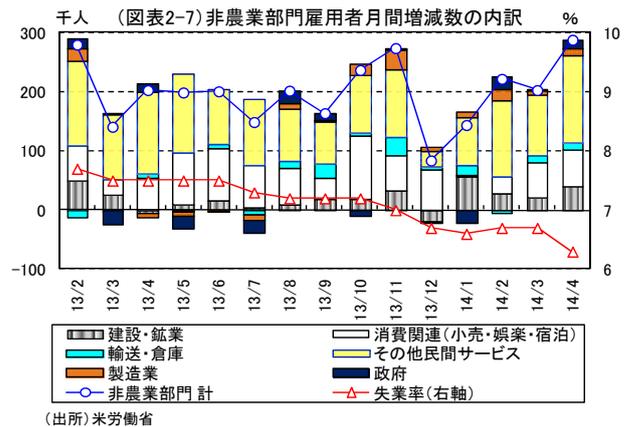
波による悪影響を受けた結果、昨年12月には増加幅が大幅に縮小したものの、その後は持ち直し傾向が鮮明になっている。大企業の経済団体であるビジネスラウンドテーブルの調査を見ると、今後の採用を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回っており、その比率は改善傾向で推移している（図表2-8）。中小企業の経済団体である全米独立企業連盟（NFIB）の調査でも、今後の採用を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回っており、これまで雇用回復をけん引してきた中小企業の採用見通しも引き続き底堅い。家計のバランスシートの正常化や借入環境の改善に加え、雇用環境が回復基調を強めていることなどから、今後の個人消費は堅調に推移すると予想する。

### （3）住宅投資は回復に向かうとみる

米国の住宅市場は2011年秋以降、堅調に推移してきたが、住宅ローン金利の上昇に加え、昨年12月以降に広範囲の地域を襲った記録的な寒波の影響で、足元の住宅着工件数の回復ペースは緩やかなものにとどまっている（図表2-9）。販売件数を見ても、新築住宅販売件数は2013年に入ってから横ばい圏で推移しているほか、中古住宅販売件数も昨年の夏場以降、減少傾向が続いている。

米抵当銀行協会（MBA）が公表する住宅ローン申請指数を見ると、2013年5月以降は低下傾向が続いている（図表2-10）。FRBのバーナンキ前議長が2013年5月の議会証言で、債券購入（QE3）縮小の可能性を示唆してから、住宅ローン金利が大きく上昇し、昨年の夏場以降は4%台で推移している。大雪の悪影響は緩和しつつあるものの、足元の住宅ローン金利は1年前と比べて100bp程度上昇しており、これが消費者の住宅購入意欲を抑制しているとみられる。

一方、住宅着工許可件数と住宅着工件数の推移を見ると、2012年央ごろから両者のかい離が目立つ（図表2-11）。住宅未着工件数を見ても、振れを伴いながらも増加傾向で推移しており、着工許可を受けたものの、着工待ちの住宅が増えているとみられる。要因としては、底堅い住宅需要を背



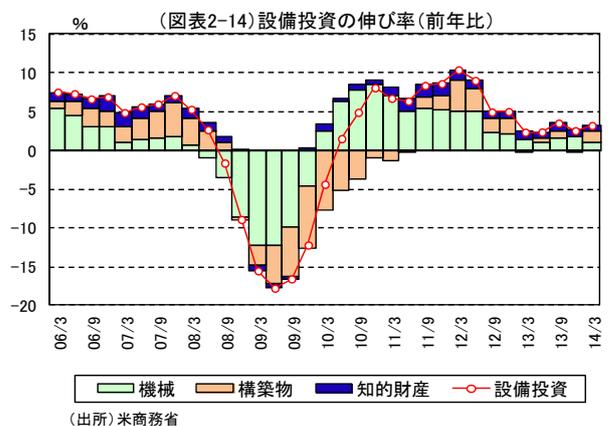
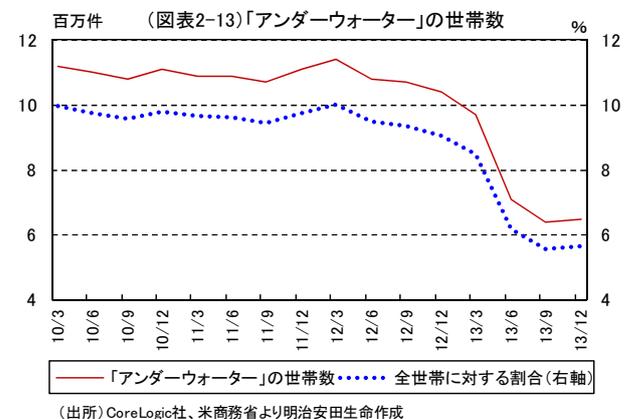
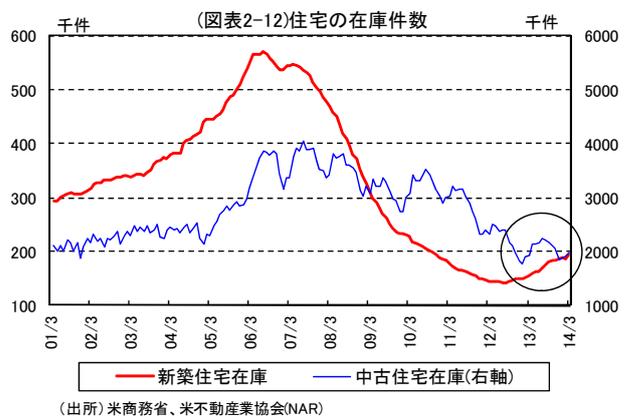
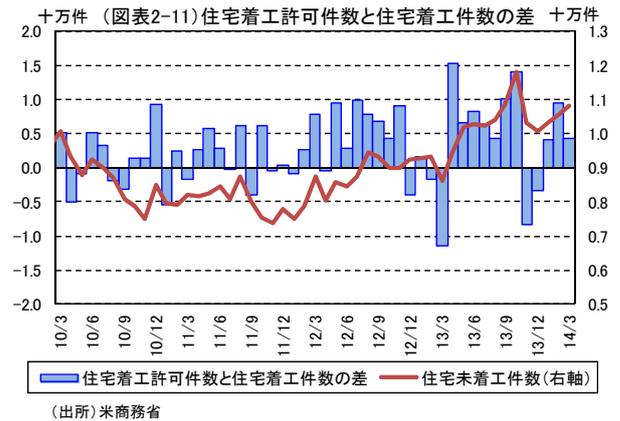
景とした建設資材や熟練建設労働者の不足があげられる。住宅の在庫件数を見ると、3月の新築住宅在庫件数は19.3万件と、住宅バブル期以前の30万件台を下回っている（図表2-12）。中古住宅の在庫件数も199万件と、住宅バブル期以前の低水準で推移しており、足元では在庫不足が住宅市場回復のネックになっているとみられる。ただ、今後は在庫不足による供給制約は徐々に解消に向かうとみている。住宅バブル崩壊後、家計の住宅資産価値が住宅ローン残高を下回る「アンダーウォーター」の状況が続いてきたが、2011年秋以降の住宅価格の上昇に支えられ、アンダーウォーターの世帯数は減少傾向で推移している（図表2-13）。持家の含み損が解消に向かうにつれ、持家の売り手が増えることによって、今後は住宅の供給が増加するとみられる。

FRBによる銀行の住宅ローン貸出態度を見ると、2007年から2010年央にかけては、貸出態度を3カ月前に比べ「厳しくした」と回答した銀行が「緩くした」という銀行を大きく上回ったが、その後は緩和的な状況が続いている（図表2-6）。住宅ローン金利が上昇するなかでも、銀行の住宅ローン貸出態度が引き締められたわけではなく、住宅金融へのアクセス改善が引き続き住宅市場の回復を後押しするとみられる。雇用環境の改善や在庫件数が低水準であるほか、緩和的な金融環境に支えられ、住宅金融へのアクセスがすでに改善していることから、今後の住宅投資は回復に向かうとみている。ただ、住宅ローン金利上昇による下押し圧力が残ることから、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

#### （４）設備投資は緩やかな回復へ

米国の設備投資は、2009年中ごろから持ち直し傾向が続いているが、足元では弱含んでいる。2014年1-3月期の実質設備投資は前期比年率▲2.1%と、4四半期ぶりに減少した。前年比ベースで見ても、2013年以降は+2~3%台の伸びにとどまっている（図表2-14）。

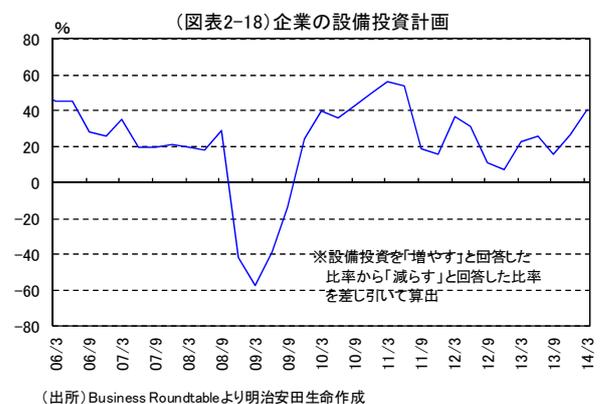
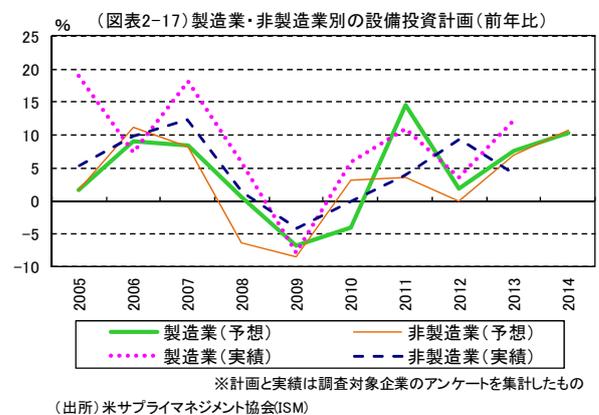
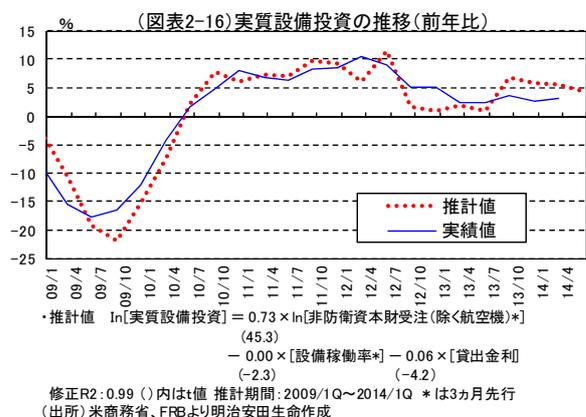
設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）を見ると、3月は前月比+3.5%と、



2ヵ月ぶりに増加した（図表2-15）。ただ、2013年夏場以降は、新興国の景気減速のほか、財政交渉への懸念や記録的な寒波などを背景に、一進一退の推移が続いている。企業の生産活動を見ても、回復ペースは鈍いものにとどまっている。4月の鉱工業生産は前月比▲0.6%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。設備稼働率も78.6%と、3ヵ月ぶりの低下となり、記録的な寒波などを背景に、電気・ガスなどの公益事業が全体を押し上げてきた効果はすでに剥落している。非防衛資本財受注（除く航空機）、設備稼働率、銀行の企業貸出金利を説明変数とする当社試算では、目先の設備投資は伸び悩む可能性が示される（図表2-16）。

一方、米サプライマネジメント協会（ISM）が集計する企業の設備投資計画を見ると、製造業、非製造業ともに2014年の設備投資を増やす予定となっている（図表2-17）。ビジネスラウンドテーブルが公表する大企業の設備投資計画に関する調査でも、今後の設備投資を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回り、改善傾向が続いている（図表2-18）。

設備の保有期間を見ると、リーマン・ショック以降は長期化傾向が続いており（図表2-19）、既存設備の更新需要は底堅いとみられる。S&P500株価指数を構成する米企業の1-3月期業績は今のところ増益率が前年比一桁台の低い伸びにとどまっているが、4-6月期以降の業績見通しでは、企業収益は改善する見込みであり、年後半以降は、企業収益の持ち直しも設備投資の回復に寄与するとみている。ただ、企業収益（税引前利益）の推移を業種別に見ると、2013年以降、製造業の収益は低調に推移している（図表2-20）。金融や小売・卸売などの収益が全体を押し上げる傾向が続いており、比較的規模の大きい設備投資が必要とみられる製造業に大きな期待はできない。企業収益の改善や、設備の更新需要などに支えられる形で、今後の設備投資は持ち直すともみているが、製造業の回復には力強さが欠けるほか、新興国景気の減速から外需も伸び悩む展開が予想され、力強い回復には至らないと予想する。



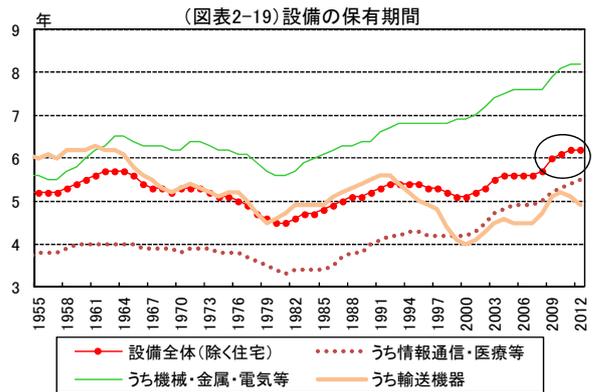
### (5) 輸出は緩慢な回復にとどまるとみる

米国の輸出は、2009年以降、回復傾向が続いてきたが、新興国景気の減速などを背景に、足元では停滞気味の推移となっている。IMF（国際通貨基金）が4月に発表した世界経済見通しでは、世界の実質GDP成長率は2014年が前年比+3.7%から同+3.6%、2015年が同+4.0%から同+3.9へと、いずれも下方修正された。中国やウクライナ情勢で揺れるロシアなどの新興国の景気には先行き不透明感が残る。

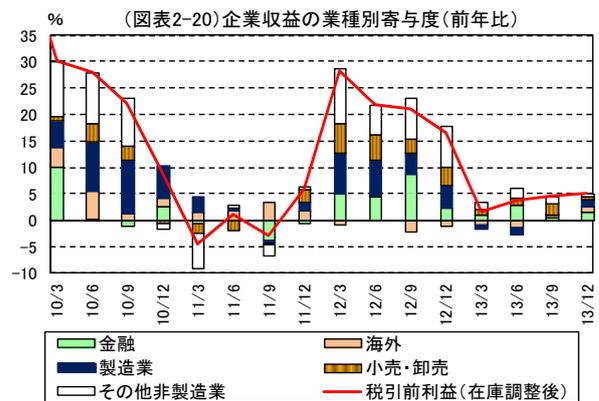
一方、企業景況感を示すISM製造業景況指数のうち、内訳項目である輸出受注指数を見ると、4月は57.0と、2ヵ月連続で上昇した（図表2-21）。非製造業の輸出受注指数を見ても、4月は57.0と、活動の拡大と縮小の境目である50を4ヵ月ぶりに上回っており、改善の兆しが出ている。輸出財の伸びに対する輸出相手国別寄与度の推移を見ると、自動車などの輸送機器などを中心に、欧州向けの輸出が回復傾向で推移している（図表2-22）。新興国の景気回復ペースが鈍いものにとどまるなかでも、中国、メキシコ向けの輸出も回復が続いており、輸送機器の需要は底堅い。ただ、FRBは今後も資産購入策の縮小を継続する方針であり、新興国からの資金流出圧力への懸念は引き続き熾り続けるとみられる。欧州景気は回復傾向が続いており、輸出先に占める割合が高い欧州向けが今後も米国の輸出を下支えするとみているが、中国を中心とする新興国に景気減速懸念が残ることから、今後の輸出は緩慢な回復にとどまると予想する。

### (6) 利上げは2015年後半を予想

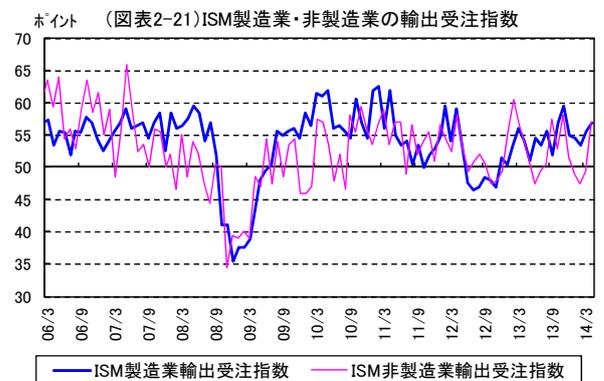
FRBは1月から毎月の資産買い入れ額を100億ドル縮小（MBS400億ドル→350億ドル、米国債450億ドル→400億ドル）したのに続き、2,4,5月にもそれぞれ100億ドル縮小（MBSと米国債を各50億ドル）し、毎月の資産購入は450億ドル（MBS200億ドル、米国債250億ドル）となった（図表2-23）。4月29-30日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）の声明文では、「労働市場の改善が継続し、インフレが長期的な目標（ゴール）である2%に再び向かう」という委員会の予想が今後得られる情報で概ね裏



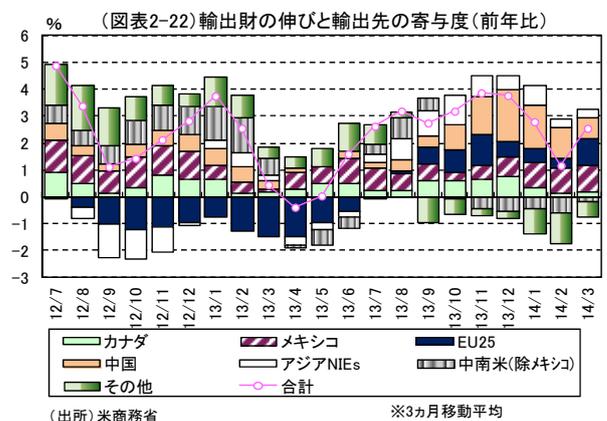
(出所)米商務省



(出所)米商務省



(出所)米サプライマネジメント協会(ISM)



(出所)米商務省

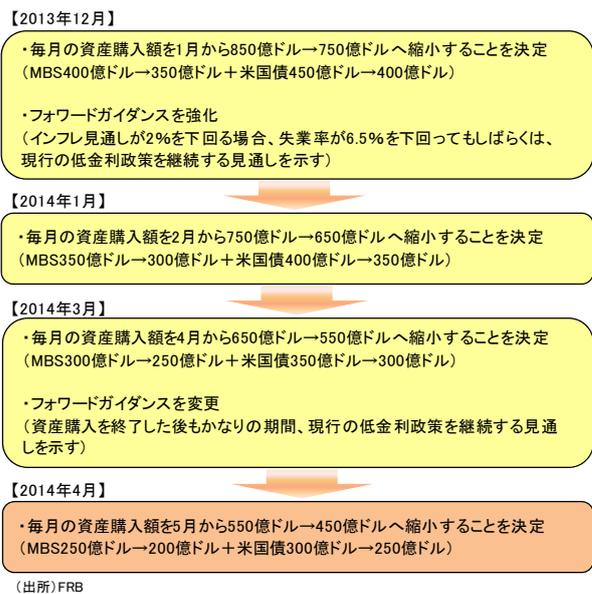
※3ヵ月移動平均

付けられれば、委員会は今後の会合で、いっそう慎重に資産購入ペースを縮小させる可能性が高い」の一文がすえ置かれ、資産購入の縮小を続ける方針は維持された。雇用環境の改善傾向が続いており、FRBは今後もFOMC毎に100億ドル程度の縮小ペースを維持するとみられる。年間のFOMCの回数（8回）を勘案すると、資産購入は秋ごろに終了する可能性が高いとみている。

一方、低金利政策の先行きを示すフォワードガイダンスについての表現は、3月のFOMC声明文で「少なくとも失業率が6.5%を上回るとともに、インフレ見通しが2.5%を超えない限り」という一節が撤回された。加えて、「失業率が6.5%を下回った後もしばらくは」の一節も「資産購入が終了した後もかなりの期間」へと変更され、今後

は定性的な判断を重視する姿勢が示された。3月のFOMCで更新されたFOMC参加者によるFFレート予想では、2015年末と2016年末の中央値がいずれも上方修正（2015年末0.75%→1.00%、2016年末1.00%→2.25%）されたものの、FRBのイエレン議長は記者会見で「雇用とインフレが目標に合致する水準に近づいた後も当面、短期金利を長期的に正常とみなす水準よりも下に維持することが適切」と述べ、低金利政策を長期にわたって継続する姿勢を示したのに加え、雇用者数や失業率のほか、非自発的パートタイマー、長期失業者、賃金といった幅広い指標の改善は不十分との見方を強調している。労働市場の幅広い指標の改善に加え、インフレ率が目標（ゴール）とする2%に向かうことを確認できるまで、FRBは現行の超低金利政策を継続するとみており、利上げの時期は2015年後半と予想する。

（図表2-23）最近のFOMC（米連邦公開市場委員会）



### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏景気は持ち直し傾向が続いている。南欧諸国では、内需は今後も弱含んだ状況が続くとみられることから、景気の回復ペースは緩慢とみている。ただ、けん引役であるドイツ景気が今後も堅調に推移するとみられるため、ユーロ圏景気の改善は続くと予想する。

個人消費は、企業業績の回復により、雇用環境が緩やかに持ち直すとみられることなどから、緩やかな回復が続くと予想する。

企業生産は、個人消費の回復と、主要輸出先の英米の景気改善に伴い、今後も増加傾向で推移するとみられる。銀行貸出態度の厳格化ペースも和らいでいることから、民間固定投資も緩やかな回復が続くと予想する。

政府支出は、各国の緊縮策の影響により、今後も抑制された状況が続く可能性が高い。

ECB（欧州中央銀行）は、デフレ懸念に対処するため、6月の政策理事会で政策金利、預金ファシリティ金利をそれぞれ10bp引き下げると予想する。

#### （1）ユーロ圏景気は持ち直し傾向が持続

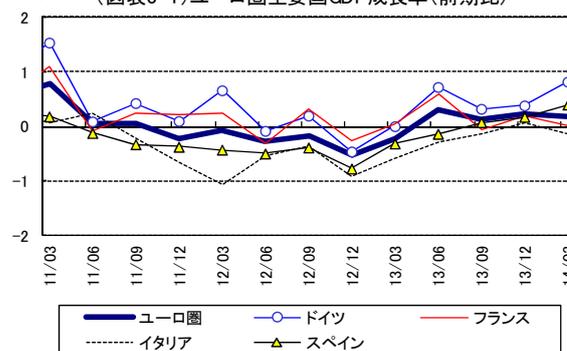
ユーロ圏景気は持ち直し傾向が続いている。1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比+0.2%と、4四半期連続でプラス成長となった（図表3-1）。国別の成長率を見ると、ドイツ（10-12月期:同+0.4%→1-3月期:同+0.8%）、スペイン（同+0.2%→同+0.4%）は伸び幅が拡大したものの、イタリア（同0.1%→同▲0.1%）がマイナスに転じたほか、フランス（同0.3%→同0.0%）がゼロ成長となった。

フランスやイタリアは、失業率の上昇傾向が続いているほか、労働コストの高止まりに伴い価格競争力の改善が進まないことから、今後も景気回復ペースは鈍い状態が続くとみている。スペインは労働市場改革により賃金抑制を進めた結果、価格競争力の改善が進んでおり、輸出の回復が成長のけん引役になるとみられる。ただ、依然として失業率の水準は高く、同じく回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。ドイツは暖冬の影響で建設投資が強く伸びたとみられる反動で、4-6月期は減速するとみるが、企業業績が改善していることから、今後は雇用環境の回復ペースが加速するとみられ、ユーロ圏は引き続きドイツがけん引役となる形で、回復傾向が続くと予想する。

#### （2）個人消費は緩やかな回復が続くと予想

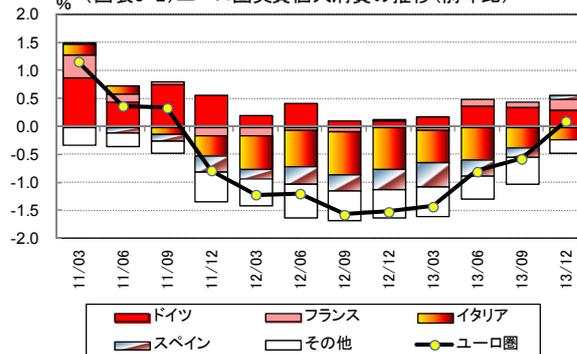
ユーロ圏の実質個人消費は2012年10-12月期以降マイナス幅の縮小傾向が続いており、昨年10-12月期には前年比+0.1%と、9四半期ぶりにプラスとなった（図表3-2）。国別に見ると、ドイツやフランスの個人消費がプラスで推移しているのに加え、スペインがプラスに転じたほか、イタリアもマイナス幅が縮小している。GDPベースの

（図表3-1）ユーロ圏主要国GDP成長率（前期比）



（出所）各国統計局

（図表3-2）ユーロ圏実質個人消費の推移（前年比）



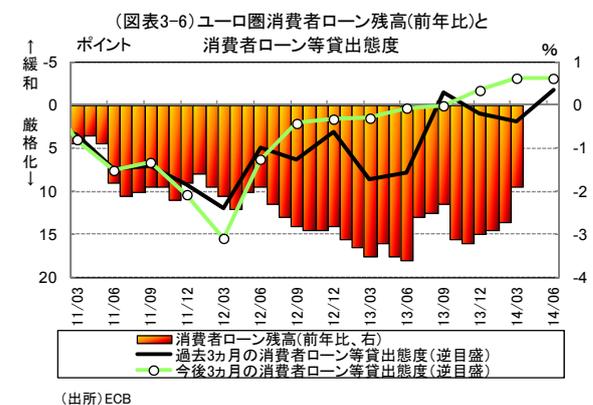
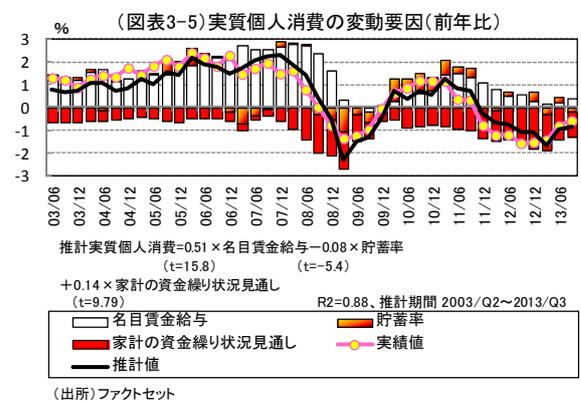
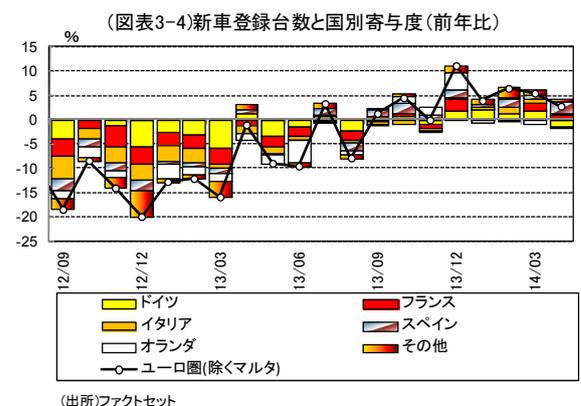
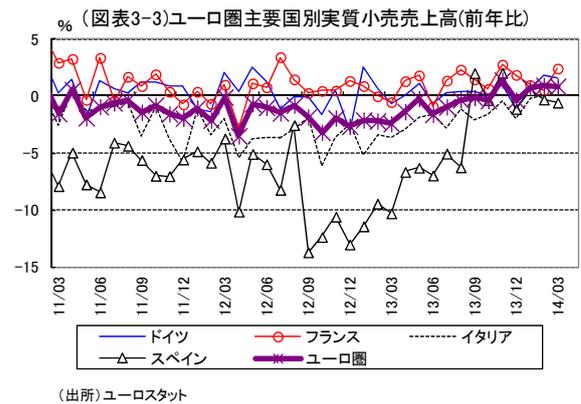
（出所）ファクトセット

個人消費の動きに近い動きを示す実質小売売上高の推移を見ても、2012年秋以降、緩やかな持ち直し傾向が続いている（図表3-3）。

一方、小売売上高に含まれない自動車の売上動向について、ユーロ圏新車登録台数（除くマルタ）を確認すると、2013年以降持ち直しているものの、今年に入ってからは増加ペースが鈍化している（図表3-4）。背景には、フランスにおける1月からのVAT（消費税に相当）引き上げ（19.6%→20.0%）に伴う駆け込み需要の反動減や、昨年末までのオランダの自動車税免除（電気自動車、ハイブリッド車）による押し上げ効果の剥落があるとみられる。

名目賃金給与、貯蓄率、家計の資金繰り状況見通し（消費者信頼感指数の構成項目で、今後1年の家計の資金繰り状況を問うもの）を説明変数として実質個人消費を推計すると、家計の資金繰り状況見通しが改善しているのに加え、足元では所得環境の悪化に歯止めがかかっていることが個人消費の持ち直しに寄与していることが示されている（図表3-5）。

家計の資金繰り状況見通しが改善している背景には、2012年9月に発表された新しい国債買入策(OMT)をはじめ、ECB が緩和的な金融政策をとってきたことにより、金融市場が安定してきたことがある。ECBの貸出態度調査で、過去3カ月の消費者ローン等の貸出態度を見ると、2012年半ば以降、貸出態度は厳格化のペースが和らいでおり、4月の調査では緩和に転じている（図表3-6）。今後3カ月の貸出態度を見ても、3四半期連続で「緩和する」と回答した銀行の割合が「厳格化する」と回答した銀行の割合を上回っており、消費者ローンは持ち直しつつある。ECBは今後追加緩和を実施するとみられているほか、銀行同盟始動前の5月に行なわれるストレステストが終了すればさらなる貸出態度の緩和が期待され、個人の借り入れ状況を改善することで、耐久消費財を中心とする消費を下支えするとみている。加えて、昨年スペインの自動車販売を押し上げた自動車販売促進策（中古車からエコカーへの買い替えに対し、政府と自動車メーカーから計2,000ユーロを補助）については、すでに追加で1.75億ユーロの予算が投入



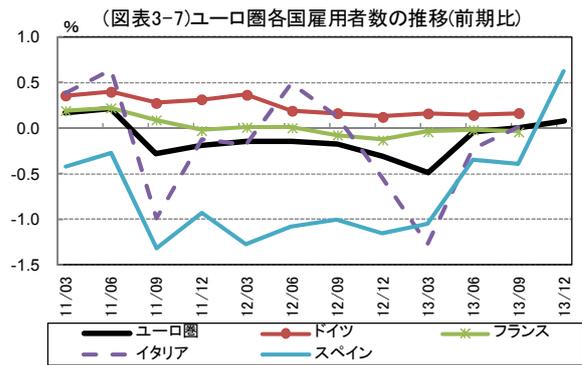
されていることも、自動車販売の持ち直しに寄与するだろう。

雇用環境は持ち直しの兆しが出てきている。失業率の推移を見ると、フランスやイタリアの失業率が上昇傾向で推移する一方、ドイツやスペインの失業率が低下傾向で推移しており、ユーロ圏全体の失業率も悪化傾向に歯止めがかかりつつある。雇用者数にも底打ちの兆しが出てきた。昨年10-12月のユーロ圏の雇用者数は、前期比+0.07%と、小幅ながら2四半期連続で増加した(図表3-7)。雇用環境の改善の背景には、企業業績の持ち直しがある。ユーロ圏の営業余剰(前年比)の推移を見ると、輸出が回復しているドイツがけん引する形で、3四半期連続の増加となった(図表3-8)。ドイツの輸出の約15%を占める米国や英国の景気回復が続いていることから、外需主導の景気回復による企業業績の改善が、雇用の改善を通じて個人消費に波及し、さらに企業業績を押し上げるという好循環の実現が期待できるとみている。

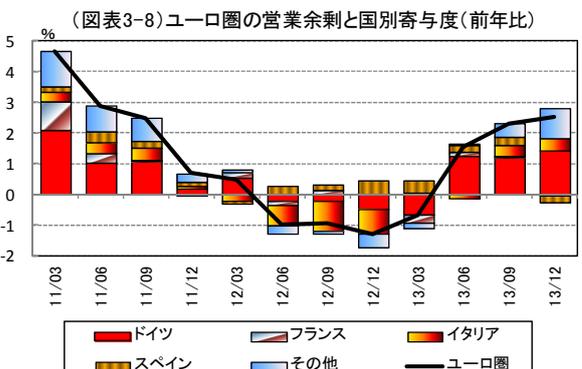
スペインの企業業績の回復軌道はまだ安定していないが、政府の労働市場改革の効果も後押しとなり、採用意欲は徐々に改善に向かうとみている。一方、フランスやイタリアの企業業績はゆっくりと持ち直しているものの、構造改革の遅れから、労働コストが高止まりしており、採用意欲は改善しづらい(図表3-9)。もっとも、ユーロ圏全体で見れば、雇用環境が緩やかに持ち直すとみられるほか、消費者マインドも改善傾向で推移するとみられることから、ユーロ圏の個人消費は緩やかな回復傾向が続くとみる。

### (3) 固定投資は緩やかな回復が続く

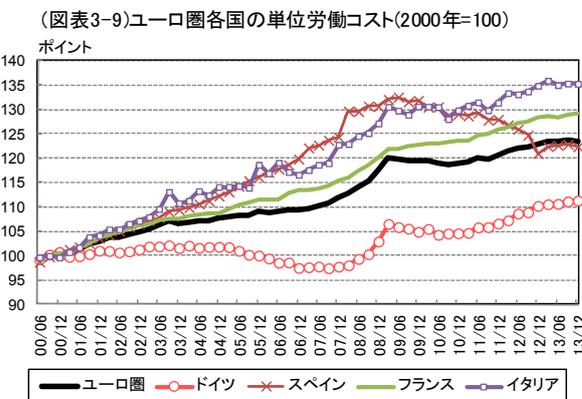
ユーロ圏の固定投資(前年比)は、昨年4-6月期以降、持ち直し傾向で推移しており、昨年10-12月期は8四半期ぶりにマイナスを脱した(図表3-10)。企業の生産活動を見ると、ドイツがけん引する形で2012年11月を底に持ち直し傾向が続いており、昨年9月以降はプラス圏に浮上している。背景には、個人消費が緩やかに回復していることや、輸出が持ち直しつつあることがある。生産活動の回復を背景に、設備稼働率も、昨年以降は緩やか



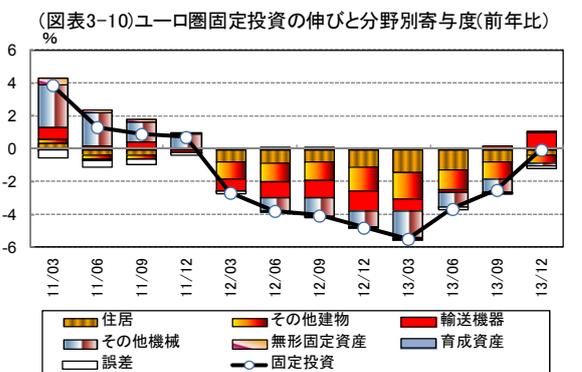
(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット



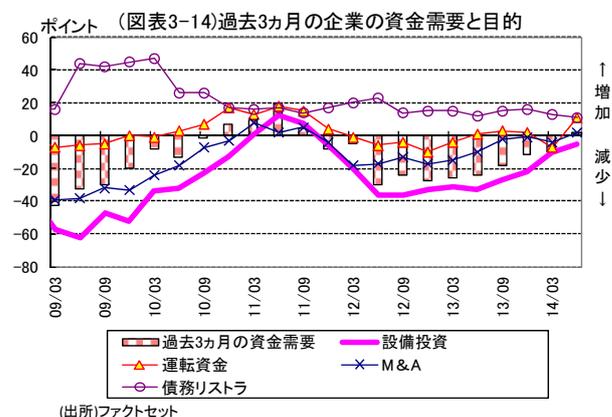
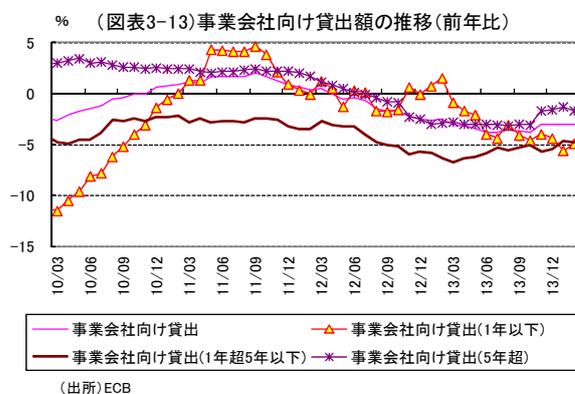
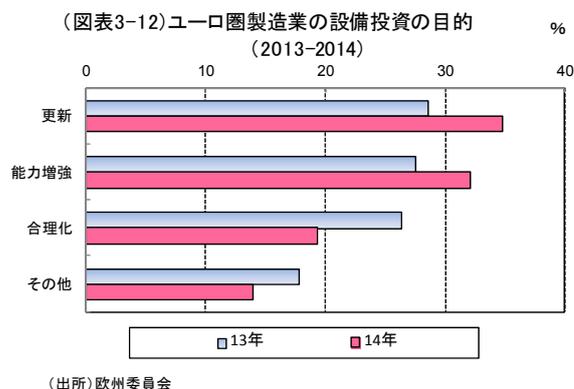
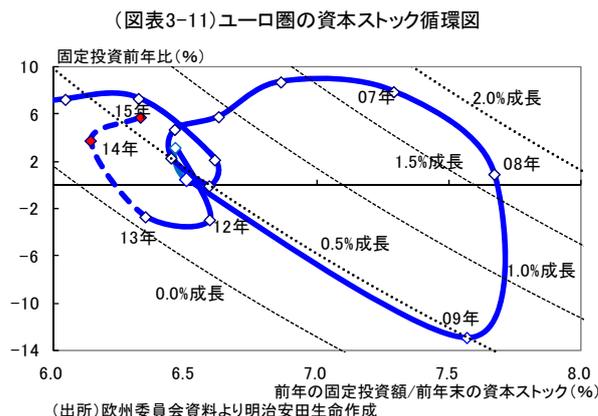
(出所)ファクトセット

ながら上昇傾向が続いており、設備過剰感は和らぎつつある。企業の生産活動の回復に伴い、企業業績も改善している。輸出は今後も回復傾向での推移が見込まれるほか、消費者マインドの改善に加えて、今後は企業業績の回復が雇用の改善を通じて個人消費を押し上げるとみられることから、企業の生産は今後も緩やかな増加傾向が続くとみている。

欧州委員会が発表するデータを用いて資本ストック循環図を作成し、固定投資を推計すると、2009年はリーマン・ショック後の世界同時不況により、企業の期待成長率が大幅に低下したことから、0.5%程の期待成長率に見合う水準まで設備投資が減少した(図表3-11)。2010年、2011年も設備投資はおおよそ0.5%の期待成長率に沿って推移しているが、2009年に資本ストック調整が進んだことから、2年連続で固定投資は増加している。2012年、2013年は緊縮財政の強化を背景に、期待成長率がゼロに向かって低下し、固定投資は前年比マイナスにとどまった。ただ、2014年、2015年は、過去2年で資本ストックの調整が進んだとみられることもあり、固定投資は増加する可能性が高いとみている。

欧州委員会が発表する設備投資計画を見ても、企業は2014年の設備投資を緩やかに増やす計画となっている。同調査で示される設備投資の目的では、2014年はコスト削減を目的とした合理化投資の割合が減少し、更新や能力増強を目的とする投資の割合が高まっており、企業の生産が改善傾向で推移する様子を示している(図表3-12)。

一方、ECBが発表する事業会社向けの貸出額の推移を見ると、依然として減少傾向で推移しているものの、マイナス幅の拡大には歯止めがかかる兆しが出てきた(図表3-13)。同じくECBが発表する銀行貸出態度調査では、貸出態度を「厳しくした」と回答した銀行の割合が、依然として「緩くした」と回答した銀行の割合を上回っているものの、景気や産業・個別企業の見通しの改善により、厳格化のペースは徐々に和らいでいる。銀行監督一元化を前に、欧州銀行監督機構(EBA)が5月に実施するストレステストが終了すれば、貸出態度の厳



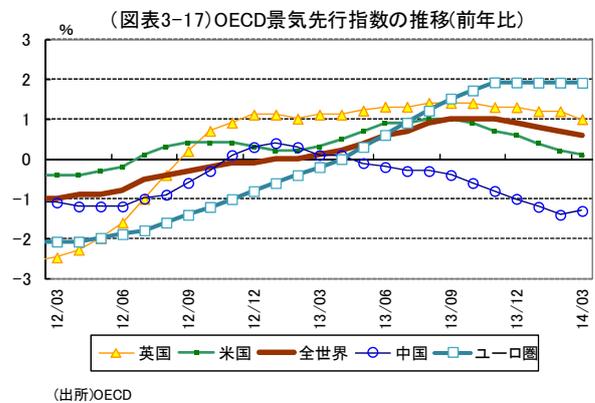
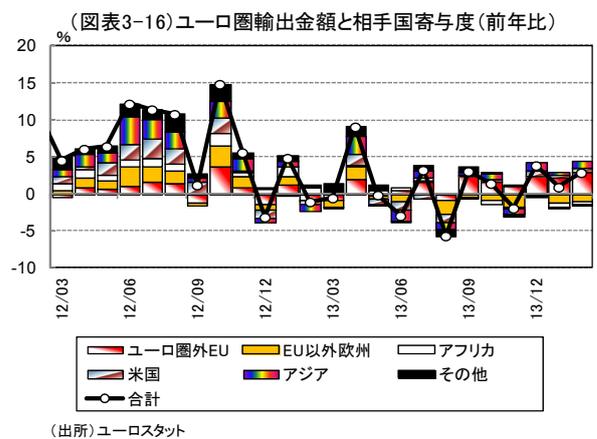
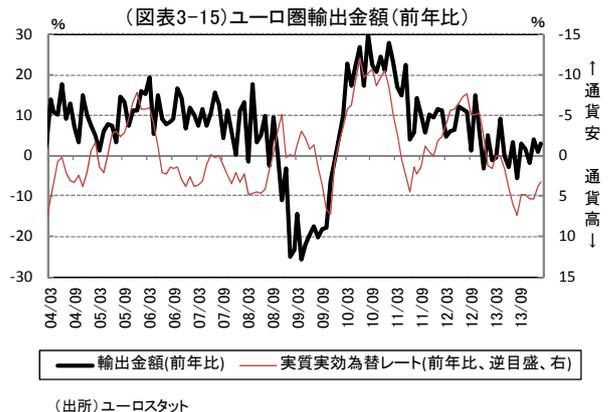
格化の動きはさらに和らいでいくとみている。

企業の資金需要も持ち直しに向かっている。ECBの調査によれば、過去3カ月の企業の設備投資目的の資金需要が「増加した」と回答した銀行の割合から「減少した」と回答した銀行の割合を引いた数値はマイナス幅の縮小傾向が続いている（図表3-14）。ユーロ圏の個人消費は回復しているのに加え、輸出の回復傾向が続くと考えられることから、企業生産は今後も上向くとみられる。銀行貸出態度の厳格化ペースも和らいでいることもあり、ユーロ圏の固定投資は緩やかな回復が続くと予想する。

#### （４）輸出の回復ペースは緩やかと予想

ユーロ圏の輸出は、実質実効為替レートが急速にユーロ高方向に進んだことなどを背景に、2012年秋以降低調に推移してきたが、昨年秋以降は持ち直しつつある。過去6ヵ月（2013年9月～2014年2月）の輸出累計額は前年比+1.7%と、緩やかに増加した（図表3-15）。ユーロ圏の輸出を輸出先別（前年比）に見ると、約18%を占めるEU以外欧州向けの輸出の伸びに対する寄与度が▲0.9%、フランス、イタリア、スペイン等南欧諸国の主要輸出先であり、約7%を占めるアフリカ向けの寄与度が▲0.3%と、それぞれ全体を押し下げている（図表3-16）。一方、全体の3割を占めるユーロ圏外EU向けは、英国向けを中心に昨年9月以降全体を大きく押し上げており、寄与度は+2.1%と力強い伸びとなった。

OECD（経済協力開発機構）が発表する景気先行指数（6ヵ月先行）を見ると、2013年3月以降、前年比プラス圏で推移している（図表3-17）。主要輸出相手国別では、中国に力強さが欠ける一方、米国と英国はプラス圏での推移が続いている。ユーロ圏の輸出に占める割合（2013年）は、中国が6.4%であるのに対し、米国と英国はそれぞれ11.7%、12.5%と、ともに二倍近い。ここ10年で中国向け輸出が最も減少した2009年1月でも、前年比▲25.4%の大きな落ち込みとなったものの、寄与度は▲1.1%にとどまっている。中国向け輸出が全体を大きく押し上げていた2012年中ごろからすでに1年以上が経過していることもあり、現状懸念される程度の中国景気の鈍化では、ユーロ圏輸出のさらなる押し下げ効果は限定的であるとみられ、米英景気回復によるプラスの影響を上回るとは考えづらい。米英景気の回復に支えられる形で、輸出は今後も緩やかな増加が続くと予想する。



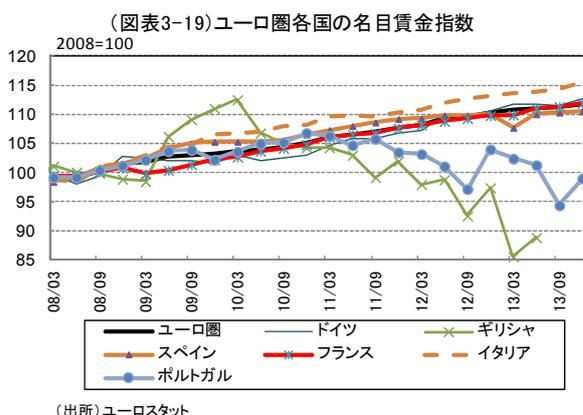
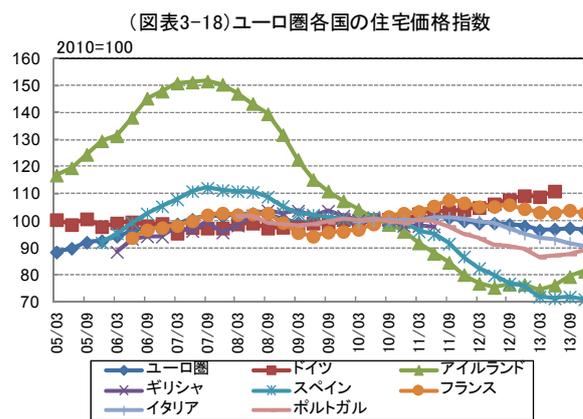
## (5) ECBはマイナス金利に踏み切ると予想

ECBは5月8日の政策理事会で、政策金利を0.25%にすえ置いた。ドラギ総裁は理事会後の記者会見で、「緩やかな景気回復が続いている」と述べ、景気判断を変更しなかった。ただ、物価については、「インフレ率が長期間にわたり低水準にとどまったのち、緩やかにしか上昇しない」と述べ、上昇ペースは鈍いとの認識を示したほか、「(食品やエネルギー価格以外の低インフレ率の要因として) 為替のほか内需や雇用の弱さがある」とも述べ、ユーロ高がインフレ率に与える影響に懸念を示した。

同総裁は、「理事会は次回行動することに違和感がない」と述べたほか、「事前にコミットしないというのは終わった」とも述べ、事実上来月の追加緩和を予告するという異例の発言を行なった。ECBはもはや追加緩和なしでは許されない状況に自らを追い込んだ形であり、6月に政策金利を0.25%から0.15%、預金ファシリティ金利を0%から▲0.1%にそれぞれ10bpずつ引き下げると予想する。マイナス金利は、ユーロ高を抑制する効果のほか、銀行がECBに預けている余剰資金にペナルティーが課せられることから、南欧諸国を中心に銀行融資を促進する効果も期待される。一方、QE(量的緩和)については、ユーロ圏は18カ国で構成され、どの国の国債を購入するか判断が難しいほか、ABS(資産担保証券)についても市場規模が小さいため、意見の一致は引き続き難しいとみられる。

## (6) ユーロ圏がデフレに陥る可能性は低い

当社では、ユーロ圏がデフレに陥る可能性は低いとみている。足元のCPIの伸び幅縮小は、エネルギー価格の下落に加え、ユーロ高などが背景にある。このほかにも、周辺国を中心に家計のバランスシート調整が遅れていることや賃金の低下、銀行の貸出能力の弱さなどの問題が大きく影響しているとみている。家計のバランスシート調整について住宅価格を見ると、スペイン、アイルランドなどの周辺国では、2008年以降大幅に下落しているものの、そのほかの国では、リーマン・ショック前の上昇が小幅であったことから、底堅く推移している(図表3-18)。賃金については、ギリシャなどでは競争力改善のため、名目賃金指数が大きく低下しているが、企業業績が回復しているドイツがけん引役となり、ユーロ圏全体では、上昇傾向で推移している(図表3-19)。銀行の貸出スタンスについては、企業業績が回復していることや、銀行同盟など銀行の健全化に向けての取り組みも進んでいることもあり、銀行貸出態度の厳格化は和らぎつつある。ユーロ圏全体では景気が緩やかながら持ち直しているほか、ECBは早い段階で、緩和的な金融政策をとっていることなどから、現時点でユーロ圏全体がデフレに陥る可能性は低いとみている。



### (7) 英国経済は今後も堅調に推移すると予想

英国の1-3月期実質GDP成長率（速報値）は、前期比+0.8%と、5四半期連続のプラス成長となった（図表3-20）。業種別では、建設業（10-12月期:同▲0.2%→1-3月期:同+0.3%）がプラス転換したほか、サービス業（同+0.8%→同+0.9%）、製造業（同+0.6%→同+1.3%）の伸び幅が拡大するなど、幅広い業種で改善した。

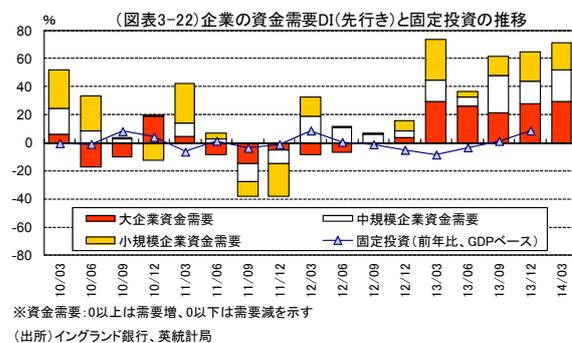
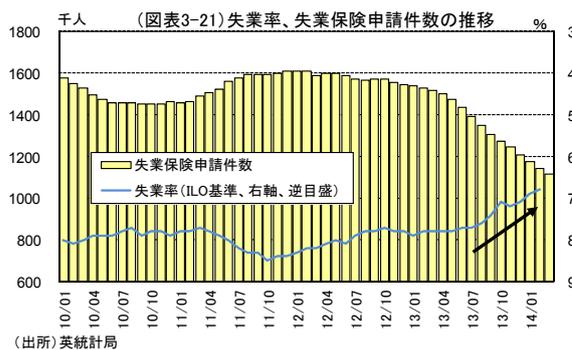
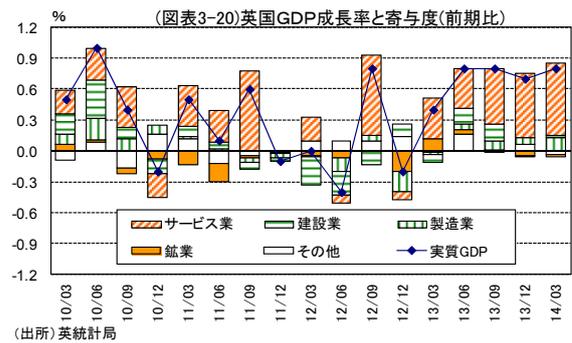
個人消費は堅調に推移し、景気回復をけん引している。1-3月期の小売売上高は前年比+3.5%と、10-12月期の同+2.5%から伸び幅が拡大した。雇用環境の改善や住宅価格の上昇に伴う資産効果が消費を下支えしている。雇用環境を見ると、失業保険申請件数の減少が続いているほか、失業率1-3月に6.8%まで低下、イングランド銀行（BOE）が当初のフォワードガイダンスで初回の利上げ時期の目安としていた7.0%を下回った（図表3-21）。

商工会議所が発表する四半期経済調査の雇用期待指数は、製造業が過去最高、サービス業も2007年以来の高水準まで改善しており、今後も雇用環境の改善傾向が続くとみられる。一方、住宅価格は、BOEの貸出促進策から住宅向け貸出が対象外となったほか、住宅ローンの借り手に金利上昇の際の返済能力証明を義務付ける規制が導入されたことから、足元で伸びが鈍化しつつある。住宅価格上昇による資産効果が弱まるとみられることから、今後の個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

固定投資は、住宅投資の回復などを受け、10-12月期が前期比+1.9%と、4四半期連続でプラスとなった。BOEの信用状況調査によると、1-3月期は住宅購入や企業向けの貸出が拡大したほか、4-6月期には大企業と中規模企業を中心に資金需要が拡大する見込みである（図表3-22）。今後は、住宅投資の緩やかな減速を設備投資が補う形で、固定投資の回復が続くと予想する。

一方、輸出回復の動きは鈍い。1-3月期の輸出額は前期比▲2.3%と、10-12月期の同+0.4%からマイナスに転じている。主要輸出先であるユーロ圏の景気回復ペースが緩慢であるほか、英国の労働生産性の向上が遅れており、価格競争力の改善が進んでいないことなどから、今後も輸出は伸び悩む展開が続くとみている。

5月の金融政策委員会（MPC）は、政策金利（0.5%）、資産買い取り枠（3,750億ポンド）ともにすえ置かれた。同月発表のBOEの物価レポートにおいて、利上げ前に、経済の余剰生産能力を一段と解消する余地があるとの認識が示されたほか、インフレ率が長期にわたり目標値（2.0%）を下回るとされていることから、BOEは当面緩和的な金融スタンスを維持、初回の利上げは2015年春ごろと予想する。



## 4. 中国経済見通し

### 〈要 約〉

中国景気は弱含んでいる。政府は、投資がけん引する高成長路線から消費主導の安定成長路線への構造転換をめざしているが、個人消費の伸びが緩慢なものにとどまっていることや、不良債権問題も長引く見通しであることなどから、当面停滞気味の推移が続くとみている。実質 GDP 成長率は、2015 年にかけて、7%前半を中心とした推移が続くと予想する。

#### (1) 中国景気は停滞気味の推移が続く

中国の 2014 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+7.4%と、2013 年 10-12 月期の同+7.7%から伸び幅が鈍化し、2012 年 7-9 月期以来の低い伸びとなった(図表 4-1)。固定資産投資の鈍化が続いていることや、輸出の低迷が足を引っ張っているとみられる。

中国政府は、投資がけん引する高成長路線から、消費主導の安定成長路線への構造転換を進めているが、いまだに投資が経済を下支えしている構造は変わらず、個人消費の伸びは緩慢なものにとどまっている。高利回りの投資商品に絡んだ不良債権問題も長引く見通しであり、中国景気は当面停滞気味の推移が続くとみている。2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+7.4%、2015 年が同+7.3%と予想する(図表 4-2)。

#### (2) 内需を中心に鈍い動きがみられる

企業マインドの持ち直しペースは鈍い。国家統計局が発表している製造業 PMI (購買担当者指数) は、年明け以降持ち直しているものの、4月は50.4と、3月の50.3から小幅な上昇にとどまっている(図表 4-3)。構成項目のなかでは、内需の弱さから新規受注指数が小幅な改善にとどまったほか、生産指数の落ち込みが目立っている。

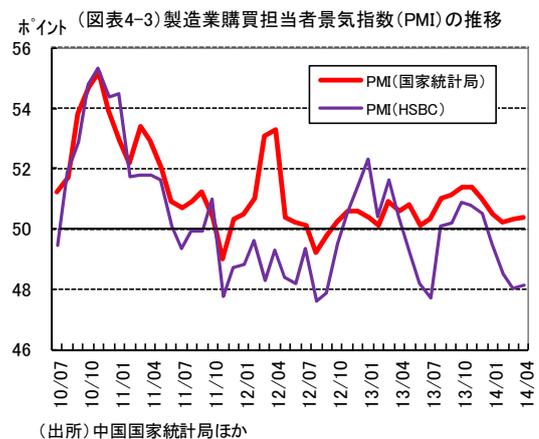
企業規模別に見ると、大型と中型企業の PMI は改善傾向で推移する一方、小型企業の PMI は回復が遅れている。また、中小企業が主な対象となる HSBC の製造業 PMI も4月は48.1と、3月の48.0から小幅な改善にとどまり、4ヵ月連続で50を下回った。中小企業の業況が依然として厳しい状況にある様子が示されている。

鉱工業生産は、鈍化傾向が続いている。景気支援策の下支えなどを背景に、昨年中には10%台に達した時期もあったものの、年明け以降は8%台にとどまっている(図表 4-4)。品目別に見ると、



(図表4-2)中国実質GDP成長率予測

前年比(%)	12年	13年	14年(予測)	15年(予測)
実質GDP成長率	7.7	7.7	7.4	7.3



乗用車の伸びが年明け以降大きく落ち込んだことや、粗鋼や銑鉄の伸びが緩やかに縮小傾向となっていることが全体の伸び鈍化につながっている。

1-4月の固定資産投資は前年比+17.3%と、2013年の同+19.6%から大きく鈍化した(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)(図表4-5)。業種別では、年明け以降建設の伸びは上昇傾向となっているものの、不動産など、他のインフラ関連業種の伸び悩みが固定資産投資の鈍化につながっている。

生産の回復の遅れの背景には、過剰生産能力問題がある。中国政府は、鉄鋼やアルミなどの過剰生産能力解消を進めており、こうした業種では、今後も生産の伸び加速は見込みにくい。不動産価格の抑制スタンスを崩していないことから、固定資産投資についても弱含みの推移が続くとみているが、4月に中国政府が打ち出した、エネルギーや情報など80事業に対し、民間投資を認める方針が下支えするとみられることから、緩やかな減速にとどまると予想する。

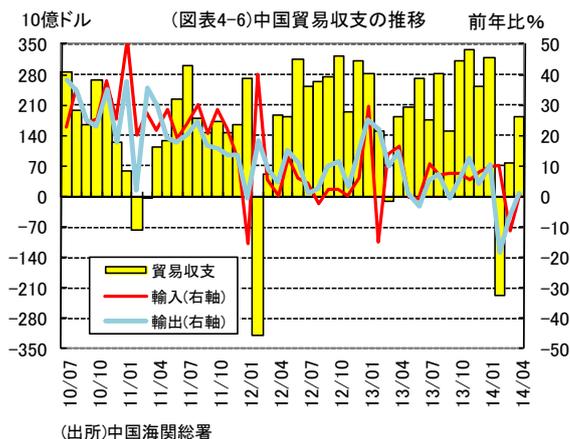
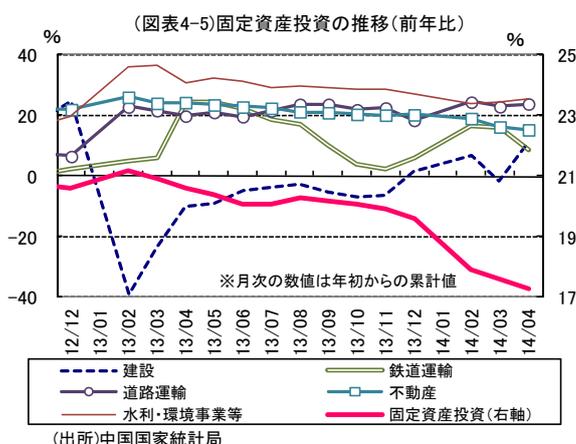
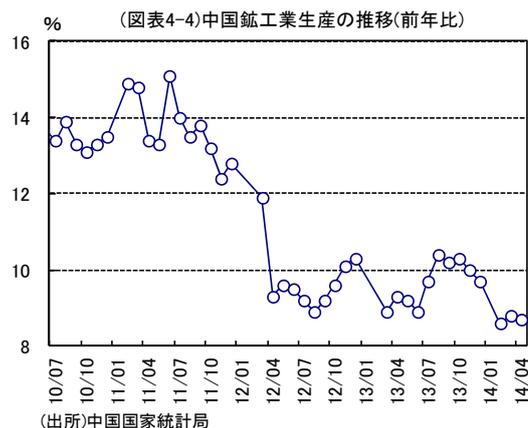
政府は、公共交通網の整備を進め、2020年までに人口の60%(2012年末時点で52.6%)を都市住民とする都市化推進策を掲げているものの、具体的な動きがみられないことから、当面生産の伸びは10%を下回る推移が続く可能性が高いとみている。固定投資は引き続き20%未満の伸びにとどまると予想する。

### (3) 輸出は今後持ち直しへ向かう

4月の輸出は前年比+0.9%と、2ヵ月ぶりの増加となった(図表4-6)。香港向け(3月:同▲43.6%→4月:同▲31.4%)が4ヵ月連続の二桁マイナスとなっているが、これは、前年に輸出を装って投機的資金を持ち込む水増し輸出が横行しており、今年はその分が剥落した影響が大きい。昨年5月以降、中国政府は投機的資金の流入の取り締まりを強化しており、こうした歪みは今年の5月以降解消されるものとみている。

他の地域(国)別では、堅調な米国向け(同+1.2%→同+12.0%)や景気が持ち直しているEU向け(同+8.8%→同+15.1%)はプラス幅が拡大した。日本向け(同+11.0%→同+2.6%)のプラス幅が縮小しているが、2ヵ月連続で増加している。ただ、日本向けに関しては、日中関係の悪化による前年の落ち込みの反動が現れていることを割り引いてみる必要がある。

2月中旬以降進行していた人民元安は、5月以降下げ止まりの動きもみられる(図表4-7)。人民元は1月末から4月末までに▲3.6%下落した。人民元安誘導の背景には、元高を見込んだ投機的資金の流入を抑制する狙いのほか、価格競争力の上昇など、輸出企業の支援目的もあると考えられる。



ただ、対米関係上、元安政策の持続にはおのずと限界があることから、早晚緩やかな元高基調へ戻ると予想する。したがって、元安誘導による輸出への追い風は、今後さほど期待できないものの、堅調な米国向けや、景気が改善傾向にある欧州向けが下支えとなって、今後の中国の輸出は持ち直し傾向で推移するとみている。

#### (4) 個人消費は力強さに欠ける

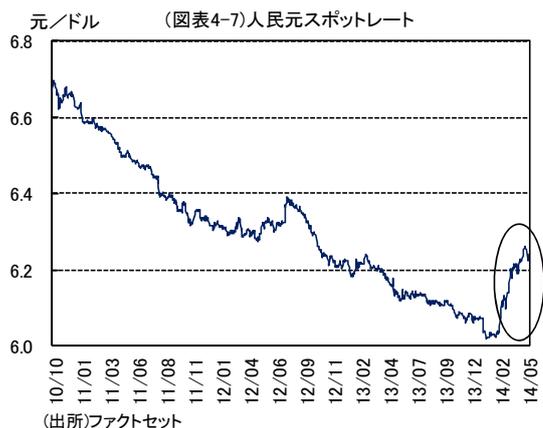
名目ベースの小売売上高は、年明け以降前年比+12%前後で推移しており、2013年通年の同+13.1%を下回っている(図表4-8)。品目別(名目ベース)に見ると、日用品、被服・靴・帽子、娯楽用品などの非耐久財を中心に伸びが鈍化傾向となっているほか、金・宝石等は前年に大幅に増加した反動で、今年は減少傾向にある。家具や建築材料など一部の耐久財も、2012年以降弱含んでいる。

昨年2月に打ち出された習近平政権による「綱紀粛正」の方針(ぜいたく禁止令)の影響は、今年の2月以降和らぐとみていたが、3月になっても個人消費に上向き兆しはみられない。3月の全人代では、綱紀粛正の継続が強く発せられていたこともあり、今後も個人消費は力強さに欠く展開が続くと予想する。

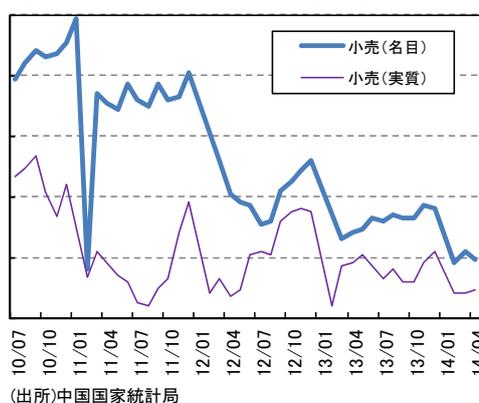
乗用車販売台数は、昨年7月以降6ヵ月連続で二桁の伸びが続いていたが、年明け以降、1,3月は一桁の伸びに落ち込むなど、伸び悩みが明らかになりつつある(図表4-9)。今後も、深刻な大気汚染を抑制するため、新車購入制限などの規制を実施することが乗用車の需要下押し要因となるとみている。一方、中国財政省は2月に、大気汚染対策として、2015年末に終了予定の電気自動車向け補助金施策を2016年以降も継続する旨を発表した。もともと、2014年に補助金額を10%削減する予定だったが、削減率を5%に縮小することもあわせて発表された。ただ、施策はあっても、充電スタンド自体が足りていないなど、インフラ面での整備が追い付いておらず、中国での電気自動車販売は伸び悩んでいる。自動車販売は、2014年を通じて緩やかな回復にとどまるとみている。

#### (5) 住宅価格は下がりにくい状況が続く

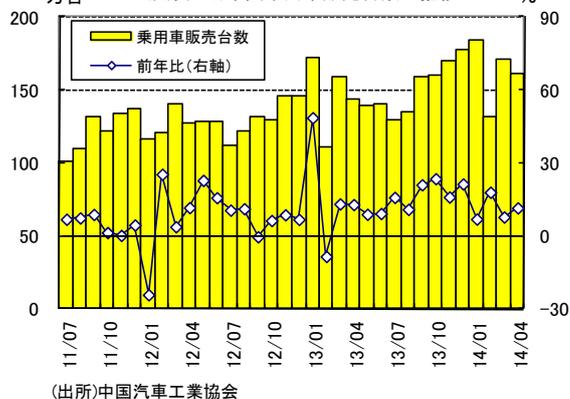
主要70都市の新規住宅価格を見ると、2013年11月以降、前月から価格が上昇した都市数は徐々に減少傾向にあるが、依然として50以上の都市が上昇している。70都市合計の前月比(ロイター集計)では、3月が+0.2%と、小幅の上昇となり、上海や北京など大都市を中心に下がりにくい状況が続



(図表4-8) 中国小売売上高の推移(前年比)



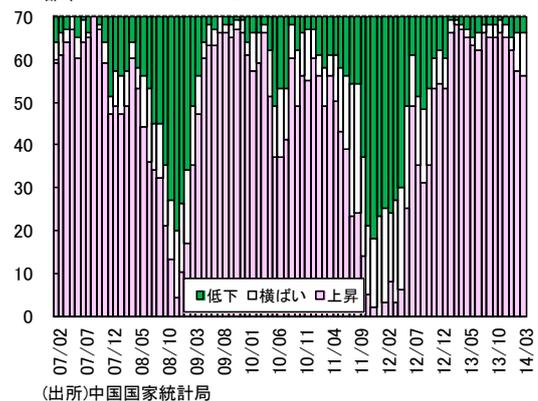
(図表4-9) 中国乗用車販売台数の推移



いている（図表4-10）。中央政府は、住宅価格が小幅に上昇している都市部を中心に、2件目の住宅購入の際の頭金比率や住宅ローン金利の引き上げ、不動産融資の厳格化、600万戸以上の低所得者向け住宅の建設計画を打ち出すなど、不動産価格抑制策を持続している。

ただし、地方政府にとっては、不動産の売却収入が主たる収益源の一つとなっていることから、不動産価格の下落は資金繰りの悪化につながりかねないというジレンマも抱えている。地方政府の借り入れの5割強は銀行からの融資で、場合によっては銀行が巨額の不良債権を抱える結果にもつながる。こうした金融システムの脆弱性もあって、中国政府は不動産価格の動向をにらみながら、柔軟な政策対応をとってくる可能性が高い。住宅価格は、当面下がりにくい状態が続くとみている。

都市（図表4-10）新規住宅価格変動別都市数の推移

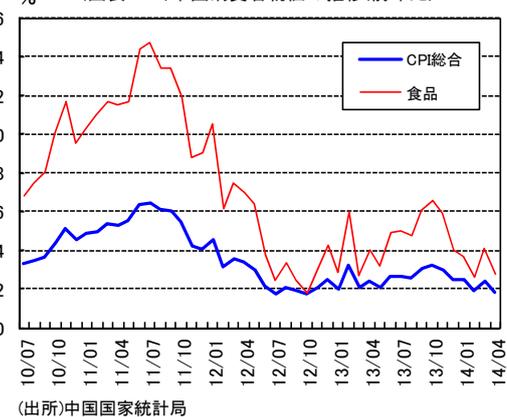


### （6） 年末までに預金準備率を引き下げ

内外需ともに弱含むなか、CPI（消費者物価指数）は、10月をピークに食品価格の上昇幅が縮小したことを主因として、伸びが鈍化傾向にある（図表4-11）。4月は前年比+1.8%と、2012年10月以来の1%台となった。中国政府の2013年の物価抑制目標である3.5%前後を大幅に下回っており、インフレ圧力は弱まっている。

CPIの内訳を見ると、食品では、天候要因による野菜価格の上昇圧力が11月以降緩和したことや、豚肉価格のマイナス幅が拡大したことが伸びの鈍化につながっている。

（図表4-11）中国消費者物価の推移(前年比)



景気が減速気味の推移となるなか、インフレ圧力が和らいでいることで、金融緩和への期待感が高まっている。人民銀行は、4月に農村部にある一部の商業銀行などの預金準備率を引き下げることを決定した。預金準備率の引き下げが行なわれるのは2012年5月以来のことで、農村部の流動性緩和を通して経済を下支えすることを狙っているとみられる。人民銀行は、今般の預金準備率の引き下げ措置は、「穏健な金融政策」の変更ではない、すなわち基本的な金融政策のスタンスの変更を意味するものではないと言及しているほか、李首相も大規模な景気刺激策は打たないとの姿勢を示している。ただ一方で、周総裁は4月に「金融政策の微調整を行う」と言及しているほか、5月には人民銀行から発表された為替政策報告書において、「時宜に適った微調整を伴う穏健かつ安定的な金融政策」の実施を表明している。さらなる流動性促進のため、年末までに都市部の大手銀行の預金準備率の引き下げに踏み切るとみている。

### （7） 大規模な景気刺激策が実施される可能性は低い

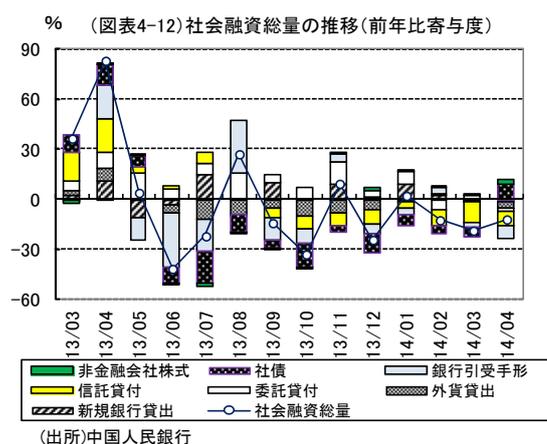
4月のM2は前年比+13.2%と、2013年通年の同+13.6%と比べるとやや鈍化している。3月には2012年4月以来の12%台まで鈍化した。銀行経由の貸出である人民元建て新規融資も4月は前年比▲

2.2%と、2ヵ月連続の減少となった。

实体经济の流動性の目安とされる社会融資総量（融資のほか、株式・債券発行、信託ローン、銀行の簿外融資等含む）は、4月が同▲12.1%と、3ヵ月連続の減少となっている（図表4-12）。過去1年間のうち、8回でマイナスとなっており、当局によるシャドーバンキング抑制の動きが維持されている影響とみている。

4月2日、国务院常务会议にて景気支援策が発表された。内容は、零細企業への所得税優遇政策拡大や、中西部を中心とした鉄道建設の加速など。16日には、農村部を中心とした預金準備率の引き下げや、起業や雇用を支援・促進する税制優遇の拡大などが発表された。比較的小粒な支援策にとどまったことから、市場ではさらなる景気刺激策への期待が高まったものの、当局は政府直営メディアや政府要人を通じ、大規模な景気刺激策は打たないとの見解を示している。そもそも、過剰生産能力問題は、2009年に政府によって打たれた大規模景気刺激策によって引き起こされた面があり、同じ轍を踏まないとする中国当局の意志がうかがえる。今後の景気支援策も小規模なものにとどまると予想する。

一方、当面は金融システムの安定が優先的に取り組まれる課題になろう。足元では、理財商品や信託商品といった高利回りの投資商品のデフォルト懸念が金融システムの安定性を脅かす事態となっている。1月には、信託会社が銀行を通じて販売した高利回りの信託商品（シャドーバンキングの一つとされる）のデフォルト懸念が高まった。ただ、このような投資商品を取り巻く資金ルートは不透明であることが多く、デフォルトした際の国内外への影響度合いが測りかねるとみられることから、本件に関しては、詳細は明かされないまま第三者の買い取りによってデフォルトは回避された。一方、社債市場では3月に初めてのデフォルトが発生した。本件については、当局が救済措置を行なわなかったことで、モラルハザード回避に向けた当局の強固な方針が示された。今後についても、影響がさほど大きくないとみられる案件については、当局はデフォルト容認の姿勢を示していくものとみている。



## 5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

### 〈要 約〉

アジア新興国景気は、堅調な米国景気や欧州景気の回復基調などを背景に、外需に底入れの兆しが出てきているほか、内需も回復に向かいつつある。

韓国や台湾では、先進国景気の影響を受け、外需に持ち直しがみられることから、成長率は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。シンガポールの成長率も、外需の回復に伴い、堅調な推移が見込まれる。

インドネシアとタイは、内需の減速が懸念材料である。特に、タイでは政治不安の長期化が景気の下押し要因となろう。逆に、マレーシアとフィリピンは、内需をけん引役に、安定成長が続くとみている。インドについては、構造改革などの進捗が遅れるなか、内需の低迷が景気の足枷となろう。

金融政策は、韓国、台湾、インドネシア、インド、マレーシアでは、当面政策金利をすえ置くと予想する。フィリピンは、インフレ抑制のため早晚利上げを実施する可能性が高い。タイでは3月に利下げを行なったが、今後は当面様子見姿勢を維持するとみる。

豪州景気は、民間投資の減少傾向が続くとみられるほか、個人消費の伸びも緩やかなものにとどまるとみていることから、停滞気味の推移を予想する。

#### (1) アジアNIEs 諸国は回復に向かう

##### <韓国>

韓国の2014年1-3月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.9%と、前期と同じ伸びとなった(図表5-2)。電子デバイスなどを中心に輸出が増加したほか、建設投資を中心とした総固定資本形成の寄与度が拡大した(図表5-3)。

4月の消費者物価指数(CPI)は前年比+1.5%と、前月から小幅上昇した(図表5-4)。ただ、インフレ率の目標下限である2.5%は下回っており、インフレ圧力は高まっていない。政策金利は当面すえ置きが続くとみている(図表5-5)。

今後、個人消費は、不動産価格の下落による住宅ローンの返済困難化や教育資金などの借金の増加が抑制要因になることから、回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。ただ、輸出は、中国景気の減速などが懸念されるものの、電子機器などを中心に底堅い推移が見込まれることから、韓国の景気は均せば緩やかな回復傾向で推移するとみている。

##### <台湾>

台湾の1-3月期実質GDP成長率は前年比+3.0%と、前期と同じ伸びとなった(図表5-6)。政府消費が小幅にマイナス寄与となったものの、個人消費は消費マインドの改善などを受け堅調に推移

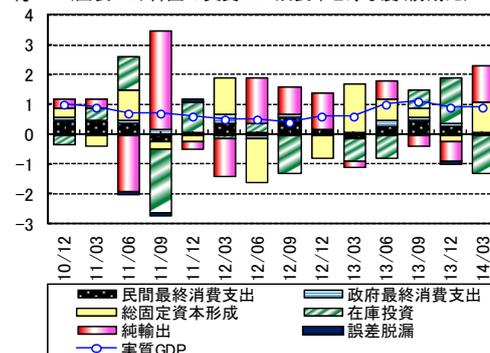
(図表5-1) その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測

	2012年 (実績)	2013年 (実績・予測)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
韓国	2.3%	3.0%	3.6%	3.8%
台湾	1.5%	2.1%	2.8%	3.0%
シンガポール	1.9%	4.1%	3.7%	3.9%
フィリピン	6.8%	7.2%	6.6%	6.8%
インドネシア	6.3%	5.8%	5.3%	5.7%
タイ	6.5%	2.9%	2.3%	3.5%
マレーシア	5.6%	4.7%	5.6%	5.7%
香港	1.5%	2.9%	3.5%	3.7%
インド	4.5%	4.6%	4.9%	5.1%
豪州	3.6%	2.4%	2.7%	3.0%

(注1) インドは年度ベース(4月～翌3月)

(注2) 2013年の網掛け部分は当社予測

(図表5-2) 韓国の実質GDP成長率と寄与度(前期比)



(出所) 韓国銀行

した。輸出も電子製品を中心に増加した。

4月のCPIは同+1.6%と、食品価格などにけん引され、2013年平均の同+0.8%から加速したものの、中銀は、国内の需要がさほど強くないとの認識を示し、CPIの安定的な推移を見込んでいることから、当面様子見姿勢を維持するとみる。

輸出の先行指標となる輸出受注指数は改善を示している。スマートフォン関連などを中心に、輸出は今後回復基調の持続が見込まれることから、今後の台湾景気は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

### <シンガポール>

シンガポールの1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+5.1%と、サービス分野の伸び鈍化が響き、前期の同+5.5%から減速した（図表5-7）。外国人労働者に対する規制強化の実施に伴い、労働需給は引き締まっているほか、賃金上昇圧力を背景にコアインフレ率は高止まりするとして、シンガポール通貨庁は、4月に「シンガポールドルの緩やかな上昇を容認する（金融引き締め）」金融政策をすえ置いている。今後も金融引き締めスタンスが維持されるとみている。

安定的な雇用環境を背景に、個人消費は堅調に推移するとみられるほか、欧米景気の回復に伴い、輸出も回復が見込まれることから、シンガポール景気は緩やかな持ち直しに向かうと予想する。

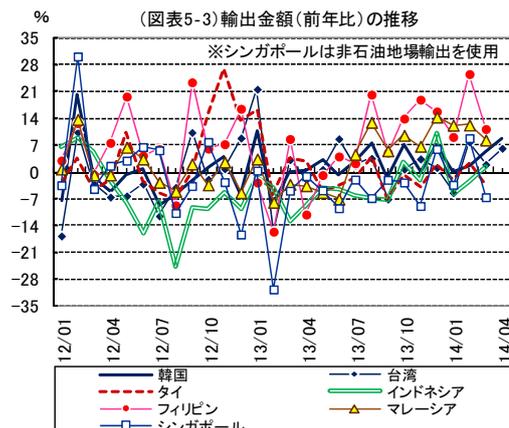
## （2）ASEAN諸国やインドは緩やかな回復にとどまる

### <インドネシア>

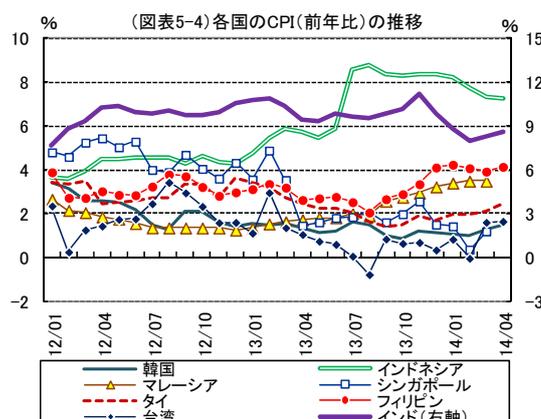
インドネシアの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+5.2%と、前期の同+5.7%から減速した。1月から実施の未加工鉱石の禁輸措置を受け、輸出が落ち込んだことが響いた。今後も、禁輸措置が重しとなり、輸出は引き続き低迷が予想される。個人消費は、2013年6月から11月にかけて5回にわたって実施された利上げが引き続き下押し圧力になるとみられることから、2014年度の成長率は5%台前半にとどまる可能性が高い。ルピア安に歯止めがかかりつつあることや、インフレ率が落ち着いてきたことから、金融政策は当面様子見姿勢が続くとみている。

### <タイ>

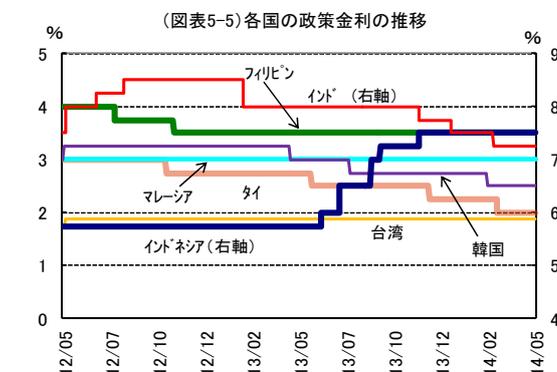
タイの10-12月期実質GDP成長率は前年比+0.6%と、前期の同+2.7%から大幅鈍化した。政治不安の長期化で、個人消費が落ち込んでいるほか、企業の投資計画も先送りされる状況が続いてい



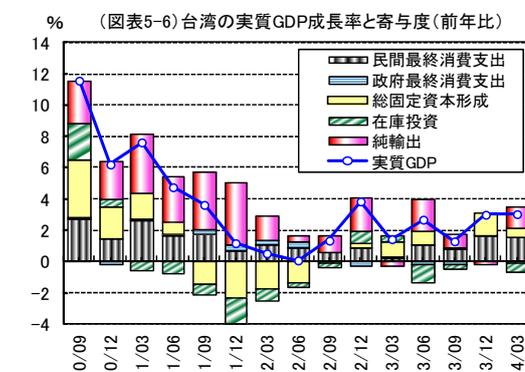
(出所) 各国統計より明治安田生命作成



(出所) 各国統計より明治安田生命作成



(出所) 各国統計より明治安田生命作成



(出所) 台湾行政院主計処

る（図表5-8）。政府の機能不全の影響で予算執行が遅延していることから、今後も個人消費や民間投資は減速が続くとみる。輸出は、政府機能の停滞が通関業務にも影響するとみられ、足踏みが続くとみている。タイの成長率は2%前半での推移が見込まれ、持ち直しは2015年以降にずれ込む可能性が高い。

CPIが食品価格などを中心に緩やかな上昇傾向となるなか、中銀は投資や消費を支えるため、3月に4カ月ぶりに政策金利を引き下げた。ただ、インフレ懸念に加え、家計債務拡大への警戒感もあることなどから、今後は当面様子見姿勢を維持するとみている。

### <マレーシア>

マレーシアの1-3月期実質GDP成長率は前年比+6.2%と、4四半期連続で伸び幅が拡大した。個人消費が底堅く推移したほか、電子機器を中心に輸出も回復が続いた。

個人消費は、昨年行った燃料や砂糖に対する補助金削減や、2015年4月に導入される物品・サービス税

(GST) が下押し要因となるとみられるものの、雇用環境の改善などを背景に、今後も底堅い推移が続くとみ

ている。輸出についても、欧米景気の持ち直しなどから緩やかな回復傾向で推移するとみられ、マレーシアの2014年の成長率は均せば5%半ばの安定成長が続くとみている。3月のCPIは同+3.5%と、今年1月の電気料金の引き上げによる影響で上昇傾向が続いているが、内需の腰折れを防ぐ目的もあって、年内は政策金利をすえ置くとみている。

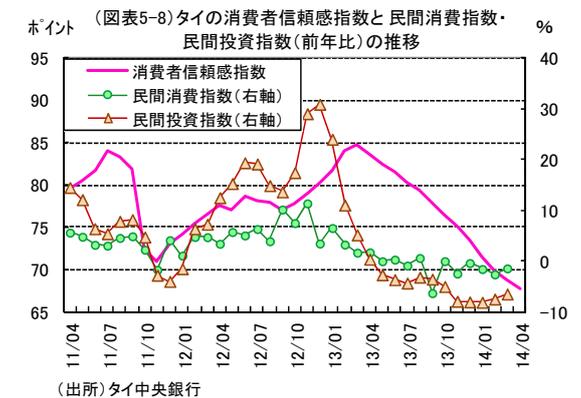
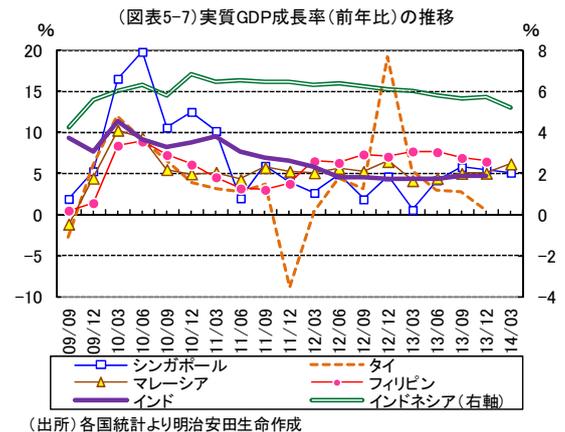
### <フィリピン>

フィリピンの10-12月期実質GDP成長率は前年比+6.5%と、前期の同+6.9%からプラス幅が縮小した。政府支出が、前年同期に中間選挙の影響で膨らんだ反動で落ち込んだほか、11月の台風被害もあって民間消費などが減速した。

今後は、安定した海外労働者からの送金が民間消費の下支えになるほか、復興関連投資の拡大が見込まれることから、内需は堅調に推移すると予想する。輸出は、欧米景気の回復などから緩やかな持ち直しに向かうとみており、フィリピン景気は底堅い推移が続くとみている。4月のCPIは同+4.1%と、食品価格を中心に上昇基調となっている。今後、景気の回復と共にインフレ上昇圧力が高まるとみられ、年内に利上げに踏み切るとみている。

### <インド>

インドの10-12月期実質GDP成長率は前年比+4.7%と、前期の同+4.8%から小幅減速し、7四半期連続で5%を下回った。中銀は、2015年1月までにCPIを8%以下に抑えることを目標としており、今年1月に政策金利を引き上げた。足元の4月のCPIは食品価格の上昇を受け、同+8.6%と高止まりしている。ただ、これ以上の利上げは、低迷が続く国内景気をいっそう冷え込ませる恐れがあることから、しばらくは様子見スタンスをとると予想する。課題であるインフラ整備や外資規制緩和などの構造改革の早期進展が期待されているものの、相次ぐ利上げの実施や物価上昇懸念が内需を下押しするとみられ、今後も景気の回復ペースはなかなか上がってこないとみている。



### (3) 豪州経済は停滞気味の推移が続くと予想

豪州景気は2013年以降、緩やかながらも持ち直し傾向が続いている。10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.8%と、11四半期連続のプラス成長となり、7-9月期の同+0.6%から小幅加速した。民間投資の減少幅が縮小したのに加え、個人消費や輸出が底堅く推移した結果である(図表5-9)。ただ、今後も、民間投資は減少傾向が続くとみられるほか、個人消費の伸びは緩やかなものにとどまるとみていることから、豪州経済は停滞気味の推移を予想する。

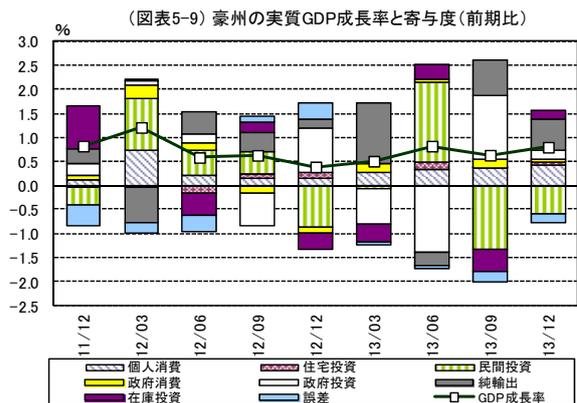
民間新規設備投資額の推移を見ると、2013年以降減少傾向が続いている(図表5-10)。主要業種の鉱業では、液化天然ガス(LNG)や鉄鉱石などの資源関連プロジェクトへの投資が減少傾向となっているほか、企業業績の悪化を受けて、すでに着手済のプロジェクト自体を中断するケースもでてくる。最大の資源需要国である中国景気の低迷で、資源関連企業が新規の大型投資に慎重な姿勢を示していることもあり、今後も民間投資は減少傾向が続くとみる。

個人消費の回復ペースも鈍化しつつある。3月の小売売上高は前月比+0.1%と、3ヵ月連続で伸びが縮小した。住宅価格の上昇による資産効果や、低金利環境が下支えとなる一方、可処分所得の伸び悩みが押し下げ材料となったとみられる。今後については、2014/2015年予算案で決定された所得税引き上げや、各種手当の打ち切りなどが消費者マインドを押し下げるとみられ、個人消費の伸びは緩やかなものにとどまるとみる。

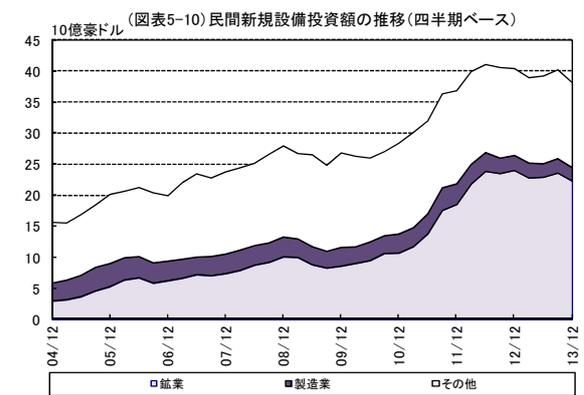
住宅市場は2012年以降、回復傾向が続いている。住宅ローン金利の引き下げもあって、住宅ローン申請件数は増加傾向で推移している一方、住宅建設許可件数は足元でピークアウトの兆しもみられる。今後については、実質所得が伸び悩むとみられるものの、緩和的な金融環境や初回住宅購入者向け補助金などが押し上げ材料となり、住宅市場は底堅い推移が続くと予想する。

輸出は足元で減速の兆しがみられる。3月の輸出額は前年比+12.9%と、2ヵ月連続で伸び幅が縮小した。地域別では、輸出の約4割を占める中国向けが全体をけん引しているものの、伸び幅は縮小傾向にある(図表5-11)。今後、中国景気は停滞気味の推移が続くとみており、資源需要の大幅な拡大は見込めないことなどから、輸出の回復ペースは鈍い状況が続くとみる。

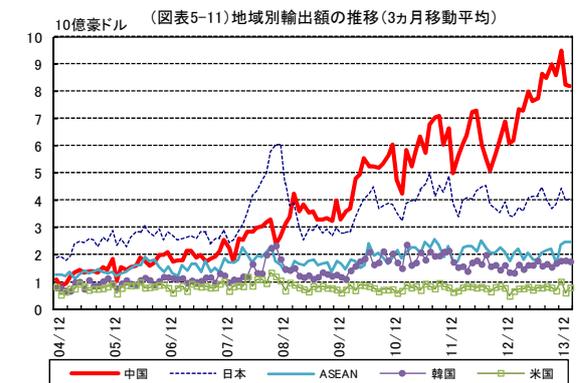
RBA(豪州準備銀行)は5月6日の金融政策決定理事会で、政策金利を2.50%にすえ置いた。賃金の伸び悩みなどを背景に、消費者物価指数(CPI)は目標レンジ(2.0%-3.0%)内での推移が続くとみられるほか、豪州経済に力強さが欠けることから、政策金利は当面すえ置きが続くと予想する。



(出所) 豪州統計局



(出所) 豪州統計局



(出所) 豪州統計局

## 6. 商品相場見通し

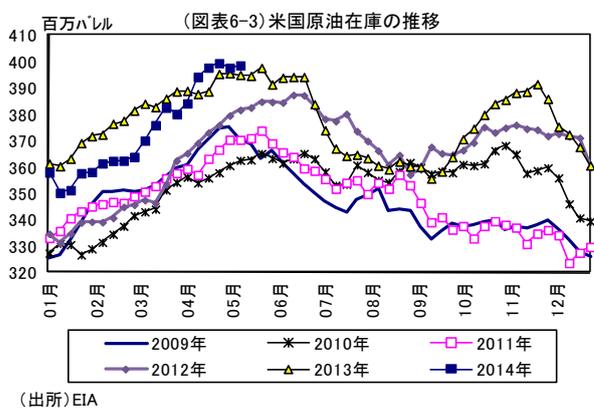
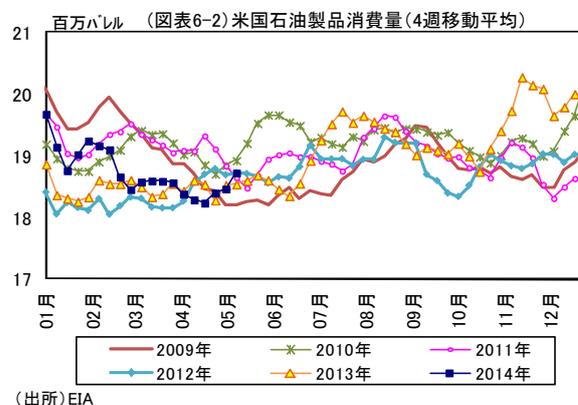
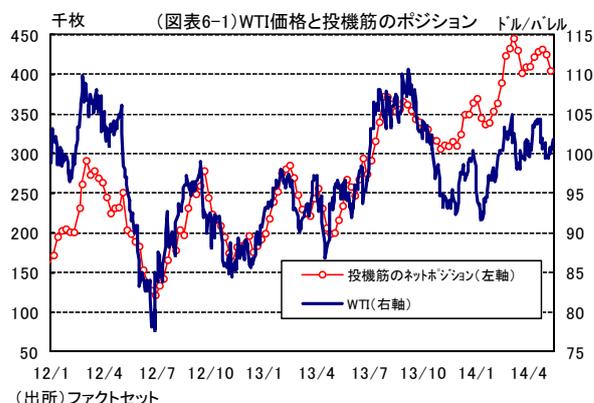
### (1) 原油価格は100ドル付近で推移

WTI(ウエスト・テキサス・インターミディエート) 価格は、米国を襲った記録的寒波の影響が和らぎ、燃料需要が縮小した影響により、3月に90ドル台後半まで調整が進んだ。しかし、ウクライナ情勢の緊迫化などを受け、足元では再び100ドル付近まで値を戻しており、投機筋の買いポジションも、高水準での推移が続いている(図表6-1)。

米国の石油製品消費量は、寒波の影響が和らぐにつれて暖房油消費が減少していたが、ガソリン消費の回復を受け、足元では再度上向きつつある(図表6-2)。シェール革命を背景に、米国の原油生産が26年ぶりの高水準まで増加しているものの、現行の米国法の下では、一部の例外を除き、国内で生産された原油は輸出が禁止されていることもあり、足元の原油在庫は過去最高の水準まで積み上がっている(図表6-3)。

主要3機関(IEA、EIA、OPEC)の2014年の原油需給見通しでは、日本や欧州の原油需要が伸び悩む一方、中国では今後も緩やかながらも原油需要が拡大するとしており、全体で1%程度の需要増加を見込んでいる。また、足元のOPECの生産状況を見ると、生産目標である30MB/D(天然ガス液を除く)付近の水準は維持されており、政情不安定国(イラン、リビアなど)を除いても、一定水準の生産余力は保たれている(図表6-4)。リビアの反政府勢力に占拠されていた原油積み出し港の一部が解放され、同国からの輸出が回復しつつあることなどからも、中東からの原油供給が逼迫する可能性は高くないとみている。

今後の原油価格は、米国の景気回復期待や、ウクライナ情勢に対する警戒感が相場を下支えするとみる。ただ、米国の量的緩和(QE3)縮小に伴い、商品相場に流入していた緩和マネーがさらに縮小するとみられるほか、米国原油在庫の増加傾向などを背景に、上値の重い展開が続くとみる。2014年のWTIは、95~105ドル/バレル(平均101ドル/バレル)圏内での推移となると予想する。



(図表6-4) OPEC諸国の原油生産量 千バレル/日

	2013年	2014年3月	2014年4月	前月比	2013年比	生産能力
アルジェリア	1,159	1,126	1,165	39	6	1,150
アンゴラ	1,737	1,567	1,598	31	▲139	1,700
エクアドル	515	528	532	4	17	530
イラン	2,693	2,785	2,769	▲16	76	2,900
イラク	3,037	3,196	3,298	102	261	3,650
クウェート	2,822	2,778	2,775	▲3	▲47	2,900
リビア	928	239	238	▲1	▲690	1,200
ナイジェリア	1,912	1,876	1,867	▲9	▲45	2,250
カタール	732	726	738	12	6	750
サウジアラビア	9,584	9,556	9,579	23	▲5	12,400
UAE	2,741	2,746	2,731	▲15	▲10	2,900
ベネズエラ	2,356	2,339	2,304	▲35	▲52	2,600
OPEC計	30,216	29,462	29,593	131	▲623	34,930

(出所)OPEC(生産実績)、IEA(生産能力)

## (2) その他商品は、緩やかな調整を予想

主要国際商品指数である CRB 指数は、エネルギー、産業素材、貴金属、穀物、食品、家畜の 6 分野、19 品目で構成される。CRB 指数は、米国の量的緩和 (QE3) 縮小が下押し圧力となっているものの、「欧州の穀倉地帯」であるウクライナからの穀物輸出に対する懸念などを背景に、緩やかな上昇傾向で推移している (図表 6-5)。主要構成指数の動き (4 月末日現在) を見ると、過去 3 カ月で産業素材が ▲1.1% 下落した一方、穀物が +21.2%、エネルギーが +2.2% 上昇した (図表 6-6)。

貴金属のうち、金価格は、ウクライナ情勢の緊迫化を受け、2、3 月にかけて 1,300 ドル/toz 台まで上昇したものの、米国の QE3 縮小が相場の押し下げ材料となり、足元では 1,200 ドル/toz 台まで調整している。米国の QE3 縮小に伴うドル上昇圧力や、インドの金輸入制限による実需の伸び悩みなどが、今後も金価格の低下圧力につながるとみる。

産業素材分野のうち、銅価格は、3 月に約 3 年半ぶりの安値まで下落した。最大消費国である中国の太陽光パネルメーカーなどが債務不履行 (デフォルト) を起こしたものの、政府が救済措置を示さなかったことから、同国景気の減速懸念が高まり、銅需要が低下するとの見方が強まったことが背景である。その後、中国政府による景気刺激策への期待などから持ち直したものの、足元では、米国の QE3 縮小の影響で再び値を下げている。今後も、中国を中心とした新興国の景気に力強い回復は見込みにくく、需要の伸び悩みが予想されることから、銅価格は上値の重い展開が続くとみる。

穀物分野のうち、大豆価格は、大干ばつの影響を受けてブラジル的大幅減産が見込まれていることを背景に、年初から 15% 程度上昇しており、今後も大豆価格の上昇傾向は続くとみられる。一方、

トウモロコシ価格と小麦価格も、ウクライナ情勢の緊迫化による供給懸念を背景に、年初から 20% 程度上昇したものの、国内情勢の混乱下でも滞りなく輸出が行なわれているほか、期末在庫率に余裕があることなどからも、上昇圧力は徐々に和らぐとみる (図表 6-7)。

今後の商品市況については、最大の資源需要国である中国の景気回復ペースが鈍いことや、米国の QE3 縮小に伴い、資金流入量が減少すると見込まれることから、緩やかな調整局面が続くとみている。CRB 指数 (4 月末日現在: 309.53) の年間の低下率は 5% 程度を予想する。

(図表 6-5) 商品主要価格と CRB 指数の推移  
(2013年9月末=100)



(図表 6-6) 主要商品の価格変動率 (%)

		1カ月間	3カ月間	1年間
CRB		1.6	9.3	7.4
エネルギー	原油	▲ 1.8	2.3	6.7
	天然ガス	10.2	▲ 1.8	11.3
産業素材	アルミニウム	0.8	3.8	▲ 5.3
	ニッケル	15.2	32.6	18.7
	銅	0.1	▲ 5.3	▲ 5.0
	綿花	0.8	9.9	7.8
貴金属	金	0.9	4.5	▲ 12.0
	銀	▲ 2.9	0.3	▲ 20.7
穀物	小麦	2.3	28.3	▲ 1.2
	大豆	4.6	19.3	4.3
	トウモロコシ	2.4	18.4	▲ 24.8

(出所) ファクトセット ※2014年4月末時点の価格変動率

(図表 6-7) 世界の穀物需給

(百万トン)		2011 /12	2012 /13 見込	2013 /14 予想
小麦	生産量	697.0	656.5	712.5
	消費量	697.1	678.8	702.4
	期末在庫量	198.9	176.6	186.7
	在庫率 (%)	28.5	26.0	26.6
	米国在庫率 (%)	33.3	29.7	24.0
大豆	生産量	239.6	268.1	284.1
	消費量	257.7	258.7	269.0
	期末在庫量	53.6	57.9	69.4
	在庫率 (%)	20.8	22.4	25.8
	米国在庫率 (%)	5.4	4.5	4.0
トウモロコシ	生産量	886.6	866.9	973.9
	消費量	883.2	865.4	950.3
	期末在庫量	132.8	134.4	158.0
	在庫率 (%)	15.0	15.5	16.6
	米国在庫率 (%)	7.9	7.4	9.9

(出所) 米国農務省 (USDA) 資料より明治安田生命作成

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