

**明治安田生命**  
**2015－2016年度経済見通しについて**  
 ～ 原油安が追い風となって、景気の回復基調が続く ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2014年10－12月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2015－2016年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

## 1. 日本のGDP成長率予測

|           |        |      |        |      |
|-----------|--------|------|--------|------|
| 実質GDP成長率： | 2015年度 | 1.7% | 2016年度 | 1.5% |
| 名目GDP成長率： | 2015年度 | 2.3% | 2016年度 | 2.2% |

## 2. 要 点

- ①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。2015年度の景気は、個人消費や輸出の回復が続くことで、底堅く推移するとみる。2016年度も、緩やかながらも回復基調は途切れないとみられ、通年の成長率は1%台の伸びが続くと予想する。
- ②個人消費は、名目賃金に力強い伸びは期待できないものの、原油安に伴う実質購買力の改善等を背景に、回復基調が続くと予想する。設備投資は、更新・合理化投資が下支えになるが、輸出企業の国内回帰への動きが限定的とみられることで、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みている。輸出は、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。
- ③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。それでも2016年度末までに2%の水準の達成は難しいとみている。

〈主要計数表〉

|           | 2014年度 |           | 2015年度 |           | 2016年度 |           |
|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|
|           |        | 2014/11時点 |        | 2014/11時点 |        | 2014/11時点 |
| 実質成長率     | ▲0.8%  | ▲0.7%     | 1.7%   | 1.2%      | 1.5%   | 0.9%      |
| 成長率寄与度・内需 | ▲1.5%  | ▲1.2%     | 1.7%   | 1.3%      | 1.5%   | 0.8%      |
| ・外需       | 0.7%   | 0.5%      | ▲0.0%  | ▲0.0%     | ▲0.0%  | 0.2%      |
| 名目成長率     | 1.1%   | 1.2%      | 2.3%   | 2.4%      | 2.2%   | 1.7%      |

# GDP成長率・主要経済指標予測

## 1. 日本のGDP成長率予測

| (前期比)          | 予 測     |        |        | 予 測    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2014年度  | 2015年度 | 2016年度 | 2014年度 |        | 2015年度 |        |        |        | 2016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          | ▲ 0.8%  | 1.7%   | 1.5%   | 0.6%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.8%   |
| 前期比年率          | ▲ 0.8%  | 1.7%   | 1.5%   | 2.2%   | 2.1%   | 2.2%   | 1.6%   | 2.0%   | 1.1%   | 1.3%   | 1.3%   | 1.8%   | 2.5%   |
| 前年同期比          | ▲ 0.8%  | 1.7%   | 1.5%   | ▲ 0.5% | ▲ 1.2% | 1.0%   | 2.0%   | 2.0%   | 1.7%   | 1.5%   | 1.4%   | 1.4%   | 1.7%   |
| 民間最終消費支出       | ▲ 3.1%  | 2.2%   | 2.2%   | 0.3%   | 0.5%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.6%   | 0.6%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.5%   | 1.0%   |
| 民間住宅投資         | ▲ 12.0% | ▲ 1.9% | 0.9%   | ▲ 1.2% | 0.4%   | 0.0%   | 0.1%   | 0.3%   | 0.2%   | 0.1%   | 0.5%   | 0.2%   | 0.1%   |
| 民間設備投資         | ▲ 0.1%  | 1.3%   | 1.7%   | 0.1%   | ▲ 0.0% | 0.3%   | 0.8%   | 0.5%   | 0.6%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.2%   | 0.7%   |
| 政府最終消費支出       | 0.3%    | 0.7%   | 0.5%   | 0.1%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.0%   | 0.2%   | ▲ 0.1% | 0.3%   | 0.1%   | 0.3%   | 0.0%   |
| 公的固定資本形成       | 2.7%    | 0.7%   | 0.3%   | 0.6%   | ▲ 0.7% | 0.3%   | ▲ 0.1% | 0.2%   | 0.1%   | 0.1%   | ▲ 0.2% | 0.4%   | ▲ 0.2% |
| 財貨・サービスの輸出     | 6.9%    | 2.9%   | 2.4%   | 2.7%   | ▲ 0.1% | 0.5%   | 0.4%   | 0.6%   | 0.5%   | 0.6%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   |
| 財貨・サービスの輸入     | 3.0%    | 3.6%   | 2.7%   | 1.3%   | 0.8%   | 0.7%   | 1.0%   | 0.8%   | 0.8%   | 0.4%   | 0.6%   | 0.8%   | 0.9%   |
| 名目GDP          | 1.1%    | 2.3%   | 2.2%   | 1.1%   | 0.6%   | 0.7%   | 0.5%   | 1.4%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.2%   | 1.1%   | 0.9%   |
| GDPデフレーター(前年比) | 1.9%    | 0.8%   | 0.7%   | 2.3%   | 1.8%   | 0.1%   | 0.8%   | 1.2%   | 1.1%   | 0.8%   | 0.7%   | 0.4%   | 0.8%   |

| (前期比寄与度)   | 予 測    |        |        | 予 測    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 | 2014年度 |        | 2015年度 |        |        |        | 2016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      | ▲ 0.8% | 1.7%   | 1.5%   | 0.6%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.6%   |
| 民間最終消費支出   | ▲ 1.8% | 1.3%   | 1.3%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.8%   |
| 民間住宅投資     | ▲ 0.3% | ▲ 0.0% | 0.0%   | ▲ 0.0% | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 民間設備投資     | ▲ 0.0% | 0.2%   | 0.2%   | 0.0%   | ▲ 0.0% | 0.0%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.1%   |
| 政府最終消費支出   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.0%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | ▲ 0.0% | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 公的固定資本形成   | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | ▲ 0.0% | 0.0%   | ▲ 0.0% | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | ▲ 0.0% | 0.0%   | ▲ 0.0% |
| 在庫品増加      | 0.5%   | ▲ 0.1% | ▲ 0.2% | 0.2%   | ▲ 0.1% | 0.1%   | ▲ 0.0% | 0.0%   | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.0% | 0.0%   | ▲ 0.1% |
| 純輸出        | 0.7%   | ▲ 0.0% | ▲ 0.0% | 0.2%   | ▲ 0.1% | ▲ 0.0% | ▲ 0.1% | ▲ 0.0% | ▲ 0.0% | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | ▲ 0.0% |
| 財貨・サービスの輸出 | 1.1%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.5%   | ▲ 0.0% | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   |
| 財貨・サービスの輸入 | ▲ 0.4% | ▲ 0.5% | ▲ 0.4% | ▲ 0.3% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.2% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% |

| (兆円、2005年暦年連鎖価格) | 予 測    |        |        | 予 測    |       |        |       |        |       |        |       |        |       |
|------------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
|                  | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 | 2014年度 |       | 2015年度 |       |        |       | 2016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            | 525.7  | 534.6  | 542.7  | 131.4  | 132.1 | 132.8  | 133.4 | 134.0  | 134.4 | 134.8  | 135.3 | 135.9  | 136.7 |
| 民間最終消費支出         | 307.3  | 314.1  | 321.0  | 76.9   | 77.3  | 77.8   | 78.3  | 78.8   | 79.2  | 79.6   | 79.9  | 80.3   | 81.1  |
| 民間住宅投資           | 13.1   | 12.9   | 13.0   | 3.2    | 3.2   | 3.2    | 3.2   | 3.2    | 3.2   | 3.2    | 3.3   | 3.3    | 3.3   |
| 民間設備投資           | 71.3   | 72.2   | 73.4   | 17.8   | 17.8  | 17.9   | 18.0  | 18.1   | 18.2  | 18.3   | 18.3  | 18.4   | 18.5  |
| 政府最終消費支出         | 102.5  | 103.2  | 103.7  | 25.6   | 25.7  | 25.8   | 25.8  | 25.8   | 25.8  | 25.9   | 25.9  | 26.0   | 26.0  |
| 公的固定資本形成         | 22.9   | 23.0   | 23.1   | 5.8    | 5.7   | 5.8    | 5.7   | 5.8    | 5.8   | 5.8    | 5.8   | 5.8    | 5.8   |
| 在庫品増加            | ▲ 0.9  | ▲ 1.3  | ▲ 2.2  | ▲ 0.3  | ▲ 0.4 | ▲ 0.3  | ▲ 0.4 | ▲ 0.3  | ▲ 0.4 | ▲ 0.5  | ▲ 0.6 | ▲ 0.5  | ▲ 0.6 |
| 純輸出              | 10.9   | 10.6   | 10.6   | 3.0    | 2.8   | 2.8    | 2.7   | 2.6    | 2.6   | 2.6    | 2.7   | 2.7    | 2.7   |
| 財貨・サービスの輸出       | 90.9   | 93.5   | 95.8   | 23.1   | 23.1  | 23.2   | 23.3  | 23.4   | 23.6  | 23.7   | 23.9  | 24.0   | 24.2  |
| 財貨・サービスの輸入       | 80.0   | 82.9   | 85.2   | 20.1   | 20.3  | 20.4   | 20.6  | 20.8   | 21.0  | 21.1   | 21.2  | 21.4   | 21.5  |

## 2. 主要指標予測

|                              | 予測     |        |        | 予測     |        |        |        |        |       |        |       |        |       |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
|                              | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 | 2014年度 |        | 2015年度 |        |        |       | 2016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)                   | ▲ 0.3% | 4.2%   | 2.8%   | ▲ 1.5% | ▲ 1.5% | 3.3%   | 6.0%   | 4.9%   | 2.7%  | 2.4%   | 2.5%  | 2.5%   | 3.9%  |
| 消費者物価指数(前年比)                 | 3.1%   | 0.4%   | 0.7%   | 2.5%   | 2.5%   | ▲ 0.0% | 0.2%   | 0.5%   | 0.8%  | 0.8%   | 0.6%  | 0.7%   | 0.8%  |
| 除く生鮮食品(前年比)                  | 3.1%   | 0.4%   | 0.7%   | 2.7%   | 2.5%   | ▲ 0.0% | 0.2%   | 0.5%   | 0.8%  | 0.8%   | 0.6%  | 0.7%   | 0.8%  |
| 除く生鮮食品(前年比)(除く消費増税)          | 1.0%   | -      | -      | 0.7%   | 0.5%   | -      | -      | -      | -     | -      | -     | -      | -     |
| 国内企業物価指数(前年比)                | 3.4%   | ▲ 0.8% | 0.7%   | 2.5%   | 1.5%   | ▲ 1.3% | ▲ 1.2% | ▲ 0.8% | 0.2%  | 0.3%   | 0.3%  | 0.8%   | 1.3%  |
| 貿易収支(季調値、兆円)                 | ▲ 9.1  | ▲ 7.1  | ▲ 8.5  | ▲ 2.5  | ▲ 1.7  | ▲ 1.5  | ▲ 1.7  | ▲ 1.9  | ▲ 2.0 | ▲ 1.9  | ▲ 2.0 | ▲ 2.3  | ▲ 2.3 |
| 経常収支(季調値、兆円)                 | 5.2    | 6.6    | 5.2    | 1.5    | 1.8    | 1.7    | 1.7    | 1.6    | 1.6   | 1.5    | 1.4   | 1.1    | 1.2   |
| 完全失業率(季調済・平均)                | 3.6%   | 3.5%   | 3.5%   | 3.5%   | 3.6%   | 3.6%   | 3.6%   | 3.5%   | 3.5%  | 3.5%   | 3.5%  | 3.5%   | 3.3%  |
| 無担保コール翌日物(※)                 | 0.07%  | 0.07%  | 0.07%  | 0.03%  | 0.07%  | 0.07%  | 0.07%  | 0.07%  | 0.07% | 0.07%  | 0.07% | 0.07%  | 0.07% |
| 長期金利(10年債金利、※)               | 0.52%  | 0.50%  | 0.65%  | 0.53%  | 0.45%  | 0.45%  | 0.50%  | 0.50%  | 0.55% | 0.55%  | 0.60% | 0.60%  | 0.65% |
| WTI原油価格( $\text{\$}$ /バレル、※) | 75     | 63     | 67     | 53     | 52     | 56     | 62     | 67     | 65    | 67     | 63    | 63     | 65    |
| 為替レート(円/ $\text{\$}$ 、※)     | 112    | 121    | 122    | 120    | 118    | 119    | 120    | 121    | 122   | 122    | 122   | 122    | 122   |

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

## 3. 海外経済指標予測総括表

|      |                   | → 予測   |        |        | → 予測   |        |        |        |        |        |       |        |        |
|------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
|      |                   | 2014年  | 2015年  | 2016年  | 2014年  | 2015年  |        |        |        | 2016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   |
| 米国   | 実質GDP成長率(前期比・年率)  | 2.4%   | 3.0%   | 2.9%   | 2.6%   | 3.0%   | 3.0%   | 2.7%   | 2.8%   | 2.9%   | 3.1%  | 2.9%   | 2.8%   |
|      | 個人消費支出            | 2.5%   | 3.1%   | 2.8%   | 4.3%   | 3.4%   | 3.5%   | 2.8%   | 2.8%   | 2.9%   | 2.8%  | 2.6%   | 2.5%   |
|      | 住宅投資              | 1.6%   | 7.5%   | 7.5%   | 4.1%   | 8.9%   | 8.6%   | 4.4%   | 7.4%   | 7.3%   | 8.4%  | 8.9%   | 8.4%   |
|      | 設備投資              | 6.1%   | 6.1%   | 5.6%   | 1.9%   | 5.6%   | 6.7%   | 5.9%   | 5.2%   | 5.2%   | 5.5%  | 6.0%   | 6.1%   |
|      | 在庫(寄与度)           | 0.2%   | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | 0.8%   | ▲ 0.1% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | 0.0%   | 0.0%  | 0.1%   | 0.0%   |
|      | 純輸出(寄与度)          | ▲ 0.2% | ▲ 0.1% | ▲ 0.0% | ▲ 1.0% | ▲ 0.2% | ▲ 0.3% | 0.0%   | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%  | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% |
|      | 輸出                | 3.1%   | 5.3%   | 5.2%   | 2.8%   | 4.9%   | 4.4%   | 5.5%   | 5.2%   | 5.3%   | 5.4%  | 5.2%   | 5.0%   |
|      | 輸入                | 3.9%   | 4.6%   | 4.6%   | 8.9%   | 5.3%   | 5.8%   | 4.4%   | 3.7%   | 4.6%   | 4.7%  | 5.0%   | 4.9%   |
|      | 政府支出              | ▲ 0.2% | 0.2%   | 0.2%   | ▲ 2.2% | ▲ 0.5% | 0.0%   | 0.0%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.4%  | 0.4%   | 0.4%   |
|      | 失業率(※)            | 6.2%   | 5.7%   | 5.6%   | 5.7%   | 5.7%   | 5.7%   | 5.7%   | 5.7%   | 5.7%   | 5.6%  | 5.5%   | 5.5%   |
|      | GPI(総合、※)         | 1.6%   | 1.2%   | 2.6%   | 1.2%   | 0.8%   | 0.7%   | 1.1%   | 2.3%   | 2.7%   | 2.7%  | 2.6%   | 2.5%   |
|      | 政策金利(誘導目標の上限、期末値) | 0.25%  | 0.75%  | 2.00%  | 0.25%  | 0.25%  | 0.25%  | 0.50%  | 0.75%  | 1.00%  | 1.25% | 1.50%  | 2.00%  |
|      | 長期金利(米10年債金利、※)   | 2.5%   | 2.2%   | 2.8%   | 2.2%   | 2.1%   | 2.2%   | 2.3%   | 2.4%   | 2.6%   | 2.8%  | 2.9%   | 3.1%   |
| ユーロ圏 | 実質GDP成長率(前期比)     | 0.9%   | 1.3%   | 1.5%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.3%   | 0.3%  | 0.5%   | 0.4%   |
|      | 家計消費              | 0.9%   | 1.6%   | 1.7%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%  | 0.5%   | 0.5%   |
|      | 政府消費              | 0.8%   | 0.1%   | 0.1%   | ▲ 0.3% | 0.2%   | 0.0%   | ▲ 0.2% | 0.1%   | 0.0%   | 0.2%  | 0.0%   | ▲ 0.2% |
|      | 固定投資              | 0.6%   | 0.2%   | 0.9%   | ▲ 0.1% | 0.2%   | 0.3%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.1%   | 0.3%  | 0.2%   | 0.2%   |
|      | 純輸出(寄与度)          | 0.2%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.2%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.0%  | 0.2%   | 0.1%   |
|      | 輸出                | 3.4%   | 3.9%   | 4.5%   | 1.0%   | 1.2%   | 0.8%   | 0.8%   | 1.1%   | 1.1%   | 1.4%  | 1.2%   | 1.1%   |
|      | 輸入                | 3.4%   | 4.0%   | 4.3%   | 0.7%   | 1.4%   | 0.8%   | 0.7%   | 0.9%   | 1.1%   | 1.7%  | 0.9%   | 1.1%   |
|      | 失業率(※)            | 11.6%  | 11.3%  | 11.0%  | 11.5%  | 11.4%  | 11.4%  | 11.3%  | 11.2%  | 11.1%  | 11.0% | 10.9%  | 10.9%  |
|      | CPI(総合、※)         | 0.4%   | 0.2%   | 1.0%   | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | 0.1%   | 0.3%   | 0.5%   | 0.7%   | 1.0%  | 1.2%   | 1.3%   |
|      | 政策金利(期末値)         | 0.05%  | 0.05%  | 0.05%  | 0.05%  | 0.05%  | 0.05%  | 0.05%  | 0.05%  | 0.05%  | 0.05% | 0.05%  | 0.05%  |
| 英国   | 実質GDP成長率(前期比)     | 2.6%   | 2.6%   | 2.5%   | 0.5%   | 0.7%   | 0.6%   | 0.6%   | 0.6%   | 0.6%   | 0.6%  | 0.6%   |        |

※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10－12月期の実質GDP成長率は前期比＋0.6%（年率換算：＋2.2%）と、3四半期ぶりのプラスとなったものの、緩やかな持ち直しにとどまった。輸出は回復傾向で推移したものの、個人消費や設備投資の回復力が鈍く、内需の弱さが目立つ結果となった。

足元の日本経済は、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。今後も、個人消費や輸出の回復が続くことで、2015年度の景気は底堅く推移するとみる。2016年度も緩やかながらも回復基調が途切れないとみられ、通年の成長率は1%台の伸びが続くと予想する。

個人消費は、名目賃金に力強い伸びは期待できないものの、原油安に伴う実質購買力の改善等を背景に、回復基調が続くと予想する。住宅投資は、需要先食いの影響が残ることで、今後も、停滞気味の推移が続くとみる。設備投資は、更新・合理化投資が下支えとなるものの、輸出企業の国内回帰の動きが限定的とみられることで、緩やかな回復にとどまると予想する。公共投資は、人手不足などの供給制約が足かせとなり、回復ペースが鈍化傾向で推移しよう。輸出は、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。

### （1）長期停滞にある日本経済

昨秋以降の国内景気は、消費増税による落ち込みから回復傾向にあるものの、そのペースは依然として鈍い。当社では、今後も景気は回復基調で推移するとみているが、2015、2016年度とも実質GDP成長率は前年比＋1%台の低い伸びにとどまると見込んでいる。

日本の低成長率が続く底流には、日本経済が長期停滞（Secular Stagnation）を脱していないことがある。長期停滞論は、元々大恐慌後に経済学者アルビン＝ハンセン氏が主張した論説で、ハーバード大のローレンス＝サマーズ教授が2013年11月のIMF（国際通貨基金）年次総会で言及したことをきっかけに、再び注目を集めている。サマーズ教授の講演では、長期停滞の明らかな例として、1990年代の日本が挙げられている。1990年から2013年までの実質GDPの推移を見ると、年平均成長率は＋1.4%に過ぎず、同＋4%台の米英、同＋2%台のユーロ圏諸国など、他の先進国を大きく下回ってきた。

サマーズ教授が主張している長期停滞論のエッセンスは、経済構造の変化により、貯蓄投資バランスが（貯蓄超過の方向へと）変化し、経済が巡航速度にある際に実現する実質金利である自然利子率が低下している、というものである。こうした状況では、従来の政策対応のみにより、持続可能な成長、供給能力の安定的な活用、金融システムの安定を同時に達成することは困難と、サマーズ教授は主張している。

貯蓄投資バランスを変化させる経済構造の変化と、自然利子率低下の背景について、教授はその後の論文で、米国のマクロ経済データを用いつつ、6つの項目を挙げている。すなわち、負債による資金調達を用いた投資需要の低下、人口動態の変化、所得分配の変化（労働分配率の低下と富の偏在）、資本財の相対的な価格低下、税金の存在、中銀準備預金の拡大である。ただ、個々の内容を見ると、むしろ日本に当てはまるものが多い。例えば、人口動態の変化や、資本財価格の低下、中銀準備預金の拡大という点では、明らかに日本が米国より大きく変化している。生産年齢人口（15－64歳の人口）の推移を見ると、米国では増加が続いているが、日本はすでに10年前にピークを迎

え、その後の減少に歯止めがかかっていない。

米国では、サンフランシスコ連銀が自然利子率を随時推計している。この推計によれば、2012年央以降、米国の自然利子率はマイナス圏にあるとされている。同様の手法により日本の自然利子率を推計すると、2002年以降、ゼロ付近での推移となっており、2005年以降はマイナス圏にあるとみられる（図表1-1）。推計結果については幅を持って見る必要があるが、中長期的には自然利子率と一致すると考えられている潜在成長率が、多くの推計で1%未満にあるとみられていることから考えても、日本の自然利子率はゼロ近辺、ないしマイナス圏内にある可能性が高く、日本経済はまさに長期停滞状態にあると言えよう。

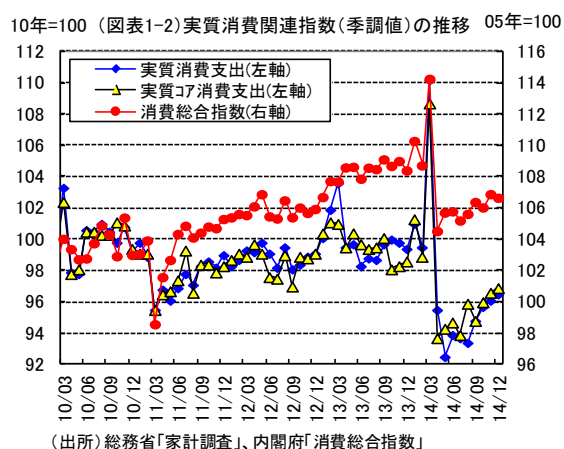
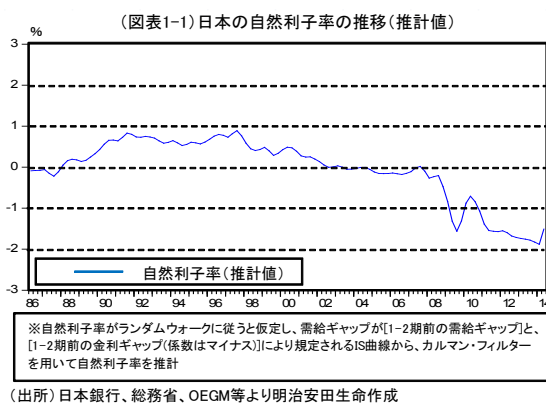
自然利子率がマイナス圏まで低下すると、政策金利の上下により景気を調整する“伝統的な”金融政策は機能不全に陥り、黒田日銀による量的・質的金融緩和のような、非伝統的な手法に頼らざるを得なくなる。だが、サマーズ教授は、こうした政策は「何ら対応しないよりは良い」ものの、「持続性に疑問があるほか、資産価格を直接引き上げる政策であるので、分配上問題が生じる可能性がある」と指摘している。一方、教授は、長期停滞を脱却するための処方箋として、規制・税制改革を通じた投資促進策のほか、FTAの締結や関税・非関税障壁の撤廃による輸出振興策など、自然利子率を押し上げる政策を推奨している。加えて、公共投資にも大きな意義があるとしているが、名目GDPの2倍を超える規模の政府債務が積みあがっている足元の日本の財政状況に鑑みれば、大型の財政出動には限度があると評さざるを得ず、日本経済が長期停滞を脱却することは、他国にも増して困難であることが示唆される。

こうした状況を踏まえると、政策的に長期停滞をいかに脱却するか、という視点に加え、長期停滞にどのように順応すべきか、という視点も重要となろう。とりわけ、財政政策においては、高成長による税収増に頼ることが難しくなることに注意が必要である。もちろん、安倍内閣の成長戦略が功を奏し、潜在成長率が持ち直すことで、持続可能な高成長へと回帰する可能性はゼロではない。だが、むしろ、政策当局が長期停滞の継続と金融政策の限界を認識したうえで、低成長が続くもとでも、持続可能な社会保障制度の設計、財政政策の運営を実施することこそが、長期停滞論の最大のインプリケーションと考えられる。

## （２）個人消費は緩やかな回復傾向

昨秋以降の個人消費は、緩やかながらも持ち直し傾向で推移している（図表1-2）。消費増税前の駆け込み需要の反動減の影響が薄らいだほか、10月以降の株高に伴う資産効果も、消費の下支えになったとみられる。

ただ、基調としては依然として弱い。需要側の統計である家計調査で、実質消費支出の動きを見ると、昨年12月は前月比+0.4%となった。4ヵ月連続のプラスで、夏場の落ち込みから回復に向かっているものの、水準としては、昨年4月のレベルをやや上回る程度に



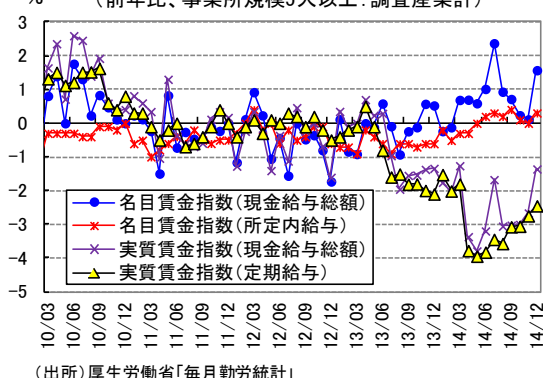
とどまっている。

耐久消費財の消費動向について、新車登録台数（乗用車）の推移を見ると、1月は、昨年末の軽自動車の販売競争で押し上げられた反動もあって、前年比▲19.1%と大幅な落ち込みとなるなど、依然として低迷が続いている。商業販売統計で、パソコンや生活家電などが含まれる機械器具の推移を見ても、昨秋ごろには、スマートフォンの新発売の効果などを受けて、持ち直したものの、年末には再び勢いを失っている。

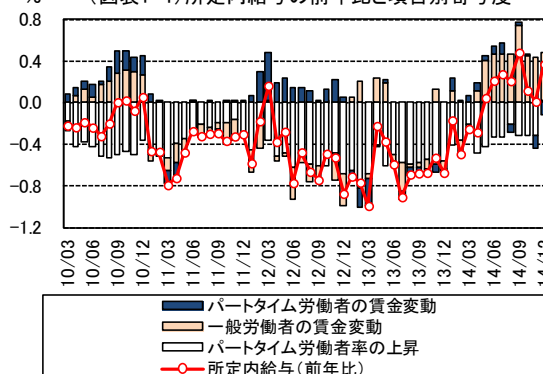
消費回復ペースが緩慢な背景には、実質賃金の低下がある。毎月勤労統計で、実質賃金指数（定期給与）の推移を見ると、1月（速報値）は前年比▲2.4%と、20ヵ月連続の減少となっている（図表1-3）。名目ベースで見ても、昨年11月の所定内給与は±0.0%と、6ヵ月ぶりにプラスの伸びが途切れている。12月以降は再びプラスとなったが、2014年の春闘では平均的なベアの水準が0.3～0.4%程度にとどまったとみられるのに加え、パートタイム労働者比率の拡大が平均給与を押し下げてきたこともあって、低い伸びが続いている（図表1-4）。

今後の個人消費は、引き続き賃金の伸びが重要な鍵となることから、所定内給与の上昇率と相関が高い春闘賃上げ率に注目が集まっている（図表1-5）。政府・経済界・労働界では、12月16日に「経済の好循環に向けた政労使の取組」という合意文書を発表するなど、賃上げ環境の整備に努めている。政府は、法人税率の引き下げによる減税分を賃上げに向けるよう促しており、昨年度に続き、官製春闘の色彩が強まっている。企業側でも、外需型の一部大手企業では、円安の影響もあって2014年度業績を上方修正するなど、賃上げに取り組みやすい環境が整いつつある。ただ、企業業績の回復度合いにはバラツキがあることや、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、固定費の増大につながるベアは広がり欠けるとみられ、業績堅調な企業でも、一時金の積み増しを中心とした対応となるケースが多いと予想する。中小企業では、2014年以来、従業員の定着や確保を優先したことによる人件費負担増が収益を圧迫しているケースもみられることから、むしろ賃上げには慎重に対応する企業が増えるとみる。労務行政研究所の「賃上げに関するアンケート

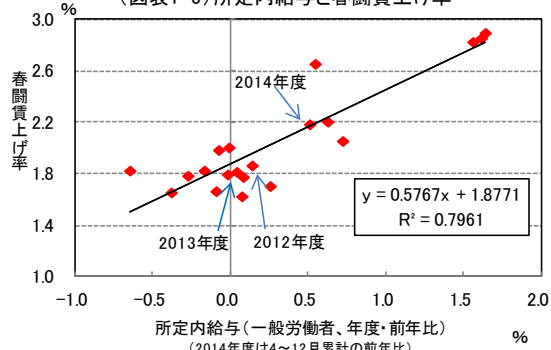
（図表1-3）名目賃金指数と実質賃金指数の推移  
（前年比、事業所規模5人以上：調査産業計）



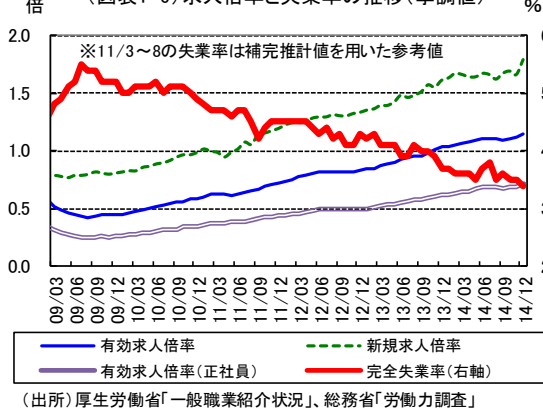
（図表1-4）所定内給与の前年比と項目別寄与度



（図表1-5）所定内給与と春闘賃上げ率



（図表1-6）求人倍率と失業率の推移（季調値）



ト調査」（調査期間2014年12月8日～2015年1月14日）によれば、ベアを実施する予定と回答した企業の割合は35.7%と、2014年の16.1%から上昇したものの、まだ全体の3分の1程度にとどまっている。賃上げの見通しでは2.18%（定期昇給分を含む）と、2014年実績（2.19%）とほぼ同じ水準となっており、ベアについても昨年並みにとどまると予想する。

一方、雇用環境は改善傾向が続いている。完全失業率（季調値）は、2013年11月以降、4%を下回り、昨年12月には3.4%まで低下した。労働力人口が増加傾向で推移し、労働市場に人が戻ってきているなかでの失業率の低下であり、好ましい形での改善となっている。有効求人倍率（季調値）を見ても、12月は1.15倍、前月差+0.3ポイントと、3ヵ月連続の上昇となった（図表1-6）。ただ、正社員に限れば、0.71倍と、節目の1倍を下回っており、雇用の質については、引き続き緩慢な回復にとどまっている。

職種別有効求人倍率を見ても、依然として雇用のミスマッチは大きい。昨年12月は、求職者の3割弱を占める事務的職業が0.33倍と、きわめて低い水準にとどまったのに対し、保安が5.31倍まで上昇したほか、建築・土木・測量技術者が4.00倍、建設・採掘が3.10倍、接客・給仕が2.88倍と、不足感の強い職種には大きな偏りがある（図表1-7）。今後も、職種や雇用形態の偏りの是正には時間がかかるとみられ、労働需給の引き締まりを受けた賃金上昇も、緩やかなものにとどまると予想する。

今後の個人消費については、昨夏以降の原油価格の下落が関連製品に波及することで、家計の実質購買力が改善傾向で推移するとみられるため、回復基調が続くとみる。ただ、賃金の力強い回復が期待できないなか、家計は選別消費の動きを強めるとみられる。加えて、厚生年金保険料の段階的な引き上げや、健康・介護保険料も多くの団体で料率引き上げの動きが続く可能性が高いなど、家計負担が拡大傾向にあることなどから、個人消費の回復ペースは緩やかなものとなろう（図表1-8）。

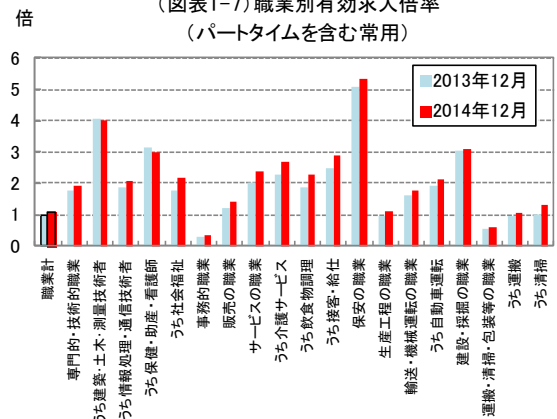
2016年度に関しては、2017年4月からの二度目の消費増税を控え、年度末にかけて、再び駆け込み需要的な動きが出てくるとみている。ただ、2013年度の駆け込み需要で、2兆円台半ばから3兆円程度が発生したとみられることから、耐久消費財を中心に需要の先食いの影響が今後に残るとみており、駆け込み需要による押し上げ効果は、1兆円を大きく下回る水準にとどまると予想する。

### （3）住宅投資は低迷が続く

新築住宅着工戸数（季調値）は、2013年12月にピークをつけ、その後は減少傾向で推移してきたものの、足元では持ち直しの兆しをみせている（図表1-9）。ただ、需要先食いの影響はしばらく残るとみており、今後も停滞気味の推移が続くと予想する。

まず、持家着工について、住宅大手4社の受注状況を見ると、昨年12月には4社とも前年比プラスとなっている。ただ、2013年10月以降の落ち込みからの反動の影響が大きかったとみられ、持続的

（図表1-7）職業別有効求人倍率  
（パートタイムを含む常用）



（出所）厚労省「一般職業紹介状況」

（図表1-8）今後の主な家計の負担増

|       |    | 負担増の内容                           |
|-------|----|----------------------------------|
| 2015年 | 1月 | ・相続税の基礎控除を4割縮小、最高税率を55%に引き上げ     |
|       |    | ・贈与税の最高税率を55%に引き上げ               |
|       |    | ・健康保険の高額療養費、70歳未満の上位所得者で負担上限引き上げ |
|       | 4月 | ・軽自動車税を年間7,200円から10,800円に引き上げ    |
|       |    | ・年金額の特例水準が解消、マクロ経済スライドを初めて発動     |
| 2016年 | 1月 | ・国民年金保険料が月340円上がり1万5,590円へ       |
|       | 4月 | ・介護保険で一定以上の所得がある人の自己負担割合が1割から2割へ |
|       | 9月 | ・厚生年金保険料率が0.354%上がり労使計17.828%へ   |
| 2017年 | 1月 | ・年収1,200万円超の給与所得控除の上限引き下げ（所得税）   |
|       |    | ・国民年金保険料が月670円上がり16,260円へ        |
|       | 4月 | ・厚生年金保険料率が0.354%上がり労使計18.182%へ   |
|       | 6月 | ・年収1,000万円超の給与所得控除の上限引き下げ（所得税）   |
|       | 9月 | ・国民年金保険料が引き上げ                    |
|       | 6月 | ・年収1,200万円超の給与所得控除の上限引き下げ（住民税）   |
|       | 9月 | ・厚生年金保険料率が0.118%上がり労使計18.3%へ     |

（出所）各種資料などから明治安田生命作成

な動きにはなにくいとみている。加えて、顧客が契約までの検討期間を長期化する傾向もみられ、持家着工は、均せば前月比マイナス傾向で推移すると予想する。

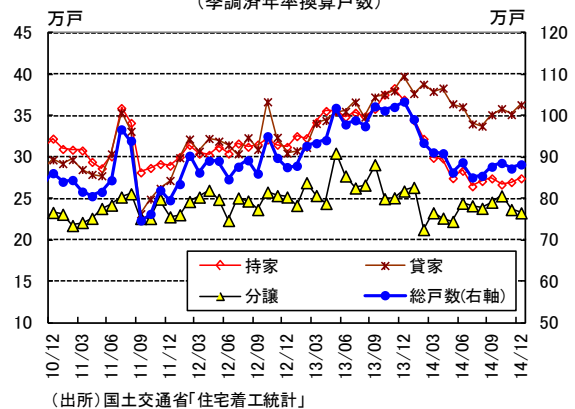
分譲住宅のうち、建売住宅（一戸建住宅）は、マンションとの比較では、落ち込みが小幅にとどまっている。背景には低価格で建売住宅を販売するパワービルダーが、消費増税後も、安定的な供給を続けていることがある。今後も専門業者による売上確保に向けた物件供給が、落ち込み幅を小幅にとどめると予想する。マンション市場に目を向けると、首都圏マンション市場の新規契約率は1月が74.9%と、昨年12月の69.9%から持ち直したものの、夏場以降、好不調の境界とされる70%を下回る月が増加している（図表1-10）。需要面の弱さに加え、人手不足や資材不足などを背景に、建設自体が遅れる傾向にもあることから、マンション着工は今後も減少基調を余儀なくされよう。

貸家については、2015年1月からの相続税の基礎控除の引き下げを受け、節税対策としての需要が発生している。ただ、こうした需要は2013年度から生じており、徐々に押し上げ効果が弱まる可能性が高い。11月の貸家着工は減少、12月は増加となっており、今後も一進一退の推移が続くと予想する。

一方、低金利環境は、引き続き住宅着工の下支えになるとみている。日銀の追加緩和を受け、長期金利は低下圧力を強め、住宅金融支援機構（旧公庫融資）の基準金利は、昨年12月には、1975年の統計開始以来はじめて2%を下回った（図表1-11）。民間金融機関では企業の資金需要が乏しいなか、住宅ローン分野の融資を強化しており、今後も同様の傾向が続くとみている。2014年度補正予算では、住宅エコポイント制度の復活のほか、フラット35Sの金利引き下げも公表されており、こうした政策も、ある程度下支えすると予想する。

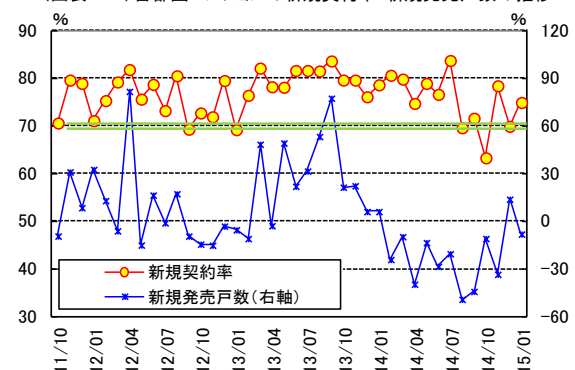
2014年度の住宅着工は、消費増税の影響で大幅な落ち込みが避けられず、住宅着工は前年比▲13%程度の86万戸程度まで落ち込むとみている。その後も、主な一次取得者層といわれる30歳代の人口がピークアウトしていることもあって、停滞気味の推移が続くとみており、2015年度は、2014年度をやや下回る84万戸程度に落ち着くと予想する。2016年度については、年度半ばにかけて、2017年4月に予定されている消費増税前の駆け込み需要的な動きが生じるとみられる。ただ、次回の増税幅は2%と、2013年4月の3%を下回るほか、2013年度までの契約で需要の先食いが生じているとみられることから、着工件数は80万戸台後半にとどまるとみている。

（図表1-9）利用関係別新設住宅着工戸数の推移  
（季調済年率換算戸数）



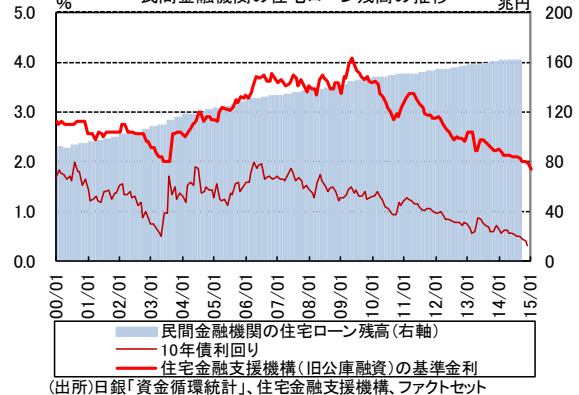
（出所）国土交通省「住宅着工統計」

（図表1-10）首都圏マンションの新規契約率・新規発売戸数の推移



（出所）不動産経済研究所

（図表1-11）10年債金利と住宅金融支援機構の基準金利、民間金融機関の住宅ローン残高の推移

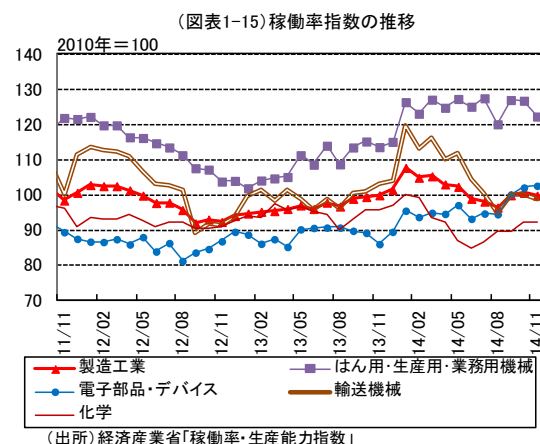
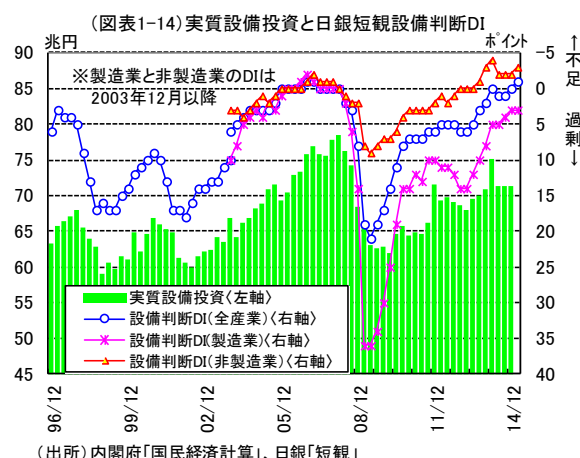
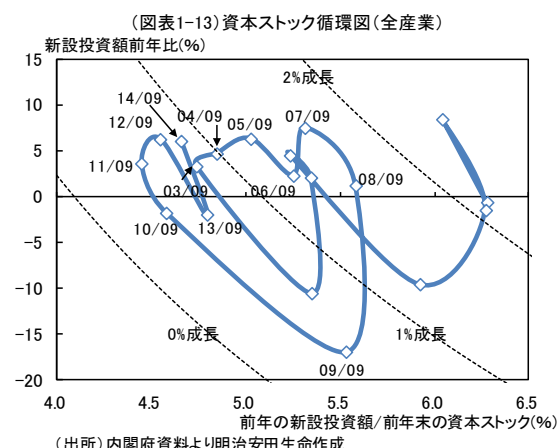
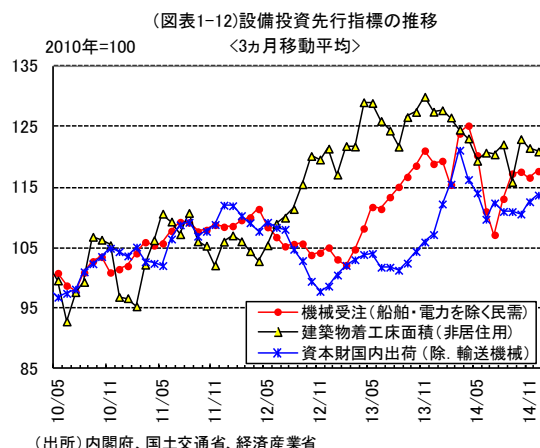


（出所）日銀「資金循環統計」、住宅金融支援機構、ファクトセット

#### (4) 設備投資は緩やかな回復

設備投資の先行指標のうち、資本財国内出荷（除く輸送機械）や機械受注（船舶・電力除く民需）は、持ち直しに向かっている（図表1-12）。一方、同じく先行指標である建築物着工床面積（非居住用）は足元で鈍化傾向を強めており、当面の設備投資が一進一退の推移となる可能性を示唆している。

12月調査の日銀短観における2014年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年比+5.5%と、9月調査の同+4.2%から上方修正された。業種別では、製造業（9月調査：同+11.8%→12月調査：同+12.2%）、非製造業（同+0.5%→同+2.2%）とも上方修正されている。ただ、設備投資計画が上方修正されるなかでも、GDPベースの実質設備投資は、10-12月が前期比+0.1%と、小幅のプラスにとどまった。製造業の設備投資は、更新維持投資が中心となるなか、投資の実行が先延ばしになる傾向があるとみられ、強気の計画が実績に反映されない状況となっている。資本ストック循環図で、設備投資と資本ストックの関係を見ると、資本ストックに対する新設設備投資額の比率は4.5~5.0%程度まで低下している。これまでの投資実績から企業の期待成長率を確認すると、2009年度以降、0%付近での推移が続いている。日本の潜在成長率が1%を下回る水準での推移が続いていることもあって、新設投資額の伸びは、今後も緩やかなものにとどまる可能性が高い（図表1-13）。設備判断DI（全規模・全産業ベース）の推移を見ると、9月調査が+1、12月調査が0、先行き3月の予測が▲1と、過剰感は緩やかに解消方向へ向かっている（図表1-14）。業種別では、非製造業のDIが9月は▲2、12月は▲2、先行き3月の予測は▲3と、依然として、設備の不足感が残っている。ただ、景気回復ペースが年度当初の予想より下振れるなか、企業は今後の投資を慎重に進めるとみられ、非製造業の設備投資は、前年並みにとどまると予想する。業種別では、運輸関連では、物流のアウトソーシング化やネット取引拡大に伴う配送対応のため、大型倉庫の建設需要やきめ細かい物流網の整備などが見込まれるほか、建設業でも、しばらく公共投資関連を中心に安定的な需要が続くことが、投資を下支えしよう。一方、小売業などの個人消費関連では、個人消費の持ち直しペースが鈍いなか、出店計画を先延



ばしする動きも出ており、今後も低調な推移となると予想する。

製造業では、9月のDIが+4、12月が+3、先行き3月の予測が+3と、足元では過剰感がやや緩和している。ただ、製造工業の稼働率指数は、2014年初以降、輸送機械の稼働率が大きく低下したことを受け、全体でも軟調な推移が続いている（図表1-15）。背景には、消費増税後の個人消費の落ち込みに加え、輸出の伸び悩みが続いてきたことがあるとみられる。今後は、輸出が持ち直しに向かっていることが、稼働率の改善につながるとみるものの、これまで海外での生産体制の整備を進めてきたこともあって、円安トレンドが続くなかでも、国内で生産設備を拡充する動きは限られるとみている。増産投資の動きが期待できないなか、国内では引き続き更新維持投資が中心となる可能性が高い。

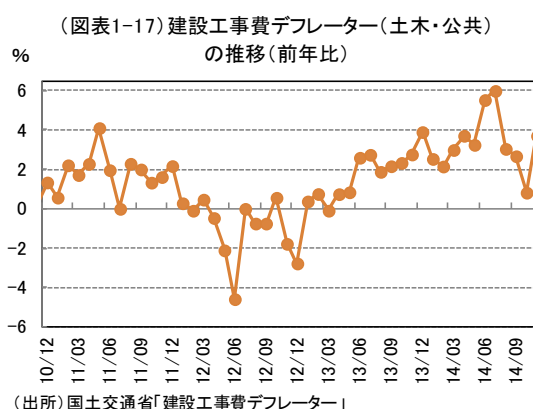
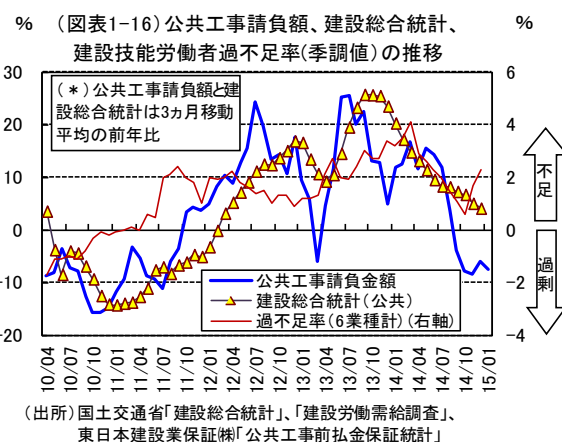
新規設備投資は、今後も海外での実施が中心になるとみている。経済産業省の海外現地法人四半期調査で、海外設備投資の先行き判断DI（増加－減少）を見ると、1－3月期が+3.3と、22四半期連続のプラスとなっており、海外での設備投資を増やすという企業の意思が示されている。製造業では、為替変動の影響を抑制する目的だけでなく、海外需要を取り込むため、消費地に近いところに生産拠点を置く方針に大きな変化はないとみている。国内では、東京五輪開催に向けたインフラ整備に関する分野などで徐々に投資需要が出てくるとみるものの、更新維持投資が中心の状況は変わらないとみられ、2015、2016年度の設備投資は、いずれも小幅な増加にとどまると予想する。

#### （５）公共投資の回復は鈍い

公共投資は昨春以降、持ち直し傾向となっているものの、回復ペースは鈍い。実際の工事の進行を反映する建設工事出来高（建設総合統計、3ヵ月移動平均）を見ると、昨年12月は前年比+4.1%と、2013年10月以降、伸びの鈍化傾向が続いている（図表1-16）。こうした背景には、人手不足が続いていることがあるとみられる。国土交通省の建設労働需給調査を見ると、建設技能労働者過不足率（季調値）は、昨年3月をピークとして不足率が縮小してきたものの、11月には再び拡大に向かい、12月は8職種計で1.6%となっている（図表1-16）。

人手不足を受け、人件費負担が拡大傾向にあるほか、資材価格の高止まりもあって、建設工事費が上昇している。工事原価の動きを表す建設工事費デフレーターを見ると、2013年春先以降、振れを伴いつつも伸び幅が拡大傾向で推移し、昨年7月には前年比+6.0%まで上昇した（図表1-17）。その後、10月にはいったん同+0.7%まで鈍化したものの、11月は再び同+3.6%まで拡大しており、依然として上昇圧力がかかっている。

建設工事費の上昇は、公共工事の入札不調をもたらしている。民間事業者による見積価格が、役所の決める工事予定価格を上回り、入札への参加を辞退するケースも増えていることなどから、国土交通省では、公共工事の人件費を見積もる際に使う労務単価を、2013年度以降、引き上げる方向に転じている。ただ、建設会社では、人件費の上昇を



多少見込んだ見積価格を設定するなど、採算割れしないよう慎重に応札する動きがあるほか、入札が成立した場合でも、人材や資材の確保が困難という理由で、工事自体が遅れるケースもみられることなどから、労務単価の引き上げも、公共投資を加速させる状況には至らないとみている。

2014年度補正予算が2月3日に成立し、2015年度本予算案も1月14日に閣議決定している。補正予算は3.2兆円で、このうち公共事業関連費は災害復旧・災害対応の強化に係る3,100億円程度とみられる。本予算では、一般会計の公共事業関連費が59,711億円、復興会計では9,872億円となっており、当初予算との比較では、ほぼ前年並みとなっている。ただ、足元では予算の確保よりもむしろ、人手不足による供給制約を背景に、工事進捗の遅れが懸念されている状況である。建設業者では、工期に余裕を持った長めの計画を立てるなどの対策のほか、人員の適正配置や、省力化投資などによる生産性の向上に向けた取り組みを進めることで対応していくとみるものの、人手不足を中心とする供給制約は今後も続くともっており、2015、2016年度の公共投資は緩やかな増加傾向にとどまると予想する。

## （6）輸出は緩やかな回復傾向が続く

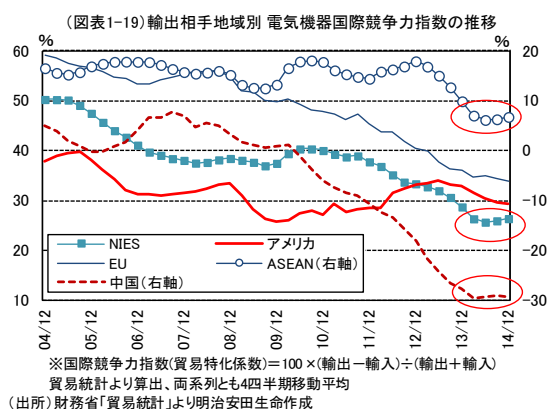
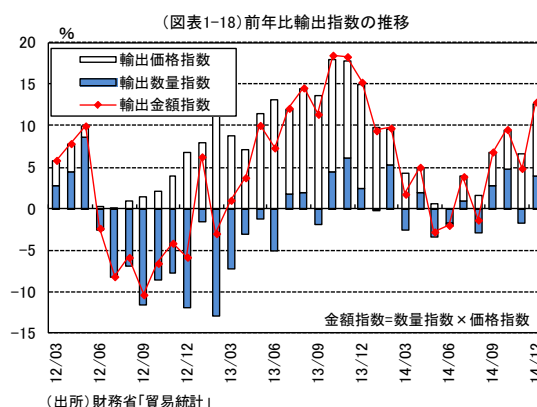
貿易統計によると、昨年12月の輸出数量指数は前年比+12.9%と、2ヵ月連続のプラスとなった(図表1-18)。ただ、2014年通年の輸出数量の伸びは同+0.6%と、ほぼ横ばいにとどまったほか、月ごとの推移も一進一退の状況が続いている。

これまで、2012年末のアベノミクスの始動後、大幅な円安ドル高が進んだにもかかわらず、輸出が伸び悩んでいる背景としては、海外景気の弱さ、下がり続ける輸出製品価格、国際競争力の低下、現地生産へのシフトなどが考えられる。ただ、これらの要因を個別に見ると、いくつかの項目では、改善の兆しがみられる。

世界景気は、米国景気の堅調な回復や欧州経済の緩やかな持ち直しを受け、改善に向いつつある。日本の主要輸出先15ヵ国の成長率(当社予想値)を、2014年の輸出額でウェイト付けした輸出先の加重平均成長率は、2014年の前年比+3.1%から2015年には同+3.3%へと、小幅ながら加速する見込みである。また、これまでそれほど下がってこなかった輸出製品価格は、2014年10-12月期以降、一部の品目で低下が確認できる。化学製品や繊維品などが中心で、国際商品価格の下落の影響が大きいとみられるが、今後の輸出を一定程度下支えするとみる。

新興国との競争激化が、輸出の下押し圧力となってきた電気機器についても、電子部品関連では依然として技術競争力を有しているほか、大幅な円安による外貨建て価格の低下もあり、足元では持ち直しに転じている。電気機器について、貿易総額に対する純輸出額の占率を示す輸出競争力指数を貿易相手地域別に算出すると、これまで中国、アジアNIEs、ASEANといったアジア諸国に対して大きく低下していたが、足元では下げ止まりつつある(図表1-19)。電気機器分野の不振がここ数年、輸出の足かせとなってきたが、最悪期から脱しつつあるとみている。

一方、現地生産比率は上昇が続いている。海外生産の増加は、国内企業の現地法人向けの部品輸



出にもつながるため、必ずしも輸出の下押し圧力となるとは限らないが、中長期的には、最終生産地である新興国で産業集積が進み、第三国での部品調達が拡大する可能性はある。

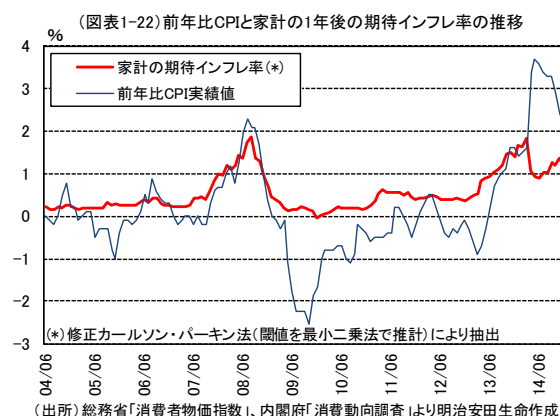
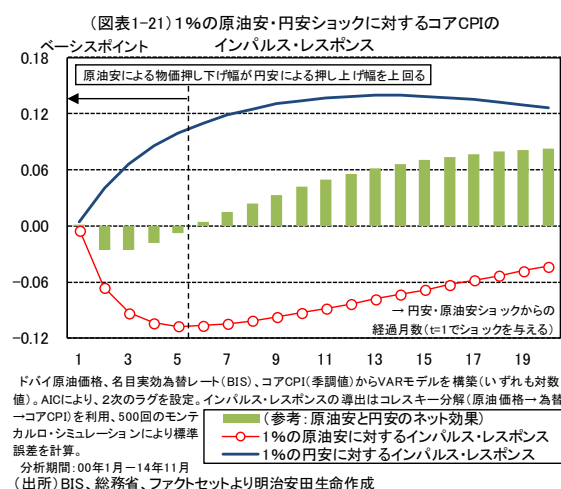
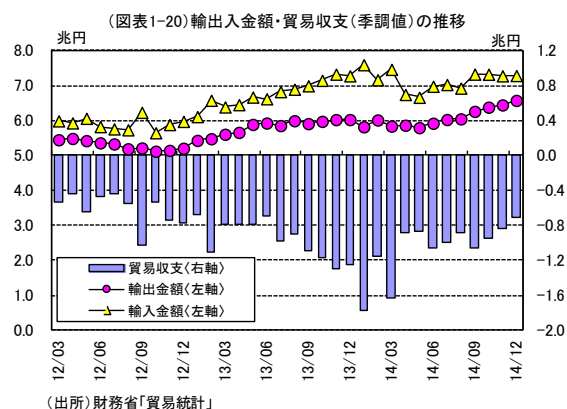
製造業は、リーマン・ショック以降、海外生産体制の整備を加速させる一方、国内の設備投資を手控え、供給能力を削減してきたため、国内の生産能力は、2008年のピーク時の水準から5%以上下回っている。今後も、グローバル展開が趨勢となるなか、国内生産への回帰の動きは限定的とみており、輸出の回復ペースも緩やかなものとなるだろう。

輸入については、原油価格の下落の影響などから、12月の名目輸入金額が前年比+1.9%と、小幅なプラスにとどまり、貿易赤字は3ヵ月連続で縮小した（図表1-20）。今後も、これまでの原油安が寄与することや、2015年度には川内原発などで再稼働が視野に入ってきていることもあり、輸入金額の伸びは抑制されるとみられ、貿易収支は改善方向で推移すると予想する。また、原油安は、交易条件の改善要因となるため、海外への所得流出の減少を通じ、景気全体にもプラスに働こう。

## （7）物価上昇ペースは鈍化傾向

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、消費増税の影響を除くベース）を見ると、昨年4月は同+1.5%と、2008年10月以来の高い伸びとなったものの、5月以降は伸び幅が縮小傾向で推移し、12月には同+0.5%まで鈍化した。コアCPIの伸び鈍化は、原油価格の下落などを背景に、エネルギー価格が低下したことの影響が大きい。12月の全国コアCPI（消費増税を含むベース）を見ると、エネルギーの寄与度は+0.27%ポイントと、プラスの寄与が続いているものの、2013年4月以来、最も小さな寄与幅となっている。

ただ、昨秋以降、物価押し上げ要因である円安と、押し下げ要因である原油安が同時に進んでいるため、コアCPI全体に対し、どちらの効果が上回るかが今後のポイントとなる。原油価格下落と円安のCPIへの影響については、前者が比較的早くCPIに影響が現れるのに対し、後者は押し上げ効果が顕在化するまでにラグが生じやすい。ベクトル自己回帰（VAR）モデルを用いた分析では、原油安ショックによるコアCPIの押し下げ効果は、ショック発生直後から比較的大きく、押し下げ幅が最大となるのは4ヵ月後との結果を得た（図表1-21）。一方、円安によるコアCPIの押し上げは比較的緩やかなペースで進行している。両者の深度を比較すると、円安・原油安ショックの発生から約半年間にかけては、原油安による物価の押し下げ効果が、円安による押し上げ効果を上回っているため、当面は原油価格の調整による物価押し下げ効果が優勢となる見込みである。加

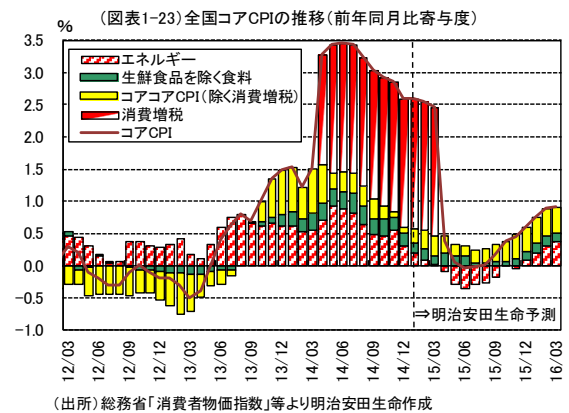


えて、9月以降の原油価格の調整幅は、為替の変動幅を大きく上回っていることから、原油価格が足元の水準で安定したと仮定した場合でも、少なくとも2015年前半のコアCPIが大きく押し下げられ、夏場までに一時、前年比マイナス圏となる可能性がある。

需要サイドからのインフレ圧力も力強さに欠けている。当社では、10-12月期の需給ギャップは▲2.6%と、マイナスになったと推計しており、足元では依然としてデフレギャップは解消されていない。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」

からカーソン・パーキン法を用いて推計すると、依然として前年比+1%付近にとどまる（図表1-22）。消費者の物価期待形成につながりやすい日用品価格が伸び悩んでいることなどから、基調的な期待インフレの上昇圧力は今後も弱いものととどまる可能性が高い。

今後のコアCPIは、原油価格の調整により、当面の伸び幅はさらに縮小する見込みである。ただ、夏場以降は原油安による押し下げが一巡する一方、次第に円安による押し上げ効果が優勢となることで、コアCPIは緩やかに上向くとみる。コアCPI（消費増税の影響を除く）は、2014年度が前年比+1.0%程度、2015年度は同+0.6%、2016年度も同+0.7%にとどまると予想する（図表1-23）。



## （8）量的・質的金融緩和は壁に当たる

日銀の現在の方針は、「2015年度を中心とする期間に2%の物価目標を達成」というものだが、実現は困難とみられる。これまで日銀は、当初2年程度としていた目標達成時期をなし崩し的に後ずれさせてきたのが現実だが、今度ははっきりと目標達成時期の先送り、あるいは目標自体の変更を表明する必要があるだろう。その場合、単なる日銀の敗北宣言とならないよう、まとまった規模の追加緩和とセットで打ち出すことで前向きのメッセージを発信すると予想される。あえて時期を特定するなら、10月の展望レポート時の可能性が高いとみている。

量的・質的金融緩和政策（QQE）は明らかに壁に当たりつつある。確かに、株高、円安の演出という点ではここまで成功を収めてきたものの、景気そのものへの押し上げ効果が弱いこともまた明らかになってきた。足りなければ追加緩和をやればいだけとの説もあるが、現状のペースで金融緩和を続けるだけでも、2015年末のマネタリーベースは約355兆円、2016年末には435兆円と拡大を続け、2017年にはGDPの規模を超える異常事態となる。そもそも、市場にそれだけ買い取ることのできる資産が残っているかは疑わしい。

新発10年国債利回りが一時0.1%台に突入するなど、国債の流動性はいいよ枯渇しつつある。追加緩和に踏み切ろうにも、常識的に考えて、大規模な国債買い増しはもはや不可能とみるべきだろう。大幅なマイナス金利を許容するなら話は別だが、このままだと超長期国債まですべてゼロに向かって低下していく「真正ゼロ金利政策」とも呼ぶべき事態を招きかねない。それでも日銀は「緩和効果が浸透している証拠」と胸を張り続けることができるのだろうか。

今年は、量的・質的緩和の持続性が問われる年になりそうである。日銀の場合、安易な目標変更は安倍政権の基盤を揺るがしかねないことから、単純に白旗を掲げるわけにはいかないが、市場の目は次第に厳しくなるのではないかと。今後は、何をやっても株式市場に絶賛されるというわけにはいなくなるだろう。

## （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2015年度末までのイメージ）。

＜メインシナリオ＞原油安や堅調な米景気を背景に底堅い推移が続く（示現確率：60％）

原油安を反映した交易条件の改善に伴い、海外への所得流出が減少することで、2015年度の景気は底堅い推移をたどる。米景気の堅調推移が予想されることもあって、2016年度も緩やかながら回復基調は途切れないとみられ、通年の成長率は1％台の伸びが続く。株価は、欧州の政治情勢や量的・質的緩和政策の行き詰まりが意識されることで、深めの調整を挟む可能性があるが、米株の堅調推移が予想されることもあって、均せば上昇基調を維持する。為替は日米の金融政策の方向性の違いなどから、均せば小幅のドル高。長期金利は日銀の国債大量買い入れの効果で、基本的には低位での推移が続くが、市場取引が細っている分、潜在的な振れやすさは残る。

日経平均レンジ：16,000円～19,000円 10年国債利回りレンジ：0.10％～0.70％

ドル・円レンジ：113円～128円、ユーロ・円レンジ：120円～150円

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

安倍政権は岩盤規制への大胆な切り込みを実施。アベノミクスへの海外投資家の期待が盛り上がり、株高トレンドが加速する。海外では、米国景気が力強く回復し世界景気をけん引、欧州もデフレ危機を乗り越え、世界経済の安定度が高まる。国内では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2015年度末までに2％に達する。

日経平均レンジ：17,000円～23,000円 10年国債利回りレンジ：0.30％～0.90％

ドル・円レンジ：115円～130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％）

アベノミクスは事実上の財政ファイナンスとの受け止め方が広がり、次第に財政不安が相場を支配し始める。金融市場では、株安、債券安、円安のトリプル安となり、景気は失速へ。金利の高止まりは容易に解消せず、スタグフレーション的な状況が長期にわたって続く。

日経平均レンジ：10,000円～18,500円 10年国債利回りレンジ：0.30％～4.00％

ドル・円レンジ：115円～150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、極左・極右勢力の台頭に伴い、統合への道筋が不透明化、高債務国の金利が再び上昇に向かう。中国では、土地の価格下落で不良債権問題が深刻化、バブル崩壊的な経済の混乱に見舞われる。高利回りの投資商品に絡んだデフォルトや企業破綻が続出し、世界同時不況へ。

日経平均レンジ：10,000円～18,500円 10年国債利回りレンジ：0.00％～0.60％

ドル・円レンジ：80円～125円、ユーロ・円レンジ：90円～140円

## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

10－12月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋2.6％と、7－9月期の同＋5.0％から伸び幅が縮小したものの、潜在成長率を上回る伸びとなった。1－3月期は、ガソリン価格下落により家計の実質購買力が向上していることなどから、高めの伸びを予想する。雇用環境の改善が続いていることや、家計のバランスシートの正常化が進んでいることなどを背景に、4－6月期以降も景気回復基調が続くとみる。

個人消費は、実質所得の改善などから、回復傾向が継続すると予想する。住宅投資は、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、交易条件の改善などに支えられ、改善傾向が続くとみているが、企業の期待成長率の低下などから、力強い回復には至らないと予想する。輸出は、世界経済に減速懸念が残ることから、緩やかな回復にとどまるとみる。

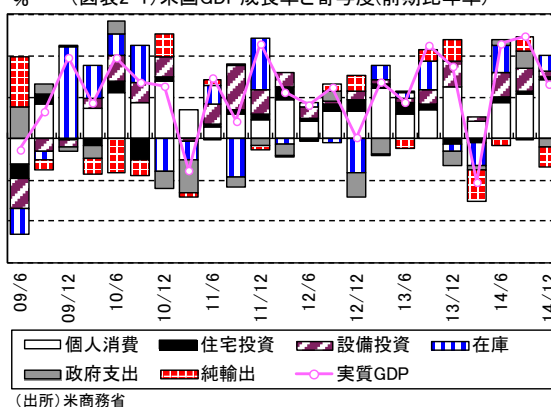
FRB（米連邦準備制度理事会）は、金融政策を正常なスタンスに戻し始めるのを辛抱強く待つ方針を示している。利上げに踏み切るのは、2015年後半と予想する。

#### （1）10－12月期は個人消費が堅調に推移

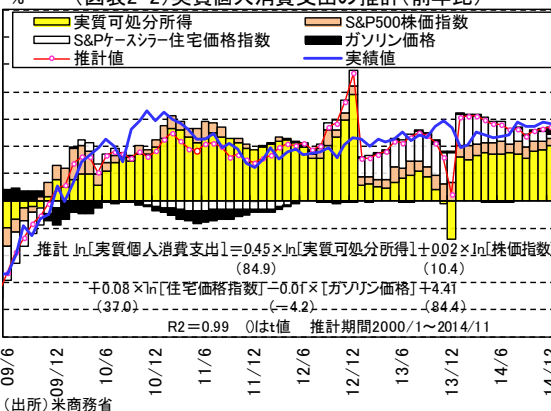
10－12月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋2.6％と、7－9月期の同＋5.0％から伸び幅が縮小したものの、潜在成長率を上回る伸びとなった（図表2-1）。需要項目別に見ると、個人消費は同＋3.2％→＋4.3％と、3四半期連続で伸び幅が拡大。住宅投資も同＋3.2％→＋4.1％と、伸び幅が拡大した。一方、設備投資は同＋8.9％→＋1.9％と、機械投資が弱含んだことなどから、2四半期連続で伸び幅が縮小。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は▲0.0％→＋0.8％と、7－9月期に在庫積み増しが大幅に抑制された反動もあり、2四半期ぶりのプラスとなった。輸出入はともに増加したものの、輸入の増加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は＋0.8％→▲1.0％と、2四半期ぶりのマイナス。政府支出は前期比年率＋4.4％→▲2.2％と、7－9月期に国防費が大幅増となった反動もあり、3四半期ぶりに減少した。

1－3月期は、ガソリン価格下落により家計の実質購買力が向上していることなどから、高めの伸びを予想する。雇用環境の改善が続いていることや、家計のバランスシートの正常化が進んでいることなどを背景に、4－6月期以降も景気回復基調

（図表2-1）米国GDP成長率と寄与度(前期比年率)



（図表2-2）実質個人消費支出の推計(前年比)



が続くとみる。

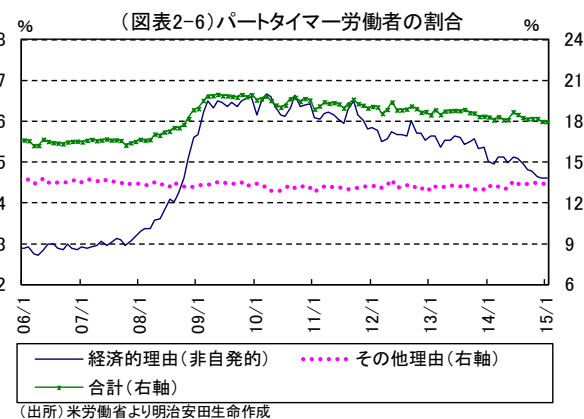
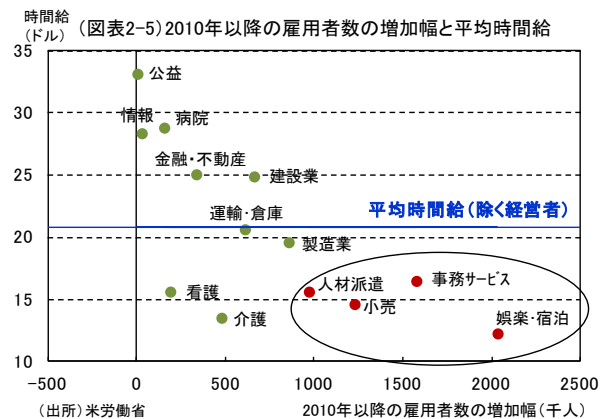
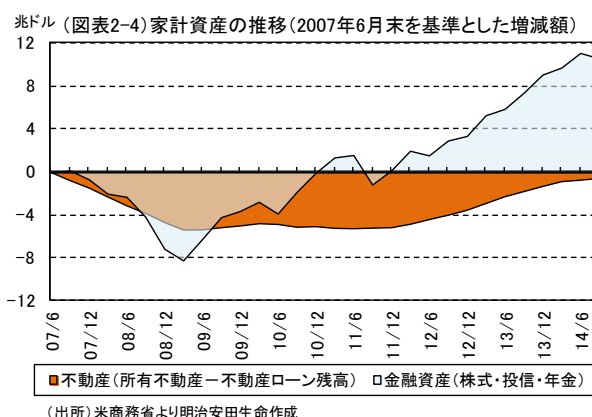
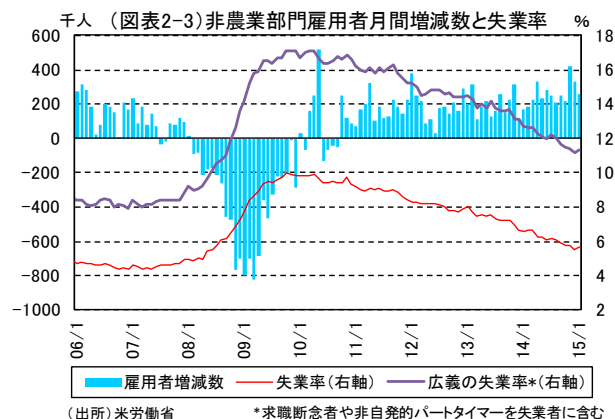
## （２）個人消費は回復傾向が継続すると予想

米国の個人消費は、雇用環境の改善や株価上昇に伴う資産効果などを背景に、2009年央以降、回復傾向が続いている（図表2-2）。1月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が+25.7万人と、堅調さを示すメルクマールとなる20万人を11ヵ月連続で上回った（図表2-3）。過去2ヵ月分も計+14.7万人上方修正されており、雇用者数の拡大が今後も個人消費を下支えするとみられる。

加えて、ガソリン価格下落による家計の実質購買力の向上が今後の個人消費を押し上げる可能性が高い。実質可処分所得、S&P500株価指数、S&Pケースシャー住宅価格指数、ガソリン価格を説明変数とする実質個人消費支出の当社推計では、足元でガソリン価格の下落による消費への押し上げ効果が顕在化しつつあることが見て取れる。当社経済モデルによる試算では、原油価格が10%下落した場合、実質個人消費支出を+0.1%程度押し上げる。

家計のバランスシートの正常化が進んでいることも個人消費には追い風である。家計の所有不動産から不動産ローン残高を差し引いた純ベースの残高を見ると、家計資産がピークとなった2007年6月末からの減少分をほぼ取り戻している（図表2-4）。これまで不動産の債務返済に回っていた所得が今後は消費に向けられるとみている。

一方、賃金の回復には力強さが欠ける。2010年以降の雇用者数の増加幅を業種別に見ると、金融危機によって、賃金が比較的高い金融・不動産などの業種で雇用調整が進んだ一方、小売と娯楽・宿泊をあわせた消費関連業、人材派遣を中心とした事務サービス業といった賃金が低めの業種が全体をけん引している（図表2-5）。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（非自発的パートタイマー）の割合のほか、広義の失業率（非自発的パートタイマーに加え、職探しを断念して労働市場からの退出した人を失業者を含める）は金融危機前と比べ依然として高く（図表2-6）、中低所得者層を中心に賃金の伸び



は今後も緩やかなものにとどまるとみている。雇用者数の回復が勢いを増しているのに加え、家計のバランスシートの正常化が進んでいることや、ガソリン価格下落などによる実質所得の改善が今後の個人消費を押し上げるとみるが、中低所得者の賃金の回復には力強さが欠けることから、均してみれば、2016年にかけての個人消費は緩やかな回復が継続すると予想する。

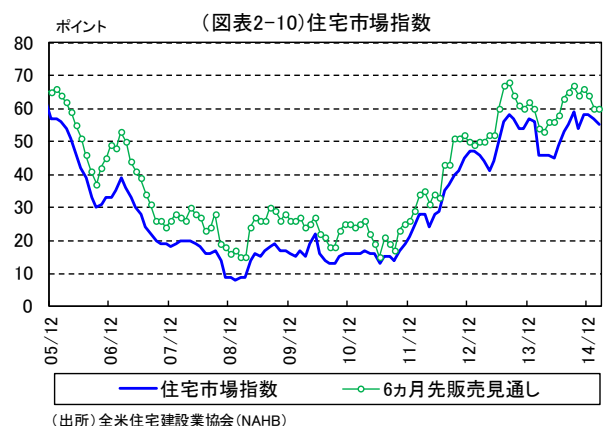
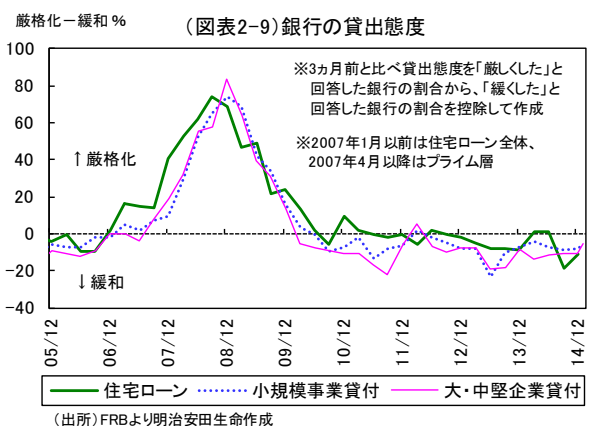
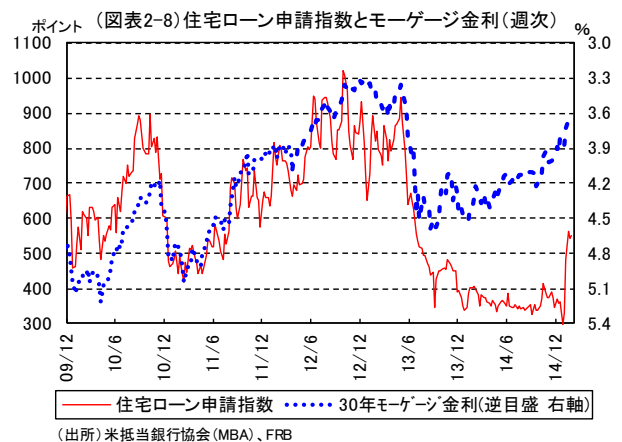
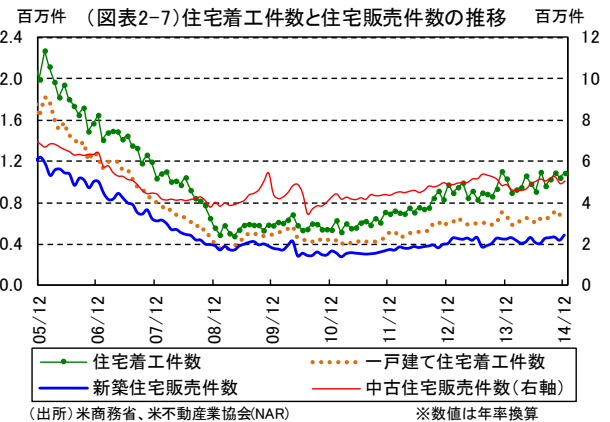
### (3) 住宅投資は持ち直し傾向で推移するとみる

米国の住宅市場は緩慢な回復が続いている。12月の住宅着工件数は年率換算で108.9万件、前月比+4.4%と、2ヵ月ぶりに増加したものの、2013年秋以降は一進一退での推移となっている(図表2-7)。販売件数を見ると、新築住宅販売件数の回復ペースは緩慢なものにとどまっているほか、中古住宅販売件数も足元では伸び悩んでいる。

一方、低金利環境が今後の住宅市場を下支える可能性が高い。住宅ローン金利(30年固定)を見ると、2014年以降、低下傾向で推移しており、足元では3%台半ばまで低下している(図表2-8)。

FRB(米連邦準備制度理事会)による銀行の住宅ローン貸出態度調査によれば、貸出態度を3ヵ月前に比べ「緩くした」と回答した銀行が「厳しくした」と回答した銀行を上回っている(図表2-9)。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、2015年に入ってから急上昇しており(図表2-8)、足元では低金利環境が消費者の住宅購入意欲の向上につながっているとみられる。米連邦住宅局(FHA)が住宅ローンを利用する場合の保証料を引き下げること公表するなど、住宅取得支援策を進めていることもあり、借入環境の改善が今後の販売件数を後押しするとみている。

全米住宅建設業協会(NAHB)が公表する住宅市場指数(建設・不動産業者の景況感指数)を見ると、2月は55と、2ヵ月連続で低下したものの、大雪による悪影響もあったとみられる(図表2-10)。向こう6ヵ月の販売見通し指数は60と、好不況の境目である50を大きく上回っており、販売件数は今後も回復傾向で推移するとみている。雇用環境が改善しているほか、低金利環境が続いていることな



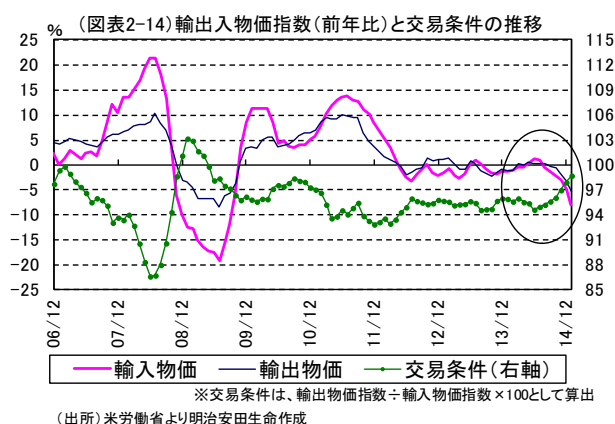
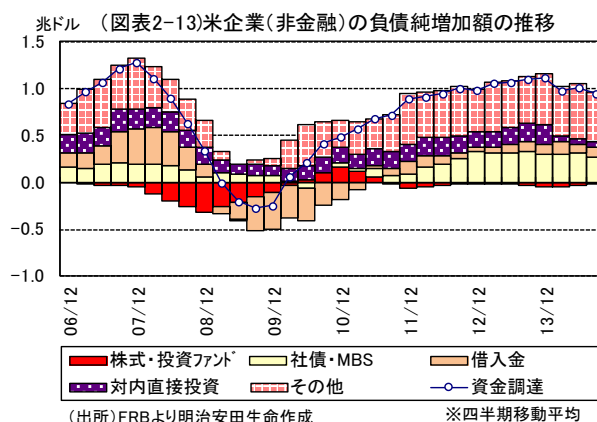
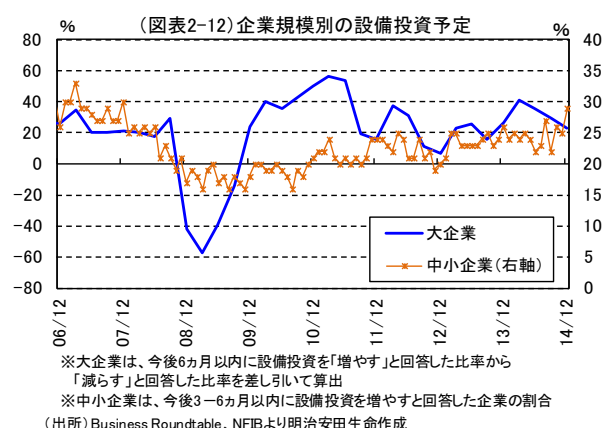
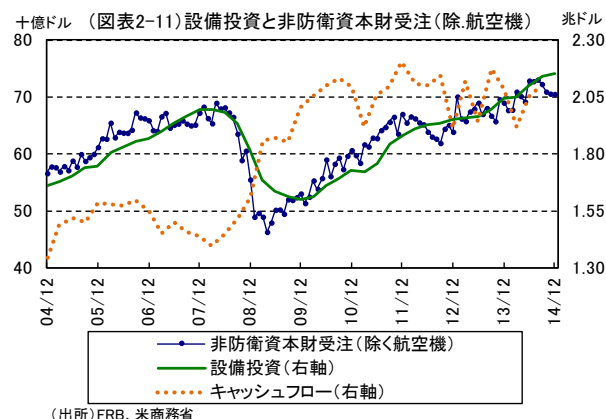
どから、住宅投資は今後も持ち直し傾向で推移すると予想する。

#### （４）設備投資は力強い回復に至らないと予想

米国の設備投資は、2009年中ごろから持ち直し傾向が続いているが、足元では回復ペースが鈍化している。2014年10-12月期の実質設備投資は前期比年率+1.9%と、小幅な伸びにとどまった。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、12月は前月比▲0.1%と、4ヵ月連続で減少した（図表2-11）。背景には、原油価格の下落などによる先行き不透明感が増したことがある。

一方、企業経営者による経済団体ビジネスラウンドテーブルの調査を見ると、先行き不透明感が増すなかでも、向こう半年間の設備投資を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回っている（図表2-12）。中小企業の経済団体である全米独立企業連盟（NFIB）による調査でも、方向性は改善に向かっている。米企業（非金融）の負債純増加額を見ると、社債発行による資金調達の増加傾向が続いており（図表2-13）、低金利環境が企業の事業展開を引き続き下支えするとみられる。

原油価格の下落を背景に、交易条件が改善していることもプラス材料である。輸出入物価指数の伸び（前年比）を見ると、いずれも昨年の夏場以降マイナスが続いているが、輸入物価指数のマイナス幅が大きく、交易条件は改善傾向が続いている（図表2-14）。原油価格（WTI）は、昨年夏場からすでに5割近く下落しており、目先はエネルギーセクターの企業を中心に企業収益が押し下げられるとみられるものの、交易条件の改善が今後の企業収益の回復につながるとみている。ただ、設備投資は今後もキャッシュフローで賄える規模にとどまる可能性が高い（図表2-11）。米企業（非金融）の資産純増加額の推移を見ると、対外直接投資の増加傾向が続いており、米企業がM&A（企業買収・合併）などを進めている可能性が示唆される（図表2-15）。株主からの期待もあり、企業は設備投資よりM&A（企業買収・合併）や自社株買いな



どにキャッシュフローを回す傾向が今後も続くと思われる。

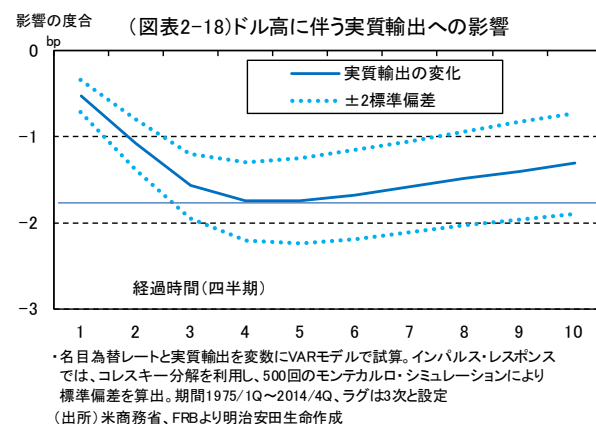
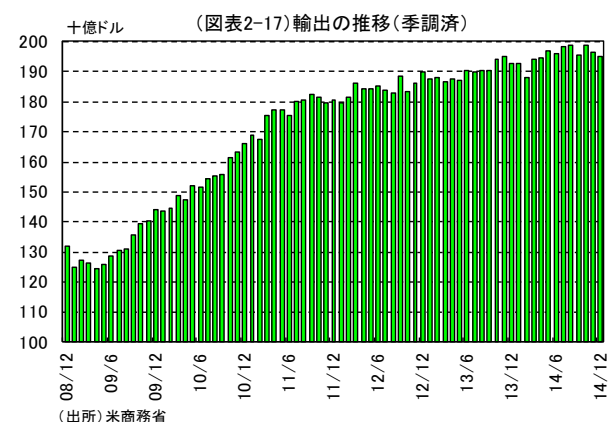
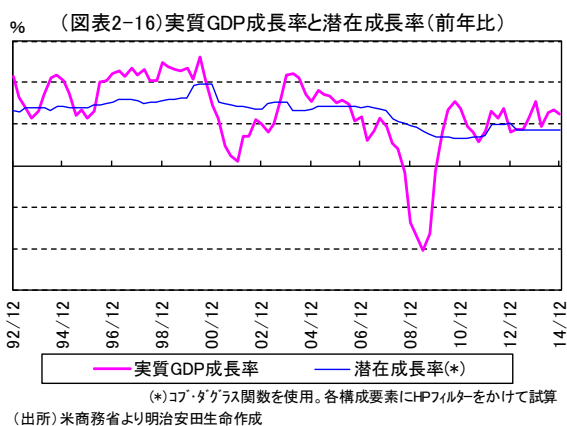
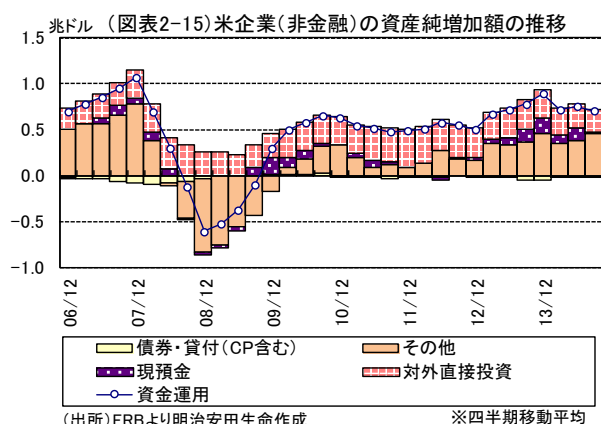
こうした動きが続く背景としては、企業の期待成長率の低下があげられる。期待成長率が低下する局面では、企業は売上の減少を見込んでその成長率に見合うと考える水準まで資本ストックを調整しようと、設備投資を減少させる傾向がある。当社試算による潜在成長率の推計値は、足元で前年比+1%台後半にとどまる(図表2-16)。潜在成長率自体、幅を持って見るべきものであるが、住宅バブル崩壊前の推計値である前年比+3%前後を大きく下回っている。低金利環境や交易条件の改善に支えられ、設備投資は今後も改善傾向で推移するとみているが、企業の期待成長率の低下などを背景に、力強い回復には至らないと予想する。

## (5) 輸出は緩やかな回復にとどまるとみる

米国の輸出は、2009年から2011年にかけて高い伸びを維持してきたが、新興国の景気減速などを背景に、2012年からの回復ペースは緩やかなものにとどまっている(図表2-17)。12月の輸出は前月比▲0.8%と、2ヵ月連続で減少した。不動産投資抑制策を続ける中国の景気が冴えないことや、商品価格の下落などを背景に、資源輸出国であるロシアやブラジルの景気も減速しており、米国の輸出も足元では一進一退での推移となっている。

輸出の回復が抑制されている一因として、ドル高の影響もあげられる。昨年央以降、ドル高トレンドが続いており、対円、対ユーロともに15%程度上昇している。名目実効為替レート、実質輸出を変数としたベクトル自己回帰モデルによる当社試算では、為替が1%ドル高に振れるという「ショック」を加えると、実質輸出は4~5四半期にわたって下押し圧力がかかり続ける可能性が示される(図表2-18)。その後は、下押し圧力が徐々に和らぐと試算されるものの、しばらくはドル高が輸出の回復を抑制し続けるとみられる。

一方、昨年の輸出を品目別に見ると、全体の34%を占める資本財(除く自動車)は、産業機械や民間航空機(エンジン・部品を含む)などを中心に、堅調に推移している(図表2-19)。足元では電子



機器・部品も増加しており、全体を下支えしているのに加え、自動車（構成比10%）も回復傾向が続いている。消費財（同12%）は、宝飾品や医薬品などに支えられる形で増加傾向が続いているほか、食品（同9%）は、トウモロコシを中心に穀物が堅調に推移している。ただ、産業資材（同31%）は、化学や綿花などが低調に推移している。FRBが毎月の資産購入（QE3）を昨年10月に終了したのに加え、世界景気の減速などを背景に、商品相場は軟調な推移が続いており、産業資材は今後も停滞気味の推移を余儀なくされるとみている。

IMF（国際通貨基金）が1月20日に発表した世界経済見通しでは、世界の実質GDP成長率は、2015年が前年比+3.8%から同+3.5%へと、2四半期連続で下方修正された。2014年の同+3.3%から伸び幅は拡大するものの、欧州のほか、中国、ロシア、ブラジルなどの新興国の経済見通しが軒並み引き下げられた。2016年の実質GDP成長率も、同+4.0%から+3.7%へと、下方修正されている。OECD（経済協力開発機構）が発表する景気先行指数を見ると、2012年の夏場をボトムに改善傾向が続いてきたが、2013年末以降は横ばい圏での推移となっている（図表2-20）。同指数を地域別に見ると、ロシアは昨年夏場以降、低下傾向が続いているほか、ブラジルも横ばい圏での推移となっている。ユーロ圏も昨年中央から低下傾向が続いており、今後欧州向けの輸出の回復ペースは鈍いものにとどまるとみられる。一方、アジアの主要国（中国、日本、韓国、インド、インドネシア）は足元で上向いているほか、最大の輸出先であるNAFTA（北米自由貿易協定）圏はメキシコがけん引する形で上昇傾向が続いている。今後の輸出は、NAFTA圏向けの資本財などを中心に回復が続く可能性が高い。ただ、資源輸出国を中心とした新興国など、世界経済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。

## （6）年後半には利上げが行なわれると予想

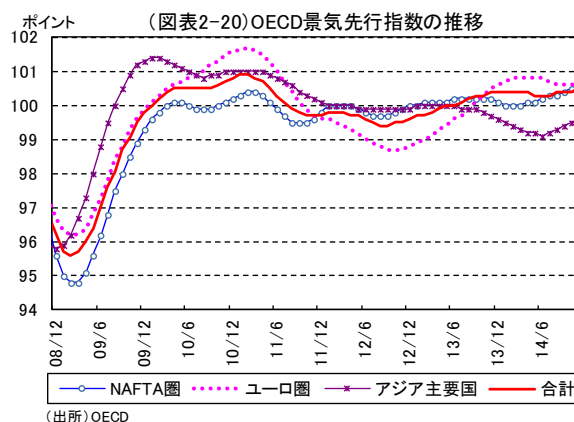
昨年12月16－17日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、声明文で「金融政策を正常なスタンスに戻し始めるのを辛抱強く待つことができる」との一文が付け加えられた（図表2-21）。これまでの低金利政策の継続を予告する期間を表す「資産購入終了後もかなりの期間」と整合的であることも示されたが、この一文は1月27－28日開催

（図表2-19）米輸出財の品目別内訳 （百万ドル、%）

|            | 2014年(1～12月累計) |             |            |              |
|------------|----------------|-------------|------------|--------------|
|            |                | 対前年同期<br>増減 | 対前年<br>同期比 | 伸び率<br>への寄与度 |
| 食料品        | 144,241        | 8,057       | 5.9        | 0.5          |
| トウモロコシ     | 11,980         | 4,206       | 54.1       | 0.3          |
| 大豆         | 25,522         | 2,535       | 11.0       | 0.2          |
| 食肉         | 20,098         | 1,632       | 8.8        | 0.1          |
| 小麦         | 7,914          | ▲2,765      | ▲25.9      | ▲0.2         |
| 産業資材       | 506,835        | ▲2,479      | ▲0.5       | ▲0.2         |
| 化学         | 82,386         | ▲1,800      | ▲2.1       | ▲0.1         |
| 石油         | 72,282         | 2,653       | 3.8        | 0.2          |
| 金          | 22,454         | ▲11,759     | ▲34.4      | ▲0.7         |
| 石油製品       | 62,684         | 1,720       | 2.8        | 0.1          |
| 資本財(除く自動車) | 550,045        | 15,840      | 3.0        | 1.0          |
| 民間航空機*     | 112,802        | 7,739       | 7.4        | 0.5          |
| 半導体        | 29,663         | 397         | 1.4        | 0.0          |
| 産業機械       | 54,174         | 5,276       | 10.8       | 0.3          |
| 通信機器       | 40,571         | 843         | 2.1        | 0.1          |
| 自動車・部品     | 159,456        | 6,900       | 4.5        | 0.4          |
| 消費財        | 199,152        | 10,061      | 5.3        | 0.6          |
| 医薬品        | 50,941         | 2,558       | 5.3        | 0.2          |
| 携帯等        | 24,655         | 1,735       | 4.5        | 0.1          |
| 宝飾品        | 35,964         | 3,423       | 10.5       | 0.2          |
| その他        | 75,361         | 3,926       | 5.5        | 0.2          |
| 合 計        | 1,635,090      | 42,306      | 2.7        | 2.7          |

（出所）商務省より明治安田生命作成

\*エンジン・部品含む



（図表2-21）FRBによるフォワードガイダンス変更

【2012年12月】

- ・時間軸政策に失業率(6.5%)とインフレ見通し(2.5%)の数値基準導入
- ・米国債の追加購入(毎月450億ドル)を決定 (QE3)

【2013年12月】

- ・「インフレ見通しが2%を下回る場合、失業率が6.5%を下回ってもしくは、現行の低金利政策を継続する」見通しを示す

【2014年3月】

- ・「資産購入終了後もかなりの期間、現行の低金利政策を継続する」見通しを示す

【2014年12月】

- ・「金融政策を正常なスタンスに戻し始めるのを辛抱強く待つ」方針を示す
- ・これまでの「かなりの期間」の一節と整合的であることも示す

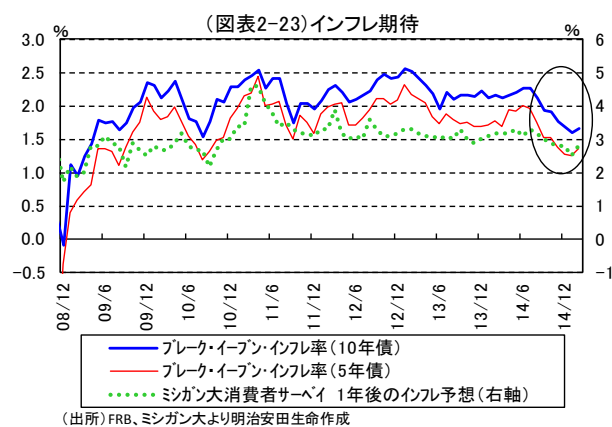
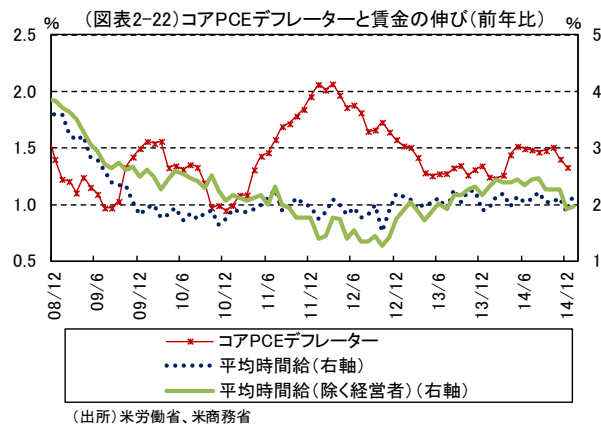
【2015年1月】

- ・「資産購入終了後もかなりの期間、現行の低金利政策を継続する」との一文が削除

（出所）FRBより明治安田生命作成

のFOMCで削除され、金融政策の正常化を今後も進めていく姿勢に変更はないことが示された。

一方、FRBが注視しているとされるコアPCEデフレーターを見ると、足元では前年比+1%前半の伸びにとどまっている（図表2-22）。1月の雇用統計では、時間当たり賃金は前年比+2.2%と、12月の同+1.9%から伸び幅が拡大したものの、+2%前半を中心とした推移が続いており、賃金の回復には力強さが欠ける。加えて、ブレイク・イーブン・インフレ率が昨年夏場から大きく低下しているほか、ミシガン大学サーベイによる1年後のインフレ予想は低下傾向である（図表2-23）。1月の輸入物価指数も、前年比▲8.0%と、6ヵ月連続のマイナスとなり（図表2-14）、輸入物価によるインフレ圧力は抑制されている。賃金の回復の遅れに加え、インフレ期待の低下懸念や低調な輸入物価などから、コアインフレ率は今後も緩やかな伸びにとどまるとみられる。米景気は回復基調が続いており、2015年後半には利上げが行なわれるとみているが、その後の利上げのペースはゆっくりとしたものになるとみられ、年内の利上げは2回にとどまると予想する。



### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏景気は回復傾向が続いている。地政学リスクへの懸念などが引き続き景気への下押し圧力になるとみられるものの、ドイツを中心に雇用環境が改善していることなどから、個人消費は今後も改善傾向が続くと予想する。主要輸出先である米国などの景気回復やユーロ安などを背景に、輸出の回復傾向が継続するとみられることもあり、ユーロ圏景気は緩やかな回復傾向が続くとみる。

個人消費は、原油安による実質購買力の向上などを背景に、今後も改善傾向が継続すると予想する。

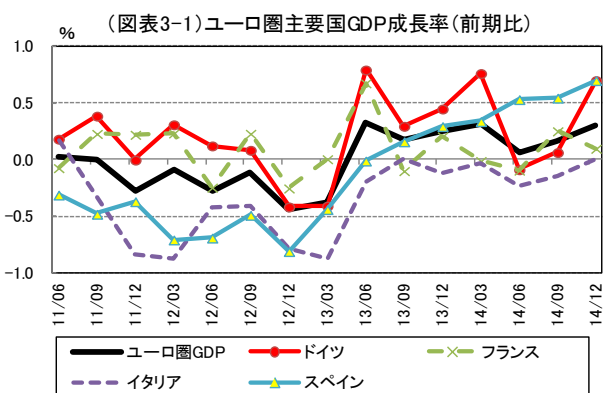
固定投資は、銀行貸出態度の改善などから回復が続くとみる。ただ、企業景況感の改善の遅れが抑制要因となることから、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

政府支出は、各国で緊縮策が実施されていることから、今後も伸び悩む可能性が高い。

欧州中央銀行(以下、ECB)は、1月に発表した国債買い入れによる量的緩和策の効果を見極めるため、当面様子見姿勢をとると予想する。

#### (1) ユーロ圏景気は回復傾向が継続

10-12月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.3%と、7-9月期の同+0.2%からプラス幅が拡大した(図表3-1)。国別の成長率を見ると、フランス(7-9月期:同+0.3%→10-12月期:同+0.1%)のプラス幅が縮小したものの、イタリア(同▲0.1%→同0.0%)がマイナスを脱したほか、ドイツ(同+0.1%→同+0.7%)とスペイン(同+0.5%→同+0.7%)のプラス幅が拡大した。

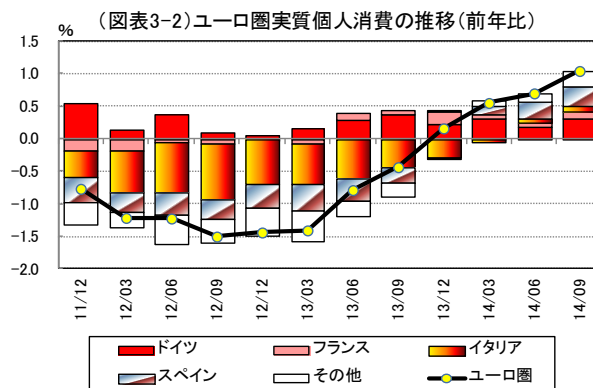


(出所)各国統計局

地政学リスクへの懸念などが引き続き景気への下押し圧力になるとみられるものの、ドイツを中心に雇用環境が改善していることなどから、個人消費は今後も改善傾向が続くと予想する。主要輸出先である米国などの景気回復やユーロ安などを背景に、輸出の回復傾向が継続するとみられることもあり、ユーロ圏景気は緩やかな回復傾向が続くとみる。

#### (2) 個人消費は改善傾向が続くと予想

ユーロ圏の個人消費は2013年以降、回復トレンドが続いている。7-9月期の実質個人消費は前年比+1.0%と、3四半期連続でプラス幅が拡大した(図表3-2)。実質個人消費を主要国別に見ると、フランスやイタリアが小幅の伸びにとどまる一方、ドイツやスペインが堅調に推移し、全体をけん引している。



(出所)ファクトセット

実質雇用者報酬、インフレ率、DAX(ドイツ株価

指数)、貯蓄率を説明変数とする実質個人消費の理論値の当社試算からは、2013年4～6月期以降の個人消費の回復は雇用環境の改善のほか、株価上昇に伴う資産効果や、インフレ率の低下などが影響している可能性が示唆される(図表3-3)。

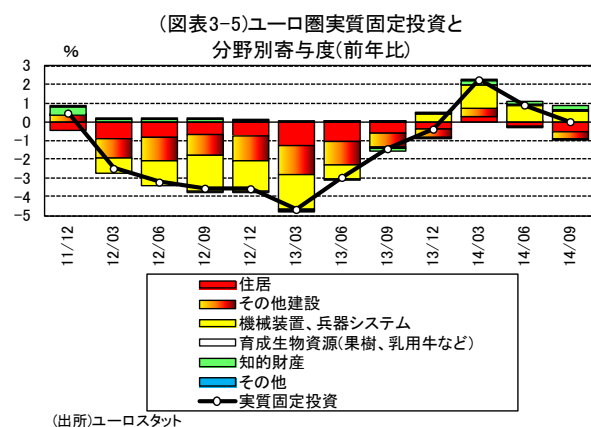
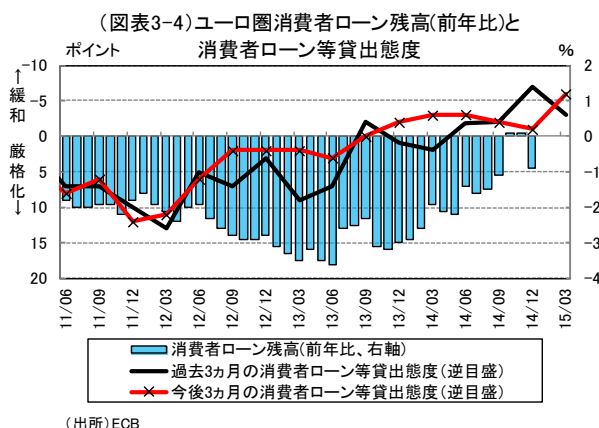
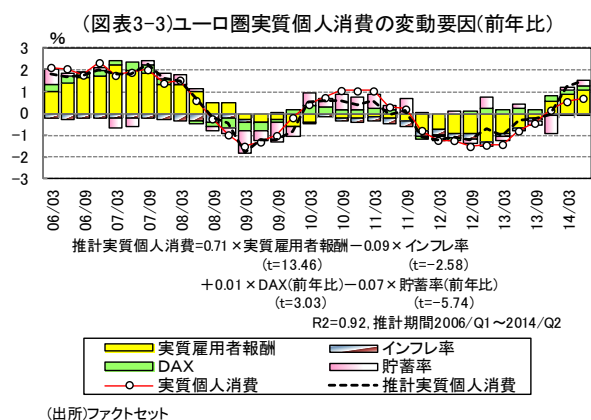
ユーロ圏の雇用環境は回復傾向が続いている。国別では、ドイツとスペインが堅調に推移しており、全体をけん引している。ドイツの失業率を見ると、足元では4.8%(EU統一基準)と、OECD(経済協力開発機構)が発表している自然失業率(5.9%)を大きく下回っている。労働需給がタイトな状況が続いており、今後もドイツの雇用環境の回復傾向は続くともっている。

2015年1月1日からドイツで法定最低賃金(8.5ユーロ/時間)が導入されたことも、個人消費の追い風とみられる。昨年4月の法定最低賃金の導入決定後も、企業の採用意欲が衰えていないことや、労働需給がタイトな状況にあることから、最低賃金制度の導入により、企業の労働需要が減少する影響については限定的とみている。一方、スペインでは、2012年から進めてきた労働市場改革の効果が現れてきているのに加え、観光業の回復を背景に、観光業関連の雇用者数が増加している。中東情勢への懸念が残ることから、同国を観光地として選好する動きが続くとみられ、スペインの観光業は引き続き堅調に推移するとみている。今後もサービス業を中心に雇用者数の増加傾向が続く可能性が高い。

家計の資金繰りの改善も、引き続き個人消費を下支えするとみられる。北海ブレント原油価格は、昨年6月以降約50%下落しており、エネルギー価格の下落により家計の実質購買力が向上しているとみられる。加えて、金融機関の貸出態度も徐々に緩和している。ユーロ圏の消費者ローン残高を見ると、2013年夏場ごろから持ち直し傾向で推移している(図表3-4)。ECBによる銀行の消費者ローン貸出態度調査のうち、過去3カ月の貸出態度を見ると、4四半期連続で「緩くした」と回答した銀行の割合が「厳しくした」と回答した銀行の割合を上回っている。ECBが国債買い入れによる量的緩和策を打ち出したこともあり、銀行の貸出態度は今後も緩和した状況が続くとみている。雇用環境の回復が継続するとみられるほか、家計の資金繰りの改善などから、ユーロ圏の個人消費は今後も改善傾向が続くと予想する。

### (3) 固定投資の回復ペースは緩慢と予想

ユーロ圏の実質固定投資は2013年春以降、持ち直し傾向が続いていたものの、足元では減速している。2014年7～9月期の実質固定投資は前年比+0.0%にとどまった(図表3-5)。実質固定投資を分野別に見ると、機械装置、兵器システムや知的財



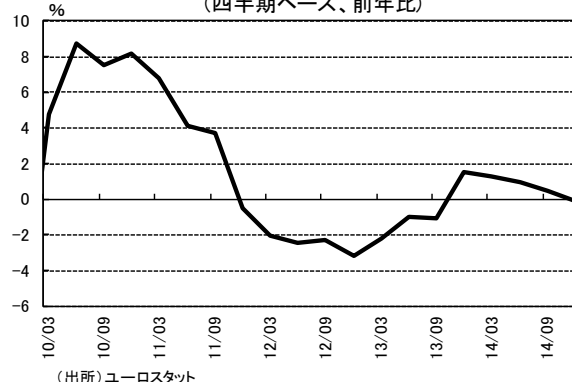
産がプラスで推移する一方、住居やその他建設が減少している。建設関係については、昨年同時期に、記録的な暖冬の影響でドイツの建設投資が押し上げられた反動が大きいとみられる。

ユーロ圏の鉱工業生産を見ると、昨年の春ごろから伸びが鈍化している（図表3-6）。ただ、今後については、昨年秋以降の原油安が企業のコスト負担を軽減するとみられるほか、ユーロ安の進行などを背景に、輸出の回復傾向が継続するとみられることから、企業の生産活動は改善に向かうとみている。

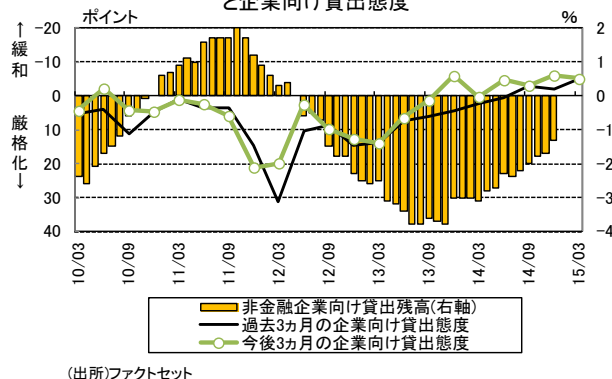
企業向けの銀行貸出態度も改善傾向で推移している。ECBの銀行貸出態度調査を見ると、非金融企業への貸出に関して、過去3ヵ月に貸出態度を「緩くした」と回答した銀行数は、「厳しくした」と回答した銀行数を3四半期連続で上回っている（図表3-7）。今後の貸出態度についても「緩和する」と回答した銀行数が、「厳格化する」と回答した銀行数を4四半期連続して上回った。昨年10月にECBによる銀行へのストレステストが終了したほか、1月にはECBが国債買い入れによる量的緩和策の実施を決定しており、銀行の貸出態度の緩和が引き続き設備投資を下支えするとみている。

一方、住宅投資は、足元で持ち直しの動きが一服している。ただ、住宅投資の先行指標である住宅着工許可指数（3四半期後方移動平均、前年比）を見ると、昨年4－6月期以降、回復傾向が続いている（図表3-8）。国別に見ると、ドイツは昨年春以降、伸びが鈍化しているものの、スペインが昨年7－9月期に2011年4－6月期以来のプラスとなったほか、フランスもマイナス幅が縮小傾向にある。スペインでは、雇用環境の改善が住宅需要の増加につながっている。フランスでは、雇用環境改善の兆しはみられないが、住宅市場のテコ入れを図るため、政府が昨年8月末に発表した住宅建設促進策が住宅需要を下支えするとみている。ドイツでは、昨年の暖冬による押し上げ効果ははく落し、一時的に住宅投資が弱含んでいるが、雇用環境の改善などを背景に、今後は徐々に持ち直すとみられる。銀行の住宅ローンの貸出態度が緩和

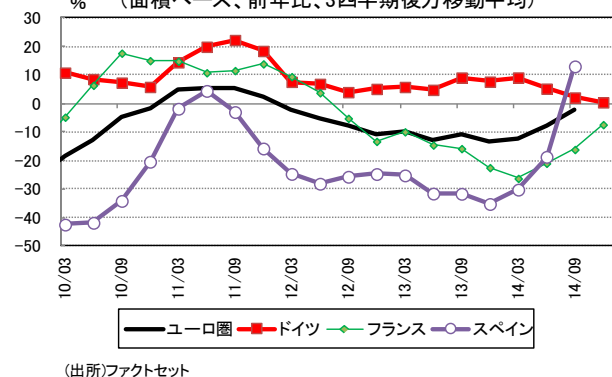
（図表3-6）ユーロ圏鉱工業生産の推移  
（四半期ベース、前年比）



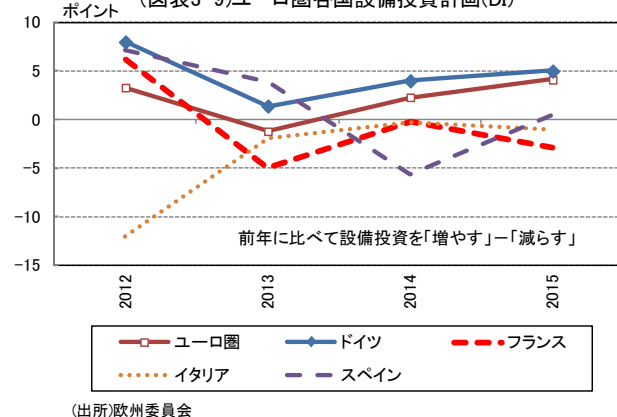
（図表3-7）ユーロ圏非金融企業向け貸出残高（前年比）と企業向け貸出態度



（図表3-8）住宅着工許可指数  
（面積ベース、前年比、3四半期後方移動平均）



（図表3-9）ユーロ圏各国設備投資計画(DI)



していることもあり、ユーロ圏の住宅投資は今後  
も底堅く推移するとみている。

欧州委員会が発表する設備投資計画を見ると、  
2015年の企業の設備投資計画は2014年から小幅改  
善している(図表3-9)。主要国別に見ると、フラン  
ス、イタリアのマイナス幅が拡大したものの、ス  
ペインがプラスに転じたほか、ドイツはプラス幅  
が拡大した。もっとも、設備投資の目的を見ると、  
「能力増強」と回答した企業の割合が前年と同程  
度となった一方、「更新」が5ポイント上昇しており、  
設備の老朽化が企業の設備投資計画の改善につ  
ながっている可能性を示している(図表3-10)。

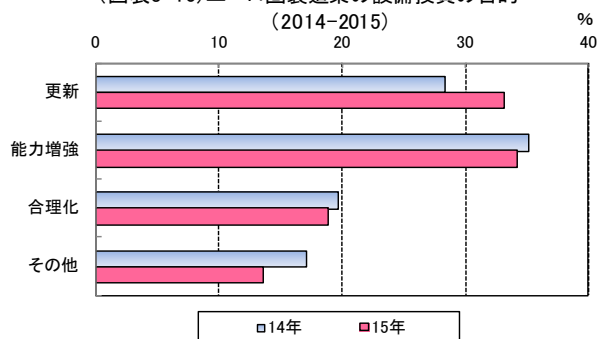
一方、欧州委員会が発表する企業景況感を見  
ると、ウクライナ情勢への懸念などを背景に、回復  
ペースは鈍いものにとどまっている(図表3-11)。  
ドイツの輸出金額のうち、ロシア向け輸出は約3%  
に過ぎず、ウクライナ情勢のドイツの輸出への影  
響は限定的とみられるものの、ドイツでは6,000  
社を上回る企業がロシアへ進出していることから、  
企業景況感の改善は引き続き鈍いものにとどま  
るとみている。銀行貸出態度の改善が続いているこ  
とや、今後は住宅投資が底堅く推移するとみられ  
ることなどから、ユーロ圏の固定投資は回復が続  
くとみているが、企業景況感の改善の遅れが抑制  
要因となり、回復ペースは緩慢なものにとどま  
ると予想する。

#### (4) ユーロ圏の輸出は回復傾向が続くとみる

ユーロ圏の輸出金額は、増加傾向で推移してい  
る(図表3-12)。過去6ヵ月(2014年7月～12月)の輸  
出金額の伸びは前年比+3.6%と、その前の6ヵ月  
(2014年1月～6月)の同+1.0%から加速した。ユー  
ロ圏の輸出金額を輸出数量指数と輸出価格指数に  
分けて見ると、ユーロ安の進行を背景に、輸出価  
格が6月以降上昇しているほか、輸出数量も足元で  
は増加している(図表3-13)。

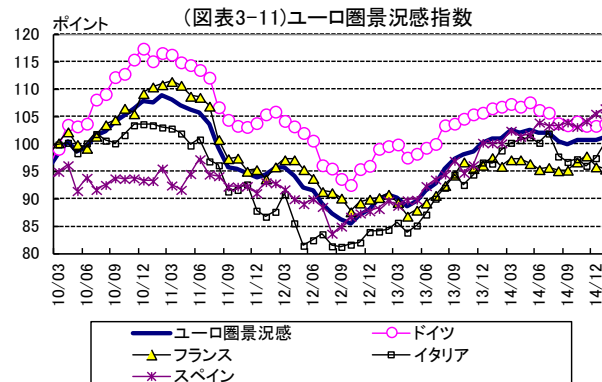
輸出数量を相手先別に見ると、ロシアの景気悪  
化を背景に、EU外欧州向けは減少傾向に歯止めが  
かかっていない(図表3-14)。今後も、ロシアの景  
気減速がユーロ圏の輸出の下押し要因となる状況  
が続くとみられる。ただ、ロシア向けは、ユーロ

(図表3-10)ユーロ圏製造業の設備投資の目的  
(2014-2015)



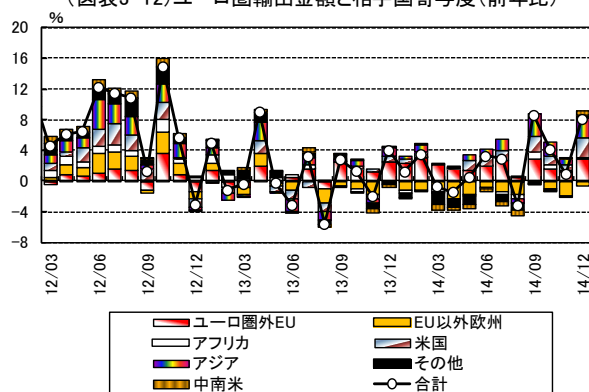
(出所) 欧州委員会

(図表3-11)ユーロ圏景況感指数



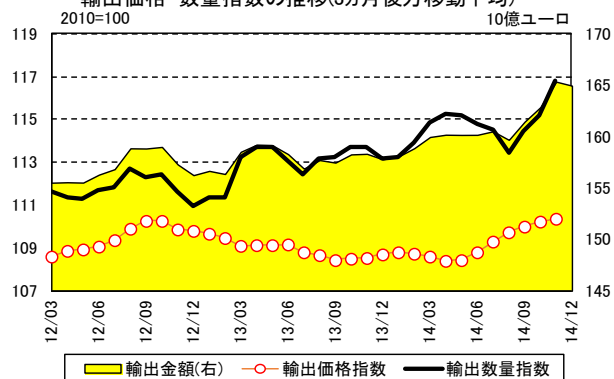
(出所) 欧州委員会

(図表3-12)ユーロ圏輸出金額と相手国寄与度(前年比)



(出所) ユーロスタット

(図表3-13)ユーロ圏の輸出金額と  
輸出価格・数量指数の推移(3ヵ月後方移動平均)



(出所) ユーロスタット

圏の輸出金額に占める割合が約5%であり、全体への影響は限定的とみている。輸出金額に占める割合が大きい米国(占率11.0%)、英国(同12.6%)では、景気回復が続いていることから、今後も輸出数量の増加傾向が継続するとみている。

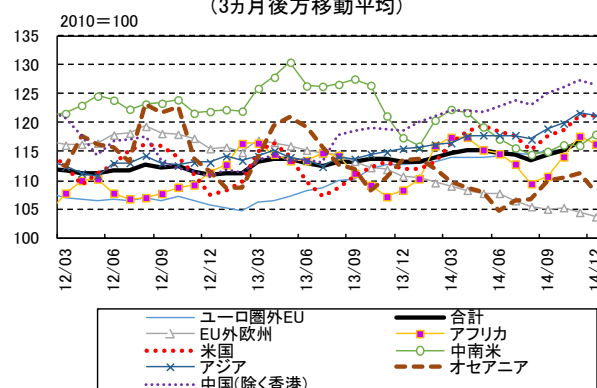
一方、景気が冴えないなかでも、中国向けは増加傾向が続いている。背景には、輸出品目に占める割合が高い自動車を中心に、ドイツなど欧州ブランドが評価されていることがあるとみられる。2014年の中国の乗用車販売台数は前年比+9.9%と、前年の同+15.7%から伸び幅が大きく縮小したものの、ブランド別の乗用車販売を見ると、ドイツ系は前年比+16.9%と、昨年と同程度の伸びを維持し、外国メーカートップシェアとなっている(図表3-15)。フランス系も同+31.6%と、昨年の同+25.6%を上回る伸びとなっており、欧州ブランドの自動車への人気は根強い。調査会社のJDパワー・アジア・パシフィック社が昨年9月に発表した中国新車購入予定者調査(中国73都市で、向こう1年に新車購入を検討している者を対象に昨年5月から6月にかけて実施。回答者数9,727人)では、「購入を検討しているブランド」として、民族系ブランドが16%と、前年の27%から低下した一方、欧州系ブランドは41%と、前年の31%から大きく上昇し、前年に続き1位となった。2013年のユーロ圏の中国向け輸出金額のうち、乗用車は11.6%を占め、主要輸出品となっている。今後も欧州ブランド車の需要拡大を背景に、中国向け輸出は底堅い推移が見込まれる。

ECBのレポートによると、2013年のユーロ圏外向け輸出のうち、ユーロ建てが67.2%を占めるが、今後もユーロ安による価格競争力の向上が期待できる。主要輸出先である米国や英国の景気回復が続いていることや、主力輸出品である自動車などの新興国需要などにも支えられ、ユーロ圏の輸出は回復傾向が続くと予想する。

## (5) ECBは当面様子見姿勢をとると予想

ECBは1月22日の政策理事会で、資産買い入れ策の対象を国債などにも広げることを発表したほか、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。資産買い入れの対象については、これまでのABS(資産担保証券)、カバードボンドに、国債、エージェンシー債、EU機関債といった政府やEUの機関によって発行されたユーロ建ての証券が加えられ、今年3月から少なくとも2016年9月末までに、合計毎月600億ユーロを購入する。今回買い入れ対象として追加された国債などの買い入れ額は、毎月500億ユーロ程度となる。今年3月から2016年9月までの買い入れ総額は、ABSとカバードボンドが1,900億ユーロ、国債などが9,500億ユーロと、あわせて1兆ユーロを超え、事前に市場で予想されていた5,000~7,000億ユーロを上回った。各国の国債発行残高に対する規模は、ユーロ圏全体で約15%となる見込みである(図表3-16)。一方、期間については、2016年9月末を過ぎても、インフレ率の軌道が2%をやや下回る水準を達成するという中期的な目標と整合的であると確認できるまで買い入れを継続する方針も示された。なお、買い入れ対象資産は、残存期間2-30年の債券となる。

(図表3-14)ユーロ圏輸出数量の推移  
(3ヵ月後方移動平均)



(出所)ユーロスタット

(図表3-15)中国乗用車販売の推移

|       | 2013年  |        |        | 2014年  |        |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|       | 台数(万台) | シェア(%) | 前年比(%) | 台数(万台) | シェア(%) | 前年比(%) |
| 民族系   | 722.20 | 40.3   | 11.4   | 757.33 | 38.4   | 4.1    |
| 日系    | 293.06 | 16.4   | 15.3   | 309.52 | 15.7   | 5.6    |
| ドイツ系  | 337.25 | 18.8   | 18.0   | 394.09 | 20.0   | 16.9   |
| 米国系   | 222.15 | 12.4   | 22.6   | 252.55 | 12.8   | 13.7   |
| 韓国系   | 157.75 | 8.8    | 17.7   | 176.61 | 9.0    | 12.0   |
| フランス系 | 55.26  | 3.1    | 25.6   | 72.70  | 3.7    | 31.6   |

(出所)中国汽車工業協会

どの国の国債を購入するかという点については、各国のECBへの出資比率に比例することとなったが、今回追加された毎月の買入れ額500億ユーロのうち、8%はECBが保有し、残りの92%は各国中銀が購入する。また、500億ユーロのうち12%はEU機関が発行する債券で、この部分はECBがリスクを負担するとされたことから、各国中銀とECBのリスク負担比率は8:2となる。ECBが保有する分については、ECBの出資比率に応じて、各国がリスク負担を負うことになるため、ECBのリスク負担比率が増えると、ECBの出資比率が高い国はより大きなリスクを抱えることになる。ECBのリスク負担比率を2割にとどめた背景には、量的緩和の導入に慎重姿勢を示していたドイツなど北部諸国への配慮があるとみられる。一方、TLTROには、これまで政策金利に0.1%が上乗せされた金利が適用されていたが、今回の決定では、0.1%の上乗せ分が廃止されることとなった。過去2回のオペでは、利用額がECBの目標額の約半分となっており、適用金利引き下げによって、利用額の拡大を促す狙いがある。

ECBが大規模な量的緩和策の導入に踏み切った背景には、デフレへの警戒感がある。12月のユーロ圏のインフレ率は、原油価格の急落を背景に前年比▲0.2%と、2009年10月以来初のマイナスとなった。ドイツの5年ブレイク・イーブン・インフレ率も低水準での推移となっている(図表3-17)。ECBの量的緩和の効果についてドラギ総裁は、「今回決定された措置は、効果的だと信じている。銀行がECBのオペに応じることで債券を現金に換え、その資金が家計や企業など民間セクターの貸出に回るポートフォリオ・リバランス効果や、インフレ期待へのシグナリング効果などがある」と述べ、有効性を強調している。ただ、今回ECBは中銀預金金利を▲0.2%に維持したままである。そのため、銀行がECBによる国債買い入れのオペに応じた場合、すぐに投資先を見つけなければ、ペナルティーが課されることとなる。そうすると、銀行がオペに応じない可能性があることから、ECBの買い入れが目標ペースどおりに進むかには不透明感が残る。ECBは量的緩和策の政策効果を見極めるため、当面様子見姿勢をとるとみているが、仮に量的緩和策を実施することで一時的に経済成長率を高めることはできても、潜在成長率を高めることはできない。各国政府は金融政策の効果に頼り切るのではなく、ECBが時間稼ぎをしている間に、中長期的に経済成長率を引き上げるための構造改革を打ち出していく必要がある。

## (6) 英国経済は底堅い回復が続くと予想

英国の10-12月期実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.5%と、7-9月期の同+0.7%から伸び幅が縮小したものの、8四半期連続のプラス成長となった(図表3-18)。産業別では、建設業が同

(図表3-16)国債買い入れによる購入規模試算(億ユーロ)

|         | 中央政府<br>長期債務<br>証券発行<br>残高 | ECB<br>出資比率<br>(%) | 発行残高<br>の25%<br>(A) | 9,500億ユーロ<br>(B) | 発行残高に<br>占める割合 | (A)と(B)<br>の少ない方 |
|---------|----------------------------|--------------------|---------------------|------------------|----------------|------------------|
| ユーロ圏    | 62,069                     | 100.0              | 15,517              | 9,500            | 15.3           | 9,298            |
| ベルギー    | 3,173                      | 3.5                | 793                 | 334              | 10.5           | 334              |
| ドイツ     | 11,898                     | 25.6               | 2,974               | 2,429            | 20.4           | 2,429            |
| エストニア   | 0                          | 0.3                | 0                   | 26               | -              | 0                |
| アイルランド  | 1,168                      | 1.6                | 292                 | 157              | 13.4           | 157              |
| ギリシャ    | 666                        | 2.9                | 167                 | 274              | 41.2           | 167              |
| スペイン    | 7,260                      | 12.6               | 1,815               | 1,193            | 16.4           | 1,193            |
| フランス    | 13,401                     | 20.1               | 3,350               | 1,914            | 14.3           | 1,914            |
| イタリア    | 16,438                     | 17.5               | 4,110               | 1,661            | 10.1           | 1,661            |
| キプロス    | 63                         | 0.2                | 16                  | 20               | 32.2           | 16               |
| ラトビア    | 38                         | 0.4                | 10                  | 38               | 100.2          | 10               |
| リトアニア   | -                          | 0.6                | -                   | 56               | -              | 56               |
| ルクセンブルク | 64                         | 0.3                | 16                  | 27               | 43.1           | 16               |
| マルタ     | 49                         | 0.1                | 12                  | 9                | 17.8           | 9                |
| オランダ    | 3,289                      | 5.7                | 822                 | 540              | 16.4           | 540              |
| オーストリア  | 2,156                      | 2.8                | 539                 | 265              | 12.3           | 265              |
| ポルトガル   | 1,100                      | 2.5                | 275                 | 235              | 21.4           | 235              |
| スロベニア   | 185                        | 0.5                | 46                  | 47               | 25.2           | 46               |
| スロバキア   | 326                        | 1.1                | 82                  | 104              | 32.0           | 82               |
| フィンランド  | 796                        | 1.8                | 199                 | 170              | 21.3           | 170              |

(出所)ECB

は発行残高に占める割合が上限の25%を超えている国

(図表3-17)ドイツの5年ブレイク・イーブン・インフレ率



(出所)ファクトセット

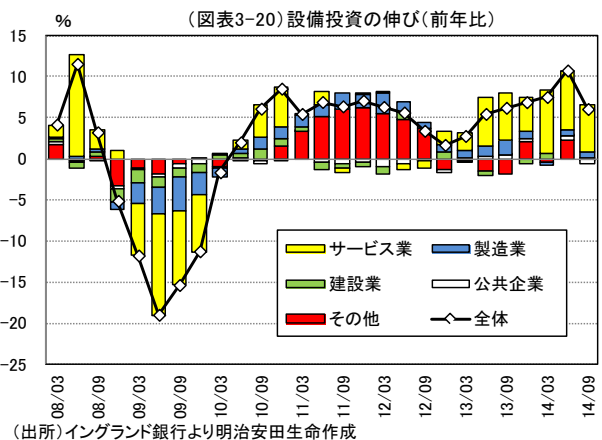
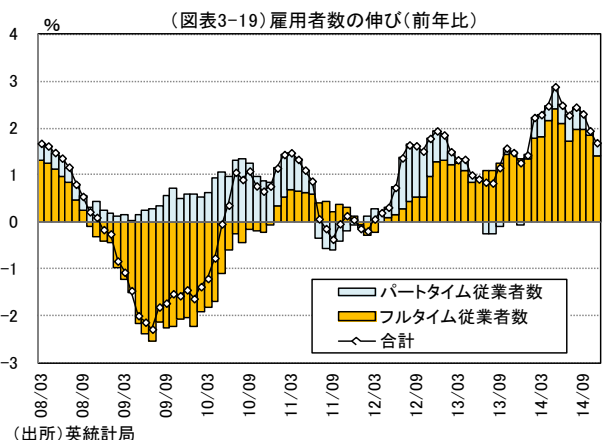
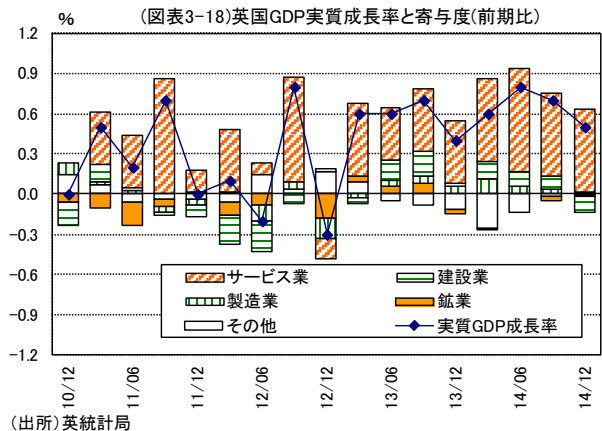
+1.6%→同▲1.8%と、マイナスに転じたものの、鉱業が同▲1.6%→同▲0.6%と、マイナス幅が縮小したほか、サービス業は同+0.8%→同+0.8%と、8四半期連続のプラスとなった。

個人消費は、雇用環境の改善や住宅価格の上昇に伴う資産効果などを背景に、堅調に推移している。10-12月期の実質小売売上高は前年比+5.0%と、7-9月期の同+2.7%から伸び幅が拡大し、約10年ぶりの高い伸びとなった。雇用者数の推移を見ると、フルタイム従業員を中心に増加傾向が続いている（図表3-19）。英商工会議所が発表する雇用期待指数は、製造業、サービス業ともに金融危機前を上回る高水準で推移しており、雇用者数は引き続き増加が見込まれる。足元で賃金の伸びが上向きつつあるほか、原油価格の下落もあって、今後も家計の実質購買力向上が期待できる。一方、これまで住宅価格の上昇による資産効果が個人消費を下支えしてきたが、融資基準の厳格化などを背景に、住宅価格の伸びは足元で鈍化している。先行指標とされる住宅ローン承認件数が減少傾向で推移しており、住宅価格の伸びは今後もゆっくりと鈍化するとみている。これにより、資産効果が次第に弱まるとみられるため、個人消費の回復は緩やかなものにとどまると予想する。

固定投資は持ち直し傾向で推移しているが、ロシアへの経済制裁の影響などから、7-9月期はやや減速した（図表3-20）。イングランド銀行の信用状況調査では、国外の経済見通しが悪化したことを受け、企業の資金需要、銀行の貸出態度ともに悪化している。一方、個人消費の回復を背景に、国内向けを中心とした企業の増産基調が続くとみられることから、設備投資の持ち直し傾向自体は今後も続くとみる。

輸出は低迷が続いている。単位労働コストの高止まりを背景に、価格競争力の改善が遅れていることや、主要輸出先であるユーロ圏の景気が緩やかな回復にとどまっていることなどから、今後も低調な推移を余儀なくされよう。

2月の金融政策委員会では、政策金利（0.5%）、資産買い取り枠（3,750億ポンド）がともにすえ置かれた。現在の低インフレが長期化するリスクを委員会が警戒していることから、利上げは2016年まで見送られると予想する。



## 4. 中国経済見通し

### 〈要 約〉

中国景気は、減速傾向で推移している。政府は、かつての高成長から中程度の成長への移行を図っており、不動産投資を抑制しつつ、製造業の過剰設備を解消、消費主導の経済構造への転換を進めることを政策運営の基本姿勢としている。今後についても、生産や投資の伸びが期待できないなか、個人消費は緩やかな回復傾向にとどまるとみられ、輸出の回復ペースも鈍化傾向をたどっていることなどから、景気は減速傾向が続くと予想する。2015 年の実質 GDP 成長率は、7% 前後を中心とした推移が続くとみている。

#### （１）中国景気は減速傾向

中国の 2014 年 10－12 月期の実質 GDP 成長率は、前年比＋7.3%と、7－9 月期と同じ伸びにとどまった。2014 年通年では同＋7.4%と、2013 年の同＋7.7%から伸びが鈍化し、24 年ぶりの低水準となっている。不動産市場の冷え込みが続いていることや、製造業で依然過剰生産能力を抱えていることなどを背景に、投資の伸びが鈍化し、成長率を押し下げた（図表 4-1）。

政府は、不動産投資を抑制しつつ、製造業の過剰設備を解消し、消費主導の経済構造への転換を進めることを政策運営の基本姿勢としている。ただ、「綱紀粛正」の方針（ぜいたく禁止令）の影響が残るなか、個人消費は緩やかな回復傾向にとどまるとみている。今後も、景気は減速傾向が続くとみられ、2015 年の実質 GDP 成長率は同＋7.0%、2016 年が同＋6.8%と予想する（図表 4-2）。

（図表 4-1）中国実質 GDP 成長率の推移（前年比）



（図表 4-2）中国実質 GDP 成長率予測（前年比）

（単位：%）

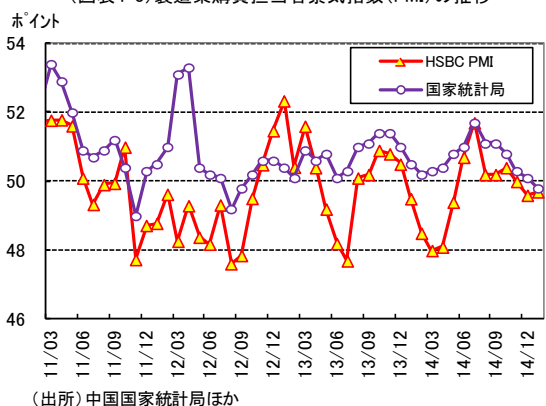
|            | 13年 | 14年 | 15年<br>（予測） | 16年<br>（予測） |
|------------|-----|-----|-------------|-------------|
| 実質 GDP 成長率 | 7.7 | 7.4 | 7.0         | 6.8         |

#### （２）企業マインドの回復ペースは鈍い

企業マインドは悪化傾向にある。国家統計局が発表している製造業 PMI（購買担当者景気指数）は、1 月が 49.8、前月差▲0.3 ポイントと、4 カ月連続で低下し、製造業活動の拡大と縮小の境目を表す 50 を 2 年 4 カ月ぶりに下回った（図表 4-3）。PMI を構成する 5 項目を見ると、1 月は 4 項目（生産、新規受注、原材料在庫、雇用）が悪化、1 項目（サプライヤー納期）で改善した。悪化した項目のうち、雇用（47.9、同▲0.2 ポイント）と原材料在庫（47.3、同▲0.2 ポイント）の 2 項目の 50 ポイント割れが続いているほか、生産（51.7、同▲0.5 ポイント）が 4 カ月連続で低下、新規受注（50.2、同▲0.2 ポイント）も 6 カ月連続のマイナスとなるなど、内需の弱さが示された。

企業規模別に見ると、大型企業が 50.3、同▲0.1 ポイントと、低下傾向で推移しているのに対し、

（図表 4-3）製造業購買担当者景気指数（PMI）の推移



小型企業では46.4、同+0.9ポイントと、持ち直しの動きをみせている。ただ、依然として、50を大きく下回る水準にとどまっており、中小企業では、より厳しい経営環境が続いている様子が示されている。

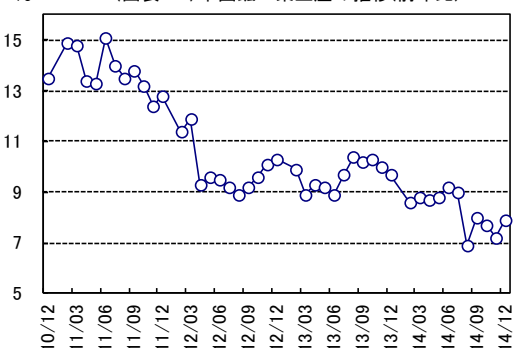
国家統計局のPMIは、調査対象が国有企業中心であるが、相対的に中小規模の民間企業が多いとされるHSBCの製造業PMIを見ると、1月が49.7、前月差+0.1ポイントと、12月からやや持ち直した。ただ、2ヵ月連続で50を下回っており、やはり回復ペースは鈍い。

実際の経済の動きを示すハードデータを見ても、弱めの動きが続いている。まず、鉱工業生産を見ると、昨年12月は前年比+7.9%と、11月の同+7.2%から伸び幅が拡大した。11月に人民銀行が貸出基準金利を引き下げており、小粒な景気支援策の効果が現れた形だが、2014年通年の同+8.3%を大きく下回る水準であり、回復ペースは鈍い(図表4-4)。主要品目の動向を見ると、非鉄金属や鋼材の生産量では、12月はプラス幅が拡大したものの、セメントは4ヵ月連続のマイナスとなり、発電量も低い伸びにとどまっている。自動車生産台数も、12月は持ち直したものの、均せば鈍化傾向で推移している(図表4-5)。

固定資産投資は、2013年春先以降、鈍化傾向が続いている。2014年1-12月は前年比+15.7%と、6ヵ月連続でプラス幅が縮小し、2013年1-12月の同+19.6%から伸びが大きく鈍化した(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)(図表4-6)。建設、水利・環境などのインフラ関連分野の業種では、底堅く推移しているものの、全体の約3分の1を占める製造業の低迷が続いているほか、鉱業も同+0.7%と、きわめて低い伸びにとどまった。全体の約4分の1を占める不動産も、政府による不動産価格の抑制姿勢の影響などから減速基調を強めている(図表4-7)。

今後の生産について、鉄鋼、セメント、アルミ、石炭化学製品などの業種では、依然として、過剰生産能力を抱えており、ストック調整圧力が強まっていることなどから、減速傾向が続くとみている。固定資産投資についても、製造業では、過剰生産能力問題を背景に、新規投資の抑制傾向が続くとみられるほか、不動産開発投資も、住宅価格の下落に加え、在庫調整がしばらく続くとみられることなどから、伸び率は均せば縮小傾向で推移するとみる。2015年の生産は、前年比

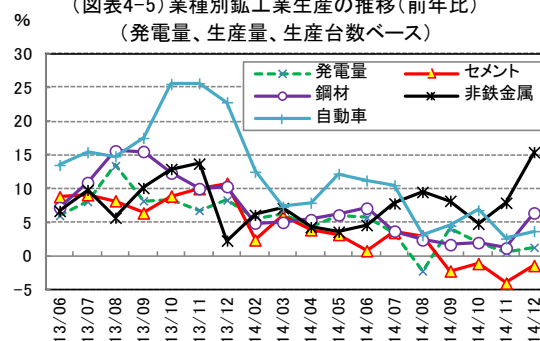
(図表4-4) 中国鉱工業生産の推移(前年比)



(出所) 中国国家統計局

(注) 2月は1-2月の合算ペース

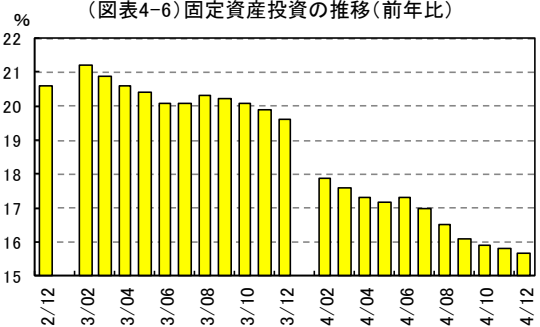
(図表4-5) 業種別鉱工業生産の推移(前年比)  
(発電量、生産量、生産台数ベース)



(出所) 中国国家統計局

(注) 2月は1-2月の合算ペース

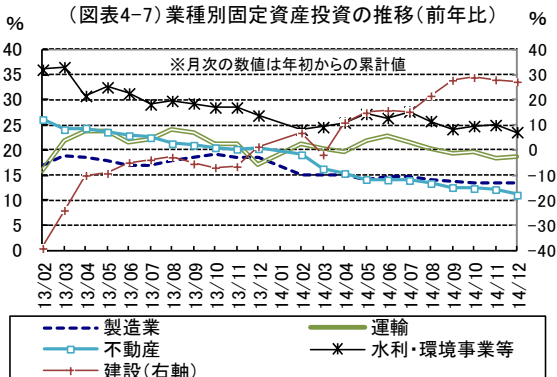
(図表4-6) 固定資産投資の推移(前年比)



(注) 月次の数値は、年初からの累計値(春節の影響で1月は発表なし)

(出所) 中国国家統計局

(図表4-7) 業種別固定資産投資の推移(前年比)



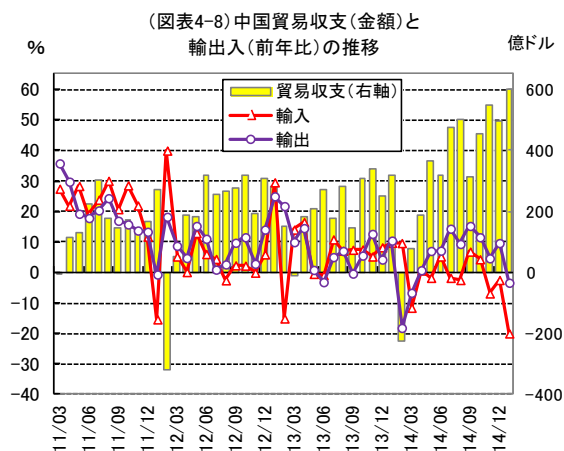
(出所) 中国国家統計局

で+7%台前半を中心に推移するとみている。固定資産投資の伸び幅も、同+14%台前半まで悪化すると予想する。

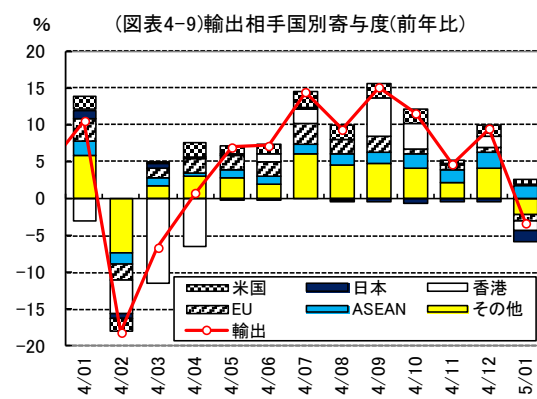
### (3) 輸出は回復ペースが鈍化

輸出は昨秋以降、均せば回復ペースが鈍化しており、1月は前年比▲3.3%と、10ヵ月ぶりのマイナスとなった(図表4-8)。昨年は1月が同+10.5%、2月が同▲18.1%と、春節の影響で大きく振れているため、今年も1-2月を均してみる必要があるとはいえ、輸出の回復ペースの鈍さが目立っている。地域別では、主要輸出先の米国が同+4.8%と、底堅く推移したほか、電子機器・部品の輸出が堅調だったことで、ASEAN向けが同+18.7%と、7ヵ月連続の二桁プラスとなった(図表4-9)。一方、EU向けが同▲4.6%と、11ヵ月ぶりの減少となったほか、韓国向けが同▲9.9%、香港向けも同▲11.0%とマイナスに転じている。日本向けは同▲20.6%と、6ヵ月連続のマイナスで、低迷が続いている。

PMIの新規輸出受注指数を見ると、夏場以降、均せば低下傾向で推移している。昨年10月以降、50ポイント割れが続いており、輸出が引き続き鈍化傾向で推移する可能性を示唆している。今後の輸出は、景気が堅調に推移している米国向けが下支え要因となるとみる。しかし、欧州景気の回復ペースが鈍いことや、人件費などのコスト上昇に伴い、製造業の生産拠点として中国の魅力が低下していることが下押し圧力となり、緩やかな回復傾向にとどまると予想する。



(出所) ファクトセット

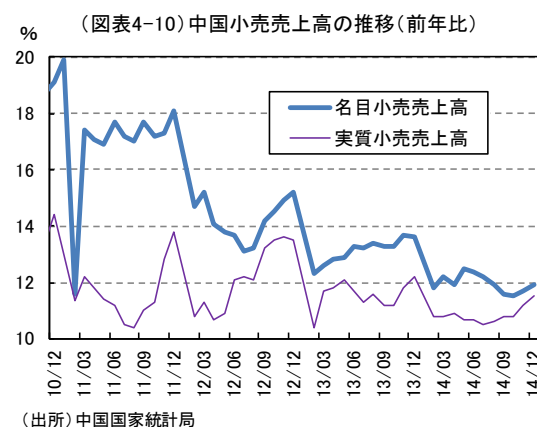


(出所) ファクトセット

### (4) 個人消費は緩やかな持ち直し傾向

名目ベースの小売売上高は、昨年12月が前年比+11.9%と、2ヵ月連続で伸び幅が拡大した(図表4-10)。実質ベースでも同+11.5%と、11月の同+11.2%からプラス幅が小幅拡大し、緩やかながらも持ち直しに向かっている。売上高500万元以上の企業に限定した集計値で、主要品目別の動きを見ると、金・宝石等では、回復感の乏しい動きが続いているほか、原油価格の下落の影響もあって、石油・石油製品の伸びが大きく縮小している。一方、売上高に占めるウェイトが最も大きい自動車は、年初の同+10%を上回る水準から、11月には同+2.0%まで伸びが鈍化したものの、12月は同+6.1%とやや持ち直した。このほかでは、通信機器がスマートフォンの好調な販売を受けて、堅調な推移となっているほか、電気機器も11月以降、回復に向かっている。

乗用車販売台数の推移を見ると、昨年5月の前年比+13.9%から、11月には同+4.7%まで伸びが鈍化したものの、12月は同+16.0%と持ち直した。ただ、2014年通年では同+9.9%と、2013年



(出所) 中国国家统计局

の同+13.9%から大幅な鈍化となっている（図表4-11）。近年の乗用車販売は、中国内陸部での自動車普及が下支えとなっている一方、北京や上海などの沿岸部では、渋滞や深刻な大気汚染問題の影響で、新車購入制限などの規制を実施していることなどが伸びの鈍化につながっている。こうした状況は、今後も変わらないとみられ、乗用車販売台数は、回復感の乏しい動きが続くと予想する。

中国の雇用・所得環境を見ると、政府が重視している都市別新規就業者数は、2014年が1,300万人を超え、目標とする1,000万人を上回ったほか、全国1人当たりの実質可処分所得の伸び率も8%と、経済成長率を上回った。足元の雇用・所得環境が底堅い推移をみせているものの、習近平政権による「綱紀粛正」の方針（ぜいたく禁止令）の影響が、引き続き残るとみられ、今後の個人消費は緩やかな持ち直し傾向で推移すると予想する。

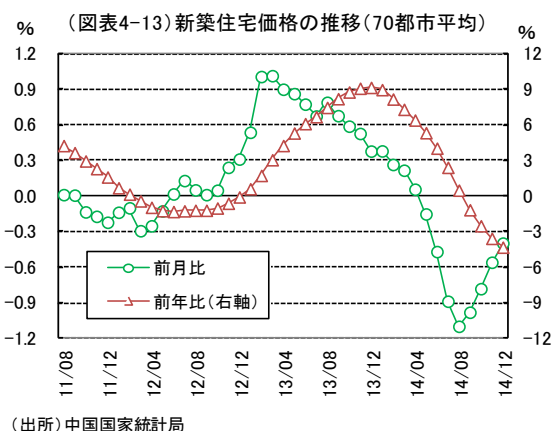
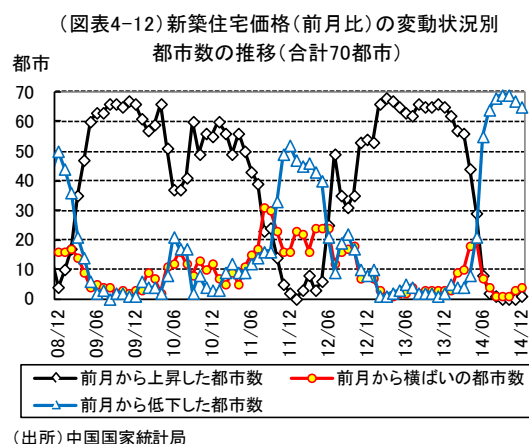
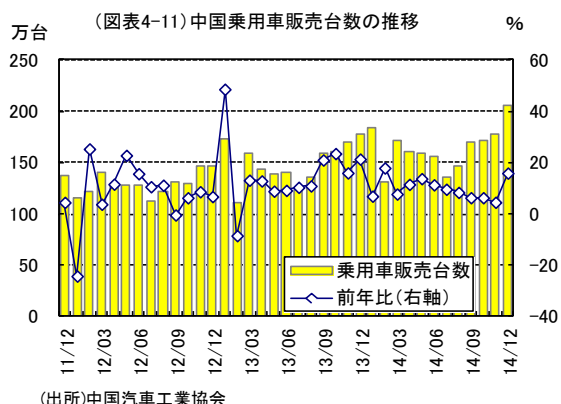
## （５）住宅価格の下落が続く

主要70都市の新築住宅価格を見ると、前月から価格が上昇した都市数は、昨年春先以降、減少傾向を強め、9月にはゼロとなった（図表4-12）。12月は深圳市で上昇したものの、そのほかは横ばいが4都市、下落が65都市と、依然として下落傾向が続いている。70都市平均の価格の推移を見ると、12月は前年比▲4.3%と、4ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も11月の同▲3.6%から拡大した。前月比ベースでも▲0.4%と、8ヵ月連続のマイナスとなっている。ただ、マイナス幅は4ヵ月連続で縮小しており、下落ペースが鈍化する兆しもでてきている（図表4-13）。

昨年6月にフフホト市（内モンゴル自治区）が住宅保有制限を取りやめたのを皮切りに、地方政府では住宅購入制限措置の緩和・解除に動いているほか、9月には、人民銀行が1件目の住宅ローンを完済し、2件目の購入が住み替え目的であれば、1件目と同様の頭金比率と貸付金利を適用できるという形で住宅価格抑制策を緩和した。一方、不動産供給業者では、在庫が積み上がるなか、資金繰りの悪化を避ける目的もあって、処分を進める動きがあるほか、需要サイドでも、値下がり期待が続くことで、様子見姿勢をみせている。今後の住宅価格は夏場前には底打ちするとみるものの、その後の上昇ペースは鈍いものととどまると予想する。

## （６）デフインフレ圧力が続く

消費者物価指数（以下、CPI）は、2013年10月を直近のピークとして、均せば伸びの鈍化が続い



ている（図表4-14）。1月は前年比+0.8%と、昨年12月の同+1.5%から伸び幅が大きく縮小、5年2ヵ月ぶりに1%を下回るなど、デフレーション圧力が強まっている。

CPIの内訳を見ると、国民の関心の高い食品価格は、昨年12月の年明け以降、同+4%を下回り、1月には同+1.1%まで縮小した。1月は野菜価格が2ヵ月ぶりのマイナスになったほか、豚肉価格のマイナス幅が拡大したことなどが、食品価格を押し下げた。非食品価格も同+0.6%と、昨年1月の同+1.9%から約3分の1にまで伸び幅が縮小した。原油安の影響が大きく、燃料・車両が1月は同▲18.3%と、5ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も拡大傾向が続いている。内需の回復が鈍いなか、需要面からの物価上昇圧力も弱く、CPIは今後も前年比+1%前後の上昇率にとどまるとみている。

景気が減速傾向で推移し、デフレーション圧力が強まるなか、人民銀行は、昨年11月に1年物貸出基準金利を6.00%から5.60%へ引き下げたほか、2月には、すべての商業銀行に対して、2012年5月以来、約2年9ヵ月ぶりに預金準備率の引き下げに踏み切った。預金準備率は50ベースポイント引き下げられ、4大商業銀行などの大手行では19.5%となる。昨年4月以降、一部の農村金融機関や、零細企業等への融資で一定の基準を満たした銀行に対して、預金準備率を引き下げており、今回もこうした銀行には、引き下げ幅を大手行よりも拡大する措置をとっている。春節を前に、6,000億元程度の資金供給が可能となる見込みであり、資金需要が高まる時期に、企業の資金繰りに配慮する姿勢を示した形となった。

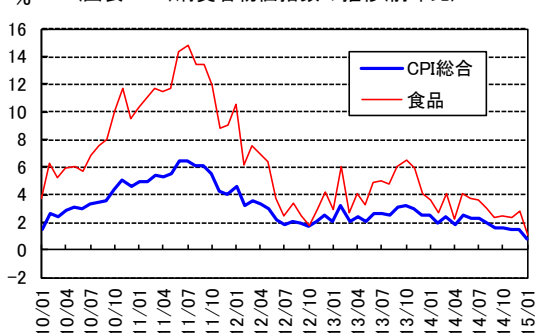
今後は、当面、短期資金供給などの手段で流動性の確保を図りつつも、内需の弱さが続いていることなどから、夏場前までに再度、すべての銀行に対して、預金準備率を引き下げるとみている。

## （7）2015年の成長目標は7%前後と予想

1月の人民元建て新規銀行融資は前年比+11.4%と、3ヵ月連続の二桁プラスとなったものの、プラス幅は前月から縮小した。实体经济の流動性の目安とされる社会融資総量（銀行融資のほか、委託貸付・信託貸付・銀行引受手形などシャドーバンキングの一部、株式・債券発行等）も同▲21.2%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなり、シャドーバンキングによる与信の減少が目立っている。

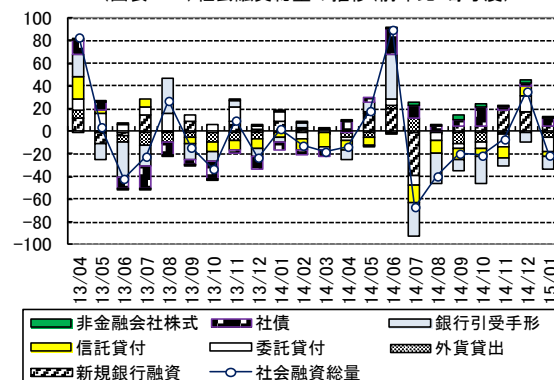
習政権では、中国经济は「新常态」に入ったとし、無理に高い成長を目指さず、中程度の成長への移行を図っている。昨年12月の中央工作会议では、これまでの成長速度を重視した量的拡大から、安定成長に向けて質や効率の向上を進めていくと強調しており、3月の全国人民代表大会（全人代）では、2015年の実質GDPの成長目標を「前年比+7%前後」に引き下げるとみられる。ただ、内需が自律的な回復力を欠くとみられるなか、引き続き、財政・金融政策で景気を下支えする必要があるとみる。財政政策では、インフラ関連分野に絞って投資をしていくとみられるほか、金融政策では、夏場までに再度、預金準備率を引き下げるとみおり、目標とする実質GDP成長率に収れんするよう、景気のかじ取りを行なっていくと予想する。

（図表4-14）消費者物価指数の推移（前年比）



（出所）中国国家统计局

（図表4-15）社会融資総量の推移（前年比・寄与度）



（出所）中国人民銀行

## 5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

### 〈要 約〉

アジア新興国景気は、底堅い米国景気などを背景に、外需が持ち直し傾向となっているほか、原油安も一部の国を除いて追い風となっており、多くの国で緩やかな回復が続いている。

韓国とシンガポールは、価格競争力の低下を背景に、輸出の伸び悩みが足かせとなり、停滞気味の推移を予想する。台湾は、輸出の伸びは限定的とみられ、持ち直しペースは緩やかとみる。

タイでは、政情不安が後退したことで、内需が緩やかな回復傾向で推移するとみる。フィリピンは、堅調な内外需に支えられ、安定成長が続くとみている。インドは、交易条件の改善もあり、成長率は次第に上向くと予想する。資源国のマレーシアとインドネシアでは、原油安が足かせとなり、景気の回復ペースは鈍いものとどまろう。

金融政策は、インフレ圧力の後退を背景に、インド、タイでは利下げが実施されるとみる。フィリピンの再利上げは年後半以降に持ち越されよう。一方、韓国、台湾、インドネシア、マレーシアでは、当面政策金利がすえ置かれると予想する。

豪州景気は個人消費や民間設備投資が緩慢な伸びにとどまるとみられ、停滞気味の推移を予想する。

(図表5-1) その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測

|        | 2013年<br>(実績) | 2014年<br>(実績・予測) | 2015年<br>(予測) | 2016年<br>(予測) |
|--------|---------------|------------------|---------------|---------------|
| 韓国     | 3.0%          | 3.3%             | 3.2%          | 3.0%          |
| 台湾     | 2.1%          | 3.7%             | 3.5%          | 3.3%          |
| シンガポール | 4.4%          | 2.9%             | 2.8%          | 2.6%          |
| フィリピン  | 7.2%          | 6.0%             | 6.5%          | 6.3%          |
| インドネシア | 5.6%          | 5.0%             | 5.2%          | 5.4%          |
| タイ     | 2.9%          | 0.7%             | 4.1%          | 3.9%          |
| マレーシア  | 4.7%          | 6.0%             | 5.3%          | 5.0%          |
| 香港     | 2.9%          | 2.3%             | 2.1%          | 2.2%          |
| インド    | 6.9%          | 7.4%             | 7.8%          | 8.1%          |

|    |      |      |      |      |
|----|------|------|------|------|
| 豪州 | 2.4% | 2.8% | 2.7% | 3.0% |
|----|------|------|------|------|

(注) インドは年度ベース(4月～翌3月)

(注2) 2014年の網掛け部分は当社予測

### (1) アジア NIEs 諸国は明暗が分かれる

#### ＜韓国＞

韓国の2014年10－12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.4%と、4－6月期の同+0.9%から、2四半期ぶりに伸び幅が縮小した(図表5-2)。輸出が、安価な中国製品との競争激化などを受けて、伸び悩んだほか、総固定資本形成も、輸出の減速などを背景に、落ち込んだことが足かせとなった。

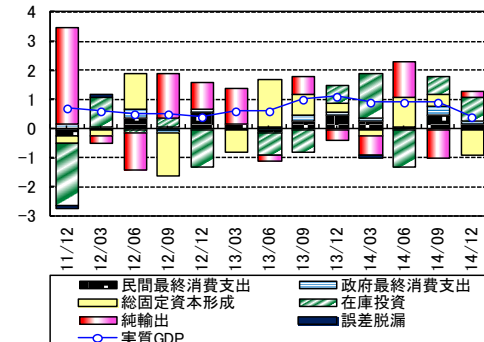
今後については、低金利政策や住宅ローンの貸出規制の緩和などにより、家計債務残高の拡大が続くなか、家計所得に占める元本返済や利払い費用の負担が増加していることから、個人消費の回復ペースは緩慢とみる。輸出も、価格競争力の低下が続くことで低迷が予想され、韓国経済は停滞気味の推移が続くと予想する。

消費者物価指数(以下、CPI)は昨年12月が前年比+0.8%と、中銀のインフレ目標下限(同+2.5%)を下回っている(図表5-3)。政策金利は、昨年10月の金融政策決定会合で過去最低水準の2.00%に引き下げられて以降、3会合連続ですえ置きが続いている(図表5-4)。低金利政策が、家計債務の増加ペースの加速を招いている面もあることから、中銀は当面様子見姿勢を維持するとみる。

#### ＜台湾＞

台湾の10－12月期実質GDP成長率は前年比+3.4%と、2013年10－12月期以降、3%台での成長が続いている(図表5-5)。輸出が、電子機器・部品を中心に堅調な推移となったほか、個人消費も、

(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

昨年9月に発覚した食品偽装事件が下押し圧力となったものの、自動車や新型スマートフォンなどの販売好調が下支えた。

今後は、インフレ圧力の低下による家計の実質購買力の改善が個人消費の下支えになるとみられる。一方、輸出は、大型スマートフォン需要の減衰に伴い、伸び幅が徐々に縮小していくと予想され、台湾景気を持ち直しペースは緩やかなものにとどまるとみる。

CPIについては、原油価格の下落を背景に、10月以降、伸びの鈍化が続いており、金融政策は様子見姿勢が維持されると予想する。

## <シンガポール>

シンガポールの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+2.1%と、前期の同+2.8%から2四半期ぶりに伸び幅が縮小した(図表5-6)。公共投資が下支えとなったものの、輸出が、主力のIT製品を中心に伸び悩んだことなどが押し下げ要因となった。

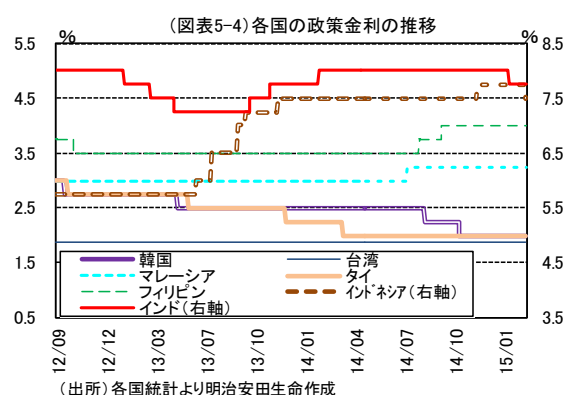
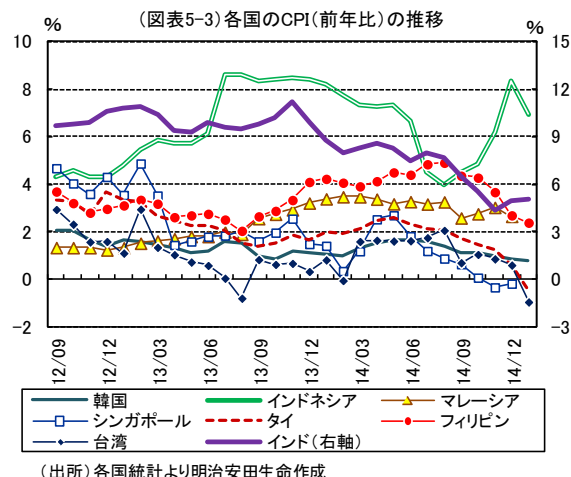
今後は、労働需給の引き締まりを背景に、個人消費が堅調に推移すると予想する。ただ、輸出は、主要輸出相手国である中国景気が減速傾向となっているほか、欧州景気も回復ペースが鈍いことから、緩やかな回復にとどまるとみる。実質GDP成長率は3%前後で、回復感の乏しい動きが続くと予想する。

原油価格の下落などを背景に、インフレ率が低下していることを受け、金融政策は緩やかな自国通貨安を容認する方向に転じた。当面、原油安が続くとみられることから、緩和スタンスを維持するとみる。

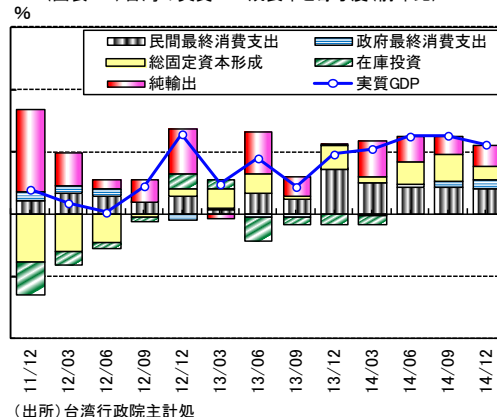
## (2) ASEAN諸国の利上げ観測は後退

### <インドネシア>

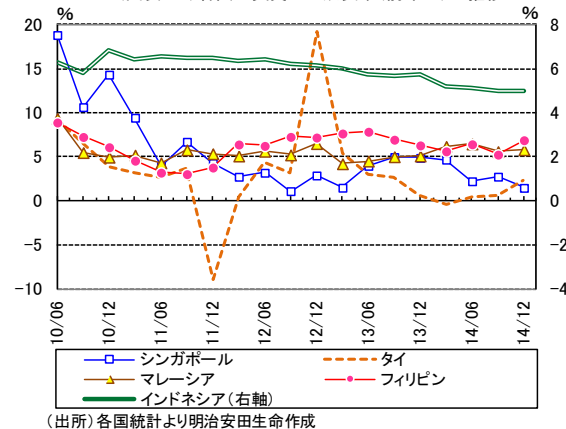
インドネシアの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、前期の同+4.9%から伸び幅が拡大した。内訳では、政府消費が増加した一方、個人消費の伸びが鈍化している。主要輸出品目である資源需要の低迷による輸出の回復の遅れに加え、昨年11月に実施された燃料補助金の削減などが個人消費の足かせになるとみられることから、景気は今後も停滞気味の推移を予想する。中銀は、原油安によるインフレ圧力の低下を受け、2月の会合で政策金利を25bp引き下げた。ただ、今後については、通貨安懸念がくすぶることから、追加利下げが難しく、中銀は様子見姿勢を取ると予想す



(図表5-5) 台湾の実質GDP成長率と寄与度(前年比)



(図表5-6) 各国の実質GDP成長率(前年比)の推移



る。

### <タイ>

タイの10-12月期実質GDP成長率は前年比+2.3%と、前期の同+0.6%から伸び幅が拡大した。政情が安定しつつあることなどによる消費者信頼感の持ち直しを受け、個人消費がプラスとなったほか、民間設備投資が5四半期ぶりにプラスとなった。今後については、政権が打ち出したインフラ整備計画による公共投資の改善もあり、成長率は持ち直し傾向が続くと予想する。中銀は、1月の金融政策委員会で、7会合連続で政策金利をすえ置いた。ただ、2名の委員が世界景気の弱さとインフレ圧力の低下を背景に利下げを主張している。12月のCPIは前年比+0.6%と、政策目標（同+1.0-同+4.0%）を下回った。CPIは、原油安の影響で今後も鈍化傾向となる可能性が高いことから、中銀は夏までに利下げを実施するとみる。

### <マレーシア>

マレーシアの10-12月期実質GDP成長率は前年比+5.8%と、前期の同+5.6%から加速した。内訳では、輸出が減速したものの、個人消費や設備投資が全体を押し上げた（図表5-7）。ただ、今後については、中国景気の減速などを背景に、輸出が引き続き軟調な推移をたどるとみられるほか、資源部門を中心に固定投資も減速が続くとみられ、2015年の成長率は2014年を下回ると予想する。経済モデルを用いた試算では、ブレント原油価格が100ドル/バレルで推移した場合に比べ、50ドル/バレルで推移した場合、産油国である同国の実質GDPは▲0.3%押し下げられる見込みである（図表5-8）。中銀は、1月の会合で政策金利を3.25%にすえ置いた。今後についても、税制改定の影響を除けば、需要面からの物価上昇圧力は弱いものととどまるとみられ、中銀は様子見姿勢を続けると予想する。

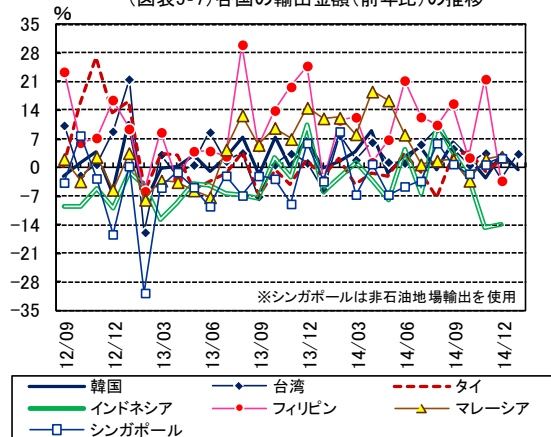
### <フィリピン>

フィリピンの10-12月期実質GDP成長率は前年比+6.9%と、前期の同+5.3%からプラス幅が拡大した。個人消費や輸出が前期に引き続き堅調な推移となり、全体を押し上げた。原油安に加え、夏場に上昇した食品価格の高騰が落ち着きつつあることが、消費の下支えになるとみられることから、今後も景気は堅調に推移すると予想する。中銀は、昨年7,9月の利上げの後、政策金利を2会合連続ですえ置いた。今後も、CPIは伸び悩むとみられることから、次回の利上げは年後半以降と予想する。

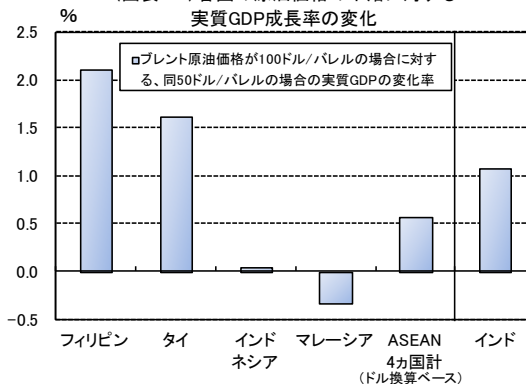
### <インド>

インドの10-12月期実質GDP成長率は前年比+7.5%と、上方修正された前期（同+8.2%）から減速した。1月のCPIは同+5.1%と、低位での推移が続いている。2015年度についても、主要穀物の最低公定価格の引き上げが小幅にとどめられたこともあり、CPIは落ち着いた推移となる可能性が高い。インフレ率の鈍化や、原油価格の下落による交易条件の改善を受け、成長率は今後上向くとみる。中銀は、1月に政策金利を25bp引き下げた。声明文では、利下げサイクルに移行したことが示唆されており、インフレ圧力が低下するなか、今後も複数回の利下げが実施されると予想する。

（図表5-7）各国の輸出金額（前年比）の推移



（図表5-8）各国の原油価格の下落に対する  
実質GDP成長率の変化



### （３）豪州経済は停滞気味の推移を予想

豪州経済は回復ペースが鈍化している。7－9月期の実質GDP成長率は前期比＋0.3％と、4－6月期の同＋0.5％から、2四半期連続で伸び幅が縮小した（図表5-9）。輸出が持ち直したものの、鉱業部門を中心とする民間固定投資（住宅投資除く）の落ち込みが、足を引っ張った。今後については、民間固定投資が減速傾向で推移するとみられるほか、輸出や個人消費の回復ペースが緩慢なものにとどまるとみていることなどから、豪州経済は停滞気味の推移を予想する。

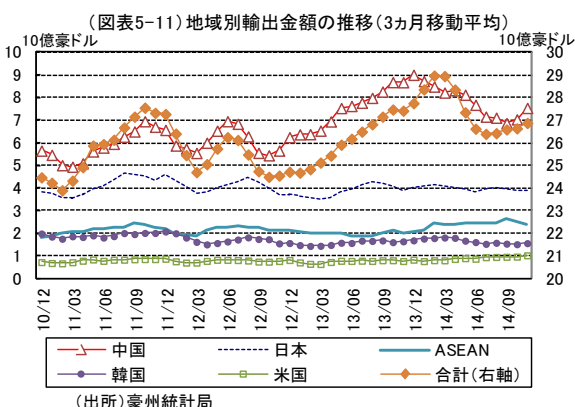
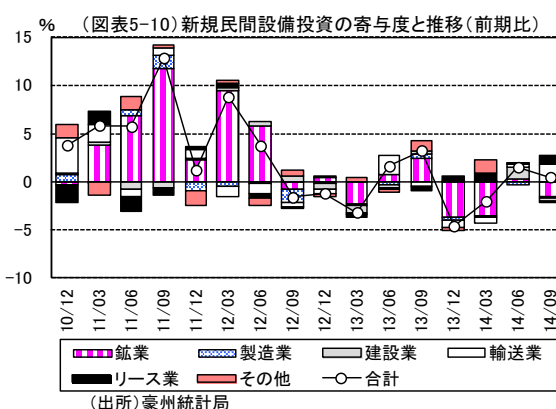
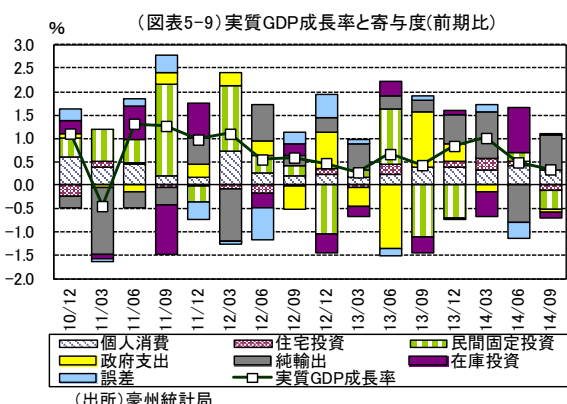
個人消費は、鈍化傾向で推移している。7－9月期は前期比＋0.5％と、2四半期ぶりに伸びが鈍化した。高所得者向けの財政再建課税や、年金支給開始年齢の引き上げといった緊縮財政政策が、消費者マインドの冷え込みにつながっている。今後については、住宅価格の上昇などを受けた資産効果が下支えになるとみるものの、鉱業部門を中心とする企業利益の低迷などを背景に、雇用・所得環境の回復ペースは鈍いとみられ、個人消費は緩やかな回復にとどまると予想する。

新規民間設備投資を見ると、7－9月期は前期比＋0.2％と、2四半期連続のプラスとなったものの、4－6月期の同＋1.6％から減速した（図表5-10）。低金利政策を受け、非鉱業部門は底堅く推移したものの、全体の約6割を占める鉱業部門が2四半期ぶりに減少したことが大きく影響した。今後も、鉱業部門は、中国を中心とする新興国の資源需要の伸び悩みなどを受けて低迷が続くとみられることなどから、民間設備投資は減速傾向が続くと予想する。

住宅投資は、7－9月期に前期比▲2.1％と、4四半期ぶりに減少したものの、2013年後半以降、均せば堅調な推移が続いている。移民の流入などを背景に住宅需要が拡大傾向にあるほか、低金利政策が続いていることも下支えとなって、今後も住宅投資は堅調な推移が続こう。

輸出は昨年9月以降、豪ドル安の進行や資源価格の下落を背景に、輸出数量が伸びたことで、回復の兆しをみせている（図表5-11）。ただ、中国を中心とする主要輸出先の資源需要が伸び悩んでいることから、輸出の回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。

豪州準備銀行は、景気回復ペースの鈍化が続いているなか、10－12月期の基調インフレ率が前年比＋2.25％と前期から伸び幅が縮小、目標レンジ（同＋2.00％～同＋3.00％）の下限付近に達したことを受け、2月の政策決定会合で政策金利を2.50％から2.25％に引き下げた。今後については、原油安や賃金の伸び悩みなどを背景に、インフレ圧力の低下傾向が続くとみられることから、夏場までに政策金利を追加で0.25％引き下げると予想する。



## 6. 商品相場見通し

### (1) 原油価格は持ち直しへ向かうと予想

WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、年明け以降、40ドル/バレル台での推移が続いていたが、足元では下げ止まりの兆しが出ている（図表6-1）。世界景気の減速を背景に、需給が緩和した状態が当面続くとみられるものの、米シェール業界を中心に石油採掘会社が生産縮小への動きを見せており、今後の原油価格は徐々に持ち直しへ向かうとみる。

世界景気が弱含むなか、米国では原油の増産傾向が続いていることから、原油在庫が過去最高水準まで拡大している（図表6-2）。一方、米国の石油製品消費量の推移を見ると、昨年10月以降、拡大傾向が続いており、足元では過去数年間の水準を上回っている（図表6-3）。各産油国で原油生産が増加しており、当面原油の供給過剰状態は続くとみられるものの、石油製品の主要消費国である米国は景気が堅調に推移していることから、石油製品の消費は引き続き底堅く推移するとみている。

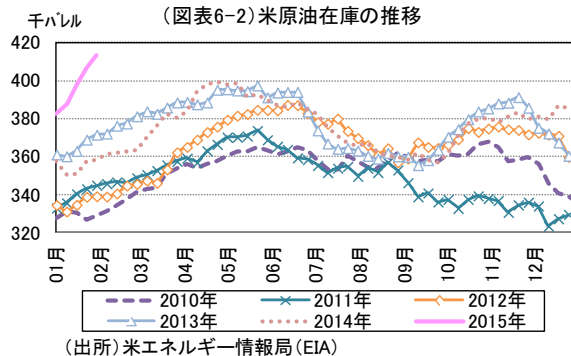
一方、大手石油会社は年明け以降、相次いで今後の投資計画を下方修正している。石油大手ロイヤル・ダッチ・シェルがカタールで計画していた65億ドル相当のプロジェクトの中断を発表したほか、フランスの石油大手トタルも、北海油田や米シェール・エネルギーを中心に2015年の設備投資額を削減する方針を明らかにしている。米国の各シェール採掘会社についても、シェールオイルを採掘するために用いる石油リグの稼働数が、過去最高を記録した昨年10月以降、約550基減少している（図表6-4）。各企業ですでに事業の縮小が進んでおり、今後も採算価格を下回る投資を抑制する動きが広まってくるとみられる。

今後の原油相場は、需給の緩和を背景に目先は原油価格の低下圧力が残ると見込まれるものの、米シェール業界を中心に石油採掘会社の生産縮小への動きがみられることなどから、WTI原油価格は、2015年後半には60～80ドル台を中心とした推移になると予想する。

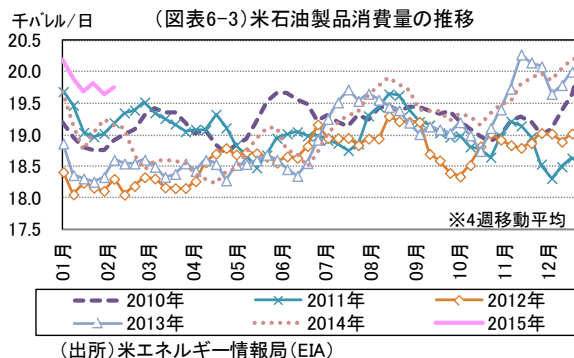
(図表6-1) WTI原油価格の推移



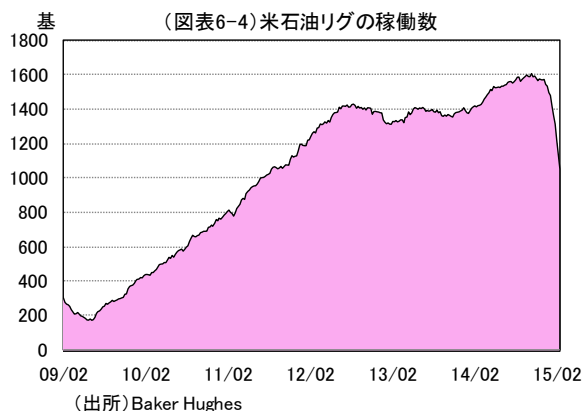
(図表6-2) 米原油在庫の推移



(図表6-3) 米石油製品消費量の推移



(図表6-4) 米石油リグの稼働数



## (2) その他商品は上値の重い推移を予想

主要国際商品指数であるCRB指数は、原油や金、小麦などの19品目で構成される。足元のCRB指数は、原油価格の大幅な下落に伴って、昨年6月以降、低下傾向で推移している(図表6-5)。主要分野の動き(1月末日時点)を見ると、過去3ヵ月では、貴金属(▲5.4%)が上昇したものの、エネルギー(▲33.3%)、産業素材(▲12.1%)、穀物(▲5.1%)はいずれも下落した(図表6-6)。

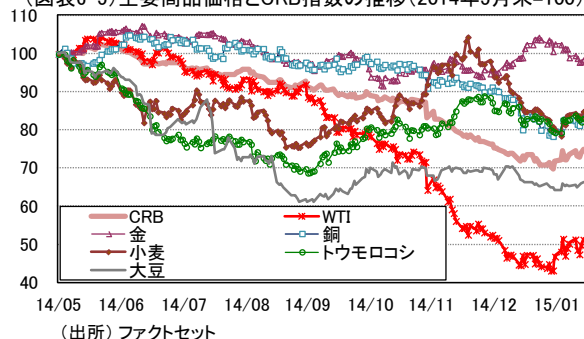
産業素材分野のうち、銅価格は昨年7月以降、大幅に下落した。背景には、最大消費国である中国の景気が減速しているほか、原油安に伴う生産コストの低下などがある。中国の景気刺激策への期待が下支えとなるものの、LME(ロンドン金属取引所)在庫が依然として過去最高水準まで拡大していることから、今後の銅価格の上昇ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

貴金属分野のうち、金価格はギリシャ政局懸念で安全資産の需要が高まったほか、1月にECB(欧州中央銀行)が量的金融緩和策を発表したことなどを背景に、年明け以降、上昇傾向で推移した。ただ、米国経済が堅調に推移していることから、安全資産としての需要は徐々に後退するとみられ、今後の金価格は上値の重い推移が続くとみている。

穀物分野のうち、大豆価格は横ばい圏で推移している。USDA(米農務省)が発表するWASDE(世界農業需給予測)レポートを見ると、2014-2015年の期末在庫は過去最高水準まで拡大すると見込まれており(図表6-7)、今後も安値圏での推移が続くとみる。小麦価格は、昨年末以降、下落基調が続いている。主要生産国であるロシアの穀物輸出規制による供給懸念で、昨年9月以降上昇したものの、実際は規制後も輸出が続いていたとの報道や、米国など他の生産国での豊作による需給緩和が足元では下押し要因となっている。需要が弱いなか、2015年も主要産地で豊作が期待されており、小麦価格は今後も上値の重い推移が続くと予想する。トウモロコシ価格は、過去最高水準の生産量が見込まれていることなどを背景に、軟調に推移している。消費量の拡大が見込まれるものの、需給が緩和した状態は続くこととみられることから、トウモロコシ価格は今後も安値圏での推移が続くとみる。

今後の商品市況は、世界的に景気が減速して推移していることや、エネルギー価格の下落に伴う生産コストの低下などを背景に、当面低調な推移が続くとみる。ただ、原油を中心に主要商品価格の低下圧力は徐々に緩和に向かうとみられることから、2015年のCRB指数(1月末日時点:218.84)は13~18%程度の上昇を予想する。

(図表6-5)主要商品価格とCRB指数の推移(2014年5月末=100)



(図表6-6)主要商品の価格変動率 %

|       |        | 1ヵ月間  | 3ヵ月間  | 1年間   |
|-------|--------|-------|-------|-------|
| CRB   |        | ▲4.8  | ▲19.5 | ▲22.8 |
| エネルギー | 総合     | ▲7.0  | ▲33.3 | ▲43.7 |
|       | 原油     | ▲9.4  | ▲40.1 | ▲50.5 |
|       | 天然ガス   | ▲6.9  | ▲30.5 | ▲45.1 |
| 産業素材  | 総合     | ▲6.5  | ▲12.1 | ▲26.2 |
|       | アルミニウム | 0.4   | ▲8.7  | 7.3   |
|       | ニッケル   | 0.1   | ▲3.9  | 9.8   |
|       | 銅      | ▲11.7 | ▲18.1 | ▲22.0 |
|       | 綿花     | ▲1.5  | ▲7.9  | ▲30.8 |
| 貴金属   | 総合     | 6.9   | 5.4   | ▲5.8  |
|       | 金      | 8.0   | 9.2   | 3.2   |
|       | 銀      | 10.3  | 6.8   | ▲10.0 |
| 穀物    | 総合     | ▲8.8  | ▲5.1  | ▲15.8 |
|       | 小麦     | ▲14.8 | ▲5.6  | ▲9.5  |
|       | 大豆     | ▲5.7  | ▲8.2  | ▲25.1 |
|       | トウモロコシ | ▲6.8  | ▲1.8  | ▲14.7 |

(出所)ファクトセット

※2015年1月末時点

(図表6-7)世界の穀物需給 百万トン

|        |          | 2012/2013 | 2013/2014<br>見込 | 2014/2015<br>予想 |
|--------|----------|-----------|-----------------|-----------------|
| 小麦     | 生産量      | 658.5     | 716.1           | 725.0           |
|        | 消費量      | 679.9     | 704.2           | 714.7           |
|        | 期末在庫量    | 175.5     | 187.5           | 197.9           |
|        | 在庫率(%)   | 25.8      | 26.6            | 27.7            |
|        | 米国在庫率(%) | 21.5      | 21.5            | 22.6            |
| 大豆     | 生産量      | 268.8     | 283.7           | 315.1           |
|        | 消費量      | 261.2     | 272.9           | 288.5           |
|        | 期末在庫量    | 57.3      | 66.3            | 89.3            |
|        | 在庫率(%)   | 21.9      | 24.3            | 30.9            |
|        | 米国在庫率(%) | 15.8      | 17.2            | 22.0            |
| トウモロコシ | 生産量      | 868.0     | 989.0           | 991.3           |
|        | 消費量      | 864.5     | 953.3           | 975.5           |
|        | 期末在庫量    | 138.1     | 173.8           | 189.6           |
|        | 在庫率(%)   | 16.0      | 18.2            | 19.4            |
|        | 米国在庫率(%) | 14.4      | 16.0            | 17.4            |

(出所)USDA(米農務省)より明治安田生命作成 ※2015年2月時点

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