

明治安田生命
2014－2015年度経済見通しについて
 ～ 消費増税による落ち込み後も回復ペースは緩慢 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2013年10－12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> 1.1%
名目GDP成長率：	<u>2014年度</u> 2.6%	<u>2015年度</u> 1.9%

2. 要 点

- ①2015年度までの日本の景気は、拡大基調こそ途切れないとみるが、そのペースは政府・日銀の期待を下回る鈍いものにとどまろう。2014年度については、年度始の大幅な落ち込みの後、夏場以降は自律的反発に向かうものの、実質GDPの水準は2014年1－3月期を下回る状況が続くとみる。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実現すると予想する。
- ②個人消費は、実質所得の伸び悩みにより緩慢な回復が続くと予想する。住宅投資は、需要の先食いを背景に、停滞気味の推移を見込む。設備投資は、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、政府の経済対策を受け、増加傾向を維持しよう。輸出は、新興国景気の停滞や下がりにくい輸出価格の影響で、力強さに欠く展開を予想する。
- ③日銀は、早晚追加緩和に踏み切るとみるが、「2年で2%」の目標は結局達成できず、2015年度末までに物価目標を下方修正し、国債買い入れペースを緩めるとみる。

〈主要計数表〉

	2013年度		2014年度		2015年度	
		2013/11時点		2013/11時点		2013/11時点
実質成長率	2.2%	2.6%	0.7%	0.6%	1.1%	1.0%
成長率寄与度・内需	2.7%	2.7%	1.1%	0.6%	0.9%	0.8%
・外需	▲0.5%	▲0.1%	▲0.4%	0.1%	0.2%	0.2%
名目成長率	1.9%	2.5%	2.6%	2.2%	1.9%	1.5%

日本の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									
	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	2.2%	0.7%	1.1%	0.3%	1.0%	-0.9%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	-0.3%	0.3%
前期比上年率	2.2%	0.7%	1.1%	1.0%	4.0%	-3.4%	1.8%	1.8%	1.2%	1.6%	1.5%	-1.3%	1.2%
前年同期比	2.2%	0.7%	1.1%	2.7%	2.5%	0.7%	0.8%	1.0%	0.3%	1.6%	1.5%	0.7%	0.8%
民間最終消費支出	2.3%	-0.3%	0.5%	0.5%	1.4%	-2.0%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	-0.8%	0.1%
民間住宅投資	8.2%	-1.2%	0.6%	4.2%	-1.5%	-2.8%	-0.2%	0.0%	0.3%	1.0%	-0.2%	-0.6%	-0.3%
民間設備投資	0.7%	3.8%	2.4%	1.3%	1.5%	0.2%	1.3%	1.2%	0.6%	0.4%	0.5%	0.3%	0.5%
政府最終消費支出	2.1%	1.2%	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%
公的固定資本形成	16.2%	5.0%	2.5%	2.3%	0.6%	0.2%	1.2%	1.0%	0.3%	0.3%	0.6%	1.0%	1.0%
財貨・サービスの輸出	3.5%	4.3%	4.1%	0.4%	1.5%	1.1%	1.5%	1.0%	1.2%	0.7%	0.8%	1.3%	1.2%
財貨・サービスの輸入	5.8%	5.6%	2.3%	3.5%	2.1%	0.5%	1.0%	0.6%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%
名目GDP	1.9%	2.6%	1.9%	0.4%	1.1%	0.7%	0.6%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%
GDPデフレーター(前年比)	-0.2%	1.9%	0.8%	-0.4%	0.2%	1.7%	2.0%	1.9%	1.9%	0.4%	0.3%	1.1%	1.3%

(前期比寄与度)	→ 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	2.2%	0.7%	1.1%	0.3%	1.0%	-0.9%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	-0.3%	0.3%
民間最終消費支出	1.4%	-0.2%	0.3%	0.3%	0.8%	-1.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	-0.5%	0.1%
民間住宅投資	0.2%	-0.0%	0.0%	0.1%	-0.0%	-0.1%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%
民間設備投資	0.1%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
政府最終消費支出	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.7%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	-0.2%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.0%	0.2%	-0.1%	-0.0%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
純輸出	-0.5%	-0.4%	0.2%	-0.5%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸出	0.5%	0.7%	0.7%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸入	-1.0%	-1.1%	-0.5%	-0.6%	-0.4%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

2. 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)	3.6%	2.8%	2.1%	5.7%	9.9%	8.4%	2.3%	1.1%	-0.7%	0.7%	2.3%	2.6%	2.7%
消費者物価指数(前年比)	0.6%	2.5%	1.5%	1.4%	0.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%	0.8%	0.8%	2.1%	2.2%
除く生鮮食品(前年比)	0.8%	2.8%	1.5%	1.1%	1.5%	3.0%	2.8%	2.8%	2.9%	0.9%	1.0%	2.1%	2.1%
除く生鮮食品(前年比)(除く消費税)	0.8%	1.0%	1.0%	1.1%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%
国内企業物価指数(前年比)	1.8%	3.6%	1.9%	2.5%	1.8%	3.5%	3.3%	3.6%	3.7%	1.5%	1.2%	2.5%	2.5%
完全失業率(季調済:平均)	3.9%	3.8%	3.7%	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
無担保コール翌日物(期末値)	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
為替レート(円/ドル:平均値)	101円	107円	111円	100円	104円	104円	106円	108円	110円	110円	111円	111円	112円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2013年10－12月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算：+1.0%）と、4四半期連続のプラス成長となったものの、伸び幅は7－9月期と同じにとどまった。個人消費の伸びはやや加速したものの、輸出回復の遅れと輸入の増加により、外需が大幅なマイナス寄与となったことが、全体の伸び悩みにつながった。

2015年度までの日本の景気は、拡大基調こそ途切れないとみるものの、そのペースは政府・日銀の期待を下回る鈍いものにとどまろう。2014年度については、年度始の大幅な落ち込みの後、夏場以降は自律的反発に向かうものの、実質GDPの水準は2014年1－3月期を下回る状況が続くとみられる。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実現すると予想する。

個人消費は、ベアの動きが広がりやを欠く可能性が高く、実質所得の伸び悩みにより、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、住宅ローン減税の拡充に加え、低金利環境や物件価格の先高観などが下支えになるとみるものの、2013年9月末までの需要の先食いから、停滞気味の推移が続くとみている。設備投資は、各種政策効果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年度補正予算が成立したほか、国土強靱化計画の推進や東京五輪を控えた交通網の整備も追い風となり、2014年度以降も増加傾向で推移しよう。輸出は、円安効果の一服や、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、力強さに欠く展開を予想する。

（1）2014年度は「アベノミクス」の真価が試される年に。新興国も目先のリスク

日本経済にとって、2014年度はアベノミクスの真価が試される年度になるだろう。政権交代後、足元までの大幅な株高・円安という相場の動きだけで見れば、満点に近い評価が可能かもしれないが、量的・質的緩和（QQE）の実体経済への効果の波及、岩盤規制への切り込み、出口戦略など、残された課題は重いものばかりである。

今のところ、安倍政権の成長戦略は言われるほど進んでいないわけではない。国家戦略会議は、有期雇用改革や都市部の容積率緩和等、一定の成果を積み上げた。また、今後はオリンピックが改革推進のための格好の触媒になるはずである。多くの民間企業も、オリンピックを自社の技術を世界にアピールするいい機会と捉えて研究開発を進めている模様で、こうしたミクロの企業努力の積み重ねに、成長戦略の進行が加われば、人口が減少に向かうなかで潜在成長率を引き上げていくのも不可能ではない。そのためには、法人実効税率の大胆な引き下げや、岩盤規制への切り込みが不可欠となろう。

ダボス会議における安倍首相の、「いかなる既得権益も私のドリルから逃れることはできない」との発言は大変力強く、印象的だったが、首相が「日本では久しく不可能と言われていた改革」と胸を張った減反廃止は、言葉に値するほどの内容か。針小棒大なアピールはその後の失望売りを増幅させる危険性をはらむ。真の意味での岩盤規制への切り込みは、与党内が蜂の巣をつついたよ

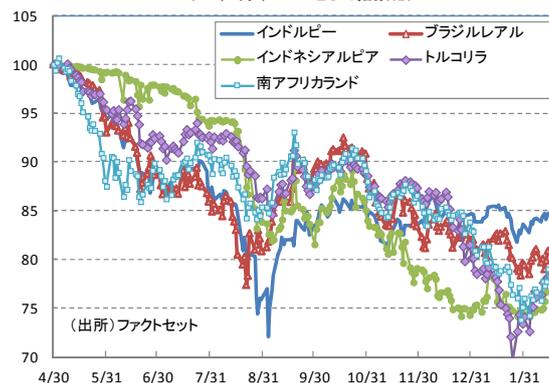
うな騒ぎになるはずの大改革ばかりであり、だからこそ安倍政権にはぜひ実現してほしい。

一方、目先の懸念材料である新興国通貨の混乱はまだ収まったとは言えないが、各国の通貨防衛に向けた動きが顕著になってきたことで、通貨安に歯止めがかかる国も増えてきた(図表1-1)。

震源地のアルゼンチンでは、外貨準備高が1月23日から月末までの間に、1日平均で2.3兆円、7.5%も減少したが、2月に入ってからほとんど横ばいとなっている。無理な為替介入を実施せずとも、為替相場が安定的に推移していることを示しており、投機的なペソ売りは影を潜めてきた可能性を示している。元々、アルゼンチンペソの下落は、アルゼンチン独自の要因に基づく部分が大きく、その意味で他国に波及する必然性は乏しい。とはいえ、「フラジャイル5(脆い5通貨=Fragile5)」を中心に、投機的攻撃に弱い通貨が多いのも確かである。現時点では世界経済の重大な下押し要因になるとは予想しないが、もう少し情勢を見極める必要がある。

そもそもの新興国通貨安の発端を考えれば、FRB(米連邦準備制度理事会)が緩和縮小を見送るのが特効薬になりそうだが、FRBが動くためには、自国経済に明確な悪影響が及ぶことが条件になる。米国に限らず、他国の経済状況は自国の金融政策の材料にならないのに加え、FOMC(米連邦公開市場委員会)のたびに、「今回は緩和縮小するのかしないのか」、という点に過度に注目が集まるようになり、金融市場に不要なボラティリティを生む原因となる。また、このタイミングでの追加緩和は、QE3(量的緩和第3弾)の新興国景気への副作用を認めることにもつながる。自国の景気が堅調に推移する限り、粛々と緩和縮小を続ける方針だろう。

(図表1-1)フラジャイル5(脆い5通貨)の推移
(13年4月末=100として指数化)



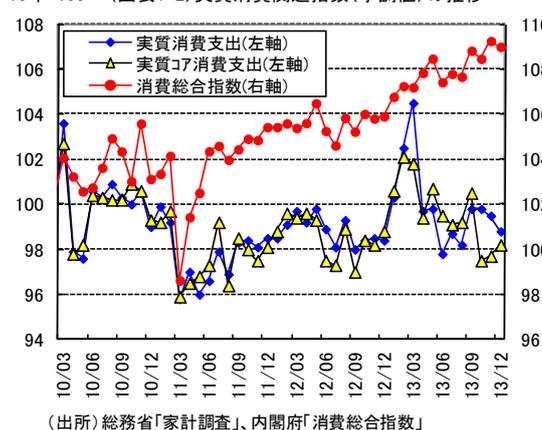
(2) 2014年度の個人消費は回復ペースが鈍い

2013年の個人消費は、昨夏にかけていったん落ち込んだ後、消費増税前の駆け込み需要もあって、昨秋以降は持ち直し傾向となっている(図表1-2)。実質GDPベースの個人消費は、10-12月期が前期比+0.5%と、7-9月期の同+0.2%から加速した。形態別国内最終消費支出を見ると、耐久財消費が同+4.0%、半耐久財が同▲0.0%、非耐久財が同▲0.4%、サービスが同+0.4%と、半耐久財や非耐久財がマイナス成長となるなか、耐久財を中心に個人消費を押し上げており、駆け込み需要が出てきた様子を示している。

需要側の基礎統計である家計調査を見ると、12月が前月比▲0.7%と、2ヵ月連続のマイナスとなったものの、9月の伸びが大きかったことで、その後の鈍化につながっている。前年比ベースでは、12月が+0.7%と、4ヵ月連続のプラスとなり、11月の同+0.2%から小幅改善するなど、自動車の購入が中心となって、消費を下支えしている状況が見て取れる。

供給側の統計である全国百貨店売上高を前年比で見ると、2013年の12ヵ月で9回プラスとなるなど(12年は3回)、美術・宝飾・貴金属などの高額商材がけん引役となって、底堅く推移している。小売業販売額(季調値)では、秋口以降一進一退の推移となっているものの、内訳項目の自動車小

10年=100 (図表1-2)実質消費関連指数(季調値)の推移 05年=100



売業は、夏場以降均せば回復傾向が続いている（図表1-3）。乗用車登録台数を前年比で見ても、1月が前年比+30.6%と、5ヵ月連続で二桁増となったほか、伸び幅も2ヵ月連続で拡大しており、駆け込み需要が本格化してきた様子が見て取れる。足元の個人消費は、耐久消費財を中心に駆け込み需要的な動きが、下支えしているとみている。

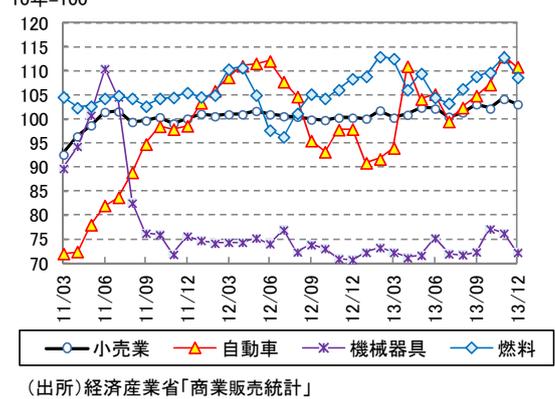
雇用環境は引き締め傾向が続いている。完全失業率（季調値）を見ると、春先以降均せば低下（改善）基調となり、12月は3.7%と、6年ぶりの低水準となった（図表1-4）。12月の大幅な改善は、労働市場から退出した人が増えたという影響が大きいものの、職探しをあきらめたというよりも、景気の回復基調を受けて、年末の仕事探しを避け、年初に先送りする人が多かったためとみており、必ずしもネガティブな材料ではないとみる。有効求人倍率も、2009年秋口以降上昇傾向が続いており、11月には6年1ヵ月ぶりに節目の1倍に達した。今後も堅調な雇用環境が続く可能性が高いことを示している。

一方で、所得環境の改善ペースは鈍い。毎月勤労統計を見ると、所定外給与は、昨年4月以降上昇傾向にあるものの、所定内給与は19ヵ月連続の前年比マイナスになっている（図表1-5）。リーマンショックのあった2008年9月以降、64ヵ月中60回でマイナスとなっており、月例賃金（所定内給与）の上がらない状況が続いている。失業率が低下するなかでも、賃金が低下している背景には、近年の労働市場の傾向として、景気停滞が長期化するなか、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とみる。また、1990年代後半以降の経営環境の悪化を背景に、企業は人件費削減姿勢を強め、非正規化などを進めてきたことなども平均賃金の低下につながった。

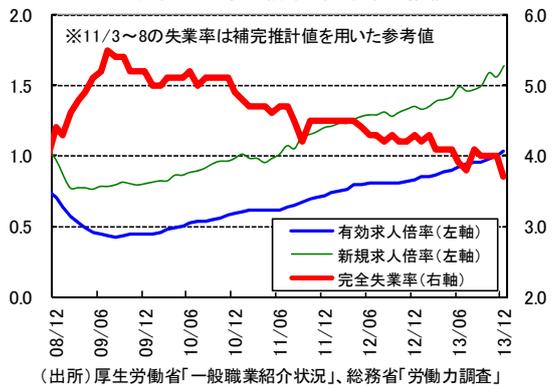
企業業績の改善を受けた賃上げの動きとしては、一時金の積み増しで対応する企業が多く、ベアの動きは鈍い。こうしたなか、政府は、賃上げムードの醸成に注力している。平成26年度税制改正大綱では、所得拡大促進税制の拡充を予定しているほか、2013年12月に発表された「好循環実現のための経済政策」では、賃金上昇につなげるきっかけとして、復興特別法人税の1年前倒しでの廃止を決定した。経団連でも、今春の労使交渉について、賃金水準は経営側の支払い能力に応じ個別の労使交渉で決定すべきとしながらも、6年ぶりに賃上げ容認の方針を打ち出している。

こうした状況を受け、大手を中心にベアに前向きな姿勢を示している企業が増えつつある。ただ、円安によるコスト増などが企業収益を圧迫している企業もあることや、消費増税後の景気動向を見極めたいとの見方から、ベアには慎重な対応をとる経営者も多いと思われる。日本の中長期的な成

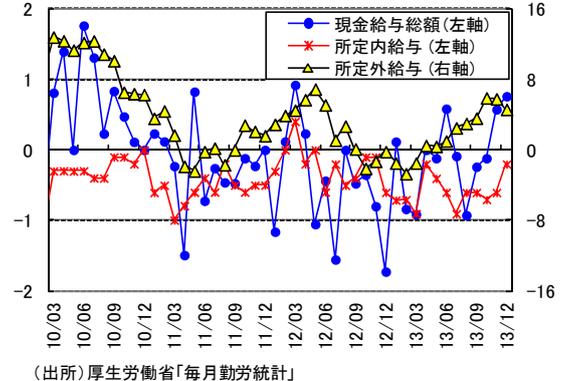
（図表1-3）商業販売額指数の推移（季調値）



（図表1-4）求人倍率と失業率の推移



（図表1-5）現金給与総額（前年同月比）の推移（事業所規模5人以上・調査産業計）



長期待が低いいため安定的な増益が見通せないなか、固定費の増加につながるベアの実施には依然として慎重な姿勢も多く、賃上げの動きは広がりやを欠くとみている。

年度末にかけての個人消費は、冬季賞与増の効果のほか、耐久消費財を中心に消費増税前の駆け込み需要が見込まれる。自動車では、すでに駆け込み需要が顕在化しているほか、高級商材関連も、百貨店などでは駆け込み需要を狙った販売強化策をとっている。当社では消費増税前の駆け込み需要については2兆円程度の規模と試算しており、2013年度の実質GDP成長率を+0.3%程度押し上げると予想する（1997年4月の消費増税時（3%→5%）の駆け込み需要の推計2兆円（内閣府推計）を若干下回る水準）。

一方、2014年度は、駆け込み需要の反動減などから成長率を逆に▲0.5%程度押し下げると予想する。4-6月期に落ち込んだ後、7-9月以降は回復に向かうとみるが、賃金の伸び悩みに加え、社会保険料の増加など、今後も細かな負担が拡大することが、消費マインドを押し下げるとみている（図表1-6）。消費者態度指数を見ると、昨夏以降、均せば低下傾向となっている（図表1-7）。消費増税後の景気鈍化懸念のほか、足元のコストプッシュ的な物価上昇も、消費者心理の冷え込みにつながっているとみている。ほかにも、電気・ガス代のさらなる値上げへの懸念もあって、実質所得の減少傾向が続く可能性が高く、夏場以降の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あわせて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。増税前後の起伏を均せば緩やかな回復が続くとみている。

（3）住宅投資は減少傾向

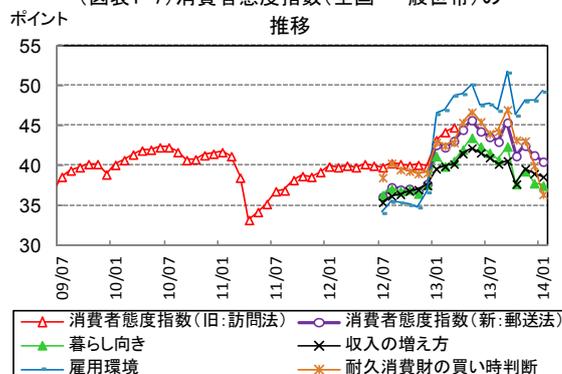
新設住宅着工戸数（季調値）は、足元では堅調に推移している（図表1-8）。物件の引き渡しは4月以降の場合でも5%の消費税率が適用される請負契約が昨年9月末で締め切られたが、その駆け込み契約分が住宅着工を押し上げている。ただ、駆け込み契約の下支え効果は徐々に減衰しており、今後の住宅着工は減少傾向を強めるとみている。

（図表1-6）家計への負担増減にかかわる主なもの

項目	負担増減	内容
厚生年金保険料の段階的引き上げ	●	2017年まで毎年0.354%ずつ上昇（上限は18.3%）。労使折半で負担
健康保険料・介護保険料の引き上げ（代表例として協会けんぽ）	●	2014年度の健康保険料率をすえ置き、介護保険料率は引き上げ予定
相続税	●	2015年1月から基礎控除を4割縮小、最高税率を55%に引き上げ
贈与税	●	2015年1月から最高税率を55%に引き上げ
給与所得控除の上限の引き下げ	●	給与所得控除を縮小。年収1200万円超の人は2016年1月から、年収1000万円超の人は2017年1月から増税
所得税の最高税率の引き上げ	●	2015年1月から課税所得4000万円超について45%の税率を設定
児童手当	●	2014年6月分以降、所得制限を適用（制限額は年収960万円・扶養親族等3名を基準に設定）
高校授業料無償化	●	2014年4月以降の入学者から世帯年収910万円未満のみを対象
子育て臨時給付金（2013年度補正予算）	○	児童手当受給世帯に対し、子ども1人当たり10,000円を2014年中に1回限り支給
簡素な給付措置（臨時福祉給付金）（2013年度補正予算）	○	条件を満たした低所得世帯に対し1人当たり10,000円、高齢基礎年金の受給者等は、1人当たり5,000円を加算
復興特別所得税	●	基準所得税額×2.1%。2013年から2037年までの所得が対象
復興財源として個人住民税引き上げ	●	2014年度から2023年度まで、個人住民税の均等割を年額1,000円引き上げ
公的年金減額	●	2013年10月以降、3段階で減額
自動車取得税	○	2014年4月以降、5%から3%へ引き下げ
軽自動車税	●	2015年4月以降、新車を年間7,200円から10,800円へ引き上げ
NISA	○	2014年1月から10年間、最大500万円まで非課税（～2023年12月）
上場株式等の配当・譲渡所得等に係る税率	●	2014年1月以降、10%の軽減税率が廃止され、20%の税率へ
自賠責保険料引き上げ	●	2013年4月～

（注）負担増減の○は負担減、●は負担増
（出所）各種資料などから明治安田生命作成

（図表1-7）消費者態度指数（全国・一般世帯）の推移



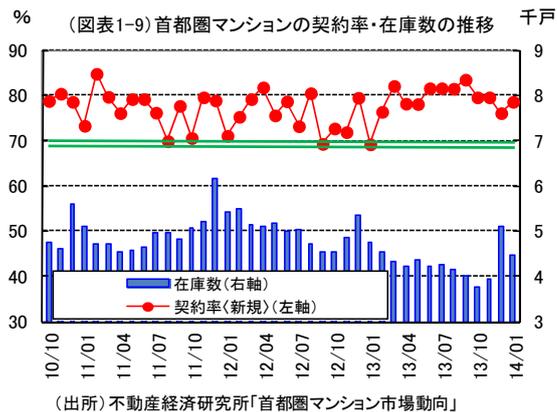
（出所）内閣府「消費動向調査」

（図表1-8）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」

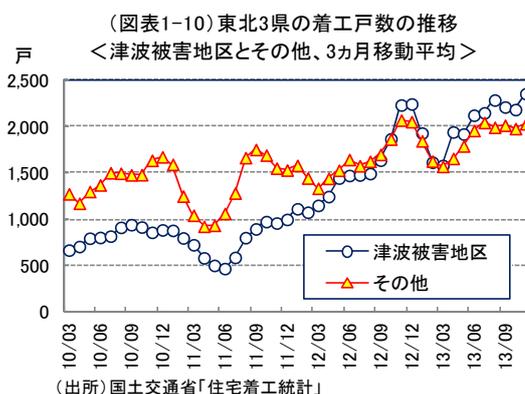
まず、持家着工について、住宅大手4社の受注状況を見ると、昨年10月以降大きく減少しており、年内の持家着工は、均せば前月比マイナス傾向で推移すると予想する。分譲住宅のうち、一戸建住宅（建売住宅）の販売は、年度末まで引き渡しが可能のため、売れ残り物件を中心に3月末に向けて駆け込み需要が発生しよう。ただ、そのほとんどが施工済であることから、住宅着工の押し上げ効果という意味ではあまり期待できない。一方、分譲マンションの販売環境は堅調に推移している。首都圏マンション市場動向を見ると、契約率は好不調の境目である70%を12ヵ月連続で上回った（図表1-9）。資材・人手不足の影響で、2013年の年明けごろから販売単価が上昇傾向となっており、物件価格の先高観が購買意欲につながっている可能性が高い。ただ、マンション業者は、4月以降の需要動向を見極める動きもあって、当面物件供給を慎重に進めるとみている。加えて、人手不足を背景に建設自体が計画通りに進まない動きもでてくる可能性が高く、今後のマンション着工は減少傾向を余儀なくされるとみている。



貸家については、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から、節税対策としてのアパート経営の需要が下支えとなる可能性が高い。また、2011年10月から始まり、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についても、着工の押し上げに寄与するとみている。こうした下支え材料があるものの、貸家全体では、昨年9月末までの請負契約の終了で駆け込み需要が一服した影響が上回るとみており、今後は、徐々に鈍化に向かうと予想する。

一方、駆け込み需要の影響の緩和策として決定した住宅ローン減税の延長・拡充策や、足元の低金利環境も、今後の購入意欲を下支えするとみている。ただ、こうした効果も、住宅着工を押し上げるほどにはならないとみている。

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。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2013年度2,338戸、2014年度9,388戸、2015年度8,979戸の工事が終了する見込みであり、民間住宅等用地では、2013年度1,299戸、2014年度3,465戸、2015年度7,158戸の供給が進む見通しである。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2013年度は2.5万戸程度、2014, 2015年度がそれぞれ3万戸程度の着工を予想する（図表1-10）。



2013年度の住宅着工は、昨年12月末までの押し上げ分が寄与することで、前年比+10%程度の98万戸程度で着地すると予想する。2014年度は、同▲15%程度の83万戸程度まで落ち込むとみるものの、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予想する。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81万戸程度に落ち着くと予想する。

(4) 設備投資は緩やかな増加を見込む

設備投資の先行指標である建築物着工床面積（非居住用）、資本財国内出荷（除. 輸送機械）はいずれも持ち直し傾向にあり、今後の設備投資が回復傾向で推移する可能性を示している（図表1-11）。もう一つの先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）も、企業業績の改善傾向や公共投資による下支え効果などから、昨春以降均せば回復傾向で推移しているとみているが、12月単月では前月比▲15.7%と、大幅マイナスとなり、12月末時点の調査による1-3月期の見通しでも前期比▲2.9%と、先行きは慎重な見方が示されている。こうした動きから、今後、設備投資の回復ペースが緩慢なものにとどまる可能性が高い。

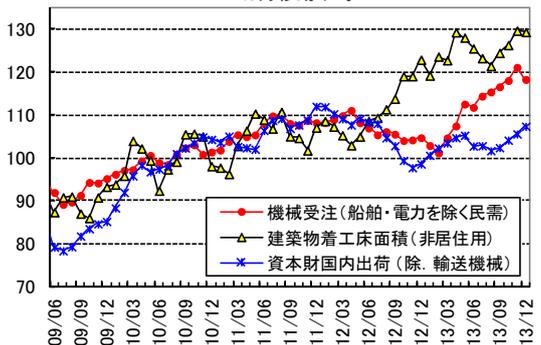
12月調査の日銀短観における2013年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、前年度比+4.5%と、9月調査の同+3.3%から上方修正されている（図表1-12）。老朽化した設備の更新投資に加え、消費増税をにらんだ駆け込み需要を取り込む動きや、政府の経済対策なども設備投資の押し上げに寄与したものとみている。業種別では、製造業が同+5.3%と、9月調査の同+6.9%から下方修正されており、輸出の回復の鈍さが現れている。一方、非製造業は同+4.1%と、9月調査の同+1.4%から上方修正されており、企業の業績改善や公共投資絡みの案件が押し上げたとみている。

企業規模別では、中小企業が9月調査の同▲0.7%から12月調査では同+7.9%へと上方修正されている。過去の修正パターンとの比較では強めの計画となっており、中小企業の経営環境に明るさがみえてきたことが影響しているとみている。大企業以上に老朽化した設備の割合が高いとみられるなか、業績の持ち直しを受け、更新投資に踏み切る動きにつながっているとみている。

日銀の設備判断DI（過剰-不足）の推移を見ると、全規模・全産業ベースで9月調査が+3、12月調査が+2、先行き3月が+1と、過剰感が緩和している（図表1-13）。業種別では、非製造業ではすでに不足方向にあるものの、製造業では過剰感の緩和ペースが鈍い。輸出の回復が鈍いことが影響しているとみている。

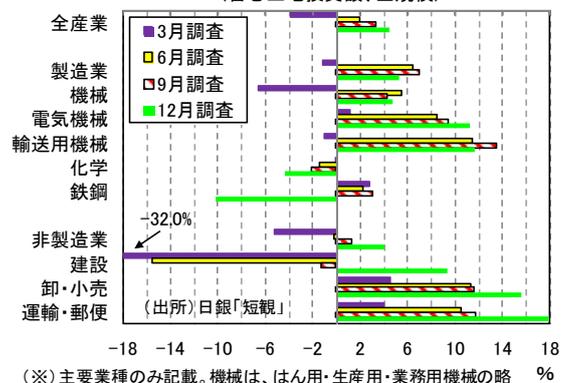
資本ストック循環図で、設備投資と資本ストックの関係を見ると、資本ストックに対する新設設備投資額

(図表1-11)設備投資先行指標の推移
(10年=100)
(3ヵ月移動平均)



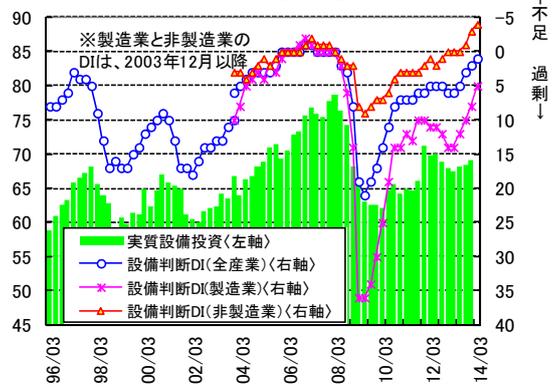
(出所)内閣府、国土交通省、経済産業省

(図表1-12)2013年度設備投資計画(前年比)
(含む土地投資額、全規模)



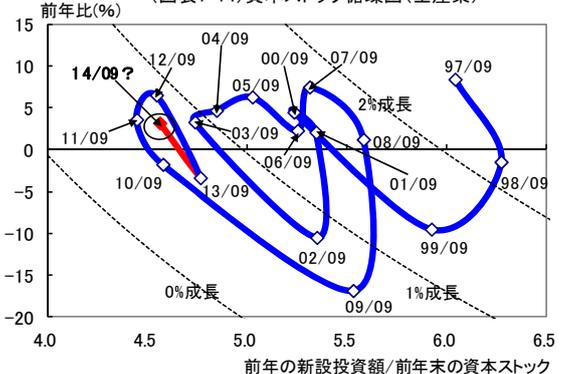
(出所)日銀「短観」

兆円 (図表1-13)実質設備投資と日銀短観設備判断DI



(出所)内閣府「国民経済計算」、日銀「短観」

(図表1-14)資本ストック循環図(全産業)



(出所)内閣府資料より明治安田生命作成

の比率は4.5～5.0%程度まで低下している。資本ストックの調整が進んでいるため、今後は持ち直しに向かうものとみるものの、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緩やかなものとどまる可能性が高い（図表1-14）。

国内設備投資の回復が遅れている背景には、リーマンショック後の円高局面で、生産設備の海外シフトが急速に進行したこともあげられる。輸送コストが負担となることや、すでに消費地に近いところでの生産体制が進んでいることなどもあって、円安が進んでも能力増強投資が国内に回帰する動きが強まる可能性は低い。

安倍政権の成長戦略では、老朽化した生産設備の新陳代謝を促す取組みが推進されている。すでに「生産等設備投資促進税制」が創設されているが、2014年度税制改正で、新たに導入が予定されている「生産性向上設備投資促進税制」では、「年間総投資額が減価償却費を超え、かつ前年度と比較して10%超増加した場合に減税対象となる」といった適用条件がなく、特別償却や税額控除の制度も拡充されている。企業にとっては使い勝手が向上することから、今後2～3年間こうした制度を活用しつつ更新投資を進めることになろう。このほか、耐震・防災やエネルギー関連への投資や2013年度補正予算による景気下支え効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備に関連する分野でも、投資の動きが徐々に高まってくるとみている。実質ベースの設備投資は緩やかな増加基調で推移し、2014年度および2015年度は、前年比+2～3%程度の伸びになると予想する。

（5）公共投資は緩やかな増加傾向

2月6日に2013年度補正予算が成立した。予算規模は5.5兆円で、当社ではこのうち公共事業関連費が2兆円程度とみている。2014年度予算案では、公共投資関連予算が一般会計では5.4兆円、復興会計では1.0兆円程度となっている。年度ベースの公共投資関連予算は、補正まで含めると2011年度を直近のピークとして減少しているものの、補正予算はそのほとんどが翌年度以降の執行となっており、今回の補正予算も、2014年度の公共投資を下支えすることになるとみる。

実際の工事の進行を反映する建設総合統計を見ると、昨年11月が前年比+24.2%と、4ヵ月連続で2割以上の伸びとなるなど、底堅い推移が続いている（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、昨夏以降伸びは鈍化傾向にある。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とみており、春先にかけての公共投資は鈍化に向かうとみている。ただ、その後は今回成立した補正予算の効果が現れてくるとみられ、公共投資は夏場に向け、緩やかながらも再び増勢に向かうと予想する。

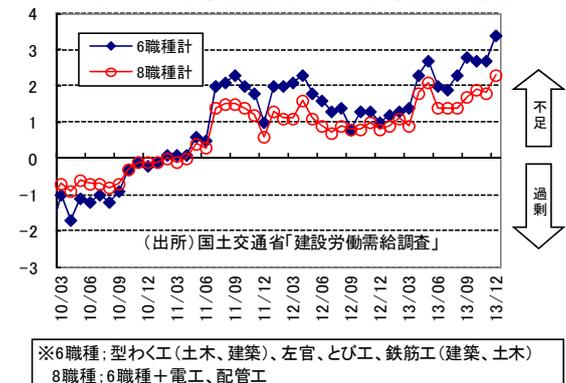
こうしたなか、資材不足や人手不足が公共投資の足かせとなり、復興事業での入札不調にもつながっている。国土交通省の建設労働需給調査で、建設技能労働者の過不足率を見ると、鉄筋工、とび工、型わく工などを中心に不足状態が高まっているほか、建設資材価格指数も、仙台地区を中心に上昇基調が続いている（図表1-16）。国土交通省では入札金額の見直しのため、公共工事の積算

（図表1-15）公共工事の推移（前年比）
＜3ヵ月移動平均＞



（出所）国土交通省「建設総合統計」、
東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

（図表1-16）建設技能労働者過不足率（季調値）の推移



※6職種：型わく工（土木、建築）、左官、とび工、鉄筋工（建築、土木）
8職種：6職種+電工、配管工

に使う労務単価の引き上げを図るなどの対応をしているものの、そもそも建設技能労働者数自体が不足していることに加え、マンション需要などもあって民間建築も底堅さをみせていることなどから、人手不足の緩和が見通せない状況となっている。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になってくると思われ、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。

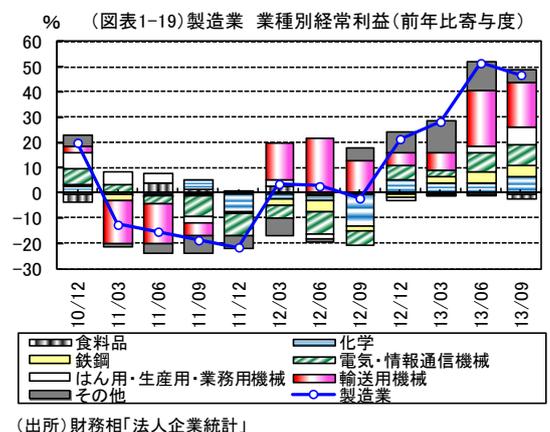
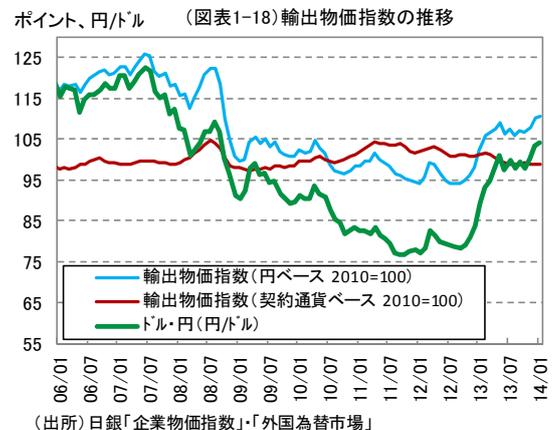
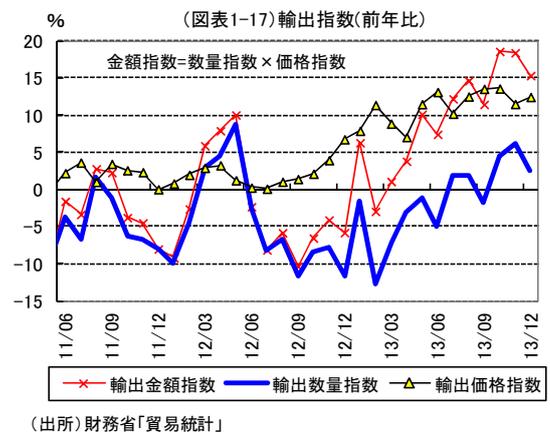
2015年度は、2015年10月の消費税引き上げを控えて景気の冷え込みを避けるため、2014年度も補正予算が編成される可能性が高く、その効果が下支えするとみている。国土強靱化法の成立で、インフラの老朽化対策が強化される方向にあるほか、東京五輪を控えて交通網の整備なども進める必要があることから、次回の補正予算も公共投資を中心とする編成になるとみており、2015年度の公共投資も均せば緩やかな増加傾向が続くと予想する。

(6) 輸出は数量ベースの伸び悩みが続く

財務省の貿易統計によると、12月の名目輸出金額は前年比+15.3%と、10ヵ月連続のプラスとなった。二桁増は7ヵ月連続である(図表1-17)。ただ、こうした高い伸びは、依然として円安進行による価格要因による面が大きい。輸出金額の伸び率を価格要因と数量要因に分解すると、価格ベースでは同+12.4%と、8ヵ月連続の二桁プラスとなっている。数量でも同+2.6%と、3ヵ月連続のプラスとなり、ようやくプラス基調が定着しつつあるものの、前年同月のマイナスが大きかった反動といった要因も大きいことから、回復ペースはきわめて鈍いといえる。

輸出数量の回復が遅れている背景には、契約通貨ベースでの値下げが進んでいないことがあるとみている。輸出物価指数の推移を見ると、円ベースの輸出物価は為替相場と連動して動いているのに対し、契約通貨ベースの輸出物価はほとんど動いておらず、価格競争力が高まりづらい状況が続いている(図表1-18)。国際的な価格競争が激化するなか、輸出企業が過去の円高局面でも製品の値上げにおよび腰だったことが背景にあるとみており、逆に、このところの円安局面においては、価格をすえ置くことで収益を取り戻す動きが進んでいるとみられる。大企業では大幅な収益改善が目立つ一方、中小企業では恩恵を十分に受けていないところも多いとみられることなどから、製品の値下げに対しては、依然として慎重な姿勢が続くとみている(図表1-19)。今後、輸出企業が価格引き下げに踏み切る動きが出てきたとしても、広がりやを欠くものとなろう。

今後の輸出は、堅調な米国景気や欧州景気の底打ち



を背景に、自動車や一般機械などが中心となって、緩やかな回復傾向で推移するとみる。ただ、生産拠点の海外シフトを受け、潜在的な輸出需要自体が縮小しているとみられることから、回復ペースは力強さに欠けると予想する。アジア向けについては、中国景気が鈍化傾向にあるほか、その他のアジア新興国景気も先行き不透明感が増していることから、輸出全体を押し上げるほどではないとみており、2014年度および2015年度の輸出の伸びは、実質ベースでいずれも前年比+3~6%程度の伸びにとどまると予想する。

輸入については、12月の名目輸入金額が前年比+24.7%と、8ヵ月連続の二桁増となっており、貿易赤字額も拡大傾向が続いている(図表1-20)。火力発電所用の鉱物性燃料需要が高止まりしていることに加え、足元では消費増税前の駆け込み需要などから内需が堅調なことも輸入を押し上げている。4月以降は、駆け込み需要の反動による落ち込みなどから、輸入の拡大は一服するとみるものの、原発再稼働に向けた具体的な時期については目途がたっていないことなどから、引き続き鉱物性燃料を中心とした高水準の輸入が見込まれ、貿易赤字の大幅な縮小は当面見通し難い。

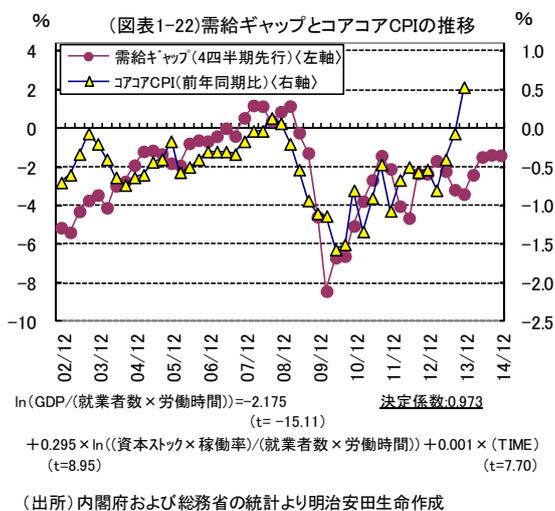
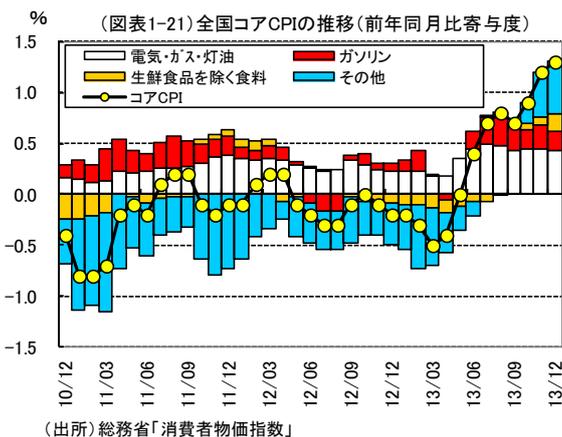
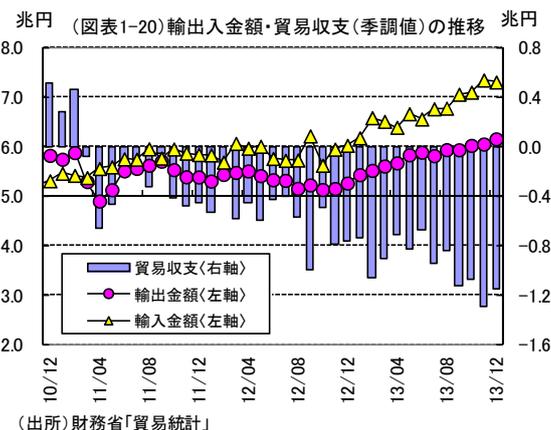
(7) 物価上昇ペースは再び鈍化へ

全国消費者物価指数(生鮮食品を除く消費者物価指数、コアCPI)は、昨年6月に14ヵ月ぶりにプラス圏に浮上、その後も上昇率は拡大傾向で推移し、12月は前年比+1.3%となった(図表1-21)。食料(酒類を除く)およびエネルギーを除く総合指数(コアCPI)も伸び幅が拡大しており、価格上昇が幅広い品目に波及してきている様子が示されている。

物価上昇のすそ野が広がっている背景には、円安進行による輸入価格の上昇がある。輸入品の割合が高いノートパソコンや輸入ハンドバッグなどの上昇幅が大きいほか、物価の下押し圧力となっていた家庭用耐久財や教養娯楽耐久財も、昨年3月以降マイナス幅が縮小しており、12月はいずれもプラスとなった。足元では消費増税前の駆け込み需要の影響などから押し上げられている側面もあるとみるものの、依然として円安進行を受けたコストプッシュ的な要因が強いといえる。

エネルギー価格については、火力発電所向けの燃料費負担が拡大するなか、円安による輸入価格の上昇に伴い、昨年5月以降はエネルギー分野の寄与度が大きく上昇している。原子力発電所の再稼働時期の目途がたたないことなどもあって、今後もエネルギー価格は高止まりが見込まれる。

当社では、2013年10-12月期の需給ギャップは▲1.4%程度、年間7兆円程度の需要不足と試算



している（図表 1-22）。企業の賃上げに対する慎重姿勢は続くと思われる、所得環境の改善ペースの鈍さが安定的な需要創出の足かせになるとみることなどから、需給ギャップの改善ペースは今後も物価を押し上げていくほど強くないとみている。

消費動向調査の物価見通しに関する調査では、1年後の物価が上昇すると予想する世帯の割合が、2012年12月の約65%から1年間で80%を上回る水準まで拡大した。ただ、この物価見通しには消費増税の影響が含まれていることに加え、家計の期待インフレ率は生活必需品の価格に影響されやすく、エネルギーや食料品価格などの上昇が強く影響している可能性が高い。足元の消費者マインドが悪化していることから、需給ギャップのマイナス幅縮小を反映した上昇とは言い難い。

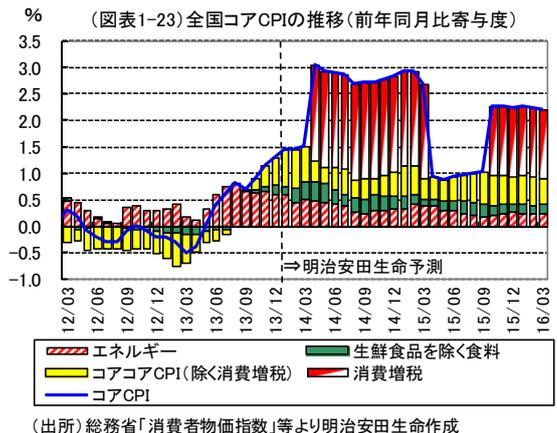
今後は、円安効果の一巡が見込まれるほか、エネルギー価格もプラス寄与幅が縮小する可能性が高いとみる（図表1-23）。需給ギャップの改善ペースも鈍いとみていることから、コアCPIの伸びは再び鈍化に向かう可能性が高い。消費増税の影響は、4月の税率引き上げで1.8%ポイント程度、2015年10月の引き上げで1.3%ポイント程度、物価を押し上げるとみているが、その影響を除けば、コアCPIは2014年度および2015年度のいずれも前年比+1.0%程度の上昇にとどまるとみる。

（8）追加金融緩和は必至だが

黒田日銀総裁は、1月の金融政策決定会合において、向こう半年程度は、概ね現状程度の1%台前半という物価上昇率が続くとし、その間は静観する構えを見せている。ただ、QQEの実体景気への波及メカニズムが明確ではなく、「期待の抜本的転換」を通じた資産市場チャネルがおそらく唯一の経路であることを考えると、追加緩和にあたっては、表向きはともかく、株式市場の反応を最大限考慮せざるを得ない。誰の目にも物価目標の達成が困難になってからでの追加緩和では、追い込まれ感が否めず、株式市場にも逆効果となる可能性がある。黒田総裁としては、消費増税後の景気減速が確実な以上、証拠を待つよりもむしろ先回りして市場にサプライズを与え、物価目標達成への道のりを確実なものにしたいとの意識が働くのではないかとみている。追加緩和は、市場予想よりも早いタイミングでの実施となる可能性が高い。3月の可能性も十分ある。

追加緩和直後は、株高・円安のさらなる進展が期待されるが、それでも「2年で2%」の当初目標の達成は難しいだろう。黒田総裁は、2%の安定的な物価上昇が実現するまで、オープンエンドでQQEを続けるスタンスを示しているが、そうすると、遅くとも15年度以降も大量の資金供給を続けなければならないということになりそうである。しかし、日銀のB/Sが拡大すればするほど、出口政策の困難性は増していく。

このまま、無限にマネタリーベースを拡大すればいつかは2%を達成できるかもしれないが、銀行がオペに応じてくれる保証はなく、たとえ応じてくれたとしても、インフレ目標達成の暁には、日銀が巨額の損失を抱えるリスクが高まる。最悪の場合、国債売却だけではマネタリーベースを吸収しきれなくなるパターンも考えられる。そもそも、15年もデフレが続いたことを考えれば、緩やかな景気回復下で、1%の安定的な物価上昇が実現できれば、それでも大成果といえる。日銀のB/Sを際限なく拡大させるリスクは大きい。日銀はリスクとリターンのバランスを慎重に見極めたうえで、15年度中に2%の目標を下方修正、国債の買い入れペースを緩める可能性が高いとみている。



(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%)

年度始の個人消費は消費増税の影響で大きく鈍化、ベアの動きが広がりやを欠くなか、その後の回復ペースも鈍い。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～113円、ユーロ・円レンジ：125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%)

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：14,500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%)

欧州債務問題が再発し、高債務国の国債に売りが集中、一部中核国の国債にも売りが波及し、破綻する金融機関が増加する。新興国の通貨危機は中国に波及、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：0.30%～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〉

10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+3.2%と、7-9月期の同+4.1%から伸び幅が縮小したものの、11四半期連続のプラス成長となった。1-3月期は、記録的な寒波などの影響で成長率はさらに鈍化すると予想する。ただ、歳出削減による下押し圧力が緩和に向かうとみられるほか、家計のバランスシート調整が大きく進展していることなどから、4-6月以降も景気の回復基調が続くとみる。

個人消費は、雇用環境の持ち直しが今後も続くとみており、改善傾向で推移すると予想する。住宅投資は、住宅ローン金利上昇による下押し圧力が残るものの、在庫が低水準で推移していることや、銀行の貸出態度がすでに改善していることなどから、増加傾向を維持するとみる。

設備投資は、財政交渉の先行き不透明感がすでに和らいでいるほか、設備過剰感の緩和などから、持ち直し傾向で推移すると予想する。輸出は、新興国の景気回復に力強さが欠けることから、緩やかな回復にとどまるとみる。

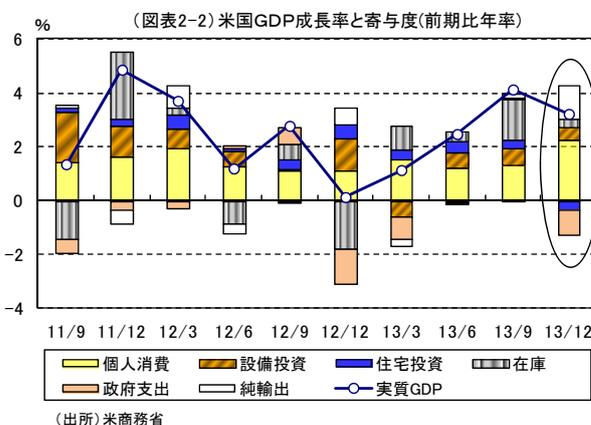
FRB（米連邦準備制度理事会）は、インフレ見通しが2%を下回る場合、失業率が6.5%を下回った後もしばらくは異例の低金利を継続する方針を示している。利上げに踏み切るのは、2015年後半と予想する。

（図表2-1）米国実質GDP成長率予測

（前期比年率）	暦年ベース			2013年 13/12	2014年				2015年			
	2013年	2014年	2015年		14/3	14/6	14/9	14/12	15/3	15/6	15/9	15/12
実質GDP	1.9%	2.7%	2.7%	3.2%	2.2%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%	2.6%
個人消費支出	2.0%	2.5%	2.6%	3.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.7%	2.6%	2.5%	2.8%	2.6%
住宅投資	12.0%	6.0%	8.9%	-9.8%	5.5%	13.5%	12.0%	9.5%	9.0%	8.5%	5.5%	5.5%
設備投資	2.6%	3.9%	4.3%	3.8%	3.3%	3.9%	4.0%	4.4%	4.3%	4.3%	4.4%	4.1%
在庫(寄与度)	0.2%	0.3%	0.1%	0.4%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	0.1%	0.3%	0.1%	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
輸出	2.8%	4.9%	3.8%	11.4%	2.9%	2.8%	2.9%	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%	4.1%
輸入	1.4%	2.1%	2.6%	1.0%	1.1%	2.3%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	3.1%	3.1%
政府支出	-2.2%	-0.9%	-0.6%	-4.9%	-0.1%	0.3%	1.2%	-2.1%	-1.0%	-0.5%	0.1%	-0.3%
内需	1.8%	2.5%	2.6%	1.8%	1.9%	2.6%	2.7%	2.4%	2.5%	2.5%	2.8%	2.6%
国内最終需要	1.6%	2.2%	2.5%	1.5%	2.1%	2.5%	2.7%	2.3%	2.4%	2.4%	2.6%	2.4%

（1）10-12月期は回復傾向が継続

10-12月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+3.2%と、7-9月期の同+4.1%から伸び幅が縮小したものの、11四半期連続のプラス成長となった（図表2-2）。需要項目別に見ると、個人消費は同+2.0%→+3.3%と、雇用環境の改善などを背景に伸び幅が拡大。一方、住宅投資は同+10.3%→▲9.8%と、記録的な寒波による影響もあり、13四半期ぶりに減少した。設備投資も同+4.8%→+3.8%と、伸び幅が縮小。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は+1.7%→+0.4%と、7-9月期に大幅なプラスとなった反動もあり、プ



ラス幅が縮小した。輸出入はともに増加したものの、輸出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+0.1%→+1.3%と、大幅なプラス寄与となった。政府支出は前期比年率+0.4%→▲4.9%と、政府機関の一部が閉鎖されたことなどから、2四半期ぶりに減少した。

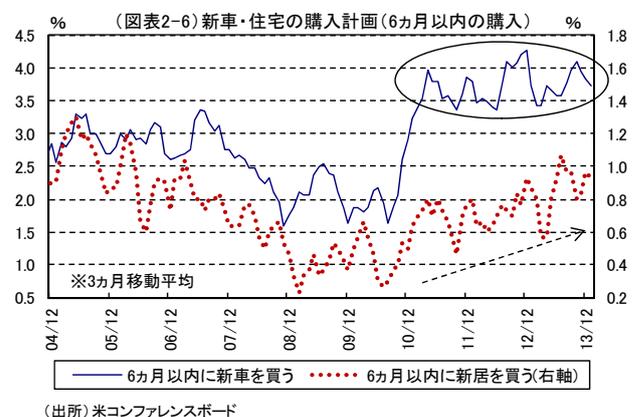
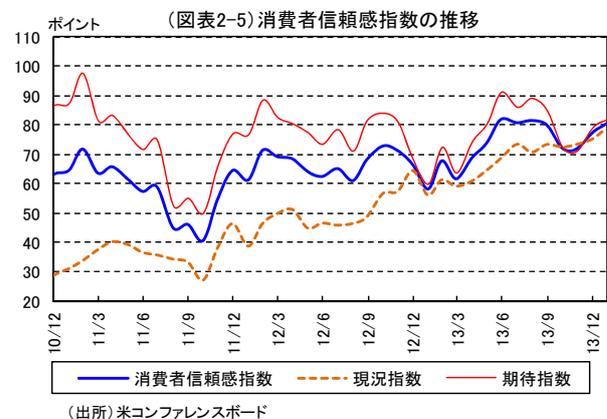
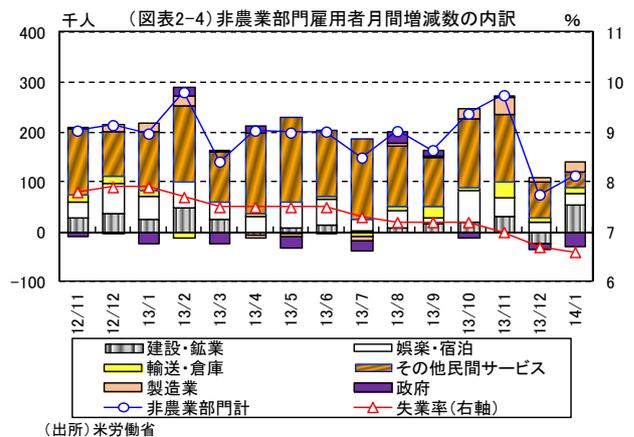
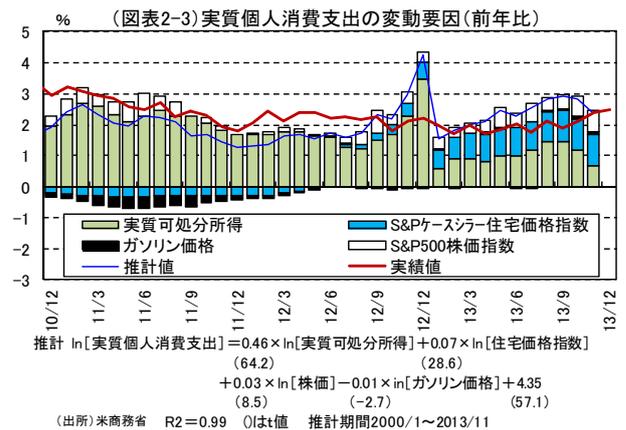
1-3月期は、記録的な寒波などの影響で成長率はさらに鈍化すると予想する。ただ、2014・2015会計年度予算案で与野党が合意し、歳出の強制削減が緩和されたほか、家計のバランスシート調整が大きく進展していることなどから、4-6月期以降も景気の回復基調が続くとみる。

(2) 個人消費は改善傾向で推移すると予想

米国の個人消費は、足元で堅調な推移が続いている。12月の実質個人消費支出は前年比+2.5%と、伸び幅が3ヵ月連続で拡大した(図表2-3)。実質可処分所得、S&Pケースシラー住宅価格指数、S&P500株価指数、ガソリン価格を説明変数とする実質個人消費の当社試算からは、2012年秋口以降の回復は雇用環境の改善や株価上昇に伴う資産効果のほか、住宅価格上昇による要因が大きいがことが示唆される。

1月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅は+11.3万人と、広範囲の地域を襲った記録的な寒波による影響もあり、20万人の大台を2ヵ月連続で下回った(図表2-4)。ただ、寒波による影響を大きく受けた建設、宿泊・娯楽などの業種は、持ち直しの兆しが出ている。春先にかけては、寒波による悪影響が緩和に向かうとみられるほか、企業・専門サービスなどのサービス業は底堅い回復が続いており、雇用環境は今後も持ち直し傾向を保つとみている。

財政を巡る政治的な混乱などによって大きく低下した消費者マインドも足元では改善の兆しが出てきている。1月の消費者信頼感指数は80.7と、2ヵ月連続で上昇した(図表2-5)。同指数の内訳である自動車・住宅の購入計画(6ヵ月以内の購入を計画している人の割合)の推移を見ると、自動車は2011年半ば以降高め水準を維持しているほか、住宅も2010年後半以降、改善基調とな



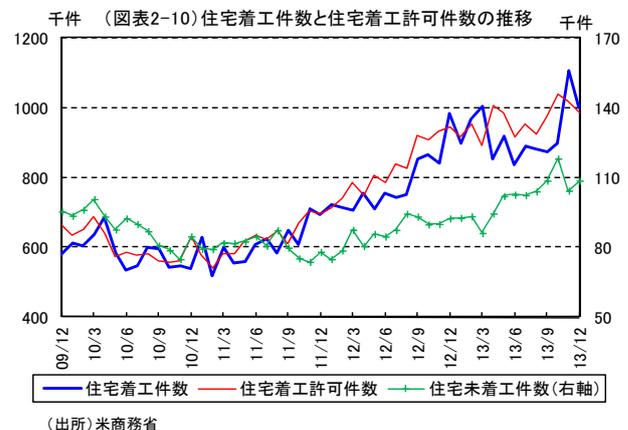
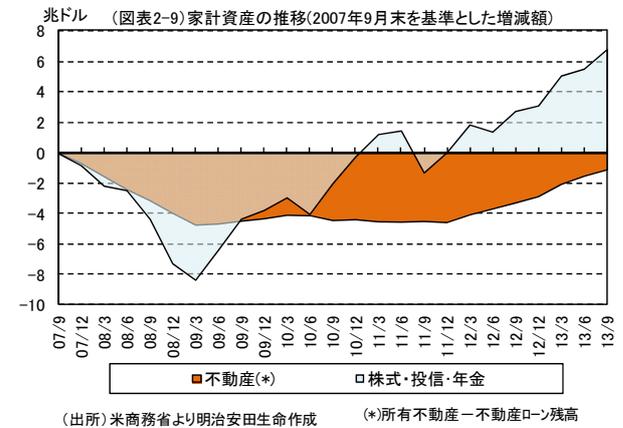
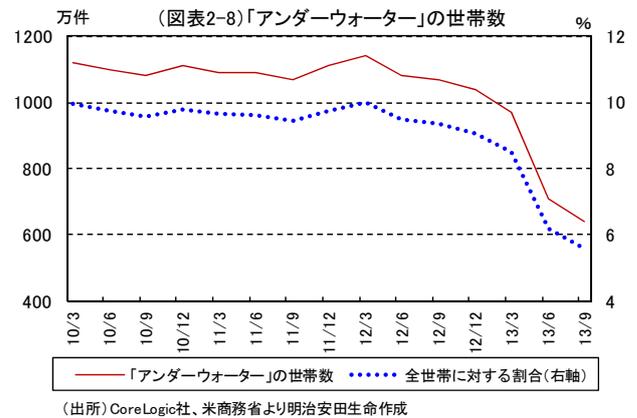
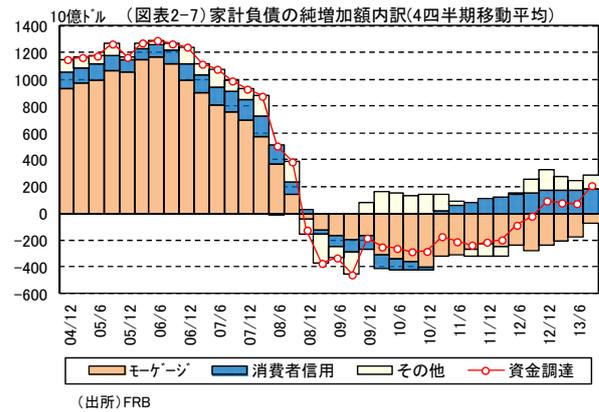
っている(図表2-6)。家計負債の純増減の推移を見ると、2012年秋以降、家計は消費者ローンを中心に負債を増やしており(図表2-7)、借入環境の改善が今後も個人消費を下支えするとみられる。

家計のバランスシート調整が大きく進展していることも今後の個人消費に追い風である。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、住宅価格の上昇を背景に、足元ではアンダーウォーターの世帯数は減少ペースが加速している(図表2-8)。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増減額を見ても、いまだ家計の不動産価値が不動産ローン残高を下回った状況が続いているが、マイナス幅(所有不動産-不動産ローン残高)は縮小ペースが加速している(図表2-9)。現状のペースで改善傾向が続けば、家計のバランスシート調整は2014年前半には事実上終了する計算となる。今後も雇用環境の持ち直しが続くとみられるほか、住宅価格上昇によって家計のバランスシート調整が大きく進展していることなどから、個人消費は改善傾向で推移すると予想する。

(3) 住宅投資は増加傾向を維持するとみる

米国の住宅市場は2011年秋以降、堅調な回復が続いてきたが、住宅ローン金利の上昇に加え、記録的な寒波による影響などから、足元の住宅着工件数は伸び悩んでいる(図表2-10)。着工件数の先行指標とされる着工許可件数も足元では回復ペースが鈍化している。

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、低下傾向で推移している(図表2-11)。FRB(米連邦準備制度理事会)のバーナンキ前議長が2013年5月の議会証言で、米国債とMBS(住宅ローン担保証券)の購入を縮小する可能性を示唆してから、住宅ローン金利に上昇圧力がかかっており、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。2013年12月のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、米国債とMBSの購入縮小が決定し、今後も資産購入の縮小が続くとみられることから、住宅ローン金利上昇が引



き続き住宅投資の抑制要因になるとみている。

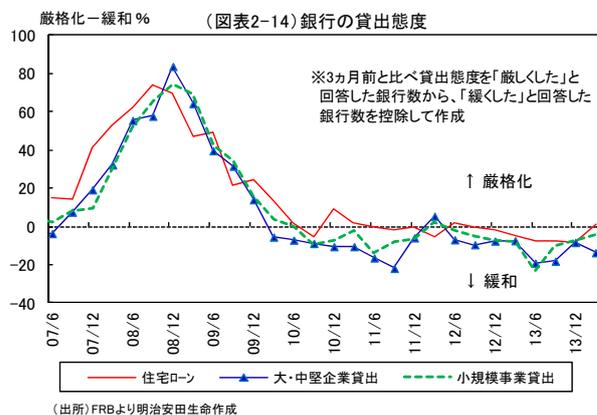
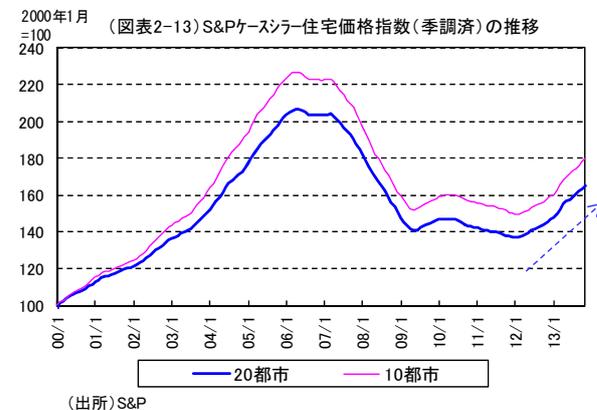
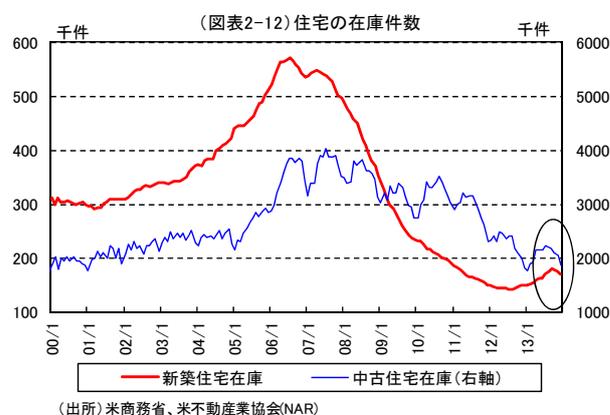
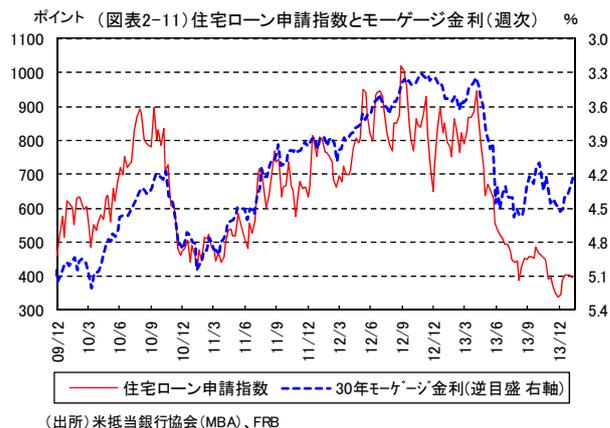
一方、住宅未着工件数を見ると、2012年央ごろから増加傾向で推移している（図表2-10）。雇用環境の改善などに支えられ、住宅需要は底堅く、建設資材や熟練建設労働者の不足感は強い。住宅の在庫件数を見ても、足元の新築住宅の在庫件数は住宅バブル期以前の30万件台を大きく下回っているほか、中古住宅の在庫件数も住宅バブル期以前の水準で推移している（図表2-12）。

在庫が低水準であることから、住宅価格は上昇傾向が続いている。11月のS&Pケースシラー住宅価格指数(20都市)は、季節調整済の前月比で+0.9%と、22ヵ月連続で上昇した（図表2-13）。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改善するにつれ、持家の売り手が増えることによって需給バランスの改善が進むとみているが、在庫が依然として低水準であることが価格を引き続き押し上げるとみられる。

FRBによる銀行の住宅ローン貸出態度調査を見ると、足元では貸出態度を3ヵ月前に比べ「厳しくした」と回答した銀行が「緩くした」という銀行をやや上回った（図表2-14）。ただ、銀行の住宅ローン貸出態度はすでに改善しており、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ている。今後の住宅投資は、住宅ローン金利の上昇が抑制要因となるものの、在庫が低水準で推移しているほか、銀行の貸出態度がすでに改善していることなどから、増加傾向を維持するとみる。

（４）設備投資は持ち直し傾向で推移すると予想

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（図表2-15）。ただ、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▲0.6%と、2ヵ月ぶりに減少した。企業景況感を示すISM（米サプライマネジメント協会）の景況指数を見ても、製造業は1月が51.3と、2ヵ月連続で低下した（図表2-16）。同月の非製造業は54.0と3ヵ月ぶりに上昇したものの、昨年夏場以降の回復ペースは鈍いものにとどまっている。予算案で与野党が合意し、財政交



渉の不透明感が和らいだ一方、足元では記録的な寒波による悪影響によって、企業景況感が悪化している可能性が高い。非防衛資本財受注（除く航空機）、貸出金利、設備稼働率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2-17）。

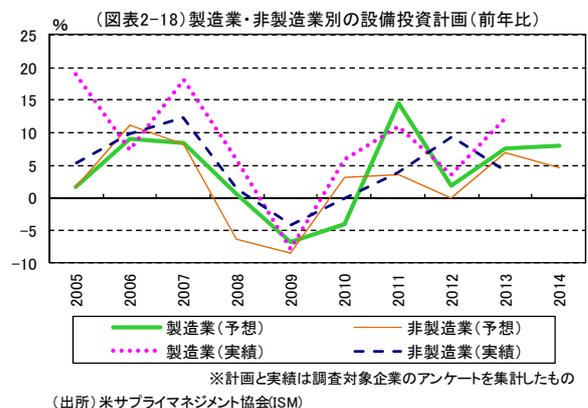
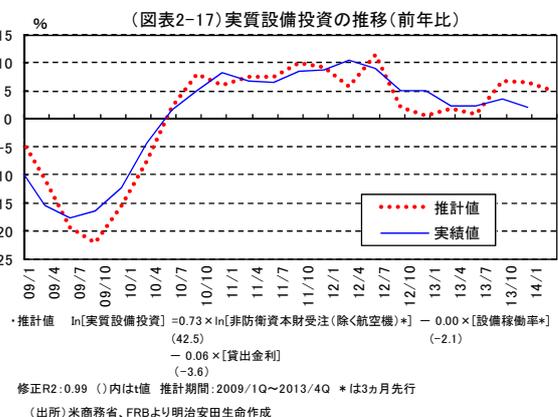
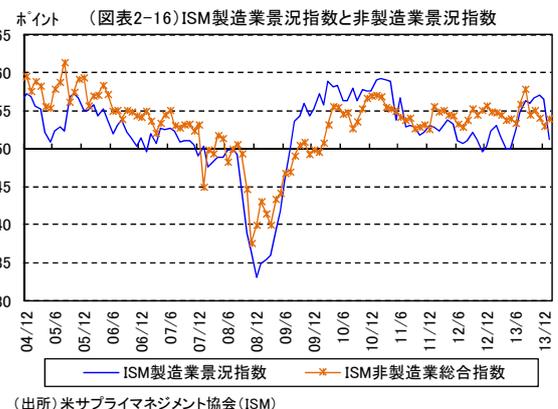
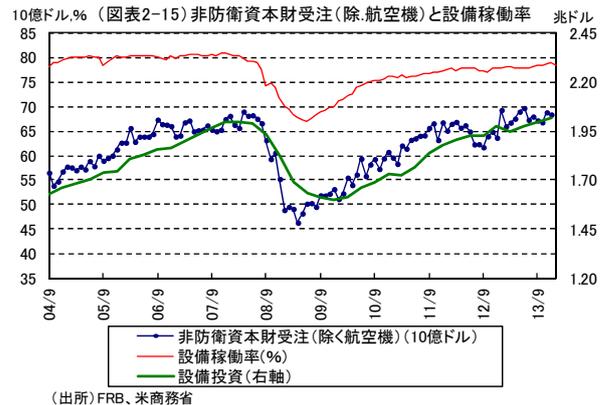
一方、ISMが集計する企業の設備投資見通しを見ると、企業は2014年の設備投資を緩やかながら増やす予定である（図表2-18）。大企業経営者による経済団体ビジネスラウンドテーブルの調査を見ても、今後の設備投資を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回っているほか、中小企業の経済団体である全米独立企業連盟（NFIB）が公表する設備投資計画（今後の設備投資を増やす企業の割合）でも、方向性は改善に向かっていく（図表2-19）。S&P500株価指数を構成する米企業の業績予想では、2014年後半の改善が見込まれており、年央以降は企業収益の改善が設備投資の回復に寄与するとみている。

FRBによる企業向け貸出態度調査を見ると、足元では3ヵ月前に比べて「緩くした」という銀行が「厳しくした」という銀行を上回っており（図表2-14）、良好な資金調達環境が今後も企業活動を下支えするとみられる。足元の設備稼働率を見ても、高めの水準で推移しており、設備過剰感は見られない（図表2-15）。記録的な寒波が目先の新規受注や生産の回復を抑制するとみられるものの、財政交渉の先行き不透明感がすでに和らいでいるほか、緩和的な金融環境や設備過剰感の緩和などから、均してみれば、今後の設備投資は持ち直し傾向で推移すると予想する。

（5）輸出は緩やかな回復にとどまるとみる

米国の輸出は、中国や欧州景気の減速などから、2012年央以降は伸び悩んでいたが、足元では持ち直している。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を中心に、欧州やアジア新興国向けの輸出が回復している（図表2-20）。

IMF（国際通貨基金）が1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+3.6%から同+3.7%へと上方修正された。1月に世界銀行が公表した2014年の世界成長率の見通しを見ても、同+3.0%から3.2%へと引き上げられた。欧州景気は緩慢ながら回復が続いていることから、輸出先に占める割合が高い欧州向けを中心に、今後も米国の輸出は回復傾向が続くとみている。

ただ、ISM製造業景況指数の内訳項目である輸出受注指数を見ると、1月は54.5と2ヵ月連続で低下した(図表2-21)。非製造業の輸出受注指数を見ても、1月は49.0と、活動の拡大と縮小の境目である50を6ヵ月ぶりに下回り、企業は外需に対し慎重な姿勢を示している。FRBによる資産購入策の縮小は今後も続く可能性が高く、新興国からの資金流出圧力への懸念は引き続き燃り続けるとみられる。中国を中心とする新興国の景気回復には力強さが欠けるとみられることから、輸出の回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

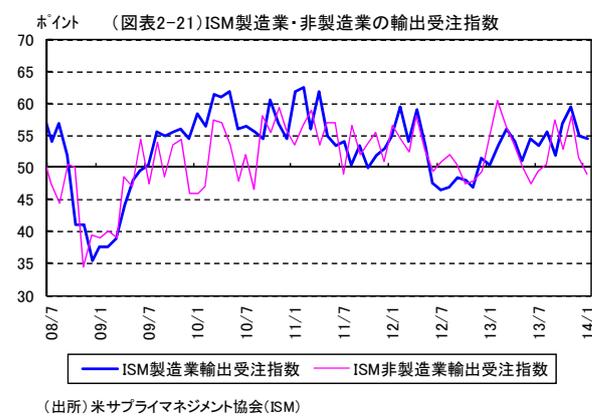
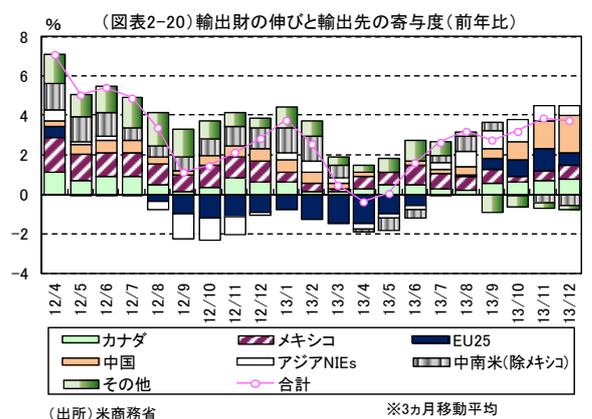
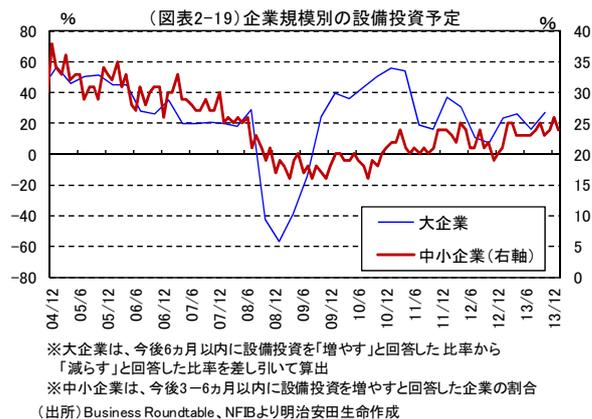
(6) 歳出削減による下押し圧力は緩和

与党民主党と野党共和党は2年間の予算案で合意し、今後は歳出の強制削減を2年で約630億ドル縮小する一方、連邦職員の年金保険料や空港使用料の引き上げなどによって、10年間で財政赤字を約230億ドル削減する予定である(図表2-22)。1月15日の暫定予算失効による政府機関の再開鎖は回避されたほか、予算案を巡る与野党合意の成立によって、財政交渉の先行き不透明感はすでに和らいでいる。

政府債務は2月7日まで暫定的に引き上げられた法定上の債務上限(約16.7兆ドル)を上回り、米財務省は個別の資金繰りで歳出を賄ってきたが、2月12日に債務上限の適用を2015年3月まで停止する法案が可決した。先行き不透明感の緩和に加え、歳出の強制削減幅の縮小によって、今後は歳出削減による景気への下押し圧力が和らぐ可能性が高いとみている。

(7) 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の縮小(MBS400億ドル→350億ドル、米国債450億ドル→

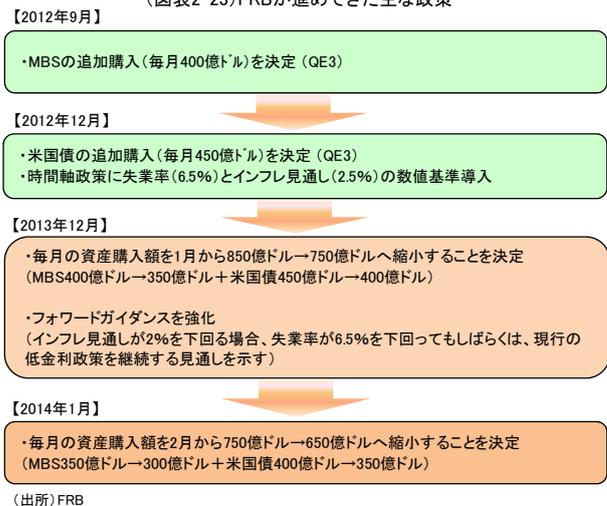


400億ドル)を開始した(図表2-23)。政策金利の先行きを示すフォワードガイダンスについては、少なくとも失業率が6.5%を上回るとともに、インフレ見通しが2.5%を超えない限り、現行の超低金利政策(FFレートの誘導目標レンジ0.0-0.25%)を継続する見通しをすえ置く一方、インフレ見通しが2%を下回り続けるならば、失業率が6.5%を下回った後もしばらくは超低金利を継続する見通しを新たに追加し、失業率が6.5%に到達しても、自動的に利上げを行なうわけではないことを強調する形で、フォワードガイダンスを強化した。

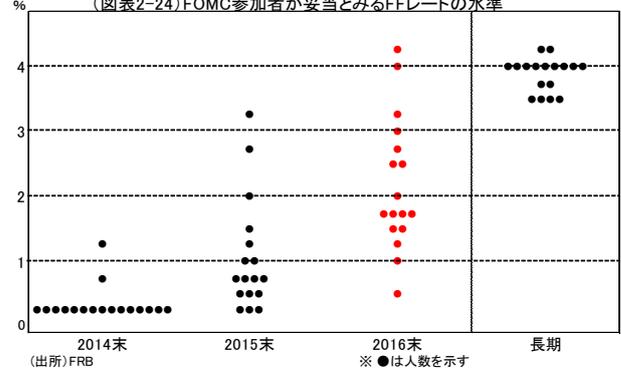
1月28-29日のFOMCでも、FRBは2月から毎月の資産購入額をさらに縮小(MBS350億ドル→300億ドル、米国債400億ドル→350億ドル)することを決定した。イエレン新FRB議長は2月の議会証言で、資産購入の縮小を変更するには「見通しの著しい変化が必要」と述べており、今後も資産購入縮小は現状のペースで進む可能性が高い。雇用環境は今後も改善傾向を保つとみられることから、FRBはFOMC会合ごとに100億ドル程度の縮小を進めるとみており、年間のFOMCの回数(8回)を勘案すると、資産購入は2014年秋ごろに終了すると予想する。

一方、2013年12月のFOMCで更新されたFOMC参加者によるFFレート予想を見ると、大半の参加者は2015年には利上げを開始し、2016年末の水準が1%後半を超えるとみている(図表2-24)。仮に2015年末から利上げを開始し、2会合に1回のペースで25bpの利上げを行なった場合、FFレートの誘導目標は2016年終盤にようやく1%後半となり、利上げのペースはきわめて緩やかなものにとどまる。資産購入の縮小は今後も進むとみているが、FRBは低金利政策を長期にわたって継続する姿勢を示していることを勘案すれば、景気の回復基調が途切れる可能性は低く、利上げの時期は2015年後半と予想する。

(図表2-23)FRBが進めてきた主な政策



(図表2-24)FOMC参加者が妥当とみるFFレートの水準



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏景気は持ち直しつつあるものの、回復ペースは緩慢なものにとどまっている。南欧諸国では、内需は今後も弱含みの状況が続くとみられるほか、外需も力強い回復は期待しづらい。ただ、今後は、けん引役であるドイツ景気のリバウンドペースが加速するとみられるため、ユーロ圏景気のリバウンド傾向が続くと予想する。

個人消費は、企業業績のリバウンドにより、雇用環境の悪化傾向に歯止めがかかるとみられ、消費者マインドも改善していることから、ゆっくりと上向くと予想する。

民間固定投資は、個人消費や輸出のリバウンドにより、企業業績が今後も改善に向かうとみており、持ち直し傾向が続くと予想する。ただ、銀行は貸出に対し慎重姿勢を継続するとみられることから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

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、2月の政策理事会で政策金利を0.25%にすえ置いた。2016年までのインフレ率の上昇ペースは緩慢とみられ、ECBは3月に利下げを実施すると予想する。

（図表3-1）欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP成長率予測

(前期比)	2013年				2014年				2015年				
	2012年	2013年	2014年	2015年	13/12	14/03	14/06	14/09	14/12	15/03	15/06	15/09	15/12
ユーロ圏GDP	-0.7%	-0.4%	1.1%	1.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
家計消費	-1.4%	-0.5%	0.6%	1.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
政府消費	-0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
固定投資	-4.0%	-3.1%	1.0%	1.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%
純輸出(寄与度)	1.5%	0.5%	0.3%	0.6%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%

英国実質GDP成長率予測

(前期比)	2013年				2014年				2015年				
	2012年	2013年	2014年	2015年	13/12	14/03	14/06	14/09	14/12	15/03	15/06	15/09	15/12
英国GDP	0.3%	1.9%	2.6%	2.5%	0.7%	0.5%	0.6%	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%

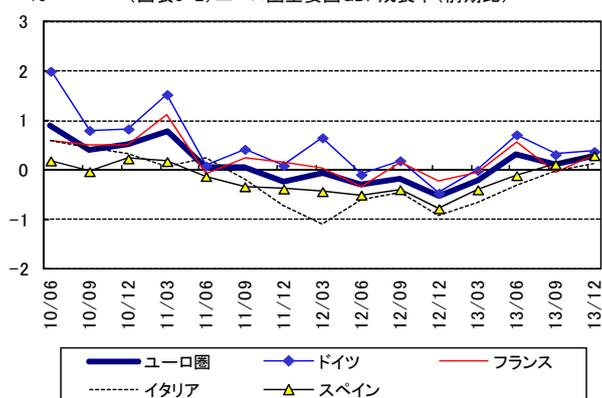
（1）差が開きつつあるドイツとフランス

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、前期から伸び幅が拡大し、三四半期連続でプラス成長となった（図表3-2）。国別の成長率を見ると、ドイツ（同+0.3%→+0.4%）、スペイン（同+0.1%→+0.3%）の伸び幅が拡大したほか、フランス（同0.0%→+0.3%）、イタリア（同0.0%→+0.1%）がプラス成長に転じた。

ユーロ圏景気は持ち直しつつあるものの、回復ペースは緩慢なものにとどまっている。ドイツ以外では、高水準の失業率などを背景に、内需は弱含みの状況が続くとみられるほか、外需も力強い回復は見込めない。ただ、今後は、けん引役であるドイツ景気のリバウンドペースが加速するとみており、ユーロ圏景気のリバウンド傾向は続くと予想する。

ユーロ圏の2大国であるドイツとフランスの景気回復ペースは、差が開きつつある。ドイツでは雇用がゆっくりと改善し、個人消費が持ち直しているほか、主要輸出先である米国や英国の景気回

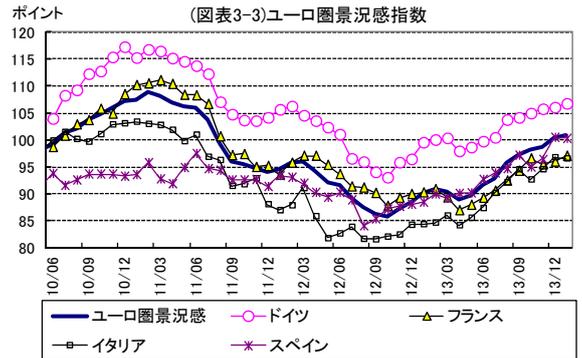
（図表3-2）ユーロ圏主要国GDP成長率（前期比）



（出所）各国統計局

復などから、企業の生産活動の低迷には歯止めがかかりつつある。景気見通しの改善に伴い、銀行の貸出態度の厳格化のペースが鈍化していることもあり、企業業績は足元で持ち直している。今後は、企業業績の回復に伴い、雇用環境や固定投資の持ち直しペースが上向くとみられるほか、欧州委員会が発表する景況感指数も改善傾向が続いていることから、2014年のドイツ景気は回復ペースが改善するとみている(図表3-3)。

一方、フランスの今回の実質GDP成長率の上昇は、VAT(消費税に相当)引き上げ(1月に19.6%から20.0%)前の駆け込み需要による押し上げ分が含まれており、基調としては依然景気回復の足取りは鈍い。景況感指数の回復ペースも、ドイツに比べ鈍い(図表3-3)。背景には、失業率の高止まりを背景に、内需が低迷しているのに加え、構造改革が進まず、価格競争力の改善が進まないことから、輸出も伸び悩んでいることがある。財政再建のため、1月にオランダ大統領は、14年予算で150億ユーロ規模の歳出削減と、15-17年に少なくとも500億ユーロの歳出削減を実施する財政緊縮策を発表した。また、家族手当の財源の企業負担(年間300億ユーロ)を2017年までに廃止し、代わりに企業に対して雇用の拡大を求める「責任協定」を実施する方針を示した。ただ、どのように歳出削減を行なっていくのかといった詳細は明らかにされていない。オランダ大統領の支持率は就任当初の58%から20%台へと低下しており、1月から導入が予定された環境税は、昨年デモが暴徒化したことにより、実施を延長する事態に追い込まれた。今後も改革が予定どおりに進む可能性は低く、フランスの長期的な成長力の低下が懸念される。



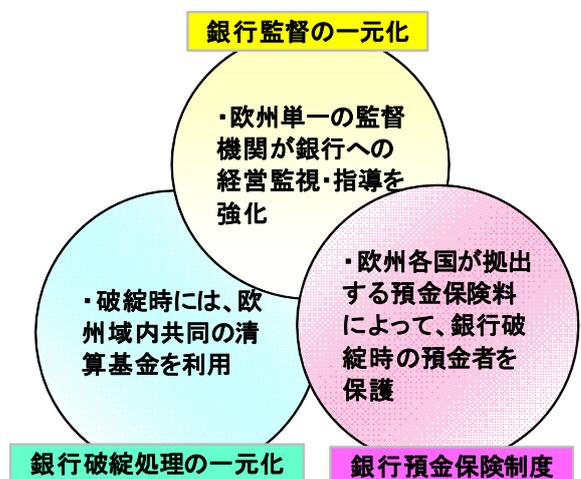
(出所) 欧州委員会

(2) 銀行同盟は緩やかながら進展

銀行同盟の実現への取組みは緩やかながら進展している(図表3-4)。銀行同盟の3本の柱のうち、1本目の柱である銀行監督の一元化については、昨年10月にECBを中核とする単一銀行監督メカニズム(SSM)の関連法が発効し、12月にはSSMのトップにフランス中銀のダニエル・ヌイ氏が決定するなど、今年11月の開始に向けて体制が整いつつある。

一方、2本目の柱である銀行の破綻処理の一元化は、昨年12月18日に開催されたEU財務相会合で基本合意に至った。銀行破綻処理の費用負担に関しては、納税者の負担を軽減するため、まずは破綻銀行の株主や債券保有者等が負担を求められ、それでも費用を賄えない場合は、全銀行の拠出金で賄われる単一破綻処理基金が負担することになる。ただ、単一破綻処理基金への拠出は10年にわたる予定であり、積み立て不足時に銀行破綻処理が必要となった場合には、ESM(欧州安定メカニズム)からの銀行への直接資本注入はできず、当該国の破綻処理基金が主に費用を負担することとなる。保有国債の下落により経営が悪化した銀行への資本注入が国家財政の悪化を招くという「金融」と「財政」の悪循環を断つため、銀行監督の一元化を前提として、ESMから銀行へ直接資本注入できることが決定されていたものの、短期的には直接注入の可能性が排除されることになる。

(図表3-4)銀行同盟の内容



(出所) 各種報道より明治安田生命作成

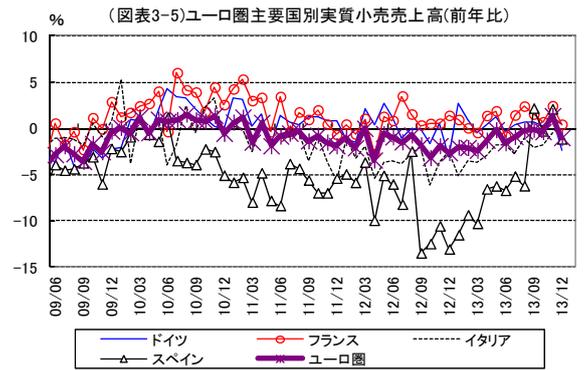
さらに、銀行破綻処理の決定プロセスについては、単一破綻処理委員会と欧州委員会の決定に対し、EU閣僚理事会が反対意見を示すことや、修正を求めることができるなど、負担増を懸念するドイツの意向を色濃く反映する内容となっている。もっとも、昨年（2012年）のキプロス危機の際は、銀行の破綻処理のスキームが不透明であったことが大きな混乱につながっており、銀行破綻処理のプロセスが固まりつつある意義は大きい。欧州債務危機への対策は徐々に進展しており、今後も消費者や企業のマインドの改善を下支えするとみている。

（3）個人消費は今後もゆっくりと上向くと予想

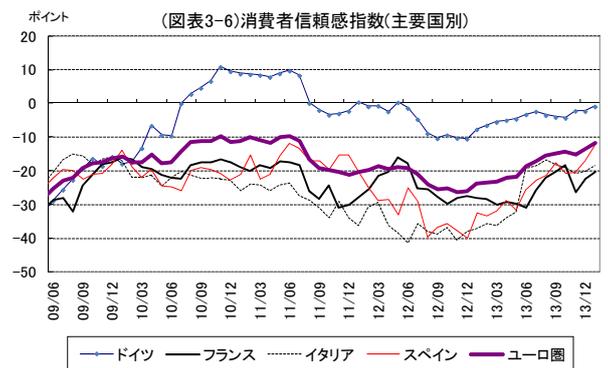
ユーロ圏の個人消費は緩やかに持ち直している。7-9月期の実質個人消費は前年比▲0.3%と、2四半期連続でマイナス幅が縮小した。GDPベースの個人消費の動きに近い動きを示す実質小売売上高の推移を見ると、2012年9月以降、イタリアとスペインのマイナス幅が大幅に縮小しており、全体の底上げにつながっている（図表3-5）。2012年9月のECBによる新しい国債買入策（OMT）の発表や、昨年4月のイタリアの政権樹立などにより、特に債務問題を抱える国で消費者マインドが急速に改善したことが背景にあるとみられる（図表3-6）。

小売売上には含まれない自動車の新車登録台数の推移を見ると、2012年12月を底に、持ち直し傾向となっている（図表3-7）。フランスでのVAT引き上げ前の駆け込み需要のほか、昨年（2011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）や、スペインの自動車販売促進策（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ユーロ補助）が追い風となってきた。今後は、フランスの駆け込み需要の反動や、オランダの販売促進策による押し上げ効果の剥落が予想されることから自動車販売の強い伸びの持続は期待しづらいが、米英景気の回復などから消費者マインドの回復傾向は続くこととみられるほか、スペインの自動車販売促進策については新たに1.75億ユーロの予算が投入されることが1月に決定しており、持ち直し傾向自体は維持されるとみる。

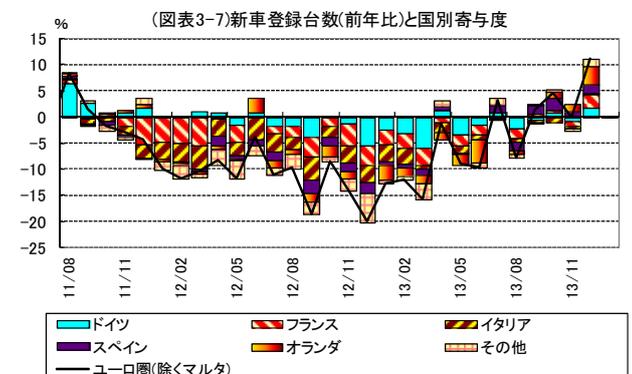
個人消費全体の持ち直し傾向が持続するかどうかは、雇用環境次第の面が大きい。各国の厳しい緊縮策により、今のところ回復ペースは緩慢である。12月の失業率は12.1%と、高水準での推移が続いており、なか



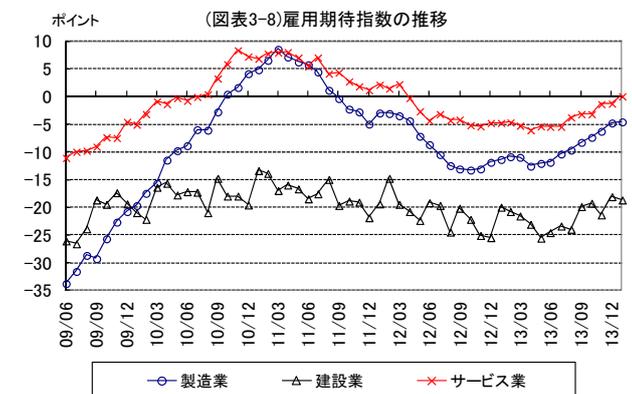
(出所)ユーロスタット



(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット



(出所)ユーロスタット

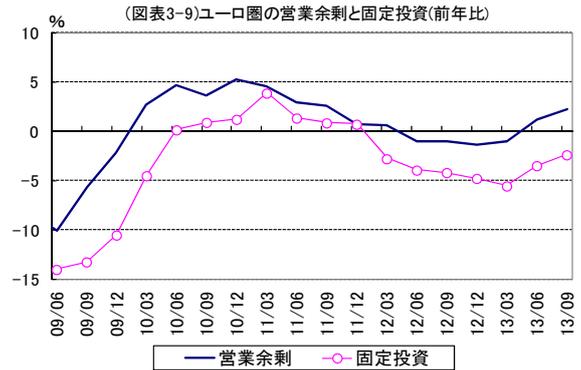
でも若年層(25歳未満)の失業率は24.4%に達している。ただ、雇用者数の推移を見ると、4-6月期、7-9月期はともに前期比0.0%と、悪化傾向には歯止めがかかりつつある。欧州委員会が発表する雇用期待指数を見ても、企業業績の改善などを背景に、足元では製造業とサービス業はともに持ち直し傾向で推移している(図表3-8)。主要輸出先である米英の景気回復は今後も続くと思われることなどから、企業業績の回復を通じて、雇用環境が持ち直しに向かうとみているほか、消費者マインドも改善傾向で推移すると見込まれることから、ユーロ圏の個人消費は今後もゆっくりと上向くと予想する。

(4) 固定投資は緩やかな持ち直しが続く

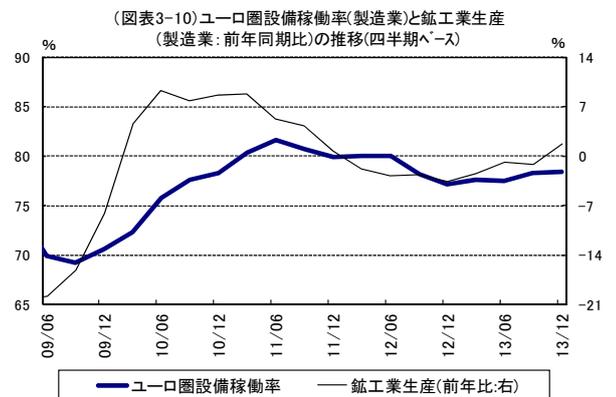
ユーロ圏の固定投資(前年比)は2012年1-3月期以降、7四半期連続で減少しているものの、マイナス幅の縮小傾向が続いている(図表3-9)。企業の生産活動を見ると、足元では持ち直す兆しが出ている。10-12月のユーロ圏鉱工業生産は前年比+1.7%と、8四半期ぶりにプラスに転じた(図表3-10)。設備稼働率を見ても、緩やかながら上昇傾向が続いている。

背景には、企業業績の改善がある。GDPベースの営業余剰と固定投資の相関関係を見ると、企業業績を1四半期先行させた場合の両者の相関係数が最も高くなる(図表3-9)。足元では営業余剰は増加に転じており、企業業績の改善が今後も固定投資を下支えするとみられる。

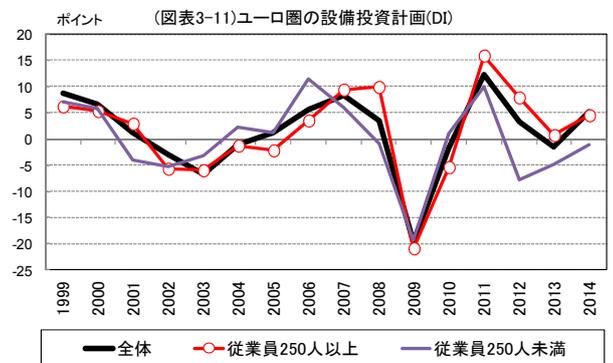
欧州委員会が発表する固定投資計画調査を見ると、従業員が250人未満の企業では、今年も固定投資の減少が見込まれる一方、250人以上の企業が全体をけん引する形で、2014年は固定投資が増加に向かう見通しである(図表3-11)。個人消費の持ち直しに加え、米国や英国の景気回復に支えられる形で、輸出もゆっくりと上向くとみられるほか、生産の回復から、企業業績の改善傾向が今後も続くとも見ており、固定投資の持ち直し傾向は継続すると予想する。ただ、同調査では、設備投資が増加する要因として、売上見通しや設備稼働率の状況を示す「需要要因」が大幅に改善する一方、資金の調達容易性や投資収益性を示す「財政要因」は低水準にとどまっている(図表3-12)。銀行同盟を前に実施されるストレステストに備え、南欧諸国の銀行を中心に、中小企業に対しては、引き続き融資先を慎重に選別するとみられることから、固定投資の回復ペースは緩やかなものにとどまる



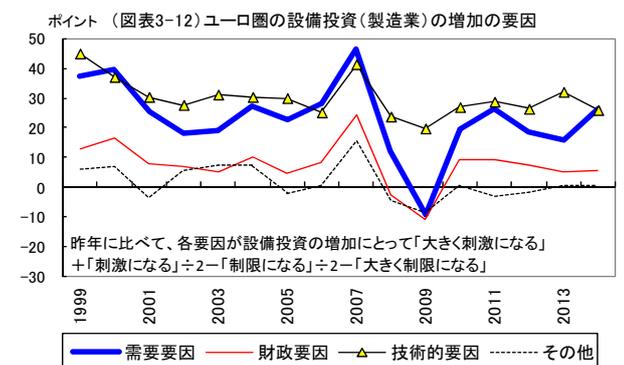
(出所)ファクトセット



(出所)ユーロスタット



(出所)欧州委員会



(出所)欧州委員会

とみている。

(5) 輸出は持ち直しに向かうと予想

ユーロ圏の輸出は2012年秋以降、実質実効為替レートがユーロ高方向に推移していることなどを背景に、伸び悩んでいる。ユーロ圏の輸出を輸出先別(3ヵ月後方移動平均、前年比)に見ると、全体の3割を占めるユーロ圏外EU向けは、英国向けが堅調に伸び、プラスでの推移が続いている(図表3-13)。一方、全体の約16%を占めるアジア(除く中国、香港)向けや、約7%のアフリカ向けは低迷しており、全体を押し下げている。

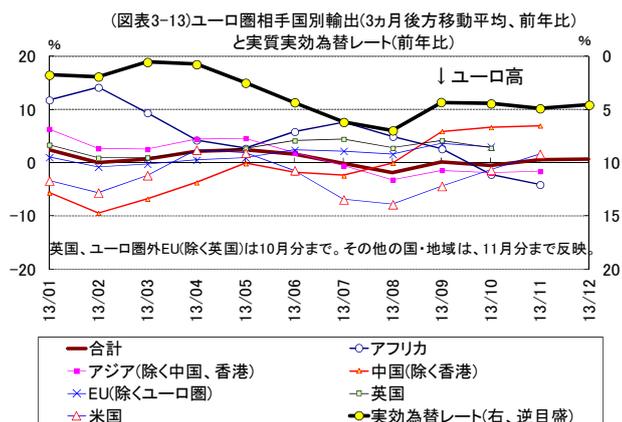
ユーロ圏輸出を品目別(2012年)に見ると、機械類・輸送機器が全体の40.9%を占めるほか、化学製品が16.7%、その他製品が23.7%と、工業製品が全体の81.3%を占める。輸出の伸びに対する品目別寄与度では、機械類・輸送機器を中心に全体的に伸び悩んでいる(図表3-14)。機械類・輸送機器の輸出を相手国別に見ると、20%弱を占める中国を除くアジア向けをはじめ、全体的に低調な推移が続いている(図表3-15)。

一方、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、前年比ベースでプラス圏で推移している(図表3-16)。主要輸出相手国別では、中国を中心としたアジア新興国の景気に力強さが欠ける一方、あわせて輸出全体の約25%を占める米国と英国はプラス圏での推移が続いている。米英景気の回復に支えられる形で、今後の輸出は持ち直しに向かうと予想する。

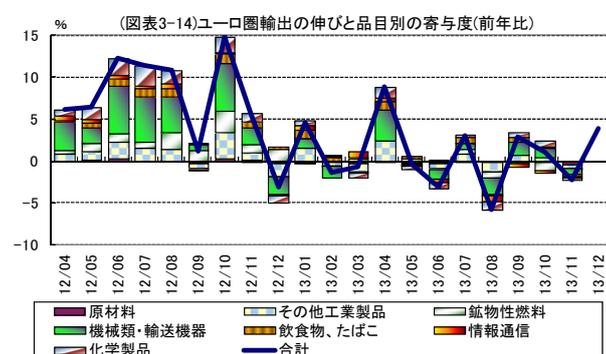
(6) ECBは3月に利下げを実施すると予想

ECBは2月6日の政策理事会において、政策金利を0.25%にすえ置いた(図表3-17)。ドラギ総裁は理事会後の記者会見で、「現在は長期的な低インフレが続いているものの、今後、インフレ率はゆっくりと2%をやや下回る水準に向かって回復する」と述べ、中期的には物価が安定的に推移するとの見方を維持した。ユーロ圏のデフレ・リスクについても触れ、デフレの定義を①幅広い商品の価格が下落する、②自己実現的な過程をたどる、③幅広い国でデフレがみられるとしたうえで、現在の状況はデフレでないと明言した。

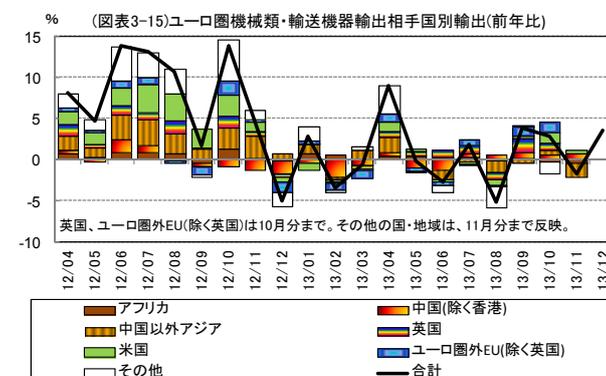
一方、同総裁は「本日行動しないと決めたのは、状況の複雑さやさらなる情報収集が必要なことと関係があ



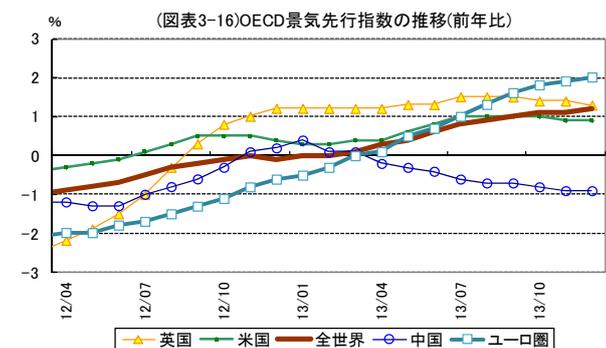
(出所)ユーロスタット、ECB



(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット



(出所)OECD

る」と述べた。3月の政策理事会時には、①2016年を含めた経済見通しが発表される、②銀行同盟の前に実施される資産査定（AQR）の査定対象時期（昨年12月末）が過ぎた後の信用・貸出状況が入手できる、③新興国景気の動向をさらに分析できる、④昨年第四半期の実質GDP成長率のデータが明らかになることを挙げ、追加措置を検討する時期として、3月の政策理事会が鍵となるとの見方を示した。

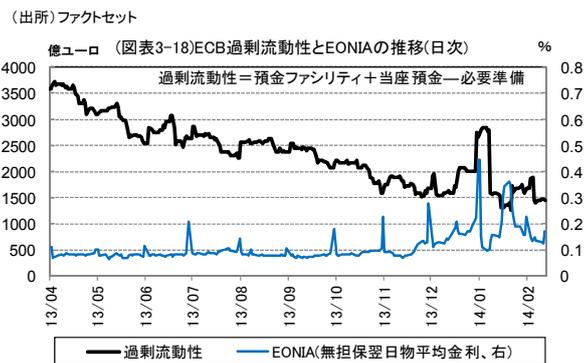
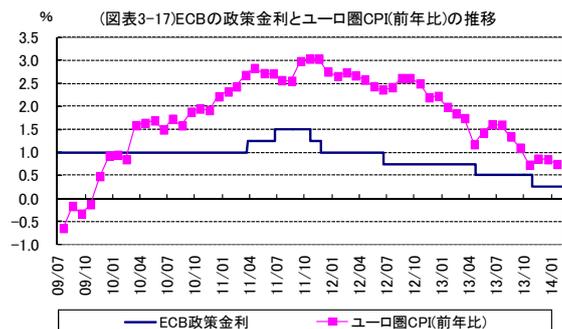
当社では、ユーロ圏がデフレに陥る可能性は低いとみている。欧州委員会が発表している12月のドイツの失業率は5.1%と、OECD（経済開発協力機構）が発表する自然失業率（NAIRU、2014年＝6.3%）を下回っており、今後は賃金の上昇ペースが徐々に加速することが予想される。スペインやポルトガルでも、賃金引き下げの動きが一服しつつあり、ユーロ圏全体でも賃金は緩慢ながら上昇傾向を維持する可能性が高い。鉱工業輸入物価指数を見ると、産業資材の価格低下から、前年比マイナスが続いており、インフレ率の下押し圧力となっているが、昨年後半は原油価格が下げ止まってきたことなどを背景に、輸入物価指数の低下ペースは減速しつつある。欧州委員会が発表するユーロ圏消費者インフレ期待指数も、2013年4月以降、横ばい圏で推移している。

しかし、OECD（経済協力開発機構）が発表するGDPギャップを見ると、ユーロ圏はリーマンショック以降、マイナス圏での推移が続いており、依然としてマイナスの需給ギャップの規模は大きい。ユーロ圏景気が最悪期を脱したとはいえ、需給ギャップの解消にはまだ時間がかかるとみられる。少なくとも2016年まではインフレ率がECBが物価安定の目安とする2.0%を下回るとみられることから、当面市場ではデフレリスクが意識され続けるとみる。3月にECBは2016年までのインフレ率予測を発表するが、そこで、インフレ率は徐々に上昇するものの、早期に2.0%に達するのは難しいと判断、0.25%から0.10%への利下げを実施し、先回りしてデフレリスクに対処する姿勢を示すと予想する。

一方、一部メディアで報じられていた国債買い入れの不胎化オペの打ち切りについて同総裁は、「検討している政策手段の一つである」ことは認めつつも、「今回は議論されていない」と述べ、具体的な言及は避けた。毎週1,755億ユーロの資金吸収を目標に実施している不胎化オペを打ち切ることで、過剰流動性（預金ファシリティ＋当座預金－必要準備）が3,000億ユーロ台まで増加し、短期金利の上昇は抑制される（図表3-18）。ただ、ECBは毎週、応募があった額を全額、政策金利と同じ金利で1週間貸し出す主要リファイナンスオペレーション（MRO）を実施していることから、EONIAが政策金利を上回ったとしても、銀行はMROからの資金調達を増やし、EONIAは政策金利の水準まで調整される仕組みとなっている。米国のQE3縮小などにより、ECBが通常のオペだけではEONIAを調整できない事態に陥った場合にのみ、不胎化オペの停止を実施するとみている。

（7）英国経済は内需主導の回復が続くと予想

英国の10－12月期実質GDP成長率（速報値）は、前期比＋0.7%と、4四半期連続のプラス成長となった（図表3-19）。業種別では、鉱業と建設業が軟調であったものの、サービス業と製造業の



(出所) ECB、ファクトセット

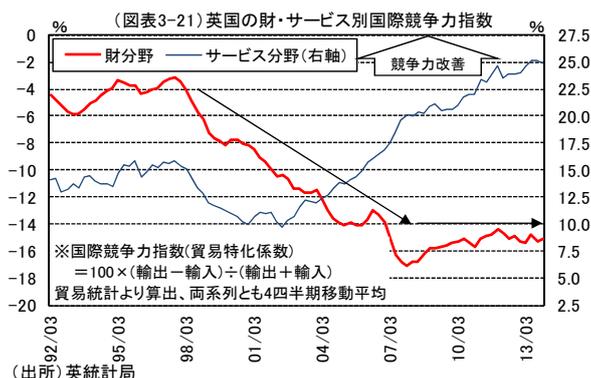
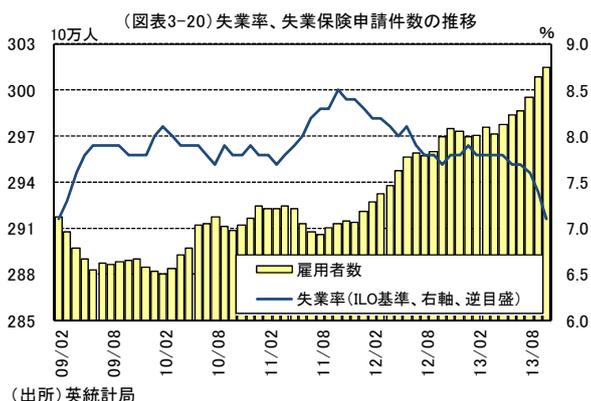
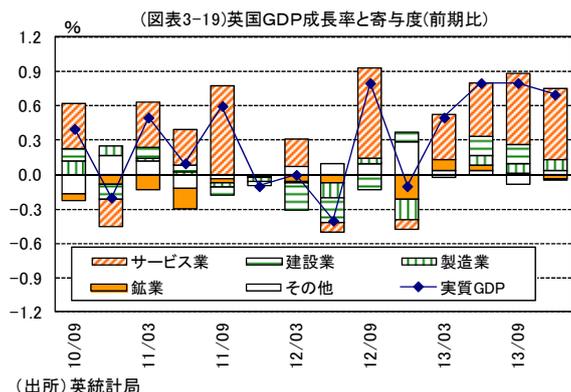
改善が続き、全体を押し上げた。

個人消費は回復基調で推移している。10-12月期の小売売上高は前年比+2.5%と、7-9月期の同+2.2%から伸び幅が拡大した。足元では、雇用環境の改善や貯蓄の取り崩し、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とみられる。雇用環境を見ると、雇用者数、失業率とも改善が続いている(図表3-20)。商工会議所による景気動向調査を見ても、1-3月期には、採用の拡大を見込む企業数が増加しており、今後も雇用環境は改善が続くと予想する。消費者マインドの改善を背景に貯蓄の取り崩しも進んでいる。2012年平均で6.8%であった貯蓄率は、2013年7-9月期には5.4%まで低下した。また、これまでの消費の持ち直しは、住宅価格の上昇による資産効果に下支えされた面もあるが、住宅価格については、貸出促進策「貸出のための資金供与スキーム」から住宅向け貸出が対象外とされたこともあり、今後は上昇幅が次第に縮小しよう。住宅価格上昇による資産効果が弱まるとみられるほか、家計のバランスシート調整圧力が残ることから、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みる。

固定投資は、設備投資や住宅投資の回復に支えられ、7-9月期に前期比+1.4%と、3四半期連続でプラスとなった。イングランド銀行信用状況調査によると、10-12月期には設備投資の資金需要が増加したほか、企業景況感の改善などを受け、1-3月期には大企業と小規模企業の資金需要が大幅に拡大する見込みである。固定投資は、住宅投資の一巡を設備投資が補う形で回復が続くとみる。

一方、輸出は回復が遅れている。10-12月期の輸出額は前期比▲1.1%と、2四半期連続で減少した。主要輸出先であるユーロ圏景気の回復ペースが緩慢であるほか、輸出の6割を占める財分野では、国際競争力に改善が見られないことから、今後も輸出は伸びが鈍い展開が続くと予想する(図表3-21)。

イングランド銀行(BOE)は2月の金融政策委員会で、政策金利(0.5%)と資産買い取り枠(3,750億ポンド)をすえ置いた。一方、フォワードガイダンスについては、失業率閾値達成後のガイダンスが発表され、回復の持続可能性、需給ギャップ動向、物価上昇圧力について、幅広い経済指標を考慮すると表明された。ただ、特定の指標について閾値が設定された訳ではなく、利上げ時期の判断においては、従来どおりインフレ動向が最重視されることとなろう。BOEの物価見通しでは、長期にわたりCPIが目標値を下回るとされていることから、BOEは内需中心の景気回復を促進するため、緩和的な金融スタンスを当面維持しよう。初回の利上げは2015年と予想する。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は、一進一退の推移が続いている。政府は、投資がけん引する成長構造から消費主導の安定成長への構造転換をめざしているが、個人消費の拡大ペースは緩慢であることから、今後の景気の回復ペースは鈍いものにとどまるとみている。生産年齢人口が減少に転じつつあることもあって、2015年まで7%台を中心とした成長が続くと予想する。

(1) 中国景気の回復ペースは緩やかなものにとどまる

中国の2013年10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比+7.7%と、7-9月期の同+7.8%から伸び幅は小幅鈍化した(図表4-1)。7月に打ち出された、インフラ建設の推進を中心とした経済対策の効果が薄まったためとみられる。2013年通年では同+7.7%と、政府目標の同+7.5%を上回ったものの、2012年と同水準にとどまっている。

中国政府は、過度な投資依存型から消費主導型の経済構造の転換を推進しているが、消費の拡大ペースは緩慢で、いまだに投資が経済を下支えしている構造は変わらない。生産年齢人口もすでにピークアウトしていることもあって、今後も景気回復ペースは緩やかなものにとどまるとみている。

過剰生産能力や過剰債務の抑制策が景気下押し要因となる可能性も高く、2014年第1四半期は7%台前半まで鈍化するものとみる。その後も7%台半ばを中心とした推移が続くとみられ、2014年の実質GDP成長率は前年比+7.4%、2015年は同+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

足元の企業マインドは弱含んでいる。国家統計局が発表している製造業PMI(購買担当者指数)は、2013年を通じ、改善/悪化の分かれ目となる50を上回った。ただ、11月あたりから生産指数や新規受注指数が徐々に弱含み、12月1月は2ヵ月連続で低下している(図表4-3)。企業規模別に見ると、大型企業は改善傾向で推移する一方、中型、小型企業PMIは低下傾向が続いている。中小企業が主な対象となるHSBCの製造業PMIを見ても、10月以降低下傾向にあり、1月は49.5と、50を6ヵ月ぶりに下回った。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、7月の景気支援策の下支えもあって、8月に10%台となったものの、その後伸び悩

(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)

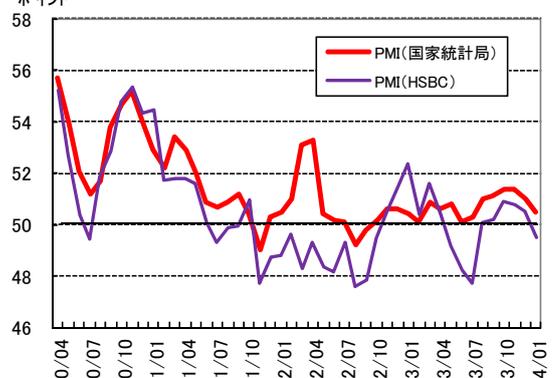


(出所) 中国国家統計局

(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

(図表4-3) 製造業購買担当者景気指数(PMI)の推移



(出所) 中国国家統計局

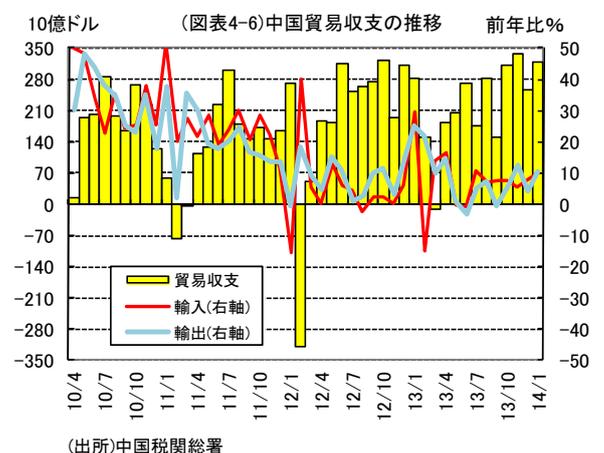
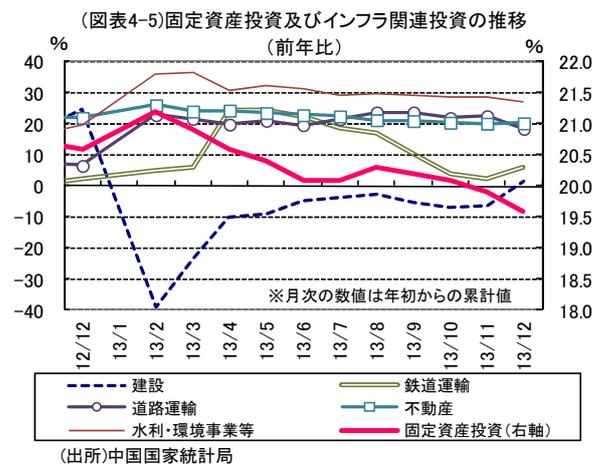
み、足元の12月では前年比+9.7%と、5ヵ月ぶりに10%を割り込んだ(図表4-4)。2013年通年で見ても同+9.7%と、前年の同+10.0%から伸び幅は鈍化しており、2001年以来の10%割れとなっている。品目別に見ると、銑鉄(7-9月期同+9.1%→10-12月期同+4.7%)や粗鋼(同+10.0%→+6.6%)など、インフラ建設に関わる品目が7-9月期をピークに鈍化に向かっており、政府の景気支援策の効果が薄まった結果とみられる。一方、自動車(同+15.9%→+24.6%)については堅調な推移を示しており、好調な自動車販売の動きと整合性のとれる動きとなっている。

1-12月の固定資産投資は前年比+19.6%と、こちらも1-11月の同+19.9%から小幅鈍化し、年末にかけて投資の伸びが鈍くなっている様子が示された(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)。通年で20%を割り込んだのは2002年以来のことである(2002年と2011年に、統計対象範囲の変更があったため、厳密には接続しない)。業種別では、建設(1-9月同▲5.4%→1-12月同+1.4%)はプラス転換したものの、不動産(同+21.0%→+20.3%)、運輸(同+23.3%→+17.2%)、水利・環境事業(同+29.3%→+26.9%)などのインフラ関連業種を中心に一服感がみられる。

過剰生産能力問題は依然として解消されておらず、中国政府は過剰生産解消を課題とするスタンスを崩さないとみられることから、今後も生産・投資の伸び加速は見込みにくい。胡錦濤政権時代からさまざまな過剰投資抑制策をとってきたにもかかわらず、いまだに問題が解決していないことから、どの程度実効性があるのか疑う向きもあるが、習政権は幅広い分野の改革を強固に推し進める姿勢をみせているほか、昨年末の工作会议では、重要政策任務の一つとして過剰生産の是正が挙げられていることから、今後一段の過剰生産対策の具体化が進むとみている。また、政府は2020年までに人口の60%を都市住民とするなどの都市化推進策を掲げているものの、改革の進捗が足踏み状態な面もみられることもあって、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%前後の伸びにとどまると予想する。

(3) 輸出の回復ペースは鈍い

2013年5月以降、香港向けの貿易を装った投機資金の取り締まりが強化されたことにより、それまで二桁の伸びが続いていた中国の輸出は、一時はマイナスの伸びに転じるなど、停滞気味の推移が続いた。しかし、11月と1月には二桁の伸びになるなど、ここ



にきて回復の兆しも出てきている（図表4-6）。1月の輸出は前年比+10.6%の増加となった。地域（国）別に見ると、景気回復が続く米国向け（12月同+3.0%→1月同+10.7%）や最悪期を脱したとみられるEU向け（同+3.9%→+19.2%）は、プラス幅が拡大した（図表4-7）。一方、香港向け（同+2.3%→▲18.3%）の伸びはマイナスに転じている。日本向け（同+5.5%→+16.0%）はプラス幅が拡大しており、日中関係の悪化による前年の落ち込みから徐々に回復に向かっていることが示されている。

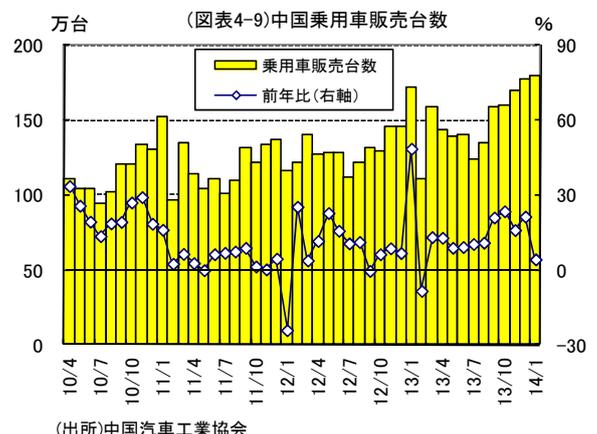
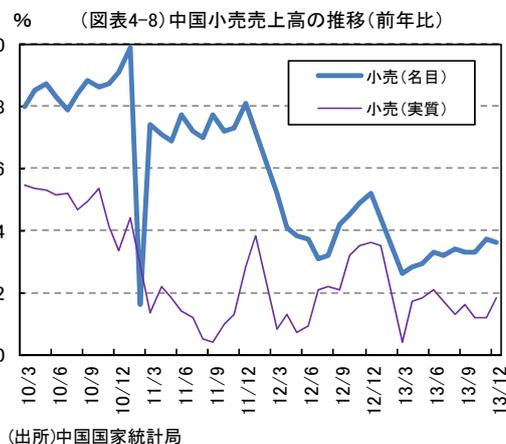
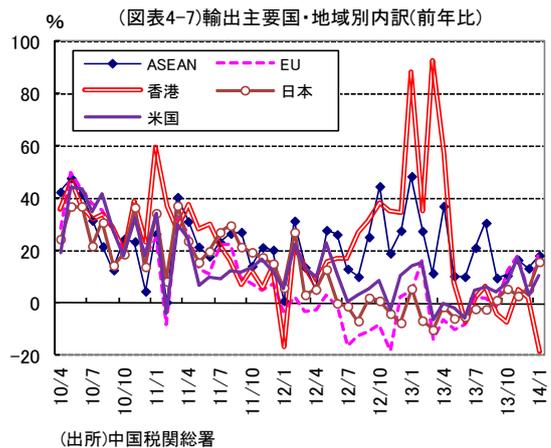
今後については、国外からの需要低下と、人民元高による価格競争力の低下が重石となるとみている。国家統計局が発表する製造業PMIの新規輸出受注指数を見ると、年後半にはいったん改善の兆しも見られたものの、その後低下傾向が続き、足元の1月は49.3（前月差▲0.5）と、2ヵ月連続で50を下回る結果となっている。また、貿易黒字などを背景とした中国への活発な資本流入によって、元高圧力が高まっているのも懸念材料である。人民元は2013年に+2.9%増価と、前年の+1.1%から増価ペースが加速しており、輸出企業にとって重石になると考えられる。米国向けは底堅く推移するとみるものの、近隣アジア諸国（地域）向けは、景気回復の鈍さを背景に一進一退の動きが続くと見込まれることから、当面輸出の回復ペースは鈍いものにとどまるとみている。

（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、3月以降回復基調となっている（図表4-8）。ただ、2013年通年では同+13.1%と、前年の同+14.3%を下回る伸びとなった。10-12月期の結果を品目別（名目ベース）に見ると、被服・靴・帽子（7-9月期同+13.2%→10-12月期同+10.1%）、金・宝石等（同+27.2%→+15.1%）などの伸びが鈍化した。一方、通信機器（同+19.8%→+31.0%）、電気機器（同+11.5%→+14.3%）、自動車（同+9.8%→+13.1%）、家具（同+19.6%→+21.8%）、石油・石炭関連製品（同+10.7%→+12.3%）などの一部の耐久財を中心に伸び幅が拡大した。

足元の小売売上高は回復の動きが見られるものの、胡錦濤政権時代の15%台を下回る伸びが続いている。習近平政権による「綱紀粛正」の方針が続くなか、今後も個人消費は力強さに欠く展開になると予想する。

乗用車販売台数は、今年の春節が1月末から始まり、前年同月と比べて稼働日が1日少なかったことなどから足元の1月こそ前年比で一桁の伸びにとどまったが、7月以降6ヵ月連続で二桁の伸びが続いていた（図表



4-9)。前年の尖閣諸島を巡る日中関係悪化に伴う日系車販売台数大幅減少の反動増の影響が大きいものの、内陸部を中心に新規購入需要は高まっており、今後も中国の乗用車販売台数は拡大傾向が続くとみられる。ただ、深刻な大気汚染に絡む環境規制が今後の需要下押し要因となりうる可能性もあり、拡大ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

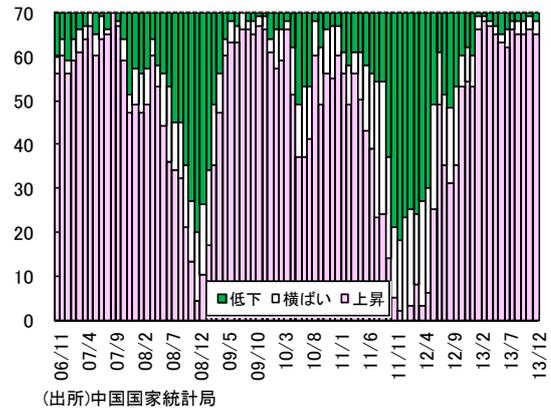
(5) 住宅価格は高止まり

新規住宅価格を見ると、2013年2月以降、主要70都市のうち前月から価格が上昇した都市数が60都市以上となっており、不動産価格抑制策が相次いで打ち出されているにもかかわらず、上海や北京など大都市の住宅価格が下がる気配はない(図表4-10)。合計の前月比(ロイター集計)を見ると、緩やかに低下しているものの、足元の12月は+0.4%と、依然として上昇傾向が続いている。

中国国土資源省は、政府の規制によって、2014年第1四半期には地価の上昇ペースが鈍化するとの見通しを示した。多くの地方政府は、2軒目の住宅購入の頭金比率の引き上げや20歳未満の住宅購入の禁止など、価格の上昇抑制を目的とした対策を打ち出している。また、政府は住宅価格の大幅上昇に直面している都市部を中心に住宅や土地の供給を増やす方針で、住宅価格高騰に対する国民の不満解消などのため、600万戸以上の保障性住宅(低所得者向け住宅)の建設計画も策定している。

ただ、政府は不動産価格抑制策を強化しているものの、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ことにもつながる。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、上下両方向に柔軟なかじ取りを行なう可能性が高い。住宅価格は、2014年を通じて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

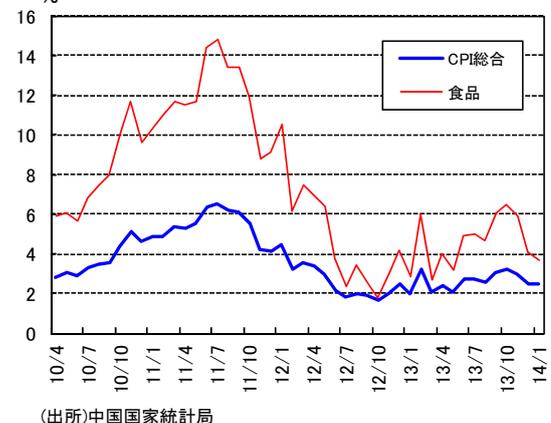


(6) 物価上昇率は3%前後の伸びに

2013年を通して見ると、天候要因で食品価格の上昇がCPIを押し上げる局面があったものの、11月以降鈍化傾向で推移しており、12,1月は横ばいの推移となっている。通年では同+2.6%と、中国政府の2013年の抑制目標である3.5%前後を大幅に下回る結果となった(図表4-11)。

CPIの内訳を見ると、非食品価格の上昇率は2013年から足元の1月まで、概ね落ち着いた推移となっているものの、食品価格は10月まで上昇傾向を示した後、鈍化に向かっている。天候要因を背景に野菜が年後半に二桁の伸びに上昇し、食品価格を押し上げたものの、12,1月は一桁の伸びまで低下した。また、豚肉が8月以降鈍化傾向となったほか、卵が10月以降マイナスの伸びに転じたことなどもCPIの押し下げ方向に寄与した。中国のエネルギー価格は

(図表4-11)中国消費者物価の推移(前年比)



政府の価格統制のもと、小売価格は低く抑えられているが、今後は民間企業の出資を認めるなど、エネルギー市場改革を進めていく方針を示しており、小売価格が上昇する可能性が高まっている。食品価格は落ち着きをみせているものの、エネルギー価格を中心に上昇圧力がかかる可能性が高いことから、今後CPIは3%前後の伸びにやや加速すると見ている。

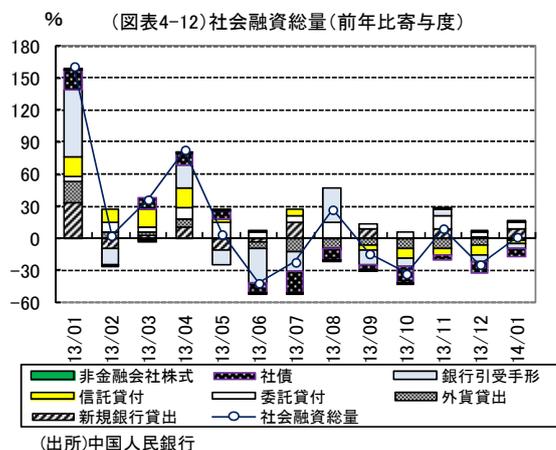
(7) 金融リスクには引き続き警戒が必要

1月のM2は前年比+13.2%と、足元では3ヵ月連続で伸び幅が鈍化した。2013年初は比較的高い伸びとなったが、徐々に低下し、前年の同+13.8%を下回る結果となった。銀行経由の貸出である人民元建て新規融資も7月以降前年と比べると増加傾向にあったものの、通年で見ると、前年から伸びは鈍化した。

実体経済の流動性の目安とされる社会融資総量（融資の他、株式・債券発行、信託ローン、銀行の簿外融資等含む）は、6月以降前年比マイナスの伸びが目立つようになり、通年では前年から伸び幅が鈍化する結果となった（図表4-12）。これについては、当局によるシャドーバンキング抑制の動きが依然として維持されている影響とみている。

審計署（日本の会計検査院に相当）は昨年末、2013年6月末時点の中央・地方政府の債務残高をまとめた報告書を発表した。地方政府の債務残高は17.9兆元と、前回調査時点（2010年末）の10.7兆元から+67%の増加、対名目GDP比で見ると、+30.6%から+31.5%へと上昇した。債務残高のうち、銀行から融資された金額の割合は、前回調査の79.4%から56.6%に低下しており、地方政府の債務残高の増加に伴い、債券発行や信託融資など、銀行以外を経由した資金調達が発達していることが示されている。信用リスクが高い傾向にある地方政府は、銀行からの融資を受けづらく、銀行以外からの資金調達に頼らざるを得ないことが背景にある。地方政府の多くは、不動産などのインフラ開発の収益を債務償還の財源としており、不動産開発等の行き詰まりによって償還不可能になる可能性も高く、金融市場に不安が広がりがねない状況となっている。

2014年1月、中城信託会社が中国工商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1月末期限償還の目途がたたなくなった、との報道が流れた。当信託商品は、主に山西省にある石炭会社に貸出債権を組み入れていたが、この会社が実質的に破綻しており返済能力がなかったため、償還期限を前にしてこのような事態につながった。詳細は明かされていないものの、第三者の買い取りによって、元本は投資家に返済される見通しである。金融市場の脆弱性が改めて浮き彫りになった事象であり、元本が補償されるとはいえ、このような措置はモラルハザードを助長する可能性もあることから、問題の根本的な解決とはなっていない。運用先の信用リスクが高いにもかかわらず、信託商品や理財商品は、販売時にリスクの低い商品と認識されていることが多い。同様のリスクが潜在するシャドーバンキングは多数あるとみており、中国の金融リスクには今後も警戒が必要である。



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、外需の低迷が続くなか、内需も多くの国で回復が遅れている。

韓国や台湾では、中国の景気鈍化などが足かせとなって、輸出の回復が鈍いほか、内需も力強さに欠けることから、成長率は緩やかな伸びにとどまるとみる。シンガポールも、外需の低迷が下押し要因となり、景気回復ペースは緩慢なものとなろう。

インドネシア、タイ、マレーシアは、内需の減速が景気回復を遅らせるとみる。特に、タイでは政治的緊張感の高まりが景気の下押し要因となろう。逆に、フィリピンは、内需を中心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、利上げの影響もあって内需の低迷が続くとみており、景気回復は2015年以降にずれ込むとみる。

金融政策については、インフレ率の高止まりや、昨夏以降の通貨安進行を防衛する目的もあって、インドネシアとインドですでに利上げを行なっており、両国ではさらなる追加利上げが行なわれると予想する。フィリピンやマレーシアでも、今後は利上げを実施するとみる。一方、タイでは景気の減速を受けて11月に利下げを行なっている。反政府デモの影響による景気の下押しが懸念されることから、追加利下げを見込む。

豪州景気は、個人消費や住宅市場の持ち直し傾向が続く一方、固定投資の落ち込みから、今後の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

(1) アジアNIEs 諸国の回復ペースは緩やか

<韓国>

韓国の2013年10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比+0.9%と、底堅く推移した（図表5-2）。輸出は、堅調な米国景気や欧州景気の底入れなどを背景に、2四半期ぶりのプラスとなったほか、輸出の回復が設備投資の加速にもつながった。個人消費は、政府の社会保障支出の拡大などもあって、3四半期連続のプラスとなった。

今後については、個人消費は、政府の景気刺激策などが下支えするとみるものの、家計部門の債務負担が拡大傾向にあることが抑制要因になるとみており、回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。輸出は、スマートフォン関連が底堅く推移しているほか、先進国景気回復を受けて、自動車輸出などは持ち直し傾向での推移が見込まれるが、ウォン高による輸出競争力の低下や中国景気の減速などが懸念されることから、全体としては緩慢な回復にとどまるとみている（図表5-3）。輸出の回復などから設備投資は増加傾向が見込まれ、景気は均せば緩やかな回復基調で推移すると予想する。

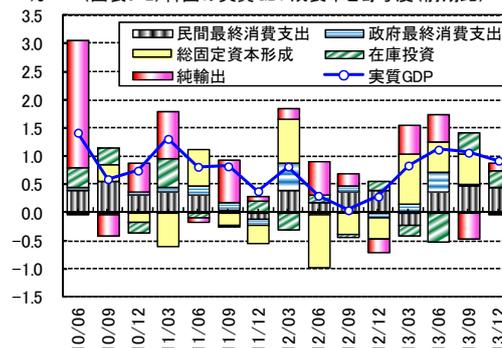
(図表5-1) その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測

	2012年 (実績)	2013年 (実績・予測)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
韓国	2.0%	2.8%	3.3%	3.6%
台湾	1.3%	2.2%	2.6%	3.4%
シンガポール	1.3%	3.7%	3.4%	3.7%
フィリピン	6.8%	7.2%	6.4%	6.8%
インドネシア	6.2%	5.8%	5.4%	5.8%
タイ	6.4%	2.9%	3.0%	4.3%
マレーシア	5.6%	4.7%	4.8%	5.3%
香港	1.5%	3.0%	3.4%	3.5%
インド	5.0%	4.6%	4.9%	5.5%
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

<台湾>

台湾の10-12月期実質GDP成長率は前年比+2.9%と、前期の同+1.7%から加速した(図表5-4)。政府支出は抑制気味の推移が続いたが、個人消費は企業の販売促進策による自動車販売の増加などもあって、堅調に推移した。輸出はスマートフォンやタブレット端末などを中心に持ち直し、主力企業の投資拡大などから設備投資も底堅く推移した。

今後の輸出については、先行指標となる12月の輸出受注指数は前年比+7.4%と、11月の同+0.8%からプラス幅が拡大しており、回復に向かう可能性が示されている。ただ、アジア新興国の景気が全体的に減速傾向にあることから、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。内需については、足元の輸出回復を受け、設備投資は底堅く推移するとみるが、所得環境の伸び悩みを背景に、個人消費の回復ペースは鈍いとみている。景気の本格的な回復は2015年以降となる可能性が高い。

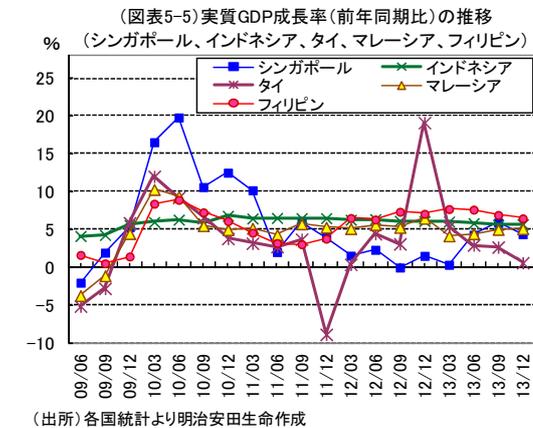
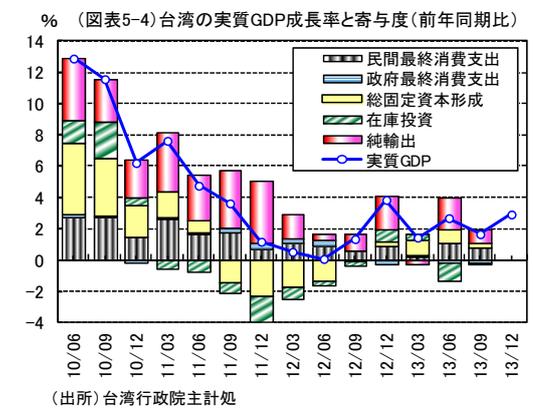
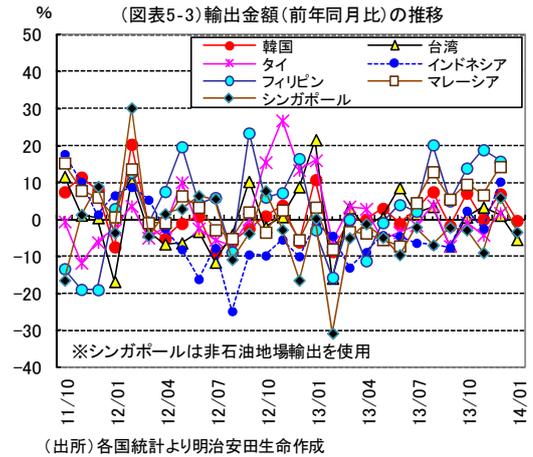
<シンガポール>

シンガポールの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+4.4%と、前期の同+5.9%から減速した(図表5-5)。製造業分野、建設分野、サービス分野いずれも伸びが鈍化した。今後については、金融・保険などのサービス分野が景気を下支えするとみる。一方、製造業分野は、輸出がPC関連製品などの需要低迷を背景に足踏みが続く可能性が高いことなどから、回復ペースは力強さに欠けるとみている。建設分野も住宅販売の鈍化などにより伸び悩むとみられ、景気回復ペースは緩やかなものにとどまるとみている。

(2) ASEAN 諸国やインドの回復は鈍い

<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+5.7%と、7-9月期の同+5.6%から小幅加速した。昨年5回にわたって実施された利上げの影響などから内需がやや鈍化したものの、鉱物資源などの輸出の改善が下支えとなった。ただ、輸出の回復は、1月から実施の未加工鉱石の禁輸措置などをにらんで海外からの駆け込み的な需要が高まったことが背景にあるとみており、今後は低迷が予想される。内需については、4,7月に控えた選挙対策での財政支出が見込まれることが下支えとなろう。ただ、個人消費は利上げが引き続き下押し圧力になるとみられる。また、設備投資は、鉱石の国内加工を義務づける措置がプラスに働く一方、人件費の上昇などから海外企業による直接投資が鈍化する懸念もあって、力強さに欠けるとみる。2014年度の成長率は5%台半ばまで低下する可能性が高いとみている。



<タイ>

タイの10-12月期実質GDP成長率は前年比+0.6%と、7-9月期の同+2.7%から鈍化し、4%台後半とみられている潜在成長率を大きく下回った。反政府デモによる影響で、個人消費が落ち込みを余儀なくされているほか、国内外企業の双方に投資計画を見直す動きが出てきている(図表5-6)。今後も個人消費や民間投資は減速が続く可能性が高いほか、政府の大型インフラ投資計画も開始の目途がたたないなど、内需は鈍化傾向が続くとみる。輸出は、米国景気の回復基調や、パーツ安による輸出競争力の向上が下支えとなるとみるものの、政府機能の停滞が通関業務などに悪影響を及ぼすとみられることから、足踏みが続くともっている。タイの成長率は3%付近での推移が見込まれ、持ち直しは2015年以降となる可能性が高いとみる。

<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+5.1%と、7-9月期の同+5.0%から伸び幅が小幅拡大した。所得環境の改善などを背景に、民間消費の底堅い推移が続いたほか、リンギ安の影響などから、輸出も持ち直した。今後は、米国景気の回復などから、輸出は緩やかな回復に向かうともっているものの、これまで成長をけん引していた内需については、燃料補助金の削減や公共料金の値上げなどの財政健全化策の影響で減速が見込まれる。マレーシアの2014年の成長率は、前年比+5%を下回る水準にとどまる可能性が高く、回復は2015年以降になると予想する。

<フィリピン>

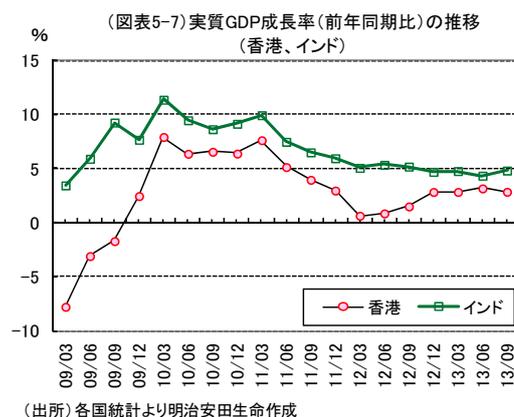
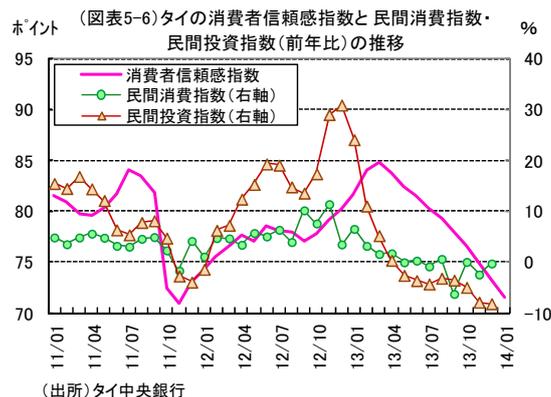
フィリピンの10-12月期実質GDP成長率は前年比+6.5%と、7-9月期の同+6.9%からプラス幅が縮小した。政府支出が、前年同期に中間選挙の影響で膨らんだ反動で落ち込んだほか、11月の台風による被害もあって、民間消費や総固定資本形成が減速した。ただ、今後については、安定した海外労働者からの送金が民間消費の下支えになるほか、台風で被害を受けたインフラや物流関連の投資も拡大するとみられることから、内需は堅調に推移すると予想する。輸出は、PC関連部品などの回復に遅れが見られるものの、米国景気の回復が下支えとなるとみるほか、ペソ安の影響もあって緩やかな持ち直しを見込む。フィリピン景気は今後も底堅い推移が続くとみている。

<インド>

インドの7-9月期実質GDP成長率は前年比+4.8%と、前期の同+4.4%からプラス幅が拡大したものの、4四半期連続で5%を下回った(図表5-7)。5月までに総選挙が予定されており、それまでは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が進まない可能性が高い。相次ぐ利上げの実施や物価の高止まりも内需を下押しするとみられ、今後も景気回復ペースは鈍いとみている。

(3) 金融引き締め動きが広がる

アジア新興国では、昨年5月に米国の量的緩和の縮小観測が広がったことをきっかけとして、経常赤字国を中心に通貨安が進行した。インフレ率の抑制や通貨防衛の目的もあって、インドネシア



とインドはすでに利上げを行なっているが、このほかでもインフレ圧力の高まりつつある国が散見されており、利上げの動きが広がるとみている（図表5-8, 5-9）。

韓国では、1月の消費者物価指数（CPI）が前年比+1.1%と、インフレ率の目標下限である2.5%を下回る推移が続いている（図表5-10）。利下げ観測も残るものの、景気が持ち直しつつあることから、中銀は、様子見スタンスを続けるとみている。

台湾の1月のCPIは同+0.8%と、12月の同+0.3%からプラス幅が拡大した。1%を下回る低水準が続いているが、足元の景気が持ち直していることもあって、今後もすえ置きを継続すると予想する。

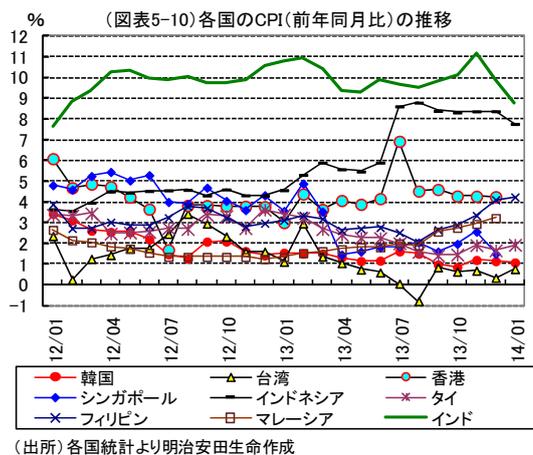
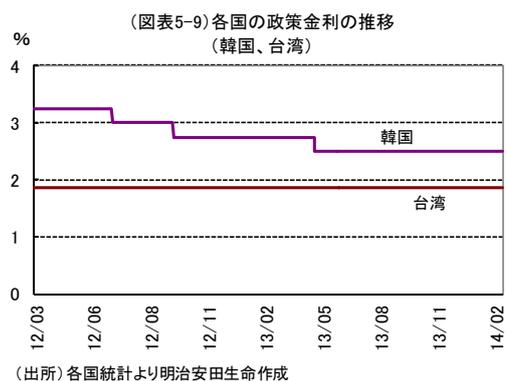
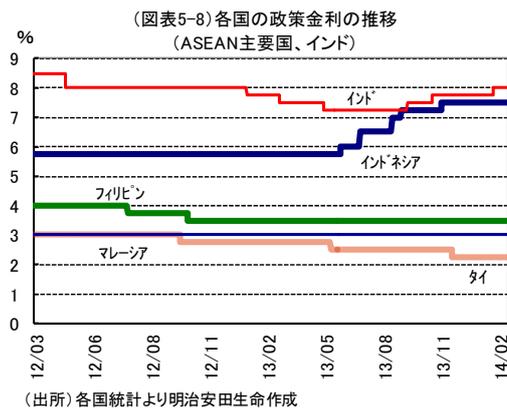
タイでは、昨年11月の政策決定会合で、政策金利を6ヵ月ぶりに2.50%から2.25%へ引き下げた。CPIは昨年8月以降1%台で推移しており、インフレ圧力が和らいだ状態が続くなか、政治的緊張の高まりを背景に、景気の減速傾向が強まる可能性が高いことから、中銀は追加利下げに踏み切るとみる。ただ、高水準の家計債務がさらに膨らむことへの警戒感もあって、年前半に1,2回実施するにとどまるとみている。

フィリピンの1月のCPIは同+4.2%と、12月の同+4.1%からプラス幅が拡大した。台風の影響による食料品価格の上昇や、電力をはじめとする公共料金の引き上げなどからインフレ圧力が高まっており、春先以降、利上げに踏み切るとみている。

マレーシアの12月のCPIは同+3.2%と、2013年を通じ上昇傾向が続いている。今年1月の電気料金の引き上げにより、インフレ率の加速が見込まれるが、内需の腰折れを防ぐ目的もあって、当面はすえ置いたうえ、夏場以降に利上げを開始するとみている。

インドネシアでは、ルピア安や高インフレを抑制するねらいから、昨年6～11月の6ヵ月間で政策金利を175bp引き上げたが、それ以降は7.50%ですえ置いている。ただ、今後もCPIは高水準の推移が続くと見込まれるほか、経常赤字をファイナンスするための海外資金を呼び戻す必要もあって、年前半に数回の利上げを行なう可能性が高いとみている。

インドは、ルピー安の進行を背景としたインフレ圧力の高止まりを受けて、1月に政策金利を7.75%から8.00%へ引き上げた。統計の準備が整ったことからインフレ目標の基準として採用されたCPIが、1月は同+8.8%と、12月の同+9.9%から伸びが鈍化した。ただ、依然として高い伸びが続いていることには変わりがなく、賃金の上昇も見込まれることから、夏場までに1,2回の追加利上げを実施するとみている。それ以上の利上げは、低迷が続く国内景気をいっそう冷え込ませるおそれがあることから、夏場以降は様子見スタンスをとると予想する。



(4) 豪州経済は緩やかな成長にとどまると予想

年明け以降の豪州景気は、個人消費や住宅市場が持ち直し傾向で推移する一方、固定投資の落ち込みが予想されることから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみている。

豪州の7-9月期実質GDP成長率は前期比+0.6%と、政府支出などの拡大に伴い、10四半期連続のプラス成長となったが、固定投資の減少により、伸び幅は小幅にとどまった(図表5-11)。

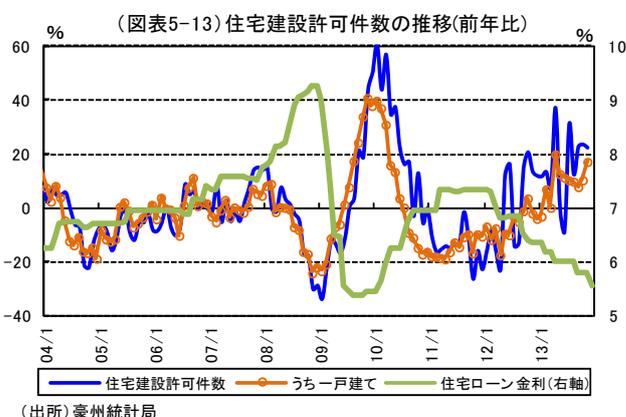
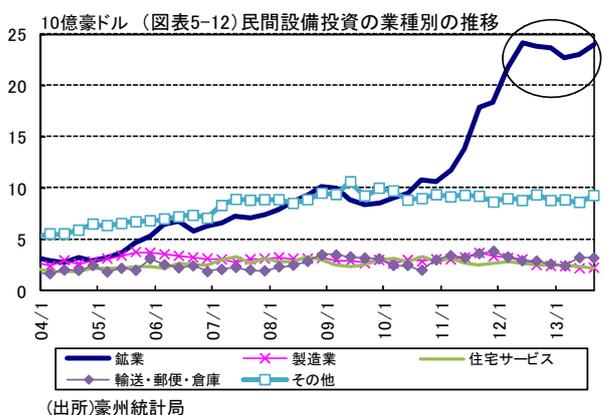
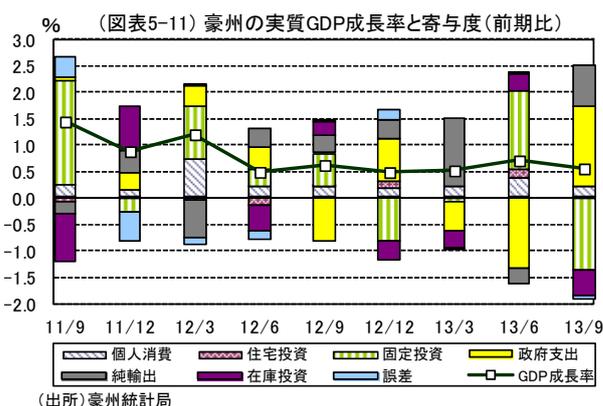
固定投資は、鉱業セクターの新規プロジェクト数の減少や、設備投資計画の一部中断の影響もあり、持ち直しの兆しが見られない(図表5-12)。投資規模の大きいLNGプロジェクトなどが続々と完工に向かうなか、企業業績の低迷などを背景に、大半の資源関連企業が新規の大規模投資に対して慎重な姿勢を示しており、今後も固定投資は減少傾向で推移する可能性が高い。

一方、個人消費は緩やかながらも持ち直している。10-12月期の実質小売売上高は前年同期比+3.4%と、2四半期連続で伸び幅が拡大した。10-12月期の住宅価格は同+9.3%と、2012年以降、上昇ペースが加速しており、資産効果が個人消費の押し上げに寄与している。雇用・所得環境に改善の兆しが見られないことが目下の懸念材料であるものの、低金利による借入環境などの改善にも支えられる形で、今後も個人消費は緩やかな回復傾向をたどると予想する。

住宅市場も回復基調が続いている。住宅建設許可件数(前年比)を見ると、基調を示す一戸建てが2012年央ごろから回復傾向で推移しているほか、住宅ローン申請件数も増加が続いている。住宅ローン金利の低下や新築住宅取得者向け補助金の効果が現れており、住宅市場は今後も回復基調が続くとみる(図表5-13)。

輸出も持ち直し傾向が続いている。12月の輸出額は前月比+3.7%と、3ヵ月連続の増加となった。主要産品である鉄鉱石や石炭の輸出が増加し、輸出全体の4割を占める中国向けが高い伸びを示した。ただ、中国を中心としたアジア新興国の景気に力強い回復が見込みづらく、資源需要の大幅な拡大は期待できないことから、今後の輸出の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

RBA(豪州準備銀行)は2月4日の金融政策決定理事会で、政策金利を2.50%ですえ置くことを決定した。豪州景気のリバウンドペースは依然として緩慢なもの、足元ではインフレ圧力が徐々に強まっていることから、RBAは当面様子見姿勢を続けると予想する。



6. 商品相場見通し

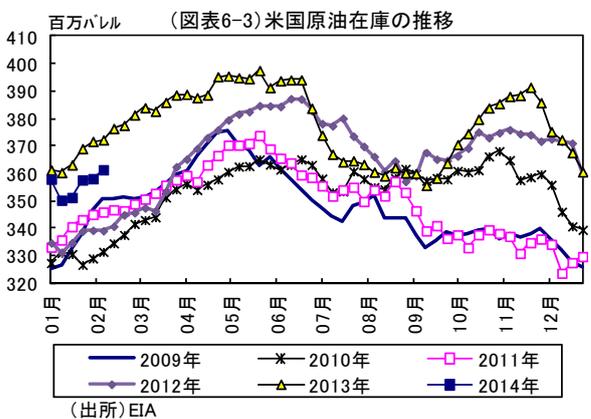
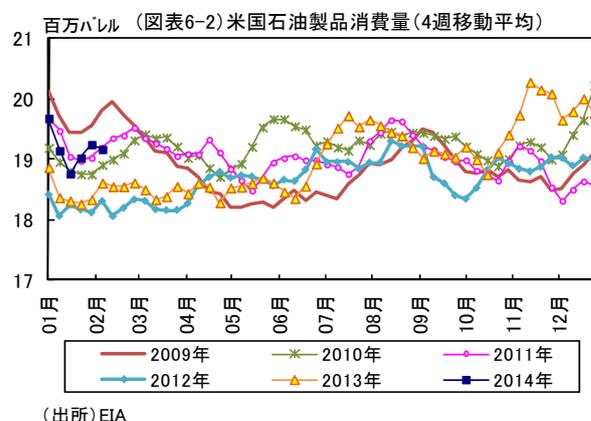
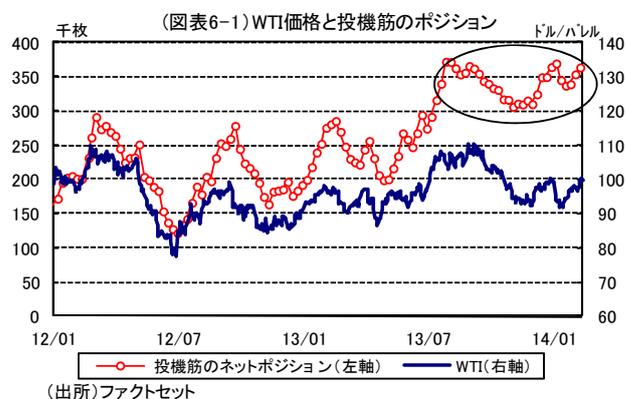
(1) 原油価格は 90 ドル台後半を中心に推移

WTI (ウエスト・テキサス・インターミディエート) 価格は、シリア、イランといった中東諸国の政情不安が和らいだことで、11月にいったん90ドル前半まで調整したものの、米国を襲った寒波に伴う燃料需要の拡大や、原油受け渡し地点であるクッシングとメキシコ湾岸を結ぶパイプラインの稼働開始などを受け、足元では100ドル前後まで値を戻している(2月19日現在: 102.43ドル/バレル)。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、ここ20年で最大と言われる記録的寒波を受け、11月ごろから底堅く推移している(図表6-2)。シェール革命によって米国内の産油量が増加傾向であるものの、暖房油の需要拡大を背景に、足元の原油在庫は前年の水準を下回っている(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、いずれも1%程度の需要増加が見込まれており、特に中国を中心とした新興国の需要拡大が予測されている。一方、足元のOPECの生産状況を見ると、反政府デモが続くリビアの産油量は一向に回復しないものの、UAEなどがリビアの減少分を補てんし、生産目標である30MB/D(天然ガス液を除く)付近の水準を維持している(図表6-4)。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おり、現状、中東の原油需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、パイプラインの稼働開始に伴うクッシング地点の原油在庫減少観測や、米国の景気回復期待が相場を下支えするとみる。ただ、米国の量的緩和縮小開始に伴い、商品相場に流入していた緩和マネーが減少するほか、新興国不安も懸念材料として煽り続けるとみており、基本的には上値の重い展開が予想される。2014年のWTIは、90~108ドル/バレル(平均97ドル/バレル)を中心とした推移を予想する。



(図表6-4) OPEC諸国の原油生産量

	2012年	2013年12月	2014年1月	前月比	2012年比	生産能力
アルジェリア	1,210	1,150	1,148	▲ 2	▲ 62	1,200
アンゴラ	1,738	1,702	1,633	▲ 69	▲ 105	1,850
エクアドル	499	531	529	▲ 2	▲ 30	530
イラン	2,973	2,736	2,733	▲ 3	▲ 240	2,900
イラク	2,979	3,023	2,998	▲ 25	▲ 19	3,200
クウェート	2,794	2,827	2,806	▲ 21	▲ 12	2,900
リビア	1,393	240	510	▲ 270	▲ 883	1,400
ナイジェリア	2,073	1,895	1,903	8	▲ 170	2,250
カタール	753	731	738	7	▲ 15	750
サウジアラビア	9,747	9,743	9,628	▲ 115	▲ 119	12,400
UAE	2,624	2,757	2,756	▲ 1	▲ 132	2,900
ベネズエラ	2,360	2,350	2,331	▲ 19	▲ 29	2,600
OPEC計	31,144	29,683	29,711	28	▲ 1,433	34,880

(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、米国の資産購入ペースの縮小が続いているものの、米国の寒波に伴うエネルギー需要拡大の影響が大きく、足元では上昇傾向である(図表 6-5)。主要分野の動き(1 月末日現在)を見ると、過去 3 ヶ月では、貴金属が▲8.0%、穀物が▲5.4%と下落した一方、エネルギーが+7.8%の上昇となった(図表 6-6)。

貴金属のうち、金価格は、米国の量的緩和策縮小開始が相場の押し下げ材料となり、ここ数カ月は 1,200 ドル/toz 台での推移が続いている。米国の QE3 縮小によるドル上昇圧力、インドの金輸入制限による実需の伸び悩みなどが、今後も価格の低下圧力につながるとみるが、1,200 ドル/toz 台まで上昇している金生産の総コストが市場に意識されている面もあり、大幅な価格下落は見込みづらい。

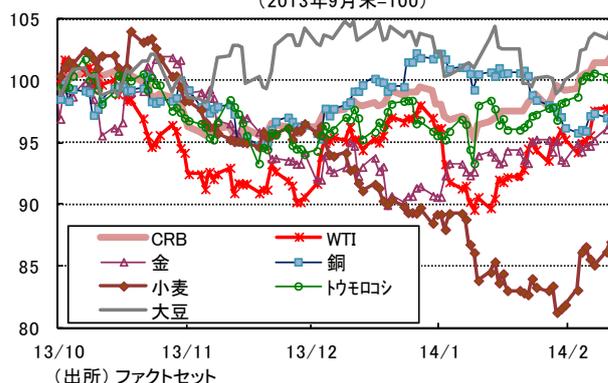
産業素材分野のうち、銅価格は、最大の消費国である中国の輸入拡大に伴い、年末にかけて上昇したものの、年明け以降、新興国の通貨不安が台頭したことで、上げ幅を戻した。今後も、中国を中心とした新興国の景気に力強い回復は見込みにくく、需要の伸び悩みが予想されることから、銅価格は上値の重い展開が続くとみる。

穀物分野のうち、トウモロコシ価格は、米国の期末在庫率が大幅に改善したことを受け、軟調に推移している(図表 6-7)。価格下落に伴う需要回復が見込まれるものの、期末在庫率に余裕があることから、当面は安値圏での推移が予想される。大豆価格は、輸出大国である南米の収穫が順調に開始したことで、足元では調整している。南米の生産量は前年の豊作を上回る過去最高水準が予想

されており、大豆価格はいっそうの調整が見込まれる。小麦価格は、ロシア、カナダなどの生産量が前年から大幅に増加したことで、10 月ごろから下落基調が続いている。代替品であるトウモロコシの需要拡大などに伴い、小麦の消費量は今後伸び悩みとみられ、価格は下落傾向が続くとみる。

今後については、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、米国の緩和的政策の出口戦略が徐々に意識され、商品市況は緩やかな調整局面が続くとみている。CRB 指数(1 月末日現在: 283.31)の 1 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(%)

		3か月間	6か月間	1年間
CRB		2.0	▲ 0.2	▲ 6.8
エネルギー	原油	1.2	▲ 7.2	0.0
	天然ガス	38.0	43.4	48.0
産業素材	アルミニウム	▲ 8.3	▲ 7.8	▲ 18.5
	ニッケル	▲ 3.9	▲ 0.2	▲ 23.4
	銅	▲ 3.1	2.5	▲ 14.3
	綿花	11.2	0.8	3.5
貴金属	金	▲ 6.3	▲ 5.6	▲ 25.4
	銀	▲ 12.6	▲ 2.6	▲ 39.0
穀物	小麦	▲ 16.7	▲ 16.3	▲ 28.7
	大豆	0.2	▲ 6.6	▲ 12.6
	トウモロコシ	1.3	▲ 13.0	▲ 41.4

(出所)ファクトセット ※2013年10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	697.3	656.3	711.9
	消費量	697.3	679.4	704.0
	期末在庫量	198.9	175.8	183.7
	在庫率(%)	28.5	25.9	26.1
	米国在庫率(%)	33.3	29.7	22.7
大豆	生産量	239.2	268.3	287.7
	消費量	257.2	258.5	269.3
	期末在庫量	53.4	58.7	73.0
	在庫率(%)	20.8	22.7	27.1
	米国在庫率(%)	5.4	4.5	4.5
トウモロコシ	生産量	886.0	862.9	966.6
	消費量	882.5	861.6	943.3
	期末在庫量	132.8	134.0	157.3
	在庫率(%)	15.0	15.6	16.7
	米国在庫率(%)	7.9	7.4	11.1

(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。