

明治安田生命  
2015－2016年度経済見通しについて  
～ 交易条件の改善で、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、2015年1－3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. 5% | 2016年度 | 1. 6% |
| 名目GDP成長率： | 2015年度 | 4. 4% | 2016年度 | 2. 6% |

## 2. 要 点

- ①日本経済は、昨年後半以降の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、回復基調は途切れないとみられ、通年の成長率は1%を上回る伸びが続くと予想する。
- ②個人消費は、名目賃金に力強い回復が見込まれないなか、家計は節約志向を強めるものの、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、回復ペースは鈍いとみる。設備投資は、生産能力増強型の投資の低迷を背景に、緩やかな回復にとどまると予想する。公共投資は、引き続き人手不足などの供給制約が足かせとなり、減速傾向で推移するとみる。輸出は、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米国景気は、寒波や港湾ストの影響が一巡することで、底堅く推移すると予想する。欧州景気はドイツがけん引役となって、緩やかな回復傾向が続くとみる。中国景気は、生産や投資の低迷により、当面、減速傾向が続くとみている。

### 〈主要計数表〉

|           | 2014年度 | 2015年度 |              | 2016年度 |              |
|-----------|--------|--------|--------------|--------|--------------|
|           | 実績     |        | 2015/2<br>時点 |        | 2015/2<br>時点 |
| 実質成長率     | ▲1. 0% | 1. 5%  | 1. 7%        | 1. 6%  | 1. 5%        |
| 成長率寄与度・内需 | ▲1. 6% | 1. 2%  | 1. 7%        | 1. 6%  | 1. 5%        |
| ・外需       | 0. 7%  | 0. 4%  | ▲0. 0%       | ▲0. 0% | ▲0. 0%       |
| 名目成長率     | 1. 4%  | 4. 4%  | 2. 3%        | 2. 6%  | 2. 2%        |

# 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          |       | ▲ 1.0%  | 1.5%   | 1.6%   | 0.3%   | 0.6%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.5%   | 0.3%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.7% |
|                | 前期比年率 | ▲ 1.0%  | 1.5%   | 1.6%   | 1.1%   | 2.4%   | 2.1%   | 1.4%   | 1.2%   | 2.1%   | 1.1%   | 1.8%   | 1.5%   | 2.9% |
|                | 前年同期比 | ▲ 1.0%  | 1.5%   | 1.6%   | ▲ 0.9% | ▲ 1.4% | 0.9%   | 1.8%   | 1.8%   | 1.7%   | 1.5%   | 1.6%   | 1.6%   | 1.8% |
| 民間最終消費支出       |       | ▲ 3.1%  | 1.6%   | 2.0%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.3%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.6%   | 1.0% |
| 民間住宅投資         |       | ▲ 11.6% | 0.4%   | 0.6%   | ▲ 0.6% | 1.8%   | 1.2%   | 0.1%   | ▲ 0.3% | ▲ 0.3% | 0.3%   | 0.5%   | 0.6%   | 0.1% |
| 民間設備投資         |       | ▲ 0.5%  | 1.7%   | 2.4%   | ▲ 0.0% | 0.4%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.7%   | 0.9%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.7%   | 0.8% |
| 政府最終消費支出       |       | 0.5%    | 0.6%   | 0.6%   | 0.3%   | 0.1%   | 0.2%   | 0.0%   | 0.3%   | ▲ 0.1% | 0.2%   | 0.1%   | 0.3%   | 0.4% |
| 公的固定資本形成       |       | 2.0%    | ▲ 0.6% | ▲ 0.6% | 0.1%   | ▲ 1.4% | 0.8%   | ▲ 0.8% | ▲ 0.4% | 0.1%   | ▲ 0.2% | ▲ 0.3% | 0.2%   | 0.1% |
| 財貨・サービスの輸出     |       | 8.0%    | 7.0%   | 4.5%   | 3.2%   | 2.4%   | 1.3%   | 1.1%   | 1.3%   | 1.2%   | 1.1%   | 1.0%   | 1.1%   | 1.1% |
| 財貨・サービスの輸入     |       | 3.7%    | 5.5%   | 5.3%   | 1.4%   | 2.9%   | 0.8%   | 0.9%   | 1.0%   | 1.4%   | 1.1%   | 1.1%   | 1.0%   | 3.7% |
| 名目GDP          |       | 1.4%    | 4.4%   | 2.6%   | 0.7%   | 1.9%   | 1.8%   | 0.3%   | 0.8%   | 1.3%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.6%   | 0.9% |
| GDPデフレーター(前年比) |       | 2.5%    | 2.7%   | 1.0%   | 2.4%   | 3.4%   | 2.8%   | 3.0%   | 2.9%   | 2.1%   | 1.2%   | 1.3%   | 1.0%   | 0.5% |

| (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      | ▲ 1.0% | 1.5%   | 1.6%   | 0.3%   | 0.6%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.5%   | 0.3%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.7%   |
| 民間最終消費支出   | ▲ 1.9% | 0.9%   | 1.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.6%   |
| 民間住宅投資     | ▲ 0.2% | 0.0%   | 0.0%   | ▲ 0.0% | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | ▲ 0.0% | ▲ 0.0% | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 民間設備投資     | 0.1%   | 0.2%   | 0.3%   | ▲ 0.0% | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.0%   | 0.1%   | 0.1%   |
| 政府最終消費支出   | 0.2%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.1%   | ▲ 0.0% | 0.0%   | 0.0%   | 0.1%   | 0.1%   |
| 公的固定資本形成   | 0.1%   | ▲ 0.0% | ▲ 0.0% | 0.0%   | ▲ 0.1% | 0.0%   | ▲ 0.0% | ▲ 0.0% | 0.0%   | ▲ 0.0% | ▲ 0.0% | 0.0%   | 0.0%   |
| 在庫品増加      | 0.3%   | ▲ 0.1% | 0.0%   | ▲ 0.2% | 0.5%   | ▲ 0.2% | ▲ 0.0% | ▲ 0.1% | 0.2%   | ▲ 0.1% | 0.1%   | ▲ 0.2% | 0.3%   |
| 純輸出        | 0.6%   | 0.4%   | ▲ 0.0% | 0.3%   | ▲ 0.2% | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | ▲ 0.0% | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | ▲ 0.4% |
| 財貨・サービスの輸出 | 1.2%   | 1.2%   | 0.8%   | 0.6%   | 0.4%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   |
| 財貨・サービスの輸入 | ▲ 0.7% | ▲ 0.8% | ▲ 0.8% | ▲ 0.3% | ▲ 0.4% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | ▲ 0.6% |

| (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            | 524.9  | 533.0  | 541.6  | 131.0  | 131.8 | 132.5  | 133.0 | 133.4  | 134.1 | 134.4  | 135.1 | 135.6  | 136.5 |
| 民間最終消費支出         | 307.3  | 312.2  | 318.4  | 77.0   | 77.2  | 77.6   | 77.9  | 78.2   | 78.6  | 78.9   | 79.3  | 79.7   | 80.5  |
| 民間住宅投資           | 13.2   | 13.3   | 13.4   | 3.2    | 3.3   | 3.3    | 3.3   | 3.3    | 3.3   | 3.3    | 3.3   | 3.4    | 3.4   |
| 民間設備投資           | 71.3   | 72.4   | 74.1   | 17.8   | 17.8  | 17.9   | 18.0  | 18.1   | 18.3  | 18.4   | 18.4  | 18.6   | 18.7  |
| 政府最終消費支出         | 102.6  | 103.3  | 103.9  | 25.7   | 25.7  | 25.8   | 25.8  | 25.9   | 25.8  | 25.9   | 25.9  | 26.0   | 26.1  |
| 公的固定資本形成         | 22.8   | 22.7   | 22.5   | 5.7    | 5.7   | 5.7    | 5.7   | 5.6    | 5.6   | 5.6    | 5.6   | 5.6    | 5.6   |
| 在庫品増加            | ▲ 1.3  | ▲ 2.0  | ▲ 1.8  | ▲ 0.8  | ▲ 0.2 | ▲ 0.5  | ▲ 0.5 | ▲ 0.6  | ▲ 0.4 | ▲ 0.5  | ▲ 0.4 | ▲ 0.6  | ▲ 0.2 |
| 純輸出              | 11.1   | 13.2   | 13.1   | 3.1    | 3.0   | 3.2    | 3.3   | 3.4    | 3.4   | 3.4    | 3.4   | 3.5    | 2.9   |
| 財貨・サービスの輸出       | 91.7   | 98.2   | 102.7  | 23.3   | 23.8  | 24.1   | 24.4  | 24.7   | 25.0  | 25.3   | 25.5  | 25.8   | 26.1  |
| 財貨・サービスの輸入       | 80.6   | 85.1   | 89.5   | 20.2   | 20.8  | 20.9   | 21.1  | 21.3   | 21.6  | 21.9   | 22.1  | 22.3   | 23.2  |

## 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)          | ▲ 0.5% | 2.7%   | 2.5%   | ▲ 1.4% | ▲ 2.2% | 1.1%   | 3.9%   | 2.8%   | 3.1%  | 2.6%   | 2.3%  | 2.0%   | 2.9%  |
| 消費者物価指数(前年比)        | 2.9%   | 0.5%   | 0.9%   | 2.5%   | 2.3%   | 0.2%   | 0.4%   | 0.6%   | 0.6%  | 0.8%   | 1.0%  | 1.0%   | 1.0%  |
| 除く生鮮食品(前年比)         | 2.8%   | 0.5%   | 0.9%   | 2.7%   | 2.1%   | 0.2%   | 0.4%   | 0.6%   | 0.6%  | 0.8%   | 1.0%  | 1.0%   | 1.0%  |
| 除く生鮮食品(前年比)(除く消費増税) | 0.8%   | -      | -      | 0.7%   | 0.1%   | -      | -      | -      | -     | -      | -     | -      | -     |
| 国内企業物価指数(前年比)       | 2.8%   | ▲ 0.8% | 1.1%   | 2.5%   | 0.5%   | ▲ 2.0% | ▲ 1.8% | ▲ 0.1% | 0.7%  | 0.6%   | 0.6%  | 1.2%   | 2.2%  |
| 貿易収支(季調値、兆円)        | ▲ 9.0  | ▲ 7.6  | ▲ 7.6  | ▲ 2.3  | ▲ 0.9  | ▲ 2.0  | ▲ 1.8  | ▲ 1.8  | ▲ 2.0 | ▲ 1.9  | ▲ 1.4 | ▲ 1.9  | ▲ 2.4 |
| 経常収支(季調値、兆円)        | 7.8    | 10.1   | 8.1    | 1.5    | 4.3    | 2.9    | 2.6    | 2.4    | 2.2   | 2.0    | 2.6   | 2.0    | 1.4   |
| 完全失業率(季調済:平均)       | 3.6%   | 3.4%   | 3.5%   | 3.5%   | 3.5%   | 3.4%   | 3.4%   | 3.6%   | 3.4%  | 3.5%   | 3.5%  | 3.5%   | 3.4%  |
| 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、※)      | 0.46%  | 0.45%  | 0.65%  | 0.33%  | 0.40%  | 0.40%  | 0.45%  | 0.45%  | 0.50% | 0.55%  | 0.55% | 0.60%  | 0.60% |
| WTI原油価格(Ⓢ/バレル、※)    | 74     | 61     | 66     | 53     | 48     | 56     | 61     | 65     | 63    | 65     | 63    | 63     | 64    |
| 為替レート(円/Ⓢ、※)        | 112    | 119    | 123    | 120    | 120    | 118    | 117    | 122    | 120   | 121    | 122   | 123    | 124   |

※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   | 10-12月 |
| 米国   | 実質GDP成長率(前期比年率)   | 2.4%   | 2.4%   | 2.3%   | 2.2%   | 0.2%   | 2.5%   | 2.4%   | 2.5%   | 2.1%   | 2.3%   | 2.2%   | 2.4%   |
|      | 個人消費支出            | 2.5%   | 2.9%   | 2.6%   | 4.4%   | 1.9%   | 2.9%   | 2.8%   | 2.8%   | 2.5%   | 2.3%   | 2.4%   | 2.4%   |
|      | 住宅投資              | 1.6%   | 3.5%   | 5.4%   | 3.8%   | 1.3%   | 4.3%   | 2.9%   | 4.3%   | 6.7%   | 7.0%   | 5.6%   | 4.8%   |
|      | 設備投資              | 6.3%   | 2.8%   | 4.2%   | 4.7%   | ▲ 3.4% | 4.0%   | 4.6%   | 4.9%   | 4.0%   | 3.9%   | 3.6%   | 4.0%   |
|      | 在庫(寄与度)           | 0.1%   | 0.3%   | ▲ 0.2% | ▲ 0.1% | 0.7%   | ▲ 0.2% | ▲ 0.3% | ▲ 0.3% | ▲ 0.3% | 0.1%   | 0.1%   | 0.0%   |
|      | 純輸出(寄与度)          | ▲ 0.2% | ▲ 0.4% | ▲ 0.0% | ▲ 1.0% | ▲ 1.3% | 0.2%   | 0.1%   | 0.1%   | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% |
|      | 輸出                | 3.2%   | 1.4%   | 4.5%   | 4.5%   | ▲ 7.2% | 3.9%   | 4.4%   | 4.7%   | 4.5%   | 4.5%   | 4.4%   | 4.7%   |
|      | 輸入                | 4.0%   | 3.5%   | 3.8%   | 10.4%  | 1.8%   | 1.3%   | 3.0%   | 3.4%   | 4.2%   | 4.4%   | 4.6%   | 4.5%   |
|      | 政府支出              | ▲ 0.2% | 0.1%   | 0.2%   | ▲ 1.9% | ▲ 0.8% | 0.2%   | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.5%   |
|      | 失業率(※)            | 6.2%   | 5.4%   | 5.2%   | 5.7%   | 5.6%   | 5.4%   | 5.3%   | 5.3%   | 5.3%   | 5.2%   | 5.2%   | 5.1%   |
|      | CPI(総合、※)         | 1.6%   | 0.1%   | 2.2%   | 1.2%   | ▲ 0.1% | ▲ 0.3% | 0.1%   | 0.7%   | 2.1%   | 2.2%   | 2.3%   | 2.2%   |
|      | 政策金利(誘導目標の上限、期末値) | 0.25%  | 0.50%  | 1.25%  | 0.25%  | 0.25%  | 0.25%  | 0.50%  | 0.50%  | 0.75%  | 0.75%  | 1.00%  | 1.25%  |
|      | 長期金利(米10年債金利、※)   | 2.5%   | 2.2%   | 2.6%   | 2.2%   | 1.9%   | 2.1%   | 2.3%   | 2.4%   | 2.5%   | 2.5%   | 2.6%   | 2.7%   |
| ユーロ圏 | 実質GDP成長率(前期比)     | 0.9%   | 1.3%   | 1.5%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.3%   |
|      | 家計消費              | 1.0%   | 1.7%   | 1.5%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.3%   |
|      | 政府消費              | 0.7%   | 0.8%   | 0.8%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.1%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   |
|      | 固定投資              | 1.0%   | 0.8%   | 1.2%   | 0.4%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.2%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.1%   |
|      | 純輸出(寄与度)          | 0.1%   | 0.1%   | 0.2%   | 0.2%   | -0.1%  | 0.0%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | -0.1%  | 0.1%   |
|      | 輸出                | 3.7%   | 3.9%   | 4.1%   | 0.8%   | 0.7%   | 0.8%   | 1.1%   | 1.1%   | 0.9%   | 1.1%   | 0.8%   | 1.1%   |
|      | 輸入                | 3.8%   | 4.1%   | 4.0%   | 0.4%   | 1.1%   | 1.0%   | 0.9%   | 1.1%   | 0.8%   | 1.0%   | 1.1%   | 0.9%   |
|      | 失業率(※)            | 11.6%  | 11.2%  | 11.0%  | 11.4%  | 11.3%  | 11.2%  | 11.1%  | 11.1%  | 11.0%  | 11.0%  | 10.9%  | 10.9%  |
|      | CPI(総合、※)         | 0.4%   | 0.2%   | 1.0%   | ▲ 0.2% | 0.0%   | 0.1%   | 0.3%   | 0.5%   | 0.7%   | 0.9%   | 1.1%   | 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%   | 2.5%   | 2.4%   | 0.5%   | 0.3%   | 0.5%   | 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〉

2015年1－3月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%（年率換算：+2.4%）と、2四半期連続のプラスとなり、10－12月期から加速した。ただ、在庫の寄与度が+0.5%と大きく、国内最終需要は力強さを欠くものとなった。

足元の日本経済は、昨年後半以降の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年度も回復基調が途切れないとみられ、通年の成長率は1%を上回る伸びが続くと予想する。

個人消費は、名目賃金に力強い回復が見込まれないなか、家計は節約志向を強めるものの、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、今後も回復ペースは鈍いとみる。設備投資は、更新・合理化投資が下支えとなるものの、生産能力増強型の投資は引き続き低迷が続くとみられ、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続くことで、減速傾向で推移するとみる。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。

### （1）2015年度の景気は原油安が下支えに

日本の景気は、昨年初からのミニ後退局面を経た後、秋以降、再び拡大局面に入ったと考えられる。2014年10－12月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と、3四半期ぶりのプラスとなったのに続き、2015年1－3月期の実質GDP成長率も同+0.6%と、2四半期連続のプラスとなった。在庫の寄与度が+0.5%と大きく、最終需要（特に国内）は力強さを欠く印象である。ただ、細かく見ると原油価格下落の好影響も現れ始めている。

1－3月期は、輸入デフレーターが前期比▲9.0%と急低下したのに伴い、GDPデフレーターが、10－12月期の前期比+0.4%から、同+1.3%へと大きくプラス幅を拡大させた。輸入が控除項目となるための現象で、GDPデフレーターは、国内の物価動向というより、輸出入デフレーターの相対変化を通じた交易条件の変化を色濃く反映する。今回の結果は、とりもなおさず足元の日本の交易条件が大きく改善している様子を示している。

GDPデフレーターのプラス幅拡大に伴い、名目GDPは10－12月期の前期比+0.7%から、同+1.9%へと加速したが、景気へのインプリケーションとしては、交易利得の改善に伴い、実質国内総所得（GDI）が、10－12月期の同+0.4%から、同+1.8%へと加速した意義のほうが大きい。交易利得の改善は、2000年代以降、日本経済の回復感を削ぐ要因となっていた海外（特に産油国）への所得流出に歯止めがかかりつつある可能性を示している。

2015年度は、原油価格の下落に伴う交易条件の改善が、日本経済の下支えとなろう。いうまでもなく、日本は石油資源の99%以上を輸入に頼っており、原油価格の下落は、多くの企業にとっては生産コストの低減につながる。家計にとっても、関連製品の価格下落が、実質購買力の改善を通じ、個人消費の押し上げ要因となる。すなわち、事実上の減税効果として働く。当社の経済モデルによれば、原油価格が今後年度を通じて50ドル近辺で推移するのと、100ドルまで上昇するのとでは、2015年度の実質GDPの伸びに0.7%程度の差が出る。

もっとも、政府が期待を寄せている賃上げについては、新年度も過大な期待はできない。連合の

第5回集計結果（5/11付）によれば、賃上げ率は2.28%と、昨年同時期の調査を0.17%上回った。ただ、これは定昇込みである。ベアに相当すると考えられる一昨年度の同時期調査の賃上げ率との差は0.54%にすぎない。消費者の購買力やインフレ期待の上昇に結びつくのは基本的にベアの部分のみだが、この程度では、賃上げをテコにした前向きな循環を期待するのは難しい。しかも、厚労省の毎月勤労統計調査によれば、2014年度の従業員5人以上事業所の所定内給与は前年比▲0.2%と、マイナスだったことが明らかになっている。労働組合の組織率が2割に満たないことから、連合集計との乖離は、春闘の対象外の企業の賃金上昇率がさらに低いことを示唆している。

では、賃金の本格上昇はいつになるのであろうか。日銀の試算では需給ギャップはすでにゼロ近傍であり、これが正しければ、いつ賃金が本格的に上昇をはじめてもおかしくない。もっとも、需給ギャップは計算方法によってかなり幅が出てくる数字であり、内閣府の試算では▲2.2%である。

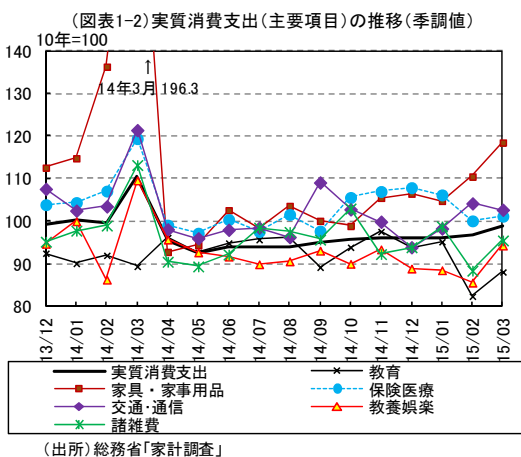
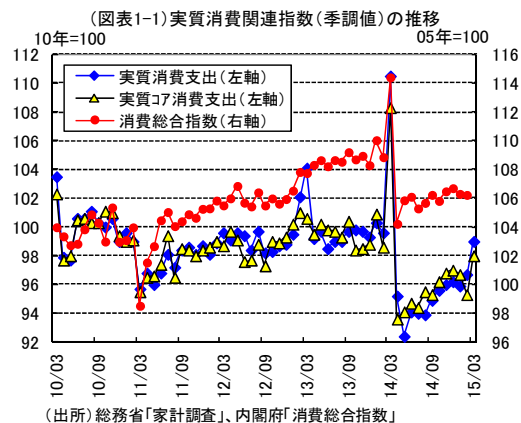
たとえ、需給ギャップがゼロに近づいたとしても、それ以上改善が進まない可能性もある。企業の低成長期待の払拭は容易ではないためだ。日本の場合、持続的な人口減少という、わかりやすく外れようのない将来予想の材料がある。もはや右肩上がりの成長が期待できる時代ではないのは誰もが知っている。これを前提に中長期的な事業計画を立案するのであれば、潜在成長率並みの低成長がダラダラと続くだけになるかもしれない。外需に軸足を置いた業界は別にしろ、中長期的な成長を外需頼みで実現するには限界がある。人口のトレンドが簡単に変えられない以上、内需の成長力を高めるためには、結局のところ、規制改革を進めることで、潜在的な需要を引き出すしかない。規制改革の推進なくして、持続的な賃上げトレンドを期待するのは難しいとみておくべきだろう。

## （２）個人消費は回復傾向が続く

昨秋以降の個人消費は、緩やかながら持ち直し傾向で推移しているものの、基調としては依然として弱めの動きが続いている。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、年明け以降停滞気味の推移となり、3月の水準も、消費増税後に最も落ち込んだ昨年5月から約7%上回った程度にとどまった（図表1-1）。なかでも、教育、教養娯楽、諸雑費などの回復ペースが鈍く、選択的支出を中心に、家計が節約を続けている様子が見て取れる（図表1-2）。

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、3月は前年比▲2.7%と、23ヵ月連続の減少となった（図表1-3）。賃金の動向に大きな影響を与える春闘では、2014年はベアに踏み切った企業が目立ったものの、最終的なベアの水準が平均で0.3～0.4%程度にとどまったとみられるほか、パートタイム労働者比率の拡大が続いてきたことが、平均給与を押し下げており、実質賃金の回復の遅れにつながっている。

今後の個人消費は、引き続き賃金の伸びが重要な鍵を握る。政府は、2015年の春闘に先立ち、法人税率の

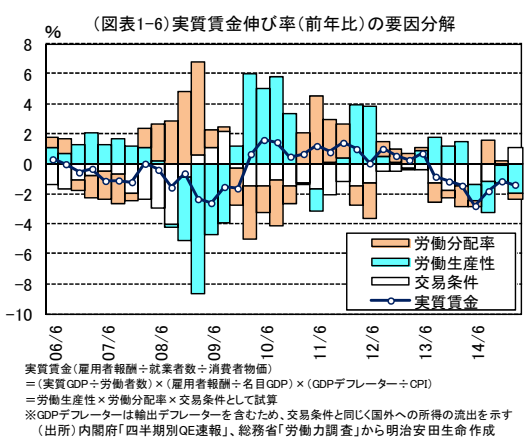
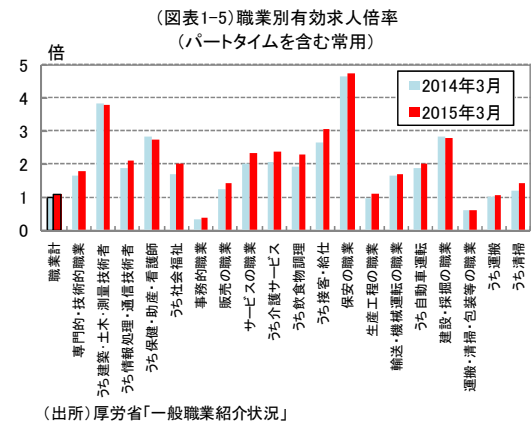
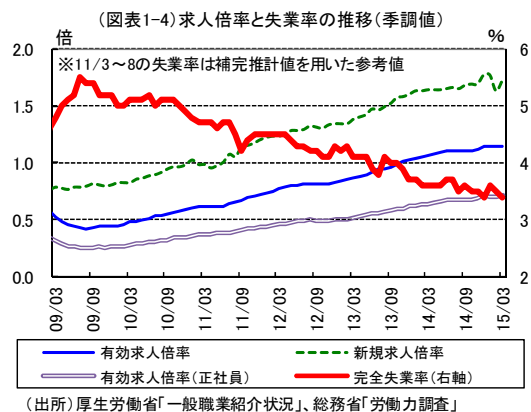
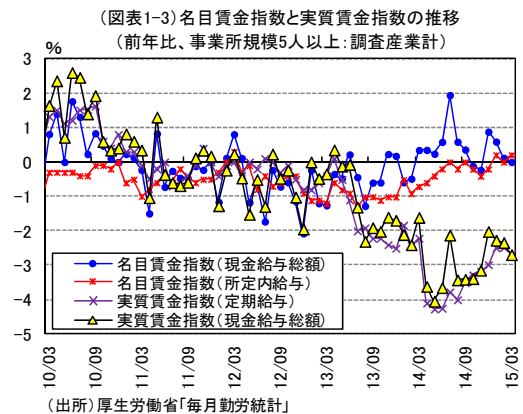


引き下げによる減税分を賃上げに向けるよう促しており、昨年同様、官製春闘の色彩が強かった。政府・経済界・労働界は昨年12月16日の政労使会議で「経済の好循環に向けた政労使の取組」という合意文書を発表し、賃上げ環境の整備に努めたほか、4月3日の会議では、中小企業の賃上げ原資を確保しやすい環境作りに向け、仕入れ価格の上昇分を価格転嫁しやすくなるよう対策をまとめている。

こうした動きを受け、国内大手企業のなかでは過去最高水準のベアを回答する動きが相次ぐなど、明るい動きが出てきている。連合の第5回集計結果（5/11付）によれば、賃上げ率は2.28%と、昨年同時期の2.11%を上回っている。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には慎重に対応しつつ、業績堅調な企業でも、昨年同様、一時金の積み増しを中心とした対応となるケースが多くなるとみられる。連合の賃上げ率は、最終集計では、2014年実績（2.19%）をやや上回る程度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、3月には3.4%まで低下した（図表1-4）。内訳では、非労働力人口が、均せば2013年ごろから減少傾向が続いている一方、就業者数は2012年夏場以降、緩やかな増加基調となっている。また、失業率は、構造的・摩擦的な失業を受けた構造失業率と労働需要不足に分解できるが、すでに構造失業率の水準に近付いているとみられることもあり、これ以上の改善は難しくなっている可能性がある。

この背景には、雇用のミスマッチがある。3月の有効求人倍率（季調値）は1.15倍と、1992年3月（1.19倍）以来、23年ぶりの高水準を維持しているものの、正社員に限れば0.71倍と、依然として節目の1倍を下回っている。職種別では、求職者の3割弱を占める事務的職業が0.37倍と、低水準にとどまっているのに対し、保安が4.76倍と高水準であるほか、建築・土木・測量技術者が3.78倍、建設・採掘が2.81倍、接客・給仕が3.07倍と、不足感の強い職種には大きな偏りがある（図表1-5）。今後も、雇用形態の偏りや職種の是正には時間

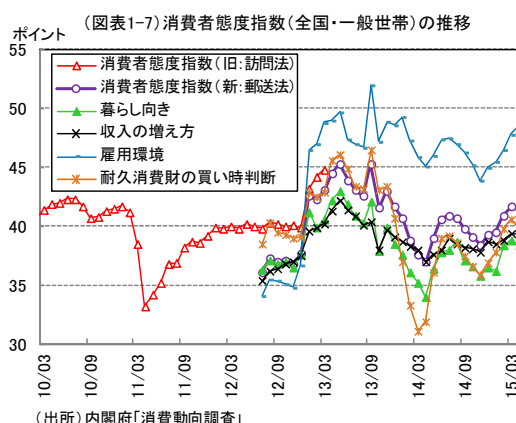




がかかり、労働需給の引き締まりを受けた賃金上昇も一部の職種に限られるとみられるため、全職種平均では、緩やかな上昇にとどまると予想する。

今後の個人消費については、昨夏以降の原油安に伴う家計の実質購買力の改善を受け、回復基調が続くと予想する。実質賃金の伸びを、労働分配率、労働生産性、交易条件に分解すると、交易条件は、2009年10－12月期から押し下げ方向に寄与してきたが、2015年1－3月期にはマイナス寄与が解消している（図表1-6）。足元では原油価格が上向いているものの、これまでの原油価格の下落に伴う交易条件の改善が、2015年度前半を中心に、家計の実質購買力を押し上げると予想する。

消費者マインドの改善も個人消費の回復を下支えするとみる（図表1-7）。4月の消費者態度指数は5ヵ月ぶりに低下したものの、小幅のマイナスにとどまった。供給側の統計である景気ウォッチャー調査を見ると、家計動向関連は、現状判断DI、先行き判断DIのいずれも上昇傾向となっており、家計の景況感の改善が続いている様子が示されている。これまでの株高による資産効果などが消費者心理の明るさにつながっており、今後の個人消費の回復に、ある程度は寄与するとみている。



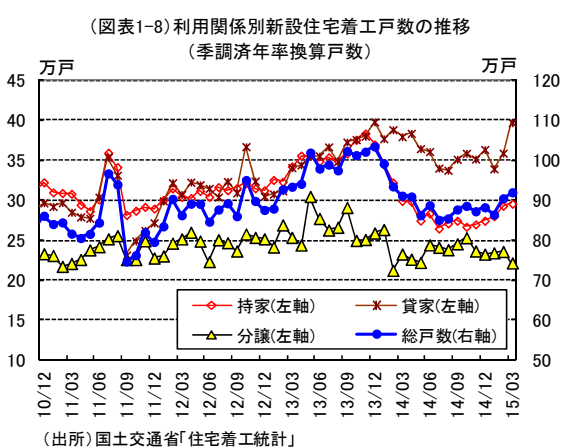
一方、賞与増が見込まれるなかでも、月例賃金については力強い回復が期待できないことなどから、引き続き、家計は選別消費の動きを強めるとみる。このほか、厚生年金保険料の段階的な引き上げに加え、健康・介護保険も多くの団体が料率を引き上げていることや、年金受給世帯では4月以降、マクロ経済スライドが発動されたことなども、下押し圧力となろう。こうした家計負担の拡大を背景に、個人消費の回復ペースは、緩やかなものにとどまるとみている。

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っており、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）住宅投資の回復ペースは鈍い

新設住宅着工戸数（季調値）は昨年7月以降、均せば持ち直し傾向で推移している（図表1-8）。ただ、今後も需要先食いの影響は残るとみられ、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

持ち家着工について、大手4社の受注状況を見ると、昨年10月以降、前年比プラス傾向となっている。住団連の調査では、住宅展示場来場者数が4－6月期以降、前年比プラスの伸びに転じ、プラス幅も拡大傾向にある。ただ、二度目の消費増税が2017年4月に延期されたことで、購入検討者は契約を急がない傾向が出ていることから、持家着工は当面、緩慢な回復にとどまると予想する。



分譲住宅のうち建売住宅（一戸建住宅）は、昨年秋ごろから減速ペースに歯止めがかかり、足元では持ち直しの兆しが出ている。建売住宅ではパワービルダーが、用地・資材の大量仕入れや部材

共通化などによるコスト削減と工期短縮を進めることで、低価格帯の物件を安定して供給している。所得水準が上がりにくい環境にあるなか、今後も根強い需要が続くとみられ、建売住宅の大幅な落ち込みは避けられるとみる。

マンション着工は、昨年7月以降、マイナス幅が縮小傾向で推移している。首都圏マンションの新規契約率を見ると、1月以降、好不調の分かれ目である70%を上回っており、販売環境に底堅さがみられる（図表1-9）。ただ、販売会社が、需要動向を見極めつつ、物件供給を絞ったことによる影響が大きい。今後もこうした動きが続くとみられるほか、人手不足などを背景に建設自体が遅れる傾向もあって、マンション着工の回復ペースは鈍いものととどまるとみる。

貸家については、すでに消費増税前のピークまで持ち直している。背景には、相続税の基礎控除の引き下げや、最高税率の引き上げなどを受け、貸家の節税対策需要が高まったことがある。また、小規模宅地等の課税価格に係る計算の特例で、居住用宅地と貸付事業用と併用する場合に、貸付用へ振り向けられる限度面積がやや拡大し、評価額が抑制されることも、貸家建設につながったとみられる。ただ、節税需要は2013年度から生じており、今後は徐々に減衰に向かうとみられ、貸家全体では一進一退の推移が続くと予想する。

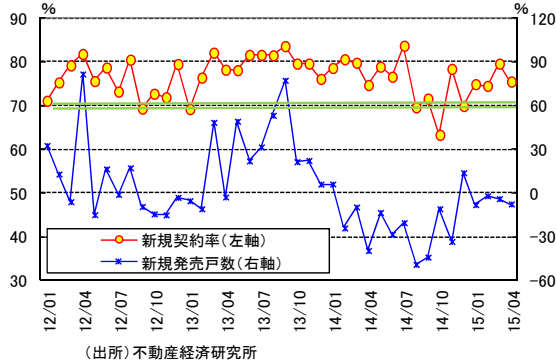
一方、低金利環境は、引き続き住宅着工の下支えになるとみている。日銀による追加緩和を受け、長期金利が低下したことで、住宅ローン金利も低位での推移が続いている。また、2014年度補正予算で住宅エコポイントが決定したほか、引き続き住宅ローン減税を実施していることも、購入意欲につながるとみている（図表1-10）。こうした各種政策措置が下支えとなって、2015年度の住宅着工は、2014年度をやや上回る89万戸程度に落ち着くと予想する。2016年度は、2017年4月の消費増税を控え、9月末までに請負契約を締結すれば、引き渡しは4月以降でも8%の消費税率が適用される方向であることから、駆け込み契約が発生すると見込まれる。ただ、次の増税幅は2%と、前回の3%を下回るほか、主な1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、着工件数は90万戸程度にとどまると予想する。

#### （4）設備投資は緩やかな回復にとどまる

設備投資の先行指標のうち、機械受注（船舶・電力除く民需）は、持ち直し傾向にある（図表1-11）。一方、同じく先行指標である資本財国内出荷（除く輸送機械）は、足元では軟調な推移となっているほか、建築物着工床面積（非居住用）も、均せば鈍化傾向が続いており、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。

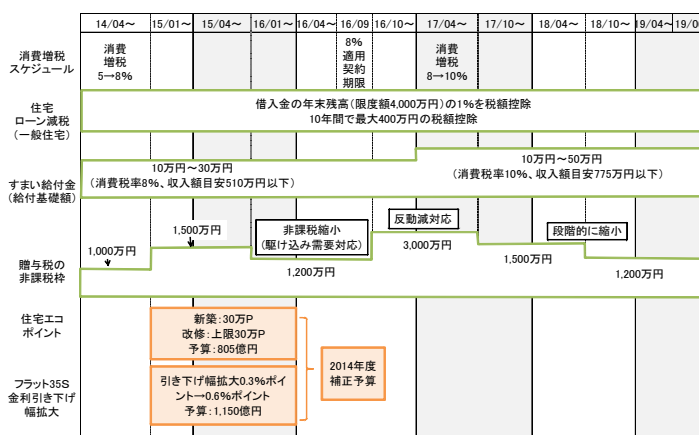
3月調査の日銀短観における2015年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年比▲5.0%と、2013年度計画（同▲3.9%）や2014年度計画（同▲4.2%）の3月調査を下回った（図表1-12）。

（図表1-9）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1-10）住宅にかかる各種政策措置の推移



（出所）財務省、国土交通省等より明治安田生命作成



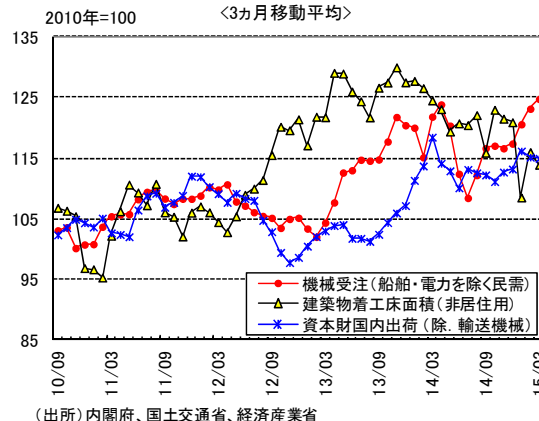
調査対象企業の入替えにより、単純比較はできないものの、弱めのスタートとなっている。業種別では、製造業が同+1.3%と、2014年度の同+1.2%に引き続き、2年連続の前年比プラスのスタートとなった。一方、非製造業では同▲8.0%と、2014年度の同▲6.9%を下回っており、慎重な計画となっている。

日銀短観の設備判断DI（全規模）では、製造業のDIは、12月が+3、3月が+2、先行き6月の予測が+1と、設備過剰感は緩やかながらも緩和方向となっている（図表1-13）。こうしたなか、2014年度の設備投資計画は、前年比+4.4%の着地見込みであり、強気の内容となっているものの、GDPベースの実質設備投資は、2014年度通年で前年比▲0.5%のマイナスと、実績ベースでは弱めの推移が続いている。計画と実績の乖離の背景としては、国内の中長期的な低成長予想が定着していることなどから、企業は新規設備投資を海外優先としていることや、国内設備投資が更新維持投資中心で、投資計画の実行を急がない傾向にあることなどがある。

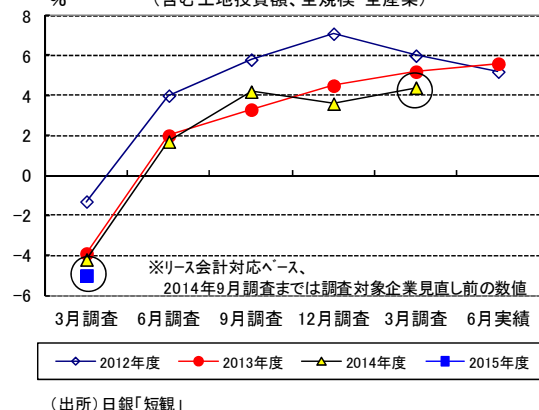
内閣府による「企業行動に関するアンケート調査」を見ると、海外生産比率は、今後も上昇傾向が続く見通しを示している。海外に生産拠点を置く主な理由としては、「現地・進出先近隣国の需要が旺盛又は今後の拡大が見込まれる（40.3%）」や、「労働力コストが低い（24.4%）」ことが挙げられている。このほか、日銀の地域経済報告（2015年4月）では、円安が進むなかでも、生産体制の基本方針を維持する理由として、「国内への生産移管には相応のコストを要する」や、「為替円安の持続性に確信を持てない」などの理由が挙げられている。

これまでコスト削減のため日本市場向けの製品を海外生産し、逆輸入していた分については、国内回帰の動きがあるものの、製造業の逆輸入比率が現地生産高の2割未満にとどまっていることもあり、製造業の国内設備投資を押し上げるほどではないとみている。新規設備投資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とみる。製造業のヴィンテージ（平均設備年齢）を見ると、すでに15年以上に拡大しており、老朽化のペースが緩和する動きも目立ったものにはなっていないことなどから、更新維持投資の需要が蓄積している可能性が高い（図表1-14）。

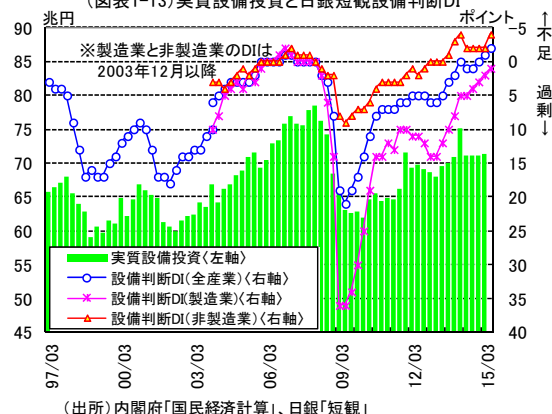
（図表1-11）設備投資先行指標の推移  
〈3ヵ月移動平均〉



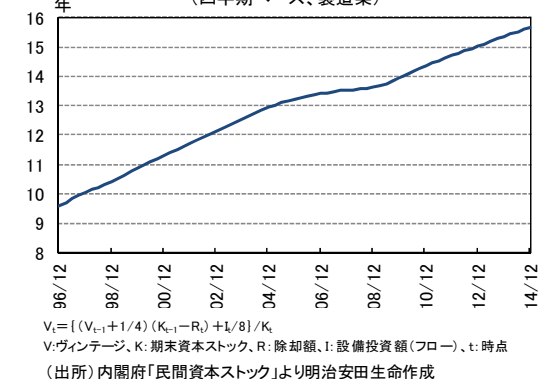
（図表1-12）設備投資計画（前年度比）  
（含む土地投資額、全規模・全産業）



（図表1-13）実質設備投資と日銀短観設備判断DI



（図表1-14）ヴィンテージ（設備の平均年齢）の推移  
（四半期ベース、製造業）



こうしたなか、生産設備の新陳代謝の促進策である生産性向上設備投資促進税制は、昨年夏場以降、利用件数が増加しており、今後も設備投資を後押しするとみる。ただ、更新維持投資だけでは、全体を大きく押し上げていくには力不足とみられ、製造業の設備投資は伸び悩む可能性が高い。

一方、非製造業では、12月のDIが▲2、3月のDIが▲2、先行きが▲4と、設備の不足感が強まる見通しとなっている。ただ、昨秋以降の景気回復ペースが緩慢であり、2015年度の計画自体も慎重な内容となっていることもあって、非製造業の設備投資は、前年並みにとどまると予想する。業種別に見ると、小売業などの個人消費関連では、集客力改善のためのリニューアル投資などが下支えとなると予想する。一方、建設業では、公共投資の回復ペースが鈍いものにとどまるとみられることもあり、伸び悩むとみる。2015、2016年度の設備投資は、生産能力増強型の投資の低迷が続くとみられるなか、更新・合理化投資を中心に、全体としては緩やかな回復にとどまると予想する。

## （５）公共投資は減速傾向

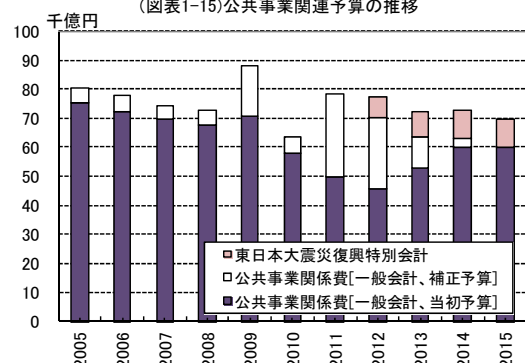
2月3日に成立した2014年度補正予算によると、予算規模は3.2兆円で、このうち公共事業関連費は災害復旧・災害対応の強化に係る3,100億円程度とみられる。また、4月9日に成立した2015年度本予算では、一般会計の公共事業関連費が59,711億円、復興会計では9,872億円と、当初予算との比較では、前年とほぼ同規模であり、2015年度の公共投資が伸び悩む可能性を示唆している（図表1-15）。

公共投資は、昨春以降、持ち直し傾向となったものの、年明け以降、減速基調で推移している。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、2013年10月以降、伸びの鈍化が続いている（図表1-16）。出来高に先行する公共工事請負金額（3ヵ月移動平均）を見ても、2014年9月以降、7ヵ月連続でマイナスとなっており、当面の公共工事が伸び悩む可能性を示唆している。2014年度予算の執行が一巡しつつあるとみられるほか、人手不足が続いていることなどが大きい。

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、2014年12月のピークから縮小しているものの、3月は6職種計で1.3%と、依然として不足状態が続いている。また、厚生労働省の有効求人倍率を見ても、建設・採掘の職業は2.81倍、専門的・技術的職業のうち建築・土木・測量技術者が3.78倍となるなど、公共投資に関連の深い分野では人手不足感が強い状況が続いている。一方、資材価格の上昇の一服などから、工事原価の動きを表す建設工事費デフレーターは低下に向いつつある。

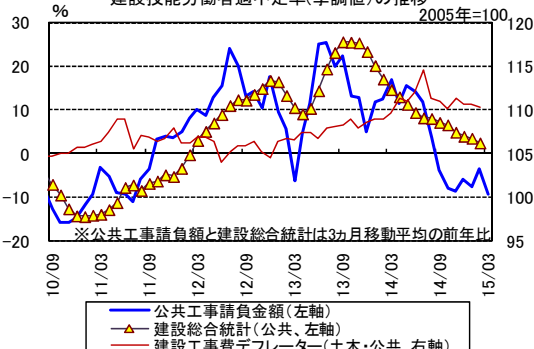
こうしたなかでも、公共工事の入札不調が続いているとみられる。民間事業者による見積価格が、役所の決める工事予定価格を上回り、入札への参加を辞退するケースも増えていることなどから、国土交通省では、公共工事の人件費を見積もる際に使う労務単価を、2013年度以降、引き上げる方向に転じているほか、入札日直近の最新単価を適用するなどの対策を講じている。ただ、建設会社では、採算割れしないよう慎重に応札する動きが続いているとみられるほか、入札が成立した場合

（図表1-15）公共事業関連予算の推移



※2014年度の公共事業関係費は社会資本整備事業特別会計分の一般会計への繰り入れ分を含む  
（出所）財務省・財務省資料

（図表1-16）公共工事請負額、建設総合統計、建設技能労働者過不足率（季調値）の推移



※公共工事請負額と建設総合統計は3ヵ月移動平均の前年比  
（出所）国土交通省「建設総合統計」、国土交通省「建設工事費デフレーター」、東日本建設業保証機構「公共工事前払金保証統計」

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。

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るなか、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みている。実質 GDP ベースでは、公共投資の寄与が 2013 年度は+0.5%ポイント、2014 年度は+0.1%ポイントと、これまで公共投資が景気を下支えしてきたが、2015 年度については、公共投資はマイナス寄与となると予想する。

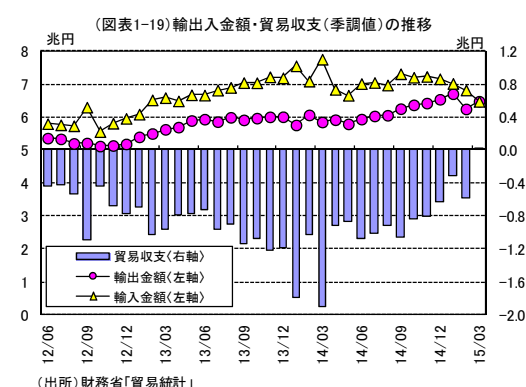
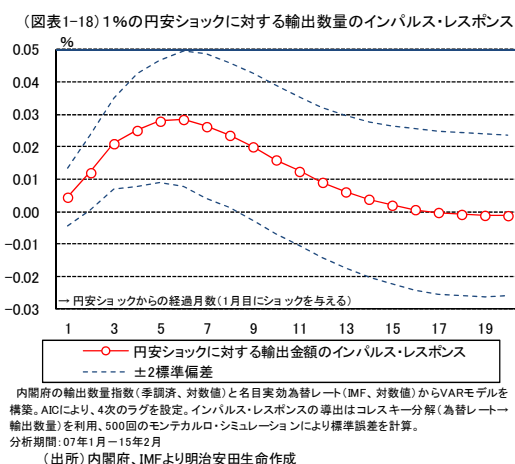
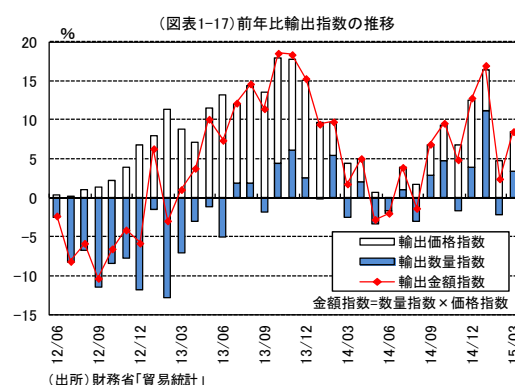
## （６）輸出は緩やかな回復傾向が続く

貿易統計によると、3 月の輸出数量指数は前年比+3.3%と、2 カ月ぶりのプラスとなった（図表 1-17）。2014 年度通年での輸出数量の伸びは同+1.3%と、小幅のプラスにとどまったものの、年度後半だけでみれば、輸出数量がプラスとなる月が増えている。

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、輸出が伸び悩んできた大きな背景の一つに、米国向け輸出が伸び悩んできたことがある。ただ、足元では、米国景気の回復を受け、輸送用機器、一般機械、電気機器などの主力分野を中心に持ち直しつつある。1-3 月期には西海岸の港湾ストの影響もあり、対米輸出は伸び悩んだものの、今後も米国景気の回復基調は続くともみられることから、2015 年度の輸出は持ち直し傾向が鮮明になるとみる。

また、これまで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分野でも、改善の兆しがみられる。グローバルニッチといわれる電子部品メーカーでは技術優位性を維持しているほか、大手企業等でのリストラ巡りや、大幅な円安による外貨建て価格の引き下げ効果もあって、持ち直し傾向となっている。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、これまでアジア諸国に対して日本の輸出競争力は大きく低下していたが、足元では改善へ向かっている。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、こうした状況が緩和しつつあることも輸出全体を下支えするとみる。

一方、現地生産比率の上昇には歯止めがかかっていない。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がある。今後も、企業の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なろう。

加えて、足元の輸出の持ち直しを支えているとみられる円安による数量の押し上げ効果も、2015年度後半には減衰に向かう可能性が高い。為替相場と輸出数量指数から、ベクトル自己回帰（VAR）モデルを構築し、為替が1%円安に振れた場合の輸出数量の変化を計量すると、円安発生直後は輸出数量の押し上げ幅が小さく、その後5ヵ月後にかけて押し上げ幅が拡大し、6ヵ月後以降は縮小へ向かうことが確認できる（図表1-18）。ドル・円の為替相場は、昨年10月の日銀による追加緩和後、大きく円安方向へ振れたものの、12月以降は120円/ドル付近でこう着状態が続いており、これまでの円安による押し上げ効果は年後半以降、減衰へ向かうとみている。

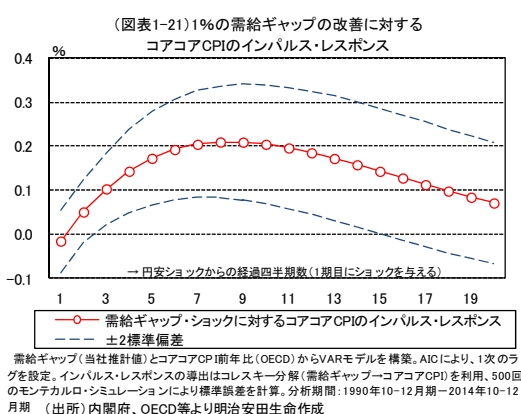
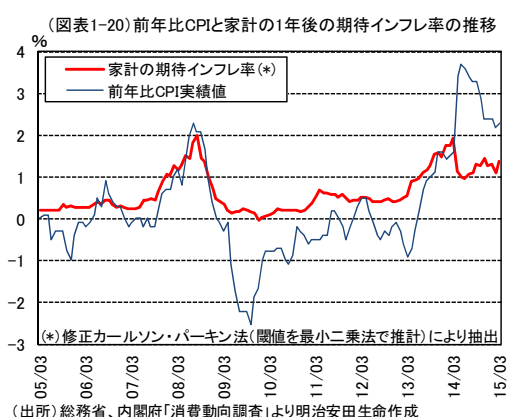
輸入については、原油価格の下落の影響や、中国からの輸入が大きく落ち込んだことで、3月の名目輸入金額は同▲14.5%と、3ヵ月連続で減少し、貿易収支も33ヵ月ぶりの黒字となった（図表1-19）。今後も、これまでの原油安が寄与することや、2015年度には川内原発などで再稼働が視野に入ってきていることもあり、鉱物性燃料の輸入額は減少傾向で推移するとみるが、景気回復に伴う輸入需要の増加もあって、貿易黒字の定着には至らないとみる。

## （7）コアCPIは前年比マイナス圏に近づく

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月は前年比+1.5%と、2008年10月以来の高い伸びとなったものの、5月以降は伸びが鈍化傾向となり、3月には同+0.2%となった。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。CPIのエネルギー価格に数ヵ月先行する傾向がある東京原油価格を見ると、昨年10月以降急落しており、エネルギー価格が今後も軟調な推移となる可能性を示唆している。

加えて、中長期的な物価動向に大きな影響を与える消費者の期待インフレも、上昇が一服している。内閣府の「消費動向調査」からカールソン・パーキン法を用いて期待インフレ率を推計すると、3月は同+1.4%と、2014年夏場以降、1%を小幅上回る程度での推移が続いている（図表1-20）。背景としては、原油安効果の浸透の影響が大きいとみられ、これまでのところ、日銀による追加緩和も、家計の期待インフレを引き上げるには至っていないことが示唆される。消費者のデフレマインドは根強く、今後も期待インフレ率は前年比+2%を下回る推移が続くとみる。

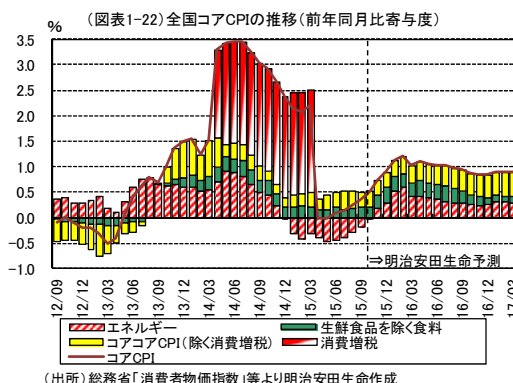
需要サイドからのインフレ圧力も力強さに欠けている。当社では、1-3月期の需給ギャップは▲2.2%と、マイナスになったと推計している。需給ギャップは推計方法により差が生じるので、幅を持って見る必要があるが、足元では需要面からの物価押し上げ圧力は弱い状況となっている。加えて、需給ギャップ自体は今後、景気回復により縮小へ向かうとみられるが、需給ギャップの改善が即座に物価の押し上げに働く訳ではない。VARモデルによる推計では、需給ギャップの改善による





コアコア CPI の押し上げ幅が最大になるのは改善から 7 四半期後との結果を得ており、2015 年 1－3 月期以降の需給ギャップの改善による物価押し上げ効果が顕在化するのには 2016 年度以降となる可能性が高い（図表 1-21）。円安による物価押し上げも、同様に半年から 1 年程度のラグが存在するため、昨秋以降の円安による押し上げ効果が大きくなるのは夏場以降となろう。

今後のコア CPI は、燃料費調整単価の引き下げを受けた電気料金の値下げで、いったんは前年比マイナスに転じる可能性がある。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 は、2015 年度平均で前年比+0.5%程度に落ち着こう。2016 年については、需給ギャップの縮小が物価押し上げ方向に寄与することで、コア CPI は期待インフレ率の水準に近付き、同+1.0%程度の推移が続くと予想する（図表 1-22）。



#### （８）日銀は 10 月 30 日の会合で追加緩和へ

4 月 30 日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、大方の予想どおり金融政策はすえ置かれた。展望レポートでは、今回から見通しに 2017 年度が追加され、見通しがカバーする期間が、2015 年度から 2017 年度の 3 年間となった。

注目されていた物価目標の達成時期の表現については、これまでの「2015 年度を中心とする期間」から「2016 年度前半頃」へと変更された。これについて黒田総裁は、「2 年で 2%」という目標に変更はないと述べている。すでに過去の会合で、「2 年程度」という期間は 2016 年度まで含むことを認めており、今回の会合でも、同様のスタンスを示すことにより、目標変更の名言を避けながら、達成時期を先送りした形である。ただ、説明はかなり苦しくなっている。

一方、景気見通しは意外に弱めという印象である。今回新たに追加された 2017 年度の実質 GDP 成長率の見通しは、前年比+0.2%と、かろうじてプラス成長を維持するレベルにとどまった。駆け込み需要の反動減を強めに織り込んだということであれば、逆に 2016 年度の成長率が高めとなってもおかしくはないが、2016 年度も同+1.5%とさほど高くない。

物価見通しをみると、2015 年度は小幅の下方修正（同+1.0%→同+0.8%）にとどめており、2015 年度後半以降に V 字回復する姿を改めて強調する形となった。2016 年度は同+2.0%、2017 年度は同+1.9%で、このとおりの推移となれば、いよいよ出口戦略が近付くということになる。ただ、2016 年度と 2017 年度の成長率が、均せば 1%にも届かないなかで、インフレ率だけが 2%前後を維持するというのであれば、実質所得は低迷が続く可能性が高く、国民の間に、物価目標の達成を歓迎する空気は醸成されないだろう。

いずれにせよ、一段の円安や原油価格の高騰といった要因がない限り、「2016 年度前半頃に 2%」という日銀の物価目標の達成は困難とみられる。2015 年度後半までには、物価の戻りの鈍さが明確になるとみられ、日銀は 10 月 30 日の展望レポート発表時に追加緩和に踏み切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。相場見通しとあわせた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＞原油安と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、景気回復基調が続くこともあって、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：17,000円～23,000円 10年国債利回りレンジ：0.20%～0.80%

ドル・円レンジ：116円～123円、ユーロ・円レンジ：123円～143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。日銀の出口政策が現実味を帯びることで、為替は年度後半にかけ円高が進む。

日経平均レンジ：19,000円～25,000円 10年国債利回りレンジ：0.25%～0.95%

ドル・円レンジ：110円～125円、ユーロ・円レンジ：115円～140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。スタグフレーション的な状況が長期にわたって続く。財政不安は欧州に波及し、ユーロも対ドルでは急落する。

日経平均レンジ：14,000円～21,000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：125円～150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：14,000円～21,000円 10年国債利回りレンジ：0.00%～0.60%

ドル・円レンジ：90円～125円、ユーロ・円レンジ：90円～140円



## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

1－3月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋0.2％と、10－12月期の同＋2.2％から伸び幅が縮小した。ただ、寒波などの悪影響の緩和に伴い、4－6月期は持ち直すと予想する。雇用環境の改善が続いているほか、家計のバランスシートの正常化が進んでいることなどから、年央以降も景気回復傾向が続くとみる。

個人消費は、実質所得が改善していることなどから、緩やかな回復が続くと予想する。住宅投資は、低金利環境などに支えられ、改善傾向で推移するとみる。

設備投資は、資金調達環境や交易条件の改善などを背景に、持ち直しに向かうとみるが、エネルギー関連業種の業況が低調に推移するとみられ、力強い回復には至らないと予想する。輸出は、ドル高が抑制要因となることなどから、緩慢な回復にとどまるとみる。

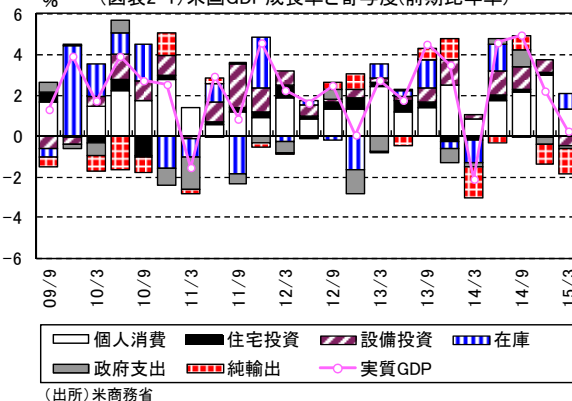
FRB（米連邦準備制度理事会）は、労働市場がさらに改善し、インフレが2％に戻ると合理的に確信した時、利上げを行なう方針を示している。利上げに踏み切るのは、2015年後半と予想する。

#### （1）1－3 月期は低調に推移

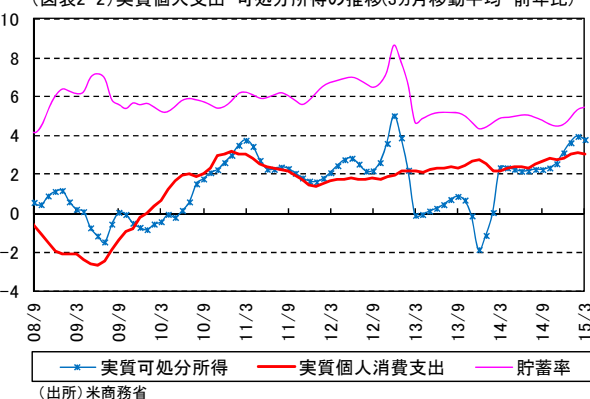
1－3月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋0.2％と、10－12月期の同＋2.2％から伸び幅が縮小した（図表2-1）。需要項目別に見ると、個人消費は同＋4.4％→＋1.9％と、寒波などによる悪影響を受け、4四半期ぶりに伸び幅が縮小。住宅投資も同＋3.8％→＋1.3％と、伸び幅が2四半期ぶりに縮小した。設備投資は同＋4.7％→▲3.4％と、エネルギー関連投資が落ち込んだ結果、16四半期ぶりに減少。一方、在庫投資の成長率全体に対する寄与度は▲0.1％→＋0.7％と、3四半期ぶりにプラスとなった。輸出は前期比年率＋4.5％→▲7.2％と、西海岸の港湾ストなどの悪影響もあり、4四半期ぶりに減少した一方で、輸入も同＋10.4％→＋1.8％と、伸び幅が縮小した。結果として、純輸出の成長率全体に対する寄与度は▲1.0％→▲1.3％と、2四半期連続のマイナス。政府支出は前期比年率▲1.9％→▲0.8％と、2四半期連続で減少した。

4－6月期は、寒波などの悪影響の緩和に伴い、持ち直すと予想する。雇用環境の改善が続いているほか、家計のバランスシートの正常化が進んでいることなどから、年央以降も景気回復傾向が続くとみる。

（図表2-1）米国GDP成長率と寄与度(前期比年率)



（図表2-2）実質個人支出・可処分所得の推移(3ヵ月移動平均 前年比)



#### （2）個人消費は緩やかな回復が続くと予想

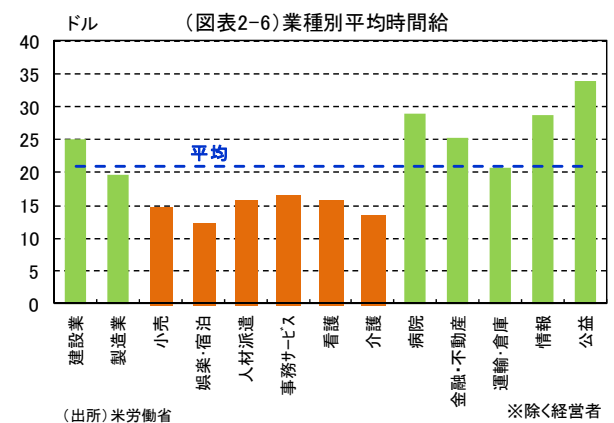
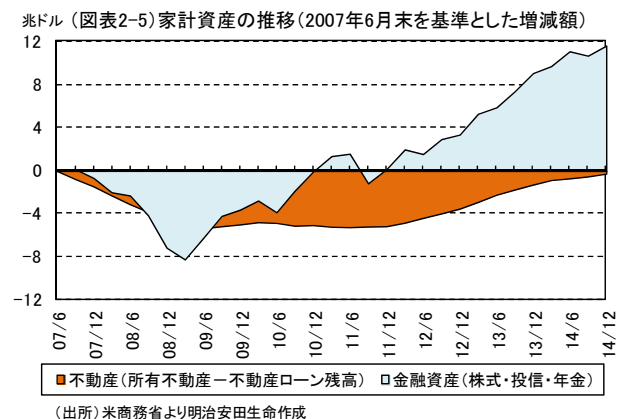
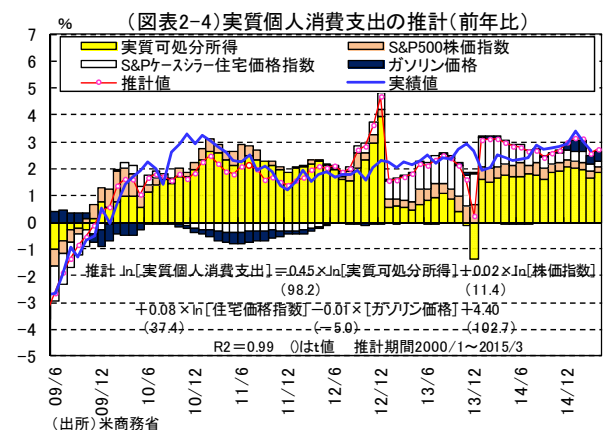
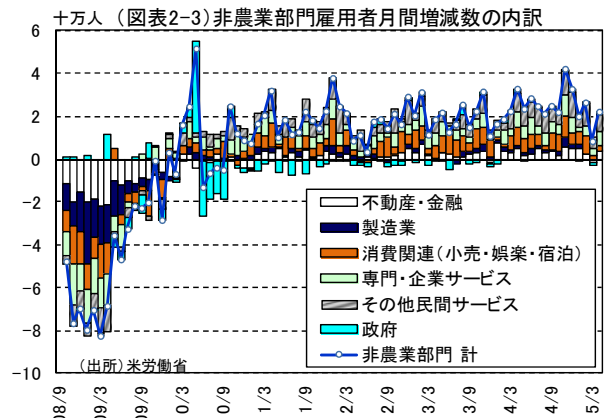
米国の個人消費は、雇用環境の改善や株価上昇に伴う資産効果などを背景に、2009年央以降、均せば回復傾向が続いている（図表2-2）。4月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が＋22.3万人と、堅調さを示すメルクマールとなる20万人を2ヵ月ぶりに上回った（図表2-3）。冬場の寒波による悪影響はすでに和らいでおり、雇用者数の拡大が今後も個人消費を下支えするとみられる。

加えて、ガソリン価格が昨年央に比べ2～3割下落していることから、実質所得の改善が引き続き個人消費を後押しするとみられる。実質可処分所得の伸び（前年比）を見ると、昨秋以降、伸び幅は拡大傾向で推移しており、実質所得が改善していることがわかる（図表2-2）。実質可処分所得、S&P500株価指数、S&Pケースシラー住宅価格指数、ガソリン価格を説明変数とする実質個人消費支出の推計では、足元でガソリン価格下落による消費の押し上げ効果が顕在化している可能性が示される（図表2-4）。

家計のバランスシートの正常化が進んでいることも今後の個人消費を下支えする可能性が高い。3月に公表された10－12月期の資金循環表を見ると、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は、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2-5）。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振り向けられるとみられる。

一方、賃金の回復ペースは緩やかなものとどまっている。雇用者数の増減を業種別に見ると、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2010年以降の雇用回復をけん引している（図表2-3、図表2-6）。

雇用者数の回復が続いているのに加え、ガソリン価格が大きく下落しており、実質所得が改善していることや、家計のバランスシートの正常化が進んでいることが今後の個人消費を押し上げると



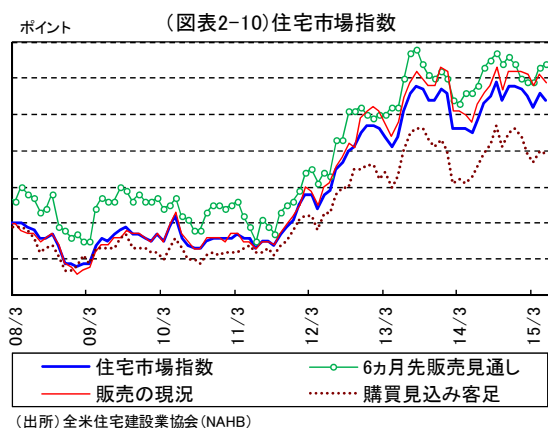
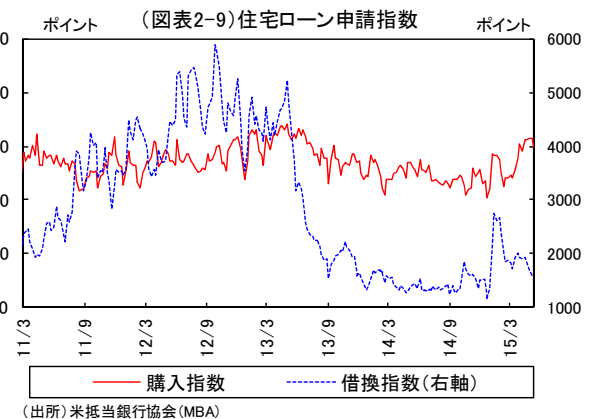
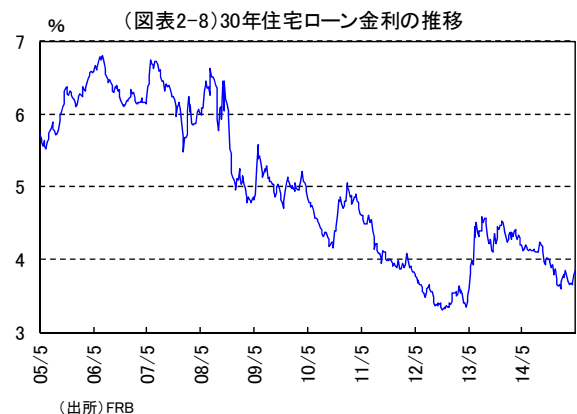
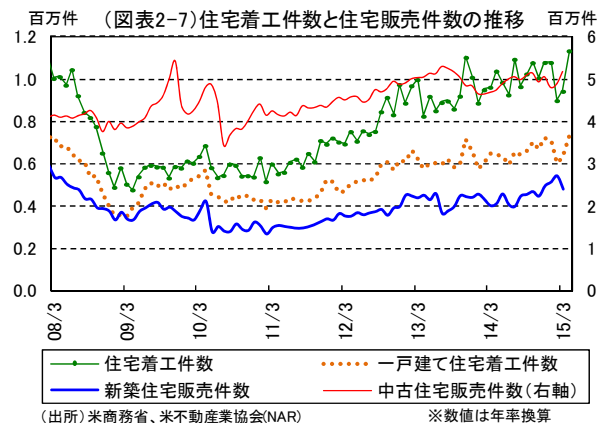
みている。ただ、賃金の回復には力強さが欠けることから、2016年にかけての個人消費は緩やかな回復が続くと予想する。

### (3) 住宅投資は改善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。住宅着工件数の推移を見ると、2015年に入ってから停滞気味の推移が続いてきたが、4月は年率換算で113.5万件、前月比+20.2%と、2ヵ月連続で増加し、高い伸びを記録した(図表2-7)。冬場の着工件数の停滞は、北東部などの一部地域での記録的な寒さや大雪による影響が大きかったとみられる。

住宅ローン金利(30年固定)の推移を見ると、足元では上向きつつあるも、依然として歴史的な低水準を維持している(図表2-8)。低金利環境が続くなか、悪天候による影響が緩和しているのに加え、雇用環境が改善していることなどから、住宅販売も今後は回復傾向で推移するとみられる。FRB(米連邦準備制度理事会)による銀行の住宅ローンの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た状況が続いている。米抵当銀行協会(MBA)が公表する住宅ローン申請指数を見ると、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1月に引き下げたこともあり、申請指数の内訳である購入指数は、均せば改善傾向が続いている(図表2-9)。借入環境の改善が今後の新規住宅購入を後押しするとみられる。

一方、建設・不動産業者の景況感を示す住宅市場指数を見ると、5月は54と、2ヵ月ぶりの低下となった(図表2-10)。ただ、構成項目を見ると、販売の現況と購買見込みの客足が2ヵ月ぶりに低下し、足元の販売状況が全体を押し下げている一方、向こう6ヵ月の販売見通しは2ヵ月連続で改善している。今後の販売見通しは、業況感の改善と悪化の境目となる50を大きく上回っており、先行きは悪くない。冬場の寒波による悪影響がすでに和らいでいるのに加え、低金利環境が続いていることや、銀行の貸出態度にも改善が見られることなどから、今後の住宅投資は改善傾向で推移する



とみる。

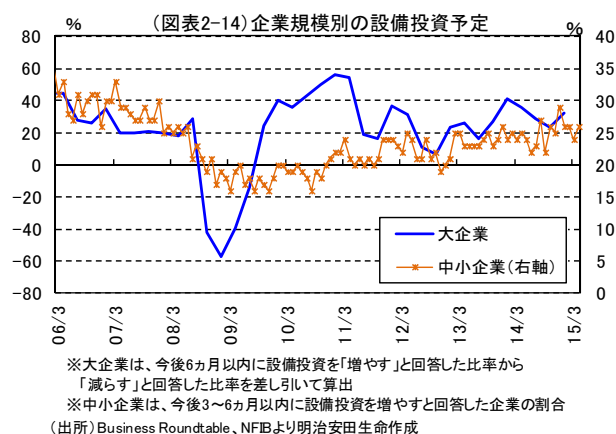
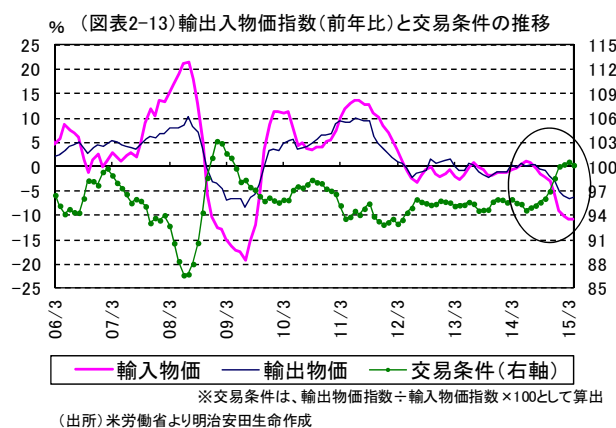
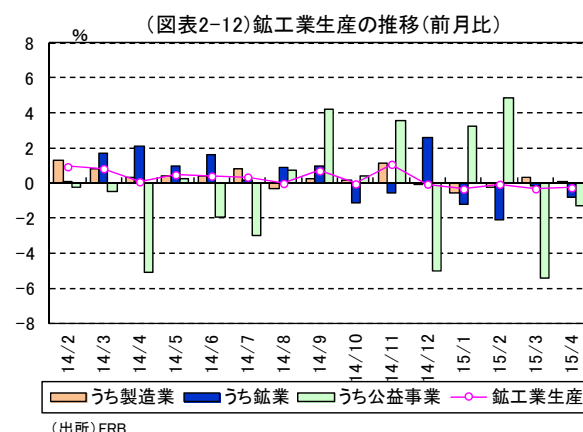
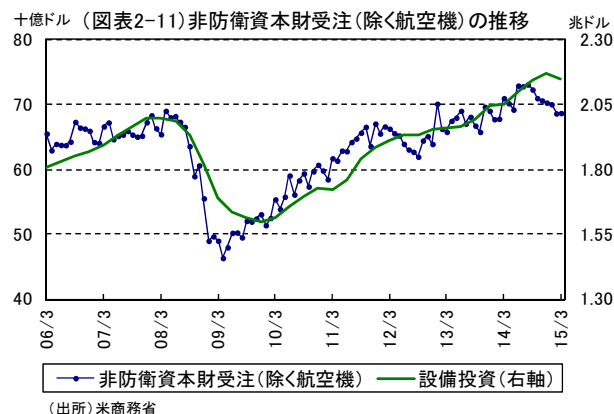
#### （４）設備投資は力強い回復に至らないと予想

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、足元では弱含んでいる。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）を見ると、3月は前月比+0.1%と、7ヵ月ぶりに増加したものの、伸び幅は小幅なものにとどまった（図表2-11）。鉱工業生産を見ても、4月は同▲0.3%と、5ヵ月連続のマイナスとなり、企業の生産活動は低調な推移が続いている（図表2-12）。なかでも、石油掘削などの鉱業は同▲0.8%と、4ヵ月連続の減産となり、生産全体の抑制要因となっている。原油価格の下落を背景に、エネルギー関連業種の投資は当面手控えられる可能性が高い。

ただ、原油価格はすでに大きく下落しており、交易条件の改善が今後の企業収益を下支えするとみている。輸出入物価指数を見ると、前年比の伸びは昨年の夏場以降、いずれも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、交易条件の改善が進んでいる（図表2-13）。

企業景況感を示すISM製造業景況指数を見ると、4月は51.5と、3月から横ばいとなり、昨秋から続いていた低下傾向に歯止めがかかる兆しが出ている。調査企業からは、西海岸の港湾ストによる物流の停滞を指摘するコメントが多く寄せられてきたが、港湾ストはすでに2月に終結している。物流の停滞が解消するにつれ、出荷などが正常化するとみられ、企業景況感は徐々に改善するとみている。

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、港湾ストやドル高による輸出への影響などが懸念されるなかでも、向こう6ヵ月の設備投資を「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2-14）。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、今後3～6ヵ月の設備投資を「増やす」と回答した企業から、「減らす」と回答した企業を差し引いた数値は、足元で4ヵ月ぶりに改善した。米企業（非金融）の負





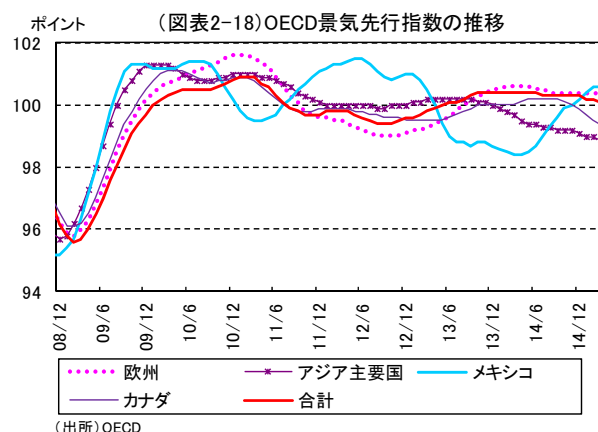
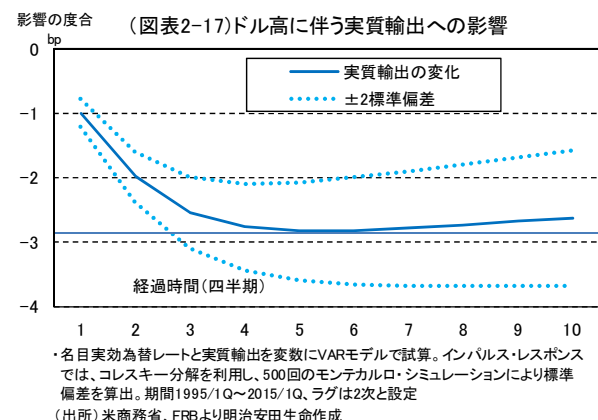
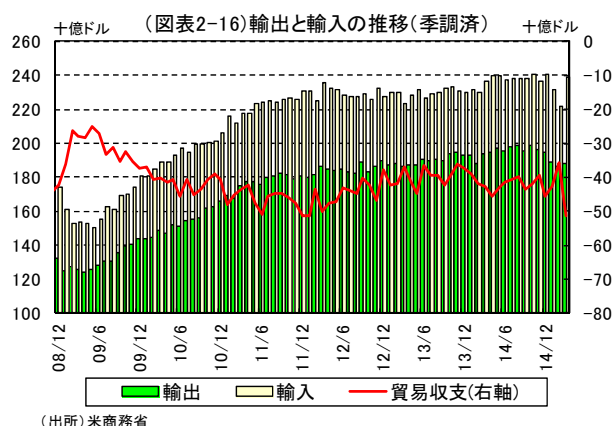
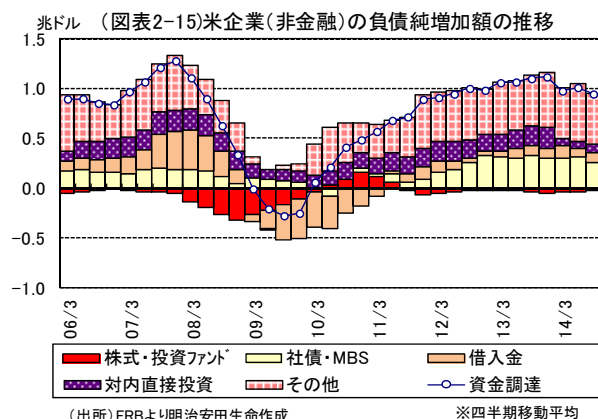
債純増加額を見ると、社債発行による資金調達が増加傾向で推移しており（図表2-15）、低金利環境が企業の事業展開を下支えしているとみている。設備投資は、資金調達環境や交易条件の改善などを背景に、持ち直しに向かうと予想する。ただ、エネルギー関連業種の業況が低調に推移するとみられ、力強い回復には至らないとみる。

## （５）輸出は緩慢な回復にとどまるとみる

米国の輸出は、2009年から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2-16）。足元では、不動産投資抑制を続ける中国の景気が冴えないことや、軟調な商品相場などを背景に、資源輸出国のロシアやブラジルなどの景気が減速していることが、米国の輸出を押し下げているとみられる。加えて、昨秋から今年2月までの長期にわたる西海岸の港湾ストによって物流が滞ったことも、輸出の回復を遅らせてきた。ただ、3月の輸出は前月比+0.9%と、5ヵ月ぶりに増加し、港湾ストによる悪影響は和らぎつつある。

輸出の回復が抑制されている一因には、ドル高もある。昨年央以降はドル高トレンドが続いており、対ユーロで20%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5～6四半期にわたって下押し圧力が拡大する可能性が示される（図表2-17）。

OECD（経済協力開発機構）が発表する景気先行指数を見ると、2013年末以降は横ばい圏での推移が続いてきたが、足元では低下に向かいつつある（図表2-18）。一方、同指数を地域別に見ると、主要輸出先のメキシコが改善傾向で推移している。欧州は横ばい圏での推移となっているが、フランス、イタリア、スペインなどのユーロ圏主要国は改善傾向が続いている。ドル高が進むなかでも、自動車の生産拠点であるメキシコ向けは輸送機器を中心に改善傾向が続いているほか、ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策に支えられ、輸





出ウェイトが高いユーロ圏も景気回復が続いており、今後の輸出は改善に向かうとみている。ただ、ドル高が抑制要因となるとみられ、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

## （６）ゆっくりとした利上げペースを予想

3月17－18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」との一文が削除された（図表2-19）。加えて、「労働市場でさらに改善が見られ、中期的にインフレが2%の到達点に戻ると合理的に確信した時、FFレートの誘導目標を引き上げることが適切であると予測」との一文が追加され、利上げへの地ならしが進められている。

4月の雇用統計では、雇用者数の回復ペースが改善したのに加え、失業者のうち半年以上（27週以上）失業している人の割合は3月の29.8%から29.0%へと、4ヵ月連続で低下したほか、正社員の職をあきらめて経済的な理由でパートタイマーとなっている人（非自発的パートタイマー）も2ヵ月ぶりに減少し、労働市場の幅広い指標で改善が見られた。広義の失業率（就職を断念して労働市場から退出した人や、非自発的パートタイマーなどを失業者に含む）を見ると、4月は10.8%と、水準自体は依然として高いものの、2010年4月の17.1%をピークに低下傾向が続いている（図表2-20）。現状のペースで改善傾向が続けば、2016年後半から2017年中ごろには住宅バブル崩壊前の水準に達するとみられ、労働市場の改善は進んでいる。

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+1.4%と、昨秋以降は同+1%台前半での推移が続いている（図表2-21）。4月の時間当たり賃金は前年比+2.2%と、3月の同+2.1%から伸び幅が拡大したものの、2%台前半での推移にとどまっている（図表2-22）。住宅バブル崩壊前の同+3～4%台の水準を大きく下回り、賃金インフレは抑制された状況が続いている。輸入物価指数の推移（前年比）を見ても、4月は同▲10.7%と、9ヵ月連続でマイ

（図表2-19）FRBによるフォワードガイダンス変更

【2014年3月】

- ・「資産購入（QE3）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】

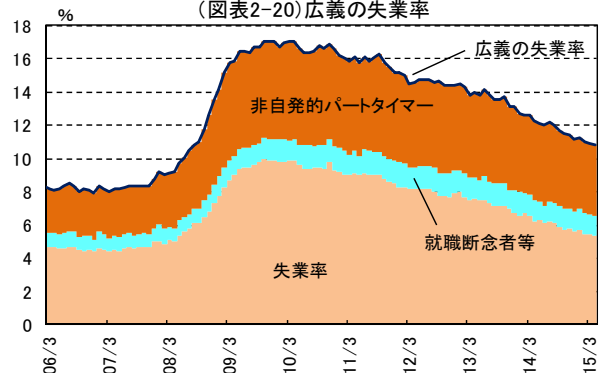
- ・「資産購入終了後もかなりの期間、現行の低金利政策を継続する」との声明が削除

【2015年3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」を削除
- ・利上げは「労働市場でさらに改善が見られ、中期的にインフレが2%に戻ることを合理的に確信した時」との見通しを示す

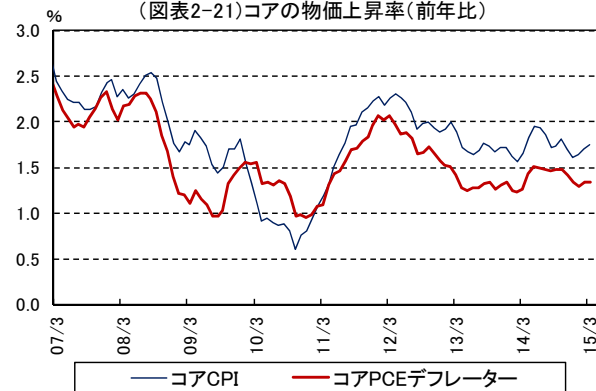
（出所）FRBより明治安田生命作成

（図表2-20）広義の失業率



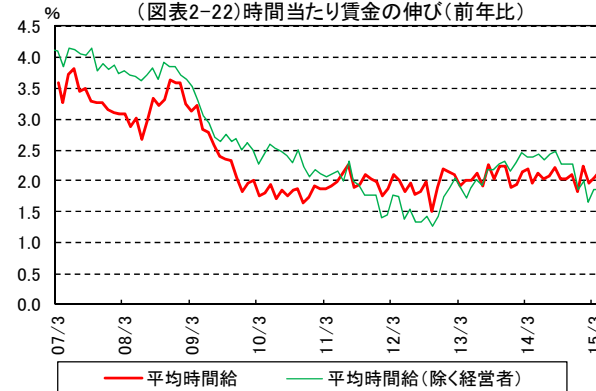
（出所）米労働省より明治安田生命作成

（図表2-21）コアの物価上昇率（前年比）



（出所）米労働省、米商務省

（図表2-22）時間当たり賃金の伸び（前年比）



（出所）米労働省

ナスとなった（図表2-13）。除く石油ベースでも、同▲2.7%と、5ヵ月連続のマイナスとなり、ドル高などによる物価への低下圧力は今後に残るとみられる。

3月のFOMCで更新されたFFレートの見通し（中央値）を見ると、2015年末が1.125%から0.625%、2016年末が2.5%から1.875%、2017年末が3.625%から3.125%へと、いずれも大幅に下方修正され、FRB内で利上げのペースがより緩やかなものになるとみるメンバーが増えたことが示された。賃金の回復には力強さが欠けるほか、輸入物価によるディスインフレ圧力が残ることなどから、コアインフレ率は今後も緩やかな伸びにとどまるとみている。米景気は今後も回復傾向が続くとみられ、FRBは年後半に利上げを決定するとみるが、その後の利上げペースはゆっくりとしたものになると予想する。

### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏景気は回復傾向で推移している。ドイツを中心に個人消費の改善傾向が続くと見込まれるのに加えて、主要輸出先である米国や英国の景気回復やユーロ安などを背景に、輸出が回復傾向で推移するとみられることから、ユーロ圏景気は今後も緩やかな回復傾向が続くと予想する。

個人消費は、雇用環境の改善や、これまでの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みる。

固定投資は、企業の生産活動の停滞などを背景に、低調な推移が続いているものの、住宅投資が持ち直し傾向にあることや、企業景況感に改善の兆しが出ていることなどから、今後は緩やかながら上向くと予想する。

ECB（欧州中央銀行）は、3月9日から開始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。

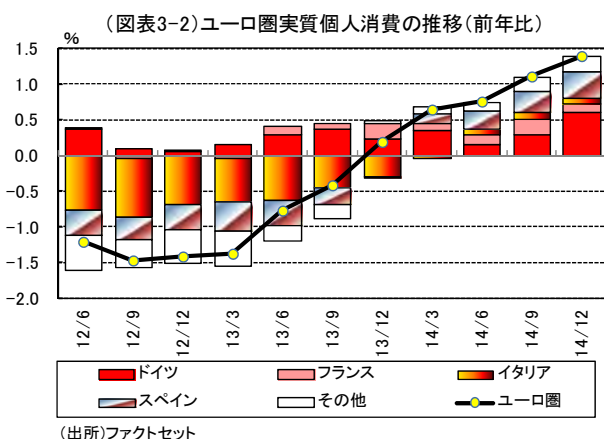
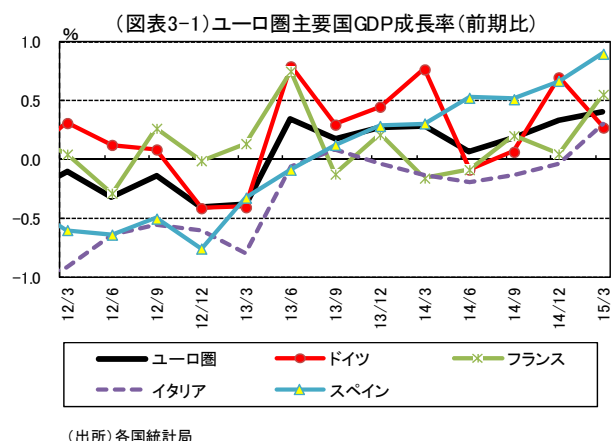
#### （１）ユーロ圏景気は回復傾向が継続

1－3月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比＋0.4％と、昨年10－12月期の同＋0.3％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、ドイツ（10－12月期：同＋0.7％→1－3月期：同＋0.3％）の伸び幅が縮小したものの、ゼロ成長であったイタリア（同0.0％→同＋0.3％）とフランス（同0.0％→同＋0.6％）がプラスとなったほか、スペイン（同＋0.7％→同＋0.9％）の伸び幅が拡大した。

今後については、ギリシャ情勢の緊迫化や、ウクライナ問題といった地政学リスクへの懸念などが、当面、景気への下押し圧力になるとみられる。ただ、ドイツを中心に雇用環境が改善していることなどから、個人消費は今後もユーロ圏景気の回復をけん引するとみている。加えて、主要輸出先である米国や英国の景気回復やユーロ安などを背景に、輸出の回復傾向が続くとみられることもあり、ユーロ圏景気は今後も緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

#### （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昨春以降、回復基調が続いている。10－12月期の実質個人消費は前年比＋1.4％と、4四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、フランスとイタリアが小幅の伸びにとどまったものの、スペインが同＋0.4％、ドイツは同＋0.6％と堅調に推移し、全体をけん引している。



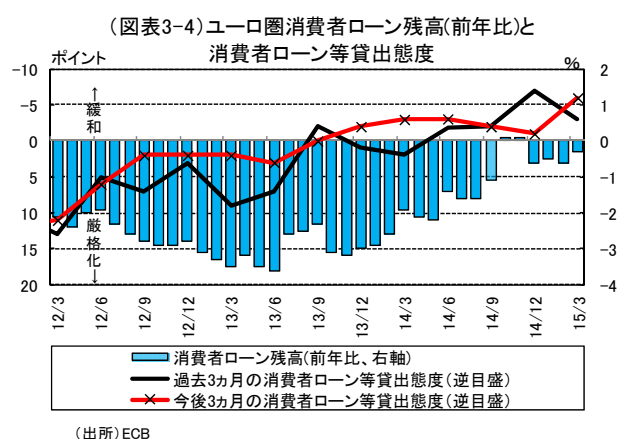
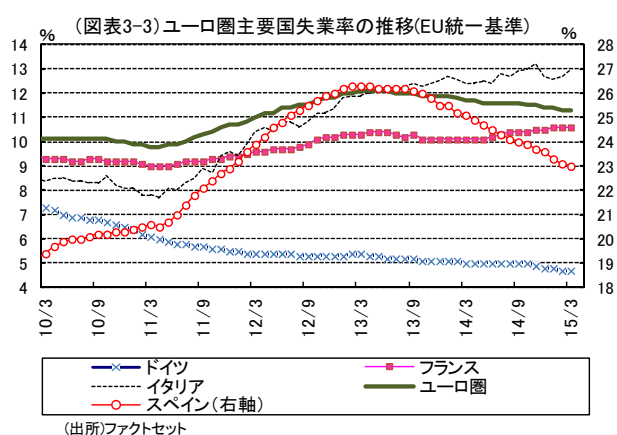
個人消費が好調な背景には、雇用環境の改善がある。ユーロ圏の失業率（EU統一基準）を見ると、足元では11.3%と、2012年5月以来の水準まで回復している（図表3-3）。主要国別に見ると、2012年から労働市場改革に着手したスペインの改善傾向が続いているほか、1月に従来の産業・地域別最低賃金に代わって全国統一の最低賃金が導入されたドイツでも、雇用への悪影響は特に見られず、堅調な推移が続いている。

フランス、イタリアでは、依然として失業率が高止まりしているものの、構造改革の加速に向けた取り組みが進みつつある。フランスでは、日曜営業や小売店舗開設などに関する規制緩和を盛り込んだ経済成長・雇用法案（通称「マクロン法案」）が、2015年2月に採択された。労働環境の悪化への懸念から、与党・社会党からも反対意見が出ていたものの、バルス首相は「議会の採決を経ずに法案を採択できる」という、年に1度しか使用できない憲法上の規定を行使し、本法案を採択した。また、イタリアでも2015年2月、レンツィ首相が進める労働市場改革について、解雇規制の緩和などの主要部分が内閣で承認されており、今後の雇用環境の改善や生産性向上が期待される。ただ、フランスのマクロン法案は労働規制全般に踏み込んだものではなく、イタリアの労働市場改革も今後立法化の必要があることに加え、構造改革の成果が失業率の改善として表れるのには時間を要することから、ユーロ圏の失業率改善をけん引していくのは今後もドイツやスペインになるとみている。

原油価格の下落も個人消費を下支えしているとみられる。欧州の原油価格の指標とされている北海ブレンツ価格の下落は、原油需給の緩和などを背景に、昨年6月以降大きく下落した。足元では持ち直しつつあることから、原油安効果は今後徐々に薄れていくことが予想されるものの、しばらくは原油安による実質購買力の向上が、個人消費を下支えするとみている。また、金融機関の貸出態度も緩和の傾向にある。欧州中央銀行（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ヵ月の貸出態度を見ると、「緩くした」と回答した銀行の割合は、「厳しくした」と回答した銀行の割合を4四半期連続で上回っている（図表3-4）。銀行貸出態度の緩和などを背景に、ユーロ圏の消費者ローン残高（前年比）も2013年秋ごろから持ち直し傾向にあり、家計の資金繰りの改善に寄与していることがうかがえる。今後についても、ECBの国債買い入れ策が銀行貸出態度の緩和を後押しするとみられるほか、雇用環境の持ち直しや原油安も追い風となり、ユーロ圏の個人消費は引き続き改善傾向での推移が続くと予想する。

### （3）固定投資は上向くと予想

ユーロ圏の実質固定投資は昨春以降、回復ペースが鈍化している。10－12月期の実質固定投資は前年比+0.3%と、前期の同+0.4%から伸び幅が縮小した（図表3-5）。実質固定投資を分野別に見ると、住居がプラスに転じたほか、その他建設のマイナス幅が縮小するなど、建設関係に持ち直し



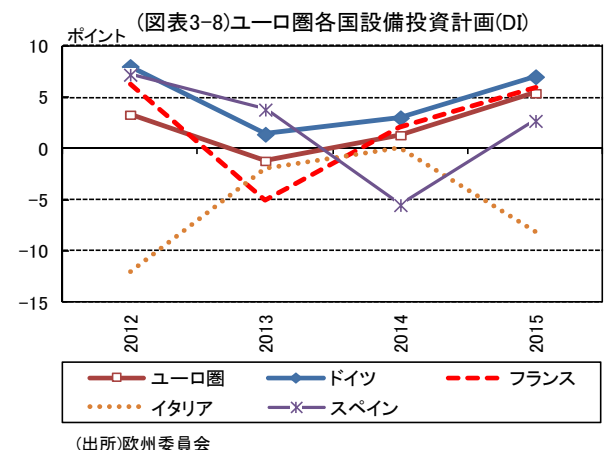
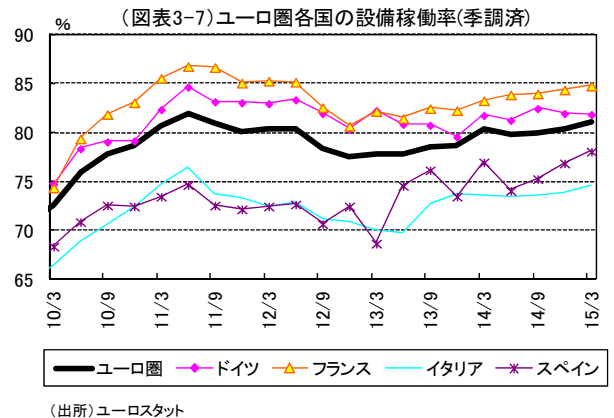
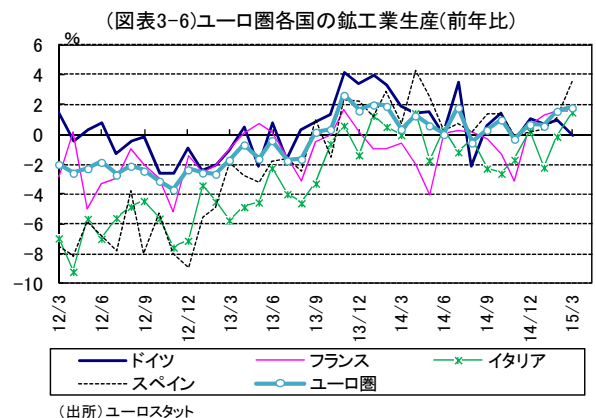
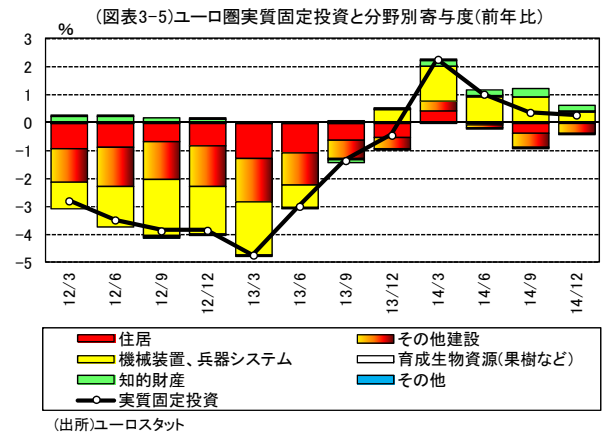
の動きが見られたものの、機械装置や兵器システム、知的財産の伸び幅が縮小したことが、回復ペースの鈍化につながった。

企業の生産活動も回復の軌道に乗れていない。ユーロ圏の鉱工業生産（前年比）を見ると、昨夏ごろから一進一退の推移が続いている（図表3-6）。足元では、スペインやイタリアの回復ペースが加速し、鉱工業生産全体を押し上げているものの、フランスは横ばいの推移となっているほか、ドイツはマイナスに転じている。

一方、設備稼働率は緩やかな持ち直し傾向にある。3月のユーロ圏設備稼働率は81%と、2011年6月以来の水準まで回復しており、設備過剰感は和らいでいるとみられる（図表3-7）。欧州委員会が発表する設備投資計画を見ても、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3-8）。主要国別に見ると、イタリアがマイナスとなったものの、スペインがプラスに転じたほか、ドイツとフランスはプラス幅が拡大した。ドイツを中心に個人消費の改善が続いていることなどが企業の生産活動の持ち直しにつながり、今後の設備投資を促す可能性が高い。

企業向けの銀行貸出態度が緩和傾向にあることも、固定投資の下支えになるとみられる。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た（図表3-9）。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上回った状況が続いている。今後もECBの国債買入れ策が後押しすることで、銀行貸出態度の緩和トレンドは継続するとみている。

住宅投資も足元では持ち直しつつある。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、昨春以降、均せば回復傾向が続いている（図表3-10）。主要国別に見ると、住宅価格が高騰するドイツの伸びが鈍化しているものの、スペインやフランスは改善傾向が続いている。フランスでは昨年8月末に、賃貸用住宅への投資などに関する優遇税制措置が盛り込まれた住宅建設促進策が発表されたことが、住宅市場の回復に寄与しているとみられるほか、スペインでは雇用環境の改善





などが住宅需要の下支えになっているとみている。

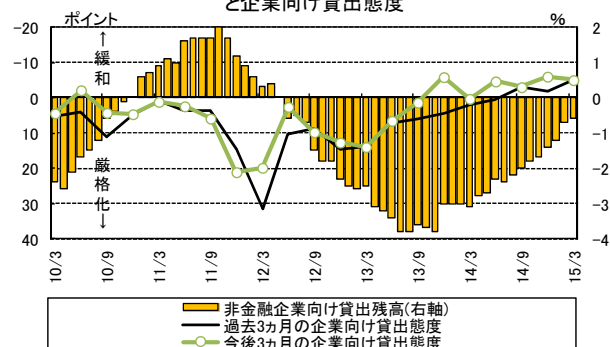
企業景況感にも改善の兆しが出てきた。欧州委員会が発表する企業景況感は昨夏以降、低調な推移が続いていたものの、個人消費の拡大や輸出の改善に支えられ、足元では持ち直し傾向にある(図表3-11)。企業の生産活動の停滞などを背景に、足元の設備投資は低調な推移が続いているものの、銀行貸出態度の緩和や企業景況感の改善などから、今後は回復に向かうとみている。加えて、住宅投資も持ち直し傾向にあることなどから、ユーロ圏の固定投資は、夏場以降上向くと予想する。

#### (4) 輸出は緩やかな回復傾向が続くとみる

ユーロ圏の輸出は回復傾向が続いている。過去6ヵ月(2014年9月～2015年2月)の輸出金額の伸びは前年比+4.3%と、その前の6ヵ月(2014年3月～8月)の同+0.2%から加速した。相手国別に見ると、景気回復が続く米国向けが堅調に推移しているほか、ユーロ圏外EU向けも底堅い推移が続いている(図表3-12)。ユーロ圏の輸出を品目別に見ると、資源価格の下落を背景に鉱物性燃料のマイナス寄与が続いているものの、主力の機械類・輸送機器が堅調に推移し全体をけん引しているほか、化学製品やその他製品も回復傾向が続いている(図表3-13)。

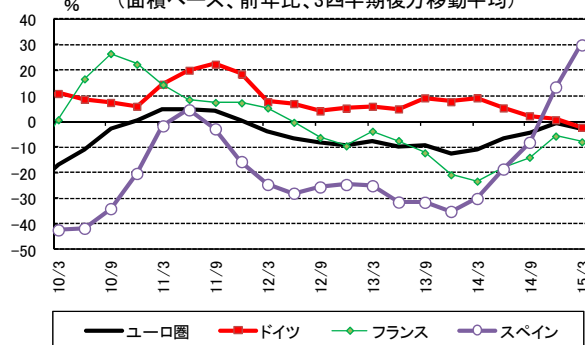
一方、輸出が堅調に推移するなかでも、EU外向け欧州は2013年夏ごろからマイナス圏での推移が続いている。2012年3月を起点とする相手先別の輸出金額の推移を見ると、ロシア向けの輸出が昨秋ごろから大幅に減少しており、EU外欧州向けの下押し圧力となっていることがうかがえる(図表3-14)。ロシア向け輸出の減少は、原油安を背景にロシア景気の低迷が続いているのに加えて、ウクライナ問題を契機に、欧州からロシアへのエネルギー関連設備や軍事製品の輸出を禁止するといった、対ロシア経済制裁が強化されたことや、報復としてロシアがEUからの食品輸入をストップしたことが大きい。足元では原油安が一服していることなどから、ロシア景気は今後持ち直しに向かうとみられるものの、EUとロシアの関係は改善が進んでおらず、ロシア向け輸出は今後も低調な推移が続くとみている。加えて、これまでユーロ圏の輸出を支えてきた中国向け輸

(図表3-9)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



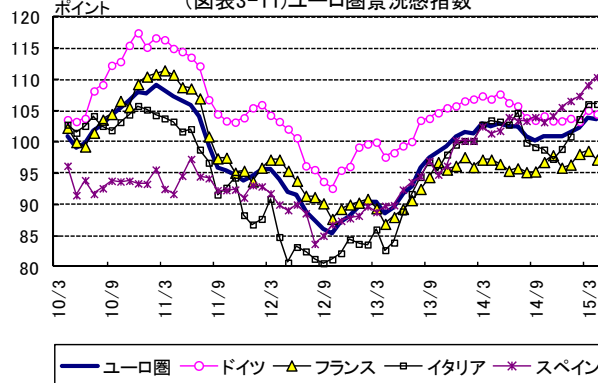
(出所)ファクトセット

(図表3-10)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)



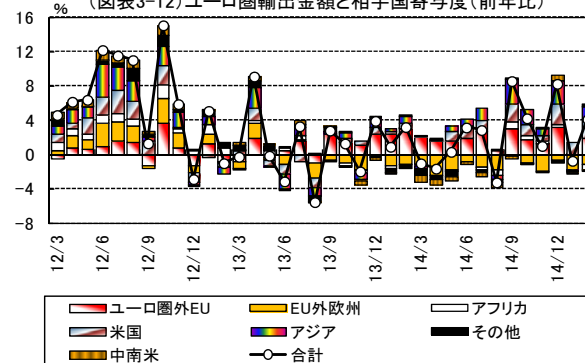
(出所)ファクトセット

(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

出も、同国景気の低迷を背景に足元では減少傾向にある。ユーロ圏の輸出金額に占めるロシア向けの割合は2.5%、中国向けは6.6%と、2カ国合計で1割弱を占めており、ロシアと中国向け輸出の停滞は、ユーロ圏全体の輸出の回復ペースを鈍らせる可能性が高い。

もっとも、主要輸出先である米国や英国は景気の回復が続いているほか、ユーロ安による価格競争力の改善という追い風もある。今後については、ロシアなどの新興国向け輸出が伸び悩むとみられるものの、米国と英国向け輸出に支えられる形で、ユーロ圏の輸出は緩やかな回復傾向が続くとみる。

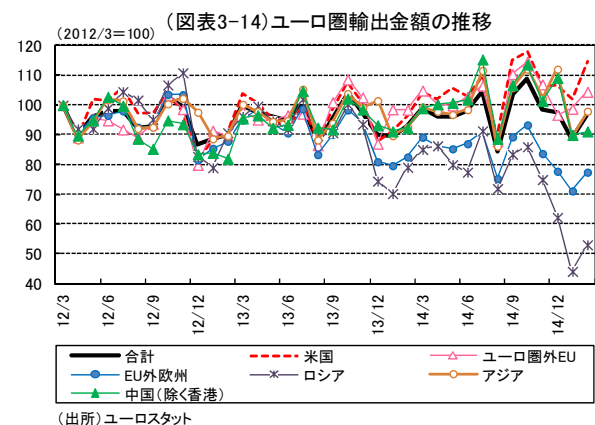
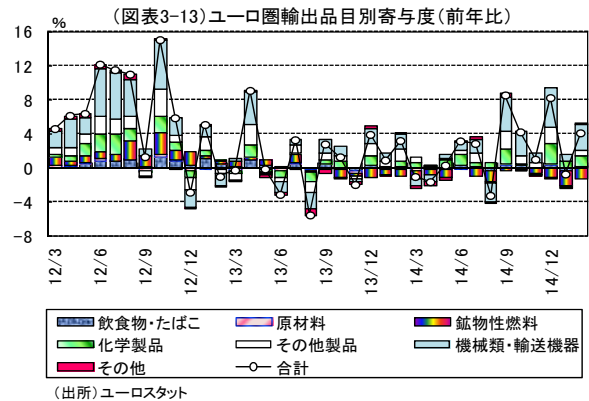
#### (5) ギリシャ情勢は緊迫化した状況が続く

今年1月、ギリシャでは解散総選挙が行われ、前議会の最大野党であった急進左派連合（SYRIZA）が勝利し、反緊縮を掲げるチプラス政権が誕生した。ギリシャは2010年以降、EUやIMF（国際通貨基金）からの金融支援を得る条件として、増税や年金改革、公共投資削減などの厳しい緊縮財政政策を受け入れてきたが、こうした緊縮に疲れた国民は、緊縮策に反対するSYRIZAを支持した。

チプラス首相は就任当初より、EUやIMFといった債権団に対し、強硬姿勢を貫いてきた。ギリシャへの第2次支援プログラム（総額約1,300億ユーロ）は今年2月末で期限を迎えるが、同首相は債権団が緊縮策の要請を見直さない限り、支援プログラムの延長は求めないことを主張した。しかし、支援打ち切りへの危機感からギリシャの市中銀行で預金の流出が続いたことなどを受け、ギリシャ側が改革案リストを提出するという形で譲歩し、支援プログラムは今年6月末まで延長されることとなった。ただ、ギリシャと債権団との対立は続いており、現在も改革案の合意には至っていない。現行支援プログラムのうち、72億ユーロの未融資分も凍結されたままである。

金融支援の先行きが懸念されるなか、ギリシャの市中銀行の資金繰りは厳しさを増している。ECBは適格担保としての基準を満たしていないギリシャ国債を、定例の資金供給オペの担保として例外的に受け入れるという措置を2月に停止した。現在は、各国中銀が責任を負う形で市中銀行へ貸出を行なうという緊急流動性支援（ELA）によってしのいでいる状況だが、ELAの継続や上限額引き上げにはECBの承認が必要であり、無制限に行なえるものではない。ギリシャの短期国債の主たる買い手は国内の市中銀行であることから、ギリシャの市中銀行の資金不足は、ギリシャ政府の資金難にもつながる。

ギリシャ政府は、仮に現行プログラムの未融資分72億ユーロを得られたとしても、7,8月には国債の大量償還が控えているほか、その後も債権団への返済は続く。ギリシャ国民はユーロ圏からの離脱を望んでおらず、EUとしても前例を作たくないという考えがあることから、ギリシャがユーロ圏から離脱する可能性は低い。ただ、7月以降のギリシャへの第3次支援プログラムを巡って、今後の協議が難航するとみられることなどから、6月末を乗り切っても、ギリシャ情勢は緊迫化した状況



が続くとみている。

## （６）ECBは当面様子見姿勢をとると予想

ECBは今年3月9日、PSPP（国債買い入れを含む資産買い入れプログラム）を開始した。ECBの資産買い入れ策は、従来、ABS（資産担保証券）やカバードボンドといった民間資産を対象に行なわれてきたが、同プログラムの導入により、国債や欧州機関債など、公的機関の発行した証券も買い入れの対象となった。買い入れ規模についても、毎月120～130億ユーロという従来のペースに対し、ECBは毎月合計600億ユーロという目標を設定した。なお、買い入れ資産の利回りの下限は、中銀預金金利（▲0.2%）としている。

ECBの中銀預金金利はマイナスであり、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になるため、プログラムの発表当初、買い入れが毎月合計600億ユーロという目標ペースどおりに進むかには不透明感があった。しかしながら、ECBは初月となる3月の買い入れ総額が、目標の600億ユーロを上回ったと発表した。うち、国債の購入金額は474億ユーロであり、ECBの予定どおり、国債の構成比はユーロ圏各国のECB出資比率に比例する結果となっている（図表3-15）。

大規模な量的緩和策の導入は、すでにいくつかの効果を発揮している。ユーロ圏各国の10年物国債の金利の推移を見ると、量的緩和策の導入を発表した1月以降、概ね低下傾向で推移してきた（図表3-16）。長期金利の低下は、銀行貸出金利の低下や貸出態度の緩和を促しているとみられ、減少が続いていた民間貸出額も足元では3年ぶりに増加に転じ、個人消費や固定投資の下支えとなっている。長期金利の低下とともにユーロ安も一段と進行しており、輸出競争力改善の効果も現れている。今後も国債の買い入れが続くなか、ECBへの出資比率の高いドイツを中心に国債需給のひっ迫感が強まっていくとみられるが、ECBのドラギ総裁は4月15日の政策理事会後の記者会見で、「購入債券の不足という市場の懸念は、やや行き過ぎである」と述べ、現在のスキームを維持する意向を示したほか、当初の予定どおり、2016年9月までは量的緩和策を継続実施する姿勢を強調した。ECBは量的緩和策の政策効果を見極めるため、中銀預金金利の引き下げなどは行なわず、当面様子見姿勢をとるとみている。一方、同総裁は、ユーロ圏各国の潜在成長率の低迷や、長期失業が続いている点にも言及したうえで、「こうした問題を金融政策で解決することは困難である」と述べ、各国政府が構造改革に取り組み、生産性の向上や労働市場の改善に努めることの重要性を強調した。各国政府は金融政策の効果に頼り切るのではなく、量的緩和策や原油安という追い風を活かして、構造改革を推進していく必要がある。

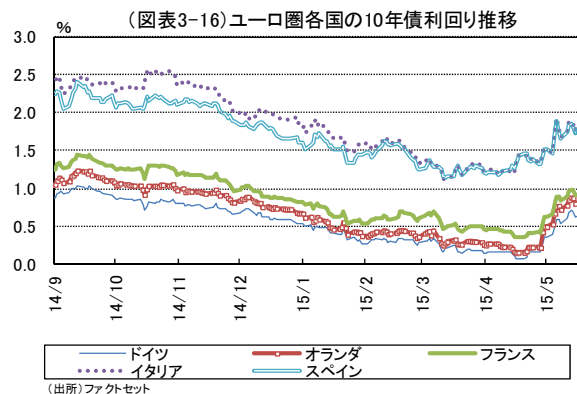
## （７）英国経済は緩やかな回復が続くと予想

英国の1-3月期実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.3%と、9四半期連続のプラス成長

（図表3-15）PSPPに基づく2015年3月の買い入れ概況

|         | 買い入れ金額<br>(百万ユーロ) | 国債構成比<br>(%) | ECB出資比率<br>(%) |
|---------|-------------------|--------------|----------------|
| 国債      | 41,676            | 100.0        | 100.0          |
| ドイツ     | 11,063            | 26.5         | 25.6           |
| フランス    | 8,752             | 21.0         | 20.1           |
| イタリア    | 7,604             | 18.2         | 17.5           |
| スペイン    | 5,444             | 13.1         | 12.6           |
| オランダ    | 2,486             | 6.0          | 5.7            |
| ベルギー    | 1,527             | 3.7          | 3.5            |
| オーストリア  | 1,215             | 2.9          | 2.8            |
| ポルトガル   | 1,073             | 2.6          | 2.5            |
| フィンランド  | 774               | 1.9          | 1.8            |
| アイルランド  | 721               | 1.7          | 1.6            |
| スロバキア   | 506               | 1.2          | 1.1            |
| スロベニア   | 209               | 0.5          | 0.5            |
| ルクセンブルク | 183               | 0.4          | 0.3            |
| ラトビア    | 75                | 0.2          | 0.4            |
| リトアニア   | 39                | 0.1          | 0.6            |
| マルタ     | 5                 | 0.0          | 0.1            |
| 公的機関債   | 5,680             | -            | -              |
| PSPP合計  | 47,356            | -            | -              |

（出所）ECB



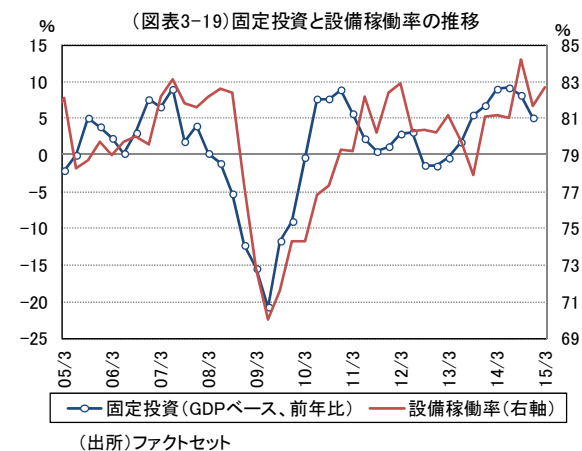
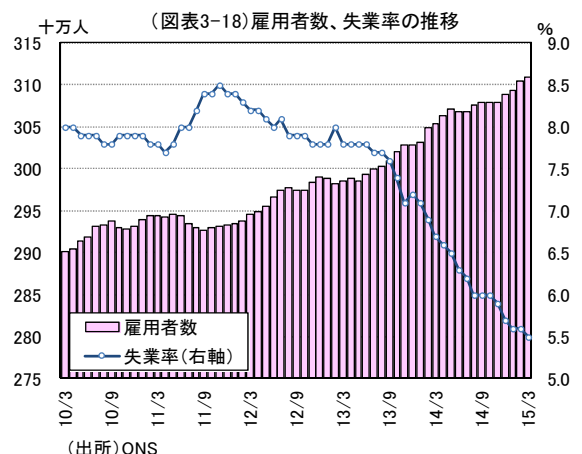
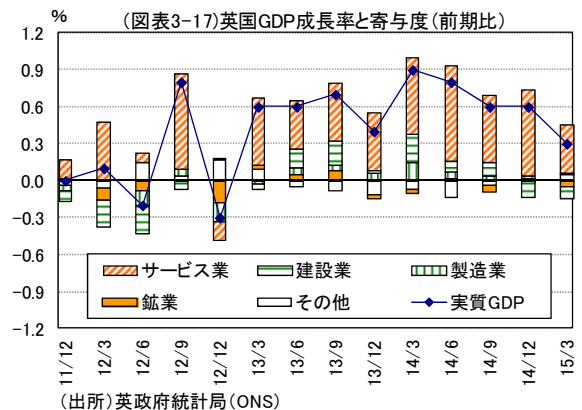
となったものの、10－12 月期の同+0.6%から伸び幅が縮小した（図表 3-17）。産業別では、建設業（同▲2.2%→同▲1.6%）のマイナス幅が縮小したが、サービス業（同+0.9%→同+0.5%）はプラス幅が縮小し、全体を押し下げた。今後については、輸出の伸び悩みが見込まれるものの、雇用環境の改善を背景に、個人消費の回復傾向が続くとみられることなどから、英国経済は緩やかな回復が続くと予想する。

個人消費は、底堅く推移している。実質小売売上高を見ると、1－3 月期は前年比+2.8%と、前期から伸びが鈍化したものの、2009 年以降は均せば緩やかな上昇基調が続いている。背景には、雇用環境の改善がある。雇用者数は 2009 年以降、サービス業を中心に増加傾向で推移している。失業率は 2012 年ごろから改善傾向となり、3 月には 5.5%と、2008 年以来の低水準となった（図表 3-18）。ただ、これまで個人消費の伸びを後押ししていた住宅価格上昇に伴う資産効果は、今後徐々に弱まるとみる。住宅ローン申請件数は、昨年 12 月に不動産印紙税率が引き下げられた一方、昨年 10 月から住宅ローンの融資基準が厳格化されたことなどを背景に、伸び悩んでいる。住宅価格の上昇ペースは、今後も鈍化傾向で推移するとみられ、資産効果ははく落することで、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、昨夏以降、減速傾向で推移している（図表 3-19）。設備稼働率が 2013 年末以降、過去 10 年間の平均稼働率を上回って推移している。こうしたなか、生産については、個人消費が緩やかな回復が続いていることもあって、均せば改善傾向が続くとみている。ただ、欧米の対ロシア経済制裁などによる先行き不透明感もあって、企業の設備投資見通しには慎重姿勢がみられる。イングランド銀行（BOE）の調査でも、企業の資金需要 DI、銀行の貸出態度 DI がともに悪化しており、固定投資の持ち直しペースは今後も緩慢なものにとどまるとみている。

輸出は、回復が遅れている。米国向け輸出には底堅さがみられるものの、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などから、今後の回復ペースは鈍いものにとどまるとみる。

5 月の金融政策委員会では、政策金利（5.0%）、資産買い取り枠（3,750 億ポンド）がともにすえ置かれた。食品や原油価格の下落に加え、労働生産性の回復の遅れもあって、インフレ率は引き続き低調な推移が続くとみており、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、経済の質や効率を重視し、無理に成長率を引き上げず、安定成長と構造改革の両立をめざす方針を示している。今後も、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ていくことが見込まれる。ただ、内需に自律的な回復力を欠くなか、景気の下押し圧力が強まっていることなどから、財政・金融政策で下支えしつつ、2015 年の政府目標である前年比+7%前後の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みている。

#### （１）中国景気は減速傾向

中国の 2015 年 1－3 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+7.0%と、10－12 月の同+7.3%から伸びが鈍化した。2015 年の政府目標である「前年比+7%前後」の水準は、辛うじて達成したものの、6 年ぶりの低成長となった。不動産市場の冷え込みや製造業の過剰生産能力を背景にした内需の低迷に加え、外需も伸び悩んだことが、成長率を押し下げた（図表 4-1）。

中国政府は、経済が「新常态（ニューノーマル）」に入ったとし、質や効率を重視し、無理に成長率を引き上げず、安定成長と構造改革の両立をめざす方針を示している。今後も、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ていくことが見込まれる。ただ、景気の下押し圧力が強まっていることから、財政・金融政策で下支えしつつ、目標とする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みている。2015 年の実質 GDP 成長率は同+6.9%、2016 年が同+6.7%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 | 6.9         | 6.7         |

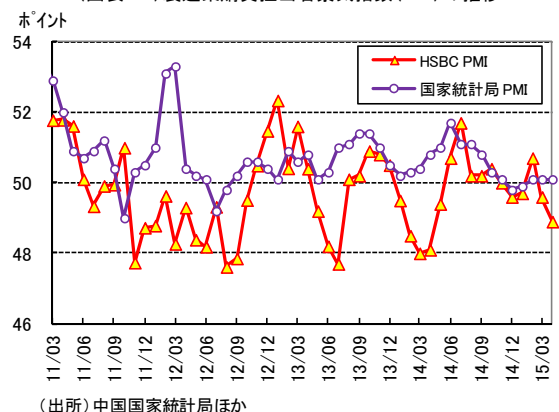
#### （２）企業マインドの回復ペースは鈍い

企業マインドの回復ペースは鈍い。国家統計局が発表している製造業 PMI（購買担当者景気指数）は、4 月が 50.1 と、製造業活動の拡大と縮小の境目を表す 50 を辛うじて上回ったものの、前月から横ばいにとどまった（図表 4-3）。

企業規模別に見ると、大型企業が 50.6、前月差▲0.9 ポイントと、4 ヶ月ぶりのマイナスになり、一進一退の推移が続いている。一方、小型企業では 48.4、同+1.5 ポイントと、2 ヶ月ぶりの上昇となったものの、依然として 50 を大きく下回る水準にとどまった。

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

（図表4-3）製造業購買担当者景気指数（PMI）の推移





される HSBC の製造業 PMI を見ると、4 月が 48.9、前月差▲0.7 ポイントと、2 ヶ月連続で低下し、閾値である 50 を 2 ヶ月連続で下回っており、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。

実際の経済の動きを示すハードデータを見ても、厳しい状況が続いている。まず、鉱工業生産は、4 月が前年比+5.9%と、3 月の同+5.6%から伸び幅がやや拡大したものの、2014 年通年の同+8.3%を大きく下回った（図表 4-4）。主要品目の動向を見ると、非鉄金属の生産量は、足元でやや持ち直しの動きがみられるものの、セメント生産量は 2 ヶ月連続の前年比マイナスとなったほか、自動車生産台数は、2011 年 12 月以来のマイナスに転じている。発電量も、昨年 10 月以降、前年比+2%を下回る低調な推移が続いている（図表 4-5）。

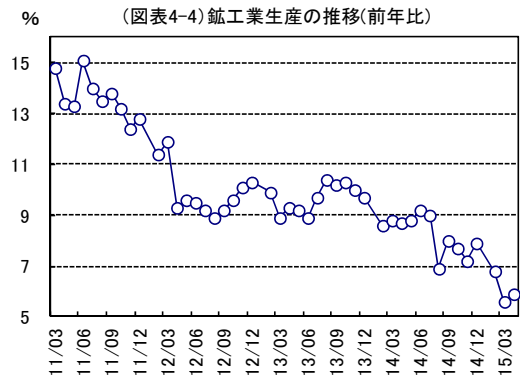
固定資産投資も、年明け以降、鈍化傾向を強めている。2015 年 1-4 月は前年比+12.0%と、2014 年通年の同+15.7%からプラス幅が大きく縮小した（同統計は年初からの累計値で発表）（図表 4-6）。水利・環境や運輸などのインフラ関連分野の業種では、依然として底堅さをみせているものの、主力の製造業や不動産業では低迷が続く、伸び幅も一桁台まで縮小した（図表 4-7）。鉱業も年明け以降、前年比マイナス傾向となっている。

今後の生産は、鉄鋼、セメント、アルミ、石炭化学製品、太陽光パネルなど、過剰生産能力を抱えている業種を中心に、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、製造業が、過剰生産能力を抱えている業種を中心に、新規投資を抑制する動きを続けるとみられるほか、不動産開発投資も、住宅価格の下落を背景に、伸びの鈍化傾向が続くとみる。2015 年の生産は、前年比で+6%前後を中心とした推移が続くとみている。固定資産投資の伸びも、同+10%付近まで悪化する可能性が高い。

### （3）輸出は低迷

輸出は年明け以降、1 月が前年比▲3.3%、2 月は同+48.3%と、春節の時期が前年からずれた影響で、単月ベースでは大きく振れており、輸出の傾向が掴みづらくなっている。このため、四半期ベースで見ると、

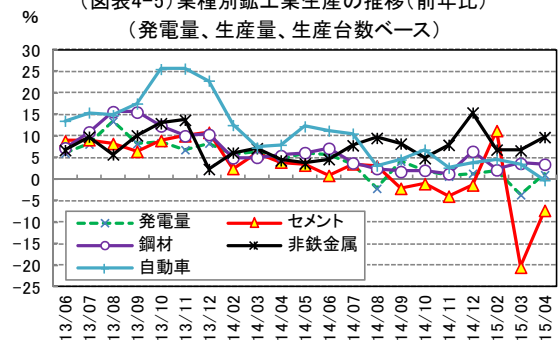
（図表4-4）鉱工業生産の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局

（注）2月は1-2月の合算ベース

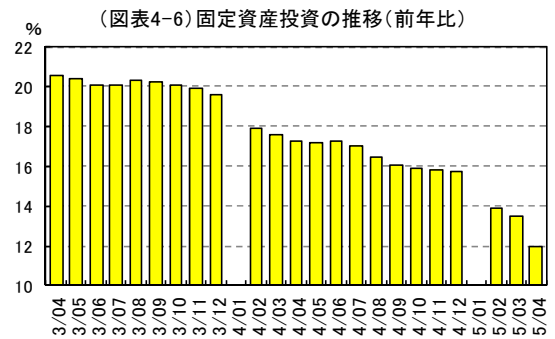
（図表4-5）業種別鉱工業生産の推移（前年比）  
（発電量、生産量、生産台数ベース）



（出所）中国国家統計局

（注）2月は1-2月の合算ベース

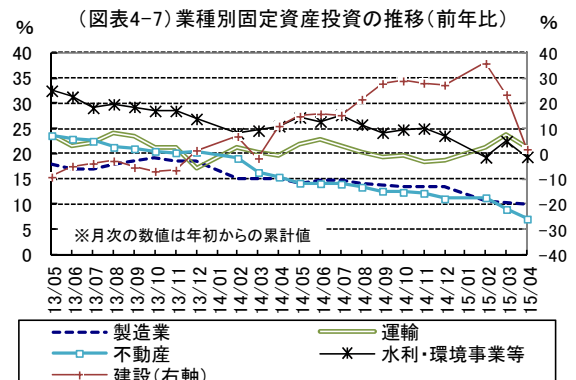
（図表4-6）固定資産投資の推移（前年比）



（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

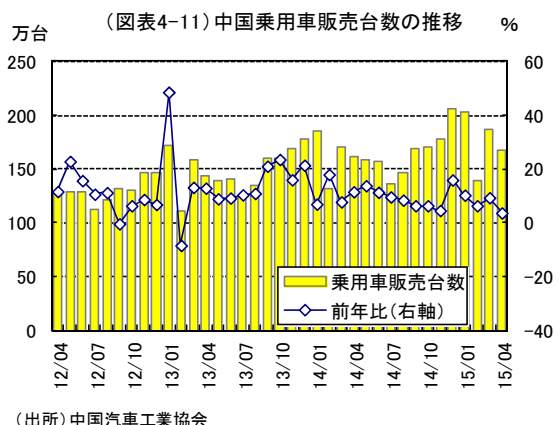
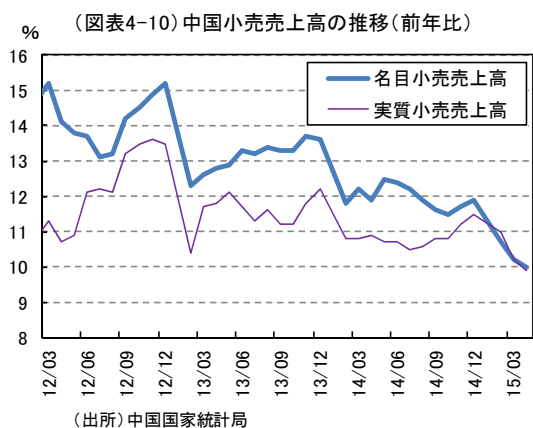
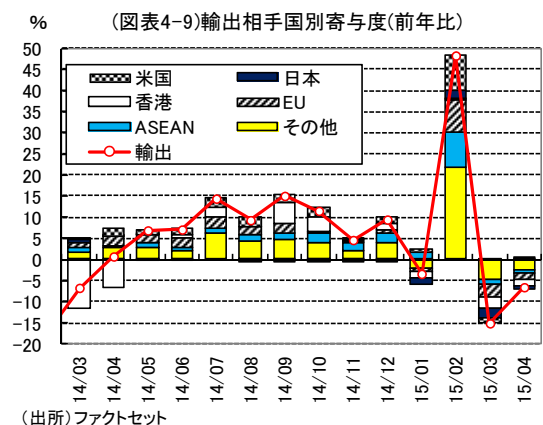
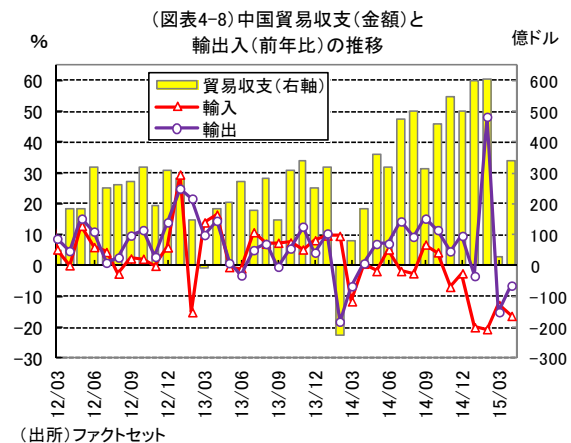
1-3 月期は同+4.6%と、2 四半期連続で伸びが鈍化しており、輸出の回復ペースの鈍さが示された。4 月についても、同▲6.4%と、2 ヶ月連続のマイナスとなるなど、回復が遅れている（図表 4-8）。4 月の輸出を地域別に見ると、主要相手先の米国が同+3.1%と2 ヶ月ぶりのプラスとなり、底堅さをみせているものの、EU 向けは、ユーロ安も足かせとなって、同▲10.4%と2 ヶ月連続のマイナスとなった（図表 4-9）。このほか、電子機器・部品関連輸出が中心の ASEAN 向けは同▲6.6%、香港向けが同▲9.0%、韓国向けが同▲3.7%、シンガポールが同▲7.6%と、軒並みマイナスとなっている。日本向けも同▲13.3%と、2 ヶ月連続の二桁マイナスとなり、回復が見通せない状況が続いている。

PMI の新規輸出受注指数を見ると、4 月は 48.1、前月差▲0.2 ポイントと2 ヶ月連続の低下となった。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、米国向けが、引き続き下支えするとみるものの、欧州景気の回復ペースが緩慢なことや、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って、低迷が続くと予想する。

#### （4）個人消費の伸びは鈍化傾向

名目ベースの小売売上高は、4 月が前年比+10.0%と、3 月の同+10.2%から伸びが鈍化した（図表 4-10）。小売売上高は、昨年末にかけて、持ち直しの動きがみられたものの、年明け以降、再び鈍化傾向となっている。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、通信機器（同+37.0%）は高い伸びが続いているほか、家具（同+16.4%）や被服・靴・帽子（同+10.9%）でも底堅さをみせている。習政権による「綱紀粛正」の方針（ぜいたく禁止令）の影響で、落ち込んでいた金・宝石等（同+10.3%）は、2 ヶ月連続の二桁プラスとなり、低迷を脱しつつある。一方、原油価格の下落の影響などを受け、石油・石油関連製品（同▲7.4%）が、年明け以降、マイナス傾向となっているほか、売上高に占めるウェイトが最も大きい自動車（同+1.6%）も低迷しており、小売売上高の下押し圧力となっている。

乗用車販売台数の推移を見ると、4 月は前年比+



3.7%と、3月の同+9.4%から伸びが鈍化し、1-4月累計でも前年比+7.7%と、2014年通年の同+9.9%を下回った（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おり、今後も回復感の乏しい動きが続くと予想する。

中国の雇用環境を見ると、政府が重視している都市別新規就業者数は、2015年1-3月期が324万人、前年同期との比較で20万人下回り、2009年以来の減少となった。足元の雇用環境に悪化の兆しがみられるなか、ぜいたく禁止令の影響も引き続き残るとみられ、今後の個人消費は回復感の乏しい動きが続くと予想する。

### （５）住宅価格の下落ペースは鈍化

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、4月が18都市と、昨年9月のゼロから拡大した一方、下落した都市数は4月が47都市と、昨年9月の69都市から大きく減少した（図表4-12）。

70都市平均の価格の推移を見ると、4月は前年比▲6.3%と、8ヵ月連続のマイナスとなったものの、前月比ベースでは▲0.1%と、3ヵ月連続でマイナス幅が縮小しており、下落ペースが鈍化しつつある（図表4-13）。

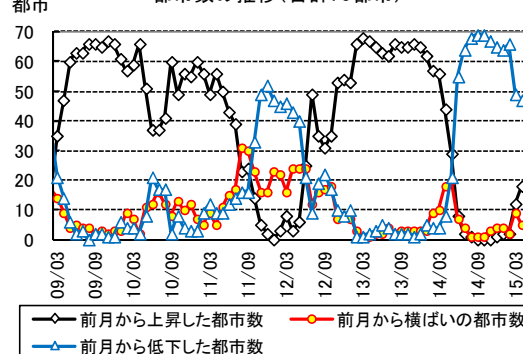
住宅価格の下落は、地方政府の財政が不動産関連収入に依存していることや、銀行も不動産関連融資を抱えていることもあって、中国経済へのマイナスの影響が大きい。人民銀行は、昨年9月に1軒目の住宅ローンを完済し、2軒目の購入が住み替え目的であれば、1軒目と同様の頭金比率と貸付金利を適用できるという形で住宅価格抑制策を緩和したほか、3月には、2軒目の住宅の一部について、購入時の頭金の最低比率を従来の60%から40%に引き下げるとしている。こうした住宅購入制限の緩和などを受け、住宅価格に下げ止まりの兆しが出てきている。ただ、地方都市を中心に、依然として供給過剰感が強く、今後も在庫調整圧力が続く可能性は高い。住宅価格は夏場ごろ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にとどまると予想する。

### （６）デフインフレ圧力が続く

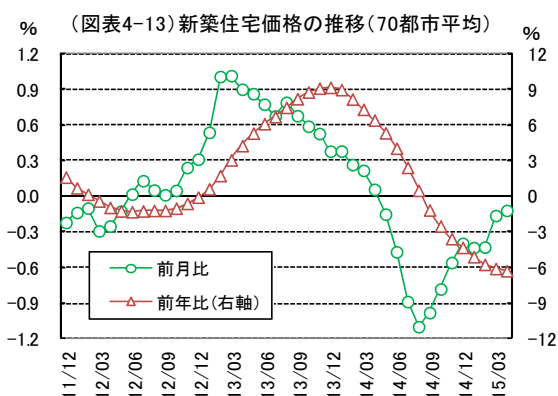
消費者物価指数（以下、CPI）は、2013年10月を直近のピークとして、均せば伸び鈍化が続いている（図表4-14）。4月は前年比+1.5%と、政府目標の+3.0%を大きく下回った。昨年9月以降、2%を下回る水準が続いており、デフインフレ圧力が強まっている。

CPIの内訳を見ると、国民の関心の高い食品価格は、4月が同+2.7%と、3月の同+2.3%から伸びが拡大した。主要品目では、豚肉価格（3月：同+2.0%→4月：同+8.3%）や野菜価格（同+0.4%→同+7.2%）の伸びが大きく拡大し、食品価格を押し上げた。一方、非食品価格は同+0.9%と前

（図表4-12）新築住宅価格（前月比）の変動状況別  
都市数の推移（合計70都市）



（出所）中国国家统计局



（出所）中国国家统计局

月と同じ伸びとなり、昨年 12 月以降、1%割れが続いている。原油安の影響が大きく、燃料・車両が 4 月は同▲16.3%と、5 ヶ月連続の二桁マイナスとなった。足元では原油価格が持ち直していることで、CPI は徐々に上向くとみるものの、内需の回復が鈍いなか、需要面からの物価上昇圧力が弱く、今後も前年比+1%台を中心とする推移が続くとみている。

こうしたなか、人民銀行は、1 年物貸出基準金利を昨年 11 月に 6.00%から 5.60%へ、2 月に 5.35%へ、5 月に 5.10%へと引き下げた（図表 4-15）。短期間で 3 回利下げを行なったのは、物価水準の低下で実質金利が高止まりし、資金調達コストが負担となっていたためとみられる。また、預金準備率も、大手行に対して 2 月に 0.5%、4 月にはさらに 1%引き下げ、18.5%としている。流動性の供給で貸出を促しているともみられるほか、資本取引で国内からの資金流出が目立っていたこともあって、流動性の低下を抑制する目的もあったとみている。

## （7）再度、預金準備率の引き下げへ

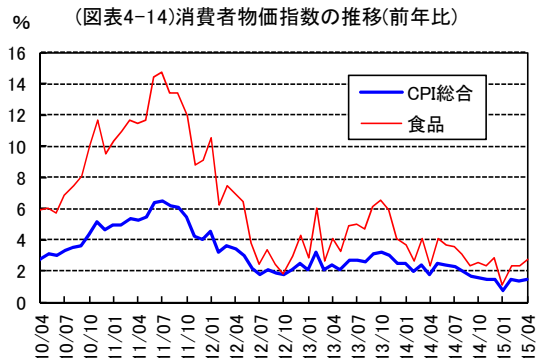
人民元建て新規銀行融資を見ると、4 月は同▲8.6%と 2 ヶ月連続のマイナスとなった（図表 4-16）。実体経済の流動性の目安とされる社会融資総量（銀行融資のほか、委託貸付・信託貸付・銀行引受手形などシャドーバンキングの一部、株式・債券発行等）も同▲31.2%と、2 ヶ月連続の二桁マイナスとなり、なかでもシャドーバンキング経由の与信の減少が目立っている。

シャドーバンキングに関して、昨年 1 月に山西省の炭鉱会社を投資先とする信託商品のデフォルト懸念が高まったものの、最終的には正体不明の第三者による

買い取りでデフォルトが回避された。一方で、社債については、昨年から 3 件のデフォルトが発生するなど、政府は、市場原理に基づく展開を黙認する姿勢も示している。こうしたなか、人民銀行の周総裁は、金利の自由化を年内に行なう可能性を示している。今後は、金融商品・サービスの多様化などが見込まれることもあって、シャドーバンキング経由の与信は減少傾向で推移するとみる。

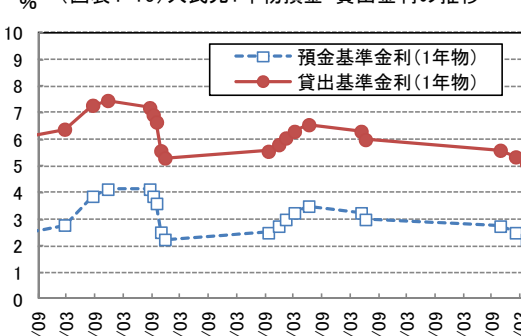
金利の自由化は、体力の劣る銀行の一層の弱体化などにより、金融システム不安を招く懸念があるため、5 月 1 日からの預金保険制度の導入を決定するなど、金融システムの整備を進めている。金融改革の進展は、資金効率が改善し、経済構造の転換を後押しする目的もあると見込まれるものの、足元の景気は下振れ圧力が強まっていることもあり、財政・金融政策で景気を下支えする必要があるとみている。財政政策では、インフラ関連分野に絞って投資をしていくとみられるほか、金融政策では、年内に再度、貸出基準金利および預金準備率の引き下げを行なうとみており、目標とする実質 GDP 成長率に収れんするよう、景気のかじ取りを行なっていくと予想する。

（図表 4-14）消費者物価指数の推移（前年比）



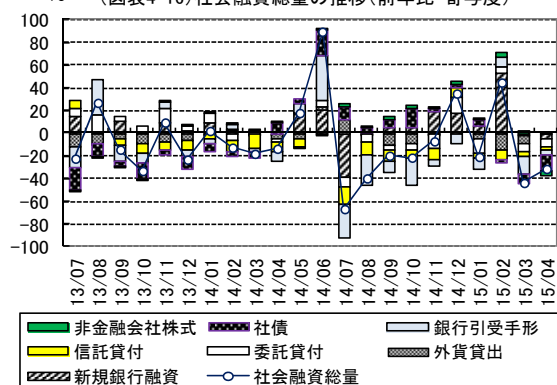
（出所）中国国家統計局

（図表 4-15）人民元 1 年物預金・貸出金利の推移



（出所）中国人民銀行

（図表 4-16）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。

今後については、韓国とシンガポールは、価格競争力の低下などを背景に、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。一方、台湾は輸出が底堅く推移するとみられ、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、高成長が続くと予想する。タイでは、公共投資など、内需を中心に緩やかな回復傾向で推移するとみる。一方、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にとどまろう。

金融政策は、インフレ圧力が低下していることで、韓国、インド、タイでは利下げが実施されるとみる。一方、フィリピンの再利上げは年後半以降となろう。インドネシアでも、FRBの利上げにあわせ、利上げが実施されるとみる。台湾、マレーシアでは、政策金利がすえ置かれると予想する。

豪州景気は、民間設備投資の減速傾向が続くとみられることから、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%             | 3.1%          | 3.4%          |
| 台湾     | 2.1%          | 3.7%             | 3.8%          | 4.1%          |
| シンガポール | 4.4%          | 2.9%             | 2.8%          | 3.2%          |
| フィリピン  | 7.2%          | 6.0%             | 6.5%          | 6.3%          |
| インドネシア | 5.6%          | 5.0%             | 4.9%          | 5.2%          |
| タイ     | 2.9%          | 0.9%             | 3.6%          | 3.8%          |
| マレーシア  | 4.7%          | 6.0%             | 4.6%          | 4.9%          |
| 香港     | 2.9%          | 2.3%             | 2.4%          | 2.6%          |
| インド    | 6.9%          | 7.4%             | 7.8%          | 8.1%          |
| 豪州     | 2.4%          | 2.7%             | 2.8%          | 3.0%          |

(注) インドは年度ベース(4月～翌3月)

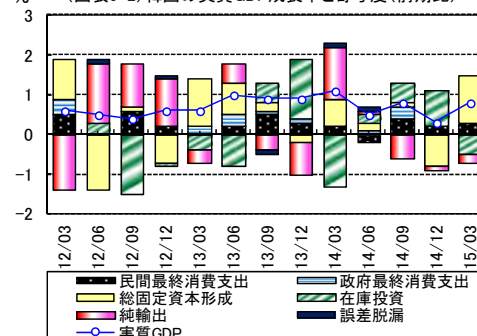
(注2) 2014年の網掛け部分は当社予測

### (1) NIEs 諸国の景気回復ペースはまちまち

#### ＜韓国＞

韓国の2015年1-3月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.8%と、10-12月期の同+0.3%から、2四半期ぶりに伸び幅が拡大した(図表5-2)。ウォン高などを背景に、輸出が前期から横ばいにとどまったものの、建設投資が、落ち込んだ前期からの反動で持ち直し、全体を押し上げた。今後については、企業収益が悪化傾向にあるなか、雇用・所得環境の低迷が続いており、個人消費は緩慢な回復にとどまるとみる。輸出も、電子製品の競争力低下が懸念されるほか、企業は海外への生産移転を進めていることから伸び悩むものとみており、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(CPI)は3月が前年比+0.4%と、中銀のインフレ目標下限(同+2.5%)を下回り続けている(図表5-3)。政策金利は、3月の金融政策決定会合で過去最低水準の1.75%に引き下げられた後、4月はすえ置かれた(図表5-4)。景気が低迷するなか依然として低インフレが続いていることから、中銀は近く追加利下げを実施するとみる。

(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1-3月期実質GDP成長率は前年比+3.5%と、10-12月期の同+3.4%から2四半期ぶりに伸



び幅が拡大した（図表5-5）。輸出がスマホ用半導体などを中心に堅調な推移となったほか、個人消費も株高による消費者マインドの改善や、原油安に伴う実質購買力の向上を受け底堅く推移した（図表5-7）。

今後も、雇用・所得環境の改善や原油安による家計の実質購買力の改善を背景に、個人消費は緩やかな回復が続くとみる。輸出も新興国のスマートフォン需要の拡大に伴い、底堅く推移するとみられ、台湾景気は緩やかな回復傾向で推移するとみる。

CPIは、原油価格の下落を背景に、1月以降前年比マイナスが続いている。ただ、不動産バブルの懸念があり、今後も政策金利はすえ置かれると予想する。

### <シンガポール>

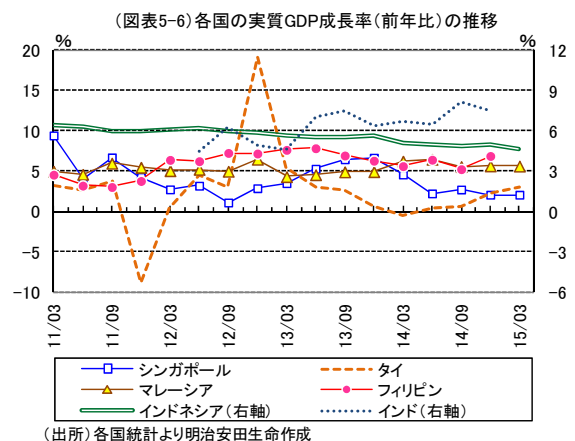
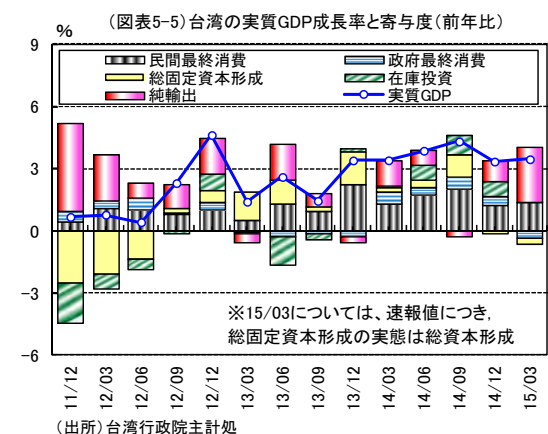
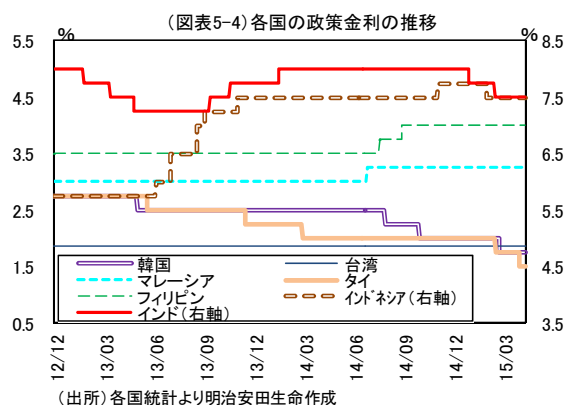
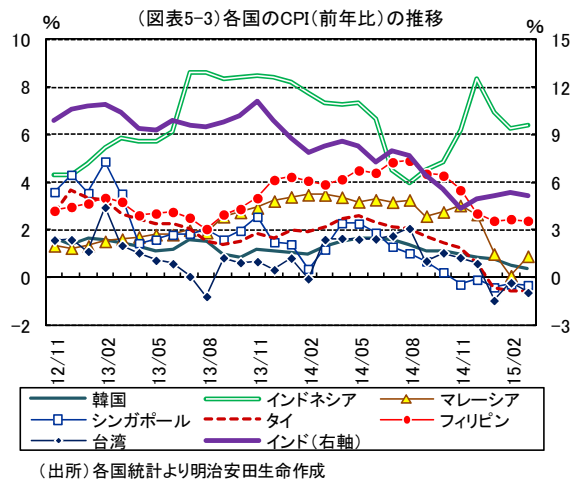
シンガポールの1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+2.1%と、前期と同じ伸びとなった（図表5-6）。速報段階では需要項目別の内訳は未公表だが、個人消費は家計の実質購買力の改善や車両所有権価格の低下などを背景に、2月も小売売上高が回復傾向で推移したこと、伸びが拡大したとみられる。ただ、設備投資は外資系企業による投資抑制姿勢もあり、伸び悩んだ可能性が高い。

今後も個人消費は、労働需給の引き締めによる賃金の増加などを背景に、底堅く推移するとみる。ただ、輸出は主要輸出先である中国景気の停滞や、PC関連製品の低迷などから、緩慢な伸びにとどまるとみられ、シンガポール経済は回復感の乏しい推移を予想する。通貨庁は4月の政策決定会合で、1月に緩和した為替レートの上昇ペースをすえ置いたほか、1月のコアインフレ見通しも維持しており、様子見姿勢を示した。今後も原油安の影響が残るとみられ、金融政策は緩和スタンスを維持すると予想する。

## （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1-3月期の実質GDP成長率は前年比+4.7%と、前期の同+5.0%から伸び幅が縮小した。内訳では、輸出のマイナス幅が縮小した一方、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価格の下落による交易条件の悪化に加え、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、景気は今後も停滞気味の推



移を予想する。中銀は、物価見通しの低下を背景に2月に25bpの利下げを実施した。ただ、今後については、通貨安懸念がくすぶるなか、さらなる利下げは難しい。FRBの利上げ局面では、経常赤字体質が嫌気され、再び通貨安圧力にさらされるとみられ、利上げを余儀なくされる可能性が高い。

### <タイ>

タイの1-3月期実質GDP成長率は前年比+3.0%と、前期の同+2.3%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傾向を受け、個人消費の伸び幅が拡大したほか、公共投資がプラスに転じた。今後については、政権が打ち出したインフラ整備計画もあり、公共投資の改善が続くとみられ、景気は緩やかな持ち直し傾向が続くと予想する。中銀は、3、4月の金融政策委員会で、政策金利を2会合連続で引き下げた。4月の声明文では、「利用可能な政策を適切に活用する準備がある」としており、低インフレ傾向に対処するため、上半期中にも追加利下げが実施されると予想する。

### <マレーシア>

マレーシアの1-3月期実質GDP成長率は前年比+5.6%と、前期の同+5.7%から小幅鈍化した。内訳では、増税を控え、個人消費や設備投資の伸び幅が拡大したものの、輸出が7四半期ぶりに減少し、全体を押し下げた。今後については、4月に物品・サービス税が導入されたことで家計の実質購買力が低下しているほか、電気・電子機器に次ぐ主要輸出品目である原油や天然ガスなどの国際価格が軒並み下落していることから、交易条件の悪化による景気の鈍化は避けがたいとみる（図表5-8）。中銀は、5月の会合で政策金利を3.25%にすえ置いた。声明文では、現行の政策スタンスは十分に緩和的で景気を下支えしているとしており、中銀は今後も様子見姿勢を続けると予想する。

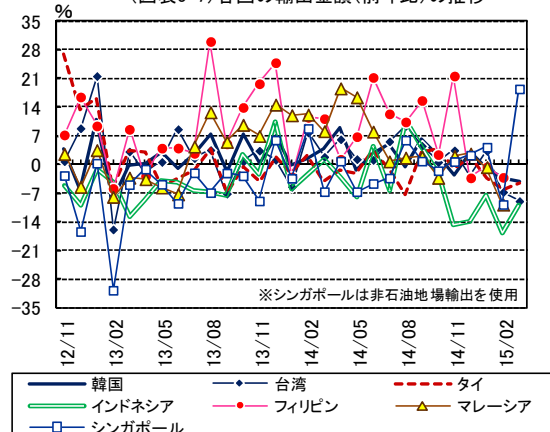
### <フィリピン>

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。今後も、海外労働者からの送金の増加や、エネルギー・食品価格の下落による実質購買力の改善を背景に、個人消費が底堅く推移するとみる。加えて、2016年の大統領選を控え、政府支出の拡大も予想され、景気は堅調な推移が続く可能性が高い。中銀は、昨年7、9月の利上げの後、政策金利をすえ置いている。今後も、原油安によりCPIは伸び悩むとみられ、次回の利上げは年後半以降と予想する。

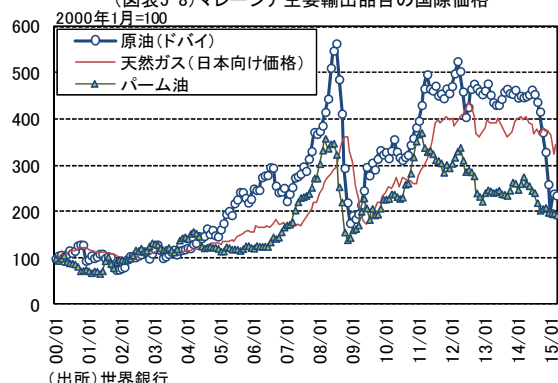
### <インド>

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。4月のCPIは同+4.9%と、中銀の中期目標値の6%を下回る推移が続いている。主要穀物の最低公定価格の引き上げも小幅にとどめられており、CPIは今後も落ち着いた推移となる可能性が高い。過去の利下げによる景気の押し上げ効果や、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、3月に政策金利を計50bp引き下げた。声明文では、利下げサイクルへの移行が示唆されており、インフレ圧力が低下するなか、夏までに追加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）マレーシア主要輸出品目の国際価格  
2000年1月=100



### (3) 豪州経済の回復ペースは鈍い

豪州経済の回復ペースは鈍い。10－12月期の実質GDP成長率は前期比＋0.5％と、7－9月期の同＋0.4％からプラス幅が拡大したものの、改善幅は小幅にとどまった（図表5-9）。民間設備投資のマイナス幅が縮小したほか、個人消費のプラス幅の拡大や住宅投資の回復が押し上げ要因となった。一方、輸出の減速が景気回復の足を引っ張った。今後については、個人消費が緩やかな回復傾向で推移するとみるものの、輸出の回復ペースは緩慢なものにとどまると見込まれるのに加え、民間設備投資も減速傾向が続くとみられることから、豪州経済は緩慢な回復にとどまると予想する。

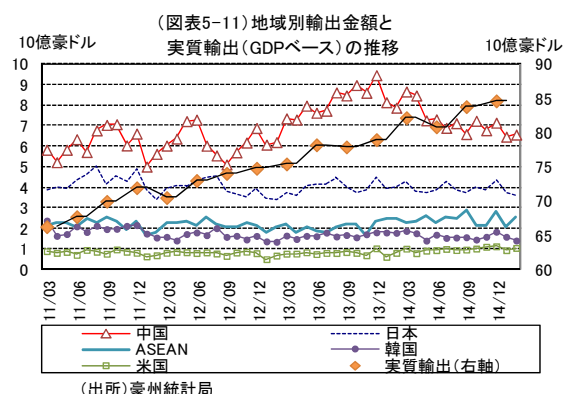
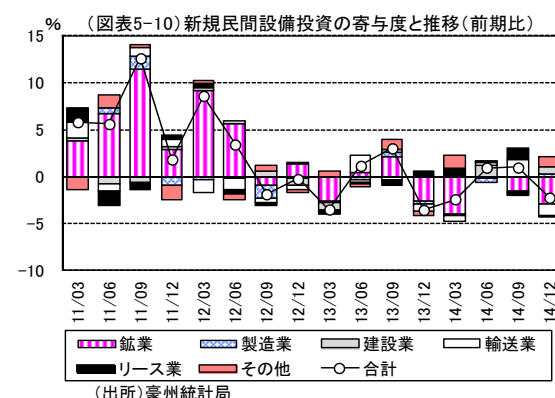
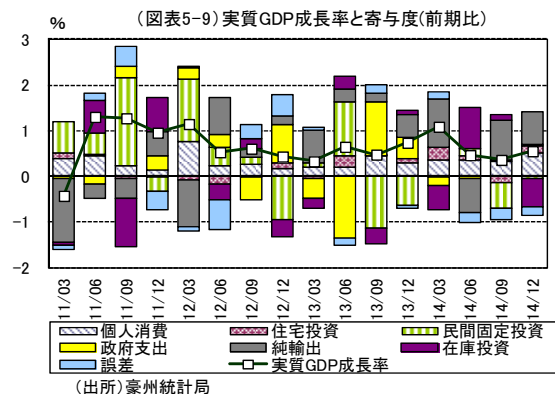
10－12月期の個人消費は前期比＋0.9％と、4四半期ぶりに伸び幅が拡大した。住宅価格の上昇や株高に伴う資産効果に加え、原油安による実質購買力の改善が背景にある。今後については、交易条件の悪化による企業利益の低迷を背景に、雇用・所得環境の回復ペースが鈍いものにとどまるとみられるものの、低金利政策や資産効果も続くことで、個人消費は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

10－12月期の新規民間設備投資は前期比▲2.2％と、2四半期ぶりのマイナスとなった（図表5-10）。業種別に見ると、堅調な住宅需要を背景に建設業が高い伸びとなったものの、全体の約5割を占める鉱業のマイナス幅の拡大が下押し要因となった。鉱物資源関連の開発プロジェクトの多くが完工に向かうことで、供給能力が拡大する一方、中国を中心とする新興国の資源需要が伸び悩んでいることなどから、鉱業部門の投資は減少傾向で推移するとみられ、民間設備投資全体でも減速傾向が続くと予想する。

住宅投資は10－12月期に前期比＋2.7％と、7－9月期の同▲2.3％からプラスに転じた。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、投資目的の需要もあって、底堅く推移している。緩和的な金融環境も下支えとなって、今後も住宅投資は堅調な推移が続くと予想する。

輸出は10－12月期が前期比＋1.0％と、2四半期連続のプラスとなったものの、7－9月期の同＋3.6％から伸び幅が縮小した。今後については、昨年9月以降の豪ドル安進行が下支えになるとみられるが、中国を中心とする主要輸出先の資源需要の伸び悩みを受け、輸出の回復ペースは鈍いものにとどまるとみている（図表5-11）。

豪州準備銀行（RBA）は、5月の金融政策決定会合で2月に続き利下げを決定し、政策金利を2.25％から2.00％へ引き下げた。1－3月期の消費者物価指数（CPI）は前年比＋1.3％と、3四半期連続で伸び幅が縮小し、目標レンジ（同＋2.0％～同＋3.0％）を下回った。今後も、景気回復ペースが緩慢なものにとどまるとみられることから、秋ごろまでに0.25％の追加利下げを決定すると予想する。



## 6. 商品相場見通し

### (1) 原油価格は上昇に向かうと予想

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、40～50ドル台での推移が続いたが、春先から均せば上昇傾向で推移し、足元では60ドル付近まで持ち直した。背景には、米シェール業界の生産縮小による需給バランスの改善観測のほか、中東地域を中心とした地政学リスクへの懸念などがある（図表6-1）。

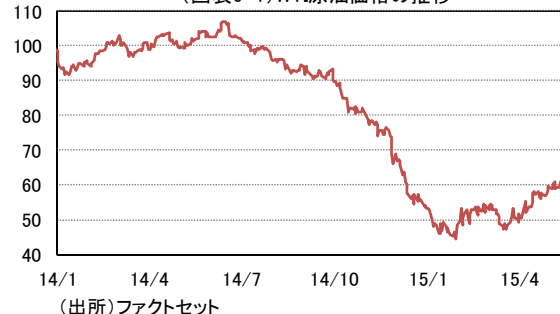
米国では、シェールの掘削技術の発達に伴い2010年ごろから原油生産が急増したが、足元では増産傾向に歯止めがかかっている。石油の採掘に用いられる石油リグの稼働数を見ると、ピークとなった昨年10月以降、約6割も減少している（図表6-2）。シェール業界では、採算ベースに乗らない掘削が増加しているとみられ、今後も生産規模の縮小傾向が続くとみている。

地政学リスクについては、サウジアラビアを中心とするアラブ連合軍が3月にイエメン空爆を開始したことで、中東情勢への警戒感が強まっている。イエメンは主要産油国ではないものの、海上輸送の航路であるスエズ運河に面していることから、原油輸送への影響が懸念材料となっている。加えて、6月末に最終合意をめざすイランの核問題の先行きも警戒されている。欧米諸国によるイランへの経済制裁が緩和されれば、イランからの原油輸出の拡大が見込まれる。ただ、合意に至った場合でも、実際に輸出が再開されるまでは相当程度の時間を要するとみられることなどから、今後も中東情勢への懸念が価格上昇要因になるとみる。

一方、世界景気の回復ペースに力強さが欠けるなか、原油の供給過剰感が強まっていることが引き続き原油価格の上昇を抑制するとみられる。米国では、夏場のドライビングシーズンに差し加かっており、石油製品の消費量の増加が期待されるものの、原油在庫は足元で480百万バレル台と、過去最高水準まで拡大している（図表6-3）。また、昨年11月のOPEC（石油輸出国機構）総会で減産見送りを支持したサウジアラビアやUAE（アラブ首長国連邦）などは、過去30年間で最も生産量を増やしている。市場シェアを守るため、サウジアラビアなどは現在の価格水準を容認する姿勢を示しており、中東地域での増産が今後も価格の下押し圧力として働くとみる。

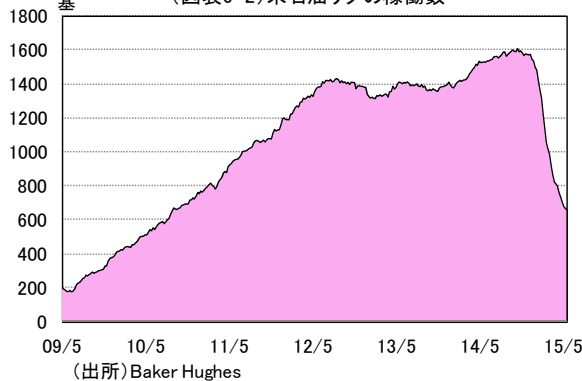
今後の原油相場は、米シェール業界の生産縮小の動きが続くとみられ、上昇傾向で推移するとみる。ただ、原油の供給過剰が下押し圧力として残ることから、上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみられ、2015年後半のWTI原油価格は、55～75ドルを中心とした推移になると予想する。

ドル/バレル (図表6-1) WTI原油価格の推移



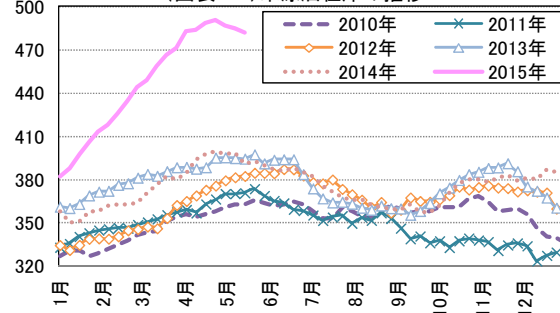
(出所)ファクトセット

基 (図表6-2) 米石油リグの稼働数



(出所) Baker Hughes

百万バレル (図表6-3) 米原油在庫の推移



(出所) 米エネルギー情報局 (EIA)



## (2) その他商品は低下圧力が和らぐと予想

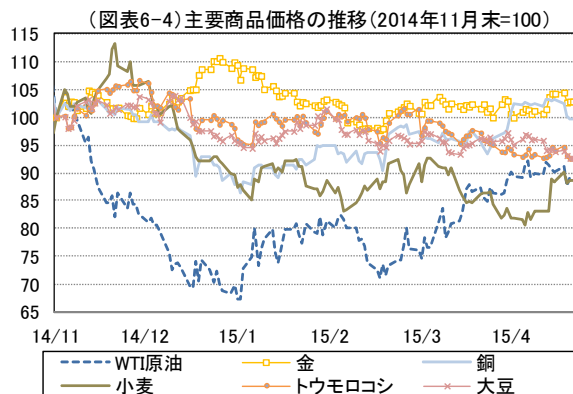
その他の商品のうち、主要商品の値動き（4月末日時点）を見ると、過去3ヵ月では、金（▲7.6%）や小麦（▲7.1%）が下落した一方、原油（+23.6%）や銅（+15.7%）はいずれも上昇した（図表6-4、6-5）。

まず、産業素材のうち、銅価格を見ると、昨年の半ばごろから、原油価格の下落に追随して大きく下落したものの、1月下旬に反転し、均せば上昇基調で推移している。ただ、最大消費国である中国景気の減速を背景に、LME（ロンドン金属取引所）在庫は増加傾向が続いている。供給過剰感が引き続き残ることから、今後の銅価格の上昇ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

貴金属のうち、金価格を見ると、昨年末以降、ギリシャ情勢への懸念などから安全資産としての需要が高まったことで上昇する局面があったものの、その後は、ドル高を背景に売り優勢となり、足元でも上値の重い展開が続いている。ただ、最大消費国のインドでは、金宝飾品需要が2013年の金輸入規制の強化による落ち込みから堅調に回復しているほか、ECB（欧州中央銀行）の量的緩和策もあって、金価格は底堅く推移すると予想する。

穀物のうち、小麦価格は軟調に推移している。主要輸出国のロシアでは、昨年後半以降、急速な通貨安の進行を背景に、国産小麦の価格競争力が高まった。一方、国内からの流出が進むことで店頭価格は高騰し、政府は国内価格の安定に向けて輸出関税導入を発表した。規制導入後、米国産小麦の需要の高まりから小麦価格は一時上昇したものの、ロシア政府が規制緩和時期を早める可能性を示唆してからは、調整が続いている。米国などの他の主要生産国では、昨年に引き続き豊作が期待されていることもあって、小麦価格は今後も上値の重い展開が続くとみる。トウモロコシ価格は、低調な推移が続いている。USDA（米農務省）が発表するWASDE（世界農業需給予測）レポートによれば、2015－2016年度は消費量が生産量を上回る見込みだが（図表6-6）、2013年以降の豊作による供給過剰感が解消されるほどの需要拡大には至らないとみられ、今後も安値圏で推移すると予想する。一方、大豆価格は、横ばい圏での推移が続いている。世界の大豆需要は底堅く、消費量が昨年度の水準を上回って推移している。ただ、主要生産地のブラジルを中心に作付面積が拡大しているほか、生育も順調に進んでいることなどから、大豆価格の上昇圧力は今後も弱い展開が続くとみている。

今後の商品市況は、エネルギー価格の下落に伴う生産コストの低下や、多くの穀物で豊作が見込まれることなどが下押し要因となるものの、欧米を中心とした景気回復に支えられ、主要商品価格の低下圧力は徐々に緩和に向かうと予想する。



(出所)ファクトセット

(図表6-5) 主要商品の価格変動率 %

|       |        | 1ヵ月間 | 3ヵ月間 | 1年間   |
|-------|--------|------|------|-------|
| エネルギー | 原油     | 25.3 | 23.6 | ▲40.2 |
|       | 天然ガス   | 4.2  | 2.2  | ▲42.9 |
| 産業素材  | アルミニウム | 7.6  | 3.2  | 6.7   |
|       | ニッケル   | 12.5 | ▲8.0 | ▲23.9 |
|       | 銅      | 5.3  | 15.7 | ▲4.7  |
|       | 綿花     | 8.0  | 14.8 | ▲27.8 |
| 貴金属   | 金      | ▲0.1 | ▲7.6 | ▲8.8  |
|       | 銀      | ▲2.7 | ▲2.7 | ▲15.8 |
| 穀物    | 小麦     | ▲8.7 | ▲7.1 | ▲34.5 |
|       | 大豆     | 0.5  | 1.8  | ▲36.1 |
|       | トウモロコシ | ▲3.7 | ▲2.0 | ▲29.5 |

(出所)ファクトセット

※2015年4月末時点

(図表6-6) 世界の穀物需給 百万トン

|        |          | 2013/2014 | 2014/2015<br>見込 | 2015/2016<br>予想 |
|--------|----------|-----------|-----------------|-----------------|
| 小麦     | 生産量      | 716.8     | 726.5           | 718.9           |
|        | 消費量      | 703.8     | 715.5           | 716.6           |
|        | 期末在庫量    | 190.0     | 201.0           | 203.3           |
|        | 在庫率(%)   | 27.0      | 28.1            | 28.4            |
|        | 米国在庫率(%) | 21.8      | 22.9            | 23.3            |
| 大豆     | 生産量      | 283.3     | 317.3           | 317.3           |
|        | 消費量      | 274.6     | 291.8           | 304.3           |
|        | 期末在庫量    | 63.4      | 85.5            | 96.2            |
|        | 在庫率(%)   | 23.1      | 29.3            | 31.6            |
|        | 米国在庫率(%) | 16.4      | 20.9            | 22.6            |
| トウモロコシ | 生産量      | 990.6     | 996.1           | 989.8           |
|        | 消費量      | 953.4     | 977.4           | 990.4           |
|        | 期末在庫量    | 173.8     | 192.5           | 191.9           |
|        | 在庫率(%)   | 18.2      | 19.7            | 19.4            |
|        | 米国在庫率(%) | 16.0      | 17.5            | 17.3            |

※2015年5月時点

(出所)USDA(米農務省)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。