

経済成長と財政健全化の道筋

専務取締役 柳田 茂

2015年も早6月を迎え、12年末に発足した安倍内閣による政権運営は2年半になろうとしている。この間に安倍内閣は、農政はじめ外交、安全保障、原発・エネルギー、沖縄基地問題等の諸課題において、官邸主導の強引とも言える進め方の下で様々な施策を打ち出した。率直に言って、それらのなかには国民の理解・賛成を得たとは言い難いものも少なからず含まれている。それでも、政権発足から2年半を経てなお50%前後の高い支持率を維持しているのは、偏に看板政策である経済政策（アベノミクス）への国民の期待が続いているからと見て間違いのないであろう。

たしかに、株価を見る限り、安倍内閣の経済政策は期待どおりの成果を挙げている。特に昨秋、消費税率引上後の個人消費の落ち込みが想定以上に長引いていると見るや、電撃的に大規模な追加金融緩和を実施し、さらに増税先送りとセットで衆議院解散に打って出た決断の効果は絶大であった。これにより、いかなる手段を取っても（≡いかなる危険を冒してでも）経済成長とインフレ目標を達成するという政府・日銀の覚悟が本物であることが、広く国内外に浸透することになった。

企業経営者たちは、20年以上の長きにわたったデフレの経営環境の呪縛からなかなか抜け出せず、設備投資や雇用拡大・賃金上げに慎重な姿勢を続けてきたが、今年に入ってから動きは明らかに違ってきている。現政権が続く限り、デフレに回帰するリスクよりもインフレに備えた経営戦略が必要との認識が漸く広がりつつある。

このような情勢のなか、安倍内閣は経済運営に自信を深めている。5月12日に開催された経済財政諮問会議において「財政健全化計画」の基本方針を定めた際に、前提となる経済成長率を「名目3%、実質2%を上回る水準」と置いたことがその端的な現れである。安倍首相は「経済再生なくして財政健全化はない」と述べ、基本方針は「民需主導の経済成長により高い税収の伸びを実現し、20年度までに国と地方の基礎的財政収支の黒字化を目指す」方向となった。

ただし、実質2%を上回る経済成長を継続的に実現するためには、生産年齢人口が減少している厳しい環境のなかで1%未満と推定される潜在成長率を引き上げる必要があり、簡単なことではない。不透明な海外経済動向等のダウンサイドリスクを勘案すればハードルは相当高いと考えられる。今回の「財政健全化計画」が失敗した場合には日本の信頼喪失（＝通貨の信認喪失）に直結しかねないことを踏まえれば、この数値を前提に計画を策定するのは危険と言わざるを得ない。

先進国中で最悪の財政状況は私たち自身が招いた現実であり、将来世代に解決を先送りしてはならない問題である。自分たちの痛みを避けるため厳しい現実を目を瞑り、安易に経済成長のみに賭けることは許されない。6月末の「財政健全化計画」とりまとめに向けては、歳出削減と国民負担の増加についても俎上に乗せたバランスのとれた議論が行われることを強く期待したい。

先行き改善が期待される家計の所得環境

～消費が牽引役となり、好循環が実現へ～

南 武志

要旨

1～3月期の経済成長率は事前予想を上回る堅調な数字となったが、民間在庫の積み上がり最大の成長率押し上げ要因であったほか、増税後に落ち込んだ民間消費にリバウンドが起きないなど、見かけ倒しの内容であり、国内景気は持ち直しつつあるが、そのペースは非常に緩やかなままという従来の見方を修正するには至らなかった。

しかし、消費税増税要因が一巡し、ベースアップなどの賃上げ継続、堅調とされる夏季賞与に加え、石油製品の価格下落などによって物価上昇圧力が沈静化していることから、家計の所得環境が大きく改善することが期待されている。15年度には経済の好循環入りに向けた動きが徐々に強まると予想する。

一方、原油安の影響で、足元は物価が大きく鈍化しているが、日本銀行はマクロ的な需給ギャップや予想物価上昇率の改善を元に「物価の基調は改善している」との見解を示しており、当面は追加緩和に対しては慎重姿勢を続けると予想する。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項目	2015年				2016年	
	5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	0.071	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.1690	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17	
短期プライムレート (%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	
国債利回り	10年債 (%)	0.415	0.10～0.60	0.10～0.60	0.15～0.65	0.20～0.70
	5年債 (%)	0.105	0.00～0.25	0.00～0.25	0.05～0.30	0.10～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	122.5	117～125	120～130	120～130	118～128
	対ユーロ (円/ユーロ)	133.6	120～140	120～140	120～140	118～138
日経平均株価 (円)	20,437	20,500±1,000	20,750±1,000	21,000±1,000	21,500±1,000	

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2015年5月26日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

国内景気:現状と展望

国内景気には、依然として消費税増税の影響が残っており、盛り上がり欠ける面もある。1～3月期のGDP第1次速報によれば、経済成長率は前期比0.6%(同年率2.4%)へ加速するなど、事前の市場予想(同0.4%程度)を上回る堅調な結果であった。

しかし、内容を精査すると、消費税増税後に大きく落ち込んだ民間消費の持ち

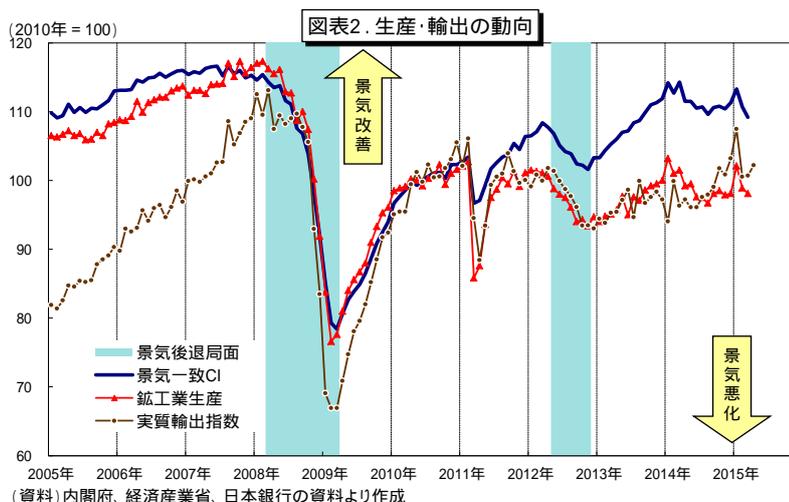
直しに力強さが依然として見られなかった(同0.4%)上、民間在庫が大幅に積み上がったことが成長率の主要な押し上げ要因(前期比成長率に対する寄与度は0.5ポイント)となるなど、前期比0.6%という高めの成長率は見かけ倒しであることが見て取れる。なお、それ以外では住宅投資や民間設備投資は4四半期ぶりに増加に転じた半面、公的需要が逆に4四半期ぶりに減少、かつ外需寄与度も0.2

ポイントとなるなど、ともに成長押下げ要因となった。

なお、それ以外の主要経済指標を確認すると、4月の実質輸出指数は2ヶ月連続での上昇となったが、14年後半にみられた力強い回復基調には程遠い内容であった。米

国・欧州など先進国向けは堅調であったが、減速懸念が強い中国向けがブレーキとなっている。こうした状況もあり、製造業の一部では在庫が大きく積み上がっており、生産抑制に働いている。

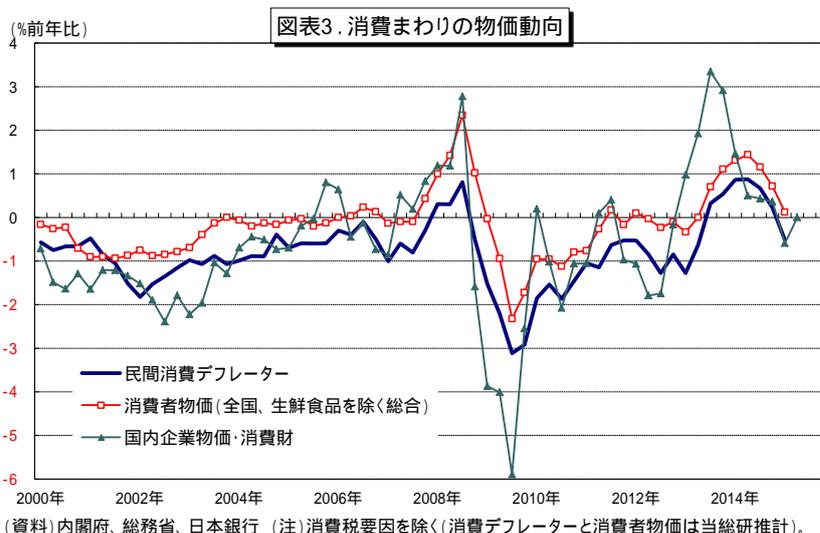
一方で、春季賃金交渉で賃上げムードが継続しているほか、全般的に労働需給が引き締まった状態が維持されるなど、14年度は消費税増税などの影響で悪化した家計の所得環境が好転する可能性が出るなど、明るい材料も出ている。3月の消費総合指数は前月比0.5%と2ヶ月連続で上昇したが、前述のとおり、消費の動きは総じて鈍い。しかし、消費者マインドはすでに好転しており、所得環境の



好転さえあれば、消費行動が再び活性化
する素地はあると思われる。

先行きは、海外経済、特に中国を含めた新興・資源国経済に下振れリスクが存在すると思われるが、「企業から家計へ」の所得還流が当面継続するとの期待感などから、消費が牽引する格好で国内景気の持ち直しテンポが高まっていくと予想する。また、先進国経済の回復も進み、円安で価格競争力をつけた輸出は底堅く推移するとみられ、企業設備投資の本格回復を促し、経済の好循環が実現するだろう（経済見通しは後掲レポート『2015～16年度改訂経済見通し』を参照のこと）。

一方、物価動向であるが、増税後の需給環境が悪化したことに加え、昨秋以降の原油安の影響も加わり、物価の鈍化傾向が強い状態が続いている。3月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下、全国CPIコア）は前年比2.2%、増税による押し上げ分（2.0ポイ



ントと想定)を除けば同0.2%と、2月(それぞれ2.0%、0.0%)からはやや持ち直したが、物価上昇圧力はほぼ解消している。なお、4月(中旬速報値)の東京都部分、前年比0.4%と増税効果がほぼ剥落した格好となっている。

当面は、前年同時期と比べて円安水準にあるために最終財の輸入価格には依然として上昇圧力が加わっている(4月の企業物価統計における最終財価格(輸入品)は前年比6.8%の上昇)ほか、食料品などを中心にこれまでの原材料高騰分を価格転嫁する動きがあること、さらに電気・ガス料金に値上げ圧力が残っているが、14年7月までガソリンが高値圏で推移していたことの反動が15年夏場にかけて強めに出ることから、夏場にかけて物価は前年比ゼロ%程度での推移が続く可能性は高い。

金融政策:現状と見通し

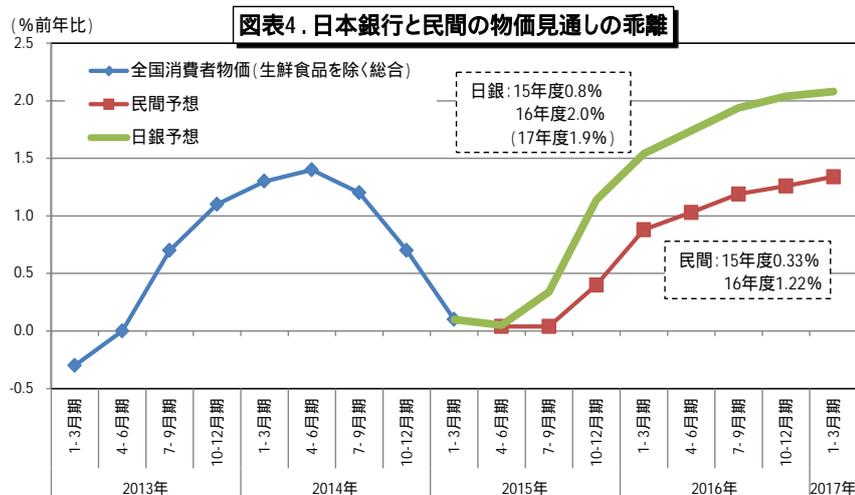
物価鈍化が明確になる中、日本銀行がどのような対応を取るのかについて、金融資本市場参加者の注目が集まっている。13年4月の量的・質的金融緩和(QQE)

導入当初、物価安定目標(全国消費者物価の前年比上昇率で2%前後)を「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」としていたが、その2年が経過した現時点で消費者物価は前年比ゼロ近傍での推移と

なるなど、日銀にとっては厳しい状況であることは間違いない。しかし、5月21~22日に開催された金融政策決定会合においても、QQEは所期の効果を発揮していると評価し、物価安定目標を安定的に達成するために必要な時点まで14年10月31日に強化したQQEの枠組みを続けることを決定している。

一方、前回4月30日の決定会合後には、日銀が年2回公表する「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」が公表された。内容的には、15年度物価見通しを下方修正する(前年度比:1.0% 0.8%)とともに、物価安定目標の達成時期を、それまでの「15年度内を中心とする期間内」から「16年度前半頃」へ先送りされた。とはいえ、日銀の物価に対する認識は市場参加者らに比べて強気であることには変わりはない。ESPフォーキャスト調査(5月)によれば、15年度の物価見通しのコンセンサスは0.3%にとどまるほか、日銀が2.0%とする16年度の見通しは1.2%とするなど、大きな乖離が存在していることが確認できる。

日銀がこのような「強気」な物価見通



(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センター
(注)消費税率の変化を含まず、民間予想はESPフォーキャスト調査(5月)を使用、日銀予想は展望レポート・中間評価(4月)より筆者作成

しを提示している背景には、「労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは着実に改善傾向をたどっている」、さらに「中長期的な予想物価上昇率もやや長い目でみれば全体として上昇している」と判断していることが指摘できる。14年度の経済成長率が1.0%だったことを考慮すれば、1年前と比較してGDPギャップが改善したかについては疑問の余地が大いにあるが、一方で失業率が低下傾向をたどるなど、労働需給は逼迫気味に推移したのは確かである。日銀短観からも、雇用人員や資本設備にはすでに不足感が出ており、先行きもそれらが強まっていくとの見通しであることが見て取れる。

また、この半年間で物価鈍化が明確になる中、消費動向調査や日銀短観などからは家計や企業の予想物価上昇率はあまり影響を受けていない様子も確認できる。特に家計に関しては、ガソリンなど石油製品価格は下がったものの、食料品や電

気代などには値上げ圧力がかかっているため、物価先高観は根強いものがある。これらのことを材料に、日銀は「物価の基調は改善している」を主張しているものと思われる。

もちろん、物価は指数の上では、原油安を起因とする石油製品などの価格下落によって鈍化しているのは確かであるが、「物価の基調は改善」という評価を考慮すると、マクロ的な需給環境を反映する「物価」と、原油など「個別の価格」は区別すべき、というメッセージを送っていると解釈できる。確かに、石油製品価格の下落は物価指数を直接的に押し下げる効果を持つ。しかし、それは同時に実質所得を増加させ、所得弾性値の高い財・サービスの需要を刺激することが想定される。実際には「消費の平滑化」が起きることもあり、現時点では石油製品以外の財・サービスの価格上昇を引き起こすほどの需要増は起きていない。しかし、賃上げ継続や夏季賞与の増加などを

経て、家計が将来的な所得拡大を織り込み始めれば、原油安の需要刺激効果が物価押し下げ効果を上回っていくとみられる。

とはいえ、「16年度前半頃」でさえも、2%前後の物価上昇を安定的に達成することは困難であると思われる。そのため、日銀はいずれ、展望レポートやその中間評価を行う

図表5. 日本銀行「展望レポート(2015年4月)」

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2014年度	1.0 ~ 0.8 < 0.9 >	+2.8	+0.8
1月時点の見通し	0.6 ~ 0.4 < 0.5 >	+2.9 ~ +3.2 < +2.9 >	+0.9 ~ +1.2 < +0.9 >
2015年度	+1.5 ~ +2.1 < +2.0 >	+0.2 ~ +1.2 < +0.8 >	
1月時点の見通し	+1.8 ~ +2.3 < +2.1 >	+0.4 ~ +1.3 < +1.0 >	
2016年度	+1.4 ~ +1.8 < +1.5 >	+1.2 ~ +2.2 < +2.0 >	
1月時点の見通し	+1.5 ~ +1.7 < +1.6 >	+1.5 ~ +2.3 < +2.2 >	
2017年度	+0.1 ~ +0.5 < +0.2 >	+2.7 ~ +3.4 < +3.2 >	+1.4 ~ +2.1 < +1.9 >

(資料) 日本銀行

(注) 対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

消費税増税の物価への影響度(17年度)は+1.3%ポイントと想定。

原油価格(ドバイ)は55ドル/バレルを出発点に70ドル/バレル台前半に緩やかに上昇。消費者物価には

15年度: 0.7 ~ 0.8ポイント、16年度: +0.1 ~ +0.2ポイントと試算。

時点で、物価 2%の達成時期をさらに先送りすることは不可避であろう。もちろん、何らかの要因で円高圧力が再び強まり、デフレマインドが再び台頭するような懸念が生じれば、追加緩和に踏み切らざるを得ないだろうが、現時点でその可能性は小さいと思われる。

しかし、15年度下期以降は原油安要因が剥落していき、かつ経済の好循環入りの実現していれば、すでに引き締まり気味の労働需給がさらに逼迫度を高め、それが賃金・物価を押し上げていくことが想定される。おそらくそれらは市場のコンセンサスを上回るペースで進むことも十分予想される。その際には量的・質的金融緩和（QQE2）からの出口戦略が意識され、長短金利などにも影響が出てくるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

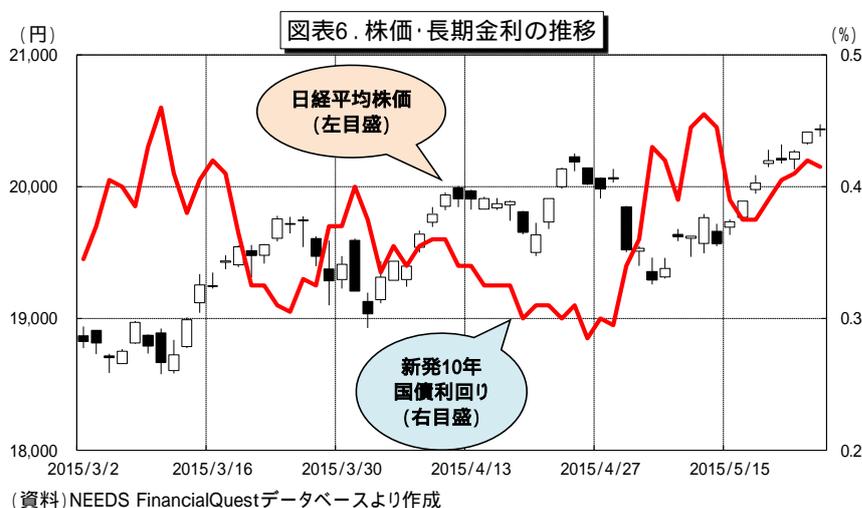
15年中にも想定される米国の利上げ時期を巡る思惑に、内外の金融市場は揺さ振られる場面もあったが、このところの米国経済指標の鈍さを背景に利上げ開始は年後半との予想が主流となっている。一方、4～5月にかけては、原油価格下げ止まりやユーロ圏のデフレ懸念が和らぐ

など、新たな材料も出始めている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

債券市場

13年4月に導入されたQQE、さらには14年10月末には追加緩和が決定されたことで、日銀は国債の年間発行額に迫る勢いで長期国債の買入れを実施しており、国債流通市場でのプレゼンスは一段と高まった。そうした中、指標金利である新発10年物国債の利回りは、1月中旬には一時0.2%割れと過去最低を更新したが、その直後には高値警戒感が強まったほか、流動性リスクへの警戒、さらには米国の早期利上げ観測も浮上し、3月上旬には0.47%まで上昇するなど、ややボラティルな展開が続いた。3月中旬以降は米国の主要経済指標の下振れで米早期利上げ観測が後退し、長期金利は落ち着いた動きとなり、4月下旬には再び0.3%割れとなった。しかし、ほぼ同時に原油価格が持ち直し、下げ止まりが意識されると同時に、世界的なデysinフレ懸念が和らぎ、海外の長期金利が上昇したのにつられる格好で、再び0.4%台後半へ上昇、その後も0.4%前後での展開となっている。



先行きについては、QQE2による一定の金利抑制効果が期待されることから、基本的には低金利状態はしばらく維持されるとみられるが、日銀が追加緩和に慎重な姿勢を強調しているため、再低下には歯止め

もかかりつつある。米国の利上げ時期を巡る思惑が再び大きな金利変動を引き起こす可能性には注意したい。

株式市場

14年末にかけて7年4ヶ月ぶりに18,000円台を回復した日経平均株価であったが、15年に入ると原油安を原因に世界経済の先行き懸念が急浮上、16,500円近くまで調整する場面もあった。その後は持ち直しに転じ、3月中旬には19,000円、4月10日には一時20,000円台を回復するなど15年ぶりの水準まで上昇した。その後は利益確定の売り圧力も強まり、上値が抑えられる展開が続いたが、底堅い企業決算の発表が相次いだことや米国利上げ時期の後ズレ観測が浮上したこともあり、再び上値を試す動きも見られる。

株式市場を取り巻くムードもデフレ脱却や成長促進につながる可能性について積極的に評価されるなど、変化が起きている。先行きについても、成長戦略の着実な実行や原油安メリットへの期待、内外の「流動性相場」の継続などは株価の押上げに貢献するとみられ、株価は堅調に推移すると予想する。

外国為替市場

アベノミクスへの期待感から円安気味に推移してきたドル円相場は、14年10月下旬にかけての米量的緩和終了や日銀のQQE2発表、さらにはGPIF運用改革案で外国債券・株式の運用比率の引上げが盛り込まれたことなどで一

段と円安が進行、12月上旬には7年4ヶ月ぶりの120円台まで円安が進行した。しかし、その後は世界経済の先行き懸念が台頭、リスクオフの流れから110円台後半から120円強を中心としたレンジ相場が続いたが、5月下旬に入り再びドル高いう傾向が強まってきた。

先行きについては、基本的には日銀では現行レベルの大規模緩和が当面継続する一方で、米国では利上げが意識されていることもあり、円安状態は保たれ、かつ利上げ時期が迫れば円安傾向が強まるとみられる。

一方、対ユーロレートは、ユーロ圏経済の低調さやデフレ懸念が強まる中、ECBが国債買入れによる量的緩和の導入に踏み切ったほか、政権が交代したギリシャに対する金融支援策の行方への警戒感などから、ユーロは軟調に推移してきた。しかし、4月中旬以降、ユーロ圏のデフレ懸念が大きく後退したこともあり、急速にユーロ高が進行した。とはいえ、ギリシャ問題を抱えているほか、ユーロ圏経済の本格回復にはまだ時間がかかることを考慮すれば、再びユーロ安が進む可能性もあるだろう。

(2015.5.26現在)



雇用堅調だが、インフレ圧力は顕在化せず

～ 利上げ開始時期の見方は交錯 ～

趙 玉亮

要旨

米国では、4月の雇用統計が予想外の下振れとなった3月分から回復し、市場に一定の安心感をもたらした。しかしながら、個人消費や物価関連の指標が低調な内容となり、景気減速懸念は払しょくできずにいる。こうしたなか、利上げの開始時期については、一部では後ずれ観測が浮上したものの、年内に実施するとの予想は依然根強い。一方で、これまでプラス面が強調されてきた原油安・ドル高への警戒も確認されており、今後大きな注目点となる。

経済情勢の現状と先行き

15年1～3月期の米国GDP速報によれば、実質GDP成長率は、前期比年率0.2%、と2014年10～12月期(同2.2%増)から大きく減速した。内訳をみると、悪天候や西海岸のストライキなど一時的要因が影響していることから、個人消費が10～12月期から鈍化したほか、原油安・ドル高の悪影響が表面化し、設備投資や純

輸出の寄与度(年率換算)がそれぞれ0.4ポイントと1.3ポイントと、ともに経済成長率を押し下げた。先行きは、悪天候や西海岸のストライキなど一時的な要因が剥落したこともあり、内需の拡大で経済成長が加速すると見込まれる。ただし、原油安・ドル高の影響が当面残り、それが経済の下振れリスクとして意識される点に留意したい。

図表1 米国の主要経済指標の動向

	経済指標	14年11月	14年12月	15年1月	15年2月	15年3月	15年4月	15年5月	直近の状況
雇用・賃金・物価関連	失業率(%)	5.8	5.6	5.7	5.5	5.5	5.4		市場予想に一致
	非農業部門雇用者数増加(万人)	42.3	32.9	20.1	26.6	8.5	22.3		市場予想にほぼ一致、3月から改善
	時間当たり賃金(前月比、%)	0.4	-0.2	0.6	0.1	0.2	0.1		伸び悩み
	(前年比、%)	2.1	1.8	2.2	2.0	2.1	2.2		
	PCEデフレーター(前月比、%)	-0.2	-0.2	-0.5	0.2	0.2			伸び悩み
	(前年比、%)	1.2	0.8	0.2	0.3	0.3			
	コアPCEデフレーター(前月比、%)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1			伸び悩み
(前年比、%)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3			伸び悩み	
消費関連	小売売上高(前月比、%)	0.5	-0.9	-0.8	-0.5	1.1	0.0		市場予想に届かずにいる
	(前年比、%)	4.7	3.3	3.7	1.9	1.7	0.9		
	ミシガン大学消費者信頼感指数	88.8	93.6	98.1	95.4	93.0	95.9	88.6	市場予想を下回る
企業関連	鉱工業生産(前月比、%)	1.1	-0.1	-0.3	-0.1	-0.3	-0.3		5ヶ月連続マイナス
	稼働率(%)	79.8	79.5	79.2	78.9	78.6	78.2		小幅低下
	ISM製造業指数	57.6	55.1	53.5	52.9	51.5	51.5		総じて良好
	ISM非製造業指数	58.8	56.5	56.7	56.9	56.5	57.8		
住宅関連	住宅着工件数(千戸、季調値)	1,007	1,080	1,080	900	944	1,135		市場予想を上回る強い結果
	建設許可件数(千戸、季調値)	1,079	1,077	1,059	1,098	1,038	1,143		
	新築住宅販売件数(千戸、季調値)	449	495	521	538	484			
	中古住宅販売件数(千戸、季調値)	4,950	5,070	4,820	4,890	5,210			
輸出入	輸入(前年比、%)	2.3	4.4	-1.0	-4.9	-0.2			輸入停滞の状況が続く
	輸出(前年比、%)	0.1	0.0	-4.0	-3.9	-6.5			輸出減少の幅が拡大

(資料) Datastreamより作成

4月の経済状況を確認すると、経済指標は強弱まちまちで、雇用は堅調だが、インフレ圧力は顕著化していない。

雇用関連では、失業率は5.4%と前月(5.5%)から0.1ポイント低下した。非農業部門雇業者数が3月から22.3万人増と、市場予想通りの改善を見せた。業種別にみると、原油安・ドル高の影響で「鉱業」や「製造業」での雇用が低調である。一方、建設業は悪天候など一時的な要因の剥落に伴い、大きく回復した(4.5万人増)。このほか、非製造業全般は依然堅調であった。賃金については、伸び悩んでいる状況が依然変わっていない。ただし、ウォールマートやギャップなど一部の小売企業による賃上げの動きが見られる。小売業は雇用人数が多いため影響が大きく、全体の賃金水準にどれほど反映されるか、また他業種に波及していくかが注目される。

企業部門については、ISM指数が示す経営者マインドは総じて良好であるものの、稼働率は投資が活発になるとされる80%を目前に、やや足踏みした。また、原油安・ドル高の影響を受け、鉱工業生産は5ヶ月連続でマイナスとなった。

さらに、4月の個人消費は前月比0.0%と低調だった。悪天候の影響は4月には剥落し、冷え込んだ消費は持ち直しに転じるとの期待もあったが、期待外れの結果であった。その一因として、4月の税金払いが大きく増えて家計の消費マインドを冷やしたとの説^(注1)がある。個人消費を中心に内需牽引型の経済成長が期待されているだけに、5月以降の統計データへの注目がいっそう集まりそうである。また、消費者マインドを示すミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)は88.6と、

前月の95.9から大きく低下、約2年ぶりの下げ幅を記録した。これらを受け、先行き景気減速への警戒感が再び意識されている。

住宅関連では、予想を上回った良好な内容となった。4月住宅着工件数は113.5万件と、市場予想の101.5万件を上回り、07年以来の高水準となった。これは、悪天候などで遅れた着工テンポの回復だと見てよい。建設許可件数は114.3万件で、前月比約10万件多かった。

物価面では、3月のコアPCEデフレーターは前月比0.1%(前年比1.3%)と横ばいだった。一方で、4月の輸入物価指数は前月比で0.3%と、10ヶ月連続のマイナスであった。生産者物価指数(4月)も、前月比0.4%と予想外に低下し、食品・エネルギーを除くコア指数も同0.2%とマイナスとなった。物価の低調さは、連邦準備制度理事会(FRB)の利上げ判断にも影響すると市場では警戒が高まった。先行きは、ドル高の影響が長期化するなか、輸入物価が当面弱い動きが続く、それが国内物価を押し下げる役割を続けると考えられる。また、原油価格は60ドル/バレル前後に一定の回復を見せたものの、価格変動がまだ大きく、物価への影響としては不確実性が依然として高いと考える。

以上から、企業部門や個人消費関連の経済指標はやや弱い結果となったものの、それは一時的なものと判断される。逆に雇用の堅調さや所得改善の兆しが確認されたことから、経済成長率は4~6月期には強まると予想する。ただし、原油安・ドル高局面の下で、物価は軟調なままで推移する状況が当面続き、インフレ指標

が目標(2%)の達成にはもう少し時間がかかるだろう。

金融政策と注目点:

利上げに関して

米金融政策の最大の注目点は利上げの開始時期であろう。利上げ時期については、年内実施の見方が根強い。ただし、消費やインフレ関連指標の低調さを受けて、景気減速懸念が払しょくできていないなか、市場の一部は、利上げが後ずれするのではないかとの観測もあった。

一方で、FRBが20日公表した連邦公開市場委員会(FMOC)の議事要旨(4月開催分、以下4月議事要旨とする)によれば、多くのFOMCメンバーが6月の利上げは時期尚早と考えていたことや、当面は会合ごとに利上げ判断をするとの姿勢を維持するとの内容が明らかになった。また、イエレン・FRB議長は22日の講演で、「景気改善が続けば、年内の利上げが適切」であると指摘した。これは、利上げに関して「経済データ次第で年内に実施する」との従来のスタンスを改めて確認した発言と見てよいだろう。

このため、利上げの時期に関しては、観測が交錯しているものの、年内との想定は現時点で変わっておらず、秋以降に夏場の労働市場やインフレ動向などを踏まえて、最終的に決定を下すだろうと考えられる。

利上げの時期だけでなく、利上げの影響や市場との対話戦略など多くの側面も議論されている。イエレン議長は今月6日に国際通貨基金(IMF)のラガルド専務理事と会談した際に、「株式市場のバリュエーションが総じてかなり高い」、「長期金利水準が低く、FRBの利上げを

受けて、金利が急上昇する可能性がある」と利上げの影響への懸念を示した。また、4月の議事要旨では、「利上げの明確なシグナル表明について協議」するとの意見がある一方、「多くのメンバーは明確なシグナルを送ることに反対」する見方もあり、利上げに関してFRBが市場に送るメッセージは確定的なものは何もありません。 「利上げ後の金利変動幅の拡大リスク」も同議事要旨で指摘されたが、利上げが迫りつつあるなか、こうした側面を巡る議論にも今後、留意していきたい。

「原油安・ドル高」への警戒強める

これまで、原油安・ドル高は経済成長にとってプラスに寄与すると受け止められていた。しかしながら、足元では、原油安・ドル高が経済成長へのマイナスの影響が表面化しており、それを懸念する声が高まった。

4月議事要旨では、「原油価格の下落が予想したほどの消費押し上げにつながらなかった」、「ドル高が経済成長の足かせとなっている」と原油安・ドル高を不安視している。ちなみに、去年12月にイエレン議長は記者会見で、「原油安が今後、米国の景気に総じてプラスに働く」と指摘した。3月中旬の議会証言で、ルー財務長官は「強いドルは米国の利益だ」と繰り返しつつ、フィッシャー・FRB副議長も「ドル高は米国の良好な経済力を反映している」とドル高を肯定的に評価していた。

このように、足元では、原油安・ドル高への評価が変化しつつあることが確認された。特に、現段階のドル高は物価を押し下げるだけでなく、製造業など国内

産業の価格競争力を低下させるとともに、輸入拡大を促すことにもつながり、経済成長を押し下げる可能性のある懸念要因として、認識されつつある。今後、ドル高に関する政策当局の発言や、対応策を講じることに至るかが、大きな注目点であろう。

金融情勢

米国の長期金利（10年債利回り）は、欧州債利回りの大幅上昇や、イエレン議長が金利急上昇の可能性を指摘したことを背景に、4月末から5月半ばにかけて大幅に上昇した。それ以降は、強弱まちまちな経済指標を受けて、2.2%台前後で推移している。先行きは、景気回復予想や年内にも想定される利上げが迫るなか、上昇圧力が高まる一方、米国債市場への資金流入など金利低下圧力もある。当面、2%台前半での推移を予想する。

米株式市場は、荒い動きが続いているが、総じて上昇傾向を辿った。市場予想通りに改善した雇用統計を好感したほか、本来は下落要因であるはずの軟調な経済指標が利上げ時期の後ずれ観測を浮上させたことから、上昇する局面もあった。その後、発表された住宅関連指標も底堅

い結果となったことなどを受けて、続伸した。先行きは、株式市場はバリュエーションが高いと複数のFOMCメンバーが指摘しているように、金融政策の正常化に向かうなか、一定の調整が起きる可能性が高いと考える。その一方で、業績の底打ちから株価が上昇する余地もあり、政策動向や、FOMCメンバーの発言などをにらみながら、当面は高値圏でもみ合う展開が続くと予想する。

このほか、中国の成長減速やギリシャ問題など外部リスクは、当面残るとみられ、注意深くその動向を見る必要がある。

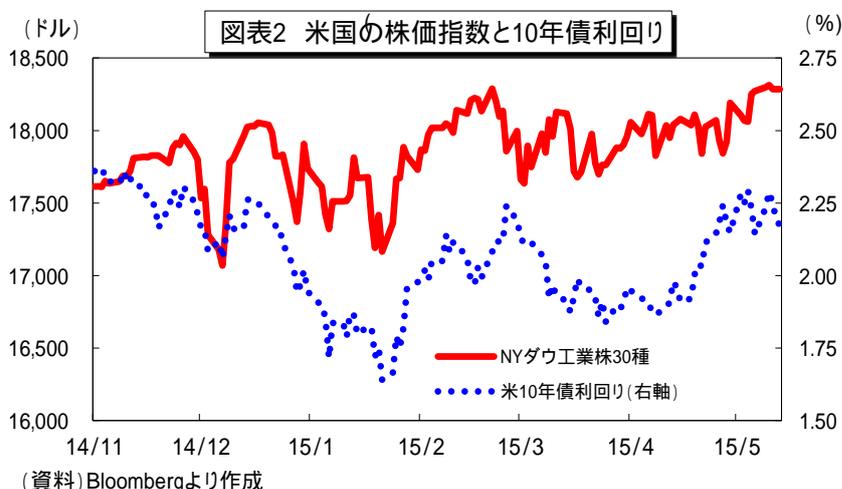
（15.5.25 現在）

注：

注1：詳しくは下記 Miller(2015)を参照。

参考文献：

Rich Miller(2015)“ Tax Man Deserves Some Blame for Disappointing U.S. Retail Sales”, Bloomberg Business, 14 May 2015.



ともに追い詰められたギリシャと支援国

～ギリシャのユーロ圏離脱以外には乏しい選択肢～

山口 勝義

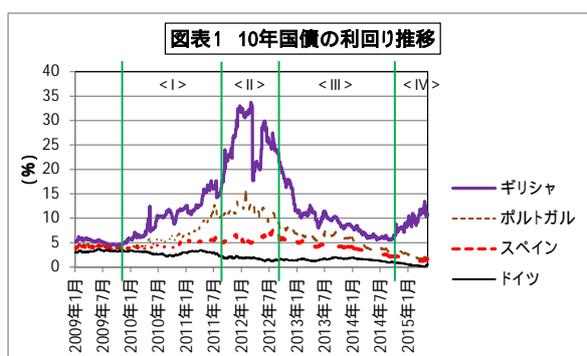
要旨

混迷の度を深めるギリシャ情勢の背景には、急進政党の躍進に伴う支援交渉の難航とともに、支援国の問題先送りによるその解決の困難化がある。これら双方の行き詰まり状態を打開するためには、ギリシャのユーロ圏離脱以外には有効な選択肢はなくなってきている。

はじめに

ユーロ圏の財政危機は今も終息してはいない。危機対策がもたらした内需の低迷は景気回復の障害となっており、また、ギリシャ情勢は混迷の度を深めている。

財政危機を巡るこれまでの経緯は、4期に分けて捉えることができる。第1期は、2009年秋にギリシャで財政問題が表面化して以降、同国のほかアイルランドやポルトガルに金融支援が波及した危機の拡大期である（図表1の< I >）。続く第2期は、イタリアなどの経済規模が大きい国々への波及や銀行財務の悪化を通じた問題の拡大が懸念され、危機感がピークに達した11年秋から12年冬を中心とする時期である。ここではギリシャに対する第2次支援が余儀なくされ、スペインの銀行向け支援策の策定も必要となった（同上< II >）。その後の第3期では、拡充された様々な危機対策を反映し、また財政悪化国の経常収支も大幅に改善したことなどから、危機は一転して沈静化に向かった（同上< III >）。なかでも欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁が12年夏にユーロを守ると強くコミットし、9月には新たな国債買入れプログラム（OMT）の導入が決定されたことを受け、市場センチメントは大きく好転することになった。



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

現在は、この延長線上の第4期にある。他の国々の落ち着きに対するギリシャ一国のみでの問題の深刻化が、この期を特徴付けている（同上< IV >）。14年4月に5年国債の発行で市場復帰を果たした実績などを背景にサマラス首相（当時）は金融支援からの早期脱却を目指していたが、同年末に前倒しで実施した大統領選挙に絡んで15年1月に総選挙に追い込まれたことで、ギリシャ情勢は急転した。反緊縮財政を掲げる急進左派連合（SYRIZA）の圧勝後、支援協議は進展せず、同国の資金繰りリスクが急速に高まっている。

支援条件の見直しに政権の存続を賭ける SYRIZA、一方で改革重視を譲れない支援国。6月末まで4ヵ月間延長された金融支援策も、その融資実行は棚上げされたままであり、その後の第3次支援については検討の俎上にさえ上がっていない。

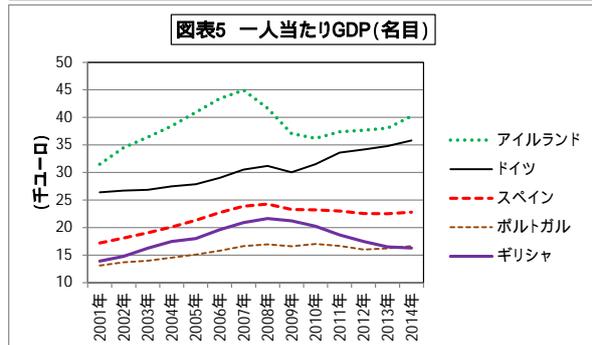
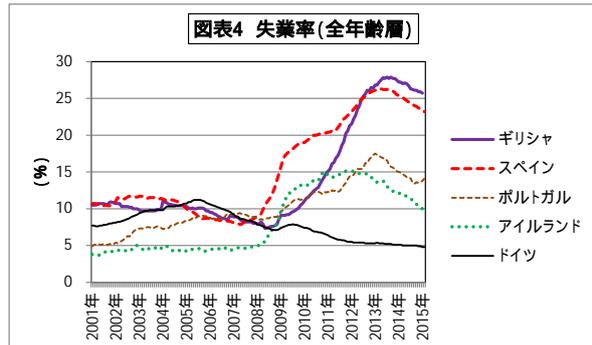
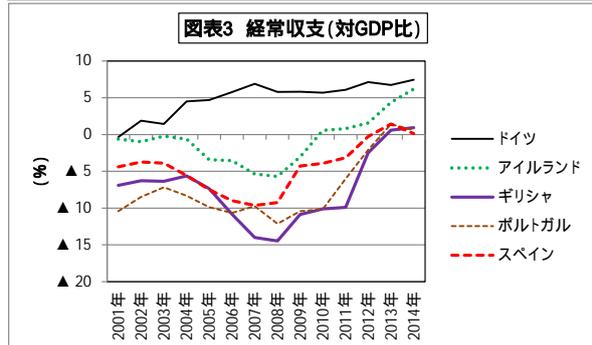
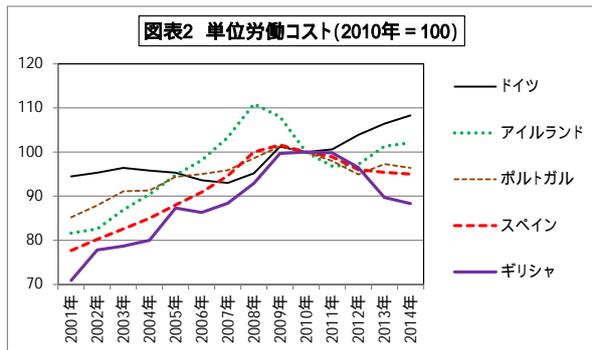
急進政党の躍進による交渉の難航

ユーロ圏では、財政危機対応の過程で、労働市場改革や規制緩和などの経済の構造改革を通じて失業率は上昇し、貧富の格差も拡大した。これに厳しい財政改革による社会サービスの縮小も加わり、多くの国々で国民の生活水準維持、反緊縮財政などを掲げる急進的な左派政党への支持率上昇が生じている。なかでも財政危機の震源地であるギリシャでは、改革に伴う国民への重い負担が、SYRIZAの躍進をもたらすことにつながった。

ギリシャでは単位労働コストは大幅に低下し、経常収支が急速に回復したことで中長期金利は安定した(図表1、2、3)。しかし、その一方で、急上昇した失業率は容易には改善せず、特に25歳未満の年齢層では今でも約50%の高い水準にとどまっている(図表4)。足元の原油安の下で他国では回復が見られる個人消費についても、ギリシャでは低迷が続いている。こうしたなか、14年の一人当たりGDPは直近のピークである08年を25%も下回る水準にあり、他の財政悪化国と比較しても特に厳しい経済情勢に置かれている実態が明らかである(図表5)。

一方、緊縮財政に反対し支援条件の見直しを求めながらユーロ圏への残留を前提とするSYRIZAは、矛盾を内包している。しかも、党内には反緊縮財政で特に強硬な左派勢力を抱えるとともに、反緊縮の一点のみで政策を共有する右派ポピュリストの「独立ギリシャ人」との連立政権ということで、SYRIZAによる交渉は柔軟性を欠いたものとなっている。

このような限界の下で、支援交渉は難航を続けている。SYRIZAにとって支援国側の妥協を引き出し得る唯一のチャンス



(資料) 図表2~5はEurostatのデータから農中総研作成

は、他の財政悪化国を巻き込んだ市場波乱にあったのではないかと考えられるが、様々な危機対策の拡充を反映し、またこのタイミングでのECBによる量的緩和策(QE)導入も加わり、市場はSYRIZAを見放す結果となっている(注1)。

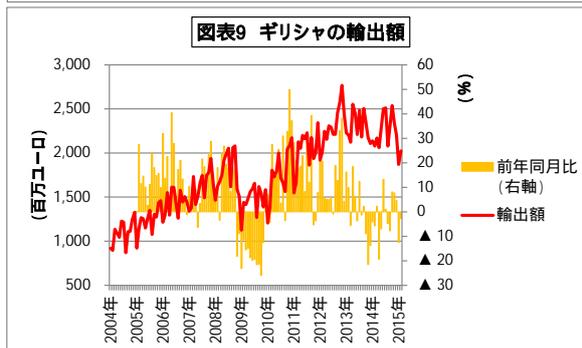
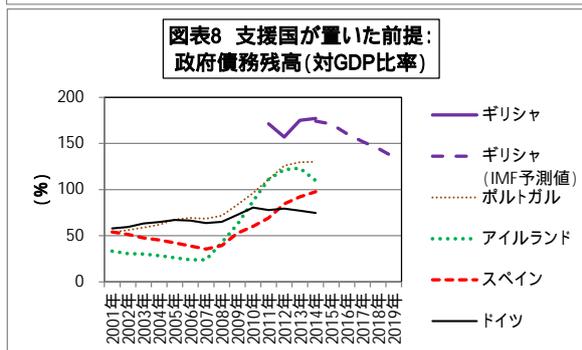
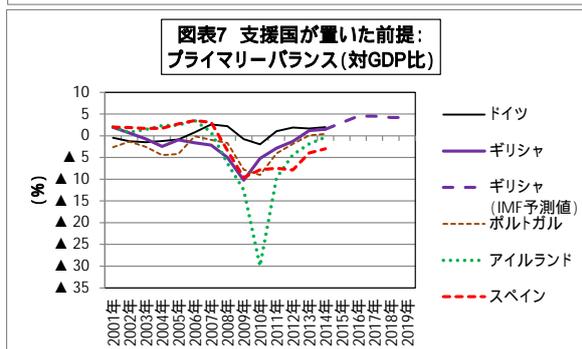
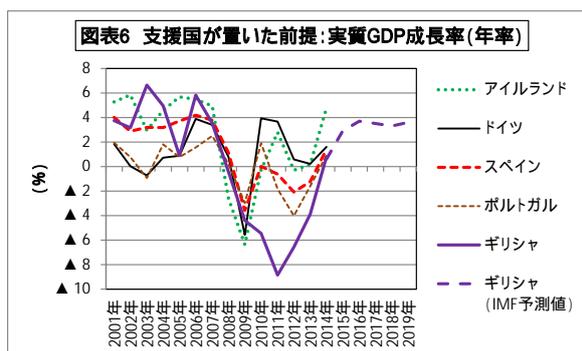
支援国の問題先送りによる解決困難化

一方、より本質的な側面からは、ギリシャ情勢の深刻化は、金融政策を統合した一方で財政は各国分権であるユーロ圏が加盟国拡大を押し進めてきた当然の帰結である、とすることができる。その具体的な問題点は、改革に努めたギリシャが窮地に立たされるに至った、これまでの支援のあり方の中に現れている。

10年5月に始まった当初の金融支援では、支援国はギリシャに対し資金繰り支援を行い、時間の猶予を与えつつ財務内容の改善を促してきた。12年3月以降の第2次支援では国債の債務再編が不可避となったが、引き続き債務の持続可能性に正面から向き合うものではなかった。

この選択は、自らの国民の負担増を回避し、また経済の構造改革を重視する支援国の意思の反映であるが、これは問題の先送りでもあり、必然的に支援国によるギリシャ情勢にかかる前提は楽観的なものになりがちであった(図表6~8)。例えばGDP成長率は急速に回復し、プラスに転じた後は年率3%台で推移するとの想定である。輸出産品の乏しさが大きな経済特性であるギリシャではアイルランドやスペイン型の景気回復は困難であるにもかかわらず、ここには過度な期待が織り込まれている(図表9)。これらをもとに、プライマリーバランスはGDP対比で4%台の黒字を維持し、これを受けて政府債務残高は順調に低下に向かうという想定には無理があったと考えられる。

むしろこの間に政府債務残高比率は上昇し、問題解決は困難化している。しかも、第2次支援後には債権額の約7割を保有することとなった公的部門が今後債務削減に応じることは想定し難く、また



(資料) 図表6, 7はIMFの、図表8はEurostatの、図表9はHellenic Statistical Authorityの、また図表6~8中のIMF予測値は<参考文献>の、各データから農中総研作成

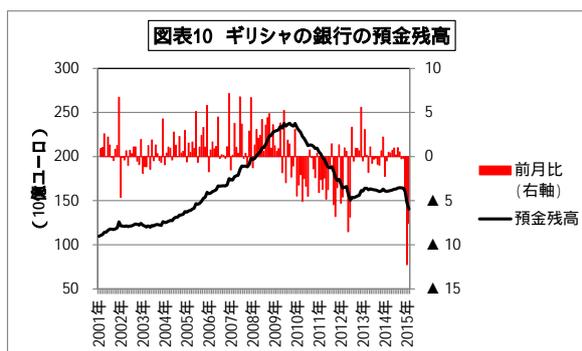
ユーロ共同債の活用なども現実的ではない。このため、債務の持続可能性が疑われるにもかかわらず、償還期限の更なる延長や資金繰り支援継続以外には、支援策はほぼ尽きているのが実態である。

おわりに

このように、混迷の度を深めるギリシャ情勢の背景には、急進政党の躍進に伴う支援交渉の難航とともに支援国の問題先送りによるその解決の困難化があり、かつギリシャ、支援国双方ともに行き詰まりを見せている。

こうしたなか、ギリシャによる債務不履行の懸念は日々強まっている。毎月の公務員給与や年金の支払い、6月の国際通貨基金(IMF)への返済に加え、特に7月、8月には約70億ユーロというまとまった額のECB保有国債の償還が控えている。今後、ギリシャが債務不履行に陥れば、ECBが同国の銀行に与えている緊急流動性支援(ELA)の停止に繋がることで、預金の引出し制限などを含む資本規制の導入や、さらには銀行の連鎖的な倒産などが避け難くなる。この懸念を受け、ギリシャの銀行からの預金流出は加速しつつある(図表10)。

一方、ユーロが枯渇したギリシャ政府は、自らの裁量下にある新通貨の導入に踏み切ると同時に同通貨建てで借用証書(10U)を発行することにより、当座の国内の資金繰りを賄うことが考えられる。さらにギリシャ当局は、政策の自主性を完全に回復するために、並行通貨制度から進めてユーロ圏離脱を選択することも可能性として否定はできない。しかし、より本質的な論点は、望み難い急速な経済成長がない限りは今後もギリシャを巡る問題の解決は見込み難い点にある。このため、ギリシャは諸改革継続に伴う出口の見えない負担の増大を断ち切り、減価した自国通貨の下で自主的な政策を通じた成長軌道への復帰に向けて着実に動き出すために、ユーロ圏離脱に踏み切る



(資料) ギリシャ中銀のデータから農中総研作成

インセンティブがこれまでになく強まっているということである。

確かにユーロ圏を離脱すれば、輸入価格が急上昇するばかりか、複雑な法的問題も伴いつつ外貨建て債務額が新通貨ベースで急膨張するとともに、政治的混乱も深まるなど、現実には大きな問題の発生が予想される。また、加盟国のユーロ圏離脱を想定していない欧州連合(EU)条約上の制約もある。しかし、ギリシャのみならず支援国もともに行き詰まり状態に追い詰められており、この打開のためには双方にとりギリシャのユーロ圏離脱以外には有効な選択肢がなくなってきたことも、事実であると考えられる。(2015年5月25日現在)

<参考文献>

IMF (May 16, 2014) "Greece - Fifth Review under the Extended Arrangement under the extended Fund Facility, and Request for Waiver of Nonobservance of Performance Criterion and Rephasing of Access" (注2)

(注1) ユーロ圏がこれまでに実施した危機対策としては、各国における財政改革や経済の構造改革の実施、ユーロ圏全体としての財政モニタリングの仕組みの構築、支援網としてのESMの構築、ECBによるOMTの導入、銀行同盟の推進等がある。また、ECBはQEの導入を15年1月に決定し、3月に実施に移した。なお、4月末以降はギリシャ以外の国債利回りにも調整が入ったが、これは主として、原油価格の底打ち感に伴うデフレ懸念の後退によるものと考えられる。

(注2) 本文書は、ギリシャによる改革の進捗等にかかるIMFによる直近の検証結果の報告書である。

投資鈍化等で景気減速が続く中国

～ただし、夏場以降は緩やかな景気回復へ～

王 雷軒

要旨

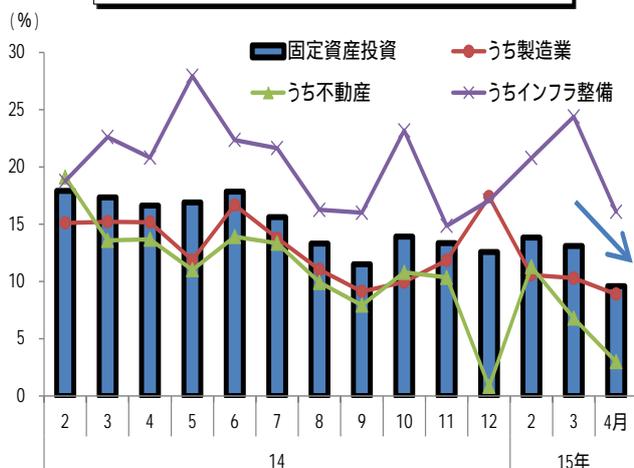
4月分の経済指標によれば、投資が大幅に鈍化したほか、消費も弱含みで推移しており、今なお中国経済は減速が続いていると判断される。先行きについては、下振れリスクが存在するものの、金融緩和による景気押し上げ効果が出るほか、地方政府の資金不足という問題も緩和すると見られることから、夏場以降は緩やかながらも回復に向かうと予想する。

景気減速が続く中国

2015年1～3月期の実質GDPは前年比7.0%と14年10～12月期(同7.3%)から鈍化した。足元でも、景気減速は継続していると見られる。以下では、4月分の経済指標から、足元の景気動向を見てみよう。

まず、投資については、4月の固定資産投資(農家を除く)が前年比9.6%と3月(同13.1%)から大きく鈍化した(図表1)。住宅市場の調整が進んでいることを受けて、不動産向けが大幅に鈍化したほか、期待されたインフラ整備も地方政府の財政難などによって伸び悩んだ。

図表1 中国の固定資産投資(農家を除く)の伸び率



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成
(注) 伸び率は前年比。

消費についても、4月の社会消費財小売売上総額(物価変動を除く実質)が前年比9.9%と3月(同10.2%)からやや弱まった。外食産業や通信機器は底堅く推移したものの、自動車販売台数は低調さが続いている。

一方、外需については、4月の輸出(ドルベース)は前年比6.4%と3月(同15.0%)からマイナス幅が縮小した。地域別では、日本・欧州向けはマイナスの伸びが続いたほか、米国向けも増勢が弱まった。

そのほか、4月の鉱工業生産は前年比5.9%と3月(同5.6%)からやや持ち直したものの、これまでの10%前後の推移と比べれば低い伸びであった。また、4月の製造業購買担当者指数(PMI)が力強さに欠けている状況にあることから、製造業を取り巻く環境は依然厳しいと見られる。

以上のように、投資が大幅に鈍化したほか、消費も弱含みで推移したことなどから、足元の景気は緩やかに減速していると判断される。

さて、景気減速が続くなか、原油安の影響も加わったことから、中国はデイスインフレ局面にある。4月の消費

者物価指数（CPI）は前年比 1.5%と 3 月から上昇率が小幅拡大したが、生産者物価指数（PPI）は同 4.6%と 38 ヶ月連続の下落となっている。

今後も追加金融緩和を予想

景気減速に歯止めがかからないなか、中国人民銀行（中央銀行）は 5 月 10 日に再び利下げを発表した。これは 14 年 11 月と 15 年 3 月に続いて 3 回目の利下げとなる。

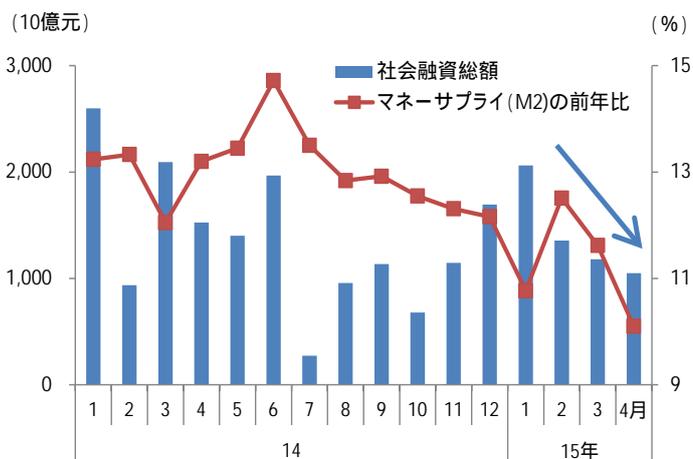
また、15 年 2 月、4 月には預金準備率の引き下げも行った。しかし、このように矢継ぎ早の金融緩和が行われたものの、現段階では、その景気押し上げ効果は限定的と言わざるを得ない。

預金準備率の引き下げを受けて、銀行の新規貸出が増加してきたものの、委託貸出や信託貸出が大幅に減少したため、实体经济への資金供給量はむしろ減少している。実際、实体经济への総資金供給量を示す社会融資総額を見ると、15 年に入ってから減少し続けていることが見て取れる（図表 2）。

また、中国人民銀行が発表した「中国貨幣政策執行報告」によると、このところの利下げを受けて、企業の借入金利は幾分低下している。しかしながら、具体的な数値を確認してみると、企業の借入金利（加重平均）は 3 月に年 6.8%と 14 年 12 月の 6.9%からやや低下したものの、依然として高止まりの状況にあることは明らかである。

これらのほか、中国経済の先行きに対する懸念の強まりや米国利上げ観測によって、海外資金は中国から流出している模様だ。これを受けてベースマネーに連動する外国為替資金残高が昨年後半から

図表2 中国のマネーサプライ(M2)と社会融資総額の推移



(資料) 中国人民銀行(中央銀行)、CEICデータより作成

減少基調を続けているため、マネーサプライ（M2）の伸びは大きく鈍化し、4 月には前年比 10.1%と政府の目標値である 12%を大きく下回った（図表 2）。

こうした環境から、先行きの金融政策については、流動性供給のため、依然高水準の預金準備率（18%）を引き下げる必要がある。また、企業の投資意欲を喚起するためには、実質金利を一段と下げる必要性もあることから、より大胆な金融緩和が求められるだろう。

なお、5 月の追加金融緩和では、中国人民銀行は政策金利を 0.25%引き下げるとともに、預金金利の自由化を促進するために、市中銀行の預金金利の上限を基準金利の 1.3 倍から 1.5 倍に拡大することを決定した。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。下振れリスクが存在するものの、矢継ぎ早の金融緩和による景気押し上げ効果が徐々に出るほか、借換債の発行などで地方政府の資金不足という問題も緩和すると見られることなどから、夏場以降は緩やかな景気回復に向かうと予想する。実際、利下げや住宅テコ入れ策の実施で住宅販売には明るさが見え始めている。（15 年 5 月 25 日現在）

資源価格持ち直しも一進一退の新興・資源国市場

多田 忠義

要旨

4月の米経済指標は強弱まちまちで、利上げ時期をめぐる思惑は交錯した。また、原油価格は1バレル=60ドル前後まで回復し、他の資源価格も持ち直し傾向である。一方、新興・資源国の株価、通貨は各国の個別材料で一進一退であった。

原油は60ドル前後まで回復も、他の資源価格も持ち直し傾向

4月の米経済指標は強弱まちまちであった。雇用や住宅関係は悪天候などの一時的要因の剥落で改善したが、消費関係は弱かった。このため、5月も利上げ時期をめぐる思惑が交錯した。

資源価格は3~4月を底に持ち直し傾向である。銅やニッケル、鉄鉱石などは5月初めからは下落したが、持ち直し基調である。原油価格(WTI、期近物)も1バレル=60ドル前後まで回復し、原油安に一服感が出てきた。米国の原油在庫が減少に転じたことが背景にある。

IIF(国際金融協会)によれば、分析対象とした新興5ヶ国の日別非居住者資金フロー(債券)は5月に入り流出超過となっており、新興国債券市場から資金流出がみられる。米国債と新興国債券とのスプレッドを示すEMBI+は、独長期金利の急上昇をきっかけに一段と縮小した。これは、米長期国債の利回り上昇ペースが新興国債券を上回る速さであったためである。一方、EM通貨リターン指数のELMI+は上昇している。ただし、総じてみると、新興・資源国の金融資本市場は各国の個別材料で一進一退であった。

当面の新興・資源国市場は、米利上げ時期の予想、原油価格をはじめとする資

源価格の動向、ギリシャ情勢に注意する必要がある。米早期利上げの思惑、原油価格の上昇やギリシャ情勢の悪化は、更なる資金流出やインフレ圧力となるため、新興・資源国の景気がさらに悪化する懸念も出てくる。

以下、主な新興・資源国の経済・金融情勢について簡単に振り返ってみたい。

インド:インフレ圧力弱まる

インドでは、4月の卸売物価指数(WPI)は前年比▲2.7%と6ヶ月連続の下落となった。また、消費者物価指数(4月)は同4.9%と、3月(同5.3%)から鈍化した。鉱工業生産指数(3月)は前年比2.1%と5ヶ月連続で上昇したが、2月(同4.9%)から減速した。原油安に加え、需要の弱さもインフレ圧力の弱まりに影響しているとみられるほか、生産の伸びが減速しているため、次回の政策決定会合で、インド準備銀行は政策金利を引き下げる可能性が高まっている。

利下げ期待の高まりや、財政赤字縮小を好感し、インドの株価は4月までの落ち込みから持ち直しつつある。一方、ルピーは、インフレ率鈍化や利下げ期待で一進一退であった。

インドネシア:ローン規制緩和へ

インドネシアでは、4月の消費者物価が前年比6.8%と2ヶ月連続で上昇幅が拡大した。政府がガソリン価格を引き上げ、それが食料品などにも波及したことが主因である。ルピア安は一段と進行しており、原油価格が上昇しつつあることを踏まえると、インフレ圧力は今後強まる可能性もある。

景気下支えのための利下げ期待もあったが、ルピア安、原油価格の上昇に伴うインフレ圧力が高いことを踏まえ、インドネシア中央銀行は5月19日、政策金利7.5%の据え置きを決定した。同時に、自動車ローンや住宅ローンの融資規制を緩和する景気刺激策も明らかにした。

ブラジル:4会合連続の利上げ実施

ブラジル中央銀行は、4月29日に政策金利を50bp引き上げ、13.25%とすることを決定した。4会合連続の利上げで、08年12月以来の高水準に達した。4月の消費者物価指数(IPCA)は前年比8.2%と、3月から0.1ポイント上昇し、依然中銀のインフレ目標(4.5%±2%)の上限を上回った状態であり、引き続き引き締め方向との見方も根強い。また、米FRBの利上げに伴って発生しうるショックに対応するため、さらなる利上げを迫られる可能性もあり、当面、ブラジルの政策金利は高水準で推移する見通しである。

鉱工業生産は14ヶ月連続の前年割れとなったが、下げ幅は縮小した。貿易(輸出)は、金額で見ると1次産品、半製品、完成品のすべてで前年を下回ったが、1次産品の輸出数量で見れば増加している。資源価格の下落がブラジルの輸出に大きく影響している。

ロシア:予想上回る利下げ実施

ロシア中央銀行は4月30日、政策金利を5月5日付で150bp引き下げ12.5%とすることを決定した。物価の上昇が一段落し、ルーブルの対米ドル相場も回復していることが背景にある。実際、4月の消費者物価指数は9ヶ月ぶりに上昇率が鈍化に向かい、前年比16.4%となった。

一方、実体経済は景気下押し圧力が強い。4月の鉱工業生産指数は事前予想よりも下げ幅が大きく、前年比▲4.6%と、3ヶ月連続で低下した。

オーストラリア:雇用は再び悪化

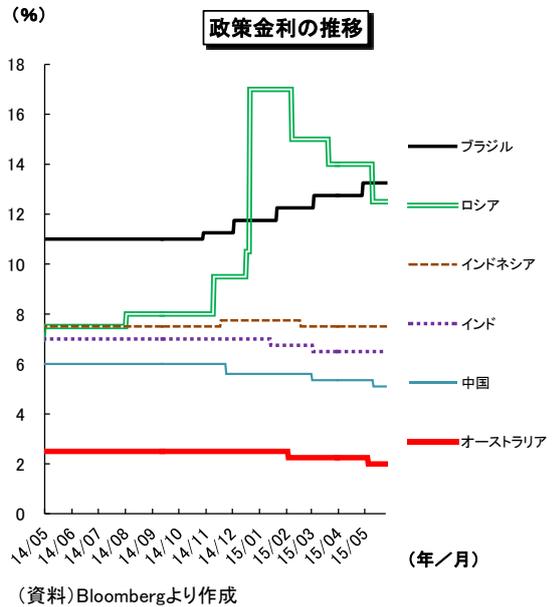
オーストラリア準備銀行は5月5日、政策金利を0.25%引き下げ、過去最低の2.0%とすることを発表した。19日に公表された5月会合の議事要旨では、必要に応じ追加策を講じる余地があるとし、追加利下げに含みを残している。また、豪ドルが高止まりしていることに引き続き警戒している。

なお、これまで会合後の声明文で発表されていた「更なる利下げが適切である」との文言が今回削除されたことで利下げは一区切りとの思惑が広まったほか、フィッチは債券格付け「AAA」にリスクはないとしたことや資源価格の下げ止まり感も広がり、豪ドル高が進む場面もあった。

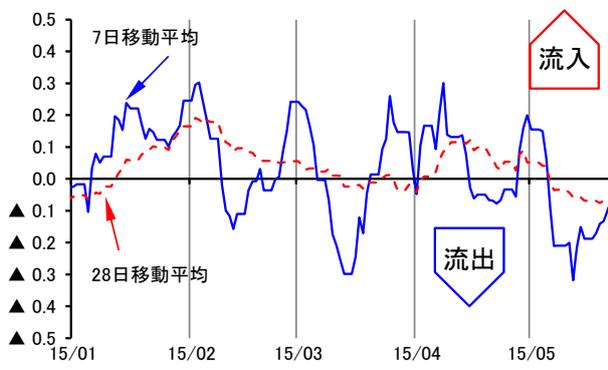
4月の雇用指標は再び悪化した。失業率(4月)は6.2%と、3月(6.1%)から小幅上昇し、雇用者数は0.3万人減(正規雇用者数が2.19万人減、非常勤雇用者が1.90万人増)であった。近年の失業率は上昇トレンドが続いており、雇用環境が悪化している基調に変わりはない。

(15年5月22日現在)

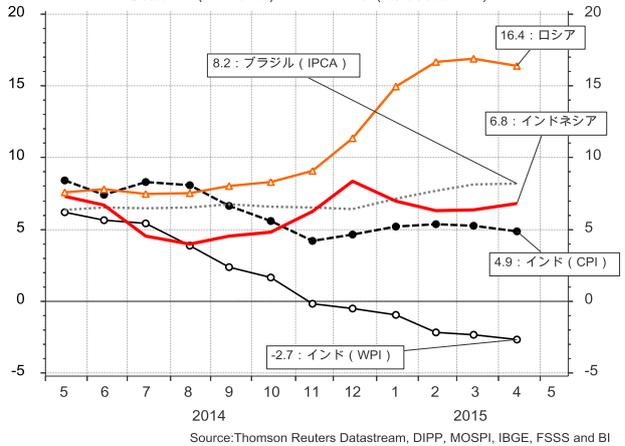
商品価格、主な新興・資源国の物価、政策金利、生産、貿易の動向(14年5月~15年5月)



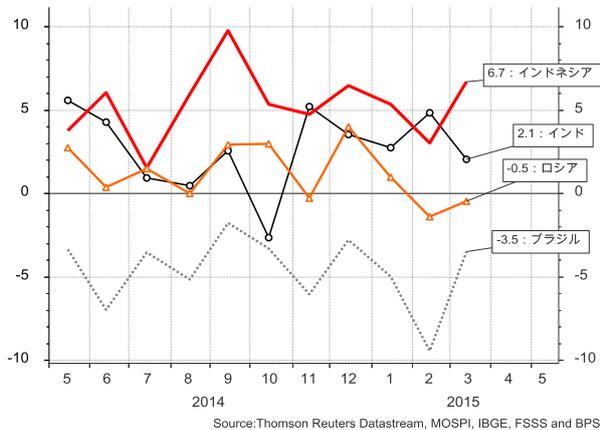
(10億ドル) 日別ポートフォリオフロー(債券、5ヶ国)



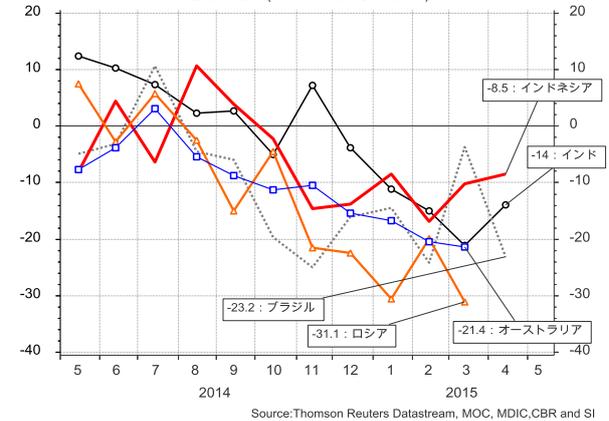
主要新興国 (Ex. 中国) のインフレ率 (前年同期比%)



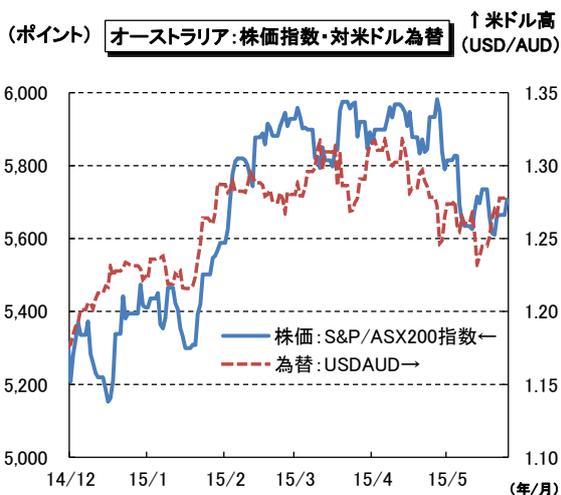
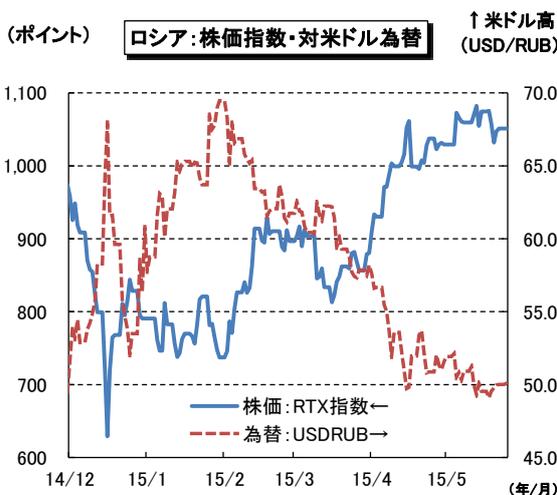
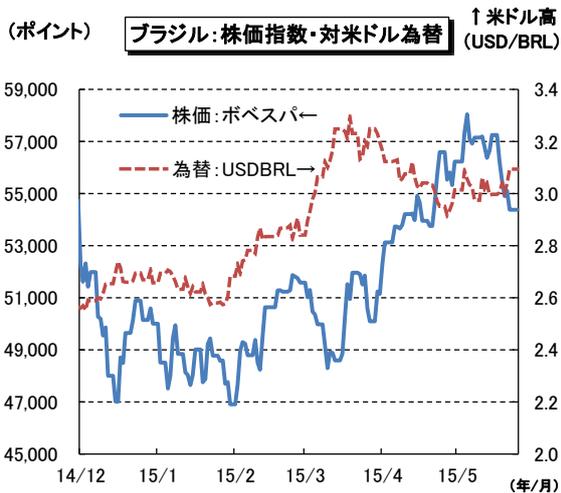
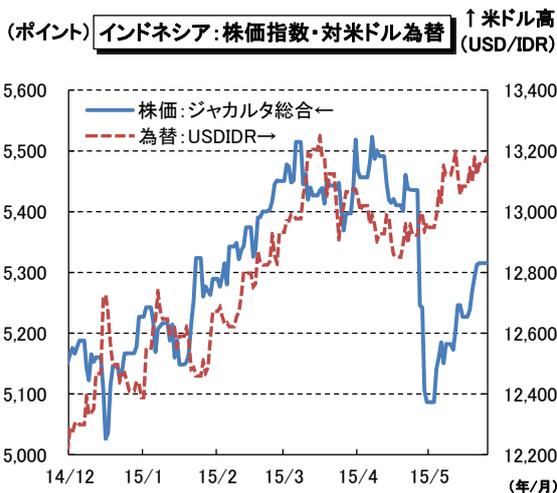
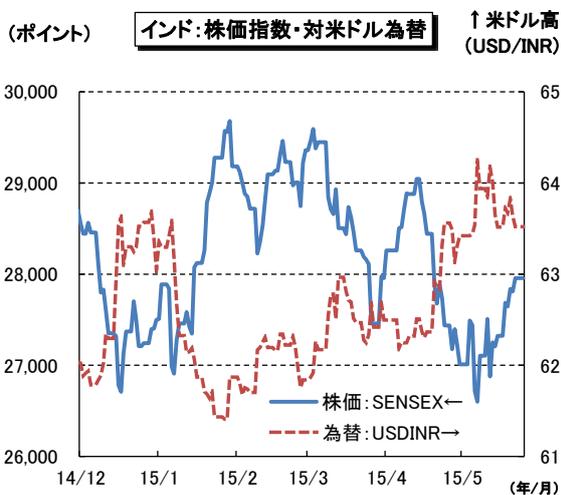
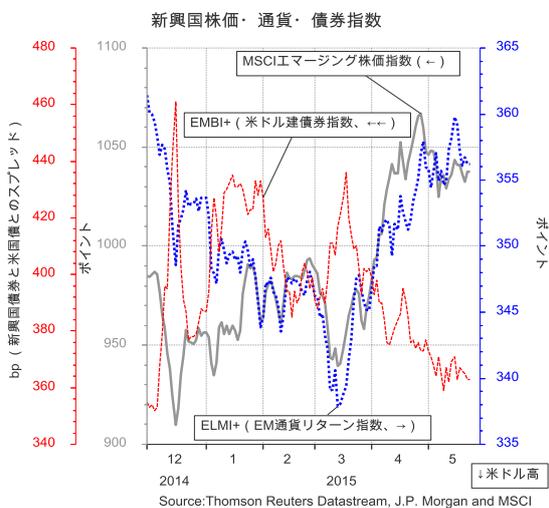
鉱工業生産指数の推移 (前年同月比%)



輸出額の推移 (米ドル、前年同月比%)



主な新興・資源国の株価、為替動向(14年12月~15年5月)



(資料) 各国株価指数、為替はBloombergより作成

(注) 取引日以外は、前営業日の値を表示している。



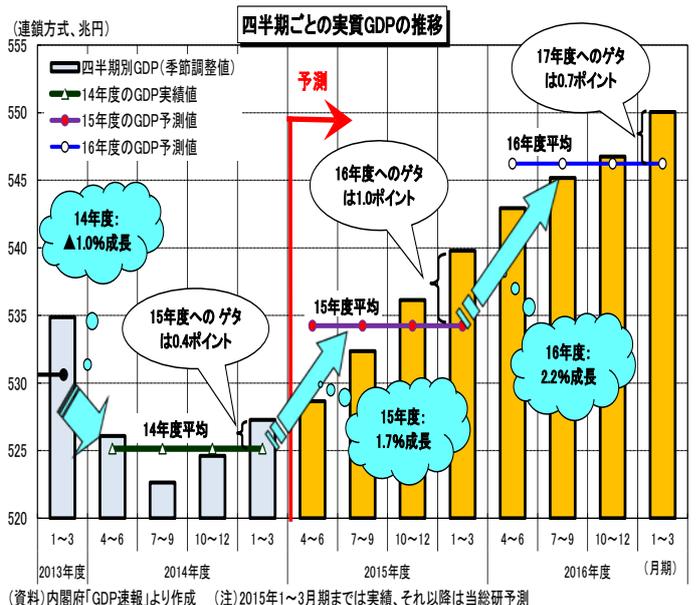
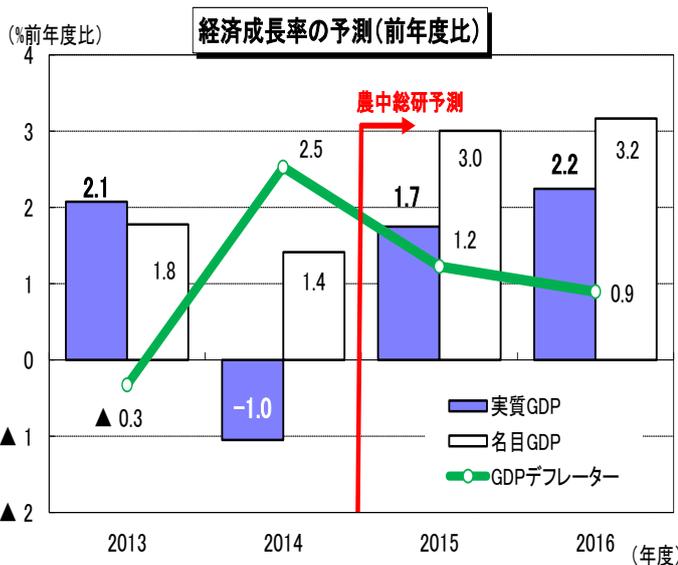
2015～16年度改訂経済見通し

所得環境の改善などにより日本経済は好循環入りへ

～経済成長率は2015年度:1.7%、16年度:2.2%と予測～

国内景気は緩やかな持ち直し局面にあるが、そのテンポは相変わらず鈍いままである。しかし、すでに消費税要因が一巡したほか、賃上げムードの継続や石油製品価格の値下げなど、家計の所得環境は好転しつつある。15年度の日本経済は本格的な景気回復に向けた動きを開始し、好循環を実現、デフレ脱却に向けて動き始めるだろう。また、労働市場は供給制約が意識され始めるなど、多少なりとも景気回復が進めば、逼迫度が強まり、賃上げにつながりやすい素地ができつつある。16年度には景気拡大の持続性が意識され始め、成長テンポはやや穏やかなものとなるが、16年度末には次回消費税増税を前にした駆け込み需要が発生するなど、好調さを維持するだろう。この結果、適正な賃上げと適度な物価上昇が両立し、16年度下期にはデフレからの完全脱却も見通せる状況に至るだろう。

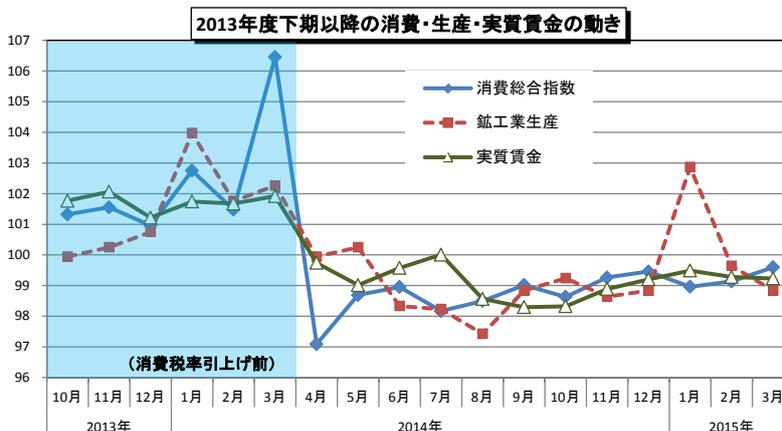
日本銀行は現行の量的・質的金融緩和を継続する姿勢を継続するとみられるが、物価上昇率が回復するとともに「出口政策」への意識が浮上する可能性もあるだろう。



1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 持ち直しつつあるが、まだ鈍い

2014年4月の消費税増税から1年以上が経過したが、それが残した爪痕はいまだに癒えてはいない。13年度末にかけての駆け込み需要が想定以上の盛り上がりとなったことの反動という側面もさることながら、賃金上昇率が増税分を含めた物価上昇率を下回ったことにより、家計の実質所得が目減りした影響は大きく、消費行動が増税前の水準に復元しようという動きが阻害されてしまった。主要な経済指標の多くは、13年度下期の平均水準に満たない状態のままである。



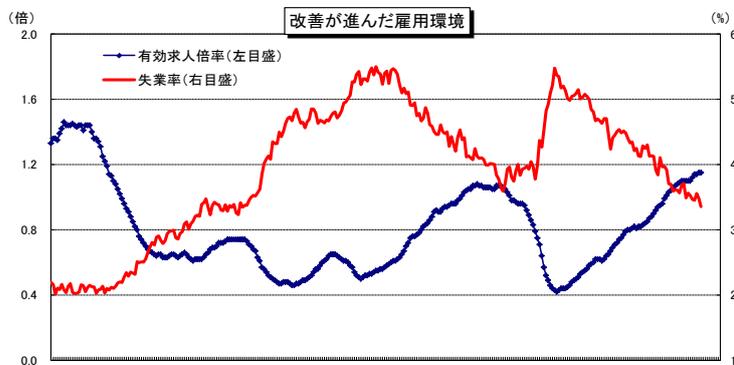
(資料)内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成
(注)2013年10月～15年3月=100。

こうした中、14年前半は1バレル＝100ドル前後で推移していた国際原油市況

(WTI先物、期近)が夏場以降に急落、15年初頭には40ドル台まで下落した。その原因としては、過去10年ほど続いた原油高やシェール革命などによって生産能力の増強が促されたという側面のほか、正常化に向けて動き始めた米国の金融政策、さらにはそれに影響を受けた新興国の景気足踏みなどが挙げられる。これにより、21世紀に入ってから世界経済のプレゼンスを急速に高めてきた資源国経済に対する懸念が急浮上した。一方、日本のような石油消費国はメリットを享受できると思われる半面、物価の鈍化傾向も明確化しており、物価安定目標の早期達成を目論む日本銀行にとっては悩ましい事態となっている。

また、14年後半にかけては、世界経済の緩やかな回復が続くなか、輸出の増勢が強まったことが明らかとなった。円安への反転から2年近くが経過し、ようやく日本製品の価格競争力が浸透し、それによる輸出数量への押し上げ効果が発揮されるとの期待が浮上した。しかし、15年に入ると、1月こそ東アジア圏の旧正月要因で大幅増となったが、2～3月はその反動も出たほか、米国・中国といった二大輸出相手先の経済減速なども加わるなど、輸出の増勢はなかなか強まってはいない。

このように、国内経済は非常に緩やかなペース、かつ加速感のない景気回復であるにもかかわらず、最近では人口動態に伴う労働供給制約が意識される状況となっており、失業率、有効求人倍率といった代表的な雇用関連指標は約20年ぶりの水準まで改善が進んできた。まだ需給逼迫となっている業種・職種は限定されるものの、多少なりとも景気の改善が進めば、一段と需給が逼迫していく可能性が高いだろう。

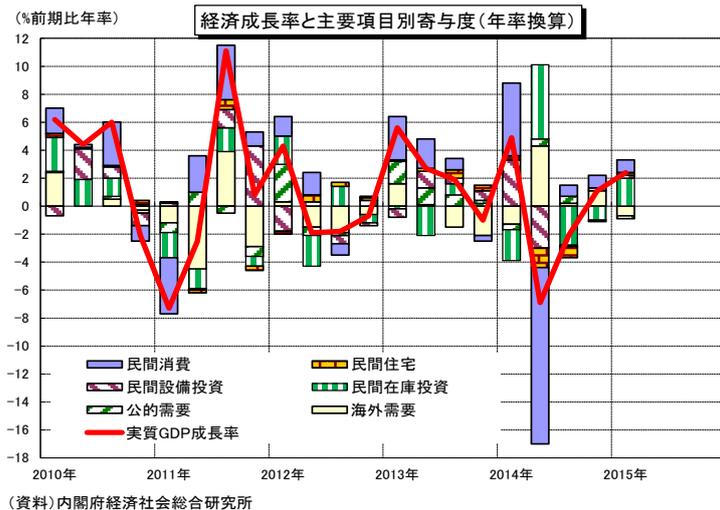


(資料)厚生労働省、総務省

(2) 意図せぬ在庫積み上がりで嵩上げされた 15 年 1～3 月期の GDP

こうしたなか、5 月 20 日に公表された 1～3 月期の GDP 第 1 次速報では、事前予想（中央値は前期比年率 1%半ば）を上回る同 2.4%と、2 四半期連続のプラス成長となり、数字の上では 10～12 月期（同 1.1%）から加速したことが明らかとなった。

しかし、内容をみると、民間在庫の積み上がりが成長率を押し上げたことは否めず、それを除くと同 0.7%と低調な数字に変貌してしまう。また、公共投資は前期比 ▲1.4%と 4 四半期ぶりに減少に転じており、公的需要全体でも成長率を押し下げる方向に働いた。一方、14 年度入り後は減少し続けていた住宅投資と民間設備投資はようやく前期比プラス（それぞれ 1.8%、0.4%）に転じるなど、持ち直しが始まった様子も見て取れる。輸出も前期比 2.4%と 10～12 月期（同 3.2%）からは減速したものの、底堅い数字であった。ただし、輸入の増加（同 2.9%）もあり、前期比成長率に対する外需寄与度は ▲0.2 ポイントと、4 四半期ぶりのマイナスとなった。



また、実感に近いとされる名目 GDP は前期比年率 7.7%と 2

四半期連続のプラスで、民間在庫投資を除いても同年率 6.3%と高い成長率を達成した。この背景には、一国のホームメイドインフレである GDP デフレーターが前期比 1.3%と高めの上昇率になったことが指摘される。原油など資源安によって軟調に推移する消費者物価・国内企業物価と違い、GDP デフレーターは国内における価格転嫁の度合いを示している。つまり、国内に賦存する、もしくは輸入された財・サービスや生産要素を用いて、国内生産者がどのような価格設定をして財・サービスを提供したかを示す指標といえる。原油の下落した分ほど、最終生産物の価格が下がらなければ、見掛け上は価格転嫁が進んだことになるが、需給改善による効果とは異なる点は留意すべきであろう。

この結果、14 年度の実質成長率は ▲1.0%と、5 年ぶりのマイナス成長に転じたことが明らかとなった。民間消費（前年度比 ▲3.1%）、住宅投資（同 ▲11.6%）などからも明らかなように、消費税増税による影響が大きかったことは明白であり、冒頭でも触れたとおり、13 年度下期にみられた駆け込み需要からの反動と、増税で引き起こされた家計の実質所得目減り（実質雇用者報酬は同 ▲1.2%）によって反動減からの持ち直しが鈍かったことが指摘できる。一方、GDP デフレーターは同 2.5%と 17 年ぶりの上昇、名目成長率は 1.4%と 3 年連続のプラスであった。

2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

14年11月に政府は15年10月に予定していた消費税増税を17年4月まで延期するとともに、緊急経済対策を策定することとし、それらを含めたアベノミクス全般について国民の信を問うとして、衆議院解散・総選挙を断行した。総選挙では連立与党が圧勝し、積極的な政策展開によってデフレ脱却・成長促進を目標とするアベノミクス路線は継続されることが決まった。15年1月に召集された通常国会では総額3.1兆円の14年度補正予算案、総額96.3兆円の15年度予算案が提出され、いずれも可決・成立し、すでに執行段階にある。

目下の安倍内閣の政策懸案は、ローカル・アベノミクスと称される地方創生と、新たな財政健全化計画の策定である。前者については、アベノミクスが経済全体には一定の効果浸透してきたと評価する一方で、地域経済ではその波及力が弱く、疲弊状態から抜け出せていない、かつ今後の人口減少によって多くの地方自治体が消滅の危機に瀕する可能性があるとの危機意識の下、「地方が成長する活力を取り戻し、人口減少を克服する」ことを基本目標に据えた政策である。14年9月の第2次安倍改造内閣人事では石破茂・自民党幹事長が地方創生担当大臣に任命されるとともに、「まち・ひと・しごと創生本部」が設置された。同年末には国の長期ビジョンと総合戦略が閣議決定されたほか、15年度に入ってから、都道府県・市町村レベルでも地方人口ビジョンと総合戦略の策定が進められている。

また、後者については、5月12日に開催された経済財政諮問会議では、政府が6月末までに策定する新たな財政健全化計画に関する議論が始まった。今年2月、内閣府は実質2%、名目3%の経済成長が実現したとしても20年度の基礎的財政収支(PB)は▲9.4兆円であり、黒字化目標の達成に向けて一層の赤字削減努力が必要とする試算結果を公表した。一般的に、財政赤字の削減には、①歳出削減、②増税、③経済成長、の3要素が必要と考えられるが、12日の同会議では、民間議員から歳出削減で5~6兆円、経済成長による税収増などで4~5兆円を賄うという案が提出された。これに対して、財務省からは8兆円は歳出削減で埋めるべきとの意見を表明したと報じられている。安易な増税を封印し、経済成長を追求することで、税収増を見込むという提案そのものの基本姿勢は高く評価したい。とはいえ、わが国経済が労働供給制約に接近しようとしている中で、20年度まで実質2%の成長を続けることが可能なのか、不透明な部分が多いのも確かであり、今後の議論の行方が注目される。

(2) 世界経済の見通し

全般的に見れば世界経済は冴えない動きを続けているが、そうした中でも底堅く推移した米国では雇用の改善傾向を受けて、金融政策の正常化に向けて模索してきた。実際、多くの市場参加者は15年内にもゼロ金利政策が終了し、その後は緩やかな利上げフェーズに入ると想定している。その半面、そうした動きが国際資金フローに大きな影響を与えるのではないかとの思惑も浮上、内外の金融資本市場が不安定な動きをする場面も散見される。また、14年夏場以降の原油など資源価格の下落は、石油消費国にとってはメリットが大きいと期待する向きもあるが、この数年で急速に存在感を高めてきた資源国経済へは打撃を与えるとみられ、世界経済の先行き懸念が高まるなど、不透明感を高めた。

また、原油安は世界的に物価上昇の沈静化を促す側面もあったが、07~09年の世界大不況・金融危機からの持ち直しが進まない先進国ではデフレーション懸念を高めることと

なった。日米英ではすでに実施されてきた量的緩和策に対して頑なな態度を続けてきたユーロ圏でも、15年3月から量的緩和に踏み切るなど、新たな展開が始まっている。

以下では、米国、欧州、中国の景気の現状分析と当面の見通し、原油市況の予測を行う。

① 米国経済

米国の1～3月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率0.2%と、10～12月期(同2.2%)から大きく減速した。内訳をみると、個人消費は同1.9%(成長率に対する寄与度(年率換算):1.3ポイント)と鈍化した。14年1～3月期と同様に悪天候の影響や西海岸でのストライキといった一時的要因が下押しした。また、海外経済の減速などを背景に、原油安・ドル高の影響が表面化している。設備投資は同▲3.4%(寄与度:▲0.4ポイント)と減少に転じたほか、純輸出の寄与度も▲1.3ポイントとマイナス幅を拡大させ、ともに成長率を押し下げた。さらに、政府支出も同▲0.8%(寄与度:▲0.2ポイント)と2四半期連続で減少した。一方、在庫投資は成長率に対して0.7ポイントの寄与度であったが、需要鈍化の影響であることは明白である。

こうした中、雇用は3月分では物足りなさがあつたものの、総じて改善傾向が続いており、焦点となる利上げは年内にも行われるとの想定が大勢を占めている。米連邦準備制度(FRB)は15年3月に開催した連邦公開市場委員会(FOMC)後の声明で、利上げに関して「忍耐強く」との文言を削除したほか、「6月以降は、雇用や物価のデータ次第で、どの会合でも利上げが起こり得る」と利上げが近づいているとの姿勢を前面に出した。その後、4月の雇用統計は再び元の改善ペースに戻ったことで、市場に一定の安心感をもたらした。しかし、直近の輸入物価や生産者物価は低調さが続いており、「雇用は堅調だが、物価は低調」の下での利上げ時期の予想はより困難となっている。

2015～16年 米国経済見通し (15年5月改定)

	単位	2014年	2015年		2016年			
		通期 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	2.4	2.2	1.2	2.5	2.7	2.7	2.9
個人消費	%	2.5	3.1	2.9	3.2	3.0	3.0	2.9
設備投資	%	6.3	3.2	0.2	4.7	6.3	6.5	7.2
住宅投資	%	1.6	4.6	3.8	6.0	5.5	5.5	5.0
在庫投資	寄与度	0.0	0.1	0.3	▲0.6	▲0.0	0.2	0.1
純輸出	寄与度	▲0.2	▲0.6	▲1.9	▲0.7	▲0.4	▲0.9	▲0.6
輸出等	%	3.2	1.6	▲1.5	3.4	5.7	5.7	8.0
輸入等	%	4.0	4.9	4.9	5.0	6.9	7.3	8.2
政府支出	%	▲0.2	0.4	▲0.6	0.5	▲0.1	▲0.4	▲0.1
PCEデフレーター	%	1.3	1.1	0.4	1.8	2.1	2.0	2.2
GDPデフレーター	%	1.5	1.3	1.1	1.6	1.9	1.8	2.0
FFレート誘導水準	%	0～0.25	0.75	0～0.25	0.75	1.75	1.25	1.75
10年国債利回り	%	2.5	2.4	2.1	2.8	3.8	3.6	4.0
完全失業率	%	6.2	5.5	5.6	5.4	5.3	5.3	5.2

実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

- (注) 1. 予想策定時点は2015年5月25日(15年1～3月期の速報値ベース)
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
 3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度
 4. デフレーターは期中平均前年比
 5. FFレート誘導目標は期末値

さて、先行きの米国経済については、再び底堅さを取り戻すものと予想する。米国経済の潜在成長率は2%台半ばにあると考えられるが、雇用の堅調さや所得の改善、消費者マインドが高水準に推移していることもあり、天候不順などの一時的要因が剥落するのに伴い、内需が牽引する形での経済成長が再び強まるだろう。ただし、足元では、「原油安・ドル高」の影響のほか、迫りつつある利上げへの意識の強まりで急速な金利上昇の可能性もあり、経済の下振れリスクとして留意する必要がある。

以下、主要部門別にみていくと、家計部門については、悪天候など一時的要因が剥落するとともに、ガソリン価格の値下がりによって実質所得が改善するため、4～6月期にかけて個人消費は力強く回復することが期待できる。また、同じく悪天候で着工・建築が遅れた住宅投資は、足元の販売好調を受けて、その遅れを取り戻す動きが強まっている。ただし、年内の利上げが想定されるなか、利上げの影響が住宅投資に出る可能性には注意が必要であろう。

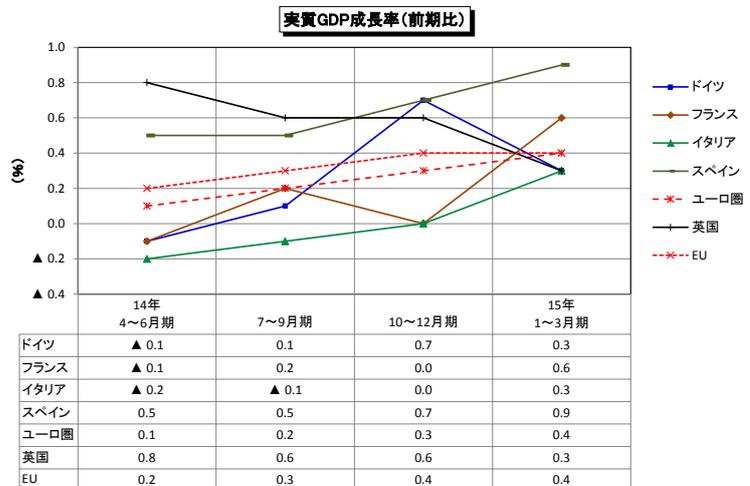
企業部門については、経営者マインドが総じて良好であり、製造業の設備稼働率も安定推移している。しかし、先行指標となる資本財受注が弱含んでいるほか、原油安などに伴い鉱業・石油関連の投資不振が続いており、設備投資は4～6月期も弱含みのままで推移する可能性が高い。また、1～3月期は在庫投資が経済成長を押し上げたが、その反動で4～6月期は成長率を押し下げる可能性もある。外需については、海外経済の成長鈍化やドル高の影響を踏まえると、輸出環境の改善は難しいほか、国内需要拡大により輸入増が想定されるため、プラス寄与は見込めない。最後に政府支出については、国防費や国内事業向け経費など連邦政府歳出の削減規模が緩和されるほか、州・地方自治体の支出が依然として増加する傾向にあり、小幅ながらもプラスに転じると予測する。

以上から、15年の米国経済は、雇用・所得、消費者マインドなどの改善を背景とした個人消費が牽引役となることが見込まれる。1～3月期の景気減速は一時的であり、4～6月期以降の経済成長率は2%台後半のペースに戻るだろう。なお、15年は2.2%成長(前回見通しの3.0%から下方修正)、また16年は2.7%成長(前回見通しの2.8%から僅かに下方修正)と予測する。

② 欧州経済

ユーロ圏では、15年1～3月期の実質GDP成長率(速報値)は10～12月期から0.1ポイント拡大して前期比0.4%となり、緩やかな回復の継続が確認された。経済規模の大きい4ヶ国の中では、フランス、イタリア、スペインが前期から成長が加速したのに対し、ドイツが減速した点が注目される。

ユーロ圏の主要な経済指標では、原油価格の下落を受け個人消費が堅調であり、3月の小売売上高は前月比では0.8%の低下と息切れ感が出てはいるものの、前年同月比では1.6%の上昇となった。今回のフランスの成長率の加速においても、個人消費が大きく寄与している。また、同月の鉱工業生産も、前月比では0.3%の低下ながら前年同月比では1.8%の上昇となっている。こうしたなか、失業率は11.3%となり、緩やかながらも低下傾向にある。また、4月の物価上昇率は前年同月比0.0%にまで戻し、14年12月以



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

降 4 ヶ月続いた下落から脱している。

一方、ドイツであるが、3 月には、製造業受注指数は前月比で 0.9%、前年同月比で 1.9%の各上昇、鉱工業生産指数は前月比では 0.5%の低下ながら前年同月比では 0.1%の上昇となったほか、輸出額については前月比 1.2%の上昇となった。また、同月の失業率は 4.7%という低水準にある。一方、3 月の小売売上高は前月比 2.3%の低下と、2 月に続き前月比マイナスとなり、やや力強さに欠ける動きとなっている。しかし、このように最近の経済指標は区々なものとなっているが、今回の成長率の減速は主として輸入の増加によるものでもあり、これまで続いてきた一旦成長が後退した 14 年半ばからの回復基調には大きな変化は生じていないものと考えられる。

以上のように、ユーロ圏では原油価格の下落やユーロ安に加え、3 月から開始された欧州中央銀行 (ECB) による量的緩和策 (QE) を追い風として、景気動向は改善を示している。しかしながら、原油価格には底打ち感も出ているほか、ユーロについても足元では反転上昇の動きが認められる。QE についても経済主体のセンチメントの改善には有効ながら、実質的な効果には限界があるものと考えられる。また、内需の低迷が続いてきたユーロ圏では、全般に製造業企業の収益性は改善せず、投資は盛り上がりせず、労働生産性は停滞しているほか、企業・家計ともに引き続き負債比率は高止まっているなど、景気回復の障害となる様々な構造的とも言える課題が残存している。このため、ユーロ圏の景気回復が今後加速することは考えづらく、引き続き緩やかな回復が継続するものと考えられる。また、ウクライナ情勢を巡る対ロシア制裁の影響の継続や、新興国経済の成長減速化、ギリシャ情勢の混迷化などの懸念材料の下で、相応のダウンサイドリスクを伴っているものとみられる。

なお、ECB の金融政策については、QE の効果を見極める必要があることから、現在の政策を当面維持するものと考えられる。

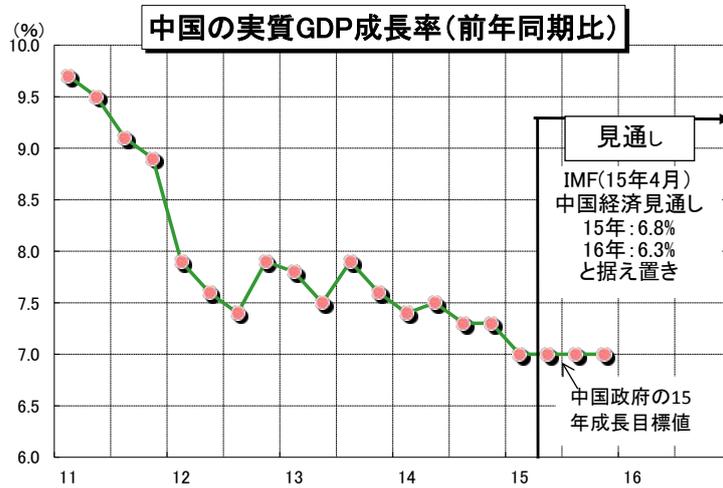
③ 中国経済

中国経済は緩やかな減速が続いている。1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 7.0%と 10～12 月期 (同 7.3%) からさらに鈍化、09 年 1～3 月期以来 6 年ぶりの低い伸び率となった。4 月も投資が大幅鈍化したほか、消費もやや弱かったことを踏まえると、減速傾向は継続していると見られる。この状況が続くと、4～6 月期の成長率は 7%割れとなる公算が高まる。

こうしたなか、政府は 15 年の成長目標である「7.0%前後」を実現するため、金融緩和 (利下げ+預金準備率の引き下げ) や住宅テコ入れ策を矢継ぎ早に実施した。

しかしながら、現段階では、これらによる景気押し上げ効果はまだ現れていない。住宅販売価格は下げ止まりつつあるが、膨大な住宅在庫から住宅市場の調整がいまだに進行中である。そのため、不動産デベロッパーは新たな住宅投資に対して慎重姿勢を崩していない。

また、預金準備率の引き下げ (15 年 2 月、4 月) を受けて、市中銀行は新規貸出を増やしているものの、これまで少なからぬ役割を果たしてきたシャドーバンキングを通じた資金供給が大幅に減少しているため、市場全体の流動性は依然としてタイトとなっている模様だ。



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

そのため、貸出基準金利の引き下げ(14年11月、15年3月、5月)が断続的に行われたにもかかわらず、企業の資金調達コストは下げ渋っている。これが企業設備投資の足枷になっている。

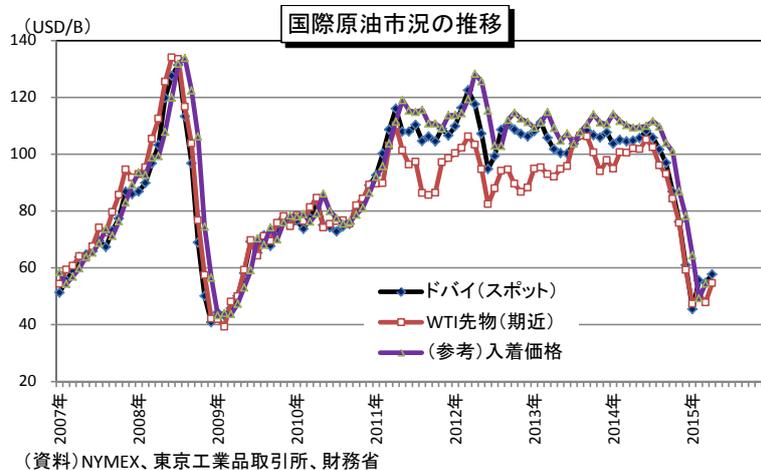
さらに、地方政府は、住宅市場の調整や地方政府系の投融资会社である融資平台への規制強化を受けて財政事情が厳しい状況にあるため、インフラ投資に回す資金の余裕が乏しい。実際、財政支出の伸びを確認してみると、14年後半から大きく鈍化してきたことが分かる。経済減速が止まらない厳しい現実を受け止めた中央政府は15年に入ってから、借換債の発行承認など、ようやく地方政府の財政難の解消に乗り出している。

しかし、景気の先行きについてはさほど悲観視するべきではないだろう。これまでの経済対策の効果が徐々に出てくるほか、企業の資金調達コストをさらに引き下げるため、預金準備率の引き下げや利下げといった追加緩和が実施される可能性がある。加えて地方政府の借換債などの発行も順調に進んでいるため、今夏以降は景気減速が止まり、緩やかな回復が始まることを見込まれる。15年通年でも7%前後の成長は可能と予測する。

④ 輸入原油価格の見通し

14年後半からの急落で、15年3月中旬には1バレル=40ドル台前半まで値下がりした国際原油市況(WTI先物、期近)であったが、その後は持ち直しに転じ、5月に入ってから60ドル前後で推移するなど、下げ止まりが鮮明となっている。原油安で採算性が悪化した北米シェールオイル油井での生産が減少傾向にあるほか、独歩高状態だった米ドルの増価傾向に歯止めがかかったことなどが影響しているとみられる。

今後の動向については、引き続き、世界経済の不透明感が払拭されない中、需要の増加ペースも抑えられたものになる一方、産油能力は高い水準を維持しており、少しでも価格が上昇する様子を見れば、シェールオイルが増産に向かう可能性もあるなど、供給過剰状態は続くと思われる。実際、石油輸出国機構(OPEC)はシェア確保を最優先する戦略を続けるなど、減産に対して消極姿勢を崩す構えは見られない。そのため、当面は現状程度の低価格のまま推移すると予想される。以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIFベース)は60ドル台前半を中心に推移すると想定した。



2015~16年度 日本経済見通し

	単位	2013年度 (実績)	14年度 (実績)	15年度 (予測)	16年度 (予測)
名目GDP	%	1.8	1.4	3.0	3.2
実質GDP	%	2.1	▲ 1.0	1.7	2.2
民間需要	%	2.3	▲ 2.4	1.9	3.4
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 3.1	1.8	2.9
民間住宅	%	9.3	▲ 11.6	1.2	6.5
民間企業設備	%	4.0	▲ 0.5	3.1	6.6
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	▲ 0.5	0.4	▲ 0.2	▲ 0.2
公的需要	%	3.2	0.8	0.0	0.2
政府最終消費支出	%	1.6	0.5	0.6	0.4
公的固定資本形成	%	10.3	2.0	▲ 2.3	▲ 0.8
輸出	%	4.4	8.0	7.7	4.2
輸入	%	6.7	3.7	7.0	8.4
国内需要寄与度	ポイント	2.6	▲ 1.6	1.4	2.7
民間需要寄与度	ポイント	1.8	▲ 1.8	1.4	2.6
公的需要寄与度	ポイント	0.8	0.2	0.0	0.1
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	0.7	0.3	▲ 0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.3	2.5	1.2	0.9
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	2.8	▲ 1.3	0.9
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	0.8	2.8 (0.9)	0.3 (0.2)	1.5
完全失業率	%	3.9	3.6	3.4	3.1
鉱工業生産 (前年比)	%	3.0	▲ 0.3	3.4	4.7
経常収支	兆円	0.8	7.7	12.9	12.1
名目GDP比率	%	0.2	1.6	2.6	2.3
為替レート	円/ドル	100.2	109.9	121.3	116.3
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.07	0.06	0.10
新発10年物国債利回り	%	0.69	0.48	0.38	0.73
通関輸入原油価格	ドル/バレル	109.6	90.6	61.9	62.5

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

(→予測)

	単位	2014年				2015年				2016年				2017年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	1.5	▲ 0.0	▲ 0.6	0.7	1.9	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8	0.6	0.9	1.1
実質GDP	%	1.2	▲ 1.8	▲ 0.5	0.3	0.6	0.3	0.7	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3	0.6
(年率換算)	%	4.9	▲ 6.9	▲ 2.1	1.1	2.4	1.1	2.8	2.9	2.8	2.4	1.6	1.2	2.4
民間需要	%	2.1	▲ 3.8	▲ 0.9	▲ 0.0	1.1	0.1	0.8	0.9	0.8	0.6	0.7	1.0	1.8
民間最終消費支出	%	2.1	▲ 5.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	1.0	1.8
民間住宅	%	2.0	▲ 10.8	▲ 6.4	▲ 0.6	1.8	0.8	0.5	0.5	1.0	1.7	3.8	1.2	0.5
民間企業設備	%	5.9	▲ 5.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.4	1.0	0.8	1.5	1.8	1.5	1.3	1.8	3.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	1.3	▲ 0.7	▲ 0.2	0.5	▲ 0.4	0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
公的需要	%	▲ 0.4	0.5	0.5	0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
政府最終消費支出	%	▲ 0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 0.9	0.7	1.6	0.1	▲ 1.4	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.5	0.1
輸出	%	6.1	▲ 0.0	1.6	3.2	2.4	1.8	1.5	0.9	1.2	1.0	1.0	0.9	0.7
輸入	%	6.6	▲ 5.2	1.1	1.4	2.9	1.6	1.7	1.1	1.4	1.2	2.0	4.0	5.5
国内需要寄与度	%pt	1.5	▲ 2.8	▲ 0.6	0.0	0.8	0.1	0.6	0.7	0.6	0.5	0.6	0.8	1.4
民間需要寄与度	%pt	1.6	▲ 3.0	▲ 0.7	▲ 0.0	0.8	0.1	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.8	1.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.1	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.3	1.1	0.1	0.3	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.8
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	2.2	2.1	2.4	3.4	1.7	1.7	1.3	0.2	0.3	0.6	1.2	1.5
国内企業物価 (前年比)	%	2.0	4.3	4.0	2.4	0.4	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	0.3	0.8	1.2	1.5
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	1.3	3.4 (1.5)	3.2 (1.2)	2.7 (0.7)	2.1 (0.1)	0.0 (▲ 0.1)	▲ 0.0	0.4	0.7	1.1	1.4	1.6	1.8
完全失業率	%	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9
鉱工業生産 (前期比)	%	2.3	▲ 3.0	▲ 1.4	0.8	1.5	0.5	1.2	1.0	0.9	1.0	1.0	1.6	2.2
経常収支(季節調整値)	兆円	▲ 1.3	0.8	0.5	2.7	3.7	3.4	3.0	3.2	3.3	3.2	3.2	3.0	2.7
名目GDP比率	%	▲ 1.1	0.7	0.4	2.2	3.0	2.7	2.4	2.5	2.6	2.5	2.5	2.3	2.0
為替レート	円/ドル	102.8	102.1	103.9	114.6	119.1	120.0	122.5	122.5	120.0	120.0	117.5	115.0	112.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.07	0.07	0.06	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.08	0.09	0.10
新発10年物国債利回り	%	0.63	0.60	0.53	0.44	0.34	0.35	0.35	0.40	0.40	0.50	0.60	0.80	1.00
通関輸入原油価格	ドル/バレル	112.0	109.6	108.4	88.3	55.9	60.0	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5

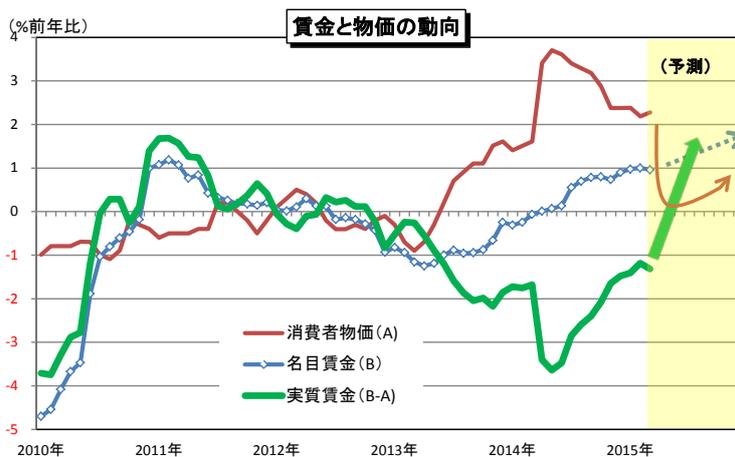
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

3. 2015～16年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し ～ 家計所得環境の好転

消費税増税後の需要減からの持ち直しは鈍く、国内景気の回復テンポは緩やかなままであるが、それは消費などの鈍さが生み出したものである。そして、その状況から抜け出すためには家計が直面している実質所得の目減りが解消される必要があるのは言うまでもない。すでに増税実施から1年超が経過したが、家計所得を取り巻く環境は好転しつつあり、それがいずれ消費の本格的な回復を促すものと期待される。

以下でその状況を簡単に見ていきたい。まず、家計所得の増加に大きな役割を果たす賃上げムードが定着してきた。総選挙直後に開催された政労使会議では、経営側は14年度に続き、15年度も業績好調な企業を中心に賃上げを行うことを前向きに検討することで合意した。増税に伴う悪影響が長引いていることから中小企業を中心とした内需型業種ではベースアップの実施が厳しいかもしれないが、円安の恩恵を受けた大企業の輸出製造業などでは14年度を上回る回答も散見されている。経団連の集計によれば、大手企業の回答・妥結状況は総平均で前年比2.59%となっており、14年の妥結実績(同2.34%)を上回っている(第1回集計、4月16日発表)。



(資料)厚生労働省、総務省統計局 (注)名目賃金は現金給与総額の12ヶ月移動平均。

また、原油安によって石油製品価格が大幅に下落し、それは物価上昇率を前年比ゼロ%前後まで鈍化させたが、一方で14年度とは逆に家計の実質所得を改善させる方向に貢献している。日本経済全体で考えてみても、為替レートが1ドル=120円、15年を通じて入着価格60ドル/バレルの原油を14年と同量の2億キロリットル輸入したと仮定した場合、産油国への原油輸入代金の支払額は約8兆円、GDPの約1.3%分が減額されることになる。こうした余裕資金が日本経済を適度に循環すれば、家計所得に一層のプラス効果が波及する可能性がある。



(資料)内閣府、財務省の統計より農中総研作成

(注)2015年は14年と同量の原油輸入の下、1ドル=120円の為替レート、1バレル=60ドルの原油価格を想定

さらに、人口動態、特に労働需給の動向も見逃せない。団塊世代の多くが労働市場から退出していく一方で、労働市場へ新たに参入する若年層は少なくなっている。この数年で女性・高齢者の労働参加率が高まってきたとはいえ、労働供給の増加テンポは明らかに落ちている。半面、企業などの労働需要は底堅く、一部の業種・職種では労働需給が逼

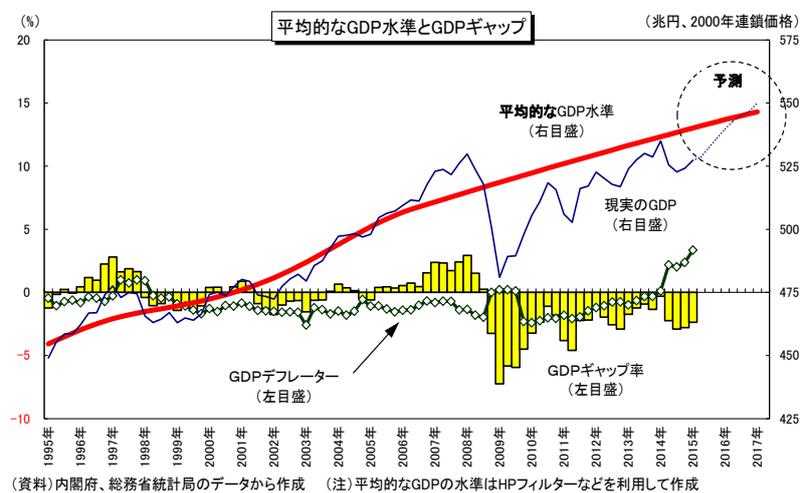
迫状態となっている。日本経済が潜在成長力以上の成長をすれば、人手不足感が一段と強まり、労働市場全体に広がっていく可能性は高い。それは必然的に賃金上昇を促すことになるだろう。

(2) 経済見通し ～ 好循環入りに向けた環境整う

さて、上述の通り、今後は家計所得が増加していくことが予想される中、日本経済は好循環入りが実現し、消費税増税という「逆噴射」で一旦途切れたアベノミクスの政策効果が再び強まり、長年の懸案であったデフレ脱却に向けた動きが本格化すると予想される。

個別の主要需要項目をみていくと、足元では鈍さが残る民間消費については、家計所得の改善に伴って、徐々に回復傾向を強めていくことが期待される。13年下期に比べて民間消費は2%ほど下振れているが、すでに消費者マインドは増税直前に迫る水準まで改善しており、これに今後の所得増に対する確信が加われば、消費水準が大きく回復する可能性は高い。

また、民間企業設備投資については、資本設備不足感の高まり、人手不足感を背景とした省力化投資需要、老朽化が進んだ資本設備の更新需要、低く抑えられた実質金利など、設備投資を取り巻く環境は決して悪くない。日銀短観などビジネスサーベイからは、企業の設備投資計画はしっかりした内容となっており、先行き内外需の改善が進めば、本格的に回復し始める可能性がある。



輸出動向については、世界経済の成長ペースが鈍いこともあり、大きく加速していくことは想定できないが、米国経済の順調な回復は、新興・資源国リスクなど世界経済の先行き懸念を徐々に解消させていくと思われる。円安定着によって日本製品の価格競争力が増したことの影響が浸み出しており、輸出は緩やかながらも増加傾向を維持するだろう。

ただし、リスク要因として、海外経済、特に中国経済の動向には注意する必要があるだろう。中・高所得者層が急速に拡大していることを背景に購買意欲は旺盛であるが、経済規模があまりに大きいだけに、その動向が僅かに変化しただけでも日本を含めた世界経済全体への影響力は無視できない。特に、資源国の多くは中国向けの輸出如何で景気状況が変化するほどである。それゆえ、中国が7%成長へのソフトランディングに失敗すれば、日本経済の下振れリスクも高まることになる。

以下、15～16年度の日本経済を見通してみたい。まず、足元の4～6月期であるが、増税要因が剥落してきたこと、家計の所得環境が好転してきたことなどを考慮すると、持ち直しの基調はやや強まっていると考えられる。しかし、1～3月期に積み上がった在庫水準を適正水準まで削減することが同時に起きるため、経済成長率としてはやや低めの数字なることは否めないだろう。15年4～6月期は前期比0.3%、同年率1.1%と、1～3月期からは鈍化するだろう。

その後、堅調と予想される夏季賞与の支給などを機に、消費行動は回復傾向を強める

だろう。また、米国経済の回復ペースが高まること、中国経済が持ち直しに転じること、など世界経済の不透明感が和らぎ、輸出の増加傾向も継続する。それらとともに企業設備投資なども活性化していこう。その結果、15年度の実質成長率は1.7%（前回3月時点の予測：1.9%から下方修正、下方修正の理由は4～6月期以降に在庫調整的な動きが発生する可能性を織り込んだものである）とした。日本経済は成長経路に向けて回帰していく動きを本格的に開始することとなる。一方、名目成長率は3.0%、GDPデフレーターは前年度比1.2%（前回はそれぞれ2.2%、同0.3%で、いずれも上方修正）と予測した。

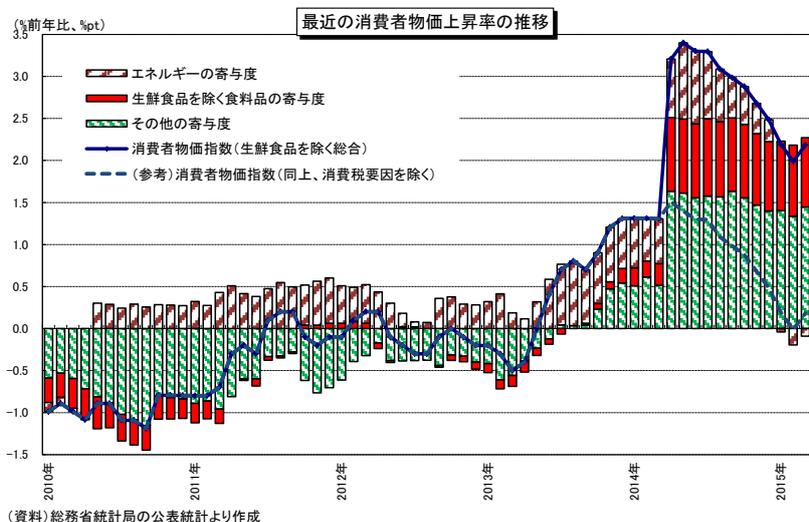
さて、15年度下期には消費税増税前の14年1～3月期のGDP水準を上回り、それと同時にマクロ的な需給ギャップが解消に向かっているが、続く16年度には「景気拡大の持続性」が意識され始めるだろう。日銀では需給ギャップは概ね過去平均並みまで回復したと評価しており、仮にそれが正しいとすれば、潜在成長率を上回る経済成長を続けていけば、じきに「景気の天井」に到達する。そして、それに接近する過程では潜在成長率への減速（ソフトランディング）、もしくは循環的な景気後退局面入りは不可避である。しかし、「幸いなことに」14年度のマイナス成長（ちなみに、1～3月期の実質GDPは前年比▲1.4%）によって、GDPギャップはある程度の乖離（需要不足）が発生、言い換えれば成長余力はまだ存在する状況であると考えられる。

それゆえ、15年度の1.7%成長を受けた後の16年度も引き続き、雇用増を伴いながら経済成長を続けることが可能であろうが、成長テンポはやや持ち落ち着いたものへ移行するだろう。ただし、17年4月には消費税率が10%に引き上げられることから、13年度と同様、16年度末にかけては民間消費や住宅投資には一定程度の駆け込み需要が発生するものと思われる。その結果、16年度の実質成長率は2.2%、名目成長率は3.2%、GDPデフレーターは前年度比0.9%（前回予測はそれぞれ2.0%、2.7%、同0.6%で、いずれも上方修正）と予測した。これらにより、GDPギャップは趨勢的な水準を上回り、年度末には失業率が3%割れまで低下するなど労働需給が引き締まっていくだろう。企業サイドも人員確保のためには賃上げの必要性に迫られるだろう。

(3) 物価見通し ～ しばらく前年比ゼロ前後で推移した後、再び上昇基調へ

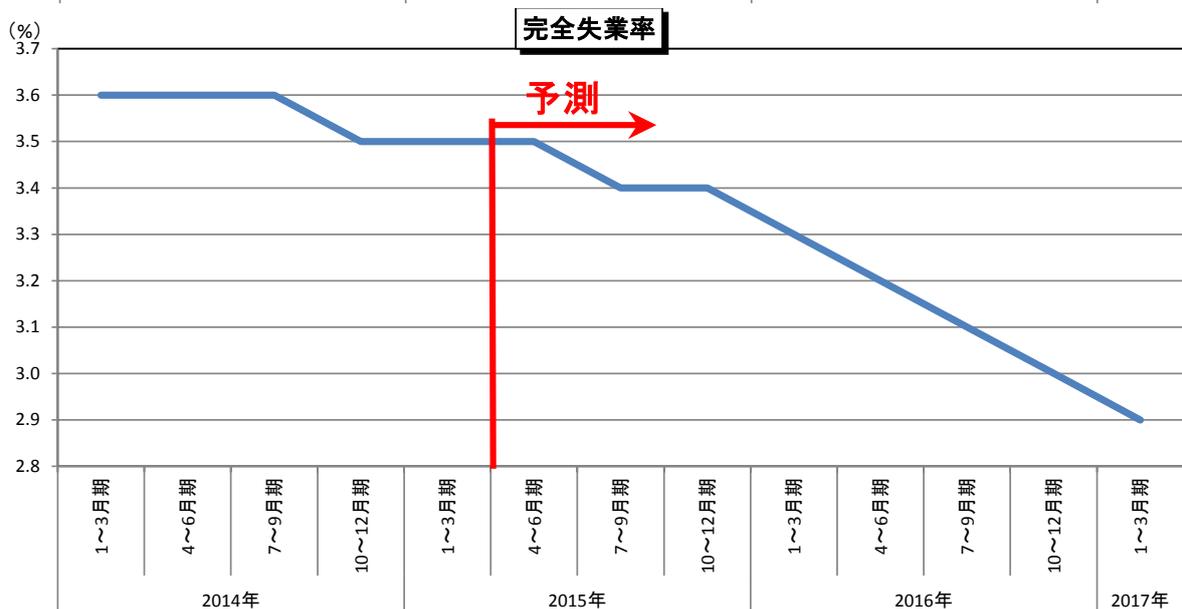
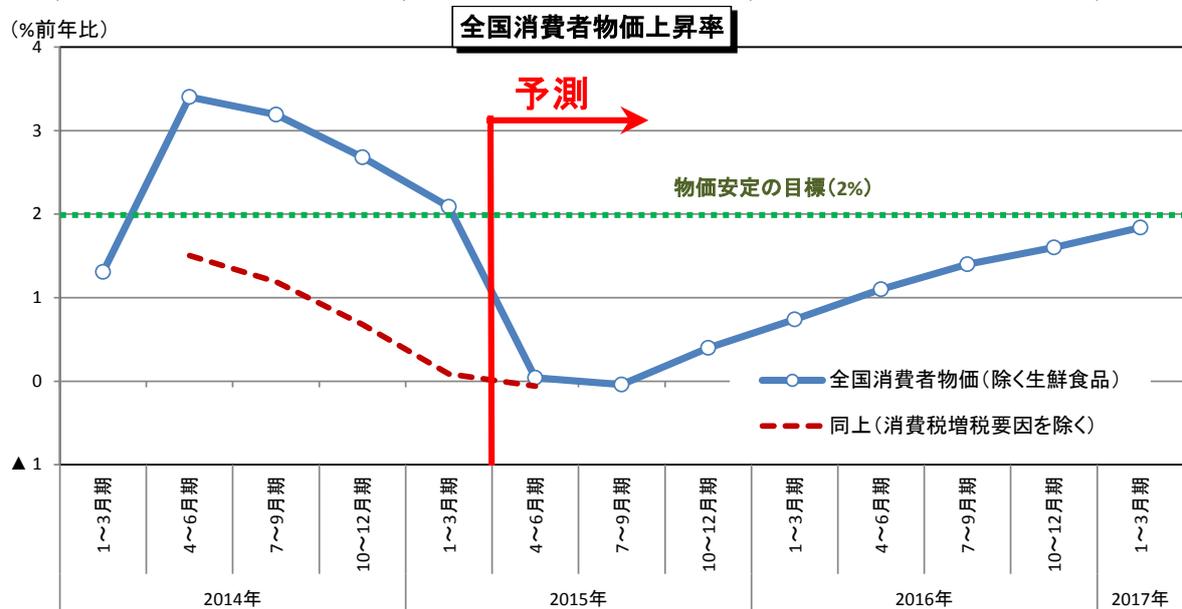
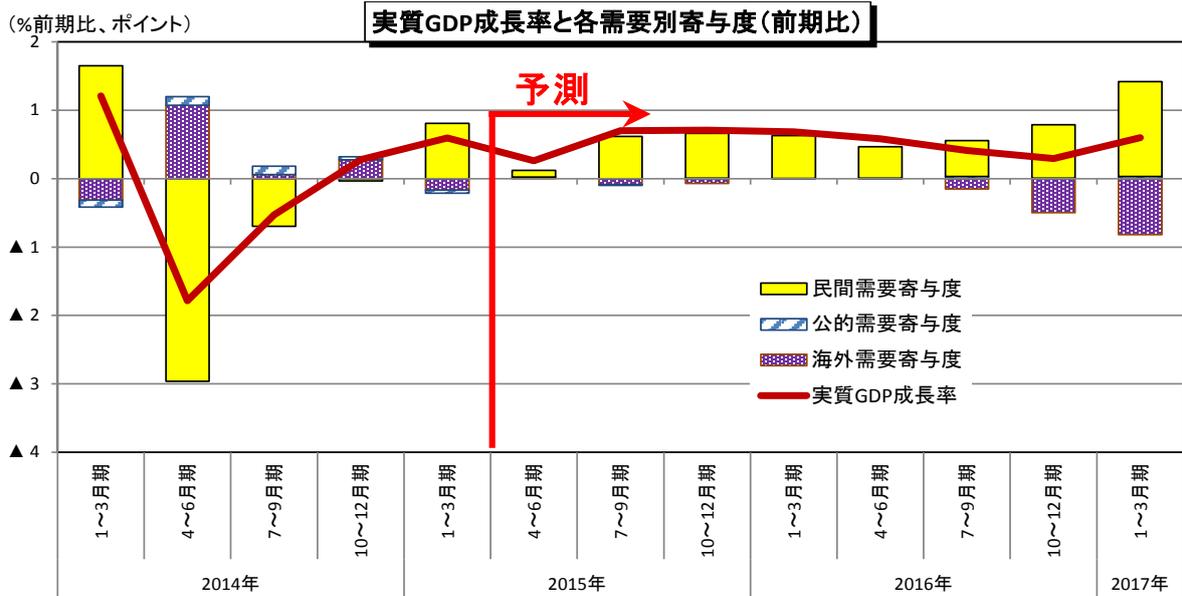
消費税要因の一巡により、15年4月分の物価指数では増税によって嵩上げされていた分が剥落したこともあり、軒並み鈍化傾向が明確となっている。4月の国内企業物価は前年比▲2.1%と3月（同0.7%）から下落に転じたほか、4月（中旬速報）の東京都区部分の消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア）は同0.4%と3月（同2.1%）から大幅な鈍化となっている。

最近の物価動向を振り返ると、①為替レートの円安基調によって輸入品を中心に価格上昇が起きている、②一方で、消費税増税後の消費の持ち直しは鈍く、また足元では製造業で在庫調整圧力が高まるなど、物価下落圧力が再燃しつつある、③原油など資源価格の大幅下落によって、石油製品などエネルギーの価格が前年比で下落に転じている、等が指摘できる。



当面は、前年同時期と比べて円安水準にあるために最終財の輸入価格には依然として上昇圧力が加わっている(4月の企業物価統計における最終財価格(輸入品)は前年比6.9%の上昇)ほか、食料品などを中心にこれまでの原材料高騰分を価格転嫁する動きがあること、さらに電気・ガス料金にも値上げが残っているが、14年7月までガソリンが高値圏で推移していたことの反動が15年夏場にかけて強く出ることから、年度上期中は引き続き前年比ゼロ%前後での推移となる可能性が高い。しかし、15年度下期には再び物価上昇率が回復するものと思われる。さらに、マクロ的な需給ギャップが解消し、労働需給の面からも賃上げ圧力が高まることが見込まれる16年度にかけて物価上昇率は高まっていき、消費税増税前の駆け込み需要の再発生が想定される16年度末には1%台後半まで到達すると予想される。

以上から、15年度の全国コアCPIは前年度比0.3%(14年度:同2.8%、消費税要因を除くベースでは同0.9%)と上昇率は一旦鈍化する。しかし、16年度は同1.5%と上昇率を徐々に高めていくだろう。



(資料) 内閣府、総務省統計局 (注) 予測は農林中金総合研究所による。

原油生産動向と米国経済への影響

～原油安で設備投資や雇用は減少したが、消費は下支え～

木村 俊文

要旨

2014年秋以降に急落した原油価格は、米国でシェールオイルの開発にブレーキがかかったことから供給過剰感が緩和し、再び上昇基調に転じている。一方、石油会社などシェールオイル関連企業が原油安で厳しい経営を余儀なくされた結果、鉱業の設備投資や雇用が抑制された。ただし、エネルギー価格の下落で購買力が向上しており、それが個人消費を下支えすることが期待される。

原油価格下落の影響が続いている。以下では、最近の原油価格や生産動向を確認しながら、設備投資や雇用など米国経済への影響を振り返るとともに、先行きを展望してみたい。

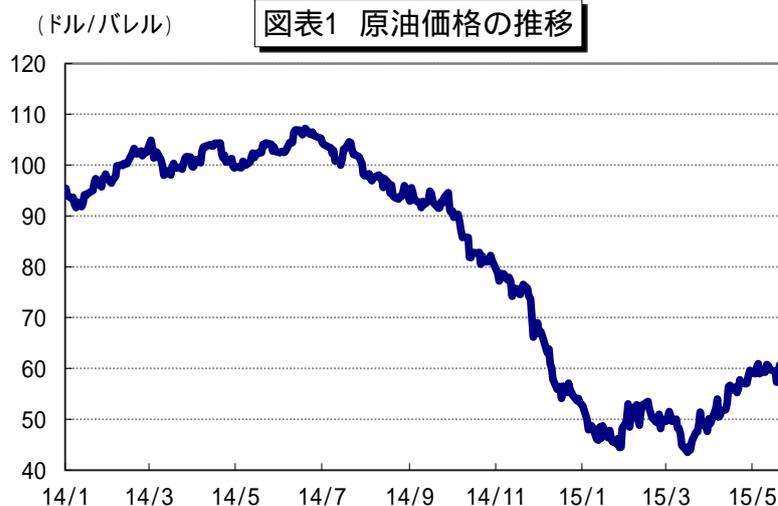
採算悪化に陥るシェール油井

原油価格（WTI先物、期近）は、14年前半には1バレル＝100ドル超で推移していたが、同年秋以降に急落し、15年3月中旬には43ドル台まで下落した。しかし、その後は反発し、5月に入ってから

は60ドル前後まで値を上げてきている。

このところの原油価格上昇の背景には、中国の金融緩和策等による先行きの需要回復期待感のほか、ドル高一服を受けた原油先物市場への資金再流入、米国のシェールオイル減産による生産調整などが挙げられる。シェールオイルは、生産コストの違いによって損益分岐点にバラツキがあり、原油価格が40～90ドル程度で採算が取れる^(注1)とされる。しかし、このレンジの下限近くにまで原油価格が急激に下落したことから多くのシェール油井が採算悪化に陥った。

米石油サービス大手ベーカー・ヒューズによれば、米国の石油掘削装置（リグ）の稼働数は5月22日時点で885基と14年9月（1,931基）から半減し、生産コストの高いシェール油井が稼働停止に追い込まれている。この間、生産面



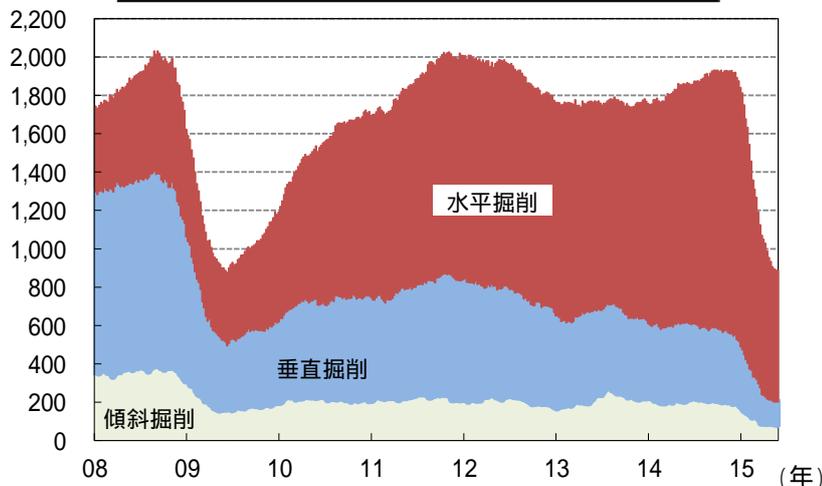
(資料)米エネルギー情報局(EIA) (注)WTI先物相場

では、コストの低い油井の稼働率を上げたため、リグ稼働数が減少しても原油生産量は高止まりし続けた。しかし、最近になって、ようやく生産・在庫にも調整の兆候が見られ始めた。

米エネルギー情報局(EIA)によれば、米国内での原油生産量は、15年3月第3週に日量942.2万バレルと直近5年で1.7倍の規模にまで拡大したが、その後は減産に転じ、5月第3週には926.2万バレルと2月初旬以来の水準となった。シェールオイルを生産する主要7鉱区の原油生産量(全体の6割を占める)が減産に転じた影響が大きい。

また、原油在庫量も5月第3週時点で4億8,516万バレルと3週連続で減少した。在庫量も依然として高水準ではあるものの、生産量が減少に転じたことや原

図表2 米国の石油掘削装置(リグ)の稼働数



(資料) Baker Hughes社 (注) 水平掘削がシェール開発に利用される

油の純輸入量が減少傾向にあることなどからようやく頭打ちとなった。

(注1) 趙玉亮(2015)「米国シェールオイルの現状および今後の注目点」、農中総研・調査と情報(第47号)

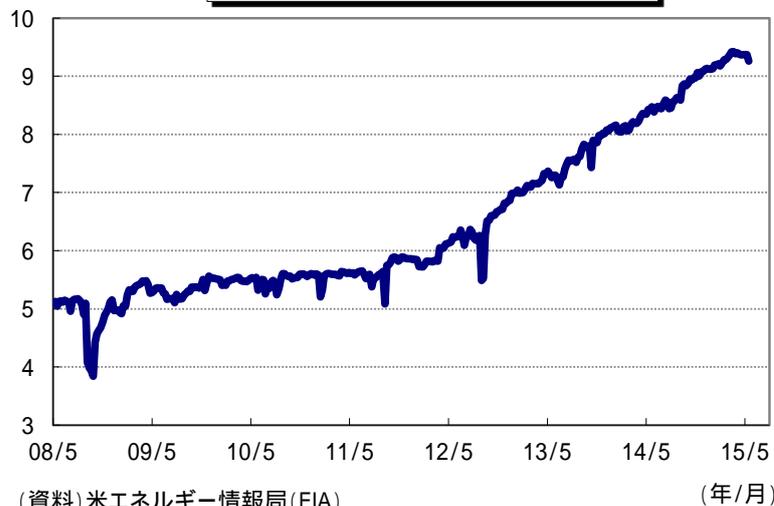
鉱業の設備投資が半減

直近(15年1~3月期)の実質GDP速報値の設備投資は、機械設備や知的資産の伸びが継続したものの、建物・構築物が大幅に減少したことから、前期比年率3.4%と4年ぶりのマイナスとなった。なかでも、原油価格の急落を受けシェール

オイル関連企業が鉱物探査や掘削装置の新規投資を抑えたことなどから、鉱業が同48.6%とほぼ半減した。鉱業は建物・構築物の3割程度、設備投資の6%を占めており、設備投資が落ち込んだ主因となった。

先行き鉱業の設備投資は、業界最大手の

図表3 米国の原油生産量の推移



(資料) 米エネルギー情報局(EIA)

エクソン・モービルが15年の設備投資計画を前年比11.6%の340億ドルに削減する計画であるなど、多くの石油会社で投資削減の動きが続くとみられる。

また、民間設備投資の先行指標とされるコア資本財(航空機を除く非国防資本財)受注は14年秋以降、鈍化傾向が続いている。

原油安を受けた石油関連企業の減少のほか、ドル高の影響で輸出企業の業績が鈍化していることもあり、引き続き設備投資は弱い動きとなる可能性が高い。

雇用も鉱業サービス業で減少

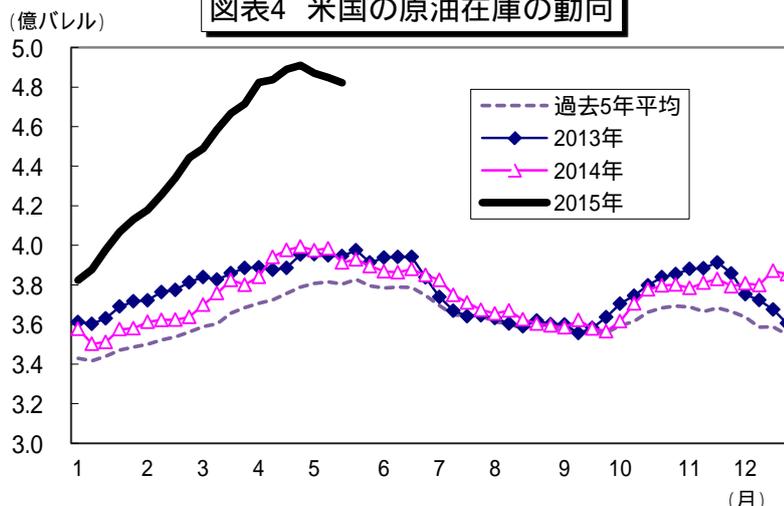
このほか、原油価格下落の影響は雇用面にも出ている。雇用者数は全体では改善が続いているものの、鉱業に限ってみれば14年秋から増勢が鈍り、15年1月以降は減少傾向にある。内訳では、鉱業

向け支援業の雇用者数減少が顕著であり、掘削や生産現場などで各種サービスを提供する下請け会社の従業員がシェールオイル減産の煽りを受けていると言えるだろう。ちなみにシェール関連の開発が本格化する以前のことではあるが、かつて原油価格が100ドル超から50ドル割れまで急落した局面、すなわちリーマン・ショック直後の08年冬には、鉱業向け支援業を中心に鉱業の雇用者数減少が1年ほど続いた。このことを踏まえれば、今回の原油価格下落局面でも、まだしばらく

は鉱業の雇用者数が減少すると見込まれる。ただし、鉱業は民間雇用の0.6%を占めるに過ぎず、雇用者数全体への直接的な影響は限定的と考えられる。

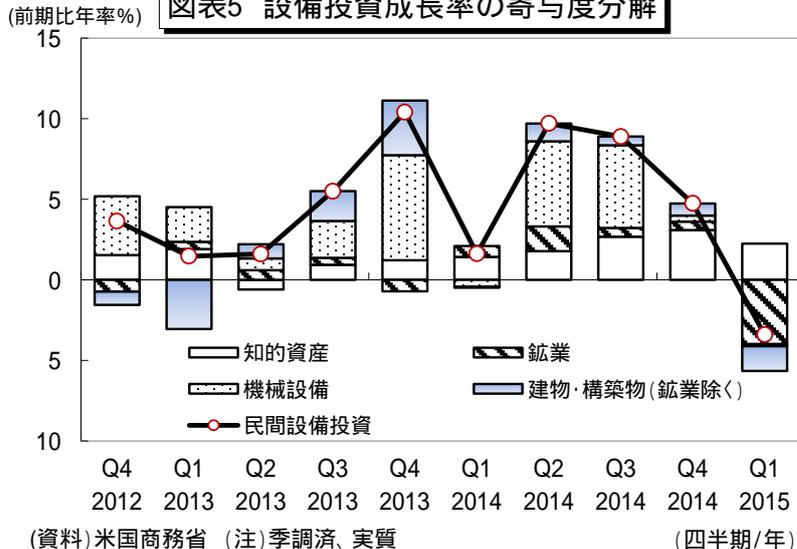
とはいえ、鉱業関連投資や原油生産の減少が、機械製造やパイプライン輸送など、他

図表4 米国の原油在庫の動向



(資料)米エネルギー情報局(EIA)
(注)過去5年平均は2010~14年

図表5 設備投資成長率の寄与度分解



(資料)米商務省 (注)季調済、実質

(四半期/年)

産業にマイナスの影響を及ぼす可能性があるため、注意する必要があるだろう。

原油価格は緩やかな上昇か

先行きを展望すると、原油価格は、米国のシェールオイル減産で生産量が減少すると想定されるほか、夏場のドライブシーズンにガソリン需要がピークを迎えるため、在庫量も調整が進み、価格は上昇傾向で推移すると考えられる。

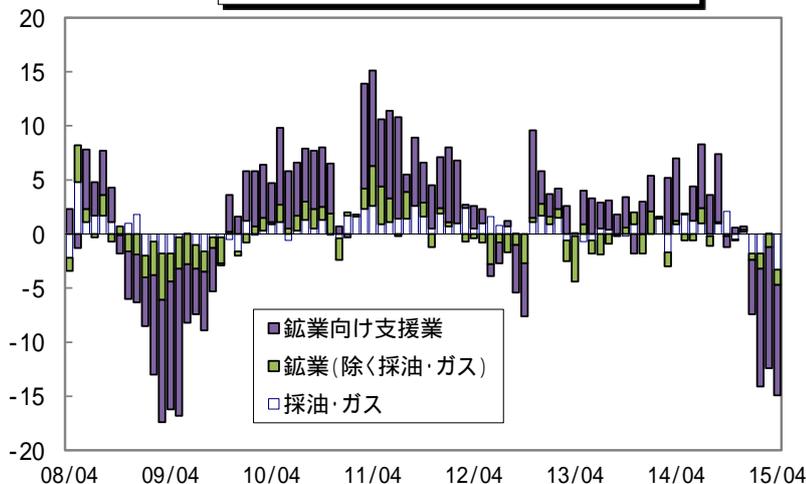
ただし、価格上昇となれば停止していたリグの稼働が再開されることから、上昇の勢いは抑えられ、70ドル程度までの上昇にとどまると予想される。

こうしたなか、今後の原油価格を占う上では6月5日にウィーンで開催される石油輸出国機構（OPEC）総会が注目される。OPECは14年11月の総会で減産を見送り、過去最高水準の生産目標（日量3,000万バレル）の据え置きを決定したことから、その後の価格急落に拍車をかけた。今回も市場シェア維持の観点から減産見送りとなる公算が高く、原油価格を下押しする可能性もあるだろう。また、需要面では、中国やインドなど新興国経済の動向も注視する必要がある。

一方、米国の物価面に目を転じると、原油安によるガソリン等エネルギー価格の下落を通じて、消費者物価への下押し圧力は15年夏場まで続き、インフレ率が回復に向かう兆候が確認されるのは秋以降になると予想される。連邦準備制度理

(前月差:千人)

図表6 鉱業部門の雇用者数の推移



(資料)米労働省

事会（FRB）の利上げ判断に影響を与える可能性もあり、今後も原油価格の動向が注目される。

また、家計を取り巻く環境では、悪天候を背景に1~3月期の個人消費は弱かったものの、エネルギー価格の下落が個人消費を下支えするとの期待は依然強い。EIAによれば、15年の米国における平均的な家計のガソリン支出額は1,817ドルと、前年よりも約700ドル少なくなると試算されている^(注2)。足元で原油価格が反発したことを受けガソリン価格も上昇傾向で推移しているが、それでも前年に比べ2割強安い水準である。ガソリン支出が削減された分だけ財・サービスへの購買力が向上（実質可処分所得の増加）することから、個人消費は底堅く推移するだろう。

(注2)米エネルギー情報局 U.S. household gasoline expenditures expected to fall in 2015, Apr 10, 2015

(15.5.26 現在)