

# 実質成長率は、14年度△0.5%、15年度1.6%と予測

— 企業の投資意欲は底堅く、景気は再び回復基調に —

信金中央金庫 地域・中小企業研究所上席主任研究員

角田 匠

(要 旨)

## 1. 14年7～9月の実質GDPは前期比0.4%減（年率1.6%減）

個人消費は前期比0.4%増とプラスに転じたが、大幅に落ち込んだ前期からの反動を考慮すると回復力は弱かった。増税後の景気回復の遅れを背景に在庫調整の動きが広がったこともマイナス要因となった。在庫投資は実質成長率を前期比ベースで0.6%押し下げた。

## 2. 企業部門を支えに景気は徐々に回復基調を取り戻す見通し

増税後に落ち込んだ個人消費は方向として上向いているものの、回復の勢いは依然として弱い。当面も増税に伴う実質購買力の低下の影響が残るため、個人消費は引き続き伸び悩もう。一方、円安で収益が改善している大企業を中心に企業の投資意欲は底堅い。円安の効果はタイムラグを伴って、輸出の回復にも寄与しよう。13年度補正予算も内需の下支えとなり、今年度下期には景気は徐々に回復基調を取り戻すと予想される。

## 3. 実質成長率は14年度△0.5%、15年度1.6%と予測

14年度の実質GDPは0.5%減と予測した。個人消費の持直しの動きが想定を下回っているため、前回予測（0.5%増）から下方修正した。一方、消費税率再引上げ時期の前提を変更（15年10月→17年4月）したことに伴って、15年度は1.6%増に上方修正した。増税による下押し圧力が先送りされることで、15年度の個人消費や住宅投資の伸びが高まると予測した。

## 4. 量的緩和政策は長期化する公算大

日銀は13年4月に決めた「量的・質的金融緩和」を維持してきたが、足元の物価上昇ペースが鈍化してきたことを受けて、14年10月31日に追加の金融緩和を決めた。ただ、15年度を中心とする期間に物価安定の目標（2%上昇）を達成できる可能性は低い。今回の決定で更なる追加緩和の余地はほぼなくなったと考えられるが、量的金融緩和は長期化する公算が大きい。

(注) 本稿は2014年11月19日時点のデータに基づき記述されている。

図表1 GDP成長率の推移と予測

(単位：%)

	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度		2015年度		前回(14年8月)	
	〈実績〉	〈実績〉	〈実績〉	〈予測〉	〈予測〉	〈予測〉	〈予測〉	14年度(予)	15年度(予)
実質GDP	0.3	0.7	2.2	△ 0.5	1.6			0.5	1.2
個人消費	1.4	1.5	2.5	△ 2.7	1.3			△ 1.5	0.8
住宅投資	3.2	5.4	9.5	△ 11.0	1.1			△ 9.2	△ 4.7
設備投資	4.8	0.7	2.6	1.8	4.2			4.6	3.1
公共投資	△ 3.2	1.3	15.0	2.2	△ 4.1			1.3	△ 3.9
純輸出(寄与度)	(△ 1.0)	(△ 0.8)	(△ 0.5)	( 0.6)	( 0.1)			( 0.6)	( 0.5)
名目GDP	△ 1.4	△ 0.2	1.9	1.4	2.2			2.2	2.1

(備考) 内閣府『四半期別GDP速報』より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

### 1. 14年7～9月の実質GDPは前期比0.4%減(年率1.6%減)

14年7～9月の実質GDPは、前期比0.4%減、年率に換算して1.6%減と2四半期連続でマイナスとなった(図表2)。景気の実感に近い名目GDPも0.8%減(年率3.0%減)と2四半期連続で減少した。

7～9月の動きを需要項目別(実質)にみると、個人消費は前期比0.4%増とプラスに転じたが、4～6月の大幅減(5.0%減)からの反動を考慮すると回復力は弱かった。夏場の天候不順がレジャー関連の支出などを抑制したといった側面もあるが、増税による実質購買力の低下が響き、自動車などの耐久財を中心に消費全体が伸び悩んだ(図表3)。住宅投資は駆け込み需要の反動が尾を引き、6.7%減と2四半期連続で減少した。

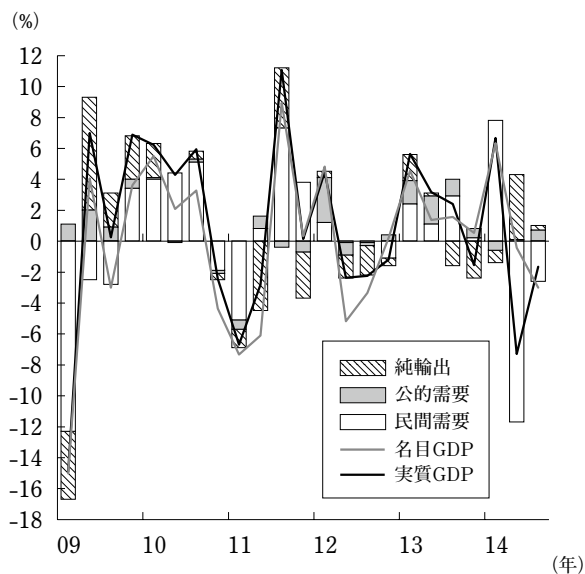
増税後の景気回復の遅れを背景に企業は投資計画を先送りしたとみられ、設備投資も0.2%減と2四半期連続で減少した。また、需要鈍化を映して在庫調整が進められたため、在庫投資は実質成長率を前期比ベースで0.6%押し下げた。一方、公共投資は13年度補正予

算に盛り込まれた経済対策が進捗し、2.2%増と2四半期連続で増加した。

輸出は前期比1.3%増加した。欧米向けは振るわなかったが、アジア向けの電子部品輸出などが増加した。内需の伸び悩みを受けて、輸入が0.8%増にとどまったため、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、実質成長率を0.1%押し上げる要因となった

GDPデフレーターは、消費税率上げの影響が続いているため、前年比2.1%の上昇と2四半期連続で前年水準を上回った。

図表2 実質GDPの前期比年率と寄与度



(備考) 内閣府『四半期別GDP速報』より作成

図表3 個人消費関連指標（前年比増減率）

（単位：％）

	13年				14年								
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
全世帯実質消費	0.6	2.3	△ 5.2	△ 5.4	1.1	△ 2.5	7.2	△ 4.6	△ 8.0	△ 3.0	△ 5.9	△ 4.7	△ 5.6
平均消費性向(勤労者)	74.6	78.8	73.8	74.7	75.9	75.9	85.1	74.2	70.3	74.8	75.3	73.0	75.5
乗用車販売	20.3	20.9	△ 1.9	△ 4.7	30.6	18.8	16.7	△ 5.1	△ 1.3	0.1	△ 2.6	△ 9.5	△ 3.2
（普通+小型乗用車）	17.1	17.1	△ 6.5	△ 3.6	28.0	14.7	12.8	△ 11.8	△ 6.9	△ 1.8	0.3	△ 5.9	△ 5.5
（軽乗用車）	26.5	27.4	5.3	△ 6.4	34.9	25.9	23.8	5.3	7.9	3.2	△ 7.5	△ 15.0	0.9
百貨店販売額	1.5	11.0	△ 4.7	1.0	3.3	2.9	25.2	△ 10.0	△ 2.1	△ 2.4	△ 0.4	2.0	1.8
スーパー販売額	△ 0.5	3.3	△ 2.4	0.2	△ 1.8	0.6	11.1	△ 5.1	△ 0.8	△ 1.5	△ 0.7	1.4	△ 0.0
商業販売・小売業	3.0	6.6	△ 1.8	1.4	4.4	3.6	11.0	△ 4.3	△ 0.4	△ 0.6	0.6	1.2	2.3
（衣類・身の回り品）	0.4	3.6	△ 0.6	4.4	2.1	0.7	7.2	△ 1.8	2.5	△ 2.5	0.9	3.1	9.9
（飲料・食料品）	2.3	3.1	0.7	2.5	2.1	1.6	5.4	△ 1.8	2.3	1.6	1.3	2.9	3.4
（自動車）	14.3	14.3	△ 5.9	△ 0.2	21.2	15.2	9.2	△ 9.9	△ 3.8	△ 3.7	△ 0.5	△ 1.4	1.0
（家庭用機械）	4.3	19.5	△ 8.7	△ 3.8	7.4	11.1	37.3	△ 11.9	△ 7.5	△ 6.8	△ 4.1	△ 3.8	△ 3.4
（燃料）	3.6	2.9	△ 1.3	0.0	2.7	0.5	5.3	△ 4.9	△ 1.1	2.7	1.2	△ 1.5	0.4
（その他）	0.6	7.0	△ 2.2	1.3	2.2	2.0	15.8	△ 4.1	△ 1.5	△ 0.8	0.9	1.7	1.4
外食産業売上高	—	—	—	—	3.4	△ 2.8	1.7	2.3	2.8	△ 1.8	△ 2.5	△ 2.1	△ 2.0

（備考）1. 平均消費性向は季節調整済みの実数。百貨店、スーパーは既存店。外食産業売上高は全店ベース  
2. 総務省『家計調査報告』、経済産業省『商業販売統計』などより作成

## 2. 企業部門を支えに景気は徐々に回復基調を取り戻す見通し

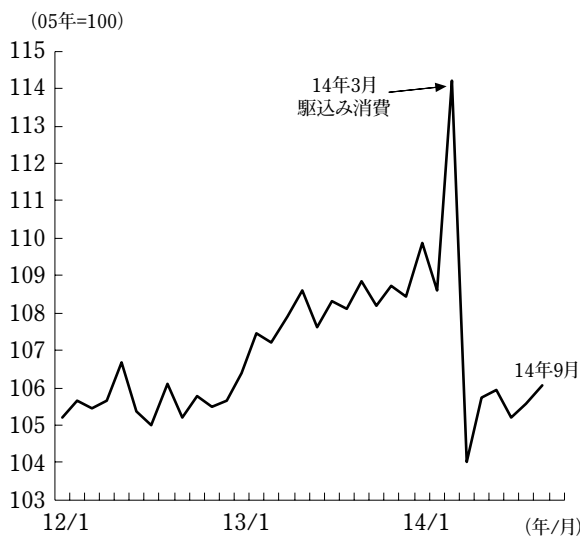
### （1）消費税増税の影響で個人消費は引き続き伸び悩み

企業が在庫調整を進めたことが7~9月の成長率を大きく押し下げる要因になったとはいえ、2四半期連続のマイナス成長となったことは、消費税増税による景気下押し圧力の大きさを改めて確認する結果であった。もっとも、円安の効果で大企業を中心に収益の拡大が続いており、企業の投資マインドは底堅さを維持している。経済対策による公共投資の追加も内需の下支えとなっている。増税を主因とする実質購買力の低下が引き続き個人消費の下押し要因となろうが、企業部門をけん引役に景気は徐々に回復基調を取り戻すと予想される。

個人消費は、消費税増税後の大幅な落込み

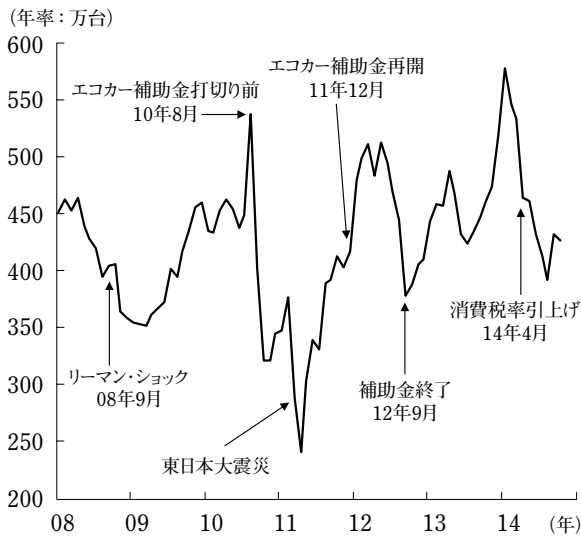
から持ち直しているものの、その回復ペースは依然として緩慢にとどまっている（図表4）。内閣府が月例経済報告の検討資料として作成している消費総合指数（実質GDPベースの月次の個人消費に相当）をみると、消費税率が引き上げられた4月をボトムに持直しに転じたが、5月以降は横ばい圏の動きにとどまって

図表4 消費総合指数の推移



（備考）内閣府資料より作成

図表5 乗用車販売台数の推移（年率換算）



(備考) 1. 信金中央金庫 地域・中小企業研究所による季節調整値  
 2. 乗用車販売台数は軽乗用車を含む  
 3. 日本自動車販売協会連合会資料などより作成

いる。9月には前月比0.5%増と2か月連続で前月比プラスとなったが、前年同月の水準を2.6%下回っている。相次ぐ台風上陸など夏場の天候不順が下押し要因となった点は否めないが、最大の要因は家計の実質購買力の低下である。13年半ば頃から物価が上昇に転じたことに消費税率の引上げが加わったことで、14年4月以降の消費者物価は前年比で3%台の上昇が続き、実質賃金は大幅に減少している。

良好な雇用情勢と好調な企業収益を背景に、現金給与総額（1人当たりの名目平均賃金）の前年比が、4～6月0.5%増、7～9月1.5%増と上向いてきたことは明るい材料だが、物価上昇率を差し引いた実質賃金は引き続き前年水準を下回って推移しよう。乗用車や家電など大型耐久消費財を中心に、駆込み

需要の反動による下押し圧力も残るとみられる（図表5）。個人消費（実質ベース）は、今後も上向きの動きを維持するものの、その回復ペースは緩慢にとどまると予想される。

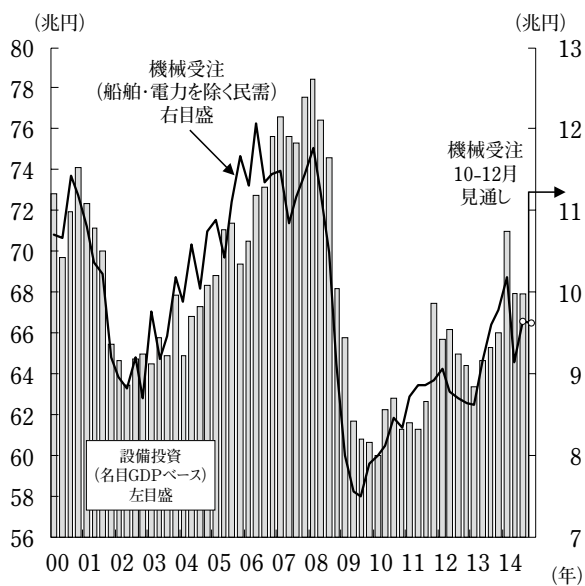
## (2) 設備投資と輸出が今後の日本経済を下支え

消費税増税の影響で個人消費の伸び悩みが続くなか、日本経済の下支え役として期待されるのが設備投資と輸出である。

設備投資は、消費税増税前の駆込み需要が一部で発生<sup>(注)1</sup>したことや、ウインドウズXPのサポート終了に伴う駆込み需要の反動減によって、4～6月に前期比4.8%減と落ち込み、持直しが期待された7～9月も企業の投資計画の先送りなどで0.2%減と横ばい圏にとどまった。ただ、円安で収益が改善している大企業・製造業を中心に、企業の設備投資意欲は依然として底堅いと考えられる。例えば、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、14年4～6月に前期比10.4%減と5四半期ぶりに減少したが、7～9月は5.6%増と期初の受注見通し（2.9%増）を上回る増加となった（図表6）。また、日銀「短観」の14年度の設備投資計画（9月調査）をみても、企業の投資意欲の底堅さがうかがえる。大企業の設備投資計画は前年比8.6%増、計画段階では弱めにでる傾向がある中小企業を含めた全産業ベースでも4.2%増と3年連続の増加が見込まれてい

(注)1. 設備投資に関する消費税は、仕入れなどの経費にかかる消費税と同様に控除対象となるため、通常は消費税増税の影響はニュートラルとなる。ただ、売上高の一定比率を「みなし仕入れ率」として支払い消費税を控除する制度（簡易課税制度）を選択している企業では、消費税率引上げに伴って負担が増えるため、増税前に投資を前倒しするインセンティブが働くことになる。

図表6 名目設備投資と機械受注（年率換算）



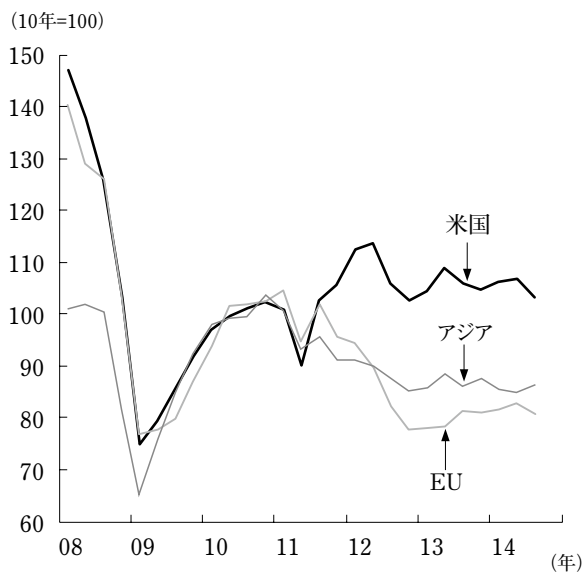
(備考) 内閣府資料より作成

る。足元で一段と円安が進んでいることも国内での設備投資を促す要因となろう。

7~9月の輸出（実質GDPベース）は、前期比1.3%増と緩やかな回復にとどまっているが、これは世界経済の回復に弾みが見つからないことが背景にある（図表7）。ただ、足元では米景気の回復ペースが高まっており、欧州経済は債務危機に起因する景気後退から脱している。米欧経済の回復の動きは徐々にアジア新興国経済にも波及しよう。また、円安が進んでいる効果もタイムラグを伴って、輸出の回復に寄与するとみられる。生産拠点の海外シフトなどで輸出が増えにくい構造に変化している側面も否定できないが、世界経済の回復テンポが高まるとともに、輸出は徐々に回復の勢いを取り戻そう。

日本経済は、14年度下期も個人消費の伸び悩みと住宅投資の低迷で力強さを欠いた動きが続こうが、設備投資と輸出の持直しを支

図表7 仕向け地別輸出数量指数の推移



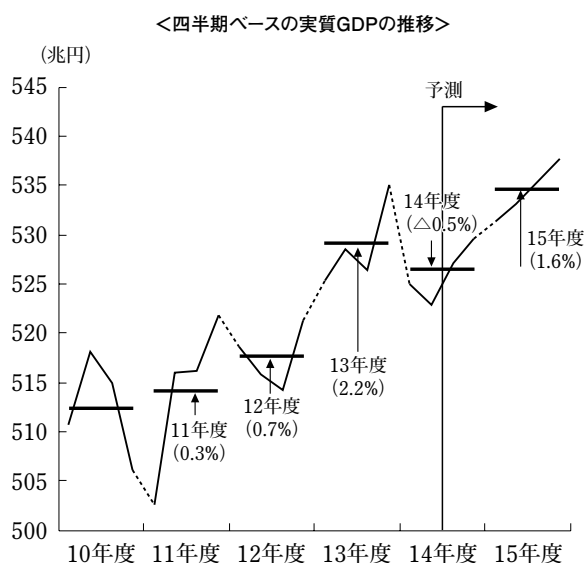
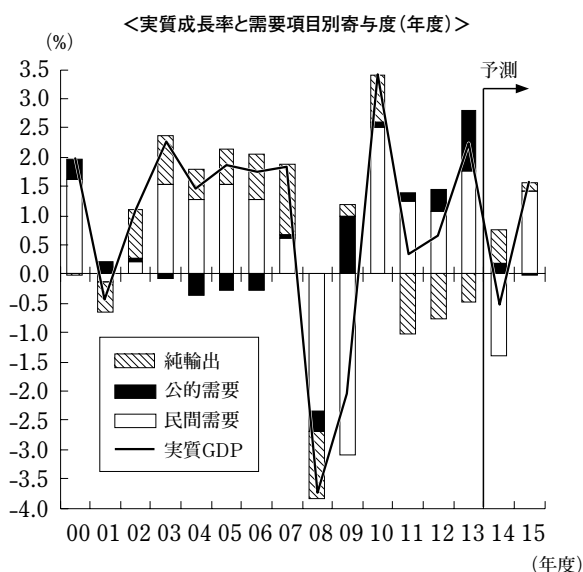
(備考) 季節調整値。内閣府資料より作成

えに、景気は徐々に回復基調を取り戻すと予想される。

### 3. 実質成長率は14年度△0.5%、15年度1.6%と予測

14年度の実質GDPは0.5%減と08年度以来のマイナス成長に転じると予測した（図表8）。個人消費の持直しの動きが想定を下回っていることに加え、輸出の回復も遅れていることから、前回予測（0.5%増）を下方修正した。ただ、景気の落込みが長引く可能性は低く、設備投資や輸出を支えに年度下期には回復基調を取り戻すと想定している。一方、消費税率再引上げ時期の前提を変更（15年10月→17年4月）したことに伴って、15年度の実質GDPを1.6%増に上方修正した。増税による下押し圧力が先送りされることで、個人消費や住宅投資の伸びが高まると予想されるためである。

図表8 実質GDP成長率の推移と予測



(備考) 右図中の ( ) 内の数値は年度ベースの実質成長率。内閣府資料より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

14年度は、消費税増税が景気の下押し要因となる。個人消費は、駆け込み需要の反動減が一巡した後も、増税の影響による実質購買力の低下で伸び悩む公算が大きい。低所得者向けに現金を配る簡素な給付措置が実施されているが、その効果は限定的とみられる。個人消費は前年比2.7%減とリーマン・ショックに見舞われた08年度以来6年ぶりに減少すると予想される。住宅投資も消費税増税が下押し要因となる。ただ、14年4月から住宅ローン減税の控除額が拡大されたことで増税の影響はやや緩和されている。住宅投資は11.0%減と前回の消費税率引上げ後（97年度は18.9%減）に比べると小幅な減少にとどまると予測した。公共投資は消費税増税に備えた経済対策（13年度補正予算）がプラス要因となるが、反面、前年度のアベノミクスに伴う財政政策の効果が薄れていく。14年度

の公共投資は2.2%増と前年度（15.0%増）から大幅に減速しよう。

14年度の成長率の押し上げ要因として想定しているのが純輸出の改善である。世界経済の回復には依然として弾みが見つからないが、円安に伴う価格競争力の回復で輸出は徐々に回復の勢いを高めよう。一方、輸入は、前年度に消費税増税前の駆け込み需要に対応する形で伸びた反動もあって、増勢は鈍化すると予想される。原発の再稼働に向けた調整が遅れているため、当面も高水準の燃料輸入が続くとみられるが、純輸出の寄与度は0.6%ポイントと4年ぶりにプラスに転じると予測した。

今回の予測では、15年10月に予定されていた消費税率の再引上げ（8%→10%）の前提を15年10月から17年4月に変更した。15年度上期の駆け込み需要と下期の反動減といったイレギュラーな動きがなくなることに加え、

家計の税負担増が先送りされる結果、個人消費や住宅投資が従来の見通しに比べて上振れすると想定した。人手不足感の高まりを映して賃金上昇の動きが続くこともプラス要因となり、個人消費は着実な回復軌道をたどろう。15年度の個人消費は、増税を前提とした前回予測（前年比0.8%増）を上方修正し1.3%増と予測した。

増税の影響で15年度下期に大きく落ち込むと想定していた住宅投資にとっても、増税の先送りはプラスになる。消費税率が10%に引き上げられるまでに相当数の住宅需要の前倒しが進むとみていたが、増税が先送りされることで、年度を通して緩やかな増加傾向が続くことになろう。15年度の住宅投資は1.1%増とプラスに転じよう。

設備投資は堅調を維持しよう。円安効果で企業収益の拡大が続くとみられることに加えて、円安定着で投資の軸足が海外から国内にシフトする可能性がある。15年度の設備投資は4.2%増と14年度の伸び（1.8%増）を上回ると予測した。一方、消費税増税が先送りされることで、追加の補正予算の規模が膨らむ可能性は低下した。今後、2～3兆円規模の14年度補正予算が編成される見通しだが、低所得者支援や地域創生などが柱となる。消費税増税対策として執行されている13年度補正予算の効果も一巡するため、15年度の公共投資はマイナスに転じよう。

15年には世界経済の回復テンポが高まってくると想定しており、輸出の伸びも高まると予想される。ただ、個人消費を中心に内需

が底堅く推移するとみられ、増税を想定した見通しに比べて輸入の伸びが高まると予想される。15年度の純輸出の寄与度は、0.1%ポイントと2年連続で成長率を押し上げる方向に寄与しようが、14年度に比べてプラス幅は縮小すると予測した。

#### 〈前提条件一為替相場、原油価格、財政政策、海外経済〉

##### （為替相場）

14年8月20日に公表されたFOMC（米連邦公開市場委員会）議事要旨を受けて、市場では米国の早期利上げ観測が浮上した。14年4月中旬以降、1ドル102円前後で推移してきた円相場は、8月25日の東京市場で104円台と約7か月ぶりの水準まで下落した。その後も、米国の早期利上げ観測を材料にドル買い優勢の展開が続いた。9月2日の海外市場では1ドル105円台を付け、日銀の黒田総裁が追加緩和に言及したことを受けて、11日には1ドル107円台まで円安ドル高が進んだ。さらに、9月のFOMC（16～17日）後に発表された政策金利の見通しが引き上げられたことを受けて、18日には1ドル108円台、19日には1ドル109円台と円安ドル高が加速した。10月1日には6年1か月ぶりに一時1ドル110円台まで円安が進んだ。10月半ばには1ドル105円台まで押し戻される局面もあったが、10月31日に日銀が予想外の追加金融緩和を決定したことを受けて、円相場は1ドル111円台に急落した。さらに、三連休明けとなった11月4日の東京市場では1ドル114円台を付け、6日には115円

台、7～9月のGDP統計が発表された17日には117円台と07年10月以来の水準まで円安ドル高が進んだ。短期的には急ピッチで進んだ円安ドル高に対する警戒感から円高方向に押し戻される可能性もあるが、量的緩和を終了した米国と日銀との金融政策の方向性の違いは明確で、円安ドル高の流れは中期的にも維持され则认为られる。経済見通しの前提となる年度平均の為替レートは、14年度1ドル108円、15年度1ドル118円と想定した。

#### (原油価格)

原油価格 (WTI) は、14年7月末に節目となる1バレル100ドルを割り込んだ後も下落傾向が続いた。欧州やアジアの原油需要が伸び悩んでいることなどから、8月19日には1バレル95ドルを下回った。さらに、9月に入ってドル高が急速に進んだことも原油安の要因となった。国際的な商品相場はドル建てで取引されるため、ドル高で割高感が強まった原油などを売る動きが広がった。原油価格は下落傾向が続き、10月3日には1バレル90ドルを割り込んだ。10月9日に発表されたドイツの輸出が大幅に減少したことを受けて世界経済に対する減速懸念も強まり、同日の原油価格は1バレル85ドル台まで下落した。一方、主要産油国であるサウジアラビアやUAE (アラブ首長国連邦) などが減産に動く気配はみられず、その後も原油相場は売り優勢の展開が続いた。原油価格は10月27日に1バレル79ドル台へ下落、足元では74～75ドル程度と4年2か月ぶりの安値水準で推移している。先行

きについては、米国経済の回復が波及する形で世界経済も上向き、原油需要も回復に向かうと予想されるが、米国のシェールオイルの増産など構造的な弱材料もあり、原油相場は上値の重い展開が続くと予想される。経済見通しの前提となる原油価格 (通関ベース) は、14年度1バレル100ドル、15年度1バレル95ドルと想定した。

#### (財政政策)

13年度補正予算 (5.5兆円) を財源にした「好循環実現のための経済対策」が足元の公共投資 (14年度) を下支えしている。ただ、国費ベースで10兆円超が追加された12年度補正予算に比べて今回の予算規模は小さく、景気を押し上げる効果は限られよう。15年度の公共投資は概算要求段階で16%増となっているが、13年度補正予算の執行一巡による影響がマイナスとなる。14年度補正予算として、生活者支援や地域創生、災害復旧事業などに2～3兆円程度が計上される見通しだが、その効果は限定的にとどまる公算が大きい。15年度の公共投資はマイナスに転じると予測した。なお、消費税率の再引上げ (8%→10%) の時期は、15年10月から17年4月に変更した。

#### (海外経済)

(米国) …14年7～9月の実質GDPは前期比年率3.5%増 (事前推定値) と潜在成長率 (2%台前半) を上回る高めの伸びを維持した。個人消費は前期比年率1.8%増とやや力強さを欠いたものの、設備投資は



5.5%と堅調に推移し、政府支出の増加も成長率を押し上げた。雇用情勢も堅調に推移している。10月の非農業部門の雇用者数は前月比21.4万人増となり、14年2月以降9か月連続で回復の目安とされる20万人を超えた。好調な雇用環境を追い風に、個人消費は引き続き増勢を維持しよう。住宅投資は依然として緩やかな回復にとどまっているが、住宅ローンの融資基準は緩和の方向にある。資金調達面でのハードルが下がるにつれて、住宅投資は水準を切り上げていくと予想される。実質成長率は、14年2.2%、15年3.0%と予測した。

〈欧州〉…14年7～9月のユーロ圏の実質GDPは、前期比0.2%増と引き続き緩やかな回復にとどまった(4～6月は0.1%増)。ユーロ圏経済の中心であるドイツの実質GDPが前期比0.1%増と力強さを欠いたほか、イタリアが2四半期連続のマイナス成長となったことも影響した。ドイツ経済は当面も緩慢な動きが続く可能性がある。ウクライナ問題を巡るロシアへの経済制裁によってロシア経済は冷え込んでおり、その影響がドイツ経済にも波及している。実際、夏頃から輸出や生産活動は減速している。失業率が高止まりしているフランス経済も横ばい圏の動きが続くとみられる。もっとも、ユーロ圏経済は欧州債務危機に伴う深刻な景気後退からは脱しており、すでにスペインやギリシャの景気は回復に向かっている。ドイツ経済についても、雇用情勢が底堅さを維持しているため、域内経済に回復の動きが広

がるにつれて、輸出をけん引役に回復の勢いを取り戻そう。ドイツの実質成長率は14年1.4%、15年1.5%と予測した。ユーロ圏の実質成長率は14年に0.8%と3年ぶりのプラス成長に転じ、15年には1.2%と回復ペースを高めると予測した。

〈中国〉…14年7～9月の中国の実質成長率(前年比)は7.3%となり、4～6月の7.5%に比べて鈍化した。個人消費は底堅さを維持したものの、経済のけん引役である設備投資の伸びが鈍っているほか、不動産開発投資も減速傾向が続いている。ただ、政府は中小企業向け減税の拡充や鉄道分野の投資拡大などの景気対策を打ち出している。低迷する不動産市況のテコ入れにも着手している。15年には米国や欧州の景気回復を背景に輸出も徐々に上向いてくるとみられる。実質成長率は、14年7.4%、15年7.4%と予測した。

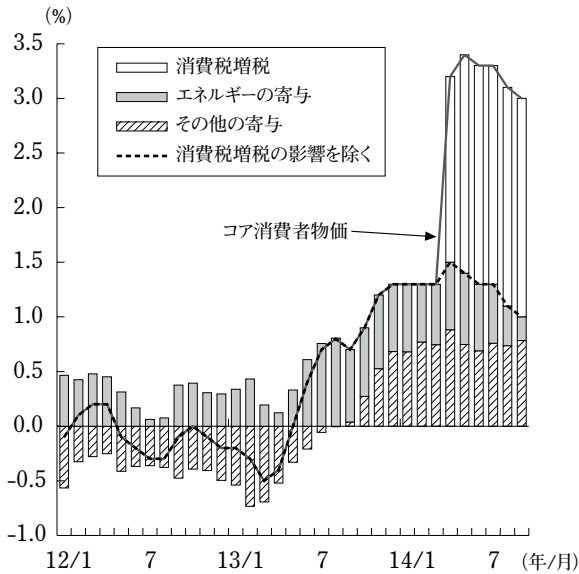
#### 4. 量的緩和政策は長期化する公算大

##### (1) 個人消費の回復力は弱く、消費者物価上昇率は鈍化

コア消費者物価(生鮮食品を除く総合)は、13年6月から前年比プラスで推移しており、14年4月以降は消費税率が引き上げられた影響も加わって3%台の上昇を続けている。もっとも、消費税増税の影響を除いた上昇率は、14年4月の1.5%の上昇をピークに、直近の9月には1.0%の上昇へ鈍化している(図表9)。

物価上昇率が鈍ってきた要因の一つがエネルギー価格の上昇テンポの鈍化である。消費

図表9 コア消費者物価の前年比と寄与度



(備考) 1. エネルギーとその他の寄与は増税の影響を除くベース  
2. 総務省資料などより作成

者物価指数に含まれるエネルギーとは、電気代、ガス代、灯油、ガソリンの4品目の価格を加重平均したものである。ここ数年は、原油価格の上昇や原発停止後の電力料金の値上げによって大幅に上昇してきた。13年後半には、エネルギー価格の上昇がコア消費者物価を0.6~0.8%ポイント押し上げる要因になった。ただ、LNG（液化天然ガス）価格が14年初め頃から、原油価格が14年夏頃から弱含みに転じていることで、エネルギー価格の上昇は一服している。すでに14年12月まで電力料金（東京電力）の値下げが確定していることや、足元の原油価格が大幅に下落していることを考慮すると、今後、エネルギー価格の物価押し上げ効果はさらに縮小すると予想される。

耐久消費財を中心としたモノの物価上昇が一服していることも消費者物価全体の上昇テ

ンポが鈍っている要因である。賃金上昇の動きにはやや広がりが見られるものの、増税に伴う実質購買力低下の影響は引き続き大きく、外食や家電、自動車など嗜好品は増税分を転嫁した価格を維持するだけで精一杯と考えられる。前年比でみた物価上昇テンポは当面、鈍化傾向で推移しよう。14年度のコア消費者物価は前年比3.0%の上昇、消費税増税の影響（2%程度）を除くベースでは1.0%程度の上昇と予測した。

15年度は、賃金上昇の動きが広がってくるとみられ、堅調な個人消費を反映して、物価も上昇基調で推移しよう。ただ、ガソリンなどエネルギー価格の押し上げ効果が縮小することなどで、日銀が目標とする2%の物価上昇率にはとどかないと予想される。15年度のコア消費者物価は前年比1.4%の上昇と予測した。

なお、GDPデフレーターは、13年度まで16年連続（98~13年度）のマイナスとなったが、14年度は1.9%の上昇、消費税率引き上げの影響（1.4%程度）を除くベースでも0.5%程度の上昇とプラスに転じよう。15年度は0.6%の上昇と2年連続で上昇すると予測した。

## (2) 物価上昇ペースの鈍化を受けて日銀は追加緩和を決定

日銀は13年4月の金融政策決定会合で決めた「量的・質的金融緩和」を維持してきたが、足元の物価上昇ペースが鈍化していることを受けて、14年10月31日に開催された会合で追加の金融緩和を決めた。具体的には、

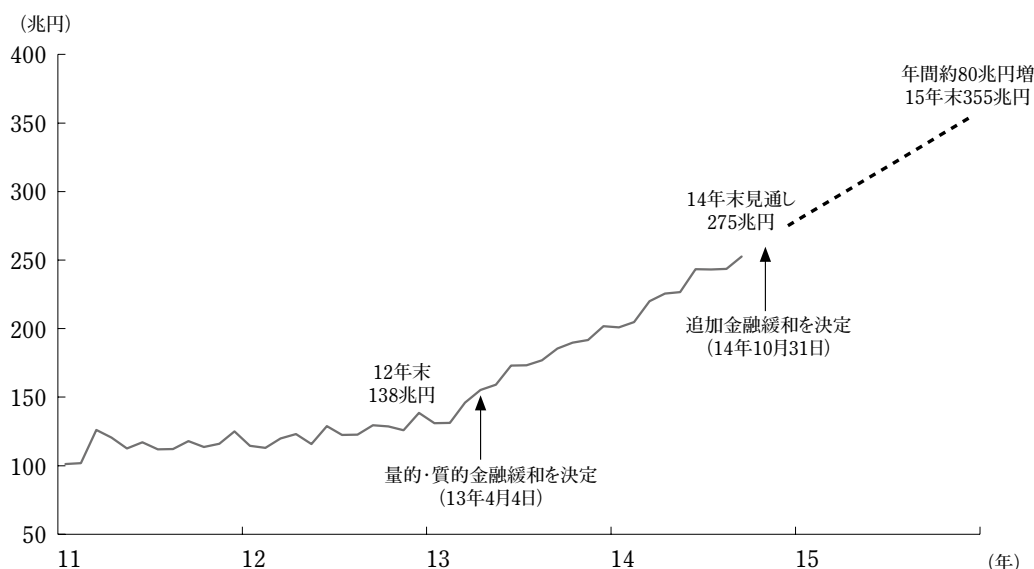
マネタリーベース（日銀券＋貨幣＋日銀当座預金残高）の増加目標を、これまでの年間約60～70兆円から約80兆円に拡大することを決定した。マネタリーベースの積増し手段としては、長期国債の買入れ額（年間純増額）を50兆円から80兆円に拡充するほか、ETFやJ-REITの買入れもこれまでの3倍に増やす。14年9月末時点のマネタリーベースは253兆円、14年末には275兆円へ拡大する見通しだが、今回の追加緩和を受けて、15年末には355兆円まで増える見込みである（図表10）。

追加緩和が決まった10月31日には展望レポートも発表された。増税後の景気の下振れを受けて、日銀は14年度の実質成長率を0.5%に下方修正した（14年7月時点の予測は1.0%）。消費者物価の見通しも小幅下方修正したが、

15年度の大勢見通しは1.7%の上昇（前回は1.9%の上昇）と、「15年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い」とする見方は堅持した。

ただ、前述したように、15年度を中心とする期間にコア消費者物価の上昇率が日銀の目標である2%に達する可能性は低い。追加金融緩和を受けて円安が進んだことは、物価を押し上げる要因になるが、物価上昇率が2%で安定するためには、なお時間を要すると考えられる。今回の量的緩和の拡大によって、国債の買入れ額（純増額）が年間80兆円まで引き上げられたことで、更なる追加緩和の余地はほぼなくなったと考えられるが、「物価安定の目標」を達成するまでの時間軸は長く、量的金融緩和は長期化する公算が大きい。

図表10 マネタリーベースの推移と見通し



(備考) 日銀資料より作成

〈14年度、15年度の日本経済予測（前年度比）〉

(単位：％、十億円)

	11年度 〈実績〉	12年度 〈実績〉	13年度 〈実績〉	14年度 〈予測〉	15年度 〈予測〉
名目GDP	△ 1.4	△ 0.2	1.9	1.4	2.2
実質GDP	0.3	0.7	2.2	△ 0.5	1.6
国内需要	1.4	1.4	2.7	△ 1.2	1.4
民間部門	1.6	1.4	2.2	△ 1.7	1.9
民間最終消費支出	1.4	1.5	2.5	△ 2.7	1.3
民間住宅投資	3.2	5.4	9.5	△ 11.0	1.1
民間企業設備	4.8	0.7	2.6	1.8	4.2
民間在庫品増加	△ 1,513	△ 1,894	△ 4,007	△ 2,143	△ 2,158
政府部門	0.5	1.4	4.2	0.7	0.0
政府最終消費支出	1.2	1.5	1.8	0.3	1.0
公的固定資本形成	△ 3.2	1.3	15.0	2.2	△ 4.1
財・サービスの純輸出	11,974	8,383	7,190	10,747	12,792
財・サービスの輸出	△ 1.6	△ 1.3	4.8	6.4	7.0
財・サービスの輸入	5.3	3.6	7.0	2.4	5.3

(備考) 内閣府資料より作成。在庫投資、財貨・サービスの純輸出は実額。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

〈実質成長率の需要項目別寄与度〉

(単位：％)

	11年度 〈実績〉	12年度 〈実績〉	13年度 〈実績〉	14年度 〈予測〉	15年度 〈予測〉
実質GDP	0.3	0.7	2.2	△ 0.5	1.6
国内需要	1.4	1.4	2.7	△ 1.2	1.4
民間部門	1.2	1.1	1.7	△ 1.4	1.4
民間最終消費支出	0.8	0.9	1.5	△ 1.6	0.8
民間住宅投資	0.1	0.2	0.3	△ 0.4	0.0
民間企業設備	0.6	0.1	0.4	0.2	0.6
民間在庫品増加	△ 0.3	△ 0.1	△ 0.5	0.4	0.0
政府部門	0.1	0.4	1.0	0.2	0.0
政府最終消費支出	0.2	0.3	0.4	0.1	0.2
公的固定資本形成	△ 0.1	0.1	0.7	0.1	△ 0.2
財・サービスの純輸出	△ 1.0	△ 0.8	△ 0.5	0.6	0.1
財・サービスの輸出	△ 0.2	△ 0.2	0.7	1.1	1.2
財・サービスの輸入	△ 0.8	△ 0.6	△ 1.2	△ 0.5	△ 1.1

(備考) 内閣府資料より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

〈前提条件〉

	11年度 〈実績〉	12年度 〈実績〉	13年度 〈実績〉	14年度 〈予測〉	15年度 〈予測〉
為替レート (円/ドル)	79.0	82.9	100.2	108.0	118.0
原油価格 (CIF、ドル/バレル)	114.1	114.1	110.0	100.0	95.0
(前年比、％)	36.1	0.0	△ 3.6	△ 9.1	△ 5.0
公定歩合 (％)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
無担保コール翌日物 (％)	0.00～0.10	0.00～0.10	0.00～0.10	0.00～0.10	0.00～0.10

(備考) 日本銀行資料などより作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

### 〈主要経済指標の推移と予測〉

	11年度 〈実績〉	12年度 〈実績〉	13年度 〈実績〉	14年度 〈予測〉	15年度 〈予測〉
鉱工業生産指数 (前年比、%)	98.7 △ 0.7	95.8 △ 2.9	98.9 3.2	97.5 △ 1.4	100.2 2.8
第3次産業活動指数 (前年比、%)	98.5 0.7	99.2 0.7	100.5 1.3	98.8 △ 1.7	100.1 1.3
完全失業率 (季調済、%)	4.5	4.3	3.9	3.7	3.6
国内企業物価 (前年比、%)	1.4 △	1.1	1.9	3.3	0.9
コア消費者物価 (前年比、%) 〈消費税増税の影響を除く〉	0.0 △	0.2	0.8	3.0 〈 1.0〉	1.4
米国式コア (前年比、%) 〈消費税増税の影響を除く〉	0.8 △	0.6	0.2	2.3 〈 0.6〉	1.1

(備考) 1. 米国式コアは食料・エネルギーを除く総合指数。経済産業省、総務省資料などより作成  
2. 予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

### 〈経常収支〉

(単位：億円、%)

	10年度 〈実績〉	11年度 〈実績〉	12年度 〈実績〉	13年度 〈実績〉	14年度 〈予測〉	15年度 〈予測〉
経常収支	179,763	79,194	42,233	8,312	21,256	36,384
前年差	12,810	△ 100,542	△ 36,962	△ 33,921	12,945	15,127
名目GDP比 (%)	3.7	1.7	0.9	0.2	0.4	0.7
貿易・サービス収支	52,225	△ 52,964	△ 94,338	△ 144,232	△ 129,267	△ 121,679
前年差	4,412	△ 105,189	△ 41,374	△ 49,894	14,965	7,588
貿易収支	80,332	△ 22,097	△ 52,474	△ 109,709	△ 90,096	△ 84,210
前年差	82	△ 102,428	△ 30,377	△ 57,236	19,614	5,885
サービス収支	△ 28,106	△ 30,867	△ 41,864	△ 34,522	△ 39,171	△ 37,468
前年差	4,331	△ 2,761	△ 10,997	7,342	△ 4,649	1,703
第1次所得収支	139,260	143,085	146,147	167,013	168,534	172,723
前年差	9,991	3,825	3,062	20,866	1,521	4,189
第2次所得収支	△ 11,749	△ 10,927	△ 9,577	△ 14,470	△ 18,011	△ 14,661
前年差	△ 994	822	1,350	△ 4,893	△ 3,541	3,350

(備考) 日本銀行『国際収支統計』より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

### 〈主要国の実質成長率の推移と予測〉

(単位：前年比、%)

国名	10年	11年	12年	13年	14年(予)	15年(予)
米国	2.5	1.6	2.3	2.2	2.2	3.0
ユーロ圏	2.0	1.7	△ 0.7	△ 0.4	0.8	1.2
ドイツ	3.9	3.7	0.6	0.2	1.4	1.5
フランス	1.9	2.1	0.4	0.4	0.4	0.8
イギリス	1.9	1.6	0.7	1.7	3.1	2.7
中国	10.4	9.3	7.7	7.7	7.4	7.4

(注) 各国資料より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所