

実質成長率は14年度△0.8%、15年度1.8%、16年度2.2%と予測

－ 民需主導で景気は再び回復軌道へ －

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10～12月の実質GDPは前期比0.6%増（年率2.2%増）

個人消費は前期比0.3%増と緩やかながらも2四半期連続で増加し、設備投資は0.1%増と3四半期ぶりにプラスに転じた。米国向けを中心に輸出は2.7%増と輸入の伸び（1.3%増）を上回ったため、純輸出は実質成長率を前期比ベースで0.2%ポイント押し上げた。

2. 輸出と設備投資をけん引役に景気は再び回復軌道へ

原油安に伴うガソリン価格の下落が今後の実質購買力を押し上げる要因となる。増税の影響が一巡する15年度にかけて、個人消費は徐々に回復テンポを高めよう。円安進行に伴う企業収益の拡大を背景に、設備投資にも回復の動きが広がるとみられる。円安効果はタイムラグを伴って、輸出の回復にも寄与し始めている。財政政策による景気の押上げは一服するものの、今後の日本経済は民需主導で着実な回復軌道をたどると予想される。

3. 実質成長率は14年度△0.8%、15年度1.8%、16年度2.2%と予測

足元の成長率が想定をやや下回ったため、14年度の実質GDPを0.8%減に下方修正したが、輸出が持ち直してきたことなどを理由に15年度の実質GDPは前回予測の1.6%増から1.8%増に上方修正した。今回から予測対象とした16年度は、家計部門と企業部門のバランスが取れた形での景気回復が実現し、実質GDPは2.2%増と伸びを高めると予測した。

4. 日銀は現行の量的緩和政策を維持へ

日銀は14年10月31日に決めた追加の金融緩和策に従って、大量の国債買入れを続けている。物価上昇率の鈍化を受けて、市場では追加緩和の可能性が指摘されているものの、更なる緩和余地は限られる。15年度中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が、当面も昨年10月に決めた量的緩和の拡大策を維持していくと考えられる。

(注) 本稿は2015年2月18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：%)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	前回(14年12月)	
	〈実績〉	〈実績〉	〈予測〉	〈予測〉	〈予測〉	14年度(予)	15年度(予)
実質GDP	1.0	2.1	△ 0.8	1.8	2.2	0.6	1.6
個人消費	1.8	2.5	△ 3.0	1.3	1.7	△ 2.8	1.4
住宅投資	5.7	9.3	△ 11.9	0.9	5.3	△ 11.1	1.0
設備投資	1.2	4.0	0.2	4.0	5.6	1.2	4.5
公共投資	1.0	10.3	2.0	△ 3.6	△ 5.9	1.5	△ 4.2
純輸出(寄与度)	(△ 0.8)	(△ 0.5)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(0.1)
名目GDP	0.1	1.8	1.4	2.9	3.4	1.4	2.3

(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10～12月の実質GDPは前期比0.6%増(年率2.2%増)

14年10～12月の実質GDPは、前期比0.6%増、年率に換算して2.2%増と三四半期ぶりのプラス成長となった(図表2)。景気の実感に近い名目GDPは1.1%増(年率4.5%増)と二四半期ぶりに増加した。

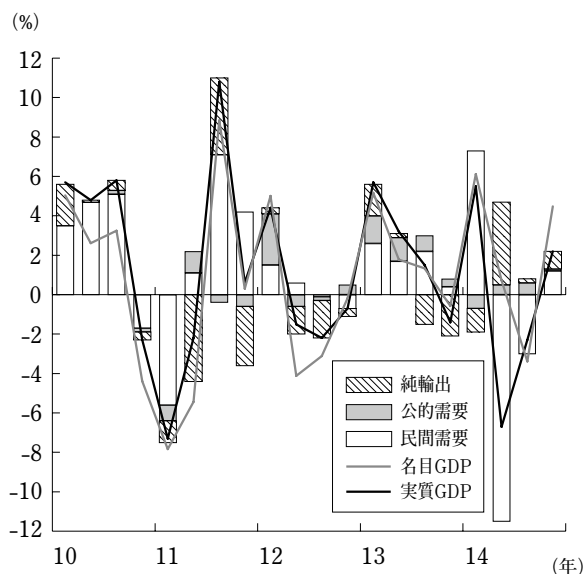
10～12月の動きを需要項目別(実質)にみると、個人消費は前期比0.3%増と二四半期連続のプラスとなった。7～9月(0.3%増)と同じ緩やかな回復にとどまったが、駆け込み需要の反動減は徐々に和らいでいる。品目別では、夏場の天候不順で停滞したレジャー関連消費が持ち直したほか、軽自動車税の増税(15年4月から実施)を控えた駆け込み需要が出始めたことが自動車販売を下支えした(図表3)。住宅投資は着工ベースで持直しの動きがみられるものの、進捗ベースで計上されるGDP統計では1.2%減と三四半期連続で減少した。

設備投資は0.1%増と小幅ながらも三四半期ぶりに増加した。依然として慎重な投資姿勢を維持する企業は少なくないが、企業収益の回復を背景に設備投資には持直しの動きがみ

られる。公共投資は0.6%増と三四半期連続で増加したが、13年度補正予算に盛り込まれた経済対策の効果が一巡しつつあり、7～9月に比べて増勢は鈍化した。

輸出は2.7%増と伸びを高めた。米国向け輸出が堅調に推移したほか、アジア向けの電子部品輸出なども増加した。一方、輸入は1.3%増にとどまった。内需は持ち直しているものの、在庫調整の動きが続いていることが輸入の伸びを抑えている。この結果、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、実質成長率を0.2%ポイント押し上げた。

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：％）

	14年				14年											
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月			
全世帯実質消費	2.3	△ 5.2	△ 5.4	△ 3.4	△ 4.6	△ 8.0	△ 3.0	△ 5.9	△ 4.7	△ 5.6	△ 4.0	△ 2.5	△ 3.4			
平均消費性向(勤労者)	78.8	73.8	74.7	73.9	74.2	70.3	74.8	75.3	73.0	75.5	74.2	75.8	73.6			
乗用車販売	20.9	△ 1.9	△ 4.7	△ 5.8	△ 5.1	△ 1.3	0.1	△ 2.6	△ 9.5	△ 3.2	△ 7.4	△ 10.2	0.3			
（普通+小型乗用車）	17.1	△ 6.5	△ 3.6	△ 12.8	△ 11.8	△ 6.9	△ 1.8	0.3	△ 5.9	△ 5.5	△ 11.3	△ 15.9	△ 11.1			
（軽乗用車）	27.4	5.3	△ 6.4	6.6	5.3	7.9	3.2	△ 7.5	△ 15.0	0.9	0.1	△ 0.1	19.0			
百貨店販売額	11.0	△ 4.7	1.0	0.8	△ 10.0	△ 2.1	△ 2.4	△ 0.4	2.0	1.8	0.2	1.5	0.6			
スーパー販売額	3.3	△ 2.4	0.2	0.2	△ 5.1	△ 0.8	△ 1.5	△ 0.7	1.4	△ 0.0	△ 0.1	0.9	△ 0.2			
商業販売・小売業	6.6	△ 1.8	1.4	0.6	△ 4.3	△ 0.4	△ 0.6	0.6	1.2	2.3	1.4	0.5	0.1			
（衣類・身の回り品）	3.6	△ 0.6	4.4	3.9	△ 1.8	2.5	△ 2.5	0.9	3.1	9.9	4.7	4.2	3.1			
（飲料・食料品）	3.1	0.7	2.5	2.4	△ 1.8	2.3	1.6	1.3	2.9	3.4	3.4	2.7	1.3			
（自動車）	14.3	△ 5.9	△ 0.2	△ 3.1	△ 9.9	△ 3.8	△ 3.7	△ 0.5	△ 1.4	1.0	△ 1.5	△ 5.2	△ 2.4			
（家庭用機械）	19.5	△ 8.7	△ 3.8	△ 4.4	△ 11.9	△ 7.5	△ 6.8	△ 4.1	△ 3.8	△ 3.4	△ 5.3	△ 1.0	△ 6.4			
（燃料）	2.9	△ 1.3	0.0	△ 3.8	△ 4.9	△ 1.1	2.7	1.2	△ 1.5	0.4	△ 1.1	△ 5.3	△ 4.7			
（その他）	7.0	△ 2.2	1.3	1.5	△ 4.1	△ 1.5	△ 0.8	0.9	1.7	1.4	1.3	1.6	1.5			
外食産業売上高	—	—	—	—	2.3	2.8	△ 1.8	△ 2.5	△ 2.1	△ 2.0	△ 1.2	1.9	△ 2.8			

（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. 輸出と設備投資をけん引役に景気は再び回復軌道へ

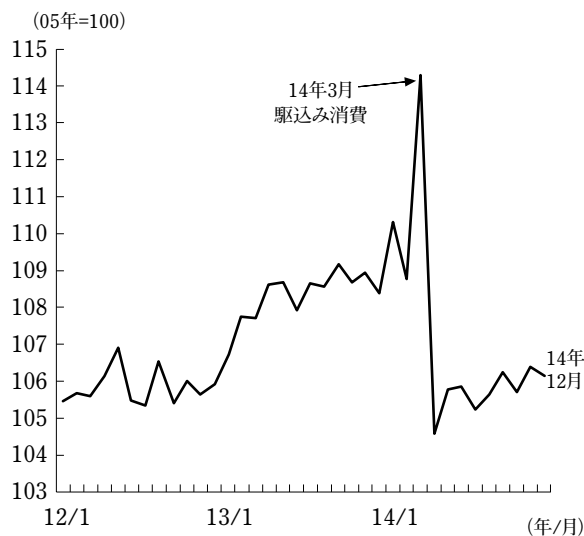
（1）個人消費は徐々に回復の勢いを取り戻す見通し

14年10～12月の実質GDPは前期比年率2.2%増と事前の市場予測（3.8%増、QUICK調査）を下回ったが、消費税増税後に下振れした景気が緩やかながらも持ち直していることを確認する結果であったといえる。消費税増税の影響は徐々に和らいでおり、今後は原油安と円安のプラス効果も顕在化してこよう。この先の日本経済は着実な回復軌道をたどると予想される。

個人消費は、消費税増税後の大幅な落込みから緩やかに持ち直している。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、昨年夏場は天候不順の

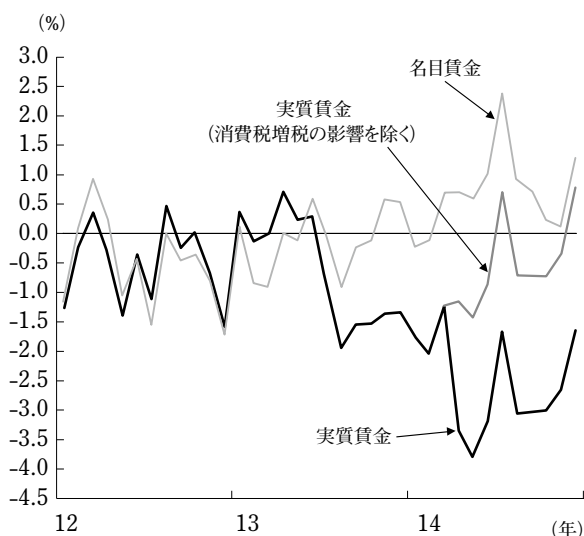
影響もあって足踏みしたが、14年9月は前月比0.6%増、10月0.5%減、11月0.7%増、12月0.2%減と徐々に水準を切り上げている（図表4）。ただ、増税前との比較でみると、14年12月の指数は前年比2.1%減と前年同月の水準を下回っている。消費税増税に伴う物価上昇が実質賃金を押し下げているため、当面

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 名目賃金と実質賃金の前年比



(備考) 1. 消費税増税の影響を除く実質賃金は、信金中央金庫 地域・中小企業研究所による試算値
2. 厚生労働省資料より作成

の個人消費も駆け込み需要が本格化する前(13年後半)の水準までは戻らないと考えられる。

もっとも、前年比でみた消費税増税の影響は15年3月で一巡する。好調な企業収益や人手不足感の強まりを受けて名目賃金は緩やかな回復基調を維持するとみられ、実質賃金は今年4月からは、前年比でプラスに転じる可能性が高い。実際、足元の実質賃金の動きをみると、14年12月は前年比1.7%減とマイナスが続いているが、消費税増税の影響を除いて試算すると、同月は前年比0.8%増とプラスに転じている(図表5)。従業員への還元をベースアップではなく、ボーナスの積増しで対応する企業が多く、ボーナス支給月の賃金上昇率が高めになる傾向があるものの、名目賃金は14年3月以降、前年比プラスを続けている。

ここ数年の実質賃金の押下げ要因となって

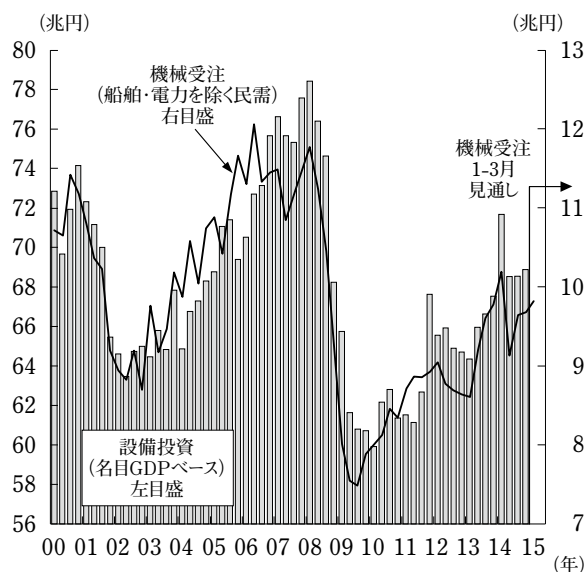
きたガソリンや灯油価格が下落に転じていることも今後の実質賃金の回復に寄与する見通しである。全雇用者の7割を占める中小企業従業員の名目賃金が本格回復するまでにはなお時間を要するとみられるが、15年度は、増税の影響一巡とエネルギー価格の下落による実質購買力の回復を背景に、個人消費は徐々に回復テンポを高めていくと予想される。

(2) 設備投資と輸出が今後の景気回復のけん引役に

設備投資(実質GDPベース)は、消費税増税前の駆け込み需要が一部で発生^{(注)1}したことで、増税直後の14年4~6月は前期比5.0%減少した。7~9月も0.1%減と落込みが続いた後、10~12月は0.1%増と三四半期ぶりに増加に転じた。2四半期連続で減少した後としては力強さを欠いているが、14年4~12月の実質設備投資の水準は、前年同期を1.6%上回っている。駆け込み需要が本格化した14年1~3月の水準が高かったことが尾を引いているため、前期比ベースの伸びは弱い。設備投資の基調は底堅いと考えられる。実際、先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)をみると、14年4~6月に前期比10.4%減と5四半期ぶりに減少したものの、7~9月は5.6%増、10~12月は0.4%増と底堅い結果となり、15年1~3月の受注見通しも1.5%増と三四半期連続で増加する見込みである(図表6)。日銀「短観」の14年度の設備

(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）



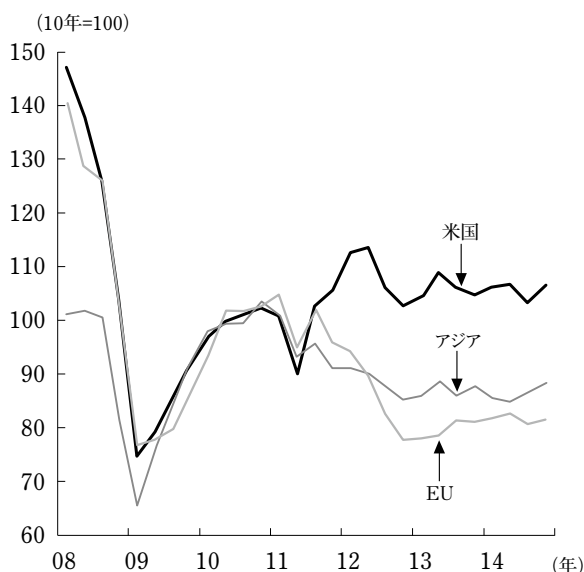
(備考) 内閣府資料より作成

投資計画（12月調査）をみても、企業の投資意欲の強さがうかがえる。大企業の設備投資計画は前年比8.9%増、中小企業を含めた全産業ベースでも5.5%増と3年連続の増加が見込まれている。

円安が進んできたことも設備投資にとって追い風となる。すでに、大手自動車メーカーを中心に生産拠点の一部を国内にシフトする動きが出始めている。こうした動きが広がれば波及効果も含めて国内での設備投資を促す要因となろう。円安基調は今後も維持される公算が高く、設備投資は15年度の日本経済のけん引役となろう。

伸び悩んでいた輸出にも明るい兆しが見え始めている。実質GDPベースの輸出は、7～9月の前期比1.5%増から10～12月は2.7%増に加速した。景気回復に弾みがつかない欧州向けや中国向けの輸出は依然として伸び悩んでいるが、10～12月は景気回復の動きが広

図表7 仕向け地別輸出数量指数の推移



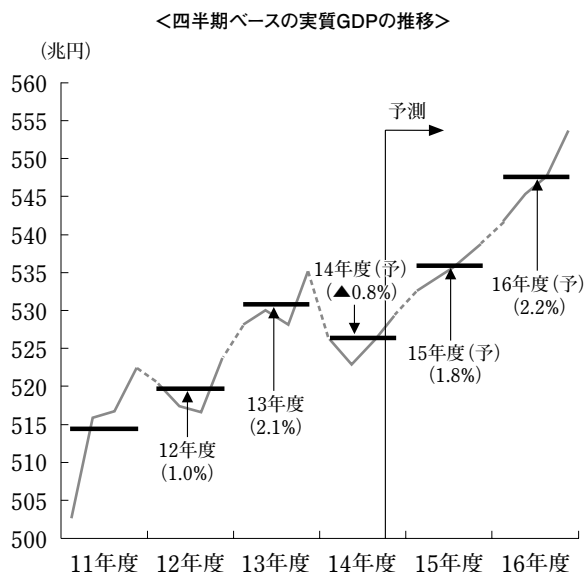
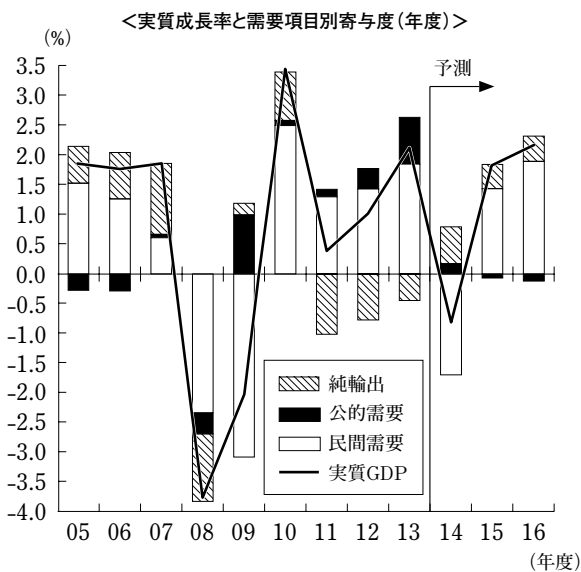
(備考) 季節調整値。内閣府資料より作成

がってきた米国向けの輸出が堅調に推移した（図表7）。ロシアの景気悪化やギリシャ問題が影響している欧州、構造調整が続く中国の景気回復テンポは鈍いままだが、米景気の回復が波及する形で、世界経済は今後徐々に上向いてこよう。また、円安が定着してきたことで、部品メーカーを中心に海外からの注文が増え始めるなど、円安果はタイムラグを伴って、輸出の回復に寄与し始めている。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、円安を追い風に輸出は徐々に回復ペースを高めていくと予想される。

3. 実質成長率は14年度△0.8%、15年度1.8%、16年度2.2%と予測

足元の成長率が想定をやや下回ったため、14年度の実質GDPを前年比0.8%減に下方修正（前回予測は0.6%減）したが、輸出が持

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

ち直してきたことなどを理由に、15年度の実質GDPは前回予測の1.6%増から1.8%増に上方修正した(図表8)。なお、今回から予測対象とした16年度は2.2%増と回復テンポを高めると予測した。

14年度の景気を押し下げる最大の要因は消費税増税である。個人消費は、駆け込み需要の反動減から持ち直しているものの、増税の影響による実質購買力の低下で伸び悩んでいる。低所得者向けに現金を配る簡素な給付措置の効果も小さく、個人消費は前年比3.0%減とリーマン・ショックに見舞われた08年度以来6年ぶりに減少しよう。住宅投資も消費税増税が下押し要因となっている。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が、住宅投資は11.9%減と2ケタのマイナスが予想される。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)がプラス要因となっているが、アベノミクスに伴う財政政策の効果は徐々に薄れている。14年度の公共投資は2.0%増と前年度(10.3%増)に比べて大幅に減速しよう。

14年度の成長率を押し上げる要因となるのが純輸出の改善である。景気回復が続く米国向け輸出が上向していることに加え、円安効果がタイムラグを伴って輸出回復に寄与し始めている。一方、輸入は、13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している。輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度は0.6%ポイントと4年ぶりにプラスに転じると予想される。

15年10月に予定されていた消費税率の再引上げ(8%→10%)が17年4月に先送りされることで、15年度の日本経済は順調な回復軌道をたどると予想される。消費税の再増税先送りに加え、エネルギー価格の下落によ

る実質購買力の回復を背景に、個人消費は増加傾向で推移しよう。雇用環境は良好な状態が維持され、増税後に悪化した消費マインドも上向いてくるとみられる。15年度の個人消費は、前年比1.3%増と予測した。増税先送りは住宅投資にとってもプラスになる。金融緩和の効果によって住宅ローン金利が一段と低下していることも住宅取得意欲を刺激する要因となる。15年度の住宅投資は0.9%増とプラスに転じよう。

設備投資は15年度の景気回復のけん引役となろう。設備投資動向を大きく左右する企業収益は、円安による輸出採算の改善に加え、原材料価格の下落に伴うコスト低減効果も加わって拡大が続くとみられる。また、円安定着で大手メーカーを中心に生産拠点の一部を海外から国内に移管する計画が相次いで発表されており、こうした動きが広がれば、波及効果も含めて国内の設備投資を押し上げよう。15年度の設備投資は4.0%増と回復の勢いを高めると予測した。一方、アベノミクス政策の柱の一つである財政政策は一服するとみられる。14年度補正予算（3.1兆円）にも災害復旧などの公共事業費が含まれているが、公共投資を押し上げる効果は限られる。消費税増税対策として執行された13年度補正予算の効果（14年度の公共投資の押し上げに寄与）が一巡するため、15年度の公共投資は3.6%減と4年ぶりにマイナスに転じると予想される。

世界経済は米国をけん引役に徐々に上向いてくると想定しているが、回復テンポは引き

続き緩やかにとどまろう。ただ、円安効果がタイムラグを伴って顕在化してくるとみられ、輸出は伸びを高めよう。一方、景気回復に伴って輸入の伸びも高まろうが、円安に伴う輸入品の価格競争力の低下がマイナス要因となる。15年度の純輸出の寄与度は、0.4%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。

16年度の日本経済は、民需主導による自律回復軌道に入ってくると予測している。持続的な景気回復によってほぼ完全雇用の状態に達すると予想されるほか、中小企業の収益回復が明確になることで、賃金引上げの動きが本格化しよう。16年度の個人消費は前年比1.7%増と伸びを高めると予測した。なお、17年4月の消費税増税を前にした駆け込み需要が予想されが、税率の引上げ幅が2%と前回の引上げ幅（3%）を下回るうえ、軽減税率が導入される可能性があることなどを勘案して、駆け込み需要の影響は13年度にくらべて小幅にとどまると想定している。

16年度は世界経済が回復の勢いを取り戻すとみられ、輸出の増勢はもう一段加速すると予想される。輸出の拡大は設備投資を押し上げる要因にもなろう。日本経済は、家計部門と企業部門のバランスの取れた形で回復し、デフレ経済からも脱却できると予測している。

〈前提条件—為替相場、原油価格、財政政策、海外経済〉

（為替相場）

為替相場は、14年初めから夏頃まで1ドル

102円前後でこう着状態が続いていたが、14年9月以降、米国の利上げ観測を材料にドル買い円売りの動きが強まった。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。さらに、10月31日には、日銀が予想外の追加金融緩和を決定したことを受けて、円売りが加速、11月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。原油安に伴うドル買い・資源国通貨売りも円売りの材料となった。12月4日のNY市場では、1ドル120円台と07年7月下旬以来ほぼ7年4か月ぶりの円安水準を記録した。12月8日には121円台まで円安が進んだが、その後は急ピッチの円安進行に対する警戒感からドルは117円台まで押し戻された。年末にかけて再び1ドル120円台を付けたものの、年明け以降は円安の流れが一服した。原油安やギリシャの政局不安などから、世界的にリスクを回避する動きが広がり、1月16日には一時1ドル115円台まで円高が進んだ。足元では、1ドル117～120円程度で推移している。ここ数か月の円安ペースが速かったため、当面はドル買い持ちのポジション調整が続く可能性がある。もっとも、利上げに向けた準備を進める米国と、量的緩和を強化した日銀との金融政策の方向性の違いは明確で、中期的な円安ドル高の流れは維持されると考えられる。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110円、15年度1ドル120円、16年度1ドル123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、ほぼ一貫して下落基調で推移した。とりわけ、11月27日に開催されたOPEC（石油輸出国機構）総会で、減産見送りが決まったことが価格の下落に拍車をかけた。総会前日に73ドル台だった原油価格は、OPECの決定を受けて一時65ドル台へ急落した。軟調な相場が続くなか、主要産油国であるサウジアラビアが販売シェアの維持を優先する姿勢をみせたことから、12月11日には5年5か月ぶりに1バレル60ドルを割り込んだ。欧州やアジアの景気減速に伴う原油需要の伸び悩みも売り材料となった。15年1月5日には一時1バレル50ドルを下回り、その後の相場も売り優勢の展開が続いた。1月13日には1バレル45ドルを割り込み、1月29日の取引時間中に43.58ドルまで下げた。ただ、大幅な下落を受けて割安感も広がり、2月に入ると買戻しが優勢になった。2月3日には米石油大手の設備投資計画が相次いで下方修正されたことが需給改善要因として意識され、一時1バレル54ドル台まで買い戻された。足元は1バレル50ドルを挟んで振れの大きい相場となっている。当面は落ち着きどころを探りながら一進一退の相場が続くとみられる。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、原油需要は徐々に回復に向かおうが、サウジアラビアがシェア確保を優先する姿勢を崩していないこともあって、上値は限られるとみられる。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91ドル、15年度1バレル60ドル、16年度1バレル70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」は、14年度の公共投資を下支えしている。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予算規模は小さく、足元ではその効果が一巡しつつある。生活者支援や地方の活性化、災害復旧事業を中心とした14年度補正予算（3.1兆円）は、15年度に寄与する見通しだが、その効果も限られよう。15年度予算案における公共投資は当初予算比でほぼ横ばいにとどまっていることから、15年度の公共投資はマイナスに転じると予測した。なお、消費税率については、17年4月に8%から10%へ引き上げられることを前提条件としている。

（海外経済）

〈米国〉…14年10～12月の実質GDP（事前推定値）は、前期比年率2.6%増と前2四半期に比べれば減速したものの、2%台前半とみられる潜在成長率を上回る堅調な伸びを達成した。10～12月の実質GDPを需要項目別にみると、前期に大幅増となった政府支出が前期比年率2.2%減とマイナスに転じたものの、個人消費は4.3%増、住宅投資は4.1%増と家計部門は好調に推移した。雇用情勢も堅調に推移している。15年1月の非農業部門の雇用者数は前月比25.7万人増と、14年3月から11か月連続で

20万人を超える増加を続けている。このところのガソリン価格の下落も実質購買力を押し上げる要因となる。個人消費は引き続き堅調に推移しよう。設備投資は足元で増勢一服となっているが、生産活動が底堅く推移していることから、再び回復ペースを高めていくと予想される。実質成長率は、15年には3.1%へ加速し、16年も2.7%と高めの成長が続くと予測した。

〈欧州〉…14年10～12月のユーロ圏の実質GDPは、前期比0.3%増と引き続き緩やかな回復にとどまった（7～9月は0.2%増）。ユーロ圏経済の中心であるドイツの実質GDPは前期比0.7%増と堅調だったが、フランスが0.1%増、イタリアが横ばいにとどまったためである。ドイツ経済は良好な雇用情勢を背景に今後も回復基調を維持しようが、経済制裁と原油安で景気が冷え込んでいるロシア経済の影響が波及する可能性があり、当面の回復テンポは緩やかにとどまるとみられる。ただ、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脱している。ECB（欧州中央銀行）が導入を決めた量的緩和を受けてユーロ安が進んだことや、原油価格の下落がユーロ圏経済を下支えしよう。ドイツの実質成長率は15年1.3%、16年1.5%と予測した。ユーロ圏の実質成長率は15年1.0%、16年には1.3%と予測した。

〈中国〉…14年10～12月の中国の実質成長率（前年比）は7.3%と、7～9月と同じ伸びだった。固定資産投資が伸び悩んでいるこ

とが背景にあり、なかでも住宅市況の低迷に伴って不動産開発投資が減速している。政府は住宅ローンの条件緩和措置を打ち出しているものの、住宅市場の供給過剰を解消するまでにはなお時間を要するとみられる。中国政府は、構造改革と安定成長を両立させ、むやみに高成長を追求しない方針を貫いていることもあって、成長ペースは今後も鈍化傾向で推移すると予想される。実質成長率は、15年7.2%、16年7.5%と予測した。

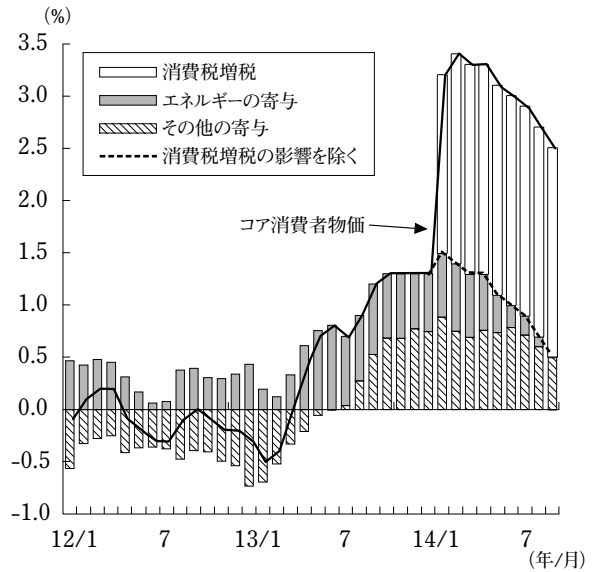
4. 日銀は現行の量的緩和政策を維持へ

(1) 原油安の影響で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、消費税率が引き上げられた14年4月以降、前年比で3%以上の上昇が続いてきたが、14年10月の上昇率は2.9%、11月2.7%、12月2.5%と上昇ペースは鈍化している。消費税増税による押し上げ分（2%程度）を除いた前年比上昇率を見ると、14年4月の1.5%をピークに、直近の14年12月には0.5%に鈍化している（図表9）。

物価上昇率が鈍ってきた最大の要因は原油安である。昨年夏頃からの原油安を受けてガソリンや灯油が大幅に下落している。電気代とガス代も含めたエネルギー価格は、14年前半のコア消費者物価の前年比を0.5~0.7%ポイント押し上げる要因（消費税増税の影響を除く）になっていたが、14年12月はゼロまで縮小している。また、消費税増税後の個人消費の伸び悩みを映して、モノやサービスの値上げの動きが一服していることも影響し

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

ている。15年1~3月には、エネルギーの寄与度がマイナスに転じる可能性が高く、コア消費者物価の上昇率は一段と鈍化すると予想される。14年度のコア消費者物価は前年比2.8%の上昇、消費税増税の影響（2%程度）を除くベースでは0.8%の上昇と予測している。

15年度は、個人消費が回復の勢いを取り戻すとみられ、モノやサービスの物価上昇率は徐々に高まっていく。ただ、エネルギー価格は物価を押し下げる方向に寄与する可能性が高く、コア消費者物価の上昇率は、日銀が目標とする2%に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0.7%の上昇と予測した。

16年度には、中小企業でも賃金上昇の動きが本格化し、個人消費の増勢が加速すると想定している。原油価格の上昇が前提となるが、エネルギー価格も物価を押し上げる方向

に寄与しよう。日本経済は民需主導による自律回復局面に入り、消費者物価は徐々に上昇ペースを高めよう。年度下期には月次のコア消費者物価の前年比上昇率が2%に達する可能性がある。16年度全体のコア消費者物価は前年比1.8%の上昇と予測した。

(2) 当面も現行の量的緩和政策を維持

日銀は、14年10月31日の金融政策決定会合で決めた追加の金融緩和策に従って、長期国債の買入れ（年間純増額80兆円）を中心としたオペレーションを続けている。現行の買入れペースを維持すると、マネタリーベースの残高は14年末の276兆円から15年末には355兆円まで増える見込みである。

15年1月20～21日に開催された金融政策決定会合では、昨年10月末に発表された展望レポートの中間評価が行われた。14年4～6月と7～9月が2四半期連続で前期比マイナスとなったことを受けて、日銀は14年度の実質成長率を0.5%から△0.5%へ大きく下方修正したが、15年度は1.5%から2.1%へ上方修正した。ただ、コア消費者物価の見通し（消費税増税の影響を除く）については、14年度が0.9%の

上昇（前回は1.2%上昇）、15年度が1.0%の上昇（前回は1.7%上昇）と、ともに下方修正した。黒田日銀総裁は会合後の記者会見で、「物価見通しの下方修正は、急激な原油価格の下落が主因であり、基調的な物価上昇率は今後着実に高まっていく」と説明したが、物価安定の目標である2%の物価上昇率の達成時期については、「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」との見方から、「多少前後する可能性がある」と16年度にずれ込むことを容認する姿勢をみせた。

足元の物価上昇率の鈍化を受けて、市場では追加緩和の可能性が指摘されている。しかし、昨年10月に決めた量的緩和策の拡大によって国債の買入れ額（純増額）は年間80兆円まで引き上げられており、更なる金融緩和の余地は限られる。実際、1月の会合後の会見でも、超過準備預金に対する付利の引下げや撤廃について「議論は全くなかった」と否定している。当研究所でも15年度中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と想定しているが、当面は昨年10月に決めた量的緩和の拡大策を維持していくと考えられる。

〈14年度、15年度、16年度の日本経済予測（前年度比）〉

（単位：％、十億円）

	12年度 〈実績〉	13年度 〈実績〉	14年度 〈予測〉	15年度 〈予測〉	16年度 〈予測〉
名目GDP	0.1	1.8	1.4	2.9	3.4
実質GDP	1.0	2.1	△ 0.8	1.8	2.2
国内需要	1.8	2.5	△ 1.5	1.4	1.8
民間部門	1.9	2.3	△ 2.1	1.9	2.5
民間最終消費支出	1.8	2.5	△ 3.0	1.3	1.7
民間住宅投資	5.7	9.3	△ 11.9	0.9	5.3
民間企業設備	1.2	4.0	0.2	4.0	5.6
民間在庫品増加	△ 1,256	△ 3,668	△ 915	△ 500	△ 785
政府部門	1.4	3.2	0.7	△ 0.2	△ 0.4
政府最終消費支出	1.5	1.6	0.3	0.6	0.8
公的固定資本形成	1.0	10.3	2.0	△ 3.6	△ 5.9
財・サービスの純輸出	8,403	7,327	11,273	14,528	17,848
財・サービスの輸出	△ 1.3	4.7	7.5	8.0	8.3
財・サービスの輸入	3.6	6.7	3.1	5.1	5.8

（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：％）

	12年度 〈実績〉	13年度 〈実績〉	14年度 〈予測〉	15年度 〈予測〉	16年度 〈予測〉
実質GDP	1.0	2.1	△ 0.8	1.8	2.2
国内需要	1.8	2.6	△ 1.5	1.4	1.8
民間部門	1.4	1.8	△ 1.7	1.5	1.9
民間最終消費支出	1.1	1.5	△ 1.9	0.8	1.0
民間住宅投資	0.2	0.3	△ 0.4	0.0	0.2
民間企業設備	0.2	0.5	0.0	0.6	0.8
民間在庫品増加	0.0	△ 0.5	0.5	0.1	△ 0.1
政府部門	0.3	0.8	0.2	△ 0.1	△ 0.1
政府最終消費支出	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2
公的固定資本形成	0.0	0.5	0.1	△ 0.2	△ 0.3
財・サービスの純輸出	△ 0.8	△ 0.5	0.6	0.4	0.4
財・サービスの輸出	△ 0.2	0.7	1.2	1.4	1.6
財・サービスの輸入	△ 0.6	△ 1.2	△ 0.6	△ 1.0	△ 1.2

（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〉

	12年度 〈実績〉	13年度 〈実績〉	14年度 〈予測〉	15年度 〈予測〉	16年度 〈予測〉
為替レート（円/ドル）	82.9	100.2	110.0	120.0	123.0
原油価格（CIF、ドル/バレル）	114.1	110.0	91.0	60.0	70.0
（前年比、％）	0.0	△ 3.6	△ 17.3	△ 34.1	16.7

（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〉

	12年度 〈実績〉	13年度 〈実績〉	14年度 〈予測〉	15年度 〈予測〉	16年度 〈予測〉
鉱工業生産指数 (前年比、%)	95.8 △ 2.9	98.9 3.2	98.3 △ 0.6	101.1 2.8	105.0 3.9
第3次産業活動指数 (前年比、%)	99.2 0.7	100.5 1.3	98.7 △ 1.8	100.0 1.3	101.7 1.7
完全失業率 (季調済、%)	4.3	3.9	3.6	3.5	3.3
国内企業物価 (前年比、%)	△ 1.1	1.9	2.7	△ 1.1	1.9
コア消費者物価 (前年比、%) (生鮮食品を除く総合)	△ 0.2	0.8	2.8 <0.8>	0.7	1.8
米国式コア (前年比、%) (食料・エネルギーを除く総合)	△ 0.6	0.2	2.2 <0.6>	1.2	1.4

(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、%)

	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〉	16年度 〈予測〉
経常収支	79,194	42,233	8,312	65,168	136,206	160,746
前年差	△ 100,542	△ 36,962	△ 33,921	56,856	71,038	24,539
名目GDP比 (%)	1.7	0.9	0.2	1.3	2.7	3.1
貿易・サービス収支	△ 52,964	△ 94,338	△ 144,232	△ 104,959	△ 51,388	△ 29,148
前年差	△ 105,189	△ 41,374	△ 49,894	39,273	53,571	22,239
貿易収支	△ 22,097	△ 52,474	△ 109,709	△ 77,503	△ 31,985	△ 15,119
前年差	△ 102,428	△ 30,377	△ 57,236	32,206	45,518	16,866
サービス収支	△ 30,867	△ 41,864	△ 34,522	△ 27,456	△ 19,403	△ 14,029
前年差	△ 2,761	△ 10,997	7,342	7,066	8,053	5,374
第1次所得収支	143,085	146,147	167,013	189,267	202,255	203,494
前年差	3,825	3,062	20,866	22,254	12,988	1,239
第2次所得収支	△ 10,927	△ 9,577	△ 14,470	△ 19,140	△ 14,661	△ 13,600
前年差	822	1,350	△ 4,893	△ 4,670	4,479	1,061

(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	11年	12年	13年	14年	15年(予)	16年(予)
米国	1.6	2.3	2.2	2.4	3.1	2.7
ユーロ圏	1.7	△ 0.7	△ 0.4	0.9	1.0	1.3
ドイツ	3.7	0.6	0.2	1.6	1.3	1.5
フランス	2.1	0.4	0.4	0.4	0.8	1.2
イギリス	1.6	0.7	1.7	2.6	2.6	2.4
中国	9.3	7.7	7.7	7.4	7.2	7.5

(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