SCB SHINKIN CENTRAL BANK

経済見通し
Ｎｏ．２７－３
（２０１５．１１．１８）

信金中央金庫
地域・中小企業研究所
〒103-0028　東京都中央区八重洲 1-3-7
TEL. 03-5202-7671　FAX. 03-3278-7048
URL　http://www.scbri.jp

実質成長率は 15 年度 0.8%、16 年度 1.5%と予測

－景気は持直しに転じるも、今後の回復ペースは緩やか－

＜ 要 旨 ＞

1. 15 年7～9月の実質GDPは前期比 0.2%減（年率 0.8%減）

個人消費は前期比 0.5%増と２四半期ぶりに増加した。住宅投資は 1.9%増と３四半期連続のプラスとなった。一方、設備投資は 1.3%減と２四半期連続で減少し、在庫投資は実質成長率を前期比ベースで 0.5 ポイント押し下げる要因となった。

2. 当面の景気回復テンポは緩やかにとどまる見通し

７～９月は２四半期連続のマイナス成長となったが、企業が生産を抑制して在庫調整を進めた影響が大きかった。個人消費は力強さを欠きつつも上向いているほか、住宅投資も順調に回復している。一方、中国経済の減速に伴う輸出の伸び悩みや設備投資計画の先送りが景気回復の重石となっている。企業の投資姿勢はなお慎重で、設備投資は足踏み状態が続く可能性がある。足元の賃金の伸びも鈍く、当面の景気回復テンポは緩やかにとどまるとみられる。

3. 実質成長率は 15 年度 0.8%、16 年度 1.5%と予測

個人消費の回復ペースが想定を下回っていることに加え、企業の投資マインドが慎重化していることを受けて、15 年度の実質成長率を前回予測の 1.2%から 0.8%に下方修正した。16 年度については、民需主導で景気回復ペースが高まるとのシナリオを維持しているが、世界経済の回復の遅れなどを理由に前回予測の 2.1%から 1.5%に下方修正した。

4. 日銀は引き続き現行の量的緩和政策を維持

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。物価の下振れなどから、市場では追加緩和の可能性が指摘されていたが、黒田総裁は「物価の基調は着実に改善している」として、15 年 10 月 30 日の会合でも追加緩和を見送った。当面も現行の金融政策が維持されるとみられるが、追加緩和の可能性はなお残っている。

（注）本稿は 2015 年 11 月 16 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：%）

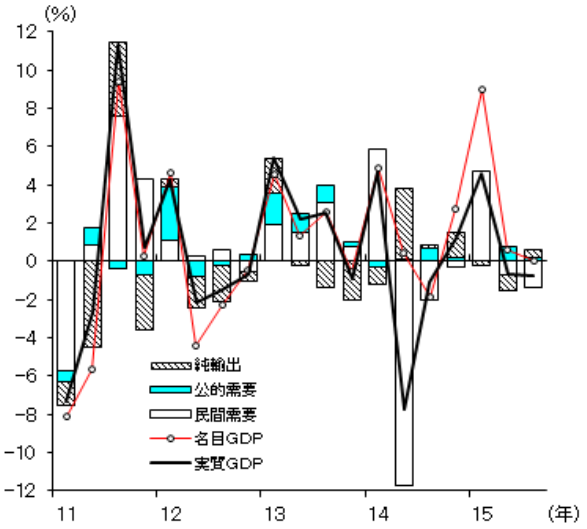
	2012 年度〈実績〉	2013 年度〈実績〉	2014 年度〈実績〉	2015 年度〈予測〉	2016 年度〈予測〉	前回（15 年 8 月）15 年度(予)	前回（15 年 8 月）16 年度(予)
実 質 ＧＤＰ	***1.0***	***2.1***	***▲0.9***	***0.8***	***1.5***	1.2	2.1
個 人 消 費	1.8	2.5	▲3.1	0.5	1.4	0.6	1.9
住 宅 投 資	5.7	9.3	▲11.6	3.7	5.3	3.5	5.7
設 備 投 資	1.2	4.0	0.5	0.2	5.0	3.0	5.3
公 共 投 資	1.0	10.3	2.0	▲2.8	▲6.6	▲3.4	▲7.7
純輸出(寄与度)	(▲0.8)	(▲0.5)	(0.6)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.5)
名 目 ＧＤＰ	**0.1**	**1.8**	**1.6**	**2.3**	**2.0**	**2.5**	**2.8**

（備考）内閣府「四半期別GDP速報」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

１．15 年７～９月の実質ＧＤＰは前期比 0.2%減（年率 0.8%減）

15 年７～９月のＧＤＰは、物価変動の影響を除いた実質で前期比 0.2%減、年率に換算して 0.8%減と２四半期連続のマイナスとなった（図表２）。ただ、景気の実感に近い名目ＧＤＰは前期比 0.0%、年率では 0.1%増と微増ながら４四半期連続で増加した。

（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

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 0.5%増と２四半期ぶりに増加した。７月から８月前半の猛暑によりエアコンなど夏物商材の販売が好調だったほか、９月の「シルバーウィーク」の効果で旅行や外食などサービス関連消費も伸びた（図表３）。住宅投資は 1.9%増と３四半期連続で増加した。住宅ローン減税の拡充に加え、歴史的な低金利が住宅取得意欲を刺激している。

設備投資は 1.3%減と２四半期連続で減少した。好調な企業収益を背景に、企業は強気の投資計画を維持しているが、中国経済の減速による世界経済の先行き不透明感の高まりを受けて、設備投資の実行を一部先送りしている。公共投資は 0.3%減と２四半期ぶりに減少した。14 年度補正予算（15 年２月３日成立）に盛り込まれた経済対策の効果が薄れてきたことが主因である。また、流通在庫を中心に企業が在庫調整を加速させた結果、在庫投資が実質成長率を前期比ベースで 0.5 ポイント押し下げた。

輸出は 2.6%増とプラスに転じた。ただ、４～６月に 4.3%減と大幅に減少した反動増といった側面が強く、中国を中心としたアジア向けの輸出は引き続き低調だった。在庫調整の影響などで、輸入が 1.7%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 ポイント押し上げた（４～６月は 0.3 ポイントの押下げ）。

（図表３）個人消費関連指標（前年比増減率）　（単位：%）

	14年 10-12月	15年 1～3月	4～6月	7～9月	15年 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	▲ 3.4	▲ 6.5	0.5	0.7	▲ 5.1	▲ 2.9	▲10.6	1.3	4.8	▲ 2.0	▲ 0.2	2.9	▲ 0.4
平均消費性向(勤労者)	74.5	74.6	73.7	73.4	74.6	72.9	76.5	73.0	74.3	73.7	71.4	74.3	74.6
乗用車販売	▲ 5.8	▲15.5	▲ 7.0	▲ 7.0	▲20.7	▲15.8	▲11.9	▲10.1	▲ 8.2	▲ 3.8	▲ 9.1	▲ 3.5	▲ 7.4
(普通＋小型乗用車)	▲12.8	▲17.1	3.0	▲ 1.5	▲21.4	▲16.8	▲14.6	2.9	1.2	4.6	▲ 2.0	1.7	▲ 3.2
(軽乗用車)	6.6	▲12.9	▲21.4	▲16.4	▲19.4	▲14.1	▲ 7.4	▲26.9	▲21.5	▲16.5	▲21.7	▲12.6	▲14.3
百貨店販売額	0.8	▲ 6.4	6.5	2.8	▲ 0.4	3.5	▲17.7	13.7	6.3	0.4	3.6	2.7	1.9
スーパー販売額	0.2	▲ 3.6	3.4	1.4	0.2	0.2	▲10.1	6.3	4.8	▲ 0.6	1.2	1.4	1.6
商業動態・小売業	0.6	▲ 4.8	2.9	0.8	▲ 2.0	▲ 1.7	▲ 9.7	4.9	3.0	1.0	1.8	0.8	▲ 0.1
(衣類・身の回り品)	3.9	▲ 1.7	3.4	5.0	0.8	2.0	▲ 6.4	5.1	4.3	0.8	5.7	4.3	4.9
(飲料・食料品)	2.4	1.0	4.8	3.6	2.7	2.8	▲ 2.1	6.2	4.9	3.2	4.1	3.3	3.4
(自動車)	▲ 3.1	▲ 3.7	6.7	2.4	▲ 4.7	▲ 2.6	▲ 3.8	7.9	4.3	7.9	3.7	4.1	▲ 0.3
(家庭用機械)	▲ 4.4	▲16.8	4.9	2.3	▲ 8.3	▲ 9.6	▲27.6	11.1	8.8	▲ 3.7	3.0	5.5	▲ 1.8
(燃料)	▲ 3.8	▲17.8	▲10.5	▲11.7	▲15.6	▲17.9	▲19.9	▲ 9.1	▲12.0	▲10.5	▲ 9.0	▲10.8	▲15.6
外食産業売上高	－	－	－	－	▲ 5.0	0.9	▲ 4.6	▲ 2.7	0.8	▲ 2.3	1.9	3.2	1.6

（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「商業動態統計」などより作成

２．当面の景気回復テンポは緩やかにとどまる見通し

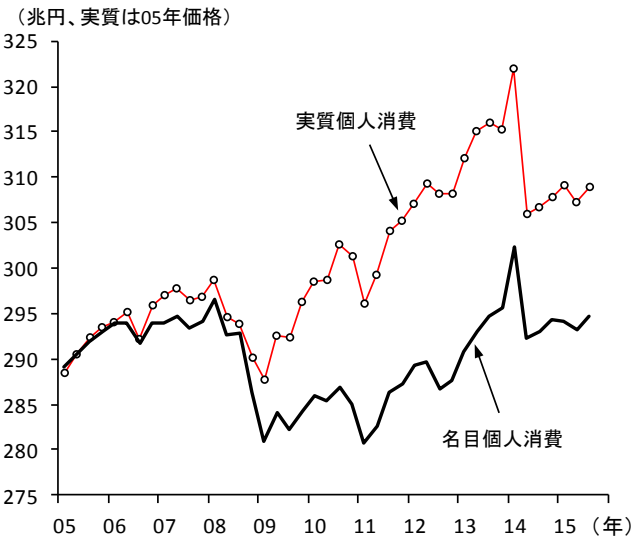
（１）個人消費には持直しの動きがみられるが、回復テンポは依然として緩やか

15年７～９月の実質ＧＤＰは２四半期連続のマイナス成長となり、景気の足踏みが続いていることを改めて確認する結果となった。ただ、７～９月のマイナス成長の主因は、在庫の減少（年率寄与度▲2.1%）である。企業が生産を抑制して在庫調整を進めた影響が大きかった。個人消費が力強さを欠きつつも上向いたほか、住宅投資も順調に回復するなど家計需要はプラスに転じている。一方、中国経済の減速に伴う輸出の伸び悩みや設備投資計画の先送りが景気回復の重石となっている。良好な雇用環境や企業収益の拡大が続いていることから判断すると、今後の景気は持直しに向かうとみられるが、当面の回復テンポは緩やかにとどまると予想される。

個人消費（実質ＧＤＰベース）は、４～６月に前期比 0.6%減と落ち込んだものの、７～９月は 0.5%増とプラスに転じた。７月から８月前半の猛暑によりエアコンや夏物衣料・小物などの販売が好調だったほか、９月の「シルバーウィーク」の効果で旅行や外食などサービス関連消費も伸びた。もっとも、今年は夏のバーゲン開始が７月にずれ込んだことや、数年に１度のシルバーウィーク（土日を含めて５連休）など日程的なプラス効果があった割には力強さを欠いたともいえる。実際、７～９月の実質個人消費の水準は、駆込み需要が本格化する前の 13 年 10～12 月の水準を大幅に下回っている（図表４）。消費税増税に起因する物価上昇が影響している側面もあるが、７～９月の名目ベースの個人消費をみても、13 年 10～12 月の水準に届いていない。

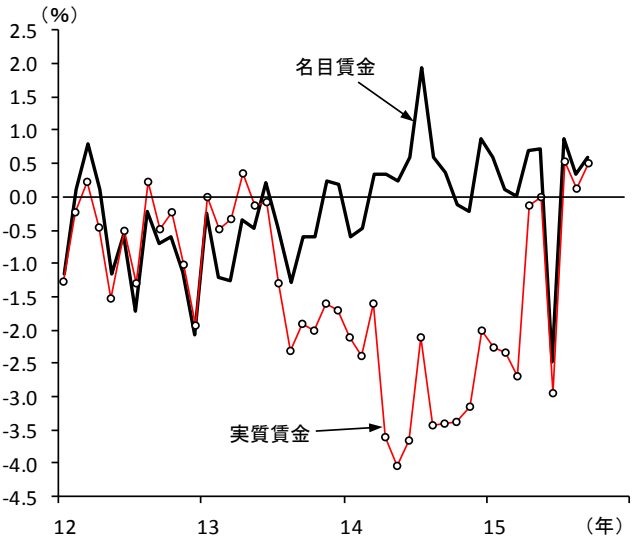
個人消費の回復に弾みが付かない要因として、消費税増税前に膨らんだ自動車など大型耐久財の回復が遅れていることが挙げられるが、最大の要因は賃金が伸び悩んでいることにある。１人当たり現金給与総額（名目賃金指数）をみると、アベノミクス政策の効果で景気が上向いたことから、13 年 11 月以降はおおむね前年比プラス圏で推移している（図表５）。15年６月は夏のボーナスを支給する企業の割合が前年に比べて低かったため、大幅なマイナスとなったが、７月以降は再びプラス圏で推移している。しかし、

（図表4）個人消費の推移（GDP ベース）



（備考）内閣府「四半期別 GDP 速報」より作成

（図表5）現金給与総額（前年比）の推移



（備考）厚生労働省「毎月勤労統計」より作成

15 年度の春闘賃上げ率（定期昇給込み）が 2.38％と 98 年度（2.66％）以来の高い伸びになったことと比較すると、足元の賃金の増加ペースは緩慢にとどまっているといえる。賃金水準が相対的に低いパートタイム労働者の比率が高まっていることが平均賃金の上昇を抑える要因ではあるが、大企業・製造業を起点とした賃上げが、中小・零細企業など経済の裾野まで広がっていないことが背景にある。慢性的な人手不足を映して、賃金は引き続き回復傾向で推移しようが、賃上げの動きが幅広く波及するまでにはなお時間を要するとみられる。

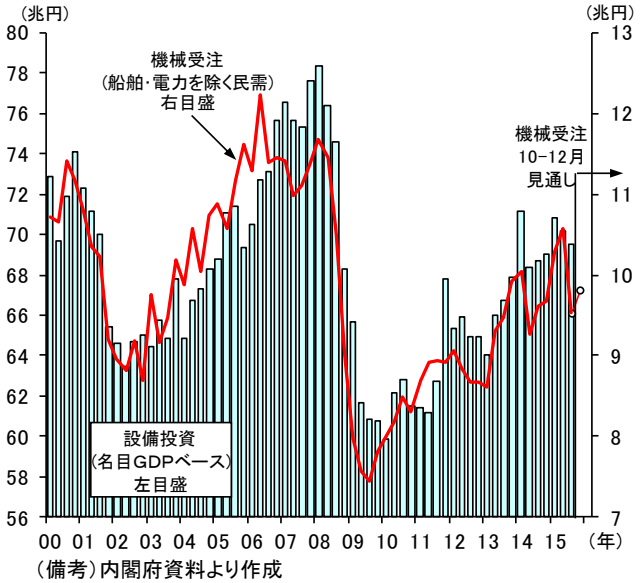
良好な雇用環境が維持されていることや夏場に調整した株式市場が持ち直していることから、10～12 月以降の個人消費も回復基調で推移するとみられるが、そのペースは引き続き緩やかにとどまると予想される。

（２）景気の先行き不透明感の高まりを受けて企業の投資姿勢は慎重化

７～９月の設備投資（実質ＧＤＰベース）は、前期比 1.3％減と２四半期連続で減少した。15 年１～３月の水準が高かった反動が尾を引いているものの、中国経済の減速による世界経済の先行き不透明感の高まりを受けて、企業の投資スタンスが慎重化しているためである。設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、15 年４～６月まで４四半期連続で前期比プラスとなった後、７～９月は前期比 10.0％減と５四半期ぶりに減少した（図表６）。先行指標である機械受注が大きく落ち込んだことからみると、設備投資は 10～12 月も弱い動きが続く可能性がある。

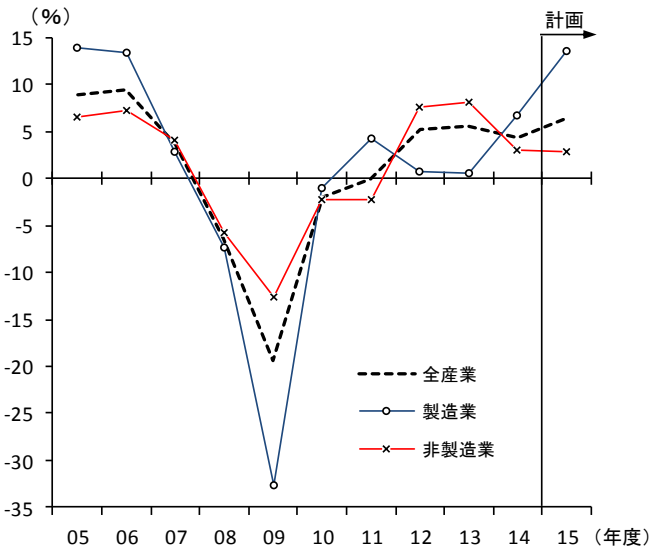
ただ、こうした動きは、基調として回復を続けるなかでの短期的な変動に過ぎないと考えられる。実際、日銀短観（９月調査）の設備投資計画調査をみると、15 年度の全規模・全産業の設備投資計画は前年比 6.4％増とリーマン･ショック以降、最も高い伸びが見込まれている（図表７）。特に、製造業は 13.5％増と強気の投資計画となっている。企業収益の拡大が続いていることに加え、円安が定着してきたことで、自動車や電気機

（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

（図表7）日銀短観の設備投資計画



（備考）1．14 年度以前は実績。15 年度は9月調査
2．日銀短観より作成

械を中心に国内の生産拠点を拡充する計画が相次いでいるためである。いわゆる「国内回帰」といわれる動きである。景気の先行き不透明感が払拭できないなか、短期的には設備投資計画が先送りされることも想定されるが、中期的にみれば設備投資の回復基調は維持される公算が大きい。

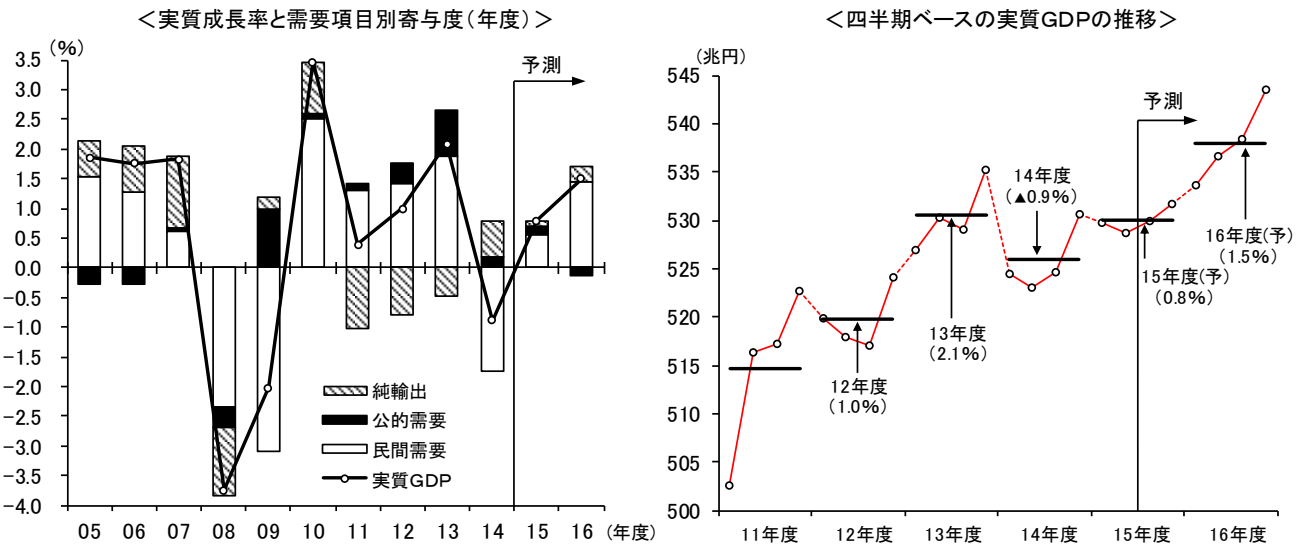
輸出（実質ＧＤＰベース）は、15 年７～９月に前期比 2.6%増とプラスに転じたが、４～６月が 4.3%減と大幅に減少した反動増といった側面が強い。中国経済の減速の影響などで、基調的な輸出の動きは依然として弱い。７～９月の通関ベースの輸出金額（円ベース）をみても、米国向けが前年比 13.5%増、ＥＵ向けが 5.1%増、アジア向けが 2.1%増とアジア向け輸出の不振が目立つ。中国経済の減速がＡＳＥＡＮ諸国などにも波及していることから、当面もアジア向け輸出は伸び悩む可能性がある。ただ、米国経済が引き続き堅調に推移しているほか、欧州経済も緩やかながら上向きの動きを維持している。中国経済が回復の勢いを取り戻すまでには時間を要するとみられるが、欧米向けを支えに輸出は緩やかに上向いていくと予想される。

３．実質成長率は 15 年度 0.8%、16 年度 1.5%と予測

個人消費の回復ペースが想定を下回っていることに加え、企業の投資マインドが慎重化していることを受けて、15 年度の実質成長率を前回予測の 1.2%から 0.8%に下方修正した（図表８）。16 年度については、民需主導で景気回復ペースが高まるとのシナリオを維持しているが、世界経済の回復の遅れなどを理由に前回予測の 2.1%から 1.5%に下方修正した。

15 年度上期の日本経済は２四半期連続のマイナス成長となったが、10～12 月以降はプラス成長に転じると予想される。良好な雇用環境が維持されていることや、夏場に調整した株式市場が持ち直していることから、年度下期の個人消費は回復基調で推移しよう。ただ、賃上げの動きが広がりを欠いており、個人消費の本格回復にはなお時間を要するとみられる。15 年度の個人消費は、前年比 0.5%増と小幅なプラスにとどまると予測し

（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。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

た。住宅投資は増税に伴う駆込み需要の反動減が一巡したことに加え、金融緩和による歴史的な低金利が追い風となっている。15 年度の住宅投資は 3.7%増と、大幅に落ち込んだ 14 年度（11.6%減）から持ち直そう。

15 年度上期の設備投資は弱い動きが続いた。景気の先行き不透明感の高まりを受けて、企業の投資スタンスが慎重化しているためである。企業収益が回復基調を続けていることに加え、円安定着に伴う生産拠点の国内回帰が下支えとなるが、当面の設備投資は力強さを欠いた動きが続こう。15 年度の設備投資は前年比 0.2%増と、前回予測の 3.5%増から下方修正した。

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。14 年度補正予算（3.1 兆円）に盛り込まれた公共事業は、15 年度上期の公共投資を下支えしたが、年度下期はその効果が一巡しよう。15 年度予算における公共事業関係費が、前年の当初予算比で横ばいに抑えられたこともあり、15 年度の公共投資は 2.8%減と４年ぶりのマイナスに転じる見込みである。

欧米経済は引き続き底堅く推移しようが、中国を中心としたアジア経済が想定以上に減速している。４～６月に下振れした輸出は緩やかに上向いているが、15 年度の輸出は前年比 1.7%増と 14 年度の 7.9%増から大きく減速すると予想される。内需の伸び悩みを映して輸入の伸びも小幅にとどまるとみられるが、15 年度の純輸出の寄与度はプラス 0.1 ポイントと、14 年度のプラス 0.6 ポイントを下回ると予測した。

16 年度の日本経済は、民需主導で徐々に回復テンポを高めていこう。16 年度には、ほぼ完全雇用の状態に達すると予想されるほか、資源価格の値下がりなどで中小企業の収益回復が明確になるとみられ、賃上げの動きが本格化しよう。16 年度の個人消費は前年比 1.4%増と 15 年度に比べて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、再び駆込み需要が盛り上がろう。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もあることから、駆込み需要の規模は 13 年度ほど大きくないと想定しているが、個人消費の伸びを高める要因となろう。

16 年度には中国経済が落着きを取り戻すと想定している。世界経済が上向くにつれて、輸出は回復の勢いを高めていくと予想される。輸出の拡大は設備投資を押し上げる要因にもなる。国内回帰の動きが広がり、設備投資は前年比 5.0%増と景気回復をけん引しよう。家計部門と企業部門のバランスの取れた景気回復が実現し、デフレ経済からも明確に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、15 年６月５日の海外市場で１ドル 125 円台と約 13 年ぶりとなる水準まで円安ドル高が進んだ。その後、一時的に円高に振れたものの、８月 11 日には再び１ドル 125 円台までドルが買い進まれた。しかし、８月後半からは中国経済に対する警戒感や原油価格の底割れを背景に世界的に株価が急落した。リスク回避の動きが強まり、８月 24 日の海外市場では一時１ドル 116 円台まで円高が進んだ。翌 25 日の東京市場でも１ドル 118 円台を付けた。９月に入ってからも投資家のリスク回避姿勢は根強く、10 月

中旬まで１ドル 118～119 円程度と円買い優勢の相場が続いた。ただ、10 月 22 日のＥＣＢ（欧州中央銀行）理事会後の記者会見で、ドラギ総裁が追加緩和に前向きな姿勢を示したことから世界的に株価が上昇した。投資家のリスク回避姿勢が後退し、円を売ってドルを買い戻す動きが広がった。10 月 30 日の日銀金融政策決定会合では、追加緩和が見送られたものの、日銀はいずれ追加緩和を迫られるとの見方から円売り優勢の相場が続いた。さらに、11 月６日に発表された米雇用統計が堅調な結果となり、12 月のＦＯＭＣ（米連邦公開市場委員会）での利上げ観測が強まった。円相場は１ドル 123 円台に下落し、足元でもドル買い優勢の相場となっている。米国の利上げが視野に入ってきたことで、量的緩和の長期化が見込まれる日銀との金融政策の方向性の違いが明確化しつつある。利上げ開始後の米国の金融政策を巡る思惑次第では、一時的にドルが売られる可能性もあろうが、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レートは、15 年度１ドル 122 円、16 年度１ドル 124 円と想定した。

（原油価格）

原油価格（ＷＴＩ）は、15 年５月から６月にかけて１バレル 60～61 ドル台まで上昇したが、７月に入ると再び軟調に転じた。ギリシャ情勢の混迷で欧州経済の回復が遅れるとの見方が広がったほか、イランの核交渉が最終合意に達したことが、原油市場の長期的な供給過剰要因として意識された。原油価格は７月 20 日に１バレル 50 ドルを下回り、中国の景気減速懸念が強まった８月後半にかけて一段と下げ足を速めた。原油価格は８月 21 日に１バレル 40 ドルを割り込み、世界的に株価が急落した８月 24 日には一時１バレル 37 ドル台に下落した。その後、中国が追加の金融緩和を決めたことなどから、世界の金融市場は落着きを取り戻し、原油価格は８月 31 日に１バレル 49 ドル台まで買い戻された。もっとも、需給改善の兆しは広がらず、９月以降は弱含みの相場が続いた。足元では、ドル高が原油相場の売り要因（ドル以外の通貨圏からみた割高感）として意識され、11 月 13 日には１バレル 40 ドル台へ下落した。当面も世界経済の回復の遅れなどで需要は伸び悩むとみられ、原油相場は軟調な展開が続くと予想される。中期的には、世界経済が徐々に回復の勢いを取り戻すことで原油需要も回復に向かおうが、イラン原油や米国のシェールオイルの増産など供給増となる要因も多く、原油相場の上値は限られよう。経済見通しの前提となる原油価格（通関ベース）は、15 年度１バレル 55 ドル、16 年度１バレル 56 ドルと想定した。

（財政政策）

地方の活性化や災害復旧・復興対策を柱とする 14 年度補正予算（3.1 兆円、15 年２月３日成立）の効果が一巡しつつある。実質ＧＤＰベースの公共投資をみると、15 年４～６月に前期比 2.1％増と２四半期ぶりに増加したが、７～９月は 0.3％減とマイナスに転じた。15 年度予算における公共事業関係費が当初予算比で横ばいに抑えられたこともあり、今後の公共投資は弱い動きとなる可能性が高い。景気の足取りが重いことや、ＴＰＰ（環太平洋経済連携協定）の大筋合意を受けた国内対策を中心に、政府は 15 年度補正予算の編成に着手しているが、事業規模は 14 年度補正予算並みの３兆円超にとどまる見込みで、景気を押し上げる効果は限られよう。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＞･･･15 年７～９月の実質ＧＤＰ（事前推定値）は、前期比年率 1.5%増と潜在成長率（年率２%程度）を下回る伸びに減速した。ただ、減速の主因は在庫投資の減少（年率寄与度▲1.4%）であり、個人消費は 3.2%増、住宅投資は 6.1%増と堅調に推移した。設備投資も 2.1%増とプラスを維持するなど、米国経済が順調な回復軌道をたどっていることが確認された。景気動向の重要なカギを握る雇用情勢も引き続き堅調に推移している。10 月の非農業雇用者数は前月比 27.1 万人増と３か月ぶりに 20 万人を超える増加となり、失業率は 5.0%と 08 年４月と並ぶ７年６か月ぶりの低い水準まで改善した。平均時給は前月比 0.4%増、前年比では 2.5%増と９月の 2.3%増から加速した。雇用・所得環境の持続的な改善を背景に家計部門は今後も回復の動きを維持しよう。米国の実質成長率は、15 年 2.5%、16 年 2.4%と予測した。

＜欧州＞･･･15 年７～９月のユーロ圏の実質ＧＤＰは、前期比 0.3%増と４～６月の 0.4%増を下回ったが、10 四半期連続のプラス成長となった。ユーロ圏経済の中心であるドイツの実質ＧＤＰは、前期比 0.3%増と４～６月（0.4%増）に比べてやや鈍化したものの、良好な雇用情勢を背景に個人消費は底堅く推移した。フランスは 0.3%増と４～６月のゼロ成長から持ち直した。欧州の景気は力強さを欠いているものの、緩やかに上向いている。もっとも、中国など新興国経済の減速を受けてドイツの輸出が伸び悩んでいるほか、ドイツ自動車大手ＶＷ（フォルクスワーゲン）の排ガス不正問題が今後の欧州自動車販売や生産活動を下押しする可能性がある。欧州経済は今後も回復基調を維持しようが、そのペースは引き続き緩やかにとどまると予想される。ドイツの実質成長率は 15 年 1.5%、16 年 1.6%と予測した。ユーロ圏の実質成長率は 15 年 1.5%、16 年には 1.6%と予測した。

＜中国＞･･･15 年７～９月の中国の実質ＧＤＰは前年比 6.9%増と、09 年１～３月以来６年半ぶりに７%を下回った。中国の経済成長をけん引してきた固定資産投資が大幅に減速していることに加え、輸出の減少が続いていることが主因である。輸出は人民元高や人件費の高騰などがマイナス要因となっており、10 月の通関輸出（ドルベース）は前年比 6.9%減と４か月連続のマイナスとなっている。景気の減速を受けて、中国当局は金融緩和を断続的に進めているほか、自動車取得税の減税など景気刺激策を打ち出しているが、短期的な効果は限られる。個人消費が底堅く推移していることが中国経済を下支えしているが、景気の本格回復には時間を要するとみられる。実質成長率は、15 年 6.9%、16 年 6.8%と予測した。

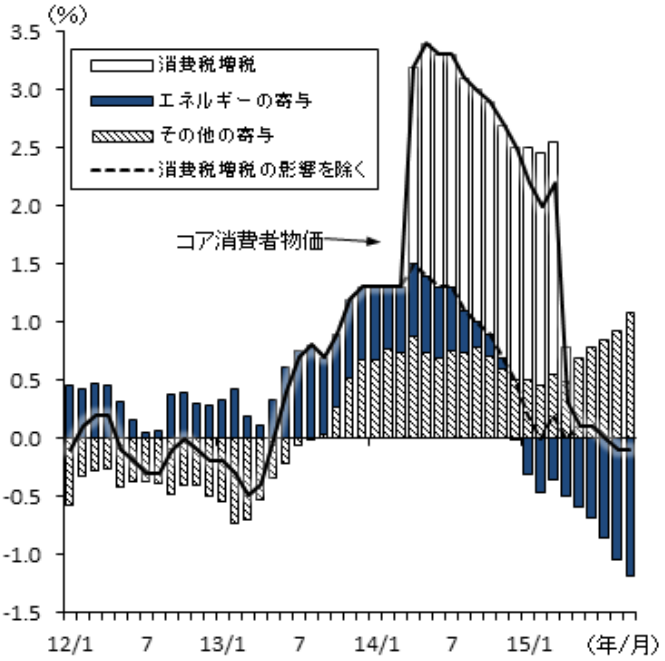
４．日銀は引き続き現行の量的緩和政策を維持

（１）原油安がコア消費者物価の押下げ要因

消費税増税の影響を除いたコア消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比は、昨年４月の 1.5%の上昇をピークに徐々に縮小し、15 年８月はマイナス 0.1%と下落に転じた。９月もマイナス 0.1%と２か月連続の下落となっている。食料品や日用品、衣料品などの物価は緩やかな上昇が続いているものの、原油安を受けてガソリンや電気代などが下落しているためである（図表９）。

エネルギー物価（ガソリン、灯油、電気、ガス）は、14 年４～６月にはコア消費者物価の前年比を 0.6 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、15 年に入ってからは押下げ方向に寄与している。直近の 15 年９月のエネルギーの物価は前年比で 12.1%下落し、この影響だけでコア消費者物価の前年比は 1.2 ポイント押し下げられている。原油市況は、足元でも軟調に推移していることから、エネルギー物価は当面も物価全体を押し下げる方向に寄与しよう。

（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

ただ、15 年４～６月に落ち込んだ個人消費が持直しに転じたことが物価の下支え要因となる。食料品や日用品を中心とした値上げの動きは続いており、モノとサービス（除くエネルギー）の物価上昇は、エネルギーによる押下げ幅の大部分を打ち消している。今後もエネルギーはコア消費者物価の押下げ要因になるものの、マイナス寄与度は徐々に縮小するとみられ、今年度下期には、コア消費者物価の前年比は再びプラスに転じよう。15 年度のコア消費者物価は前年比 0.2%の上昇と予測した。

16 年度には、賃上げの動きが徐々に中小企業にも広がってくることで、個人消費の回復テンポが高まると想定している。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。世界経済の回復を映して原油価格が上昇に転じることが前提条件となるが、年度下期にかけて日銀が目標とする２%程度の物価上昇が視野に入ってくる可能性がある。16 年度平均のコア消費者物価の前年比上昇率は 1.3%に高まると予測した。

（２）当面は現行の量的緩和策が維持されようが、追加緩和の可能性は残る

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 10 月 30 日に開催された金融政策決定会合では、経済と物価の見通しをまとめた展望レポートが公表された。今回のレポートでは、新興国経済の減速を背景とした輸出のもたつきや個人消費の伸び悩みを映して、15 年度の実質成長率が 1.2%に下方修正された（15 年７月時点の中間評価では 1.7%）。ただ、日銀は 16 年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を維持しており、16 年度の実質成長率は 1.4%と前回見通し（1.5%）がほぼ据え置かれた。日銀は物価の見通しも下方修正した。コア消費者物

価の前年比は、15 年度が 0.1%の上昇（前回は 0.7%上昇）、16 年度が 1.4%の上昇（同 1.9%上昇）に下方修正された。また、今回の展望レポートでは、「物価安定の目標」とする２%程度の物価上昇率を達成する時期を 16 年度後半頃に先送りした。

２%の物価上昇を２年程度で達成するという目標を先延ばししたことに関し、黒田日銀総裁は、「２年程度とは、できるだけ早期にという際に念頭に置く期間であり、目標達成時期が前後しても変える必要はない」との見解を示した。また、今回の物価見通しの下方修正は原油安が主因であり、「生鮮食品とエネルギーを除いた物価の基調は着実に改善している」と述べた。また、黒田総裁は、「金融政策で重要なのは物価の基調的な動き」と明言しており、基調的な物価上昇の動きが崩れていないことが、今回の会合で追加金融緩和を見送った理由の一つと考えられる。

日銀が注目している生鮮食品とエネルギーを除く物価の上昇が続いていることから、当面は現行の金融緩和策が維持される可能性が高い。ただ、市場では物価見通しの下振れリスクが意識されており、いずれ追加的な金融緩和が必要になるとの見方は根強い。実際、今回の展望レポートでは、９人の政策委員の見通しについてリスクバランスが併記され、物価の下振れリスクが大きいとみる委員は、15 年度が３人、16 年度が４人となっている。16 年度後半と想定している物価目標の達成時期について、下振れリスクが小さくないということである。黒田総裁は、「物価の基調に変化が生じれば、政策の調整を検討することになる」と述べている。物価動向次第ということだが、日銀による追加緩和の可能性は依然として残っている。

以　上

（角田　匠）

本レポートは、情報提供のみを目的とした標記時点における当研究所の意見です。投資等に関する最終決定は、ご自身の判断でなさるようにお願いします。また当研究所が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されていますが、その情報の正確性および完全性について当研究所が保証するものではありません。加えて、この資料に記載された当研究所の意見ならびに予測は、予告なしに変更することがありますのでご注意下さい。

＜15 年度、16 年度の日本経済予測（前年度比）＞

（単位：%、10 億円）

	12年度<実績>	13年度<実績>	14年度<実績>	15年度<予測>	16年度<予測>
名目ＧＤＰ	0.1	1.8	1.6	2.3	2.0
実質ＧＤＰ	1.0	2.1	▲0.9	0.8	1.5
国内需要	1.8	2.5	▲1.4	0.7	1.3
民間部門	1.9	2.3	▲2.1	0.7	1.9
民間最終消費支出	1.8	2.5	▲3.1	0.5	1.4
民間住宅投資	5.7	9.3	▲11.6	3.7	5.3
民間企業設備	1.2	4.0	0.5	0.2	5.0
民間在庫品増加	▲1,259	▲3,688	▲1,275	▲735	▲1,926
政府部門	1.4	3.2	0.8	0.6	▲0.5
政府最終消費支出	1.5	1.6	0.4	1.5	0.8
公的固定資本形成	1.0	10.3	2.0	▲2.8	▲6.6
財･サービスの純輸出	8,571	7,264	11,218	11,975	14,265
財・サービスの輸出	▲1.4	4.4	7.9	1.7	7.4
財・サービスの輸入	3.6	6.7	3.6	1.0	5.7

（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。予測は信金中金 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<実績>	15年度<予測>	16年度<予測>
実質ＧＤＰ	1.0	2.1	▲0.9	0.8	1.5
国内需要	1.8	2.6	▲1.5	0.7	1.3
民間部門	1.4	1.8	▲1.7	0.5	1.5
民間最終消費支出	1.1	1.5	▲1.9	0.3	0.8
民間住宅投資	0.2	0.3	▲0.4	0.1	0.2
民間企業設備	0.2	0.5	0.1	0.0	0.7
民間在庫品増加	0.0	▲0.5	0.5	0.1	▲0.2
政府部門	0.3	0.8	0.2	0.2	▲0.2
政府最終消費支出	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2
公的固定資本形成	0.0	0.5	0.1	▲0.1	▲0.3
財・サービスの純輸出	▲0.8	▲0.5	0.6	0.1	0.3
財・サービスの輸出	▲0.2	0.7	1.3	0.3	1.3
財・サービスの輸入	▲0.6	▲1.2	▲0.7	▲0.2	▲1.0

（備考）内閣府資料より作成。予測は信金中金 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<実績>	15年度<予測>	16年度<予測>
為替レート(円/ドル)	82.9	100.2	109.8	122.0	124.0
原油価格(CIF、ドル/バレル)	114.1	110.0	89.0	55.0	56.0
（前年比、%）	0.0	▲3.6	▲19.1	▲38.2	1.8

（備考）日本銀行資料などより作成。予測は信金中金 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 <実績>	15年度 <予測>	16年度 <予測>
鉱工業生産指数	95.8	98.9	98.5	98.3	101.2
（前年比、%）	▲2.9	3.2	▲0.4	▲0.2	3.0
第３次産業活動指数	102.0	103.2	102.1	103.3	104.6
（前年比、%）	1.3	1.2	▲1.1	1.2	1.3
完全失業率（季調済、%）	4.3	3.9	3.5	3.3	3.2
国内企業物価（前年比、%）	▲1.1	1.9	2.8	▲2.8	0.9
コア消費者物価（前年比、%） ＜消費税増税の影響を除く＞	▲0.2	0.8	2.8 ＜0.8＞	0.2	1.3
米国式コア（前年比、%） ＜消費税増税の影響を除く＞	▲0.6	0.2	2.2 ＜0.5＞	0.8	1.5

（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．予測は信金中金 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 <実績>	15年度 <予測>	16年度 <予測>
経常収支	81,852	42,492	14,715	79,309	167,845	173,476
前年差	▲100,835	▲39,359	▲27,777	64,594	88,536	5,630
名目ＧＤＰ比（%）	1.7	0.9	0.3	1.6	3.3	3.4
貿易・サービス収支	▲50,306	▲92,753	▲144,635	▲93,142	▲25,492	▲26,843
前年差	▲105,483	▲42,447	▲51,881	51,493	67,650	▲ 1,350
貿易収支	▲22,097	▲52,474	▲110,187	▲65,659	▲ 9,754	▲16,752
前年差	▲102,428	▲30,377	▲57,714	44,528	55,994	▲ 6,998
サービス収支	▲28,210	▲40,280	▲34,448	▲27,482	▲15,738	▲10,091
前年差	▲ 3,054	▲12,070	5,832	6,966	11,744	5,647
第１次所得収支	143,085	144,823	173,820	191,797	212,979	218,972
前年差	3,825	1,738	28,998	17,977	21,182	5,994
第２次所得収支	▲10,927	▲9,577	▲14,471	▲19,346	▲19,641	▲18,654
前年差	822	1,350	▲ 4,894	▲ 4,875	▲ 295	987

（備考）日本銀行「国際収支統計」より作成。予測は信金中金 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	2.2	1.5	2.4	2.5	2.4
ユーロ圏	1.7	▲0.8	▲0.2	0.9	1.5	1.6
ドイツ	3.7	0.6	0.4	1.6	1.5	1.6
フランス	2.1	0.2	0.7	0.2	1.1	1.2
イギリス	2.0	1.2	2.2	2.9	2.4	2.2
中　国	9.3	7.7	7.7	7.4	6.9	6.8

（注）各国資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所