

SCB

SHINKIN
CENTRAL
BANK

内外経済・金融動向

No. 26-5

(2015. 3. 30)



信金中央金庫

SCB 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>

日本経済の中期展望

—15～19 年度の年平均成長率は名目 2.6%、実質 1.4%と予測—

< 要 旨 >

1. 消費税増税の影響が和らぎ、景気は再び回復軌道へ

14 年 10～12 月の実質成長率は前期比年率 1.5%とプラス成長に転じた。回復テンポの鈍さは否めないが、消費税増税の影響で下振れした日本経済が持直しの方向に転じていることは確認された。今後は原油安と円安のプラス効果が顕在化してくるとみられ、日本経済は徐々に回復の勢いを取り戻すと予想される。

2. 金融危機後の調整局面を脱し、本格回復に向かう米国経済

世界経済のカギを握る米景気は堅調に推移している。足元の景気回復テンポはやや鈍化しているが、雇用情勢の改善を支えに回復傾向を維持しよう。労働需給のタイト化を映し、賃金上昇率も高まってくるとみられ、米国経済は家計部門を中心に本格的な回復局面を迎えると予想される。今後 2 年程度は潜在成長率を上回るペースで回復を続ける可能性が大きい。

3. 円安定着を背景に輸出と設備投資は回復テンポを高める見通し

米景気の回復は、欧州やアジア新興国にも波及するとみられ、日本の輸出は今後徐々に回復テンポを高めよう。円安効果はタイムラグを伴って輸出回復を後押しするほか、設備投資にとっても追い風となる。すでに国内回帰の動きも広がり始めている。設備投資は、金融危機後に抑制された反動も加わって中期的な回復局面に入っていくと予想される。

4. デフレ脱却が実現し、日本経済は民需主導による自律回復局面へ

今回の中期予測期間は、消費税増税（5%→8%）によって落ち込んだ 14 年度が起点となることに加え、東京五輪開催に向けた関連投資などが押上げ要因となることから、年平均成長率は実質 1.4%、名目 2.6%と高めの経済成長を予測した。16 年度にはデフレ脱却が明確化するとみられ、早ければ同年度下期から出口戦略が開始される可能性がある。金融政策の転換に伴って長期金利は水準を切り上げようが、国全体の資金余剰（経常黒字）は引き続き維持される公算が大きく、景気回復を反映した「良い金利上昇」の範囲内にとどまろう。

(注)本稿は 2015 年 3 月 27 日時点のデータに基づき記述されている。

(図表 1) GDP 成長率の予測

(単位: %)

	2013 年度 〔実績〕	14 年度 〔予測〕	15 年度 〔予測〕	16 年度 〔予測〕	17 年度 〔予測〕	18 年度 〔予測〕	19 年度 〔予測〕
実 質 GDP	2.1	▲0.9	1.8	2.2	0.2	1.3	1.7
個人消費	2.5	▲2.9	1.4	1.7	▲0.8	0.9	1.1
住宅投資	9.3	▲11.9	0.9	5.3	▲5.6	▲0.9	0.3
設備投資	4.0	0.1	3.9	5.6	▲0.8	1.3	3.1
公共投資	10.3	2.3	▲4.0	▲6.3	0.7	2.2	2.4
純輸出(寄与度)	(▲0.4)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.2)	(0.2)
名 目 GDP	1.8	1.4	2.9	3.4	1.8	2.2	2.8

(備考) 内閣府「国民経済計算年報」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

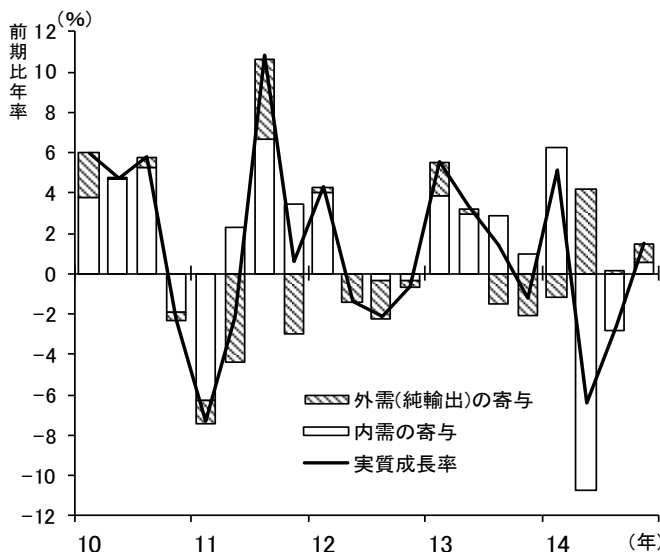
1. 消費税増税の影響が和らぎ、景気は再び回復軌道へ

(1) 個人消費は緩やかながらも回復基調を維持

14年10～12月の実質GDP（2次速報）は、前期比0.4%増、年率に換算して1.5%増と1次速報（同0.6%増、2.2%増）から下方修正された。消費税増税後の14年4～6月に前期比年率6.4%減、7～9月に2.6%減と落ち込んだことを考慮すると、回復テンポの鈍さは否めないが、消費税増税後に下振れした景気が持直しの方向に転じていることは確認された（図表2）。今後は原油安と円安のプラス効果が顕在化してくるとみられ、日本経済は徐々に回復の勢いを取り戻すと予想される。

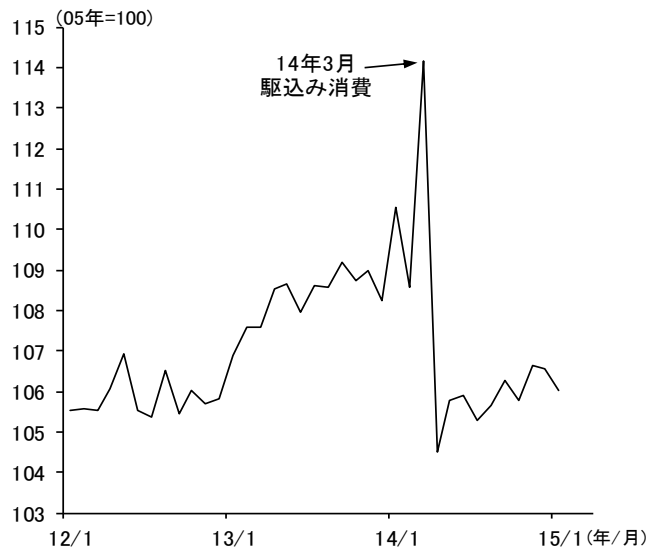
個人消費は、消費税増税後の大幅な落込みから緩やかに持ち直している。内閣府が月例経済報告の検討資料として作成している消費総合指数（実質GDPベースの月次の個人消費に相当）をみると、昨年夏場は天候不順の影響もあって足踏みしたが、その後は徐々に水準を切り上げている（図表3）。雇用・所得環境が底堅さを維持していることに加え、足元ではガソリンや灯油価格が大幅に値下がりしたことが家計の購買力の拡大に寄与し始めており、個人消費は今後も回復基調を維持しよう。

（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）消費総合指数の推移



（備考）内閣府資料より作成

(2) 設備投資と輸出が今後の景気回復のけん引役に

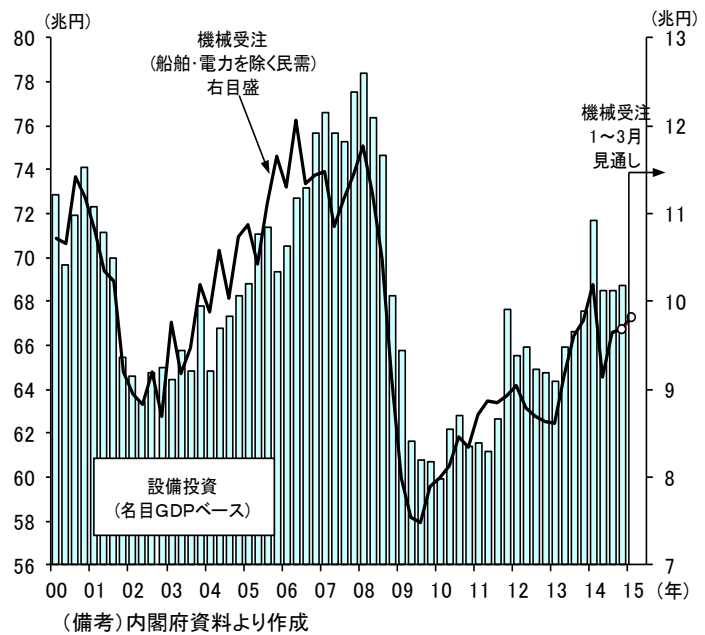
設備投資（実質GDPベース）は、消費税増税前の駆け込み需要が一部で発生したことなどで、増税直後の14年4～6月は前期比5.0%減少した。続く7～9月も0.2%減、10～12月0.1%減と3四半期連続のマイナスとなった。もともと、14年4～12月の実質設備投資の水準は、前年同期を1.5%上回っている。駆け込み需要が本格化した14年1～3月の水準が高かったことが尾を引いて、前期比ベースではマイナスが続いているが、設備投資の基調は必ずしも弱いとはいえない。実際、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、14年4～6月に前期比10.4%減と5四半期ぶりに減少したものの、7～9月は5.6%増、10～12月は0.4%増と底堅い結果となった。15年1～3月の受注見通しも1.5%増と3四半期連続で増加する見込みである（図表4）。日銀「短

観」の14年度の設備投資計画（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2.8%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がってきた米国向けの輸出が堅調に推移した。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、円安効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。

（図表4）名目設備投資と機械受注（年率換算）



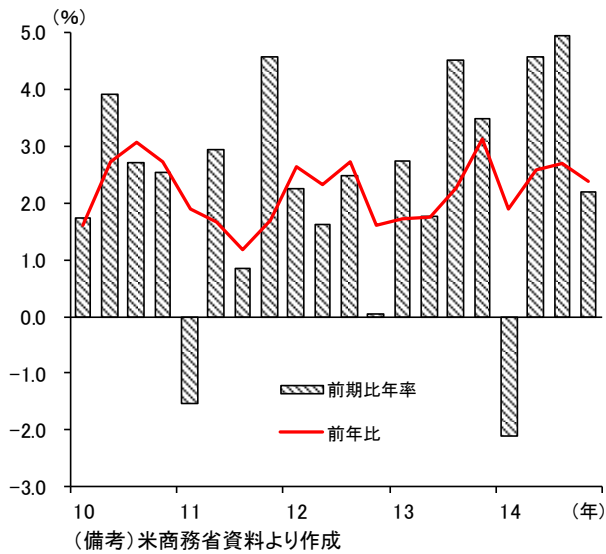
2. 金融危機後の調整局面を脱し、本格回復に向かう米国経済

（1）雇用情勢の改善を背景に個人消費の回復テンポが高まる

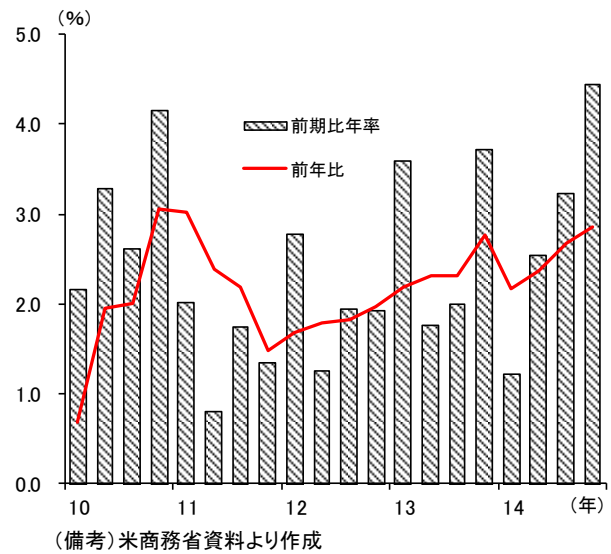
当面の日本経済のけん引役として想定している輸出と設備投資が本格的に上向いていくかどうかは、世界経済の動向に大きく左右される。特に、世界経済への影響が大きい米国経済の動向は、日本経済を展望するうえで重要なカギを握る。

米国経済は着実な成長軌道をたどっている。14年の四半期ごとの実質成長率をみると、14年1～3月は寒波と大雪の影響でマイナス成長（前期比年率▲2.1%）を余儀なくされたものの、4～6月は4.6%、7～9月は5.0%、10～12月は2.2%と堅調に推移した（図表5）。景気回復のけん引役となっているのが個人消費である。GDPの7割程度を占める個人消費は、14年1～3月こそ前期比年率1.2%増にとどまったが、4～6月は2.5%増、7～9月は3.2%増、10～12月は4.4%増と14年後半にかけて加速した（図表6）。

(図表5) 米国の実質成長率の推移



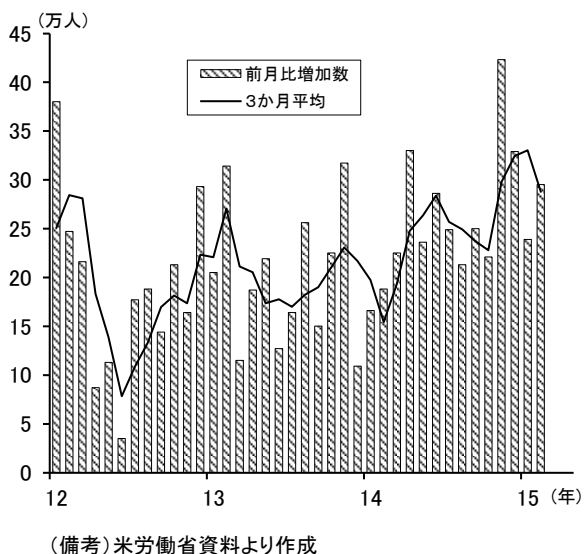
(図表6) 米国の実質個人消費の推移



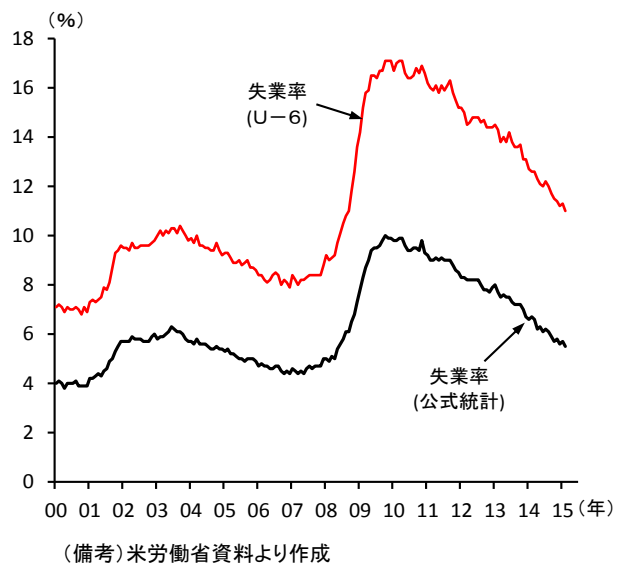
個人消費の回復テンポが高まってきた背景にあるのが雇用情勢の強さである。直近の雇用統計によると、15年2月の非農業部門の雇用者数は、前月比29.5万人増と巡航速度（10万人程度の増加）の2倍以上の増加ペースを記録した（図表7）。20万人超えは14年3月から12か月連続で、3か月移動平均でも28.8万人増と力強さを示している。また、13年の月平均増加数（19.9万人増）と比較すると、14年1月以降（15年2月まで）の月平均増加数は26.1万人増と明確に加速している。失業率も着実に改善しており、15年2月には5.5%まで低下した。

一方、広義の失業率（U-6、経済情勢を理由にパートタイム労働を余儀なくされている労働者を失業者に加えた失業率）が高く、質的な側面からみた雇用の改善は遅れているといった指摘がある。実際、公式統計の失業率が5%台だった2000年代半ばの「U-6」は9%程度であり、15年2月の「U-6」は11.0%と当時を上回っている（図表

(図表7) 非農業雇用者数の前月比増加数



(図表8) 失業率の推移



8)。ただ、09 年後半から 10 年前半に記録したピーク（17.1%）に比べると 6.1%ポイント改善するなど、公式統計の失業率とのかい離幅は縮小している。

雇用情勢の改善は、家計の消費マインドにも好影響をもたらしている。消費マインドを示す指標である消費者信頼感指数は、15 年 2 月に前月比 7.4 ポイント低下の 96.4 と 3 か月ぶりに低下したが、1 月の 103.8 は 07 年 8 月以来の高水準だった。賃金の上昇率は依然として緩慢なペースにとどまっているが、数量面での雇用の回復が家計のマインド改善を通じて個人消費の回復に大きく寄与していると考えられる。

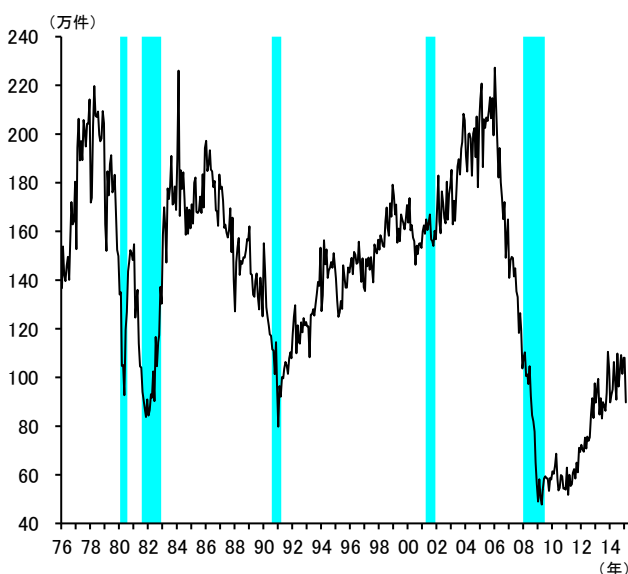
（２）住宅投資の回復余地は大きい

住宅投資は中期的な景気回復のけん引役として期待される。住宅関連の代表的な指標である住宅着工件数（暦年）は、09 年に 55.4 万件まで落ち込み、その後も低迷が続いていたが、12 年以降は回復テンポをやや高め、14 年には 100.3 万件と 07 年以来 7 年ぶりに 100 万件的の大台を取り戻した（図表 9）。

ただ、住宅バブルが始まる前の 90 年代の着工件数が年平均で 137 万件だったことと比較すると、足元の着工件数は依然として低水準にとどまっているといえる。金融危機の影響がほぼ一巡し、米国が通常の経済活動を取り戻しつつあることを考慮すると、住宅着工件数がもう一段水準を切り上げてくる可能性は大きいと考えられる。

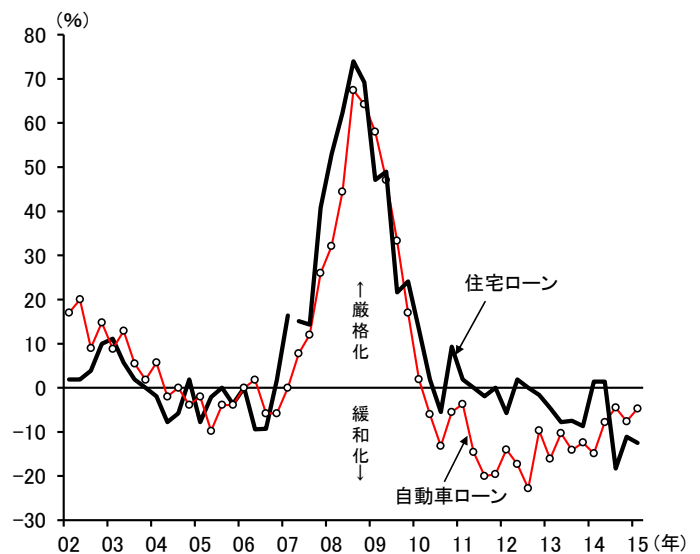
今後の住宅投資が 90 年代の平均的なレベルまで持ち直すかどうかのカギを握るのが資金調達環境である。リーマン・ショック後、金融機関による融資姿勢の厳格化によって住宅市場は大きく押し下げられた。しかし、12 年後半頃からは、金融機関の融資スタンスは緩和方向に転じた。商業銀行を対象とした貸出態度調査によると、住宅ローンの融資姿勢は 12 年 10 月調査から 13 年 10 月調査まで 5 四半期連続で「緩和」超となった

（図表 9）住宅着工件数の推移（年率）



（備考）1. シェード部分は景気後退期
2. 米商務省資料より作成

（図表 10）商業銀行の貸出態度調査



（備考）1. 住宅ローンは 07 年 4～6 月から 14 年 10～12 月まではプライム貸出、15 年からは政府支援機関(GSE)の保証基準を満たす住宅ローン
2. 自動車ローンは 11 年 1～3 月までは消費者ローンを含む。
3. FRB 資料より作成

(図表 10)。もっとも、自動車ローンに比べると融資姿勢の緩和化の動きは弱く、14 年前半は再び厳格化の方向に傾いた。14 年前半の住宅着工件数が、年率 90 万件から 100 万件弱程度で足踏みしたことからも、資金調達環境の改善の遅れが住宅投資の動向に影響したことがうかがえる。

ただ、景気が順調に回復してきたことに伴って、14 年後半からは再び融資姿勢の緩和化の動きが広がっている。14 年 7 月調査では、住宅ローンの貸出判断 D I が▲18.3% (▲は「緩和」超) とリーマン・ショック後では最大の「緩和」超幅を記録し、10 月調査では▲11.1%、15 年 1 月調査では▲12.5%と 3 四半期連続で大幅な「緩和」超となった。金融機関の体力が回復してきたことから判断すると、今後も融資姿勢の緩和化の流れは維持されると考えられる。雇用情勢の本格回復を背景に家計のマインドが上向いてきたこともあって、資金調達環境の改善が一段と進めば、住宅投資はもう一段水準を切り上げる可能性は高いと考えられる。

(3) 米景気は本格的な回復局面へ

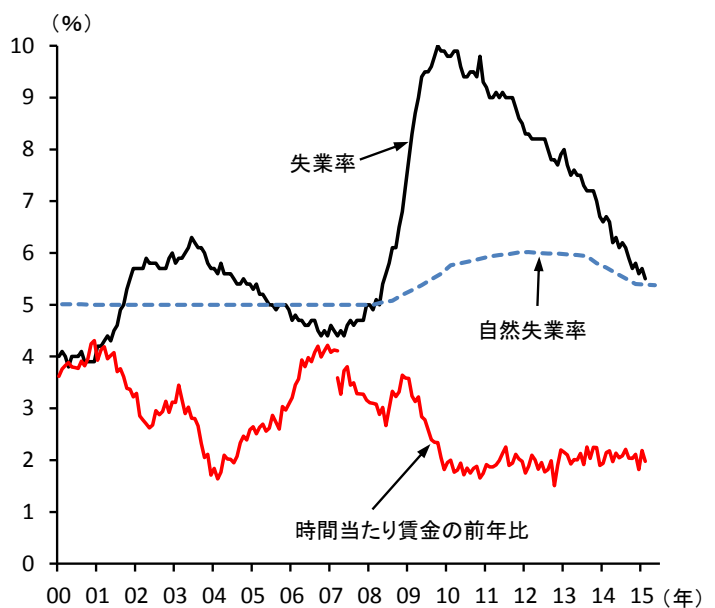
米景気は着実な回復軌道を歩んでいるが、本格回復に向けて残された条件が賃金上昇の広がりである。

前述した通り、雇用情勢は力強さを増しているものの、一方で賃金上昇には弾みがつかない。15 年 2 月の平均時給は前月比 0.1%増にとどまり、前年比では 2.0%増と 1 月の 2.2%増から減速した(図表 11)。ここ数年の動きをみても、前年比で 2 %程度の上昇が続くなどリーマン・ショック前と比べて明らかに勢いを欠いている。新たな雇用が小売業やヘルスケアなど低賃金の業種に偏っていることが影響しているが、労働力の供給サイドになお余力が残っていることも一因である。

ただ、雇用増が続いていることで、労働需給は均衡点に近づきつつある。15 年 2 月の失業率は 5.5%まで低下し、自然失業率(長期的な均衡状態における失業率)と試算される 5.4%に接近している。過去の動きをみても、失業率が 5 %台へ低下する局面で賃金上昇率が加速していく傾向がみてとれる。労働参加率(生産年齢人口に占める労働力人口の割合)が低下したことから判断すると、足元の失業率の改善度合いはやや過大評価されている可能性も否定できないが、現状の雇用情勢は、将来的に賃金上昇率が高まっていく可能性を示唆している。

足元の景気は輸出の増勢鈍化や寒波などの影響で回復の勢いが鈍っている

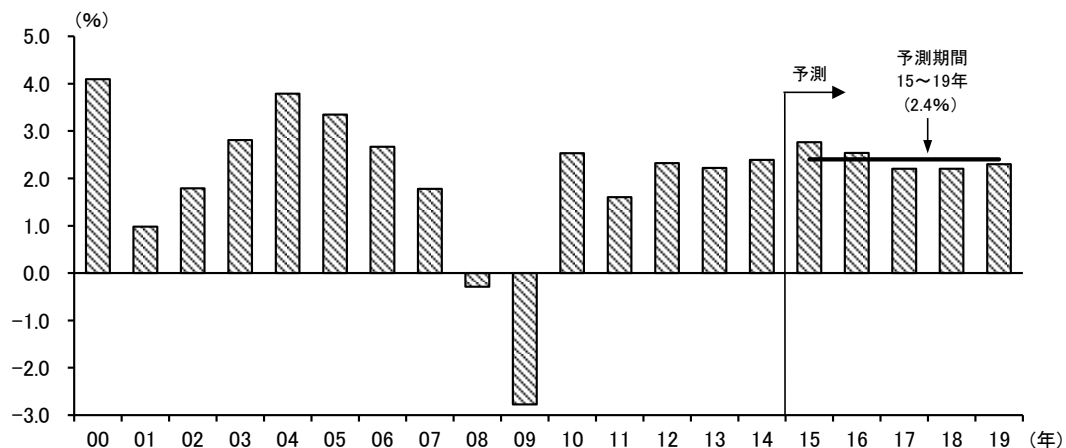
(図表 11) 失業率と時間当たり賃金の上昇率



- (備考) 1. 自然失業率はCBO(議会予算局)推計値
 2. 07 年 2 月以前の時間当たり賃金の前年比は生産・非管理職労働者のデータから算出
 3. 米労働省資料などより作成

が、雇用情勢の改善が続いているため、先行きは個人消費をけん引役に回復テンポを高めていくとみられる。労働需給のタイト化を映し、賃金上昇率も徐々に加速していく可能性が高く、住宅投資を含めた家計部門の需要回復は、今後の米国経済をけん引しよう。当面もリーマン・ショックで落ち込んだ需要を取り戻す動きが成長率を押し上げるとみられ、今後2年程度は潜在成長率（2%台前半）を上回るペースで回復していく可能性が大きい。15～19年の実質成長率は年平均で2.4%と予測した（図表12）。

（図表12）米国の実質成長率の推移と予測



（備考）米商務省資料、予測は信金中金 地域・中小企業研究所

3. 円安定着を背景に輸出と設備投資は回復テンポを高める見通し

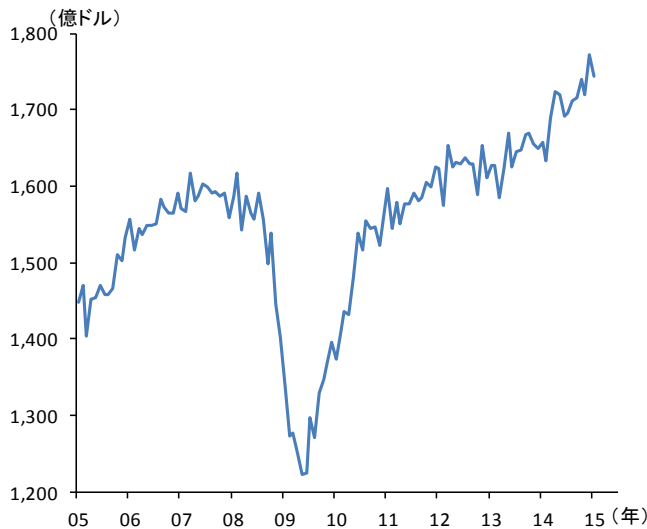
（1）日本の輸出は徐々に回復の勢いを取り戻す見通し

日本の輸出は、アベノミクス効果で円安が進んだにもかかわらず、緩慢な動きが続いてきたが、14年半ば頃から回復の動きが広がり始めている。実質GDPベースの輸出は、14年7～9月の前期比1.5%増から10～12月は2.8%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がってきた米国向けの輸出が堅調に推移した。

伸び悩んでいるアジア向け輸出にも回復の兆しが見え始めている。日本のアジア向け輸出には米国を最終需要地とする製品が多く含まれており、米国の需要が本格回復に向かうことによって米国のアジアからの輸入が増加し、結果として日本のアジア向け輸出が誘発される。足元では、米国の景気回復に伴って米国の輸入が増え始めており、これが日本のアジア向け輸出の回復に波及する可能性がある。

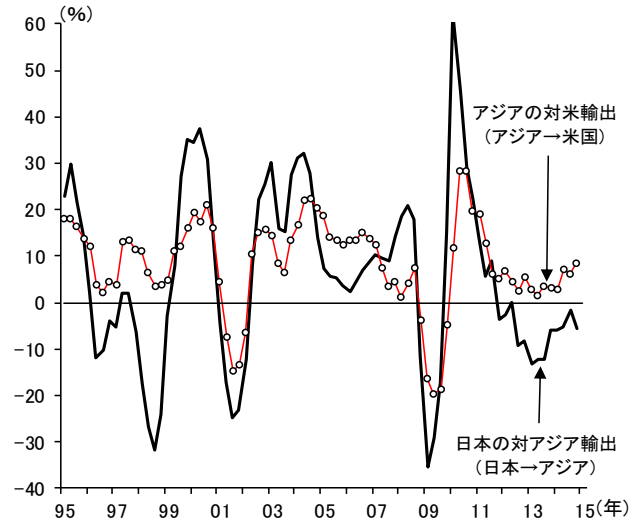
米国の実質輸入の動きをみると、リーマン・ショックから持ち直した後は横ばい圏で推移していたが、景気回復テンポが高まった14年春頃から増勢が加速している（図表13）。米国のアジアからの輸入についても、14年後半にかけて伸びが高まり始めている。過去の動きをみても、米国のアジアからの輸入額が増加する局面では、日本のアジア向け輸出が増えており、米景気回復が日本のアジア向けの輸出の回復にも寄与すると考えられる（図表14）。生産拠点の海外シフトが加速した影響で、日本の輸出が増えにくい構造に変化している側面も否定できないが、円安で国産品の競争力が回復してきたことと相まって、日本の輸出は徐々に回復の勢いを高めていくと予想される。

(図表 13) 米国の実質輸入



(備考) 1. 実質輸入は 09 年連鎖価格
2. 米商務省資料より作成

(図表 14) 日本の対アジア輸出金額と
アジアの対米輸出金額の前年比



(備考) 1. アジア地域は、中国、韓国、香港、台湾、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンの合計
2. 輸出金額はともにドルベース
3. 財務省「貿易統計」、米商務省資料より作成

(2) 円安の定着が中期的な設備投資回復の追い風に

輸出が回復の勢いを高めていくとみられることに加え、12 年末から始まった円安が設備投資回復の追い風になる。特に、製造業にとって、為替相場の変動は国内外の投資決定において重要なファクターである。

例えば、為替相場と海外設備投資比率の関係をみると、リーマン・ショック後の急激な円高局面では、2 年半程度遅れて海外設備投資比率が急上昇している(図表 15)。円高に伴う競争力の低下で、設備投資の海外流出が進んだことを意味している。一方、2000 年代半ばに円安が進んだことを受けて、2000 年代後半にかけて海外設備投資比率は低下している。「国内回帰」といわれた現象で、国内での設備投資は大幅に回復した。

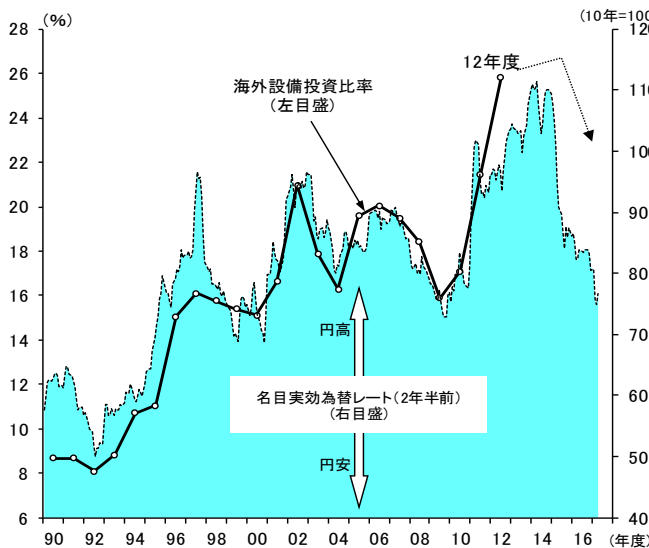
14 年 10 月の追加金融緩和をきっかけに一段と円安が進んだこともあって、今後は海外にシフトしていた投資の軸足が国内に傾いてくる可能性が大きい。経済成長率の高いアジアを中心に現地生産の拡大は継続されようが、現状の 1 ドル 120 円程度の相場が維持されれば、国内生産を見直す動きは中期的に広がってくると考えられる。実際、自動車や電機・精密機械メーカーを中心に生産拠点の一部を国内にシフトし始めている。国内生産は、研究開発との連携がとりやすいうえに、新興国に比べてインフラが整っているなど高付加価値製品の供給に適している。日本製ブランドという魅力も大きい。量産品は需要地生産という流れは変わらないとみられるが、先端技術や高付加価値製品については、国内での開発・生産を重視するといったスタンスに回帰する可能性が高い。

為替相場の変動と海外設備投資比率の関係が、過去と同様に 2 年半程度のタイムラグを伴って連動すると仮定すると、12 年度後半から円安に転じたため、15 年度から設備投資の軸足が国内へシフトし、海外設備投資比率が低下していくことになる。

内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によると、今後 3 年間(15～17 年度)の設備投資計画は、年平均で 3.9%増が見込まれている。昨年の調査(4.2%増)に比べ

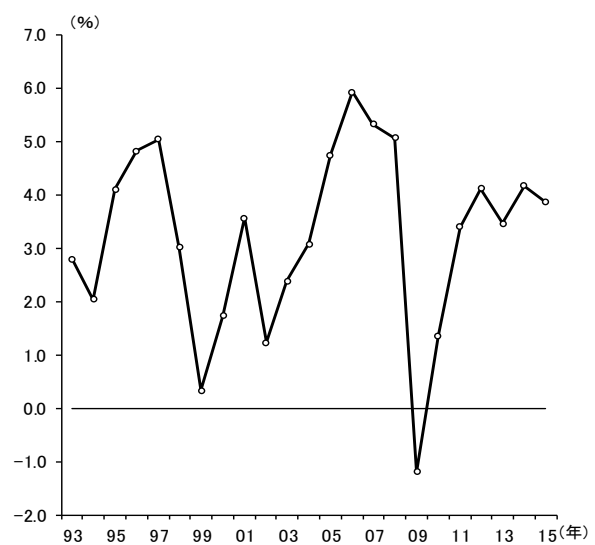
ると伸びはやや鈍化した、堅調を示すレベルといえる。設備投資は抑制されすぎている反動に国内回帰の動きが加わって、中期的な回復局面に入っていくと予想される。

(図表 15) 海外設備投資比率と円レート



(備考) 1. 海外設備投資比率＝現地法人設備投資÷(現地法人設備投資＋国内法人設備投資)
2. 経済産業省「海外事業活動基本調査」などより作成

(図表 16) 今後3年間の設備投資の見通し



(備考) 1. 15 年の見通しは 15～17 年度の年平均増加率
2. 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より作成

4. デフレ脱却が実現し、日本経済は民需主導による自律回復局面へ

(1) 当面の個人消費の回復テンポは緩やかにとどまる見通し

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。実質GDPベースの個人消費は、消費税率が引き上げられた14年4～6月に前期比5.0%減と大幅に落ち込んだ後、7～9月は0.3%増、10～12月は0.5%増と2四半期連続でプラスになった。雇用・所得環境が底堅さを維持していることに加え、足元ではガソリンや灯油価格が大幅に値下がりしたことが家計の購買力の拡大に寄与し始めており、個人消費は今後も回復基調を維持しよう。ただ、賃金の上昇が中小・零細企業を含めたすそ野まで広がるまでにはなお時間を要するとみられ、個人消費が力強さを取り戻すのは16年度にずれ込む可能性がある。

15年の春闘(春季労使交渉)では、賃金を底上げするベースアップ(ベア)の実施や、年間一時金(ボーナス)を増額する企業が相次いでいるが、これは大企業を中心とした動きである。円安進行を受けて大企業の収益は大幅に回復しており、これが労働者の賃金増に波及している。実際、大企業の労働分配率は大幅に低下するなど賃金引上げ余力は高い(図表 17)。

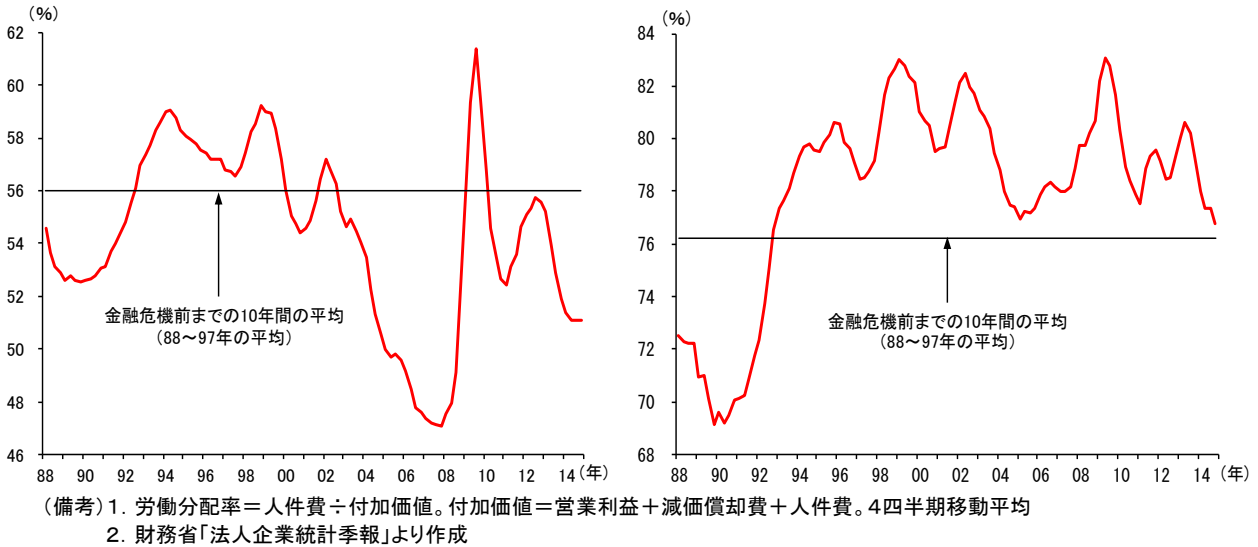
一方、中小企業は大企業に比べると収益の回復テンポが鈍く、労働分配率の低下幅は相対的に小さい。賃金引上げ余力が小さいことを意味しており、大企業のような賃上げの動きは一部の企業に限られる。今年は、景気の持直しと原燃料価格の下落によって、中小企業の収益回復ペースが高まってくる段階であり、中小企業全体に賃金引上げの動きが広がってくるのは、収益の本格回復が確認された後になると考えられる。全雇用者の7割が中小企業の従業員であることを考えると、マクロベースでみた賃金上昇は当面も緩やかなペースにとどまろう。

15 年 10 月に予定されていた消費税の再増税が延期されたことに加え、エネルギー価格の下落が今年の実質購買力の回復に寄与するため、個人消費は今後徐々に回復テンポを高めていくと予想されるが、明確な賃金上昇を伴って本格的に個人消費が上向いていくのは 16 年度以降と予想される。

(図表 17)大企業と中小企業の労働分配率の推移

(大企業:資本金 10 億円以上)

(中小企業:資本金 1000 万円以上1億円未満)



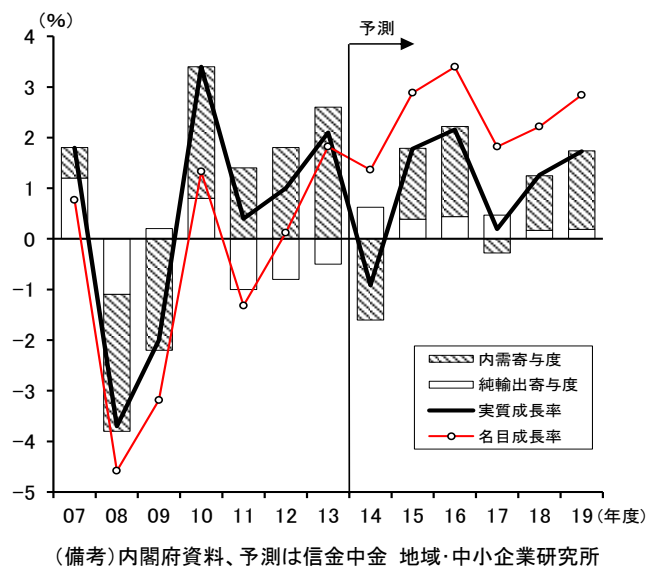
(2) 今後5年間の景気動向

<15 年度>～消費税増税の影響が和らぎ、景気は再び回復軌道へ

15 年度は、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がプラス要因となる。エネルギー価格の下落による実質購買力の回復も加わって、個人消費は回復基調で推移しよう。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 1.4% 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になると予想される。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

(図表 18)GDP成長率の中期見通し



は 3.9%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 4.0%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た。円安効果も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（図表 18）。

＜16 年度＞～民需主導による自律回復局面へ

16 年度の日本経済は、民需主導による自律回復局面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るが、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高めると想定しており、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、デフレ経済からも明確に脱却できると予測している。

＜17 年度＞～消費税増税の再引上げが景気の押下げ要因に

17 年度は消費税率が現行の 8%から 10%に引き上げられる予定である。駆け込み需要の反動減も予想され、家計部門を中心に景気は減速しよう。ただ、税率の引上げ幅が 2%と小幅なうえ、賃金上昇の動きが広がってきた段階での増税となるため、14 年度に比べると影響は限定的なものにとどまる可能性が高い。個人消費は前年比 0.8%減、住宅投資は 5.6%減とマイナスを予想するが、在庫復元や底堅い輸出を支えに、実質 GDP は 0.2%増とプラスを維持すると予測した。

＜18～19 年度＞～東京五輪に向けて景気は回復基調で推移する見通し

消費税の再増税の影響は一時的にとどまり、20 年 7 月の東京五輪開催に向けて、景気は回復テンポを徐々に高めよう。スタジアムや周辺整備などのインフラ工事、ホテルや商業施設建設なども景気を押し上げる要因となる。オリンピックを控えて家計のマインドが上向いていくことや、外国人観光客の一段の増加も見込まれる。五輪直前の 19 年度は、力強い景気拡大が予想される。

今回の中期予測（15～19 年度）は、消費税増税（5%→8%）によって落ち込んだ 14 年度が起点となることに加え、東京五輪開催に向けた関連投資などが押し上げ要因となるため、年平均の実質成長率は 1.4%（名目は 2.6%）と高めの経済成長を予測した。

（３）物価上昇率が２％程度まで高まるのは１６年度下期以降

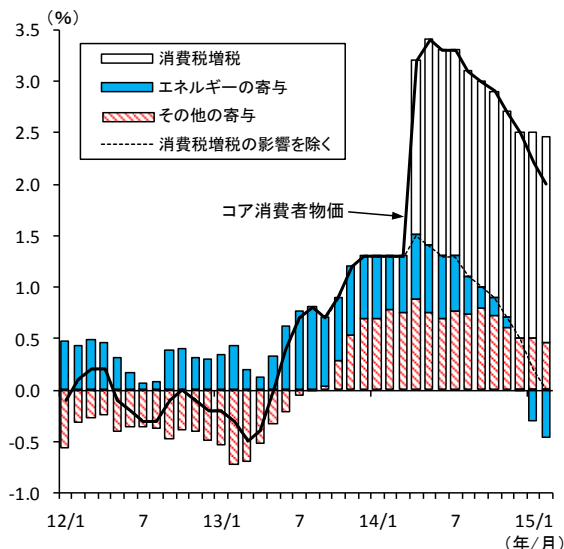
日本経済は、リーマン・ショックや東日本大震災といった外的ショックを乗り越え、１４年度の消費税率引上げ（５％→８％）の影響も徐々に和らいでいる。１７年度には消費税の再増税が控えているものの、アベノミクス政策と日銀による大胆な金融緩和、それに伴う円安効果が景気回復に寄与し、中期的に潜在成長率を上回るペースで回復すると予想される。今後、マクロベースでみた需給ギャップ^１は着実に縮小していくとみられ、日本経済は、デフレ局面から脱却しよう。

日銀が物価目標としている消費者物価（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月以降の上昇率は２％台へ鈍化している。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は、１４年４月の１．５％をピークに鈍化傾向で推移し、直近の１５年２月は前年比横ばいとなった（図表１９）。

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、１５年１月からは押下げ方向に転じている。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ている。

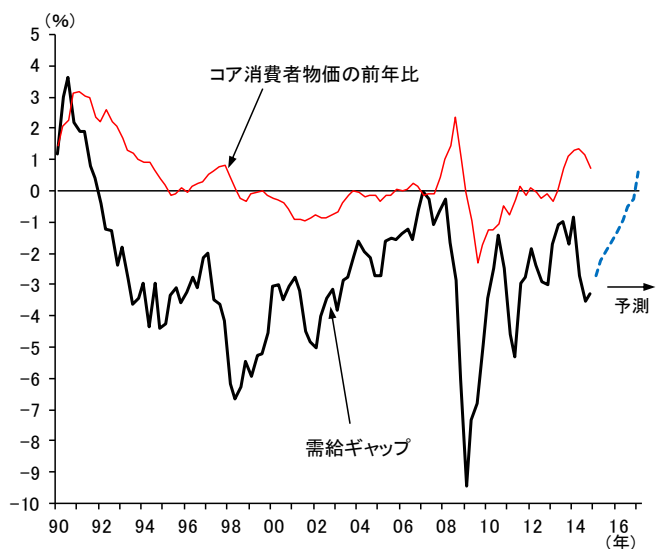
１５年度は、個人消費が緩やかに上向いていくとみられ、モノやサービスの物価上昇率も徐々に高まっていく。ただ、当面はエネルギー価格が押下げ要因となるため、コア消費者物価の上昇率は一時的にマイナスとなる可能性もある。１５年度中のコア消費者物価は、日銀が目標とする２％の上昇にはとどかないと予想される。

（図表１９）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
２．総務省資料などより作成

（図表２０）コア消費者物価の前年比と需給ギャップ



（備考）１．コア消費者物価の前年比は消費税増税の影響を除く
２．内閣府資料などより推計

^１ 需給ギャップ＝（実際の実質GDP－潜在GDP）÷潜在GDP×１００。潜在GDPは全要素生産性に資本と労働の最大投入量を加えて算出した。なお、潜在GDPを「平均的な水準で生産要素を投入したときに実現可能なGDP」と定義する場合もあるため、需給ギャップのレベルについては、相当の幅をもって見る必要がある。

16年度には、中小企業でも賃金引き上げの動きが本格化し、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、マクロベースでみた需給ギャップも解消されよう(図表20)。16年度全体のコア消費者物価は前年比1.8%の上昇、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%に達すると予測した。

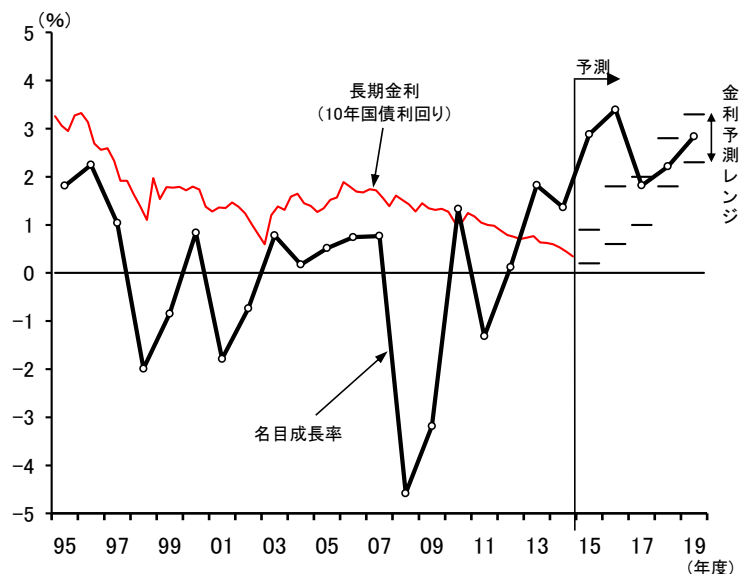
(4) 長期金利は経済情勢に見合った範囲で推移する見通し

15年度は、消費税率引き上げの影響が和らぎ、景気は回復基調を取り戻すと予測しているが、消費者物価上昇率が日銀の目標である2%に達する可能性は低い。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が、場合によっては追加的な金融緩和が実施される可能性は残っている。日銀による大規模な国債買入れが継続される結果、今後も長期金利(10年国債利回り)は低水準に抑制された状態が続こう。

ただ、景気回復の動きが広がる16年度には、デフレ脱却が明確化するとみられ、早ければ16年度下期から出口戦略が開始される可能性がある。長期金利はデフレ脱却の動きを反映する形で上昇し、16年度後半にかけて節目となる1%を上回って推移すると予想される(図表21)。

もっとも、長期金利が急騰する可能性は小さい。財政面では消費税増税と景気回復でプライマリーバランスの赤字は徐々に縮小していく見通しである。予測期間中のプライマリーバランスの黒字達成は難しいとみられるが、財政リスクは低下しよう。また、中期的にも企業と家計を合わせた民間部門は貯蓄超過が続き、国全体としての資金余剰の状態は維持されると予想される。国全体の資金余剰幅と定義上一致する経常黒字は、世界経済の持直しと円安を背景に再拡大する見通しで、余剰資金が国債の消化を支える構図が崩れる可能性は低い。中長期的にみても、資金需給のタイト化に伴う過度な金利上昇リスクは小さく、デフレ脱却後の長期金利は経済情勢に見合ったレンジで推移すると予想される。

(図表21) 名目成長率と長期金利の予測レンジ



(備考) 1. 14年度の名目成長率は予測値

2. 内閣府などより作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

以上
(角田 匠)

<予測総括表>

14～19年度の経済見通し

(単位: %)

	13年度 ＜予測＞	14年度 ＜予測＞	15年度 ＜予測＞	16年度 ＜予測＞	17年度 ＜予測＞	18年度 ＜予測＞	19年度 ＜予測＞	15～19年度 平均成長率
実質GDP	2.1	▲0.9	1.8	2.2	0.2	1.3	1.7	1.4
個人消費	2.5	▲2.9	1.4	1.7	▲0.8	0.9	1.1	0.9
住宅投資	9.3	▲11.9	0.9	5.3	▲5.6	▲0.9	0.3	▲0.1
設備投資	4.0	0.1	3.9	5.6	▲0.8	1.3	3.1	2.6
在庫投資(寄与度)	▲0.5	0.3	0.0	▲0.1	0.3	0.1	0.1	0.1
政府最終消費	1.6	0.5	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	0.8
公共投資	10.3	2.3	▲4.0	▲6.3	0.7	2.2	2.4	▲1.1
純輸出(寄与度)	▲0.4	0.6	0.4	0.4	0.5	0.2	0.2	0.5
＜輸出＞	4.7	7.5	7.9	8.4	5.0	4.1	5.5	6.2
＜輸入＞	6.7	3.1	5.1	5.8	2.7	3.3	4.7	4.3
内需(寄与度)	2.6	▲1.6	1.4	1.8	▲0.3	1.1	1.5	1.1
名目GDP	1.8	1.4	2.9	3.4	1.8	2.2	2.8	2.6
GDPデフレーター	▲0.3	2.3	1.1	1.2	1.6	0.9	1.1	1.2
為替レート(円/ドル)	100	110	120	123	120	120	120	
完全失業率	3.9	3.6	3.5	3.3	3.4	3.3	3.2	
消費者物価(除く生鮮食品)	0.8	2.8	0.7	1.8	3.2	2.0	2.0	
(消費税率上げの影響を除く)		(0.8)			(1.9)			
経常収支(兆円)	0.83	6.52	13.54	16.03	17.94	20.08	22.27	
貿易収支	▲10.97	▲7.75	▲3.28	▲1.55	▲0.08	1.31	2.77	
サービス収支	▲3.45	▲2.75	▲1.94	▲1.40	▲1.11	▲0.68	▲0.23	
1次所得収支	16.70	18.93	20.23	20.35	20.47	20.78	21.02	
無担保コール翌日物(年度末)	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0.25	0.50	1.50	2.00	
10年国債利回り(年度平均)	0.69	0.50	0.60	1.00	1.50	2.30	2.80	
(レンジ)	0.45-0.94	0.20-0.70	0.20-0.90	0.60-1.80	1.00-2.00	1.80-2.80	2.30-3.30	
米国の実質成長率(暦年)	2.2	2.4	2.8	2.5	2.2	2.2	2.3	2.4
中国の実質成長率(暦年)	7.7	7.4	7.0	7.2	7.1	7.0	7.0	7.1

(備考) 内閣府資料などより作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

本レポートは、標記時点における情報提供を目的としています。したがって投資等についてはご自身の判断によってください。また、本レポート掲載資料は、当研究所が信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。

なお、記述されている予測または執筆者の見解は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

【内外経済・金融動向バックナンバーのご案内】

号 数	題 名	発行年月
N o. 23-6	「米国の経済情勢と今後の金融政策」 －年後半から13年にかけて景気回復ペースは徐々に加速－	2012年2月
N o. 23-7	「地域別にみた日本経済の景況判断」 －供給力の回復と復興需要で、景気は持直しの動きが続く－	2012年3月
N o. 23-8	「日本経済の中期展望」 －12～16年度の年平均成長率は名目1.8%、実質1.6%と予測－	2012年3月
N o. 24-1	「東日本大震災後の地域経済の動向」 －被災地では12年入り後に復旧・復興需要が本格的に顕在化－	2012年7月
N o. 24-2	「地域別にみた日本経済の景況判断」 －復興需要の本格化で、景気は持直しの動きが続く－	2012年9月
N o. 24-3	「海外進出の加速に伴う輸出入動向と経常収支」 －貿易収支の赤字が続くも、経常収支は中期的に黒字を維持－	2012年9月
N o. 24-4	「高齢者の生活実態の変化と都道府県別の特徴」 －団塊世代の退職後の姿と各都道府県における高齢者の行動パターンを考察－	2012年12月
N o. 24-5	「物価動向の現状とデフレ脱却に向けた展望」 －デフレからの脱却が日本経済の本格回復の条件－	2013年2月
N o. 24-6	「地域別にみた日本経済の景況判断」 －生産活動には総じて底入れの兆し－	2013年3月
N o. 24-7	「日本経済の中期展望」 －13～17年度の年平均成長率は名目2.0%、実質1.3%と予測－	2013年3月
N o. 25-1	「地域別にみた日本経済の景況判断」 －アベノミクス効果もあって景気は総じて持直し－	2013年9月
N o. 25-2	「円高是正後の輸出入動向と今後の展望」 －輸出の動向が消費税率引上げ後の日本経済のカギを握る－	2013年10月
N o. 25-3	「市区町村が懸念している課題とその対策の地域社会・経済的背景」 －『地方公共団体アンケート調査』（市区町村）の回答結果に基づく分析－	2014年2月
N o. 25-4	「地域別にみた日本経済の景況判断」 －アベノミクス効果の浸透で、景気回復に広がり－	2014年3月
N o. 25-5	「日本経済の中期展望」 －14～18年度の年平均成長率は名目2.2%、実質1.3%と予測－	2014年3月
N o. 26-1	「地域別にみた日本経済の景況判断」 －増税後の落込みは一過性で、景気は緩やかに持直し－	2014年9月
N o. 26-2	「消費税増税後の物価動向と今後の金融政策」 －明確なデフレ脱却にはなお時間を要する見通し－	2014年10月
N o. 26-3	「都道府県の経済構造からみた資金流出入」 －人口減少・超高齢化に伴う地方からの資金流出について検討－	2014年11月
N o. 26-4	「地域別にみた日本経済の景況判断」 －増税後の反動減は一巡し、景気は緩やかに持直し－	2015年3月
N o. 26-5	「日本経済の中期展望」 －15～19年度の年平均成長率は名目2.6%、実質1.4%と予測－	2014年3月

* バックナンバーは、信金中央金庫 地域・中小企業研究所ホームページ
(<http://www.scbri.jp>) からご覧いただけます。

信金中央金庫地域・中小企業研究所 活動状況 (2015 年 2 月末現在)

○レポート等の発行状況 (2015 年 2 月実績)

発行日	分 類	通巻	タ イ ト ル
15. 2. 2	内外金利・為替見通し	26-11	景気は回復基調を取り戻しつつあるが、物価上昇率は一段と鈍化
15. 2. 18	金融調査情報	26-5	目利き融資を展開する「攻めの A B L」(その 2) — 石巻信用金庫の取組みに見る地域企業応援の方向性—
15. 2. 18	経済見通し	26-5	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～
15. 2. 25	産業企業情報	26-9	中小企業における 2015 年の経営環境—第 158 回全国中小企業景気動向調査(特別調査)より—

○講演等の実施状況 (2015 年 2 月実績)

実施日	講 演 タ イ ト ル	主 催	講演者等
15. 2. 4	「第二の創業」に挑む～全国の中小企業の経営事例～	館林信用金庫	鉢嶺 実
15. 2. 4	信用金庫と地公体との連携事例と本中金の機能について	近畿地区信用金庫協会、信金中央金庫 大阪・神戸支店	松崎英一
15. 2. 5	信用金庫と地公体との連携事例と本中金の機能について	大阪シティ信用金庫、北おおさか信用金庫、枚方信用金庫	松崎英一
15. 2. 6	「老舗」の経営が示唆するものは何か	埼玉縣信用金庫 上尾支店	鉢嶺 実
15. 2. 6	新年度の経済見通しについて	東京東信用金庫	斎藤大紀
15. 2. 9	中小企業を取り巻く経済・金融情勢	神奈川県中小企業団体中央会	角田 匠
15. 2. 10	日本経済の現状と金利・為替見通し	北陸地区信用金庫協会	斎藤大紀
15. 2. 12	経済セミナー	宮古商工会議所	斎藤大紀
15. 2. 12 ～13	環境変化からチャンスをつかむ!～全国各地の起業・創業・第二創業事例～	天草信用金庫 天草法人会	鉢嶺 実
15. 2. 18	医療・介護業界の動向と堅調経営を続ける介護事業者の事例	幡多信用金庫	鉢嶺 実
15. 2. 20	全国における若手経営者の成功事例	中栄信用金庫	鉢嶺 実
15. 2. 24	融資推進および医療・介護業界の動向	コザ信用金庫	刀禰和之

○統計データの公表、レポート等の発刊予定 (公表日等は変更となることがあります。)

15. 3. 2	内外金利・為替見通し(月刊)<26-12>
15. 3. 16	全国信用金庫預金・貸出金(2015 年 2 月末)
15. 3. 27	全国信用金庫主要勘定(2015 年 2 月末)
15. 3. 下旬	産業企業情報<26-10>金融機関の IT 利活用
15. 3. 下旬	産業企業情報<26-11>中小建設・不動産業者の IT 利活用
15. 3. 下旬	第 159 回全国中小企業景気動向調査結果<速報版>
15. 4. 1	内外金利・為替見通し(月刊)<27-1>

<信金中央金庫 地域・中小企業研究所 お問い合わせ先>

〒103-0028 東京都中央区八重洲 1 丁目 3 番 7 号
 TEL 03-5202-7671 (ダイヤルイン) FAX 03-3278-7048
 e-mail: s1000790@FaceToFace.ne.jp
 URL <http://www.shinkin-central-bank.jp/> (信金中央金庫)
<http://www.scbri.jp/> (地域・中小企業研究所)