

# SCB

SHINKIN  
CENTRAL  
BANK



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>

経済見通し

No. 27-1

(2015. 5. 22)

## 実質成長率は15年度1.5%、16年度2.1%と予測

— 民需主導で景気回復ペースは徐々に高まる見通し —

### < 要 旨 >

#### 1. 15年1~3月の実質GDPは前期比0.6%増(年率2.4%増)

個人消費は前期比0.4%増と3四半期連続で増加し、住宅投資と設備投資は4四半期ぶりに前期比プラスに転じた。輸出も2.4%増と堅調に推移したが、輸入が2.9%増と伸びを高めたため、輸出から輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を前期比ベースで0.2%ポイント押し下げた。

#### 2. 設備投資と輸出をけん引役に景気は徐々に回復テンポを高める見通し

個人消費は増税後の落込みからは持ち直しているが、依然として回復の勢いは弱い。ただ、雇用情勢の改善に加え、エネルギー価格の下落による実質購買力の拡大が、今後の個人消費の押し上げ要因となろう。好調な企業収益を背景に投資マインドは上向いており、設備投資は徐々に回復基調を強めていくとみられる。円安を追い風に輸出も順調に回復しよう。財政政策による景気の押し上げは一服するものの、民需主導で景気は徐々に回復テンポを高めると予想される。

#### 3. 実質成長率は15年度1.5%、16年度2.1%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などを理由に、15年度の実質成長率を前回予測の1.8%から1.5%に下方修正した。ただ、円安やエネルギー価格の下落を受けて、景気は徐々に回復基調を強めていくとの見方は維持している。16年度についても、民需主導で本格的な回復局面を迎えるとのシナリオに変化はなく、実質成長率は2.1%と予測した。

#### 4. 日銀は現行の量的緩和政策を当面維持

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。「物価安定の目標」である2%の物価上昇の達成は16年度に後ずれする見通しだが、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5月20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(15年3月)	
	〈実績〉	〈実績〉	〈実績〉	〈予測〉	〈予測〉	15年度(予)	16年度(予)
<b>実質GDP</b>	<b>1.0</b>	<b>2.1</b>	<b>▲1.0</b>	<b>1.5</b>	<b>2.1</b>	1.8	2.2
個人消費	1.8	2.5	▲3.1	1.2	1.7	1.4	1.7
住宅投資	5.7	9.3	▲11.6	1.6	5.3	0.9	5.3
設備投資	1.2	4.0	▲0.5	3.0	5.4	3.9	5.6
公共投資	1.0	10.3	2.0	▲3.8	▲6.3	▲4.0	▲6.3
純輸出(寄与度)	(▲0.8)	(▲0.5)	(0.6)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
<b>名目GDP</b>	<b>0.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>	<b>3.4</b>

(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1～3月の実質GDPは前期比0.6%増（年率2.4%増）

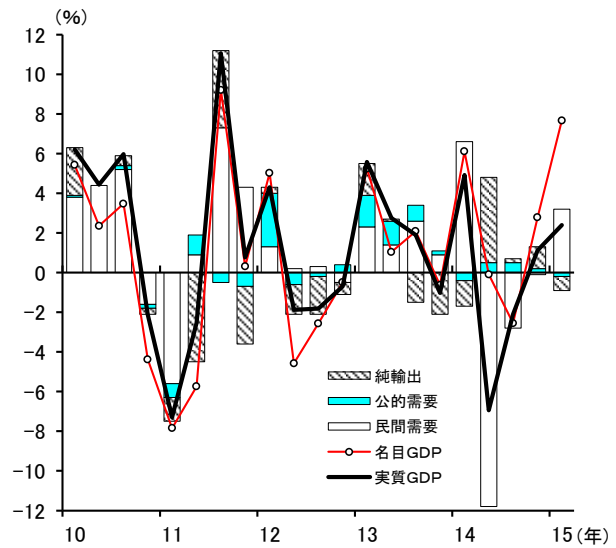
15年1～3月のGDPは、物価変動の影響を除いた実質で前期比0.6%増、年率に換算して2.4%増と2四半期連続のプラス成長となった(図表2)。景気の実感に近い名目GDPは1.9%増加した(年率7.7%増)。なお、同時に発表された14年度のGDPは、実質で前年比1.0%減と5年ぶりのマイナス成長を記録したが、名目では1.4%増と3年連続で増加した。

1～3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3四半期連続で増加した。消費税増税後の落込みからは着実に持ち直しているものの、依然として回復の勢いは弱い。賃金の回復に弾みが付かないことが背景にあり、各種消費関連統計にも加速感は見られない(図表3)。住宅投資は1.8%増と4四半期ぶりに増加した。駆け込み需要の反動減がようやく一巡し、緩やかに持ち直している。

設備投資は0.4%増と小幅ながらも4四半期ぶりに増加した。中小企業を中心に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ち直しの動きがみられる。在庫投資は実質成長率を前期比ベースで0.5%ポイント押し上げた。LNG(液化天然ガス)などの燃料輸入が増加したことなどが影響しているとみられる。一方、公共投資は、13年度補正予算(14年2月6日成立)に盛り込まれた経済対策の効果が一巡したことで、1.4%減と4四半期ぶりに減少した。

輸出は2.4%増と堅調に推移した。ただ、輸入が2.9%増と伸びを高めたため、輸出から輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を0.2%ポイント押し下げた。

(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				15年				14年				15年		
	4~6月	7~9月	10-12月	1~3月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月		
全世帯実質消費	▲5.2	▲5.4	▲3.4	▲6.5	▲5.9	▲4.7	▲5.6	▲4.0	▲2.5	▲3.4	▲5.1	▲2.9	▲10.6		
平均消費性向(勤労者)	73.6	74.6	74.5	74.7	75.0	73.6	75.1	74.2	75.5	73.8	74.6	72.9	76.5		
乗用車販売	▲1.9	▲4.7	▲5.8	▲15.5	▲2.6	▲9.5	▲3.2	▲7.4	▲10.2	0.3	▲20.7	▲15.8	▲11.9		
(普通+小型乗用車)	▲6.5	▲3.6	▲12.8	▲17.1	0.3	▲5.9	▲5.5	▲11.3	▲15.9	▲11.1	▲21.4	▲16.8	▲14.6		
(軽乗用車)	5.3	▲6.4	6.6	▲12.9	▲7.5	▲15.0	0.9	0.1	▲0.1	19.0	▲19.4	▲14.1	▲7.4		
百貨店販売額	▲4.7	1.0	0.8	▲6.4	▲0.4	2.0	1.8	0.2	1.5	0.6	▲0.4	3.5	▲17.7		
スーパー販売額	▲2.4	0.3	0.2	▲3.6	▲0.7	1.4	▲0.0	▲0.1	0.9	▲0.2	0.2	0.2	▲10.1		
商業販売・小売業	▲1.8	1.4	0.6	▲4.8	0.6	1.2	2.3	1.4	0.5	0.1	▲2.0	▲1.7	▲9.7		
(衣類・身の回り品)	▲0.6	4.4	3.9	▲1.7	0.9	3.1	9.9	4.7	4.2	3.1	0.8	2.0	▲6.4		
(飲料・食料品)	0.7	2.5	2.4	1.0	1.3	2.9	3.4	3.4	2.7	1.3	2.7	2.8	▲2.1		
(自動車)	▲5.9	▲0.2	▲3.1	▲3.7	▲0.5	▲1.4	1.0	▲1.5	▲5.2	▲2.4	▲4.7	▲2.6	▲3.8		
(家庭用機械)	▲8.7	▲3.8	▲4.4	▲16.8	▲4.1	▲3.8	▲3.4	▲5.3	▲1.0	▲6.4	▲8.3	▲9.6	▲27.6		
(燃料)	▲1.3	0.0	▲3.8	▲17.8	1.2	▲1.5	0.4	▲1.1	▲5.3	▲4.7	▲15.6	▲17.9	▲19.9		
(その他)	▲2.2	1.3	1.5	▲5.1	0.9	1.7	1.4	1.3	1.6	1.5	▲0.6	90.5	▲13.0		
外食産業売上高	-	-	-	-	▲2.5	▲2.1	▲2.0	▲1.2	1.9	▲2.8	▲5.0	0.9	▲4.6		

(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「商業販売統計」などより作成

## 2. 設備投資と輸出をけん引役に景気は徐々に回復テンポを高める見通し

### (1) 良好な雇用・所得環境を支えに個人消費は徐々に回復軌道へ

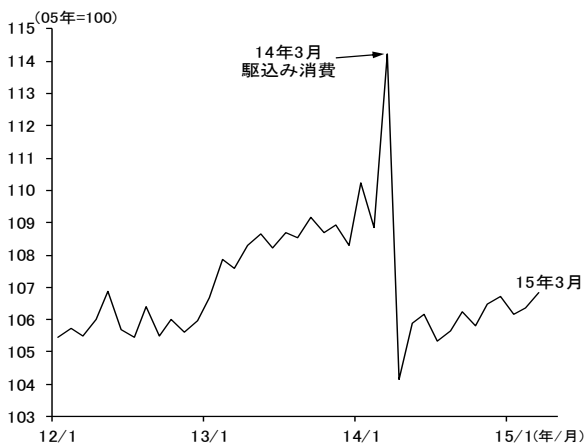
15年1～3月の実質GDPは2四半期連続のプラス成長を記録した。消費税増税後の反動減が和らぎ、景気が持ち直してきたことを確認する結果であったが、消費税増税後の落ち込みが大きかったことや1～3月については在庫投資が成長率の押し上げに大きく寄与したことを考慮すると、景気回復の勢いはなお弱いといえる。当面も企業の在庫調整の影響などで景気回復ペースは緩やかにとどまる可能性がある。もともと、良好な雇用・所得環境が維持されていることに加え、エネルギー価格の下落による実質購買力の拡大が、今後の個人消費の押し上げ要因になるとみられる。日本経済は今年度下期にかけて徐々に回復基調を強めていくと予想される。

個人消費は、消費税増税後の大幅な落ち込みからは持ち直しているものの、回復の勢いは弱い。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、14年末にかけて水準を切り上げたものの、15年1月は前月に比べて0.5%減少した。続く2月は0.2%増、3月は0.5%増と2か月連続でプラスとなったが、駆け込み需要が本格化する前（13年後半）の水準を依然として下回るなど、消費税増税の影響からは脱しきれていない（図表4）。

一方、人手不足感の強まりを背景に雇用情勢は良好な状態が維持されている。賃金の回復テンポは緩慢にとどまっているものの、家計全体の所得に相当する雇用者報酬（名目）は、13年10～12月以降6四半期連続で前期比プラスとなった。さらに、エネルギー価格の下落を受けて物価上昇率が鈍化したため、15年1～3月の実質雇用者報酬は前期比0.6%増と伸びを高めた（図表5）。

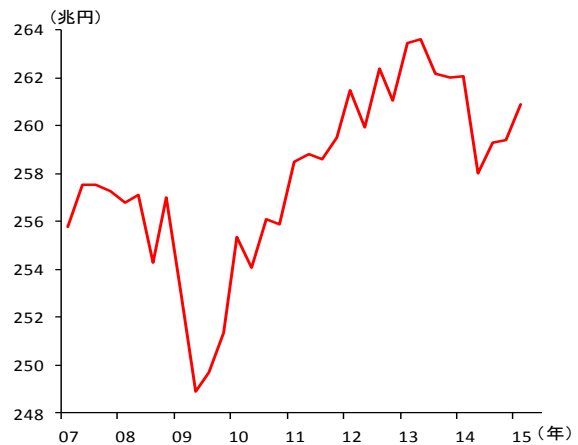
大企業・製造業を起点とした賃上げが中小企業へ波及するまでにはなお時間を要するとみられるが、今後も雇用者数の増加が続く可能性が高く、雇用者報酬は増勢を維持しよう。足元では原油市況が反発しているものの、電気・ガス料金への反映は秋口以降になるとみられるため、当面もエネルギー価格の下落が実質雇用者報酬を押し上げる要因となろう。株高などを受けて消費者心理が上向いていることもあって、個人消費は今後徐々に回復テンポを高めていくと予想される。

(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)実質雇用者報酬の推移

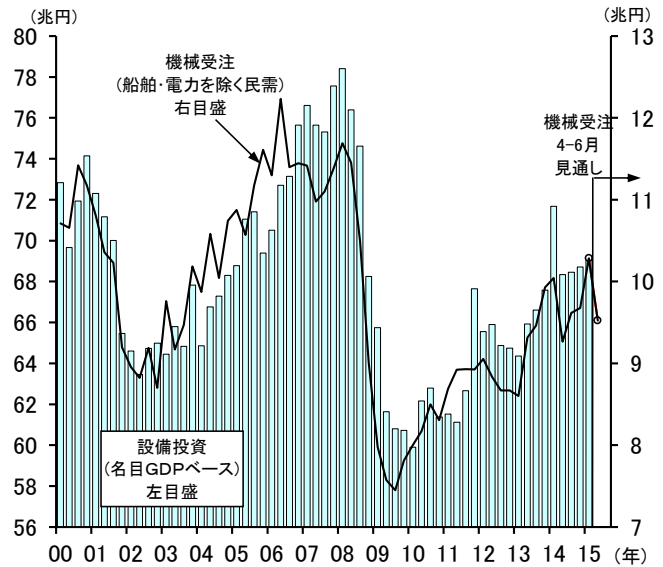


(備考)1. 実質雇用者報酬は05年連鎖価格  
2. 内閣府資料より作成

## (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、消費税増税後に下振れしたものの、15年1～3月は前期比0.4%増と4四半期ぶりに増加に転じた。中小・零細企業を中心に発生した駆け込み需要<sup>1</sup>の反動減が薄れてきたことが背景にある。足元では、好調な企業収益や先行きへの期待から投資マインドは上向いている。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、14年4～6月に前期比7.7%減と5四半期ぶりに減少したものの、7～9月にはプラスに転じ、15年1～3月は6.3%増と3四半期連続で増加した（図表6）。4～6月の受注見通しは、前期比7.4%の減少が見込まれているが、1～3月に高めの増加となった

(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

反動が影響している。企業収益の拡大が続いていることから判断すると、企業の投資マインドは引き続き堅調に推移していると考えられる。また、円安が定着してきたことで、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の回復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大きく、設備投資は15年度の日本経済の回復に大きく寄与しよう。

伸び悩んでいた輸出にも明るい兆しが広がり始めている。実質GDPベースの輸出は、7～9月の前期比1.6%増から10～12月は3.2%増に加速し、15年1～3月も2.4%増と堅調に推移した。米国経済が底堅く推移していることに加え、欧州の景気も緩やかに上向いており、これが輸出の回復に寄与している。15年1～3月の米国の実質成長率は前期比年率0.2%（事前推定値）にとどまったものの、寒波や港湾ストなど一過性の要因によるところが大きい。今後も米国をけん引役に世界経済は回復基調を維持しよう。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今後も順調な回復軌道をたどると予想される。

### 3. 実質成長率は15年度1.5%、16年度2.1%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などを理由に、15年度の実質成長率を前回予測の1.8%から1.5%に下方修正した。ただ、円安やエネルギー価格の下落を受けて、景気は徐々に回復基調を強めていくとの見方は維持している（図表7）。16年度

<sup>1</sup> 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。



についても、民需主導で本格的な回復局面を迎えるとのシナリオに変化はなく、実質成長率は2.1%（前回予測は2.2%）と予測した。

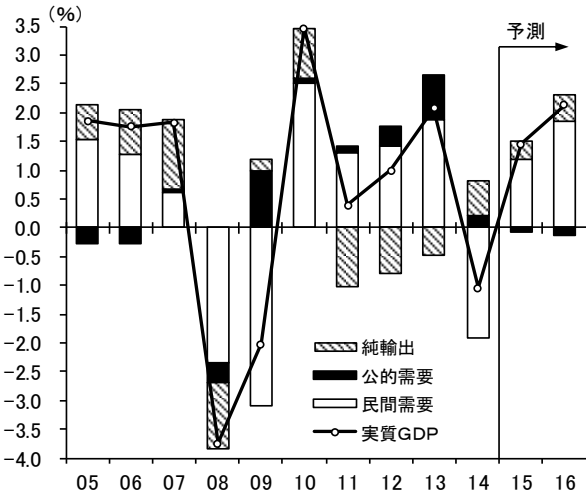
15年度の日本経済は、徐々に回復テンポを高めていくと予想される。15年10月に予定されていた消費税率の再引上げ（8%→10%）が17年4月に延期されたことは、15年度の個人消費にとってプラス要因である。賃金上昇率は引き続き緩やかにとどまろうが、エネルギー価格の下落によって実質購買力は押し上げられる。良好な雇用環境を映して消費マインドも堅調に推移しよう。15年度の個人消費は徐々に回復の勢いを取り戻し、年度全体では前年比1.2%増とプラスに転じよう（14年度は3.1%減）。増税先送りは住宅投資にも好材料である。金融緩和の効果によって住宅ローン金利が一段と低下していることも住宅取得意欲を刺激する要因となる。15年度の住宅投資は1.6%増と予測した。

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、原燃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3.0%増と予測した。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、今後の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3.8%減と4年ぶりにマイナスに転じると予想される。

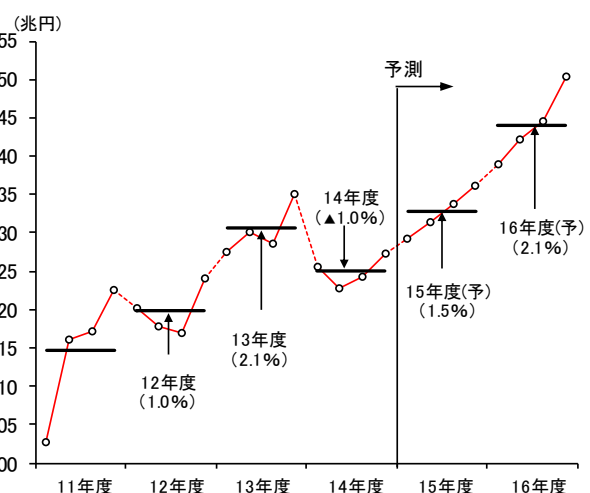
世界経済は米国をけん引役に回復基調を維持すると想定しているが、回復ペースは引き続き緩やかにとどまろう。ただ、円安効果がタイムラグを伴って顕在化してくるとみられ、輸出は順調に回復すると予想される。一方、景気回復を受けて輸入の伸びも高まろうが、円安に伴う輸入品の価格競争力の低下がマイナス要因となる。15年度の純輸出の寄与度は、0.3%ポイントと2年連続で成長率を押し上げる方向に寄与しよう。

（図表7）実質GDP成長率の推移と予測

＜実質成長率と需要項目別寄与度（年度）＞



＜四半期ベースの実質GDPの推移＞



（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

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年度は世界経済の回復ペースが高まるとみられ、輸出は高めの伸びを続けると予想される。輸出の拡大は設備投資を押し上げる要因にもなる。国内回帰の動きが広がり、設備投資は前年比5.4%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14年秋頃から急速に円安が進み、14年12月には1ドル121円台と07年7月下旬以来の円安水準を記録した。15年に入ると、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。しかし、ドルの先高観は根強く、2月には再び1ドル120円台を付けた。その後も米国の早期利上げ観測からドルは堅調に推移し、3月10日には7年8か月ぶりに1ドル122円台まで円安ドル高が進んだ。ただ、4月3日に発表された米雇用統計が市場の予想を大幅に下回ったことを受けて、米国の利上げ観測が後退した。為替市場ではドルを売って円を買う動きが加速し、ドル相場は1ドル118円台へ下落した。足元では1ドル120円前後での推移が続いているが、米景気の減速懸念が強まった場合には、再びドル売り圧力が強まる可能性がある。もっとも、利上げのタイミングを模索する米国と、量的緩和政策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レートは、15年度1ドル121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年夏頃からほぼ一貫して下落基調で推移し、15年1月29日に一時1バレル43ドル台まで下落した。2月に入ると割安感から買戻しの動きが広がり、1バレル50ドルを回復したものの、需給緩和は長引くとの見方から上値の重い展開が続いた。こうしたなか、国際エネルギー機関(IEA)が原油価格の下落リスクを指摘したことをきっかけに、再び売り圧力が高まった。3月17日の取引時間中に1バレル42.41ドルと09年3月以来、約6年ぶりの安値水準まで下落した。ただ、中東情勢を巡る地政学リスクが意識されたことなどから、その後は買戻しが優勢となった。3月末には1バレル50ドル台まで戻し、4月中旬には55ドルを上回った。米国の原油在庫が減少に転じたことも買い材料となり、5月5日には昨年12月以来となる1バレル60ドル台を回復した。足元では1バレル60ドル前後で小康状態を保っているが、当面は落ち着

きどころを探りながら振れの大きな相場展開となろう。米国のシェールオイルの増産に歯止めがかかったことから、需給の緩みは今後徐々に解消されるとみられるが、世界経済の回復テンポが引き続き緩やかにとどまる公算が大きく、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65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、14年2月6日成立）を財源にした「好循環実現のための経済対策」に盛り込まれた公共投資の景気押し上げ効果はほぼ一巡した。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日に成立）は、15年度の日本経済の下支えに寄与する見通しだが、前年に比べて規模は小さく、その効果は限られよう。15年度予算における公共投資も当初予算比でほぼ横ばいにとどまったことから、15年度の公共投資はマイナスに転じると予想される。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1～3月の実質GDP（事前推定値）は、前期比年率0.2%増と減速した。個人消費は前期比年率1.9%増と底堅い伸びを示したものの、設備投資が3.4%減とマイナスに転じた。さらに、輸出が7.2%減と大幅なマイナスとなったため、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、実質成長率を年率で1.3%押し下げた。もっとも、輸出の落込みは、大規模な港湾ストといった一過性の要因が大きかったとみられる。成長ペースの鈍化は一時的にとどまり、米景気は今後再び回復の勢いを取り戻すと予想される。実際、景気動向の重要なカギを握る雇用情勢は堅調を維持している。非農業雇用者数は、悪天候の影響などで15年3月に前月比8.5万人増に鈍化したが、4月は22.3万人増と回復し、失業率は5.4%と前月に比べて0.1ポイント改善した。また、ガソリン価格の下落が家計の実質購買力を押し上げる要因となっている。今後の米国経済は、個人消費を中心に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2.5%、16年2.6%と予測した。

＜欧州＞…15年1～3月のユーロ圏の実質GDPは、前期比0.4%増と14年10～12月の成長率（0.3%増）を上回った。ユーロ圏経済の中心であるドイツの実質GDPが前期比0.3%増と10～12月の0.7%増から減速したものの、前期にゼロ成長だったフランスとイタリアがそれぞれ0.6%増、0.3%増と加速した。スペインも0.9%増と高い伸びとなった。ユーロ安と原油価格の下落がユーロ圏経済の持直しに寄与している。ギリシャの債務問題が引き続き懸念材料となるが、今後もユーロ安や原油安が景気の下支え要因となり、ユーロ圏経済は緩やかながらも着実に上向いていこう。ドイツの実質成長率は15年1.6%、16年1.8%と予測した。ユーロ圏の実質成長率は15年1.5%、16年には1.7%と予測した。

＜中国＞…15年1～3月の中国の実質GDPは前年比7.0%増と、14年10～12月の7.3%増を下回った。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落ち込んでいる。政府は住宅ローンの規制緩和などの刺激策を打ち出しているものの、住宅市場の回復までにはなお時間を要するとみられる。人件費の高騰や人民元高などで輸出競争力が低下していることもあり、短期的には政府目標である7%成長を下回る可能性もある。実質成長率は、15年7.0%、16年7.2%と予測した。

#### 4. 日銀は現行の量的緩和政策を当面維持

##### (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、消費税率の引上げの影響を受けて14年5月に前年比で3.4%の上昇を記録したものの、その後は徐々に上昇ペースが鈍化している（図表8）。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みると、14年4月の1.5%の上昇をピークに、15年2月にはゼロ%まで鈍化した（15年3月は0.2%の上昇）。

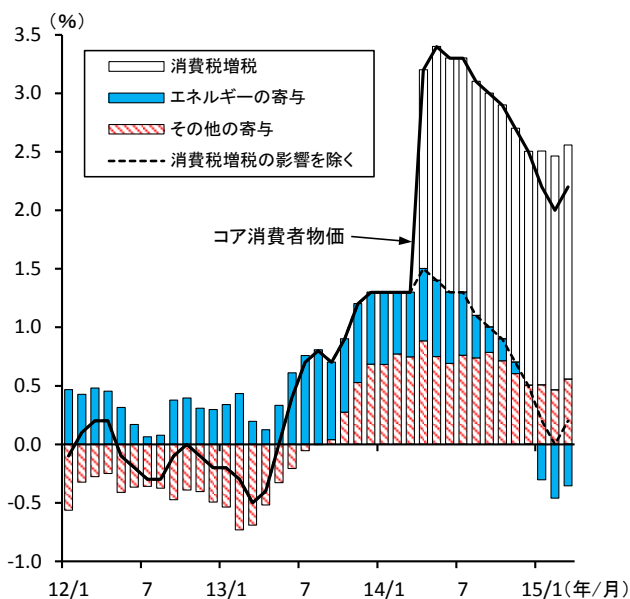
物価上昇率が鈍ってきた最大の要因は原油安である。昨年夏頃からの原油安を受けてガソリンや灯油が大幅に下落している。電気代とガス代も含めたエネルギー価格は、14年前半のコア消費者物価の前年比を0.5~0.7%

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年後半には押し上げ寄与度が縮小し、15年に入ってから、逆に押し下げ要因になっている。足元では原油市況が反発しているものの、電気・ガス料金への反映は今年秋口以降となる。当面もエネルギー価格は物価を押し下げる方向に寄与しよう。

今後は個人消費が徐々に回復の勢いを取り戻すとみられ、エネルギーを除いたモノやサービスの物価は上昇傾向を維持しよう。ただ、賃上げの波及にはなお時間を要する可能性が高く、物価上昇ペースは緩やかにとどまるとみられる。エネルギー価格が物価の押し下げ要因となるため、コア消費者物価の上昇率は、日銀が目標とする2%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0.6%の上昇と予測した。

16年度には、賃上げの動きが中小企業にも広がってくること、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1.7%の上昇と予測した。

(図表8) 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



## （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4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発表された。経済見通しについては、15年度の実質成長率が2.0%、16年度が1.5%と15年1月の見通し（中間評価）がほぼ据え置かれた。消費者物価上昇率の予測については、15年度0.8%、16年度2.0%と中間評価に比べてそれぞれ0.2%ポイント引き下げられたが、下方修正の要因は原油価格の急落であり、この影響が剥落するに伴って「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を示した。黒田総裁は会合後の記者会見で、「2%に達する時期は、15年度を中心とする期間から16年度前半頃と後ずれしていることは事実」と認めたが、「物価の基調は着実に改善しており、今後も改善が続く」と明言した。さらに、金融政策については、「今の段階で追加的な緩和を行う必要はない」と述べた。

一方、市場では物価上昇率の鈍化を受けて、追加的な金融緩和が必要になるとの見方が少なくない。当研究所でも、15年度の物価上昇ペースは緩やかにとどまるとみており、15年度のコア消費者物価の上昇率は、日銀の予測を下回ると想定している。黒田総裁は、「物価の基調が変わってくれば、ちゅうちょなく政策の調整を行う」との考え方を維持しており、物価の基調が下振れした場合には、日銀は追加緩和に踏み切る可能性がある。もっとも、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。追加緩和策として、超過準備預金に対する付利の引下げや撤廃、ETFの買入れ増額などが想定されるが、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。

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お願いいたします。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ください。

＜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	1.4	2.8	3.3
実質GDP	1.0	2.1	▲1.0	1.5	2.1
国内需要	1.8	2.5	▲1.6	1.1	1.7
民間部門	1.9	2.3	▲2.4	1.6	2.4
民間最終消費支出	1.8	2.5	▲3.1	1.2	1.7
民間住宅投資	5.7	9.3	▲11.6	1.6	5.3
民間企業設備	1.2	4.0	▲0.5	3.0	5.4
民間在庫品増加	▲1,259	▲3,687	▲1,338	▲1,189	▲1,577
政府部門	1.4	3.2	0.8	▲0.2	▲0.5
政府最終消費支出	1.5	1.6	0.5	0.6	0.8
公的固定資本形成	1.0	10.3	2.0	▲3.8	▲6.3
財・サービスの純輸出	8,573	7,264	11,240	14,209	17,702
財・サービスの輸出	▲1.4	4.4	8.0	8.5	8.4
財・サービスの輸入	3.6	6.7	3.7	5.9	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	▲1.0	1.5	2.1
国内需要	1.8	2.6	▲1.6	1.1	1.7
民間部門	1.4	1.8	▲1.8	1.2	1.8
民間最終消費支出	1.1	1.5	▲1.9	0.7	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	▲0.1	0.4	0.8
民間在庫品増加	0.0	▲0.5	0.5	0.0	▲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	0.3	0.5
財・サービスの輸出	▲0.2	0.7	1.3	1.5	1.6
財・サービスの輸入	▲0.6	▲1.2	▲0.7	▲1.2	▲1.2

（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	121.0	123.0
原油価格(CIF、ドル/バレル)	114.1	110.0	89.0	65.0	70.0
（前年比、％）	0.0	▲3.6	▲19.1	▲27.0	7.7

（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 (前年比、%)	95.8 ▲2.9	98.9 3.2	98.5 ▲0.4	100.1 1.6	103.8 3.7
第3次産業活動指数 (前年比、%)	99.2 0.7	100.5 1.3	98.8 ▲1.7	100.2 1.4	101.8 1.6
完全失業率(季調済、%)	4.3	3.9	3.5	3.4	3.3
国内企業物価(前年比、%)	▲1.1	1.9	2.7	▲0.9	1.8
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＞	0.6	1.7
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＞	1.0	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	78,100	149,102	179,054
前年差	▲100,835	▲39,360	▲27,777	63,385	71,002	29,952
名目GDP比(%)	1.7	0.9	0.3	1.6	3.0	3.4
貿易・サービス収支	▲50,306	▲92,753	▲144,635	▲93,810	▲42,706	▲20,467
前年差	▲105,482	▲42,447	▲51,881	50,825	51,104	22,239
貿易収支	▲22,097	▲52,474	▲110,187	▲65,708	▲22,650	▲5,765
前年差	▲102,429	▲30,377	▲57,713	44,479	43,058	16,885
サービス収支	▲28,210	▲40,280	▲34,448	▲28,102	▲20,056	▲14,702
前年差	▲3,055	▲12,070	5,832	6,346	8,046	5,354
第1次所得収支	143,085	144,823	173,820	191,369	210,669	217,092
前年差	3,825	1,738	28,997	17,549	19,300	6,424
第2次所得収支	▲10,927	▲9,577	▲14,471	▲19,459	▲18,861	▲17,572
前年差	822	1,350	▲4,894	▲4,988	598	1,289

(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	2.3	2.2	2.4	2.5	2.6
ユ ー ロ 圏	1.7	▲0.7	▲0.4	0.9	1.5	1.7
ドイツ	3.7	0.6	0.2	1.6	1.6	1.8
フランス	2.1	0.2	0.7	0.2	1.2	1.4
イギリス	1.6	0.7	1.7	2.8	2.3	2.5
中 国	9.3	7.7	7.7	7.4	7.0	7.2

(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