

SCB

SHINKIN
CENTRAL
BANK



信金中央金庫

SCB 地域・中小企業研究所

経済見通し

No. 27-2

(2015. 8. 19)

〒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1.2%、16年度2.1%と予測

—設備投資をけん引役に景気は回復基調を維持する見通し—

< 要 旨 >

1. 15年4～6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0.8%減と4四半期ぶりに減少した。住宅投資は1.9%増と2四半期連続で増加したが、設備投資は0.1%減とマイナスに転じた。輸出は4.4%減となり、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0.3ポイント押し下げた。

2. 設備投資をけん引役に景気は回復基調を維持

4～6月の個人消費の減少は天候に恵まれなかったことなどが影響したとはいえ、弱い動きだったことは否めない。良好な雇用環境を背景に個人消費の回復基調は維持されようが、そのペースは緩やかにとどまるとみられる。一方、好調な企業収益を背景に企業は投資意欲を高めており、設備投資は今後も堅調に推移しよう。円安定着を追い風に輸出は回復の動きを取り戻すとみられる。財政政策の効果は一巡するが、景気は今後も回復基調を維持すると予想される。

3. 実質成長率は15年度1.2%、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1.5%から1.2%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、景気は回復基調を維持するとの見方は変えていない。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を維持しており、実質成長率は2.1%と前回予測を据え置いた。

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。黒田総裁は「物価上昇率が2%程度に達する時期は16年度前半頃」と述べるなど基本的な見通しを堅持しており、当面も現行の量的緩和策が維持されると考えられる。

(注)本稿は2015年8月17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5月)	
	〈実績〉	〈実績〉	〈実績〉	〈予測〉	〈予測〉	15年度(予)	16年度(予)
実質GDP	1.0	2.1	▲0.9	1.2	2.1	1.5	2.1
個人消費	1.8	2.5	▲3.1	0.6	1.9	1.2	1.7
住宅投資	5.7	9.3	▲11.7	3.5	5.7	1.6	5.3
設備投資	1.2	4.0	0.5	3.0	5.3	3.0	5.4
公共投資	1.0	10.3	2.0	▲3.4	▲7.7	▲3.8	▲6.3
純輸出(寄与度)	(▲0.8)	(▲0.5)	(0.6)	(0.2)	(0.5)	(0.3)	(0.4)
名目GDP	0.1	1.8	1.6	2.5	2.8	2.8	3.3

(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4～6月の実質GDPは前期比0.4%減（年率1.6%減）

15年4～6月のGDPは、物価変動の影響を除いた実質で前期比0.4%減、年率に換算して1.6%減と3四半期ぶりのマイナスとなった（図表2）。一方、景気の実感に近い名目GDPは0.02%増、年率では0.1%増とプラスを維持した。

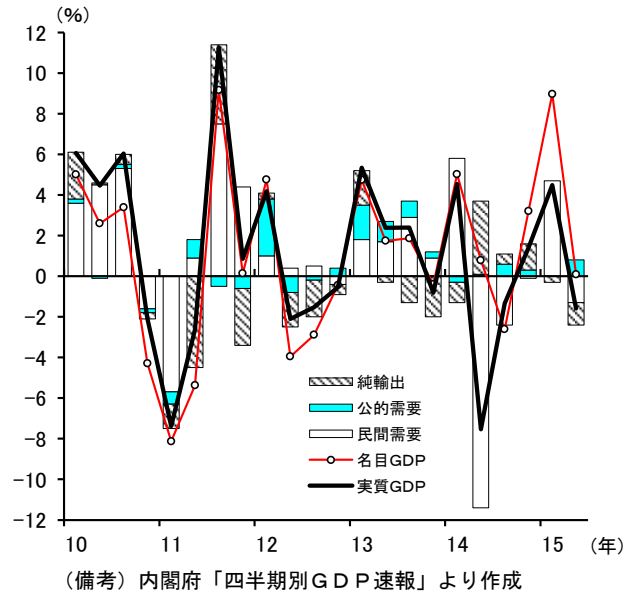
4～6月の動きを需要項目別（実質）にみると、個人消費は前期比0.8%減と4四半期ぶりに減少した。低温が続くなど天候不順で季節商品の販売が振るわなかったことに加え、夏のバーゲン開始が7月にずれ込んだことも影響した。また、4月からの軽自動車税の増税も自動車販売を押し下げる要因となった（図表3）。住宅投資は1.9%増と2四半期連続で増加した。駆け込み需要の反動減が一巡したことに加え、住宅ローン金利の一段の低下が寄与している。

設備投資は0.1%減と3四半期ぶりのマイナスとなった。企業収益の回復を背景に企業は投資意欲を高めているが、1～3月に高い伸び（2.8%増）となった反動が影響した。一方、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が進捗したことを受けて、公共投資は2.6%増と高めの伸びを記録した。

個人消費や輸出の落ち込みを映して、流通在庫や製品在庫が積み上がったため、在庫投資は実質成長率を前期比ベースで0.1ポイント押し上げる要因となった。

輸出は4.4%減と大幅に減少した。中国の景気減速を主因にアジア向け輸出が落ち込み、欧米向けの輸出も減少した。内需の伸び悩みを反映して、輸入も2.6%減少したが、輸出から輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を0.3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



（図表3）個人消費関連指標（前年比増減率）

（単位：％）

	14年				15年				15年				
	7～9月	10-12月	1～3月	4～6月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月
全世帯実質消費	▲5.4	▲3.4	▲6.5	0.5	▲4.0	▲2.5	▲3.4	▲5.1	▲2.9	▲10.6	1.3	4.8	▲2.0
平均消費性向(勤労者)	74.6	74.5	74.6	73.7	74.2	75.5	73.8	74.6	72.9	76.5	73.0	74.3	73.7
乗用車販売	▲4.7	▲5.8	▲15.5	▲7.0	▲7.4	▲10.2	0.3	▲20.7	▲15.8	▲11.9	▲10.1	▲8.2	▲3.8
(普通+小型乗用車)	▲3.6	▲12.8	▲17.1	3.0	▲11.3	▲15.9	▲11.1	▲21.4	▲16.8	▲14.6	2.9	1.2	4.6
(軽乗用車)	▲6.4	6.6	▲12.9	▲21.4	0.1	▲0.1	19.0	▲19.4	▲14.1	▲7.4	▲26.9	▲21.5	▲16.5
百貨店販売額	1.0	0.8	▲6.4	6.5	0.2	1.5	0.6	▲0.4	3.5	▲17.7	13.7	6.3	0.4
スーパー販売額	0.3	0.2	▲3.6	3.4	▲0.1	0.9	▲0.2	0.2	0.2	▲10.1	6.3	4.8	▲0.6
商業販売・小売業	1.4	0.6	▲4.8	2.9	1.4	0.5	0.1	▲2.0	▲1.7	▲9.7	4.9	3.0	1.0
(衣類・身の回り品)	4.4	3.9	▲1.7	3.4	4.7	4.2	3.1	0.8	2.0	▲6.4	5.1	4.3	0.8
(飲料・食料品)	2.5	2.4	1.0	4.8	3.4	2.7	1.3	2.7	2.8	▲2.1	6.2	4.9	3.2
(自動車)	▲0.2	▲3.1	▲3.7	6.7	▲1.5	▲5.2	▲2.4	▲4.7	▲2.6	▲3.8	7.9	4.3	7.9
(家庭用機械)	▲3.8	▲4.4	▲16.8	4.9	▲5.3	▲1.0	▲6.4	▲8.3	▲9.6	▲27.6	11.1	8.8	▲3.7
(燃料)	0.0	▲3.8	▲17.8	▲10.5	▲1.1	▲5.3	▲4.7	▲15.6	▲17.9	▲19.9	▲9.1	▲12.0	▲10.5
(その他)	1.3	1.5	▲5.1	3.3	1.3	1.6	1.5	▲0.6	0.5	▲13.0	5.9	3.9	0.2
外食産業売上高	—	—	—	—	▲1.2	1.9	▲2.8	▲5.0	0.9	▲4.6	▲2.7	0.8	▲2.3

（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. 設備投資をけん引役に景気は回復基調を維持

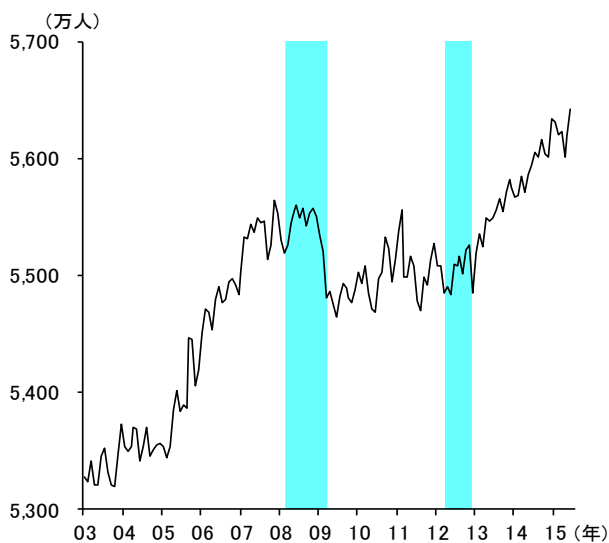
(1) 個人消費は持直しに向かうも、回復テンポは緩やか

15年4～6月の実質GDPは3四半期ぶりのマイナス成長となり、景気回復の足取りの重さが確認された。もっとも、4～6月のマイナス成長は、1～3月に高めの成長（前期比年率 4.5%増）となった反動が影響している側面もある。特に、1～3月は、国内民間需要の寄与度が年率で 4.7%に達するなど、持続可能な成長ペースを大きく上回っていたと考えられる。四半期ベースの統計は、ならしめてみることも必要であり、消費税増税後のボトムとなった昨年7～9月を起点に 15年4～6月までの平均成長率を計算すると、前期比 0.3%増（年率 1.4%増）となる。消費税増税に伴う駆け込み需要の反動がほぼ一巡した後、実質GDPは緩やかに水準を切り上げているとの見方ができる。輸出の落ち込みなどが響き、足元の景気が力強さを欠いていることは事実だが、景気は基調として回復の動きを維持していると考えられる。良好な雇用環境が続いていることや企業が投資意欲を高めていることから判断すると、景気は今後も回復基調を維持できると予想される。

個人消費の減少は4～6月のマイナス成長の主因の一つとなったが、気温の低い日が続くなど天候に恵まれなかったことや夏のバーゲン開始が7月にずれ込むなど、一過性の要因によるところも小さくなかった。また、軽自動車税が今年4月から引き上げられたため、4月以降は前倒し購入の反動も響いた。大企業を中心に昨年を上回るベースアップが決まったことや、雇用情勢が堅調を維持している（図表4）ことを考慮すると、個人消費の実勢はGDP統計が示唆するほどは弱くないと考えられる。

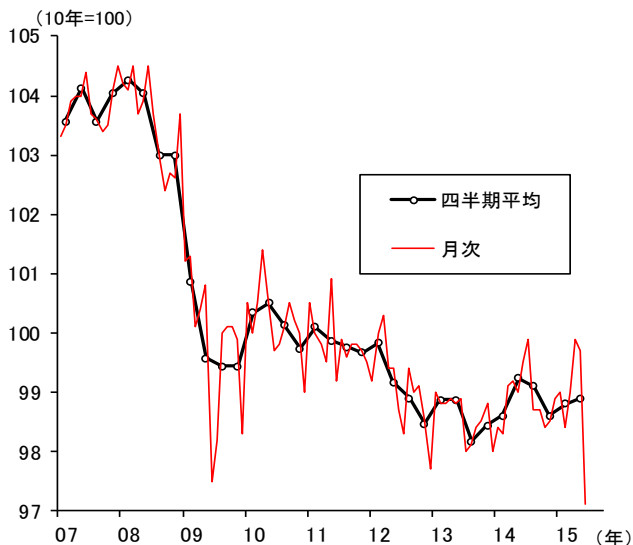
ただ、こうした一過性の要因を考慮しても個人消費の回復ペースの鈍さは否定できない。消費税増税前に膨らんだ大型耐久財の前倒し購入の影響がなお尾を引いていることも一因であるが、最大の要因は賃金の上昇ペースが緩慢にとどまっていることにある。1人当たり現金給与総額の水準を季節調整済み指数（10年=100）でみたものが図表5で

(図表4) 雇用者数の推移



(備考) 1. シャド一部分は景気後退期
2. 総務省「労働力調査」などより作成

(図表5) 現金給与総額(指数)の推移



(備考) 1. 10年を100とした季節調整済み指数
2. 厚生労働省「毎月勤労統計」より作成

ある。指標となる5人以上の事業所ベースの賃金は、13年7～9月をボトムに上向いているものの、過去と比較した足元の水準は低い。直近の15年4～6月は98.9と東日本大震災直前の11年1～3月(100.1)を1.2%下回っており、リーマン・ショック直後のボトムだった09年10～12月(99.4)の水準にもとどいていない。今年は夏のボーナスを6月に支給する企業の割合が低かった(7月以降に後ずれ)という事情もあるが、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。人手不足を背景に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。

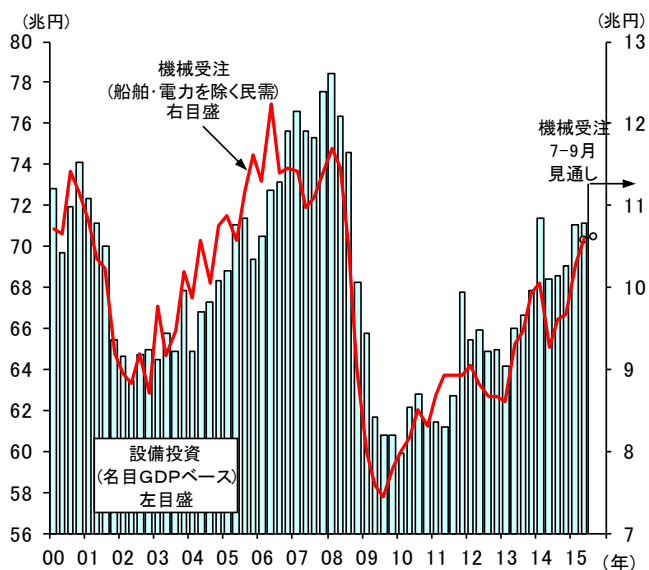
今年7月以降は一転して猛暑となったことから、エアコンなど季節関連消費が盛り返している。夏のセールがフルに寄与することもあって、7～9月の個人消費は高めの伸びが見込まれるが、基調的な動きは引き続き緩やかな回復にとどまると予想される。

(2) 設備投資が当面の景気回復のけん引役に

4～6月の設備投資(実質GDPベース)は、前期比0.1%減と3四半期ぶりに減少したが、1～3月に高い伸び(2.8%増)となった反動による一時的な減少と考えられる。実際、設備投資関連指標は、企業の投資意欲の底堅さを裏付ける結果となっている。例えば、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月は前期比2.9%増と受注見通し(7.4%減)を大幅に上回り、4四半期連続で増加した(図表6)。7～9月の受注見通しも前期比0.3%増と5四半期連続の増加が見込まれている。また、日銀短観(6月調査)の15年度設備投資計画は、大企業・製造業で前年比9.3%増と3月調査(1.2%減)から大きく上方修正されるなど、企業の投資意欲の強さを示唆している。

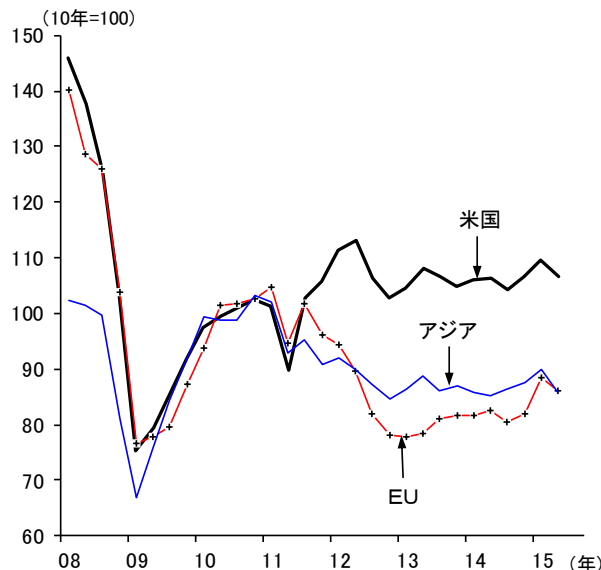
円安定着を受けて、自動車や電気機械を中心に生産拠点の一部を国内にシフトし始めたことも設備投資回復の追い風となる。こうした動きが広がれば波及効果も含めて国内

(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) 仕向け先別の輸出数量指数



(備考) 季節調整済み指数。内閣府資料より作成

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寄与するとみられる。

輸出は昨年半ば頃から回復の動きを強めつつあったが、4～6月は増勢一服となった。地域別の動きを輸出数量指数(季節調整値)でみると、4～6月は米国向けが前期比2.6%減、EU向けが2.5%減、アジア向けが4.6%減と主要地域向けの輸出数量は揃って減少した(図表7)。なかでもアジア向けはスマートフォン需要の減速を映して、電子部品や関連設備の輸出が振るわなかった。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、米国向け輸出の減少は、寒波や港湾ストによる1～3月の一時的な景気減速がやや遅れて影響したとみられる。足元の米景気が回復基調を取り戻しつつあるほか、欧州経済も緩やかに回復していることから、欧米向け輸出は持直しに向かうと予想される。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、底堅く推移する欧米経済と円安を追い風に、輸出は再び回復の動きを取り戻そう。

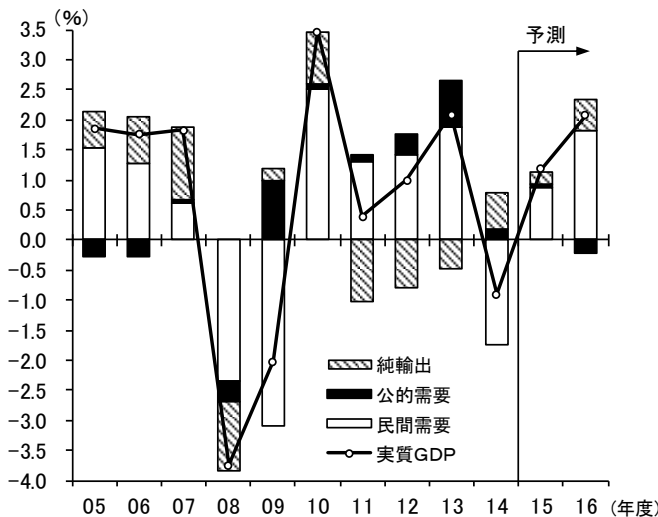
3. 実質成長率は15年度1.2%、16年度2.1%と予測

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1.5%から1.2%に下方修正した。ただ、円安やエネルギー価格の下落による企業収益の押し上げや家計の実質購買力の回復を背景に、景気は回復基調を維持するとの見方は変えていない(図表8)。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を維持しており、実質成長率は2.1%と前回予測を据え置いた。

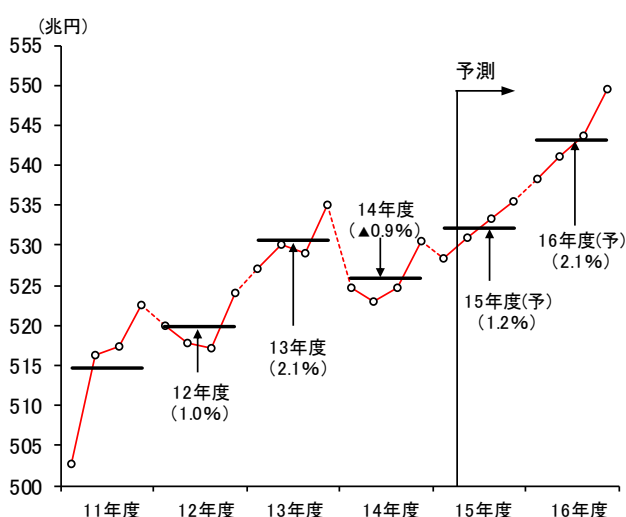
15年度の日本経済は、4～6月こそマイナス成長となったものの、7～9月以降は徐々に回復の勢いを取り戻すと予想される。広がりや欠きつつも賃金回復の動きが続いていることが個人消費の下支えとなるうえ、エネルギー価格の下落が実質購買力を押し上げ

(図表8) 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

る要因となる。底堅い雇用情勢を映して消費マインドも良好な状態を維持しよう。15年度の個人消費は緩やかながらも回復傾向を維持し、年度全体では前年比0.6%増とプラスに転じると予想される（14年度は3.1%減）。住宅投資は増税に伴う駆け込み需要の反動減が一巡したことに加え、金融緩和効果による住宅ローン金利の一段の低下がプラス要因となる。15年度の住宅投資は3.5%増と14年度の大幅減（11.7%減）から持ち直すと予測した。

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3.4%減と4年ぶりにマイナスに転じると予想される。

欧米経済は堅調に推移すると想定しているが、アジア経済の回復の足取りは重く、世界経済全体の回復ペースは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つつあり、4～6月に下振れした輸出は、再び回復の勢いを取り戻そう。一方、内需回復を受けて輸入も増加しようが、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、0.2%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1.9%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、再び駆け込み需要が盛り上がりすると想定している。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から、駆け込み需要の影響は13年度にくらべて小幅にとどまろうが、個人消費の伸びを高める要因となろう。

16年度は世界経済の安定成長が見込まれ、輸出は伸びを高めると予想される。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5.3%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3月10日に1ドル122円台と7年8か月ぶりの円安ドル高水準を記録したが、その後はドル売りが優勢となり、4月から5月上旬頃までは1ドル118円～120円程度で推移した。しかし、イエレンFRB議長が「年内の利上げが適切」と発

言したことなどから再びドル買いの動きが強まった。6月5日に発表された米雇用統計が堅調な結果を示したこともドル買い要因となり、同日の海外市場では1ドル125円台と約13年ぶりの水準まで円安ドル高が進んだ。ただ、6月10日の衆院財務金融委員会で黒田日銀総裁が、「ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れていくことはありそうにない」と発言したことをきっかけに円を買い戻す動きが広がった。6月末から7月上旬にかけてギリシャ債務問題が混迷したこともリスク回避の円買いを誘発した。もっとも、イエレンFRB議長が「年内の利上げが適切」との判断を維持していることに加え、今年1～3月に減速した米景気が上向いてきたこともあって、ドルの先高観は崩れていない。米国の利上げ開始が12月以降に遅れる可能性も小さくないが、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あり、中期的な円安ドル高の流れは当面も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125円、16年度1ドル125円と想定した。

(原油価格)

原油価格(WTI)は、15年3月18日の取引時間中に1バレル42.03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が、中東情勢を巡る地政学リスクの高まりを受けて、その後は買戻しが優勢となった。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。ただ、6月5日に開催されたOPEC(石油輸出国機構)総会で、日量3000万バレルとする現在の生産枠が据え置かれたことから、原油相場は再び軟調に転じた。7月に入ると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原油売りの要因となった。イランの核交渉が最終合意に達したことも、原油市場の長期的な供給過剰要因として意識され、7月20日には1バレル50ドルを下回った。ドル高の影響も商品市場全般の値下がり要因(ドル以外の通貨圏からみた割高感)になり、8月6日には1バレル45ドルを割り込んだ。さらに、中国の景気減速懸念が強まったことから、8月13日には一時1バレル41ドル台まで下落し、今年3月の安値を下回った。当面も原油需給の改善は見込みにくく、軟調な相場が続くと予想される。先行きについては、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57ドル、16年度1バレル62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)は、足元の日本経済の下支えに寄与しており、15年4～6月の公共投資は前期比2.6%増と2四半期ぶりに増加した。ただ、前年の補正予算(5.5兆円、14年2月6日成立)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4～6月の実質GDP（事前推定値）は、前期比年率2.3%増と潜在成長率（年率2%台前半）並みの伸びとなり、寒波や港湾ストなどの影響で減速した1～3月の0.6%増から持ち直した。需要項目別にみると、個人消費が前期比年率2.9%増と堅調に推移し、住宅投資が6.6%増と高い伸びを示した。一方、ドル高や原油安の影響で設備投資が0.6%減と11四半期ぶりのマイナスに転じた。企業の投資スタンスは慎重化しており、設備投資は弱い動きが続く可能性がある。ただ、景気動向の重要なカギを握る雇用情勢は引き続き堅調に推移している。7月の非農業雇用者数は前月比21.5万人増と3か月連続で20万人を超える増加となった。賃金の伸びは依然として緩やかにとどまっているが、雇用者数の増加に伴って家計全体の所得は伸びている。雇用環境の改善を背景に住宅投資も本格回復に向かい始めている。今後の米国経済は、個人消費と住宅投資を中心に順調な回復軌道をたどると予想される。実質成長率は、15年2.3%、16年2.3%と予測した。

<欧州>…15年4～6月のユーロ圏の実質GDPは、前期比0.3%増と1～3月（0.4%増）に比べて小幅減速したが、9四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経済は良好な雇用情勢を背景に個人消費が堅調に推移し、実質GDPは前期比0.4%増と全体をけん引した。フランスは前期比横ばいにとどまったものの、イタリア（0.2%増）とスペイン（1.0%増）はプラス成長を維持した。欧州の景気は緩やかながらも着実に上向いている。ギリシャのユーロ圏離脱といった最悪のシナリオが回避されたことから、欧州経済は今後も緩やかな景気回復を維持できると予想される。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1.3%、16年には1.6%と予測した。

<中国>…15年4～6月の中国の実質GDPは前年比7.0%増と、1～3月と同じ伸びにとどまった。政府目標である「7%前後」の成長を維持した格好だが、金融緩和や地方のインフラ整備の加速など政策効果に支えられている側面が大きく、景気の回復には弾みが付かない。個人消費は底堅さを維持しているものの、不動産開発を中心に固定資産投資が減速していることが背景にある。人件費の高騰や人民元高などで輸出も伸び悩んでいる。ただ、中国当局は、景気のでこ入れ策として金融緩和を進めていることに加え、8月11日には輸出下支えを狙って人民元の切下げに踏み切った。米国をけん引役に世界経済の回復基調も維持されていることもあって、中国の輸出は今後徐々に持ち直すとみられる。不動産開発投資の回復にはなお時間を要するとみられ、短期的には政府目標である7%成長を下回ることも考えられるが、成長率が大きく下振れする可能性も小さい。実質成長率は、15年7.0%、16年7.0%と予測した。

4. 日銀は現行の量的緩和政策を当面維持**(1) 原油安がコア消費者物価の押下げ要因**

消費税率の引上げ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6月は0.1%の上昇に鈍化した。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）。

エネルギー価格（ガソリン、灯油、電気、ガス）は、昨年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、今年に入ってからには押し下げ方向に寄与している。直近の15年6月のエネルギー価格は前年比7.0%下落し、この影響だけでコア消費者物価の前年比は0.7ポイント押し下げられている。原油市況は今年春には反発したものの、足元では再び軟調に推移していることから、エネルギー価格は当面も物価を押し下げる方向に寄与しよう。今年7～9月には前年比でみたエネルギーの押し下げ寄与度が1%に達するとみられ、コア消費者物価は一時的にマイナスに転じる可能性も高まっている。

ただ、4～6月に落ち込んだ個人消費は今後徐々に持ち直すとみられ、エネルギーを除いたモノやサービスの物価は緩やかながらも上昇傾向を維持しよう。15年度も基調的な物価上昇の動きは続くと予想しているが、エネルギー価格が物価の押し下げ要因となるため、コア消費者物価は前年比0.5%の上昇にとどまると予測した。

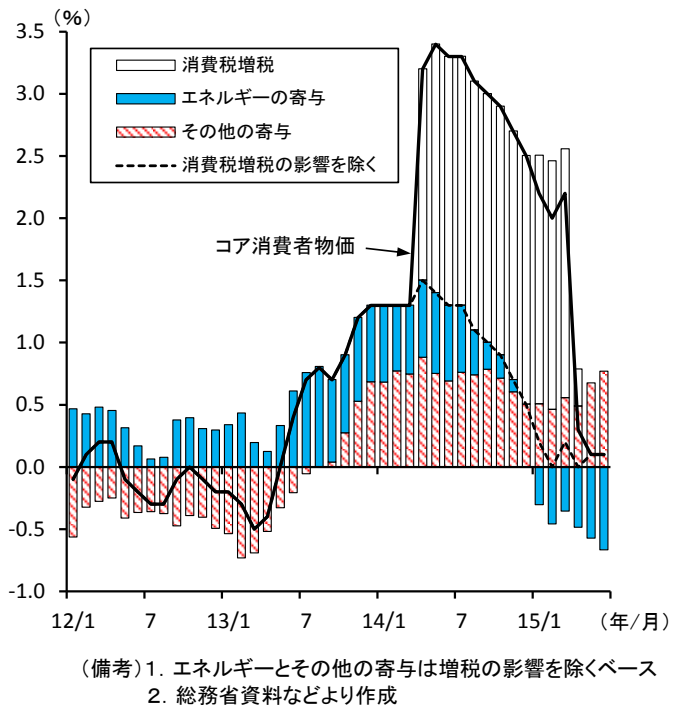
16年度には、賃上げの動きが中小企業にも広がってくことで、個人消費の回復テンポが高まると想定している。原油価格の上昇が前提となるが、エネルギー価格も物価を押し上げる方向に寄与しよう。日本経済は民需主導による自律回復局面に入り、消費者物価は徐々に上昇ペースを高めよう。年度下期にかけて日銀が目標とする2%の物価上昇が視野に入ってくる可能性がある。16年度平均のコア消費者物価の前年比上昇率は1.6%に高まると予測した。

（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7月14～15日に開催された金融政策決定会合では、4月末に発表された展望レポートの中間評価が行われた。景気が足踏みしていることを受けて、15年度の実質成長率は1.7%（前回は2.0%）に下方修正されたものの、16年度（1.5%）と17年度（0.2%）の見通しは据え置かれた。日銀はコア消費者物価の見通しも小幅下方修正したが、15年度は0.7%の上昇、16年度は1.9%の上昇と予測しており、2%の「物価安定の目標」

（図表9）コア消費者物価の前年比と寄与度



を達成できるとの基本的な見通しは維持した。

8月6～7日の金融政策決定会合後の記者会見でも、黒田日銀総裁は「物価上昇率が2%程度に達する時期は16年度前半頃」と見通しに変化がないことを強調したが、原油価格の動向次第では、「物価目標の達成時期が若干前後することもあり得る」とも述べた。実際、足元の原油価格は1バレル50ドルを割り込んでおり、日銀の前提（1バレル60ドルを出発点に、見通し期間終盤にかけて70ドル程度へ上昇）を下回っている。今後も原油市況の軟調が続いた場合には、物価見通しの下方修正を余儀なくされる可能性が高い。一方、黒田総裁は、「金融政策で重要なのは物価の基調的な動き」と明言していることから、原油価格の下落を主因とする消費者物価の下落については当面は静観すると考えられる。

ただ、足元のコア消費者物価がゼロ付近まで鈍化してきたことから、市場では追加的な金融緩和がいずれ必要になるとの見方は根強い。黒田総裁は、「原油価格が予想物価上昇率に響いて物価の基調的な動きに影響することになれば政策の調整を検討することになる」と、原油安を起点にデフレマインドが広がるリスクには警戒感を示している。物価の基調が下振れした場合には、追加緩和の可能性が高まろう。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	2.5	2.8
実質GDP	1.0	2.1	▲0.9	1.2	2.1
国内需要	1.8	2.5	▲1.4	0.9	1.6
民間部門	1.9	2.3	▲2.1	1.1	2.4
民間最終消費支出	1.8	2.5	▲3.1	0.6	1.9
民間住宅投資	5.7	9.3	▲11.7	3.5	5.7
民間企業設備	1.2	4.0	0.5	3.0	5.3
民間在庫品増加	▲1,259	▲3,686	▲1,264	▲1,225	▲2,227
政府部門	1.4	3.2	0.8	0.2	▲0.7
政府最終消費支出	1.5	1.6	0.4	1.1	0.8
公的固定資本形成	1.0	10.3	2.0	▲3.4	▲7.7
財・サービスの純輸出	8,571	7,264	11,213	12,438	15,879
財・サービスの輸出	▲1.4	4.4	7.9	1.6	8.4
財・サービスの輸入	3.6	6.7	3.6	0.3	5.4

（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	1.2	2.1
国内需要	1.8	2.6	▲1.5	0.9	1.6
民間部門	1.4	1.8	▲1.7	0.9	1.8
民間最終消費支出	1.1	1.5	▲1.9	0.3	1.1
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	0.4	0.8
民間在庫品増加	0.0	▲0.5	0.5	0.0	▲0.2
政府部門	0.3	0.8	0.2	0.0	▲0.2
政府最終消費支出	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2
公的固定資本形成	0.0	0.5	0.1	▲0.2	▲0.4
財・サービスの純輸出	▲0.8	▲0.5	0.6	0.2	0.5
財・サービスの輸出	▲0.2	0.7	1.3	0.3	1.5
財・サービスの輸入	▲0.6	▲1.2	▲0.7	▲0.1	▲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	125.0	125.0
原油価格(CIF、ドル/バレル)	114.1	110.0	89.0	57.0	62.0
（前年比、％）	0.0	▲3.6	▲19.1	▲35.9	8.7

（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	99.7 1.2	102.6 2.9
第3次産業活動指数 (前年比、%)	99.2 0.7	100.5 1.3	98.8 ▲1.7	100.0 1.2	101.4 1.4
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	2.7	▲1.4	1.5
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＞	0.5	1.6
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＞	0.9	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	79,309	169,137	188,048
前年差	▲100,835	▲39,359	▲27,777	64,594	89,828	18,911
名目GDP比(%)	1.7	0.9	0.3	1.6	3.4	3.6
貿易・サービス収支	▲50,306	▲92,753	▲144,635	▲93,142	▲28,780	▲17,940
前年差	▲105,483	▲42,447	▲51,881	51,493	64,362	10,840
貿易収支	▲22,097	▲52,474	▲110,187	▲65,659	▲8,713	▲3,153
前年差	▲102,428	▲30,377	▲57,714	44,528	56,946	5,560
サービス収支	▲28,210	▲40,280	▲34,448	▲27,482	▲20,067	▲14,787
前年差	▲3,054	▲12,070	5,832	6,966	7,415	5,280
第1次所得収支	143,085	144,823	173,820	191,797	216,639	223,387
前年差	3,825	1,738	28,998	17,977	24,842	6,748
第2次所得収支	▲10,927	▲9,577	▲14,471	▲19,346	▲18,722	▲17,399
前年差	822	1,350	▲4,894	▲4,875	624	1,323

(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	2.3	2.3
ユ ー ロ 圏	1.7	▲0.8	▲0.3	0.9	1.3	1.6
ドイツ	3.7	0.6	0.4	1.6	1.6	1.8
フランス	2.1	0.2	0.7	0.2	1.1	1.3
イギリス	1.6	0.7	1.7	3.0	2.5	2.2
中 国	9.3	7.7	7.7	7.4	7.0	7.0

(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