

2014 年 8 月 15 日

報道機関各位

調査レポート

2014／2015 年度経済見通し(2014 年 8 月)

～景気は持ち直すも、ペースは緩やかにとどまる～

- 2014 年 4～6 月期の実質GDP成長率は前期比－1.7% (年率換算－6.8%) と駆け込み需要の反動減によって大きく落ち込み、消費税率引き上げ後、景気は厳しい状況にあることが示された。中でも個人消費が、反動減による落ち込みに加え、実質所得の減少の影響によって前期比－5.0%と急減した。また、住宅投資、設備投資、公共投資が前期比で減少した一方、需要の減少を背景に在庫投資が急増した。この結果、内需の前期比寄与度は－2.8%となった。外需の前期比寄与度は同+1.1%と大幅なプラスとなったが、前期の反動と内需の悪化により輸入が減少したためであり、輸出は前期比でマイナスとなった。
- 2014 年度の実質GDP成長率は前年比+0.2%と小幅のプラスにとどまる見込みである。輸出が増加することや、公共投資や設備投資の下支えにより景気が後退局面に入るとは回避されるものの、実質所得の減少を背景に個人消費の回復が緩やかにとどまることから、ゲタ(+1.1%)を除いた年度中の成長率では－0.9%となる見込みである。内外需の寄与度は、内需が前年比－0.2%とマイナスとなるのに対し、外需は+0.4%とプラスに転じるが、力強さには欠ける。個人消費の回復が遅れる場合や、海外経済の悪化により輸出が低迷する場合には、景気が下振れるリスクが高まってくる。
- 2015 年度は、10 月に消費税率が 10%に引き上げられると想定しており、駆け込み需要と反動減が発生する。ただし、年度中の動きであるため、均してみると 2014 年度と比べるとマイナスの影響が小さい。2015 年度の実質GDP成長率は前年比+1.3%を予想する。前半は駆け込み需要も加わって景気が持ち直していこうが、後半は反動減によって悪化すると見込まれ、消費税率引き上げの影響で家計の状況が一段と厳しくなる中で、景気が後退局面入りする懸念が出てくる。ゲタ(+0.7%)を除いた年度中の成長率では+0.6%にとどまる見込みである。

(前年比、%)

	実質GDP		名目GDP		デフレーター	
	2014年度	2015年度	2014年度	2015年度	2014年度	2015年度
6月10日時点	0.7	1.2	2.6	1.5	1.8	0.3
今回	0.2	1.3	2.3	1.6	2.1	0.3

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

- 目次 -

1. 2014／2015年度の日本経済

～景気は持ち直すも、ペースは緩やかにとどまる

(1) 景気の現状～消費税率引き上げ後、景気は厳しい状況にある・・・・・・・・	2～3
(2) 景気後退局面入りは回避できるが、下振れリスクも強まる・・・・・・・・	4～7
(3) 2014／2015年度の経済見通し ～外需の寄与も小幅で、景気の回復ペースは緩やか・・・・・・・・	8～11

2. 経済活動からみた予測

(1) 企業・・・・・・・・	12～15
① 生産と在庫	
② 企業収益	
③ 設備投資	
(2) 家計・・・・・・・・	16～20
① 雇用	
② 所得・賃金	
③ 個人消費	
④ 住宅投資	
(3) 政府・・・・・・・・	21～23
① 政府最終消費支出	
② 公共投資	
(4) 海外部門・・・・・・・・	24～28
① 米国	
② 欧州（ユーロ圏）	
③ アジア	
④ 日本の輸出入	

3. 物価と金融市場の予測

(1) 物価・・・・・・・・	29～31
① 原油価格	
② 国内企業物価と消費者物価	
(2) 金融政策・・・・・・・・	32
(3) 金融市場・・・・・・・・	33～34
① 金利	
② 為替	
○ 日本経済予測総括表・・・・・・・・	35～38

1. 2014／2015 年度の日本経済

～景気は持ち直すも、ペースは緩やかにとどまる

（１）景気の現状～消費税率引き上げ後、景気は厳しい状況にある

13日に公表された2014年4～6月期の実質GDP成長率は、消費税率引き上げの影響を受けて、前期比－1.7%（年率換算－6.8%）と大きく落ち込んだ。落ち込み幅は、前回消費税が引き上げられた直後の1997年4～6月期の同－0.9%（同－3.5%）を上回っており、消費税率引き上げ後、景気が厳しい状況に陥っていることを示す内容であるといえよう。

消費税率の引き上げの影響を最も強く受けたのが家計部門である。個人消費は前期比－5.0%と、駆け込み需要で盛り上がった1～3月期の同＋2.0%から一転して大幅なマイナスとなり、マイナス幅は1997年4～6月期の同－3.5%を大きく越えた。反動減による落ち込みだけでなく、実質所得の減少が家計の購買力を減少させ、消費意欲も減退させた可能性が高い。住宅投資も、反動減によって住宅着工件数が急減していることを反映して、同－10.3%と2桁の落ち込みとなった。

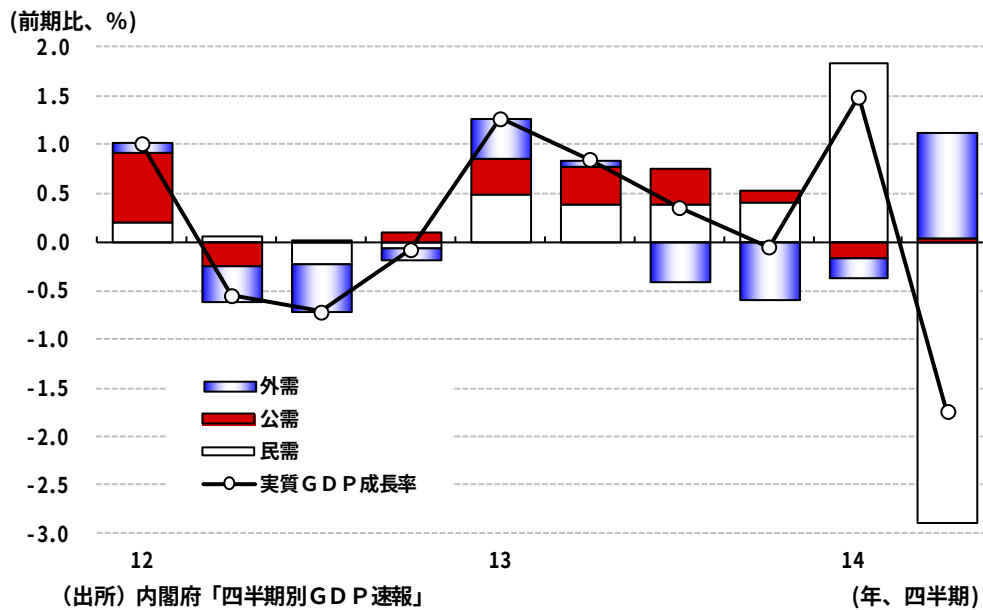
企業部門では、設備投資が前期比－2.5%と5四半期ぶりにマイナスに転じた。前期に急増した反動もあってマイナスとなったが、落ち込み幅は比較的小幅にとどまっており、企業業績が好調に推移する中であって、企業の設備投資マインドが急速に冷え込んでいるわけではなさそうである。一方、在庫投資の実質GDP成長率に対する前期比寄与度は＋1.0%と急上昇した。1～3月期に駆け込み需要によって在庫が減少したことへの反動増もあるが、それを勘案しても増加幅が大きく、需要の減少に伴って意図せざる在庫が積み上がっていると考えられる。

家計部門と企業部門を合わせた民需全体の前期比寄与度は－2.9%と大幅なマイナスとなった。一方、公的部門の前期比寄与度は横ばいとなったが、これは、経済対策による押し上げ効果の剥落によって公共投資が前期比－0.5%と2四半期連続で減少したものの、政府消費が前期比＋0.4%とプラスに転じたためである。以上の結果、内需の前期比寄与度は－2.8%まで落ち込んだ。

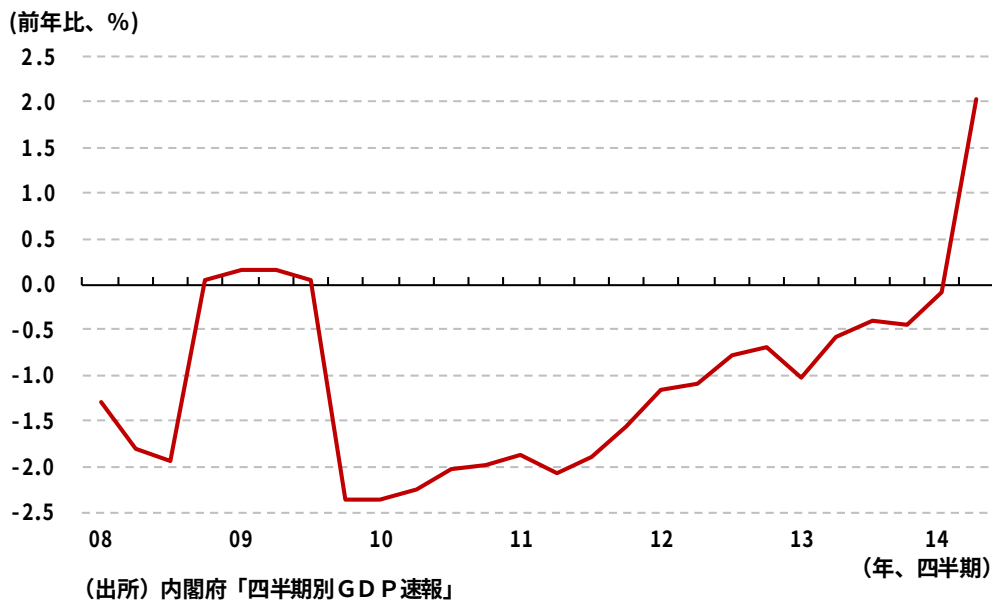
一方、外需の前期比寄与度は＋1.1%と4四半期ぶりにプラスに転じた。輸出は、海外景気の持ち直しが続き、円安が定着化している中でも低迷しており、前期比－0.4%と落ち込んだが、内需の急減を反映して輸入が同－5.6%と6四半期ぶりに落ち込んだことが全体を大きく押し上げた。

名目GDP成長率は前期比－0.1%（年率換算－0.4%）と落ち込みは小幅にとどまった。もっとも、これは消費税率引き上げによって名目値が押し上げられているだけであり、経済全体の総合的な物価動向を示すGDPデフレーターは前年比で＋2.0%（前期比では＋1.7%）と急上昇している（図表2）。

図表１．実質GDPの推移



図表２．GDPデフレーター推移



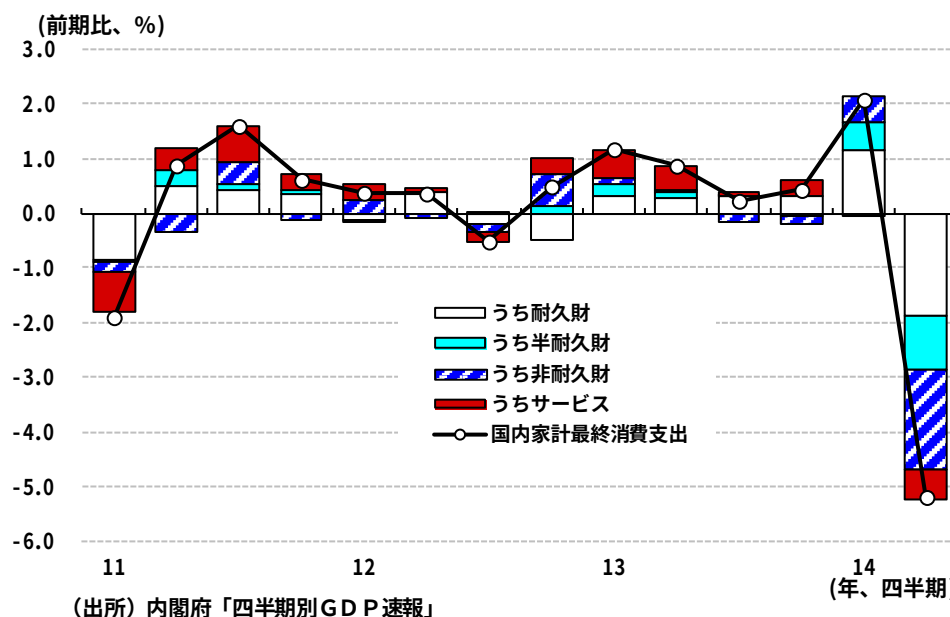
（２）景気後退局面入りは回避できるが、下振れリスクも強まる

4～6月期の結果は、消費税率引き上げ後、景気が厳しい状況に陥っていることを示す内容となった。

第一に、実質個人消費の落ち込み幅が大きい。増税直後は百貨店売上高の落ち込み幅が業界の想定範囲に収まっているとして個人消費に楽観的な見方も出ており、実際に底堅さを示す数字もあった。たとえば、新車登録台数（除く軽）は、3月末の受注残が4月以降に持ち越された影響や、ニューモデルの投入効果もあって落ち込み幅は小幅にとどまり、7月には前年比+0.3%とプラスに転じている。自動車販売については、消費税率引き上げの影響が、比較的小さかったようだ。しかし、個人消費全体でみると、大手の小売店を中心とした販売統計で示された以上に、実態は厳しかったようである。

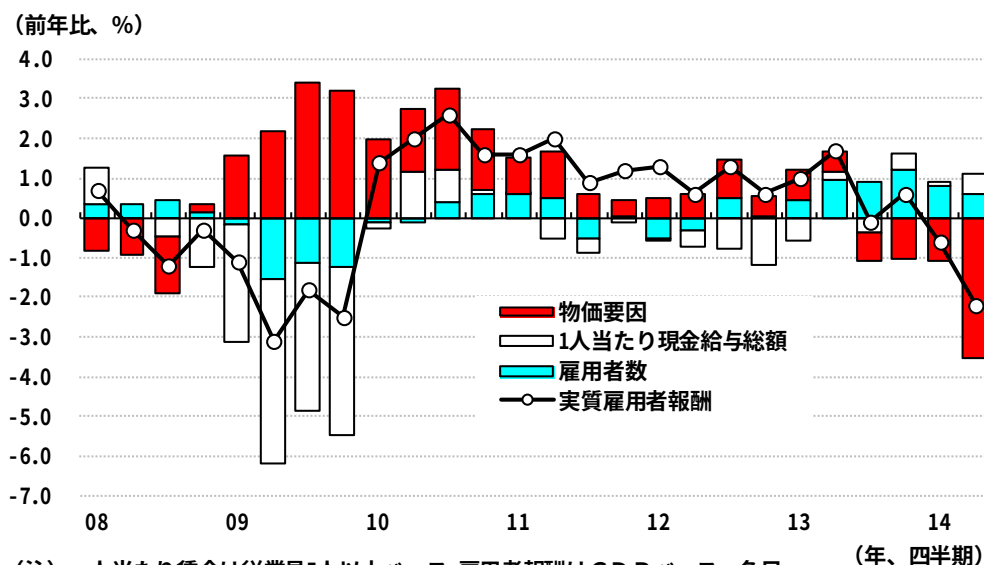
落ち込みの主因は、駆け込み需要の反動減で耐久財が大きく落ち込んだためであるが（前期比-18.9%）、1～3月期の伸び（同+13.0%）を大きく上回る落ち込み幅であったほか、半耐久財（同-12.3%）、非耐久財（同-7.0%）も急減しており、反動減はあまりみられないはずのサービス（同-0.9%）でも減少している（図表3）。

図表3．実質個人消費の内訳



今回の個人消費の急減の背景にあると考えられるのが、実質雇用者報酬の落ち込みである。雇用者報酬は、春闘でのベア復活や夏のボーナスの増加を反映して、名目では前年比+1.3%と順調に増加している（前期比では+0.6%）。しかし、物価の上昇をカバーできるほどの増加幅ではなく、図表4にあるとおり実質では同-2.2%と大きく落ち込んでおり（前期比では同-1.8%）、個人消費デフレーター（除く持ち家の帰属家賃）は同+3.4%も上昇している。

図表 4. 実質雇用者報酬の要因分解



(注) 一人当たり賃金は従業員5人以上ベース 雇用者報酬はGDPベース、名目
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」、内閣府「四半期別GDP速報」

こうした家計の実質購買力の減少に加え、増税が消費者のマインドにも悪影響を及ぼし、家計の節約志向を強めた可能性が高い。すなわち、今回の個人消費の大幅減少の背景には、反動減だけではなく、家計がすでに財布のひもを締め始めたことがあると思われる。

また、名目雇用者報酬の増加幅についても、雇用者の増加によって押し上げられている部分も大きく、同期の1人当たり賃金の上昇幅は前年比+0.5%にとどまっている。この程度の伸びであれば賃金が順調に増加している状態とはいえ、ベースアップの実施やボーナスの増加が、一部の企業に限られたものであった可能性が指摘できる。

雇用情勢の改善が続いていることは明るい材料である。ただし、6月の完全失業率が3.7%に上昇し、均してみると横ばい圏での動きにとどまっているなど、このところ改善の勢いが一服している。労働市場への参加者が増加したことが失業者数の増加につながっており、就業者数は高水準にあることを勘案すると、雇用情勢が悪化しているわけではないが、増税後の需要減少に伴って労働需給のタイト感が薄らいでいる可能性もある。

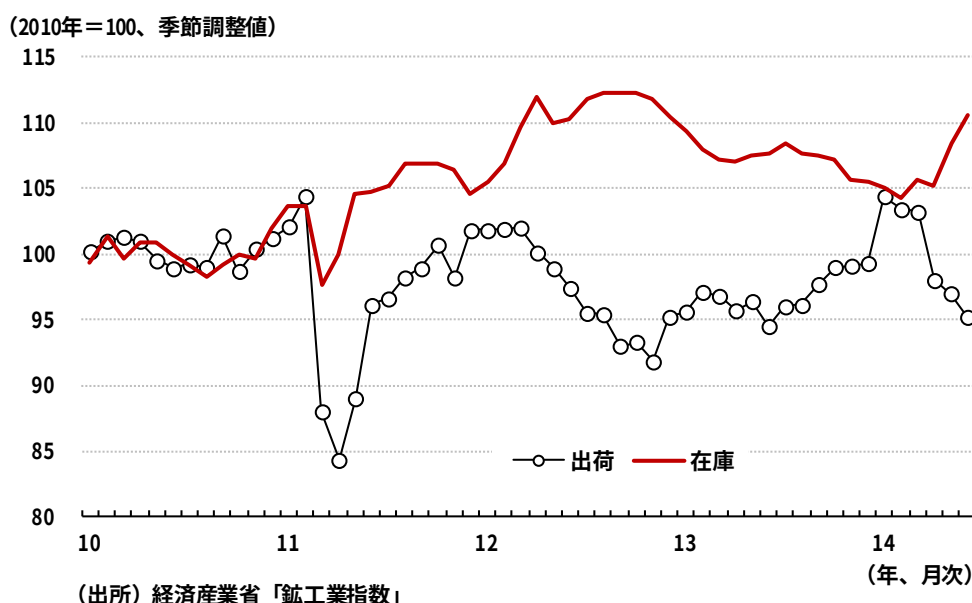
雇用情勢の改善がなかなか賃金の上昇にまでつながらないのは、雇用コスト増加に対する企業の慎重な姿勢が続いているためと考えられる。今後も雇用・賃金情勢は改善が進むと予想されるが、そのペースは緩やかにとどまりそうだ。そうであれば、反動減の影響が徐々に薄らぎ、徐々に持ち直してくると期待される個人消費の動きも、緩やかな改善にとどまる可能性が高い。

第二に、在庫が急速に積み上がっていることが懸念材料である。在庫の積み上がりは在庫指数においても示されていたが、今回の結果により、幅広い業種・段階でも在庫が増えていることが確認された。2次速報値で改訂される可能性はあるものの、現時点での寄与度の大きさは、リーマン・ショック後の2008年10～12月期の同+1.4%以来の高さであり、1997年4～6月期の同+0.8%を上回っている。これら2回の在庫急増時と同様、直後に在

庫の急速な圧縮がはかられ、生産活動が抑制される可能性が高い。

鉱工業生産指数は、駆け込み需要が本格化する前の今年 1 月をピークに低下基調にあるが、7、8月の生産予測調査では上昇が見込まれており（それぞれ前月比+2.5%、同+1.1%）、先行きについてはそれほど深刻な見方は広がっていない。しかし、最近では、企業が積み上がった在庫を早めに調整する傾向が強まっており、生産が大きく下振れる懸念もある。

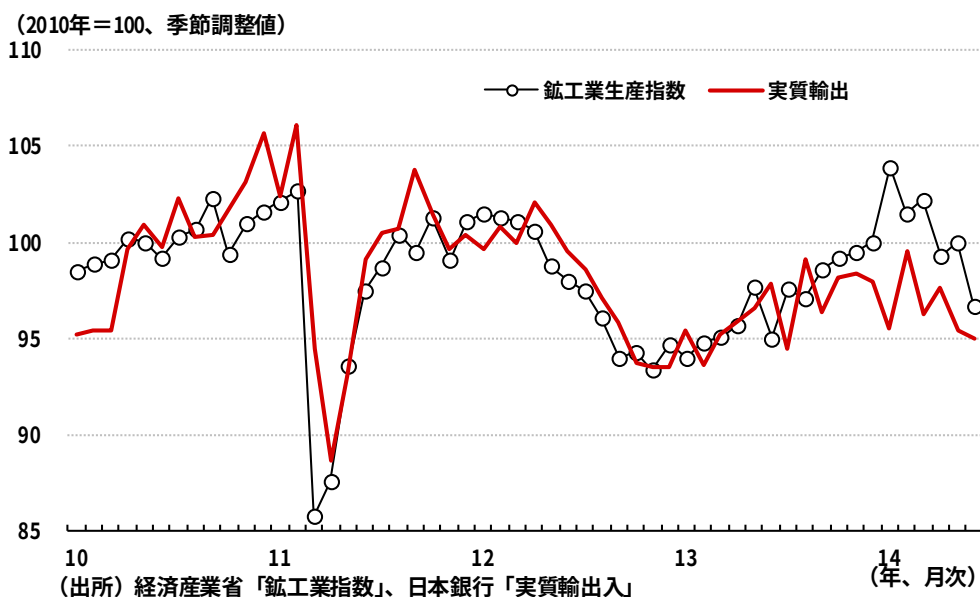
図表 5 . 出荷指数と在庫指数の推移



第三に、輸出が増えてこないことも懸念材料である。駆け込み需要に優先的に対応するため、3 月末にかけては一部の輸出が抑制されており、そうした反動が 4 月以降に現れるとの期待があった。しかし、足元の輸出数量指数などの動きから判断すると、輸出の動きは鈍いままであり、4～6 月期の実質輸出も前期比-0.4%と 3 四半期ぶりにマイナスに転じた。輸出と生産の動きはおおむね連動しており、輸出がこのまま低迷を続けるようであれば、国内生産にも影響が広がってくると考えられる。

これまで、生産拠点の海外移転が進んだことや輸出企業が輸出価格の引き下げを見送ってきたことの影響により、円安によって輸出数量が増加する効果はなかなか出てこなかった。しかし、円安基調に転換してからすでに 1 年半以上が経過しており、今後は円安効果が少しずつ出てくると期待されるうえ、海外景気の持ち直しが進展すれば輸出の動きも活発化してくると予想される。ただし、供給能力の制約もあって、そのペースは緩やかにとどまらざるを得ず、輸出が景気持ち直しのけん引役になることは難しいであろう。

図表 6 . 鉱工業生産指数と実質輸出



4～6 月期の大幅な落ち込みの反動に加え、2013 年度補正予算や 2014 年度予算の執行の本格化から公共投資の増加が見込まれること、海外経済の持ち直しによって輸出が増加すると期待されることなどから、2014 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比でプラスに転じる見込みであり、景気が後退局面に入ることは避けられるであろう。

しかし、実質所得の低迷が続く中では個人消費の持ち直しも力強さに欠けると考えられるうえ、在庫調整の進展により在庫投資がマイナス寄与に転じることなどを勘案すると、景気が順調に持ち直していく姿は描きづらい。中でも、実質所得の低迷については、今後も個人消費を抑制し続けることが懸念されるうえ、物価が一段と上昇することになればさらにマイナス効果が強まっていく。加えて、今後も輸出の低迷が続くようであれば、景気の持ち直しの勢いがさらに弱まることになる。

（３）2014／2015 年度の経済見通し～景気の回復ペースは緩やかにとどまる

見通しの前提条件として、今回の消費税率引き上げについては、予定通り 2015 年 10 月に実施されると想定したが、そのタイミングで経済対策が実施されることは、現時点では想定していない。なお、T P P（環太平洋経済連携協定）や安倍政権の成長戦略の効果については、予測期間中の景気に対する影響は軽微としたほか、今後も深刻な電力不足は回避される一方、原発の再稼働の有無についても経済活動への影響は軽微と考えた。さらに、2020 年の東京オリンピックの開催については、建設需要の増加を促すものの、単年度への影響は緩やかなものにとどまると想定した。

2014 年度は、4～6 月期の落ち込みの影響が大きく、年度全体の実質 G D P 成長率は前年比+0.2%と小幅プラスにとどまる見込みである。設備投資や外需の下支えにより景気が後退局面に入ることは回避されるものの、内需の伸びが弱いため、ゲタ（+1.1%）を除いた年度中の成長率では-0.9%となると予想される。

個人消費は、4～6 月期に急減した反動で、7～9 月期は増加に転じるであろう。大企業を中心に夏のボーナスが増加していることなども、個人消費の増加を促す要因となる。しかし、10～12 月期以降の持ち直しは緩やかなペースにとどまる可能性が高い。賃金やボーナスが増加に転じるとはいえ、大企業中心であって企業全体への広がりには欠ける。このため、所得の増加が増税による負担の増加をカバーするには至らず、実質可処分所得が大きく減少して家計の消費行動にマイナスの影響を及ぼすことになる。薄型テレビ、エアコン、冷蔵庫といった大型の家電製品については、駆け込みの動きが大きく、需要を相当先食いしたと考えられ、その反動減の影響も長期間にわたると見込まれる。

実質雇用者報酬は、消費税率引き上げの影響によって前年比-1.4%と 2009 年度以来、5 年ぶりに減少に転じる見込みである。雇用者の増加や 1 人当たり賃金の上昇を反映して、名目では前年比+0.9%と 5 年連続で増加する見込みであるが、物価の上昇幅がそれを上回るためである。この結果、2013 年度までは消費性向を高める形で増加し続けた実質個人消費は、2014 年度には前年比-1.4%と 2008 年度以来 6 年ぶりのマイナスに転じるであろう。

企業の設備投資は、業績の改善を受けて、緩やかな増加基調が続く見込みである。実質設備投資が 4～6 月期に前期比マイナスに転じ、同期の機械受注も前期比で大幅なマイナスとなったが、一時的な落ち込みであると考えられる。能力増強投資といった積極的な投資は引き続き手控えられるものの、競争力を維持するための投資、維持・更新投資、情報化投資などが行なわれ、景気を下支えする要因となろう。もっとも、2014 年度の企業業績は、消費税率引き上げ後の一時的な売上高の落ち込みや、円安による輸出価格の押し上げ効果が一巡すること、さらには人件費の増加や円安に伴うコスト負担の増加によって、利益率の改善が頭打ちとなり、小幅ながら減益となる見込みである。

公共投資は、2014 年度前半は、予算執行の前倒しや 2013 年度補正予算による総額 5.5

兆円の経済対策による押し上げ効果によって底堅さを維持できると予想されるが、年度後半には減少基調に転じるであろう。ただし、工事の遅れなどから予算の執行が公共投資の押し上げに結びついていないため、減少ペースも緩やかになる可能性があり、年度全体では前年比-1.0%と小幅の減少にとどまる見込みである。

一方、海外景気の持ち直しを背景に、輸出が緩やかながらも持ち直してくることが景気を下支えする要因となろう。円安効果の浸透もあって、これまで動きの鈍かった一般機械類や電子部品・デバイスなどが持ち直してくることが期待される。輸入においては、内需の落ち込みにより消費税率引き上げ後に一時的に減少した後も、増加ペースは緩やかにとどまると見込まれる。これまで輸入を押し上げてきたLNGなどのエネルギー需要の増加が一巡するためであり、今後は国内の電力需要に見合ったペースでの輸入量にとどまるであろう。

内外需の寄与度をみると、内需が前年比-0.2%と2013年度の同+2.7%から急低下し、2009年度以来のマイナス寄与に転じるのに対し、外需は同-0.5%から+0.4%と2010年度以来のプラス寄与に転じる見込みである。しかし、消費税率の引き上げによる家計部門の落ち込みを十分にカバーできるほどの力強い伸びではない。

四半期ごとの動きをみると、実質GDP成長率は、7~9月期には前期比+0.9%とプラス成長に転じると予想され、消費税率の引き上げをきっかけとして景気が後退期に入るとは回避できる見込みである。急減した反動によって個人消費が増加に転じることに加え、公共投資、設備投資の増加や輸出の持ち直しが下支え要因となる。もっとも、内需の低迷を反映して輸入が7~9月期も弱い伸びにとどまるものの、輸出の増加幅を上回ることから外需寄与度はマイナスに転じる見込みである。7~9月期の実質GDP成長率が予想通りの結果となれば、2015年10月からの消費税率の引き上げを決定する障害にはならないであろう。ただし、反動増の影響が大きいだけに、景気の回復力の強さについては10~12月期の結果をみなければ判断できないという慎重論が強まる可能性はある。

年度後半は、公共投資が減少基調に転じることが成長率の押し下げ要因となるが、設備投資や輸出の増加基調が維持されることから、景気の回復基調は維持できる見込みである。しかし、個人消費の回復テンポは鈍く、2013年度と比べると持ち直しのペースは大幅に鈍化することが避けられない。海外経済の悪化によって輸出が落ち込む場合や、個人消費が落ち込む場合には、景気が後退局面に入るリスクが出てくる。

なお、名目GDP成長率はプラスを維持し、伸び率も同+2.3%まで上昇する。もっとも、これは消費税率引き上げの影響を受けて見かけ上膨らんだものであり、デフレーターは同+2.1%まで上昇しよう。

こうした景気の動きを踏まえると、鉱工業生産指数は持ち直しが続くものの、そのペースは極めて緩やかであると予想され、在庫調整圧力の高まりから7~9月期も前期比でマイナスとなる可能性がある。年度全体でも、2013年度の前年比+3.2%に対し、同+0.2%と

わずかの増加にとどまろう。また、雇用情勢は引き続き改善傾向が維持され、一部の業種では人手不足感が強い状況が続こうが、企業の人件費の抑制姿勢は基本的には維持されるであろう。2014年度には企業業績が減益に転じることもあって、賃金の伸びがさらに高まってくるとは考えづらく、実質賃金は大幅なマイナスの状態が続く見込みである。

こうした状況下では、物価に上昇圧力はかかりづらい。消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年比+3.0%に上昇するが、消費税率引き上げの影響を除けば同+1.0%にとどまる。川上からの物価上昇圧力も、原油価格などの国際商品市況の安定が続くことや、為替円安が一巡することを受けて弱まってくる見込みであり、夏場以降は伸び率が鈍化していくと予想される。日本銀行の目指すターゲットの達成期限が近づきつつあるタイミングではあるが、物価上昇圧力は緩やかなままにとどまろう。このため、追加の金融緩和が実施される可能性も出てくる。

2015年度は、10月に消費税率が10%に引き上げられると想定しており、駆け込み需要と反動減が発生する。ただし、年度中の動きであるため、均してみると2014年度と比べるとマイナスの影響が小さい。個人消費も上期の増加によって年度では前年比+1.5%と増加するものの、下期には大きく落ち込む可能性があり、実質賃金が引き続きマイナスとなる中で弱い動きにとどまると予想される。

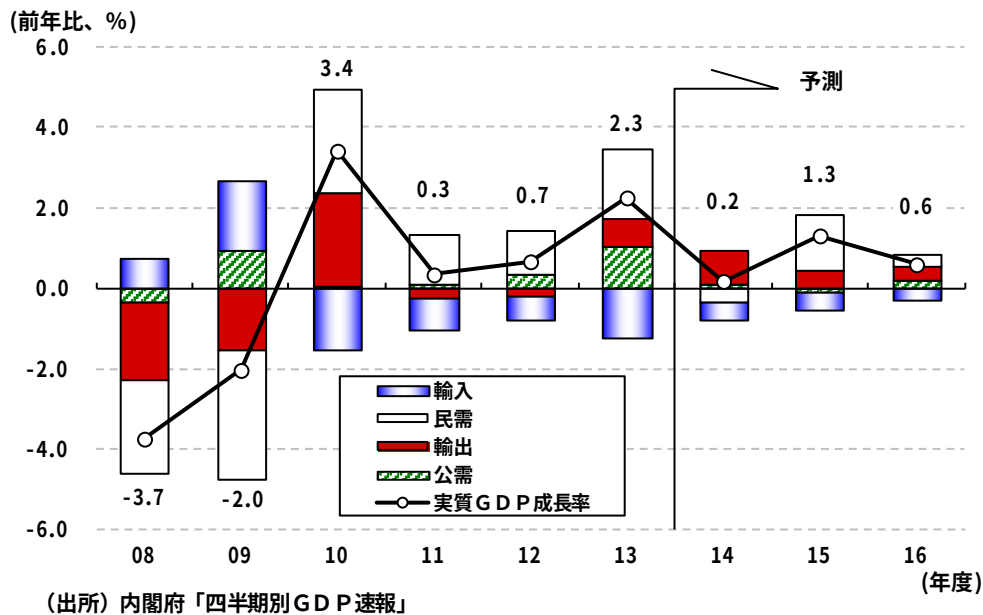
企業業績は改善に転じると予想されるものの、消費税率が引き上げられる中であっては力強さに欠けるであろう。このため、企業の設備投資意欲は高まりづらく、新規の投資は引き続き必要最低限のものに抑制される可能性が高い。

輸出は、2015年度中も増加基調を維持しよう。海外経済の回復基調が維持されることや、緩やかな円安が進む中で輸出競争力も徐々に回復してくると考えられる。しかし、海外移転の動きなどの構造変化が短期間のうちに修正されることは難しく、増加ペースは緩やかである。このため、内需の弱さを反映して輸入の伸びが緩やかにとどまるものの、外需寄与度は横ばいとなる見込みである。

公共投資については、経済対策の効果が剥落するため大幅なマイナスに転じる見込みである。ただし、現時点では見込んでいないが、消費税率の引き上げとともに再び経済対策が実施され、落ち込み幅が縮小する可能性がある。

2015年度の実質成長率は前年比+1.3%と予想する。前半は駆け込み需要も加わって景気が持ち直していくため、年度の成長率が高くなるものの、後半には反動減によって悪化する見込みである。後半は外需によって下支えされるが、輸出も力強い伸びは期待できず、消費税率引き上げの影響で家計の状況が一段と厳しくなる中で、景気が後退局面入りする懸念が出てくる。ゲタ（+0.7%）を除いた年度中の成長率では+0.6%にとどまる見込みである。なお、名目GDP成長率は同+1.6%と高い伸びを維持するが、消費税率引き上げの影響によるものであり、デフレーターは同+0.3%と引き続きプラスとなると予想される。

図表 7. 実質 GDP 成長率の需要別寄与度 (年度)



図表 8. GDP 成長率の見通し①

予測

上段は前期比%、中段は前期比年率%、下段、GDPデフレーターは前年同期比%

	2013年度				2014年度				2015年度				2013年度 (実績)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)	2015年度 (予測)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3				
名目 GDP	0.3	0.3	0.3	1.6	-0.1	0.9	0.5	0.5	0.4	0.3	0.1	0.2	1.9	2.3	1.6	0.8
	1.3	1.2	1.1	6.4	-0.4	3.4	2.2	2.0	1.7	1.3	0.4	1.0				
	0.7	1.9	2.0	2.9	1.9	2.7	2.7	1.8	2.3	1.9	1.2	1.1				
実質 GDP	0.9	0.4	-0.0	1.5	-1.7	0.9	0.1	0.5	0.5	0.7	-1.0	0.3	2.3	0.2	1.3	0.6
	3.4	1.4	-0.2	6.1	-6.8	3.7	0.4	2.2	2.0	3.0	-4.0	1.1				
	1.2	2.3	2.5	3.0	-0.1	0.5	0.6	-0.3	2.2	1.9	0.7	0.6				
デフレーター	-0.6	-0.4	-0.4	-0.1	2.0	2.1	2.1	2.1	0.1	0.1	0.6	0.5	-0.4	2.1	0.3	0.2

図表 9. GDP 成長率の見通し②

	前年度からのゲタ ①	年度中の成長率 ②	前年度比成長率 ① + ②
2013年度 (実績)	0.7 %	1.6 %	2.3 %
2014年度 (見通し)	1.1 %	-0.9 %	0.2 %
2015年度 (見通し)	0.7 %	0.6 %	1.3 %
2016年度 (見通し)	-0.1 %	0.7 %	0.6 %

(注) 四捨五入の関係で計算された数字が合わないこともある
(出所) 内閣府「四半期別 GDP 速報」

2. 経済活動からみた予測

(1) 企業

- 生産は2012年秋に底を打った後、回復が続いていたが、2014年4～6月期には消費税率引き上げ後の反動減などの影響により、6四半期ぶりに減少した。他方、在庫の水準も上昇しており、在庫調整圧力が高まっている。こうした中、生産は当面は抑制傾向で推移するが、秋ごろから回復に転じ、2015年の消費税率引き上げ直後を除けば、増加基調で推移すると見込まれる。もっとも、製造業の生産拠点の海外移転を背景に、増加のペースは緩やかなものにとどまると考えられる。
- 企業業績は、景気の持ち直しと、円安による売上高の増加により、製造業を中心に改善が続いている。2013年度は消費税率引き上げ前の駆け込み需要も加わり大幅な増益となった。2014年度は、消費税率引き上げによる売上高の一時的な減少やコスト増加による利益率の悪化により、小幅な減益となるが、2015年度以降は緩やかな増益が続くと見込まれる。
- 今後、人口減少が本格化し、国内需要の伸びが期待しづらくなる中、企業は国内の新規投資には慎重な姿勢にあり、需要の拡大が見込まれる新興国など海外の生産拠点へと投資対象をシフトさせている。このため、円安が進んでも、設備投資の国内回帰は見込めない。業績改善を背景に、しばらくは設備投資は更新投資などを中心に増加基調を続ける可能性が高い。

図表 10. 企業部門の見通し一覧

	予測												上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2013年度				2014年度				2015年度				2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
鉱工業生産 指数	1.6	1.8	1.8	2.9	-3.8	-0.2	1.0	0.7	0.9	1.8	-1.6	0.3	3.2	0.2	2.5	1.5
	-3.0	2.3	5.8	8.2	2.7	0.7	-0.2	-2.4	2.5	4.6	1.8	1.3				
在庫指数	0.4	-0.1	-1.9	0.2	4.6	-2.7	-1.7	0.2	0.5	-1.7	1.5	-0.7	-1.4	0.2	-0.5	0.3
	-2.9	-3.5	-4.3	-1.4	2.8	0.5	0.3	0.2	-3.8	-2.6	0.4	-0.5				
売上高	-0.5	0.8	3.9	5.2	1.1	1.4	0.6	0.1	3.1	3.5	1.1	0.9	2.4	0.8	2.1	1.5
経常利益	24.0	24.1	26.6	20.2	-1.1	5.0	-4.6	-4.8	6.5	6.2	0.5	-0.4	23.6	-1.8	3.1	1.3
売上高経常利益率	4.68	4.57	4.91	4.89	4.59	4.67	4.69	4.72	4.75	4.77	4.68	4.69	4.76	4.64	4.69	4.68
設備投資	1.4	0.6	1.4	7.7	-2.5	0.7	1.0	1.4	0.6	3.0	-0.8	0.6	2.7	5.0	4.4	2.1
	-2.7	-0.9	1.2	11.6	7.1	7.1	6.7	0.6	3.7	6.0	4.2	3.5				
在庫投資	-0.3	0.0	-0.1	-0.5	1.0	-0.5	-0.0	0.1	0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.4	0.2	-0.1	0.1

(注1) 売上高、経常利益、経常利益率は法人企業統計季報ベース、設備投資、在庫投資は実質GDPベース

(注2) 売上高、経常利益、売上高経常利益率の予測は2014年4～6月期以降

(注3) 売上高、経常利益は前年同期比%、在庫投資は前期比寄与度

(注4) 売上高経常利益率の四半期は季節調整値

①生産と在庫

a. 現状

鋳工業生産は 2012 年秋を底に回復が続いていたが、2014 年 4～6 月期は前期比－3.8%と 6 四半期ぶりに減少した。輸出向けの伸びが弱い状況が続くなか、消費税率引き上げ後の反動減の影響などにより国内向けが大幅に減少した。

需要の減少を背景に、生産者在庫は増加しており、内訳をみると駆け込み需要の反動の影響が大きいと考えられる自動車や家電などの耐久消費財の在庫の増加が顕著である。

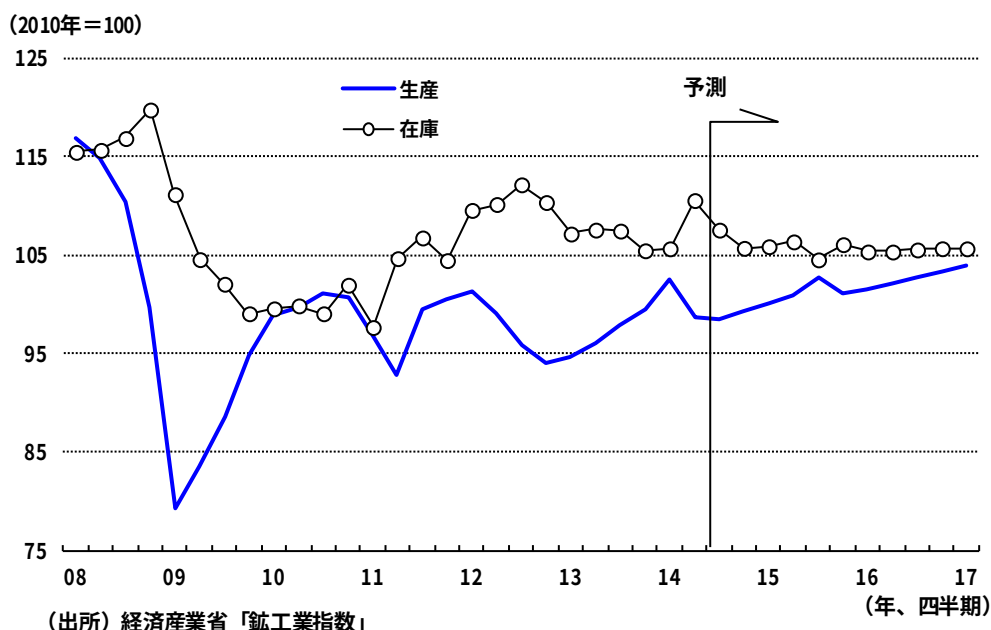
b. 見通し

鋳工業生産は、2014 年 7～9 月期は在庫調整圧力の高まりにより、自動車などの消費財では減産を強いられることとなり、全体では弱い動きになると見込まれる。しかし、10～12 月期には消費財が持ち直すことに加えて、設備投資関連財が増加基調で推移し、全体としては増加に転じると見込まれる。もっとも、消費増税後の落ち込みの影響により、2014 年度の鋳工業生産は前年比＋0.2%の増加にとどまるだろう。

2015 年度以降については、2015 年 10 月の消費税率引き上げ後を除けば、国内需要の増加や輸出の緩やかな回復を背景に鋳工業生産は増加基調で推移すると見込みである。2015 年度は＋2.5%、2016 年度は＋1.5%と予測する。

足元で増加している生産者在庫は、生産の抑制によって調整が行われると見込まれ、調整後は基本的には需要に応じた水準で安定して推移するであろう。

図表 11. 生産・在庫指数の見通し



②企業収益

a. 現状

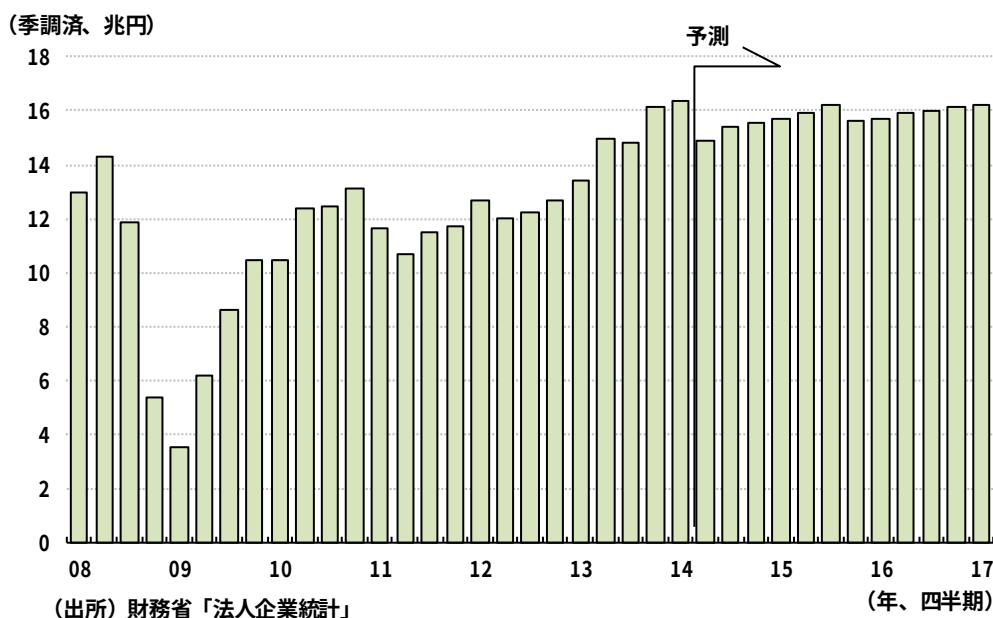
企業業績は大企業製造業を中心に順調に改善している。法人企業統計季報ベースでは、2013年度の経常利益（金融業、保険業を除く）は前年比+23.6%の62.3兆円と大幅に増加し、2006年度の59.5兆円を上回って、過去最高となった。企業のコスト削減努力に加え、景況感の改善や消費税率引き上げ前の駆け込み需要を背景に内需が拡大したこと、製造業では円安効果で円建ての売上高が拡大したことなどが利益の押し上げ要因となった。

b. 見通し

2014年度は、円安の一巡により、円安による売上高の押し上げ効果が薄らぐ一方で、輸入コストの増加や人件費の上げ止まりなどが利益の押し下げ要因になると見込まれる。また、消費税率引き上げ直後の売上高の一時的な落ち込みの影響も大きいと考えられ、経常利益は前年比-1.8%と小幅な減少となるが、高水準を維持するだろう。

2015年度以降の経常利益は、2015年10月に予定されている消費税率引き上げ後の反動減の影響を受けて一時的に減少するものの、リストラによる収益力の向上を背景に、緩やかな増加基調を維持するものと見込まれる。

図表 12. 企業利益（経常利益）の見通し



(2) 家計

- 雇用・賃金情勢は消費税率引き上げ後も改善が続いている。一人当たり賃金は所定内給与が下げ止まる中、所定外給与や特別給与の伸びに支えられて増加傾向にある。もっとも、消費税率の引き上げ分を含む物価上昇に見合うだけの賃上げが行われるとは考えにくく、今後も実質所得は減少を余儀なくされるだろう。
- 2014年4～6月期の個人消費は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動により、大きく落ち込んだ。7～9月期には急減の反動から増加に転じると見込まれるが、実質所得が大幅に減少する中では、その後の持ち直しペースは緩やかにとどまろう。2015年10月の消費税率引き上げ時には駆け込み需要と反動減が発生するが、引き上げ幅が前回よりも小さいため、盛り上がりや落ち込みは小幅にとどまると考えられる。
- 2014年以降、住宅着工は駆け込み需要の反動により減少傾向にある。着工は、目先も弱い動きが続くが、消費税率10%への引き上げを見据え、税の優遇措置が受けられる契約の期限である2015年3月末にかけて再び駆け込み需要が発生すると見込まれる。しかし、その後は、反動減もあって低迷しよう。

図表 14. 家計部門総括表

予測																
	2013年度				2014年度				2015年度				2013年度 (実績)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)	2016年度 (予測)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3				
一人当たり所得(前年比)	0.2	-0.4	0.4	0.1	0.5	0.6	0.6	0.3	0.5	0.5	0.5	0.2	0.1	0.5	0.4	0.3
所定内給与	-0.4	-0.7	-0.6	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.5	0.2	0.1	0.1
所定外給与	0.1	2.2	5.5	5.3	4.7	2.6	0.8	0.3	1.4	2.6	1.0	0.7	3.3	2.1	1.4	0.8
雇用者数(前年比)	0.9	0.9	1.2	0.8	0.6	0.1	0.1	-0.0	0.1	0.2	-0.1	-0.1	1.0	0.2	0.0	0.0
雇用者報酬(前年比)	1.2	0.6	1.6	-0.5	1.3	0.8	0.8	0.4	0.6	0.5	0.2	0.1	1.0	0.9	0.4	0.3
完全失業率(季調値)	4.0	4.0	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.5	3.6	3.9	3.6	3.5	3.4
春闘賃上げ率	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1.80	2.05	1.90	1.90
個人消費(前期比)	0.7	0.2	0.4	2.0	-5.0	2.5	0.1	0.3	0.4	1.2	-1.8	0.4	2.5	-1.4	1.5	0.1
(前年比)	1.8	2.4	2.3	3.5	-2.5	-0.3	-0.6	-2.3	3.4	2.1	0.2	0.3				
可処分所得(前年比)	-0.5	0.0	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.6	0.4	0.2
消費性向	99.4	100.1	100.6	101.5	101.3	101.6	101.7	101.4	102.1	102.5	102.6	102.7	101.5	101.4	102.1	102.8
住宅投資(前期比)	2.1	4.7	2.4	2.0	-10.3	-4.7	-2.0	4.2	7.1	-5.4	-8.4	-0.4	9.5	-10.3	-0.9	-5.5
(前年比)	6.8	8.5	10.4	12.1	-1.9	-10.9	-14.6	-12.6	4.2	3.3	-3.3	-7.5				
新設住宅着工戸数	98.0	99.0	104.1	93.4	88.7	88.3	89.9	92.4	93.9	89.2	86.7	85.2	98.7	89.7	88.7	85.6
持家	8.4	1.1	5.1	-10.3	-5.0	-0.5	1.8	2.8	1.6	-4.9	-2.9	-1.8	35.3	28.6	28.4	28.0
	35.1	35.0	38.6	31.9	28.4	27.6	28.5	30.6	31.5	28.0	27.2	26.9				
	7.0	-0.2	10.3	-17.3	-11.2	-2.8	3.4	7.2	3.2	-11.3	-2.6	-1.4				
貸家	35.5	35.8	38.9	37.8	37.5	36.8	36.9	37.1	37.4	36.0	35.0	34.3	37.0	37.0	35.6	33.7
	11.7	0.6	8.9	-2.9	-0.8	-2.0	0.4	0.6	0.7	-3.8	-2.7	-1.9				
分譲	27.2	27.6	25.5	23.6	22.8	23.4	23.9	24.1	24.4	24.7	23.9	23.4	25.9	23.5	24.1	23.3
	6.8	1.6	-7.5	-7.5	-3.7	2.9	2.1	0.9	1.0	1.6	-3.5	-2.0				

(注1) 一人当たり所得は「毎月勤労統計」ベースで対象は事業所規模5人以上、雇用者数は「労働力調査」ベースで補完推計による参考値を含め新基準に基づく値

(注2) 雇用者報酬は名目値、個人消費は実質値、ともにGDPベース

(注3) 春闘賃上げ率は厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況について」ベース

(注4) 可処分所得は名目値、消費性向は「1-貯蓄率」で4四半期移動平均値、ともにGDPベースで2013年4～6月期から予測値

(注5) 住宅投資はGDPベースで実質値、新設住宅着工戸数は上段が季節調整済年換算値(万戸)で下段が原数値の前年同期比(%)

(注6) 新設住宅着工戸数を除き、単位はすべて%

①雇用

a. 現状

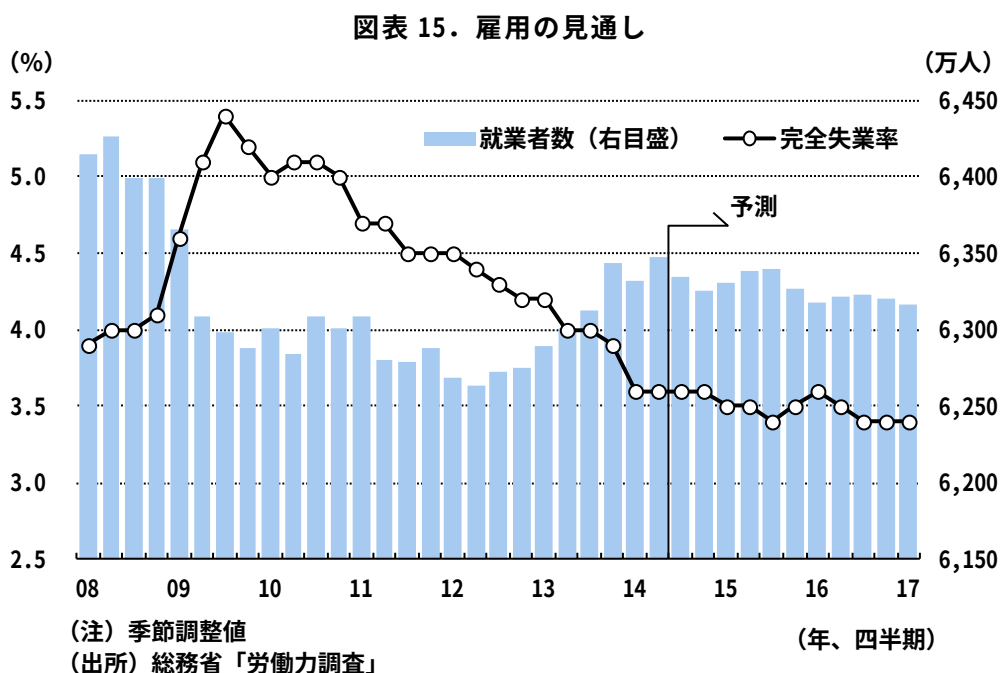
2014年4～6月期の完全失業率は3.6%と低水準を維持した。消費税率引き上げ後も雇用情勢の改善が続いており、就業者数は前年差+47万人（季調済前期差+15万人）、雇用者数は前年差+34万人（季調済前期差+9万人）と増加している。また、有効求人倍率（新規学卒者を除きパートタイムを含む）も1.09倍（前期差+0.04ポイント）と上昇しており、企業の人手不足感は強まったままである。

b. 見通し

生産年齢人口の減少が続く中で、当面、労働需給はタイトな状態が続くと見込まれ、完全失業率も低水準で推移しよう。ただし、足元の完全失業率が構造失業率（労働市場で需給が均衡している時の失業率）に近づいている可能性があることや、業種間や職種間のミスマッチが雇用増加の妨げになっていることから、低下余地は限られつつある。このため、今後、雇用情勢の改善ペースは、緩やかになると見込まれる。

なお、2015年10月には消費税率のさらなる引き上げが予想されるため、直前期には駆け込み需要への対応として、パートタイム労働者などの非正規雇用を中心に労働需給が引き締まり、失業率が一時的に低下する可能性がある。

完全失業率は、2014年度に3.6%（前年差-0.3%ポイント）に低下した後、2015年度は3.5%（同-0.1%ポイント）、2016年度は3.4%（同-0.1%ポイント）と緩やかな低下が続くと予測する。



②所得・賃金

a. 現状

一人当たり賃金（現金給与総額）は緩やかに持ち直しつつあり、2014 年 4～6 月期は前年比+0.5%と 3 四半期連続で増加した。所定内給与は春闘によるベースアップ（ベア）の効果もあって 9 四半期ぶりに前年割れを回避し、所定外給与も企業活動の持ち直しを背景に前年比+4.7%と高い伸びが続いた。また、特別給与についても同+1.3%と増加が続き、賃金全体を押し上げた。

さらに、2014 年 4～6 月期の名目雇用者報酬（GDPベース）も、一人当たり賃金と雇用者数がともに増加したことから、前年比+0.6%の増加となった。しかし、同時にデフレーターも上昇しているため、実質では前年比-2.2%と大きく減少している。

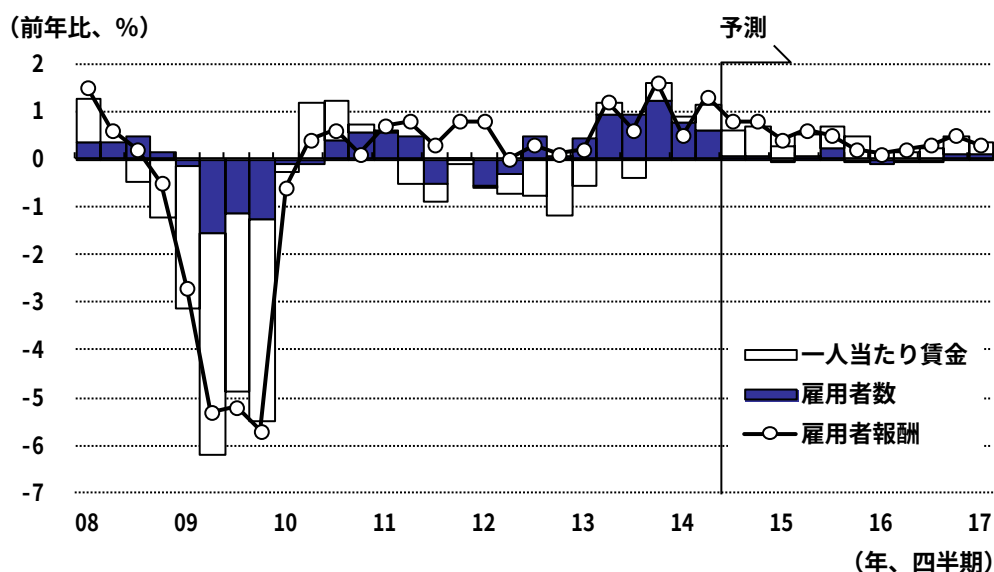
b. 見通し

今後も、所定内給与は、緩やかな持ち直しを続け、所定外給与も伸び率は徐々に縮小するものの、企業活動の回復を背景に増加が続くだろう。さらに、特別給与も、企業利益の拡大を背景に増加が続くと見込まれ、賃金全体を押し上げるとみられる。

一人当たり賃金は、2014 年度は前年比+0.5%、2015 年度は同+0.4%、2016 年度は同+0.3%と緩やかながらも増加が続くと予測する。ただし、企業の固定費増加に対する警戒感が強いため、消費税率の引き上げ分を含む物価上昇に見合うだけの賃上げが行われるとは考えにくく、今後も実質所得は減少を余儀なくされるだろう。

名目雇用者報酬も、2014 年度は前年比+0.9%と増加した後、2015 年度は同+0.4%、2016 年度は同+0.3%と緩やかな増加にとどまると予測する。

図表 16. 所得の見通し



（注）一人当たり賃金は従業員5人以上ベース 雇用者報酬はGDPベース、名目
（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」、内閣府「四半期別GDP速報」

③個人消費

a. 現状

2014年4～6月期の個人消費（GDPベース、実質民間最終消費支出）は、前期比－5.0%と、駆け込み需要で盛り上がった1～3月期の同+2.0%から一転して大幅減となった。

財別にみると、耐久財が前期比－18.9%と大きく減少したほか、半耐久財（同－12.3%）や非耐久財（同－7.0%）も大きく落ち込んだ。

もっとも、月次で見ると個人消費（実質消費総合指数）は、増税直後の4月は前月比－8.2%と大きく落ち込んだものの、5月は同+1.5%、6月は同+0.7%と増加が続いており、持ち直しの動きが見えはじめている。

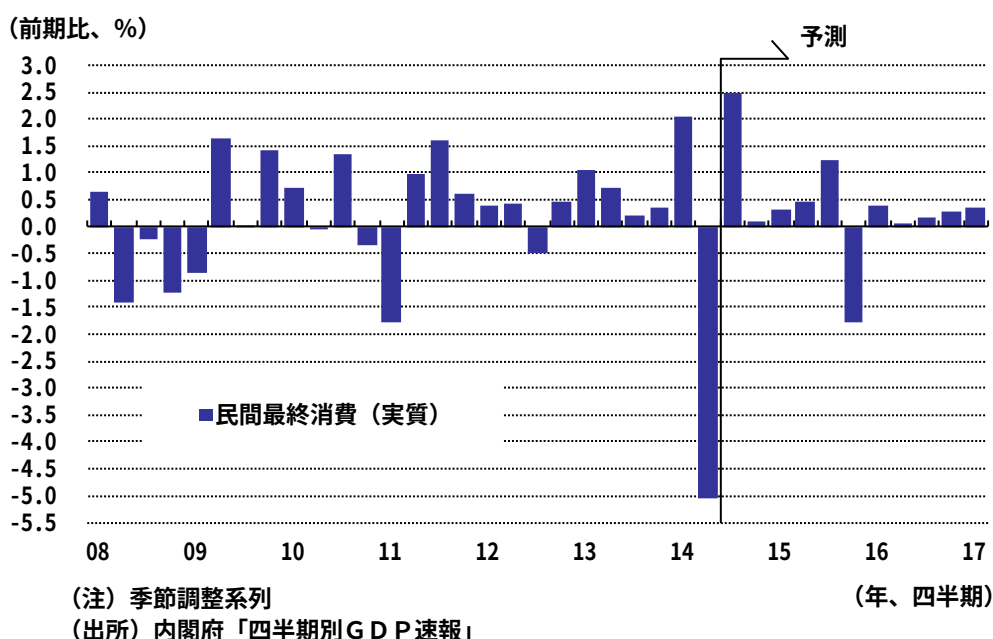
b. 見通し

個人消費は、7～9月期には大幅な落ち込みの反動から増加に転じると見込まれる。しかし、消費税率の引き上げや物価の上昇を背景に実質所得が大幅に減少しているため、10～12月期以降は小幅の増加にとどまると予想する。

2015年度に入ると、10月に消費税率のさらなる引き上げが予定されているため、その前後で駆け込み需要と反動減が発生し、消費は再び大きく振れると見込まれる。しかし、引き上げ幅が前回よりも小さいことから、盛り上がりや落ち込みは小幅にとどまるであろう。

実質民間最終消費支出は、2014年度に前年比－1.4%と6年ぶりに減少した後、2015年度は駆け込み需要もあって同+1.5%と再び増加に転じるが、追加の消費税率引き上げ後はさらに所得環境が悪化するため、2016年度は同+0.1%とわずかな増加にとどまるだろう。

図表 17. 民間最終消費支出（実質）の見通し



④住宅投資

a. 現状

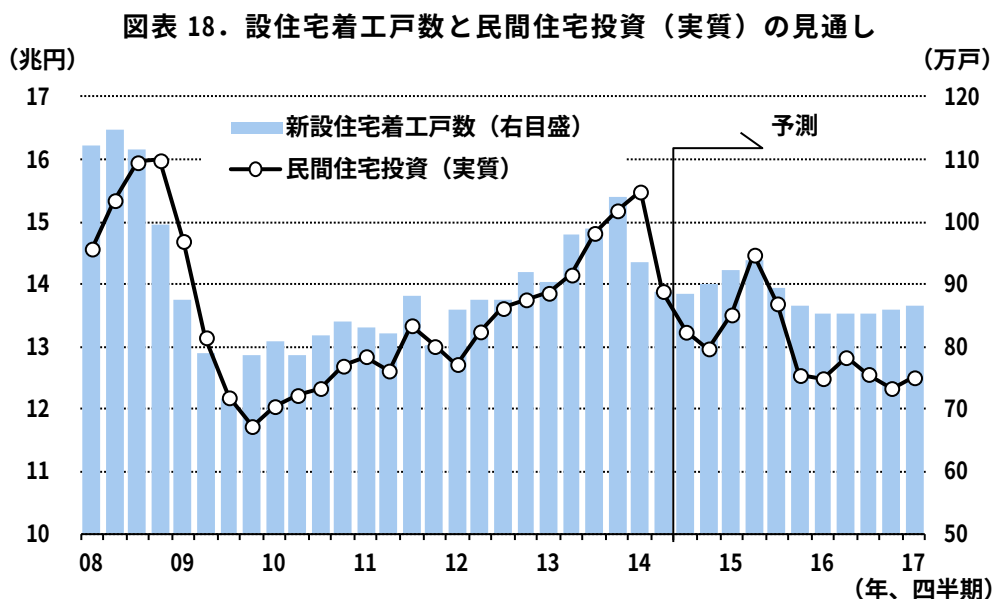
2014 年以降、住宅着工は駆け込み需要の反動により減少傾向にある。2014 年 4～6 月の新設住宅着工戸数は、季調済年率換算値で 88.7 万戸（前期比－5.0％）と 2 四半期連続で減少した。利用関係別に見ると、貸家（同－0.8％）は相続税対策としての需要もあって底堅いものの、持家（同－11.2％）や分譲マンション（同－16.1％）は大きく減少している。

こうした中、GDP ベースの住宅投資も減少している。2014 年 4～6 月期の実質民間住宅投資（GDP ベース）は、前期比－10.3％と 9 四半期ぶりに減少した。なかでも、これまで着工床面積を押し上げていた持家の着工が急減している影響が大きいと考えられる。また、資材価格の高騰や労働者の賃金上昇などを背景に建設コストは増加傾向にあり、デフレーターは高い伸びを続けている。

b. 見通し

足元でも持家の受注は戻っておらず、貸家の着工も増勢に一服感が見られることから、住宅着工は目先、弱い動きが続くと見込まれる。しかし、消費税率 10％への引き上げを前に、税の優遇措置が受けられる契約の期限である 2015 年 3 月末にかけて再び駆け込み需要が発生するとみられ、着工は年度末にかけて緩やかに持ち直すと見込まれる。しかし、その後は、駆け込み需要の反動減もあって低迷しよう。着工戸数は、2014 年度に 89.7 万戸（前年比－9.2％）と落ち込んだ後、2015 年度は 88.7 万戸（同－1.1％）、2016 年度は 85.6 万戸（同－3.5％）と引き続き減少すると予測する。

こうした着工の動きに合わせ、実質民間住宅投資（GDP ベース）も、2014 年度に前年比－10.3％と大きく落ち込んだ後、2015 年度は同－0.9％、2016 年度は同－5.5％と減少を続ける見込みである。



(3) 政府

- リーマン・ショック以降、景気後退を受けて相次いで打ち出された景気対策の実施と景気の悪化を背景とする税収の大幅な減少により財政赤字は拡大し、政府債務残高は大幅に増加した。また、高齢化の進展を背景に社会保障関係費が増加する一方、そのための安定的な財源が確保できていないことが財政赤字を拡大させる一因でもあり、財政の健全化と社会保障の安定化の両立が日本経済にとって大きな課題となっている。
- こうした課題に対応するため、社会保障・税一体改革法に基づき、消費税率は2014年4月に8%に引き上げられた。予定通り2015年10月に消費税率を10%に引き上げるかどうか、今後、経済動向の検討を行ったうえで、今年末までに決定される予定である。
- 安倍政権は、デフレから脱却して経済を再生させるための三つの主要政策の一つに「機動的な財政政策」を掲げ、事前防災や減災対策などを目的に2012年度補正予算で10兆円を超える経済対策を実施し、公共事業関係費を大幅に増額した。その効果により2013年度の公共投資が大幅に増加した。さらに、消費税率引き上げに伴う景気下振れリスクに対応することなどを目的に、2013年度補正予算により総額で5.5兆円の経済対策が実施され、予算の執行が本格化してきている。
- このように2年連続で経済対策が実施されたこともあり、政府支出（GDPベース）は、2014年度までは増加が続くだろう。経済対策による押し上げ効果が剥落する2015年度は公共投資の大幅な減少により、政府支出は減少に転じるものの、2016年度は政府最終消費の増加により、政府支出は再び増加すると見込まれる。

図表 19. 政府部門総括表

	予 測												上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2013年度				2014年度				2015年度				2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
政府支出	1.6	1.5	0.5	-0.6	0.2	0.4	0.2	-0.5	-0.4	0.1	0.1	0.1	4.2	0.4	-0.4	0.8
	3.3	4.9	5.5	3.1	1.2	0.5	0.1	0.0	-0.0	-0.5	-0.9	-0.3				
政府最終消費	0.4	0.2	0.2	-0.1	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3	1.8	0.9	1.3	1.1
	2.5	2.2	1.8	0.7	0.6	0.7	0.9	1.3	1.2	1.4	1.3	1.2				
公共投資	5.8	7.1	1.4	-2.5	-0.5	1.1	-0.8	-3.5	-3.2	-1.3	-0.8	-0.4	15.1	-1.0	-7.3	-0.7
	8.1	18.9	20.8	11.6	5.2	-0.4	-2.5	-3.9	-6.4	-8.4	-8.5	-5.7				

(注) すべてGDPベースで実質値

①政府最終消費支出

a. 現状

政府最終消費支出（GDPベース、以下、政府消費）は、実質ベースでは医療費や介護費などの現物社会給付を中心に増加傾向にある。2014年4～6月期には前期比+0.4%、前年比+0.6%と増加した。

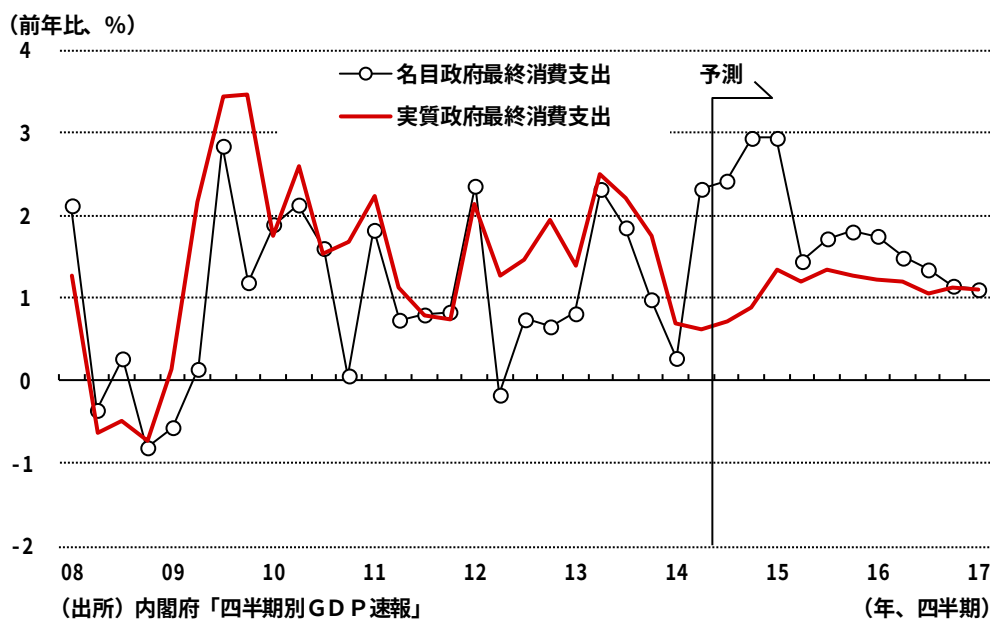
なお、4～6月期の政府最終消費支出デフレーターは前年比+1.7%と、1997年10～12月期の同+1.8%以来の高い上昇率となった。その理由として、消費税率が引き上げられたことがあげられる。また、東日本大震災からの復興のための財源を捻出することを目的に、2012年度以降、本来水準から平均で7.8%の引き下げが実施されていた国家公務員の給与が2014年度に本来水準に戻された。こうした国家公務員の給与の引き上げが政府最終消費支出デフレーターの上昇率を押し上げたと考えられる。

b. 見通し

今後も高齢化が進展すると見込まれることから、医療や介護に対する需要の増加が続く。こうした需要の拡大とともに公的負担も増え続けることになる。実質政府消費は現物社会給付を中心に、2014年度は前年比+0.9%、2015年度は同+1.3%、2016年度は同+1.1%と増加が続くだろう。

また、消費税率の引き上げや国家公務員の給与の本来水準への引き上げに伴う名目ベースの前年比の増加率の拡大は2014年度を通じて続く。このため、2014年度の名目政府消費は前年比+2.7%と、2001年度（+3.5%）以来の高い伸びとなる見込みである。

図表 20. 政府最終消費支出の見通し



②公共投資

a. 現状

2014年4～6月期の実質公共投資（GDPベース）は、2012年度補正予算で実施された経済対策による押し上げ効果の剥落により、前期比－0.5%と減少が続いた。もっとも、前年比では+5.2%と増加が続いており、水準としては高いと言える。

b. 見通し

政府は2014年2月に成立した2013年度補正予算の執行に関して数値目標を設定しており、公共工事については契約が前倒しで行われている。公共投資の先行指標である公共工事請負額の4～7月の累計額は前年比+11.4%と、高水準だった前年同期を上回っており、今後は2013年度補正予算の押し上げ効果が本格化してくると見込まれる。もっとも、建設業では人手不足を背景に供給制約が強まっており、建設需要のいっそうの拡大に対応することは難しいとも考えられる。また、今後も2012年度補正予算の押し上げ効果の剥落が続くうえに、人件費や資材価格の高騰を受けて、公共投資デフレーターが上昇することは、実質ベースの公共投資の増加を抑制する要因になる。

こうしたことから、実質公共投資は、2014年度に前年比－1.0%と減少に転じ、2013年度補正予算の押し上げ効果が剥落する2015年度には同－7.3%と減少幅が拡大するだろう。2016年度は同－0.7%と減少幅は小幅となる見込みである。

図表 21. 公共投資（実質）の見通し



(4) 海外

- 世界景気は緩やかな拡大が続いている。米国では景気の緩やかな拡大が続く中で、FRBが秋にも量的緩和第3弾（QE3）を終了させる見込みである。欧州では、景気の持ち直しが一服しているうえ、ウクライナ情勢の緊迫化が懸念される。新興国では、中国景気が経済対策を受けて緩やかに加速した。治安の改善からタイ景気にも持ち直しの兆しがみられるが、フェリー沈没事故の影響から韓国景気は減速している。
- 先行きの世界経済も緩やかな成長が見込まれる。米国景気は、引き続き民需主導の緩やかな回復基調を維持しよう。欧州景気は、内需が力強さを欠く中で、輸出主導の緩慢な持ち直しが続くと思われる。中国景気は、過剰生産能力の解消が依然ネックであるものの、7%台半ばの成長テンポを維持しよう。
- 日本の輸出（通関統計、数量ベース）は、今後、世界経済の緩やかな回復を受けて増加すると見込まれるが、増加のペースは緩やかなものにとどまるだろう。日本の輸入（同）は、国内景気の持ち直しを受けて、増加傾向で推移すると考えられる。
- 日本の貿易収支（国際収支ベース）は2011年度に赤字に転じた後、2013年度には輸入の大幅な増加により、赤字額は過去最大となった。2014年度は輸入の伸びが抑えられることもあって、貿易赤字は減少するものの、今後も大幅な赤字が続く。第一次所得収支の黒字により、経常収支は黒字を維持するものの、低水準にとどまるだろう。

図表 22. 海外部門総括表

	2013年度				2014年度				2015年度				2013年	2014年	2015年	2016年
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
米国実質GDP	1.8	2.3	3.1	1.9	2.4	1.8	1.5	2.8	2.6	2.7	2.7	2.6	2.2	1.8	2.7	2.5
(前期比年率)	1.8	4.5	3.5	-2.1	3.9	2.1	2.2	3.0	3.0	2.4	2.4	2.5		-	-	-
ユーロ圏実質GDP	-0.6	-0.3	0.5	0.9	0.7	0.9	1.0	1.2	1.6	1.7	1.7	1.9	-0.4	0.9	1.5	1.9
(前期比年率)	1.3	0.4	1.2	0.8	0.2	1.6	1.6	1.5	1.8	1.8	1.8	2.1		-	-	-
アジア実質GDP	6.5	6.8	6.7	6.4	6.4	6.6	6.7	6.6	6.6	6.7	6.7	6.6	6.6	6.5	6.7	6.6
(うち中国実質GDP)	7.5	7.8	7.7	7.4	7.5	7.5	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.5	7.7	7.5	7.6	7.4
													2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
													(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
経常収支 (兆円)	1.8	0.6	0.0	-1.4	0.6	0.6	0.9	0.8	0.9	0.5	1.0	0.7	0.8	2.7	2.9	3.0
貿易収支 (兆円)	-1.7	-2.3	-2.8	-3.9	-2.2	-2.4	-2.1	-2.4	-2.3	-2.7	-2.2	-2.5	-11.0	-9.3	-9.7	-9.8
輸出 (兆円)	16.8	17.2	17.8	18.3	17.5	18.3	18.9	18.6	18.4	18.7	19.3	19.0	69.8	73.2	75.4	76.9
輸入 (兆円)	18.4	19.5	20.6	22.2	19.7	20.7	21.0	21.0	20.7	21.4	21.5	21.5	80.8	82.5	85.1	86.7
サービス収支 (兆円)	-0.7	-0.9	-1.0	-1.0	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8	-3.5	-3.2	-3.1	-3.0
第一次所得収支 (兆円)	4.5	4.0	4.1	4.0	4.1	4.2	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	16.7	16.7	17.0	17.1
輸出数量 (前期比)	1.5	-0.9	0.1	0.1	-0.4	0.7	0.6	0.7	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	1.8	1.8
輸入数量 (前期比)	-0.9	2.6	1.7	2.8	-6.3	2.6	0.4	0.5	0.5	1.2	-0.9	0.4	2.3	-0.7	2.3	0.9
原油相場 (WTI、ドル/バレル)	94.2	105.8	97.5	98.7	103.0	98.8	96.9	96.4	96.0	95.6	95.3	95.0	99.0	98.8	95.5	94.3
原油相場 (ブレント、ドル/バレル)	100.8	106.2	106.8	104.4	106.2	103.5	102.2	101.6	101.1	100.8	100.5	100.2	104.5	103.4	100.6	99.4
ドル円相場 (円/ドル)	98.7	98.9	100.4	102.8	102.1	102.1	102.7	103.1	103.6	104.2	104.6	104.9	100.2	102.5	104.3	105.7

(注1) 米国、ユーロ圏、アジア、中国の実質GDPは、四半期が前年同期比、年は暦年の成長率の数値

(注2) 経常収支、貿易収支、サービス収支、第一次所得収支の四半期は季節調整値

(注3) 前期比年率、前期比の単位は%

①米国

a. 現状

米国景気は緩やかに拡大している。14年4～6月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+4.0%と、大寒波の影響から落ち込んだ1～3月期（同-2.1%）から勢いが反発した。需要項目別には、前期に大幅に減少した在庫投資が再び増加したことが目立つ。その他にも、個人消費や設備投資が勢いを強めた。さらに住宅投資や輸出も持ち直すなど、民需の復調が目立った。また政府支出も2四半期ぶりに増加に転じた。

金融政策面では、米連邦準備制度理事会（FRB）がQE3の段階的縮小（テーパリング）を推し進めている。直近8月の月次買い取り額は250億ドルと、最大時から650億ドルの削減が進んだ。テーパリングは14年秋に終了する公算が大きく、また政策金利（FFレート）の引き上げは早ければ2015年半ばになると見込まれている。

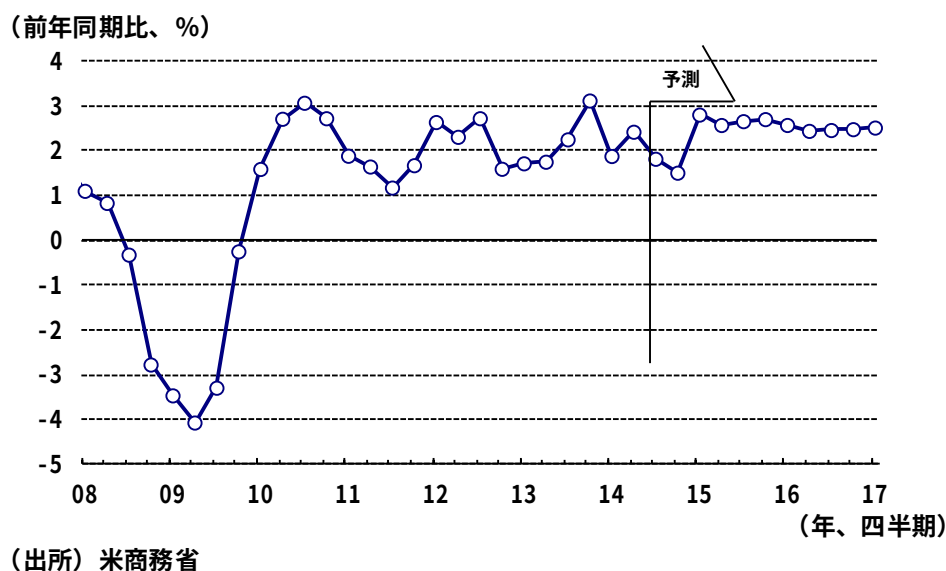
b. 見通し

米国の実質GDP成長率は2014年が+1.8%、15年が+2.7%になると予測した。

14年後半の米国景気は、個人消費の堅調や輸出・設備投資の回復などを受けて緩やかな拡大が続くと見込まれる。反面で、住宅投資は調整が続く、また財政再建の流れを受けて政府支出も弱めの動きになるだろう。もっとも、通年の成長率は年初の落ち込みの影響から低めにとどまる見通しである。15年前半は、雇用・所得情勢の改善を背景に個人消費が着実に増加し、その他の民需も回復が加速するために、景気は堅調に推移しよう。年後半は、FRBによる利上げを受けて景気は緩やかに減速するとみられる。ただ調整の動きは一時的なものにとどまり、16年以降は景気拡大ペースが再び緩やかに加速するだろう。

なおFRBによる金融政策については、テーパリングは2014年10月のFOMCを受けて終了すると見込んだ。その一方でFFレートは、現在年0.00～0.25%で据え置かれているが、早ければ2015年中頃に0.50%に引き上げられると予想した。

図表 23. 米国の実質GDP成長率の見通し



②欧州

a. 現状

ユーロ圏景気は緩やかな持ち直しが一服している。14年4～6月期の実質GDP（速報値）は前期比横ばいと、1～3月期（同+0.2%）から伸びが鈍化した。ドイツが前期比-0.2%と13年1～3月期以来の減少となった。イタリアも同-0.2%、フランスも2期連続のゼロ成長と停滞しているが、スペインは同+0.6%と3期連続で回復が加速した。

債務問題は徐々に収束しており、信用市場は安定している。ただポルトガルで銀行の経営問題が顕在化するなど、金融不安のリスクがくすぶっている。またユーロ高や圏内需要の腰の弱さから低インフレが進んでいることを受けて、欧州中央銀行（ECB）は6月の理事会で、下限金利（預金ファシリティ金利）を年-0.10%に引き下げるなどの追加金融緩和を行った。またウクライナ情勢の緊迫化が景気を下押すことへの懸念が高まっている。

b. 見通し

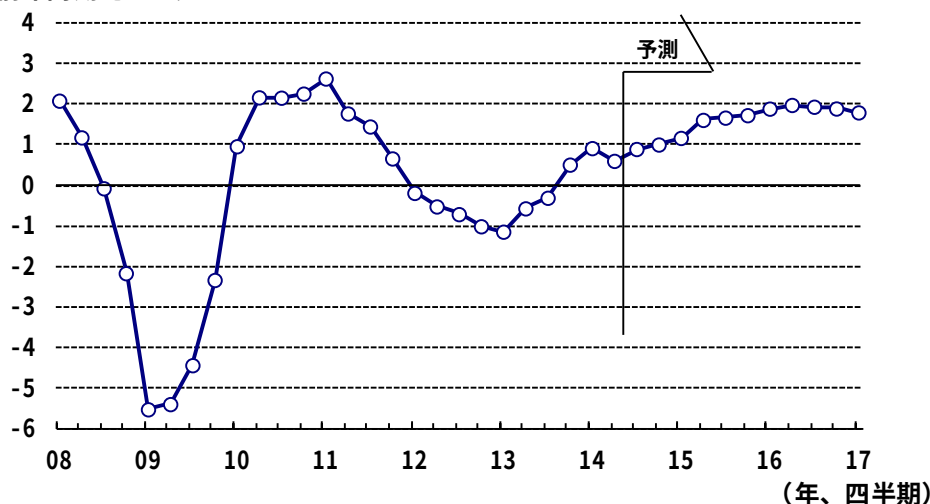
ユーロ圏の実質GDP成長率は2014年が+0.9%、15年が+1.5%になると予測した。

14年後半以降のユーロ圏景気は、世界経済の成長が緩やかに加速する中、輸出が持ち直すことを受けて、緩やかな回復が続くだろう。雇用・所得情勢の改善を反映して、個人消費も緩やかに持ち直すと考えられる。14年10月に公表される銀行の資産査定の結果は、銀行の財務内容が健全化していることを確認する内容になると予想される。その後は銀行融資も徐々に増加に転じるため、総固定資本形成も徐々に回復するだろう。

なおECBによる金融政策については、予測期間中も金融緩和が継続されると想定している。ECBは14年9月と12月に、最大で1兆ユーロに相当する期間4年の流動性供給オペ（TLTROs）を予定しており、引き続き大量の資金を供給する用意がある。ただ下限金利については、既に一定のユーロ安誘導に成功していることや、副作用として銀行融資の減少を促す恐れがあることなどから、0.00%に引き上げられる可能性がある。

図表 24. ユーロ圏の実質GDP成長率の見通し

（前年同期比、%）



（出所）欧州連合統計局

③アジア

a. 現状

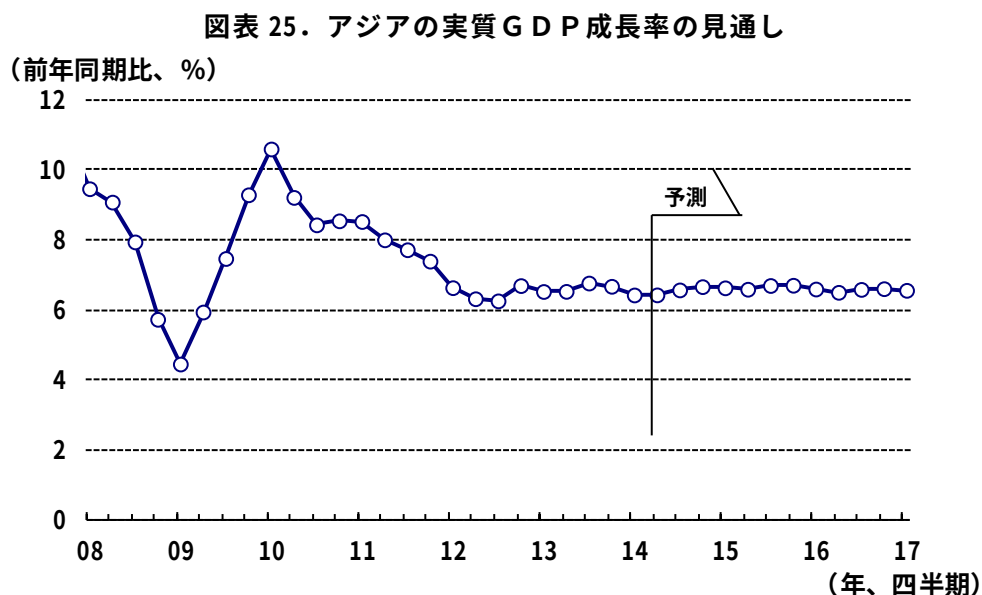
アジア経済の中核である中国の景気は足元、再び加速してきた。2014年4～6月期の実質GDPは前年同期比+7.5%と前期（同+7.4%）から小幅加速した。欧米先進国の景気回復に伴う輸出の持ち直しと4月以降実施された鉄道建設の加速、バラック住宅改造の加速、小規模・零細企業に対する税制優遇措置の拡充といったミニ景気刺激策の効果が現れている。

その他のアジア諸国をみると、先進各国や中国の景気回復傾向を背景に台湾の景気は緩やかながらも回復基調にある。また治安の回復を背景にタイの景気には持ち直しの兆しがみえる。しかし、その一方で韓国ではフェリー沈没事故がマインド面から景気の下押し要因になり、景気は減速しているなど、国ごとに状況にバラつきが見られる。

b. 見通し

中国の実質GDP成長率は2014年が+7.5%、15年が+7.6%になると予測した。先進国景気回復を背景に、輸出が増勢を強めて引き続き景気をけん引するとみられる。一方、過剰生産能力、バブル気味の不動産市場、大きく膨らんだシャドーバンキングなど4兆元の経済対策の負の遺産ともいえる諸問題への対応は、引き続き景気に対して下押し要因となるとみられるが、2013年11月の共産党大会で打ち出された「改革の全面的な深化」に沿った改革の着実な実施は潜在需要の顕在化を促し、景気押し上げ要因となるとみられる。

その他のアジア諸国に関しては、中国、並びに先進国向け輸出の増加が景気回復をけん引するとみられる。ただし、米国の利上げの影響から拡大テンポはいくぶん抑制されるとみられる（アジア全体の成長率は2014年+6.5%、2015年+6.7%）。



(注) 中国・NIEs・ASEAN4の成長率を名目GDPで加重平均した。

(出所) 各国統計局

④日本の輸出入

a. 現状

2014年4～6月期の実質輸出（GDPベース）は前期比－0.4%と3四半期ぶりに減少した。同時期の貿易統計の数量指数（内閣府による季調値）をみると、輸出は前期比－0.4%と減少しており、地域別では欧米向けは増加したものの、アジア向けで減少が続いた。

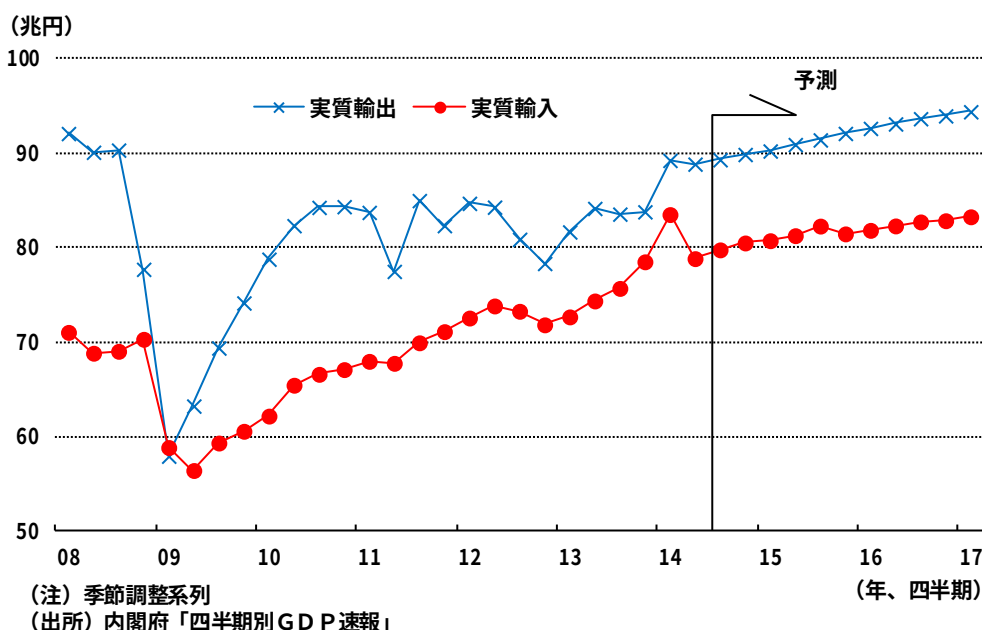
実質輸入（GDPベース）は、消費税率引き上げ後の反動減などにより、前期比－5.6%と6四半期ぶりに減少した。4～6月期の外需（＝輸出－輸入）の実質GDP成長率への寄与度は、輸入が大幅に減少したことによる押し上げの影響が大きく、+1.1%と4四半期ぶりにプラスとなった。

b. 見通し

実質輸出は今後、世界経済の回復が続く中、欧米向けを中心に緩やかに増加するだろう。実質輸入は今後、国内景気の持ち直しを背景に増加基調で推移すると考えられるが、予測期間を通じて、実質輸出の伸びが実質輸入の伸びを上回ると見込まれる。この結果、外需の寄与度は、2013年度の－0.5%から2014年度には+0.4%とプラスに転じ、2015年度は+0.0%、2016年度は+0.1%となる見込みである。

貿易収支の赤字額は、2013年度に消費増税前の駆け込み需要を背景とする輸入金額の増加などにより過去最大となったが、2014年度は輸入金額の伸びが輸出金額の伸びを下回るため、減少すると見込まれる。しかしながら、予測期間を通じて、貿易収支は大幅な赤字が続くだろう。他方、海外直接投資の増加や円安の進展を背景に第一次所得収支の黒字は緩やかに拡大するため、経常収支は黒字を維持するものの、低水準にとどまるだろう。

図表 26. 実質輸出と実質輸入の見通し



3. 物価と金融市場の予測

- 原油価格は、地政学リスクの高まりによって一時的に上昇する局面もあるが、需給がほぼバランスした状態にあるため、おおむね安定して推移するようになっている。新興国を中心に世界の原油需要が緩やかに増加する一方で、シェールオイルの増産などによって原油供給が潤沢であるため、今後も需給がバランスした状態が続くと見込まれ、地政学リスクが高まらなければ、原油価格は安定した状態が続こう。
- 消費税率引き上げの影響で物価上昇率は急上昇しているが、国際商品市況が安定し、円安効果も一巡しつつあることから、国内の物価への上昇圧力は弱まっている。このため、前年比の伸びは国内企業物価、消費者物価とも横ばい圏にある。消費者の低価格志向は根強く、消費税率引き上げによって需要が落ち込む中にあることは、簡単には価格を引き上げられない状態が続くため、今後は伸び率が縮小していく。
- 2008年以降、日本では金融緩和が進められた。日本銀行は、2010年10月に「包括金融緩和策」を実施後、2013年1月には「2%の物価目標」を導入し、同年4月には「量的・質的金融緩和」が決定された。当面、現行の緩和策が継続されるが、物価目標の達成が難しくなった場合には、追加の緩和が実施される可能性がある。
- 短期金利の低位安定を背景に、長期金利は低水準での推移が続く。ただし、海外景気の回復や世界的な財政構造の悪化が、長期金利の上昇圧力となる可能性がある。為替は、2010年以降、欧州の財政金融危機、米国の追加金融緩和観測を背景に、消去法的な円高が大幅に進んだ。その後、安倍政権の誕生とともに、大胆な金融緩和が行われ、円高修正の動きが強まった。今後も日米間の金利格差を材料に円安が進みやすい地合いが続く。

図表 27. 物価・金融市場総括表

	2013年度				2014年度				2015年度				2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
原油価格 (WTI、ドル/バレル)	94.2	105.8	97.5	98.7	103.0	98.8	96.9	96.4	96.0	95.6	95.3	95.0	99.0	98.8	95.5	94.3
原油価格 (ブレント、ドル/バレル)	100.8	106.2	106.8	104.4	106.2	103.5	102.2	101.6	101.1	100.8	100.5	100.2	104.5	103.4	100.6	99.4
国内企業物価	0.7	2.2	2.5	1.9	4.4	4.2	3.7	3.0	-0.3	-0.2	1.8	2.0	1.9	3.8	0.8	0.8
消費者物価 (総合)	-0.2	0.9	1.4	1.5	3.5	3.3	2.8	2.6	0.3	0.2	1.1	1.1	0.9	3.0	0.7	0.5
生鮮食品を除く総合	0.0	0.7	1.1	1.3	3.4	3.2	2.8	2.5	0.2	0.2	1.1	1.1	0.8	3.0	0.6	0.5
生鮮食品を除く総合 (除く消費税率引き上げ)					1.5	1.2	0.8	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2		1.0	0.2	0.0
食料 (酒類を除く) 及び エネルギーを除く総合	-0.4	-0.1	0.5	0.7	2.2	2.2	2.0	1.9	0.1	0.1	1.2	1.2	0.2	2.1	0.6	0.5
無担保コール翌日物 (%)	0.073	0.073	0.072	0.074	0.067	0.069	0.060	0.060	0.060	0.060	0.050	0.050	0.073	0.064	0.055	0.050
TIBOR3ヶ月 (%)	0.232	0.230	0.221	0.216	0.211	0.203	0.200	0.180	0.180	0.180	0.170	0.160	0.225	0.199	0.173	0.160
新発10年国債 (%)	0.73	0.77	0.64	0.63	0.60	0.52	0.55	0.60	0.65	0.60	0.55	0.55	0.69	0.57	0.59	0.68
ドル円相場 (円/ドル)	98.7	98.9	100.4	102.8	102.1	102.1	102.7	103.1	103.6	104.2	104.6	104.9	100.2	102.5	104.3	105.7
ユーロ円相場 (円/ユーロ)	129.0	131.1	136.8	140.8	140.1	137.2	136.8	136.6	136.4	136.4	136.2	135.9	134.4	137.6	136.2	135.3

(注1) 原油価格、金利、株価、為替、無担保コール翌日物は期中平均値
(注2) 物価は全て前年比で単位は%

(1) 物価

①原油価格

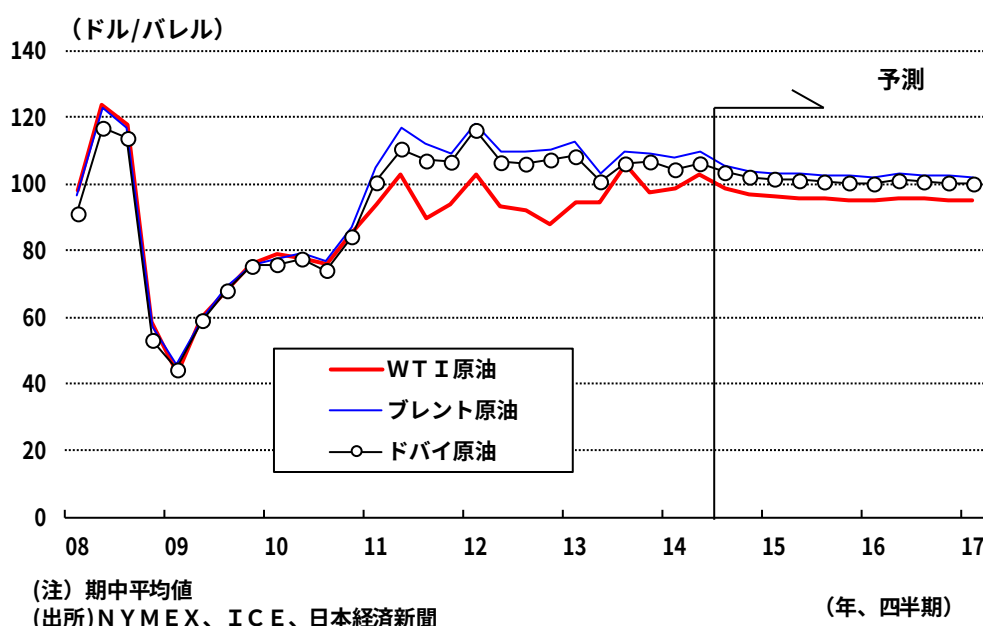
a. 現状

国際指標とされるブレント原油は、下落している。原油相場は、6 月には、イスラム教スンニ派の過激派組織「イスラム国」による攻勢を受けたイラク情勢の緊迫化という新たな地政学的な懸念材料を背景に、一時 1 バレルあたり 115 ドル台まで上昇したものの、その後は下落基調となった。マレーシア機撃墜事件を受けたウクライナ情勢の緊迫化や、米国によるイラクへの限定的な空爆などによって、一時的に原油相場が押し上げられる場面もあった。しかし、リビアで原油の生産や輸出が回復する動きや、イラクでの地政学的な緊張が南部の油田地帯には及んでいないこと、米国のガソリン需要が伸び悩んでいることなどが原油相場の下押し材料になった。

b. 見通し

新興国を中心に世界の原油需要が緩やかに増加する一方で、シェールオイルの増産などによって原油供給が潤沢であり、需給は、ほぼバランスした状態が続くと見込まれる。こうした中、ウクライナ情勢、イラク情勢、リビア情勢、イラン核開発問題など地政学的な懸念材料が多数存在し、原油相場の先行きには不透明感が強い。なお、イラン核開発問題を巡る同国と 6 カ国（米英仏露中独）との協議は、交渉期限とされた 7 月 20 日までには決着せず、交渉期限を 11 月 24 日まで 4 ヶ月延長することになった。合意が成立すれば、イランからの原油輸出が増加し、原油市況の押し下げ要因になると見込まれる。ただし、両者の見解の相違は、依然として大きいとされ、交渉の成否は予断を許さない状況にある。

図表 28. 原油相場の見通し



②国内企業物価と消費者物価

a. 現状

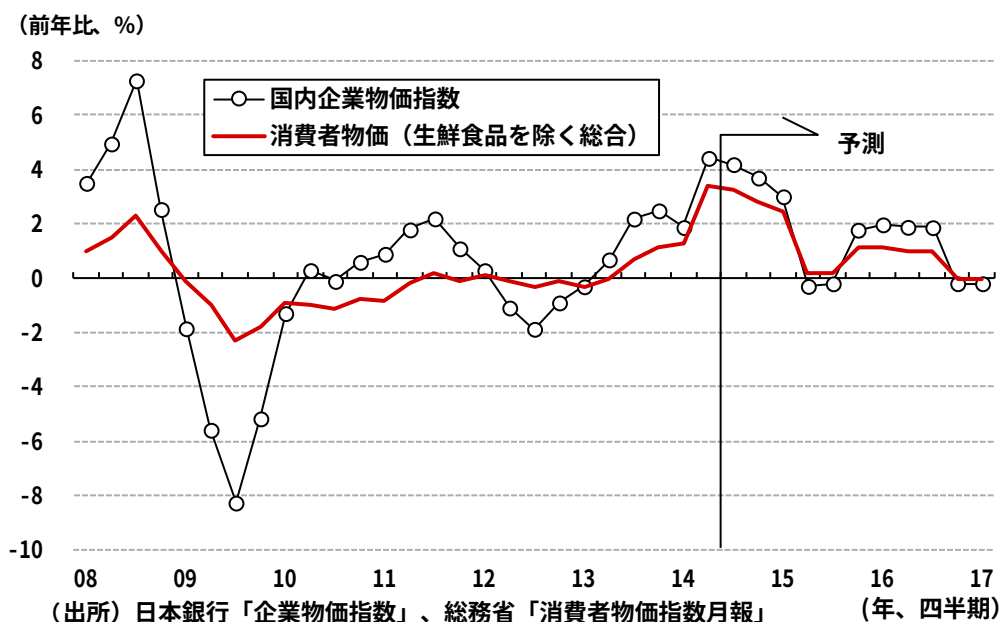
消費税率引き上げの影響を受けて国内企業物価は4月に前年比+4.2%に急上昇したが、その後は原油などの国際商品市況が一進一退で推移し、円安による押し上げ効果も一巡しつつあることから、7月は同+4.3%と伸び率の拡大に歯止めがかかっている。消費者物価（生鮮食品を除く総合・全国）も、4月に同+3.2%に上昇後は、6月に同+3.4%と概ね横ばい圏内で推移している。

b. 見通し

2014年度および2015年10月からの1年間に消費税率引き上げによって伸びが一時的に高まる影響を除けば、物価は概ね安定して推移する見込みである。なお、消費税率の10%への引き上げ時には、酒類を除く食料に対しては追加の増税が見送られると想定した。

国内企業物価は、国際商品市況の安定推移が見込まれる中、円安による押し上げ効果が年度末にかけて一巡するため、伸び率は今後も縮小が続く。2014年度は前年比+3.8%にまで上昇するが、2015年度には同+0.8%、2016年度も同+0.8%の伸びにとどまろう。消費者物価も、川上の物価である国内企業物価に遅れて前年比のプラス幅は縮小に向かう。消費者物価（生鮮食品を除く総合・全国）は、2014年度は同+3.0%にまで高まるが、2015年度は同+0.6%、2016年度は同+0.5%と小幅の伸びにとどまる見込みである。消費者の低価格志向は根強く、消費税率引き上げによって需要が落ち込む中であっては、企業は簡単に価格を引き上げることはできない。賃金の上昇もペースが緩やかであり、物価への転嫁はなかなか進まないであろう。

図表 29. 国内企業物価と消費者物価の見通し



(2) 金融政策

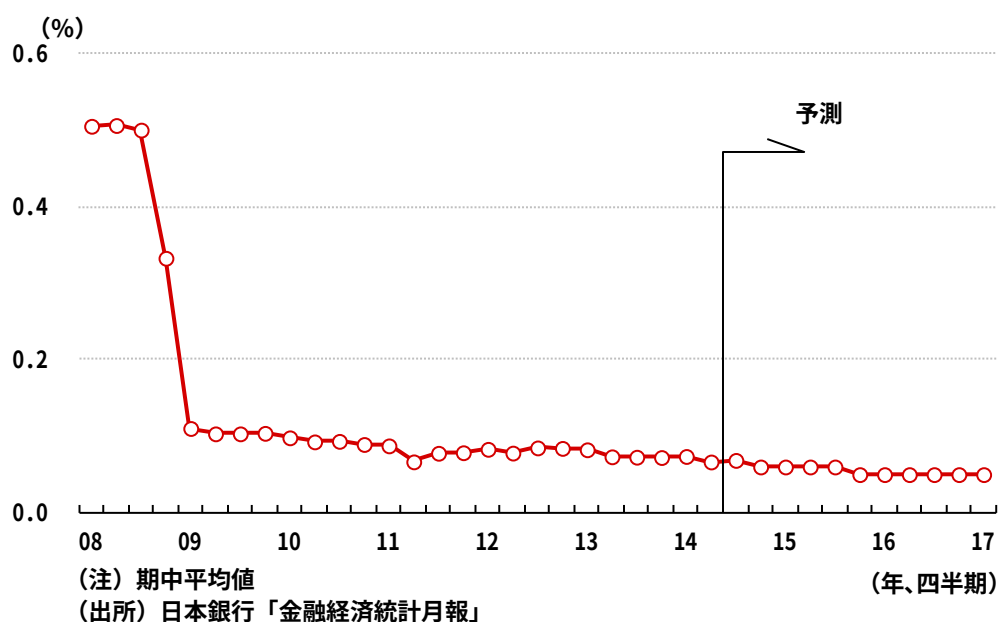
2013年4月4日に開催された金融政策決定会合において、日本銀行は量的・質的金融緩和を導入した。消費者物価の前年比上昇率2%の物価安定の目標を、2年程度の期間を念頭に、できるだけ早期に実現することが目的である。具体的な手段としては、①マネタリーベースを年間約60～70兆円ペースで増加させる、②長期国債の保有残高を年間約50兆円ペースで増加させ、平均残存期間が7年程度に伸びるよう買い入れを進める、③ETFを年間約1兆円、J-REITを年間約300億円ペースで買い入れる、などが挙げられる。

日本銀行は、景気の現状について、駆け込み需要の反動減がみられるが基本的には緩やかな回復を続けており、先行きについても緩やかな回復基調を続けるとの見通しを示しており、2014年8月までの決定会合でも、現状の金融政策を維持することが決定された。

また、7月15日に公表された経済・物価情勢の展望の中間評価において、消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率（消費税引き上げの影響を除くベース）の見通しを、2014年度+1.3%、2015年度+1.9%、2016年度+2.1%と発表した。雇用・所得環境が改善する下で景気の前向きな循環メカニズムが作用し、目標の達成は可能であるとの見方を維持している。

当面は現行の政策が維持されようが、2014年度後半には物価上昇率が低下すると予想される。日銀の黒田総裁は、物価目標に向けた道筋からずれていくことがあれば、躊躇なく調整を行うとしており、物価目標の達成が難しいと判断されれば、追加緩和が行われる可能性がある。また、予測期間中に物価が2%を超えていくことは難しく、量的・質的緩和は2015年度以降も継続されることになろう。マネタリーベースの残高は2014年末に270兆円まで増加した後も、同じペースで増えて行くと考えられる。

図表 30. 無担保コール翌日物金利の見通し



(3) 金融市場

①金利

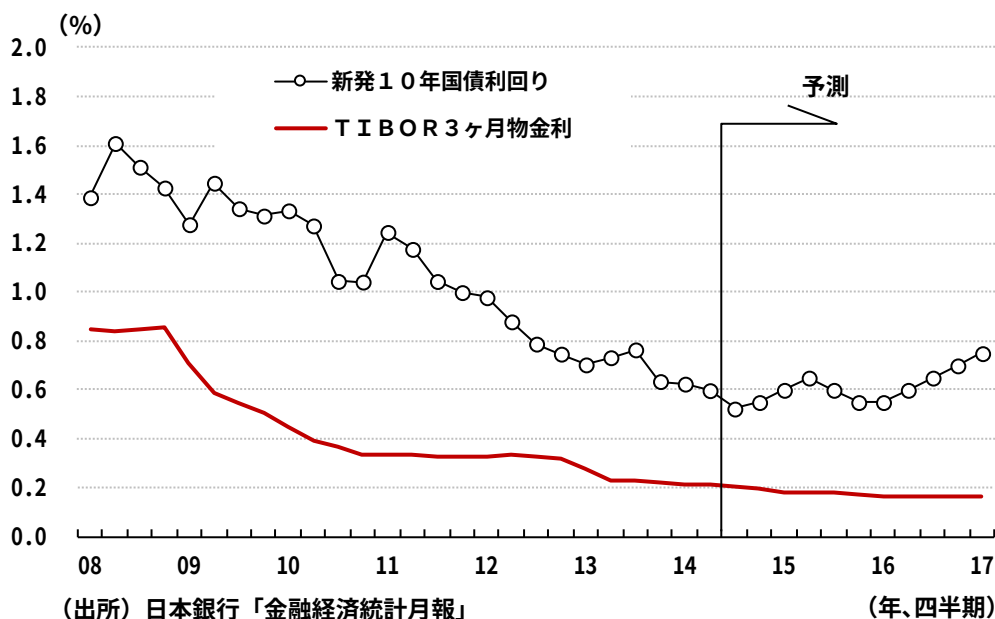
日本銀行による潤沢な資金供給を受けて、コールレートは低位で推移しており、3ヶ月、6ヶ月物といったターム物金利は総じて低位で安定している。日銀による量的・質的緩和が継続される中、今後もターム物金利は安定が続くだろう。

日本の長期金利（10年物国債利回り）においても、量的・質的緩和により国債の需給が引き締まっており、低水準での推移が続いている。また、最近では、イラクやウクライナでの地政学リスクの高まりを背景に、安全資産としての国債に資金が流入していることが国債の利回り低下につながっている。

国債の流動性が低下している中、買われ過ぎた反動で一時的に金利が上昇に転じることもあるだろうが、日本銀行の買い入れの継続を背景に金利が急上昇することはない。景気の先行き警戒感や物価上昇率の鈍化を受けて、日本銀行の追加金融緩和期待が高まる局面では、金利の一段の低下が進む可能性がある。また、地政学リスクが高まった場合も、金利低下要因となろう。

2015年度以降は、早ければ年中頃にも米F R BがF F レートを引き上げるため、海外金利が上昇する可能性があり、国内の金利に対しても上昇圧力がかかると予想される。ただし、日本銀行の量的・質的緩和は少なくとも2016年度中は継続されと考えられ、長期金利の上昇は限定的であろう。一方、2014年4月に続いて、2015年10月にも消費増税が見込まれることもあり、日本の財政再建への懸念が過度に強まって、長期金利の上昇につながるという事態も回避されるだろう。

図表 31. 長短金利の見通し



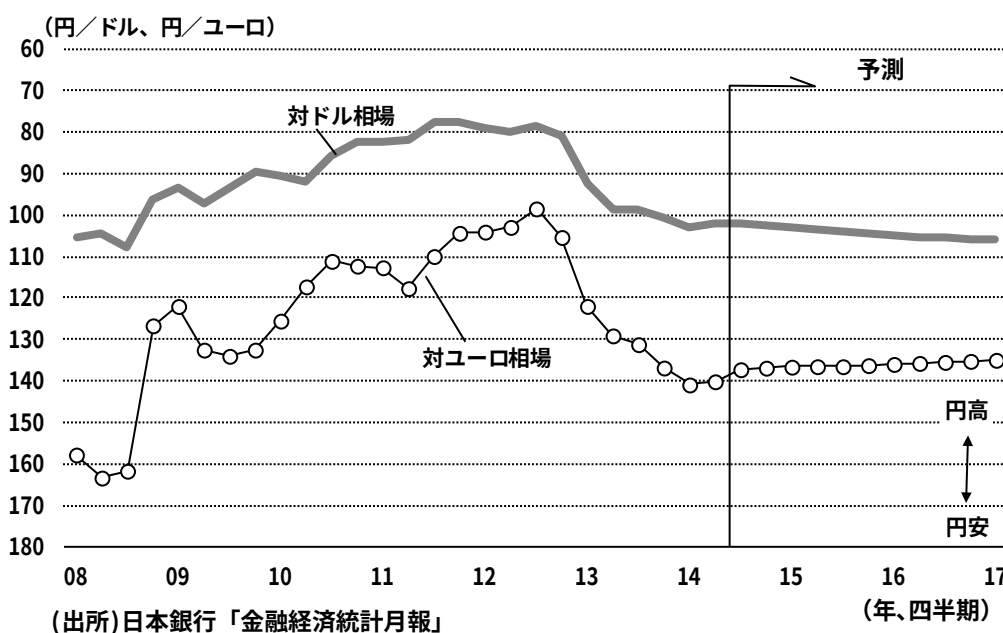
②為替

2012 年秋以降、円安傾向が続き、2013 年末にかけては、2008 年 10 月以来となる 105 円台まで円安が進んだ。先進国の景気回復期待が高まる一方で、日本の金融緩和の長期化が予想されたことや、米国で Q E 3 の段階的縮小（テーパリング）が進められたことが、円売り材料とされてきた。しかし、2014 年に入って、新興国経済への懸念を背景に国際金融市場が動揺する中で、投資家のリスク回避姿勢が強まり、2 月上旬には 100 円台まで円高が進んだ。3 月には、F R B のイエレン議長の発言を材料に米国の利上げ時期が早まるとの観測が一時的に強まり、円安圧力になった。もっとも、その後、米国の利上げ開始にはかなりの時間があるとの見方から、米国長期金利が低下傾向で推移し、円高圧力になった。各国の株価が上昇し、投資家のリスク志向が強まった 4 月上旬には 104 円台まで円安が進んだものの、5 月以降は、101～102 円台を中心に推移している。7 月月末には、米国 G D P 統計が高成長を示したことを受けて 103 円台をつけたが、一時的な動きにとどまった。

先行きについては、相対的に景気が堅調な米国ではテーパリングが進み、2015 年には利上げが見込まれるのに対して、日欧では金融緩和が継続されるとの観測が根強く、ドルが円やユーロに対して緩やかに上昇すると予想される。

人民元の対ドル相場は、2013 年 10 月以降は 6.0 円台まで人民元高が進んだ後、2014 年 2～5 月以降はやや人民元安に戻っていたが、その後は再び人民元高が進み、足元は 6.1 円台で推移している。

図表 32. 円の対ドル、対ユーロ相場の推移



図表 33. 日本経済予測総括表①

	2013年度		2014年度		2015年度		2016年度		2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
									(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
名目GDP	1.0	1.2	1.1	1.2	0.8	0.4	0.1	1.0	1.9	2.3	1.6	0.8
	1.3	2.5	2.3	2.3	2.1	1.2	0.4	1.1				
実質GDP	1.7	0.9	-0.6	0.8	1.1	-0.5	0.5	0.7	2.3	0.2	1.3	0.6
	1.8	2.7	0.2	0.2	2.0	0.6	0.0	1.2				
内需寄与度 (注1)	1.6	1.8	-1.5	1.0	1.2	-0.8	0.5	0.7	2.7	-0.2	1.3	0.5
個人消費	1.4	1.5	-2.9	1.5	1.2	-1.0	0.4	0.5	2.5	-1.4	1.5	0.1
	2.1	2.9	-1.4	-1.4	2.8	0.2	-0.6	0.9				
住宅投資	4.9	5.8	-11.6	-2.4	6.4	-11.1	1.4	-2.2	9.5	-10.3	-0.9	-5.5
	7.7	11.2	-6.6	-13.6	3.8	-5.4	-9.8	-0.8				
設備投資	0.7	5.6	1.5	2.0	2.8	1.0	1.0	1.2	2.7	5.0	4.4	2.1
	-1.8	6.8	7.1	3.3	4.9	3.8	1.9	2.2				
民間在庫 (注1)	-0.2	-0.3	0.5	-0.2	0.0	-0.0	0.1	0.1	-0.4	0.2	-0.1	0.1
政府支出	3.0	0.9	0.1	0.1	-0.6	0.2	0.4	0.5	4.2	0.4	-0.4	0.8
	4.1	4.3	0.8	0.0	-0.3	-0.6	0.7	0.9				
政府最終消費	1.0	0.2	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	1.8	0.9	1.3	1.1
	2.4	1.2	0.7	1.1	1.3	1.3	1.1	1.1				
公共投資	12.0	3.6	-1.3	-2.0	-5.6	-1.6	-0.1	0.1	15.1	-1.0	-7.3	-0.7
	13.9	16.0	2.1	-3.2	-7.5	-7.1	-1.7	-0.0				
外需寄与度 (注1)	0.1	-0.9	0.9	-0.1	-0.1	0.3	-0.0	0.0	-0.5	0.4	0.0	0.1
輸出	4.8	3.2	3.0	1.1	1.2	1.3	1.1	0.9	4.8	5.1	2.6	2.1
	1.5	8.2	6.2	4.0	2.2	2.9	2.5	1.7				
輸入	3.8	8.0	-2.1	1.7	1.4	-0.2	1.1	0.7	7.0	2.5	2.2	1.3
	2.0	12.1	5.7	-0.4	3.1	1.3	0.9	1.7				
GDPデフレーター (注2)	-0.5	-0.3	2.1	2.1	0.1	0.6	0.4	-0.1	-0.4	2.1	0.3	0.2

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

	2013年度		2014年度		2015年度		2016年度		2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
									(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
経常収支 (兆円) (注1)	2.4	-1.4	1.3	1.7	1.4	1.8	1.5	1.7	0.8	2.7	2.9	3.0
貿易収支 (兆円)	-4.0	-6.7	-4.6	-4.5	-5.0	-4.6	-5.0	-4.8	-11.0	-9.3	-9.7	-9.8
サービス収支 (兆円)	-1.6	-2.0	-1.6	-1.6	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-3.5	-3.2	-3.1	-3.0
第一次所得収支 (兆円)	8.5	8.1	8.3	8.5	8.5	8.6	8.6	8.7	16.7	16.7	17.0	17.1
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	2.8	4.2	-2.6	1.3	2.1	-0.5	1.1	1.2	3.2	0.2	2.5	1.5
	-0.4	7.0	1.7	-1.3	3.6	1.6	0.6	2.3				
経常利益 (法人企業統計、前年比%)	24.0	23.2	1.7	-4.7	6.3	0.1	-0.4	3.1	23.6	-1.8	3.1	1.3
国内企業物価	1.4	2.2	4.3	3.4	-0.2	1.9	1.9	-0.2	1.9	3.8	0.8	0.8
[除く消費税率引き上げの影響]			1.4	0.5	-0.2	0.0	0.0	-0.2		0.9	-0.1	-0.1
消費者物価	0.4	1.4	3.3	2.7	0.3	1.2	1.0	0.0	0.9	3.0	0.7	0.5
[除く消費税率引き上げの影響]			1.4	0.7	0.2	0.3	0.2	0.0		1.1	0.2	0.1
生鮮食品を除く総合	0.3	1.2	3.3	2.6	0.2	1.2	1.0	-0.1	0.8	3.0	0.6	0.5
[除く消費税率引き上げの影響]			1.4	0.6	0.1	0.2	0.1	0.0		1.0	0.2	0.0
ドル円相場 (円/ドル)	98.8	101.6	102.1	102.9	103.9	104.8	105.4	106.0	100.2	102.5	104.3	105.7
無担保コール翌日物 (%)	0.073	0.073	0.068	0.060	0.060	0.050	0.050	0.050	0.073	0.064	0.055	0.050
TIBOR3ヶ月	0.231	0.219	0.207	0.190	0.180	0.165	0.160	0.160	0.225	0.199	0.173	0.160
長期金利 (新発10年国債)	0.75	0.63	0.56	0.58	0.63	0.55	0.63	0.73	0.69	0.57	0.59	0.68
原油価格 (WTI、ドル/バレル)	100.0	98.1	100.9	96.6	95.8	95.2	94.6	94.0	99.0	98.8	95.5	94.3
原油価格 (ドバイ、ドル/バレル)	103.5	105.6	104.9	101.9	100.9	100.3	99.7	99.1	104.5	103.4	100.6	99.4
米国実質GDP (前期比年率%、暦年)	1.8	3.6	0.8	2.6	2.8	2.6	2.5	2.7	2.2	1.8	2.7	2.5
春闘賃上げ率 (%) (注2)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.80	2.08	1.90	1.90

(注1) 経常収支、貿易収支、サービス収支、第一次所得収支の半期値は季節調整値

(注2) 春闘賃上げ率は厚生労働省「民間主要企業春闘賃上げ要求・妥結状況について」のベースで2014年度は実績

図表 34. 日本経済予測総括表②

【輸出入（通関ベース）】

	2013年度		2014年度		2015年度		2016年度		2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
輸出額(円ベース)	9.8	11.8	1.0	1.5	3.0	2.5	2.0	1.9	10.8	1.3	2.8	1.9
数 量	-1.3	2.5	-0.3	1.2	2.1	1.6	1.7	1.8	0.6	0.5	1.8	1.8
輸入額(円ベース)	13.9	20.7	2.3	-3.6	4.1	2.4	1.7	1.9	17.4	-0.8	3.2	1.8
数 量	-1.0	5.7	0.6	-1.9	3.4	1.2	0.6	1.2	2.3	-0.7	2.3	0.9
輸出超過額(兆円)	-5.0	-8.8	-5.6	-6.6	-6.2	-6.8	-6.2	-6.9	-13.8	-12.2	-12.9	-13.1

【所得・雇用】

	2013年度		2014年度		2015年度		2016年度		2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
一人当たり所得(注1)	-0.1	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4	0.2	0.3	0.1	0.5	0.4	0.3
所定内給与	-0.6	-0.5	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.5	0.2	0.1	0.1
所定外給与	1.1	5.4	3.6	0.6	2.0	0.9	0.3	1.3	3.3	2.1	1.4	0.8
雇用者数(注2)	0.9	1.0	0.3	0.0	0.2	-0.1	-0.0	0.1	1.0	0.2	0.0	0.0
雇用者報酬(注3)	0.9	1.2	1.1	0.6	0.6	0.2	0.2	0.4	1.0	0.9	0.4	0.3
完全失業率(季調値%) (注4)	4.0	3.8	3.6	3.6	3.5	3.6	3.5	3.4	3.9	3.6	3.5	3.4

(注1) 「毎月勤労統計」ベースで、対象は事業所規模5人以上
(注2) 「労働力調査」ベースで、補完推計による参考値を含み新基準に基づく値
(注3) GDPベースで名目値
(注4) 補完推計による参考値を含み新基準に基づく値

【新設住宅着工】

	2013年度		2014年度		2015年度		2015年度		2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
新設住宅着工戸数	98.7	98.7	88.5	91.1	91.5	85.9	85.3	86.1	98.7	89.7	88.7	85.6
持 家	12.7	8.4	-10.4	-7.7	3.4	-5.7	-6.9	0.2	10.6	-9.1	-1.1	-3.5
賃 家	35.0	35.3	28.0	29.5	29.8	27.1	27.7	28.4	35.3	28.6	28.4	28.0
分 譲	13.5	8.4	-20.2	-16.3	6.4	-8.4	-6.8	4.8	11.5	-18.9	-0.8	-1.4
持 家	35.9	38.4	37.1	37.0	36.7	34.7	33.7	33.8	37.0	37.0	35.6	33.7
賃 家	13.4	18.0	3.4	-3.5	-1.2	-6.4	-8.0	-2.5	15.3	0.0	-3.8	-5.3
分 譲	27.8	24.6	23.1	24.0	24.5	23.6	23.2	23.4	25.9	23.5	24.1	23.3
	12.0	-2.7	-16.9	-2.4	6.3	-1.4	-5.4	-1.1	3.8	-9.3	2.4	-3.3

(注) 上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

図表 35. 前々回見通し（2014年5月・1次QE時点）との比較

○2014年度				○2015年度			
	前々回	修正幅	前年比%		前々回	修正幅	前年比%
名目GDP	2.3	0.0	2.3	名目GDP	1.7	-0.1	1.6
実質GDP	0.6	-0.4	0.2	実質GDP	1.2	+0.1	1.3
個人消費	-0.4	-1.0	-1.4	個人消費	0.7	+0.8	1.5
住宅投資	-7.5	-2.8	-10.3	住宅投資	-0.9	0.0	-0.9
設備投資	4.5	+0.5	5.0	設備投資	3.8	+0.6	4.4
公共投資	-0.4	-0.6	-1.0	公共投資	-7.2	-0.1	-7.3
外需寄与度	0.2	+0.2	0.4	外需寄与度	0.3	-0.3	0.0
デフレーター	1.7	+0.4	2.1	デフレーター	0.5	-0.2	0.3
鉱工業生産	2.2	-2.0	0.2	鉱工業生産	3.0	-0.5	2.5

図表 36. 前回見通し（2014年6月・2次QE時点）との比較

○2014年度				○2015年度			
	前回	修正幅	前年比%		前回	修正幅	前年比%
名目GDP	2.6	-0.3	2.3	名目GDP	1.5	+0.1	1.6
実質GDP	0.7	-0.5	0.2	実質GDP	1.2	+0.1	1.3
個人消費	-0.4	-1.0	-1.4	個人消費	0.7	+0.8	1.5
住宅投資	-7.4	-2.9	-10.3	住宅投資	-0.9	0.0	-0.9
設備投資	4.9	+0.1	5.0	設備投資	4.2	+0.2	4.4
公共投資	-0.3	-0.7	-1.0	公共投資	-7.2	-0.1	-7.3
外需寄与度	0.3	+0.1	0.4	外需寄与度	0.3	-0.3	0.0
デフレーター	1.8	+0.3	2.1	デフレーター	0.3	0.0	0.3
鉱工業生産	2.0	-1.8	0.2	鉱工業生産	3.0	-0.5	2.5

図表 37. 日本経済予測総括表(四半期ベース)①

		2013年度				2014年度				2015年度			
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
名目GDP	前期比	0.3	0.3	0.3	1.6	-0.1	0.9	0.5	0.5	0.4	0.3	0.1	0.2
	前期比年率	1.3	1.2	1.1	6.4	-0.4	3.4	2.2	2.0	1.7	1.3	0.4	1.0
	前年比	0.7	1.9	2.0	2.9	1.9	2.7	2.7	1.8	2.3	1.9	1.2	1.1
実質GDP	前期比	0.9	0.4	-0.0	1.5	-1.7	0.9	0.1	0.5	0.5	0.7	-1.0	0.3
	前期比年率	3.4	1.4	-0.2	6.1	-6.8	3.7	0.4	2.2	2.0	3.0	-4.0	1.1
	前年比	1.2	2.3	2.5	3.0	-0.1	0.5	0.6	-0.3	2.2	1.9	0.7	0.6
内需寄与度(注1)		0.8	0.8	0.5	1.7	-2.8	1.0	0.2	0.5	0.5	0.9	-1.4	0.3
個人消費		0.7	0.2	0.4	2.0	-5.0	2.5	0.1	0.3	0.4	1.2	-1.8	0.4
		1.8	2.4	2.3	3.5	-2.5	-0.3	-0.6	-2.3	3.4	2.1	0.2	0.3
住宅投資		2.1	4.7	2.4	2.0	-10.3	-4.7	-2.0	4.2	7.1	-5.4	-8.4	-0.4
		6.8	8.5	10.4	12.1	-1.9	-10.9	-14.6	-12.6	4.2	3.3	-3.3	-7.5
設備投資		1.4	0.6	1.4	7.7	-2.5	0.7	1.0	1.4	0.6	3.0	-0.8	0.6
		-2.7	-0.9	1.2	11.6	7.1	7.1	6.7	0.6	3.7	6.0	4.2	3.5
民間在庫(注1)		-0.3	0.0	-0.1	-0.5	1.0	-0.5	-0.0	0.1	0.1	-0.2	0.1	-0.1
政府支出		1.6	1.5	0.5	-0.6	0.2	0.4	0.2	-0.5	-0.4	0.1	0.1	0.1
		3.3	4.9	5.5	3.1	1.2	0.5	0.1	0.0	-0.0	-0.5	-0.9	-0.3
政府最終消費		0.4	0.2	0.2	-0.1	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3
		2.5	2.2	1.8	0.7	0.6	0.7	0.9	1.3	1.2	1.4	1.3	1.2
公共投資		5.8	7.1	1.4	-2.5	-0.5	1.1	-0.8	-3.5	-3.2	-1.3	-0.8	-0.4
		8.1	18.9	20.8	11.6	5.2	-0.4	-2.5	-3.9	-6.4	-8.4	-8.5	-5.7
外需寄与度(注1)		0.1	-0.4	-0.6	-0.2	1.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.0	-0.2	0.3	0.0
輸出		3.0	-0.7	0.3	6.5	-0.4	0.5	0.6	0.4	0.8	0.5	0.8	0.6
		-0.1	3.2	6.9	9.4	5.5	6.9	6.9	1.2	2.5	2.0	2.7	3.1
輸入		2.3	1.8	3.7	6.4	-5.6	1.2	0.9	0.3	0.7	1.2	-1.0	0.5
		0.8	3.2	9.2	15.0	6.0	5.4	2.5	-3.3	3.0	3.1	1.2	1.4
GDPデフレーター(注2)		-0.6	-0.4	-0.4	-0.1	2.0	2.1	2.1	2.1	0.1	0.1	0.6	0.5

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度
(注2) GDPデフレーターは前年比

		2013年度				2014年度				2015年度			
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
経常収支(兆円)(注)		1.8	0.6	0.0	-1.4	0.6	0.6	0.9	0.8	0.9	0.5	1.0	0.7
貿易収支(兆円)		-1.7	-2.3	-2.8	-3.9	-2.2	-2.4	-2.1	-2.4	-2.3	-2.7	-2.2	-2.5
サービス収支(兆円)		-0.7	-0.9	-1.0	-1.0	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8
第一次所得収支(兆円)		4.5	4.0	4.1	4.0	4.1	4.2	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)		1.6	1.8	1.8	2.9	-3.8	-0.2	1.0	0.7	0.9	1.8	-1.6	0.3
		-3.0	2.3	5.8	8.2	2.7	0.7	-0.2	-2.4	2.5	4.6	1.8	1.3
経常利益(法人企業統計、前年比%)		24.0	24.1	26.6	20.2	-1.1	5.0	-4.6	-4.8	6.5	6.2	0.5	-0.4
国内企業物価		0.7	2.2	2.5	1.9	4.4	4.2	3.7	3.0	-0.3	-0.2	1.8	2.0
[除く消費税率引き上げの影響]						1.5	1.3	0.8	0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.1
消費者物価		-0.2	0.9	1.4	1.5	3.5	3.3	2.8	2.6	0.3	0.2	1.1	1.1
[除く消費税率引き上げの影響]						1.6	1.3	0.8	0.6	0.3	0.2	0.3	0.2
生鮮食品を除く総合		0.0	0.7	1.1	1.3	3.4	3.2	2.8	2.5	0.2	0.2	1.1	1.1
[除く消費税率引き上げの影響]						1.5	1.2	0.8	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
ドル円相場(円/ドル)		98.7	98.9	100.4	102.8	102.1	102.1	102.7	103.1	103.6	104.2	104.6	104.9
無担保コール翌日物(%)		0.073	0.073	0.072	0.074	0.067	0.069	0.060	0.060	0.060	0.060	0.050	0.050
TIBOR3ヶ月		0.232	0.230	0.222	0.216	0.211	0.203	0.200	0.180	0.180	0.180	0.170	0.160
長期金利(新発10年国債)		0.73	0.77	0.64	0.63	0.60	0.52	0.55	0.60	0.65	0.60	0.55	0.55
原油価格(WTI、ドル/バレル)		94.2	105.8	97.5	98.7	103.0	98.8	96.9	96.4	96.0	95.6	95.3	95.0
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)		100.8	106.2	106.8	104.4	106.2	103.5	102.2	101.6	101.1	100.8	100.5	100.2
米国実質GDP (前期比年率%)		1.8	4.5	3.5	-2.1	3.9	2.1	2.2	3.0	3.0	2.4	2.4	2.5

(注1) 経常収支、貿易収支、サービス収支、第一次所得収支は季節調整値
(注2) 経常利益の予測は2014年4-6月期以降

図表 38. 日本経済予測総括表(四半期ベース)②

【輸出入（通関ベース）】

	2013年度				2014年度				2015年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
輸出額(円ベース)	7.0	12.7	17.4	6.6	0.1	1.9	1.5	1.5	3.3	2.7	2.7	2.4
数量	-3.1	0.6	4.3	0.7	-1.0	0.5	0.9	1.5	2.2	1.9	1.8	1.5
輸入額(円ベース)	10.3	17.5	24.1	17.6	2.6	1.9	-1.4	-5.7	4.6	3.6	2.4	2.5
数量	-1.5	-0.5	4.8	6.5	0.4	0.7	-1.0	-2.9	4.0	2.8	1.2	1.2
輸出超過額(兆円)	-2.0	-2.9	-3.7	-5.1	-2.5	-3.0	-3.1	-3.5	-2.9	-3.3	-3.2	-3.6

【所得・雇用】

	2013年度				2014年度				2015年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
一人当たり所得(注1)	0.2	-0.4	0.4	0.1	0.5	0.6	0.6	0.3	0.5	0.5	0.5	0.2
所定内給与	-0.4	-0.7	-0.6	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
所定外給与	0.1	2.2	5.5	5.3	4.7	2.6	0.8	0.3	1.4	2.6	1.0	0.7
雇用者数(注2)	0.9	0.9	1.2	0.8	0.6	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	-0.1	-0.1
雇用者報酬(注3)	1.2	0.6	1.6	0.5	1.3	0.8	0.8	0.4	0.6	0.5	0.2	0.1
完全失業率(季調値%) (注4)	4.0	4.0	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.5	3.6

(注1) 「毎月勤労統計」ベースで、対象は事業所規模5人以上

(注2) 「労働力調査」ベースで、補完推計による参考値を含み新基準に基づく値

(注3) GDPベースで名目値

(注4) 補完推計による参考値を含み新基準に基づく値

【新設住宅着工】

	2013年度				2014年度				2015年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
新設住宅着工戸数	98.0	99.0	104.1	93.4	88.7	88.3	89.9	92.4	93.9	89.2	86.7	85.2
持家	11.8	13.5	12.9	3.4	-9.3	-10.9	-13.6	-1.1	5.8	1.1	-3.6	-7.8
貸家	35.1	35.0	38.6	31.9	28.4	27.6	28.5	30.6	31.5	28.0	27.2	26.9
分譲	14.9	12.2	19.7	-2.7	-19.3	-21.2	-26.2	-4.4	11.1	1.5	-4.4	-12.1
持家	35.5	35.8	38.9	37.8	37.5	36.8	36.9	37.1	37.4	36.0	35.0	34.3
貸家	10.8	15.8	15.8	18.8	5.5	2.9	-5.4	-1.8	-0.3	-2.1	-5.3	-7.5
分譲	27.2	27.6	25.5	23.6	22.8	23.4	23.9	24.1	24.4	24.7	23.9	23.4
持家	11.6	12.4	-0.5	-7.4	-16.0	-15.1	-6.5	1.9	7.2	5.8	-0.1	-2.9

(注) 上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

<経済見通し担当者>

小林 真一郎	主任研究員	総括・金融・物価
芥田 知至	主任研究員	海外経済・原油・為替・金利
中田 一良	副主任研究員	企業部門・政府部門・外需
野田 麻里子	研究員	海外経済
土田 陽介	研究員	海外経済
藤田 隼平	研究員	家計部門・住宅・雇用・賃金



－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。