

調査レポート

2014／2015 年度経済見通し(2014年11月)

～景気は底打ち後も、緩慢な回復ペースにとどまる～

○17日に公表された2014年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比-0.4%(年率換算-1.6%)と2四半期連続でマイナスとなった。消費税率引き上げ後も落ち込みに歯止めがかかっておらず、景気は弱含んだままの状態にある。消費税率引き上げ後の反動減の影響が長引いているほか、実質所得の減少が家計の購買力を落ち込ませており、個人消費は増加に転じたが伸びは弱い。また、積み上がった在庫を調整する圧力が強まっており、在庫投資が大幅なマイナス寄与に転じ、全体を押し下げた。この結果、内需の前期比寄与度は-0.5%となった。一方、外需の前期比寄与度は同+0.1%とプラスを維持した。

○2014年度の実質GDP成長率は前年比-0.9%と2009年度以来、5年ぶりのマイナス成長に陥る見込みである。また、設備投資、輸出が増加して景気を押し上げるが、実質所得の落ち込みを背景に家計部門の持ち直しが鈍いため、下期の回復ペースも緩やかにとどまる。ゲタ(+1.1%)を除いた年度中の成長率では-2.0%と大幅なマイナスになると予想される。内外需の寄与度は、内需が前年比-1.3%とマイナス寄与に転じるのに対し、外需は+0.5%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。

○2015年度の実質GDP成長率は前年比+1.2%を予想する。牽引役が不在であり、力強さには欠けるものの、消費税率引き上げの影響が薄らいでくることもあり、年度を通じて景気は緩やかな回復軌道をたどろう。ゲタ(+0.3%)を除いた年度中の成長率では+0.9%に拡大する見込みである。なお、消費税率引き上げによる物価の押し上げ効果の剥落や賃金の持ち直しにより、実質所得は増加すると予想されるが、これまで所得が伸びない中で消費を増やしてきた調整の動きが続くため、個人消費は緩やかな増加とどまろう。

(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
9月9日時点	0.2	1.1	2.2	1.4	2.0	0.3
今回	-0.9	1.2	1.4	1.8	2.3	0.6

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

～景気は底打ち後も、緩慢な回復ペースにとどまる

(1) 景気の現状～2四半期連続でのマイナス成長	2～3
(2) 今後の展望～アベノミクスは失敗だったのか	4～8
(3) 2014/2015年度の経済見通し ～底打ち後も緩やかな回復にとどまる	9～12

2. 経済活動からみた予測

(1) 企業	13～16
①生産と在庫	
②企業収益	
③設備投資	
(2) 家計	17～21
①雇用	
②所得・賃金	
③個人消費	
④住宅投資	
(3) 政府	22～24
①政府最終消費支出	
②公共投資	
(4) 海外部門	25～29
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	30～32
①原油価格	
②国内企業物価と消費者物価	
(2) 金融政策	33
(3) 金融市場	34～35
①金利	
②為替	
○日本経済予測総括表	36～39

1. 2014／2015 年度の日本経済

～景気は底打ち後も、緩慢な回復ペースにとどまる

(1) 景気の現状～2 四半期連続でのマイナス成長

17日に公表された2014年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比-0.4%（年率換算-1.6%）と2四半期連続でマイナスとなった。消費税率引き上げ後の落ち込みに歯止めがかかっておらず、景気は弱含んだままの状態にある。

個人消費は、4～6月期に駆け込み需要の反動減で同-5.0%と大きく落ち込んだ後、7～9月期は同+0.4%と小幅の伸びにとどまった。消費税率引き上げ後の反動減の動きが長引いているほか、実質所得の減少が家計の購買力を落ち込ませ、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-6.7%と2四半期連続で減少した。

企業部門では、設備投資が前期比-0.2%と2四半期連続でマイナスとなった。企業の手元キャッシュフローは潤沢であり、資金調達環境も良好な状態にあるものの、景気が弱含む中であって企業の設備投資姿勢も慎重になっている。また、在庫投資の実質GDP成長率に対する前期比寄与度は-0.6%と急低下し、全体の伸びを大きく押し下げた。4～6月期に同+1.2%と需要の減少に伴って意図せざる在庫が急速に積み上がったが、それを受けて企業の在庫調整が進んでいる。在庫調整の進展自体は今後の生産動向にとって前向きな動きと捉えることができるが、前期の積み上がり方が大きいだけに、これで調整が終了したわけではないであろう。

民需全体の前期比寄与度は-0.7%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同+0.2%となり、2四半期連続でプラスとなった。2013年度の経済対策の執行が本格化していることや、2014年度予算の前倒し執行の影響によって公共投資が前期比+2.2%と順調に増加したほか、政府消費も前期比+0.3%とプラスに転じたためであるが、民需の落ち込みをカバーするには至らず、内需の前期比寄与度は-0.5%となった。

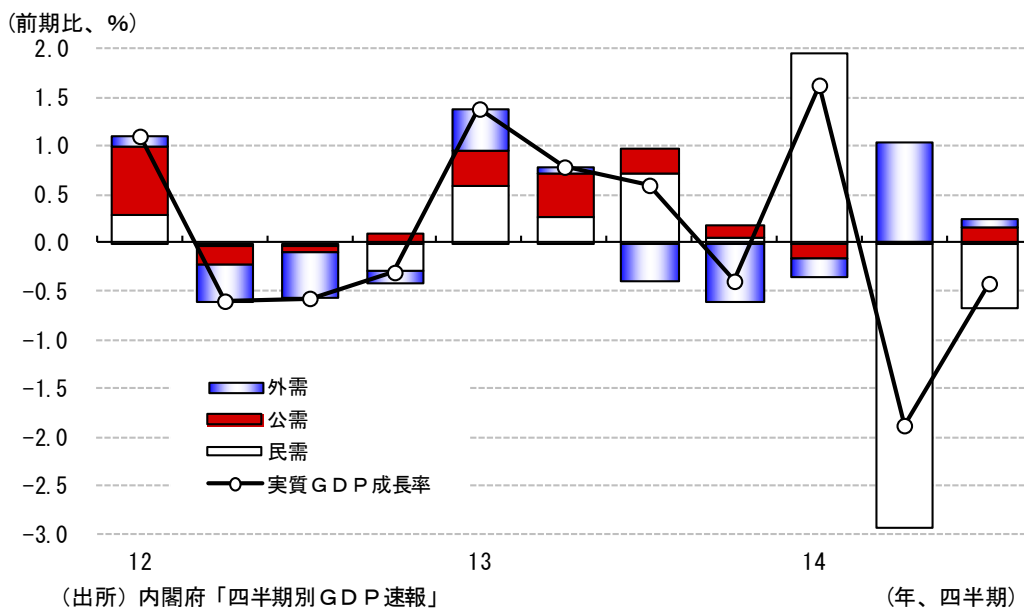
輸出は、海外景気の持ち直しが続き、円安が定着化している中でも前期比+1.3%と緩やかな増加にとどまっている。もっとも、内需の弱さを反映して輸入が同+0.8%と輸出の伸びを下回ったため、外需の前期比寄与度は+0.1%と2四半期連続でプラスとなった。

名目GDP成長率は前期比-0.8%（年率換算-3.0%）となり、落ち込み幅は4～6月期からさらに拡大した。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+2.1%と、消費税率引き上げの影響で高い伸びが続いているが、前期比では-0.3%と物価上昇圧力は後退している。

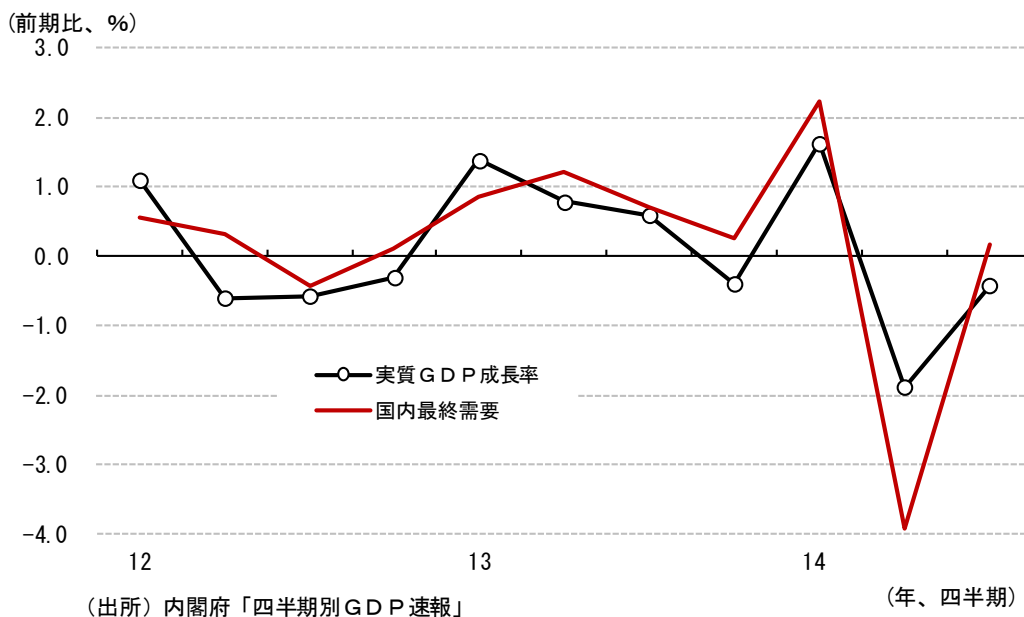
7～9月期の結果は、在庫投資のマイナス寄与が大きいとはいえ、その影響を除いても伸びは小幅であり、景気が引き続き弱含んだ状態から抜け出せていないことを示す結果となった。国内需要から在庫投資を除いた国内最終需要でみると、4～6月期の前期比-3.9%

から同+0.2%とプラスに転じたものの、力強さには欠けている（図表2）。雇用情勢が改善し、夏のボーナスを中心に名目の所得が増加してきたとはいえ、実質では依然マイナスの状態にある。雇業者報酬の動きをみると、名目の前年比+2.6%と1997年4~6月期以来の高い伸びとなったが、実質では同-0.6%と3四半期連続で落ち込んでいる。今後も物価が上昇を続ける中で実質の所得が落ち込み続けると予想され、個人消費の持ち直しは遅れる可能性がある。さらに、在庫調整の動きが今後も継続し、マイナス寄与が続くことも考えられ、実質GDP成長率を抑制すると見込まれる。

図表1. 実質GDPの推移



図表2. 実質GDPと国内最終需要の推移

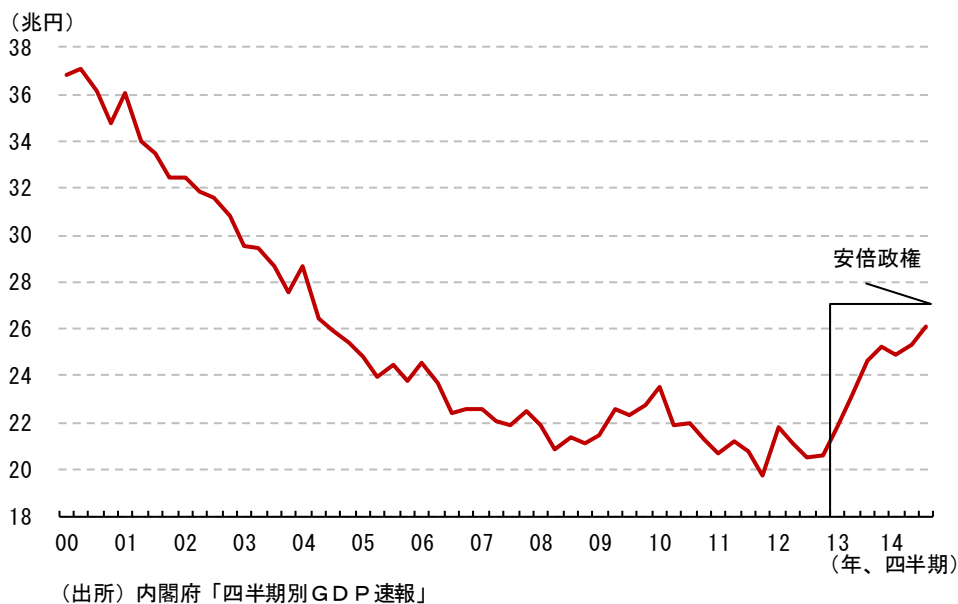


(2) 今後の展望～アベノミクスは失敗だったのか

安倍首相は衆議院の解散総選挙にあたって、アベノミクスの是非を最大の争点に掲げることを表明している。これに対し、実質GDP成長率が2四半期連続でマイナス成長となったことから、野党を中心にアベノミクスは失敗だったとの声が挙がっているが、実際、この2年間の経済政策の効果はどの程度あったと考えられるのか。また、消費税率引き上げのタイミングを先送りしたことで、アベノミクス効果はさらに強固なものとなると期待されるのであろうか。

アベノミクスの3本の矢とされる、大胆な金融緩和、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略（日本再興戦略および日本再興戦略改訂版）のうち、短期間のうちに最も景気刺激効果があったと考えられるのが、公共投資の増加による押し上げである。2012年度に10兆円、2013年度に5.5兆円規模の経済対策が打たれ、今年度も3兆円程度の補正予算がとりまとめられる見込みである。こうした経済対策の柱となるのが公共投資であり、東日本大震災の復旧・復興の動きと合わせて、成長率を大きく押し上げる効果を発揮した（図表3）。

図表3. 名目公共投資の推移



ただし、財政再建のために公共投資を抑制する動きが続いていたことにより、建設業界の供給能力が設備と労働力のいずれの面でも縮小しており、発注しても工事が進められない状態に陥った。こうした供給力不足は、人件費と資材価格の上昇を引き起こした。建設業界の人手不足は雇用情勢全体にも波及し、雇用の改善が続く一因ともなっている。また、建設業界の設備投資も増加傾向にある。

このように公共投資の増加による景気の押し上げ効果は、一定の成果を挙げていると考えられる。しかし、財政面からの景気刺激は、金額が大きければその効果も大きくなるのは当たり前であり、安倍政権に限らず、これまで何度も打ち出されてきた政策である。ア

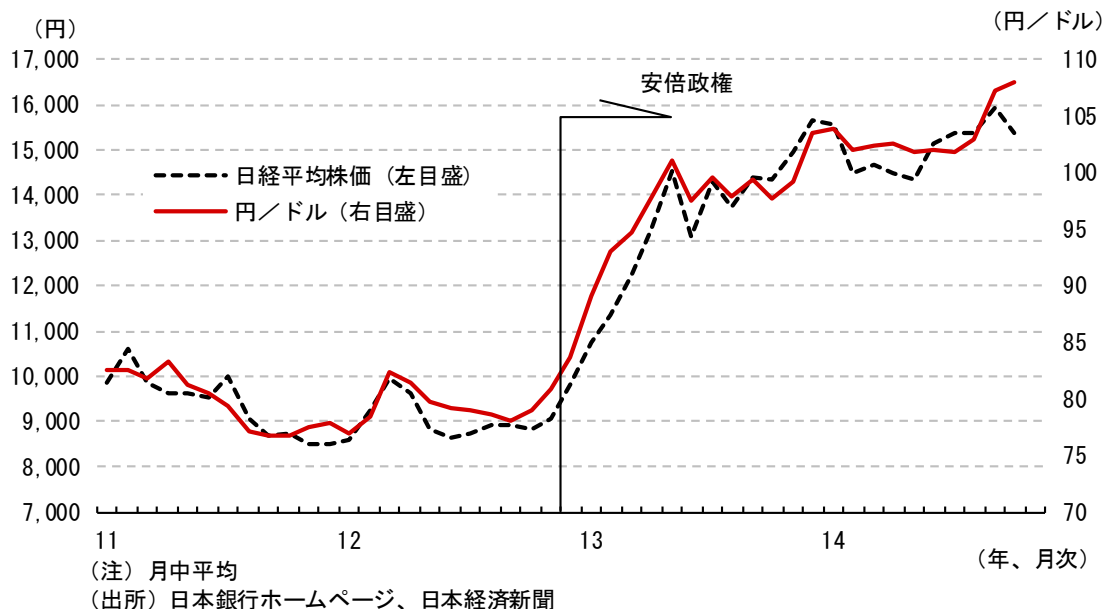
ベノミクスによる効果であると胸を張って自慢できることでもない。特徴があるとなれば、リーマン・ショック、急激な円高、東日本大震災など、急速な景気の悪化となった特定の原因に対する政策ではなく、景気回復期において、しかも十分には消化できない状況において打ち出された点であろう。

次に最も効果が小さいのが成長戦略である。しかし、そもそも成長戦略は短期的な景気刺激効果を狙ったものではない。たとえば、法人実効税率の引き下げ、雇用、農業、医療における規制緩和、経済特区の設置、環太平洋パートナーシップ協定（TPP）の推進など、いずれも今後実行に移される予定であるものや、検討中であるものばかりである。即座に効果があったのは、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の資産構成割合の見直しが株価の押し上げ材料となった程度であろう。しかも、民主党政権も含め、長年の課題として、過去の政権も取り組んできた内容の延長線上にあるものも多い。また、足元の景気の良し悪しによって実施が遅れたり、達成が不可能となる性格のものではないため、消費税率の引き上げを先延ばしすることで、より高い効果が得られるものでもないはずである。

評価が難しいのが、大胆な金融緩和の効果およびアベノミクス全体に対する漠然とした期待感がもたらした効果であろう。

政権交代による安倍政権の誕生と、その経済政策に対しては、それまでの日本経済に閉そく感が広まっていたこともあって、何かが変わるかもしれないとの期待感を高め、消費者や企業のマインドの向上につながった。こうした期待感に拍車をかけたのが、行き過ぎた円高の修正と株高である。2012年11月に衆議院の解散総選挙が決定した直後から、大胆な金融緩和への期待が高まり、円はそれまでの1ドル=80円近辺から5月には1ドル=102円に台に下落し、日経平均株価は、景気回復期待に、円安が株価にプラスとの連想も加わって日経平均株価は8000円台から5月には15000円台まで上昇した（図表4）。

図表4. 円/ドルと株価の推移

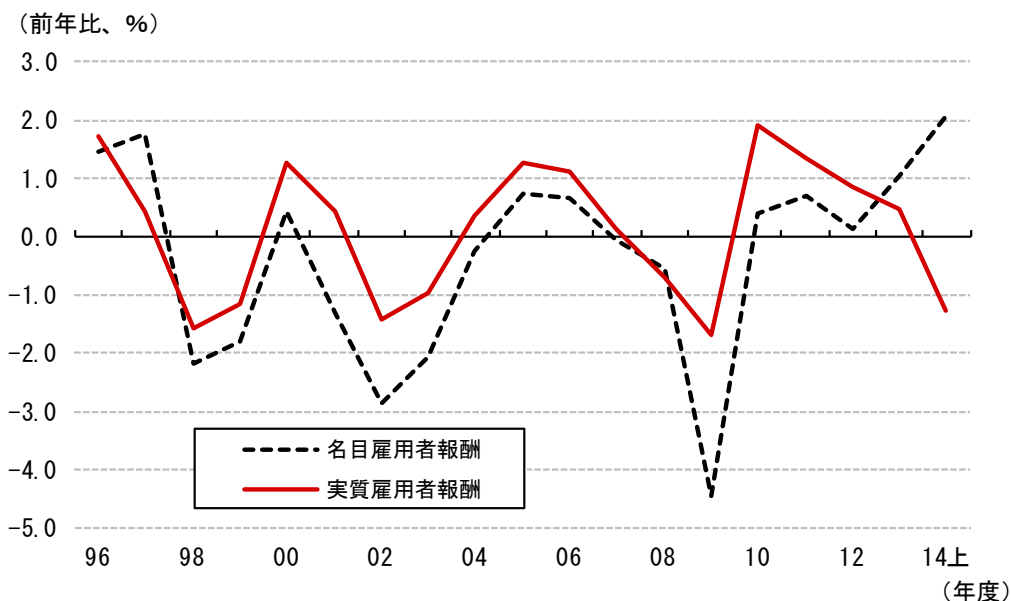


もっとも、実際に大胆な金融緩和が実施されたのは、翌年3月に黒田日銀総裁が誕生した後の4月になってからであった。したがって、日本銀行が新たに導入した量的・質的金融緩和が円安・株高をもたらしたわけではなく、円安・株高が進むとの期待を先取りして金融市場が反応したに過ぎない。その証拠に、量的・質的金融緩和が市場の予想を上回る大胆なものとなったことから、直後に一段の円安・株高が進んだものの、5月にはその動きは止まり、その後しばらくの間は円レート、株価ともに横ばい圏内での動きに終始した。

実際には何も変化していなかったものの、変化を先取りしていく金融市場のこうした動きが、アベノミクスがすでにうまく機能し始めているかのように思わせてしまった面がある。こうした期待感の高まりが最も強く作用したのが家計部門であった。

個人消費は2011年3月の東日本大震災後に自粛ムードが強まったこともあって、一時的に落ち込んでいたが、その反動もあって、その後は順調に回復していた。こうした回復の背景にあったのが、実質所得の増加である(図表5)。雇用者報酬の動きをみると、名目での伸び率は鈍いものの、物価の下落によって実質での伸びは比較的高く、中でも安倍政権が誕生する前の2010年度~2012年度は堅調に増加していることがわかる。しかし、アベノミクスへの期待感が高まった2013年度をみると、名目では伸び率が高まっているものの、物価の上昇を反映して実質での伸びは鈍化しており、2014年度上期には消費税率引き上げの影響でさらに物価上昇率が高まったことから実質所得はマイナスに転じている。このマイナス幅は、リーマン・ショックの影響で世界的に景気が悪化した2009年度並みである。

図表5. 雇用者報酬の推移

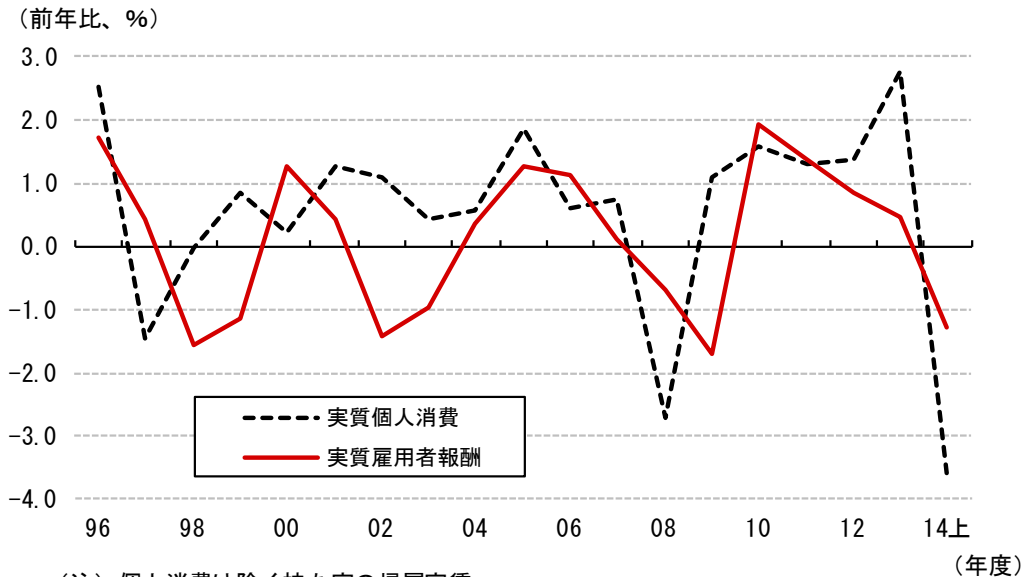


(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

通常、実質所得が減ってくると、家計の購買力が落ち込むことになるので、消費は抑制されるはずである。しかし、2013年度に個人消費は順調に増加している(図表6)。これ

はアベノミクスへの期待感に加え、株価上昇による資産効果もあったと考えられる。家計は将来の所得の増加を先取りし、手元の貯蓄を取り崩すか、貯蓄ペースを遅らせるかたちで消費を増やし続けていたのである。

図表 6. 実質雇用者報酬と実質個人消費の推移

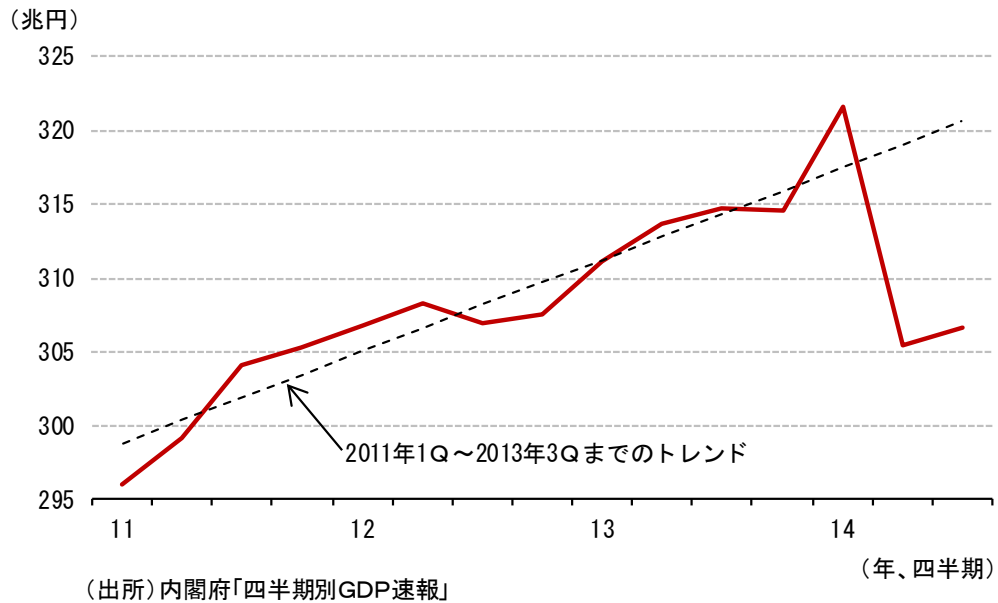


(注) 個人消費は除く持ち家の帰属家賃
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

もつとも、家計もアベノミクスを完全に信じていたわけではなさそうだ。たとえば、消費者マインドの改善は、2013年夏場以降は止まっており、実質個人消費も2013年10～12月期には前期比でマイナスに転じている（今回、前期比+0.4%から-0.0%に下方修正された）。また、2013年10～12月期は実質GDP成長率も前期比年率換算値で-1.6%まで下方修正されており、すでに景気が悪化に転じていた可能性も指摘できる。しかし、こうした景気の弱い動きをかき消したのが、消費税率引き上げを控えた駆け込み需要である。中でも個人消費は耐久財を中心に急増し、景気を大きく押し上げた。

足元の実質個人消費の動きをみると、2014年1～3月期の盛り上がりよりも4～6月期の落ち込み幅が大きい（図表7）。反動減とは駆け込み需要と同じ額が発生するはずであり、反動以上の要因が個人消費の急減の原因であると考えられる。この原因が、アベノミクスへの期待感によって盛り上がった2013年度までの反動によるものであるとすれば、駆け込み需要の反動さえ一巡すれば、個人消費が元の増加ペースに戻ってくるとは限らないであろう。

図表7. 実質個人消費の推移



以上のように、安倍政権誕生後、景気が回復局面にあったのは確かであるが、アベノミクスが実際に効果を発揮する前に、効果への期待感によって家計部門を中心に盛り上がった要因が大きかったと考えられる。そもそも、アベノミクスの成否を判断する前に、実効力のある政策は何も打たれていないことが実態ではないだろうか。

(3) 2014/2015年度の経済見通し～底打ち後も緩やかな回復にとどまる

見通しの前提条件として、消費税の10%への引上げについては、2017年4月に1年半先送りされると想定した。また、景気対策として事業規模3兆円程度の2014年度補正予算が組まれると考えた。

2014年度下期はプラス成長に転じるものの、上期の落ち込みが大きく、年度全体の実質GDP成長率は前年比-0.9%と、2009年度以来、5年ぶりのマイナス成長に陥る見込みである。また、設備投資、輸出が増加して景気を押し上げるが、家計部門の持ち直しが鈍いため、下期の回復ペースも緩やかにとどまる。ゲタ(+1.1%)を除いた年度中の成長率では-2.0%と大幅なマイナスになると予想される。

個人消費は、消費税率引き上げの反動減が薄らぐことや、天候要因によって落ち込んだ影響が剥落するため、10~12月期以降もプラス推移が続こう。大企業を中心に冬のボーナスが増加すると見込まれることなども、個人消費の回復をサポートする要因となる。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ためである。薄型テレビ、エアコン、冷蔵庫といった大型の家電製品や自動車については、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。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-2.8%と2008年度以来6年ぶりのマイナスに転じるであろう。

実質雇用者報酬は、消費税率引き上げの影響によって上期は-1.3%とマイナスに落ち込んだ。下期は雇用者の増加が続き、物価上昇ペースがやや和らぐもののマイナスでの推移が続くため、年度通期でも前年比-0.9%と2009年度以来、5年ぶりに減少に転じる見込みである(下期では同-0.6%)。雇用者の増加や1人当たり賃金の上昇を反映して、名目の年度の伸びは前年比+1.2%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。

企業の設備投資は、上期に実質で前期比-1.4%とマイナスとなったが、機械受注が持ち直していることや、企業の手元資金が潤沢なことから判断して、下期には増加基調に転じる見込みである。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。下期では前期比+2.3%となり、年度通期でも前年比+1.8%とプラスになる見込みである。なお、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、人件費の増加などのコスト負担が増加する一方で、円安による輸出価格の上昇や、原油などの原材料価格の下落が限界利益率を押し上げるため小幅の減益にと

どまると予想される。

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前期比+0.4%とプラスとなった。年度後半には、こうした効果がいったん剥落するため、減少基調に転じる可能性がある。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。なお、2014年度補正予算により公共投資が2兆円程度積み増されると考えているが、その効果が出るのは2015年度になってからである。

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続け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、足元で徐々に増加してきている。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。

年度通期の内外需の寄与度をみると、内需が前年比-1.3%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+0.5%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。

なお、名目GDP成長率は前年比+1.4%とプラスを維持する見込みである。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+2.3%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10~12月期以降は持ち直しに転じるものの、在庫水準が依然として高いことから、そのペースは緩やかであると予想される。年度通期では、2013年度の前年比+3.2%に対し、同-1.4%と2009年度以来のマイナスに転じよう。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、企業の人件費の増加に慎重な姿勢は基本的には維持されるであろう。2014年度には企業業績の改善ペースが鈍ることもあって、賃金の伸びが加速することは考えづらく、実質賃金は大幅なマイナスの状態が続く見込みである。

2014年度の消費者物価指数（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。円安が再度進んでいるが、原油価格などの国際商品市況の下落によって輸入物価の上昇が相殺される見込みであり、川上からの物価上昇圧力も年度末にかけて弱まっていく予想される。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り、年度下期には消費税率引き上げの影響を除いて同+1%を下回ってくるであろう。

2015年度は、消費税率の10%への引上げが延期されたことは、見通しの上方修正要因であるが、年度中に駆け込み需要と反動減が発生することで影響が相殺される見通しであったこともあり、修正幅は小幅である。

個人消費については、緩やかな増加ペースにとどまる見込みである。消費税率引き上げによる物価の押し上げ効果が剥落すること、2015年春闘でも小幅ながらベースアップが実施され賃金の持ち直しの動きが続くことから、実質雇用者報酬は前年比+1.2%と順調に持ち直すと予想される。しかし、これまで所得が伸びない中で消費を増やしてきた調整の動きが、年度中は続くと考えられ、実質所得の増加幅ほど実質個人消費が増加することにはならないであろう。

企業業績は改善に転じると予想される。内外需要の持ち直しに加え、円安が輸出企業の売上高を増加させる一方で、国際商品市況の安定が続くため、円安のデメリットが相殺され、交易条件の改善が続く。このため、利益率は改善に向かうであろう。こうした動きを受けて、企業の設備投資は引き続き増加が続くと予想される。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ものの、業績改善を背景に業種にも広がりが出てくるであろう。

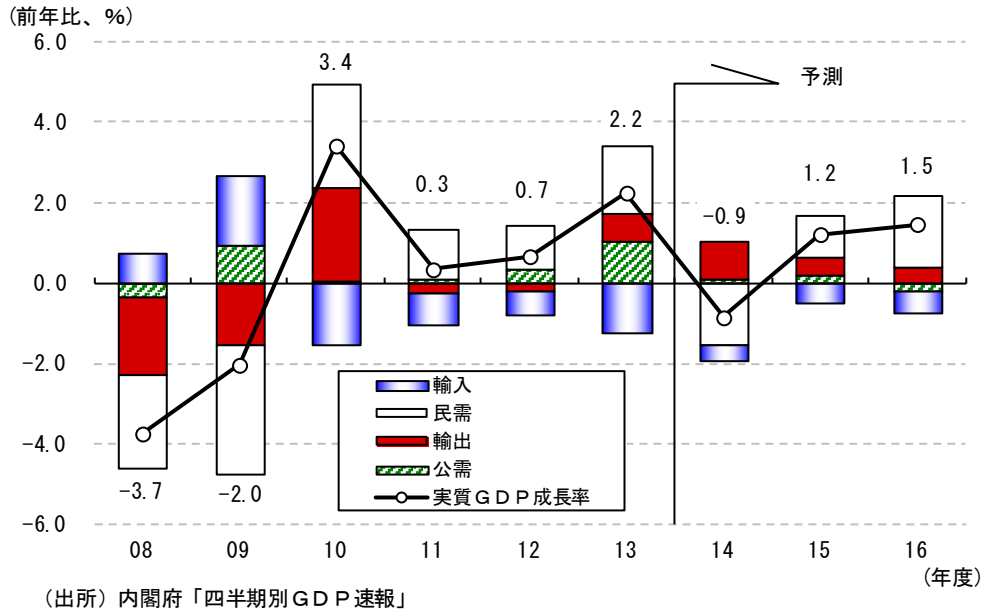
輸出は、2015年度中も増加基調を維持しよう。海外経済の回復基調が維持されることや、円安が定着化していく中で輸出競争力も徐々に回復してくると考えられる。しかし、海外移転の動きなどの構造変化が短期間のうちに修正されることは難しく、増加ペースは緩やかである。このため、内需の緩やかな持ち直しを反映して輸入の伸びが小幅にとどまるものの、外需寄与度はほぼ横ばいとなる見込みである。

公共投資については、2014年度の経済対策の効果により年度前半は底堅く推移するものの、その後は押し上げ効果が剥落するため年度通期ではマイナスに転じる見込みである。

2015年度の実質成長率は前年比+1.2%と予想する。年度を通じて景気は緩やかな回復軌道をたどろう。牽引役が不在であり、力強さには欠けるものの、消費税率引き上げの影響が薄らいでくることもあり、ゲタ(+0.3%)を除いた年度中の成長率では+0.9%に拡大する見込みである。なお、名目GDP成長率は同+1.8%と高い伸びを維持する一方、デフレーター伸び率は同+0.6%に鈍化すると予想される。

なお、2017年4月の消費税率の引き上げをにらんだ動きは、2016年度後半から現れると予想される。2017年度前半は、引き続き緩やかな持ち直しの動き、後半から回復力が増してくる見込みである。

図表 8. 実質GDP成長率の需要別寄与度（年度）



図表 9. 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	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)
名目GDP	0.3	0.4	0.1	1.5	-0.1	-0.8	1.5	0.4	0.6	-0.2	1.1	0.1	1.9	1.4	1.8	1.8
	1.4	1.6	0.5	6.3	-0.4	-3.0	6.2	1.4	2.4	-0.7	4.4	0.3				
	0.6	1.9	2.0	2.9	1.9	0.8	2.1	1.0	1.6	2.4	1.8	1.6				
実質GDP	0.8	0.6	-0.4	1.6	-1.9	-0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.2	0.4	2.2	-0.9	1.2	1.5
	3.2	2.4	-1.6	6.7	-7.3	-1.6	1.7	1.1	1.5	1.6	1.0	1.4				
	1.2	2.3	2.5	2.9	-0.2	-1.2	-0.3	-1.7	0.5	1.5	1.4	1.4				
デフレーター	-0.6	-0.4	-0.4	-0.1	2.0	2.1	2.4	2.7	1.1	0.8	0.4	0.2	-0.4	2.3	0.6	0.3

図表 10. 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%	1.5%	2.2%
2014年度 (見通し)	1.1%	-2.0%	-0.9%
2015年度 (見通し)	0.3%	0.9%	1.2%
2016年度 (見通し)	0.5%	1.0%	1.5%

(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

○鉱工業生産は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、7～9月期も減少が続いた。需要の落ち込みを受けて、在庫が積み上がっており、当面は生産を抑制する要因となる。そうしたなか、今後、輸出が緩やかながらも増加し、国内需要も徐々に持ち直してくることから、鉱工業生産は増加傾向で推移する見込みである。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、2013年度には円安などを背景に製造業で大幅に改善し、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、消費税率引き上げの影響による売上高の伸び悩みやコストの増加による利益率の悪化により、小幅な減益となる見込みである。2015年度以降は為替レートが円安に推移することや原油価格の低下といった交易条件の改善などを背景に製造業を中心に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なか、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 11. 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	-1.9	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5	3.2	-1.3	1.8	2.8
	-3.0	2.3	5.8	8.2	2.7	-1.0	-2.4	-4.5	-0.1	2.6	2.6	2.4				
在庫指数	0.4	-0.1	-1.9	0.2	4.6	1.1	-1.9	-0.5	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2	-1.4	3.2	-0.8	-1.2
	-2.9	-3.5	-4.3	-1.4	2.8	4.0	4.0	3.2	-1.6	-2.7	-1.0	-0.8				
売上高	-0.5	0.8	3.8	5.6	1.1	0.8	0.0	-0.8	2.3	3.0	2.9	2.8	2.5	0.2	2.8	3.3
経常利益	24.0	24.1	26.6	20.2	4.5	2.0	-5.3	-4.3	1.2	8.4	5.2	4.3	23.6	-1.0	4.6	4.1
売上高経常利益率	4.68	4.56	4.92	4.88	4.82	4.56	4.70	4.75	4.76	4.78	4.81	4.83	4.76	4.70	4.78	4.82
設備投資	1.8	0.7	0.8	7.5	-4.8	-0.2	1.8	1.2	0.8	0.7	0.6	0.7	2.6	1.8	3.6	2.9
	-2.7	-0.9	1.1	11.4	3.8	2.8	3.9	-2.0	3.6	4.5	3.4	3.0				
在庫投資	-0.5	0.3	-0.1	-0.5	1.2	-0.6	-0.1	0.0	0.0	0.1	-0.0	-0.1	-0.4	0.3	-0.2	-0.0

(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7～9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

鉱工業生産は、2014年4～6月期に前期比-3.8%と6四半期ぶりに減少した後、7～9月期も同-1.9%と減少が続いた。7～9月期には輸出向けは増加したものの、国内向けが落ち込んでおり、消費税率引き上げ後の反動減からの回復が遅れている状況が続いている。

増加のペースは緩やかになっているものの、需要の減少を背景に、生産者在庫は高水準であり、耐久消費財をはじめとする最終需要財でその傾向が顕著である。

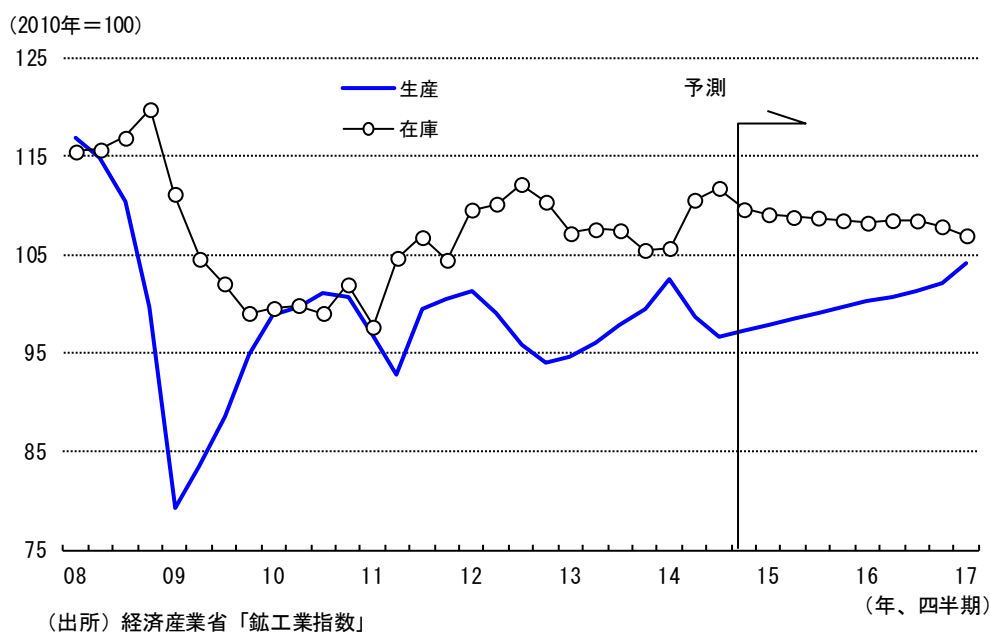
b. 見通し

在庫が高水準にあることから、当面は在庫調整が鉱工業生産の抑制要因となる。輸出が緩やかに持ち直すこともあり、鉱工業生産は2014年10～12月期には前期比+0.6%と増加に転じるものの、急速な回復は見込みづらい。2014年度の鉱工業生産は、消費増税後の落ち込みの影響が大きいことから、前年比-1.3%と2年ぶりに減少する公算が大きい。

2015年度以降は、国内需要の増加や輸出の緩やかな回復を背景に鉱工業生産は増加基調で推移する見込みである。2017年4月に消費税率が10%に引き上げられると想定していることから、2015年度は+1.8%、2016年度は+2.8%と、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により2016年度は高い伸びになると考えられる。

足もとで高水準にある生産者在庫は、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 12. 生産・在庫指数の見通し



②企業収益

a. 現状

企業業績は 2013 年度には大企業製造業を中心に改善した。2013 年度の経常利益（法人企業統計季報ベース、金融業、保険業を除く、全規模、以下同様）は前年比+23.6%の 62.3 兆円と、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を押し上げた。

2014 年 4～6 月期は、消費税率引き上げ後の需要の反動減の影響を受けて、経常利益は前期比では 3 四半期ぶりに減少した。もっとも、前年比では+4.5%と増加が続いており、水準は高い。

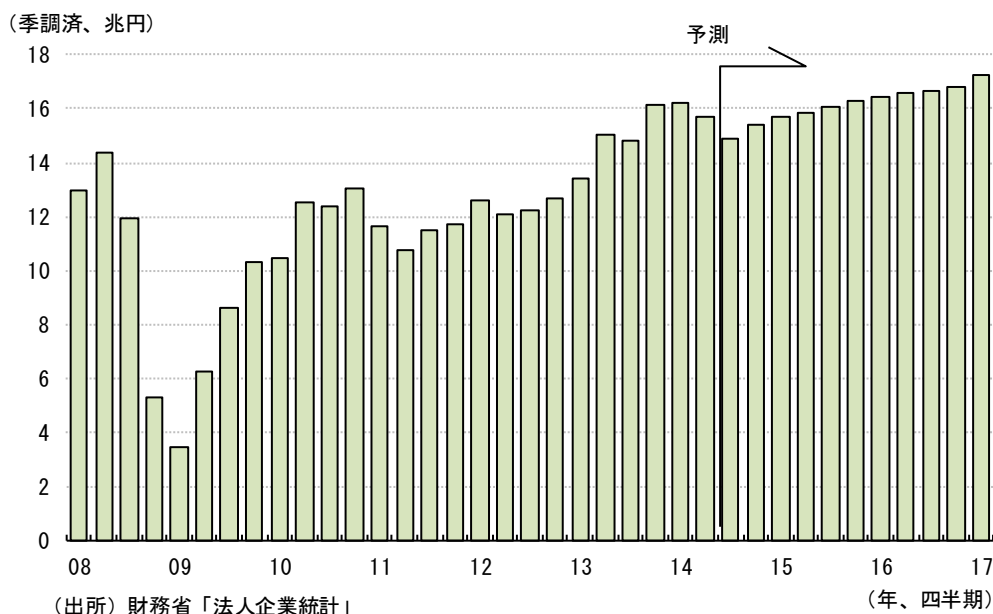
b. 見通し

予測期間を通じて、為替レートは円安に推移し、原油価格（ドル建て）は低下すると想定しており、交易条件の改善が製造業を中心に利益の押し上げ要因となる。

2014 年度は、消費税率引き上げ後の売上高の落ち込みやコストの増加により、経常利益は前年比-1.0%と小幅な減少となるが、高水準を維持するだろう。

2015 年度以降は、景気の回復が続くなか、売上高の緩やかな増加が見込まれる。人手不足などにより人件費は増加するものの、リストラによる収益力が向上していることから、経常利益は増益基調を維持すると考えられる。2017 年 4 月に消費税率の 10%への引き上げを想定しており、2016 年度には駆け込み需要が利益を押し上げる要因となる。

図表 13. 企業利益（経常利益）の見通し



③設備投資

a. 現状

2014年7～9月期の民間企業の実質設備投資は前期比-0.2%と2四半期連続で減少した。もつとも、前年比では4四半期連続で増加している。

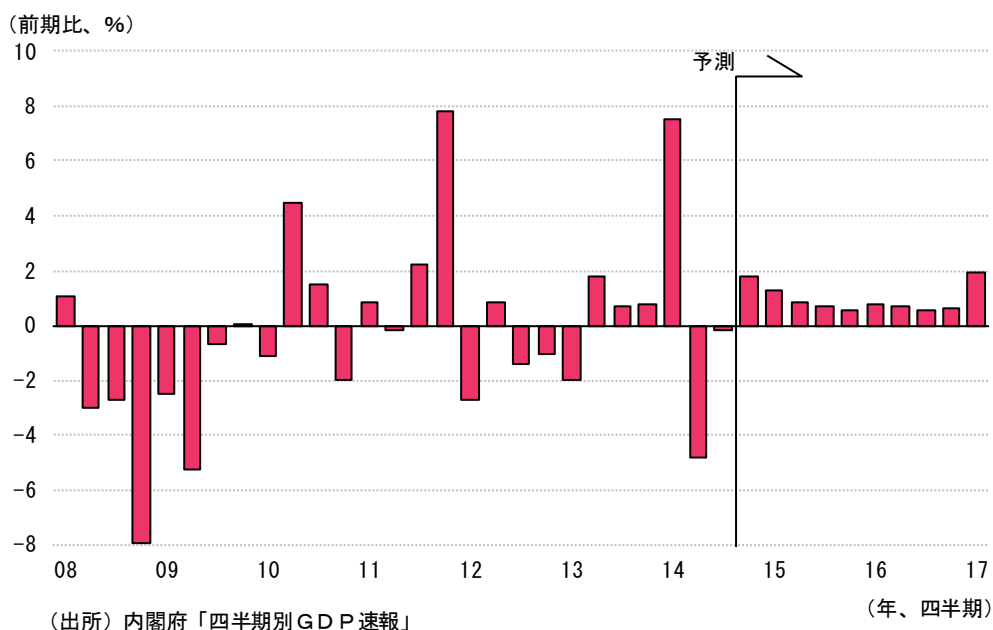
企業の実質設備投資に先行する機械受注（船舶・電力を除く民需）は、2014年7～9月期は前期比+5.6%と2四半期ぶりに増加した。内閣府がまとめた見通しによると、10～12月期は前期比-0.3%となっている。

b. 見通し

円安が進んでいるとはいえ、企業が将来的に需要の伸びが期待しづらい国内から、需要の拡大が見込まれる新興国など海外へと投資対象を移す流れは、短期的には変わらない。このため、国内では、生産設備の増強など大規模な投資は増えにくい状況が続くとみられる。

こうしたなか、2014年度については、企業は設備投資を増加させる計画をもっている。その背景には、競争力を維持するための投資を行う必要があること、業績の改善を背景に手元資金が潤沢なことがあると考えられる。今後は、これまで手控えていた設備の維持・更新投資や情報化投資、人手不足を背景とする省力化投資を中心に設備投資は緩やかに増加すると見込まれる。

図表 14. 民間企業設備（実質）の見通し



(2) 家計

- 雇用環境は消費税率引き上げ後も改善が続いている。一人あたり賃金も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。企業の固定費増加に対する警戒感は強く、今後、十分な賃上げが行われない可能性はあるものの、物価の上昇テンポが緩やかになる中で、実質所得も緩やかに持ち直すと期待される。
- 2014年7~9月期の個人消費は、駆け込み需要の反動で大きく落ち込んだ4~6月期からは持ち直したものの、天候不順の影響もあって小幅の増加にとどまった。実質所得が大幅に減少しているため、2014年度中は持ち直しテンポも緩やかにとどまろう。また、2015年度も、実質所得は増加に転じると予想されるものの、消費が所得に見合った水準になるまでには時間がかかるため、持ち直しテンポが急に高まるとは期待しにくい。
- 2014年に入ってから、住宅着工は駆け込み需要の反動により減少傾向にあるが、今後は徐々に持ち直しに向かうと見込まれる。目先は持家と貸家を中心に弱い動きが続く中で緩やかな増加にとどまるものの、2015年度以降、景気の弱さが薄らぎ、2017年4月の消費税率引き上げも意識される中で、住宅着工は次第に伸びを高めよう。

図表 15. 家計部門総括表

	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)
一人当たり所得(前年比)	0.2	-0.4	0.4	0.1	0.8	1.4	0.9	0.0	0.6	0.6	0.7	0.4	0.1	0.8	0.6	0.5
所定内給与	-0.4	-0.7	-0.6	-0.3	-0.0	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.5	0.2	0.2	0.2
所定外給与	0.1	2.2	5.5	5.3	5.1	2.7	0.2	-2.4	1.9	3.1	3.0	2.9	3.3	1.3	2.7	3.1
雇用者数(前年比)	0.9	0.9	1.2	0.8	0.6	0.9	0.7	0.8	0.8	0.3	0.4	0.5	1.0	0.7	0.5	0.6
雇用者報酬(前年比)	1.2	0.6	1.6	-0.5	1.6	2.6	1.6	0.9	1.4	1.0	1.3	1.0	1.0	1.7	1.2	1.2
完全失業率(季調値)	4.0	4.0	3.9	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.9	3.6	3.5	3.4
春闘賃上げ率	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1.80	2.19	2.10	1.90
個人消費(前期比)	0.8	0.3	-0.0	2.2	-5.0	0.4	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	2.5	-2.8	1.1	1.8
(前年比)	1.8	2.4	2.4	3.5	-2.6	-2.7	-2.0	-3.9	1.4	1.3	0.9	1.0				
可処分所得(前年比)	0.3	0.6	0.6	1.0	1.4	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	0.6	1.2	1.0	1.0
消費性向	99.2	99.7	100.3	101.1	100.7	100.2	99.9	99.1	99.2	99.3	99.3	99.3	101.1	99.1	99.2	99.4
住宅投資(前期比)	2.4	4.3	2.2	2.3	-10.0	-6.7	-2.3	3.2	3.6	-3.0	-1.1	3.6	9.5	-11.7	1.1	9.2
(前年比)	6.8	8.5	10.4	12.0	-2.0	-12.3	-15.9	-15.2	-2.6	1.2	2.6	3.0				
新設住宅着工戸数	98.0	99.0	104.1	93.4	88.7	85.5	85.9	86.0	86.0	86.6	87.5	88.6	98.7	86.5	87.1	94.0
	11.8	13.5	12.9	3.4	-9.3	-13.6	-17.4	-7.9	-3.1	1.3	1.8	3.0				
持家	35.1	35.0	38.6	31.9	28.4	26.7	27.2	27.4	27.9	28.3	29.0	29.8	35.3	27.4	28.7	32.6
	14.9	12.2	19.7	-2.7	-19.3	-23.8	-29.6	-14.3	-1.8	6.3	6.7	8.6				
貸家	35.5	35.8	38.9	37.8	37.5	33.7	33.2	32.9	32.9	33.0	33.1	33.2	37.0	34.2	33.0	34.8
	10.8	15.8	15.8	18.8	5.5	-5.7	-14.9	-13.0	-12.2	-2.0	-0.5	1.0				
分譲	27.2	27.6	25.5	23.6	22.8	24.5	24.9	25.1	24.6	24.7	24.8	25.1	25.9	24.3	24.8	25.9
	11.6	12.4	-0.5	-7.4	-16.0	-11.2	-2.4	6.3	8.1	1.0	-0.5	-0.4				

(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率換算値(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

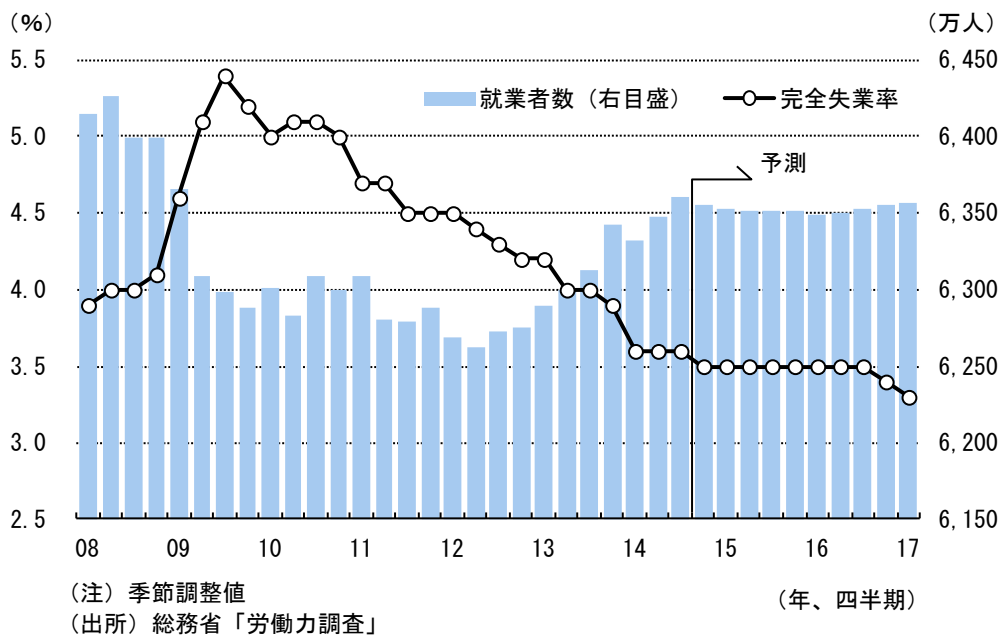
2014年7～9月期の完全失業率は3.6%と低水準を維持した。消費税率引き上げ後も労働需給は引き締まった状態が続いており、就業者数は前年差+15万人、雇用者数は同+37万人と増加している。また、有効求人倍率（新規学卒者を除きパートタイムを含む）も1.10倍（前期差+0.01ポイント）と高水準を維持している。足元で完全失業率や有効求人倍率の改善が足踏み状態となっているものの、企業の手不足感は依然として強いままである。

b. 見通し

生産年齢人口（15歳～64歳人口）の減少が続く中、労働需給はタイトな状態が続くと見込まれる。このため、今後、完全失業率は低水準を維持すると予想される。ただし、足元で構造失業率（労働市場で需給が均衡している時の失業率）の水準に近づきつつあると考えられることや、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などから、さらなる低下余地は限られている。なお、次回の消費税率引き上げの直前期となる2016年度後半には、駆け込み需要への対応としてパートタイム労働者など非正規雇用を中心に労働需給が引き締まることで、完全失業率が一時的に低下することは考えられよう。

以上を踏まえ、完全失業率は2014年度に3.6%（前年差-0.3%ポイント）へ低下した後、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）となると予測する。

図表 16. 雇用の見通し



②所得・賃金

a. 現状

2014年7～9月期の一人あたり賃金（現金給与総額）は前年比+1.4%と4四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の効果もあって前年比+0.3%と増加し、所定外給与も同+2.7%と高い伸びが続いた。また、夏のボーナスが含まれる特別給与についても同+8.0%と大きく増加し、賃金全体を押し上げた。

2014年7～9月期の名目雇用者報酬（GDPベース）も、一人あたり賃金と雇用者数とともに増加したことから、前年比+2.6%の大幅増加となった。デフレーターも上昇が続いたため、実質では前年比-0.6%の減少となったが、前年比のマイナス幅は4～6月期の同-1.9%から縮小している。

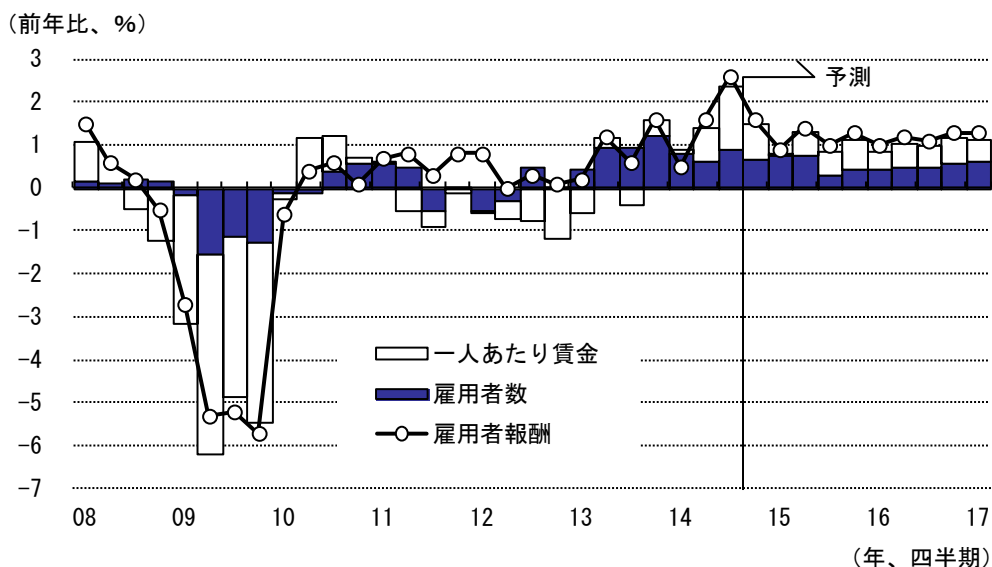
b. 見通し

今後も、所定内給与は緩やかな持ち直しを続けよう。所定外給与も目先は伸び率が縮小するものの、その後は企業活動の持ち直しを背景に増加するだろう。さらに、特別給与も、企業業績の改善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。

一人あたり賃金は、2014年度は前年比+0.8%、2015年度は同+0.6%、2016年度は同+0.5%と増加が続くと予測する。企業の固定費増加に対する警戒感強く、十分な賃上げが行われない可能性はあるものの、物価の上昇テンポが緩やかになる中で、実質所得についても緩やかに持ち直すと期待される。

また、名目雇用者報酬も、2014年度に前年比+1.7%と増加した後、2015年度は同+1.2%、2016年度は同+1.2%と増加が続くと予測する。実質では、2014年度に前年比-0.9%と減少した後、2015年度は同+1.2%、2016年度は同+0.8%と増加に転じると見込まれる。

図表 17. 所得の見通し



(注) 一人あたり賃金は従業員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7～9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+0.4%と小幅な増加にとどまった。駆け込み需要の反動で大きく落ち込んだ4～6月期（同-5.0%）からは持ち直したものの、夏場の天候不順の影響もあって、力強さを欠く結果となった。

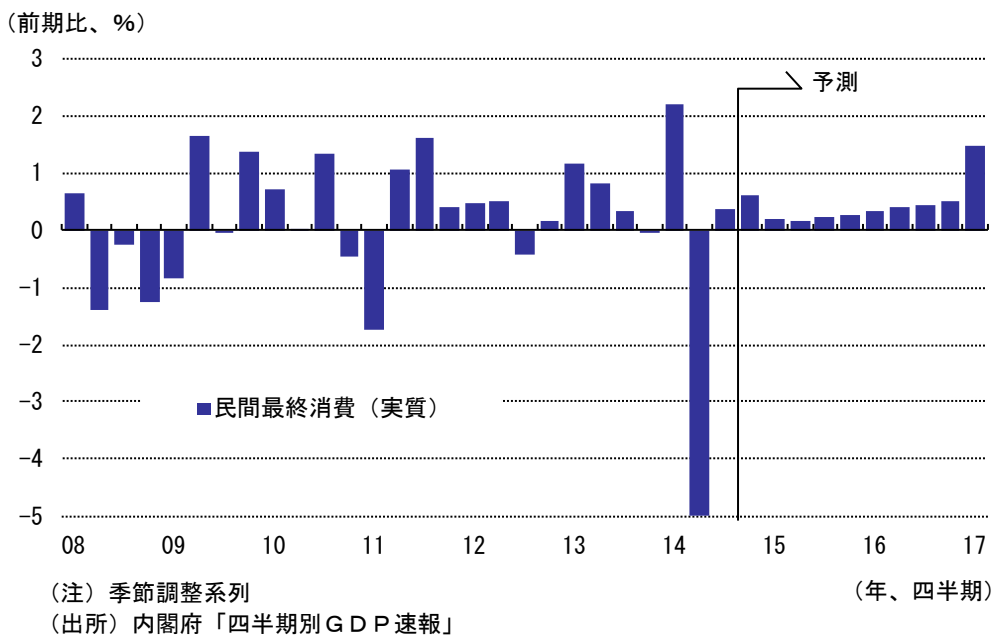
財別に見ると、半耐久財（前期比+3.5%）や非耐久財（同+2.0%）は反動減の一巡から増加したものの、自動車や家電製品といった耐久財（同-4.5%）は減少が続いた。また、外食や娯楽といったサービス（同-0.0%）も横ばいにとどまった。

b. 見通し

今後も個人消費の持ち直しは続くと見込まれるが、消費者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、2014年度中は持ち直しのテンポも緩やかなものとならざるをえない。2015年度も、実質所得はプラスに転じるものの、消費が所得に見合った水準になるまでには時間がかかるため、持ち直しテンポが急に高まるとは期待しにくい。なお、駆け込み需要が2016年度後半にかけて発生し消費を押し上げるとみられるが、引き上げ幅が前回よりも小さいことから、盛り上がりは前回を下回る規模にとどまると考えられる。

以上を踏まえ、実質民間最終消費支出は、2014年度に前年比-2.9%と6年ぶりに減少した後、2015年度に同+1.1%と増加に転じ、2016年度は増税前の駆け込み需要もあって同+1.8%と増加すると予測する。

図表 18. 民間最終消費支出（実質）の見通し



④住宅投資

a. 現状

2014年に入ってから、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7～9月期の新設住宅着工戸数は、季調済年率換算値で85.5万戸（前期比－3.7%）と3四半期連続で減少した。利用関係別に見ると、持家（同－6.0%）が引き続き減少したほか、相続税対策としての需要もあって底堅く推移してきた貸家（同－10.2%）が大幅に落ち込んだ。一方、分譲住宅（同＋7.5%）はマンションを中心に増加に転じた。

こうした中、GDPベースの住宅投資も減少している。2014年7～9月期の実質民間住宅投資（GDPベース）は前期比－6.7%と2四半期連続で減少した。また、デフレーターも、労働者の賃金上昇や資材価格の高騰などを背景に引き続き高い伸びを続けている。

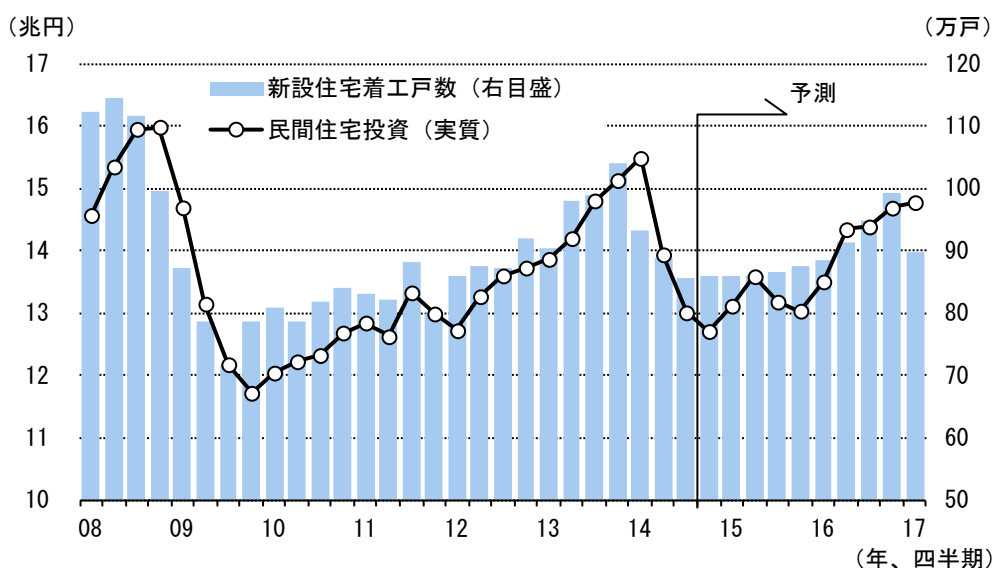
b. 見通し

今後、住宅着工は下げ止まり、徐々に持ち直しに向かうと見込まれる。持家と貸家を中心に弱い動きが続く中で目先は緩やかな増加にとどまるとみられるが、2015年度以降、景気の弱さが薄らぎ、2017年4月に延期された消費税率10%への引き上げが意識される中で、住宅着工も次第に伸びを高めると考えられる。

以上を踏まえ、新設住宅着工戸数は、2014年度に86.5万戸（前年比－12.4%）と大きく落ち込むものの、2015年度に87.1万戸（同＋0.7%）と増加に転じ、2016年度は増税前の駆け込み需要により94.0万戸（同＋7.9%）と大きく増加すると予測する。

また、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－11.7%と大きく減少した後、2015年度は同＋1.1%、2016年度は同＋9.2%と増加する見込みである。

図表 19. 新設住宅着工戸数と民間住宅投資（実質）の見通し



(注) 民間住宅投資は季節調整系列、新設住宅着工戸数は季調済年率換算値
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、国土交通省「建築着工統計」

(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。2015年10月に予定されていた消費税率の10%への引き上げが延期されることにより、2015年度の財政健全化目標（国と地方の基礎的財政収支の赤字のGDP比3.3%）の達成は難しくなる可能性がある。
- 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た。その結果、補正予算が実際に執行された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を実施し、足もとでは予算の執行が本格化している。2014年度においても補正予算により、経済対策が実施される見込みであり、その効果は2015年度に現れると考えられる。
- このように3年連続で経済対策が実施される見込みであることから、政府支出（GDPベース）は、2015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2016年度に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見込みである。

図表 20. 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 (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				
政府支出	1.8	1.1	0.5	-0.6	0.1	0.7	-0.0	-0.3	0.2	0.6	0.2	-0.0	4.2	0.5	0.8	-0.7
	3.3	4.9	5.5	3.0	0.6	0.8	0.2	0.3	0.8	0.6	0.7	1.0				
政府最終消費	0.6	0.1	0.2	-0.2	-0.0	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	1.8	0.4	1.2	1.1
	2.5	2.2	1.8	0.7	-0.0	0.3	0.3	0.9	1.2	1.2	1.2	1.1				
公共投資	6.1	5.7	1.7	-2.0	0.3	2.2	-0.6	-2.5	-0.1	1.9	-0.1	-1.3	15.0	1.4	-0.6	-7.9
	8.1	18.8	20.7	11.3	5.2	2.9	0.1	-1.0	-1.3	-1.0	-0.7	0.3				

(注) すべてGDPベースで実質値

①政府最終消費支出

a. 現状

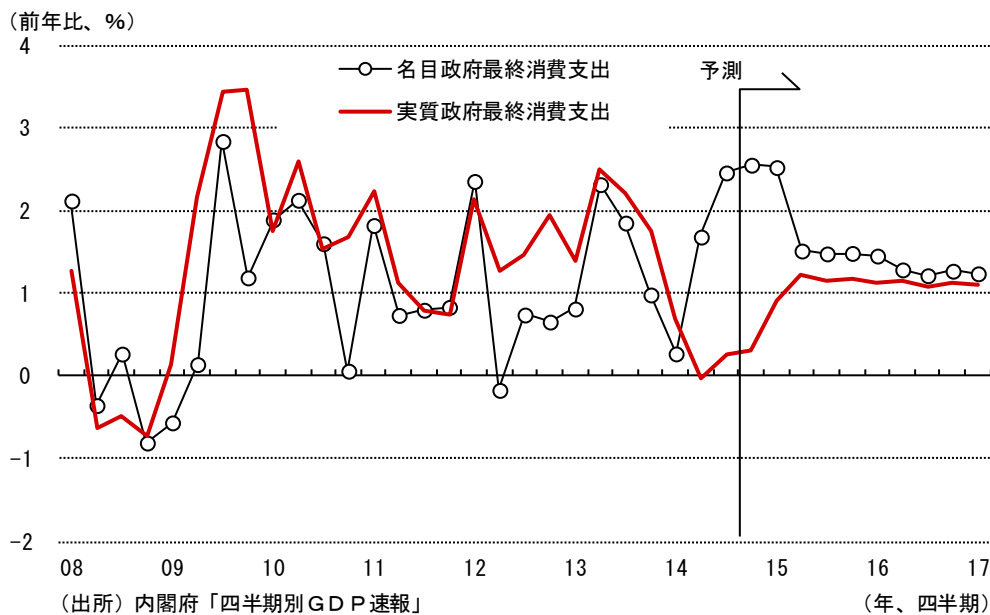
実質政府最終消費支出（GDPベース、以下、実質政府消費）は、2014年7～9月期には前期比+0.3%と3四半期ぶりに増加した。医療費や介護費などの現物社会給付が増加に寄与したと考えられる。

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+0.4%、2015年度は同+1.2%、2016年度は同+1.1%と増加が続くと考えられる。

また、2014年度には、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が実施された。このため、2014年度の名目の増加率は+2.3%と、2001年度（+3.5%）以来の高い伸びとなる見込みである。

図表 21. 政府最終消費支出の見通し



② 公共投資

a. 現状

2014年7～9月期の実質公共投資（GDPベース）は、前期比+2.2%と2四半期連続で増加した。前年比では+2.9%と6四半期連続で増加している。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、公共工事については契約を前倒しで行ってきたが、そうした効果が現れていると考えられる。

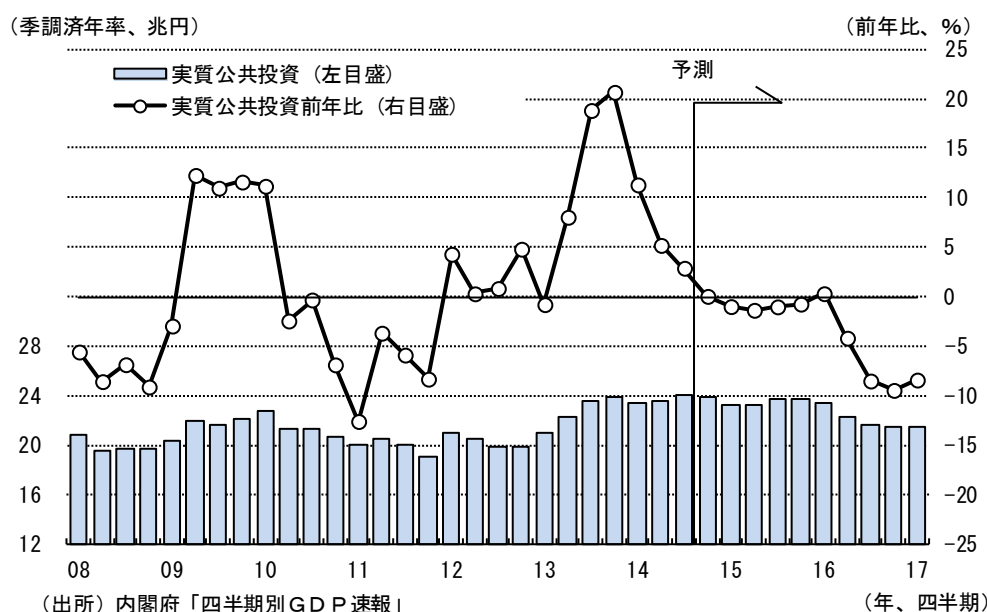
b. 見通し

公共投資の先行指標である公共工事請負額は、8月以降、比較の対象となる前年の水準が高いこともあって、前年比では減少が続いている。また、建設業では人手不足などを背景に供給制約が依然として存在する中、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。今後、2013年度補正予算の押し上げ効果が見込まれる一方、2012年度補正予算の押し上げ効果の剥落が続くことから、公共投資は横ばい圏内で推移するだろう。

また、2014年度補正予算によって、経済対策が実施され、公共投資関連は2兆円程度増額されると想定している。経済対策の効果は2015年度前半に現れ、2013年度の補正予算の押し上げ効果の剥落による公共投資の落ち込みを補うことになろう。

このような想定の下、実質公共投資は、2014年度は前年比+1.4%と増加するものの、2015年度には同-0.6%と小幅に減少する見込みである。経済対策による押し上げ効果が剥落する2016年度は前年比-7.9%と減少幅は拡大すると考えられる。

図表 22. 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、連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和第3弾（QE3）を終了させた。欧州では、景気が足踏み状態となるなかでデフレリスクがくすぶっており、欧州中央銀行（ECB）が金融緩和を強化した。新興国では、中国景気が再び緩やかに減速した。ただインドなど一部の国では、景気に持ち直しの動きもみられている。
- 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。欧州景気は先行きにかけて持ち直すと予想されるが、そのペースは緩慢だろう。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、世界景気の緩やかな拡大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、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。今後は、円安、原油価格の低下が見込まれるなか、貿易収支の赤字額は2015年度にかけて減少傾向で推移し、第一次所得収支の黒字額は増加が続く。このため、経常収支は2015年度にかけて黒字が拡大するだろう。

図表 23. 海外部門総括表

	2013年度				2014年度				2015年度				2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)	2016年 (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				
米国実質GDP	1.8	2.3	3.1	1.9	2.6	2.3	2.0	3.2	2.8	2.5	2.6	2.5	2.2	2.2	2.8	2.5
(前期比年率)	1.8	4.5	3.5	-2.1	4.6	3.5	2.1	2.8	2.8	2.4	2.4	2.5	-	-	-	-
ユーロ圏実質GDP	-0.6	-0.3	0.4	1.0	0.8	0.8	0.7	0.8	1.1	1.3	1.6	1.6	-0.5	0.8	1.2	1.6
(前期比年率)	1.3	0.6	1.0	1.2	0.3	0.8	0.3	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	-	-	-	-
アジア実質GDP	6.5	6.8	6.7	6.4	6.5	6.4	6.5	6.4	6.2	6.4	6.5	6.4	6.6	6.5	6.4	6.4
(うち中国実質GDP)	7.5	7.8	7.7	7.4	7.5	7.3	7.4	7.2	7.0	7.2	7.2	7.2	7.7	7.4	7.2	7.2
													2013年度 (実績)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)	2016年度 (予測)
経常収支 (兆円)	1.8	0.6	0.0	-1.4	0.7	0.6	1.2	1.2	1.4	1.5	1.7	1.7	0.8	3.6	5.8	5.6
貿易収支 (兆円)	-1.7	-2.3	-2.8	-3.9	-2.2	-2.5	-2.0	-2.0	-1.9	-1.9	-1.7	-1.7	-11.0	-8.8	-7.4	-7.7
輸出 (兆円)	16.8	17.2	17.8	18.3	17.5	18.3	19.3	19.4	19.5	19.6	19.9	20.0	69.8	74.1	78.9	81.0
輸入 (兆円)	18.4	19.5	20.6	22.2	19.7	20.8	21.3	21.3	21.4	21.4	21.6	21.7	80.8	82.9	86.2	88.7
サービス収支 (兆円)	-0.7	-0.9	-1.0	-1.0	-0.7	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-3.5	-3.3	-3.2	-3.1
第一次所得収支 (兆円)	4.5	4.0	4.1	4.0	4.1	4.6	4.4	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6	16.7	17.7	18.3	18.4
輸出数量 (前期比)	1.5	-0.9	0.1	0.1	-0.4	0.5	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.6	0.3	1.6	1.5
輸入数量 (前期比)	-0.9	2.6	1.7	2.8	-6.3	1.3	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	2.3	-1.6	2.3	2.2
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	89.5	76.7	75.5
原油相場 (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	104.5	92.8	79.7	78.5
ドル円相場 (円/ドル)	98.7	98.9	100.4	102.8	102.1	103.9	112.0	114.4	115.0	115.6	116.2	116.6	100.2	108.1	115.9	117.0

(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。2014年7～9月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+3.5%と、4～6月期（同+4.6%）から成長が減速した。需要項目別には、個人消費など民需の伸びがいずれも鈍化し、経済成長の減速につながった。その反面で純輸出（輸出－輸入）が好調であり、また政府支出も勢いが加速して、景気を下支えした。

金融政策面では、米連邦準備制度理事会（FRB）が10月の連邦公開市場委員会（FOMC）で量的緩和第3弾（QE3）の終了を決定した。

b. 見通し

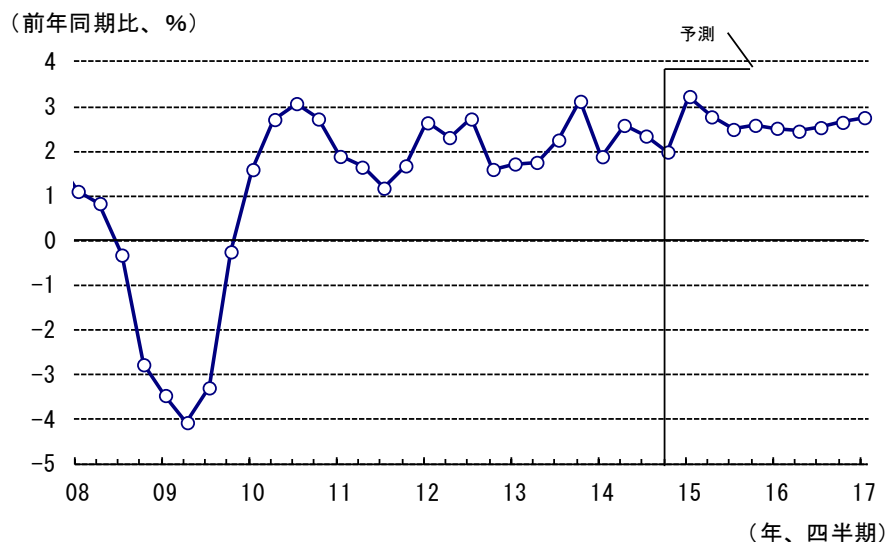
米国の実質GDP成長率は2014年が+2.2%、2015年が+2.8%になると予測した。

2014年の米国経済は4～6月期以降3%を超える高めの成長が続いたが、1～3月期の大寒波に伴うマイナス成長（前期比年率－2.1%）の影響を受けて、通年の成長率は2013年と同水準になる見込みである。

続く2015年の米国景気を展望すると、前半は民需主導の着実な拡大が見込まれる。個人消費が雇用・所得情勢の改善を受けて増加し、設備投資もシェールガス革命の追い風を受けた鉱業や化学などを中心に増加基調を維持して、景気を押し上げよう。もっとも15年後半は、FRBによる利上げを受けて民需が徐々に鈍化するため、米国景気は減速基調で推移する見通しである。具体的には、市場金利の上昇を受けて耐久財消費の増勢が鈍化するとともに、株価の調整が進むため設備投資は減速するだろう。

なおFRBによる金融政策については、政策金利（FFレート）が2015年中頃に年0.50%に引き上げられた後、年末にかけて1.00%まで引き上げられると見込んだ。またFRBは最初の利上げ後にバランスシートを徐々に縮小する方針を表明しており、市場金利の水準は徐々に切り上がっていく見通しである。

図表 24. 米国の実質GDP成長率の見通し



(出所) 米商務省

②欧州

a. 現状

ユーロ圏景気は足踏みしている。2014年7～9月期の実質GDP（速報値）は前期比+0.2%と小幅ながら4～6月期（同+0.1%）から持ち直した。主要国ごとに実質GDPの動きをみると、ドイツとフランスが再びプラス（それぞれ同+0.1%と同+0.3%）に転じた。スペインも前期比+0.5%と持ち直しが続いたが、一方でイタリアは同-0.1%と2四半期連続でマイナス成長となった。

こうした中でユーロ圏では低インフレ状態が続いており、デフレに対する懸念が強まっている。欧州中央銀行（ECB）は、景気と物価の下振れを防ぐべく、年央以降相次いで金融緩和を強化した。預金金利のマイナス圏への引き下げ、TLTROs（条件付き長期資金供給オペ）、資産購入（ABS、MBS）などがその主な内容である。

b. 見通し

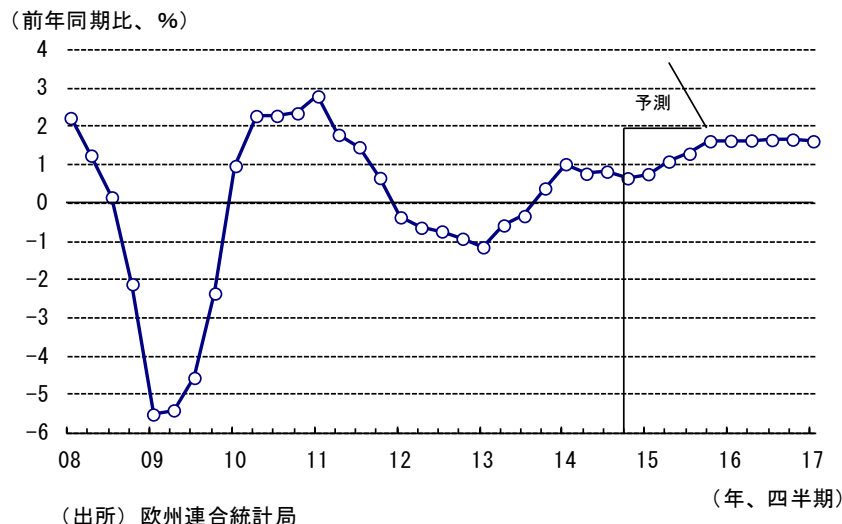
ユーロ圏の実質GDP成長率は2014年が+0.8%、2015年が+1.2%になると予測した。

2014年のユーロ圏経済は、景気回復の牽引役として期待された輸出が下振れしたものの、個人消費を中心に内需の緩やかな持ち直しが続いた。通年の実質GDP成長率は3年ぶりのプラス成長に転じる公算が大きい。

続く2015年を展望すると、緩やかに拡大する世界景気やユーロ安の追い風を受けて輸出が増加基調に転じて、景気を牽引するだろう。他方で内需面では、徐々に改善する雇用・所得情勢を追い風に個人消費が回復を続け、景気を下支えするとみられる。設備投資や建設投資も、景気が堅調なドイツを中心に緩やかに増加する見通しである。住宅投資も、調整が深刻であったスペインが既に底入れしたため、ユーロ圏全体で持ち直しの動きに転じると予想される。もっとも、そのテンポはなお緩慢だろう。

また低インフレ懸念が払しょくされない環境の下で、ECBは引き続き大規模な金融緩和策を維持することで、景気回復を下支えする見通しである。

図表 25. ユーロ圏の実質GDP成長率の見通し



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、やや回復のペースがスローダウンしている。2014年7～9月期の実質GDPは前年同期比+7.3%と前期（同+7.5%）よりも成長が小幅に減速した。ただし、米国をはじめとする先進国景気の持ち直しに伴う輸出の増加に加えて、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もあり、景気は底堅く推移している。

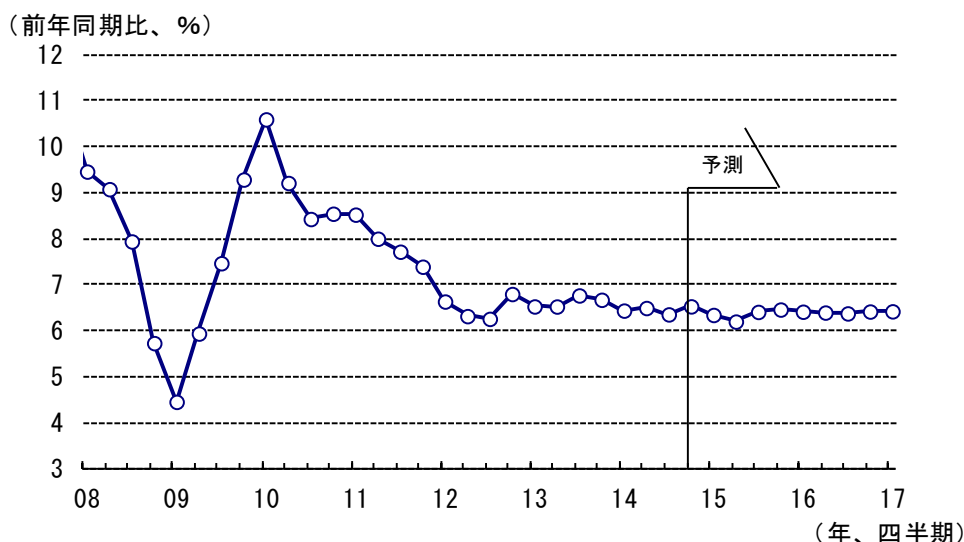
その他のアジア諸国をみると、国ごとに状況にバラつきが見られる。例えば台湾の景気は、先進国景気回復を背景に、足元でやや加速している。その一方で韓国では、4月に発生した旅客船沈没事故に伴う自粛ムードから内需が落ち込み、政府の景気テコ入れ策や中銀の利下げにもかかわらず景気の低迷が続いている。

b. 見通し

中国の実質GDP成長率は2014年が+7.4%、2015年が+7.2%になると予測した。過剰生産能力、住宅在庫の積み上がりなど高成長期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、先進国景気回復を背景に輸出が増加し、緩やかな景気回復が続こう。第12次5カ年計画の最終年である2015年は「改革の全面的な深化」の正念場である第13次5カ年計画期への地均しの年でもある。7%前後とみられる「新常态」への安定的な移行を可能にすべく経済運営が行われよう。

その他のアジア諸国に関しては、先進国向け輸出の増加が景気拡大を牽引するとみられる。ただし、米国の利上げの影響から、その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+6.4%）。

図表 26. アジアの実質GDP成長率の見通し



(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7～9月期の実質輸出（GDPベース）は前期比+1.3%と増加した。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+0.5%と増加しており、地域別にみると欧米向けは減少したものの、アジア向けは増加した。

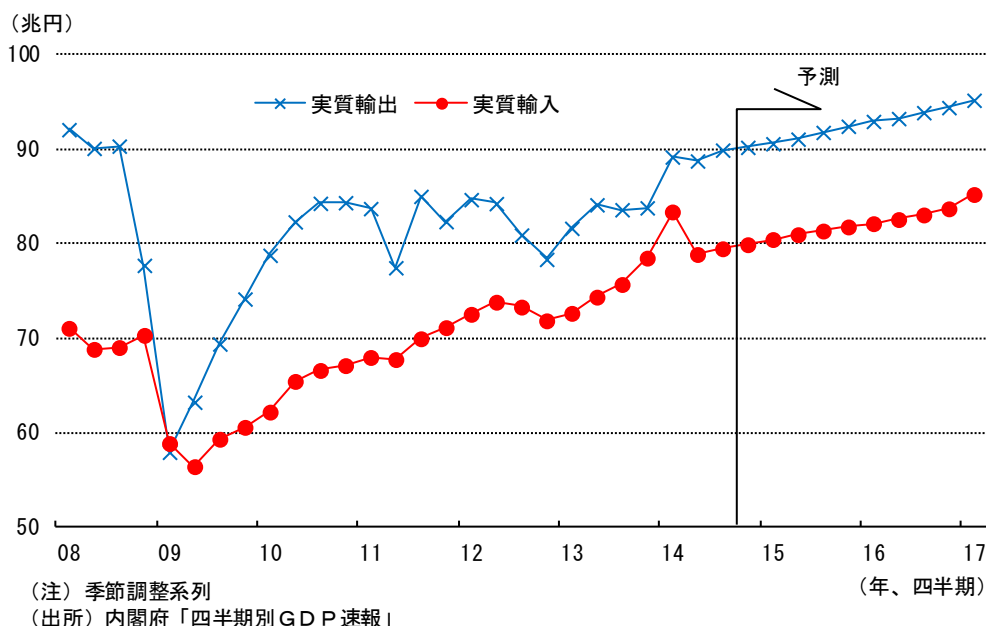
実質輸入（GDPベース）は、前期比+0.8%と増加した。7～9月期の外需（＝輸出－輸入）の実質GDP成長率への寄与度は、輸出の増加幅が輸入のそれを上回ったことから、+0.1%と4～6月期に続いてプラスとなった。

b. 見通し

実質輸出は今後、世界景気の緩やかな拡大を背景に、増加が続くと見込まれる。ただし、生産拠点の海外移転といった構造的な要因もあり、増加のペースは緩やかにとどまる。そうしたなか、部品などの中間財や資本財が増加の中心となると考えられる。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見込まれる。2014年度は、輸入が前年の駆け込み需要の反動の影響により、輸出と比べると低い伸びにとどまることもあり、外需の寄与度は+0.5%と4年ぶりにプラスとなるだろう。2015年度以降は、輸出、輸入は同程度の増加率となり、外需はGDP成長率の押し上げには寄与しない見込みである。

予測期間を通じて、為替レートは円安に推移し、原油価格（ドルベース）は低下傾向で推移する。このため、円建て輸出価格と比べて、円建て輸入価格の上昇率が小幅にとどまることから、貿易収支の赤字額は2015年度にかけて減少する見込みである。一方、外貨建ての受取が多い第一次所得収支の黒字幅は、拡大が続く公算が大きい。このため、経常収支は2015年度にかけて黒字額が増加するだろう。

図表 27. 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上昇したり、世界景気の減速懸念によって下落する局面もあるが、需給がほぼバランスした状態にあるため、基本的には安定して推移するようになっている。もっとも、米国のシェールオイルを中心に原油供給が増加する中で、産油国間での原油販売競争などが意識されるようになっており、原油価格はやや下落しやすくなっている。
- 消費税率引き上げの影響で、2014年度に入って物価上昇率は急上昇したが、国際商品市況が下落し、円安効果も一巡しつつあるため、足元では伸びが鈍っている。再び円安が進んでいるが、国際商品市況の下落幅の方が大きく、物価上昇率は今後さらに縮小すると見込まれる。国内景気に過熱感がない中、2015年度以降は消費税率引き上げの影響が剥落し、エネルギー価格が安定してくるため、物価上昇率は緩やかな伸びにとどまろう。
- 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。さらに、2014年10月には追加緩和が実施された。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が、いずれ目標達成時期の先送りなどの対応を迫られることになろう。
- 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 28. 物価・金融市場総括表

	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				
原油価格 (WTI、ドル/バレル)	94.2	105.8	97.5	98.7	103.0	97.2	80.1	77.6	77.1	76.8	76.5	76.2	99.0	89.5	76.7	75.5
原油価格 (ブレイク、ドル/バレル)	100.8	106.2	106.8	104.4	106.2	101.5	83.0	80.6	80.1	79.8	79.5	79.2	104.5	92.8	79.7	78.5
国内企業物価	0.7	2.2	2.5	2.0	4.3	4.0	2.7	2.1	-1.1	-1.0	-0.5	-0.3	1.9	3.3	-0.8	0.1
消費者物価 (総合)	-0.2	0.9	1.4	1.5	3.5	3.3	3.0	2.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.9	3.1	0.4	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	2.6	0.4	0.3	0.4	0.4	0.8	3.0	0.4	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	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4		1.0	0.4	0.5
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	2.3	2.0	2.0	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	2.2	0.3	0.4
無担保コール翌日物 (%)	0.073	0.073	0.072	0.074	0.067	0.067	0.060	0.060	0.060	0.060	0.050	0.050	0.073	0.063	0.055	0.050
TIBOR3ヶ月 (%)	0.232	0.230	0.221	0.216	0.211	0.210	0.201	0.200	0.180	0.180	0.180	0.170	0.225	0.205	0.178	0.165
新発10年国債 (%)	0.73	0.77	0.64	0.63	0.60	0.53	0.50	0.55	0.55	0.60	0.60	0.60	0.69	0.54	0.59	0.68
ドル円相場 (円/ドル)	98.7	98.9	100.4	102.8	102.1	103.9	112.0	114.4	115.0	115.6	116.2	116.6	100.2	108.1	115.9	117.0
ユーロ円相場 (円/ユーロ)	129.0	131.1	136.8	140.8	140.1	137.6	141.1	143.1	143.0	142.9	142.8	142.5	134.4	140.5	142.8	142.1

(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

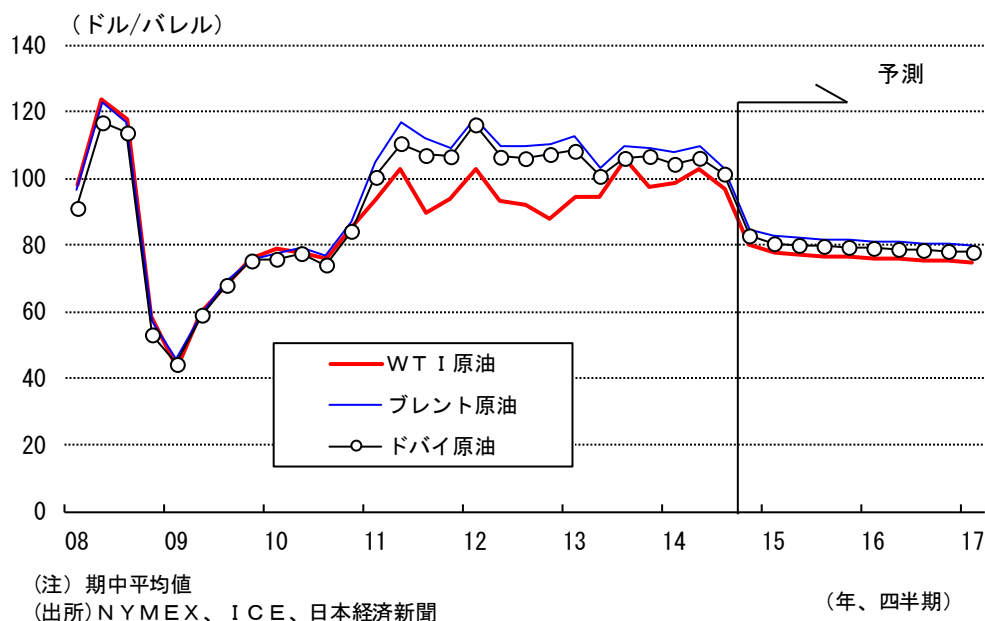
a. 現状

国際指標とされるブレント原油は下落している。6月には、イラク情勢の緊迫化を受けて一時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り、11月14日には一時77ドルを下回った。6月の高値と比べると、3割以上の大幅下落となっている。原油の大幅下落は、シェールオイルの増産や低燃費車の普及などの中長期的な原油需給の緩和圧力がある中で、イラク情勢など地政学的リスク要因が一時に比べて後退し、欧州や中国を中心とした世界景気の減速懸念も加わったためだ。また、石油輸出国機構(OPEC)の加盟国が原油の減産に慎重な姿勢を示す中、産油国間で原油の販売競争が起こりつつあるとの観測もくすぶり、原油安に拍車をかけている。

b. 見通し

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、交渉期限が11月24日に迫っている。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が、両者の見解の相違は依然として大きく、交渉の成否は予断を許さない状況にある。27日にはOPECの定例総会が開催され、減産決定の有無は予想が難しいが、原油価格が想定以上に下落しており、50万バレル程度の減産が決定されると予想する。その場合、原油相場は、いったん反発に向かうものの、世界景気の下振れ懸念が残る中では、再び下落圧力が強まる可能性がある。価格下落は徐々にシェールオイルの開発を抑制するものの、しばらく原油需給の緩和状態が続き、価格を抑制するだろう。

図表 29. 原油相場の見通し



②国内企業物価と消費者物価

a. 現状

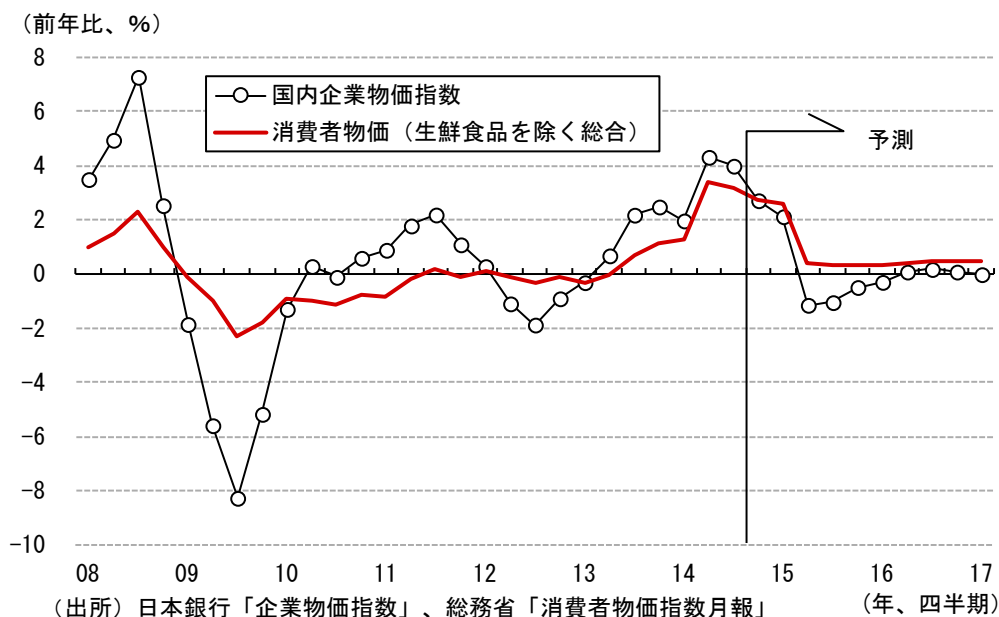
消費税率引き上げの影響を受けて国内企業物価は4月に前年比+4.2%に急上昇したが、その後は原油などの国際商品市況が下落に転じ、円安による押し上げ効果も一巡しつつあることから、10月は同+2.9%と伸び率が徐々に縮小している。消費者物価（生鮮食品を除く総合・全国）も、5～7月に同+3.4%まで上昇したが、電力料金やガソリンなどのエネルギー価格の伸び率縮小を受けて、10月に同+3.0%まで伸びが鈍化している。

b. 見通し

国内企業物価は、足元で円安が進んでいるものの、原油など国際商品市況の下落幅の方が大きい円建て原油価格は下落しており、今後も伸び率が徐々に縮小していくであろう。2015年度には、前年度の反動もあって、前年比マイナスに転じると見込まれる。その後は、国際商品市況、為替相場とも安定してくるため、2016年度はゼロ近傍で推移しよう。

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おう。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、消費税率引き上げによる押し上げ効果が剥落することから、2015年度は同+0.4%まで低下し、2016年度も同+0.5%と小幅の伸びにとどまる見込みである。円安によって輸入物価が押し上げられ、人件費の上昇を背景にサービス価格が低下しづらくなってくる一方で、国内景気に過熱感がない中で物価に上昇圧力がかかりづらい状態が続き、エネルギー価格が安定してくることが物価上昇を抑制する要因となる。

図表 30. 国内企業物価と消費者物価の見通し



(2) 金融政策

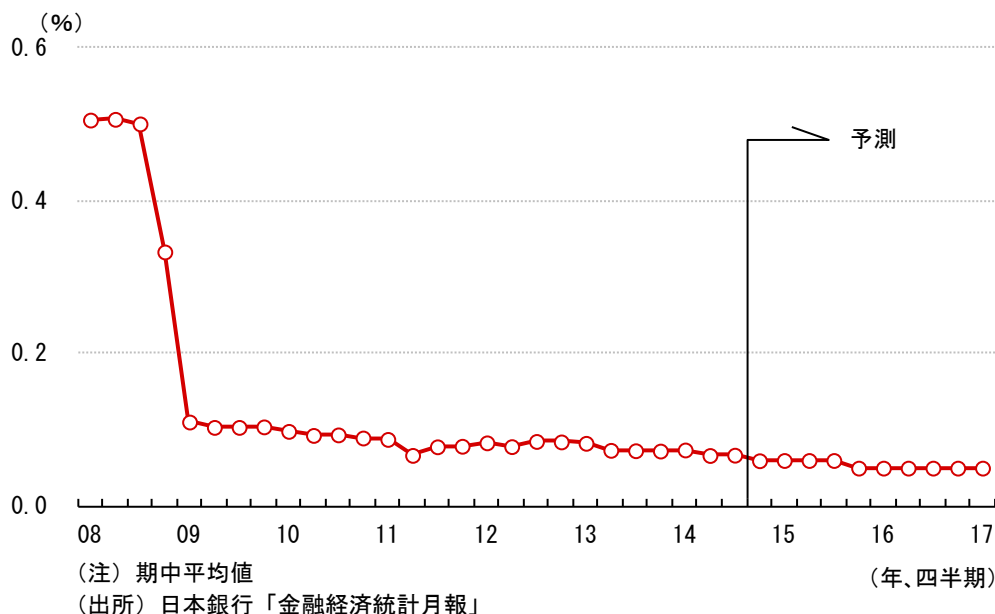
2013年4月4日に開催された金融政策決定会合において、日本銀行は量的・質的金融緩和を導入した。消費者物価の前年比上昇率2%の物価安定の目標を、2年程度の期間を念頭に、できるだけ早期に実現することが目的である。

2014年春までは円安や原油高を背景としたエネルギー価格の上昇が主因となり、日本銀行の思惑通り消費者物価の伸び率が高まったが、エネルギー価格が下落に転じると消費者物価の伸び率は徐々に縮小していった。このため、インフレ期待の後退を回避する目的で、10月31日に追加金融緩和が実施された。追加の内容は、①マネタリーベースを年間約80兆円ペースで増加させる、②長期国債の保有残高を年間約80兆円ペースで増加させ、平均残存期間を7年～10年程度に上げる、③ETFを年間約3兆円、J-REITを年間約900億円とこれまでの3倍のペースで買い入れる、などである。

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調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いる。さらに、追加緩和の効果によって、物価安定目標の達成が可能であると見られ、10月31日に公表された経済・物価情勢の展望において、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+1.2%、2015年度+1.7%、2016年度+2.1%と発表した。

しかし、日本銀行の想定から景気が大きく下振れているうえ、今後も消費者物価の伸び率は縮小すると予想され、物価安定の目標の達成は難しいとの見方が強まる可能性がある。この場合には、再び追加緩和が実施されることになろう。しかし、国債購入を永遠に継続することは困難であり、いずれ目標達成時期の先送りなどの対応を迫られることになろう。

図表 31. 無担保コール翌日物金利の見通し



(3) 金融市場

①金利

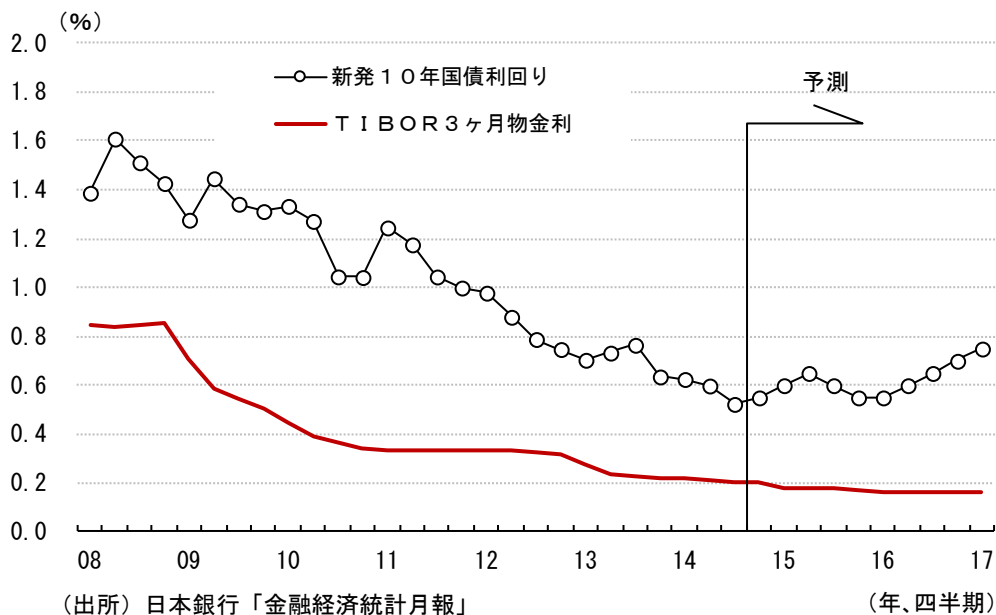
日本銀行による潤沢な資金供給を受けて、コールレートは低位で推移しており、3ヶ月、6ヶ月物といったターム物金利は総じて低位で安定している。また、国庫短期証券市場では、日本銀行による買い取りによって需給がひっ迫し、利回りがマイナスとなっている。日本銀行による量的・質的緩和が継続される中、今後もターム物金利は安定が続くだろう。

日本の長期金利（10年物国債利回り）においても、量的・質的緩和による買い入れによって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。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局面もあろうが、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当面はないと予想される。

2015年度以降は、米国で金融引き締め開始が予想されるなど、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・質的緩和の継続により、長期金利の上昇は限定的であろう。

しかし、財政再建が遅延するとみなされる懸念や、日本銀行の国債買い入れが財政ファイナンス（国債の直接引き受け）であると認識されるリスクは、消費税率の引き上げが先送りされることで、以前よりも強まっている。長期国債の流動性に対する懸念や日本銀行の量的・質的金融緩和の維持に限界があるとの見方が強まった場合などには、一時的に金利が急上昇する可能性がある。

図表 32. 長短金利の見通し



②為替

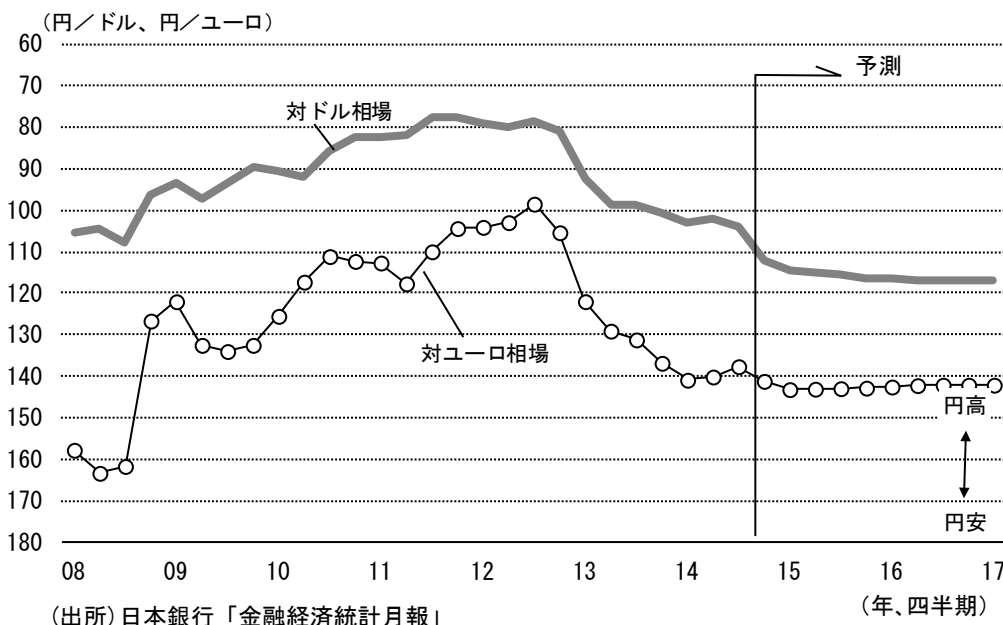
為替市場では、2012年秋以降、円安傾向が続き、それまでの1ドル=80円を下回る水準から、2013年12月には1ドル=105円台まで円安が進んだ。もともと、2014年に入って円安の動きは一服し、新興国経済への懸念を背景に投資家のリスク回避姿勢が強まった2月上旬には100円台まで円高に戻した。その後、米国の金融政策を巡る思惑などを背景に一進一退が続き、5月～8月前半は、101～102円台を中心とした非常に狭いレンジでの推移となった。しかし、8月後半～9月はかなり急に円安が進み、その後、やや円高に戻したものの、10月末～11月中旬に再びかなり急に円安が進んだ。

8月後半～9月に急速に円安が進んだ背景には、7月の米連邦市場公開委員会(FOMC)の議事要旨、ジャクソンホールでのイエレンFRB議長の講演、9月16～17日に開催されたFOMCの結果などをきっかけとして、米国の利上げ開始後の引き締めテンポが速まる可能性があることを織り込む動きがあった。また、10月末～11月中旬に再び円安が進んだ背景には、米国でQE3の終了が決定された一方で、日本銀行が市場の予想に反して追加緩和策を決定し、日米の金融政策の方向性の違いが強く意識されたことがあった。

先行きについては、相対的に景気が堅調な米国は2015年に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元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していたが、その後は再び緩やかな人民元高が進み、足元は6.1元台で推移している。今後も緩やかな人民元高が進む見込みである。

図表 33. 円の対ドル、対ユーロ相場の推移



図表 34. 日本経済予測総括表①

	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		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)
名目GDP	1.1	1.1	0.3	1.3	0.7	1.0	0.6	1.3	1.9	1.4	1.8	1.8
	1.3	2.4	1.3	1.5	2.0	1.7	1.6	1.9				
実質GDP	1.8	0.7	-1.3	0.4	0.7	0.6	0.7	0.9	2.2	-0.9	1.2	1.5
	1.8	2.7	-0.7	-1.0	1.0	1.4	1.3	1.6				
内需寄与度(注1)	1.7	1.6	-2.3	0.4	0.7	0.6	0.7	1.1	2.7	-1.4	1.3	1.6
個人消費	1.6	1.2	-3.8	0.9	0.4	0.6	0.8	1.5	2.5	-2.8	1.1	1.8
	2.1	2.9	-2.6	-2.9	1.3	1.0	1.4	2.3				
住宅投資	5.1	5.6	-12.0	-4.2	3.7	-0.9	8.2	2.6	9.5	-11.7	1.1	9.2
	7.7	11.2	-7.5	-15.5	-0.7	2.8	7.3	11.1				
設備投資	1.1	4.9	-1.4	2.3	1.8	1.3	1.3	1.8	2.6	1.8	3.6	2.9
	-1.7	6.7	3.2	0.6	4.1	3.1	2.6	3.2				
民間在庫(注1)	-0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.0	-0.0	0.1	-0.1	-0.4	0.3	-0.2	-0.0
政府支出	3.1	0.8	0.1	0.2	0.4	0.5	-0.8	-0.0	4.2	0.5	0.8	-0.7
	4.1	4.2	0.7	0.3	0.7	0.9	-0.2	-1.1				
政府最終消費	1.1	0.1	0.0	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5	1.8	0.4	1.2	1.1
	2.3	1.2	0.1	0.6	1.2	1.2	1.1	1.1				
公共投資	11.9	3.5	0.4	-0.8	-0.4	0.2	-6.6	-2.5	15.0	1.4	-0.6	-7.9
	13.8	15.8	3.9	-0.4	-1.1	-0.2	-6.6	-8.9				
外需寄与度(注1)	0.1	-0.9	1.0	-0.1	-0.0	0.0	-0.0	-0.2	-0.5	0.5	-0.0	-0.1
輸出	4.8	3.1	3.3	1.2	1.1	1.4	0.9	1.3	4.8	5.5	2.4	2.3
	1.5	8.2	6.4	4.6	2.3	2.6	2.3	2.3				
輸入	3.8	7.9	-2.2	1.3	1.2	1.0	1.0	2.0	7.0	2.2	2.3	2.6
	2.0	12.0	5.5	-0.8	2.7	1.9	2.1	3.0				
GDPデフレーター(注2)	-0.5	-0.3	2.0	2.6	1.0	0.3	0.3	0.3	-0.4	2.3	0.6	0.3

(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

	予測								前年同期比%			
	2013年度		2014年度		2015年度		2016年度		2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
経常収支(兆円)(注1)	2.4	-1.4	1.3	2.4	2.8	3.3	3.1	2.5	0.8	3.6	5.8	5.6
貿易収支(兆円)	-4.0	-6.7	-4.8	-3.9	-3.8	-3.4	-3.6	-4.3	-11.0	-8.8	-7.4	-7.7
サービス収支(兆円)	-1.6	-2.0	-1.6	-1.7	-1.6	-1.6	-1.6	-1.5	-3.5	-3.3	-3.2	-3.1
第一次所得収支(兆円)	8.5	8.1	8.7	8.9	9.2	9.2	9.2	9.3	16.7	17.7	18.3	18.4
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	2.8	4.2	-3.4	-0.1	1.3	1.2	1.0	2.1	3.2	-1.3	1.8	2.8
	-0.4	7.0	0.8	-3.5	1.2	2.6	2.3	3.1				
経常利益(法人企業統計、前年比%) ^(注2)	24.0	23.2	3.4	-4.8	4.4	4.7	4.3	3.9	23.6	-1.0	4.6	4.1
国内企業物価	1.4	2.3	4.2	2.4	-1.1	-0.4	0.2	0.0	1.9	3.3	-0.8	0.1
[除く消費税率引き上げの影響]			1.3	-0.5	-1.1	-0.4	0.1	0.1		0.4	-0.7	0.1
消費者物価	0.4	1.4	3.4	2.9	0.4	0.4	0.5	0.5	0.9	3.1	0.4	0.5
[除く消費税率引き上げの影響]			1.4	0.9	0.5	0.4	0.4	0.4		1.2	0.4	0.5
生鮮食品を除く総合	0.3	1.2	3.3	2.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.8	3.0	0.4	0.5
[除く消費税率引き上げの影響]			1.3	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5		1.0	0.4	0.5
ドル円相場(円/ドル)	98.8	101.6	103.0	113.2	115.3	116.4	117.0	117.0	100.2	108.1	115.9	117.0
無担保コール翌日物(%)	0.073	0.073	0.067	0.060	0.060	0.050	0.050	0.050	0.073	0.063	0.055	0.050
TIBOR3ヶ月	0.231	0.219	0.210	0.201	0.180	0.175	0.170	0.160	0.225	0.205	0.178	0.165
長期金利(新発10年国債)	0.75	0.63	0.56	0.52	0.58	0.60	0.65	0.70	0.69	0.54	0.59	0.68
原油価格(WTI、ドル/バレル)	100.0	98.1	100.1	78.9	77.0	76.4	75.8	75.2	99.0	89.5	76.7	75.5
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	103.5	105.6	103.8	81.8	80.0	79.4	78.8	78.2	104.5	92.8	79.7	78.5
米国実質GDP (前期比年率%、暦年)	1.8	3.6	0.9	3.4	2.6	2.5	2.5	2.7	2.2	2.2	2.8	2.5
春闘賃上げ率(%) ^(注3)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.80	2.19	2.10	2.10

(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) 経常利益の予測は2014年度上期以降

(注3) 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 35. 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 (実績)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)	2016年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
輸出額(円ベース)	9.8	11.8	1.7	6.2	9.3	4.0	3.0	2.3	10.8	3.9	6.6	2.7
数量	-1.3	2.5	-0.4	0.9	1.8	1.4	1.5	1.6	0.6	0.3	1.6	1.5
輸入額(円ベース)	13.9	20.7	2.5	-2.5	5.0	3.2	2.8	2.9	17.4	-0.1	4.1	2.8
数量	-1.0	5.7	-0.1	-3.0	2.5	2.1	1.8	2.6	2.3	-1.6	2.3	2.2
輸出超過額(兆円)	-5.0	-8.8	-5.4	-5.5	-4.2	-5.3	-4.2	-5.7	-13.8	-10.9	-9.5	-9.9

【所得・雇用】

	2013年度		2014年度		2015年度		2016年度		2013年度 (実績)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)	2016年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
一人当たり所得(注1)	-0.1	0.3	1.1	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6	0.1	0.8	0.6	0.5
所定内給与	-0.6	-0.5	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.5	0.2	0.2	0.2
所定外給与	1.1	5.4	3.9	-1.1	2.5	3.0	2.8	3.5	3.3	1.3	2.7	3.1
雇用者数(注2)	0.9	1.0	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6	1.0	0.7	0.5	0.6
雇用者報酬(注3)	0.9	1.2	2.1	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.0	1.7	1.2	1.2
完全失業率(季調値%) (注4)	4.0	3.8	3.6	3.5	3.5	3.5	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 (実績)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)	2016年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
新設住宅着工戸数	98.7	98.7	87.1	86.0	86.3	88.0	93.1	94.6	98.7	86.5	87.1	94.0
持家	12.7	8.4	-11.8	-12.9	-0.9	2.4	7.9	7.4	10.6	-12.4	0.7	7.9
貸家	35.0	35.3	27.5	27.3	28.1	29.4	31.9	33.2	35.3	27.4	28.7	32.6
分譲	13.5	8.4	-21.4	-22.6	2.2	7.7	13.4	13.1	11.5	-22.4	4.8	13.8
分譲	35.9	38.4	35.6	33.0	33.0	33.2	34.2	35.3	37.0	34.2	33.0	34.8
分譲	13.4	18.0	-0.9	-13.9	-7.4	0.3	3.9	6.4	15.3	-7.5	-3.6	5.4
分譲	27.8	24.6	23.6	25.0	24.6	24.9	26.4	25.5	25.9	24.3	24.8	25.9
分譲	12.0	-2.7	-15.0	1.9	4.3	-0.4	7.4	2.1	3.8	-6.3	1.9	4.7

(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 36. 前々回見直し(2014年8月・1次QE時点)との比較

項目	○2014年度		前年比%	○2015年度		前年比%
	前々回	修正幅		前々回	修正幅	
名目GDP	2.3	-0.9	1.4	1.6	+0.2	1.8
実質GDP	0.2	-1.1	-0.9	1.3	-0.1	1.2
個人消費	-1.4	-1.4	-2.8	1.5	-0.4	1.1
住宅投資	-10.3	-1.4	-11.7	-0.9	+2.0	1.1
設備投資	5.0	-3.2	1.8	4.4	-0.8	3.6
公共投資	-1.0	+2.4	1.4	-7.3	+6.7	-0.6
外需寄与度	0.4	+0.1	0.5	0.0	0.0	-0.0
デフレーター	2.1	+0.2	2.3	0.3	+0.3	0.6
鉱工業生産	0.2	-1.5	-1.3	2.5	-0.7	1.8

図表 37. 前回見直し(2014年9月・2次QE時点)との比較

項目	○2014年度		前年比%	○2015年度		前年比%
	前回	修正幅		前回	修正幅	
名目GDP	2.2	-0.8	1.4	1.4	+0.4	1.8
実質GDP	0.2	-1.1	-0.9	1.1	+0.1	1.2
個人消費	-1.8	-1.0	-2.8	1.3	-0.2	1.1
住宅投資	-10.3	-1.4	-11.7	-0.8	+1.9	1.1
設備投資	4.4	-2.6	1.8	4.6	-1.0	3.6
公共投資	-1.0	+2.4	1.4	-7.3	+6.7	-0.6
外需寄与度	0.4	0.1	0.5	0.1	-0.1	-0.0
デフレーター	2.0	+0.3	2.3	0.3	+0.3	0.6
鉱工業生産	0.0	-1.3	-1.3	2.6	-0.8	1.8

図表 38. 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	0.4	0.1	1.5	-0.1	-0.8	1.5	0.4	0.6	-0.2	1.1	0.1
	前期比年率	1.4	1.6	0.5	6.3	-0.4	-3.0	6.2	1.4	2.4	-0.7	4.4	0.3
	前年比	0.6	1.9	2.0	2.9	1.9	0.8	2.1	1.0	1.6	2.4	1.8	1.6
実質GDP	前期比	0.8	0.6	-0.4	1.6	-1.9	-0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.2	0.4
	前期比年率	3.2	2.4	-1.6	6.7	-7.3	-1.6	1.7	1.1	1.5	1.6	1.0	1.4
	前年比	1.2	2.3	2.5	2.9	-0.2	-1.2	-0.3	-1.7	0.5	1.5	1.4	1.4
内需寄与度(注1)		0.7	1.0	0.2	1.8	-2.9	-0.5	0.5	0.3	0.4	0.4	0.2	0.3
個人消費		0.8	0.3	-0.0	2.2	-5.0	0.4	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
住宅投資		1.8	2.4	2.4	3.5	-2.6	-2.7	-2.0	-3.9	1.4	1.3	0.9	1.0
設備投資		2.4	4.3	2.2	2.3	-10.0	-6.7	-2.3	3.2	3.6	-3.0	-1.1	3.6
民間在庫(注1)		6.8	8.5	10.4	12.0	-2.0	-12.3	-15.9	-15.2	-2.6	1.2	2.6	3.0
政府支出		1.8	0.7	0.8	7.5	-4.8	-0.2	1.8	1.2	0.8	0.7	0.6	0.7
政府最終消費		-2.7	-0.9	1.1	11.4	3.8	2.8	3.9	-2.0	3.6	4.5	3.4	3.0
公共投資		-0.5	0.3	-0.1	-0.5	1.2	-0.6	-0.1	0.0	0.0	0.1	-0.0	-0.1
輸出		1.8	1.1	0.5	-0.6	0.1	0.7	-0.0	-0.3	0.2	0.6	0.2	-0.0
輸入		3.3	4.9	5.5	3.0	0.6	0.8	0.2	0.3	0.8	0.6	0.7	1.0
GDPデフレーター(注2)		0.6	0.1	0.2	-0.2	-0.0	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
輸出		2.5	2.2	1.8	0.7	-0.0	0.3	0.3	0.9	1.2	1.2	1.2	1.1
輸入		6.1	5.7	1.7	-2.0	0.3	2.2	-0.6	-2.5	-0.1	1.9	-0.1	-1.3
外需寄与度(注1)		8.1	18.8	20.7	11.3	5.2	2.9	0.1	-1.0	-1.3	-1.0	-0.7	0.3
輸出		0.1	-0.4	-0.6	-0.2	1.0	0.1	-0.1	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0
輸入		3.1	-0.6	0.2	6.4	-0.5	1.3	0.3	0.4	0.5	0.8	0.7	0.6
輸入		-0.1	3.2	6.9	9.4	5.4	7.4	7.6	1.6	2.6	2.0	2.5	2.6
輸入		2.4	1.8	3.7	6.2	-5.4	0.8	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
輸入		0.8	3.2	9.2	14.9	6.0	5.0	1.9	-3.4	3.4	2.1	1.8	2.1

(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)		1.8	0.6	0.0	-1.4	0.7	0.6	1.2	1.2	1.4	1.5	1.7	1.7
貿易収支(兆円)		-1.7	-2.3	-2.8	-3.9	-2.2	-2.5	-2.0	-2.0	-1.9	-1.9	-1.7	-1.7
サービス収支(兆円)		-0.7	-0.9	-1.0	-1.0	-0.7	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-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	4.6	4.4	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6
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	-1.9	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
経常利益(注2)		-3.0	2.3	5.8	8.2	2.7	-1.0	-2.4	-4.5	-0.1	2.6	2.6	2.4
国内企業物価		24.0	24.1	26.6	20.2	4.5	2.0	-5.3	-4.3	1.2	8.4	5.2	4.3
[除く消費税率引き上げの影響]		0.7	2.2	2.5	2.0	4.3	4.0	2.7	2.1	-1.1	-1.0	-0.5	-0.3
消費者物価						1.4	1.1	-0.1	-0.7	-1.1	-1.0	-0.5	-0.3
[除く消費税率引き上げの影響]		-0.2	0.9	1.4	1.5	3.5	3.3	3.0	2.7	0.5	0.4	0.4	0.4
生鮮食品を除く総合						1.6	1.3	1.0	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
[除く消費税率引き上げの影響]		0.0	0.7	1.1	1.3	3.4	3.2	2.8	2.6	0.4	0.3	0.4	0.4
ドル円相場(円/ドル)						1.5	1.2	0.8	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4
ドル円相場(円/ドル)		98.7	98.9	100.4	102.8	102.1	103.9	112.0	114.4	115.0	115.6	116.2	116.6
無担保コール翌日物(%)		0.073	0.073	0.072	0.074	0.067	0.067	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	0.210	0.201	0.200	0.180	0.180	0.180	0.170
長期金利(新発10年国債)		0.73	0.77	0.64	0.63	0.60	0.53	0.50	0.55	0.55	0.60	0.60	0.60
原油価格(WTI、ドル/バレル)		94.2	105.8	97.5	98.7	103.0	97.2	80.1	77.6	77.1	76.8	76.5	76.2
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)		100.8	106.2	106.8	104.4	106.2	101.5	83.0	80.6	80.1	79.8	79.5	79.2
米国実質GDP(前期比年率%)		1.8	4.5	3.5	-2.1	4.6	3.5	2.1	2.8	2.8	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7-9月期以降

図表 39. 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	3.2	5.6	6.8	10.2	8.4	5.1	2.8
数量	-3.1	0.6	4.3	0.7	-1.0	0.3	0.8	1.1	1.9	1.7	1.4	1.3
輸入額(円ベース)	10.3	17.5	24.1	17.6	2.7	2.4	-0.1	-4.9	5.4	4.6	3.5	2.9
数量	-1.5	-0.5	4.8	6.5	0.5	-0.6	-2.1	-3.9	2.9	2.1	2.0	2.2
輸出超過額(兆円)	-2.0	-2.9	-3.7	-5.1	-2.6	-2.9	-2.7	-2.8	-1.8	-2.3	-2.5	-2.9

【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	0.8	1.4	0.9	0.0	0.6	0.6	0.7	0.4
所定内給与	-0.4	-0.7	-0.6	-0.3	0.0	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
所定外給与	0.1	2.2	5.5	5.3	5.1	2.7	0.2	-2.4	1.9	3.1	3.0	2.9
雇用者数(注2)	0.9	0.9	1.2	0.8	0.6	0.9	0.7	0.8	0.8	0.3	0.4	0.5
雇用者報酬(注3)	1.2	0.6	1.6	0.5	1.6	2.6	1.6	0.9	1.4	1.0	1.3	1.0
完全失業率(季調値%) (注4)	4.0	4.0	3.9	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5

(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	85.5	85.9	86.0	86.0	86.6	87.5	88.6
持家	11.8	13.5	12.9	3.4	-9.3	-13.6	-17.4	-7.9	-3.1	1.3	1.8	3.0
貸家	35.1	35.0	38.6	31.9	28.4	26.7	27.2	27.4	27.9	28.3	29.0	29.8
分譲	14.9	12.2	19.7	-2.7	-19.3	-23.8	-29.6	-14.3	-1.8	6.3	6.7	8.6
	35.5	35.8	38.9	37.8	37.5	33.7	33.2	32.9	32.9	33.0	33.1	33.2
	10.8	15.8	15.8	18.8	5.5	-5.7	-14.9	-13.0	-12.2	-2.0	-0.5	1.0
	27.2	27.6	25.5	23.6	22.8	24.5	24.9	25.1	24.6	24.7	24.8	25.1
	11.6	12.4	-0.5	-7.4	-16.0	-11.2	-2.4	6.3	8.1	1.0	-0.5	-0.4

(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。