

2015 年 2 月 18 日

報道機関各位

調査レポート

2015／2016 年度経済見通し(2015 年 2 月)

～景気は持ち直しが続くも、そのペースは緩やかにとどまる～

○16 日に公表された 2014 年 10～12 月期の実質GDP成長率は、前期比+0.6%(年率換算+2.2%)と3 四半期ぶりにプラスに転じた。ただし、民需の伸びが小幅にとどまるなど、景気は持ち直しに転じた後も、その勢いは力強さに欠けている。年度末にかけても景気持ち直しが続く予想されるが、上期の落ち込みが大きいため、2014 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。

○2015 年度の実質GDP成長率は前年比+1.4%を予想する。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ぐこともあり、ゲタ(+0.5%)を除いた年度中の成長率では+0.9%に拡大する。景気が持ち直す大きな要因は、原油安と賃金の上昇である。原油安はコスト減少を通じて、家計の実質購買力を高め、企業業績の押し上げに寄与するであろう。また、雇用需給がタイトな状態が続くため、賃金が上昇し、雇用者が増えやすい状態が続く。このため、物価上昇率の鈍化もあって、実質の所得が増加し、個人消費の押し上げにつながると期待される。もっとも、企業が固定費の増加に慎重な姿勢を堅持するため、経済の好循環の状態にまでは至らないであろう。

○2016 年度も景気の持ち直しが続き、実質GDP成長率は前年比+1.7%と、伸び率もやや拡大する見込みである。前半は緩やかな持ち直しの動きが続くが、後半から 2017 年 4 月の消費税率の引き上げをにらんだ動きが家計部門を中心に現れると予想され、回復ペースが増してくる見込みである。

(前年比、%)

	実質GDP			名目GDP			デフレーター		
	2014年度	2015年度	2016年度	2014年度	2015年度	2016年度	2014年度	2015年度	2016年度
12月9日時点	-0.8	1.5	1.6	1.8	2.3	1.8	2.6	0.8	0.2
今回	-0.9	1.4	1.7	1.7	2.8	1.8	2.6	1.4	0.1

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. 2015／2016年度の日本経済

～景気は持ち直しが続くも、そのペースは緩やかにとどまる

- | | |
|--|------|
| (1) 景気の現状～3四半期ぶりのプラス成長も力強さに欠ける | 2～3 |
| (2) 景気が着実に持ち直していくための条件は何か? | 4～6 |
| (3) 2015／2016年度の経済見通し
～景気は持ち直しが続くも、そのペースは緩やかにとどまる | 7～10 |

2. 経済活動からみた予測

- | | |
|--------------------|-------|
| (1) 企業 | 11～14 |
| ①生産と在庫 | |
| ②企業収益 | |
| ③設備投資 | |
| (2) 家計 | 15～19 |
| ①雇用 | |
| ②所得・賃金 | |
| ③個人消費 | |
| ④住宅投資 | |
| (3) 政府 | 20～22 |
| ①政府最終消費支出 | |
| ②公共投資 | |
| (4) 海外部門 | 23～27 |
| 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 | 28～30 |
| ①原油価格 | |
| ②国内企業物価と消費者物価 | |
| (2) 金融政策 | 31 |
| (3) 金融市場 | 32～33 |
| ①金利 | |
| ②為替 | |

- | | |
|----------------------|-------|
| ○日本経済予測総括表 | 34～37 |
|----------------------|-------|

1. 2015／2016 年度の日本経済

～景気は持ち直しが続くも、そのペースは緩やかにとどまる

（１）景気の現状～3 四半期ぶりのプラス成長も力強さに欠ける

16 日に公表された 2014 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.6%（年率換算+2.2%）と 3 四半期ぶりにプラスに転じた。ただし、民需の伸びが小幅にとどまるなど、景気は持ち直しに転じた後も、その勢いは力強さに欠けている。

個人消費は、7～9 月期の前期比+0.3%に続き、同+0.3%と 2 四半期連続で増加したものの、増加ペースは弱いままである。消費税率引き上げ後の反動減の影響が薄らぎ、耐久財の伸びが同+0.7%と 3 四半期ぶりにプラスに転じたが、反発力は弱く、ほぼ底ばいに近い動きにとどまっている。サービスの伸びも同+0.5%と 3 四半期ぶりのプラスとなったが、依然として水準は低く、半耐久財（前期比-0.4%）、非耐久財（同+0.1%）の動きも冴えない。実質雇用者報酬が前期比+0.1%と伸び悩んでいることが、引き続き実質個人消費の伸びを抑制する要因となっていると考えられる。住宅投資も、駆け込み需要の反動減による落ち込みが続いており、同-1.2%と 3 四半期連続で減少した。

企業部門では、設備投資の伸びが 3 四半期ぶりにプラスに転じたが、伸び率は前期比+0.1%とほぼ横ばいにとどまっている。大企業を中心に業績が改善しており、手元キャッシュフローは潤沢であると考えられるものの、企業の設備投資に対する姿勢は慎重なままである。また、在庫投資の実質 GDP 成長率に対する前期比寄与度は+0.2%と 7～9 月期に急減した反動もあって、成長率の押し上げに寄与した。企業の在庫調整は進んでいるが、調整ペースがやや鈍ったようである。

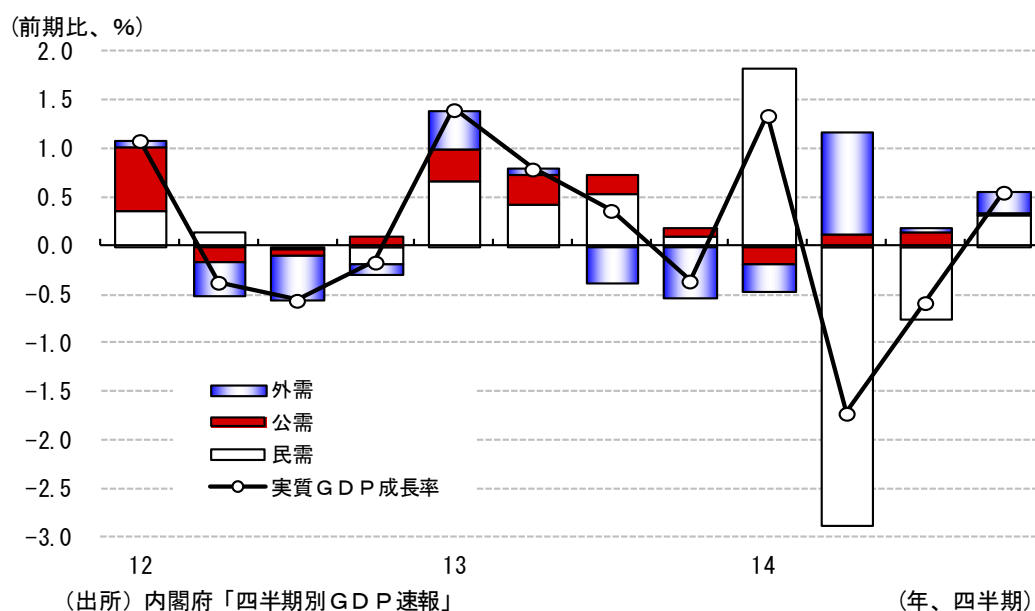
民需全体の前期比寄与度は+0.3%と駆け込み需要で盛り上がった 1～3 月期以来のプラスとなったが、そのうち在庫増加の寄与が+0.2%であり、持ち直しのペースは極めて弱い状態にあるといえる。加えて、公的部門の前期比寄与度も同+0.0%と小さく、成長率の押し上げにはあまり寄与していない。2013 年度の経済対策の押し上げ効果が薄らいできていることなどから、公共投資が前期比+0.6%と小幅の増加にとどまったほか、政府消費も前期比+0.1%に伸びが鈍化した。このように、民需、公需ともに弱い動きとなったため、内需の前期比寄与度は+0.3%にとどまった。

輸出は、海外景気の持ち直しが続いていることや、円安が定着化していることなどを背景に、前期比+2.7%と伸び率が拡大した。このため、内需の弱さを反映して輸入が同+1.3%と輸出の伸びを下回ったこともあり、外需の前期比寄与度は+0.2%と 3 四半期連続でプラスとなり、プラス幅も前期からやや拡大した。

名目 GDP 成長率は前期比+1.1%（年率換算+4.5%）と 2 四半期ぶりにプラスとなった。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+2.3%と、消費税率引き上げの影響で高い伸びが続いている（前期比では+0.5%）。

10～12月の実質GDP成長率は、景気がすでに最悪期を脱し、持ち直しに転じているものの、そのペースは緩やかにとどまることを示す結果となった。今後も前期比でプラス成長が続くと予想されるものの、持ち直しのペースが高まってくるかどうかは、個人消費と設備投資の民需の回復力によるところが大きい。その意味では、今後の企業動向が重要な鍵を握っているといえる。すなわち、企業業績は大企業を中心に順調に改善しているが、その恩恵が雇用の増加や賃金の上昇を通じて家計にまで及んでいくのか、また、企業が潤沢な手元キャッシュフローをどの程度、国内の設備投資に振り向けるかがポイントになるであろう。さらに、家計の実質所得の動向を判断するうえでは、春闘の行方とともに、原油の下落による物価の押し下げ効果と円安による物価の押し上げ効果の大きさも重要である。

図表１．実質GDPの推移

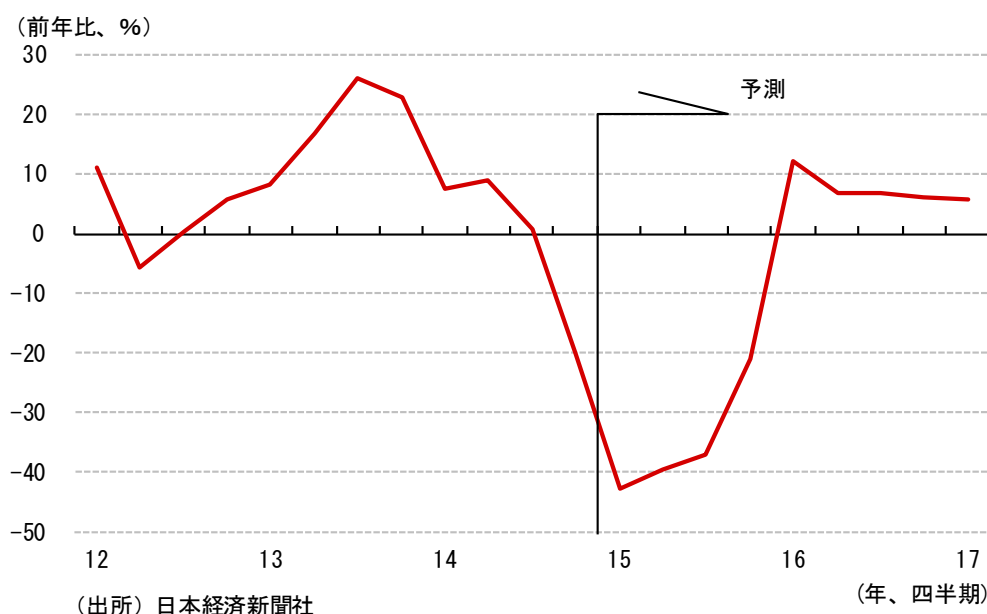


（２）景気が着実に持ち直していくための条件は何か？

当面の景気にとってプラス材料となるのが、原油価格の下落と雇用需給のタイト化を背景とした賃金の上昇である。

原油価格の下落の影響については、同時に円安も進んでいるため、円安による輸入価格の押し上げ要因との綱引きになってくるが、円の下落幅よりも原油価格の下落幅の方が大きいいため、円建てでみた原油価格は足元で大幅に水準を切り下げており、2015 年中は物価の押し下げ要因として効き続けると予想される（図表 2）。その後、2016 年度に入ると、原油価格も緩やかに持ち直していく中で、円安による押し上げ効果もあり、円建て原油価格も前年比でプラスに転じる見込みである。

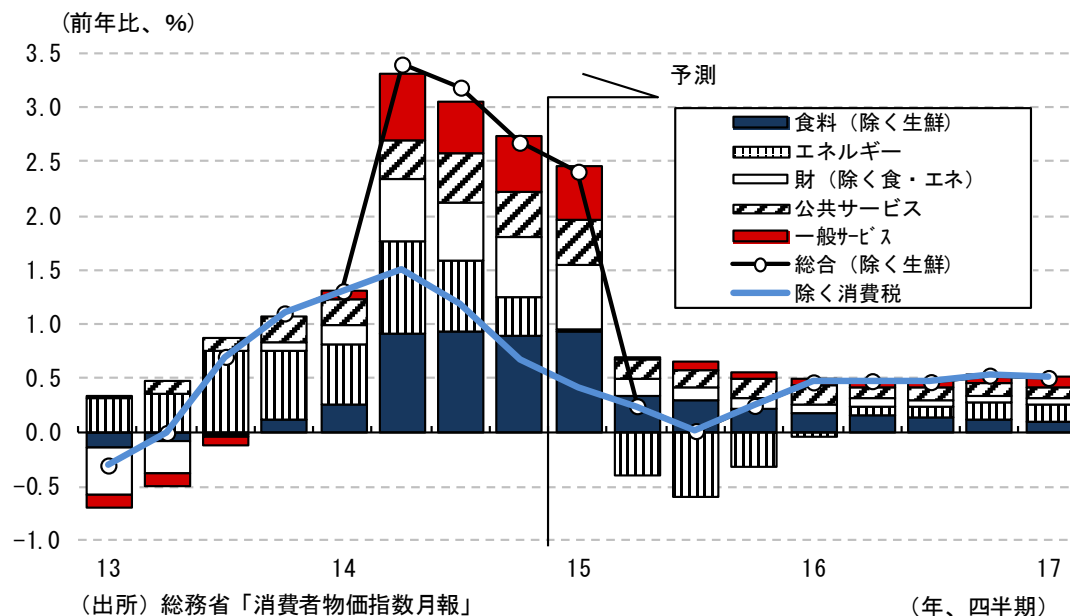
図表 2. 円建て原油価格（ドバイ）の予測



消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の伸び率は、エネルギー価格の伸び率が急縮小していることを受けて、足元で縮小傾向が続いており、12 月には前年比+2.5%まで低下している。これは、消費税率引き上げによる影響を除くと、前年比+0.5%にとどまっている（図表 3）。2015 年度に入ると、消費税率の影響が剥落することに加え、ガソリンなどのエネルギー価格が前年比でマイナスに転じると予想され、伸び率は一段と鈍化する可能性がある。また、夏前には月次ベースでは一時的にマイナスに陥る可能性もあるだろう。

日本銀行の量的・質的金融緩和の考え方からすると、こうした物価の伸び率鈍化は、デフレマインド払拭の動きを後退させてしまうため、景気にとっては望ましくない現象ということになる。しかし、実際には実質賃金の上昇を通じて個人消費の押し上げに寄与すると考えられる。

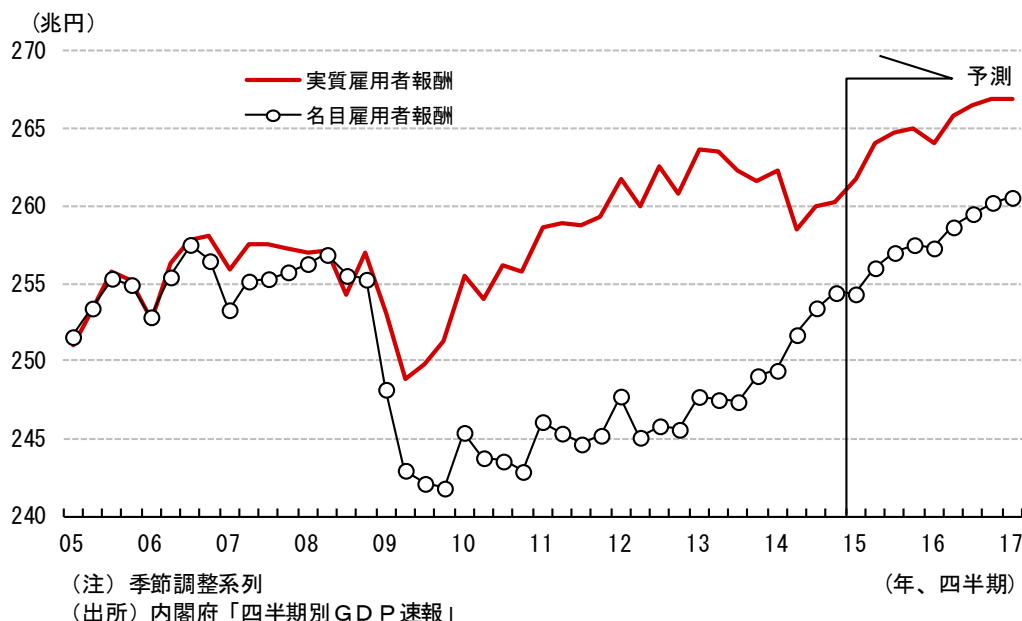
図表 3. 消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の予測



名目雇用者報酬については、リーマン・ショック後に急減した後、雇用情勢の改善とともに徐々に回復していたが、雇用需給のタイト化を背景に2014年度からは増加ペースが増してきていた（図表4）。ただし、物価の上昇によって、実質ベースでは2013年には減少基調に転じており、2014年に入ってから落ち込みが加速した。

2015年度以降は、こうした流れが変わってくる見込みである。すなわち、名目雇用者報酬がこれまでと同じ程度のペースで増加していく一方で、物価の安定が続くことで、実質雇用者報酬も再び増加基調に戻ると予想され、個人消費を押し上げる要因となると期待される。

図表 4. 雇用者報酬の推移



さらに、原油価格の下落は、石油元売りや商社といった業種を除くと、売上原価の削減を通じて企業業績にもプラスに寄与する。中でも、原油に対する依存度が高い運輸業や化学などの業績押し上げ効果が大きいと期待される。また、電力料金などの下落を通じて、多くの業種でコストが削減されるほか、家計の購買力が増すので、そうしたお金が消費に回れば小売業やサービス業といった内需型の企業にも間接的なメリットが発生するだろう。

企業の業績が改善すれば、賃金の引き上げや雇用者の増加につながりやすくなる。また、業績の改善により手元のキャッシュフローが増加するため、設備投資にも資金を振り向けやすくなるだろう。

本見通しでは、企業が景気の先行きに慎重な姿勢を崩しておらず、賃金上昇や雇用拡大増によって固定費が増加することを警戒し、設備投資の積極化によって過剰設備を抱えることへの懸念を捨て切れないでいるため、賃金の上昇率や設備投資の伸び率は加速していかないと予測している。しかし、企業の景気に対する前向きな姿勢が強まり、手元の潤沢なキャッシュフローを有効活用する意欲が出てくれば、経済見通しが上振れする要因となるであろう。

（３）2015／2016 年度の経済見通し

～景気は持ち直しが続くも、そのペースは緩やかにとどまる

見通しの前提条件として、消費税率 10%への引上げについては 2017 年 4 月としたが、現時点ではそれに備えて景気対策がとられることは想定していない。

2014 年度は、年度末にかけても景気持ち直しが続く予想される。反動減の影響が薄らいでくることもあって、個人消費は緩やかな持ち直しの動きを続け、低迷している設備投資も増加に転じるであろう。また、輸出も海外景気の回復を反映して、増加基調を継続すると予想される。ただし、上期の落ち込みが大きいため、2014 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。ゲタ（+0.9%）を除いた年度中の成長率では-1.8%と大幅なマイナスになると予想される。

雇用需給のタイト化により、雇用者が増加し、1 人当たり賃金も上昇しているため、名目雇用者報酬は増加が続き、2014 年度は前年比+1.9%と順調に増加するであろう。しかし、実質雇用者報酬は、消費税率引き上げの影響によって物価が大きく上昇していることを受けて、同-1.1%と 2009 年度以来、5 年ぶりに減少に転じる見込みである。

2015 年度は、年度を通じて景気は緩やかに持ち直していき、実質成長率は前年比+1.4%とプラス成長に転じるであろう。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ぐこともあり、ゲタ（+0.5%）を除いた年度中の成長率では+0.9%に拡大すると見込まれる。なお、名目 GDP 成長率は同+2.8%と高い伸びを維持するが、これはデフレーター（注）の伸び率が同+1.4%と引き続き高い伸びとなるためである。デフレーター（注）の伸びは輸入物価の下落によって押し上げられるものであり、国内需要デフレーター（注）の伸びは同+0.3%と小幅にとどまる見込みである。

景気が持ち直す大きな要因は、原油安と賃金の上昇である。原油安はコスト減少を通じて、家計の実質購買力を高め、企業業績の押し上げに寄与するであろう。また、雇用需給がタイトな状態が続くため、賃金が増えやすい状態が続く。このため、物価上昇率の鈍化もあって、実質の所得が増加し、個人消費の押し上げにつながると期待される。もっとも、企業が固定費の増加に慎重な姿勢を堅持するため、賃金上昇による需要の増加が企業業績を高め、再び賃金の上昇につながっていくという経済の好循環の状態にまでは至らないであろう。

2015 年春闘では前年並みのベースアップが期待されるほか、企業業績の改善を反映して夏、冬ともボーナスは前年の水準を上回ると考えられる。このため、雇用者の増加に 1 人当たり賃金の上昇が加わって、名目雇用者報酬は前年比+1.3%と増加が続く見込みである。さらに、消費税率引き上げの影響が剥落することや、エネルギー価格の下落によって消費者物価指数の伸び率が急縮小すると予想される。このため、実質雇用者報酬は前年比+

1.1%と増加に転じるであろう。

こうした実質での所得の増加が押し上げ効果に加え、消費税率引き上げの反動減が薄らぐことから、個人消費の持ち直しが続くと見込まれる。ただし、そのペースは緩やかにとどまる可能性がある。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ためである。すでに消費性向が高水準に達しており、家計も消費のペースを高めることには慎重になるであろう。また、賃金やボーナスの増加が続くとはいえ、大企業中心であって、中小企業を含めた企業全体への広がりには欠けることも、ペースが高まらない背景にある。実質個人消費は前年比+1.6%と2014年度の-3.1%と比べると伸び率は大幅に拡大するが、前年の反動によるところが大きく、ゲタの影響を除いた年度中の伸び率では横ばいにとどまる。

企業業績は改善が続くと予想される。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、原油などの資源価格が低水準で安定して推移するため、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。2015年度の経常利益は、製造業を中心として、前年比+10.9%と大幅な増益が達成される見込みである。

こうした動きを受けて、企業の設備投資は増加基調が続き、年度の伸び率は+3.4%に達しよう。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、必要最低限のものに抑制される可能性が高い。しかし、潤沢な手元資金を背景に、これまで先送りしてきた投資の再開や、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。また、業種にも広がりが出てくると期待される。

公共投資は、2014年度の補正予算の押し上げ効果が限定的であり、年度中は減少基調が続くと考えられる。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るものの、年度全体では前年比-4.0%と4年ぶりにマイナスとなる見込みである。

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、生産拠点の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。一部の製造業にみられる生産の国内回帰の動きは、輸入コストの増加を回避するための小規模なものにとどまり、輸出を再開させるほどの大きな動きにはつながらないであろう。一方、内需の緩やかな持ち直しを反映して、輸入の伸びが輸出の伸びを下回るため、外需寄与度は+0.1%と2年連続でプラスとなる見込みである。これまで輸入を押し上げてきたLNGなどのエネルギー輸入は、すでに増加は一巡しており、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。

こうした景気の動きを踏まえると、鉱工業生産指数も増加基調を維持すると予想される。

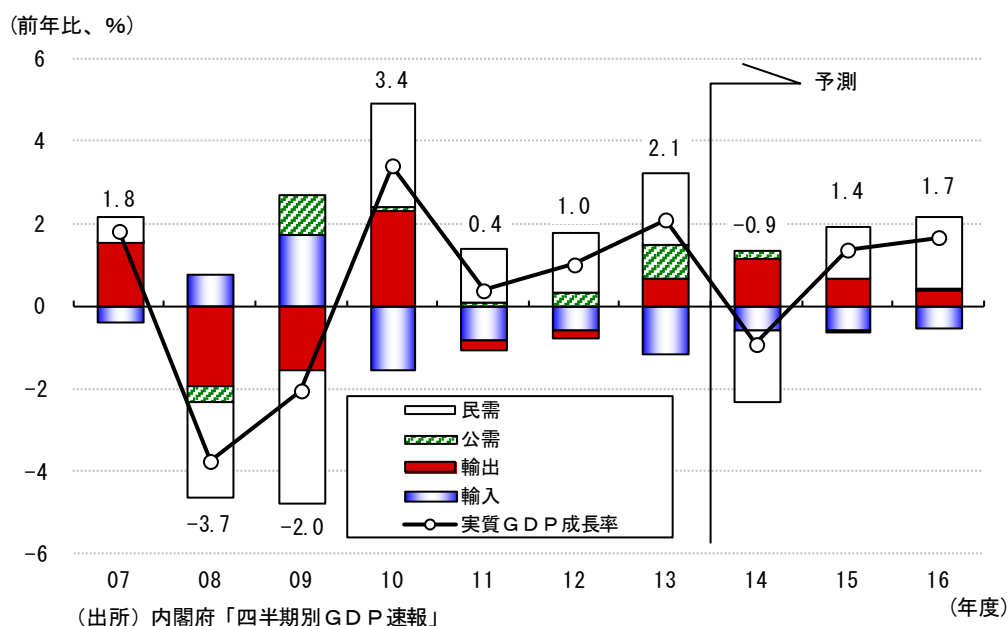
年度通期では、2014年度の前年比 -0.7% から同 $+2.1\%$ とプラスに転じよう。

2015年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）の伸び率は前年比 $+0.2\%$ と、前年度の同 $+2.9\%$ から大幅に縮小すると見込まれる。消費税率引き上げの影響が剥落することに加え、原油価格下落を背景としたエネルギー価格の下落が物価の押し下げ要因となる。夏前に一時的に前年比マイナスに陥る可能性もある。もっとも、人件費の増加がサービス価格の押し上げ要因となる、円安によってエネルギー以外の輸入品価格には上昇圧力がかかっている、年度末にかけては原油価格下落の押し下げ要因も一巡してくる、といった理由から、マイナスが定着化することはない、再びデフレに陥る懸念は小さい。

2016年度も、景気の持ち直しは続くであろう。実質成長率は前年比 $+1.7\%$ とプラス成長が続き、伸び率もやや拡大する見込みである。前半は緩やかな持ち直しの動きが続くが、後半から2017年4月の消費税率の引き上げをにらんだ動きが家計部門を中心に現れると予想され、回復ペースが増してくる見込みである。

労働力人口の減少を背景に、雇用情勢は引き続き良好な状態を維持され则认为られ、雇用の増加とともに、名目賃金も増加が続くであろう。また、人件費の上昇を反映してサービス価格が緩やかに上昇し、円安や原油価格の持ち直しが物価上昇要因となる中でも、物価の伸びは小幅にとどまると予想される。このため、名目雇用者報酬、実質雇用者報酬ともに前年比プラスを維持し、個人消費も徐々に活発化してくると期待される。

図表5. 実質GDP成長率の需要別寄与度（年度）



図表 6. 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%

	2014年度				2015年度				2016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	0.2	-0.9	1.1	2.0	0.5	0.0	0.4	0.8	0.0	0.5	0.5	1.1	1.8	1.7	2.8	1.8
	0.7	-3.4	4.5	8.4	2.2	0.1	1.6	3.3	0.1	1.9	2.1	4.7				
	1.8	0.6	1.8	2.5	2.7	3.8	2.9	1.8	1.3	1.7	1.9	2.3				
実質GDP	-1.7	-0.6	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.5	0.2	0.6	0.3	0.9	2.1	-0.9	1.4	1.7
	-6.7	-2.3	2.2	1.8	1.7	1.0	1.1	2.1	1.0	2.3	1.4	3.5				
	-0.4	-1.4	-0.5	-1.4	0.7	1.7	1.4	1.7	1.2	1.7	1.7	2.1				
デフレーター	2.2	2.0	2.3	3.9	2.1	2.0	1.5	0.2	2.1	2.0	1.5	0.2	-0.3	2.6	1.4	0.1

図表 7. 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)	0.8 %	1.3 %	2.1 %
2014年度 (見通し)	0.9 %	-1.8 %	-0.9 %
2015年度 (見通し)	0.5 %	0.9 %	1.4 %
2016年度 (見通し)	0.6 %	1.1 %	1.7 %

(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、消費税率引き上げ後の需要の反動減などの影響により減少が続いたが、10～12月期には輸出の増加が続いたうえに、内需も持ち直したことから、3四半期ぶりに増加した。今後も、内外需の増加を背景に、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、全産業ベースでも大幅な増益となった。経常利益は、2014年度は消費税率引き上げ後の需要の低迷といった影響はあるものの、年度後半の円安と原油価格下落による交易条件の改善を背景に、増益となる見込みである。今後、国内の景気の持ち直しが続く中、2015年度は交易条件の改善、2016年度は2017年4月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要が、経常利益の増加に寄与するだろう。

○今後、人口減少のペースが加速し、国内需要の伸びが期待しづらくなる中、企業は国内での設備の新規投資には慎重な姿勢にある。為替レートは円安に推移しているものの、海外の生産拠点の国内回帰は基本的には限定的なものにとどまると考えられる。したがって、能力増強などの大規模な設備投資は期待しづらいが、これまでの業績改善を背景に、今後、設備投資は更新投資などを中心に増加基調で推移すると考えられる。

図表8. 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%			
	2014年度				2015年度				2016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	-3.8	-1.9	1.7	1.1	0.2	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6	0.8	2.0	3.2	-0.7	2.1	2.8
	2.7	-1.0	-1.5	-3.1	1.0	3.6	2.3	1.8	2.2	2.4	2.5	4.0				
在庫指数	4.6	1.1	-0.1	-0.5	-1.0	-0.7	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.6	-0.9	-1.4	5.2	-1.9	-1.6
	2.8	4.0	5.9	5.2	-0.5	-2.3	-2.3	-1.9	-0.9	-0.3	-0.7	-1.6				
売上高	1.1	2.9	-0.2	-1.4	2.8	2.4	3.6	3.1	3.0	2.7	3.1	4.3	2.5	0.5	3.0	3.3
経常利益	4.5	7.6	1.6	6.4	14.0	14.5	10.8	5.6	3.6	3.1	3.2	5.9	23.6	4.9	10.9	4.0
売上高経常利益率	4.81	4.78	5.03	5.29	5.36	5.36	5.39	5.41	5.40	5.40	5.39	5.49	4.76	4.97	5.35	5.39
設備投資	-5.0	-0.1	0.1	1.6	1.1	0.8	0.6	0.6	0.8	0.6	0.5	2.1	4.0	0.1	3.4	3.0
	2.6	1.6	0.5	-3.3	2.7	3.6	4.2	3.3	2.8	2.6	2.4	4.0				
在庫投資	1.3	-0.7	0.2	-0.2	0.0	-0.0	0.1	0.1	-0.1	-0.0	-0.1	-0.2	-0.5	0.5	-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10～12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月期以降、2四半期連続で減少したが、10～12月期は前期比+1.7%と増加した。10～12月期は、国内向けが3四半期ぶりに増加したほか、輸出向けが大幅に増加した。業種別にみると、電子部品・デバイス工業などで生産が大幅に増加した。

生産者在庫は、10～12月期は前期比-0.1%と4四半期ぶりに小幅ながら減少した（期末値ベース）。財別にみると、生産財は増加したものの、在庫水準が高かった耐久消費財は在庫調整が進んでいる。

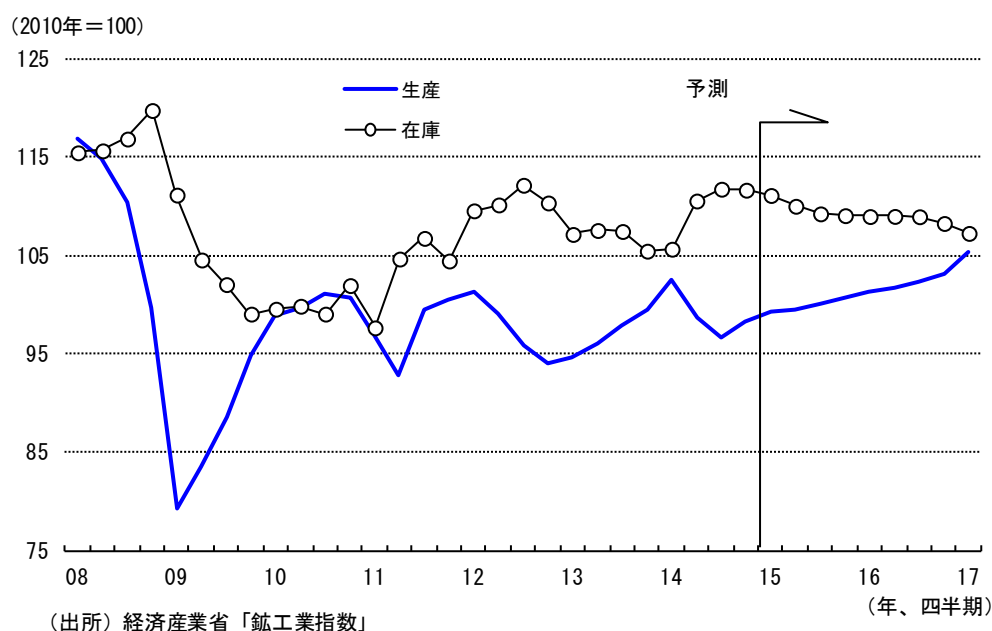
b. 見通し

2015年1～3月期は内外需の増加を背景に、鉱工業生産は前期比+1.1%と増加が続くと見込まれる。もっとも、2014年度の鉱工業生産は、消費税率引き上げ後の年度前半の落ち込みの影響が大きいことから、前年比-0.7%と2年ぶりに減少するだろう。

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%に引き上げられる予定であることから、駆け込み需要を背景に2016年度末にかけては伸びが高まるだろう。

足もとで高水準にある生産者在庫は、耐久消費財を中心に引き続き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9. 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改善傾向にある。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、2014 年 4～6 月期には消費税率引き上げ後の需要の低迷などにより前期比－2.7%と 3 四半期ぶりに減少したが、7～9 月期は同＋1.0%と増加した。業種別にみると、非製造業は前期比－4.2%と減少が続いたものの、製造業は同＋11.1%と増加した。

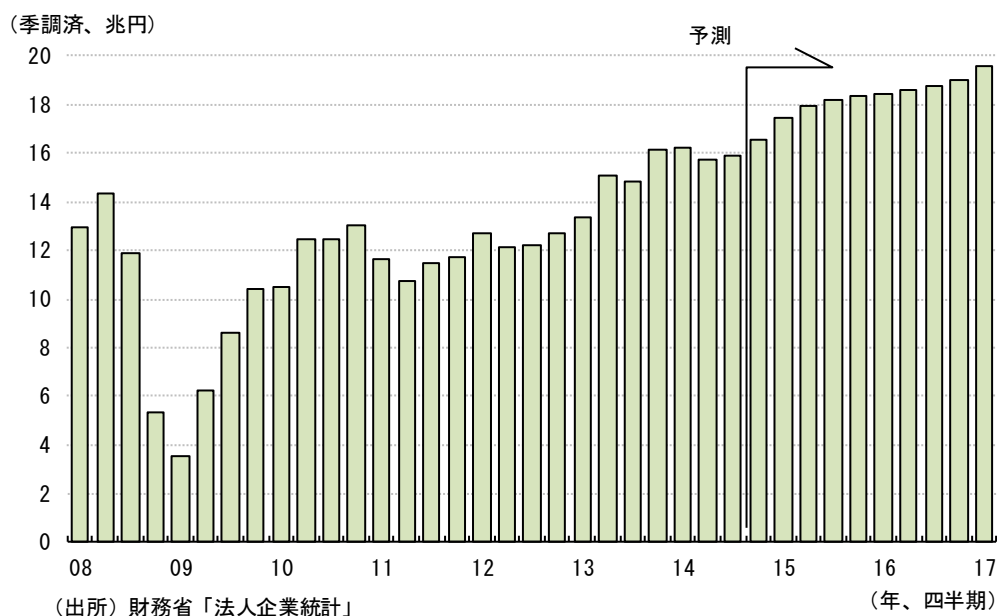
2014 年度上期では前年比＋5.9%と増加し、上期としては過去最高となった。こうした企業の経常利益の増加の背景には、企業のコスト削減努力に加え、円安による売上高の拡大がある。

b. 見通し

2014 年度の経常利益は、年度後半の円安や原油価格の下落を背景とする交易条件の改善を受けて、製造業を中心に前年比＋4.9%と増加が続くだろう。

2015 年度以降は、景気の持ち直しが続き、売上高の緩やかな拡大が見込まれる。こうした中、人手不足などにより人件費は増加するものの、リストラによって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。2015 年度は 2014 年度後半からの交易条件の改善が、2016 年度は 2017 年 4 月に予定されている消費税率引き上げ前の駆け込み需要が、経常利益を押し上げる要因となるだろう。

図表 10. 企業利益（経常利益）の見通し



③設備投資

a. 現状

2014年10～12月期の民間企業の実質設備投資は、前期比+0.1%と3四半期ぶりに増加したが、2014年度に入ってから概ね横ばいで推移している。企業は新規の国内投資に慎重な姿勢を崩していない。

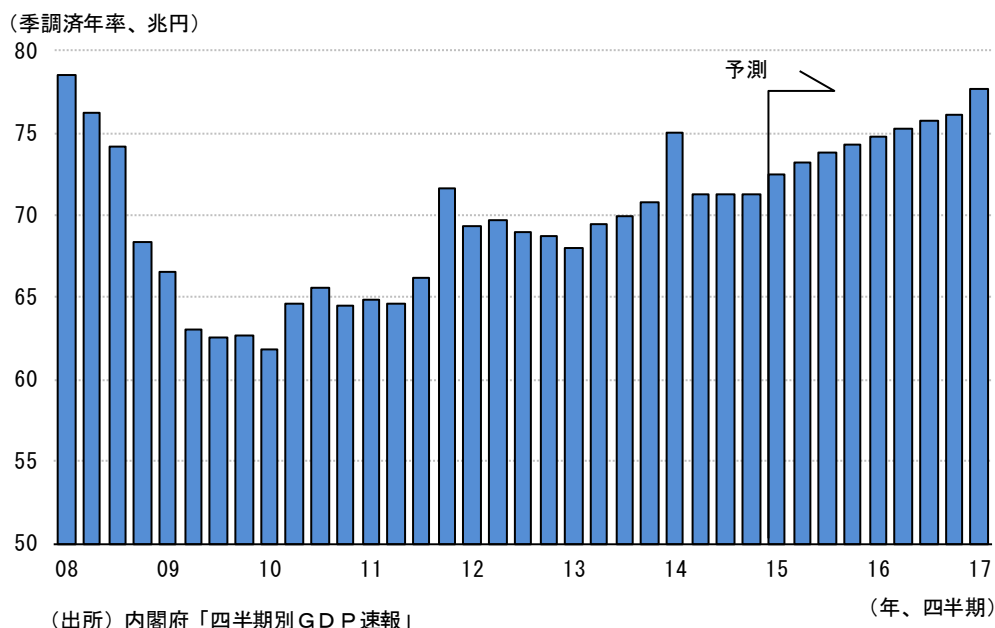
企業の設備投資に先行する機械受注（船舶・電力を除く民需、名目値）は、2014年10～12月期は前期比+0.4%と小幅ながら増加が続いた。内閣府がまとめた見通しによると、2015年1～3月期には前期比+1.5%と引き続き緩やかな増加が見込まれている。

b. 見通し

為替レートが円安に推移しているとはいえ、一度、海外に構築した生産体制を直ちに大きく変更することは難しく、海外の生産拠点を国内に回帰させる動きは限定的と考えられる。また、企業は、人口減少により国内需要は将来的に拡大が期待しづらいと考えていることから、国内では生産設備の増強など大規模な設備投資は増えにくい状況が続くとみられる。

それでも、これまでの企業業績の改善を背景に企業の手元資金は潤沢なことから、手控えられていた設備の維持・更新投資などは実施されることが考えられる。また、情報化投資、人手不足を背景とする省力化投資などへのニーズも強いと考えられる。こうしたことから、設備投資は緩やかに増加すると見込まれる。

図表 11. 民間企業設備（実質）の見通し



(2) 家計

○雇用環境は良好な状態が維持されている。一人当たり賃金も所定外給与や特別給与の持ち直しに加え、所定内給与が増加基調に転じており、増加している。業績の改善が続く中でも人件費増加に対する企業の警戒感強く、賃上げは小幅にとどまるとみられるが、今後、物価の上昇テンポが緩やかになる中で、実質賃金についても緩やかに持ち直すと期待される。

○2014年10～12月期の個人消費は小幅な増加にとどまった。駆け込み需要の反動減の影響が薄らぐ中で個人消費も持ち直しているが、依然として力強さを欠いている。今後も個人消費は持ち直しを続けるものの、足元の消費性向は高水準にあり、持ち直しテンポは緩やかにとどまるだろう。

○2014年10～12月期の住宅着工は4四半期ぶりに増加した。目先は横ばい圏での推移が続くとみられるが、2015年度後半以降、17年4月に延期された消費税率10%への引き上げが次第に意識されるようになれば、着工も徐々に伸びを高めると期待される。

図表 12. 家計部門総括表

	2014年度				2015年度				2016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)	0.8	1.4	0.7	0.1	0.4	0.8	0.9	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	0.1	0.8	0.7	0.6
所定内給与	-0.0	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	-0.5	0.2	0.3	0.2
所定外給与	5.1	2.7	1.4	-2.4	1.7	4.3	2.9	2.4	2.8	3.0	3.1	4.6	3.3	1.6	2.8	3.4
雇用者数(前年比)	0.6	0.9	0.7	0.9	0.9	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	1.0	0.8	0.5	0.4
雇用者報酬(前年比)	1.7	2.4	2.2	1.3	1.5	1.2	1.3	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.0	1.9	1.3	1.1
完全失業率(季調値)	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.4	3.3	3.9	3.6	3.5	3.4
春闘賃上げ率	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1.80	2.19	2.30	2.10
個人消費(前期比)	-5.1	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3	0.2	0.6	0.3	0.5	0.4	1.5	2.5	-3.1	1.6	2.0
(前年比)	-2.8	-3.0	-2.5	-4.2	1.5	1.6	1.5	1.7	1.5	1.7	1.9	2.7				
可処分所得(前年比)	1.2	1.9	1.7	0.8	1.0	0.7	0.9	0.5	0.6	0.5	0.6	0.7	0.5	1.4	0.8	0.6
消費性向	100.9	100.3	99.6	98.8	98.9	99.0	99.2	99.5	99.8	100.1	100.4	101.0	101.3	98.8	99.5	101.0
住宅投資(前期比)	-10.3	-7.0	-1.2	1.0	0.6	0.2	0.5	3.2	2.4	3.2	2.7	2.0	9.3	-12.0	0.2	9.8
(前年比)	-2.0	-12.4	-15.7	-16.7	-6.7	0.5	2.3	4.6	6.4	9.6	12.0	10.7				
新設住宅着工戸数	88.7	86.1	88.0	86.7	86.7	86.9	88.0	89.0	91.6	94.2	100.1	90.0	98.7	87.4	87.6	94.2
	-9.3	-13.6	-13.8	-8.3	-2.3	1.0	-0.1	2.6	5.7	8.4	13.8	1.1				
持家	28.6	27.0	27.0	27.3	27.8	28.3	29.2	29.8	31.0	32.9	36.0	30.5	35.3	27.5	28.8	32.7
	-7.0	-8.8	-10.3	-4.9	-0.9	1.5	2.6	2.8	3.6	5.4	7.8	0.7				
貸家	37.0	34.3	35.8	34.6	34.2	33.9	34.0	34.2	34.6	35.7	38.3	35.2	37.0	35.4	34.1	36.0
	5.5	-5.7	-6.8	-9.5	-7.2	-1.2	-4.8	-1.0	1.3	5.1	12.7	2.7				
分譲	23.1	24.2	24.1	24.2	24.0	24.0	24.1	24.3	25.4	25.0	25.2	23.7	25.9	23.9	24.1	24.8
	-16.0	-11.2	-5.1	2.3	3.8	-0.4	0.1	0.4	6.1	4.2	4.2	-2.7				

(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
 (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2014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

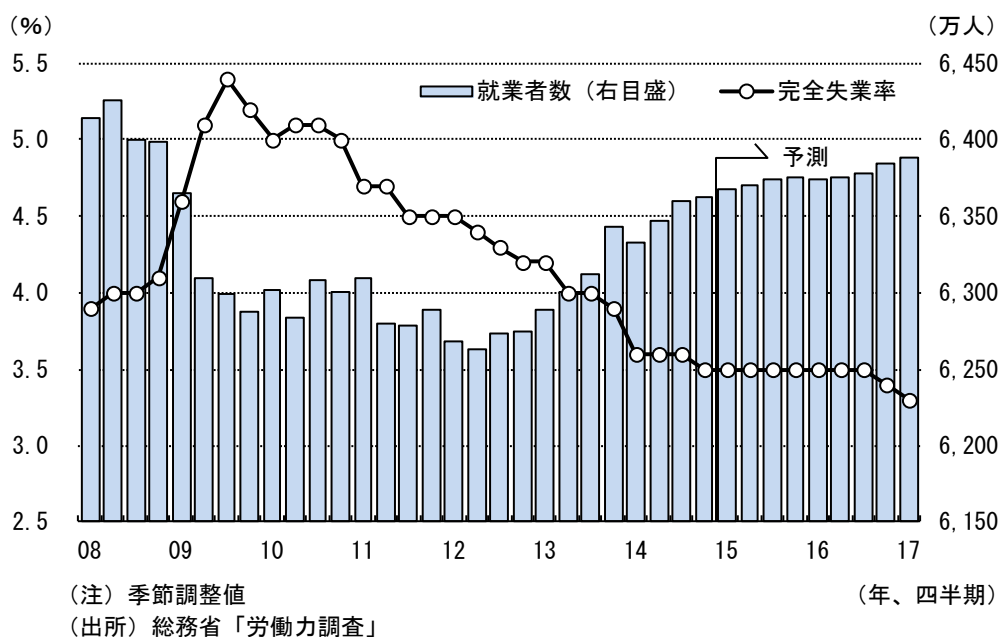
2014年10～12月期の完全失業率は3.5%と前期から－0.1%ポイント低下した。労働需給はタイトな状態が続いており、同期の就業者数は前年差＋21万人、雇用者数は同＋38万人と増加が続いている。また、有効求人倍率（新規学卒者を除きパートタイムを含む）も1.12倍（前期差＋0.02ポイント）と高水準を維持している。企業の人手不足感は依然として強く、雇用環境は良好な状態が続いている。

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維持されると見込まれる。このため、完全失業率は低水準を維持し、有効求人倍率も緩やかな上昇を続けると考えられる。ただし、完全失業率は、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低下の余地が限られており、当面、横ばい圏での推移になると見込まれる。なお、今回の消費税率引き上げを控えた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、完全失業率は一時的に低下すると考えられる。

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）と緩やかに低下すると予測する。

図表 13. 雇用の見通し



②所得・賃金

a. 現状

2014年10～12月期の一人当たり賃金（現金給与総額）は前年比+0.7%と5四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で前年比+0.1%と増加し、所定外給与も同+1.4%と増加が続いた。また、冬のボーナスが含まれる特別給与についても同+2.1%と増加し、賃金全体を押し上げた。

2014年10～12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がともに増加したことから、前年比+2.2%の大幅増となった。デフレーターも上昇が続いたため、実質では前年比-0.5%の減少となったが、マイナス幅は徐々に縮小している。

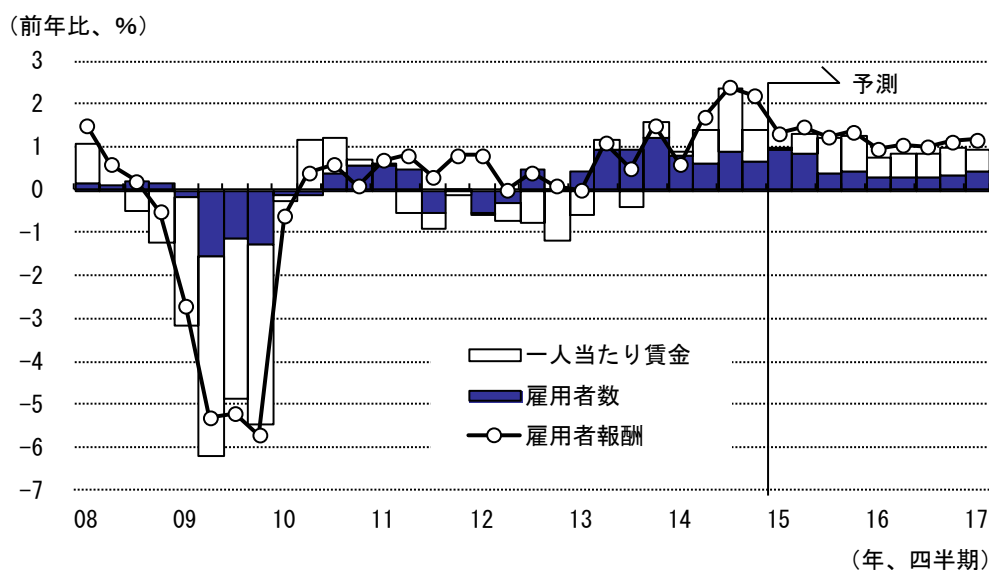
b. 見通し

今後も、一人あたり賃金は持ち直しを続けると見込まれる。所定内給与はベースアップが復活する中で、緩やかな増加を続けよう。所定外給与も目先は伸び率が縮小し、一旦は前年比マイナスに落ち込むものの、その後は企業活動の持ち直しに合わせて増加が続くだろう。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。

以上を踏まえ、一人あたり賃金は、2014年度は前年比+0.8%、2015年度は同+0.7%、2016年度は同+0.6%と増加が続くと予測する。業績の改善が続く中でも人件費増加に対する企業の警戒感は強く、賃上げは小幅にとどまるとみられるが、今後、物価の上昇テンポが緩やかになる中で、実質賃金についても緩やかに持ち直すと期待される。

また、名目雇用者報酬は、2014年度に前年比+1.9%と増加した後、2015年度は同+1.3%、2016年度は同+1.1%と増加が続くと予測する。実質では、2014年度に前年比-1.1%と減少した後、2015年度は同+1.1%、2016年度は同+0.8%と増加に転じると見込まれる。

図表 14. 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」

④住宅投資

a. 現状

2014年10～12月期の新設住宅着工戸数は、季調済年率換算値で88.0万戸(前期比+2.3%)と4四半期ぶりに増加に転じた。利用関係別に見ると、持家(同+0.1%)が下げ止まり、貸家(同+4.3%)も相続税対策による需要などに支えられて増加した。一方、分譲住宅(同-0.3%)は小幅ながら減少した。

こうした中、GDPベースの住宅投資も下げ止まりつつある。2014年10～12月期の実質住宅投資(GDPベース)は前期比-1.2%と3四半期連続で減少したが、マイナス幅は徐々に縮小している。

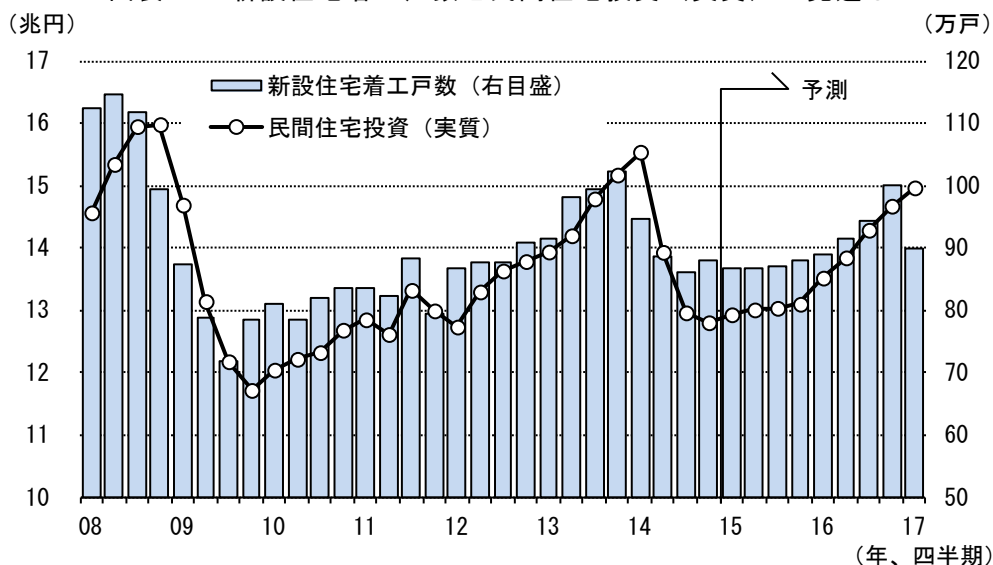
b. 見通し

住宅着工は、目先は横ばい圏で推移すると見込まれる。持家は住宅エコポイントや住宅ローン金利の優遇拡充など各種経済対策の効果もあって持ち直しに向かうものの、貸家が相続税対策による押し上げ効果の一巡から減少に転じるとみられるほか、分譲住宅も建設コストの増加を受けてマンションを中心に増加テンポは鈍いままだとみられる。もっとも、2015年度後半以降、17年4月に延期された消費税率10%への引き上げが次第に意識されるようになれば、着工も徐々に伸びを高めると期待される。

新設住宅着工戸数は、2014年度に87.4万戸(前年比-11.5%)と大きく落ち込むものの、2015年度に87.6万戸(同+0.2%)と増加に転じ、2016年度は増税前の駆け込み需要もあって94.2万戸(同+7.5%)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、実質住宅投資(GDPベース)も、2014年度に前年比-12.0%と大きく減少した後、2015年度には同+0.2%と小幅ながら増加に転じ、2016年度は同+9.8%と伸びが拡大する見込みである。

図表 16. 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となっている。
- 財政の健全化と社会保障の持続性の確保が日本経済にとって大きな課題となる中、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。そして、2017年4月に10%への引き上げが予定されている。それでも、政府が目指す2020年度の基礎的財政収支の黒字化は困難と考えられ、目標達成に向けて、財政健全化に向けた取り組みが今後さらに必要になるだろう。
- 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、補正予算の執行が進んだ2013年度に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た。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が、公共投資に関してはその規模は過去2度の経済対策と比較すると規模は大きくない。このため、公共投資は2015年度には4年ぶりに減少すると見込まれる。

図表 17. 政府部門総括表

	予測												上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2014年度				2015年度				2016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	0.5	0.6	0.1	-0.0	0.0	-0.3	-0.0	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	3.2	0.8	-0.1	0.1
	0.6	0.8	0.6	1.1	0.8	-0.2	-0.3	-0.5	-0.1	0.2	0.0	0.2				
政府最終消費	0.3	0.2	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	1.6	0.4	0.9	1.0
	-0.0	0.3	0.3	1.0	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9				
公共投資	1.0	2.1	0.6	-0.8	-0.8	-2.6	-1.5	-1.2	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	10.3	2.5	-4.0	-3.7
	4.3	1.9	1.7	2.6	0.7	-3.4	-5.4	-6.0	-5.9	-3.9	-3.1	-2.7				

(注) すべてGDPベースで実質値

①政府最終消費支出

a. 現状

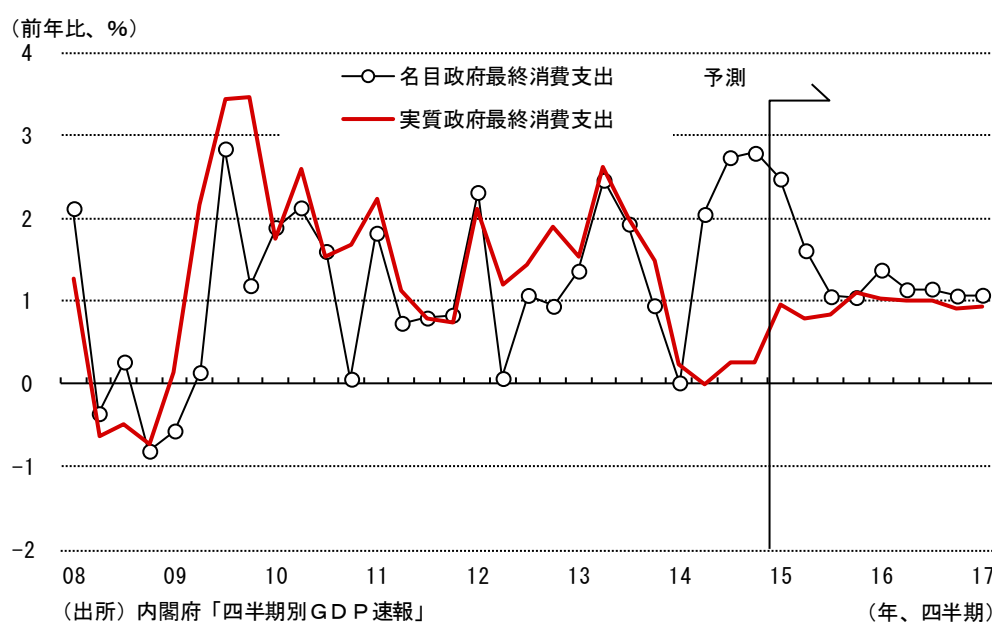
実質政府最終消費支出（GDPベース、以下、実質政府消費）は、2014年10～12月期には前期比+0.1%と3四半期連続で増加した。医療費や介護費などの現物社会給付が増加に寄与したと考えられる。

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+0.9%、2016年度は同+1.0%と増加が続くと考えられる。

2014年度は、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ため、名目ベースの前年比では高い伸びが続いている。こうした影響は2015年度には一巡することから、2015年度以降、名目ベースの伸びは鈍化する見込みである。

図表 18. 政府最終消費支出の見通し



② 公共投資

a. 現状

2014 年 10～12 月期の実質公共投資（GDP ベース）は、前期比+0.6%と 3 四半期連続で増加した。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。もっとも、実質公共投資の増加のペースは緩やかになっており、押し上げ効果は徐々に薄れてきている。

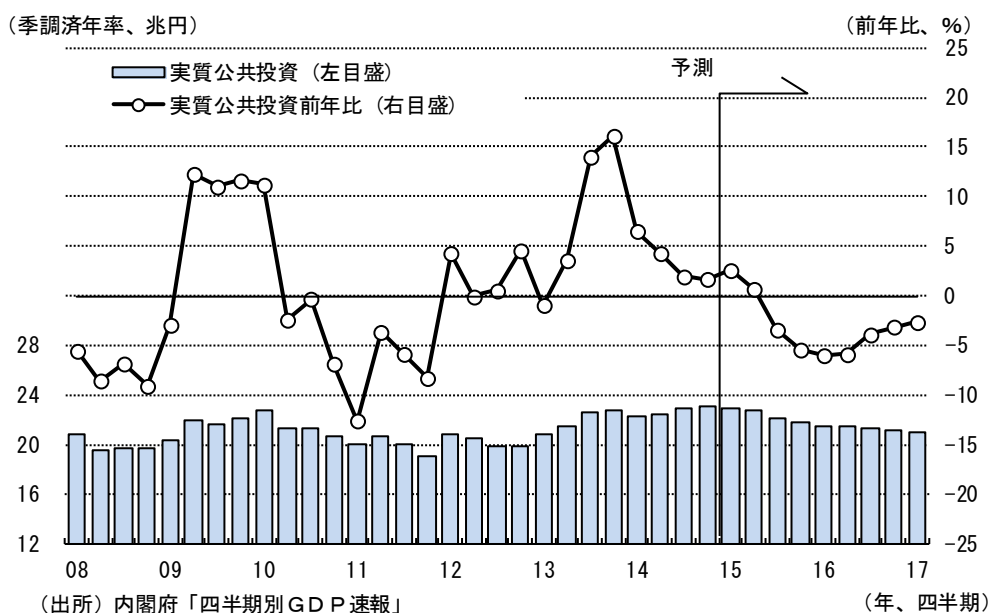
b. 見通し

公共投資の先行指標である公共工事請負額は、2014 年 8 月以降、前年比では比較の対象となる前年の水準が高いこともあって、2014 年 12 月を除いて減少が続いている。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。

今後は、2013 年度補正予算の押し上げ効果が剥落することが見込まれる。また、2014 年度補正予算で実施される経済対策における公共事業関連の予算規模は、これまでの 2 度の経済対策と比較すると小さいことから、実質公共投資は今後、前期比では減少傾向で推移するだろう。

実質公共投資は、2014 年度は前年比+2.5%と増加が続くものの、2015 年度には同-4.0%と 4 年ぶりに減少し、2016 年度も前年比-3.7%と減少が続く見込みである。

図表 19. 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。米国では景気が緩やかに拡大する中で、2008年に発生した金融危機後初となる利上げのタイミングに注目が集まっている。欧州では景気が緩やかに回復する一方で、欧州中央銀行（ECB）は景気と物価を下支えすべく量的緩和に踏み切る予定である。新興国では、中国景気の緩やかな減速が続いているが、インドなど一部の国では景気に再加速の動きがみられている。

○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%台前半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、円安、原油価格の下落を受けて、赤字額は急速に減少する見込みである。また、円安や企業の海外での経済活動の拡大を背景に、第一次所得収支の黒字額は増加が続く。このため、経常収支の黒字額は2015年度にかけて拡大し、2016年度も高水準で推移するだろう。

図表 20. 海外部門総括表

	2014年度				2015年度				2016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	2.6	2.7	2.5	3.7	3.1	2.4	2.2	2.2	2.1	2.4	2.7	2.8	2.2	2.4	2.8	2.4
(前期比年率)	4.6	5.0	2.6	2.5	2.4	2.0	2.0	2.2	2.3	3.1	3.1	2.9	-	-	-	-
ユーロ圏実質GDP	0.8	0.8	0.9	0.8	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4	-0.5	0.9	1.0	1.3
(前期比年率)	0.3	0.6	1.4	1.1	1.2	1.0	1.0	1.5	1.5	1.1	1.1	1.9	-	-	-	-
アジア実質GDP	6.5	6.4	6.5	6.4	6.2	6.4	6.5	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.6	6.5	6.4	6.4
(うち中国実質GDP)	7.5	7.3	7.4	7.2	7.0	7.2	7.2	7.2	7.2	7.1	7.1	7.1	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)	0.7	0.6	2.8	3.2	3.4	3.6	3.6	3.5	3.6	3.6	3.5	3.1	0.8	7.3	14.0	13.7
貿易収支 (兆円)	-2.2	-2.6	-1.8	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.9	-11.0	-6.8	-1.0	-1.9
輸出 (兆円)	17.5	18.3	20.2	19.3	19.5	19.8	20.1	20.0	20.2	20.3	20.5	20.4	69.8	75.0	79.4	81.4
輸入 (兆円)	19.7	20.9	22.0	19.6	19.7	20.0	20.3	20.3	20.4	20.7	20.9	21.3	80.8	81.8	80.4	83.3
サービス収支 (兆円)	-0.7	-0.9	-0.4	-0.8	-0.8	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-3.5	-2.9	-3.0	-2.8
第一次所得収支 (兆円)	4.1	4.7	5.5	4.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.1	5.1	5.2	5.2	16.7	19.0	20.1	20.5
輸出数量 (前期比)	-0.4	0.5	2.0	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.6	1.0	2.2	1.5
輸入数量 (前期比)	-6.3	1.3	-0.7	0.4	0.5	0.5	0.4	0.6	0.3	0.5	0.8	1.6	2.3	-2.3	1.5	2.2
原油相場 (WTI、ドル/バレル)	103.0	97.2	73.1	50.8	52.5	53.0	53.8	54.5	55.3	56.0	56.8	57.5	99.0	81.0	53.4	56.4
原油相場 (ドル/バレル)	106.2	101.5	74.7	51.8	55.0	55.5	56.3	57.0	57.8	58.5	59.3	60.0	104.5	83.5	55.9	58.9
ドル円相場 (円/ドル)	102.1	103.9	114.6	118.7	119.4	120.0	120.6	121.0	121.3	121.4	121.4	121.4	100.2	109.8	120.3	121.4

(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10～12月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+2.6%と、7～9月期（同+5.0%）から成長が減速した。需要項目別にGDP成長率に対する寄与度をみると、設備投資や純輸出（輸出－輸入）の押し上げ幅が縮小し、経済成長を下押しした。反面で、個人消費の押し上げ幅が拡大して、景気を下支えた。なお14年通年の実質GDP成長率は+2.4%と、前年（+2.2%）から伸び率が拡大した。

金融政策面では、連邦準備制度理事会（FRB）が14年11月に量的緩和政策を終了したが、政策金利（FFレート）は年0.00～0.25%で据え置いている。

b. 見通し

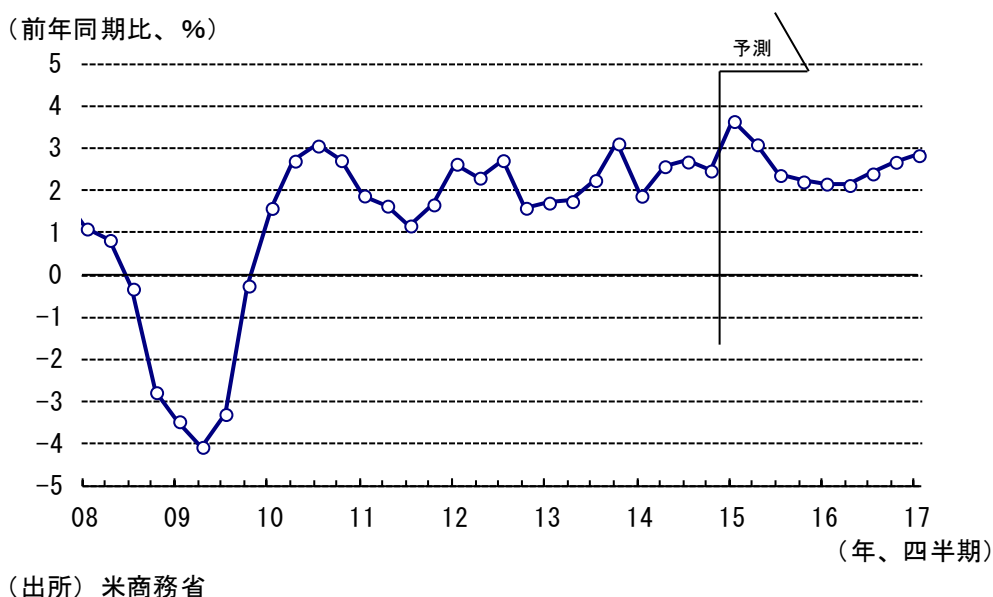
米国の実質GDP成長率は2015年が+2.8%、16年が+2.4%になると予測した。

15年の米国経済を展望すると、年前半の景気は民需主導の着実な拡大が続く一方で、年後半の景気はFRBによる利上げを受けて調整色を徐々に濃くする見込みである。具体的には、利上げに伴う市場環境の変化（長期金利の上昇、株価の調整）が、個人消費や設備投資にブレーキをかけるだろう。ただ原油価格の下落が下支えとなり、個人消費の失速は免れる公算が大きい。

続く16年の米国経済も、基本的に15年後半からの調整の動きを引きずる見込みである。ただ労働需給のひっ迫を受けて賃金上昇率が緩やかに高まるため、個人消費は底堅く推移すると予想される。また株価も、景気の底堅さが認識されれば再び上昇気流に乗るだろう。設備投資も緩やかな増加基調に戻ってくるため、米国景気は失速を免れる見通しである。

なおFRBは、早ければ2015年中頃に0.50%への利上げを行う見通しである。その後FFレートは段階的に引き上げられ、16年末には2.00%になるだろう。

図表 21. 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に持ち直している。14年10～12月期の実質GDP（速報値）は前期比+0.3%と増加が続いた。雇用情勢の改善や原油価格の低下を受けて個人消費は緩やかに回復し、また輸出も増加した模様である。国別には、ドイツやスペインの景気回復が続く一方で、フランスやイタリアは依然停滞している。なお14年通年の実質GDP成長率は+0.9%と、3年ぶりに増加した。

景気が勢いを欠く中で、ユーロ圏では低インフレ状態が続いており、デフレへの転落が警戒されている。こうした事態を受けて、欧州中央銀行（ECB）は15年1月の理事会で、国債を購入対象に含めた量的緩和政策を3月から実施すると決定した。

b. 見通し

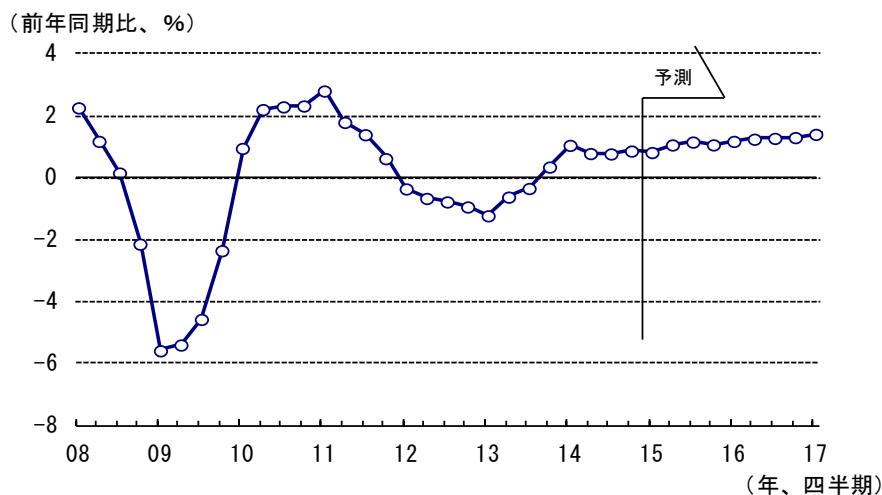
ユーロ圏の実質GDP成長率は2015年が+1.0%、16年が+1.3%になると予測した。

15年のユーロ圏経済を展望すると、緩やかに拡大する世界景気を受けて輸出が持ち直し、景気をけん引しよう。ECBの追加緩和を受けて進んだユーロ安も、輸出の追い風になる。輸出増を受けて設備投資も持ち直すが、設備過剰感が残るなかでその動きは緩慢だろう。建設投資や住宅投資も、市況の底入れやEUによる景気対策（15年以降3年間で5千億ユーロ相当）を受けて回復が続くが、そのペースは緩慢なものにとどまる見込みである。個人消費も回復するが、雇用・所得情勢の改善が鈍い中、緩やかなペースになる。

続く2016年は、世界景気が緩やかに減速するため輸出が鈍化するだろう。合わせて設備投資の増勢も減速するとみられる。その一方で、雇用・所得情勢の改善を受けて個人消費の勢いが強まり、景気回復をサポートする。建設投資や住宅投資も、EUによる景気対策などを受けて、戻り歩調を徐々に強めていく。

なおECBは、予測期間中も低金利政策を継続しよう。場合によっては、量的緩和政策のもう一段の強化も考えられる。

図表 22. ユーロ圏の実質GDP成長率の見通し



③アジア

a. 現状

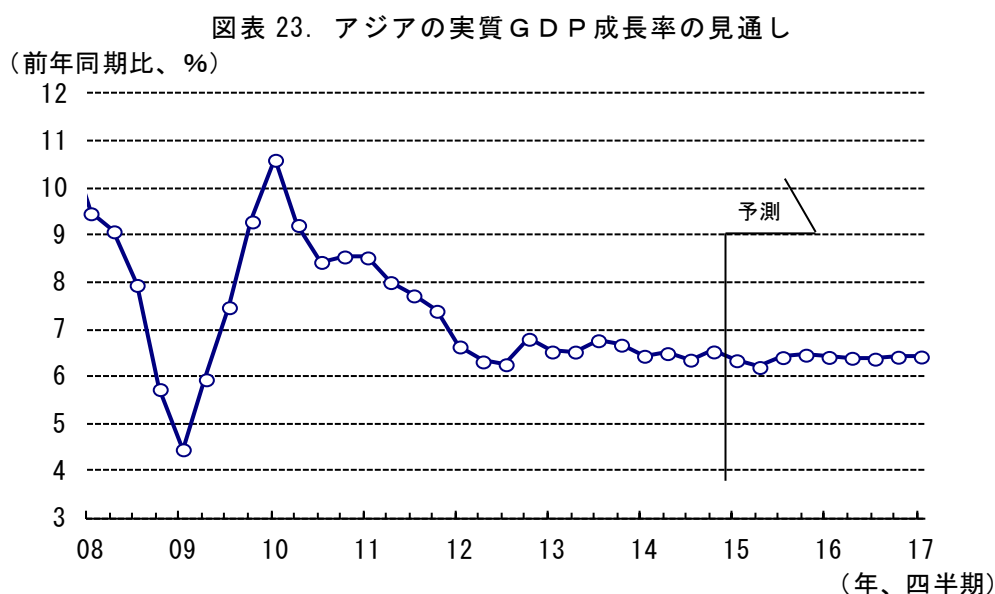
アジア経済の中核である中国の景気回復は緩やかなものにとどまっている。14年10～12月期の実質GDPは前年同期比+7.3%と前期から横ばいであった。通年では+7.4%と90年（+3.8%）以来24年ぶりの低い水準となったが、政府の目標水準（+7.5%前後）には達したと評価できる。不動産を中心に投資の伸びは鈍化したものの、順調な雇用の拡大を背景に消費が安定的に推移し、また、米国を中心とする先進国景気の持ち直しに伴う輸出の増加から景気は底堅く推移している。

その他のアジア諸国をみると、中国経済のスローダウンの影響から台湾や韓国などを中心に景気は足元、減速傾向にある。ただし、一次産品価格の下落に伴う物価の安定は金融緩和の余地をもたらし、利下げが一部の国で景気の下支えにつながっている。

b. 見通し

中国の実質GDP成長率は15年、16年とも+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の諸問題への対応は、引き続き景気に対して下押し要因となるとみられるが、経済サービス化の進展に伴う雇用の安定から消費が安定的に推移し、先進国景気の回復を背景とした輸出の増勢から+7%前後とみられる「新常态」ペースでの景気回復が続こう。加えて「一路一帯（「シルクロード経済ベルト」と「21世紀の海のシルクロード」）をはじめとする地域発展戦略の具体化などが新たな成長ドライバーとなろう。

その他のアジア諸国に関しては、先進国向けの輸出の増加が景気の牽引役となろう。ただし、米国の利上げが金融面の不安定要因となり、景気のリバウンド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2015年+6.4%、2016年+6.4%）。



④日本の輸出入

a. 現状

2014年10～12月期の実質輸出（GDPベース）は前期比+2.7%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+2.0%と増加しており、地域別にみると米国、EU、アジア向けはいずれも増加した。

実質輸入（GDPベース）は、スマートフォンなどを中心に前期比+1.3%と増加した。10～12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、+0.2%と3四半期連続でプラスとなった。

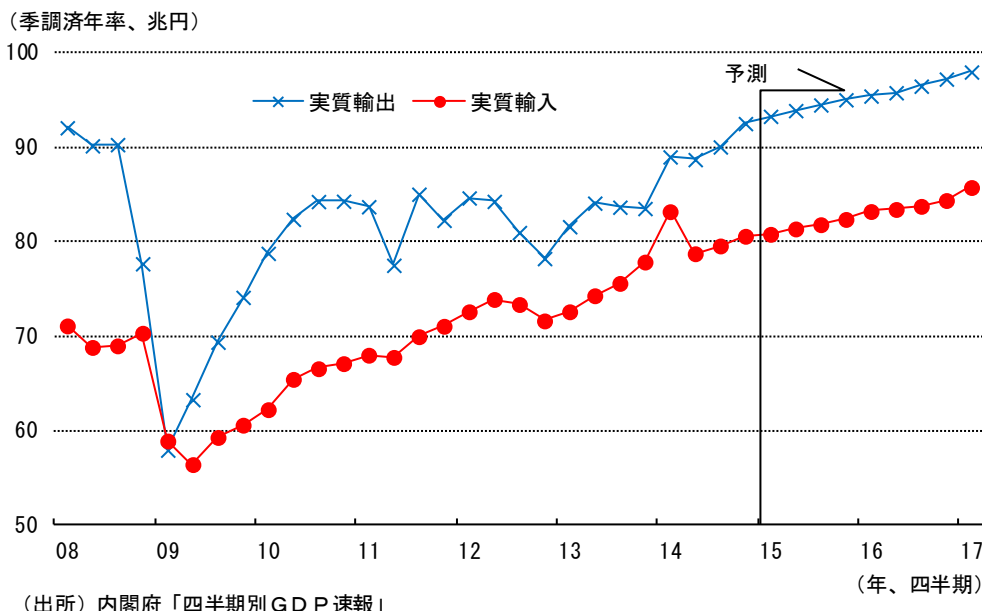
b. 見通し

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が、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だろう。財別では、部品などの中間財や資本財が輸出の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、外需寄与度は+0.6%と4年ぶりにプラスとなるだろう。外需寄与度は、2015年度はプラスが続くが、2016年度は2017年4月の消費税率の引き上げ前の駆け込み需要を背景に輸入が増加するため、マイナスとなる見込みである。

為替レートは予測期間中、円安に推移し、原油価格は2015年前半まで下落が続く。こうした状況の下、貿易赤字は今後、急速に縮小すると見込まれる。また、円安を背景に第一次所得収支の黒字幅は拡大が続く。このため、経常収支の黒字額は2015年度にかけて拡大し、2016年度も高水準で推移するだろう。

図表 24. 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、2014 年後半に大幅に下落した。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、11 月の O P E C 総会では原油の減産が見送られ、需給緩和観測が強まった。世界景気の減速を背景とした原油需要の下振れや、為替市場におけるドル高の進展も原油安を促した。もっとも、原油をはじめとした国際商品市況は、市場の不安心理によって下げ過ぎた面もあると思われ、今後は緩やかな持ち直しが見込まれる。

○消費税率引き上げの影響で、2014 年度に入って物価は急上昇したが、原油価格の急落により、足元では伸びが縮小している。再び円安が進んでいるが、原油価格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。人件費上昇や円安は物価上昇要因であり、エネルギー価格の下落も一巡してくるが、景気に過熱感がない中、物価は緩やかな上昇にとどまろう。

○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るだろう。

○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 25. 物価・金融市場総括表

	2014年度				2015年度				2016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)	103.0	97.2	73.1	50.8	52.5	53.0	53.8	54.5	55.3	56.0	56.8	57.5	99.0	81.0	53.4	56.4
原油価格 (ドバイ、ドル/バレル)	106.2	101.5	74.7	51.8	55.0	55.5	56.3	57.0	57.8	58.5	59.3	60.0	104.5	83.5	55.9	58.9
国内企業物価	4.3	4.0	2.4	0.9	-2.1	-1.8	-0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1	1.9	2.9	-1.0	0.1
消費者物価 (総合)	3.5	3.3	2.6	2.3	0.3	0.0	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.9	2.9	0.2	0.5
生鮮食品を除く総合	3.4	3.2	2.7	2.4	0.2	0.0	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8	2.9	0.2	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	0.7	0.4										0.9		
食料 (酒類を除く) 及び エネルギーを除く総合	2.2	2.3	2.1	2.2	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.2	2.2	0.5	0.3
無担保コール翌日物 (%)	0.067	0.067	0.064	0.071	0.070	0.060	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050	0.073	0.067	0.058	0.050
TIBOR3ヶ月 (%)	0.211	0.210	0.189	0.179	0.180	0.180	0.180	0.170	0.170	0.170	0.160	0.160	0.225	0.197	0.178	0.165
新発10年国債 (%)	0.60	0.53	0.44	0.35	0.48	0.55	0.60	0.60	0.65	0.65	0.70	0.70	0.69	0.48	0.56	0.68
ドル円相場 (円/ドル)	102.1	103.9	114.6	118.7	119.4	120.0	120.6	121.0	121.3	121.4	121.4	121.4	100.2	109.8	120.3	121.4
ユーロ円相場 (円/ユーロ)	140.1	137.6	143.1	135.6	134.7	134.6	134.6	134.3	133.9	133.8	133.8	133.8	134.4	139.1	134.6	133.8

(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

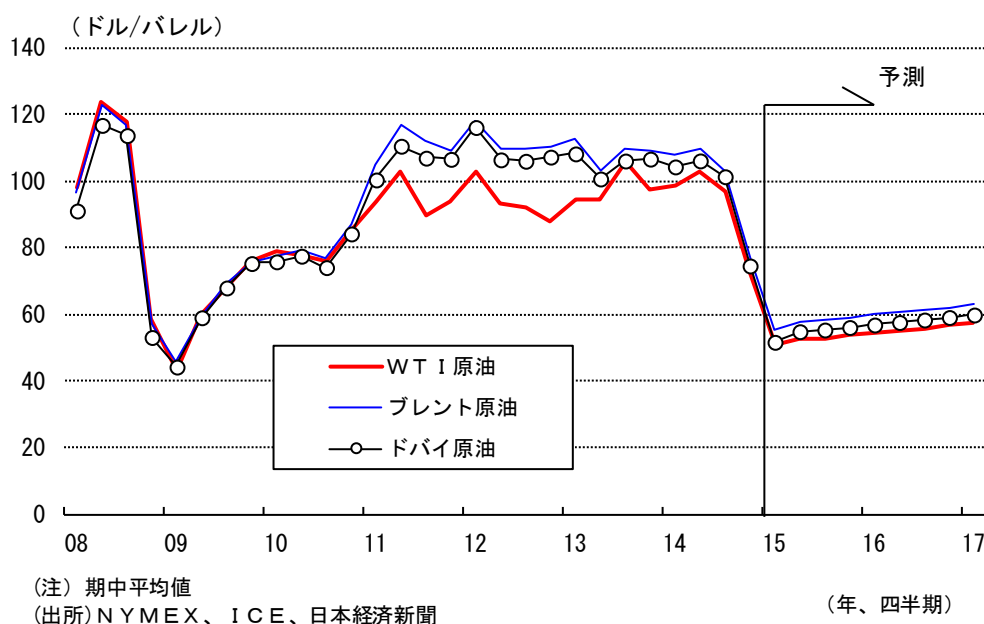
a. 現状

原油価格は大幅に下落している。国際指標とされるブレント原油は昨年6月19日にイラク情勢の緊迫化を受けて13年9月以来の高値である1バレルあたり115.71ドルまで上昇したものの、その後は中国などの景気減速懸念を背景とした需要減少観測やシェールオイルなどの開発推進に伴う供給拡大を反映して下落傾向が続き、今年1月13日には一時45.19ドルの安値を記録した。11月27日のOPEC総会では、サウジアラビアなどが原油市場におけるシェアの維持を重視する姿勢を示して減産が見送られたが、これも原油相場を大幅に下落させた。その後も、産油国要人の発言などを通じて、原油価格が下落しても「OPECは減産しない」との意向が確認されるごとに、原油相場は切り下げた。

b. 見通し

もっとも、足元では、原油相場が下落しても「OPECは減産しない」ことが原油相場に織り込まれた状態になっていると思われる。1月前半は、産油国の供給増加や各国景気の減速など需給緩和を示唆する統計の発表などが多く、原油相場は下落が続いたが、後半には、米国の石油掘削設備（リグ）の稼働数の減少によってシェールオイルなど原油供給の減少が連想されたことなどから原油相場は反発した。一方で、実際の米国の原油生産量は増加基調を続け、原油在庫も高水準にあり、需給緩和観測は根強い。このため、当面の原油相場は一進一退を続けると見込まれる。その後、年央あたりから、米国の原油生産量の減少が確認されるとともに、原油相場は持ち直し、2016年も緩やかな上昇が続くだろう。

図表 26. 原油相場の見通し



②国内企業物価と消費者物価

a. 現状

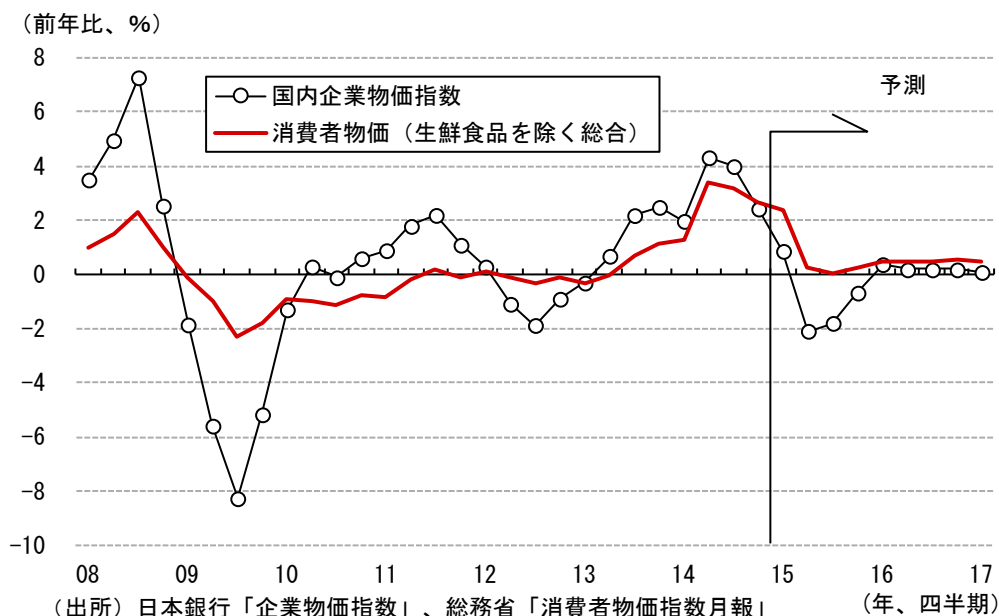
消費税率引き上げの影響を受けて国内企業物価は4月に前年比+4.2%に急上昇したが、その後は原油などの国際商品市況が下落に転じたことを受けて、円安による押し上げ効果がある中でも、1月は同+0.3%まで伸び率が縮小した。消費者物価（生鮮食品を除く総合・全国）も、5～7月に同+3.4%まで上昇したが、電力料金やガソリンなどのエネルギー価格の下落により、12月に同+2.5%まで伸びが鈍化した。

b. 見通し

国内企業物価は、昨年秋以降の円安が押し上げ要因となる一方で、原油など国際商品市況の下落幅の方が大きく円建て原油価格が下落しており、今後は前年比で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、国内企業物価に遅れて前年比のプラス幅縮小が続き、2015年夏前にはエネルギー価格の下落を主因として、月次ベースで一時的に前年比マイナスに陥る可能性がある。消費者物価は（生鮮食品を除く総合・全国）、2014年度は同+2.9%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ため、2015年度は同+0.2%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ことに加え、2015年度中にはエネルギー価格の下落も一巡するため前年比のマイナスが定着化することはないが、景気に過熱感がない中では低水準で安定して推移する見込みである。

図表 27. 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。

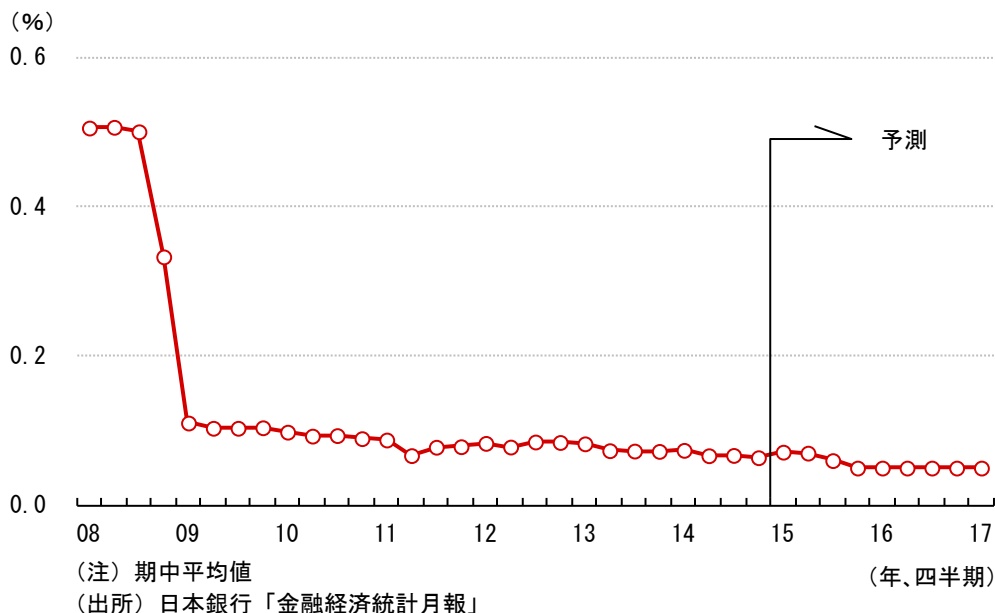
2014年春までは円安や原油高を背景としたエネルギー価格の上昇が主因となり、日本銀行の思惑通り消費者物価の伸び率が高まったが、エネルギー価格が下落に転じると消費者物価の伸び率は徐々に縮小していった。このため、インフレ期待の後退を回避する目的で、10月31日に追加金融緩和が実施された。追加の内容は、①マネタリーベースを年間約80兆円ペースで増加させる、②長期国債の保有残高を年間約80兆円ペースで増加させ、平均残存期間を7年～10年程度に引上げる、③ETFを年間約3兆円、J-REITを年間約900億円とこれまでの3倍のペースで買い入れる、などである。

しかし、その後も消費者物価の伸び率の鈍化が続いたため、1月の金融政策決定会合時に、2015年度の消費者物価（除く生鮮食品）の見通しを、10月時点の前年比+1.7%から同+1.0%に大きく下方修正するなど、物価が下振れることを認めざるを得ない状況となっている。

黒田総裁は、今後も物価安定目標に向けた道筋から外れる懸念があれば、躊躇なく追加の金融緩和に踏み切るとしているが、国債の需給がひっ迫している中で、さらに国債を買い増すことは難しくなっている。また、円安が進むことが物価の上昇を通じて景気回復の腰を折るとの見方も強まっており、追加の金融緩和にも踏み切りづらくなっている。

今後、消費者物価の伸び率がさらに縮小した場合に、再び追加緩和が実施される可能性はあるものの、国債購入を永遠に継続することは困難である以上、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るだろう。

図表 28. 無担保コール翌日物金利の見通し



(3) 金融市場

①金利

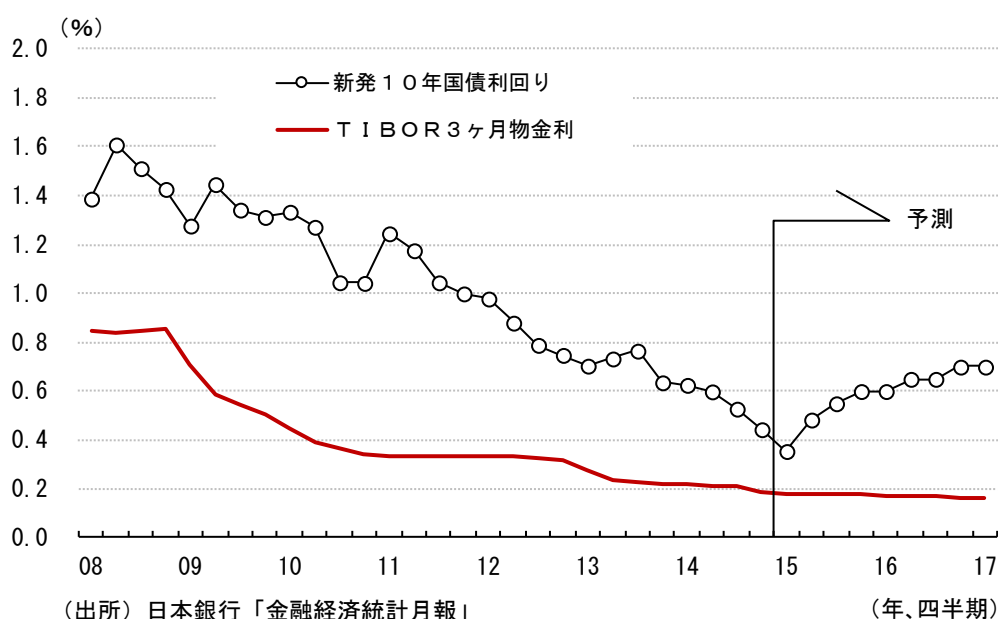
日本銀行による潤沢な資金供給を受けて、コールレートは低位で推移しており、3ヶ月、6ヶ月物といったターム物金利は総じて低位で安定している。また、国庫短期証券市場では、日本銀行による買い取りによって需給がひっ迫し、利回りがマイナスとなっている。日本銀行による量的・質的緩和が継続される中、今後もターム物金利は安定が続くだろう。

長期国債の市場においても、量的・質的緩和による買い入れによって需給が引き締まっている。このため、国債利回りは低水準での推移が続いており、1～4年債においては、2014年末から2015年初めにかけて一時的に利回りがマイナスとなり、10年物国債利回りも0.2%を割り込んだ。その後、株価の上昇や高値警戒感によって、1月の終わりに金利は上昇に転じ、足元ではマイナス金利は解消されている。

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るが、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年中に米国で金融引き締めを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可能性がある。しかし、日本銀行の量的・質的緩和が継続されるため、長期金利の上昇には限界があるだろう。

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 29. 長短金利の見通し



②為替

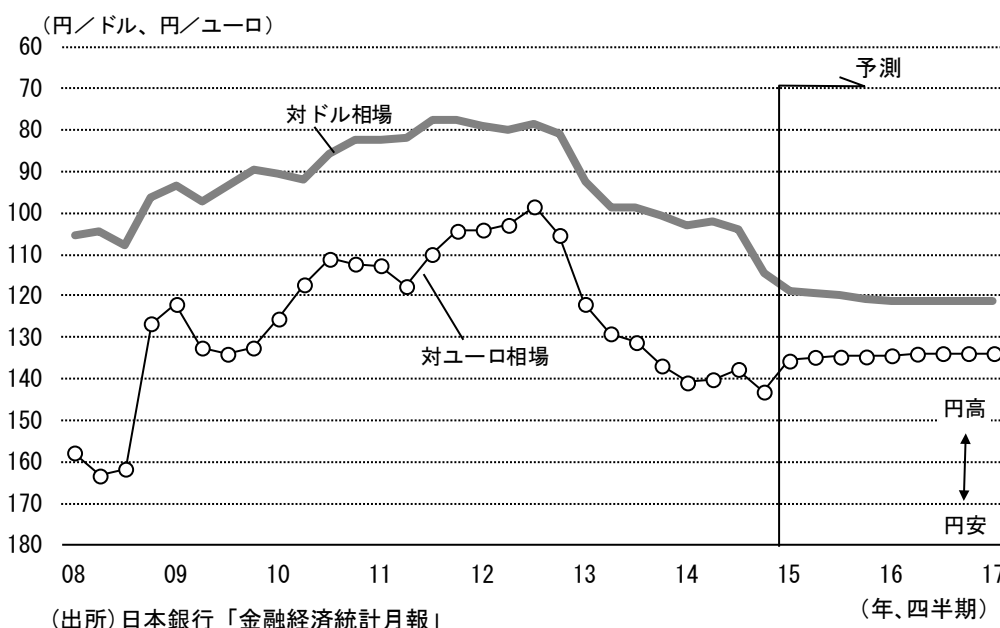
為替市場では、2012 年秋以降、円安傾向が続き、2013 年 12 月には 1 ドル＝105 円台まで円安が進んだ。2014 年に入って、新興国経済への懸念を背景とした投資家のリスク回避姿勢などからいったん円安の動きは一服し、5 月～8 月前半は、101～102 円台を中心とした非常に狭いレンジでの推移となった。しかし、米国の利上げ開始後の金利上昇テンポが速い可能性を織り込む動きにより、8 月後半～9 月に急速な円高が進んだ。さらに、10 月末～12 月上旬には、米国で量的緩和第 3 弾（QE3）の終了が決定された一方で、日本銀行が追加緩和策を決定し、日米の金融政策の方向性の違いが強く意識されたことから、再び円安が進んだ。その後、2015 年 2 月上旬にかけては、117～120 円を中心に一進一退で推移した。

一方、対ユーロでは、欧州中央銀行（ECB）が 2015 年 1 月 22 日に 3 月からの量的緩和策の実施を発表したことを背景に、一時 130 円台までユーロ安が進む動きがあった。

先行きについては、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。その背景としては、米国では、一時に比べ利上げ開始後の金利上昇テンポは緩やかとの見方が強まっているとはいえ、2015 年中に利上げが見込まれるのに対して、相対的に景気の停滞感が残る日欧では金融緩和が継続されるとの観測が根強いことがある。

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 年は一進一退となり、足元は 6.2 元台で推移している。先行きは、緩やかな人民元高が進む見込みである。

図表 30. 円の対ドル、対ユーロ相場の推移



図表 31. 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	1.2	0.8	0.5	1.7	1.6	0.8	0.7	1.4	1.8	1.7	2.8	1.8
	1.4	2.3	1.2	2.1	3.3	2.4	1.5	2.1				
実質GDP	1.7	0.5	-1.3	0.5	0.8	0.7	0.8	1.1	2.1	-0.9	1.4	1.7
	1.8	2.4	-0.9	-0.9	1.2	1.5	1.5	1.9				
内需寄与度(注1)	1.6	1.4	-2.3	0.2	0.8	0.8	0.8	1.1	2.6	-1.5	1.2	1.8
個人消費	1.6	1.1	-3.9	0.6	0.8	0.7	0.9	1.4	2.5	-3.1	1.6	2.0
	2.1	2.8	-2.9	-3.3	1.5	1.6	1.6	2.3				
住宅投資	4.6	5.9	-12.4	-4.3	1.2	2.2	5.7	5.4	9.3	-12.0	0.2	9.8
	7.5	10.9	-7.5	-16.2	-3.1	3.4	8.0	11.4				
設備投資	2.1	4.6	-2.3	0.8	2.4	1.3	1.4	1.8	4.0	0.1	3.4	3.0
	0.5	7.3	2.1	-1.6	3.2	3.7	2.7	3.3				
民間在庫(注1)	-0.4	-0.2	0.8	-0.3	-0.1	0.1	-0.1	-0.2	-0.5	0.5	-0.1	-0.1
政府支出	2.4	0.4	0.4	0.4	-0.1	-0.2	0.1	0.1	3.2	0.8	-0.1	0.1
	3.3	3.0	0.7	0.9	0.3	-0.4	0.0	0.1				
政府最終消費	1.0	-0.1	0.2	0.3	0.5	0.6	0.5	0.5	1.6	0.4	0.9	1.0
	2.3	0.9	0.1	0.6	0.8	1.1	1.0	0.9				
公共投資	8.5	2.2	0.9	1.2	-2.5	-3.3	-1.6	-1.3	10.3	2.5	-4.0	-3.7
	9.2	11.1	3.0	2.1	-1.6	-5.7	-4.8	-2.9				
外需寄与度(注1)	0.1	-0.9	0.9	0.3	0.0	-0.1	-0.0	-0.1	-0.5	0.6	0.1	-0.1
輸出	5.0	2.8	3.6	3.9	1.4	1.1	0.9	1.5	4.7	7.1	3.9	2.3
	1.5	8.0	6.4	7.8	5.5	2.3	2.0	2.5				
輸入	3.9	7.4	-1.7	1.9	1.1	1.5	1.0	1.8	6.7	2.9	2.8	2.6
	1.7	11.8	5.5	0.5	3.6	1.9	2.7	2.5				
GDPデフレーター(注2)	-0.4	-0.1	2.1	3.1	2.0	0.8	0.1	0.2	-0.3	2.6	1.4	0.1

(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		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	6.1	7.0	7.2	7.2	6.6	0.8	7.3	14.0	13.7
貿易収支(兆円)	-4.0	-6.7	-4.8	-2.1	-0.4	-0.5	-0.6	-1.3	-11.0	-6.8	-1.0	-1.9
サービス収支(兆円)	-1.6	-2.0	-1.6	-1.2	-1.5	-1.4	-1.4	-1.3	-3.5	-2.9	-3.0	-2.8
第一次所得収支(兆円)	8.5	8.1	8.7	10.3	10.0	10.1	10.2	10.3	16.7	19.0	20.1	20.5
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	2.8	4.2	-3.4	1.2	1.0	1.1	1.1	2.2	3.2	-0.7	2.1	2.8
	-0.4	7.0	0.8	-2.3	2.3	2.1	2.3	3.2				
経常利益(法人企業統計、前年比%)	24.0	23.2	5.9	4.1	14.3	8.0	3.4	4.6	23.6	4.9	10.9	4.0
国内企業物価	1.4	2.3	4.2	1.7	-2.0	-0.2	0.2	0.2	1.9	2.9	-1.0	0.1
[除く消費税率引き上げの影響]			1.3	-1.3						0.0		
消費者物価	0.4	1.4	3.4	2.5	0.1	0.4	0.5	0.5	0.9	2.9	0.2	0.5
[除く消費税率引き上げの影響]			1.4	0.4						0.9		
生鮮食品を除く総合	0.3	1.2	3.3	2.5	0.1	0.4	0.5	0.5	0.8	2.9	0.2	0.5
[除く消費税率引き上げの影響]			1.3	0.5						0.9		
ドル円相場(円/ドル)	98.8	101.6	103.0	116.6	119.7	120.8	121.4	121.4	100.2	109.8	120.3	121.4
無担保コール翌日物(%)	0.073	0.073	0.067	0.068	0.065	0.050	0.050	0.050	0.073	0.067	0.058	0.050
TIBOR3ヶ月	0.231	0.219	0.210	0.184	0.180	0.175	0.170	0.160	0.225	0.197	0.178	0.165
長期金利(新発10年国債)	0.75	0.63	0.56	0.40	0.52	0.60	0.65	0.70	0.69	0.48	0.56	0.68
原油価格(WTI、ドル/バレル)	100.0	98.1	100.1	62.0	52.8	54.1	55.6	57.1	99.0	81.0	53.4	56.4
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	103.5	105.6	103.8	63.3	55.3	56.6	58.1	59.6	104.5	83.5	55.9	58.9
米国実質GDP (前期比年率%、暦年)	1.8	3.6	0.9	4.3	2.5	2.1	2.2	2.9	2.2	2.4	2.8	2.4
春闘賃上げ率(%) (注2)	—	—	—	—	—	—	—	—	1.80	2.19	2.30	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) 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 32. 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	1.7	8.2	9.3	2.6	2.8	2.2	10.8	5.0	5.8	2.5
数量	-1.3	2.5	-0.3	2.4	3.1	1.4	1.5	1.5	0.6	1.0	2.2	1.5
輸入額(円ベース)	13.9	20.7	2.5	-5.8	-3.0	-0.9	3.6	3.5	17.4	-1.8	-1.9	3.6
数量	-1.0	5.7	-0.1	-4.3	1.1	1.8	1.8	2.7	2.3	-2.3	1.5	2.2
輸出超過額(兆円)	-5.0	-8.8	-5.4	-3.3	-0.9	-1.9	-1.2	-2.5	-13.8	-8.7	-2.8	-3.7

【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	1.1	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.1	0.8	0.7	0.6
所定内給与	-0.6	-0.5	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	-0.5	0.2	0.3	0.2
所定外給与	1.1	5.4	3.9	-0.5	3.0	2.7	2.9	3.8	3.3	1.6	2.8	3.4
雇用者数(注2)	0.9	1.0	0.8	0.8	0.6	0.4	0.3	0.4	1.0	0.8	0.5	0.4
雇用者報酬(注3)	0.8	1.1	2.1	1.8	1.4	1.2	1.0	1.1	1.0	1.9	1.3	1.1
完全失業率(季調値%)	4.0	3.8	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.3	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

【新設住宅着工】

	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)
新設住宅着工戸数	98.8	98.4	87.4	87.4	86.8	88.5	92.9	95.0	98.7	87.4	87.6	94.2
持家	12.7	8.1	-11.5	-11.2	-0.7	1.3	7.1	7.4	10.6	-11.5	0.2	7.5
貸家	35.4	34.9	27.8	27.2	28.1	29.5	31.9	33.2	35.3	27.5	28.8	32.7
分譲	13.5	8.0	-21.4	-22.2	1.0	8.7	13.8	12.5	11.5	-22.2	4.7	13.8
持家	35.7	38.3	35.6	35.2	34.1	34.1	35.2	36.8	37.0	35.4	34.1	36.0
貸家	13.4	17.5	-0.2	-8.2	-4.3	-2.9	3.2	7.7	15.3	-4.3	-3.7	5.7
分譲	27.4	24.5	23.6	24.1	24.0	24.2	25.2	24.4	25.9	23.9	24.1	24.8
	12.0	-3.9	-13.8	-1.4	1.5	0.3	5.1	0.8	3.8	-7.9	0.9	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

図表 33. 前々回見通し（2014年11月・1次QE時点）との比較
○2014年度

	前々回	修正幅	前年比%
名目GDP	1.4	+0.3	1.7
実質GDP	-0.9	0.0	-0.9
個人消費	-2.8	-0.3	-3.1
住宅投資	-11.7	-0.3	-12.0
設備投資	1.8	-1.7	0.1
公共投資	1.4	+1.1	2.5
外需寄与度	0.5	+0.1	0.6
デフレーター	2.3	+0.3	2.6
鉱工業生産	-1.3	+4.5	3.2

○2015年度

	前々回	修正幅	前年比%
名目GDP	1.8	+1.0	2.8
実質GDP	1.2	+0.2	1.4
個人消費	1.1	+0.5	1.6
住宅投資	1.1	-0.9	0.2
設備投資	3.6	-0.2	3.4
公共投資	-0.6	-3.4	-4.0
外需寄与度	-0.0	+0.1	0.1
デフレーター	0.6	+0.8	1.4
鉱工業生産	1.8	-2.5	-0.7

○2016年度

	前々回	修正幅	前年比%
名目GDP	1.8	0.0	1.8
実質GDP	1.5	+0.2	1.7
個人消費	1.8	+0.2	2.0
住宅投資	9.2	+0.6	9.8
設備投資	2.9	+0.1	3.0
公共投資	-7.9	+4.2	-3.7
外需寄与度	-0.1	0.0	-0.1
デフレーター	0.3	-0.2	0.1
鉱工業生産	1.8	+0.3	2.1

図表 34. 前回見通し（2014年12月・2次QE時点）との比較
○2014年度

	前回	修正幅	前年比%
名目GDP	1.8	-0.1	1.7
実質GDP	-0.8	-0.1	-0.9
個人消費	-2.7	-0.4	-3.1
住宅投資	-11.7	-0.3	-12.0
設備投資	1.0	-0.9	0.1
公共投資	1.6	+0.9	2.5
外需寄与度	0.5	+0.1	0.6
デフレーター	2.6	0.0	2.6
鉱工業生産	-0.7	+3.9	3.2

○2015年度

	前回	修正幅	前年比%
名目GDP	2.3	+0.5	2.8
実質GDP	1.5	-0.1	1.4
個人消費	1.5	+0.1	1.6
住宅投資	2.2	-2.0	0.2
設備投資	3.6	-0.2	3.4
公共投資	-0.4	-3.6	-4.0
外需寄与度	0.0	+0.1	0.1
デフレーター	0.8	+0.6	1.4
鉱工業生産	2.1	-2.8	-0.7

○2016年度

	前回	修正幅	前年比%
名目GDP	1.8	0.0	1.8
実質GDP	1.6	+0.1	1.7
個人消費	1.8	+0.2	2.0
住宅投資	9.7	+0.1	9.8
設備投資	3.1	-0.1	3.0
公共投資	-7.8	+4.1	-3.7
外需寄与度	-0.1	+0.0	-0.1
デフレーター	0.2	-0.1	0.1
鉱工業生産	2.1	0.0	2.1

図表 35. 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				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	4-6	7-9	10-12	1-3
名目GDP	前期比	0.4	0.3	-0.1	1.5	0.2	-0.9	1.1	2.0	0.5	0.0	0.4	0.8	0.0	0.5	0.5	1.1
	前期比年率	1.8	1.3	-0.6	6.1	0.7	-3.4	4.5	8.4	2.2	0.1	1.6	3.3	0.1	1.9	2.1	4.7
	前年比	0.8	1.9	2.0	2.5	1.8	0.6	1.8	2.5	2.7	3.8	2.9	1.8	1.3	1.7	1.9	2.3
実質GDP	前期比	0.8	0.4	-0.4	1.3	-1.7	-0.6	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.5	0.2	0.6	0.3	0.9
	前期比年率	3.2	1.5	-1.4	5.5	-6.7	-2.3	2.2	1.8	1.7	1.0	1.1	2.1	1.0	2.3	1.4	3.5
	前年比	1.4	2.2	2.3	2.4	-0.4	-1.4	-0.5	-1.4	0.7	1.7	1.4	1.7	1.2	1.7	1.7	2.1
内需寄与度(注1)		0.7	0.7	0.2	1.7	-2.8	-0.6	0.3	0.4	0.5	0.3	0.3	0.7	0.5	0.3	0.3	0.7
個人消費		0.8	0.3	-0.1	2.2	-5.1	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3	0.2	0.6	0.3	0.5	0.4	1.5
		1.9	2.3	2.3	3.4	-2.8	-3.0	-2.5	-4.2	1.5	1.6	1.5	1.7	1.5	1.7	1.9	2.7
住宅投資		1.9	4.2	2.6	2.4	-10.3	-7.0	-1.2	1.0	0.6	0.2	0.5	3.2	2.4	3.2	2.7	2.0
		6.6	8.2	10.1	11.8	-2.0	-12.4	-15.7	-16.7	-6.7	0.5	2.3	4.6	6.4	9.6	12.0	10.7
設備投資		2.2	0.8	1.2	5.9	-5.0	-0.1	0.1	1.6	1.1	0.8	0.6	0.6	0.8	0.6	0.5	2.1
		-0.2	1.2	3.0	10.8	2.6	1.6	0.5	-3.3	2.7	3.6	4.2	3.3	2.8	2.6	2.4	4.0
民間在庫(注1)		-0.4	0.1	-0.1	-0.4	1.3	-0.7	0.2	-0.2	0.0	-0.0	0.1	0.1	-0.1	-0.0	-0.1	-0.2
政府支出		1.3	0.8	0.4	-0.7	0.5	0.6	0.1	-0.0	0.0	-0.3	-0.0	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
		2.7	3.9	4.4	1.7	0.6	0.8	0.6	1.1	0.8	-0.2	-0.3	-0.5	-0.1	0.2	0.0	0.2
政府最終消費		0.7	-0.1	0.1	-0.4	0.3	0.2	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
		2.6	2.0	1.5	0.2	-0.0	0.3	0.3	1.0	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
公共投資		3.1	5.4	0.7	-2.2	1.0	2.1	0.6	-0.8	-0.8	-2.6	-1.5	-1.2	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6
		3.6	14.0	16.1	6.5	4.3	1.9	1.7	2.6	0.7	-3.4	-5.4	-6.0	-5.9	-3.9	-3.1	-2.7
外需寄与度(注1)		0.1	-0.4	-0.5	-0.3	1.1	0.1	0.2	0.1	-0.0	0.0	-0.0	-0.1	-0.0	0.0	-0.0	-0.1
輸出		3.1	-0.5	-0.2	6.5	-0.3	1.5	2.7	0.8	0.7	0.6	0.6	0.4	0.4	0.7	0.8	0.8
		-0.1	3.1	6.8	9.2	5.4	7.5	10.9	4.8	6.1	5.0	2.5	2.2	1.8	2.2	2.4	2.6
輸入		2.3	1.8	3.0	6.8	-5.3	1.0	1.3	0.3	0.7	0.6	0.7	1.0	0.3	0.4	0.7	1.6
		0.5	2.9	8.9	14.7	5.8	5.1	3.7	-2.6	4.6	2.7	1.7	2.1	3.2	2.3	2.4	2.6
GDPデフレーター(注2)		-0.6	-0.3	-0.3	0.1	2.2	2.0	2.3	3.9	2.1	2.0	1.5	0.2	2.1	2.0	1.5	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

予測																	前年同期比%			
	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	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	2.8	3.2	3.4	3.6	3.6	3.5	3.6	3.6	3.5	3.1				
貿易収支（兆円）	-1.7	-2.3	-2.8	-3.9	-2.2	-2.6	-1.8	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.9				
サービス収支（兆円）	-0.7	-0.9	-1.0	-1.0	-0.7	-0.9	-0.4	-0.8	-0.8	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7				
第一次所得収支（兆円）	4.5	4.0	4.1	4.0	4.1	4.7	5.5	4.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.1	5.1	5.2	5.2				
鉱工業生産 （上段は前期比%、下段は前年比%）	1.6 -3.0	1.8 2.3	1.8 5.8	2.9 8.2	-3.8 2.7	-1.9 -1.0	1.7 -1.5	1.1 -3.1	0.2 1.0	0.5 3.6	0.6 2.3	0.6 1.8	0.5 2.2	0.6 2.4	0.8 2.5	2.0 4.0				
経常利益（法人企業統計、前年比%）（注2）	24.0	24.1	26.6	20.2	4.5	7.6	1.6	6.4	14.0	14.5	10.8	5.6	3.6	3.1	3.2	5.9				
国内企業物価	0.7	2.2	2.5	2.0	4.3	4.0	2.4	0.9	-2.1	-1.8	-0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1				
〔除く消費税率引き上げの影響〕					1.4	1.1	-0.4	-1.9	-2.1	-1.8	-0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1				
消費者物価	-0.2	0.9	1.4	1.5	3.5	3.3	2.6	2.3	0.3	0.0	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5				
〔除く消費税率引き上げの影響〕					1.6	1.3	0.6	0.3												
生鮮食品を除く総合	0.0	0.7	1.1	1.3	3.4	3.2	2.7	2.4	0.2	0.0	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5				
〔除く消費税率引き上げの影響〕					1.5	1.2	0.7	0.4												
ドル円相場（円/ドル）	98.7	98.9	100.4	102.8	102.1	103.9	114.6	118.7	119.4	120.0	120.6	121.0	121.3	121.4	121.4	121.4				
無担保コール翌日物（%）	0.073	0.073	0.072	0.074	0.067	0.067	0.064	0.071	0.070	0.060	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050				
ＴＩＢＯＲ３ヶ月	0.232	0.230	0.222	0.216	0.211	0.210	0.189	0.179	0.180	0.180	0.180	0.170	0.170	0.170	0.160	0.160				
長期金利（新発10年国債）	0.73	0.77	0.64	0.63	0.60	0.53	0.44	0.35	0.48	0.55	0.60	0.60	0.65	0.65	0.70	0.70				
原油価格（ＷＴＩ、ドル/バレル）	94.2	105.8	97.5	98.7	103.0	97.2	73.1	50.8	52.5	53.0	53.8	54.5	55.3	56.0	56.8	57.5				
原油価格（ドバイ、ドル/バレル）	100.8	106.2	106.8	104.4	106.2	101.5	74.7	51.8	55.0	55.5	56.3	57.0	57.8	58.5	59.3	60.0				
米国実質GDP （前期比年率%）	1.8	4.5	3.5	-2.1	4.6	5.0	2.6	2.5	2.4	2.0	2.0	2.2	2.3	3.1	3.1	2.9				

(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10-12月期以降

図表 36. 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				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	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	9.2	7.3	10.0	8.6	2.6	2.5	3.1	2.5	2.1	2.2
数量	-3.1	0.6	4.3	0.7	-1.0	0.3	2.4	2.4	3.2	3.0	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
輸入額(円ベース)	10.3	17.5	24.1	17.6	2.7	2.4	1.2	-12.6	-2.4	-3.5	-4.9	3.6	4.0	3.2	2.8	4.3
数量	-1.5	-0.5	4.8	6.5	0.5	-0.6	-3.5	-5.2	1.5	0.8	1.6	2.0	1.8	1.8	2.1	3.3
輸出超過額(兆円)	-2.0	-2.9	-3.7	-5.1	-2.6	-2.9	-2.3	-1.0	-0.3	-0.6	-0.7	-1.2	-0.5	-0.7	-0.9	-1.6

【所得・雇用】

	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	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	0.7	0.1	0.4	0.8	0.9	0.4	0.5	0.6	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	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
所定外給与	0.1	2.2	5.5	5.3	5.1	2.7	1.4	-2.4	1.7	4.3	2.9	2.4	2.8	3.0	3.1	4.6
雇用者数(注2)	0.9	0.9	1.2	0.8	0.6	0.9	0.7	0.9	0.9	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
雇用者報酬(注3)	1.1	0.5	1.5	0.6	1.7	2.4	2.2	1.3	1.5	1.2	1.3	1.0	1.0	1.0	1.1	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	3.5	3.5	3.4	3.3

(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

【新設住宅着工】

	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	4-6	7-9	10-12	1-3
新設住宅着工戸数	98.0	99.5	102.3	94.6	88.7	86.1	88.0	86.7	86.7	86.9	88.0	89.0	91.6	94.2	100.1	90.0
持家	11.8	13.5	12.9	3.4	-9.3	-13.6	-13.8	-8.3	-2.3	1.0	-0.1	2.6	5.7	8.4	13.8	1.1
貸家	35.3	35.4	37.6	32.2	28.6	27.0	27.0	27.3	27.8	28.3	29.2	29.8	31.0	32.9	36.0	30.5
分譲	5.3	4.5	6.9	-0.9	-7.0	-8.8	-10.3	-4.9	-0.9	1.5	2.6	2.8	3.6	5.4	7.8	0.7
持家	35.2	36.3	38.4	38.1	37.0	34.3	35.8	34.6	34.2	33.9	34.0	34.2	34.6	35.7	38.3	35.2
貸家	10.8	15.8	15.8	18.8	5.5	-5.7	-6.8	-9.5	-7.2	-1.2	-4.8	-1.0	1.3	5.1	12.7	2.7
分譲	27.5	27.3	25.3	23.6	23.1	24.2	24.1	24.2	24.0	24.0	24.1	24.3	25.4	25.0	25.2	23.7
	11.6	12.4	-0.5	-7.4	-16.0	-11.2	-5.1	2.3	3.8	-0.4	0.1	0.4	6.1	4.2	4.2	-2.7

(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

<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。