

## 調査レポート

# 2015／2016 年度経済見通し(2015 年 5 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～

- 20 日に公表された 2015 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は、前期比 +0.6% (年率換算 +2.4%) と 2 四半期連続でプラスとなった。しかし、このうち、在庫の前期比寄与度が +0.5% と伸び率の大部分を占めており、在庫を除いた最終需要の動きは鈍いままである。景気は昨年夏場をボトムとして持ち直しに転じたものの、その後の勢いは力強さに欠けている。
- 2014 年度の実質 GDP 成長率は -1.0% と 5 年ぶりにマイナス成長に陥った。景気は年度後半に持ち直したが、ペースが緩やかであったため、消費税率引き上げのマイナスの影響を埋め合わせるには至らなかった。
- **2015 年度**の景気は、夏場にかけて持ち直しテンポが鈍る懸念があるが、腰折れすることはなく、基本的には緩やかな持ち直しが続くであろう。年度の実質 GDP 成長率は前年比 +1.2% とプラス成長に転じると予想する。回復力は力強さに欠けるものの、消費税率引き上げの影響が薄らぐこともあり、ゲタ(+0.4%)を除いた年度中の成長率では +0.8% に拡大すると見込まれる。景気が持ち直すのは、雇用需給の引き締まりを背景とした家計の所得環境の改善や、企業業績の改善によって、国内需要の回復の動きが維持されるためである。また、原油価格は底打ち後も前年度の水準を下回って推移するため、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見込みである。もっとも、企業が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。
- **2016 年度**も景気の持ち直しが続き、実質 GDP 成長率は前年比 +1.6% 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 |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|         | 2015年度 | 2016年度 | 2015年度 | 2016年度 | 2015年度 | 2016年度 |
| 3月10日時点 | 1.3    | 1.7    | 2.6    | 1.9    | 1.3    | 0.1    |
| 今回      | 1.2    | 1.6    | 2.6    | 1.9    | 1.3    | 0.2    |

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～持ち直しが続くもペースは依然鈍い                              | 2 ～ 3 |
| (2) 広がる期待感と実態の乖離                                        | 4 ～ 5 |
| (3) 2015 / 2016年度の経済見通し<br>～ 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 | 6 ～ 9 |

2 . 経済活動からみた予測

|          |         |
|----------|---------|
| (1) 企業   | 10 ～ 13 |
| 生産と在庫    |         |
| 企業収益     |         |
| 設備投資     |         |
| (2) 家計   | 14 ～ 18 |
| 雇用       |         |
| 所得・賃金    |         |
| 個人消費     |         |
| 住宅投資     |         |
| (3) 政府   | 19 ～ 21 |
| 政府最終消費支出 |         |
| 公共投資     |         |
| (4) 海外部門 | 22 ～ 26 |
| 米国       |         |
| 欧州（ユーロ圏） |         |
| アジア      |         |
| 日本の輸出入   |         |

3 . 物価と金融市場の予測

|              |         |
|--------------|---------|
| (1) 物価       | 27 ～ 29 |
| 原油価格         |         |
| 国内企業物価と消費者物価 |         |
| (2) 金融政策     | 30      |
| (3) 金融市場     | 31 ～ 32 |
| 金利           |         |
| 為替           |         |
| ○ 日本経済予測総括表  | 33 ～ 36 |

## 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～持ち直しが続くもペースは依然鈍い

20日に公表された2015年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.6%（年率換算+2.4%）と2四半期連続でプラスとなった。しかし、在庫の前期比寄与度が+0.5%と伸び率の大部分を占めており、在庫を除いた最終需要の動きは鈍いままである。景気は昨年夏場をボトムとして持ち直しに転じたものの、その後の勢いは力強さに欠けている。

1～3月期の結果を需要項目別にみていくと、個人消費は、10～12月期の前期比+0.4%に続き、同+0.4%と3四半期連続で増加した。消費税率引き上げ後の反動減の影響が薄らいであり、耐久財の伸びが同+1.1%と2四半期連続でプラスとなるなど明るい面もある。しかし、サービスの支出の伸びが弱いなど、総じて反発力は鈍く、依然として水準は低いままである。また、名目では同-0.1%と3四半期ぶりにマイナスに転じており、物価が下落したことによって実質値が押し上げられているに過ぎない。実質雇用者報酬は同+0.6%と比較的堅調に増加しているが、名目では横ばいにとどまっており、家計にとって所得が回復しているとの実感はあまりないと考えられる。

住宅投資は、駆け込み需要の反動減がようやく一巡してきており、同+1.8%と4四半期ぶりにプラスに転じた。

企業部門では、設備投資が4四半期ぶりにプラスに転じたが、伸び率は前期比+0.4%と弱く、ほぼ底ばいの状態にとどまっている。大企業を中心に業績が順調に改善しており、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+0.5%と、流通在庫などを中心として大幅なプラスに転じた。プラス幅は、消費税率引き上げ直後の昨年4～6月期を除けば、景気がピークを迎えた2012年4～6月の直前の2012年1～3月期以来の大きさである。需要の回復を反映した前向きな積み増しではなく、需要の弱さを受けて意図せざる在庫が積み上がっている可能性があり、今後は在庫調整の動きが強まって企業の生産活動を抑制することが懸念される。

民需全体の前期比寄与度は+0.8%と駆け込み需要で盛り上がった2014年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+0.5%であることを勘案すると、持ち直しのペースは弱いままである。加えて、公的部門の前期比寄与度も-0.2%と4四半期ぶりにマイナスとなり、成長率に対して下押し要因となった。2013年度の経済対策の押し上げ効果や予算執行の前倒し効果が剥落したため、公共投資が前期比-1.4%と落ち込んだほか、政府消費も前期比+0.1%と小幅の伸びにとどまった。この結果、内需の前期比寄与度は+0.7%となった。

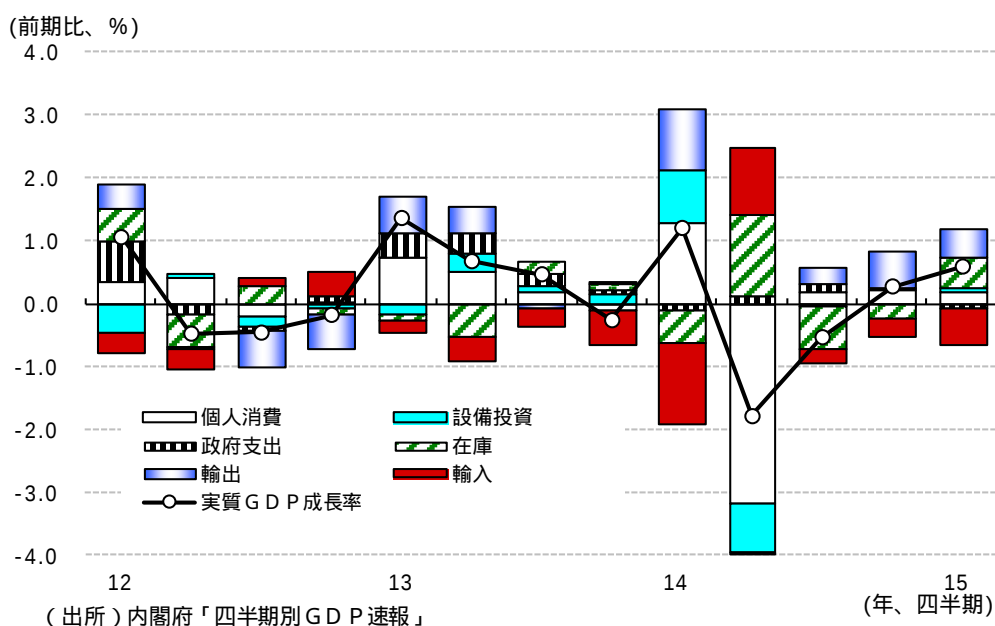
輸出は、海外景気の持ち直しが続いていることや円安が定着化していること、さらに外国人観光客の国内での消費（サービス輸出）が堅調に増加していることなどを背景に、前期比+2.4%と増加が続いた。一方、輸入が同+2.9%と輸出の伸びを上回ったため、外需の前期比寄与度は-0.2%と4四半期ぶりにマイナスとなった。

名目GDP成長率は前期比+1.9%（年率換算+7.7%）と高い伸びとなった。内需寄与度は+0.5%であったが、原油価格下落などによって名目輸入が急減したことを受けて、外需寄与度が+1.4%と大幅に伸びたことが原因である。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+3.4%と、輸入デフレーターが同-6.8%と急低下したことで押し上げられた（前期比では+1.3%）。

2014年度の実質GDP成長率は-1.0%と、2009年度以来5年ぶりにマイナス成長に陥った。年度後半に景気は持ち直したものの、そのペースが緩やかであったため、消費税率引き上げのマイナスのインパクトを埋め合わせるには至らなかった。名目GDP成長率は+1.4%と3年連続でプラス成長を維持したが、消費税率の引き上げによってかさ上げされている。GDPデフレーターは+2.5%と、前回消費税率が引き上げられた1997年度以来、17年ぶりにプラスとなった。

また、2014年度の雇用者報酬は、名目では+1.7%と5年連続で増加するとともに、1997年度以来、17年ぶりの拡大幅に達したが、実質では-1.2%と5年ぶりのマイナスとなった。

図表1．実質GDPの推移



## (2) 広がる期待感と実態の乖離

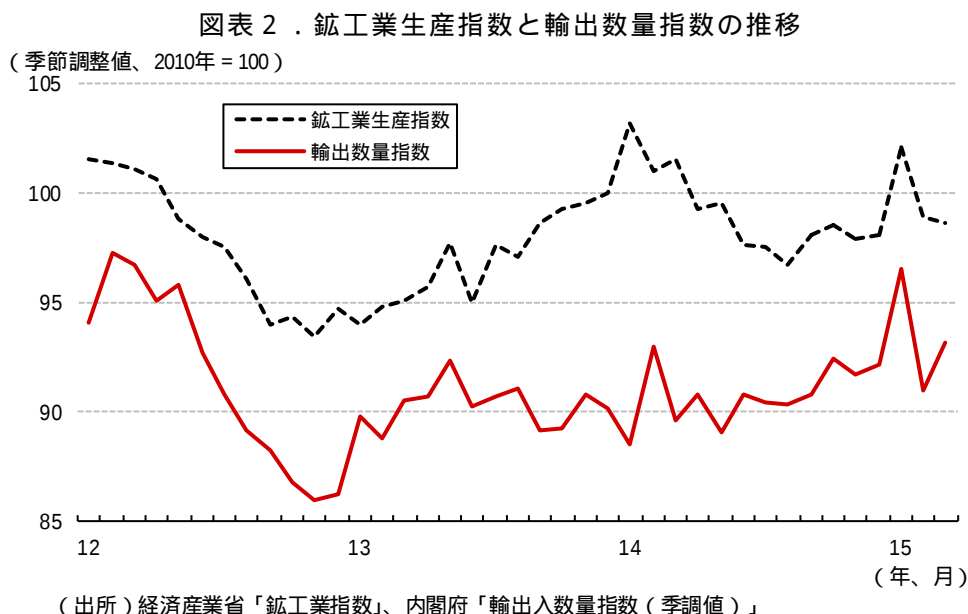
景気に対する楽観的な見方が広がったこともあり、4月下旬に日経平均株価は約15年ぶりに終値で2万円を超え、足元で再び増勢を強めている。しかし、1～3月期の実質GDP成長率が示すように、景気が持ち直していることは確かであるが、そのペースは依然として緩やかにとどまっており、金融市場を中心とした景気の先行きに対する期待感と景気の実態の間で乖離が広がっている。

こうした楽観的な見方の背景にあるのが、企業業績の改善が続いていることである。最近発表され始めた上場企業の2015年3月期決算でも、製造業を中心に過去最高益を更新した企業が目立ち、さらに今年度も増益が続くとの予想が多い。

しかし、こうした業績の改善は、必ずしも景気の押し上げ要因として強く寄与するとは限らない。企業活動においては、短期的に停滞感が広がる可能性があり、具体的には、以下のような問題点が指摘できる。

まず、生産活動が弱含む可能性がある。製造業の生産活動水準を示す鉱工業生産指数は、1月の水準が高かったため、1～3月期は前期比+1.5%と2四半期連続でプラスとなったが、2、3月と2ヶ月連続で低下しており、動きが鈍っている。同時に、需要の弱さを反映して、在庫指数がリーマン・ショック時以来、約6年ぶりの高さにまで積み上がっている。このため、在庫調整の動きが強まって生産を抑制する懸念があり、4～6月期の鉱工業生産指数は前期比でマイナスに転じる可能性が高い。

次に、輸出の増加ペースも鈍る見込みである。輸出数量指数は、2月に急低下した後、3月の反発力は弱く、1～3月期では前期比+1.6%と3四半期連続でプラスを維持したものの、4～6月期はマイナスに転じると予想される。スマートフォン関連の部品や一般機械などの輸出は高水準を維持しているものの、それ以外の製品では弱さが目立つ。海外景気の回復テンポが鈍ることになれば、さらに下振れのリスクが高まってくる。



さらに、企業の設備投資も、実質GDPベースでは4四半期ぶりにプラスに転じたとはいえ、前期比+0.4%と反発力は弱いままである。やや長い目で見れば、設備投資の基調は緩やかに持ち直している状態にあるといえるが、業績が改善しているわりには、企業の投資意欲は慎重なままであり、円安を受けての国内回帰の動きもごく一部にとどまっていると思われる。設備投資に先行する機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1~3月期に前期比+6.3%と3四半期連続で増加し、増加幅も拡大しているが、内閣府による4~6月期の見通しでは同-7.4%と大幅な減少が見込まれており、増加の勢いが強まってこない可能性がある。

一方、家計部門においては明るい材料が増えている。雇用情勢は良好な状態を維持しており、3月の完全失業率は3.4%と低水準にあり、同月の有効求人倍率も1.15倍と高い水準を維持している。今年の春闘においても、過去最高水準のベアが決まる企業が相次ぎ、ボーナスについても満額回答が続出するなど、大企業で賃金の上昇基調が鮮明となりつつある。こうした動きを踏まえて、個人消費の勢いが高まってくるのではないかと期待感が高まっている。

しかし、雇用需給のタイトな状態と比べると、賃金の増加テンポは鈍い。2014年度の1人あたりの現金給与総額は、消費税率引き上げの影響を受けて実質値では同-3.0%と4年連続で減少し、個人消費を抑制している原因になっているが、そもそも名目値の伸び率も前年比+0.5%と低い。名目値の内訳をみると、所定外給与（同+1.6%）と特別給与（同+3.1%）が増加する一方、所定内給与は同-0.2%と9年連続で減少しており、2014年春闘でのベアの復活は一部企業にとどまり、中小企業にまでは広がっていなかったと考えられる。

このため、2015年度の賃金上昇率についても、前年の伸びから急速に加速することは期待しづらく、前年比+0.6%と若干伸びが高まるにとどまると予想される。実質値では、消費税率引き上げによる物価上昇分が剥落するため、伸び率は前年比プラスに転じると予想されるものの、家計がそうした点を意識することはないため、消費行動に一気にプラスに効くとは考えられない。このため、個人消費の増加については、これまでと同様のテンポで増加していくと予想される。

雇用情勢が良好な状態にあることや、企業業績が好調なことから判断すると、今後も景気の持ち直しの動きが途切れることはなく、実質GDP成長率も前期比でプラスが続くと予想される。しかし、積み上がった在庫を調整する圧力が高まって成長率を抑制する可能性があること、輸出の伸びが弱まるリスクがあること、さらに設備投資や個人消費の伸び率の加速が期待できないことなどから、4~6月期の実質GDP成長率は低めの伸びにとどまる懸念がある。公共投資の減少が続くと見込まれることもマイナス要因である。米国や中国など海外経済の先行き不透明感が高まっていることもあって、景気に対する見方が弱気に振れる局面もありそうだ。

### ( 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、2017 年 4 月の消費税率引き上げに際して、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。

**2015 年度**の景気は、夏場にかけて持ち直しテンポが鈍る懸念があるが、腰折れすることはなく、基本的には緩やかな持ち直しが続くであろう。年度の実質 GDP 成長率は前年比 + 1.2% とプラス成長に転じると予想する。回復力は力強さに欠けるものの、消費税率引き上げの影響が薄らぐこともあり、ゲタ (+ 0.4%) を除いた年度中の成長率では + 0.8% に拡大すると見込まれる。なお、名目 GDP 成長率は同 + 2.6% と高い伸びを維持するが、これはデフレーター の伸び率が同 + 1.3% と引き続き高い伸びとなるためである。デフレーター 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 の伸びは同 + 0.4% 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としては、雇用需給の引き締まりを背景に家計の所得環境の改善が続くことや、企業業績の改善が続くことから、国内需要の回復の動きが維持されることが大きい。また、原油価格が底打ちし上昇に転じてきているが、前年度の水準を大きく下回って推移するため、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見込みである。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 年春闘では前年を越えるベースアップが達成された見込みであるほか、企業業績の改善を反映して夏、冬ともボーナスは引き続き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 + 1.2% 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は続くと思込まれる。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、2015 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 + 1.5% と、2014 年度に - 3.1% と大幅な減少した反動が加わったわりには小幅の増加にとどまる。

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+9.6%と大幅な増益が達成され、3年連続で過去最高益を更新する見込みである。

こうした動きを受けて、企業の設備投資は増加基調が続くであろう。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、人手不足を補うための投資、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。しかし、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。このため、実質設備投資の年度の伸び率は+2.3%と、業績の改善度合いと比べると小幅の増加にとどまると予想される。

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-4.5%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。世界景気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。なお、海外景気の下振れリスクについては、中でも米国および中国の景気が低迷したときには輸出を抑制することになるため、注意が必要である。

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。東日本大震災後に輸入を押し上げたLNGなどのエネルギー輸入の増加はすでに一巡しており、今後は国内の電力需要に見合ったペースでの輸入量の増加にとどまるであろう。

こうした景気の動きを踏まえると、鉱工業生産指数も上昇基調を維持するが、そのペースは鈍いと予想され、年度通期では前年比+1.2%と小幅上昇するにとどまろう。

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+0.3%と、前年度の同+2.8%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く、再びデフレに陥る懸念は小さい。

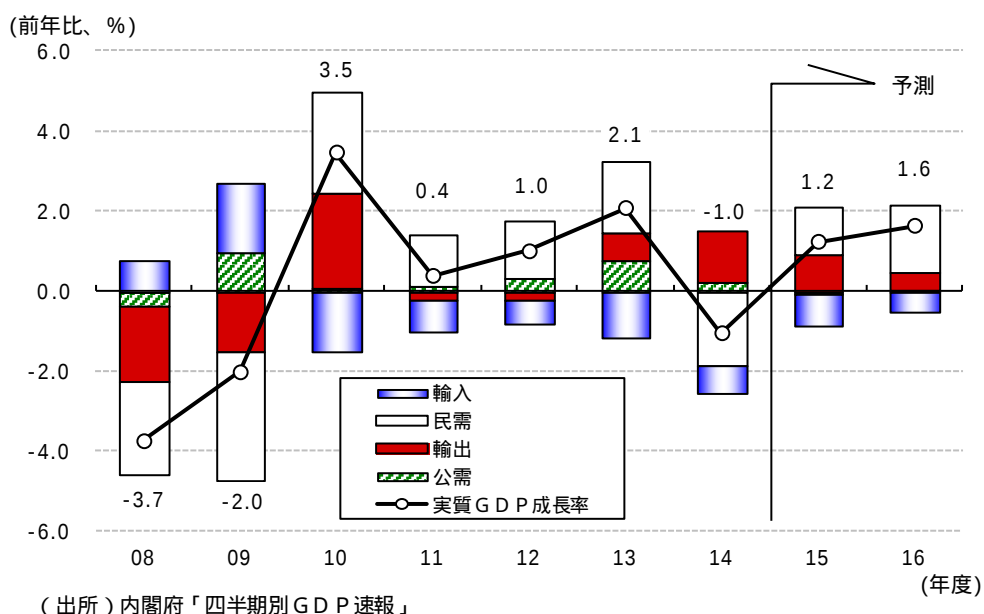
2016 年度も、景気の持ち直しは続くであろう。実質 GDP 成長率は前年比 +1.6% とプラス成長が続き、伸び率もやや拡大する見込みである。年度前半は緩やかな持ち直しの動きが続くが、後半から 2017 年 4 月の消費税率の引き上げをにらんだ動きが家計部門を中心に現れることもあって、回復ペースが増してくる見込みである。

生産年齢人口（15 歳～64 歳人口）が減少する中、雇用情勢は引き続き良好な状態を維持すると考えられ、雇用者数の増加とともに、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の押し上げ要因となる中でも、物価の伸びは小幅にとどまると予想される。このため、雇用者報酬は名目で +1.2%、実質で +0.8% といずれも増加を続けるであろう。賃金増加に支えられて、個人消費の持ち直しの勢いも徐々に高まってくると期待される。年度末にかけて駆け込み需要が発生することもあるとあって、実質個人消費は +1.9% と底堅く増加すると見込まれる。

企業業績は改善が続く見込みである。原油価格が緩やかに上昇し、人件費の増加が続くなどコスト負担が増すと予想されるが、景気の持ち直しが続くことや、これまでのリストラの効果が利益を押し上げることで、さらには消費税率引き上げ前の駆け込み需要が加わることから、経常利益は前年比 +3.8% と増益を確保し、4 年連続で過去最高益を更新すると考えられる。企業の手元キャッシュフローが潤沢な状態が維持されるため、国内投資に慎重な姿勢が維持される中であっても、設備投資の増加ペースは高まると期待され、実質設備投資の伸び率は +3.0% となろう。

公共投資は減少が続く。オリンピック関連需要が現れる可能性はあるが、前年比での押し上げ効果は限定的である。

図表 3 . 実質 GDP 成長率の需要別寄与度（年度）



輸出は世界景気の回復を背景に増加が続くものの、生産拠点の海外移転という構造的な要因が短期間のうちに修正されることはないため、増加ペースは緩やかにとどまる一方で、内需の持ち直しと駆け込み需要への対応から輸入は底堅く増加すると見込まれる。このため、外需寄与度は - 0.1%とマイナスに転じると予想される。

物価は低い伸び率が続く。消費者物価指数（除く生鮮食品）の伸び率は前年比 + 0.5%と、原油価格の持ち直しが続くことや、人件費の増加や円安による輸入品価格の増加の一部が価格に転嫁されるが、消費者の節約志向の強さを背景に、販売価格の引き上げにも限界がある。

図表４．GDP成長率の見通し

|        | 2014年度 |      |       |      | 2015年度 |     |       |     | 2016年度 |     |       |     | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 |
|--------|--------|------|-------|------|--------|-----|-------|-----|--------|-----|-------|-----|--------|--------|--------|--------|
|        |        |      |       |      |        |     |       |     |        |     |       |     | (実績)   | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
|        | 4-6    | 7-9  | 10-12 | 1-3  | 4-6    | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6    | 7-9 | 10-12 | 1-3 |        |        |        |        |
| 名目GDP  | -0.0   | -0.6 | 0.7   | 1.9  | 0.7    | 0.2 | 0.1   | 0.5 | 0.4    | 0.8 | 0.4   | 0.8 | 1.8    | 1.4    | 2.6    | 1.9    |
|        | -0.1   | -2.6 | 2.8   | 7.7  | 2.8    | 0.7 | 0.3   | 2.0 | 1.7    | 3.0 | 1.5   | 3.3 |        |        |        |        |
|        | 1.8    | 0.6  | 1.4   | 1.9  | 2.7    | 3.6 | 2.4   | 1.6 | 1.5    | 1.9 | 1.8   | 2.3 |        |        |        |        |
| 実質GDP  | -1.8   | -0.5 | 0.3   | 0.6  | 0.2    | 0.4 | 0.3   | 0.4 | 0.3    | 0.5 | 0.3   | 0.8 | 2.1    | -1.0   | 1.2    | 1.6    |
|        | -6.9   | -2.1 | 1.1   | 2.4  | 0.8    | 1.7 | 1.2   | 1.5 | 1.2    | 2.1 | 1.3   | 3.1 |        |        |        |        |
|        | -0.4   | -1.4 | -0.9  | -1.4 | 0.7    | 1.7 | 1.4   | 1.1 | 1.5    | 1.6 | 1.5   | 2.0 |        |        |        |        |
| デフレーター | 2.2    | 2.1  | 2.4   | 3.4  | 2.0    | 1.8 | 1.0   | 0.5 | 0.0    | 0.2 | 0.4   | 0.3 | -0.3   | 2.5    | 1.3    | 0.2    |

図表５．GDP成長率の見通し

|                 | 前年度からのゲタ | 年度中の成長率 | 前年度比成長率<br>+ |
|-----------------|----------|---------|--------------|
| 2013年度<br>(実績)  | 0.8 %    | 1.3 %   | 2.1 %        |
| 2014年度<br>(実績)  | 0.8 %    | -1.9 %  | -1.0 %       |
| 2015年度<br>(見通し) | 0.4 %    | 0.8 %   | 1.2 %        |
| 2016年度<br>(見通し) | 0.5 %    | 1.1 %   | 1.6 %        |

(注) 四捨五入の関係で計算された数字が合わないこともある

(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

## 2. 経済活動からみた予測

### (1) 企業

- 鉱工業生産は、2014 年度上期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、2014 年度下期には輸出の増加が続いたうえに、内需も持ち直してきたことから、増加に転じた。内外需の増加を背景に今後も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。
- 企業の経常利益(法人企業統計季報ベース)は、大企業製造業を中心に増加傾向にある。2014 年度の経常利益は年度後半の円安や原油価格下落による交易条件の改善を背景に、過去最高となる見込みである。今後、国内の需要回復が続く中、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それぞれ寄与すると考えられる。
- 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や情報化投資を中心に緩やかな増加基調で推移すると考えられる。

図表 6. 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)              | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 鉱工業生産<br>指数 | -3.0   | -1.4 | 0.8   | 1.5  | -0.7   | 0.5  | 0.6   | 0.6  | 0.5    | 0.6  | 0.8   | 2.0  | 3.2               | -0.4   | 1.2    | 2.7    |
|             | 2.7    | -0.8 | -1.5  | -2.1 | 0.1    | 1.9  | 1.9   | 1.0  | 2.2    | 2.3  | 2.5   | 4.0  |                   |        |        |        |
| 在庫指数        | 3.1    | 1.1  | 0.9   | 1.0  | -0.8   | -0.5 | -0.4  | -0.3 | -0.2   | -0.1 | -0.4  | -0.9 | -1.2              | 6.2    | -2.0   | -1.6   |
|             | 3.1    | 4.1  | 6.2   | 6.2  | 2.6    | 0.9  | -0.8  | -2.0 | -1.2   | -0.8 | -1.0  | -1.6 |                   |        |        |        |
| 売上高         | 1.1    | 2.9  | 2.4   | 0.4  | 3.5    | 1.8  | 1.3   | 1.6  | 2.7    | 3.2  | 3.1   | 4.1  | 2.5               | 1.7    | 2.0    | 3.3    |
| 経常利益        | 4.5    | 7.6  | 11.6  | 9.3  | 16.2   | 15.7 | 5.8   | 2.9  | 2.6    | 2.8  | 3.8   | 5.9  | 23.6              | 8.3    | 9.6    | 3.8    |
| 売上高経常利益率    | 4.83   | 4.80 | 5.25  | 5.40 | 5.46   | 5.47 | 5.48  | 5.46 | 5.46   | 5.47 | 5.50  | 5.56 | 4.76              | 5.07   | 5.45   | 5.47   |
| 設備投資        | -5.2   | -0.1 | 0.0   | 0.4  | 0.8    | 1.0  | 0.6   | 0.5  | 0.8    | 0.6  | 0.5   | 2.0  | 4.0               | -0.5   | 2.3    | 3.0    |
|             | 2.4    | 1.4  | 0.2   | -4.8 | 1.1    | 2.1  | 2.7   | 3.1  | 2.9    | 2.4  | 2.4   | 3.9  |                   |        |        |        |
| 在庫投資        | 1.3    | -0.7 | -0.2  | 0.5  | -0.3   | 0.1  | -0.0  | 0.0  | 0.0    | 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2015年1～3月期及び2014年度以降

(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

## 生産と在庫

### a．現状

鋳工業生産は2014年4～6月期以降、2四半期連続で減少したが、10～12月期に増加に転じ、2015年1～3月期は前期比+1.5%と増加が続いた。業種別にみると、はん用・生産用・業務用機械工業、化学工業、輸送用機械工業などで増加した。

生産者在庫は、1～3月期（期末値ベース）は前期比+1.0%と5四半期連続で増加した。財別にみると、生産財は3四半期ぶりに減少し、消費税率引き上げ後に急速に在庫が増加した耐久消費財は減少が続いたものの、建設用を中心に資本財が前期比+14.5%と急速に増加して全体を押し上げた。

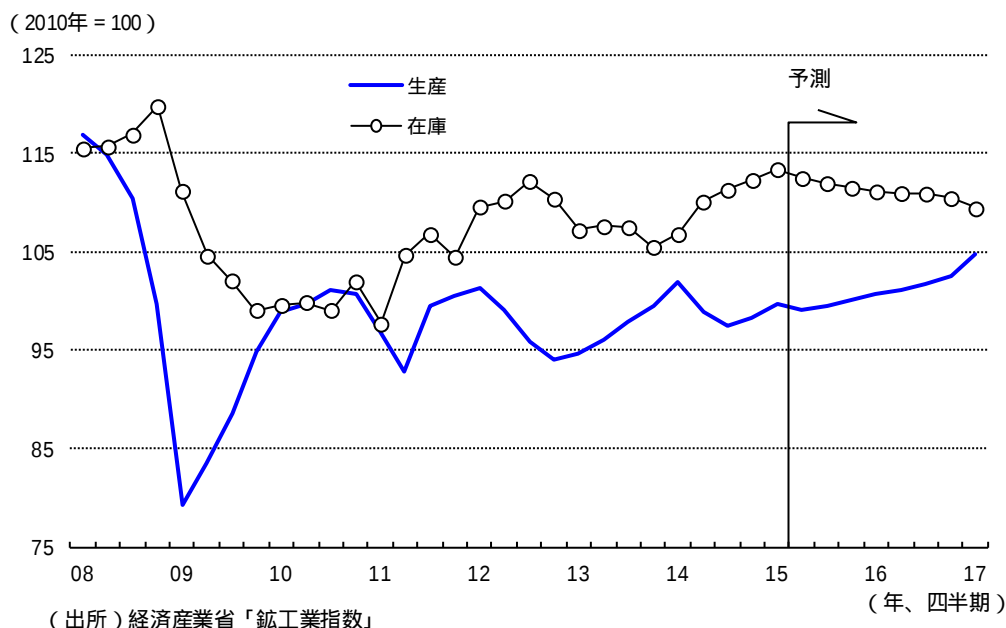
### b．見通し

鋳工業生産は、2015年1月の生産水準が非常に高いことから、4～6月期は前期比で減少するものの、基調としては緩やかな増加が続くと予測している。それでも在庫調整圧力が生産を抑制する可能性があり、2015年度の鋳工業生産は前年比+1.2%と小幅な増加にとどまるだろう。

2016年度は、国内需要の増加や輸出の緩やかな回復を背景に鋳工業生産は増加基調で推移し、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年度末にかけて伸びが高まると見込まれる。

足もとで増加が続き、高水準にある生産者在庫は、今後、建設用の資本財や依然として水準が高い耐久消費財を中心に調整が行われ、減少していくだろう。

図表7．生産・在庫指数の見通し



## 企業収益

### a. 現状

企業収益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の季節調整値、金融業、保険業を除く、全規模、以下同様）は、2014年10～12月期には製造業は2四半期連続で前期比2桁の増加となり、非製造業は3四半期ぶりに増加した。この結果、10～12月期の経常利益は同+10.0%の17.6兆円と四半期ベースでは過去最高となった。

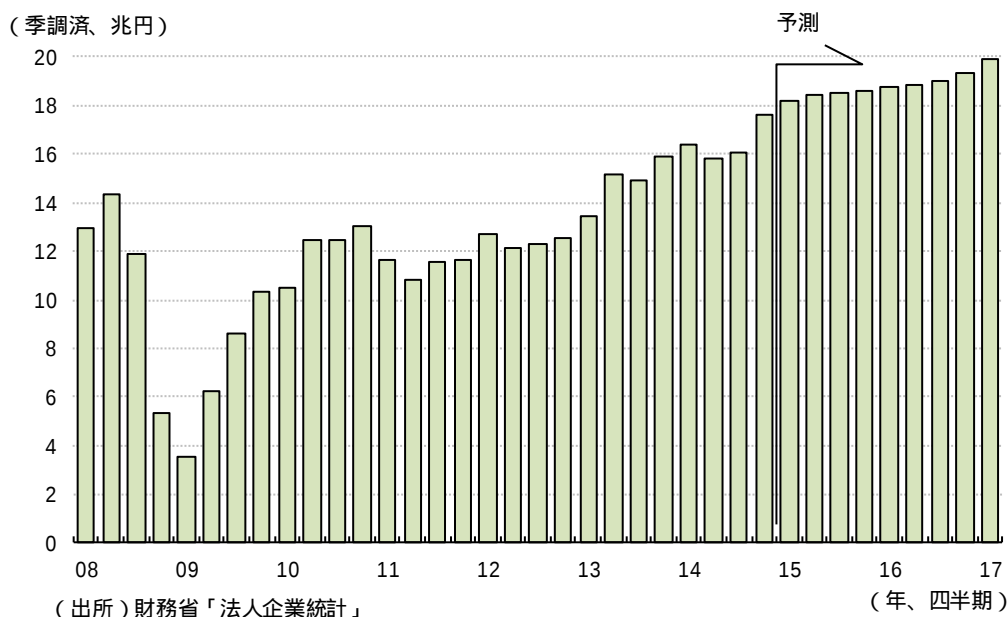
経常利益の増加の背景には企業のコスト削減努力が挙げられるが、2014年度下期に円安が進んだことや原油価格が大きく下落したことが、企業部門全体の利益をさらに押し上げる形となっている。このため、2014年度の企業の経常利益は過去最高となったと見込まれる。

### b. 見通し

2015年度の経常利益は、円安や原油価格の下落を背景とする交易条件の改善を背景に、製造業を中心に前年比+9.6%と増加が続くだろう。

2016年度は、景気回復が続き、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が続くものの、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。また、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企業の利益を押し上げる要因となる見込みである。

図表8. 企業収益（経常利益）の見通し



## 設備投資

### a．現状

民間企業の実質設備投資は、パソコンのOSのサポート終了前の駆け込み需要などにより2014年1～3月期に大幅に増加した後、4～6月期にはその反動から減少した。その後、実質設備投資は横ばい圏で推移したが、2015年1～3月期には前期比+0.4%と4四半期ぶりに増加した。

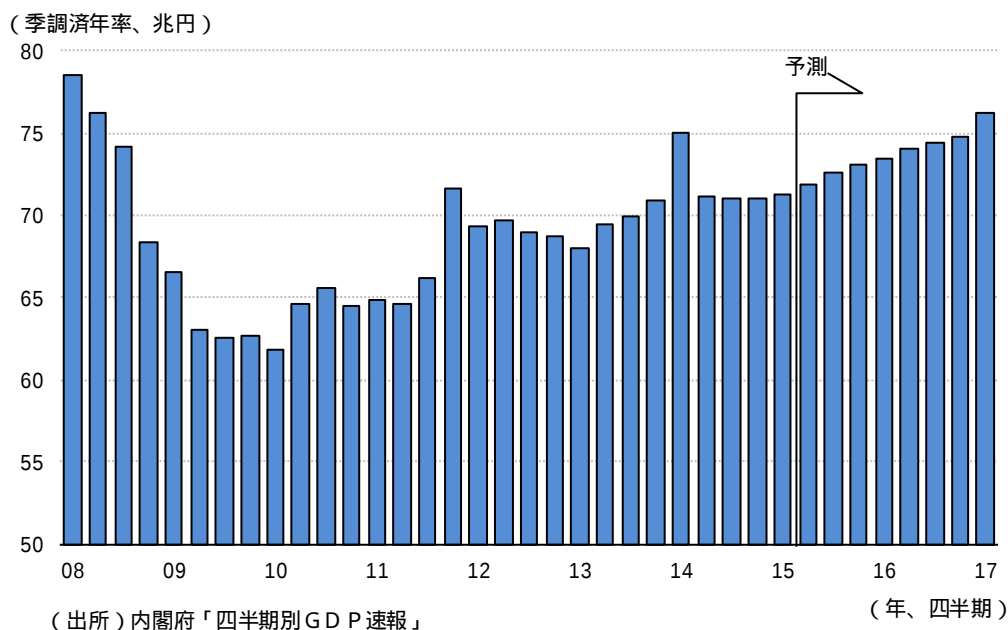
もっとも、企業の経常利益は増加傾向にあり、2014年度は過去最高を更新したとみられることを考慮すると、設備投資の動向はこれまでのところ勢いを欠くと言える。

### b．見通し

為替レートが円安に推移しているとはいえ、海外の旺盛な需要を取り込むために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製造業全体からみると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と考えられる。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依然として強いと考えられる。こうしたことから、設備投資は今後、緩やかに増加すると見込まれる。

図表9．民間企業設備（実質）の見通し



## (2) 家計

- 雇用情勢は良好な状態が続いている。一人あたり賃金も所定外給与や特別給与の持ち直しに加え、所定内給与も下げ止まっていることから増加している。今年の春闘では昨年を上回る賃上げが達成された見込みであり、物価の上昇テンポが緩やかとなる中で、今後、実質賃金も緩やかに持ち直すと期待される。
- 2014年度の個人消費（実質）は前年比 - 3.1%と6年ぶりに前年割れとなった。もっとも、2015年1～3月期には前期比 + 0.4%と3四半期連続で増加しており、四半期ベースでは緩やかに持ち直している。所得環境の改善に支えられて、今後も個人消費は緩やかな持ち直しを続けると期待される。
- 2014年度の住宅着工は88.0万戸（前年比 - 10.8%）と5年ぶりに前年の水準を下回った。ただし、2015年1～3月期には89.6万戸（前期比 + 1.8%）と2四半期連続で増加しており、四半期ベースでは緩やかに持ち直している。今後も住宅着工は増加が続くとみられ、増税直前には年率換算値で100万戸を超える月も出てこよう。

図表 10．家計部門総括表

|              |  | 予測     |       |       |       |        |      |       |      |        |       |       |       |        |        |        |        |
|--------------|--|--------|-------|-------|-------|--------|------|-------|------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
|              |  | 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)   | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 一人当たり所得(前年比) |  | 0.4    | 1.1   | 0.4   | 0.2   | 0.5    | 0.6  | 0.8   | 0.3  | 0.5    | 0.6   | 0.7   | 0.5   | -0.2   | 0.5    | 0.6    | 0.6    |
| 所定内給与        |  | -0.4   | 0.0   | -0.2  | 0.1   | 0.2    | 0.1  | 0.2   | 0.1  | 0.2    | 0.3   | 0.3   | 0.2   | -0.9   | -0.2   | 0.1    | 0.2    |
| 所定外給与        |  | 4.0    | 1.9   | 0.5   | 0.2   | 0.7    | 2.5  | 2.5   | 1.6  | 2.8    | 2.9   | 3.1   | 4.6   | 3.2    | 1.6    | 1.8    | 3.4    |
| 雇用者数(前年比)    |  | 0.6    | 0.9   | 0.7   | 0.9   | 0.8    | 0.5  | 0.5   | 0.3  | 0.4    | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 1.0    | 0.8    | 0.5    | 0.4    |
| 雇用者報酬(前年比)   |  | 1.5    | 2.2   | 1.8   | 1.3   | 1.5    | 1.1  | 1.3   | 0.7  | 1.0    | 1.1   | 1.2   | 1.2   | 1.0    | 1.7    | 1.2    | 1.2    |
| 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    | 3.5    | 3.5    | 3.4    |
| 春闘賃上げ率       |  | -      | -     | -     | -     | -      | -    | -     | -    | -      | -     | -     | -     | 1.80   | 2.19   | 2.30   | 2.40   |
| 個人消費(前期比)    |  | -5.1   | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.4    | 0.3  | 0.3   | 0.6  | 0.2    | 0.5   | 0.4   | 1.6   | 2.5    | -3.1   | 1.5    | 1.9    |
| (前年比)        |  | -2.9   | -3.1  | -2.4  | -4.1  | 1.5    | 1.5  | 1.3   | 1.6  | 1.4    | 1.5   | 1.7   | 2.7   |        |        |        |        |
| 可処分所得(前年比)   |  | 1.0    | 1.7   | 1.3   | 0.8   | 1.0    | 0.6  | 0.8   | 1.3  | 0.6    | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.5    | 1.2    | 0.9    | 0.7    |
| 消費性向         |  | 100.9  | 100.3 | 99.8  | 98.9  | 98.9   | 99.1 | 99.2  | 99.5 | 99.7   | 100.1 | 100.3 | 100.9 | 101.3  | 98.9   | 99.5   | 100.9  |
| 住宅投資(前期比)    |  | -10.8  | -6.4  | -0.6  | 1.8   | 4.5    | 0.2  | 1.2   | 0.5  | 2.8    | 4.4   | 3.0   | -3.4  | 9.3    | -11.6  | 4.9    | 8.0    |
| (前年比)        |  | -2.0   | -12.4 | -15.5 | -15.3 | -1.0   | 5.9  | 7.8   | 6.6  | 4.8    | 9.1   | 11.0  | 6.9   |        |        |        |        |
| 新設住宅着工戸数     |  | 88.7   | 86.1  | 88.0  | 89.6  | 89.8   | 90.8 | 91.5  | 92.8 | 96.2   | 97.2  | 100.1 | 91.7  | 98.7   | 88.0   | 91.2   | 96.5   |
|              |  | -9.3   | -13.6 | -13.8 | -5.4  | 1.2    | 5.6  | 3.9   | 3.6  | 7.2    | 7.0   | 9.4   | -1.3  |        |        |        |        |
| 持家           |  | 32.2   | 28.6  | 27.0  | 27.0  | 29.0   | 29.9 | 30.4  | 30.9 | 31.9   | 34.0  | 34.5  | 36.3  | 35.3   | 27.8   | 30.7   | 34.3   |
|              |  | -19.3  | -23.8 | -27.9 | -10.1 | 4.5    | 12.4 | 14.3  | 10.2 | 13.7   | 13.5  | 17.7  | 0.3   |        |        |        |        |
| 貸家           |  | 37.0   | 34.3  | 35.8  | 36.5  | 35.5   | 35.6 | 35.7  | 35.8 | 36.4   | 36.7  | 37.6  | 35.3  | 37.0   | 35.8   | 35.6   | 36.5   |
|              |  | 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  | 23.1  | 23.6   | 24.0 | 24.2  | 24.3 | 25.0   | 25.2  | 25.4  | 23.5  | 25.9   | 23.6   | 24.0   | 24.8   |
|              |  | -16.0  | -11.2 | -5.1  | -2.3  | 2.1    | -0.5 | 0.3   | 5.4  | 6.2    | 5.0   | 5.1   | -3.2  |        |        |        |        |

(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4四半期後方移動平均値、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%

## 雇用

### a. 現状

2014 年度の完全失業率は 3.5%（前年差 - 0.4%ポイント）と低下した。労働需給はタイトな状態が続き、雇用者数が 43 万人増加する一方で、失業者は 22 万人減少した。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 + 0.14 ポイント）と上昇し、リーマン・ショック前の 2007 年度以来 7 年ぶりに、1 倍を超える水準となった。

もっとも、四半期ベースでは、2015 年 1～3 月期の有効求人倍率は 1.15 倍（前期差 + 0.03 ポイント）と上昇が続いたのに対し、完全失業率は 3.5%と前期から横ばいにとどまった。

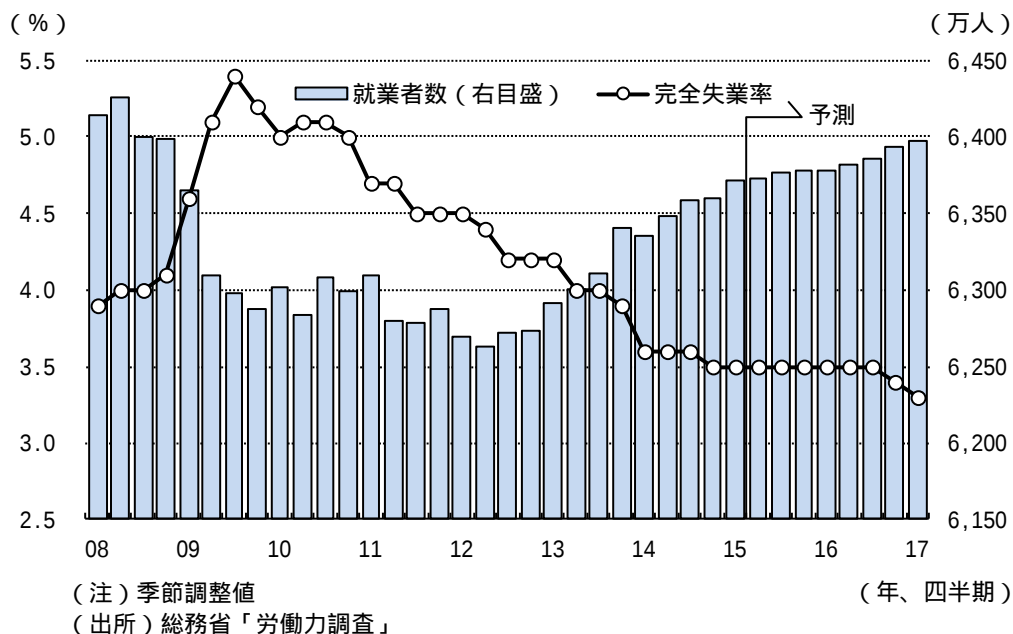
### b. 見通し

景気が持ち直す中、雇用情勢は改善が続くと見込まれる。労働需要が引き続き増加する一方、労働供給は生産年齢人口（15 歳～64 歳人口）の減少などを受けて構造的に増加数が限られることから、需給の逼迫感はさらに増すことになるだろう。

ただし、完全失業率については、足元で均衡失業率（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ことから、今後は緩やかな低下にとどまるとみられる。なお、次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は低下すると考えられる。

以上より、完全失業率は、2015 年度は 3.5%と横ばいとなるものの、2016 年度には 3.4%（前年差 - 0.1%ポイント）と緩やかに低下すると予測する。

図表 11. 雇用の見通し



## 所得・賃金

### a. 現状

2014 年度の一人あたり賃金（現金給与総額）は前年比 +0.5%と 4 年ぶりに増加した。所定内給与は春闘によるベースアップの効果で前年比 -0.2%とマイナス幅が大きく縮小し、所定外給与も同 +1.6%と増加が続いた。夏冬のボーナスが含まれる特別給与についても前年比 +3.1%と増加し、賃金全体を押し上げた。

また、GDP ベースの雇用者報酬についても、一人あたり賃金と雇用者数がともに増加したことから、名目では前年比 +1.7%と大きく増加した。しかし、消費税率引き上げの影響で物価が大きく上昇したため、実質では同 -1.2%と前年割れとなった。

なお、四半期ベースで見ると、2015 年 1~3 月期の一人あたり賃金（現金給与総額）は前年比 +0.2%と 4 四半期連続で増加し、名目雇用者報酬も同 +1.3%と増加が続いている。

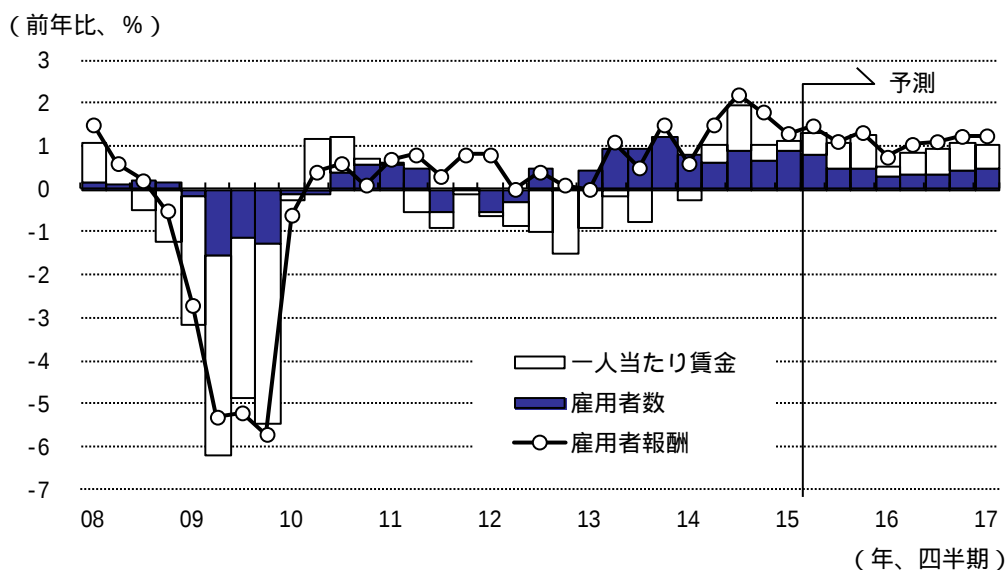
### b. 見通し

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。今年の春闘では昨年を上回る賃上げが達成された見込みであり、所定内給与は緩やかな増加を続けると期待される。所定外給与も企業活動の持ち直しに合わせて増加しよう。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、2015 年度は前年比 +0.6%、2016 年度も同 +0.6%と増加が続くと予測する。

また、名目雇用者報酬は、2015 年度は前年比 +1.2%、2016 年度も同 +1.2%と増加が続くと予測する。実質でも、2015 年度は前年比 +1.1%、2016 年度は同 +0.8%と増加するだろう。

図表 12. 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」

## 個人消費

### a. 現状

2014年度の個人消費（GDPベース、実質民間最終消費支出）は前年比 - 3.1%と減少した。個人消費が前年割れとなるのは、リーマン・ショックのあった2008年度以来6年ぶりのことである。

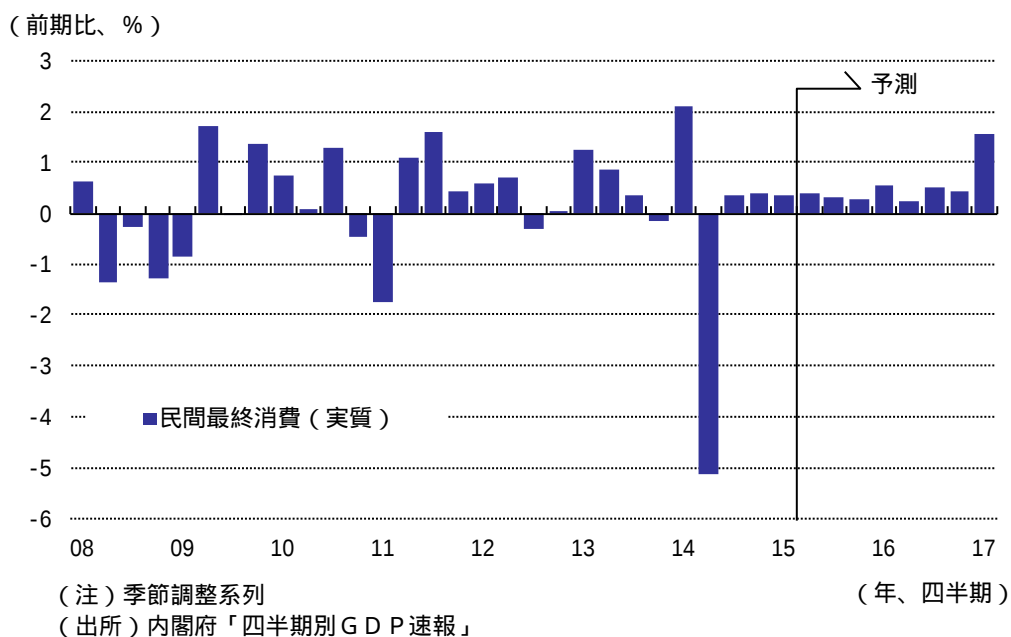
もっとも、2015年1～3月期の個人消費は前期比 + 0.4%と3四半期連続で増加しており、四半期ベースで見ると、個人消費は緩やかに持ち直している。財別では、テレビなどの耐久財（前期比 + 1.1%）が2四半期連続で増加したほか、半耐久財（同 + 0.6%）や非耐久財（同 + 0.4%）、サービス（同 + 0.4%）も増加しており、総じて持ち直している。

### b. 見通し

今後も、個人消費は持ち直しを続けると見込まれる。実質所得が緩やかに増加を続けることが消費を下支えする要因となるだろう。ただし、消費性向（所得に対する消費の割合）が高水準にある状況で持ち直しテンポが急速に高まるとは考えにくく、消費の持ち直しは緩やかにとどまるだろう。なお、駆け込み需要が発生する2016年度後半には、消費は一時的に大きく増加するとみられるが、消費税率の引き上げ幅が前回よりも小さく、軽減税率の導入も検討されていることから、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、2015年度に前年比 + 1.5%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 + 1.9%と増加テンポが加速すると予測する。

図表 13. 民間最終消費支出（実質）の見通し



## 住宅投資

### a. 現状

2014 年度の新設住宅着工戸数は 88.0 万戸（前年比 - 10.8%）とリーマン・ショック後の 2009 年度以来 5 年ぶりに前年の水準を下回った。利用関係別に見ると、持家が 27.8 万戸（前年比 - 21.1%）と大きく減少したのに対し、貸家は 35.8 万戸（同 - 3.1%）と相続税対策による需要の堅調さを受けて小幅の減少にとどまった。また、分譲住宅は 23.6 万戸（前年比 - 8.9%）とマンションを中心に減少した。

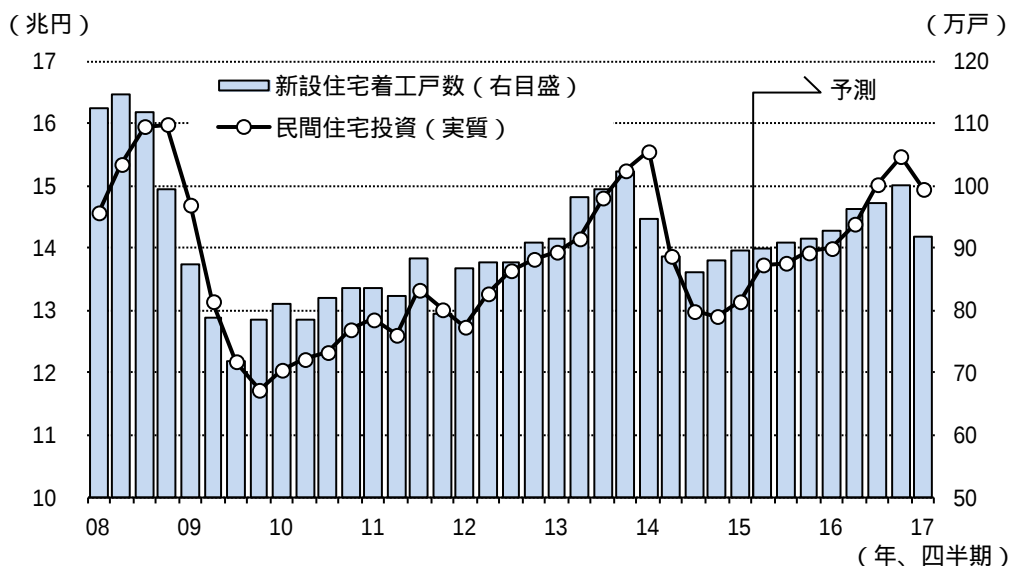
もっとも、2015 年 1～3 月期の住宅着工は季節調整済年率換算値で 89.6 万戸（前期比 + 1.8%）と 2 四半期連続で増加しており、四半期ベースで見ると、駆け込み需要の反動減が一巡しつつあることを背景に、住宅着工は緩やかに持ち直している。GDP ベースの住宅投資も下げ止まっており、同期の実質住宅投資は前期比 + 1.8% と 4 四半期ぶりに増加した。

### b. 見通し

今後も、住宅着工は緩やかな持ち直しを続けると見込まれる。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増加が続くほか、貸家も相続税対策による需要を背景に高水準を維持すると期待される。一方、分譲住宅については、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考えられる。ただし、17 年 4 月に延期された消費税率 10% への引き上げが近づけば、着工は一時的に伸びを高めると考えられる。

新設住宅着工戸数は、2015 年度に 91.2 万戸（前年比 + 3.6%）と増加に転じた後、2016 年度は増税前の駆け込み需要もあって 96.5 万戸（同 + 5.8%）とさらに水準を高めると予測する。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、2015 年度には前年比 + 4.9% と増加に転じ、2016 年度は同 + 8.0% と伸びが拡大する見込みである。

図表 14. 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。さらに2017年4月には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であり、財政健全化に向けた取り組みが今後必要となる。
- 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たが、公共投資の規模は最近の2度の経済対策と比較すると小さい。このため、公共投資は2015年度には4年ぶりに減少し、2016年度も減少が続くと見込まれる。
- 政府最終消費は今後も高齢化の進展を反映して増加が続くものの、財政健全化への取り組みが必要なこともあり、政府支出（GDPベース）は当面、抑制傾向で推移すると予測される。

図表 15．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)              | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 政府支出   | 0.5    | 0.5 | 0.2   | -0.2 | 0.0    | -0.3 | -0.0  | -0.1 | 0.0    | 0.1  | 0.1   | 0.1  | 3.2               | 0.8    | -0.3   | 0.0    |
|        | 0.7    | 0.9 | 1.0   | 0.8  | 0.6    | -0.4 | -0.5  | -0.7 | -0.3   | 0.1  | -0.0  | 0.3  |                   |        |        |        |
| 政府最終消費 | 0.4    | 0.2 | 0.3   | 0.1  | 0.3    | 0.2  | 0.3   | 0.2  | 0.3    | 0.2  | 0.2   | 0.2  | 1.6               | 0.5    | 0.9    | 1.0    |
|        | 0.1    | 0.3 | 0.6   | 0.9  | 0.9    | 0.8  | 0.8   | 1.0  | 0.9    | 1.0  | 0.9   | 1.0  |                   |        |        |        |
| 公共投資   | 0.7    | 1.6 | 0.1   | -1.4 | -0.7   | -2.4 | -1.5  | -1.5 | -1.1   | -0.5 | -0.4  | -0.5 | 10.3              | 2.0    | -4.5   | -4.0   |
|        | 4.4    | 2.0 | 2.3   | 0.4  | -0.7   | -4.1 | -5.5  | -6.3 | -6.5   | -4.5 | -3.4  | -2.7 |                   |        |        |        |

(注) すべてGDPベースで実質値

## 政府最終消費支出

### a．現状

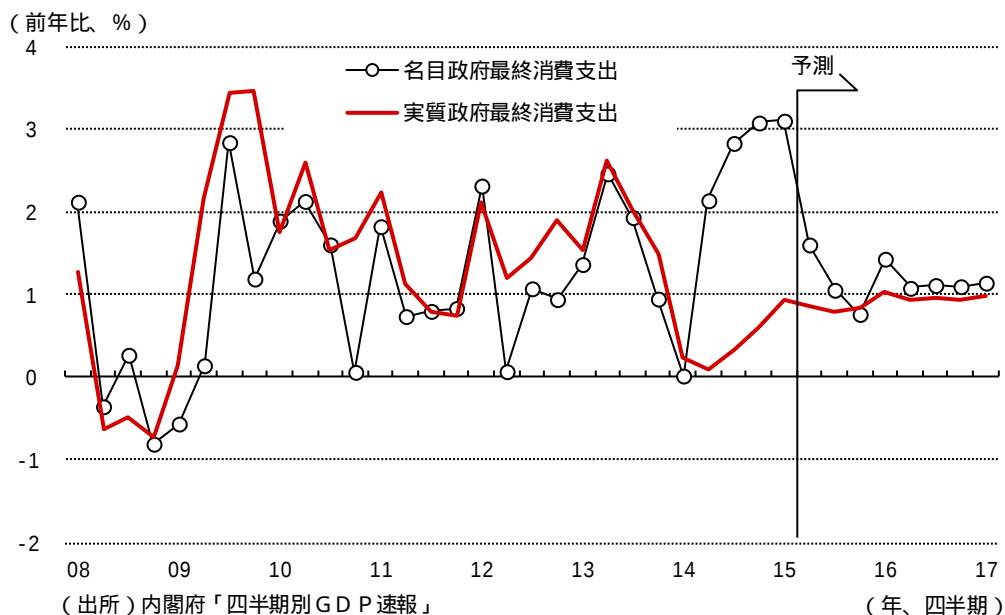
実質政府最終消費支出（GDPベース、以下、実質政府消費）は、2015年1～3月期には前期比+0.1%と4四半期連続で増加した。前年比では+0.9%と2009年1～3月期以降、増加が続いている。高齢化の進展を反映して、医療費や介護費などの現物社会給付が増加に寄与しているとみられる。

名目ベースでは、2014年度に入って高い伸びが続いているが、これ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とによる影響が大きいと考えられる。

### 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、2015年度は前年比+0.9%、2016年度は同+1.0%と増加が続くと考えられる。

図表 16．政府最終消費支出の見通し



## 公共投資

### a. 現状

2015 年 1～3 月期の実質公共投資（GDP ベース）は、前期比 - 1.4% と 4 四半期ぶりに減少した。前年比では + 0.4% と増加幅が縮小している。2014 年 2 月に成立した 2013 年度補正予算による押し上げ効果が剥落してきたと考えられる。

また、公共投資デフレーター（季節調整値）は前期比 + 0.3% と上昇しており、公共工事価格の上昇が実質ベースの伸びを押し下げた。

### b. 見通し

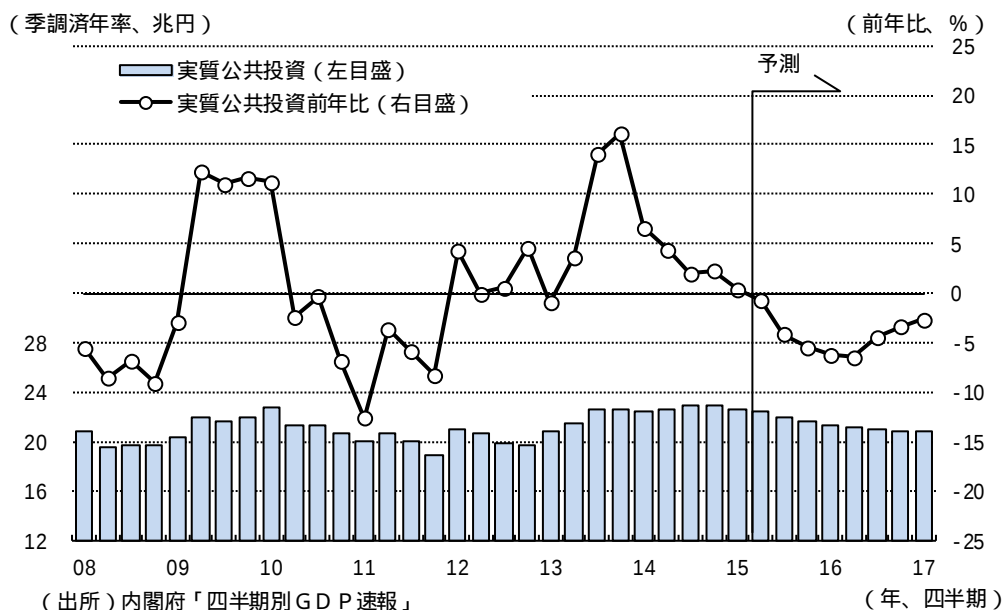
公共投資の先行指標である公共工事請負額は、2014 年 7～9 月期に前年比で減少に転じ、2015 年 1～3 月期は前年比 - 9.3% と減少幅が拡大した。今後も、2013 年度補正予算の押し上げ効果の剥落が続くと考えられる。

こうした中、2014 年度補正予算で実施される公共事業関連の規模は、それ以前の 2 度の経済対策と比較すると小さいことから、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、2015 年度は前年比 - 4.5% と 4 年ぶりに減少し、2016 年度も同 - 4.0% と減少が続くと予測している。

それでも、2016 年度の実質ベースの水準は 20.9 兆円と、アベノミクスが本格化する前の 2012 年度の水準を上回ると見込まれる。

なお、2020 年の東京オリンピック・パラリンピック開催に向けて競技場建設やインフラ整備が始まるものの、単年度での押し上げ効果は限定的である。

図表 17. 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。年初の米国景気は悪天候を受けて失速したが、拡大基調は崩れておらず、連邦準備制度理事会（F R B）は早ければ9月にも利上げを実施する見込みである。欧州景気は緩やかな回復が続いている一方で、ギリシャ情勢が混迷を極めていいる。新興国では、中国景気の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拡大基調を維持しよう。欧州景気は輸出主導の回復が続くと予想されるが、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基調としては増加すると見込まれるが、増加のペースは緩やかなものととどまるだろう。日本の輸入（同）は、国内の景気回復を受けて、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、足もとではほぼ均衡している。しかしながら、今後は原油価格の上昇を背景に赤字が拡大すると見込まれる。他方、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は増加が続く。このため、経常収支の黒字は高水準で推移するだろう。

図表 18．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)           | (実績)           | (予測)           | (予測)           |
| 米国実質GDP          | 2.6    | 2.7   | 2.4   | 3.0   | 2.8    | 2.3   | 2.4   | 2.8   | 2.4    | 2.3   | 2.2   | 2.4   | 2.2            | 2.4            | 2.6            | 2.4            |
| (前期比年率)          | 4.6    | 5.0   | 2.2   | 0.2   | 3.9    | 2.7   | 2.6   | 2.0   | 2.2    | 2.2   | 2.3   | 2.7   | -              | -              | -              | -              |
| ユーロ圏実質GDP        | 0.8    | 0.8   | 0.9   | 1.0   | 1.4    | 1.6   | 1.7   | 1.6   | 1.5    | 1.6   | 1.6   | 1.7   | -0.5           | 1.2            | 1.4            | 1.6            |
| (前期比年率)          | 0.3    | 0.7   | 1.3   | 1.8   | 1.8    | 1.6   | 1.6   | 1.5   | 1.5    | 1.7   | 1.7   | 1.9   | -              | -              | -              | -              |
| アジア実質GDP         | 6.6    | 6.6   | 6.5   | 6.2   | 6.3    | 6.4   | 6.5   | 6.5   | 6.3    | 6.4   | 6.5   | 6.4   | 6.8            | 6.6            | 6.4            | 6.4            |
| (うち中国実質GDP)      | 7.5    | 7.3   | 7.3   | 7.0   | 7.0    | 7.2   | 7.2   | 7.2   | 7.0    | 7.0   | 7.2   | 7.0   | 7.7            | 7.4            | 7.1            | 7.1            |
|                  |        |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       | 2013年度<br>(実績) | 2014年度<br>(実績) | 2015年度<br>(予測) | 2016年度<br>(予測) |
| 経常収支(兆円)         | 0.8    | 0.5   | 2.7   | 3.7   | 3.8    | 3.6   | 3.5   | 3.4   | 3.7    | 3.7   | 3.6   | 3.1   | 1.5            | 7.8            | 14.3           | 14.0           |
| 貿易収支(兆円)         | -2.1   | -2.7  | -1.8  | 0.1   | 0.1    | -0.2  | -0.4  | -0.6  | -0.3   | -0.4  | -0.5  | -1.0  | -11.0          | -6.6           | -1.5           | -2.3           |
| 輸出(兆円)           | 17.7   | 18.4  | 20.1  | 19.5  | 20.0   | 20.4  | 20.8  | 20.1  | 20.4   | 20.9  | 21.4  | 20.7  | 69.8           | 75.6           | 81.0           | 83.2           |
| 輸入(兆円)           | 19.8   | 21.1  | 22.0  | 19.4  | 19.9   | 20.6  | 21.2  | 20.7  | 20.7   | 21.3  | 21.8  | 21.7  | 80.8           | 82.2           | 82.5           | 85.5           |
| サービス収支(兆円)       | -0.7   | -0.9  | -0.5  | -0.7  | -0.7   | -0.7  | -0.6  | -0.6  | -0.6   | -0.6  | -0.6  | -0.6  | -3.4           | -2.8           | -2.6           | -2.4           |
| 第一次所得収支(兆円)      | 4.1    | 4.6   | 5.5   | 4.9   | 5.0    | 5.1   | 5.1   | 5.1   | 5.2    | 5.2   | 5.2   | 5.2   | 17.4           | 19.1           | 20.4           | 20.8           |
| 輸出数量(前期比)        | -0.2   | 0.4   | 1.7   | 1.6   | -0.5   | 0.6   | 0.4   | 0.4   | 0.3    | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.6            | 1.3            | 2.5            | 1.6            |
| 輸入数量(前期比)        | -5.0   | 1.1   | -0.7  | -0.6  | 0.4    | 0.5   | 0.4   | 0.6   | 0.3    | 0.5   | 0.8   | 1.6   | 2.3            | -2.1           | 0.6            | 2.3            |
| 原油相場(WTI,ドル/バレル) | 103.0  | 97.2  | 73.1  | 48.6  | 58.5   | 61.0  | 61.8  | 62.5  | 63.3   | 64.0  | 64.8  | 65.5  | 99.0           | 80.5           | 60.9           | 64.4           |
| 原油相場(ドバイ,ドル/バレル) | 106.2  | 101.5 | 74.7  | 51.9  | 61.6   | 64.0  | 64.8  | 65.5  | 66.3   | 67.0  | 67.8  | 68.5  | 104.5          | 83.6           | 64.0           | 67.4           |
| ドル円相場(円/ドル)      | 102.1  | 103.9 | 114.6 | 119.1 | 119.9  | 120.6 | 121.2 | 121.8 | 122.4  | 122.6 | 122.6 | 122.6 | 100.2          | 109.9          | 120.9          | 122.6          |

(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%

## 米国

### a．現状

年明け以降の米国景気は、米国東部を中心とする悪天候の影響を受けて、軟調に推移している。2015年1～3月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+0.2%と、2014年10～12月期（同+2.2%）から成長が失速した。需要項目別に動きをみると、個人消費や住宅投資の失速に加えて、設備投資と輸出の減少が、GDPの成長を下押しした。

こうした景気の動きを受けて、金融市場における米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ観測は徐々に後退している。足元では、FRBの利上げが早くても9月の連邦公開市場委員会（FOMC）になるという見方が大勢を占めている。

### b．見通し

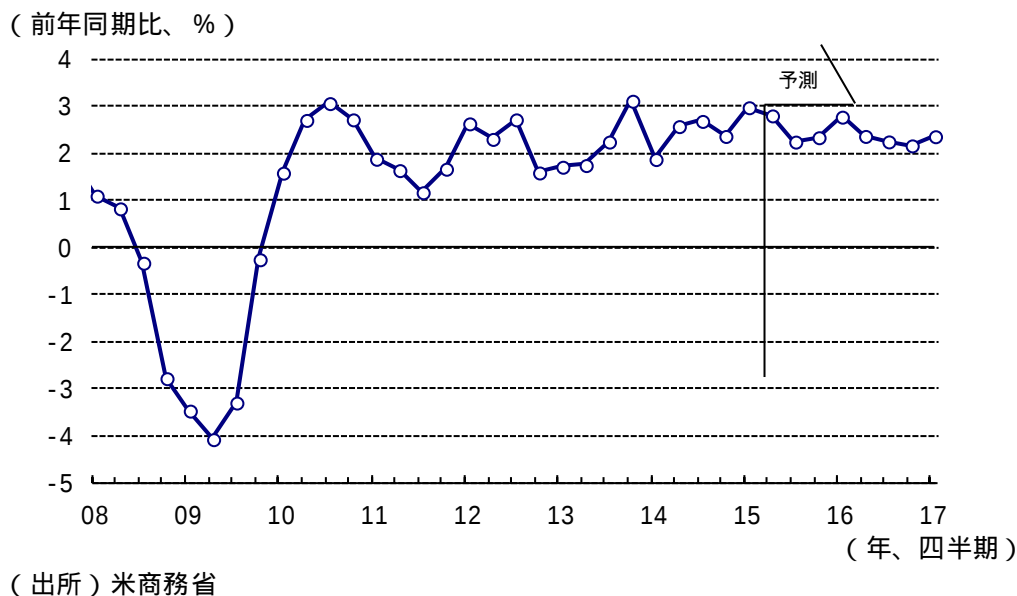
米国の実質GDP成長率は2015年が+2.6%、2016年が+2.4%になると予測した。

2015年の米国経済を展望すると、4～6月期の実質GDPは、1～3月期の低成長の反発を受けて、前期比年率3%台の高成長となるだろう。年後半は、FRBの利上げを受けて減速気味に推移するが、均してみると2%台の緩やかな拡大テンポを維持する見込みである。

2016年の米国経済も、基本的に2015年後半からの調整の動きを引きずる見込みである。ただし、労働需給の逼迫を受けて賃金の上昇が続くため、個人消費は底堅い増加が見込まれる。また株価も、景気の底堅さが認識されれば再び上昇に転じると考えられる。設備投資も緩やかな増加基調に戻るため、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9月に0.50%への利上げを行う見通しである。ただその後利上げテンポは緩やかにとどまり、2016年末のFFレートの水準は、1.50%程度になるだろう。

図表 19．米国の実質GDP成長率の見通し



## 欧州

### a．現状

ユーロ圏景気は緩やかに回復している。2015 年 1～3 月期の実質 GDP（速報値）は前期比 +0.4%と 3 四半期連続で伸びが加速した。雇用情勢の改善や原油価格の低下を受けて個人消費が勢いを増し、輸出もユーロ安を追い風に増加が続いた模様である。国別には、ドイツやスペインの回復が先行する一方で、フランスやイタリアの回復力は引き続き弱めである。

欧州中央銀行（ECB）は 2015 年 3 月から月額 600 億ユーロの資産買い入れ（量的緩和）を実施している。これを受けて金融市場では、金利の低下、株価の上昇、ユーロの下落が進んだ。他方でギリシャ情勢は混迷を極めており、リスク要因として燻びっている。

### b．見通し

ユーロ圏の実質 GDP 成長率は 2015 年が +1.4%、2016 年が +1.6%になると予測した。

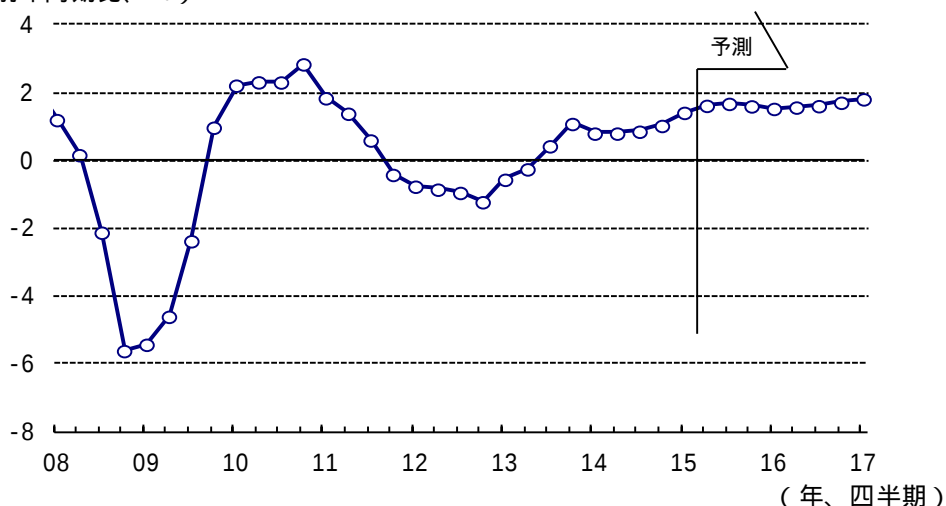
2015 年のユーロ圏経済を展望すると、雇用・所得情勢が緩やかに持ち直す中で個人消費の底堅い回復が見込まれる。加えて、世界景気が緩やかに拡大するため、輸出の増加が続く、景気を押し上げよう。設備投資も持ち直すが、設備不足感に乏しいため、その動きは緩慢だろう。建設投資や住宅投資も、市況の底入れや EU による景気対策（2015 年以降 3 年間で 5 千億ユーロ相当）により回復が続くが、そのペースは緩やかなものとどまろう。

2016 年は、世界景気が緩やかに減速するために、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は着実に増加し、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、徐々に回復力が強まっていく。

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 20．ユーロ圏の実質 GDP 成長率の見通し

（前年同期比、％）



## 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。2015年1～3月期の実質GDPは前年同期比+7.0%と前期（同+7.3%）から鈍化した。リーマン・ショック後の2009年1～3月期（同+6.6%）以来の低い水準となったが、政府の今年の目標水準（+7.0%前後）は維持された。不動産を中心に投資の伸びは大幅に鈍化したものの、雇用と物価の安定を背景に消費が堅調に推移した。また、投資の低迷と輸出の持ち直しが緩やかにとどまったため輸入が急減し、純輸出の寄与度が拡大した。

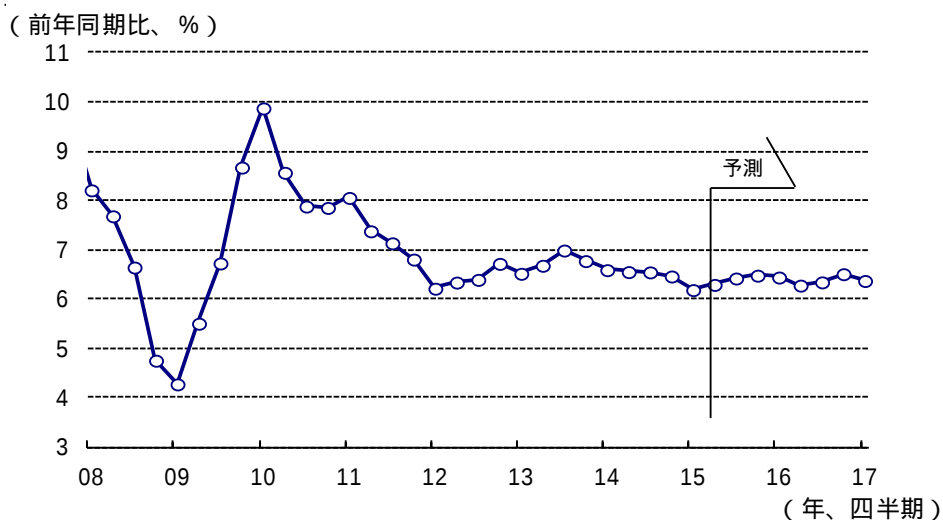
その他のアジア諸国をみると、中国経済のスローダウンの影響から台湾や韓国などを中心に景気は足元、減速傾向にある。ただし、一次産品価格の下落に伴う物価の安定は金融緩和の余地をもたらしており、利下げが一部の国で景気の下支えにつながっている。

### b．見通し

中国の実質GDP成長率は2015年、2016年とも+7.1%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。しかし、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「一帯一路（「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、景気の回復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2015年+6.4%、2016年+6.4%）。

図表 21．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

## 日本の輸出入

### a. 現状

2015年1～3月期の実質輸出（GDPベース）は前期比+2.4%と増加した。同時期の貿易統計の輸出数量指数（内閣府による季調値）は前期比+1.6%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。

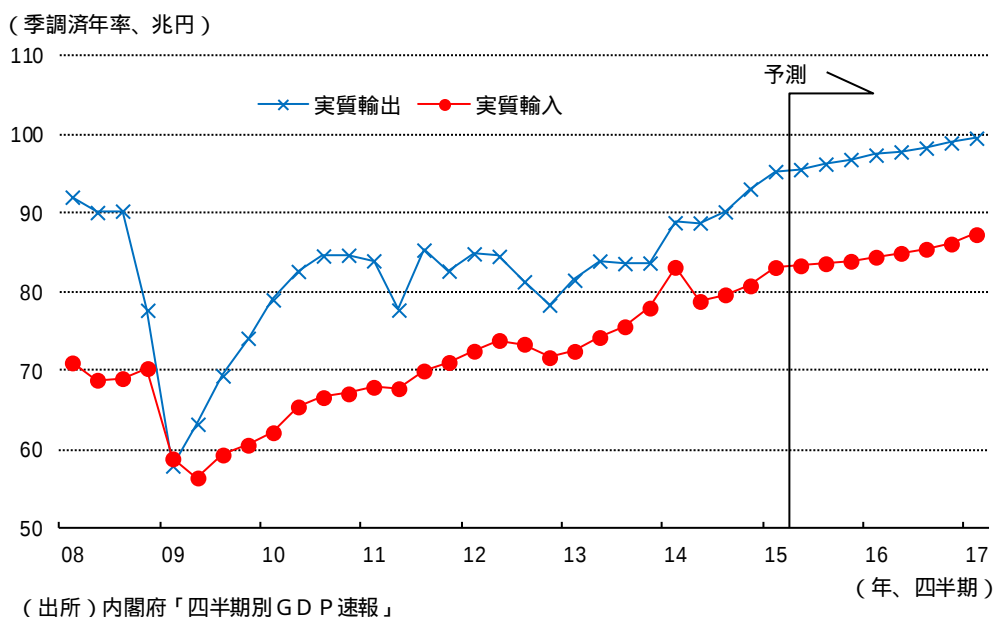
実質輸入（GDPベース）は原油・天然ガスを中心に前期比+2.9%と増加した。1～3月期の外需（＝輸出－輸入）の実質GDP成長率への寄与度は、輸入の増加幅が輸出のそれを上回ったことから、-0.2%と4四半期ぶりにマイナスとなった。

### 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、生産拠点の海外への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増加の中心となるほか、訪日外国人旅行者の増加を背景にサービスも増加に寄与すると考えられる。実質輸入は今後、国内景気の回復を背景に増加基調で推移すると見込まれる。輸出、輸入とも増加が続く中、外需寄与度は、2015年度も小幅ながらプラスとなるが、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を背景に輸入の伸びが高まることから、マイナスとなるだろう。

予測期間中、緩やかな円安と原油価格（ドルベース）上昇が進むと見込まれる。このため、足もとではほぼ均衡している貿易収支は、原油価格の上昇とともに赤字幅が徐々に拡大するだろう。他方、円安を背景に第一次所得収支の黒字幅は拡大が続くことから、経常収支の黒字額は今後も高水準で推移すると考えられる。

図表 22. 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 年後半に急落した。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 年度に入って物価上昇率は急上昇したが、原油価格の急落により、その後伸びは縮小している。再び円安が進んでいるが、原油価格の下落効果の方が大きい。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、物価上昇率は緩やかな伸びにとどまろう。
- 日本銀行は、消費者物価上昇率 2% の物価目標を 2 年程度で達成すべく、国債の買入れを柱とする「量的・質的金融緩和」を 2013 年 4 月に導入し、2014 年 10 月には追加緩和を実施した。しかし、物価の伸びが鈍化し、2 年程度での目標達成が難しくなったため、達成時期を 2016 年度前半頃に先送りした。今後も追加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さらなる先送りや国債購入ペース変更などの対応を迫られよう。
- 日本銀行の国債買入れを背景に、長期金利は低水準での推移が続いている。国債の需給はタイトであり金利が急上昇することはないが、財政破たん懸念が意識されれば、長期金利の上昇圧力となる。為替は、安倍政権の誕生とともに、大胆な金融緩和への期待から円高修正が進み、追加金融緩和や米国での Q E 3 終了などを受けて、円安基調が強まった。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 23．物価・金融市場総括表

|                             |        |       |       |       | 予測     |       |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       | 2013年度<br>(実績) | 2014年度<br>(実績) | 2015年度<br>(予測) | 2016年度<br>(予測) |
|-----------------------------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                             | 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   |       |       |       |       |                |                |                |                |
| 原油価格 (WTI、ドル/バレル)           | 103.0  | 97.2  | 73.1  | 48.6  | 58.5   | 61.0  | 61.8  | 62.5  | 63.3   | 64.0  | 64.8  | 65.5  | 99.0  | 80.5  | 60.9  | 64.4  |                |                |                |                |
| 原油価格 (ドバイ、ドル/バレル)           | 106.2  | 101.5 | 74.7  | 51.9  | 61.6   | 64.0  | 64.8  | 65.5  | 66.3   | 67.0  | 67.8  | 68.5  | 104.5 | 83.6  | 64.0  | 67.4  |                |                |                |                |
| 国内企業物価                      | 4.3    | 4.0   | 2.4   | 0.4   | -2.4   | -2.1  | -1.0  | 0.9   | 0.4    | 0.3   | 0.1   | 0.0   | 1.9   | 2.7   | -1.1  | 0.2   |                |                |                |                |
| 消費者物価 (総合)                  | 3.5    | 3.3   | 2.6   | 2.3   | 0.3    | 0.4   | 0.6   | 0.5   | 0.5    | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.9   | 2.9   | 0.4   | 0.5   |                |                |                |                |
| 生鮮食品を除く総合                   | 3.4    | 3.2   | 2.7   | 2.1   | -0.1   | 0.2   | 0.4   | 0.6   | 0.5    | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.8   | 2.8   | 0.3   | 0.5   |                |                |                |                |
| 生鮮食品を除く総合<br>(除く消費税率引き上げ)   | 1.5    | 1.2   | 0.7   | 0.1   |        |       |       |       |        |       |       |       |       | 0.9   |       |       |                |                |                |                |
| 食料 (酒類を除く) 及び<br>エネルギーを除く総合 | 2.2    | 2.3   | 2.1   | 2.0   | 0.3    | 0.4   | 0.6   | 0.5   | 0.4    | 0.3   | 0.3   | 0.4   | 0.2   | 2.2   | 0.5   | 0.4   |                |                |                |                |
| 無担保コール翌日物 (%)               | 0.067  | 0.067 | 0.064 | 0.073 | 0.067  | 0.070 | 0.050 | 0.050 | 0.050  | 0.050 | 0.050 | 0.050 | 0.073 | 0.068 | 0.059 | 0.050 |                |                |                |                |
| T I B O R 3 ヶ月 (%)          | 0.211  | 0.210 | 0.189 | 0.173 | 0.170  | 0.170 | 0.170 | 0.170 | 0.170  | 0.170 | 0.160 | 0.160 | 0.225 | 0.196 | 0.173 | 0.165 |                |                |                |                |
| 新発10年国債 (%)                 | 0.60   | 0.53  | 0.44  | 0.34  | 0.39   | 0.45  | 0.50  | 0.55  | 0.60   | 0.65  | 0.70  | 0.70  | 0.69  | 0.48  | 0.47  | 0.66  |                |                |                |                |
| ドル円相場 (円/ドル)                | 102.1  | 103.9 | 114.6 | 119.1 | 119.9  | 120.6 | 121.2 | 121.8 | 122.4  | 122.6 | 122.6 | 122.6 | 100.2 | 109.9 | 120.9 | 122.6 |                |                |                |                |
| ユーロ円相場 (円/ユーロ)              | 140.1  | 137.6 | 143.1 | 134.1 | 132.3  | 133.9 | 133.8 | 133.7 | 133.7  | 133.6 | 133.6 | 133.6 | 134.4 | 138.7 | 133.4 | 133.6 |                |                |                |                |

(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

### 原油価格

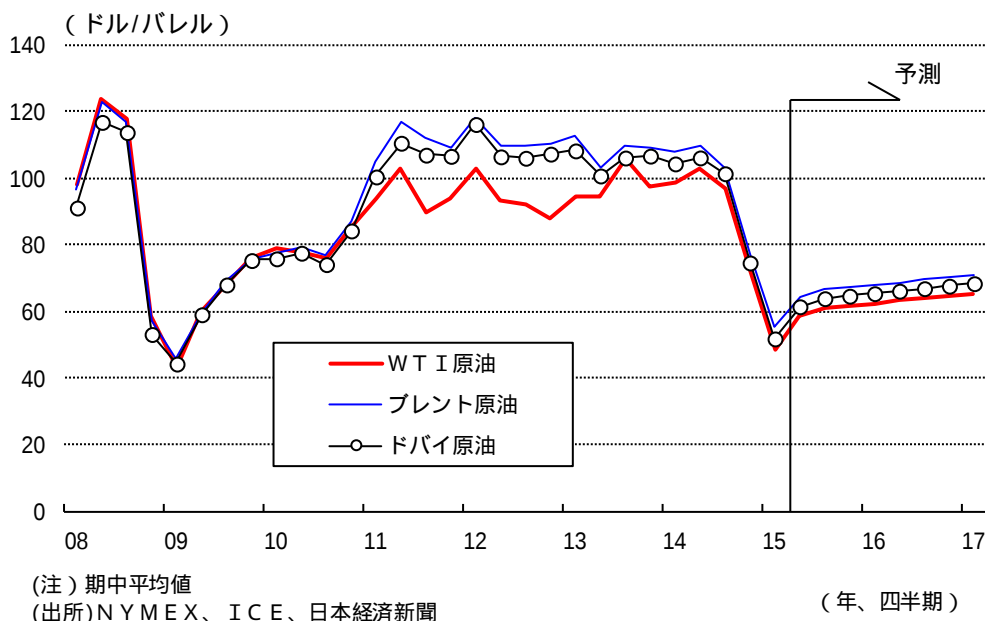
#### a . 現状

原油価格は反発後、上値がやや重くなっている。国際指標とされるブレント原油は1月13日に一時45.19ドルの安値を記録した後、上昇に転じ、5月6日には69.63ドルをつけたが、その後は頭打ちとなっている。原油価格が反発した背景には、それまで原油需給緩和の主因となっていた米国のシェールオイルの増産に歯止めがかかってくる中で、原油需給の引き締め観測が徐々に強まってきたことがあった。増加を続けてきた米国の原油在庫も減少に転じ、季節的にガソリンを中心とした需要期に向かうこともあって、需給引き締め観測がさらに強まりやすくなった。もっとも、その後は、改めて、原油供給の潤沢さが意識されており、原油価格の上値が重くなっている。

#### b . 見通し

注目されるシェールオイルの生産動向については、採算割れから減産の動きが見え始めていたが、原油相場が上昇に転じたことを受けて、再び増産に転じるとの見方も出ている。米国の原油在庫についても、減少に転じたといっても高水準であり、原油在庫の過剰感が後退するには時間を要すると考えられる。こうした中、6月5日に開催される石油輸出国機構(OPEC)総会においては、原油の減産は見送られ、現状維持の決定が見込まれる。今後、米国の原油需給の緩和状態は緩やかに引き締めに向かい、原油相場は上昇すると予想される。しかし、ドル高圧力の継続、OPECの減産への慎重な姿勢、世界景気の緩やかな拡大テンポなどが原油価格の頭を抑え、上昇ペースは緩やかになるだろう。

図表 24 . 原油相場の見通し



## 国内企業物価と消費者物価

### a．現状

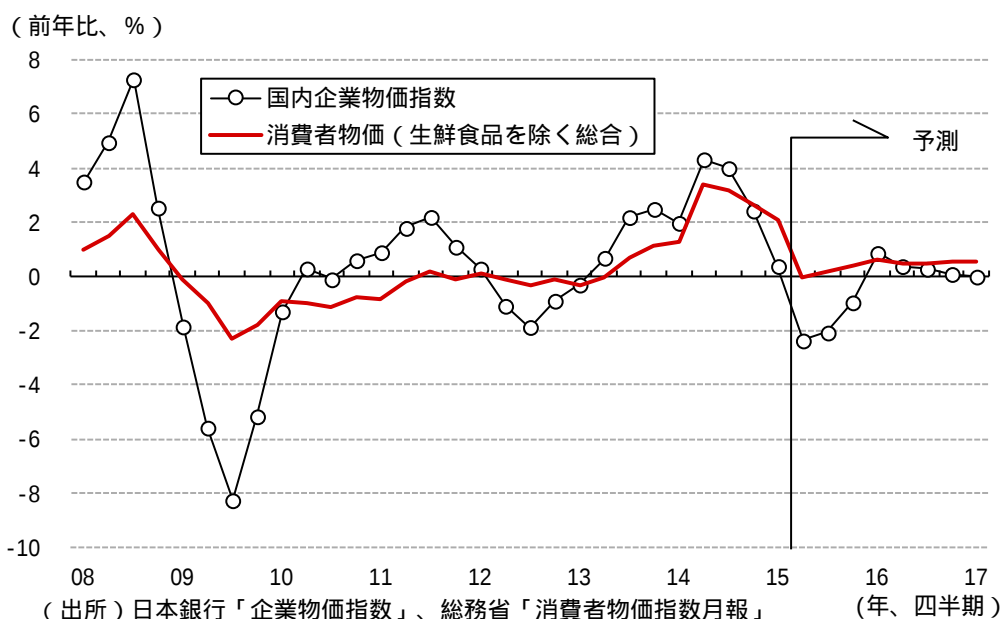
消費税率引き上げの影響を受けて国内企業物価は急上昇したが、その後は原油などの国際商品市況が下落に転じたことを受けて伸び率は縮小し、消費税率引き上げの影響が剥落した今年4月には前年比 - 2.1%とマイナスに陥った。消費者物価（生鮮食品を除く総合・全国）も、昨年5～7月に同 + 3.4%まで上昇したが、電力料金やガソリンなどのエネルギー価格の下落により、3月には同 + 2.2%まで伸びが縮小した。

### 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による押し下げ要因の方が大きく、2015 年中は前年比でマイナスが続くと見込まれる。ただし、2016 年に入ると、国際商品市況の上昇、円安を受けて前年比プラスに転じ、2016 年度はゼロ近傍で推移しよう。

消費者物価（生鮮食品を除く総合・全国）は、消費税率引き上げの影響の剥落に加え、エネルギー価格の下落によって、夏前に月次ベースで前年比マイナスに陥る可能性がある。ただし、円安による輸入物価の上昇、人件費上昇を背景としたサービス価格の上昇などに加えて、2015 年度中にはエネルギー価格の下落の影響も一巡するため、前年比でのマイナスが定着化することにはならず、夏以降は伸び率が拡大していくであろう。もっとも、景気に過熱感がない中では上昇ペースは緩やかにとどまると予想され、2014 年度の前年比 + 2.8%に対し、2015 年度は同 + 0.3%まで低下する見込みである。2016 年度も円安、原油価格上昇、人件費上昇の影響を受けて同 + 0.5%まで伸び率が高まる見込みである。

図表 25．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。

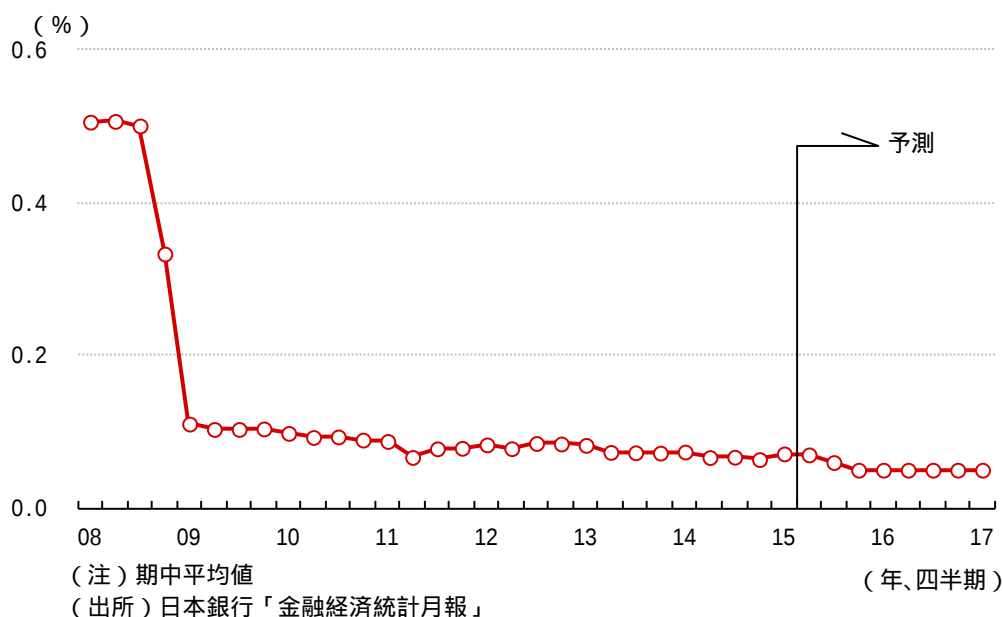
2014 年春までは円安や原油高を背景としたエネルギー価格の上昇が主因となり、日本銀行の思惑通り消費者物価の伸び率が高まったが、エネルギー価格が下落に転じると消費者物価の伸び率は徐々に縮小していった。このため、インフレ期待の後退を回避する目的で、マネタリーベースを年間約 80 兆円ペースで増加させることなどを柱とする追加金融緩和が 10 月 31 日に実施された。

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、今年 4 月の経済・物価情勢の展望（展望レポート）において、消費者物価（除く生鮮食品）の見通しを 2015 年度で前年比 +0.8%、2016 年度で同 +2.0% に修正し、目標達成時期を 2016 年度前半頃に先送りせざるを得ない状況に追い込まれた。

黒田総裁は、物価の基調は着実に高まっており、目標の達成は可能としているが、その一方で、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。しかし、国債の需給が逼迫している中で、さらに国債を買い増すことは難しい。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さらなる先送りや国債購入ペースの変更などの対応を迫られることになるだろう。

図表 26．無担保コール翌日物金利の見通し



### ( 3 ) 金融市場

#### 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逼迫し、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、1～3年債といった残存期間の短い国債においては、利回りがマイナスとなっている。10年物国債利回りも、今年1月に一時0.2%を割り込むなど金利の低下が進んだが、その後、株価の上昇、海外金利の上昇、高値警戒感による入札の不調などによって上昇に転じ、足元では0.4%程度まで高まっている。

国債の流動性が低下している中、今後も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年中に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局面では、国内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たことで、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 27．長短金利の見通し



## 為替

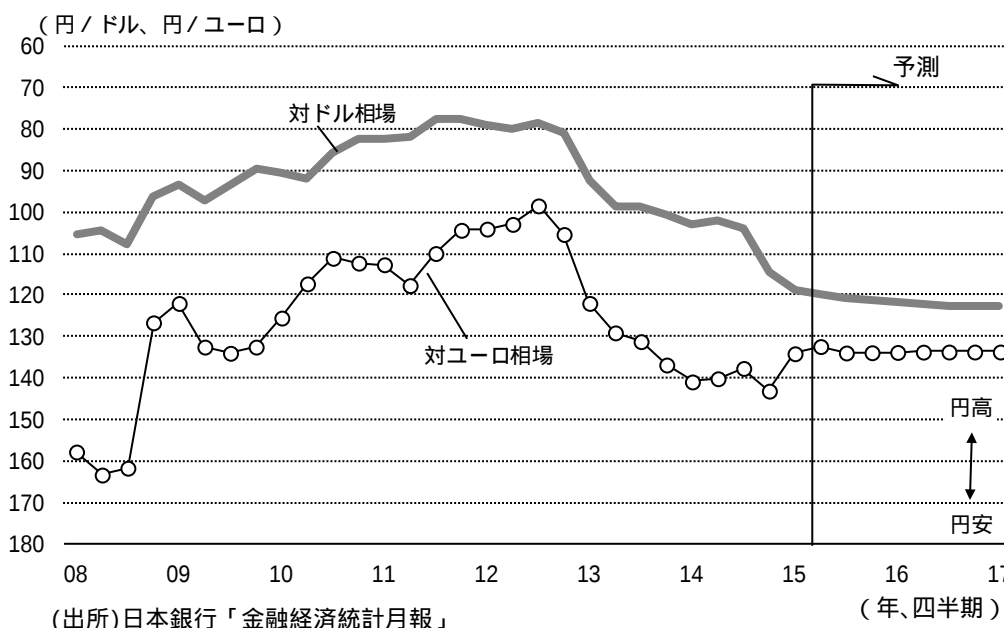
為替市場では、2012 年秋以降、円安傾向が続いている。2014 年に入って、いったん円安の動きは一服し、5 月～8 月前半は 101～102 円台を中心とした狭いレンジでの推移となった。しかし、米国の利上げ開始後の金利上昇テンポが速いとの思惑により、8 月後半～9 月に急速な円安が進んだ。さらに、10 月末～12 月上旬には、米国で量的緩和第 3 弾( QE 3 )の終了が決定された一方で、日本銀行が追加緩和を実施し、日米の金融政策の方向性の違いが強く意識されたことから、再び円安が進んだ。その後、ギリシャの政治情勢や原油安への懸念から投資家のリスク回避姿勢が強まり、円高が進む局面もあったが、徐々にそうした懸念は和らぎ、円安方向に戻した。足元は、米国の利上げ開始時期を巡る思惑などにより変動しつつ、120 円前後で推移している。

一方、対ユーロでは、欧州中央銀行( ECB )が 2015 年 1 月 22 日に量的緩和策の実施を発表し、その後、欧州の長期金利の低下が進んだことなどにより、4 月中旬にかけて一時 126 円程度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時期が後ずれするとの観測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 年以降は一進一退となり、足元は 6.2 元前後で推移している。先行きは、緩やかな人民元高が進む見込みである。

図表 28．円の対ドル、対ユーロ相場の見通し



**図表 29 . 日本経済予測総括表**

|                | 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 |      | 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)              | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 名目 GDP         | 1.2    | 0.8  | 0.4    | 1.3  | 1.7    | 0.4  | 1.1    | 1.1  | 1.8               | 1.4    | 2.6    | 1.9    |
|                | 1.3    | 2.2  | 1.2    | 1.6  | 3.1    | 2.0  | 1.7    | 2.0  |                   |        |        |        |
| 実質 GDP         | 1.6    | 0.6  | -1.5   | 0.3  | 0.7    | 0.7  | 0.8    | 1.0  | 2.1               | -1.0   | 1.2    | 1.6    |
|                | 1.8    | 2.4  | -0.9   | -1.2 | 1.2    | 1.3  | 1.5    | 1.7  |                   |        |        |        |
| 内需寄与度 (注1)     | 1.6    | 1.5  | -2.4   | 0.1  | 0.8    | 0.6  | 0.8    | 1.1  | 2.6               | -1.6   | 1.1    | 1.7    |
| 個人消費           | 1.7    | 1.1  | -4.0   | 0.7  | 0.8    | 0.7  | 0.8    | 1.5  | 2.5               | -3.1   | 1.5    | 1.9    |
| 住宅投資           | 4.3    | 6.3  | -12.8  | -3.0 | 5.6    | 1.6  | 5.3    | 3.4  | 9.3               | -11.6  | 4.9    | 8.0    |
| 設備投資           | 2.0    | 4.6  | -2.5   | 0.1  | 1.5    | 1.3  | 1.4    | 1.8  | 4.0               | -0.5   | 2.3    | 3.0    |
| 民間在庫 (注1)      | -0.5   | -0.1 | 0.7    | -0.3 | -0.0   | 0.0  | 0.0    | -0.2 | -0.5              | 0.5    | -0.1   | -0.1   |
| 政府支出           | 2.4    | 0.4  | 0.5    | 0.3  | -0.2   | -0.3 | 0.0    | 0.2  | 3.2               | 0.8    | -0.3   | 0.0    |
| 政府最終消費         | 1.0    | -0.1 | 0.3    | 0.4  | 0.4    | 0.4  | 0.5    | 0.5  | 1.6               | 0.5    | 0.9    | 1.0    |
| 公共投資           | 8.5    | 2.2  | 1.1    | 0.2  | -2.6   | -3.4 | -2.1   | -0.9 | 10.3              | 2.0    | -4.5   | -4.0   |
|                | 9.2    | 11.1 | 3.0    | 1.3  | -2.6   | -5.9 | -5.4   | -3.0 |                   |        |        |        |
| 外需寄与度 (注1)     | 0.0    | -0.9 | 1.0    | 0.2  | -0.1   | 0.1  | -0.1   | -0.1 | -0.5              | 0.6    | 0.1    | -0.1   |
| 輸出             | 4.8    | 2.9  | 3.7    | 5.3  | 1.8    | 1.3  | 1.0    | 1.2  | 4.4               | 8.0    | 5.0    | 2.4    |
| 輸入             | 3.9    | 7.5  | -1.6   | 3.4  | 1.8    | 0.8  | 1.2    | 1.8  | 6.7               | 3.7    | 3.9    | 2.5    |
|                | 1.7    | 11.8 | 5.6    | 1.9  | 5.4    | 2.5  | 2.1    | 3.0  |                   |        |        |        |
| GDPデフレーター (注2) | -0.5   | -0.1 | 2.1    | 2.9  | 1.9    | 0.7  | 0.1    | 0.3  | -0.3              | 2.5    | 1.3    | 0.2    |

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

|                         | 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)   | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 経常収支 (兆円) (注1)          | 3.2    | -1.6  | 1.3    | 6.4   | 7.5    | 6.9   | 7.3    | 6.7   | 1.5    | 7.8    | 14.3   | 14.0   |
| 貿易収支 (兆円)               | -3.8   | -6.9  | -4.8   | -1.8  | -0.2   | -1.0  | -0.7   | -1.5  | -11.0  | -6.6   | -1.5   | -2.3   |
| サービス収支 (兆円)             | -1.6   | -2.0  | -1.6   | -1.2  | -1.3   | -1.3  | -1.2   | -1.1  | -3.4   | -2.8   | -2.6   | -2.4   |
| 第一次所得収支 (兆円)            | 9.2    | 8.1   | 8.7    | 10.4  | 10.0   | 10.2  | 10.3   | 10.5  | 17.4   | 19.1   | 20.4   | 20.8   |
| 鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%) | 2.8    | 3.9   | -2.7   | 0.9   | 0.3    | 1.1   | 1.1    | 2.2   | 3.2    | -0.4   | 1.2    | 2.7    |
|                         | -0.4   | 7.0   | 0.9    | -1.8  | 1.0    | 1.5   | 2.2    | 3.2   |        |        |        |        |
| 経常利益 (法人企業統計、前年比%) (注2) | 24.0   | 23.2  | 5.9    | 10.4  | 16.0   | 4.3   | 2.7    | 4.9   | 23.6   | 8.3    | 9.6    | 3.8    |
| 国内企業物価                  | 1.4    | 2.3   | 4.2    | 1.4   | -2.3   | 0.0   | 0.4    | 0.0   | 1.9    | 2.7    | -1.1   | 0.2    |
| [除く消費税率引き上げの影響]         |        |       | 1.3    | -1.5  |        |       |        |       |        | -0.1   |        |        |
| 消費者物価                   | 0.4    | 1.4   | 3.4    | 2.5   | 0.3    | 0.5   | 0.5    | 0.6   | 0.9    | 2.9    | 0.4    | 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    | 2.4   | 0.1    | 0.5   | 0.5    | 0.5   | 0.8    | 2.8    | 0.3    | 0.5    |
| [除く消費税率引き上げの影響]         |        |       | 1.3    | 0.3   |        |       |        |       |        | 0.9    |        |        |
| ドル円相場 (円/ドル)            | 98.8   | 101.6 | 103.0  | 116.8 | 120.3  | 121.5 | 122.5  | 122.6 | 100.2  | 109.9  | 120.9  | 122.6  |
| 無担保コール翌日物 (%)           | 0.073  | 0.073 | 0.067  | 0.069 | 0.068  | 0.050 | 0.050  | 0.050 | 0.073  | 0.068  | 0.059  | 0.050  |
| TIBOR 3ヶ月               | 0.231  | 0.219 | 0.210  | 0.181 | 0.170  | 0.175 | 0.170  | 0.160 | 0.225  | 0.196  | 0.173  | 0.165  |
| 長期金利 (新発10年国債)          | 0.75   | 0.63  | 0.56   | 0.39  | 0.42   | 0.53  | 0.63   | 0.70  | 0.69   | 0.48   | 0.47   | 0.66   |
| 原油価格 (WTI、ドル/バレル)       | 100.0  | 98.1  | 100.1  | 60.9  | 59.8   | 62.1  | 63.6   | 65.1  | 99.0   | 80.5   | 60.9   | 64.4   |
| 原油価格 (ドバイ、ドル/バレル)       | 103.5  | 105.6 | 103.8  | 63.3  | 62.8   | 65.1  | 66.6   | 68.1  | 104.5  | 83.6   | 64.0   | 67.4   |
| 米国実質GDP (前期比年率%、暦年)     | 1.8    | 3.6   | 0.9    | 4.2   | 1.6    | 3.0   | 2.2    | 2.2   | 2.2    | 2.4    | 2.6    | 2.4    |
| 春闘賃上げ率 (%)              | -      | -     | -      | -     | -      | -     | -      | -     | 1.80   | 2.19   | 2.30   | 2.40   |

(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年度下期以降

図表 30 . 日本経済予測総括表

**【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)   | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 輸出額(円ベース) | 9.8    | 11.8 | 1.6    | 9.1  | 10.3   | 3.3  | 2.5    | 2.9  | 10.8   | 5.4    | 6.6    | 2.7    |
| 数量        | -1.3   | 2.5  | -0.4   | 3.1  | 3.4    | 1.6  | 1.7    | 1.5  | 0.6    | 1.3    | 2.5    | 1.6    |
| 輸入額(円ベース) | 13.9   | 20.7 | 2.6    | -4.2 | -1.2   | 2.0  | 3.6    | 3.6  | 17.4   | -0.9   | 0.4    | 3.6    |
| 数量        | -1.0   | 5.7  | -0.1   | -4.0 | -0.2   | 1.3  | 1.8    | 2.7  | 2.3    | -2.1   | 0.6    | 2.3    |
| 輸出超過額(兆円) | -5.0   | -8.8 | -5.5   | -3.7 | -1.3   | -3.3 | -1.8   | -3.6 | -13.8  | -9.1   | -4.5   | -5.4   |

**【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)   | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 一人当たり所得(注1) | -0.4   | -0.1 | 0.7    | 0.3  | 0.6    | 0.6 | 0.5    | 0.6 | -0.2   | 0.5    | 0.6    | 0.6    |
| 所定内給与       | -0.9   | -0.9 | -0.2   | -0.1 | 0.1    | 0.1 | 0.2    | 0.2 | -0.9   | -0.2   | 0.1    | 0.2    |
| 所定外給与       | 1.5    | 4.9  | 2.9    | 0.4  | 1.6    | 2.1 | 2.8    | 3.8 | 3.2    | 1.6    | 1.8    | 3.4    |
| 雇用者数(注2)    | 0.9    | 1.0  | 0.8    | 0.8  | 0.7    | 0.4 | 0.4    | 0.5 | 1.0    | 0.8    | 0.5    | 0.4    |
| 雇用者報酬(注3)   | 0.8    | 1.1  | 1.8    | 1.6  | 1.3    | 1.1 | 1.1    | 1.2 | 1.0    | 1.7    | 1.2    | 1.2    |
| 完全失業率(季調値%) | 4.0    | 3.8  | 3.6    | 3.5  | 3.5    | 3.5 | 3.5    | 3.4 | 3.9    | 3.5    | 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)   | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 新設住宅着工戸数 | 98.8   | 98.4 | 87.4   | 88.8  | 90.3   | 92.2 | 96.7   | 95.9 | 98.7   | 88.0   | 91.2   | 96.5   |
|          | 12.7   | 8.5  | -11.6  | -10.1 | 3.3    | 3.8  | 7.1    | 4.0  | 10.6   | -10.8  | 3.6    | 5.8    |
| 持家       | 35.4   | 34.9 | 27.8   | 28.0  | 29.4   | 30.6 | 33.0   | 35.4 | 35.3   | 27.8   | 30.7   | 34.3   |
|          | 13.5   | 9.4  | -21.6  | -20.6 | 5.9    | 9.4  | 12.1   | 15.6 | 11.5   | -21.1  | 10.4   | 11.7   |
| 貸家       | 35.7   | 38.3 | 35.6   | 36.1  | 35.6   | 35.7 | 36.5   | 36.4 | 37.0   | 35.8   | 35.6   | 36.5   |
|          | 13.4   | 17.2 | -0.3   | -5.7  | -0.2   | -1.2 | 2.8    | 2.0  | 15.3   | -3.1   | -0.6   | 2.6    |
| 分譲       | 27.4   | 24.5 | 23.6   | 23.6  | 23.8   | 24.2 | 25.1   | 24.5 | 25.9   | 23.6   | 24.0   | 24.8   |
|          | 12.0   | -4.0 | -13.6  | -3.8  | 0.6    | 2.8  | 5.5    | 1.0  | 3.8    | -8.9   | 1.8    | 3.2    |

(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 31 . 前々回見通し(2015年2月・1次QE時点)との比較

## ○ 2015年度

|        | 前々回  | 修正幅  | 前年比<br>今回 |
|--------|------|------|-----------|
| 名目GDP  | 2.8  | -0.2 | 2.6       |
| 実質GDP  | 1.4  | -0.2 | 1.2       |
| 個人消費   | 1.6  | -0.1 | 1.5       |
| 住宅投資   | 0.2  | +4.7 | 4.9       |
| 設備投資   | 3.4  | -1.1 | 2.3       |
| 公共投資   | -4.0 | -0.5 | -4.5      |
| 外需寄与度  | 0.1  | 0.0  | 0.1       |
| デフレーター | 1.4  | -0.1 | 1.3       |
| 鉱工業生産  | 2.1  | -0.9 | 1.2       |

## ○ 2016年度

|        | 前々回  | 修正幅  | 前年比<br>今回 |
|--------|------|------|-----------|
| 名目GDP  | 1.8  | +0.1 | 1.9       |
| 実質GDP  | 1.7  | -0.1 | 1.6       |
| 個人消費   | 2.0  | -0.1 | 1.9       |
| 住宅投資   | 9.8  | -1.8 | 8.0       |
| 設備投資   | 3.0  | 0.0  | 3.0       |
| 公共投資   | -3.7 | -0.3 | -4.0      |
| 外需寄与度  | -0.1 | 0.0  | -0.1      |
| デフレーター | 0.1  | +0.1 | 0.2       |
| 鉱工業生産  | 2.8  | -0.1 | 2.7       |

図表 32 . 前回見通し(2015年3月・2次QE時点)との比較

## ○ 2015年度

|        | 前回   | 修正幅  | 前年比<br>今回 |
|--------|------|------|-----------|
| 名目GDP  | 2.6  | 0.0  | 2.6       |
| 実質GDP  | 1.3  | -0.1 | 1.2       |
| 個人消費   | 1.5  | 0.0  | 1.5       |
| 住宅投資   | 0.2  | +4.7 | 4.9       |
| 設備投資   | 3.3  | -1.0 | 2.3       |
| 公共投資   | -3.9 | -0.6 | -4.5      |
| 外需寄与度  | 0.1  | 0.0  | 0.1       |
| デフレーター | 1.3  | 0.0  | 1.3       |
| 鉱工業生産  | 2.5  | -1.3 | 1.2       |

## ○ 2016年度

|        | 前回   | 修正幅  | 前年比<br>今回 |
|--------|------|------|-----------|
| 名目GDP  | 1.9  | 0.0  | 1.9       |
| 実質GDP  | 1.7  | -0.1 | 1.6       |
| 個人消費   | 2.0  | -0.1 | 1.9       |
| 住宅投資   | 9.8  | -1.8 | 8.0       |
| 設備投資   | 3.0  | 0.0  | 3.0       |
| 公共投資   | -3.7 | -0.3 | -4.0      |
| 外需寄与度  | -0.1 | 0.0  | -0.1      |
| デフレーター | 0.1  | +0.1 | 0.2       |
| 鉱工業生産  | 2.8  | -0.1 | 2.7       |

**図表 33 . 日本経済予測総括表(四半期ベース)**

|               |       | 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  |
| 名目 GDP        | 前期比   | 0.3    | 0.5  | -0.2  | 1.5  | -0.0   | -0.6  | 0.7   | 1.9   | 0.7    | 0.2  | 0.1   | 0.5  | 0.4    | 0.8  | 0.4   | 0.8  |
|               | 前期比年率 | 1.0    | 2.1  | -0.6  | 6.1  | -0.1   | -2.6  | 2.8   | 7.7   | 2.8    | 0.7  | 0.3   | 2.0  | 1.7    | 3.0  | 1.5   | 3.3  |
|               | 前年比   | 0.8    | 1.9  | 2.0   | 2.5  | 1.8    | 0.6   | 1.4   | 1.9   | 2.7    | 3.6  | 2.4   | 1.6  | 1.5    | 1.9  | 1.8   | 2.3  |
| 実質 GDP        | 前期比   | 0.7    | 0.5  | -0.3  | 1.2  | -1.8   | -0.5  | 0.3   | 0.6   | 0.2    | 0.4  | 0.3   | 0.4  | 0.3    | 0.5  | 0.3   | 0.8  |
|               | 前期比年率 | 2.7    | 1.9  | -1.0  | 4.9  | -6.9   | -2.1  | 1.1   | 2.4   | 0.8    | 1.7  | 1.2   | 1.5  | 1.2    | 2.1  | 1.3   | 3.1  |
|               | 前年比   | 1.4    | 2.2  | 2.3   | 2.4  | -0.4   | -1.4  | -0.9  | -1.4  | 0.7    | 1.7  | 1.4   | 1.1  | 1.5    | 1.6  | 1.5   | 2.0  |
| 内需寄与度(注1)     |       | 0.6    | 0.8  | 0.3   | 1.5  | -2.8   | -0.6  | 0.0   | 0.8   | 0.2    | 0.4  | 0.3   | 0.4  | 0.2    | 0.4  | 0.3   | 0.4  |
| 個人消費          |       | 0.9    | 0.3  | -0.2  | 2.1  | -5.1   | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.4    | 0.3  | 0.3   | 0.6  | 0.2    | 0.5  | 0.4   | 1.6  |
|               |       | 1.9    | 2.3  | 2.3   | 3.4  | -2.9   | -3.1  | -2.4  | -4.1  | 1.5    | 1.5  | 1.3   | 1.6  | 1.4    | 1.5  | 1.7   | 2.7  |
| 住宅投資          |       | 1.5    | 4.6  | 2.9   | 2.0  | -10.8  | -6.4  | -0.6  | 1.8   | 4.5    | 0.2  | 1.2   | 0.5  | 2.8    | 4.4  | 3.0   | -3.4 |
|               |       | 6.6    | 8.3  | 10.2  | 11.9 | -2.0   | -12.4 | -15.5 | -15.3 | -1.0   | 5.9  | 7.8   | 6.6  | 4.8    | 9.1  | 11.0  | 6.9  |
| 設備投資          |       | 2.2    | 0.7  | 1.2   | 5.9  | -5.2   | -0.1  | -0.0  | 0.4   | 0.8    | 1.0  | 0.6   | 0.5  | 0.8    | 0.6  | 0.5   | 2.0  |
|               |       | -0.2   | 1.2  | 3.0   | 10.8 | 2.4    | 1.4   | 0.2   | -4.8  | 1.1    | 2.1  | 2.7   | 3.1  | 2.9    | 2.4  | 2.4   | 3.9  |
| 民間在庫(注1)      |       | -0.5   | 0.2  | 0.1   | -0.5 | 1.3    | -0.7  | -0.2  | 0.5   | -0.3   | 0.1  | -0.0  | 0.0  | 0.0    | 0.0  | -0.1  | -0.2 |
| 政府支出          |       | 1.2    | 0.8  | 0.2   | -0.4 | 0.5    | 0.5   | 0.2   | -0.2  | 0.0    | -0.3 | -0.0  | -0.1 | 0.0    | 0.1  | 0.1   | 0.1  |
|               |       | 2.7    | 3.9  | 4.4   | 1.8  | 0.7    | 0.9   | 1.0   | 0.8   | 0.6    | -0.4 | -0.5  | -0.7 | -0.3   | 0.1  | -0.0  | 0.3  |
| 政府最終消費        |       | 0.6    | -0.1 | 0.1   | -0.3 | 0.4    | 0.2   | 0.3   | 0.1   | 0.3    | 0.2  | 0.3   | 0.2  | 0.3    | 0.2  | 0.2   | 0.2  |
|               |       | 2.6    | 2.0  | 1.5   | 0.2  | 0.1    | 0.3   | 0.6   | 0.9   | 0.9    | 0.8  | 0.8   | 1.0  | 0.9    | 1.0  | 0.9   | 1.0  |
| 公共投資          |       | 3.0    | 5.1  | 0.2   | -0.9 | 0.7    | 1.6   | 0.1   | -1.4  | -0.7   | -2.4 | -1.5  | -1.5 | -1.1   | -0.5 | -0.4  | -0.5 |
|               |       | 3.6    | 14.1 | 16.1  | 6.6  | 4.4    | 2.0   | 2.3   | 0.4   | -0.7   | -4.1 | -5.5  | -6.3 | -6.5   | -4.5 | -3.4  | -2.7 |
| 外需寄与度(注1)     |       | 0.0    | -0.4 | -0.5  | -0.3 | 1.1    | 0.1   | 0.3   | -0.2  | -0.0   | 0.1  | 0.0   | -0.0 | -0.0   | 0.1  | 0.0   | -0.0 |
| 輸 出           |       | 3.0    | -0.4 | 0.1   | 6.1  | -0.0   | 1.6   | 3.2   | 2.4   | 0.3    | 0.7  | 0.6   | 0.6  | 0.4    | 0.5  | 0.7   | 0.6  |
|               |       | -0.6   | 2.6  | 6.8   | 9.1  | 5.7    | 7.7   | 11.3  | 7.4   | 8.6    | 7.4  | 3.5   | 1.0  | 2.5    | 2.7  | 2.3   | 2.0  |
| 輸 入           |       | 2.4    | 1.8  | 3.1   | 6.6  | -5.2   | 1.1   | 1.4   | 2.9   | 0.3    | 0.3  | 0.4   | 0.6  | 0.6    | 0.6  | 0.8   | 1.4  |
|               |       | 0.5    | 2.9  | 8.9   | 14.8 | 6.0    | 5.2   | 3.8   | -0.0  | 6.1    | 4.7  | 3.7   | 1.3  | 2.0    | 2.2  | 2.7   | 3.2  |
| GDPデフレーター(注2) |       | -0.6   | -0.3 | -0.3  | 0.1  | 2.2    | 2.1   | 2.4   | 3.4   | 2.0    | 1.8  | 1.0   | 0.5  | 0.0    | 0.2  | 0.4   | 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     |            |            |            |  |  |  |
|                            | 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）               | 2.4         | 0.8        | -0.2       | -1.3       | 0.8         | 0.5          | 2.7         | 3.7         | 3.8         | 3.6        | 3.5        | 3.4        | 3.7        | 3.7        | 3.6        | 3.1        |  |  |  |
| 貿易収支（兆円）                   | -1.5        | -2.3       | -2.9       | -4.0       | -2.1        | -2.7         | -1.8        | 0.1         | 0.1         | -0.2       | -0.4       | -0.6       | -0.3       | -0.4       | -0.5       | -1.0       |  |  |  |
| サービス収支（兆円）                 | -0.7        | -0.9       | -1.0       | -0.9       | -0.7        | -0.9         | -0.5        | -0.7        | -0.7        | -0.7       | -0.6       | -0.6       | -0.6       | -0.6       | -0.6       | -0.6       |  |  |  |
| 第一次所得収支（兆円）                | 4.9         | 4.2        | 4.0        | 4.1        | 4.1         | 4.6          | 5.5         | 4.9         | 5.0         | 5.1        | 5.1        | 5.1        | 5.2        | 5.2        | 5.2        | 5.2        |  |  |  |
| 鉱工業生産<br>（上段は前期比%、下段は前年比%） | 1.6<br>-3.0 | 1.8<br>2.3 | 1.8<br>5.8 | 2.3<br>8.2 | -3.0<br>2.7 | -1.4<br>-0.8 | 0.8<br>-1.5 | 1.5<br>-2.1 | -0.7<br>0.1 | 0.5<br>1.9 | 0.6<br>1.9 | 0.6<br>1.0 | 0.5<br>2.2 | 0.6<br>2.3 | 0.8<br>2.5 | 2.0<br>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          | 11.6        | 9.3         | 16.2        | 15.7       | 5.8        | 2.9        | 2.6        | 2.8        | 3.8        | 5.9        |  |  |  |
| 国内企業物価                     | 0.7         | 2.2        | 2.5        | 2.0        | 4.3         | 4.0          | 2.4         | 0.4         | -2.4        | -2.1       | -1.0       | 0.9        | 0.4        | 0.3        | 0.1        | 0.0        |  |  |  |
| 〔除く消費税率引き上げの影響〕            |             |            |            |            | 1.4         | 1.1          | -0.4        | -2.4        | -2.4        | -2.1       | -1.0       | 0.9        | 0.4        | 0.3        | 0.1        | 0.0        |  |  |  |
| 消費者物価                      | -0.2        | 0.9        | 1.4        | 1.5        | 3.5         | 3.3          | 2.6         | 2.3         | 0.3         | 0.4        | 0.6        | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 0.6        | 0.6        |  |  |  |
| 〔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         | 2.1         | -0.1        | 0.2        | 0.4        | 0.6        | 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         | 0.1         |             |            |            |            |            |            |            |            |  |  |  |
| ドル円相場（円/ドル）                | 98.7        | 98.9       | 100.4      | 102.8      | 102.1       | 103.9        | 114.6       | 119.1       | 119.9       | 120.6      | 121.2      | 121.8      | 122.4      | 122.6      | 122.6      | 122.6      |  |  |  |
| 無担保コール翌日物（%）               | 0.073       | 0.073      | 0.072      | 0.074      | 0.067       | 0.067        | 0.064       | 0.073       | 0.067       | 0.070      | 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       | 0.173       | 0.170       | 0.170      | 0.170      | 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        | 0.34        | 0.39        | 0.45       | 0.50       | 0.55       | 0.60       | 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        | 48.6        | 58.5        | 61.0       | 61.8       | 62.5       | 63.3       | 64.0       | 64.8       | 65.5       |  |  |  |
| 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        | 51.9        | 61.6        | 64.0       | 64.8       | 65.5       | 66.3       | 67.0       | 67.8       | 68.5       |  |  |  |
| 米国実質ＧＤＰ<br>（前期比年率%）        | 1.8         | 4.5        | 3.5        | -2.1       | 4.6         | 5.0          | 2.2         | 0.2         | 3.9         | 2.7        | 2.6        | 2.0        | 2.2        | 2.2        | 2.3        | 2.7        |  |  |  |

(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2015年1-3月期以降

**図表 34 . 日本経済予測総括表(四半期ベース)**
**【輸出入（通関ベース）】**

|           | 2013年度 |      |       |      | 2014年度 |      |       |      | 2015年度 |      |       |      | 2016年度 |      |       |      | 前年同期比% |
|-----------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|------|--------|
|           | 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  | 9.1   | 9.0  | 10.3   | 10.3 | 4.9   | 1.6  | 2.4    | 2.5  | 3.0   | 2.9  |        |
| 数量        | -3.1   | 0.6  | 4.3   | 0.7  | -1.0   | 0.3  | 2.4   | 3.8  | 3.3    | 3.5  | 2.2   | 1.0  | 1.8    | 1.6  | 1.5   | 1.5  |        |
| 輸入額(円ベース) | 10.3   | 17.5 | 24.1  | 17.6 | 2.8    | 2.4  | 1.2   | -9.3 | -1.8   | -0.7 | -0.5  | 4.8  | 4.2    | 3.1  | 2.9   | 4.3  |        |
| 数量        | -1.5   | -0.5 | 4.8   | 6.6  | 0.5    | -0.7 | -3.5  | -4.6 | 0.1    | -0.4 | 0.4   | 2.2  | 1.8    | 1.8  | 2.1   | 3.4  |        |
| 輸出超過額(兆円) | -2.0   | -2.9 | -3.7  | -5.1 | -2.6   | -2.9 | -2.3  | -1.4 | -0.4   | -0.9 | -1.2  | -2.0 | -0.8   | -1.0 | -1.2  | -2.4 |        |

**【所得・雇用】**

|             | 2013年度 |      |       |      | 2014年度 |     |       |     | 2015年度 |     |       |     | 2016年度 |     |       |     | 前年同期比% |
|-------------|--------|------|-------|------|--------|-----|-------|-----|--------|-----|-------|-----|--------|-----|-------|-----|--------|
|             | 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） | -0.1   | -0.7 | 0.0   | -0.2 | 0.4    | 1.1 | 0.4   | 0.2 | 0.5    | 0.6 | 0.8   | 0.3 | 0.5    | 0.6 | 0.7   | 0.5 |        |
| 所定内給与       | -0.8   | -1.1 | -1.1  | -0.7 | -0.4   | 0.0 | -0.2  | 0.1 | 0.2    | 0.1 | 0.2   | 0.1 | 0.2    | 0.3 | 0.3   | 0.2 |        |
| 所定外給与       | 0.3    | 2.7  | 5.1   | 4.6  | 4.0    | 1.9 | 0.5   | 0.2 | 0.7    | 2.5 | 2.5   | 1.6 | 2.8    | 2.9 | 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 | 0.8    | 0.5 | 0.5   | 0.3 | 0.4    | 0.4 | 0.4   | 0.5 |        |
| 雇用者報酬（注3）   | 1.1    | 0.5  | 1.5   | 0.6  | 1.5    | 2.2 | 1.8   | 1.3 | 1.5    | 1.1 | 1.3   | 0.7 | 1.0    | 1.1 | 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 | 3.5    | 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 |      |       |      | 上段は万戸、下段は前年同期比% |
|----------|--------|------|-------|------|--------|-------|-------|-------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|------|-----------------|
|          | 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  | 89.6  | 89.8   | 90.8 | 91.5  | 92.8 | 96.2   | 97.2 | 100.1 | 91.7 |                 |
| 持家       | 11.8   | 13.5 | 12.9  | 3.4  | -9.3   | -13.6 | -13.8 | -5.4  | 1.2    | 5.6  | 3.9   | 3.6  | 7.2    | 7.0  | 9.4   | -1.3 |                 |
| 貸家       | 33.0   | 35.3 | 35.4  | 37.6 | 32.2   | 28.6  | 27.0  | 27.0  | 29.0   | 29.9 | 30.4  | 30.9 | 31.9   | 34.0 | 34.5  | 36.3 |                 |
| 分譲       | 14.9   | 12.2 | 19.7  | -2.7 | -19.3  | -23.8 | -27.9 | -10.1 | 4.5    | 12.4 | 14.3  | 10.2 | 13.7   | 13.5 | 17.7  | 0.3  |                 |
|          | 35.2   | 36.3 | 38.4  | 38.1 | 37.0   | 34.3  | 35.8  | 36.5  | 35.5   | 35.6 | 35.7  | 35.8 | 36.4   | 36.7 | 37.6  | 35.3 |                 |
|          | 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  |                 |
|          | 27.5   | 27.3 | 25.3  | 23.6 | 23.1   | 24.2  | 24.1  | 23.1  | 23.6   | 24.0 | 24.2  | 24.3 | 25.0   | 25.2 | 25.4  | 23.5 |                 |
|          | 11.6   | 12.4 | -0.5  | -7.4 | -16.0  | -11.2 | -5.1  | -2.3  | 2.1    | -0.5 | 0.3   | 5.4  | 6.2    | 5.0  | 5.1   | -3.2 |                 |

（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。当社までご連絡下さい。