

平成27年2月19日

2014・2015・2016年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 2015年1～3月期以降も、プラス成長が続く ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2014・2015・2016年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2014年度▲0.8%（前回▲0.4%）、2015年度+1.8%、2016年度+1.4%

○ 10～12月期は三四半期ぶりにプラス成長に

2014年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比+0.6%、年率+2.2%と三四半期ぶりにプラス成長となった。これにより景気後退局面を抜け出したことを確認できたものの、回復の足取りは緩やかなものにとどまっている。消費増税にともなう実質購買力の低下によって個人消費は弱さが残っており、設備投資もほぼ横ばい推移と力強さを欠いている。一方、海外需要の回復を受けて、輸出は2四半期連続で増加している。

○ 2015年1～3月期以降も、プラス成長が続く

2015年1～3月期以降もプラス成長が続くと見込んでいる。2014年度の補正予算の効果が下支え要因となるなか、原油価格の大幅下落が企業、家計に追い風になると見込まれる。原油安は幅広い業種の収益改善や家計購買力の回復に寄与するだろう。2014年度内は、実質購買力の低下が重石になる状況が続くものの、良好な雇用環境が続くなか、個人消費は緩やかな持ち直しの動きが続き、企業収益の改善を背景に設備投資は増加すると見込んでいる。もっとも、2014年度の実質GDP成長率は、年度前半の落ち込みが大きく前年比▲0.8%と5年ぶりのマイナス成長で着地する見通しである。2015年度入り後は、春闘の賃上げ率が前年を上回るなど所得環境が一段と改善する一方、物価上昇率が低下することで実質賃金は回復すると想定している。そうしたなか、消費者マインドも改善傾向となり、個人消費は安定感を増していくだろう。また、企業収益も円安・原油安などにより増加基調を維持することで、これまで様子見していた設備投資が着実に実行されると見込んでいる。このように企業、家計の前向きの好循環は途切れないと想定しており、2015年度の実質GDP成長率は、同+1.8%と前回予測を0.2ポイント上方修正している。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

担当：財務企画部 もりざね 森実潤也

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

TEL (03) 3593-6813 (090) 6493-3334

<http://www.fukoku-life.co.jp>

junya.morizane@fi.fukoku-life.co.jp

図表1. 2014・2015・2016年度 経済見通し

(前年比、%)

| | 2013 年度 実績 | 2014年度見込み | | | 2015年度予測 | | | 2016年度予測 | | |
|-------------|------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| | | 491.0 | 上期 | 下期 | 507.3 | 上期 | 下期 | 517.8 | 上期 | 下期 |
| | | | (前期比) | | | (前期比) | | | (前期比) | |
| 名目国内総生産(兆円) | 483.1 1.8 | 491.0 1.6 | 487.0 0.5 | 495.6 1.8 | 507.3 3.3 | 508.2 2.5 | 504.7 ▲0.7 | 517.8 2.1 | 517.7 2.6 | 516.2 ▲0.3 |
| 実質国内総生産(兆円) | 530.6 2.1 | 526.1 ▲0.8 | 524.4 ▲1.3 | 527.7 0.6 | 535.4 1.8 | 533.4 1.1 | 537.3 0.7 | 542.7 1.4 | 540.8 0.6 | 544.6 0.7 |
| 内 需 | 2.6 | ▲1.5 | ▲2.2 | 0.2 | 1.4 | 0.8 | 0.6 | 1.3 | 0.5 | 0.8 |
| 民間需要 | 1.8 | ▲1.7 | ▲2.3 | 0.1 | 1.3 | 0.9 | 0.6 | 1.3 | 0.6 | 0.9 |
| 民間最終消費 | 2.5 | ▲3.0 | ▲3.9 | 0.7 | 1.6 | 1.0 | 0.5 | 1.3 | 0.3 | 1.5 |
| 民間住宅投資 | 9.3 | ▲11.8 | ▲12.4 | ▲3.7 | 5.6 | 7.3 | 0.2 | ▲3.5 | ▲2.8 | ▲1.5 |
| 民間設備投資 | 4.0 | 0.3 | ▲2.3 | 1.3 | 3.6 | 2.3 | 1.4 | 3.4 | 1.4 | 2.5 |
| 公的需 | 0.8 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | ▲0.0 | 0.1 | ▲0.0 | ▲0.0 | ▲0.1 |
| 政府最終消費 | 1.6 | 0.4 | 0.2 | 0.4 | 0.8 | 0.5 | 0.4 | 0.8 | 0.4 | 0.4 |
| 公的固定資本形成 | 10.3 | 2.3 | 0.9 | 0.8 | ▲2.5 | ▲2.8 | 0.1 | ▲4.1 | ▲2.2 | ▲3.4 |
| 財貨・サービスの純輸出 | ▲0.5 | 0.7 | 0.8 | 0.4 | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | ▲0.1 |
| 財貨・サービスの輸出 | 4.7 | 7.4 | 3.6 | 4.5 | 7.1 | 3.2 | 3.0 | 6.0 | 2.6 | 3.7 |
| 財貨・サービスの輸入 | 6.7 | 3.2 | ▲1.7 | 2.6 | 6.0 | 3.1 | 3.0 | 6.3 | 2.3 | 4.9 |

注1. 実質値は2005暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

| | | | | | | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 鉱工業生産指数 | 3.2 | ▲0.3 | ▲3.3 | 2.1 | 4.1 | 2.2 | 1.5 | 4.5 | 1.9 | 3.7 |
| 国内企業物価指数※ | 1.9 | 2.7 | 4.2 | 1.2 | ▲2.0 | ▲3.0 | ▲1.1 | 1.7 | 1.5 | 2.0 |
| 消費者物価指数※ | 0.9 | 3.0 | 3.4 | 2.5 | 0.5 | 0.2 | 0.8 | 1.5 | 1.4 | 1.6 |
| 消費者物価(除く生鮮)※ | 0.8 | 2.9 | 3.2 | 2.6 | 0.4 | 0.1 | 0.7 | 1.5 | 1.4 | 1.6 |
| 貿易収支(兆円) | ▲11.0 | ▲6.2 | ▲4.4 | ▲1.7 | ▲0.5 | 1.2 | ▲1.7 | ▲2.2 | 0.8 | ▲3.0 |
| 経常収支(兆円) | 0.8 | 7.4 | 2.0 | 5.4 | 14.7 | 8.7 | 6.0 | 13.9 | 8.8 | 5.2 |
| 名目賃金指数※ | 0.1 | 1.0 | 1.1 | 0.8 | 1.2 | 1.1 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.6 |
| 完全失業率(%) | 3.9 | 3.5 | 3.6 | 3.5 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.1 | 3.2 | 3.0 |
| 住宅着工戸数(万戸) | 98.7 | 88.0 | 87.4 | 88.6 | 93.1 | 92.9 | 93.3 | 90.2 | 90.2 | 90.2 |
| 為替レート(¥/\$) | 100.2 | 109.7 | 103.0 | 116.3 | 120.0 | 120.0 | 120.0 | 118.0 | 118.0 | 118.0 |
| 原油価格(\$/b) | 109.6 | 90.0 | 109.0 | 70.9 | 58.6 | 56.3 | 61.0 | 67.0 | 65.0 | 69.0 |
| 米国実質成長率(年率) | 2.2 | 2.4 | 0.9 | 4.3 | 3.1 | 2.6 | 2.9 | 2.9 | 2.9 | 2.7 |
| 中国実質成長率※ | 7.7 | 7.4 | 7.4 | 7.3 | 7.1 | 7.2 | 7.0 | 6.8 | 6.9 | 6.6 |

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. ※印がついた指標の半期は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

◇日本経済の現状と見通し

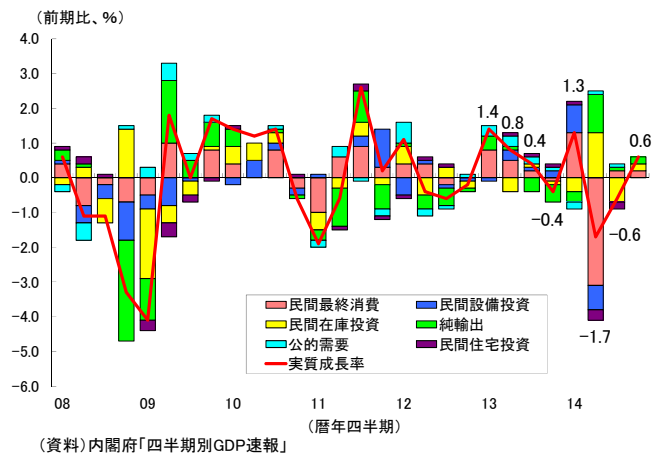
○10～12月期の実質GDP

2月16日に発表された2014年10～12月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+0.6%（年率換算+2.2%）と3四半期ぶりのプラス成長となった（図表2）。個人消費が想定より低い伸びにとどまったものの、民間需要の寄与度が同+0.3ポイントとなるなか、輸出が輸入の伸びを上回ったことで外需が同+0.2ポイントと押し上げに寄与した。一方、名目GDP

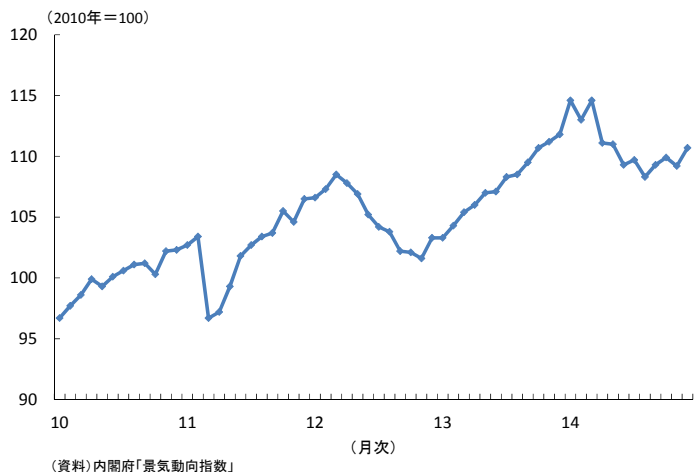
成長率は、同+1.1%（年率換算+4.5%）と実質成長率を大きく上回る高い伸びとなった。円安進行により名目輸出、名目輸入ともに高い伸びとなったものの、原油安の影響を受けた名目輸入の伸びを名目輸出のそれが上回ったことで成長率を押し上げた。実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は同0.3%増と駆け込み需要の反動減の影響が和らぎ、夏場のような天候を要因とした消費の下押しも軽微にとどまったものの、物価高による実質的な購買力の低下が引き続き重石となった。設備投資は同0.1%増と3四半期ぶりにプラスではあるが、概ね横ばい圏内の推移となっている。企業収益が良好ななかで投資意欲を維持しながらも投資に対して慎重な姿勢が続いている。一方、住宅投資は、駆け込み需要の反動減の影響が残っており、同1.2%減と3四半期連続で減少している。公的需要については、補正予算の効果が薄れて伸びが鈍化したものの、公的固定資本形成が同0.6%増とプラスを維持し、政府消費は同0.1%増加している。外需については、円安推移となるなか、米国などの需要が回復したことを受けて輸出が同2.7%増と2四半期連続で増加する一方、同1.3%増となった輸入の増加幅を上回ったことでプラス寄与となった。

10～12月期の成長率は想定より低い伸びではあったが、駆け込み需要の反動減による景気後退局面を抜け出したことが確認できる結果である。月次の動きを景気動向一致CIでも、8月を底に上向き転じており、12月には前月比+1.5ポイント上昇し、その基調判断は「改善している」に上方修正されている（図表3）。今回の景気後退局面は、消費税率引上げによる駆け込み需要とその反動減という需要の大きな変動が主因であるものの、それを通じて家計・企業のマインドに悪影響を及ぼしている。もっとも、2014年度前半に日本経済がもたつくなかでも、雇用環境は良好さを維持し、円安もあって企業収益も改善傾向となっている。そうしたなか、10～12月期においては、短期的には、実体経済や金融資本市場に影響を及ぼす政策が公表されている。10月末には日銀が想定外の金融

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



図表3. 景気動向一致CIの推移



(資料)内閣府「景気動向指数」

もっとも、2014年度前半に日本経済がもたつくなかでも、雇用環境は良好さを維持し、円安もあって企業収益も改善傾向となっている。そうしたなか、10～12月期においては、短期的には、実体経済や金融資本市場に影響を及ぼす政策が公表されている。10月末には日銀が想定外の金融

の追加緩和に踏み切り、株高・円安が一段と進行している。また、2 四半期連続のマイナス成長を理由に、安倍首相は、2015 年 10 月に予定されていた消費税率 10%への再引上げを 2017 年 4 月に先送りしている。その後、衆議院解散、総選挙を経て、12 月下旬には、3.5 兆円の緊急経済対策が公表されている。さらに海外商品市況に目を転じると、夏場頃から下落していた原油価格は、11 月の OPEC（石油輸出国機構）における原油減産の見送り決定で下げ足を速め、1 月には 1 バレル 40 ドル台まで下落した。原油価格の急激な下落によって資源国経済の悪化やヘッジファンドなどの損失拡大による金融資本市場への悪影響などは懸念されるものの、ほぼ全量の原油を輸入するわが国にとっては、原油価格の大幅下落は経済活動を押し上げる要因となる。緊急経済対策や原油価格の下落などの追い風が吹くなか、今後の日本経済は緩やかな持ち直しが続くと思込んでいる。実質購買力の低下が重石になる状況が続くものの、良好な雇用・所得環境の下で、ガソリンや灯油などの値下げが購買力の回復につながることや、2015 年 10 月の消費税率再引上げの先送りにより消費者マインドの改善が見込まれることで、個人消費は上向きの動きが続くであろう。また、企業収益の底堅さを背景に、企業は投資意欲を維持しており、設備投資は増加傾向になると見込んでいる。家計・企業が前向きの姿勢を維持することで、この民間需要の二本柱が底堅く推移すると想定している。輸出を左右する海外需要については、中国は力強さを欠くものの、米国にけん引されて緩やかに回復していくと想定している。日系企業の海外生産比率の上昇などによる構造要因が伸びを押しえるものの、円安推移や海外需要の回復を映して、輸出は緩やかな増加基調になると見込んでいる。

なお、主要な需要項目については以下の通り。

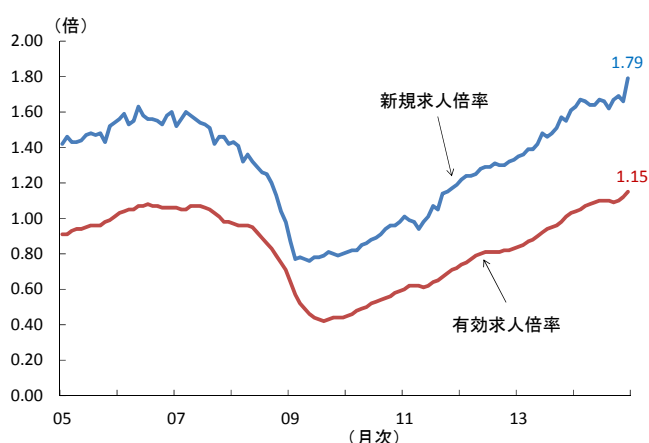
○個人消費は上向きの動きが続く

雇用環境は改善傾向となっている。

12 月の有効求人倍率は 1.15 倍、新規求人倍率は 1.79 倍と改善し、ともに 1992 年以来の高い倍率となっている（図表 4）。求人数が増加傾向となる一方、求職者数は減少傾向となっており、その均衡を示す 1 倍を大きく上回っている。また、完全失業率は 3.4%と 1997 年以来の低水準となり、完全雇用とみられる 3%台半ばの水準が続いている。今後も雇用環境は緩やかに改善するだろう。生産年齢人口の減少という構造

要因が大きく影響するなか、サービス業を中心に人手不足が常態化していることで企業の採用意欲は依然として強く、今後も労働需給は引き締まっていくだろう。そうしたなかで、企業においては若年層を中心に正社員を確保する動きがみられるため、その年代の雇用の質は改善し、その一方で、一部の高齢者や女性は非正規社員で働くことを選択するケースもあり、正規社員・非正規社員の両方が増加すると想定している。このような労働需給の引き締まりを映して、所得は増加している。12 月の現金給与総額は前年比 1.3%増と 10 ヶ月連続で前年の水準を上回っている。年末賞与や残業代の

図表 4. 求人倍率の推移



(資料)厚生労働省「一般職業紹介状況」

増加に加えて、一般労働者の所定内給与は一部企業におけるベースアップ（以下ベア）実施などにより 2014 年度入り後前年比プラスで推移している。また、パートタイマー比率の上昇に歯止めがかかりつつあることも押し上げに寄与しているとみられる。今後についても、現金給与総額は前年比プラスで推移すると想定している。2014 年度のベアの効果が年度を通じて前年比増加に寄与することに加え、2015 年度の春闘でベアを実施する企業が増えると想定している。労務行政研究所のアンケート結果をみても、ベアを実施する予定の企業の割合は 2014 年度に比べて高まっており、業績が良好な企業を中心に、物価上昇を意識したベア実施に前向きな企業が増えつつあるとみられる。これにより正社員の賃金改善が期待できるなか、アルバイトなどの時給も人手不足を映して上昇傾向になると見込んでいる。なお、2014 年度内は、名目賃金の上昇率は消費者物価の伸びを下回ることによって実質賃金は前年比マイナスとなるが、2015 年度入り後、消費者物価の前年比上昇率が急速に低下することもあり、実質賃金も前年を上回っていくことになるだろう。

個人消費は、力強さを欠くものの、持ち直している。10～12 月期の民間最終消費支出は前期比 0.3% 増と 7～9 月期と同じ伸びにとどまっている。雇用環境が改善し、年末賞与も増えたことに加え、駆け込み需要の反動減の影響が和らいでいることで増加基調は維持したものの、実質購買力の低下が重石になったとみられる。家計最終消費支出の内訳をみると、耐久財は乗用車販売の持ち直しを映して同 0.7% 増と増加に転じたものの、7～9 月期に増加に転じた半耐久財は再び減少している。反動減後の動きとしては回復力に弱さが残っている。実質購買力の低下の重みを感じた消費者は節約に動いたとみられる。一方、サービスは同 0.5% 増と 3 四半期ぶりにプラスに転じている。今後の個人消費については、弱さが残るものの、上向きの動きが続くと見込んでいる。雇用環境が良好さを維持するなか、名目総賃金（一人当たり現金給与総額×雇用者数）は着実に増加し、2015 年度入り後は、実質ベースでも前年を上回ると見込んでいる（図表 5）。また、消費者マインドは、消費税率再引上げの先送りなどもあって年末頃から持ち直しており、消費者の生活防衛意識も弱まりつつあるとみられる。そのなか、原油価格の下落によってガソリンや灯油の価格が 2 割程度下落し、家計購買力の回復の一助になる状況も続くと想定している。駆け込み需要の反動減の影響も時間の経過とともに和らぐこともあって、個人消費は緩やかな上向きの動きを続けると見込んでいる。2014 年度内は消費増税による実質購買力の低下などが重石となり、回復の足取りは弱さが残るものの、実質賃金が回復する 2015 年度は安定感を増すと想定している。

図表 5. 実質総賃金の推移



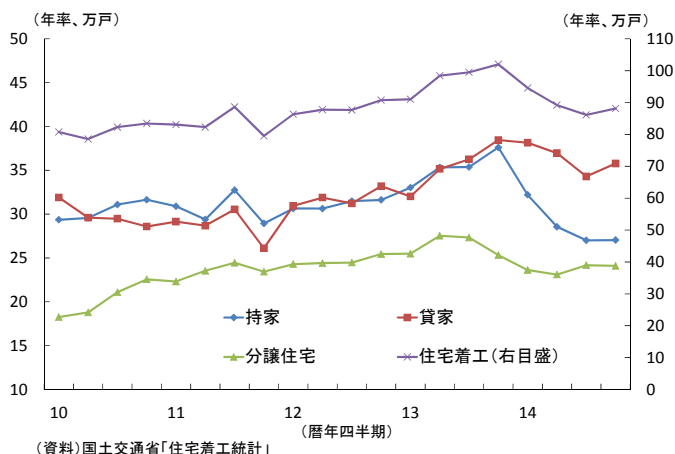
(資料)総務省、厚生労働省などにより富国生命作成
(備考)総賃金は、現金給与総額×雇用者数で算出している

○新設住宅着工戸数は緩やかな増加が見込まれる

住宅投資は 3 四半期連続で減少している。駆け込み需要の反動減の影響が残っているために住宅投資は減少が続いているものの、住宅投資に先行して動く新設住宅着工

戸数は、2014年7月の85.1万戸を底に緩やかながらも増加基調に転じ、12月は88.3万戸となっている。四半期ベースでは10～12月期が年率88.1万戸と4四半期ぶりに増加している（図表6）。利用目的別にみると、10～12月期の持家と分譲住宅が前期比横ばい推移にとどまるなか、貸家は同1.5万戸増加している。貸家は既に2013年前半の水準を上回るなど、2015年1月の相続税改正を踏まえた需要の強さが背景にあるとみられる。その一方、持家と

図表6. 新設住宅着工戸数の推移

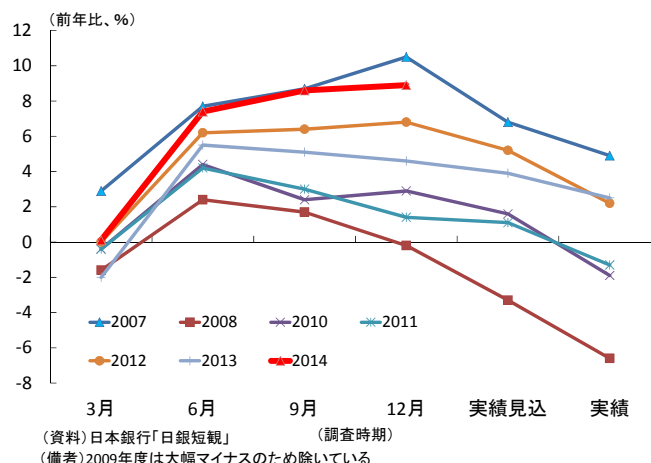


分譲住宅は、駆け込み需要の反動減の影響が和らいで下げ止まっているものの、回復の足取りは重い。今後については、新設着工戸数は水準を戻す動きが続くと見込んでいる。雇用・所得環境が良好さを維持するなか、反動減の影響が弱まるにつれて需要は回復していくとみている。もっとも、住宅生産団体連合会のアンケート調査をみると、戸建注文住宅の「見学会、イベント等への来場者数」は、7～9月期に比べて10～12月期は減少の割合が高まる一方、増加の割合が低下しており、その時点では住宅取得意欲が強まっている訳ではない。そうしたなか、経済対策として、住宅取得等資金に係る贈与税の非課税措置の拡充や、フラット35Sの金利引き下げ幅の拡大（▲0.3%→▲0.6%）、省エネ住宅に関するポイント制度などが実施されることで、家計の住宅取得意欲が高まることが期待できる。期限が設けられている施策であり、住宅購入を検討している世帯の購入決定判断を後押しするだろう。また、貸家についても、相続税改正によって、富裕層による相続税対策としての貸家建設需要が高まっているとみられ、全体を押し上げる状況が続くであろう。今後も、駆け込み需要の反動減の影響が和らぐなかで、経済対策も押し上げ要因となり、新設着工は緩やかに増加すると見込んでいる。なお、住宅投資については、新設着工に遅れて動くことから、2015年1～3月期に増加に転じると想定している。

○設備投資は、増加基調になると見込む

設備投資は、概ね横ばい推移となっている。10～12月期の実質設備投資は3四半期ぶりに増加したものの前期比0.1%増と微増にとどまっている。企業は投資意欲を維持しながらも、2014年度前半の景気後退局面が影響して、様子見姿勢を続けている。日銀短観で大企業の2014年度の設備投資計画をみると、12月調査では、9月調査比微増となっており、大企業は設備投資計画を下方修正していない。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）

図表7. 設備投資計画（大企業全産業）

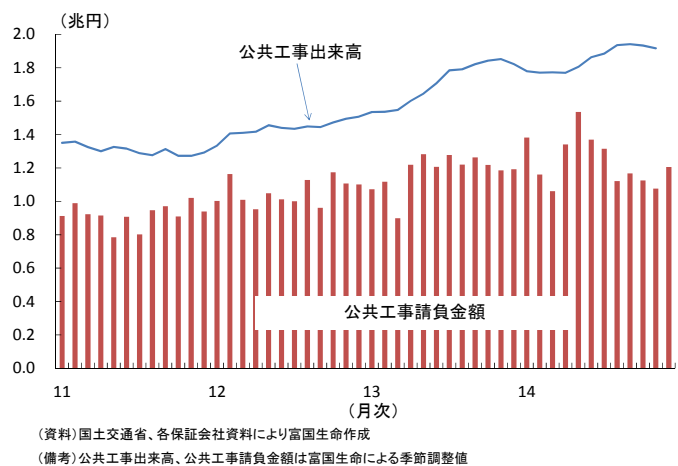


をみても、回復の足取りは弱いながらも増加傾向を維持している。12月は前月比8.3%増と大幅増となり、当初の見通しでは前期比0.3%減となっていた10～12月期の実績値は同0.4%増と2四半期連続で増加し、2015年1～3月期の見通しも同1.5%増となっている。これまで製造業主導で増加していたが、見通しでは非製造業が増加するなど、業種にも広がりが見られる。今後については、設備投資は増加基調になると見込んでいる。上場企業の経常利益が2015年3月期に過去最高を更新する見通しになるなど企業収益は増加し、潤沢な手元資金もあるなか、貸出金利も極めて低水準になっており、資金調達環境も良好な状態が続いている。このように資金面における制約が少ないなかで、企業の投資判断が設備投資の動向を左右するが、日銀短観のアンケート調査をみても、企業の投資意欲は維持されている。こうした状況下、景気の持ち直しもあって、設備投資は着実に進捗すると見込まれる。製造業では、生産設備の老朽化に対応した更新投資、将来的な人手不足を睨んだ省力化投資などが増加するとみられ、また、次世代自動車などの新製品開発に対応した投資も拡大すると見込まれる。一方、非製造業では、人口集積が進む都市部における不動産開発が引き続き進捗し、少子高齢化やIT関連市場の深化などの社会構造の変化に合わせ、内需を取り組むべく投資も拡大していくとみられる。また、情報サービス業のソフトウェアの受注をみても増加傾向になるなど、ソフト関連の投資も増加すると見込まれる。それにより、設備投資は増加傾向を辿ると見込んでいる。なお、一部の業種において新興国などの海外の生産拠点を国内に回帰する動きが見られるが、余剰生産設備を活用する事例が多いことから、現時点では押し上げ効果は限定的とみている。

○今後の公的固定資本形成は高水準ながらもピークアウト

公的固定資本形成は補正予算の効果が薄れつつある。10～12月期の公的固定資本形成は前期比0.6%増と3四半期連続で増加したものの、伸びは鈍化している。2013年度の補正予算で組まれた「好循環実現のための経済対策」や2014年度の公共投資予算の消化を各自治体が前倒しした影響がでてきている。先行指標である公共工事請負金額は、既にピークアウトしており、新たに着工段階をむかえる公共投資の規模が小さくなっている。全国的に老朽化した公共施設やインフラなどの修繕工事に加え、復興工事も着実に進捗しているとみられ、公共投資は震災前に比べると高水準であるものの、予算の制約もあって増加の動きに歯止めがかかりつつある。今後については、公的固定資本形成は高水準ながらも、年度末にかけて水準が緩やかに落ちていくと想定している。2014年度の緊急経済対策で公共事業関連の予算が計上されており、それが進捗する段階になれば公共投資を押し上げる要因となる。もっとも、2015年度の予算案では公共事業関係費が前年比でほぼ横ばいとなり、経済対策の規模も前年度に比べて小さくなっていることを鑑みると、落ち込みに歯止めをかける程度であろう。一方、特別会計で予算が計上され

図表8. 公共工事請負金額の推移

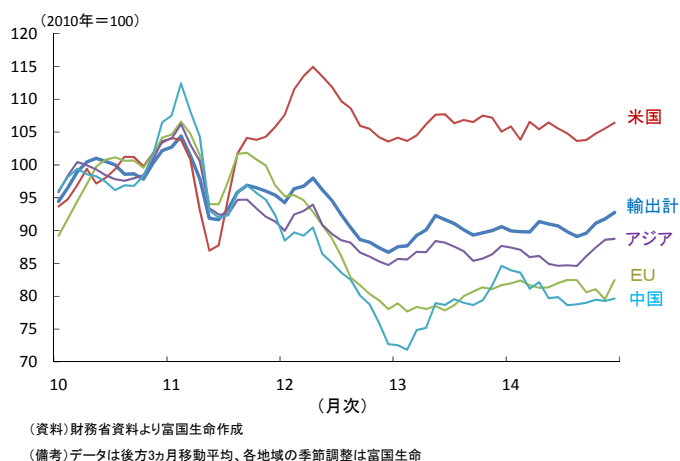


ている復興事業については、復興庁の資料（11月時点）をみると、復興住宅、復興まちづくり（防災集団移転、土地区画整理）などでは、大半の事業が着工されているが、進捗ペースは緩やかにとどまっている。今後も建設事業者の人手不足もあって進捗ペースが加速する展開は見込みにくい。全国ベースでは、老朽化した学校や社会福祉施設の耐震化やインフラの更新投資を中心に底堅く推移するとみられるが、予算の制約により徐々に水準が落ちていくと見込まれる。そのため、2015年度は4年ぶりに前年を下回ると想定している。

○輸出は緩やかな増加基調が続く

輸出は緩やかな増加基調となっている。10～12月期の実質輸出は前期比2.7%増と2四半期連続で増加した。輸出数量指数の推移をみても、10～12月期は同+3.5%と米国向けやアジア向けを中心に上昇している。米国などの需要が回復していることに加え、円安での推移も外国企業との価格競争力を高めており、押し上げに寄与しているとみられる。ただし、わが国製造業が海外生産比率を高め、それらの企業が現地調達割合を増やすなどの構造的な変化が影響するなかで、中国などの減速が重石になっているとみられる。今後については、輸出は緩やかな増加基調が続くと見込んでいる。足元のような円安水準であっても、前述した構造要因により、リーマンショック前のように輸出が大きく伸びることは期待できない。また、海外需要は米国を中心に上向いていくと見込んでいるものの、中国のもたつきもあって緩やかな回復の動きにとどまるだろう。そのなか、円安の享受を受けながら、一般機械や化学などの高付加価値製品を中心に海外需要の回復にあわせて輸出は増加基調を維持すると見込んでいる。

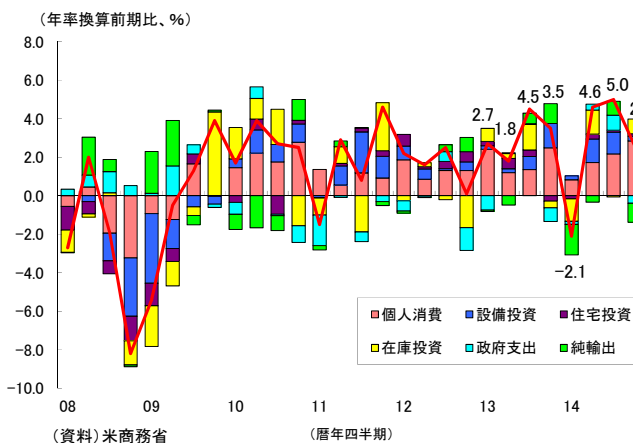
図表9. 輸出数量指数の推移



【米国経済】

米国経済は緩やかに回復している。10～12月期の実質GDP成長率(速報)は、前期比年率+2.6%と高成長であった前2四半期の伸びを下回ったものの、3四半期連続でプラスとなった(図表10)。需要項目別にみると、7～9月期に国防費が大幅増となった反動減もあって政府支出が減少し、純輸出も輸出の伸び鈍化を映して同▲1.0ポイントと押し下げ要因となった。これにより実質成長率は伸びが鈍化したが、家計部門は堅調な結果であった。個人消費

図表10. 米国実質GDP成長率の推移



は同 4.3%増と伸び率が高まっている。自動車などの耐久財への支出が高い伸びとなり、サービス消費の伸びが高まっている。また、住宅投資は、銀行の融資基準の緩和やモーゲージローン金利の低下を映して、新設着工戸数は増加基調となり、同 4.1%増と堅調に推移している。一方、設備投資は、増加基調を維持したものの、機械設備投資が減少したことなどで同 1.9%増と伸びが鈍化している。足元の動きを1月の月次指標でみると、家計部門は総じて底堅い結果となっている。消費者マインドは持ち直し、雇用環境も改善するなか、コアの小売売上高は増加に転じている。一方、製造業景況感指数は、高水準であるものの、足元では低下傾向となっている。

今後についても、緩やかな回復が続くと想定している。雇用者数が着実に増加するなど雇用環境が改善傾向となるなか、ガソリン価格の大幅下落を受けて家計の実質的な購買力が高まっており、消費者マインドにも好影響を及ぼしている。所得の伸びが限定的であり個人消費の加速は期待できないものの、堅調に推移すると見込んでいる。また、住宅投資については、住宅投資に先行して動く新設着工や住宅建設許可件数の緩やかな増加を反映して、引き続き緩やかに増加すると見込んでいる。一方、設備投資は伸び悩むとみられる。先行指標である非国防資本財受注は高水準ながらも減少傾向となっている。ドル高を背景としたグローバル企業の収益鈍化や、原油価格の大幅下落を背景としたシェール関連投資の減少が足かせになると見込んでいる。また、ドル高などを映して、輸出は概ね横ばい推移にとどまるだろう。こうした状況を受けて企業部門は足踏みすると想定している。なお、FRB（米連邦準備理事会）による利上げの時期に注目が集まるが、原油安が続きインフレ圧力は低下するとみられ、賃金上昇ペースの加速も時間がかかる見通しであることから、イエレン議長は当面の間、慎重な姿勢を継続すると想定している。2015年の米国の実質GDP成長率の予測値は、前年比+3.1%と上方修正している。

【欧州経済】

欧州経済は、ドイツを中心に、緩やかながら持ち直しが続いている。10～12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.3%と、7～9月期（前期）の同+0.2%から小幅に拡大し7四半期連続でプラス成長となった（図表11）。ドイツが同+0.7%と前期の同+0.1%から加速し全体をけん引したほか、スペインが同+0.7%、ポルトガルも同+0.5%と堅調に推移した。一方、フランスは前期の同+0.3%から同+0.1%と減速し、イタリアはゼロ成長となった。12月の失業率は11.4%と依然として高く、雇用環境の改善の動きは緩慢であるものの、ドイツでは10～12月期の小売売上高が同1.5%増と高い伸びになるなど、個人消費は、原油価格の下落を受けて持ち直しの動きを強めている。輸出は、域内向け輸出は同0.4%減と概ね横ばい推移が続いている一方、域外向け輸出がユーロ安を背景に同2.2%増と増加傾向を強めており、総じてみると堅調に推移している。

図表 11. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



こうした動きを映して、生産活動は、10～12月期の鉱工業生産指数が同+0.3%と2四半期ぶりのプラスになるなど、上向きの動きがみられる。

今後については、緩やかな持ち直しの動きが続くと想定している。雇用環境は、フランスやイタリアで失業率の高止まりが続くとみられ、改善の動きは緩慢なものにとどまるものの、原油安などを背景に消費者マインドが改善することで、個人消費は、持ち直しの動きを維持すると見込んでいる。また、輸出については、ECB（欧州中央銀行）による量的緩和を背景にユーロ安が続くとみられるなか、米国を中心に海外需要が持ち直すことで、域外輸出は、ドイツを中心に引き続き増加基調で推移し、域内輸出は、欧州各国の個人消費が底堅さを増すなかで緩やかに増加すると見込んでいる。欧州経済は、悪化が続いていた企業の景況感が好転し、生産にも上向きの動きがみられるなか、ドイツが再びけん引役となる形で、緩やかな持ち直しの動きが続くと想定している。インフレ動向については、原油安が物価の下押し圧力となる状況が続き、マイナス圏での推移が続くものの、エネルギーと食品を除くコアベースでは、プラス圏で推移すると想定している。

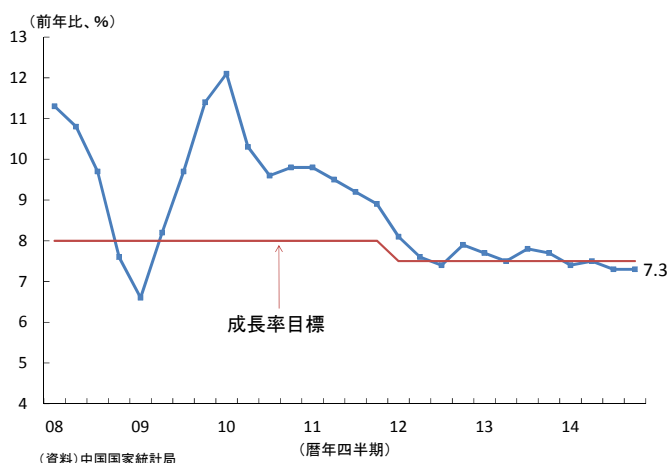
【中国経済】

中国経済は、成長ペースが鈍化傾向となっている。10～12月期の実質GDP成長率は前年比+7.3%と7～9月期と同じ伸び率となった（図表12）。これにより2014年の実質成長率は同+7.4%となり、7.5%程度とする年間目標のトップラインの数値を下回る結果となった。個人消費は、消費財小売総額の前年比伸び率が二桁増になるなど底堅く推移しているものの、固定資産投資の伸び鈍化の影響が大きく、経済成長が減速している。その固定資産投資は、インフラ関連の投資は堅調で

あるものの、不動産販売価格の下落が続くなかで、不動産投資を中心に伸びが鈍化している。1月の月次指標をみても、輸出が同3.3%減と前年を下回り、生産も伸び悩んでいることから、製造業PMIが約2年半ぶりに50を下回っている。輸出は春節の日程が昨年と異なることも影響しているとみられるが、米国向けを除く大半の国向けで前年割れとなっている。一方、輸入は同19.9%減と商品市況の下落も相まって大幅減となっている。資源などの過剰在庫の調整が続いているとみられる。

今後については、当面、方向感がはっきりしないものの、7%程度の成長が続くと想定している。不動産バブルへの懸念や過剰生産設備を抱えるなかで、固定資産投資偏重から個人消費主導への動きは変わらないとみている。個人消費は、堅調な雇用環境が続くなか、ネット市場の拡大もあって、引き続き底堅く推移すると見込んでいる。ただし、共産党幹部に対する汚職撲滅の動きが続いており、高級品市場などは弱さが残るだろう。一方、固定資産投資は増加テンポが鈍化すると見込まれる。地方政府の債務膨張に歯止めがかかるなかで無駄な投資が抑制され、販売価格の弱含みを受けて

図表12. 中国実質GDP成長率の推移



不動産投資も停滞するとみられる。ただし、鉄道などのインフラ投資や保障性住宅への投資などは引き続き増加すると見込まれる。輸出は、米国の需要増に加え、新興国の減速に歯止めがかかり次第に増加するだろうが、固定資産投資の鈍化を受けて、生産活動は力強さを欠く推移が見込まれる。ただし、2月上旬に全銀行を対象に預金準備率の引下げを行っており、経済の過度な減速に歯止めをかける効果が期待できよう。なお、3月の全人代で2015年の実質GDP成長率の目標が決められるとみられるが、これまでの7.5%から7.0%程度に引き下げると想定している。中国政府は、構造改革を重視する姿勢を維持するとみており、景気の減速局面でも小粒の経済対策にとどめるだろう。2015年の実質GDP成長率は+7.1%と前回予測を据え置いている。

○今後の伸び率などについて

2014年度の実質GDP成長率は▲0.8%での着地を見込んでいる。実績値が当社予測を下回ったことで、前回予測を下方修正したが、先行きについては見方を変えていない。実質購買力の低下が重石になるものの、駆け込み需要の反動減の影響が和らぐことに加え、消費者マインドが改善しつつあり、個人消費は持ち直しの動きが続くだろう。また、企業収益が改善するなか、景気の持ち直しが確認できたことで、企業は設備投資に前向きになって年度計画を着実に実行していくと見込んでいる。なお、2015年1～3月期は年率+3%程度の成長を想定している。

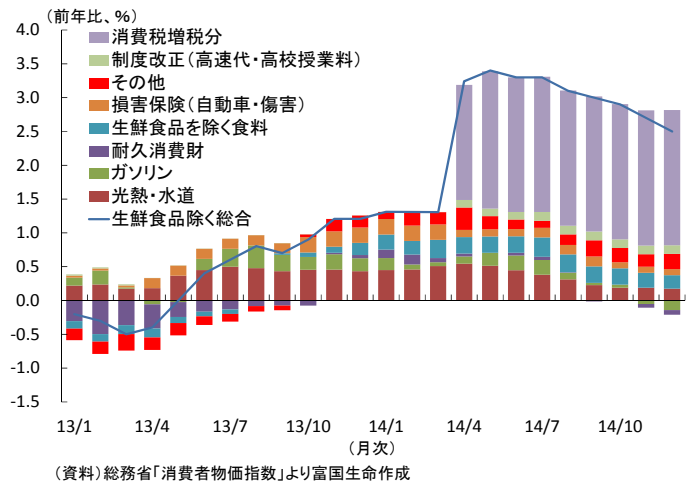
2015年度の実質GDP成長率は+1.8%と前回予測を0.2ポイント上方修正した。12月下旬に3.5兆円の緊急経済対策が発表されたことに加え、前回の想定より原油価格の下落幅が大きいことがその要因である。緊急経済対策は規模が小粒であったことから押し上げ効果は限定的にとどまるものの、原油価格の大幅下落は、企業、家計に幅広く恩恵を及ぼすことになる。一部の業種を除けば企業の収益改善に寄与し、家計はガソリン、電気代などへの支出が節約できて、他の財・サービスに振り向ける余地も生まれる。また、物価の伸びが鈍化する一方で、春闘においてはベアも含めて2014年度を上回る賃上げ率になると見込んでおり、実質ベースでも一人当たり賃金は前年比で増加に転じるだろう。そのため家計部門は底堅く推移すると見込まれる。また、円安や原油安が続くなか、非資源国における需要の回復もあって、企業収益は引き続き増加すると見込まれ、設備投資は増加基調を維持するだろう。このように企業・家計の前向きな好循環は途切れないと想定している。2016年度も成長テンポは弱まるものの、同様の動きが続き、年度末にかけては消費税率の再引上げを睨んだ駆け込み需要が生じることになろう。

○消費者物価の見通し

日銀が昨年10月末に追加緩和に踏み切ったものの、原油価格の大幅下落によって日銀の物価安定目標の達成時期を見通しにくくなっている。政策委員のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）の大勢見通しをみると、2015年度の中央値は前年比+1.0%（同+0.4%～同+1.3%）と10月時点の同+1.7%から下方修正されている。日銀は「2015年度を中心とする期間」に目標達成を見込むが、2015年度内は困難とみられる。2014年12月のコアCPIは同+2.5%、消費増税の影響を除くと同+0.5%と前年比プラス幅は縮小している（図表13）。2013年以降の円安進行が消費者物価の前年比上昇率を押し上げていたが、その効果も一巡しつつあるなかで、原油価格の下落

がコア CPI を押し下げる要因となっており、12 月にはガソリンが同▲2.5%と 19 カ月ぶりにマイナスに転じている。今後についても、ガソリンや灯油などの価格下落に加え、生鮮食品を除く食料も円安によるインフレ圧力が一旦弱まると見込まれる。また、2015 年度入り後、高校授業料無償化の制度変更や高速道路通行料の実質的な値上げなどの物価押し上げ要因が剥落する。そのため、当面、コア CPI の前年比プラス幅は縮小傾向となり、2015 年の夏頃には前年比上昇率がゼロになると見込んでいる。その一方で、個人消費の持ち直しの動きが続くことで、企業は人件費上昇などのコスト増分を価格転嫁していくと想定している。

図表 13. コア CPI の推移



とは言え、現状のコア CPI は為替や原油価格の変動に左右される側面が強く、当社のそれらの前提条件に基づくと、2015 年度は前年比+0.4%と低い伸びにとどまると想定している。なお、日銀は、インフレ期待の行方について今春の春闘の結果を注視している模様であり、少なくともその大勢を見極めるまでは、現状の政策を維持すると想定している。

○リスク要因

日本経済は、企業・家計の前向きな好循環が続くという見方が当社のメインシナリオであるが、海外経済動向や金融資本市場を発端とするリスク要因が顕在化すると、その循環が途切れてしまう可能性があることには留意する必要がある。米国の利上げに向けた金融政策の舵取り次第では、新興国は投資資金の逆流などで悪影響が広がることも想定される。また、デフレ懸念がくすぶる欧州では、停戦合意後も予断を許さないウクライナ情勢やギリシャの債務再編に向けた動きも不透明であり、それらの悪材料をきっかけに三番底に陥る可能性もあろう。また、中国でも、不動産バブル崩壊や影の銀行問題などの火種があり、政府の舵取りは困難になっている。また、イスラム過激派による先進国における大規模テロなどが頻発することになれば、実体経済の悪化に加え、金融資本市場の混乱を通じてグローバルで不安感が広がるだろう。このような海外要因の不安材料が顕在化すると、外需が先導する形で好循環が途切れる可能性もあろう。

以上

図表14. デフレーターの伸び率(2005暦年連鎖価格)

(前年比、%)

| | 2011年度 | 2012年度 | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 国内総支出 | ▲ 1.7 | ▲ 0.9 | ▲ 0.3 | 2.5 | 1.5 | 0.7 |
| 民間最終消費 | ▲ 0.7 | ▲ 1.0 | 0.3 | 2.2 | 0.5 | 1.2 |
| 民間住宅投資 | 0.5 | ▲ 0.6 | 2.9 | 3.7 | 2.7 | 2.3 |
| 民間設備投資 | ▲ 0.9 | ▲ 0.2 | 0.9 | 1.2 | 0.8 | 0.6 |
| 政府最終消費 | 0.0 | ▲ 0.7 | ▲ 0.2 | 2.2 | 0.6 | 0.8 |
| 公的固定資本形成 | 0.7 | ▲ 0.2 | 1.9 | 3.1 | 2.0 | 1.3 |
| 財貨・サービスの輸出 | ▲ 2.3 | 0.6 | 8.5 | 3.2 | 2.4 | 0.5 |
| 財貨・サービスの輸入 | 5.5 | 0.9 | 11.3 | 0.9 | ▲ 3.0 | 1.2 |

予測

図表15. 需要項目別の寄与度

(%)

| | 2011年度 | 2012年度 | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 実質国内総支出 | 0.4 | 1.0 | 2.1 | ▲ 0.8 | 1.8 | 1.4 |
| 民間需要 | 1.3 | 1.4 | 1.8 | ▲ 1.7 | 1.3 | 1.3 |
| 民間最終消費 | 0.8 | 1.1 | 1.5 | ▲ 1.8 | 0.9 | 0.8 |
| 民間住宅投資 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | ▲ 0.3 | 0.1 | ▲ 0.1 |
| 民間設備投資 | 0.6 | 0.2 | 0.5 | 0.0 | 0.5 | 0.5 |
| 公的需要 | 0.1 | 0.3 | 0.8 | 0.2 | 0.1 | ▲ 0.0 |
| 政府最終消費 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 公的固定資本形成 | ▲ 0.1 | 0.0 | 0.5 | 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.2 |
| 財貨・サービスの純輸出 | ▲ 1.0 | ▲ 0.8 | ▲ 0.5 | 0.7 | 0.3 | 0.1 |
| 財貨・サービスの輸出 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | 0.7 | 1.2 | 1.2 | 1.1 |
| 財貨・サービスの輸入 | ▲ 0.8 | ▲ 0.6 | ▲ 1.2 | ▲ 0.5 | ▲ 0.9 | ▲ 1.0 |

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない