

平成27年5月25日

2015・2016年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 4～6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、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】

2015年度 +1.8%（前回+1.8%）、2016年度 +1.4%（前回+1.4%）

○ 1～3月期は2四半期連続のプラス成長

2015年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.6%、年率+2.4%と2四半期連続のプラス成長となった。在庫の変動が成長率を高めた要因であるが、他の民間需要項目もそれぞれプラスになるなど、景気が着実に持ち直していることを確認できる結果と言える。円安や原油安による堅調な企業収益が後押しした設備投資と、反動減の影響が薄れてきた住宅投資は、ともに4四半期ぶりに増加に転じた。ただし、3四半期連続で増加した個人消費は、消費増税にともなう実質購買力の低下が重石となり、引き続き力強さを欠く動きとなった。そうしたなか、輸出は、円安を背景に増加基調が続いた。なお、2014年度の実質GDP成長率は、前年比▲1.0%と消費増税が影響し5年ぶりのマイナス成長となった。

○ 4～6月期以降も、プラス成長が続く

4～6月期以降も、プラス成長が続くと見込んでいる。雇用環境が良好さを維持し、引き続きガソリン価格の下落などが家計負担を軽減するなか、春闘賃上げ率が前年を上回るなど所得環境が一層改善することで、家計の実質購買力は持ち直すだろう。それによる消費者マインドの回復を映して、個人消費は安定感が高まっていくとみられる。また、住宅投資は、フラット35Sの金利引下げ幅拡大などの住宅購入支援策が下支えとなり、引き続き緩やかに増加するだろう。原油安や円安による堅調な企業収益を背景に、設備投資は増加基調になると見込んでいる。海外需要は、中国をはじめとした新興国は勢いを欠くものの、欧米先進国の緩やかな回復が続くことで、輸出は緩やかな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が続くことで、年度前半に成長率が高まると見込み、2015年度の実質GDP成長率は+1.8%と前回予測を据え置いている。

○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、大野 俊明
〒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. 2015・2016年度 経済見通し

(前年比、%)

	2014 年度 実績	2015年度予測				2016年度予測		
		上期	下期	前回 2015年2月 時点	上期	下期		
								(前期比)
名目国内総生産（兆円）	489.9 1.4	507.6 3.6	508.4 3.1	506.0 ▲0.5	507.3 3.3	519.5 2.3	519.3 2.6	519.6 0.1
実質国内総生産（兆円）	525.1 ▲1.0	534.5 1.8	532.1 1.2	536.4 0.8	535.4 1.8	541.7 1.4	539.3 0.5	543.6 0.8
内 需	▲1.6	1.4	0.7	0.7	1.4	1.3	0.4	1.0
民間需要	▲1.8	1.4	0.8	0.7	1.3	1.3	0.4	1.0
民間最終消費	▲3.1	1.6	1.0	0.5	1.6	1.3	0.3	1.5
民間住宅投資	▲11.6	5.5	6.3	1.3	5.6	▲3.5	▲2.9	▲2.4
民間設備投資	▲0.5	3.7	3.0	1.3	3.6	3.3	1.5	2.0
公的需	0.2	▲0.0	▲0.1	0.0	0.1	▲0.0	▲0.0	▲0.1
政府最終消費	0.5	0.7	0.3	0.3	0.8	0.7	0.4	0.4
公的固定資本形成	2.0	▲3.5	▲2.9	▲1.2	▲2.5	▲4.3	▲1.8	▲3.6
財貨・サービスの純輸出	0.6	0.3	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	▲0.2
財貨・サービスの輸出	8.0	7.3	3.3	2.5	7.1	5.9	2.9	3.3
財貨・サービスの輸入	3.7	6.1	3.2	2.2	6.0	6.2	2.6	4.7

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	▲0.4	3.2	2.6	3.8	4.1	4.0	3.2	4.7
国内企業物価指数※	2.8	▲1.5	▲2.3	▲0.7	▲2.0	1.4	1.2	1.6
消費者物価指数※	2.9	0.5	0.2	0.8	0.5	1.5	1.4	1.6
消費者物価（除く生鮮）※	2.8	0.4	0.1	0.7	0.4	1.5	1.4	1.6
貿易収支（兆円）	▲6.6	▲0.8	1.0	▲1.8	▲0.5	▲2.6	0.7	▲3.3
経常収支（兆円）	7.8	16.5	9.3	7.2	14.7	15.6	9.5	6.2
名目賃金指数※	0.5	0.8	0.6	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0
完全失業率（%）	3.5	3.3	3.3	3.2	3.3	3.0	3.1	2.9
住宅着工戸数（万戸）	88.0	93.8	92.9	94.8	93.1	91.2	91.1	91.2
為替レート（¥/\$）	109.9	120.0	119.9	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0
原油価格（\$/b）	90.7	59.5	57.9	61.0	58.6	67.0	65.0	69.0
米国実質成長率（年率）	2.4	2.4	1.4	2.7	3.1	2.6	2.5	2.5
中国実質成長率※	7.4	6.9	7.0	6.8	7.1	6.6	6.7	6.5

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. ※印がつけ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

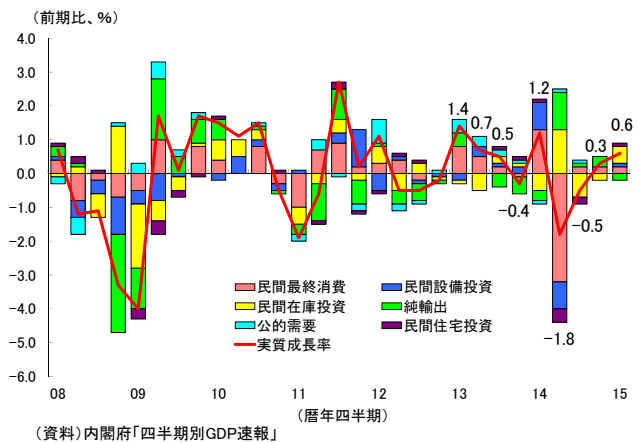
○1～3月期の実質GDP

5月20日に発表された2015年1～3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+2.4%）と2四半期連続のプラス成長となった（図表2）。個人消費の緩やかな回復が続くなか、設備投資や住宅投資がともに増加に転じたほか、在庫投資が大きく押し上げたことで、民間需要の寄与度は同+0.8ポイントとなった。一方、輸出は円安を背景に増加したも

の、輸入の伸びを下回ったことで、外需は同▲0.2ポイントとマイナスに寄与した。名目GDP成長率は同+1.9%（年率換算+7.7%）と実質成長率を大きく上回る高い伸びとなった。原油安の影響を受けた名目輸入の大幅な減少が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0.4%増と駆け込み需要の反動減の影響が和らぎ、3四半期連続で増加したものの、増税による実質的な購買力の低下が引き続き重石となり、10～12月期と同じ低い伸びにとどまった。住宅投資は同1.8%増と反動減の影響が薄れて、4四半期ぶりにプラスに転じた。また、設備投資は同0.4%増と円安や原油安を受けた底堅い企業収益を背景に年度末にかけて増加し、4四半期ぶりにプラスに転じた。公的需要については、2013年度補正予算や2014年度予算を前倒し執行した反動で、公的固定資本形成が同1.4%減と4四半期ぶりにマイナスに転じる一方、政府消費は同0.1%の増加となった。外需については、円安水準で推移するなか、米国に加え欧州の景気持ち直しによる海外需要の回復が続く輸出が同2.4%増となったものの、輸入が同2.9%増と輸出の増加幅を上回ったことで、外需はマイナス寄与となった。

このように1～3月期は、力強さを欠くものの、着実に景気の持ち直しが続いていることを確認できる結果となった。前回予測から足元までの金融資本市場の動向をみると、日経平均株価は2月中旬以降、約15年ぶりの高値水準を更新する動きとなっており、為替も対ドルで円安水準の推移が続いている。海外商品市況についても、原油価格は1月の1バレル40ドル台からは上昇したものの、60ドル台と依然として低水準にとどまっている。円安は輸入物価の上昇を通じて家計や一部業種において重石になるものの、製造業などの収益増に貢献し、また、株高や原油安は、ともに企業、家計にとって心理面や実態面でプラスの効果をもたらすことになる。こうしたなか、今後についても日本経済は、企業、家計の前向きな好循環が途切れず緩やかな回復が続くと見込んでいる。雇用環境が良好さを維持し、引き続きガソリン価格の下落などが家計負担を軽減するなか、賃上げなどにより所得環境が一層改善することで、個人消費は安定感が高まっていくであろう。住宅投資についても、良好な雇用・所得環境が維持されるなか、フラット35Sの金利引下げ幅拡大などの住宅購入支援策を下支えに緩やかに増加するだろう。また、企業収益の堅調さを背景に、企業は投資意欲を維持することで、設備投資は増加傾向になると見込んでいる。輸出を左右する海外需要については、中国をはじめとした新興国は勢いを欠くものの、悪天候などの要因で一

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



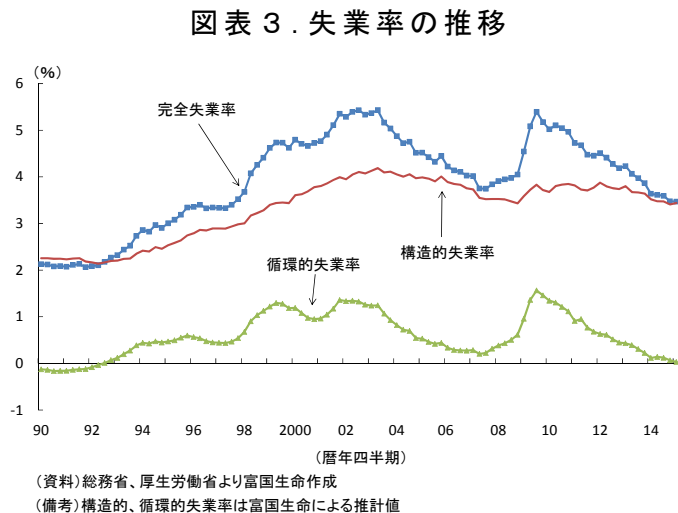
時的に減速した米国は回復基調に復しており、欧州は持ち直しの動きが強まるなど、経済規模の大きい欧米先進国の緩やかな回復が続くと想定している。円安水準での推移が続くなか、海外需要の回復を映して、輸出は増加基調になると見込んでいる。もっとも、日系企業の海外生産比率の上昇などによる構造要因が伸びを押さえることで、輸出の増加は緩やかなものにとどまるだろう。

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。

3月の有効求人倍率は1.15倍と高水準を維持し、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倍を大きく上回る状況が続いている。また、完全失業率は3.4%と、そのうち景気動向に左右される循環的失業率はゼロ近傍で推移しており、労働需給は引き締まった状況が継続している（図表3）。先行指標である新規求人数は年度末にかけて減少がみられたが、3月の新規求人倍率は

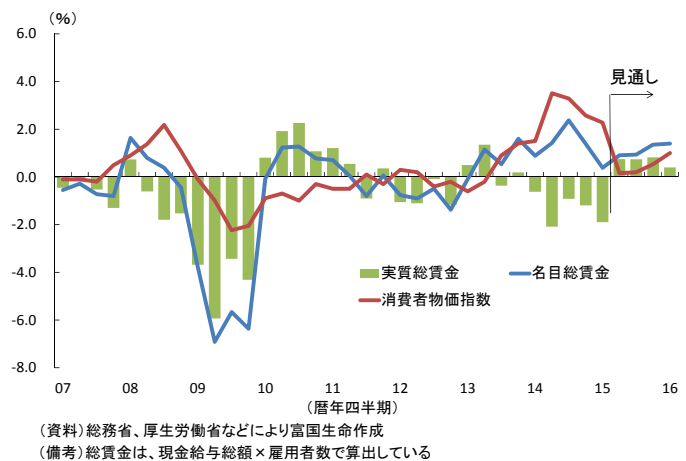


1.72倍と1992年以来の高水準を維持している。今後も雇用環境は緩やかに改善するだろう。日銀短観の雇用人員判断DIをみると、非製造業だけでなく、製造業においても2014年から不足超に転じるなど、生産年齢人口が減少するなか、景気が持ち直すにつれて人手不足感は強まっている。こうしたなか、企業の採用意欲は依然として強く、将来を見据えて企業は正社員を確保する動きを続けるとみられる。また、高齢者の定年後の継続雇用や女性の労働参入により非正規社員についても増加基調が続くだろう。このような労働需給の引き締まりを映して、所得は増加している。2014年度の一人当たりの現金給与総額は前年比0.5%増と4年ぶりに増加に転じている。ボーナスなどの特別給与や残業代の増加に加え、一般労働者の所定内給与についても、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、前年比プラスで推移している。もっとも、賃金水準が相対的に低いパートタイム労働者の比率は上昇傾向が続いており、一般労働者を合わせた全体の給与の伸びを抑制する状況は続いている。今後については、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。2015年度春闘における大手企業の賃上げ率は経団連の一次集計で前年比+2.59%となり、このうち定期昇給分を除いたベア相当分は+0.7%程度とされ、2014年度を上回る伸びが実現する見通しである。中小企業についても財務省のアンケート調査などによると、ベアを実施する企業に幾分広がりが見られる。このベアの効果に加え、堅調な企業業績を受けた賞与の増加も期待されるほか、アルバイトなどの時給も人手不足を映して上昇傾向が続くと見込んでいる。なお、消費者物価の前年比上昇率が当面ゼロ%近傍での推移が見込まれることから、実質賃金は前年を上回って推移するだろう。

個人消費は、力強さを欠くものの、緩やかに持ち直している。1~3月期の民間最終消費支出は前期比0.4%増と3四半期連続の増加となったものの、前期と同じ低い伸

びにとどまった。駆け込み需要の反動減の影響が和らぐなか、ガソリン・灯油価格などの下落によって家計負担が軽減し、購買力の回復に寄与したものの、消費は力強さを欠く動きとなった。家計最終消費支出の内訳をみると、家電販売などが持ち直し、耐久財は2四半期連続の増加となったものの、乗用車販売が軽自動車の業界内での競争激化で2014年末にかけて急増した反動でふるわなかったこともあり、前期から伸びは鈍化した。また、反動減の影響が薄れるなかで半耐久財と非耐久財は3四半期連続の増加となったが、緩やかな伸びにとどまっている。ただし、月次の推移をみると、実質消費総合指数は3月に伸び率を高め、景気ウォッチャー調査における現状判断DIは5ヵ月連続で改善し、4月は2014年3月以来の高水準となっている。また、4月の結果が判明している産業統計をみると、コンビニエンスストアや百貨店の売上高などは概ね底堅い結果となっている。今後の個人消費についても、上向きの動きが続くと見込んでいる。前述の通り、雇用環境が良好さを維持しており、引き続きガソリン価格の下落などにより家計負担は軽減されている。そのなか、昨年を上回る賃上げや賞与の増加により、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、実質ベースでも前年を上回ると見込んでいる（図表4）。また、前年度の物価上昇などを受けて公的年金の名目ベースの年金額が16年ぶりに増加することも、家計における割合が高まる高齢者の収入増に寄与するだろう。このような状況のもと株高もあって消費者マインドは回復傾向となり、個人消費は安定感が高まっていくと見込んでいる。なお、2016年度末にかけては、2017年4月の消費税率引上げにともなう駆け込み需要が消費を押し上げることが想定される。

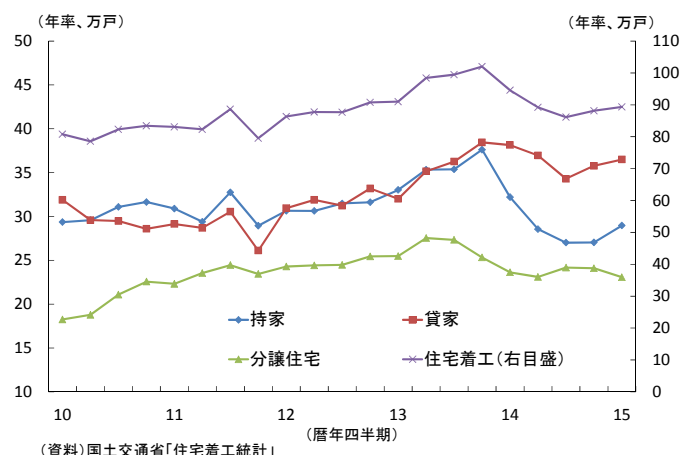
図表4. 実質総賃金の推移



○新設住宅着工戸数は緩やかな増加が見込まれる

住宅投資は増加に転じている。駆け込み需要の反動減の影響が薄れるなか、住宅投資は、1～3月期が前期比1.8%増と4四半期ぶりにプラスに転じた。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、2014年7～9月期に月平均で年率86.1万戸まで落ち込んだ後、1～3月期は同89.6万戸と緩やかながらも2四半期連続で増加している。（図表5）。利用関係別にみると、貸家は、2015年1月の相続税改正を受けた富裕層による相続税対策としての貸家建設需要が継続し、堅調に推移している。一方、反動減の影響が薄れるなかで持家と分譲住宅は

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



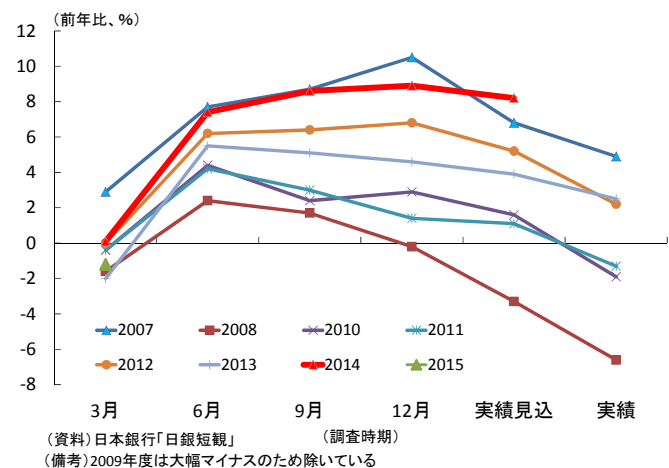
動きが異なり、持家は1～3月期が前期比6.5%増となったものの、分譲住宅は同3.3%減と弱い動きが続いている。今後については、新設着工戸数は水準を戻す動きが続くと見込んでいる。貸家については、引き続き富裕層による相続税対策としての需要を背景に、堅調に推移するであろう。持家と分譲住宅は、雇用・所得環境が良好さを維持するなか、住宅購入支援策の効果も下支えとなり、緩やかに持ち直すとみている。住宅取得等資金に係る贈与税の非課税措置の拡充や、フラット35Sの金利引下げ幅の拡大(▲0.3%→▲0.6%)、省エネ住宅に関するポイント制度などの施策は、住宅購入を検討している世帯の購入判断を後押しするだろう。住宅生産団体連合会のアンケートによれば、既に住宅展示場来場者組数は水準を戻す動きがみられている。なお、2016年度は、2017年4月の消費税率再引上げに向けた駆け込み需要が想定されるものの、これまでの需要先食いの影響もあり、その規模は前回ほど大きなものにはならないと見込んでいる。

○設備投資は、増加基調になると見込む

設備投資は、持ち直しの動きがみられる。1～3月期の実質設備投資は前期比0.4%増と低い伸びにとどまるものの4四半期ぶりに増加に転じた。2014年度前半の景気後退局面が影響して、企業は設備投資に慎重な姿勢を続けてきたが、原油安によるコスト低減などが投資を後押しした可能性がある。日銀短観の2014年度の設備投資計画をみると、例年3月調査時は下方修正される傾向があるが、大企業は前回12月調査比で微減にとどまっている(図表6)。

とりわけ非製造業については計画が上方修正されている。先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)をみても増加傾向を維持している。3月は前月比2.9%増となり、1～3月期では前期比6.3%増と3四半期連続の増加となった。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、資金調達環境は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、日銀短観による2015年度の大企業の設備投資計画は前年比1.2%減となり、この時点としては例年並みの計画となっている。もっとも、2014年度に高めの着地を見込む反動がある点を踏まえると、企業の投資意欲は維持されているといえよう。また生産・営業用設備判断DIをみると、製造業は過剰感が和らぎ、非製造業では不足感が強まっている。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維持・補修などの更新投資が引き続き中心になるとみられるものの、将来的な人手不足を睨んだ省力化投資や、次世代自動車などの新製品開発に対応した投資なども増加するだろう。なお、一部の業種において、新興国などの海外生産拠点を国内に回帰する動きが

図表6. 設備投資計画(大企業全産業)

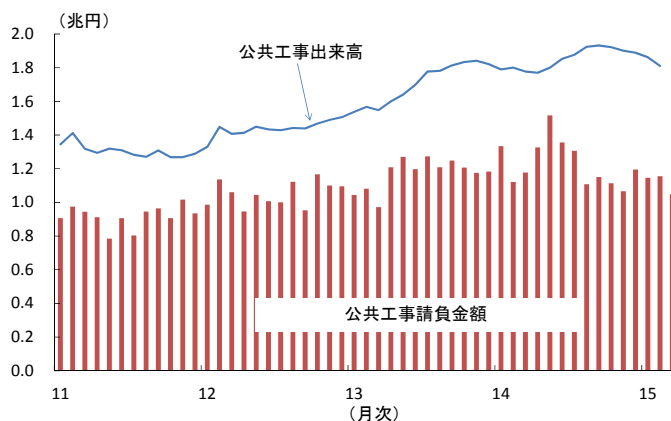


あるが、余剰生産設備を活用する事例が多く、国内の生産設備を拡充する動きは限定的とみられる。一方、非製造業では、少子高齢化や IT 関連市場の深化などの社会構造の変化に合わせ、内需を取り込むべく投資が増加するとみられるほか、都心部では東京五輪も見据えた不動産開発やインフラ整備の活発化も期待される。また、受注が増えているソフト関連の投資も増加すると見込まれる。それにより、設備投資は増加傾向を辿ると見込んでいる。

○今後の公的固定資本形成は緩やかな減少傾向に

公的固定資本形成は補正予算の効果が薄れ弱含んでいる。1～3月期の公的固定資本形成は前期比 1.4% 減と 4 四半期ぶりにマイナスに転じた。2013 年度の補正予算や 2014 年度予算に盛り込まれた公共投資予算を各自治体が前倒しで実施した反動で減少した。今後については、公的固定資本形成は緩やかに水準を落としていくと見込まれる。先行指標となる公共工事請負金額は、2014 年 4～6 月期をピークに減少しており、これを映して今後も公的固定資本形成は減少が続くとみられる。2015 年度予算の公共事業関連費では、インフラ老朽化対策や防災・減災対策のほか、整備新幹線の開業前倒しなどが盛り込まれたものの、財政制約のもと、前年比ほぼ横ばいにとどまっている。2014 年度補正予算の緊急経済対策において公共事業関連の予算が計上されており、これが進捗する段階となれば公共投資を押し上げる要因となるものの、この経済対策は前年度に比べて規模が小さいために、落ち込みに歯止めをかける程度であろう。そのため、2015 年度は 4 年ぶりに前年を下回ると想定しており、その後も緩やかな減少を見込んでいる。

図表 7. 公共工事請負金額の推移

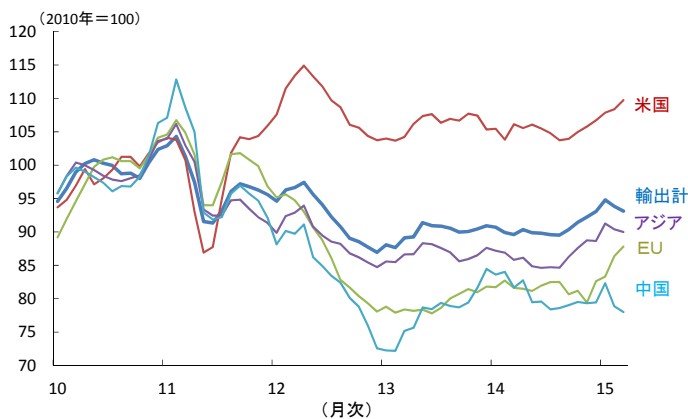


(資料)国土交通省、各保証会社資料により富国生命作成
(備考)公共工事出来高、公共工事請負金額は富国生命による季節調整値

○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。1～3月期の実質輸出は前期比 2.4% 増と前期から伸び率は鈍化したものの、3 四半期連続の増加となった。輸出数量指数の推移をみると、米国向けや EU 向けを中心に上昇している(図表 8)。景気回復が続く米国に加え EU の景気持ち直しもあって海外需要が回復するなか、円安により外国企業との価格競争力を高めていることも押し上げに寄与しているとみられる。一方で、減速が続く中国向け輸出は伸び悩み重石となっている。今後についても、輸出は緩やかな増加基調が続くと見込んでいる。

図表 8. 輸出数量指数の推移



(資料)財務省資料より富国生命作成
(備考)データは後方3ヵ月移動平均、各地域の季節調整は富国生命

米国や欧州など先進国の需要が回復傾向となるなか、円安水準での推移を背景に輸出は増加基調を維持するとみられる。足元では、自動車メーカーが北米向けの一部車種を国内生産に回帰する動きがみられ、輸出の増加を後押しする一因となるだろう。とはいえ、構造的には製造業は海外生産比率を高め、現地調達割合を増やすといった影響が残るほか、中国をはじめとした新興国の減速も影響し、輸出の増加は緩やかなものにとどまるだろう。

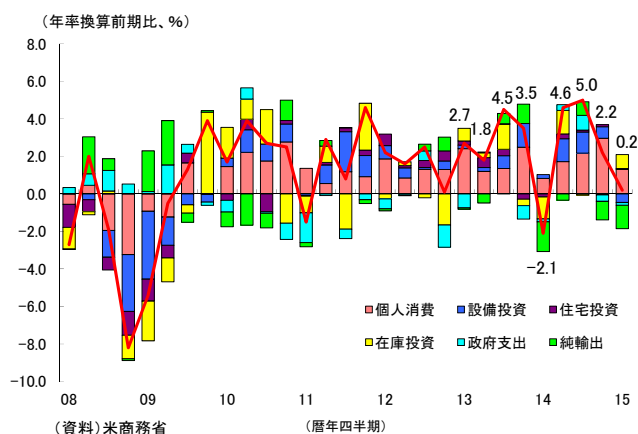
【米国経済】

米国経済は一時的に減速したものの、回復基調に復している。1～3月期の実質 GDP 成長率（速報）は、前期比年率+0.2%と寒波の影響や西海岸港湾の労使交渉、原油安によるシェール関連投資の減少により、前期から大幅に伸びが鈍化した。（図表 9）。需要項目別にみると、個人消費は同 1.9%増と好調な年末商戦の結果を映した10～12月期の高い伸びを下回った。サービス消費が堅調に推移する一方で、自動車などの耐久財や衣料品などの非

耐久財の伸びが鈍化しており、総じて寒波が影響したとみられる。住宅投資については、新設着工戸数は2月に寒波の影響で一時的に大幅に落ち込んだものの、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背景に増加基調は続いており、同1.3%増と緩やかに増加している。一方、設備投資は、原油価格下落を映してシェール関連を中心に構築物投資が減少したことなどにより、同3.4%減となった。また、西海岸港湾の労使交渉の影響で輸出入ともに荷役作業が滞るなか、ドル高が重石となり輸出が減少したことで、純輸出は同▲1.3ポイントと押下げ要因となった。足元の動きを月次指標でみると、コア小売売上高が増加に転じるなど、総じて底堅い結果となっている。一方、製造業景況感指数は、高水準であるものの、低下傾向となっている。

既に月次ベースでは持ち直しの動きがみられており、今後についても、緩やかな回復が続くと想定している。個人消費については、今のところガソリン価格の大幅下落を受けて家計の実質的購買力が高まった効果は、寒波の影響もあって十分現われていないものの、雇用環境の改善基調が続くなか、消費マインドも高水準を維持しており、徐々にその効果が顕在化し先行きの消費の後押しとなろう。個人消費は、4～6月期に反動増で高い伸びとなり、その後も緩やかな増加基調を維持するだろう。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件数の増加を映して、引き続き緩やかに増加すると見込んでいる。一方、企業部門については力強さに欠けるだろう。設備投資は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引き続き足かせとなり、年前半は弱含むとみられるが、底堅い企業収益などを映して年後半は持ち直していくだろう。また、輸出は、西海岸港湾の労使交渉の影響が解消することで4～6月期は増加に転じるとみられるが、ドル高などを映してその後は伸び悩むだろう。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、依然として

図表 9. 米国実質 GDP 成長率の推移



雇用の質の改善が遅れるなか、賃金上昇ペースの加速にも時間がかかる見通しであることから、当面は慎重な姿勢を継続した後、2015年度後半に利上げに踏み切ると想定している。1～3月期の寒波による足踏みやドル高の影響を鑑み、2015年の米国の実質GDP成長率の予測値は、前年比+2.4%と下方修正している。

【欧州経済】

欧州経済は、緩やかな持ち直しが続いている。1～3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.4%と、10～12月期（前期）の同+0.3%から小幅に拡大し8四半期連続でプラス成長となった（図表10）。けん引役が期待されるドイツは同+0.3%と前期の同+0.7%から足元の堅調な内需を受けた輸入の増加などにより鈍化したものの、前期がゼロ成長となり停滞感のあったフランスとイタリアがそれぞれ同+0.6%、同+0.3%とプラスに転じた。

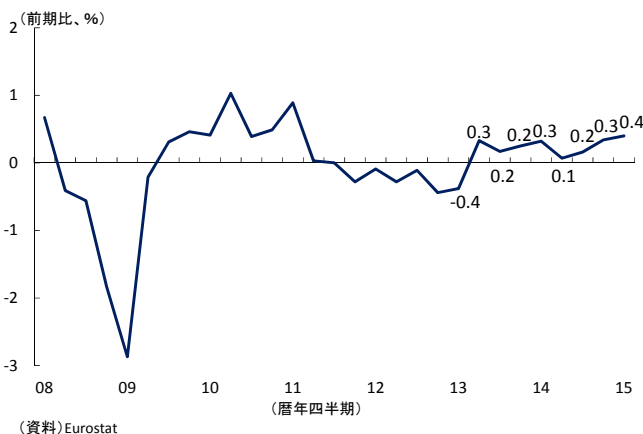
また、スペインは同+0.9%、ポルトガルも同+0.4%と引き続き堅調に推移した。このように多くの国で回復がみられ、ユーロ圏全体としては持ち直しの動きが強まっている。個人消費については、原油価格の下落による実質的な購買力の高まりにより消費マインドが改善しており、1～3月期のユーロ圏小売売上数量が同+0.9%と大幅に増加している。輸出は、ECB（欧州中央銀行）の量的金融緩和策の導入を受けたユーロ安を背景として、域外向け輸出が増加傾向となっている。

今後についても、緩やかな持ち直しの動きが続くと見込んでいる。雇用環境は、失業率が11.3%と依然高水準にとどまるものの、緩やかな改善の動きが続くとみられる。そのなか、一部南欧諸国の失業率の高止まりは引き続き重石になるものの、原油安による実質購買力の高まりを背景に消費マインドの改善傾向が維持され、個人消費は、持ち直しの動きが続くと見込んでいる。また、ユーロ安の動きは足元では反転しているものの、ECBによる緩和的な金融政策のもと、ユーロ安水準での推移が続くと想定しており、輸出については、けん引役であるドイツを中心に増加基調を維持するだろう。また、銀行貸出調査によれば、企業の資金需要は回復傾向となっている。低水準で推移している貸出金利や銀行の貸出基準の緩和の動きも企業活動をサポートし、設備投資も緩やかに回復に向かうとみられる。インフレ動向については、原油安による物価の下押し圧力が剥落していくことで徐々に伸び率は高まっていくとみられるものの、緩やかな伸びにとどまると想定している。

【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。1～3月期の実質GDP成長率は前年比+7.0%と10～12月期より前年比プラス幅が縮小した（図表11）。2015年の成長率目標は7.0%前後に引き下げられたが、スタート時点でその水準となり、6年ぶりの低い伸び率にとどまっている。このような減速は、固定資産投資の伸びが鈍化して

図表10. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



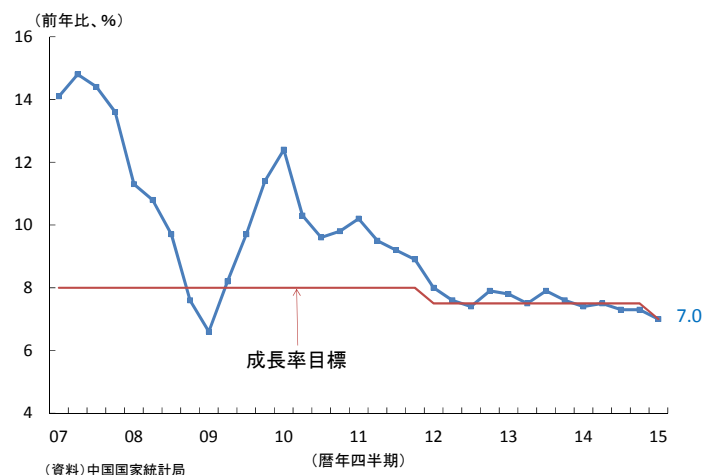
いる影響が大きい。固定資産投資は2014年が同15.7%増加したが、2015年1～3月累計で同13.5%増となり、さらに1～4月累計では同12.0%増と一段と伸び率が縮小している。インフラ投資などは安定的に増加しているものの、過剰な生産設備を抱える製造業や住宅価格の下落が影響している不動産は減速傾向が鮮明となっている。また、輸出をみると、春節前と後では伸び率が大きく変わっており、1～2月累計の同15.1%増に対し、3月、4月は前年割れとなっている。4月を仕向地別にみると、米国向けが増加する一方、欧州向けやアセアン向けが減少している。こうした状況を映して、国有企業を中心に生産活動も減速傾向となっている。一方、消費財小売総額が前年比二桁の伸びを維持するなど、個人消費は相対的には底堅く推移しているものの、高水準ながらも自動車販売にブレーキがかかるなど一部に弱さもみられる。こうした経済情勢を映して、中国人民銀行は預金準備率や基準金利の引下げを段階的に実施している。

今後については、7%弱の成長が続くと想定している。政府は想定以上の景気減速を回避するためにインフラ投資向けなどに多少の財政支出は行うものの、固定資産投資偏重から個人消費主導へと構造改革を図る姿勢を維持すると想定している。それにより鉄道などのインフラや保障性住宅への投資が引き続き拡大するものの、過剰の調整が続く不動産や製造業などの投資の伸びが鈍化することで、固定資産投資全体では前年比プラス幅は縮小傾向になると見込んでいる。一方、個人消費は、汚職撲滅の動きが引き続き高級品市場の重石になるものの、賃金上昇や株高などを背景に、概ね底堅く推移すると見込んでいる。足元で弱い動きとなっている輸出は、新興国の減速が重石となるものの、欧米の需要回復を映して、次第に増加基調になると見込んでいる。そうしたなか、今後も中国人民銀行は、預金準備率の引下げや利下げなどの金融緩和を断続的に実施し、景気の下支えを図ると想定している。3月の全人代で2015年の実質GDP成長率目標を2014年から引き下げており、ある程度の成長鈍化は許容するとみられる。地方政府の債務が増えるなかで、将来的な過剰に繋がりがかねない大規模な財政出動には慎重になっており、中国政府は一段と難しい舵取りを求められることになる。2015年の実質GDP成長率は+6.9%と前回予測を下方修正している。

○今後の伸び率などについて

2015年度の実質GDP成長率は+1.8%と前回予測を据え置いている。雇用環境が良さを維持し、引き続きガソリン価格の下落などによって家計負担が軽減されているなか、春闘においてはベアも含めて賃上げ率が2014年度を上回るなど所得環境が一層改善することで、家計の実質購買力は高まるだろう。特に6月頃からベアの効果が給与に反映されはじめ、また公的年金の受取額が増加するため、消費者マインドが回復し、個人消費は安定感が高まっていくと見込んでいる。また、原油安や円安が追い風となるなか、企業収益は引き続き堅調に推移することで、設備投資は増加基調を維

図表 11. 中国実質GDP成長率の推移



持するだろう。このように企業・家計の前向きな好循環が続くことで、年度前半に成長率が高まると想定している。なお、4～6月期は年率+2%台後半の成長率を見込んでおり、その後も緩やかな成長が続くとみている。

2016年度の実質 GDP 成長率は+1.4%と前回予測を据え置いた。2016年度も同様の好循環は途切れず、緩やかな成長が続くと見込んでいる。年度前半に成長テンポは弱まるものの、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成長率を押し上げることになるだろう。

○消費者物価と金融政策の見通し

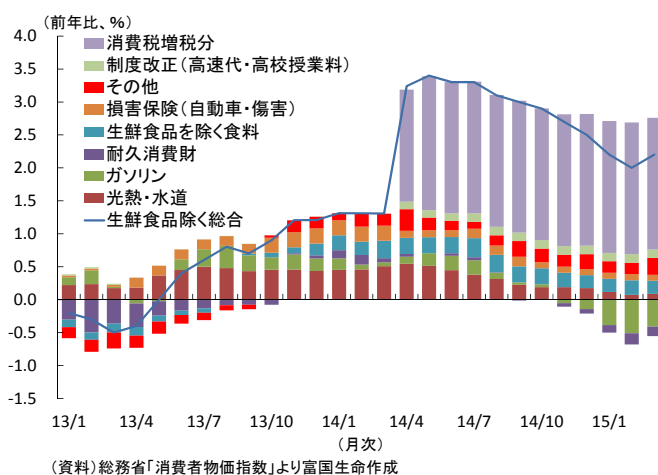
2015年3月のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)は前年比+2.2%、消費増税の影響を除くと同+0.2%と前月より伸び率が高まったものの、物価の基調は弱い動きが続いている(図表12)。

消費増税の影響を除いたコアCPIの内訳をみると、原油価格の下落によるガソリンや灯油の価格低下に加え、2013年にかけての円安効果が一巡し、耐久消費財も前年割れとなっている。その一方で、食料品(生鮮食品を除く)の値上げに加え、一部衣料品や

外国パック旅行、宿泊費などが上昇している。こうした上昇要因・下落要因が概ね均衡する状況となっている。今後についても、2015年度前半のコアCPI上昇率は、原油安が物価を押し下げること、前年比ゼロ%近傍の推移が続くと想定している。ガソリンなどの前年比マイナスが続き、電気代については、一部電力会社の料金値上げや5月の再生可能エネルギー発電賦課金の上乗せなどが押し上げ要因になる一方で、原油価格の下落が燃料費調整額に反映されることで、次第に前年割れになると見込まれる。また、4月以降、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押し上げ効果は剥落する。その一方で、これまでの原材料価格の上昇を受けて、加工食品などの値上げが相次いでいる生鮮食品を除く食料は前年比プラスで推移し、引き続き物価の押し上げ要因になるだろう。また、個人消費が安定感を高めることで、企業は人件費上昇や円安などのコスト増分を価格転嫁に動く想定している。そうしたなか、原油価格を起因とする物価変動については、年度前半を中心に物価を押し下げるが、原油価格は緩やかに上昇すると想定していることから、年末頃から反対に押し上げ要因になると見込んでいる。それにより年度末にかけてはコアCPIのプラス幅が拡大すると見込んでおり、2015年度のコアCPIは前年比+0.4%を想定している。

なお、日銀が4月に発表した展望レポートでは、政策委員のコアCPIの大勢見通しは、2015年度の中央値が前年比+0.8%(同+0.2%～同+1.2%)と1月時点の同+1.0%から下方修正され、また、物価安定目標の達成時期をこれまでの「2015年度を中心とする期間」から「2016年度前半」に後ろ倒しされている。このように日銀は物価見通しを変更し、当面、出口戦略は見通せないことから、現状の異次元緩和を継続すると想定している。サプライズの追加緩和も否定できないものの、日銀が重視する

図表12. コアCPIの推移



期待インフレ率は高まっていることから、その可能性は低いとみている。

○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。米国では、当社想定よりもドル高による悪影響が大きかった場合や、利上げに対する思惑などにより想定以上に大幅な金利上昇、株価調整が生じた場合は、実体経済が下ぶれする可能性がある。また、欧州では、資金繰りに窮するギリシャへの支援を巡る交渉がリスク要因となるが、支援交渉が不調となりデフォルト（債務不履行）に陥るような事態となれば、金融資本市場が動揺することで、欧州各国の消費者・企業のマインドを委縮させ、景気が下ぶれする可能性がある。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おり、政府の想定以上に景気が減速する可能性もある。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13. デフレーター伸び率(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	1.8	1.0
民間最終消費	▲ 0.7	▲ 1.0	0.2	2.1	0.4	1.2
民間住宅投資	0.5	▲ 0.6	2.9	3.6	2.6	2.3
民間設備投資	▲ 0.9	▲ 0.2	0.9	1.3	0.8	0.8
政府最終消費	0.0	▲ 0.7	▲ 0.2	2.3	2.1	2.1
公的固定資本形成	0.7	▲ 0.2	1.8	3.1	2.0	1.3
財貨・サービスの輸出	▲ 2.4	0.6	8.5	2.3	2.4	0.5
財貨・サービスの輸入	5.5	0.9	11.3	0.3	▲ 3.0	1.2

予測

図表14. 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	▲ 1.0	1.8	1.4
民間需要	1.3	1.4	1.8	▲ 1.8	1.4	1.3
民間最終消費	0.8	1.1	1.5	▲ 1.9	0.9	0.8
民間住宅投資	0.1	0.2	0.3	▲ 0.4	0.1	▲ 0.1
民間設備投資	0.6	0.2	0.5	▲ 0.1	0.5	0.4
公的需要	0.1	0.3	0.8	0.2	▲ 0.0	▲ 0.0
政府最終消費	0.2	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.1	0.0	0.5	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2
財貨・サービスの純輸出	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.5	0.6	0.3	0.1
財貨・サービスの輸出	▲ 0.2	▲ 0.2	0.7	1.3	1.3	1.1
財貨・サービスの輸入	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 0.7	▲ 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