



# 2014～16 年度 経済見通し

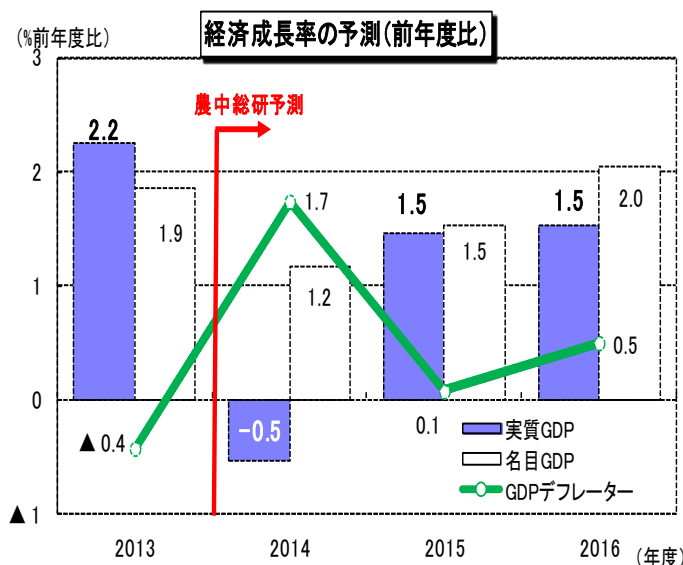
## 増税先送り判断が奏功し、2015～16 年度は回復基調へ

～2014 年度: ▲0.5%、15 年度: 1.5%、16 年度: 1.5%～

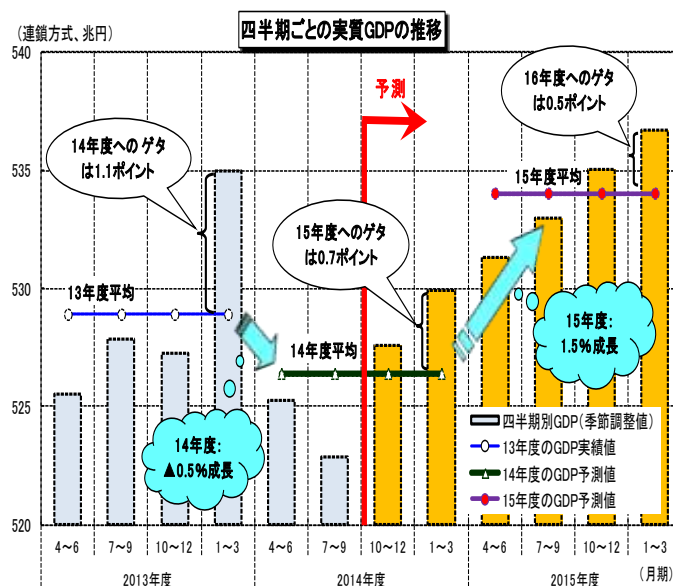
2014 年 4 月の消費税率 8% への引上げ後、デフレ脱却や成長促進を目標とするアベノミクスにとって厳しい状況が続いている。7～9 月期には反動減からの持ち直しも見られ、プラス成長が見込まれていたが、実際には 2 四半期連続のマイナス成長となるなど、国内景気の足踏みが改めて認識された。

こうした中、世界経済の先行き不透明感を受けて、原油など国際商品市況が下落基調を強めたこともあり、一時 1% 台前半まで回復した物価上昇率が先行き鈍化する可能性が高まった。日本銀行は「予防的措置」との位置付けながらも、追加緩和策に乗り出し、15 年度内の物価安定目標の達成を目指している。また、安倍首相は 15 年 10 月に予定していた消費税率の再引上げを 17 年 4 月に先送りするとともに、景気対策の策定を指示するなど、10、11 月と政策の軌道修正が相次いだ。

増税判断の先送りは、財政健全化にとって悪材料に見えるが、デフレ脱却前に短期的には需要削減効果のある増税措置が財政赤字削減に効果があるかは疑問であり、経済成長とのバランスをとった安全策に移行したものとして評価できる。今回の追加緩和策、さらには足元の資源価格下落、円安定着等との相乗効果により、15 年度以降、日本経済はデフレ脱却に向けて動き始めるものと予測する。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2014年7～9月期までは実績、それ以降は当総研予測

お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所 調査第二部

経済見通しの内容について：03-3233-7757、その他(配送など)：03-3233-7760

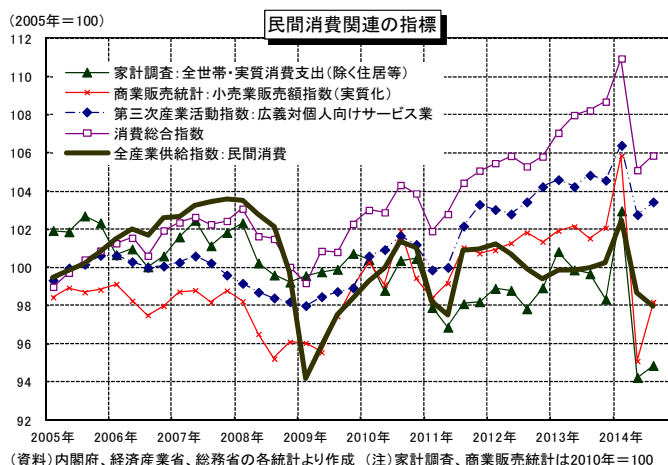
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

## 1. 景気の現状:

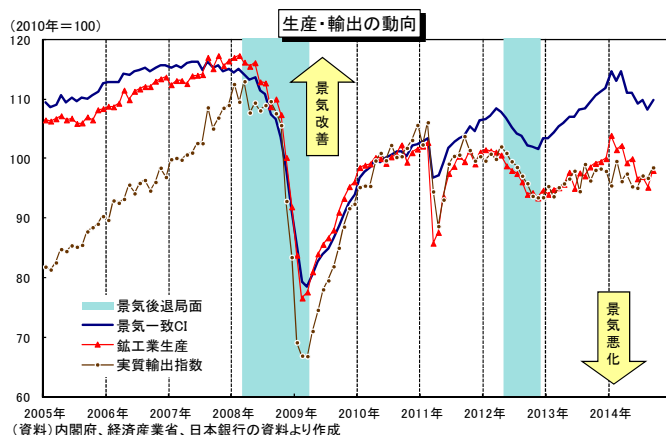
### (1) 日本経済の現状 ～ 一部で持ち直しもみられるが、総じて足踏み状態

デフレ脱却と成長促進のために、大胆な金融政策(第1の矢)、機動的な財政政策(第2の矢)、そして民間投資を喚起する成長戦略(第3の矢)といった3本の矢を放ったアベノミクスは、円高・デフレに喘いでいた日本経済の救世主として期待され、実際に消費税増税を直前に控えて駆け込み需要が本格化した2013年度末には物価が1%台前半まで高まったほか、一部の業種・職種での人手不足感が強まるなど、マクロ的な需給バランスが大きく改善した。しかし、17年ぶりとなった消費税率の引き上げ後、国内景気は一転、停滞感が強まっており、アベノミクスはまさに正念場を迎えている。政府・日本銀行とも、景気認識を「緩やかな回復」としているが、持ち直しの動きは散見されるとはいえ、あまり適格な表現とはいえない。

順風満帆に見えたアベノミクスが失速した原因は、消費税増税のタイミングを誤ったからに他ならない。円安や株高の進行で資産効果が発生し、13年度を通じて高級時計や宝飾品など高額品の売れ行きが底堅く推移したが、所得水準が高い、もしくは資産規模が大きい層のみで見られた現象で、国内全体の動きとは言い難い面があった。また、増税前の駆け込み需要は想定を上回る規模であったが、その背景には所得が増えていない、増える展望が描けないという実情があったことは否めない。足元では生活必需品を中心に値上げが始まった中、4月以降はさらに消費税増税分が加わることを警戒した多くの家計で前倒しの消費を行った結果であろう。事実、アベノミクスが始動する以前は、「貧困」、「格差」などへの注目度も高く、生活保護の受給世帯は今なお、過去最高を更新している(14年8月:約161万世帯)。アベノミクス始動から1年弱しか経過していない状況では所得のボトムアップは図られておらず、消費税増税を無難に乗り切ることが可能とした判断は明らかにミスだったと思われる。



さらに、増税直後には底堅さも見られた物価についても徐々に影響が出始めており、上昇率の鈍化が目立ってきた。足元では原油など国際商品市況の下落傾向が強まっているが、それに加えて需給改善効果も剥落しており、鈍化傾向に拍車をかけつつある。



こうした中で、企業部門は比較的底堅く推移してきた。日銀短観などの景況感決して悪くないほか、雇用人員・資本設備の不足感を背景に、設備投資意欲も堅調なままである。機械受注(船舶・電力を除く民需)、鉱工業出荷統計(資本財)なども、7～9月期にかけては持ち直しの動きを強めている。

## (2) 予想外のマイナス成長となった7～9月期のGDP

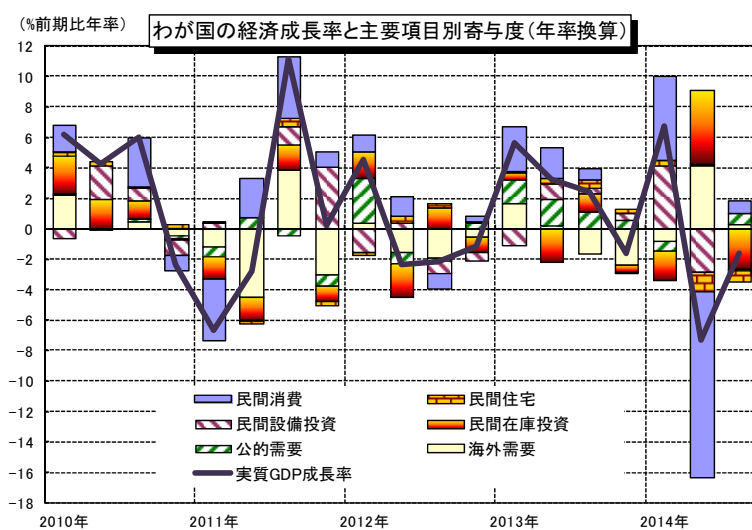
しかし、11月17日に公表された7～9月期のGDP第1次速報は、事前予想に反して2四半期連続のマイナス成長という衝撃的なものとなった。実質成長率は前期比▲0.4%、同年率換算▲1.6%と、期待されていた反動減からのリバウンドが全く感じられない数字である。実感に近いとされる名目GDPは前期比▲0.8%（同年率▲3.0%）と同じく2四半期連続のマイナスだが、実質成長率（前掲）以上の落ち込みを見せた。

内容的には、民間消費（前期比 0.4%）は小幅ながらもプラスとなったものの、4～6月期の大幅マイナス（同▲5.0%）を考慮すると、「持ち直し」というより「底ばい」という表現が妥当であり、鈍さは否めない。ちなみに、耐久財消費（国内家計最終消費支出）は前期比▲4.5%と2四半期連続での減少で、反動減が長引いていることが見て取れる。なお、雇用者報酬については、13年度企業業績の堅調さや政府の賃上げ要請もあり、ベースアップや夏季賞与増の結果、名目ベースで前年比 2.6%、前期比 0.8%と増加傾向が定着しつつあるが、物価上昇分を除く実質ベースでは前年比▲0.6%と3四半期連続の減少であった。前期比では賞与効果で0.7%と2四半期ぶりの増加となったが、消費を下支えするにとどまった。

また、住宅投資（同▲6.7%）、民間企業設備投資（同▲0.2%）はいずれも2四半期連続の減少となったが、特に消費などと比べて底堅いとされてきた設備投資の鈍さが意識される内容であった。さらに、4～6月期に大きく積み上がった民間在庫（前期比成長率に対する寄与度：1.2ポイント）では調整が進んだため、成長率に対する寄与度は▲0.6ポイントとなった。以上を受けて、民間需要は前期比▲0.9%（寄与度：▲0.7ポイント）と2四半期連続の減少となっている。

一方、公的需要は「15ヶ月予算」の効果が浸み出しており、前期比 0.7%（寄与度：0.2ポイント）と2四半期連続で増加した。とはいえ、景気下支え役としては力不足感が否めず、5.5兆円規模の消費税対策の効果には疑問符が残った。ちなみに、政府消費（同 0.3%）は3四半期ぶり、公共投資（同 2.2%）は2四半期連続でいずれも増加した。

また、海外需要（純輸出）については、成長率に対して2四半期連続のプラス寄与となった（0.1ポイント）。輸出、輸入とも2四半期ぶりに増加（前期比でそれぞれ 1.3%、0.8%）したが、いずれも内外経済の回復テンポの鈍さを感じさせる数字であった。



(資料)内閣府経済社会総合研究所

一国のホームメイドインフレ（≡価格転嫁の度合い）を表すGDPデフレーターは、GDPギャップが再拡大しているものの、消費税率の3%引上げ効果によって、前年比 2.1%と、2四半期連続のプラスとなった。ただし、前期比では▲0.3%と再び低下するなど、投入コストの価格転嫁が不完全な状況が依然として続いていることが窺える。

以上の結果、14年度上期は13年度下期比で▲1.3%（年率▲2.6%）となり、14年度のマイナス成長が視野に入ってきた。

## 2. 予測の前提条件:

### (1) 当面の経済・財政政策運営

11月18日、安倍首相は、15年10月に予定していた消費税率10%への引上げを17年4月まで1年半延期する考えを表明した。また、経済財政諮問会議に対して、景気対策を盛り込む14年度補正予算の編成を指示した。さらに、首相は21日には衆議院を解散し、総選挙で再増税延期や「アベノミクス」などについて国民に信を問うことも表明している。現段階では選挙結果そのものは不明ではあるが、今回の経済見通しでは、デフレ脱却と成長促進を促すアベノミクス路線は継続され、消費税率は「17年4月に10%」へ引き上げることが前提とした。

さて、目下の注目はその景気対策といえるが、規模としては2～3兆円が想定されている。「15年度の基礎的財政収支(プライマリー・バランス)の対GDP比率の10年度比での半減目標」の達成のために財源は14年度の税収上振れ分などで賄い、国債追加発行は回避するものと推測される。また、内容としては、低所得者向けの所得支援に加え、地域振興や円安・燃料費高騰に対する補助・支援策などが盛り込まれると報じられている。政府は年内にも経済対策を取りまとめ、15年1月に召集される通常国会での早期成立を目指す考えである。

ちなみに、内閣府が7月に経済財政諮問会議に提出した「中長期の経済財政に関する試算」では、消費税を予定通り増税し、かつアベノミクスが奏功して実質2%・名目3%の経済成長率、2%の消費者物価上昇率が実現できたとしても、20年度の基礎的財政収支(PB)は▲11.0兆円(対GDP比で▲1.8%)と、黒字化目標が達成できないとする試算が提示されている。安倍首相は、17年4月の消費税率引上げは、よほどのことでもない限り、再延期することはないとし、その時点までに増税に十分耐えられる経済状況を作り出す決意を表明したが、仮にそれが実現したとすれば、20年度までにさらに税率は引上げられる可能性が浮上しているほか、歳出の抜本的見直しも求められることになる。

最後に、編成中の15年度一般会計予算であるが、14年度予算と同様、13年に策定した「中期財政計画」に則った予算編成を目指している。7月25日に閣議決定された概算要求基準によれば、義務的経費については聖域を設けることなく抜本的見直しを行う、可能な限り歳出抑制を図るほか、裁量的経費は1割削減、その3割の範囲内(4兆円弱)で骨太の方針・成長戦略等を踏まえた諸課題に対応するための特別枠「新しい日本のための優先課題推進枠」を設ける方針である。消費税増税による停滞から日本経済を持続的な成長経路に早期に回帰させるため、14年度補正予算と一体的に運営される可能性が高い。

### (2) 世界経済の見通し

一部を除き、14年に入ってから、世界経済は冴えない動きを続けている。米国では、回復傾向を強める雇用情勢を受けて、1月から買入れ規模の縮小を開始した量的緩和策第3弾(QE3)を10月で終了することを決定したが、それがもたらす国際資金フローの変化などへの思惑などから、内外の金融資本市場は不安定な動きをする場面もあった。一方、ユーロ圏経済では低成長やデフレーションへの懸念が強まり、断続的に金融緩和策を投入したが、国債買入れなどのさらなる非伝統的手法の採用を巡っては、ユーロ圏諸国内での議論がまとまっておらず、その動向が注目されている。また、中国についても、不動産市場の調整への懸念が強まるなど、目標とする7%台半ばの成長率確保を疑問視する向きもある。新興国・資源国もまた、輸出環境が厳しい中、低調な状況から抜け出せていない。

主要 20ヶ国・地域 (G20) の首脳会合、財務大臣・中央銀行総裁会合では、成長が鈍く、十分な雇用機会を生み出せていない世界経済に対する懸念もあり、今後 5 年間で成長率を少なくとも追加的に 2% 引き上げることが目標として掲げてきた。一方で、国際通貨基金 (IMF) が 10 月に公表した世界経済見通しでは、今なお、08～09 年の世界同時不況の負の遺産 (過剰債務や高失業率など) が成長阻害に働き、潜在成長率の低下がもたらされている、との認識を示している。

以下では、米国、欧州、中国の景気の現状分析と当面の見通し、原油市況の予測を行う。

## ① 米国経済

14 年 7～9 月期の米国の実質 GDP (速報値) は前期比年率 3.5% と、寒波の影響で落ち込んだ年初からの持ち直し傾向が続く、2 四半期連続のプラス成長となった。内訳をみると、住宅投資が伸び悩んだものの、個人消費や設備投資が底堅く推移したほか、輸出が引き続き増加した一方で輸入が減少したことを受け純輸出がプラス寄与となったことや、国防費の増加により政府支出が拡大したことが成長率を押し上げた。足元の米国経済は、家計や企業のマインドが引き続き改善傾向で推移するなど、緩やかな回復基調が続いている。

こうしたなか、11 月 4 日に行われた中間選挙では、野党・共和党が多数を占める下院でさらに議席数を伸ばし、上院でも 8 年ぶりに過半数を奪還した。この結果、上下両院で多数派が異なる「ねじれ議会」は解消したものの、大統領と議会との「ねじれ状態」は残存することとなった。ただし、共和党は単独での法案成立に必要な議席数 (両院で各 3 分の 2) を獲得するには至っておらず、大統領が拒否権を行使すれば再可決による法案成立は困難な状況といえる。

米国が抱える主要な政策課題のうち、共和党が進める通商政策や法人税減税などでは

**2014～16年 米国経済見通し (14年11月改定)**

|           | 単位  | 2014年    |                     |                      | 2015年    |                     |                      | 2016年    |
|-----------|-----|----------|---------------------|----------------------|----------|---------------------|----------------------|----------|
|           |     | 通期<br>予想 | 上半期<br>(1～6月)<br>実績 | 下半期<br>(7～12月)<br>予想 | 通期<br>予想 | 上半期<br>(1～6月)<br>予想 | 下半期<br>(7～12月)<br>予想 | 通期<br>予想 |
| 実質GDP     | %   | 2.2      | 0.9                 | 3.6                  | 3.0      | 2.9                 | 2.7                  | 2.8      |
| 個人消費      | %   | 2.2      | 2.2                 | 2.2                  | 2.5      | 2.6                 | 2.6                  | 2.6      |
| 設備投資      | %   | 5.9      | 5.8                 | 6.3                  | 5.9      | 5.9                 | 5.5                  | 6.6      |
| 住宅投資      | %   | 1.6      | ▲ 2.8               | 4.8                  | 6.6      | 7.3                 | 7.0                  | 6.7      |
| 在庫投資      | 寄与度 | ▲ 0.0    | ▲ 0.4               | 0.0                  | 0.1      | 0.1                 | 0.0                  | 0.0      |
| 純輸出       | 寄与度 | ▲ 0.1    | ▲ 0.6               | 0.6                  | 0.1      | ▲ 0.1               | 0.0                  | ▲ 0.0    |
| 輸出等       | %   | 3.5      | 0.2                 | 7.2                  | 5.0      | 4.0                 | 5.0                  | 6.3      |
| 輸入等       | %   | 3.4      | 4.2                 | 2.3                  | 3.4      | 3.7                 | 3.9                  | 5.6      |
| 政府支出      | %   | ▲ 0.0    | ▲ 1.0               | 2.7                  | 0.8      | 0.2                 | 0.0                  | ▲ 0.2    |
| PCEデフレーター | %   | 1.4      | 1.4                 | 1.5                  | 1.9      | 1.8                 | 2.0                  | 2.1      |
| GDPデフレーター | %   | 1.5      | 1.5                 | 1.5                  | 1.6      | 1.5                 | 1.7                  | 1.8      |
| FFレート誘導水準 | %   | 0～0.25   | 0～0.25              | 0～0.25               | 1.00     | 0～0.25              | 1.00                 | 3.00     |
| 10年国債利回り  | %   | 2.6      | 2.7                 | 2.5                  | 3.1      | 2.8                 | 3.4                  | 4.5      |
| 完全失業率     | %   | 6.2      | 6.5                 | 6.0                  | 5.7      | 5.8                 | 5.6                  | 5.4      |

実績値は米国商務省 "National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

(注) 1. 予想策定時点は2014年11月20日 (14年7～9月期の速報値ベース)

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率 (半期の増減率を年率換算したもの)

3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度

4. デフレーターは期中平均前年比

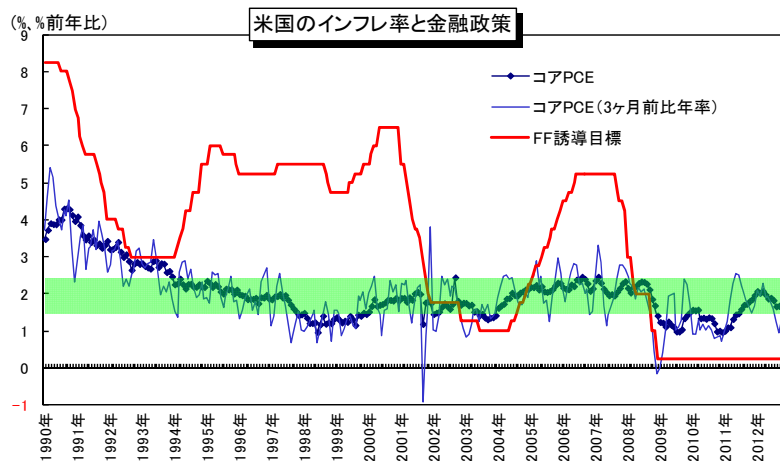
5. FFLレート誘導目標は期末値

妥協が進む可能性が高いが、金融規制やエネルギー政策、医療制度改革などでは民主・共和両党の意見対立から協調は難しいと思われる。とりわけ、注目されるのは財政問題であり、15年入り後は大統領の一般教書演説(1月下旬)を経て、予算教書(2月初旬)が議会に提出されると、連邦債務上限の不適用期限(3月15日)が迫るため、債務上限問題が再浮上する可能性が高い。ただし、期限到来となっても、ただちに政府機関閉鎖や債務不履行(デフォルト)が懸念されることはなく、米財務省が特別措置を講じれば数ヶ月間は資金繰りが可能であるため、仮に今回の局面で債務上限が引き上げられない場合、資金繰りが行き詰まるのは夏から秋ごろとみられる。次期大統領選が行われる2016年までは、大統領と議会との「ねじれ状態」が続くことから、財政健全化議論が進展することは期待しづらいだろう。

一方、金融政策については、連邦準備制度理事会(FRB)が正常化に向けた方針を示し、量的緩和政策を終了したことから、利上げ開始時期に焦点が移っている。以前からイエレンFRB議長は14年終盤に出口戦略を見直したいと表明していたが、FRBは9月に金融政策の正常化に向けた基本方針(11年6月に示された出口戦略に関する基本的な考え方の修正版)を公表した。同方針によれば、最初に政策金利(FFレート)の誘導目標を引き上げ、必要に応じてリバースレポ金利の調節など補完策を講じるとしている。また、保有する金融資産(10月末時点で約4.4兆ドル)については、「利上げ開始後」に償還資金の再投資を終了し、経済状況を勘案しながら段階的に縮小するとしている。ただし、現在のところ、正常化の過程で住宅ローン担保証券(MBS)の売却は考えていないとしている。

また、FRBは14年10月の連邦公開市場委員会(FOMC)で量的緩和策第3弾(QE3)による資産購入(当初月額850億ドル)の終了を決定した。ただし、政策金利(FFレート)の見通しに関するフォワード・ガイダンスについては、QE3終了後も事実上のゼロ金利政策を「相当な期間据え置く」との方針が維持された。なお、同会合の声明では、今後発表される経済指標がFOMCの見通しよりも

早く改善が進む場合には利上げ時期を前倒し、その逆の場合には利上げ時期を先送りする可能性が高いことを明記している。



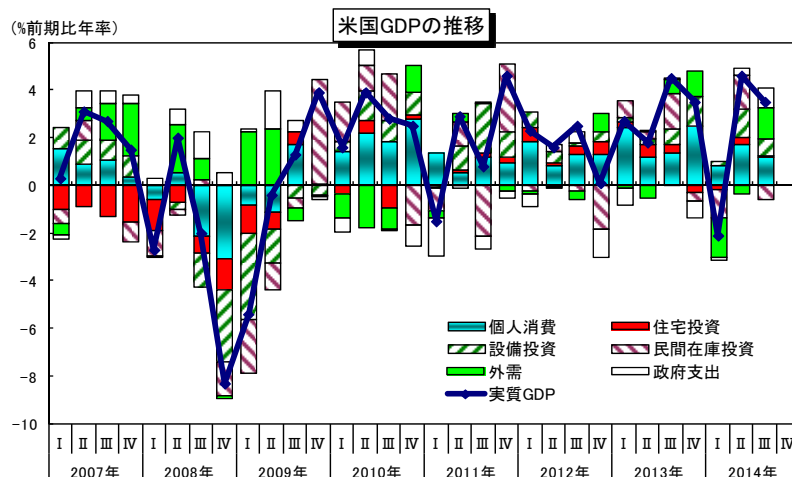
(資料)米商務省、FRB (注)シャドー部は米FRBがゴールとして掲げたインフレ率(2%±0.5%)

金融政策の先行きを展望すると、雇用・所得環境が緩やかに改善しているものの、15年上期中はインフレ率がFRBの目標である2%を下回って推移すると想定されることから、FRBは実質ゼロ金利政策を15年半ばまで維持すると予想する。ただし、その後、労働需給の改善を受けた賃上げ圧力の上昇などにより、インフレ率はFRBの目標(goal)である2%程度まで高まり、15年下期には利上げを開始するものと予想する。なお、利上げ判断時期に財政問題が重なる可能性があり、混乱を避けるため利上げ開始時期を先送りすることもあるだろう。

こうした財政・金融政策を前提に見通しの主要項目について個別に見ると、まず、個人消費は、依然として賃金上昇率が緩やかな伸びにとどまっているものの、雇用環境の改善の下で先行きに対する楽観的な見方が広がっており、加えて足元では株高による資産効果やガソリン価格下落の好影響もあり、堅調に推移すると予想する。一方、設備投資は先

行指標となる非国防資本財受注が冴えない動きを示していることから、15 年にかけてやや弱まる可能性がある。しかし、設備稼働率がリーマン・ショック前の水準を回復していることから、先行きは設備過剰感の解消に伴い、回復ペースが強まると予想する。

住宅投資は、物件価格の上昇が一服していることや住宅ローン金利が低下傾向で推移していることなどから、持ち直しの動きが続くと予想する。



(資料) 米国商務省 (注) 各需要項目は寄与度(前期比年率換算)

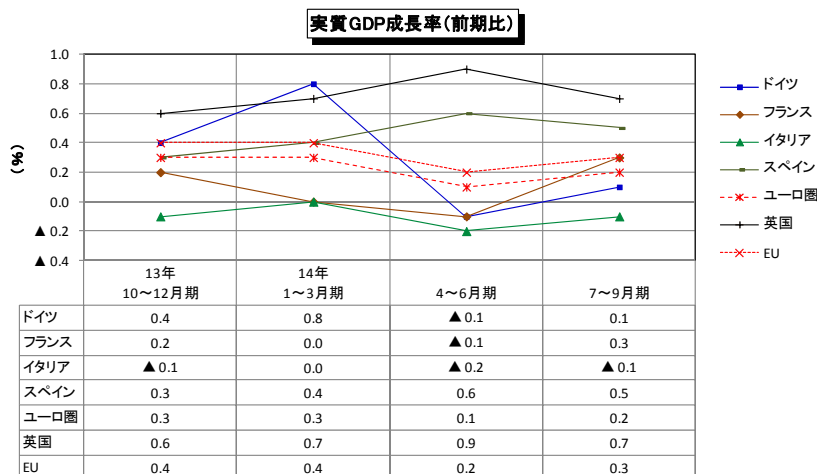
外需については、海外経済の成長が鈍化していることを受け、15 年にかけて伸びがやや鈍化するとみられる。なお、シェールガス革命を受けエネルギー輸入が減少すると考えられることから、経済成長に対する純輸出の寄与度は先行きもプラス傾向で推移すると思われる。最後に、政府支出に対しては、引き続き強制歳出削減が実施されるものの、15 年度(14 年 10 月～15 年 9 月)までは国防費や国内事業向け経費の削減規模が緩和されることから、財政面での下押し圧力は弱まる傾向が続くと予想される。

以上から、14 年末にやや弱含むものの、15 年は内需中心に堅調な動きとなり、成長率は3%前後で推移すると見込まれる。リスク要因としては、15 年に財政問題に再浮上する可能性が挙げられる。債務上限引き上げ協議で再び混乱することになれば、企業や家計のマインドが悪化することから、景気が下振れすることもあるだろう。年間の成長率は、14 年は前年比 2.2%(前回見通しから 0.2%pt の上方修正、14 年 7～9 月期が予想を上回ったため)、また 15 年は同 3.0%(前回と変わらず)、さらに 16 年は同 2.8%と予想する。

## ② 欧州経済

ユーロ圏では 14 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比 0.2%にとどまり、引き続き低成長が続いている。なかでも、経済規模の大きい 4 ヶ国のなかではイタリアが 2 四半期連続のマイナス成長となった。ユーロ圏では国家財政のほか企業や家計でも債務残高の削減が課題として残されており銀行借入を通じた投資等の

拡大は制約を受けること、域内の金融機能にも脆弱性が残されていることなどに加え、物価上昇率の低下(デフレーション)の進行、ウクライナ情勢を巡る対ロシア制裁の影響拡大や、新興国経済の成長減速化などの先行きの不透明感を伴う材料が生じている。このため、当面のところユーロ圏では実体経済の本格的な成長は困難であるばかりか、成長には相応のダウンサイドリスクが伴っているものと考えられる。



(資料) Eurostat のデータから農林中金総合研究所作成

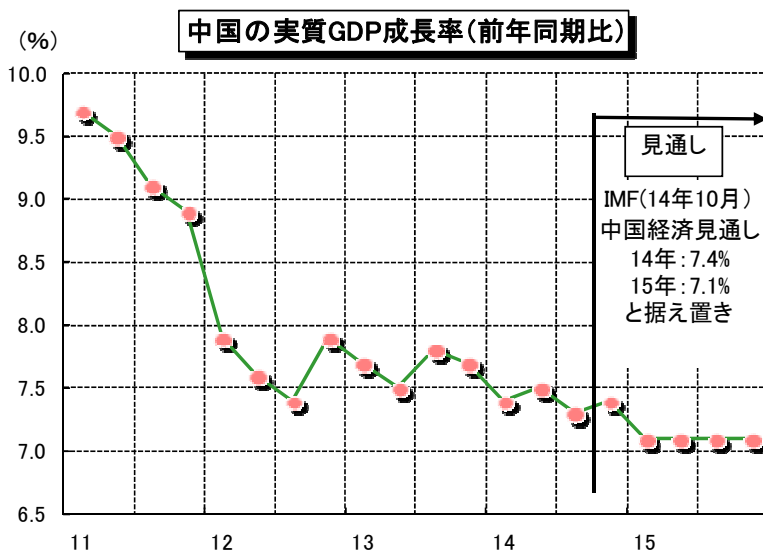
ユーロ圏の主要な経済指標を見れば、9月の小売売上高は前月比で1.3%の低下となった。これは前年同月比では0.6%の上昇であるが、同月の失業率が11.5%と、依然として高い水準にとどまっていることなどからすれば、個人消費の安定的な改善は期待し難いものとみられる。一方、9月の鉱工業生産は前月比で0.6%、また前年同月比でも0.6%の上昇となったが、これまでの推移に比べ頭打ち感が現れつつある。

一方、ユーロ圏の景気回復の牽引役として期待されるドイツであるが、8月の製造業受注、鉱工業生産および輸出額がそれぞれ前月比で大幅な低下となったことで、経済成長の減速化が表面化した。その後9月には、製造業受注指数は前月比0.8%、鉱工業生産指数は同1.4%といずれも上昇、また輸出額についても同5.5%の増加となったが、いずれも力強い勢いの回復には至っていない。一方で、失業率が5.0%と低い水準にあるなか、小売売上高の改善傾向が傾向的に現れつつあるが、足元では9月の値は前月比で3.2%の低下となり、まだ力強さを伴った動きとはなっていない。

一方、10月のユーロ圏の消費者物価指数(CPI)上昇率(前年同月比)は0.4%にとどまり、欧州中央銀行(ECB)の政策目標である2%を大幅に下回った状態が継続している。こうした情勢を受け、ECBは14年6月には政策金利の引下げのみならず、銀行が中央銀行に余剰資金を預け入れる際の金利を初めてマイナスとしたほか、銀行に対し低利で融資原資を供給する仕組み(TLTRO)を新設するなどの多面的な政策を打ち出したが、さらに9月にも主要な政策金利を0.05%に、また銀行による中央銀行への預け入れ金利を▲0.20%にまで引き下げるとともに、資産担保証券(ABS)などの買入れ開始を決定した。このため、こうした政策の効果がECBの狙いどおりに現れるのかどうかには注意が必要となっている。

### ③ 中国経済

中国の14年7～9月期の実質GDP成長率は前年比7.3%と、4～6月期(同7.5%)から小幅ながら減速した。その結果、14年1～9月期の実質成長率は前年比7.4%となった。景気が再び減速した背景には、個人消費および輸出が底堅く推移したものの、投資が大きく鈍化したことが挙げられる。不動産市場の低迷が強まったことや、鉄鋼やセメントなどの過剰生産分野への投資が抑制されたことが投資の大幅な鈍化につながっている。



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

さらなる景気減速を食い止めるため、中国政府は景気を下支えする対策を発表した。過剰生産分野への投資抑制を引続き実施しているものの、不動産市場の下振れリスクを緩和するため、大都市(上海や北京など)以外の地方政府は住宅購入規制を緩和・撤廃した。また中国人民銀行(中央銀行)も9月末に住宅価格の大幅な調整を回避するため、市中銀行に住宅購入の頭金比率を引下げるなど購入規制の緩和を要請した。

さらに、10月中旬以降、中央政府は16本の鉄道路線、5つの空港などのインフラの整備事業を相次いで認可した(11月18日まで)。これらの整備事業には約8,500億人民元

(約 16 兆円)の資金が投下される見込みで、中西部の脆弱なインフラ環境を改善するとともに、強まる景気下振れリスクを緩和する目的があると見られる。これらの事業を円滑に実施するため、財政資金の投下速度はすでに加速しており、景気押上げに力を入れている動きも見て取れる。

一方、金融政策についてもやや緩和的な政策運営が行われてきた。中国人民銀行の政策実施報告書(14 年 7～9 月期)によると、同行が中期貸出制度(MLF)を創設し、9 月に 5,000 億元、10 月に 2,695 億元の資金供給を実施した。これらの金融緩和によって、景気の押し上げ効果が期待されるものの、景気の先行きへの懸念や不良債権比率の上昇などから、銀行のリスクテイクの能力が弱まっていると見られるため、実際には貸出の増加にはつながっていない。今後も景気を押し上げるため、こうした小幅な金融緩和を実施し続けると見られるものの、利下げに踏み切る可能性は当面低いと思われる。

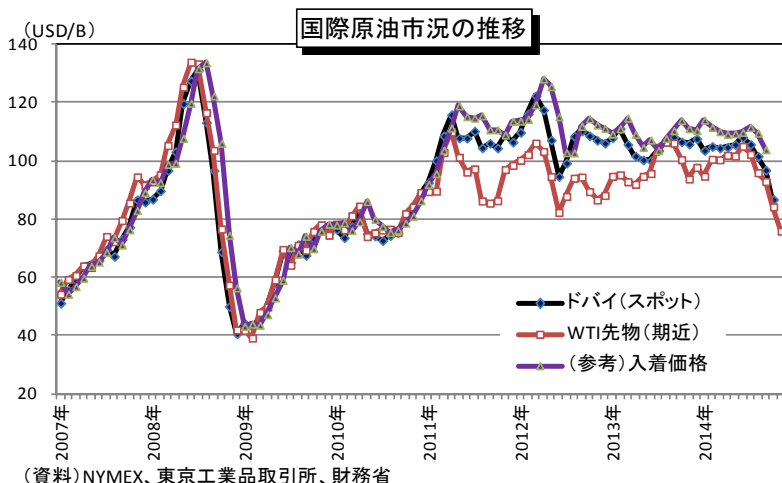
こうしたなか、足元の景気は弱い動きを続けるものの、個人消費や輸出が堅調に伸びたほか、これまでは減速傾向にある投資もようやく上向いており、10 月には景気持ち直しの兆しも出始めている。製造業や不動産向けの投資が下げ止まったほか、交通運輸・倉庫・水利施設・環境保護施設向け投資も大きく伸びていることが確認できる。景気の先行きについては、消費が堅調に伸びるほか、インフラ投資の加速による景気の押し上げ効果が徐々に出ると思われるため、10～12 月期は再び成長率が高まり、14 年通年では政府目標である 7.5%を達成するであろう。

ただし、15 年については、14 年より減速し、7%台前半の成長になると予測する。これまでの要人発言からは、中国政府は成長鈍化を容認しつつあると見られ、15 年の成長目標は 7%に引下げられる可能性もある。今後、12 月に開催される 15 年の経済運営方針などを決定する「中央経済工作会议」の内容が注目されるだろう。

#### ④ 輸入原油価格の見通し

中東・イラク情勢やウクライナ問題など、地政学的リスクが意識される場面が多かったものの、原油価格は高値圏ながらも安定的に推移、この数年の WTI 先物は 1 バレル=100 ドル台を中心に推移してきた。しかし、14 年夏場以降、世界経済の先行き懸念の強まりや米 QE3 の規模縮小や終了に伴うドル高傾向を受けて、原油を含む国際商品が全般的に下落し始めた。11 月中旬には WTI 先物は 70 ドル台半ばまで値下がりしている。

需要サイドをみると、世界経済の先行き不安が燦然中、需要増は抑えられたものになっている一方、北米でのシェールガス・オイル増産、さらにナイジェリア、リビア、イラクの増産など、供給能力が高まっており、供給過剰気味となっている。こうした中で、サウジアラビアやイランでは値下げ競争を始めていると報じられており、当面、原油価格は弱含みでの推移となると見られるが、産油国間の対立は互いの利益にならないことも経験的に理解しているものと思われ、いずれ OPEC 内では生産枠を調整する動きが出るだろう。国内への原油入着価格(CIF ベース)は 14 年度下期には 80 ドル前後まで下落した後、15、16 年度にかけては緩やかに上昇する(それぞれ 83.1 ドル、87.5 ドル)ものと予想している。



**2014～16年度 日本経済見通し**

|                               | 単位     | 13年度<br>(実績) | 14年度<br>(予測) | 15年度<br>(予測) | 16年度<br>(予測) |
|-------------------------------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 名目GDP                         | %      | 1.9          | 1.2          | 1.5          | 2.0          |
| 実質GDP                         | %      | 2.2          | ▲ 0.5        | 1.5          | 1.5          |
| 民間需要                          | %      | 2.2          | ▲ 1.8        | 1.7          | 2.6          |
| 民間最終消費支出                      | %      | 2.5          | ▲ 2.7        | 1.5          | 2.4          |
| 民間住宅                          | %      | 9.5          | ▲ 11.1       | ▲ 1.7        | 2.6          |
| 民間企業設備                        | %      | 2.6          | 1.5          | 3.9          | 3.9          |
| 民間在庫品増加(寄与度)                  | %pt    | ▲ 0.5        | 0.3          | ▲ 0.2        | ▲ 0.1        |
| 公的需要                          | %      | 4.2          | 0.9          | 0.5          | 0.5          |
| 政府最終消費支出                      | %      | 1.8          | 0.3          | 0.9          | 0.9          |
| 公的固定資本形成                      | %      | 15.0         | 3.3          | ▲ 1.1        | ▲ 1.5        |
| 輸出                            | %      | 4.8          | 6.0          | 3.9          | 3.5          |
| 輸入                            | %      | 7.0          | 2.5          | 4.5          | 7.4          |
| 国内需要寄与度                       | %pt    | 2.7          | ▲ 1.1        | 1.4          | 2.1          |
| 民間需要寄与度                       | %pt    | 1.7          | ▲ 1.3        | 1.3          | 1.9          |
| 公的需要寄与度                       | %pt    | 1.0          | 0.2          | 0.1          | 0.1          |
| 海外需要寄与度                       | %pt    | ▲ 0.5        | 0.6          | ▲ 0.0        | ▲ 0.5        |
| GDPデフレーター(前年比)                | %      | ▲ 0.4        | 1.7          | 0.1          | 0.5          |
| 国内企業物価 (前年比)                  | %      | 1.8          | 3.6          | 0.7          | 1.2          |
| 全国消費者物価 ( " )<br>(消費税増税要因を除く) | %      | 0.8          | 3.1<br>(1.1) | 1.1<br>(1.1) | 1.6<br>(1.6) |
| 完全失業率                         | %      | 3.9          | 3.7          | 3.7          | 3.4          |
| 鉱工業生産 (前年比)                   | %      | 3.2          | ▲ 1.3        | 2.1          | 4.7          |
| 経常収支                          | 兆円     | 0.8          | 3.4          | 6.8          | 8.2          |
| 名目GDP比率                       | %      | 0.2          | 0.7          | 1.4          | 1.6          |
| 為替レート                         | 円/ドル   | 100.2        | 108.3        | 117.5        | 118.1        |
| 無担保コールレート(O/N)                | %      | 0.07         | 0.06         | 0.06         | 0.06         |
| 新発10年物国債利回り                   | %      | 0.69         | 0.53         | 0.58         | 0.78         |
| 通関輸入原油価格                      | ドル/バレル | 109.6        | 98.2         | 83.1         | 87.5         |

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

(→予測)

|                               | 単位     | 2013年 |       |       |         | 2014年 |              |              |              | 2015年        |              |              |              | 2016年        |              |              |              | 2017年        |
|-------------------------------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                               |        | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期        | 7～9月期        | 10～12月期      | 1～3月期        | 4～6月期        | 7～9月期        | 10～12月期      | 1～3月期        | 4～6月期        | 7～9月期        | 10～12月期      | 1～3月期        |
| 名目GDP                         | %      | 1.1   | 0.3   | 0.4   | 0.1     | 1.5   | ▲ 0.1        | ▲ 0.8        | 1.0          | 0.4          | 0.4          | 0.3          | 0.6          | 0.2          | 0.5          | 0.4          | 0.9          | 1.0          |
| 実質GDP                         | %      | 1.4   | 0.8   | 0.6   | ▲ 0.4   | 1.6   | ▲ 1.9        | ▲ 0.4        | 0.9          | 0.5          | 0.3          | 0.3          | 0.4          | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.7          | 0.9          |
| (年率換算)                        | %      | 5.6   | 3.2   | 2.4   | ▲ 1.6   | 6.7   | ▲ 7.3        | ▲ 1.6        | 3.7          | 1.8          | 1.1          | 1.3          | 1.5          | 1.3          | 1.1          | 1.0          | 2.7          | 3.5          |
| 民間需要                          | %      | 0.8   | 0.4   | 0.9   | 0.1     | 2.5   | ▲ 3.7        | ▲ 0.9        | 0.9          | 0.5          | 0.4          | 0.5          | 0.5          | 0.4          | 0.3          | 0.5          | 1.4          | 1.9          |
| 民間最終消費支出                      | %      | 1.2   | 0.8   | 0.3   | ▲ 0.0   | 2.2   | ▲ 5.0        | 0.4          | 0.7          | 0.3          | 0.4          | 0.4          | 0.4          | 0.4          | 0.3          | 0.4          | 1.5          | 2.0          |
| 民間住宅                          | %      | 1.0   | 2.4   | 4.3   | 2.2     | 2.3   | ▲ 10.0       | ▲ 6.7        | 0.3          | 0.2          | 0.0          | ▲ 0.1        | ▲ 0.2        | ▲ 0.2        | 0.2          | 0.5          | 2.0          | 5.0          |
| 民間企業設備                        | %      | ▲ 2.0 | 1.8   | 0.7   | 0.8     | 7.5   | ▲ 4.8        | ▲ 0.2        | 1.5          | 0.9          | 1.0          | 1.0          | 1.0          | 0.9          | 0.5          | 1.0          | 1.3          | 2.0          |
| 民間在庫品増加(寄与度)                  | %pt    | 0.1   | ▲ 0.5 | 0.3   | ▲ 0.1   | ▲ 0.5 | 1.2          | ▲ 0.6        | ▲ 0.1        | 0.1          | ▲ 0.1        | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | ▲ 0.0        | ▲ 0.2        |
| 公的需要                          | %      | 1.5   | 1.8   | 1.1   | 0.5     | ▲ 0.6 | 0.1          | 0.7          | 0.7          | 0.1          | ▲ 0.1        | ▲ 0.1        | 0.1          | ▲ 0.1        | 0.2          | 0.2          | 0.3          | 0.3          |
| 政府最終消費支出                      | %      | 0.8   | 0.6   | 0.1   | 0.2     | ▲ 0.2 | ▲ 0.0        | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.1          | 0.2          | 0.4          | 0.1          | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.3          |
| 公的固定資本形成                      | %      | 5.3   | 6.1   | 5.7   | 1.7     | ▲ 2.0 | 0.3          | 2.2          | 2.5          | ▲ 0.5        | ▲ 1.0        | ▲ 1.0        | ▲ 1.0        | ▲ 1.0        | ▲ 0.2        | ▲ 0.2        | 0.5          | 0.5          |
| 輸出                            | %      | 4.2   | 3.1   | ▲ 0.6 | 0.2     | 6.4   | ▲ 0.5        | 1.3          | 1.1          | 1.0          | 0.9          | 0.9          | 0.9          | 0.8          | 0.8          | 0.8          | 1.0          | 1.2          |
| 輸入                            | %      | 1.1   | 2.4   | 1.8   | 3.7     | 6.2   | ▲ 5.4        | 0.8          | 1.0          | 1.2          | 1.2          | 1.2          | 1.0          | 0.8          | 1.0          | 2.0          | 4.0          | 5.0          |
| 国内需要寄与度                       | %pt    | 1.0   | 0.7   | 1.0   | 0.2     | 1.8   | ▲ 2.9        | ▲ 0.5        | 0.8          | 0.4          | 0.3          | 0.3          | 0.4          | 0.3          | 0.3          | 0.4          | 1.1          | 1.5          |
| 民間需要寄与度                       | %pt    | 0.6   | 0.3   | 0.7   | 0.1     | 2.0   | ▲ 2.9        | ▲ 0.7        | 0.7          | 0.4          | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.4          | 1.1          | 1.4          |
| 公的需要寄与度                       | %pt    | 0.4   | 0.5   | 0.3   | 0.1     | ▲ 0.1 | 0.0          | 0.2          | 0.2          | 0.0          | ▲ 0.0        | ▲ 0.0        | 0.0          | ▲ 0.0        | 0.0          | 0.0          | 0.1          | 0.1          |
| 海外需要寄与度                       | %pt    | 0.4   | 0.1   | ▲ 0.4 | ▲ 0.6   | ▲ 0.2 | 1.0          | 0.1          | ▲ 0.0        | ▲ 0.0        | ▲ 0.0        | ▲ 0.0        | 0.0          | 0.0          | ▲ 0.0        | ▲ 0.2        | ▲ 0.5        | ▲ 0.6        |
| GDPデフレーター(前年比)                | %      | ▲ 1.0 | ▲ 0.6 | ▲ 0.4 | ▲ 0.4   | ▲ 0.1 | 2.0          | 2.1          | 1.5          | 1.5          | ▲ 0.2        | 0.1          | 0.2          | 0.2          | 0.3          | 0.5          | 0.5          | 0.7          |
| 国内企業物価 (前年比)                  | %      | ▲ 0.3 | 0.7   | 2.2   | 2.5     | 2.0   | 4.3          | 4.0          | 2.8          | 3.3          | 0.5          | 0.6          | 0.8          | 1.0          | 1.0          | 1.0          | 1.3          | 1.6          |
| 全国消費者物価 ( " )<br>(消費税増税要因を除く) | %      | ▲ 0.3 | 0.0   | 0.7   | 1.1     | 1.3   | 3.4<br>(1.5) | 3.2<br>(1.2) | 2.9<br>(0.9) | 2.8<br>(0.8) | 1.0<br>(0.9) | 1.0<br>(1.0) | 1.1<br>(1.1) | 1.2<br>(1.2) | 1.3<br>(1.3) | 1.5<br>(1.5) | 1.7<br>(1.7) | 1.9<br>(1.9) |
| 完全失業率                         | %      | 4.2   | 4.0   | 4.0   | 3.9     | 3.6   | 3.6          | 3.6          | 3.8          | 3.9          | 3.8          | 3.7          | 3.7          | 3.6          | 3.5          | 3.4          | 3.3          | 3.2          |
| 鉱工業生産 (前期比)                   | %      | 0.5   | 1.6   | 1.8   | 1.8     | 2.9   | ▲ 3.8        | ▲ 1.9        | 1.0          | 0.2          | 0.3          | 1.0          | 1.2          | 0.9          | 1.0          | 1.0          | 1.5          | 2.5          |
| 経常収支(季節調整値)                   | 兆円     | 0.9   | 1.8   | 0.6   | 0.0     | ▲ 1.4 | 0.7          | 0.6          | 0.9          | 1.2          | 1.4          | 1.6          | 1.8          | 2.0          | 2.2          | 2.3          | 2.2          | 1.5          |
| 名目GDP比率                       | %      | 0.8   | 1.5   | 0.5   | 0.0     | ▲ 1.1 | 0.6          | 0.5          | 0.7          | 1.0          | 1.1          | 1.3          | 1.5          | 1.6          | 1.8          | 1.8          | 1.7          | 1.2          |
| 為替レート                         | 円/ドル   | 92.4  | 98.7  | 98.9  | 100.5   | 102.8 | 102.1        | 103.9        | 112.0        | 115.0        | 115.0        | 115.0        | 120.0        | 120.0        | 120.0        | 120.0        | 117.5        | 115.0        |
| 無担保コールレート(O/N)                | %      | 0.08  | 0.07  | 0.07  | 0.07    | 0.07  | 0.07         | 0.07         | 0.06         | 0.06         | 0.06         | 0.06         | 0.06         | 0.06         | 0.06         | 0.08         | 0.09         | 0.10         |
| 新発10年物国債利回り                   | %      | 0.70  | 0.73  | 0.77  | 0.64    | 0.63  | 0.60         | 0.53         | 0.50         | 0.50         | 0.55         | 0.60         | 0.60         | 0.55         | 0.60         | 0.70         | 0.80         | 1.00         |
| 通関輸入原油価格                      | ドル/バレル | 111.8 | 107.1 | 107.3 | 111.8   | 112.0 | 109.6        | 108.4        | 95.0         | 80.0         | 80.0         | 82.5         | 85.0         | 85.0         | 85.0         | 87.5         | 87.5         | 90.0         |

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

### **3. 2014～16 年度の日本経済・物価見通し:**

#### **(1) 消費税増税の先送り判断は今後の日本経済にどう影響するか**

増税先送りの決定そのものは景気対策ではないこと、さらに安倍首相が策定を指示した景気対策が実際に動き始めるのは14年度末もしくは15年度入り後であることを踏まえれば、少なくとも14年度内の国内景気に大きく影響を与えることはないと思われる。

一方、15年度については、耐久財消費や住宅投資などで、15年10月からの税率引上げを抑えた駆け込み需要と、増税実施後の反動減が存在しなくなるために、15年10月の増税実施を前提としていたケースと比べて、GDPの経路はかなり平滑化されることになる。この効果はあまり目立たないが、早期のデフレ脱却を目指す上では非常に有益であろう。その理由の一つは、デフレ脱却にとって必要不可欠な期待インフレ率の上昇に影響を与えるのは、中央銀行の物価安定を目指す強い意志と行動力もさることながら、過去に物価がたどってきた動きにも左右されると思われるからである(いわゆる適応的期待)。それゆえ、今回のように増税前後で景気の振れが激しくなり、その結果として増税後の物価上昇率(増税要因を除く)が鈍化した場合、期待インフレ率の低下が発生することもありうる。それよりも、デフレ脱却に向けては、緩やかであっても着実に実際の物価が上昇し続けることが重要であろう。また、需給改善による適度な物価上昇を目指す際には、増税のようなショックは回避した方が望ましいことは言うまでもない。

一方で、消費税増税の先送り決定により、政府の財政健全化に対する取り組み姿勢が疑われ、内外投資家が国債保有を敬遠し、長期金利が上昇する可能性が高まると懸念する意見は根強い。しかし、消費税率を予定通り10%に上げた場合、国内需要の一段の落ち込みを招き、デフレ脱却時期が遠のく恐れがある。その場合には、追加の国債発行を含む景気対策が打たれる可能性があるほか、法人税・所得税などの減収も招く恐れがある。実際、増税が財政健全化の最善策とは限らないことは経験的に知られている。経済成長との整合的な財政健全化計画の練り直しを迫られる時期は遅かれ早かれ到来したはずである。足元の景気状況を踏まえれば、妥当な判断と思われる。持続可能な頑健性の高い財政健全化計画を提示できさえすれば、長期国債の跳ね上がりはできるものと思われる。

なお、今回の消費税増税時期の先送り判断は、日本銀行による追加緩和(QQE2)、それらを受けた円安傾向、さらには原油など資源価格の下落などとの相乗効果を生むことが予想され、当面の日本経済にとって大きなプラス材料となるものと思われる。そうした判断の背景として、日本経済が直面している労働力人口の減少が指摘できる。

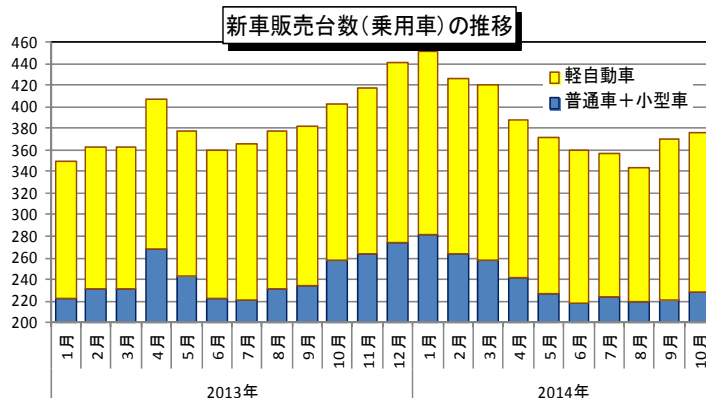
アベノミクスでは、女性・若者の活躍を支援することを通じて労働供給を増やし、潜在成長力を高めようとしている。それ自体は非常に重要なことであるが、あくまで中期的な課題である。しかし、短期的な課題であるデフレ脱却の早期達成を実現する上で、労働供給に制約があるということはある意味チャンスである。消費税増税を直前に控えた14年1～3月期、日本経済は前期比年率6.7%という高成長を実現した。同時に失業率も3%台半ばにまで低下、1%台前半まで上昇率が高まった物価についても、それまでの円安・エネルギーによる押し上げだけでなく、需給改善効果による押し上げが散見され始めた(もちろん、これは駆け込み需要という特殊な要因による面が大きい)。足元の景気低迷を受けて、経済成長の派生需要である労働需要は増加傾向が一服した感もあるが、労働供給に制約があれば、国内企業は人件費の抑制姿勢を修正せざるを得なくなるはずだ。それを促すためには、国内に一定程度の雇用機会を確保するための環境作りが必要となってくる。つまりは、成長戦略をうまく軌道に乗せ、国内産業の活性化を図っていくことが求められる。この先、1%弱とされる潜在成長力を上回る成長を継続的に実現していくことができれば、賃上げムードが定着し、物価上昇率は徐々に高まっていく可能性がある。

なかなか想像することが難しかった物価安定目標の達成、さらに日銀による大量の国債買入れなどといった異例な状況からの出口が微かにではあるが、見えてきた感もある。なお、「取らぬ狸の…」ではないが、17年度の日本経済には一抹の不安を覚えないわけではない。よほどのことでも起きない限り、17年4月の消費税率引上げは確定路線であろう。税率2%の引上げにも耐えられる状況となっている可能性は十分ある。一方で、2%の物価安定目標の達成が見えてきた場合、QQE2は出口が意識され、金融資本市場には少なからぬ影響が出ることが予想される。この場合、財政政策、金融政策がいずれも引締め方向となるため、金融政策に「譲歩」が求められる可能性もある。しかし、それらが思わぬ副作用を生んでしまうこともありうるだろう。

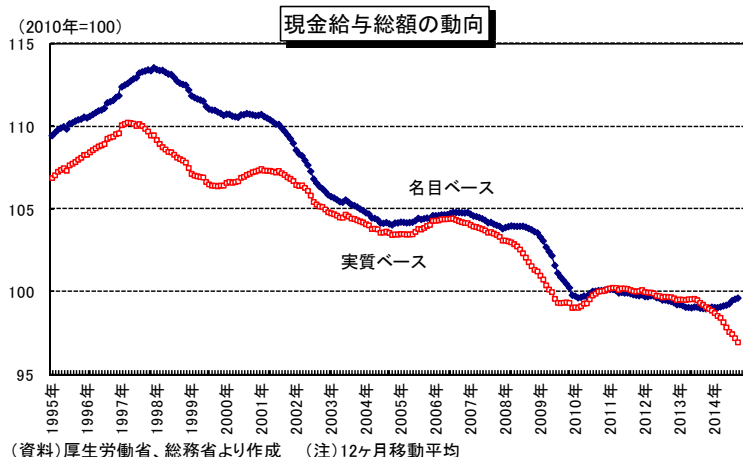
## (2) 経済見通し ～ 10～12月期以降はプラス成長へ

冒頭でも述べたが、消費税増税後の日本経済はマイナス成長に陥るなど、停滞感が強まったことは否めない。とはいえ、多くの経済指標からは夏場には底入れする動きを示すなど、持ち直し傾向が始まっているのもまた確かである。2四半期連続のマイナス成長は「リセッション」との判定もあるが、潜在成長率が1%弱という日本経済にその基準を当てはめるのが妥当かは議論の余地があるだろう。

景気動向が鈍い原因は、耐久消費財や住宅などの販売不振と実質可処分所得の目減りであり、それがいつ解消のめどが立つのかというのが大きな問題である。代表的な耐久消費財である乗用車の販売台数については、8月をボトムに持ち直しの動きが出ているのは明るいニュースといえる。しかし、これは15年度購入分から増税となる軽乗用車に駆け込み需要が発生していることによるもので、普通・小型乗用車には明確な改善に動きが見えない。また、15年4月以降、軽乗用車の販売が反動減で再び落ち込む可能性もあるなど、なかなか本格回復に至らない可能性がある。家電製品も含め、耐久消費財の反動減要因が消滅するには今しばらく時間がかかると思われる。また、住宅販売についても、15年10月の消費税増税が先送りされたことで、14年度末にかけて想定されていた駆け込み需要は発生せず、低調なまま推移する可能性があるだろう。



(資料)日本自動車販売協会連合会、軽自動車販売協会連合会の統計より作成  
(注)当総研により季節調整(X-12-ARIMA)をかけた系列



(資料)厚生労働省、総務省より作成 (注)12ヶ月移動平均

一方、実質所得の目減りの解消時期については、14年度下期中は困難と思われる。増税によって発生した約2%分の物価上昇に比べると、14年度のベースアップ率(0.4%程度)が低いほか、残業時間が前年比で減少し、残業手当がマイナス要因となる可能性が高いからである。しかし、15年4月には増税要因が剥落するため、賃上げムードさえ残っていれば、だいぶ解消する可能性がある。政府は、11月19日に

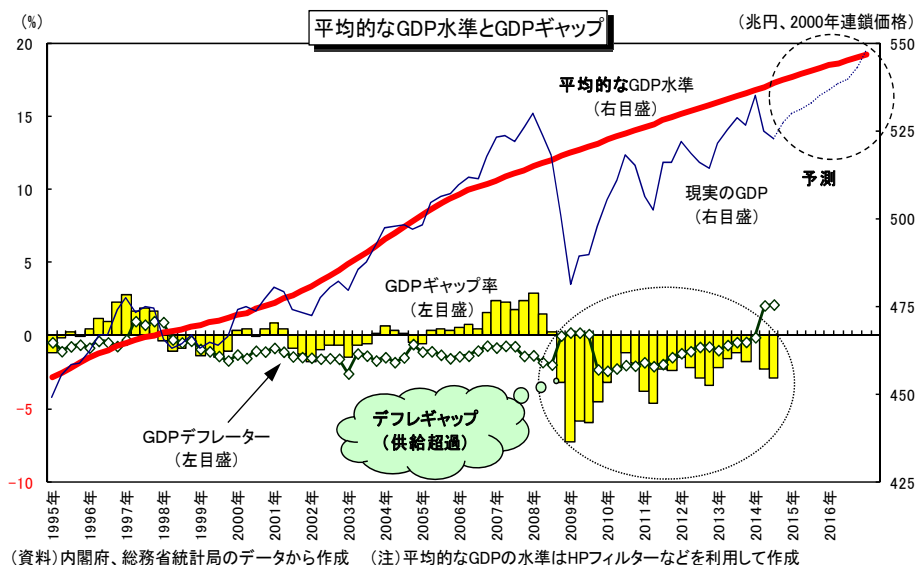
第3回の政労使会議を開催し、経済の好循環実現のために、14年度に続き、15年度春季賃金交渉での賃上げを要請した。経営側もそれに呼応し、業績好調な企業を中心に賃上げを行うことを前向きに検討すると表明、総選挙後には3者で合意文書を取りまとめる予定となっている。非製造業を中心とした内需型の企業では、景気足踏みに加えて、デフレ下での円安進行による収益圧迫要因もあり、14年度ほどのベア確保は厳しいとみられるが、「企業から家計へ」という所得還流が強まることがデフレ脱却や成長促進の起爆剤になることから、その行方は非常に注目される。

なお、7～9月期は、予想外の減少となった民間企業設備投資であるが、日銀短観をはじめとする14年度設備投資計画調査はいずれもしっかりした数字が発表されているほか、7～9月期には機械受注や鉱工業統計・資本財出荷などでは持ち直しの動きもみられる。家計部門に比べて、企業マインドなどの悪化が限定的であるのも好材料といえる。足元の景気停滞で、設備投資の投下時期を先延ばしする企業も増える可能性はあるが、キャッシュフローが底堅く推移していることもあり、10～12月期以降は回復に向かうと予想される。

また、輸出動向については、円安が大きく進行したにもかかわらず、世界経済の冴えない動きが続いていることもあり、増勢はなかなか強まってこないが、米国経済の順調な回復が世界経済の先行き懸念を徐々に解消させていくものと思われる。それに伴い、輸出も徐々に増加傾向を強めていくだろう。

以上の点を踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。民間消費には一部で持ち直しが見られているが、総じて底ばいとの表現の方が当てはまることも既に述べた。とはいえ、主要経済指標をみる限り、反動減からの持ち直しの動きは徐々に進んでいると判断するのは妥当であろう。消費者マインドの悪化や14年度下期に残業手当が減少する可能性を踏まえれば、なかなか回復傾向が強まることは見込みにくい。冬季賞与も底堅く推移する可能性があり、底割れするリスクはそれほど大きくないだろう。民間企業設備投資でも、これまで落ち込んだ分を取り戻すような動きが強まるとみる。公的需要も「15ヶ月予算」の執行に伴い、引き続き成長を下支え、輸出も増加傾向が続くだろう。その結果、10～12月期は前期比0.9%、同年率3.7%と、3四半期ぶりにプラス成長へ戻るだろう。

その後、15年1～3月期についても、民間消費、民間企業設備投資の持ち直し基調が継続、公的需要には息切れ感もあるが、輸出も緩やかに増加していくものと思われる。とはいえ、肝心の民間消費については実質所得の目減りによる慎重姿勢が続くと見られ、大きく増加する可能性は薄いだろう(前期比0.5%、同年率1.8%)。



以上を受けて、14年度の実質成長率は▲0.5%、名目成長率は1.2%(前回9月時点の予測はそれぞれ0.2%、1.9%で、ともに大幅に下方修正)と予測する。この下方修正は、今回発表された7～9月期の成長率が想定より大幅に下振れたことによるものであり、年度下期には持ち直しの動きが明確化すると基本シナリオには変更はない。名実逆転の解

消は17年ぶりであるが、消費税率の引上げによる面が大きく、需給改善によって国内付加価値生産セクターでの価格転嫁能力が高まったことを意味するわけではない。ちなみに、小幅とはいえ、マイナス成長となるのはリーマン・ショック後の世界同時不況(08～09年度)以来のこととなる。消費税増税の影響でGDPデフレーターは前年度比1.7%の上昇である。

15年度については、増税効果の一巡に加え、14年度の成果ほどの期待はできないが、賃上げ傾向は継続することから、家計の所得環境は好転に向かうと思われる。年度半ばに向けては、残業時間の増加も期待される。また、世界経済の緩やかな成長が進む中、輸出の増加傾向も継続するほか、17年度までに増税に耐えられるだけの体力をつけるために、成長戦略の着実な実行や加速がなされるだろう。それを受けて、企業設備投資も増加傾向をたどるだろう。その結果、**15年度の実質成長率は1.5%、名目成長率は1.5%、GDPデフレーターは前年度比0.1%(前回はそれぞれ1.0%、1.2%、同0.7%)と予測した。**こうした成長率の上方修正とデフレーターの下方向修正は、15年10月の消費税増税が先送りされたことが主因であり、その結果、日本経済はデフレ脱却に向けた成長経路を辿ることとなる。

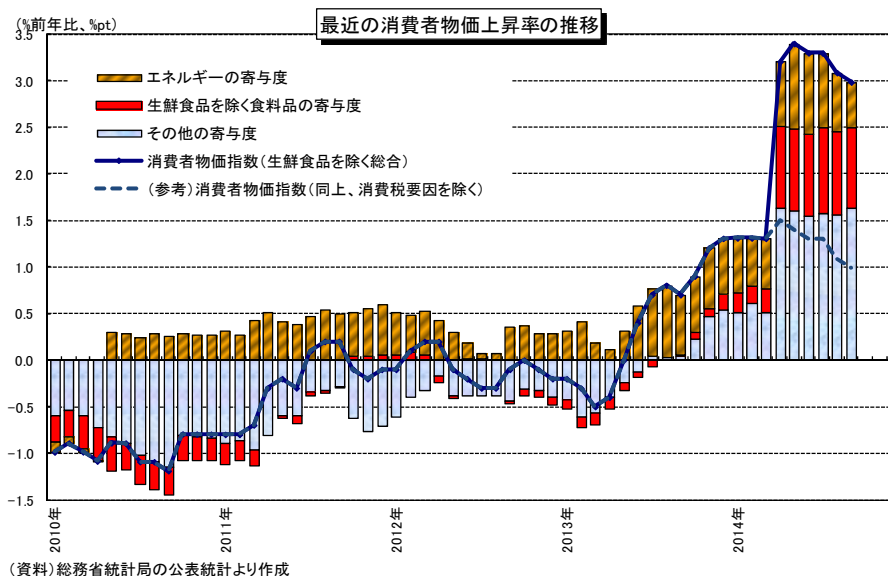
その後、16年度も同様に緩やかな成長経路を辿ると思われる。なお、消費税率が17年4月に10%に引き上げられることを前提とすれば、13年度と同様、年度末にかけて民間消費や住宅投資には一定程度の駆け込み需要が発生するものと思われる。その結果、**16年度の実質成長率は1.5%、名目成長率は2.0%、GDPデフレーターは前年度比0.5%と予測した。**これらにより、マクロ的な需給ギャップは大幅に縮小し、失業率が3%台前半に低下するなど労働需給が全般的に引き締まり、適度な賃上げ傾向が定着するだろう。

### (3)物価見通し ～ 上昇圧力は15年度入り後に再び高まる

13年度下期以降、前年比で1%台前半での推移が定着しつつあった全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、消費税要因を除く、以下全国コアCPI)であったが、最近では上昇率の鈍化傾向が目立っており、14年度下期には1%を割れる可能性が高まっている。

電気・ガス、ガソリンなどエネルギーの高騰に加え、円安の進行、さらには駆け込み需要の本格化に伴う需給改善効果などによって上昇率を高めた消費者物価には、14年4月以降は増税分も加わった結果、表面上は前年比3%台前半まで押上げられた。しかし、最近ではエネルギー・円安要因の一巡、さらには消費低迷による需給悪化による下押し圧力も加わり、同3.0%へ鈍化、消費税要因を除けば同1.0%となっている。

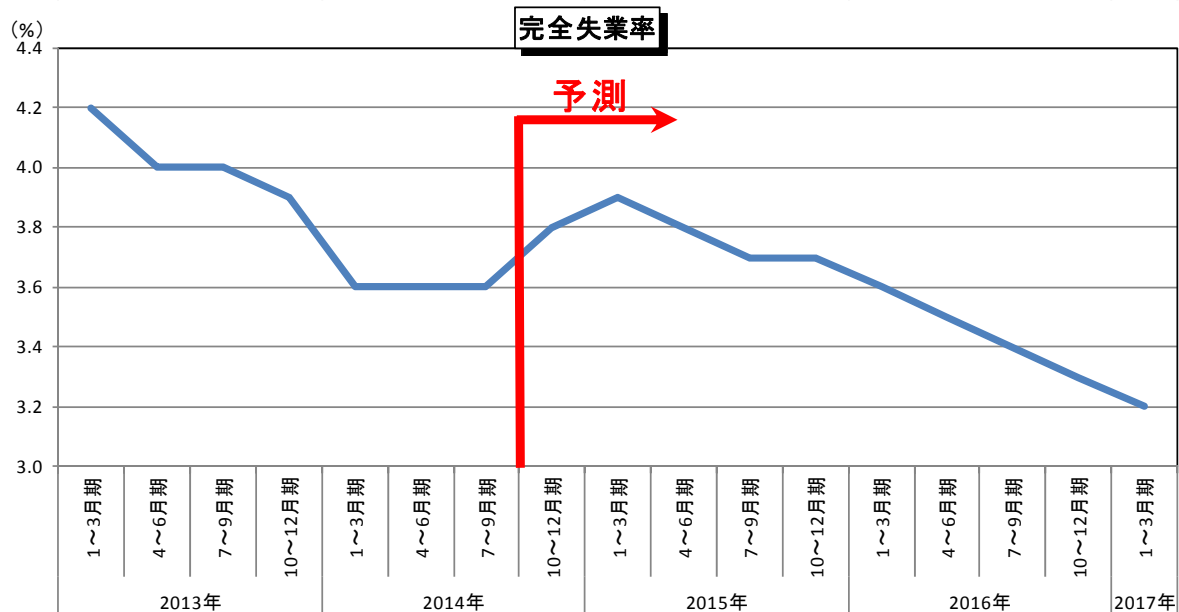
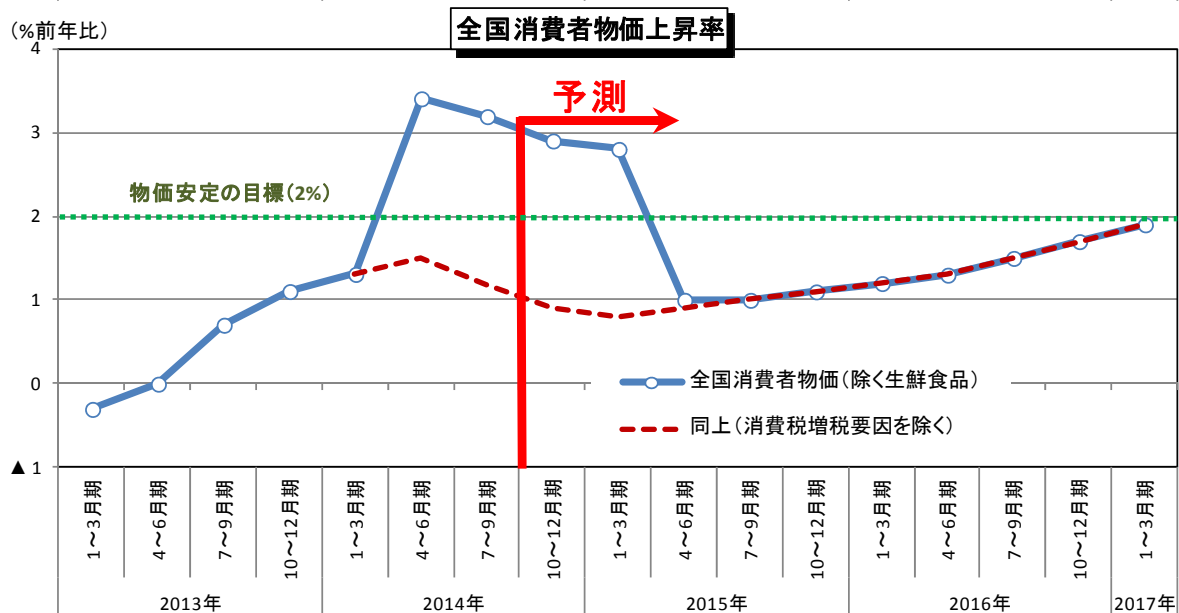
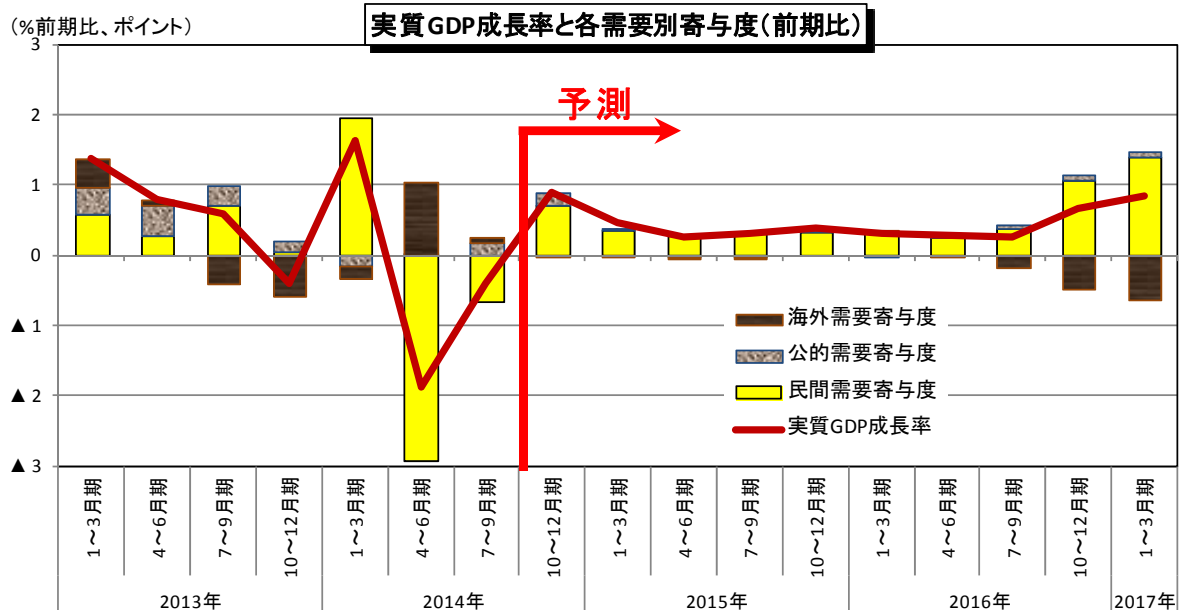
ちなみに、10月の国内企業物価は前年比2.9%と、6月(同4.5%)をピークに鈍化傾向を強めているが、消費税要因を除くと同0.1%まで上昇幅を縮小させた。さらに、国内需要財のうち、消費財(国内品)価格は、7～9月期は前年比▲0.3%、10月は同▲0.7%と、下落傾向を強めている。最



近取り上げられる機会が多い『東大物価指数』からも、スーパーで販売される食料品や日用雑貨などの価格は、マイルドな下落状態が続いていることが見て取れる。

先行きについては、足元で円安が進行し、輸入品価格が上昇傾向を強める可能性もあるものの、ガソリンなど石油製品の価格下落により、エネルギーの物価押し上げ効果が全般的に弱まると考えられる。物価上昇率は徐々に上昇幅を縮小させ、14年度下期には1%割れ(消費税増税の影響を除く)となる場面もあるだろう。その後、15年度には反転して再び1%台に戻り、マクロ的な需給ギャップが解消し、労働需給の面からも賃上げ圧力が高まることが見込まれる16年度末に向けて2%弱まで徐々に上昇率を高めていくと予想される。

以上から、14年度の全国コアCPIは、表面的には同3.1%(13年度:同0.8%)へ上昇率が高まるが、消費税要因を除けば同1.1%にとどまるだろう。また、15年度は同1.1%と、年度を通じては上昇率の高まりはない。しかし、16年度は同1.6%へ上昇率を加速させるだろう。



## 4. 当面の金融政策・金融市場動向:

### (1) 金融政策 ～ 増税先送りで見えてきた物価安定目標の達成

日本銀行は、10月31日に開催した政策委員会・金融政策決定会合において、大方の予想に反して追加緩和(QQE2)を決定した。その内容は、年間の金融資産買入額を上積みし、マネタリーベースの増加目標を上方修正したことである。具体的には、①長期国債の残高増加ペースを年間約80兆円(従来は60～70兆円)へ引上げ、買入れ

マネタリーベースの目標とバランスシートの見通し

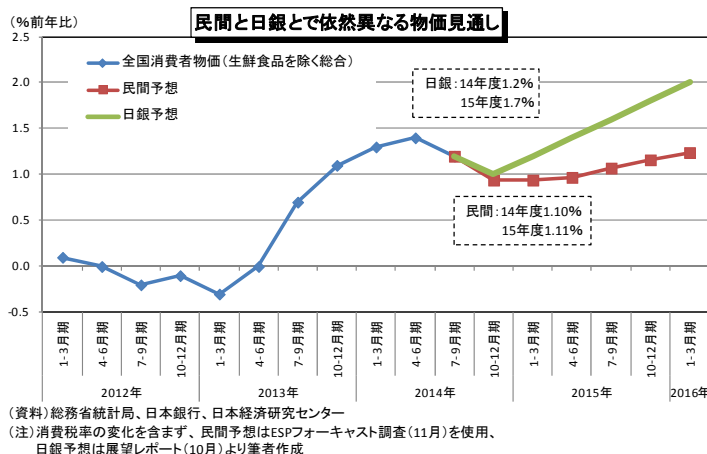
|                | 12年末<br>(実績) | 13年末<br>(実績) | 14年10月末<br>(実績) | 14年末<br>(見通し) | 今後の年間<br>増加ペース |
|----------------|--------------|--------------|-----------------|---------------|----------------|
| マネタリーベース       | 138          | 202          | 260             | 275           | +約80兆円         |
| (バランスシート項目の内訳) |              |              |                 |               |                |
| 長期国債           | 89           | 142          | 187             | 200           | +約80兆円         |
| CP等            | 2.1          | 2.2          | 2.3             | 2.2           | 残高維持           |
| 社債等            | 2.9          | 3.2          | 3.2             | 3.2           | 残高維持           |
| ETF            | 1.5          | 2.5          | 3.4             | 3.8           | +約3兆円          |
| JREIT          | 0.11         | 0.14         | 0.17            | 0.18          | +約900億円        |
| 貸出支援基金         | 3.3          | 9            | 21              | 30            | -              |
| その他も資産計        | 158          | 224          | 276             | 297           |                |
| 銀行券            | 87           | 90           | 87              | 93            |                |
| 当座預金           | 47           | 107          | 168             | 177           |                |
| その他も負債・純資産計    | 158          | 224          | 276             | 297           |                |

(資料)日本銀行

の平均残存期間を7～10年程度(従来は6～8年程度)へ延長する、②ETF、J-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円(従来は約1兆円)、同約900億円(従来は約300億円)に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、新たにJPX日経400に連動するETFを買入れ対象に加える、といった内容である。③CP等、社債等についてはそれぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を従来通り維持する、④以上の資産買入れ増額などを通じて、マネタリーベースを年間80兆円増となるようにする、といったものである。

この追加緩和自体の規模は、13年4月に導入された量的・質的金融緩和(QQE)に比べれば決して大きいとは言えないが、直前まで黒田日銀総裁らからは一切追加緩和を匂わす発言がなかったことから、マーケットには大きなサプライズを与え、米FOMCでQE3終了が決定されたことや年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の運用比率の変更方針の発表などとの相乗効果から、円安・株高が一段と加速した。

追加緩和の決定に至った日銀サイドの説明は、物価安定目標の達成が危うくなったからではなく、せっかく高まってきた予想物価上昇率のモメンタムを原油価格下落などから守るための予防的措置で、「念には念を入れた」といった位置付けである。しかし、9月の全国消費者物価は前年比3.0%、消費税要因を除くと同1.0%と、7月に黒田総裁が絶対割れることはないとした水準ぎりぎりまで鈍化しており、10月以降にはそれを割り込む可能性が高まっている。



一方、10月31日の決定会合で示された展望レポートによれば、多少の下方修正はあったにせよ、15年度の全国消費者物価の見通しを前年度比1.7%、16年度を同2.1%とするなど、「15年度を中心とする期間に2%の物価上昇」達成との従来の目標は概ね踏襲されている。しかし、予定通りの消費税増税を前提とした上での楽観的な見通しは、当総研も含めた多くの民間エコノミストや金融市場参加者のそれ

とは依然として大きく食い違っているといわざるを得ない。15 年 10 月の消費税増税という予測の前提が変わったとはいえ、日銀の想定通り、14 年度末以降に物価上昇ペースが再拡大し、「15 年度を中心とする期間」内に 2%の安定的な物価上昇が実現できそうになれば、QQE からの出口議論が浮上することは間違いないだろう。当然、金融資本市場には大きな影響を与えるだろう。しかし、繰り返しになるが、15 年度内に 2%物価目標を達成する可能性は依然小さいだろう。仮に、当総研の物価見通しのよう、15 年度半ばになっても物価上昇率がなかなか高まらない場合には、物価安定目標の達成時期などについての修正、もしくは何らかの追加緩和措置を迫られると予想する。

しかし、先行きを展望すれば、2%の安定物価目標が全く見通せないという状況ではなく、なっていくと思われる。アベノミクス「成長戦略」の着実な実行、これまでの金融緩和措置や消費税増税の先送りなどにより、この経済見通しで示すように日本経済が潜在成長力を上回る成長を続けることができれば、16 年度下期には適度な賃上げと物価上昇が両立する経済が実現できるものと思われる。当然、その時点では、QQE2 からの出口戦略への意識が強まっているものと思われる。

## (2) 金融市場の見通し ～ 金利上昇は限定的

14 年度に入ってから、マーケットは狭いレンジ内でのみ合いが続いていたが、9 月に入ってから株高・円安傾向が強まったほか、長期金利には一旦上昇圧力がかかるなど、変化が見られた。その後、10 月前半には、世界経済の先行き懸念が浮上、株安・円高・金利低下の流れが強まったが、後半にかけては株高・円安の動きが再度強まった。そして 10 月 31 日の日銀による追加緩和 (QQE2) 発表後、株高・円安が一段と進んだほか、流動性リスクが再度意識された長期金利はボラタイルな展開となっている。

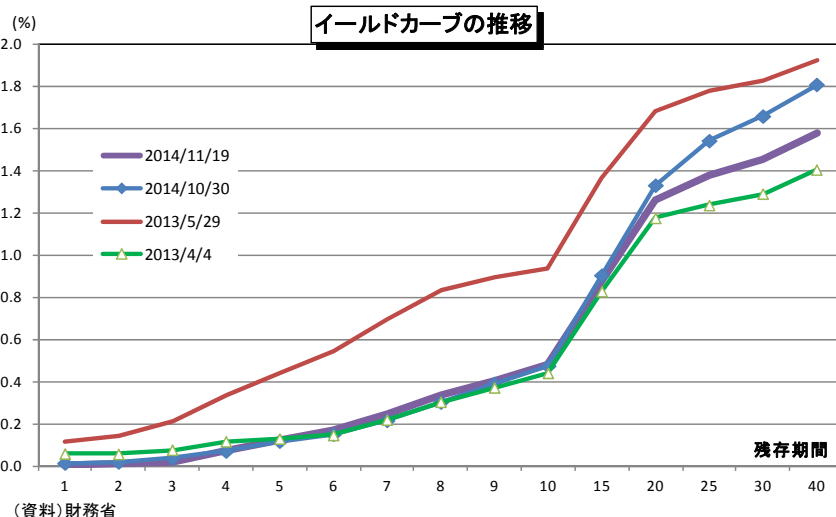
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

14 年度入り後、緩やかに低下傾向を辿っていた長期金利 (新発 10 年物国債利回り) であったが、9 月に入ると、主に米国経済の底堅さなどを背景に米国株が史上最高値を更新したこと等を受けてリスクオンの流れとなったこともあり、中旬には一時 0.58% まで上昇した。しかし、国庫短期証券の需給逼迫に伴って短期金利が

マイナス状態となったことも手伝って上昇圧力は収まり、逆に 10 月以降に調整した株価や為替レートに影響される形で金利低下が進行した。こうした中、国債買入れ額を毎月 8～12 兆円 (弾力的に運用) と、市中発行額 (14 年度: 155.1 兆円) に匹敵する規模まで増額した QQE2 の発表は、国債市場にも衝撃を与え、価格変動幅を高める結果となった。ただし、買入れ国債の年限長期化を図ったことで、超長期ゾーンには金利低下余地が生まれたほか、短期ゾーンはゼロ% 近くまで押し下げられている。

当面は、引き続き米国の利上げ時期を巡る思惑が長期金利の上昇要因として意識され



る場面があると見るが、極めて強力な緩和策の効果の浸透、さらには国内景気・物価の足踏みなどは低金利状態の継続に寄与するだろう。

## ② 株式市場

14年夏場にかけての株式市場は、日経平均株価で15,000円台前半を中心としたボックス圏での相場が続いたが、9月に入ると、断続的に史上最高値を更新する米国株に牽引される格好で、上昇傾向を強め、昨年末につけた直近高値を更新するなど、6年10ヶ月ぶりの水準となる16,300円台まで回復する場面もあった。10月に入ると世界経済、さらには米国経済の先行き懸念などが意識されるようになり、一時14,500円台まで下落するなど、株価水準の大幅調整が見られた。しかし、リスク性資産の年間買入れ額をそれまでの3倍に増額するといったQQE2に加え、GPIFの運用比率見直しの発表は、株価を大きく上昇させ、7年ぶりとなる17,000円台の回復につながっている。

これまで米国が果たしてきた「流動性相場」を、日本が担うことになるとの期待は根強いものの、増税後の国内景気の鈍さから、内需型企業の業績不振が意識されるものと思われ、当面は現状水準でのみ合いが続くと予想する。しかし、15年入り後は株高基調となるものと予想する。

## ③ 外国為替市場

8月下旬以降、世界的にドル高傾向が強まり、1ヶ月で8円ほど円安が進み、約6年ぶりに1ドル=110円台となった。この円安は上掲の通り、株高を促したが、実質所得の目減りが引き起こされている状況下での円安進行は状況を一段と悪化させるとの牽制論の存在、さらに米国経済の先行き慎重論が浮上したこともあり、一旦105円台まで円高方向に押し戻された。その後、QE3終了を決定した米FOMCやQQE2の発表、さらには外貨資産の比率を高めることを決定したGPIFの運用比率見直しなどで、円安傾向が強まり、約7年ぶりとなる118円台まで円安が進行するなど、120円台乗せを視野に入れる動きとなっている。先行きの基調としては、日米金融政策の方向性の違いが明確化するとみられ、米利上げが本格的に意識される状況になれば、さらに円安が進む場面もあるだろう。

また、対ユーロでも、QQE2の発表以降は円安傾向が強まり、1ユーロ=140円半ばまで円安ユーロ高が進んだ。しかし、ユーロ圏経済の景気後退懸念やデフレーション懸念が強まる中、欧州中央銀行(ECB)は量的緩和の実施を含めた非伝統的手法の一段の強化に迫られる可能性もあり、状況次第では円高方向に戻ることもあるだろう。

**金利・為替・株価の予想水準**

| 年／月<br>項 目    |      | 2014年       |              | 2015年        |              |              |
|---------------|------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|               |      | 11月<br>(実績) | 12月<br>(予想)  | 3月<br>(予想)   | 6月<br>(予想)   | 9月<br>(予想)   |
| 無担保コールレート翌日物  | (%)  | 0.065       | 0～0.1        | 0～0.1        | 0～0.1        | 0～0.1        |
| TIBORユーロ円(3M) | (%)  | 0.1830      | 0.15～0.20    | 0.15～0.20    | 0.15～0.20    | 0.15～0.20    |
| 短期プライムレート     | (%)  | 1.475       | 1.475        | 1.475        | 1.475        | 1.475        |
| 国債利回り         | 10年債 | (%)         | 0.475        | 0.40～0.60    | 0.40～0.65    | 0.40～0.65    |
|               | 5年債  | (%)         | 0.120        | 0.10～0.15    | 0.07～0.15    | 0.05～0.15    |
| 為替レート         | 対ドル  | (円/ドル)      | 117.4        | 112～120      | 115～125      | 115～125      |
|               | 対ユーロ | (円/ユーロ)     | 147.2        | 130～150      | 130～150      | 130～150      |
| 日経平均株価        | (円)  | 17,288      | 17,250±1,000 | 17,500±1,000 | 18,000±1,000 | 18,250±1,000 |

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注)実績は2014年11月19日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

## 2014～16年度 日本経済見通し

(前期比)

|               | 単位                  | 2013年度 | 2014年度 |        |       | 2015年度 |       |       | 2016年度 |       |       |
|---------------|---------------------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
|               |                     | 通期     | 通期     | 上半期    | 下半期   | 通期     | 上半期   | 下半期   | 通期     | 上半期   | 下半期   |
| 実質GDP         | %                   | 2.2    | ▲ 0.5  | ▲ 1.3  | 0.7   | 1.5    | 0.6   | 0.9   | 1.5    | 0.6   | 1.4   |
| 民間需要          | %                   | 2.2    | ▲ 1.8  | ▲ 3.0  | 0.3   | 1.7    | 0.9   | 1.1   | 2.6    | 0.8   | 2.9   |
| 民間最終消費支出      | %                   | 2.5    | ▲ 2.7  | ▲ 3.8  | 1.2   | 1.5    | 0.7   | 0.9   | 2.4    | 0.7   | 2.9   |
| 民間住宅          | %                   | 9.5    | ▲ 11.1 | ▲ 12.0 | ▲ 6.3 | ▲ 1.7  | 0.0   | ▲ 0.4 | 2.6    | 0.3   | 5.1   |
| 民間企業設備        | %                   | 2.6    | 1.5    | ▲ 1.4  | 1.7   | 3.9    | 2.0   | 2.5   | 3.9    | 1.5   | 3.3   |
| 公的需要          | %                   | 4.2    | 0.9    | 0.1    | 1.4   | 0.5    | ▲ 0.1 | 0.0   | 0.5    | 0.2   | 0.6   |
| 政府最終消費支出      | %                   | 1.8    | 0.3    | 0.0    | 0.8   | 0.9    | 0.3   | 0.6   | 0.9    | 0.4   | 0.6   |
| 公的固定資本形成      | %                   | 15.0   | 3.3    | 0.4    | 4.5   | ▲ 1.1  | ▲ 1.7 | ▲ 2.5 | ▲ 1.5  | ▲ 0.8 | 0.5   |
| 財貨・サービスの純輸出   | 兆円                  | 7.2    | 10.4   | 10.2   | 10.6  | 10.3   | 10.3  | 10.3  | 7.5    | 9.8   | 5.1   |
| 輸出            | %                   | 4.8    | 6.0    | 3.3    | 2.9   | 3.9    | 1.9   | 2.2   | 3.5    | 1.6   | 2.4   |
| 輸入            | %                   | 7.0    | 2.5    | ▲ 2.2  | 2.4   | 4.5    | 2.4   | 2.6   | 7.4    | 2.4   | 8.7   |
| 内需寄与度 (前期比)   | %                   | 2.7    | ▲ 1.1  | ▲ 2.3  | 0.8   | 1.4    | 0.7   | 0.7   | 2.1    | 0.7   | 2.1   |
| 民間需要 ( " )    | %                   | 1.7    | ▲ 1.3  | ▲ 2.4  | 0.5   | 1.3    | 0.7   | 0.7   | 1.9    | 0.7   | 2.0   |
| 公的需要 ( " )    | %                   | 1.0    | 0.2    | 0.0    | 0.3   | 0.1    | ▲ 0.0 | 0.0   | 0.1    | 0.0   | 0.1   |
| 外需寄与度 ( " )   | %                   | ▲ 0.5  | 0.6    | 0.9    | 0.1   | ▲ 0.0  | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.5  | ▲ 0.1 | ▲ 0.9 |
| デフレーター (前年比)  | %                   | ▲ 0.4  | 1.7    | 2.1    | 1.5   | 0.1    | ▲ 0.1 | 0.2   | 0.5    | 0.4   | 0.6   |
| 完全失業率         | %                   | 3.9    | 3.7    | 3.6    | 3.9   | 3.7    | 3.8   | 3.7   | 3.4    | 3.5   | 3.3   |
| 鉱工業生産 (前期比)   | %                   | 3.2    | ▲ 1.3  | ▲ 3.4  | 0.1   | 2.1    | 0.9   | 2.2   | 4.7    | 2.0   | 3.3   |
| 住宅着工戸数 (年率換算) | 万戸                  | 98.6   | 86.9   | 87.1   | 86.8  | 89.4   | 87.5  | 91.3  | 91.3   | 97.5  | 85.0  |
| 経常収支          | 兆円                  | 0.8    | 3.4    | 1.3    | 2.1   | 6.8    | 3.0   | 3.8   | 8.2    | 4.5   | 3.7   |
| 貿易収支          | 兆円                  | ▲ 10.9 | ▲ 7.6  | ▲ 4.8  | ▲ 2.8 | ▲ 3.6  | ▲ 2.2 | ▲ 1.4 | ▲ 2.1  | ▲ 0.6 | ▲ 1.5 |
| 外国為替レート       | $F_{\$/\text{円}}$   | 100.2  | 108.3  | 103.0  | 113.5 | 117.5  | 115.0 | 120.0 | 118.1  | 120.0 | 116.3 |
| 通関輸入原油価格      | $F_{\$/\text{バレル}}$ | 109.6  | 98.2   | 109.0  | 87.5  | 83.1   | 81.3  | 85.0  | 87.5   | 86.3  | 88.8  |

(前年同期比)

|             | 単位 | 2013年度 | 2014年度 |       |        | 2015年度 |       |       | 2016年度 |       |       |
|-------------|----|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
|             |    | 通期     | 通期     | 上半期   | 下半期    | 通期     | 上半期   | 下半期   | 通期     | 上半期   | 下半期   |
| 名目GDP       | %  | 1.9    | 1.2    | 1.4   | 1.1    | 1.5    | 1.5   | 1.6   | 2.0    | 1.7   | 2.4   |
| 実質GDP       | %  | 2.2    | ▲ 0.5  | ▲ 0.6 | ▲ 0.4  | 1.5    | 1.6   | 1.3   | 1.5    | 1.3   | 1.8   |
| 民間需要        | %  | 2.2    | ▲ 1.8  | ▲ 1.2 | ▲ 2.2  | 1.7    | 1.6   | 1.8   | 2.6    | 1.7   | 3.5   |
| 民間最終消費支出    | %  | 2.5    | ▲ 2.7  | ▲ 2.6 | ▲ 2.8  | 1.5    | 1.7   | 1.4   | 2.4    | 1.4   | 3.4   |
| 民間住宅        | %  | 9.5    | ▲ 11.1 | ▲ 7.1 | ▲ 14.7 | ▲ 1.7  | ▲ 3.0 | ▲ 0.3 | 2.6    | ▲ 0.0 | 5.2   |
| 民間企業設備      | %  | 2.6    | 1.5    | 3.4   | 0.4    | 3.9    | 3.8   | 4.0   | 3.9    | 3.4   | 4.3   |
| 公的需要        | %  | 4.2    | 0.9    | 0.9   | 1.2    | 0.5    | 1.0   | ▲ 0.0 | 0.5    | 0.2   | 0.7   |
| 政府最終消費支出    | %  | 1.8    | 0.3    | 0.1   | 0.6    | 0.9    | 0.9   | 0.9   | 0.9    | 1.0   | 0.9   |
| 公的固定資本形成    | %  | 15.0   | 3.3    | 3.9   | 3.7    | ▲ 1.1  | 1.5   | ▲ 3.7 | ▲ 1.5  | ▲ 2.8 | ▲ 0.2 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | 7.2    | 10.4   | 10.2  | 10.6   | 10.3   | 10.3  | 10.3  | 7.5    | 9.8   | 5.1   |
| 輸出          | %  | 4.8    | 6.0    | 6.5   | 5.6    | 3.9    | 4.2   | 3.6   | 3.5    | 3.4   | 3.6   |
| 輸入          | %  | 7.0    | 2.5    | 5.5   | ▲ 0.2  | 4.5    | 4.5   | 4.5   | 7.4    | 4.5   | 10.3  |

|               |   |     |       |     |       |     |     |     |     |     |     |
|---------------|---|-----|-------|-----|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 国内企業物価 (前年比)  | % | 1.8 | 3.6   | 4.2 | 3.1   | 0.7 | 0.6 | 0.9 | 1.2 | 1.0 | 1.5 |
| 全国消費者物価 ( " ) | % | 0.8 | 3.1   | 3.3 | 2.9   | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.6 | 1.4 | 1.8 |
| 完全失業率         | % | 3.9 | 3.7   | 3.6 | 3.9   | 3.7 | 3.8 | 3.7 | 3.4 | 3.5 | 3.3 |
| 鉱工業生産 (前年比)   | % | 3.2 | ▲ 1.3 | 0.7 | ▲ 3.3 | 2.1 | 1.0 | 3.1 | 4.7 | 4.2 | 5.3 |

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。