



2014～16 年度改訂経済見通し

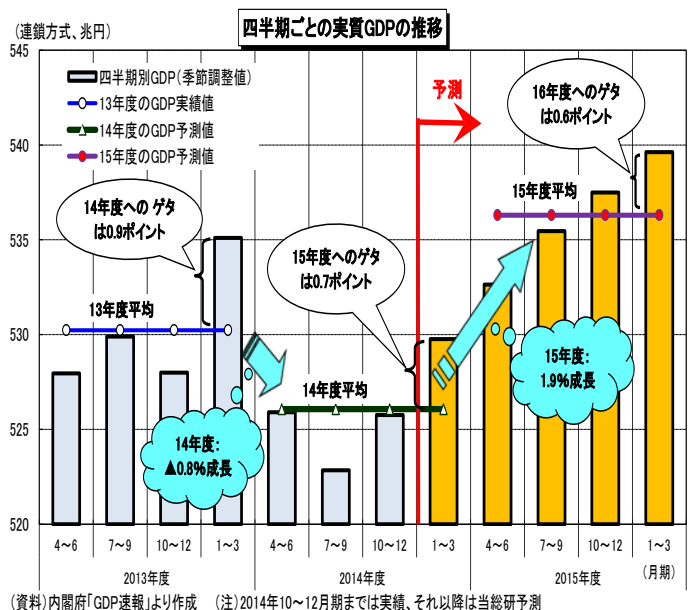
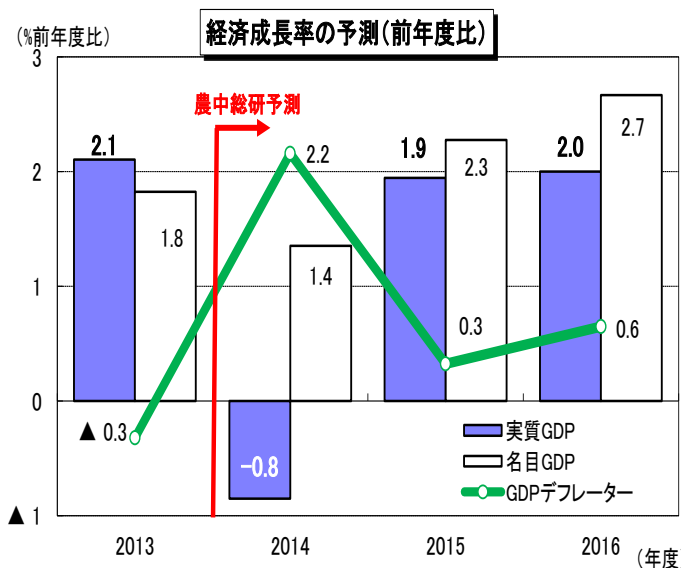
15 年度入り後は賃上げ継続や原油安メリット等で好循環始まる

～2014 年度: ▲0.8%、15 年度: 1.9%、16 年度: 2.0%～

2014 年 4 月の消費税率 8%への引上げ後、日本経済は 2 四半期連続のマイナス成長に陥った。その結果、デフレ脱却や成長促進に加え、財政健全化さえも目指そうとしたアベノミクスは仕切り直しを余儀なくされた。政府は消費税の増税時期を 1 年半先送りし、3 兆円規模の経済対策を策定するなど、経済立て直しを最優先する政策運営に切り替えたほか、日本銀行も 14 年 10 月末には追加緩和に踏み切り、あくまで 15 年度を中心とする期間内での物価安定目標の達成を目指している。

こうした中、原油など国際商品市況が大きく下落した。資源国経済への懸念を高めるなど、世界経済にとっての新たなリスクとして意識される面もあるが、日本のような資源輸入国にとっては多大なメリットが享受できる可能性が高い。また、政労使会議では企業側が 15 年度もベアを含む賃上げに向けて最大限努力することが合意されたが、これが実現すれば所得環境が好転することが見込まれる。

これらの効果により、15 年度入り後の日本経済は、本格的な景気回復に向けた動きを開始するだろう。それとともに、労働需給は一段と引き締まりを見せ、適正な賃上げと適度な物価上昇が両立する安定成長経路へ回帰していくものと予想する。



お問い合わせ先：(株) 農林中金総合研究所 調査第二部

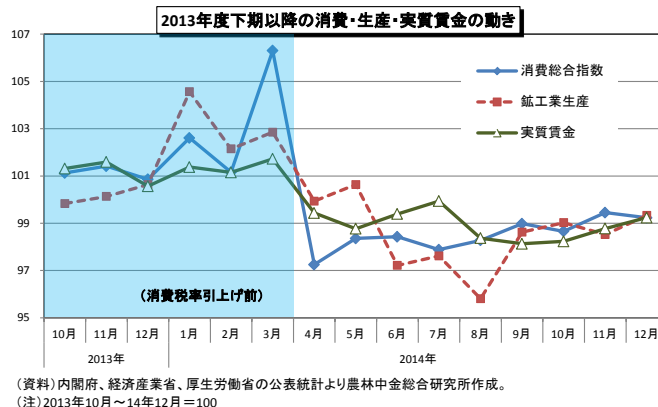
経済見通しの内容について：03-3233-7757、その他(配送など)：03-3233-7760

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。

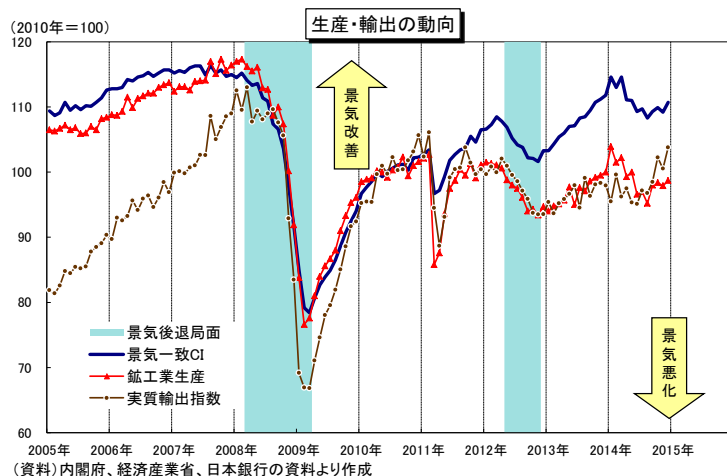
1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 持ち直しつつあるが、総じて鈍い

2014年4月の消費税増税は、デフレ脱却に向かいつつあった国内景気を再び悪化させ、足踏み状態に追いやるなど、結果的には政策判断の誤りであった可能性が高いだろう。政府は、長らく増税論議をタブー視させてしまった「17年前」の失敗を繰り返さないように、企業に対する異例とも言える賃上げ要請、さらには5.5兆円規模の経済対策の策定を行ったが、いずれも不十分な内容であったため、日本経済は2四半期連続のマイナス成長に陥った。



とはいえ、金融危機前夜であった「17年前」とは異なり、景気は底割れを回避、生産や消費などの主要な経済指標が8月前後には底入れした様子が確認できた。その後も一進一退ながらも持ち直しに向けた動きが継続している。それを支えたのは輸出増であったといえるだろう。海外経済もまた順調とは言えない環境下、円高修正から2年が経過、契約通貨ベースでの輸出物価が割安となったことが反映され、輸出数量の増加につながっていった可能性が指摘できるだろう。



一方、14年下期には原油価格の大幅下落が発生、過去10年で世界経済でのプレゼンスを高めてきた資源国に対する懸念が浮上した。日本などのような消費国は、明らかに原油安メリットを享受できると思われる半面、米国が金融政策の正常化に向けて動き出そうとしているところに、資源国リスクが加わった結果、世界的なマネーフローが不安定化することへの警戒が強まっている。さらに、増税後もしばらくは底堅く推移し

てきた物価も、需給バランスの悪化に加え、石油製品価格の大幅下落が物価鈍化に拍車をかけている。物価上昇率を一時的に物価安定目標から遠ざける一方、需要刺激効果も期待される原油安に対して、日本銀行を含めた世界中の中央銀行がどのような対応をするのか、大いに注目されている。

(2) ようやくプラス成長に転じた14年10～12月期のGDP

こうしたなか、2月16日に公表された10～12月期のGDP第1次速報では、事前予想(前期比年率3%台後半)には及ばなかったものの、同2.2%と、3四半期ぶりにプラス成長へ転じたことが確認された。上述の通り、主要経済指標は夏場にはボトムアウトし、その後も非常に緩やかなペースではあるが、回復傾向にあり、それらと整合的な内容といえるだろう。

また、実感に近いとされる名目 GDP は前期比 1.1% (同年率 4.5%) と 2 四半期ぶりのプラスで、同じく 2 四半期ぶりに実質成長率 (前掲) を上回った。

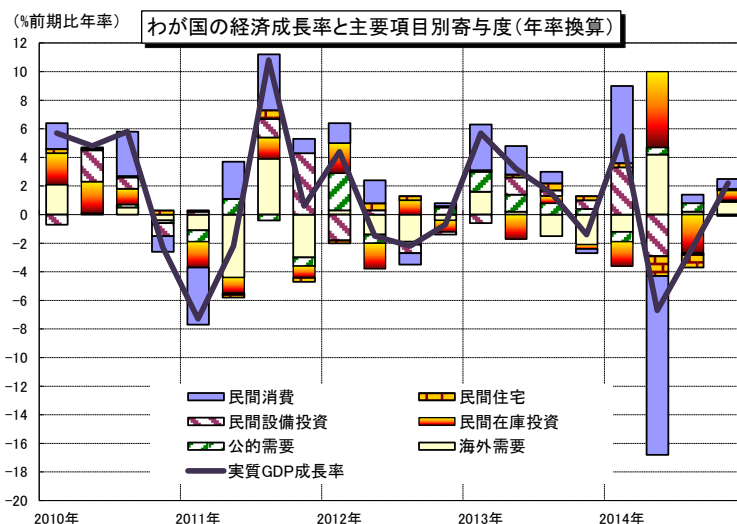
内容的には、耐久財消費 (前期比 0.6%) がプラスに転じたほか、住宅投資も減少率が大幅に縮小するなど、底入れを示唆するものであったが、民間消費は同 0.3% にとどまるなど、持ち直しの勢いは乏しく、年度上期の落ち込みを考慮すれば、V 字型の回復とは言い難いことは否めない。また、民間企業設備投資も同 0.1% と僅かなプラスにとどまったことも影響して、在庫が再び積み上がるなど、国内最終需要の軟調さが反映されているといえる (民間需要は前期比 0.4% (寄与度: 0.3 ポイント) と 3 四半期ぶりの増加)。

また、公的需要は「15 ヶ月予算」の効果が薄れたことから、前期比 0.1% (寄与度: 0.0 ポイント) と 3 四半期連続で増加ながらも、微増にとどまった。内訳としては政府消費 (同 0.1%)、公共投資 (同 0.6%) はいずれも 3 四半期連続でのプラスながらも、7~9 月期からはともに鈍化。

海外需要 (純輸出) については、成長率に対して 3 四半期連続のプラス寄与となった (0.2 ポイント)。輸出、輸入ともに 2 四半期連続での増加であった (前期比でそれぞれ 2.7%、1.3%)。

一方で、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、消費者物価や国内企業物価が鈍化傾向を示すなかで、前期比 0.5%、前年比 2.3% と、高めの上昇率となった。もちろん、これは需給改善によって付加価値生産セクターにおける価格設定力が強まったからではない。円安が一段と進んだ中、原油など資源安の影響を受けた輸入デフレーターと異なり、輸出デフレーターが大きく上昇したため、見掛け上、価格転嫁が進んだような状況となったからに他ならない。

なお、この結果、14 年を通じては実質で前年比 0.04%、名目で同 1.7% と、いずれも 3 年連続のプラス成長となった。また、消費税増税の影響から、GDP デフレーターは同 1.6% と 17 年ぶりの上昇となった。



2. 予測の前提条件:

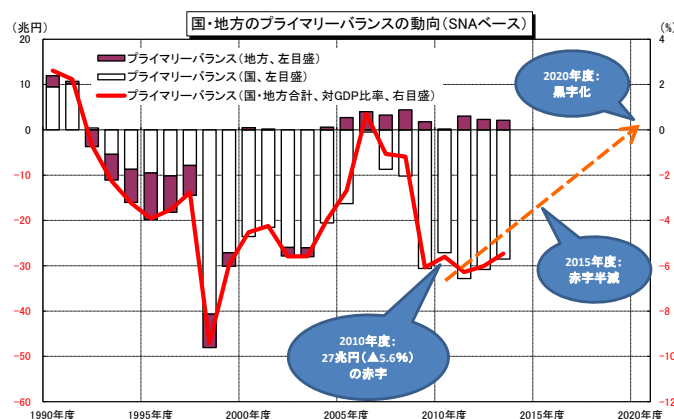
(1) 当面の経済・財政政策運営

14年度下期に入っても、なかなか景気の持ち直し傾向が強まりを見せないなか、消費税再増税を予定通り15年10月に実施すべきかどうかに対して注目が集まった。有識者の多くは予定通り増税すべきとの意見表明をしたが、安倍首相は日本経済には再増税に耐える体力が備わっていないとし、17年4月まで再増税を延期するとの最終判断を下した。さらに、景気挺入れのために経済対策を取りまとめることを表明、アベノミクス路線を継続すべきか否かについて、国民の信を問うために、衆院解散・総選挙を実施するとした。その12月14日に実施された総選挙では与党圧勝となり、アベノミクス路線は当面継続され、消費税率を「17年4月に10%へ引き上げる」ことを可能にするために、デフレ脱却や成長促進に注力することとなった。

さて、1月26日に召集された通常国会では、冒頭で総額3.1兆円の14年度補正予算案が提出され、衆参での審議後、2月3日には可決・成立した。内容的には、前年度剰余金(2.0兆円)、税収上振れ分(1.7兆円)などを財源に、生活者・事業者支援(1.2兆円)、地方活性化(0.6兆円)、災害復旧・復興加速化(1.7兆円)などを盛り込む一方、新規国債発行を減額修正(7,571億円)するなど、財政健全化にもある程度配慮していると言えなくもない。

また、2月12日に提出された15年度予算(政府案)は、総額96.3兆円と過去最大規模となった。歳入面では、消費税再増税が見送られ、法人税減税などが予定されているものの、14年4月の消費税増税の効果や経済成長に伴う自然増などで、54.5兆円の税収を見込む一方、新規国債発行は36.8兆円(うち、赤字国債は30.9兆円)へ減額している。また、歳出面では、社会保障関係費について、子ども・子育て支援新制度の導入、介護職員の待遇改善などを行う一方で、介護報酬の引下げ(▲2.27%)や協会けんぽの国庫補助見直しなどの「自然増(当初8,300億円と想定)」を見直したことで、14年度当初比で約1兆円の増額に抑えるなどの歳出抑制を行っている。また、焦点の一つは、国・地方の基礎財政収支(PB)の対GDP比率を10年度比で半減させるという財政健全化目標が達成可能かどうかだったが、政府は▲3.3%になり、達成は可能との見解が示された。

とはいっても、20年度にPBを黒字化するという財政健全化に向けた道筋は依然として厳しい。内閣府が15年2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PBの対GDP比は▲1.6%といった試算が提示されている。財政健全化を進めるためには、①経済成長、②増税、③歳出カット、をバランスよく実施する必要があるが、それに加えて、「前年度剰余金や税収上振れ分を補正予算の財源として使い切ってしまう」という行動の見直しも不可欠と言えるだろう。



(資料) 内閣府「国民経済計算年報」より作成
(注) プライマリーバランス(基礎的財政収支) = 財政収支 + 利息受取額 - 利息支払額
なお、制度変更に伴う特殊要因により、特殊要因が発生している。10年度については特殊要因や震災復旧・復興関連等を除けば、対GDP比で▲6.6%の赤字。

(2) 世界経済の見通し

米国など一部を除き、世界経済は全般的に冴えない動きを続けている。景気低迷が長期化するユーロ圏では、物価が下落に転じるなど、デフレ懸念が高まっている。量的緩和に慎重だった欧州中央銀行（ECB）では、ついに量的緩和に踏み切ったが、バランスシート調整が進行中であることもあり、その効果を疑問視する向きも少なくない。また、不動産市場の調整が続く中国についてもデシインフレ傾向が強まるなど、景気減速懸念が拭い切れていない。構造転換を図るうえで中国経済の成長減速は不可避といえるが、一方で新興国・資源国の輸出環境を厳しくさせているのも確かである。こうしたなか、米国では雇用環境や消費者マインドの改善が進むなど、金融政策の正常化への素地が整いつつある。

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10～12月期の米国の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率2.6%と、7～9月期の高成長（5.0%）からは減速したもの、潜在成長率（2%台前半）を上回る伸びを維持した。内訳をみると、雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の伸び拡大が成長率を押し上げた一方、原油価格の下落やドル高の進行などを受け設備投資が振るわず、輸出も伸び悩んだほか、政府支出が3四半期ぶりにマイナスとなり、成長率を押し下げた。この結果、14年通年の実質GDP成長率は前年比2.4%となり、12年（2.3%）、13年（2.2%）に続き、3年連続で潜在成長率並みの成長となった。足元では、家計や企業のマインドが高水準で推移し、雇用回復の勢いが強まるなど回復基調が続いている。

こうしたなか、連邦準備制度理事会（FRB）は金融政策の正常化に向けてスタンスを変更しようとしており、利上げの開始時期や利上げペースが焦点となっている。FRBは、14年12月に開いた連邦公開市場委員会（FOMC）後に発表した声明で、金融政策の正常化を開

2015-16年 米国経済見通し（15年2月改定）

	単位	2014年 通期	2015年		2016年		通期 予想	上半期 （1～6月） 予想	下半期 （7～12月） 予想
		実績	通期 予想	上半期 （1～6月） 予想	下半期 （7～12月） 予想	通期 予想			
実質GDP	%	2.4	3.0	2.5	2.6	2.8	2.8	2.9	
個人消費	%	2.5	3.4	3.6	3.0	2.9	2.9	2.9	
設備投資	%	6.1	5.1	4.0	5.2	6.5	6.8	7.2	
住宅投資	%	1.6	7.1	8.0	7.5	6.2	6.3	5.0	
在庫投資	寄与度	0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.1	0.0	
純輸出	寄与度	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	
輸出等	%	3.1	4.7	3.8	5.6	6.7	6.5	8.0	
輸入等	%	3.9	5.7	6.2	6.0	7.2	7.3	8.2	
政府支出	%	▲ 0.2	0.3	▲ 0.4	0.0	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.1	
参考									
PCEデフレーター	%	1.4	1.2	0.7	1.8	2.1	2.0	2.2	
GDPデフレーター	%	1.4	1.4	1.3	1.6	1.9	1.8	2.0	
FFレート誘導水準	%	0～0.25	1.00	0～0.25	1.00	2.75	2.00	2.75	
10年国債利回り	%	2.5	2.7	2.2	3.3	4.4	4.1	4.6	
完全失業率	%	6.2	5.6	5.7	5.5	5.4	5.4	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2015年2月19日（14年10～12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）

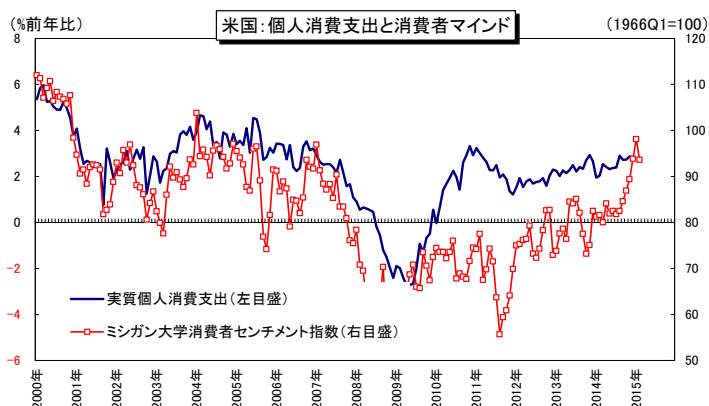
3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度

4. デフレーターは期中平均前年比

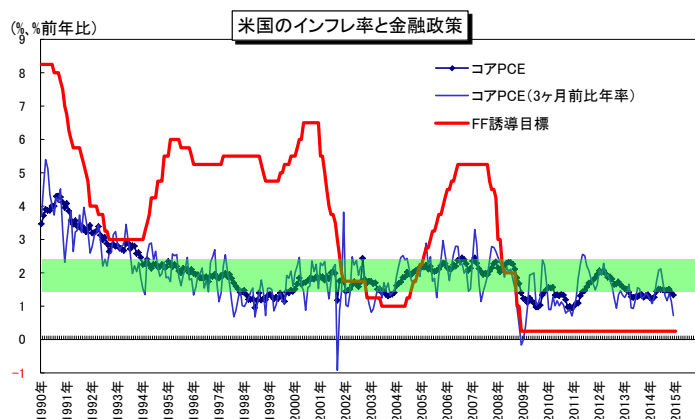
5. FFレート誘導目標は期末値

始するまで「忍耐強く」(patient)対応するとの表現を採用し、15年半ばの利上げを視野に入れた方針を示した。

一方、インフレ動向については慎重な表現が増えており、15年1月のFOMC声明文では、エネルギー価格の下落を反映してFRBの長期目標(2%)を大きく下回っていると言及した。ただし、短期的には一段の下落を見込むものの、原油価格の下落など一時的な影響やその他の要因が消えれば、中期的には徐々に2%に向かって上昇すると楽観的な予想を維持している。また、政策運営を評価する上では「労働市場の状況、インフレ圧力とインフレ期待、金融動向や海外情勢を考慮していく」と海外動向を配慮する方針を追加した。



(資料)米商務省、ミシガン大学



(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・所得環境が改善しているものの、インフレ率がFRBの長期目標を下回って推移すると想定されるほか、海外情勢を見極めたいという姿勢もあることから早期の利上げには動かず、実質ゼロ金利の解除は15年後半になると予想する。

こうした状況を踏まえ見通しの主要項目を個別に見ると、まず、個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで堅調に推移すると考えられる。また、設備投資は、

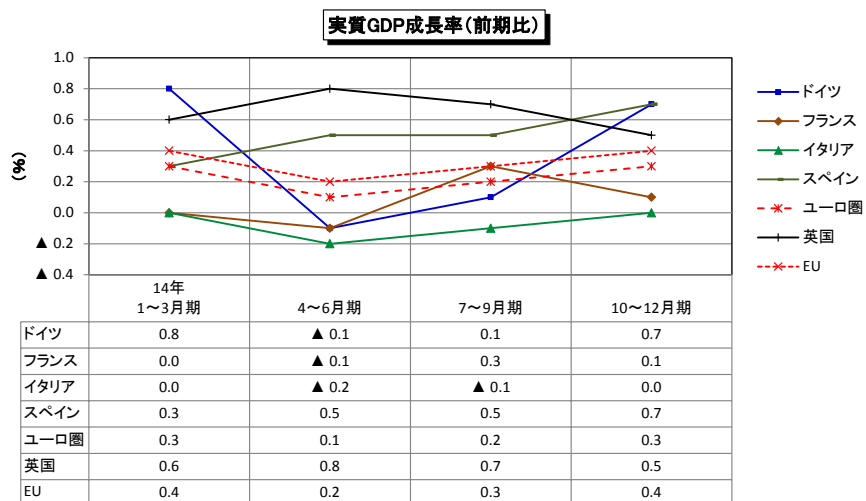
稼働率がリーマン・ショック前の水準を回復していることもあり、底堅く推移すると予想する。ただし、先行指標とされる資本財受注が弱含んでいることから、当面は原油価格の下落やドル高の影響を受け、シェールオイル等の資源開発および輸出関連企業が設備投資を抑制する可能性が高い。住宅投資は、住宅ローン金利が低下傾向で推移していることから、回復の動きが続くとみられる。ただし、15年後半にかけては、FRBの利上げを意識した金利上昇に伴い住宅ローン金利にも上昇圧力がかかることから、鈍化することは不可避だろう。一方、外需については、海外経済の成長鈍化やドル高の影響を受けて、輸出増加ペースが弱まると予想する。最後に政府支出に対しては、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が弱まる傾向が続くと予想する。

なお、リスク要因としては、15年3月に連邦債務上限の不適用措置が期限切れになるほか、共和党が多数派の米議会で16年度予算案の審議も難航が予想されるなど、財政問題が再浮上する可能性が挙げられる。債務上限引上げ協議や予算折衝で再び米議会が混乱することになれば、マインドが一気に悪化することから、景気が下振れする恐れもあるだろう。

以上から、15年は内需が経済成長の牽引役となり、成長率は2%台後半のペースが続くと見込まれる。年間の成長率は、15年は前年比3.0%、16年は同2.8%(いずれも前回と変わらず)と予想する。

② 欧州経済

ユーロ圏では、14年10～12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比0.3%となった。前期からは0.1ポイント拡大したものの、低成長の継続が確認された。また、経済規模の大きい4ヶ国のうちでは、ドイツ、スペインが比較的堅調であるのに対し、フランス、イタリアの停滞が鮮明になっている。



(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、12月の小売売上高は前月比で0.3%の、また前年同月比では2.8%の各上昇となるなど、個人消費の改善傾向が現れている。しかしながら、急速に、物価上昇率の低下(デフレーション)が進み、消費者物価上昇率は1月には前年同月比0.6%の低下となるとともに、12月の失業率は11.4%と、依然として高い水準にとどまっていることから、今後は消費の先延ばしなどにつながらないか注視が必要である。また、12月の鉱工業生産は前月比で横ばい、前年同月比では0.2%の低下となるなど、他の経済指標については全般に力強さに欠ける動きが続いている。

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、12月には、製造業受注指数は前月比で4.2%、前年同月比で3.4%の各上昇、鉱工業生産指数は前年同月比では0.7%の低下ながら前月比では0.1%の上昇となったほか、輸出額は前月比3.4%の上昇となった。また、同月の失業率は4.8%まで低下するなか小売売上高は前月比で0.2%の、また前年同月比では4.0%の各増加となった。このように、ドイツの経済情勢には14年半ばに比べ改善傾向が見られている。

以上のように、ユーロ圏では足元での原油価格の下落やユーロ安などの追い風を背景に、景気動向には一部に改善の兆しも現れている。しかしながら、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積極的な拡大は見込みにくいこと、銀行も先行きの景気見通しには不透明感が強いなか金融規制の強化も加わりリスクテイクには慎重であることなどに加え、デフレーションの進行、ギリシャ支援問題の表面化、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懸念材料が生じている。一方、欧州中央銀行(ECB)は15年1月には国債を含む量的緩和政策(QE)の導入を決定したが、ここからの市場金利の低下余地は限られているうえ、銀行貸出中心のユーロ圏では企業や家計の調達コストに与える影響は間接的なものでしかないこと、そもそもこれらの経済主体では債務の高止まりで需資は低迷していることなどを考慮すれば、今回の新たな政策の景気刺激効果には限界があるものと考えられる。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、成長にはむしろ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。

③ 中国経済

14年の中国経済は、緩やかな減速傾向が続き、実質成長率は7.4%と、13年(7.7%)から鈍化した。この背景には、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に加えて、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。ただし

政府の成長率目標である「7.5%前後」の範囲内には辛うじて入ったといえるだろう。

こうした成長の鈍化要因は、生産年齢人口（15～59歳）が12年には減少に転じ、労働供給余力が低下していることや、過剰生産分野への過剰な設備投資や無駄な投資によって投資効率も低下していること、さらに資源高騰や環境悪化が制約となったことにあると考えられる。

つまり、中国の高成長期は既に終了し、中成長時代に入っており、中国では、この状態を「新常态（ニューノーマル）」と呼んでいる。

とはいえ、中国経済が先行きさらに減速感を強めることは想定しづらい。内陸地域へのインフラ投資の増加が続くと予想されることや、国有企業改革などのような規制緩和を通じ、しばらく6～7%の成長率を維持していく可能性が高いと思われる。なお、12年11月に開催された中国共産党の第18回党大会では、20年までにGDPを10年比で倍増させるという目標が打ち出されている。この目標を達成させるには、11～14年の実績値を考えると、15年以降は4%以上の経済成長で十分である。

こうしたなか、中国政府は成長鈍化を容認しつつあると見られている。3月5日に開催予定の全国人民代表大会（全人代）では15年の成長目標を「7%前後」まで引下げる可能性もある。実体経済を見ると、大都市を中心に住宅価格の下げ止まり感が出ているものの、多くの中小都市では未だに住宅市況の低迷が続いているほか、産業の高度化を図り、過剰生産分野への投資抑制が引続き行われているため、15年は14年より小幅減速（7%台前半）するだろう。

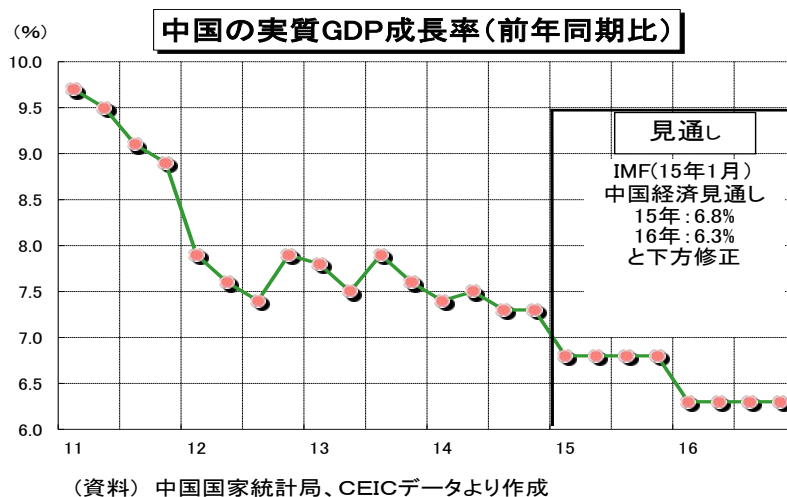
なお、15年は第12次5ヶ年計画（11～15年）の仕上げの年となるが、第13次5ヶ年計画（16～20年）の策定が進められている。これは習近平政権にとっては初めての5ヶ年計画であるが、20年までに10年比でGDPを倍増させる国家目標の達成が重要課題の一つとなる。

足元の景気動向を確認すると、1月の製造業PMIは49.8と12月の50.1から低下し、景気分岐点である50を下回った。また、1月の輸出も冴えず、春節要因を除いた季節調節値を見ても、前年比▲1.4%となった。さらに、1月の消費者物価上昇率は春節要因があるものの、前年比0.8%に鈍化し、デフレ懸念が高まるなど、依然として弱い状況が続いていると見られる。

こうしたなか、中国人民銀行（中央銀行）が2月4日に金融機関の預金準備率を0.5%引き下げると発表した。14年11月に2年4ヶ月ぶりの利下げを行ったが、景気下振れ懸念は依然強く、景気テコ入れのため、追加緩和に踏み切ったと見られる。先行きについても、景気下振れ懸念に加え、国外に資金流出が生じているために流動性供給をする必要性、さらには物価鈍化による実質金利の上昇への対応策として、今後も預金準備率の引下げや利下げといった金融緩和が実施されると考えられる。

④ 輸入原油価格の見通し

14年前半までは1バレル＝100ドル前後で推移していた国際原油市況（WTI先物、期

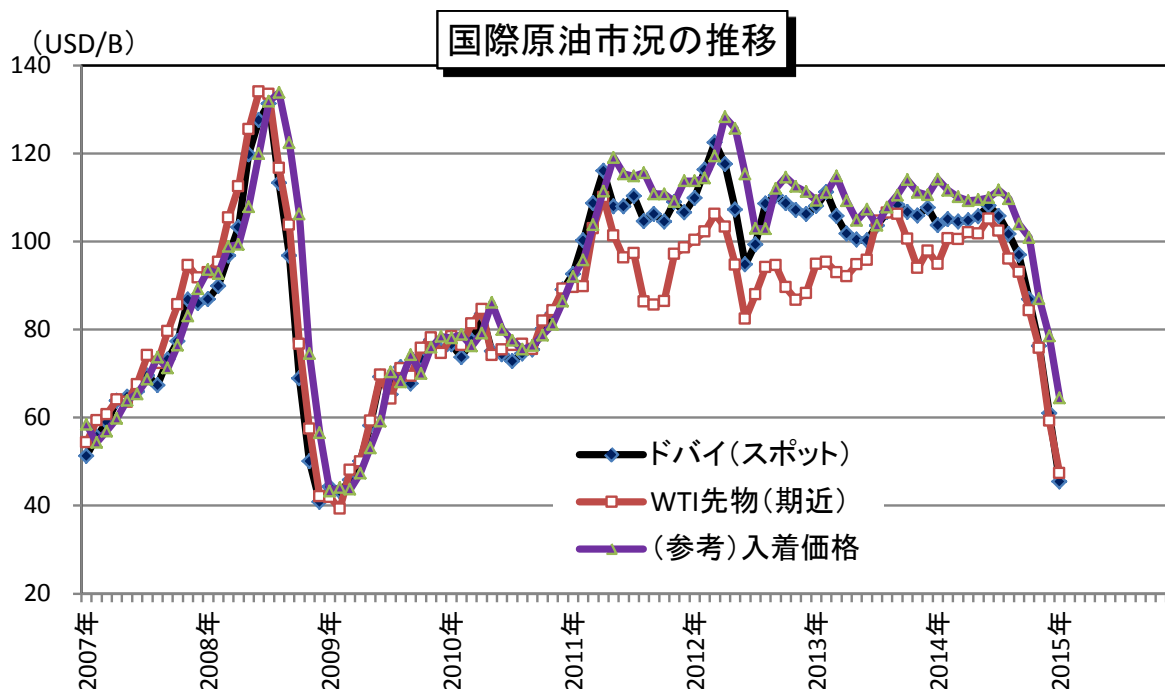


近)であったが、15年入り後には40ドル台にまで下落した。2月に入り、やや値を戻す動きも出ているが、半年間で概ね半値となっている。その原因としては、過去10年ほどの原油高やシェール革命によって生産能力が増強されたという側面のほか、転換期を迎えている米国の金融政策やドル高基調、それらに対する思惑などが影響して世界的な資金フローが変化した結果、成長ペースがスローダウンした新興国経済などが挙げられる。

OPEC加盟国では減産が見送られているが、個々の産油国は協調・生産調整して価格を維持することよりも自国のシェア確保を優先する戦略をとるなど、いわゆる「囚人のジレンマ」に陥っているといえなくもない。

先行きについては、世界経済の先行き不安が熾る中、需要増は抑えられたものになっている一方、産油能力は高い水準を維持しており、引き続き供給過剰感が続くと思われる。しかし、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可能性もあるほか、すでに米国内では石油リグ(掘削装置)の稼働数が大幅に減少するなど、生産調整の動きも始まっている。さらに、米国経済が堅調に推移するとの想定の下、15年下期以降、世界経済の回復ペースも徐々に強まる可能性がある。供給過剰状態の解消にはなかなか至らないものの、原油価格には徐々に回復の動きが見られるだろう。

以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIFベース)は15年度上期にかけて50ドル前後で推移した後、やや値を戻す(15年度は1バレル=50ドル台前半、16年度は50ドル台後半)と想定している。



(資料)NYMEX、東京工業品取引所、財務省



2014～16年度 日本経済見通し

	単位	2013年度 (実績)	14年度 (実績見込)	15年度 (予測)	16年度 (予測)
名目GDP	%	1.8	1.4	2.3	2.7
実質GDP	%	2.1	▲ 0.8	1.9	2.0
民間需要	%	2.3	▲ 2.2	1.6	2.8
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 3.1	1.6	2.6
民間住宅	%	9.3	▲ 12.1	▲ 1.5	5.8
民間企業設備	%	4.0	▲ 0.1	3.9	4.4
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	0.5	▲ 0.3	▲ 0.2
公的需要	%	3.2	0.8	0.4	0.4
政府最終消費支出	%	1.6	0.3	0.6	0.7
公的固定資本形成	%	10.3	2.4	▲ 0.2	▲ 0.9
輸出	%	4.7	7.4	6.6	5.1
輸入	%	6.7	3.0	4.6	7.3
国内需要寄与度	%pt	2.6	▲ 1.5	1.3	2.2
民間需要寄与度	%pt	1.8	▲ 1.6	1.2	2.1
公的需要寄与度	%pt	0.8	0.2	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.5	0.8	0.4	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.3	2.2	0.3	0.6
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	2.7	▲ 2.0	1.0
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	0.8	2.9 (0.9)	0.3 (0.3)	1.5
完全失業率	%	3.9	3.6	3.4	3.2
鉱工業生産 (前年比)	%	3.2	▲ 0.8	3.3	4.7
経常収支	兆円	0.8	6.3	10.8	12.1
名目GDP比率	%	0.2	1.3	2.2	2.4
為替レート	円/ドル	100.2	109.8	123.1	118.8
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	0.46	0.21	0.56
通関輸入原油価格	ドル/バレル	109.6	90.4	53.1	57.5

(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	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
名目GDP	%	1.5	0.2	▲ 0.9	1.1	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	1.1	1.2
実質GDP	%	1.3	▲ 1.7	▲ 0.6	0.6	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8	0.9
(年率換算)	%	5.5	▲ 6.7	▲ 2.3	2.2	3.1	2.2	2.1	1.5	1.6	1.7	1.7	3.3	3.6
民間需要	%	2.4	▲ 3.7	▲ 1.0	0.4	0.6	0.5	0.6	0.4	0.5	0.4	0.6	1.4	1.8
民間最終消費支出	%	2.2	▲ 5.1	0.3	0.3	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	1.5	2.0
民間住宅	%	2.4	▲ 10.3	▲ 7.0	▲ 1.2	0.5	0.1	0.3	0.3	0.5	1.0	2.0	3.0	4.0
民間企業設備	%	5.9	▲ 5.0	▲ 0.1	0.1	0.9	1.5	1.2	1.0	0.9	0.7	1.3	1.5	2.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.4	1.3	▲ 0.7	0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2
公的需要	%	▲ 0.7	0.5	0.6	0.1	0.1	0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	0.1	0.2	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	▲ 0.4	0.3	0.2	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 2.2	1.0	2.1	0.6	▲ 0.5	0.5	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	0.5	0.5
輸出	%	6.5	▲ 0.3	1.5	2.7	2.0	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
輸入	%	6.8	▲ 5.3	1.0	1.3	1.0	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	2.0	3.5	5.0
国内需要寄与度	%pt	1.6	▲ 2.8	▲ 0.5	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	1.1	1.4
民間需要寄与度	%pt	1.8	▲ 2.9	▲ 0.8	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	1.1	1.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.1	0.1	0.0	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	▲ 0.3	1.0	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	0.2	2.2	2.1	2.3	2.3	0.3	0.6	0.2	0.2	0.4	0.6	0.7	0.9
国内企業物価 (前年比)	%	2.0	4.3	4.0	2.4	0.2	▲ 3.0	▲ 2.8	▲ 1.5	▲ 0.5	0.3	0.8	1.3	1.6
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	1.3	3.4	3.2	2.7	2.3	0.1	0.0	0.3	0.7	1.1	1.4	1.6	1.8
			(1.5)	(1.2)	(0.7)	(0.3)	(0.0)							
完全失業率	%	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1	3.0
鉱工業生産 (前期比)	%	2.9	▲ 3.8	▲ 1.9	1.7	1.0	0.6	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	▲ 1.4	0.7	0.6	2.8	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	3.2	3.2	3.0	2.7
名目GDP比率	%	▲ 1.1	0.6	0.5	2.3	1.8	1.9	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5	2.3	2.1
為替レート	円/ドル	102.8	102.1	103.9	114.6	118.5	120.0	122.5	125.0	125.0	122.5	120.0	117.5	115.0
無担保コールレート(O/N)	%	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	%	0.63	0.60	0.53	0.44	0.26	0.20	0.15	0.20	0.30	0.40	0.50	0.60	0.75
通関輸入原油価格	\$/バレル	112.0	109.6	108.4	88.4	55.0	52.5	52.5	52.5	55.0	55.0	57.5	57.5	60.0

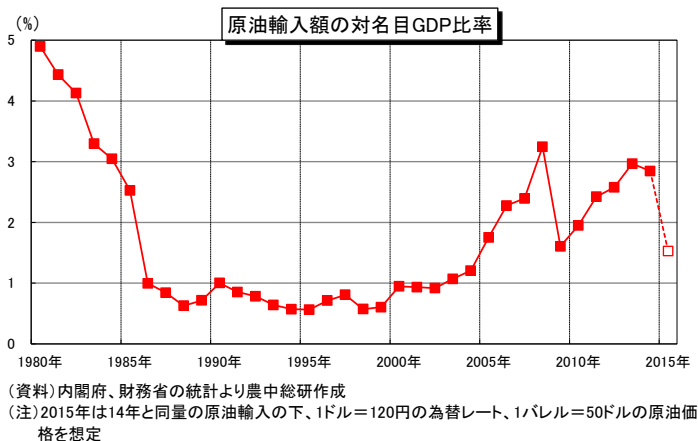
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

3. 2014～16年度の日本経済・物価見通し:

(1) 当面の経済情勢を見通す上でのいくつかの注目点

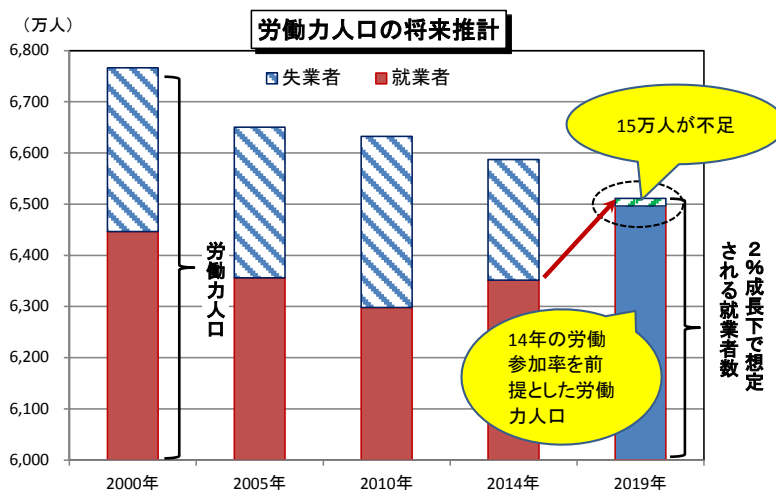
先行き2年程度の経済情勢を考えるうえで、以下では原油価格急落の影響と労働需給の動向に絞って考えてみたい。

まず、原油価格の大幅下落が日本経済に与える影響について考えてみる。今なお、原油は日本経済にとって必需品であり、短期的な価格弾性値はゼロに近いと考えられる。それゆえ、原油価格の変動に関係なく、日本が必要とする量は不変と考えられる。ここで、原油輸入額の名目GDPに対する比率、つまり産油国にどの程度の購買力が移転したかを試算してみると、仮に為替レートが1ドル＝120円、15年を通じて入着価格60ドル／バレルの原油を14年と同量の2億キロリットル輸入した場合、同比率は1.3ポイント低下するとの試算が得られる。これは、貿易赤字(14年確速:約13兆円)を8兆円ほど削減する効果があるとともに、国内の購買力がその分だけ膨らむ可能性を示唆している。一方、物価にとっては直接的な押下げ要因となることから、安定的に前年比2%程度の物価上昇を促したい日銀にとっては、厄介な問題である。しかし、前述のとおり、原油安には需要刺激効果があり、需給バランスが崩れて物価が下落する、いわゆる「デフレ現象」とは全く異なる性格のものである。



もちろん、産油国などの経済・財政状況が大幅に悪化し、リスク回避的な姿勢が強まり、国際金融システムの機能が低下する可能性が意識されるなど、低成長リスクに直面する世界経済にとっては新たなリスクであるとの見方もある点は留意しておく必要がある。

次に、労働需給の動向である。ほとんどの経済指標が増税前には堅調に推移し、増税後には反動減が出てその後も足踏み状態となったことは裏腹に、失業率(14年12月:



(資料)国立社会保障・人口問題研究所、総務省統計局の統計より農林中金総合研究所が作成・推計
(注)2019年の労働力人口は、将来人口推計に14年の各年齢階層別の労働参加率を掛け合わせたもの、労働需要は平均2%成長が実現するケースでの試算値を使用(雇用弾性値は0.26と想定)。

3.4%)や有効求人倍率(同:1.15倍)といった雇用関連指標は底堅さを維持している。団塊世代の多くが労働市場から退出する一方で、少子化の影響で労働市場への参入する若年層の規模が小さいこともあり、女性・高齢者の労働参加率が近年高まっているとはいえ、労働供給の増加テンポは明らかに落ちている。半面、企業などの労働需要は底堅い推移を続けており、労働需給は逼迫状態に向かっている。事実、日銀短観などのビジネスサーベイからは雇

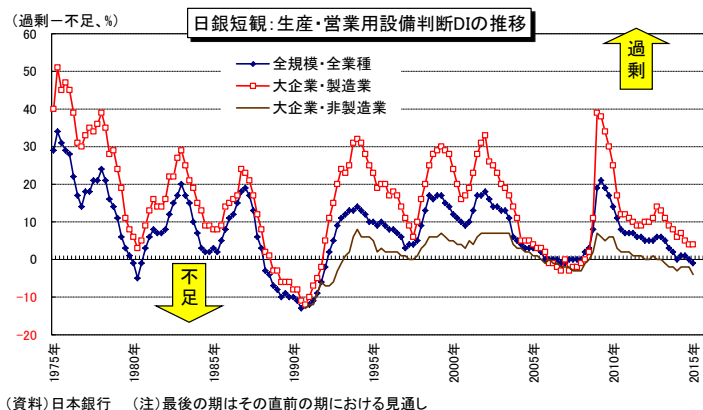
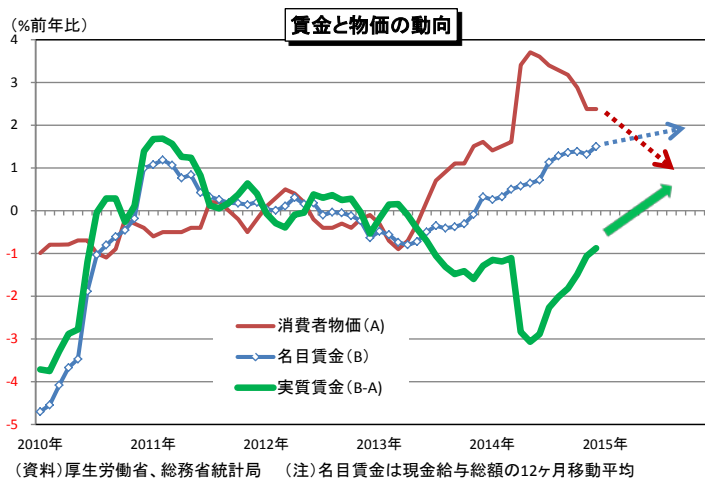
用人員・資本設備の不足感が非製造業を中心に高まっている様子が見て取れる。中長期的には、経済成長の隘路になりかねないものの、15 年入り後の日本経済が本格的に持ち直し傾向が強まれば、一段と人手不足感が強まる可能性が高い。つまりは、短期的に見れば適切な賃上げ実現と物価安定目標の達成の十分条件が整いつつあるといえるだろう。

(2) 経済見通し ～ 15 年度入り後はデフレ脱却に向けた好循環が始まる

14 年度下期に入り、日本の経済政策運営は大きく転換した。日本経済が 14 年度上期に大きく落ち込んだ最大の原因は、デフレからの完全脱却の前に消費税増税という需要引締め策を強行したからである。現状のような景気情勢の下で予定通り(15 年 10 月)の再増税をした場合、日本経済は再び悪化することは免れず、アベノミクスが掲げる「実質 2%、名目 3%」の経済成長を実現することは厳しい状況になったと見られる。再増税の先送りは妥当な判断と思われるし、再増税時までにデフレ脱却を完遂し、増税に耐える体力をつけるための準備期間が確保されたことの意義は大きい。また、これに先立って、日銀は追加緩和を決定し、長期金利全体の抑制や円高阻止のための布石を打った。

さらに、前述のとおり、原油価格が大幅に下落したことは、この数年、エネルギーコストの高い負担に喘いできた日本経済には好材料と捉えることができる。消費税増税による景気停滞により、製品・サービス価格にコスト上昇分を転嫁することが困難となっていた国内企業にとって、急ピッチな円安進行は業況を一段と悪化させかねない状況であったが、原油安はそうした状況を緩和・解消させる可能性が期待できる。

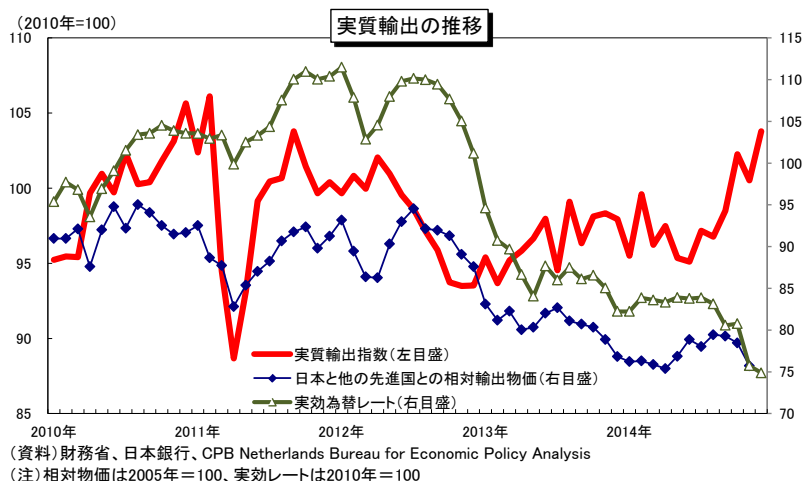
とはいえ、14 年度内については、増税の影響が残っていることもあり、なかなか持ち直しの動きが加速しないと見られる。一方、15 年春季賃金交渉において、まずまずの結果が出れば、足元の物価鈍化と相まって、家計の所得環境は大幅に好転することが見込まれる。政府は、アベノミクス路線の継続を決定づけた総選挙直後の 12 月 16 日、政労使会議を開催し、経済界は賃上げに最大限の努力を図るとした合意文書を取りまとめた。円安の恩恵を受けた輸出製造業では業績好調な企業も散見されるが、小売業などを中心に内需型の非製造業は、景気足踏みに加えて、デフレ下での円安進行による収益圧迫要因もあり、低調さは隠せず、14 年度(前年比 0.4%ほど)を上回るベア確保は厳しいとみられるが、「企業から家計へ」の所得還流が強まることで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。



また、微増ながらも、10～12 月期には 3 四半期ぶりの増加となった民間企業設備投資については、底堅い景況感、老朽化が進んだ

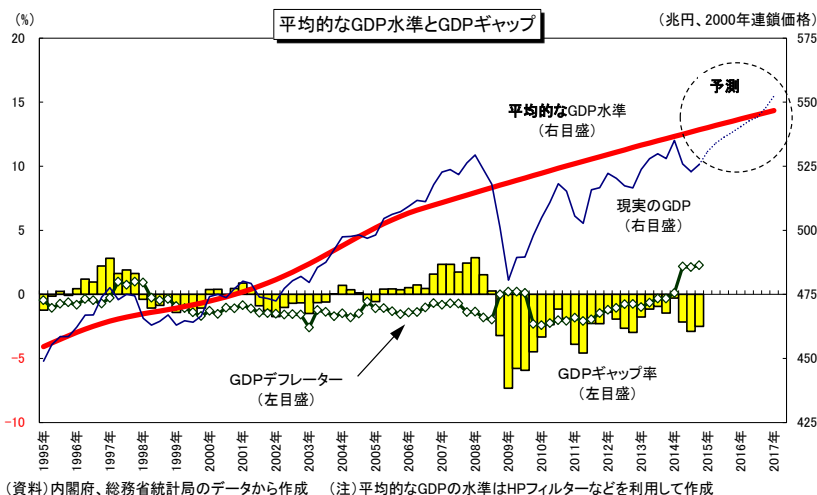
資本設備の根強い更新需要、低く抑えられた実質金利などにより、計画ベースではしっかりした数字が発表されている。ただし、景気の持ち直しテンポが、企業サイドの想定よりかなり鈍いこともあり、設備投資の投下時期を先送りする企業も増える可能性はある。15 年度入り後に、内外の経済環境が好転するかどうか、今後の鍵を握っている。

輸出動向については、世界経済の成長ペースが鈍いこともあり、大きく加速していくことは想定できないが、米国経済の順調な回復は、新興・資源国リスクなど世界経済の先行き懸念を徐々に解消させていくと思われる。円安定着によって日本製品の価格競争力が増したことの影響が浸み出していくこともあり、輸出は増加傾向を維持するだろう。



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。国内景気はすでに持ち直しに転じているが、その勢いは非常に鈍い。その主因は、増税分を含めた物価上昇に賃上げが見劣りしているためであるが、その影響は14年度いっぱい残ると思われる。なお、ガソリン安や冬季賞与の増加などもあり、消費者マインドの改善も見受けられるが、14年度末にかけて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。足元15年1～3月期は前期比0.8%、同年率3.1%と、2四半期連続のプラス成長が見込まれる。

この結果、**14年度の実質成長率は▲0.8%**(前回12月時点の予測は▲0.5%で、下方修正)、**名目成長率は1.4%**(前回12月時点の予測は1.1%で、上方修正)となる。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)以来である。また、実質成長率を下方修正した原因は、今回発表された10～12月期の成長率が当初の想定より大幅に下振れたことによるものであり、持ち直し傾向が徐々に強まるとの見方自体の変更はない。なお、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、デフレ的な環境から抜け出せたというわけではない。GDPデフレーターは前年度比2.1%の上昇を見込んでいる(前回12月時点から0.5ポイントの上方修正)。



15年度については、増税効果の一巡に加え、賃上げ傾向が継続すること、さらに労働需給がじわじわと締まっていくことから、家計の所得環境は改善に向かい、その傾向が定着すると思われる。また、米国主導で世界経済が緩やかながらも回復基調をたどる中、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、成長戦略を着実に実行に移していくと見られるが、それとともに企業設備投資なども活性

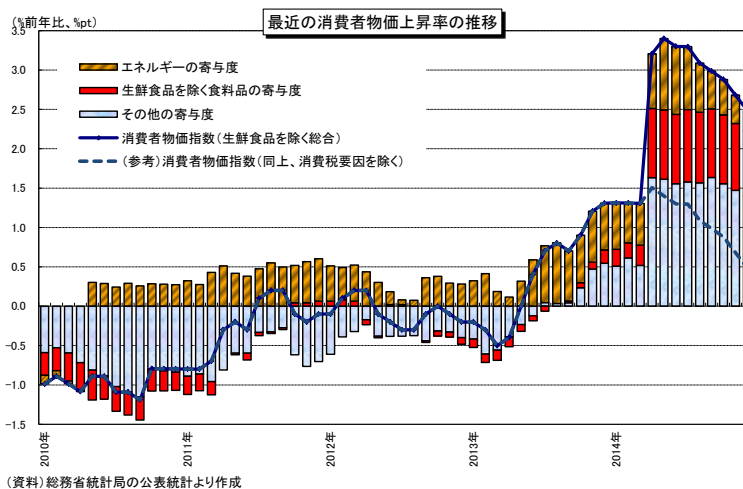
化していくだろう。その結果、15 年度の実質成長率は 1.9%、名目成長率は 2.3%、GDP デフレーターは前年度比 0.3%（前回はそれぞれ 1.5%、1.5%、同 0.0%で、いずれも上方修正）と予測した。上方修正の理由は、国内経済の持ち直しのテンポが強まる時期がやや後ズレした影響もあるが、原油安が一段と進み、そのメリットをより多く享受できるとした点も大きく、日本経済は成長経路に回帰する動きを続けることとなる。

16 年度も引き続き、雇用増を伴いながら、経済成長を続けるだろう。次年度 4 月に消費税率が 10%に引き上げられることから、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 2.0%、名目成長率は 2.7%、GDP デフレーターは前年度比 0.6%（前回はそれぞれ 1.5%、2.0%、同 0.4%で、いずれも上方修正）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、年度末には失業率が 3%前後まで低下するなど労働需給が全般的に引き締まり、企業サイドも人員確保のための賃上げを余儀なくされるだろう。

（3）物価見通し ～ 15 年度半ばにかけての鈍化後、盛り返していく

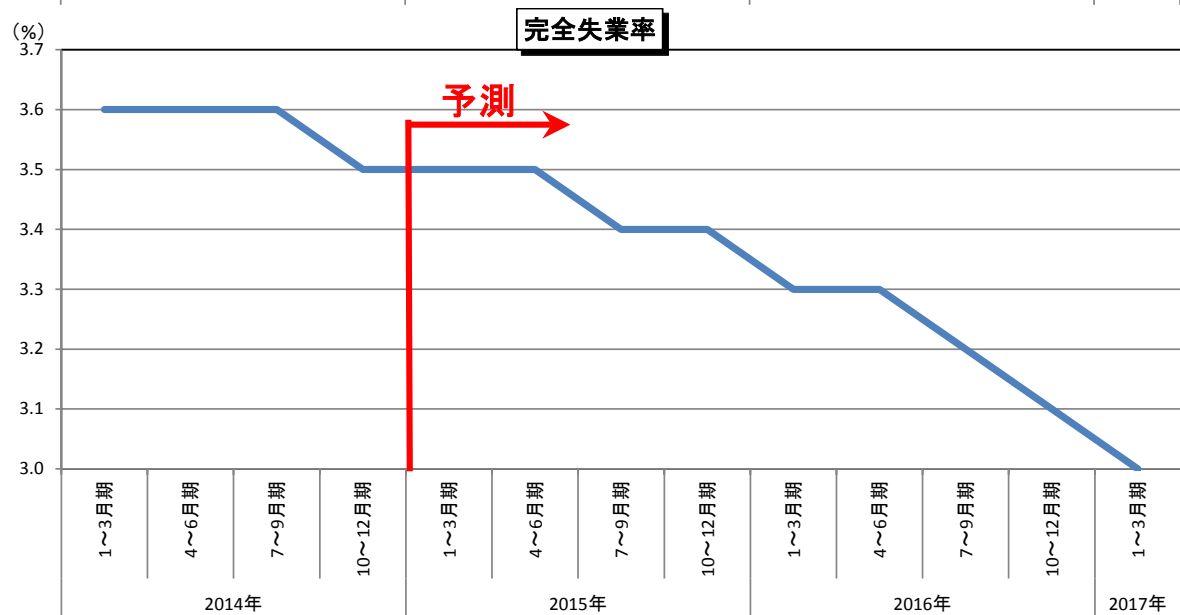
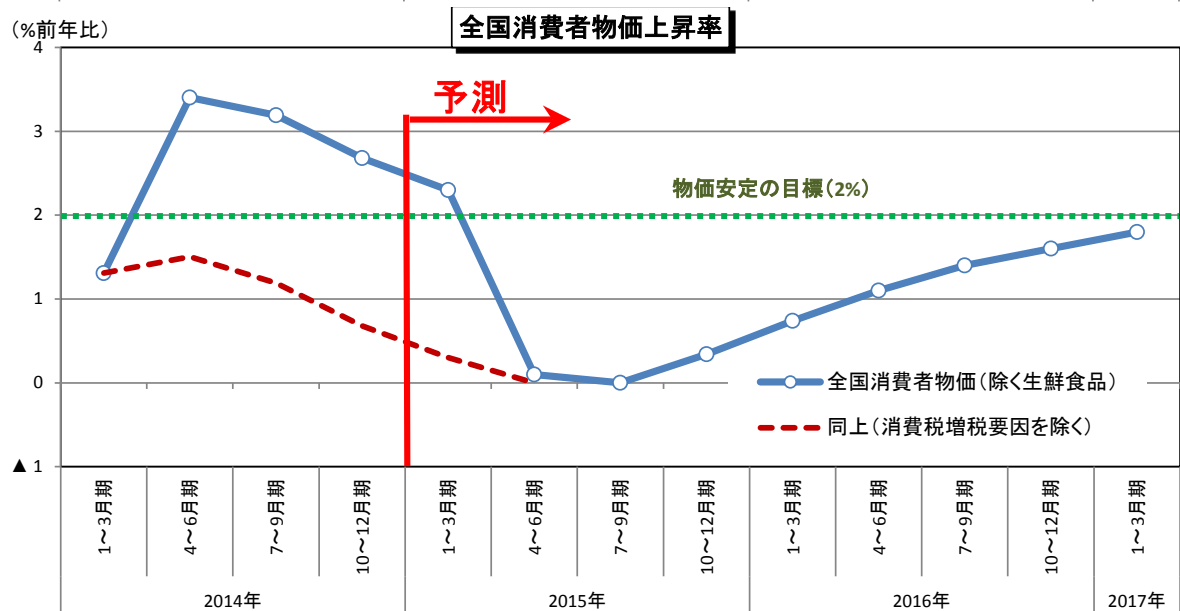
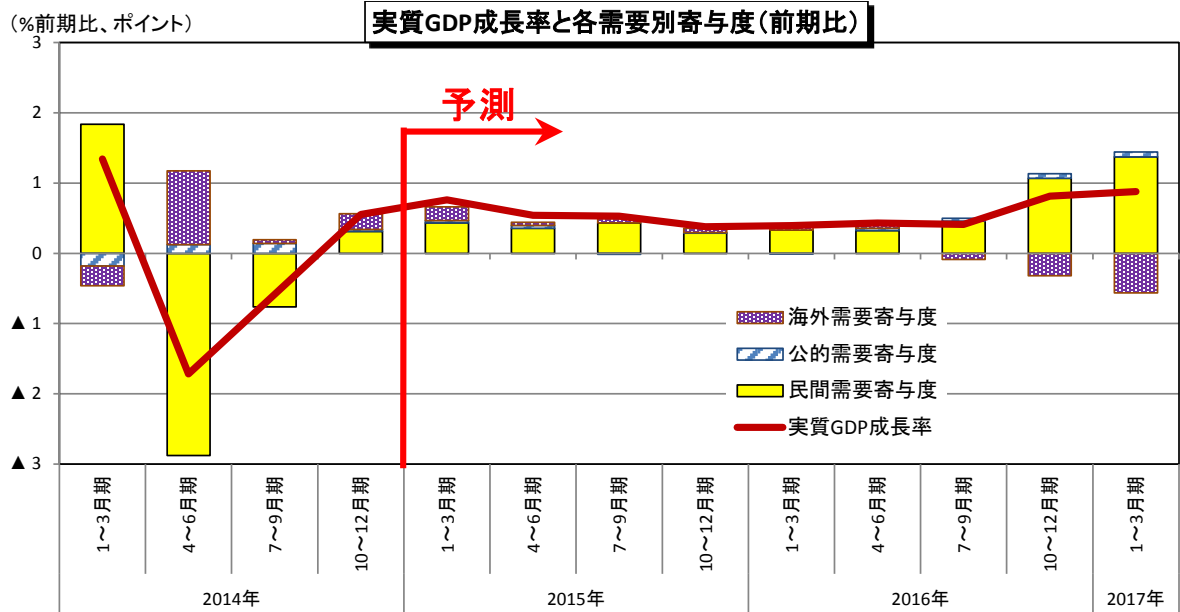
アベノミクス期待による円安進行や景気回復を受けて、13 年 6 月以降、前年比プラスに転じた全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、消費税要因を除く、以下全国コア CPI）は、その後もエネルギー価格の高騰や増税前の駆け込み需要の本格化に伴う需給改善効果などによって想定以上のテンポで上昇率を高めた。13 年度末にかけては同 1%台前半が定着、増税直後の 14 年 4 月に同 1.5%程度に上昇したが、その後はエネルギー・円安要因の一巡、さらには消費低迷による需給悪化による下押し圧力が加わり、徐々に鈍化している。最近では、原油安によってエネルギー価格の押し上げ効果が剥落し、12 月には同 0.5%まで縮小している。

ちなみに、15 年 1 月の国内企業物価（消費税要因を除く）は前年比 ▲2.4%と 3 ヶ月連続の下落となり、しかも下落率が大幅に拡大している。このうち、消費財（国内品）価格は、10～12 月期は前年比 ▲1.1%、1 月は同 ▲2.4%となっている。



先行きについては、食料品などにこれまでの円安や商品市況の高騰の影響を受けた原材料の価格上昇分を製品価格に転嫁する動きが一部残っているが、半年間で半値以下に下がった原油安の影響はエネルギーのほか、外国パック旅行などにも波及する可能性が高い。なお、15 年夏場にかけては、前年同時期のエネルギー価格がかなり高かったことの反動が出て、一時的に物価が下落する可能性もあるだろう。しかし、15 年度下期には再び物価上昇率が回復するものと思われる。さらに、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 年度にかけては 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 2.9% (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 0.9%にとどまるだろう。また、15 年度については、上期は一旦ゼロ近傍まで鈍化、その後下期には上昇率の回復が見られるものの、年度を通じては同 0.3%となるだろう。しかし、16 年度は同 1.5% へと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:

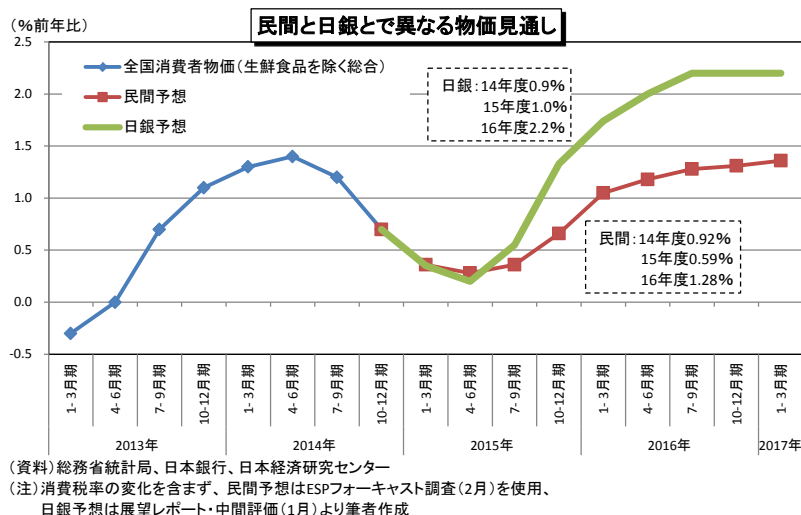
(1) 金融政策 ～ 原油安に対してどう対処するか

上述の通り、少なくとも15年度上期中の物価鈍化が避けられそうもない状況の下、14年10月末に量的・質的金融緩和の強化(QQE2)に踏み切った日本銀行はどのような対応をするかが注目されている。

日銀は2%程度と設定した物価安定目標を早期に達成することを自ら課しており、単純に考えれば、実際の物価上昇率が当面鈍化することが予見できるのであれば、何らかに対応をすると予想するのは自然である。しかし、今回の物価鈍化の要因は、消費税増税後の景気落ち込みもあるものの、圧倒的に原油安の影響の方が大きい。追加緩和によって原油安による物価押下げ効果を相殺することは可能であろうか。

また、原油安には需要刺激効果があるとされており、それによる物価鈍化を追加緩和で対応すべきか、という問題もある。仮に、原油価格が下落しておらず、その代わりに消費税率を5%に引き下げたとした場合、物価は前年比下落に転じる可能性が高いが、その場合にも日銀は追加緩和をする必要があるだろうか。多少の違いはあるにせよ、原油安、減税ともに、物価を押し下げるが、需要に対しては刺激効果があることを考慮すれば、日銀は現行のQQE2による効果の浸透を見守る姿勢を粘り強く続ける可能性が高いと思われる。もちろん、世界各国中銀の「金融緩和・通貨安競争」のあおりを受けて円高圧力が強まり、デフレイマインドが再び台頭するような懸念が生じれば、追加緩和に踏み切る可能性もあるだろうが、その可能性自体かなり小さいだろう。

さて、今後の金融政策の方向性については、日銀の想定通り、15年度を中心とする期間内に安定的に2%程度の物価上昇実現が見通せる状況になれば、QQE2からの出口議論が浮上し、金融資本市場には大きな影響を与えるだろう。しかし、その可能性は依然低いと予想する。



一方、16年度初頭を見通してみても、2%の物価上昇率が厳しいということになれば、日銀は追加緩和をして目標達成に向けた努力をするか、諦めて目標達成時期を16年度以降に先延ばしするか、などといった対応が必要であることは言うまでもない。日銀は、1月に実施した展望レポート・中間評価においても15年度を中心とする期間内に2%の物価上昇を達成する

見方は変更しなかったが、黒田日銀総裁は多少の後ズレの可能性を示唆するなど、若干の変化が見られている。今後何らかの決断を迫られる可能性はあるだろう。

ただし、16年度以降を見据えれば、消費税増税という需要抑制政策が先送りされたことで、2%の物価安定目標を達成することは全く見通せないという状況ではなくなったように思われる。当総研の経済見通し並みに、日本経済が潜在成長力を上回る成長を続けられれば、16年度下期にかけて適度な賃上げと物価上昇が両立しうる経済が実現できる可能性がある。その際にはQQE2からの出口戦略が意識され始めるだろう。

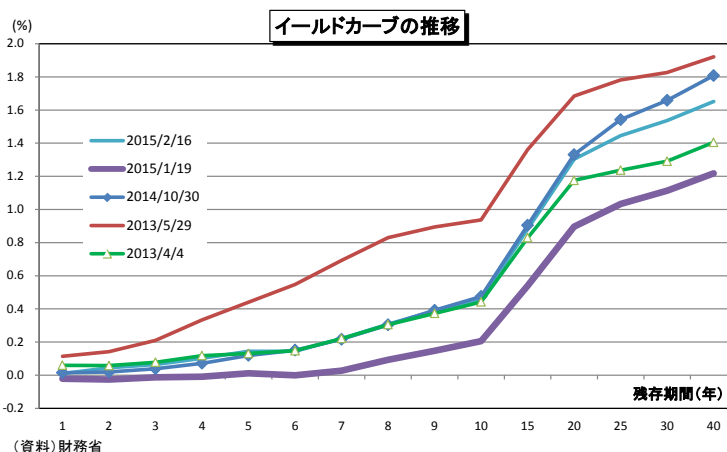
(2) 金融市場の見通し ～ 金利上昇は限定的

15年に入り、原油安に起因する資源国経済への懸念、ECBによる量的緩和導入、急騰したスイスフランなどを材料に、金融資本市場は揺れ動いた。足元では、反緊縮路線に転換したギリシャに対する金融支援策の見直しを巡る問題も浮上、内外市場の先行き不透明感はなかなか払拭できない状況にある。

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見たい。

① 債券市場

14年11月以降、日銀が年間発行額に迫る勢いで大量の国債買入れを実施していることもあり、長期金利には低下圧力がかかり続けた。デフインフレ傾向の強まりを背景に、世界各国の中銀がマイナス金利導入も含めた金融緩和に踏み切っていることもまた、債券高に寄与したとみられる。指標金利である新発10年物国債の利回りは、1月20日には一時0.2%割れと過去最低を更新した。しかし、その後は高値警戒感が浮上したほか、日銀の追加緩和観測も後退したことなどから上昇に転じ、2月中旬には0.45%まで上昇するなど、ややボラタイルな展開が続いている。



先行きについては、国内の機関投資家は水準感から購入しづらい状況ではあるが、米国での物価鈍化見通しなどにより早期の利上げ観測が後退した感もあるほか、QQE2による金利抑制効果も期待されることから、基本的に低金利状態が続く可能性が高い。

② 株式市場

14年秋以降、ETF(株価指数連動型上場投資信託)の年間買入れ額をそれまでの3倍の約3兆円に増額したQQE2導入に加え、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の運用比率見直しの発表によって株高傾向が強まり、12月上旬には日経平均株価は7年4ヶ月ぶりとなる18,000円台を回復した。しかし、その後は世界経済の先行き懸念が急浮上、1月中旬にかけて株価は16,500円近くまで調整したが、その後は持ち直しに転じ、2月中旬以降は18,000円前後での展開となっている。

アベノミクス加速や原油安メリットへの期待、「流動性相場」の継続などは株価を下支えるとはいえ、国内非製造業の業績が芳しくないほか、世界経済の下振れリスクも残るなか、当面は底値を固める展開となるだろう。しかし、15年度入り後の景気回復期待から徐々に

株高傾向が強まると予想する。

③ 外国為替市場

アベノミクスへの期待感から円安気味に推移してきたドル円相場は、10月下旬にかけての米量的緩和終了や日銀のQQE2発表、さらにはGPIF運用改革案で外国債券・株式の運用比率の引上げが盛り込まれたこと(23%→40%)などで一段と円安が進行、12月上旬には7年4ヶ月ぶりの120円台まで円安が進行した。しかし、その後は世界経済の先行き懸念が台頭、リスクオフの流れから110円台後半を中心としたレンジ相場が続いている。

先行きについても基本的には日銀の追加緩和観測の可能性が燦々していることもあり、円安傾向は継続するとみられる。また、年内にも実施されると見られる米利上げが間近と意識されれば円安が一段進む可能性は高い。

一方、対ユーロレートは、ユーロ圏経済の低調さやデフレ懸念が強まる中、ECBが国債買入れによる量的緩和の導入に踏み切るとの観測が強まり、年明け以降、ユーロ安が進行した。実際に1月22日のECB理事会では、国債など月600億ユーロの資産購入を15年3月から16年9月まで実施することを決定、さらにギリシャの政権交代や同国に対する金融支援策の行方への警戒感などから、ユーロは軟調に推移。先行きも、景気・物価の鈍さなどへの意識から、円高ユーロ安気味に推移する可能性があるだろう。

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2015年				
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.077	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.1730	0.14～0.18	0.10～0.18	0.10～0.18	0.10～0.18
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 (%)	0.415	0.05～0.50	0.00～0.50	0.05～0.50	0.05～0.55
	5年債 (%)	0.130	▲0.05～0.20	▲0.10～0.15	▲0.10～0.15	▲0.05～0.20
為替レート	対ドル (円/ドル)	119.2	115～125	115～125	120～130	120～130
	対ユーロ (円/ユーロ)	135.7	125～145	125～145	125～145	125～145
日経平均株価	(円)	18,199	18,250±1,000	18,500±1,000	19,000±1,000	19,500±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2015年2月18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 通期	2014年度			2015年度			2016年度		
			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	%	2.1	▲ 0.8	▲ 1.3	0.4	1.9	1.2	1.1	2.0	0.8	1.7
民間需要	%	2.3	▲ 2.2	▲ 3.0	▲ 0.3	1.6	1.1	1.2	2.8	1.0	3.0
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 3.1	▲ 3.9	0.8	1.6	0.9	0.9	2.6	0.8	3.1
民間住宅	%	9.3	▲ 12.1	▲ 12.4	▲ 7.9	▲ 1.5	0.5	0.9	5.8	2.3	7.2
民間企業設備	%	4.0	▲ 0.1	▲ 2.3	0.4	3.9	2.6	2.6	4.4	1.8	3.8
公的需要	%	3.2	0.8	0.4	0.7	0.4	0.2	▲ 0.1	0.4	0.2	0.6
政府最終消費支出	%	1.6	0.3	0.2	0.5	0.6	0.3	0.3	0.7	0.4	0.6
公的固定資本形成	%	10.3	2.4	0.9	2.4	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.5	0.5
財貨・サービスの純輸出	兆円	7.3	11.3	10.2	12.4	13.7	13.3	14.0	12.5	14.3	10.7
輸出	%	4.7	7.4	3.6	5.3	6.6	2.9	3.2	5.1	2.5	3.3
輸入	%	6.7	3.0	▲ 1.7	2.9	4.6	2.3	2.7	7.3	2.5	8.2
内需寄与度 (前期比)	%	2.6	▲ 1.5	▲ 2.3	0.3	1.3	0.9	0.7	2.2	0.8	2.1
民間需要 (")	%	1.8	▲ 1.6	▲ 2.4	0.1	1.2	0.8	0.7	2.1	0.8	2.0
公的需要 (")	%	0.8	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1	0.0	0.1
外需寄与度 (")	%	▲ 0.5	0.8	0.8	0.4	0.4	0.2	0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.6
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.3	2.2	2.1	2.3	0.3	0.4	0.2	0.6	0.5	0.8
完全失業率	%	3.9	3.6	3.6	3.5	3.4	3.5	3.4	3.2	3.3	3.1
鉱工業生産 (前期比)	%	3.2	▲ 0.8	▲ 3.4	1.2	3.3	1.6	2.2	4.7	2.0	3.3
住宅着工戸数 (年率換算)	万戸	98.6	87.6	87.4	87.8	89.4	87.5	91.3	94.4	96.3	92.5
経常収支	兆円	0.8	6.3	1.3	5.0	10.8	5.0	5.8	12.1	6.4	5.7
貿易収支	兆円	▲ 10.9	▲ 8.1	▲ 4.8	▲ 3.3	▲ 3.6	▲ 2.2	▲ 1.4	▲ 2.8	▲ 0.9	▲ 1.9
外国為替レート	¥/円	100.2	109.8	103.0	116.5	123.1	121.3	125.0	118.8	121.3	116.3
通関輸入原油価格	¥/バレル	109.6	90.4	109.0	71.7	53.1	52.5	53.8	57.5	56.3	58.8

(前年同期比)

	単位	2013年度 通期	2014年度			2015年度			2016年度		
			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	%	1.8	1.4	1.3	1.6	2.3	2.3	2.2	2.7	2.2	3.1
実質GDP	%	2.1	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.7	1.9	1.8	2.0	2.0	1.7	2.3
民間需要	%	2.3	▲ 2.2	▲ 1.4	▲ 2.8	1.6	1.3	2.0	2.8	1.9	3.7
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 3.1	▲ 2.8	▲ 3.3	1.6	1.6	1.7	2.6	1.5	3.6
民間住宅	%	9.3	▲ 12.1	▲ 7.2	▲ 16.4	▲ 1.5	▲ 4.1	1.2	5.8	3.0	8.5
民間企業設備	%	4.0	▲ 0.1	2.2	▲ 1.8	3.9	3.1	4.6	4.4	3.8	5.0
公的需要	%	3.2	0.8	0.8	0.9	0.4	0.7	0.2	0.4	0.2	0.7
政府最終消費支出	%	1.6	0.3	0.1	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6	0.9
公的固定資本形成	%	10.3	2.4	3.2	2.3	▲ 0.2	1.1	▲ 1.5	▲ 0.9	▲ 1.8	0.1
財貨・サービスの純輸出	兆円	7.3	11.3	10.2	12.4	13.7	13.3	14.0	12.5	14.3	10.7
輸出	%	4.7	7.4	6.5	8.3	6.6	7.6	5.5	5.1	5.1	5.2
輸入	%	6.7	3.0	5.6	0.6	4.6	4.7	4.5	7.3	4.8	9.9

国内企業物価 (前年比)	%	1.8	2.7	4.2	1.3	▲ 2.0	▲ 2.9	▲ 1.0	1.0	0.6	1.4
全国消費者物価 (")	%	0.8	2.9	3.3	2.5	0.3	0.0	0.5	1.5	1.3	1.7
完全失業率	%	3.9	3.6	3.6	3.5	3.4	3.5	3.4	3.2	3.3	3.1
鉱工業生産 (前年比)	%	3.2	▲ 0.8	0.7	▲ 2.2	3.3	2.8	3.8	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。