



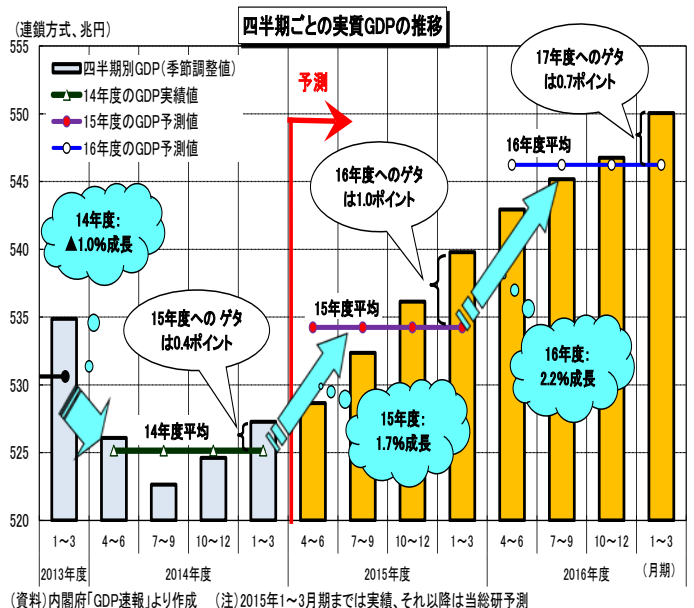
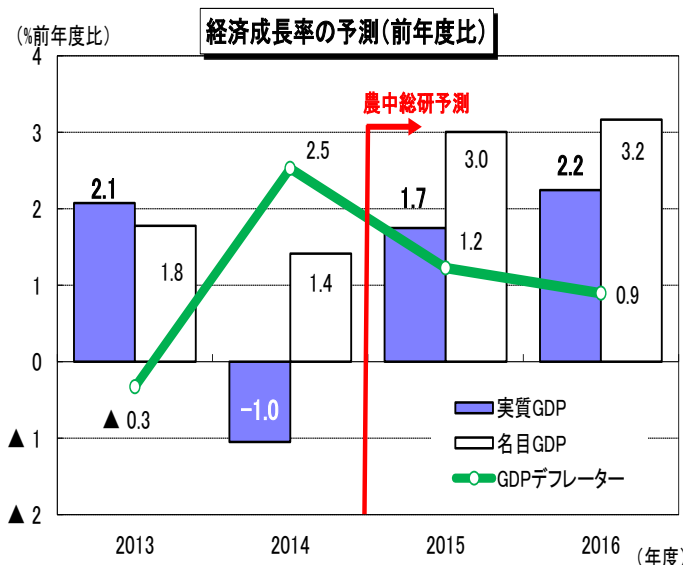
2015～16 年度改訂経済見通し

所得環境の改善などにより日本経済は好循環入りへ

～経済成長率は 2015 年度:1.7%、16 年度:2.2%と予測～

国内景気は緩やかな持ち直し局面にあるが、そのテンポは相変わらず鈍いままである。しかし、すでに消費税要因が一巡したほか、賃上げムードの継続や石油製品価格の値下げなど、家計の所得環境は好転しつつある。15 年度の日本経済は本格的な景気回復に向けた動きを開始し、好循環を実現、デフレ脱却に向けて動き始めるだろう。また、労働市場は供給制約が意識され始めるなど、多少なりとも景気回復が進めば、逼迫度が強まり、賃上げにつながりやすい素地ができつつある。16 年度には景気拡大の持続性が意識され始め、成長テンポはやや穏やかなものとなるが、16 年度末には次回消費税増税を前にした駆け込み需要が発生するなど、堅調さは維持するだろう。この結果、適正な賃上げと適度な物価上昇が両立し、16 年度下期にはデフレからの完全脱却も見通せる状況に至るだろう。

日本銀行は現行の量的・質的金融緩和を継続する姿勢を継続するとみられるが、物価上昇率が回復するとともに「出口政策」への意識が浮上する可能性もあるだろう。



お問い合わせ先: (株)農林中金総合研究所 調査第二部

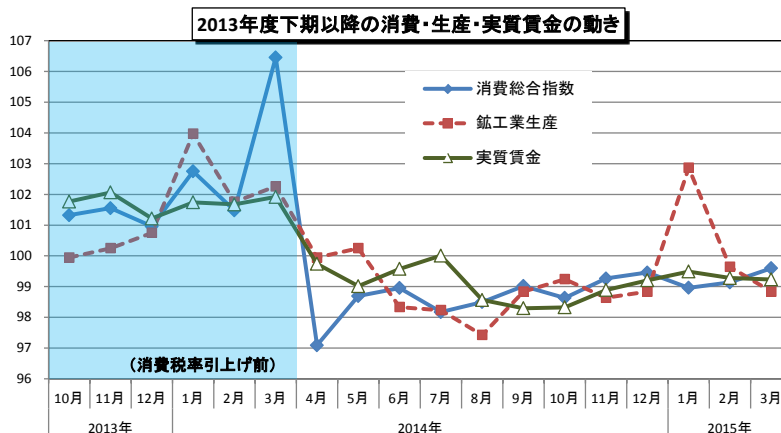
経済見通しの内容について: 03-3233-7757、その他(配送など): 03-3233-7760

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、まだ鈍い

2014 年 4 月の消費税増税から 1 年以上が経過したが、それが残した爪痕はいまだに癒えてはいない。13 年度末にかけての駆け込み需要が想定以上の盛り上がりとなったことの反動という側面もさることながら、賃金上昇率が増税分を含めた物価上昇率を下回ったことにより、家計の実質所得が目減りした影響は大きく、消費行動が増税前の水準に復元しようという動きが阻害されてしまった。主要な経済指標の多くは、13 年度下期の平均水準に満たない状態のままである。



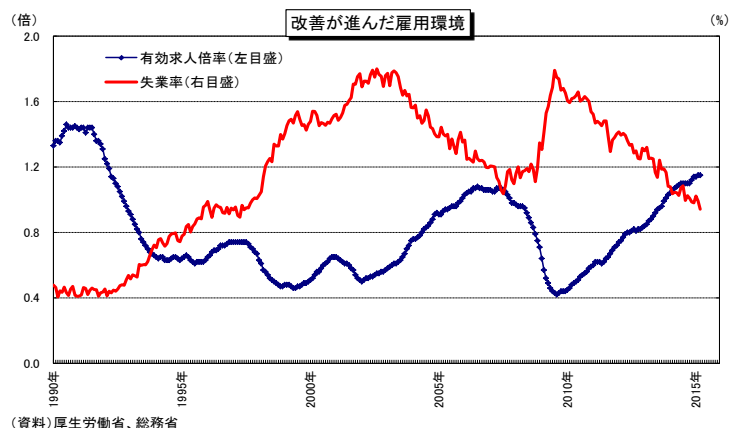
(資料)内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成
 (注)2013年10月～15年3月=100。

こうした中、14 年前半は 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)が夏場以降に急落、15 年初頭には 40ドル台まで下落した。その原因としては、過去 10 年ほど続いた原油高やシェール革命などによって生産能力の増強が促されたという側面のほか、正常化に向けて動き始めた米国の金融政策、さらにはそれに影響を受けた新興国の景気足踏みなどが挙げられる。これにより、21 世紀に入ってから世界経済のプレゼンスを急速に高めてきた資源国経済に対する懸念が急浮上した。一方、日本のような石油消費国はメリットを享受できると思われる半面、物価の鈍化傾向も明確化しており、物価安定目標の早期達成を目論む日本銀行にとっては悩ましい事態となっている。

また、14 年後半にかけては、世界経済の緩やかな回復が続くなか、輸出の増勢が強まったことが明らかとなった。円安への反転から 2 年近くが経過し、ようやく日本製品の価格競争力が浸透し、それによる輸出数量への押上げ効果が発揮されるとの期待が浮上した。しかし、15 年に入ると、1 月こそ東アジア圏の旧正月要因で大幅増となったが、2～3 月はその反動も出たほか、米国・中国といった二大輸出相手先の経済減速なども加わるなど、輸出の増勢はなかなか強まってはいない。

このように、国内経済は非常に緩やかなペース、かつ加速感のない景気回復であるにもかかわらず、最近では人口動態に伴う労働供給制約が意識される状況となっており、失業率、有効求人倍率といった代表的な雇用関連指標は約 20 年ぶりの水準まで改善が進んできた。まだ需給逼迫となっている業種・職種は限定されるものの、多少なりとも景気の改善が進めば、一段と需給が逼迫していく可能性が高いだろう。

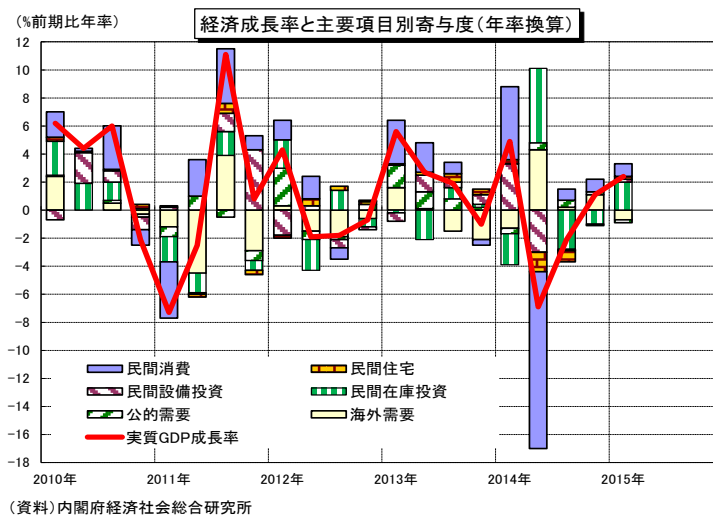


(資料)厚生労働省、総務省

(2) 意図せぬ在庫積み上がりで嵩上げされた 15 年 1～3 月期の GDP

こうしたなか、5 月 20 日に公表された 1～3 月期の GDP 第 1 次速報では、事前予想（中央値は前期比年率 1%半ば）を上回る同 2.4%と、2 四半期連続のプラス成長となり、数字の上では 10～12 月期（同 1.1%）から加速したことが明らかとなった。

しかし、内容をみると、民間在庫の積み上がりが成長率を押し上げたことは否めず、それを除くと同 0.7%と低調な数字に変貌してしまう。また、公共投資は前期比 ▲1.4%と 4 四半期ぶりに減少に転じており、公的需要全体でも成長率を押し下げる方向に働いた。一方、14 年度入り後は減少し続けていた住宅投資と民間設備投資はようやく前期比プラス（それぞれ 1.8%、0.4%）に転じるなど、持ち直しが始まった様子も見て取れる。輸出も前期比 2.4%と 10～12 月期（同 3.2%）からは減速したもの、底堅い数字であった。ただし、輸入の増加（同 2.9%）もあり、前期比成長率に対する外需寄与度は ▲0.2 ポイントと、4 四半期ぶりのマイナスとなった。



また、実感に近いとされる名目 GDP は前期比年率 7.7%と 2 四半期連続のプラスで、民間在庫投資を除いても同年率 6.3%と高い成長率を達成した。この背景には、一国のホームメイドインフレである GDP デフレーターが前期比 1.3%と高めの上昇率になったことが指摘される。原油など資源安によって軟調に推移する消費者物価・国内企業物価と違い、GDP デフレーターは国内における価格転嫁の度合いを示している。つまり、国内に賦存する、もしくは輸入された財・サービスや生産要素を用いて、国内生産者がどのような価格設定をして財・サービスを提供したかを示す指標といえる。原油の下落した分ほど、最終生産物の価格が下がらなければ、見掛け上は価格転嫁が進んだことになるが、需給改善による効果とは異なる点は留意すべきであろう。

この結果、14 年度の実質成長率は ▲1.0%と、5 年ぶりのマイナス成長に転じたことが明らかとなった。民間消費（前年度比 ▲3.1%）、住宅投資（同 ▲11.6%）などからも明らかなように、消費税増税による影響が大きかったことは明白であり、冒頭でも触れたとおり、13 年度下期にみられた駆け込み需要からの反動と、増税で引き起こされた家計の実質所得目減り（実質雇用者報酬は同 ▲1.2%）によって反動減からの持ち直しが鈍かったことが指摘できる。一方、GDP デフレーターは同 2.5%と 17 年ぶりの上昇、名目成長率は 1.4%と 3 年連続のプラスであった。

2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

14 年 11 月に政府は 15 年 10 月に予定していた消費税増税を 17 年 4 月まで延期するとともに、緊急経済対策を策定することとし、それらを含めたアベノミクス全般について国民の信を問うとして、衆議院解散・総選挙を断行した。総選挙では連立与党が圧勝し、積極的な政策展開によってデフレ脱却・成長促進を目論むアベノミクス路線は継続されることが決まった。15 年 1 月に召集された通常国会では総額 3.1 兆円の 14 年度補正予算案、総額 96.3 兆円の 15 年度予算案が提出され、いずれも可決・成立し、すでに執行段階にある。

目下の安倍内閣の政策懸案は、ローカル・アベノミクスと称される地方創生と、新たな財政健全化計画の策定である。前者については、アベノミクスが経済全体には一定の効果が浸透してきたと評価する一方で、地域経済ではその波及力が弱く、疲弊状態から抜け出せていない、かつ今後の人口減少によって多くの地方自治体が消滅の危機に瀕する可能性があるとの危機意識の下、「地方が成長する活力を取り戻し、人口減少を克服する」ことを基本目標に据えた政策である。14 年 9 月の第 2 次安倍改造内閣人事では石破茂・自民党幹事長が地方創生担当大臣に任命されるとともに、「まち・ひと・しごと創生本部」が設置された。同年末には国の長期ビジョンと総合戦略が閣議決定されたほか、15 年度に入ってから、都道府県・市町村レベルでも地方人口ビジョンと総合戦略の策定が進められている。

また、後者については、5 月 12 日に開催された経済財政諮問会議では、政府が 6 月末までに策定する新たな財政健全化計画に関する議論が始まった。今年 2 月、内閣府は実質 2%、名目 3% の経済成長が実現したとしても 20 年度の基礎的財政収支 (PB) は▲9.4 兆円であり、黒字化目標の達成に向けて一層の赤字削減努力が必要とする試算結果を公表した。一般的に、財政赤字の削減には、①歳出削減、②増税、③経済成長、の 3 要素が必要と考えられるが、12 日の同会議では、民間議員から歳出削減で 5~6 兆円、経済成長による税収増などで 4~5 兆円を賄うという案が提出された。これに対して、財務省からは 8 兆円は歳出削減で埋めるべきとの意見を表明したと報じられている。安易な増税を封印し、経済成長を追求することで、税収増を見込むという提案そのものの基本姿勢は高く評価したい。とはいえ、わが国経済が労働供給制約に接近しようとしている中で、20 年度まで実質 2% の成長を続けることが可能なのか、不透明な部分が多いのも確かであり、今後の議論の行方が注目される。

(2) 世界経済の見通し

全般的に見れば世界経済は冴えない動きを続けているが、そうした中でも底堅く推移した米国では雇用の改善傾向を受けて、金融政策の正常化に向けて模索してきた。実際、多くの市場参加者は 15 年内にもゼロ金利政策が終了し、その後は緩やかな利上げフェーズに入ると想定している。その半面、そうした動きが国際資金フローに大きな影響を与えるのではないかとの思惑も浮上、内外の金融資本市場が不安定な動きをする場面も散見される。また、14 年夏場以降の原油など資源価格の下落は、石油消費国にとってはメリットが大きいと期待する向きもあるが、この数年で急速に存在感を高めてきた資源国経済へは打撃を与えるとみられ、世界経済の先行き懸念が高まるなど、不透明感を高めた。

また、原油安は世界的に物価上昇の沈静化を促す側面もあったが、07~09 年の世界大不況・金融危機からの持ち直しが進まない先進国ではディスインフレ懸念を高めることと

なった。日米英ではすでに実施されてきた量的緩和策に対して頑なな態度を続けてきたユーロ圏でも、15年3月から量的緩和に踏み切るなど、新たな展開が始まっている。

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

米国の1～3月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率0.2%と、10～12月期(同2.2%)から大きく減速した。内訳をみると、個人消費は同1.9%(成長率に対する寄与度(年率換算):1.3ポイント)と鈍化したが、14年1～3月期と同様に悪天候の影響や西海岸でのストライキといった一時的要因が下押した。また、海外経済の減速などを背景に、原油安・ドル高の影響が表面化している。設備投資は同▲3.4%(寄与度:▲0.4ポイント)と減少に転じたほか、純輸出の寄与度も▲1.3ポイントとマイナス幅を拡大させ、ともに成長率を押し下げた。さらに、政府支出も同▲0.8%(寄与度:▲0.2ポイント)と2四半期連続で減少した。一方、在庫投資は成長率に対して0.7ポイントの寄与度であったが、需要鈍化の影響であることは明白である。

こうした中、雇用は3月分では物足りなさがあったものの、総じて改善傾向が続いており、焦点となる利上げは年内にも行われるとの想定が大勢を占めている。米連邦準備制度(FRB)は15年3月に開催した連邦公開市場委員会(FOMC)後の声明で、利上げに関して「忍耐強く」との文言を削除したほか、「6月以降は、雇用や物価のデータ次第で、どの会合でも利上げが起こり得る」と利上げが近づいているとの姿勢を前面に出した。その後、4月の雇用統計は再び元の改善ペースに戻ったことで、市場に一定の安心感をもたらした。しかし、直近の輸入物価や生産者物価は低調さが続いており、「雇用は堅調だが、物価は低調」の下での利上げ時期の予想はより困難となっている。

2015～16年 米国経済見通し (15年5月改定)

	単位	2014年 通期 実績	2015年 通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	2016年 通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	2.4	2.2	1.2	2.5	2.7	2.7	2.9
個人消費	%	2.5	3.1	2.9	3.2	3.0	3.0	2.9
設備投資	%	6.3	3.2	0.2	4.7	6.3	6.5	7.2
住宅投資	%	1.6	4.6	3.8	6.0	5.5	5.5	5.0
在庫投資	寄与度	0.0	0.1	0.3	▲0.6	▲0.0	0.2	0.1
純輸出	寄与度	▲0.2	▲0.6	▲1.9	▲0.7	▲0.4	▲0.9	▲0.6
輸出等	%	3.2	1.6	▲1.5	3.4	5.7	5.7	8.0
輸入等	%	4.0	4.9	4.9	5.0	6.9	7.3	8.2
政府支出	%	▲0.2	0.4	▲0.6	0.5	▲0.1	▲0.4	▲0.1
参考								
PCEデフレーター	%	1.3	1.1	0.4	1.8	2.1	2.0	2.2
GDPデフレーター	%	1.5	1.3	1.1	1.6	1.9	1.8	2.0
FFレート誘導水準	%	0～0.25	0.75	0～0.25	0.75	1.75	1.25	1.75
10年国債利回り	%	2.5	2.4	2.1	2.8	3.8	3.6	4.0
完全失業率	%	6.2	5.5	5.6	5.4	5.3	5.3	5.2

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5月25日(15年1～3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

さて、先行きの米国経済については、再び底堅さを取り戻すものと予想する。米国経済の潜在成長率は2%台半ばにあると考えられるが、雇用の堅調さや所得の改善、消費者マインドが高水準に推移していることもあり、天候不順などの一時的要因が剥落するのに伴い、内需が牽引する形で経済成長が再び強まるだろう。ただし、足元では、「原油安・ドル高」の影響のほか、迫りつつある利上げへの意識の強まりで急速な金利上昇の可能性もあり、経済の下振れリスクとして留意する必要がある。

以下、主要部門別にみていくと、家計部門については、悪天候など一時的要因が剥落するとともに、ガソリン価格の値下がりによって実質所得が改善するため、4～6月期にかけて個人消費は力強く回復することが期待できる。また、同じく悪天候で着工・建築が遅れた住宅投資は、足元の販売好調を受けて、その遅れを取り戻す動きが強まっている。ただし、年内の利上げが想定されるなか、利上げの影響が住宅投資に出る可能性には注意が必要であろう。

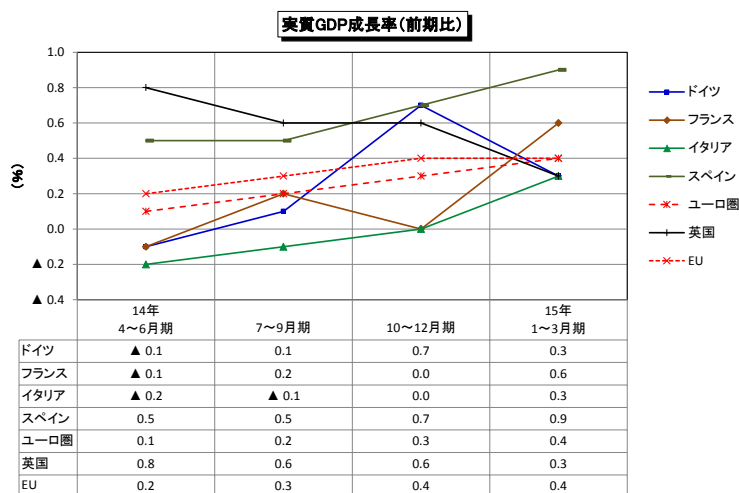
企業部門については、経営者マインドが総じて良好であり、製造業の設備稼働率も安定推移している。しかし、先行指標となる資本財受注が弱含んでいるほか、原油安などに伴い鉱業・石油関連の投資不振が続いており、設備投資は4～6月期も弱含みのままで推移する可能性が高い。また、1～3月期は在庫投資が経済成長を押し上げたが、その反動で4～6月期は成長率を押し下げる可能性もある。外需については、海外経済の成長鈍化やドル高の影響を踏まえると、輸出環境の改善は難しいほか、国内需要拡大により輸入増が想定されるため、プラス寄与は見込めない。最後に政府支出については、国防費や国内事業向け経費など連邦政府歳出の削減規模が緩和されるほか、州・地方自治体の支出が依然として増加する傾向にあり、小幅ながらもプラスに転じると予測する。

以上から、15年の米国経済は、雇用・所得、消費者マインドなどの改善を背景とした個人消費が牽引役となることが見込まれる。1～3月期の景気減速は一時的であり、4～6月期以降の経済成長率は2%台後半のペースに戻るだろう。なお、15年は2.2%成長(前回見通しの3.0%から下方修正)、また16年は2.7%成長(前回見通しの2.8%から僅かに下方修正)と予測する。

② 欧州経済

ユーロ圏では、15年1～3月期の実質GDP成長率(速報値)は10～12月期から0.1ポイント拡大して前期比0.4%となり、緩やかな回復の継続が確認された。経済規模の大きい4ヶ国の中では、フランス、イタリア、スペインが前期から成長が加速したのに対し、ドイツが減速した点が注目される。

ユーロ圏の主要な経済指標では、原油価格の下落を受け個人消費が堅調であり、3月の小売売上高は前月比では0.8%の低下と息切れ感が出てはいるものの、前年同月比では1.6%の上昇となった。今回のフランスの成長率の加速においても、個人消費が大きく寄与している。また、同月の鉱工業生産も、前月比では0.3%の低下ながら前年同月比では1.8%の上昇となっている。こうしたなか、失業率は11.3%となり、緩やかながらも低下傾向にある。また、4月の物価上昇率は前年同月比0.0%にまで戻し、14年12月以



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

降 4 ヶ月続いた下落から脱している。

一方、ドイツであるが、3 月には、製造業受注指数は前月比で 0.9%、前年同月比で 1.9%の各上昇、鉱工業生産指数は前月比では 0.5%の低下ながら前年同月比では 0.1%の上昇となったほか、輸出額については前月比 1.2%の上昇となった。また、同月の失業率は 4.7%という低水準にある。一方、3 月の小売売上高は前月比 2.3%の低下と、2 月に続き前月比マイナスとなり、やや力強さに欠ける動きとなっている。しかし、このように最近の経済指標は区々なものとなっているが、今回の成長率の減速は主として輸入の増加によるものでもあり、これまで続いてきた一旦成長が後退した 14 年半ばからの回復基調には大きな変化は生じていないものと考えられる。

以上のように、ユーロ圏では原油価格の下落やユーロ安に加え、3 月から開始された欧州中央銀行 (ECB) による量的緩和策 (QE) を追い風として、景気動向は改善を示している。しかしながら、原油価格には底打ち感も出ているほか、ユーロについても足元では反転上昇の動きが認められる。QE についても経済主体のセンチメントの改善には有効ながら、実質的な効果には限界があるものと考えられる。また、内需の低迷が続いてきたユーロ圏では、全般に製造業企業の収益性は改善せず、投資は盛り上がりず、労働生産性は停滞しているほか、企業・家計ともに引き続き負債比率は高止まっているなど、景気回復の障害となる様々な構造的とも言える課題が残存している。このため、ユーロ圏の景気回復が今後加速することは考えづらく、引き続き緩やかな回復が継続するものと考えられる。また、ウクライナ情勢を巡る対ロシア制裁の影響の継続や、新興国経済の成長減速化、ギリシャ情勢の混迷化などの懸念材料の下で、相応のダウンサイドリスクを伴っているものとみられる。

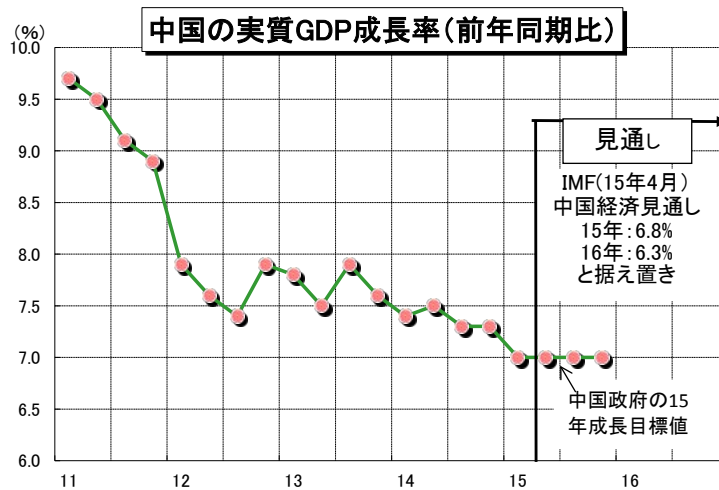
なお、ECB の金融政策については、QE の効果を見極める必要があることから、現在の政策を当面維持するものと考えられる。

③ 中国経済

中国経済は緩やかな減速が続いている。1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 7.0%と 10～12 月期 (同 7.3%) からさらに鈍化、09 年 1～3 月期以来 6 年ぶりの低い伸び率となった。4 月も投資が大幅鈍化したほか、消費もやや弱かったことを踏まえると、減速傾向は継続していると見られる。この状況が続くと、4～6 月期の成長率は 7%割れとなる公算が高まる。

こうしたなか、政府は 15 年の成長目標である「7.0%前後」を実現するため、金融緩和 (利下げ+預金準備率の引き下げ) や住宅テコ入れ策を矢継ぎ早に実施した。しかしながら、現段階では、これらによる景気押し上げ効果はまだ現れていない。住宅販売価格は下げ止まりつつあるが、膨大な住宅在庫から住宅市場の調整がいまだに進行中である。そのため、不動産デベロッパーは新たな住宅投資に対して慎重姿勢を崩していない。

また、預金準備率の引き下げ (15 年 2 月、4 月) を受けて、市中銀行は新規貸出を増やしているものの、これまで少なからぬ役割を果たしてきたシャドーバンキングを通じた資金供給が大幅に減少しているため、市場全体の流動性は依然としてタイトとなっている模様だ。



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

そのため、貸出基準金利の引き下げ(14年11月、15年3月、5月)が断続的に行われたにもかかわらず、企業の資金調達コストは下げ渋っている。これが企業設備投資の足枷になっている。

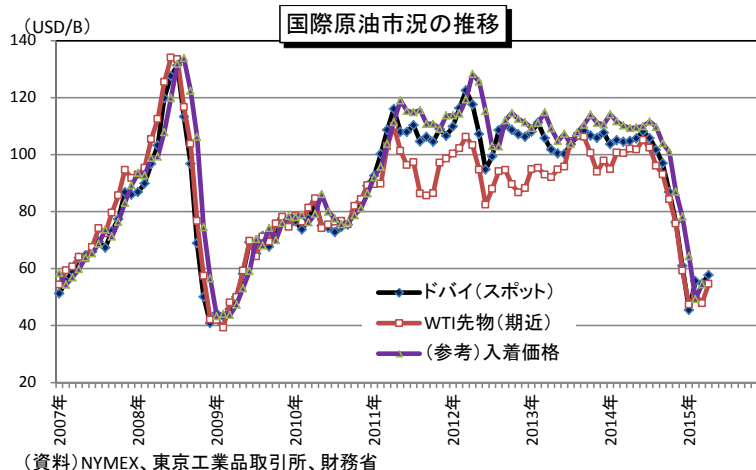
さらに、地方政府は、住宅市場の調整や地方政府系の投融资会社である融資平台への規制強化を受けて財政事情が厳しい状況にあるため、インフラ投資に回す資金の余裕が乏しい。実際、財政支出の伸びを確認してみると、14年後半から大きく鈍化してきたことが分かる。経済減速が止まらない厳しい現実を受け止めた中央政府は15年に入ってから、借換債の発行承認など、ようやく地方政府の財政難の解消に乗り出している。

しかし、景気の先行きについてはさほど悲観視するべきではないだろう。これまでの経済対策の効果が徐々に出てくるほか、企業の資金調達コストをさらに引き下げるため、預金準備率の引き下げや利下げといった追加緩和が実施される可能性がある。加えて地方政府の借換債などの発行も順調に進んでいるため、今夏以降は景気減速が止まり、緩やかな回復が始まることが見込まれる。15年通年でも7%前後の成長は可能と予測する。

④ 輸入原油価格の見通し

14年後半からの急落で、15年3月中旬には1バレル＝40ドル台前半まで値下がりした国際原油市況(WTI先物、期近)であったが、その後は持ち直しに転じ、5月に入ってから60ドル前後で推移するなど、下げ止まりが鮮明となっている。原油安で採算性が悪化した北米シェールオイル油井での生産が減少傾向にあるほか、独歩高状態だった米ドルの増価傾向に歯止めがかかったことなどが影響しているとみられる。

今後の動向については、引き続き、世界経済の不透明感が払拭されない中、需要の増加ペースも抑えられたものになる一方、産油能力は高い水準を維持しており、少しでも価格が上昇する様子を見れば、シェールオイルが増産に向かう可能性もあるなど、供給過剰状態は続くと思われる。実際、石油輸出国機構(OPEC)はシェア確保を最優先する戦略を続けるなど、減産に対して消極姿勢を崩す構えは見られない。そのため、当面は現状程度の低価格のまま推移すると予想される。以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIFベース)は60ドル台前半を中心に推移すると想定した。



2015～16年度 日本経済見通し

	単位	2013年度 (実績)	14年度 (実績)	15年度 (予測)	16年度 (予測)
名目GDP	%	1.8	1.4	3.0	3.2
実質GDP	%	2.1	▲ 1.0	1.7	2.2
民間需要	%	2.3	▲ 2.4	1.9	3.4
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 3.1	1.8	2.9
民間住宅	%	9.3	▲ 11.6	1.2	6.5
民間企業設備	%	4.0	▲ 0.5	3.1	6.6
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	▲ 0.5	0.4	▲ 0.2	▲ 0.2
公的需要	%	3.2	0.8	0.0	0.2
政府最終消費支出	%	1.6	0.5	0.6	0.4
公的固定資本形成	%	10.3	2.0	▲ 2.3	▲ 0.8
輸出	%	4.4	8.0	7.7	4.2
輸入	%	6.7	3.7	7.0	8.4
国内需要寄与度	ポイント	2.6	▲ 1.6	1.4	2.7
民間需要寄与度	ポイント	1.8	▲ 1.8	1.4	2.6
公的需要寄与度	ポイント	0.8	0.2	0.0	0.1
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	0.7	0.3	▲ 0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.3	2.5	1.2	0.9
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	2.8	▲ 1.3	0.9
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	0.8	2.8 (0.9)	0.3 (0.2)	1.5
完全失業率	%	3.9	3.6	3.4	3.1
鉱工業生産 (前年比)	%	3.0	▲ 0.3	3.4	4.7
経常収支	兆円	0.8	7.7	12.9	12.1
名目GDP比率	%	0.2	1.6	2.6	2.3
為替レート	円/ドル	100.2	109.9	121.3	116.3
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.07	0.06	0.10
新発10年物国債利回り	%	0.69	0.48	0.38	0.73
通関輸入原油価格	ドル/バレル	109.6	90.6	61.9	62.5

(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	▲ 0.0	▲ 0.6	0.7	1.9	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8	0.6	0.9	1.1
実質GDP	%	1.2	▲ 1.8	▲ 0.5	0.3	0.6	0.3	0.7	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3	0.6
(年率換算)	%	4.9	▲ 6.9	▲ 2.1	1.1	2.4	1.1	2.8	2.9	2.8	2.4	1.6	1.2	2.4
民間需要	%	2.1	▲ 3.8	▲ 0.9	▲ 0.0	1.1	0.1	0.8	0.9	0.8	0.6	0.7	1.0	1.8
民間最終消費支出	%	2.1	▲ 5.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	1.0	1.8
民間住宅	%	2.0	▲ 10.8	▲ 6.4	▲ 0.6	1.8	0.8	0.5	0.5	1.0	1.7	3.8	1.2	0.5
民間企業設備	%	5.9	▲ 5.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.4	1.0	0.8	1.5	1.8	1.5	1.3	1.8	3.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	1.3	▲ 0.7	▲ 0.2	0.5	▲ 0.4	0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
公的需要	%	▲ 0.4	0.5	0.5	0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
政府最終消費支出	%	▲ 0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 0.9	0.7	1.6	0.1	▲ 1.4	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.5	0.1
輸出	%	6.1	▲ 0.0	1.6	3.2	2.4	1.8	1.5	0.9	1.2	1.0	1.0	0.9	0.7
輸入	%	6.6	▲ 5.2	1.1	1.4	2.9	1.6	1.7	1.1	1.4	1.2	2.0	4.0	5.5
国内需要寄与度	%pt	1.5	▲ 2.8	▲ 0.6	0.0	0.8	0.1	0.6	0.7	0.6	0.5	0.6	0.8	1.4
民間需要寄与度	%pt	1.6	▲ 3.0	▲ 0.7	▲ 0.0	0.8	0.1	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.8	1.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.1	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.3	1.1	0.1	0.3	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.8
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	2.2	2.1	2.4	3.4	1.7	1.7	1.3	0.2	0.3	0.6	1.2	1.5
国内企業物価 (前年比)	%	2.0	4.3	4.0	2.4	0.4	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	0.3	0.8	1.2	1.5
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	1.3	3.4 (1.5)	3.2 (1.2)	2.7 (0.7)	2.1 (0.1)	0.0 (▲ 0.1)	▲ 0.0	0.4	0.7	1.1	1.4	1.6	1.8
完全失業率	%	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9
鉱工業生産 (前期比)	%	2.3	▲ 3.0	▲ 1.4	0.8	1.5	0.5	1.2	1.0	0.9	1.0	1.0	1.6	2.2
経常収支(季節調整値)	兆円	▲ 1.3	0.8	0.5	2.7	3.7	3.4	3.0	3.2	3.3	3.2	3.2	3.0	2.7
名目GDP比率	%	▲ 1.1	0.7	0.4	2.2	3.0	2.7	2.4	2.5	2.6	2.5	2.5	2.3	2.0
為替レート	円/ドル	102.8	102.1	103.9	114.6	119.1	120.0	122.5	122.5	120.0	120.0	117.5	115.0	112.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.07	0.07	0.06	0.07	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	0.34	0.35	0.35	0.40	0.40	0.50	0.60	0.80	1.00
通関輸入原油価格	ドル/バレル	112.0	109.6	108.4	88.3	55.9	60.0	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5

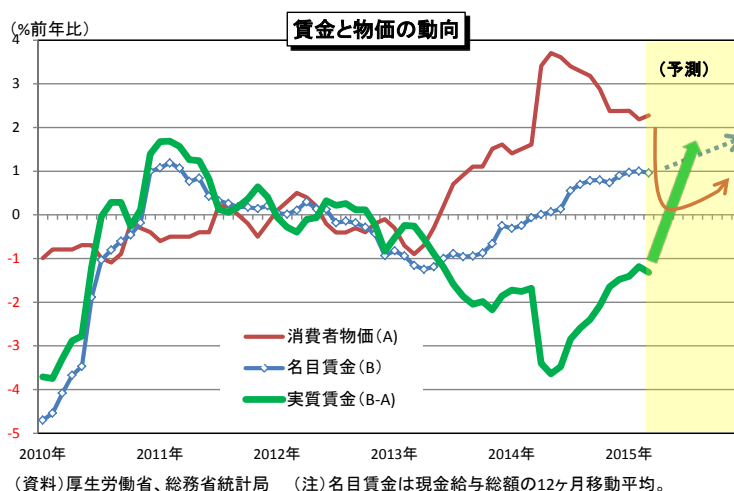
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

3. 2015～16年度の日本経済・物価見通し:

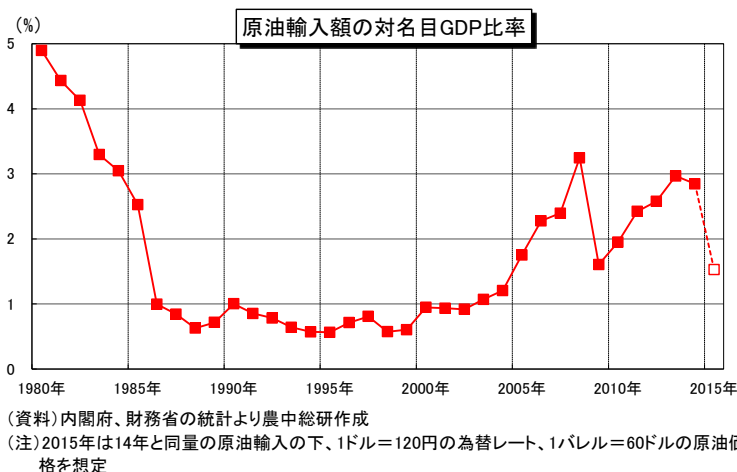
(1) 経済見通し ～ 家計所得環境の好転

消費税増税後の需要減からの持ち直しは鈍く、国内景気の回復テンポは緩やかなままであるが、それは消費などの鈍さが生み出したものである。そして、その状況から抜け出すためには家計が直面している実質所得の目減りが解消される必要があるのは言うまでもない。すでに増税実施から1年超が経過したが、家計所得を取り巻く環境は好転しつつあり、それがいずれ消費の本格的な回復を促すものと期待される。

以下でその状況を簡単に見ていきたい。まず、家計所得の増加に大きな役割を果たす賃上げムードが定着してきた。総選挙直後に開催された政労使会議では、経営側は14年度に続き、15年度も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ことで合意した。増税に伴う悪影響が長引いていることから中小企業を中心とした内需型業種ではベースアップの実施が厳しいかもしれないが、円安の恩恵を受けた大企業の輸出製造業などでは14年度を上回る回答も散見されている。経団連の集計によれば、大手企業の回答・妥結状況は総平均で前年比2.59%となっており、14年の妥結実績(同2.34%)を上回っている(第1回集計、4月16日発表)。



また、原油安によって石油製品価格が大幅に下落し、それは物価上昇率を前年比ゼロ%前後まで鈍化させたが、一方で14年度とは逆に家計の実質所得を改善させる方向に



貢献している。日本経済全体で考えてみても、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と仮定した場合、産油国への原油輸入代金の支払額は約8兆円、GDPの約1.3%分が減額されることになる。こうした余裕資金が日本経済を適度に循環すれば、家計所得に一層のプラス効果が波及する可能性がある。

さらに、人口動態、特に労働需給の動向も見逃せない。団塊世代の多くが労働市場から退出していく一方で、労働市場へ新たに参入する若年層は少なくなっている。この数年で女性・高齢者の労働参加率が高まってきたとはいえ、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く、一部の業種・職種では労働需給が逼

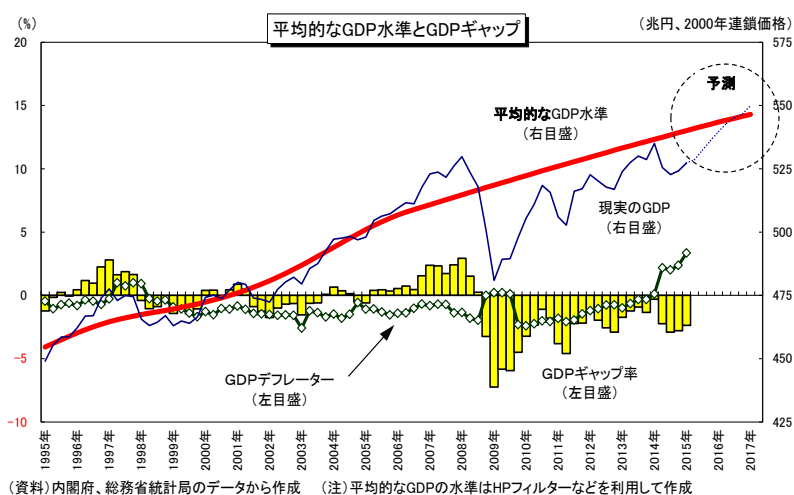
迫状態となっている。日本経済が潜在成長力以上の成長をすれば、人手不足感が一段と強まり、労働市場全体に広がっていく可能性は高い。それは必然的に賃金上昇を促すことになるだろう。

(2) 経済見通し ～ 好循環入りに向けた環境整う

さて、上述の通り、今後は家計所得が増加していくことが予想される中、日本経済は好循環入りが実現し、消費税増税という「逆噴射」で一旦途切れたアベノミクスの政策効果が再び強まり、長年の懸案であったデフレ脱却に向けた動きが本格化すると予想される。

個別の主要需要項目をみていくと、足元では鈍さが残る民間消費については、家計所得の改善に伴って、徐々に回復傾向を強めていくことが期待される。13年下期に比べて民間消費は2%ほど下振れているが、すでに消費者マインドは増税直前に迫る水準まで改善しており、これに今後の所得増に対する確信が加われば、消費水準が大きく回復する可能性は高い。

また、民間企業設備投資については、資本設備不足感の高まり、人手不足感を背景とした省力化投資需要、老朽化が進んだ資本設備の更新需要、低く抑えられた実質金利など、設備投資を取り巻く環境は決して悪くない。日銀短観などビジネスサーベイからは、企業の設備投資計画はしっかりした内容となっており、先行き内外需の改善が進めば、本格的に回復し始める可能性がある。



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おり、輸出は緩やかながらも増加傾向を維持するだろう。

ただし、リスク要因として、海外経済、特に中国経済の動向には注意する必要があるだろう。中・高所得者層が急速に拡大していることを背景に購買意欲は旺盛であるが、経済規模があまりに大きいだけに、その動向が僅かに変化しただけでも日本を含めた世界経済全体への影響力は無視できない。特に、資源国の多くは中国向けの輸出如何で景気状況が変化するほどである。それゆえ、中国が7%成長へのソフトランディングに失敗すれば、日本経済の下振れリスクも高まることになる。

以下、15～16年度の日本経済を見通してみたい。まず、足元の4～6月期であるが、増税要因が剥落してきたこと、家計の所得環境が好転してきたことなどを考慮すると、持ち直しの基調はやや強まっていると考えられる。しかし、1～3月期に積み上がった在庫水準を適正水準まで削減することが同時に起きるため、経済成長率としてはやや低めの数字なることは否めないだろう。15年4～6月期は前期比0.3%、同年率1.1%と、1～3月期からは鈍化するだろう。

その後、堅調と予想される夏季賞与の支給などを機に、消費行動は回復傾向を強める

だろう。また、米国経済の回復ペースが高まること、中国経済が持ち直しに転じること、など世界経済の不透明感が和らぎ、輸出の増加傾向も継続する。それら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1.7%(前回3月時点の予測:1.9%から下方修正)**、下方修正の理由は4～6月期以降に在庫調整的な動きが発生する可能性を織り込んだものであるとした。日本経済は成長経路に向けて回帰していく動きを本格的に開始することとなる。一方、**名目成長率は3.0%、GDPデフレーターは前年度比1.2%(前回はそれぞれ2.2%、同0.3%で、いずれも上方修正)**と予測した。

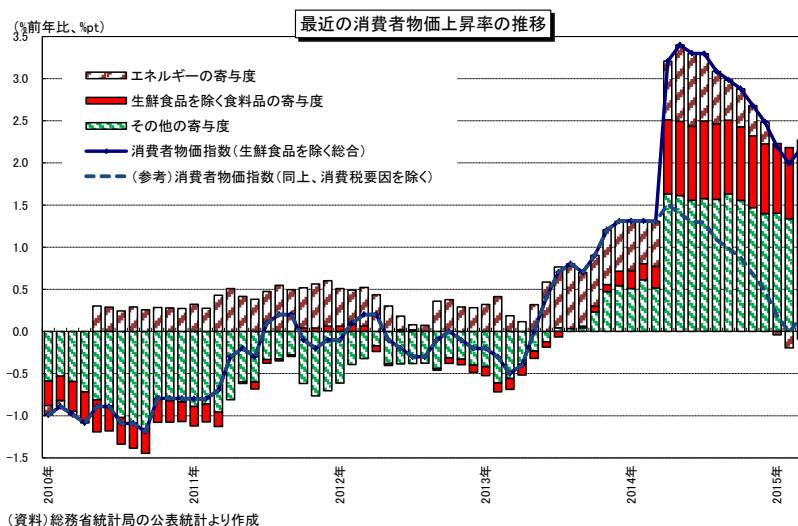
さて、15年度下期には消費税増税前の14年1～3月期のGDP水準を上回り、それと同時にマクロ的な需給ギャップが解消に向かっているが、続く16年度には「景気拡大の持続性」が意識され始めるだろう。日銀では需給ギャップは概ね過去平均並みまで回復したと評価しており、仮にそれが正しいとすれば、潜在成長率を上回る経済成長を続けていけば、じきに「景気の天井」に到達する。そして、それに接近する過程では潜在成長率への減速(ソフトランディング)、もしくは循環的な景気後退局面入りは不可避である。しかし、「幸いなことに」14年度のマイナス成長(ちなみに、1～3月期の実質GDPは前年比▲1.4%)によって、GDPギャップはある程度の乖離(需要不足)が発生、言い換えれば成長余力はまだ存在する状況であると考えられる。

それゆえ、15年度の1.7%成長を受けた後の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ことが可能であろうが、成長テンポはやや持ち落ち着いたものへ移行するだろう。ただし、17年4月には消費税率が10%に引き上げられることから、13年度と同様、16年度末にかけては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2.2%、名目成長率は3.2%、GDPデフレーターは前年度比0.9%(前回予測はそれぞれ2.0%、2.7%、同0.6%で、いずれも上方修正)**と予測した。これらにより、GDPギャップは趨勢的な水準を上回り、年度末には失業率が3%割れまで低下するなど労働需給が引き締まっていくだろう。企業サイドも人員確保のためには賃上げの必要性に迫られるだろう。

(3)物価見通し ～ しばらく前年比ゼロ前後で推移した後、再び上昇基調へ

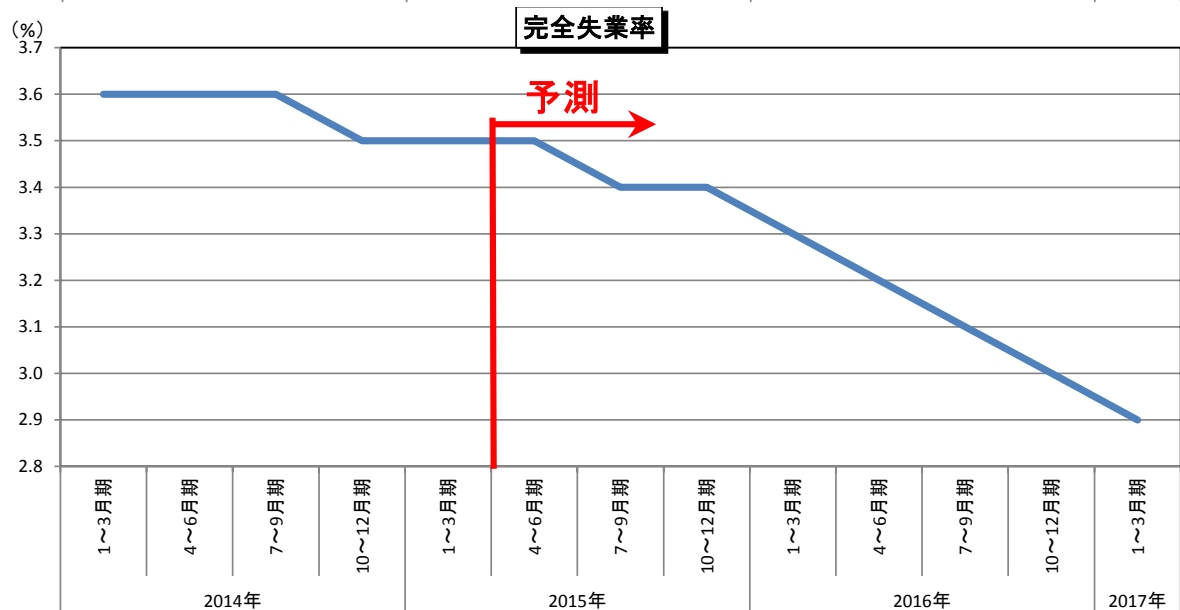
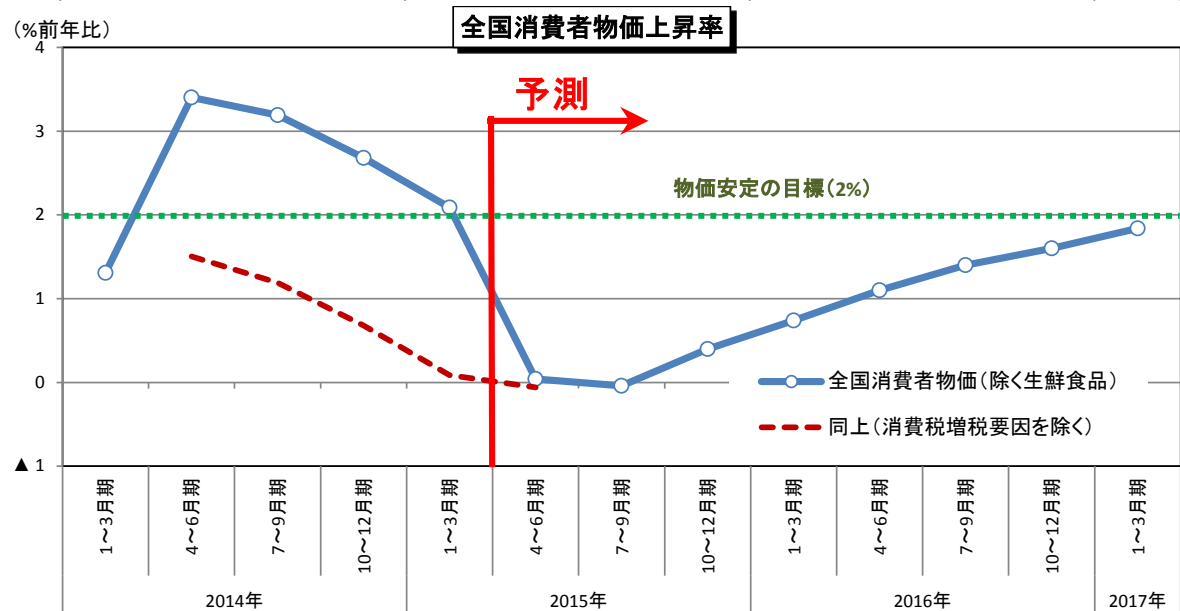
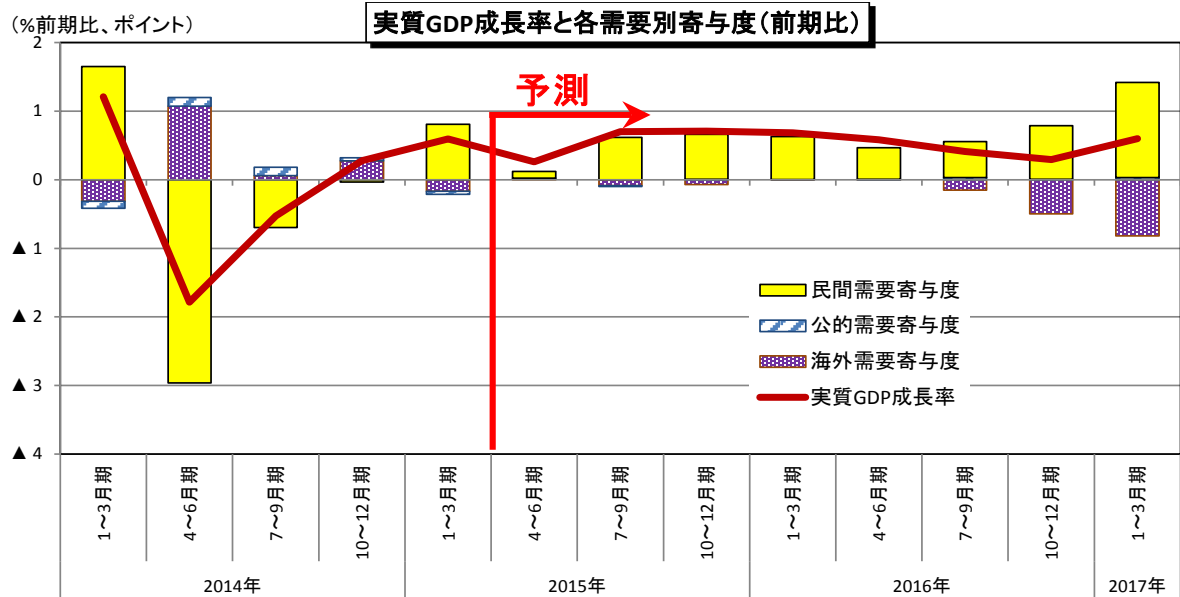
消費税要因の一巡により、15年4月分の物価指数では増税によって嵩上げされていた分が剥落したこともあり、軒並み鈍化傾向が明確となっている。4月の国内企業物価は前年比▲2.1%と3月(同0.7%)から下落に転じたほか、4月(中旬速報)の東京都区部分の消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コア)は同0.4%と3月(同2.1%)から大幅な鈍化となっている。

最近の物価動向を振り返ると、①為替レートの円安基調によって輸入品を中心に価格上昇が起きている、②一方で、消費税増税後の消費の持ち直しは鈍く、また足元では製造業で在庫調整圧力が高まるなど、物価下落圧力が再燃しつつある、③原油など資源価格の大幅下落によって、石油製品などエネルギーの価格が前年比で下落に転じている、等が指摘できる。



当面は、前年同時期と比べて円安水準にあるために最終財の輸入価格には依然として上昇圧力が加わっている(4月の企業物価統計における最終財価格(輸入品)は前年比6.9%の上昇)ほか、食料品などを中心にこれまでの原材料高騰分を価格転嫁する動きがあること、さらに電気・ガス料金にも値上げが残っているが、14年7月までガソリンが高値圏で推移していたことの反動が15年夏場にかけて強く出ることから、年度上期中は引き続き前年比ゼロ%前後での推移となる可能性が高い。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年度にかけて物価上昇率は高まっていき、消費税増税前の駆け込み需要の再発生が想定される16年度末には1%台後半まで到達すると予想される。

以上から、15年度の全国コアCPIは前年度比0.3%(14年度:同2.8%、消費税要因を除くベースでは同0.9%)と上昇率は一旦鈍化する。しかし、16年度は同1.5%と上昇率を徐々に高めていくだろう。



(資料) 内閣府、総務省統計局

(注) 予測は農林中金総合研究所による。

4. 当面の金融政策・金融市場動向：

(1) 金融政策 ～ 原油安による物価鈍化にどう対処するか

物価鈍化が明確になる中、日本銀行がどのような対応を取るのかについて、金融資本市場参加者の注目が集まっている。13年4月の量的・質的金融緩和(QQE)導入当初、物価安定目標(全国消費者物価の前年比上昇率で2%前後)を「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」としていたが、その2年が経過した現時点で消費者物価は前年比ゼロ近傍での推移となるなど、日銀にとっては厳しい状況であることは間違いない。しかし、5月21～22日に開催された金融政策決定会合においても、QQEは所期の効果を発揮していると評価し、物価安定目標を安定的に達成するために必要な時点まで14年10月31日に強化したQQEの枠組みを続けることをと決定している。

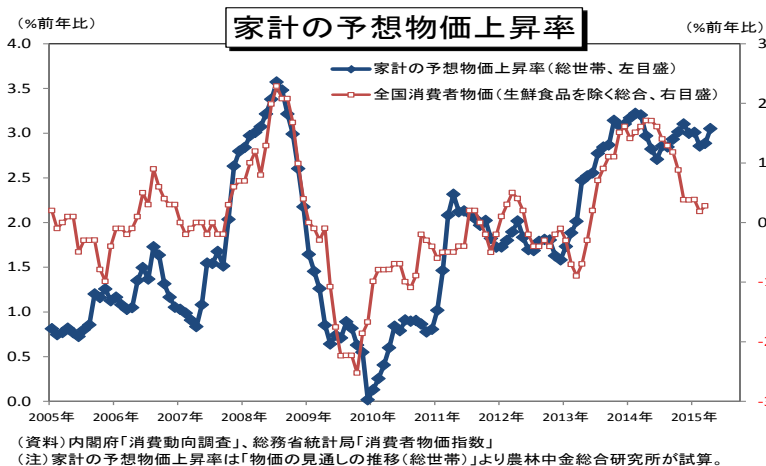
マネタリーベースの目標とバランスシートの見通し

	2012年末 (実績)	13年末 (実績)	14年末 (実績)	15年4月末 (実績)	今後の年間 増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	306	+約80兆円
(バランスシート項目の内訳)					
長期国債	89	142	202	229	+約80兆円
CP等	2.1	2.2	2.2	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	3.8	4.8	+約3兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.21	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	28	-
その他とも資産計	158	224	300	333	
銀行券	87	90	93	91	
当座預金	47	107	178	210	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	333	

(資料)日本銀行

一方、前回4月30日の決定会合後には、日銀が年2回公表する「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」が公表された。内容的には、15年度物価見通しを下方修正する(前年度比:1.0%→0.8%)とともに、物価安定目標の達成時期を、それまでの「15年度内を中心とする期間内」から「16年度前半頃」へ先送りされた。とはいえ、日銀の物価に対する認識は市場参加者らに比べて強気であることには変わりはない。ESPフォーキャスト調査(5月)によれば、15年度の物価見通しのコンセンサスは0.3%にとどまるほか、日銀が2.0%とする16年度の見通しは1.2%とするなど、大きな乖離が存在していることが確認できる。

日銀がこのように「強気」な物価見通しを提示している背景には、「労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは着実に改善傾向をたどっている」、さらに「中長期的な予想物価上昇率もやや長い目でみれば全体として上昇している」と判断していることが指摘できる。14年度の経済成長率が▲1.0%だったことを考慮すれば、1年前と比較してGDPギャップが改善したかについては疑問の余地が大いにあるが、一方で失業率が低下傾向をたどるなど、労働需給は逼迫気味に推移したのは確かである。日銀短観からも、雇用人員や資本設備にはすでに不足感が出ており、先行きもそれらが強まっていくとの見通しであることが見て取れる。また、この半年間で物価鈍化が明確になる中、消費動向調査や日銀短観などからは家計や企業の予想物価上昇率はあまり影響を受けていない様子も確認できる。特に家計に関しては、ガソリンなど石油製品価格は下がったものの、食料品や電気代などには値上げ圧力がかかっているため、物価先高観は根強いも

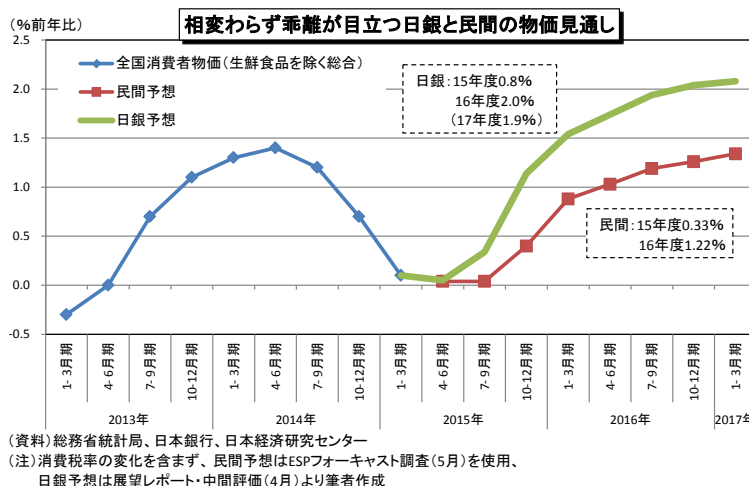


のがある。こうしたことを材料に、日銀は「物価の基調は改善している」を主張しているものと思われる。

もちろん、物価は指数の上では、原油安を起因とする石油製品などの価格下落によって鈍化しているのは確かであるが、「物価の基調は改善」という評価を考慮すると、マクロ的な需給環境を反映する「物価」と、原油など「個別の価格」は区別すべき、というメッセージを送っていると解釈できる。確かに、石油製品価格の下落は物価指数を直接的に押し下げる効果を持つ。しかし、それは同時に実質所得を増加させ、所得弾性値の高い財・サービスの需要を刺激することが想定される。実際には「消費の平滑化」が起きることもあり、現時点では石油製品以外の財・サービスの価格上昇を引き起こすほどの需要増は起きていない。しかし、賃上げ継続や夏季賞与の増加などを経て、家計が将来的な所得拡大を織り込み始めれば、原油安の需要刺激効果が物価押下げ効果を上回っていくとみられる。

とはいえ、「16 年度前半頃」でさえも、2%前後の物価上昇を安定的に達成することは困難であると思われる。そのため、日銀はいずれ、展望レポートやその中間評価を行う時点で、物価 2%の達成時期をさらに先送りすることは不可避であろう。もちろん、何らかの要因で円高圧力が再び強まり、デフレインドが再び台頭するような懸念が生じれば、追加緩和に踏み切らざるを得ないだろうが、現時点でその可能性は小さいと思われる。

しかし、15 年度下期以降、原油安要因が剥落し、かつ経済の好循環入りが実現すれば、すでに引き締めつつある労働需給がさらに逼迫度を高め、それが賃金・物価を押し上げていくことが想定される。おそらくその状況は市場コンセンサスを上回るペースで進むことも予想される。その際には量的・質的金融緩和（QQE2）からの出口戦略が意識され、長短金利などにも影響が出るだろう。



(2) 金融市場の見通し ～ 金利上昇は限定的

15 年中にも想定される米国の利上げ時期を巡る思惑に、内外の金融市場は揺さ振られる場面もあったが、このところの米国経済指標の鈍さを背景に利上げ開始は年後半との予想が主流となっている。一方、4～5 月にかけては、原油価格下げ止まりやユーロ圏のデフレ懸念が和らぐなど、新たな材料も出始めている。

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

13 年 4 月に導入された QQE、さらには 14 年 10 月末には追加緩和が決定されたことで、日銀は国債の年間発行額に迫る勢いで長期国債の買入れを実施しており、国債流通市場でのプレゼンスは一段と高まった。そうした中、指標金利である新発 10 年物国債の利回りは、1 月中旬には一時 0.2%割れと過去最低を更新したが、その直後には高値警戒感が強まったほか、流動性リスクへの警戒、さらには米国の早期利上げ観測も浮上し、3 月上旬には 0.47%まで上昇するなど、ややボラタイルな展開が続いた。3 月中旬以降は米国の主

要経済指標の下振れで米早期利上げ観測が後退し、長期金利は落ち着いた動きとなり、4月下旬には再び0.3%割れとなった。しかし、ほぼ同時に原油価格が持ち直し、下げ止まりが意識されると同時に、世界的なデフレーション懸念が和らぎ、海外の長期金利が上昇したのにつられる格好で、再び0.4%台後半へ上昇、その後も0.4%前後での展開となっている。

先行きについては、QQE2による一定の金利抑制効果が期待されることから、基本的には低金利状態はしばらく維持されるとみるが、日銀が追加緩和に慎重な姿勢を強調しているため、再低下には歯止めもかかりつつある。米国の利上げ時期を巡る思惑が再び大きな金利変動を引き起こす可能性には注意したい。

② 株式市場

14年末にかけて7年4ヶ月ぶりに18,000円台を回復した日経平均株価であったが、15年に入ると原油安を原因に世界経済の先行き懸念が急浮上、16,500円近くまで調整する場面もあった。その後は持ち直しに転じ、3月中旬には19,000円、4月10日には一時20,000円台を回復するなど15年ぶりの水準まで上昇した。その後は利益確定の売り圧力も強まり、上値が抑えられる展開が続いたが、底堅い企業決算の発表が相次いだことや米国利上げ時期の後ズレ観測が浮上したこともあり、再び上値を試す動きも見られる。

株式市場を取り巻くムードもデフレ脱却や成長促進につながる可能性について積極的に評価されるなど、変化が起きている。先行きについても、成長戦略の着実な実行や原油安メリットへの期待、内外の「流動性相場」の継続などは株価の押上げに貢献するとみられ、株価は堅調に推移すると予想する。

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。先行きについては、基本的には日銀では現行レベルの大規模緩和が当面継続する一方で、米国では利上げが意識されていることもあり、円安状態は保たれ、かつ利上げ時期が迫れば円安傾向が強まるとみられる。

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ったほか、政権が交代したギリシャ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してきた。しかし、4月中旬以降、ユーロ圏のデフレ懸念が大きく後退したこともあり、急速にユーロ高が進行した。とはいえ、ギリシャ問題を抱えているほか、ユーロ圏経済の本格回復にはまだ時間がかかることを考慮すれば、再びユーロ安が進む可能性もあるだろう。

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2015年				2016年
		5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コール翌日物	(%)	0.072	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.1690	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17
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 (%)	0.410	0.10～0.60	0.10～0.60	0.15～0.65	0.20～0.70
	5年債 (%)	0.105	0.00～0.25	0.00～0.25	0.05～0.30	0.10～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	120.7	117～125	120～130	120～130	118～128
	対ユーロ (円/ユーロ)	134.8	120～140	120～140	120～140	118～138
日経平均株価	(円)	20,264	20,500±1,000	20,750±1,000	21,000±1,000	21,500±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5月22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。

2015～16年度 日本経済見通し

(前期比)

	単位	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	%	▲ 1.0	▲ 1.5	0.0	1.7	0.9	1.8	2.2	1.1	1.0
民間需要	%	▲ 2.4	▲ 3.2	▲ 0.4	1.9	1.1	2.1	3.4	1.4	2.7
民間最終消費支出	%	▲ 3.1	▲ 4.0	0.9	1.8	0.9	1.5	2.9	1.2	2.5
民間住宅	%	▲ 11.6	▲ 12.8	▲ 6.1	1.2	2.0	1.5	6.5	4.1	5.3
民間企業設備	%	▲ 0.5	▲ 2.5	0.0	3.1	1.6	3.2	6.6	3.0	4.6
公的需要	%	0.8	0.5	0.5	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	0.2	0.1	0.2
政府最終消費支出	%	0.5	0.3	0.5	0.6	0.3	0.2	0.4	0.2	0.4
公的固定資本形成	%	2.0	1.1	1.0	▲ 2.3	▲ 1.9	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.2	10.2	12.2	12.6	12.7	12.6	9.5	12.2	6.9
輸出	%	8.0	3.7	6.1	7.7	3.8	3.0	4.2	2.2	2.2
輸入	%	3.7	▲ 1.6	4.0	7.0	3.9	3.5	8.4	2.9	9.0
内需寄与度 (前期比)	%	▲ 1.6	▲ 2.5	0.1	1.4	0.8	1.2	2.7	1.1	1.8
民間需要 (")	%	▲ 1.8	▲ 2.6	0.0	1.4	0.8	1.2	2.6	1.1	1.7
公的需要 (")	%	0.2	0.1	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
外需寄与度 (")	%	0.7	0.9	0.4	0.3	0.1	▲ 0.0	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 1.0
デフレーター (前年比)	%	2.5	2.1	2.9	1.2	1.7	0.8	0.9	0.4	1.3
完全失業率	%	3.6	3.6	3.5	3.4	3.5	3.4	3.1	3.2	3.0
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 0.3	▲ 2.6	0.9	3.4	1.9	2.1	4.7	2.0	3.2
住宅着工戸数 (年率換算)	万戸	88.1	87.4	88.8	90.6	90.0	91.3	94.3	97.5	91.0
経常収支	兆円	7.7	1.3	6.4	12.9	6.4	6.5	12.1	6.4	5.7
貿易収支	兆円	▲ 6.5	▲ 4.8	▲ 1.8	▲ 1.8	▲ 0.8	▲ 1.0	▲ 2.8	▲ 0.9	▲ 1.9
外国為替レート	円/円	109.9	103.0	116.8	121.3	121.3	121.3	116.3	118.8	113.8
通関輸入原油価格	円/バレル	90.6	109.0	72.1	61.9	61.3	62.5	62.5	62.5	62.5

(前年同期比)

	単位	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	%	1.4	1.2	1.7	3.0	2.9	3.1	3.2	3.0	3.3
実質GDP	%	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 1.1	1.7	1.2	2.3	2.2	2.6	1.9
民間需要	%	▲ 2.4	▲ 1.5	▲ 3.2	1.9	1.1	2.8	3.4	3.1	3.8
民間最終消費支出	%	▲ 3.1	▲ 2.9	▲ 3.3	1.8	1.6	2.0	2.9	2.3	3.4
民間住宅	%	▲ 11.6	▲ 7.3	▲ 15.4	1.2	▲ 1.1	3.3	6.5	5.5	7.6
民間企業設備	%	▲ 0.5	2.0	▲ 2.4	3.1	1.7	4.5	6.6	6.0	7.1
公的需要	%	0.8	0.9	0.8	0.0	0.2	▲ 0.1	0.2	0.1	0.3
政府最終消費支出	%	0.5	0.2	0.8	0.6	0.7	0.5	0.4	0.3	0.5
公的固定資本形成	%	2.0	3.3	1.3	▲ 2.3	▲ 1.7	▲ 2.8	▲ 0.8	▲ 1.0	▲ 0.5
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.2	10.2	12.2	12.6	12.7	12.6	9.5	12.2	6.9
輸出	%	8.0	6.8	9.2	7.7	9.3	6.2	4.2	4.5	3.9
輸入	%	3.7	5.8	1.7	7.0	7.4	6.6	8.4	5.7	11.1
国内企業物価 (前年比)	%	2.8	4.2	1.4	▲ 1.3	▲ 1.7	▲ 0.8	0.9	0.6	1.3
全国消費者物価 (")	%	2.8	3.3	2.4	0.3	▲ 0.0	0.6	1.5	1.3	1.7
完全失業率	%	3.6	3.6	3.5	3.4	3.5	3.4	3.1	3.2	3.0
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 0.3	1.2	▲ 1.8	3.4	2.8	4.0	4.7	4.1	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。