

浜銀総研 News Release



2015年2月16日

2015年度・2016年度の景気予測（2015年2月改訂） －2015年度、2016年度と2年連続のプラス成長へ－

要 旨

- 2014年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+0.6%（同年率+2.2%）と3四半期ぶりのプラス成長となった。内訳をみると、輸出が前期比+2.7%と2四半期連続で増加した。また、雇用・所得情勢の改善を受けて個人消費（同+0.3%）も2四半期連続で増加した。加えて、設備投資（同+0.1%）も小幅ながら上向いたほか、住宅投資（同-1.2%）も前期（同-7.0%）から減少幅が縮小した。
- 2015年1～3月期も景気は回復基調を維持しているとみられる。まず、海外経済の持ち直しに支えられて輸出が増加を続けている模様である。また、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動が一巡しつつあるなかで、個人消費も底堅く推移していると考えられる。2014年度後半に、日本経済は回復基調に転じたが、年度前半のマイナス成長が響き、2014年度通年の実質GDPは前年比-0.9%と2009年度以来5年ぶりのマイナス成長となる見通しである。
- 2015年度以降も景気は緩やかな回復が続くと見込まれる。まず、家計部門では、雇用・所得情勢の一段の改善を受けて、個人消費の増加が続くと考えられる。2015年の春闘では、政府による再度の賃上げ要請などを反映して、2014年に続き大企業で2%台の賃上げが実現する見込みである。また、原油価格の低下も個人消費にとって追い風になろう。他方、企業部門でも、輸出が米国を中心とした海外経済の回復に支えられて増加基調をたどると予想される。設備投資についても企業業績の改善などを受けて、製造業を中心に増加すると見込まれる。加えて、2014年度補正予算による経済対策の効果出現が、2015年度半ばの景気を下支えすると考えられる。以上を踏まえて、2015年度の実質GDP成長率を+1.6%と予測した。
- 続く2016年度も家計部門、企業部門の需要増に支えられて、わが国景気は順調に拡大しよう。特に、2017年4月の消費税率の再引き上げ（8%→10%）を前に、2016年度後半には個人消費などに駆け込み需要が発生する見込みであり、景気の拡大ペースが強まると予想される。その一方で、財政健全化に向けて、歳出の抑制が進むとみられるため、年度を通じて公共投資は景気の下押し要因となろう。こうした諸要因を総合的に判断して、2016年度の実質GDP成長率を+1.6%と予測した。

予測の要約表

	(前年比、%)				(参考) 前回12月予測	
	2013年度 実績	2014年度 見通し	2015年度 見通し	2016年度 見通し	2014年度 見通し	2015年度 見通し
実質GDP	2.1	▲0.9	1.6	1.6	▲0.6	1.4
民間需要寄与度	1.8	▲1.7	1.4	1.5	▲1.3	1.3
公的需要寄与度	0.8	0.1	▲0.2	0.0	0.1	▲0.1
海外需要寄与度	▲0.5	0.7	0.4	0.1	0.6	0.2

【本件に関するお問い合わせ先】

(株)浜銀総合研究所 調査部 遠藤 TEL 045-225-2375 E-mail: y-endo@yokohama-ri.co.jp

1. わが国の景気の現状

- ・本日（2月16日）、内閣府が発表したGDP（国内総生産）一次速報によると、2014年10～12月期の実質GDP（季調値）は前期比+0.6%（同年率+2.2%）と3四半期ぶりのプラス成長となった（図表1）。
- ・まず、内需をみると、雇用・所得情勢の改善などに支えられて、個人消費（前期比+0.3%）が2四半期連続で増加した。また企業業績の改善などを背景に設備投資も同+0.1%と小幅ながら3四半期ぶりに上向いた。加えて、在庫投資（GDP成長率への寄与度+0.2%ポイント）も再びGDPの押し上げ要因となった。住宅投資は前期比-1.2%と3四半期連続で減少したものの、減少幅は前期（同-7.0%）から縮小した。この結果、民間需要の寄与度は3四半期ぶりにプラスとなった。
- ・他方で、公共投資は同+0.6%と3四半期連続で増加したものの、2013年度補正予算の執行が一巡しつつあることなどから、前期（同+2.1%）から伸びが鈍化した。
- ・次に、外需をみると、輸出が同+2.7%と2四半期連続で増加した。米国向けやアジア向け輸出が堅調に推移したためである。一方で、輸入も同+1.3%と2四半期連続で増加した。ただ、輸出の増加額が輸入の増加額を上回ったため、外需寄与度は3四半期連続でプラスとなった。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

		(季節調整済、前期比、%)					
		2013年		2014年			
		7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP		0.4	-0.4	1.3	-1.7	-0.6	0.6
個人消費		0.3	-0.1	2.2	-5.1	0.3	0.3
住宅投資		4.2	2.6	2.4	-10.3	-7.0	-1.2
設備投資		0.8	1.2	5.9	-5.0	-0.1	0.1
公共投資		5.4	0.7	-2.2	1.0	2.1	0.6
輸出		-0.5	-0.2	6.5	-0.3	1.5	2.7
輸入		1.8	3.0	6.8	-5.3	1.0	1.3
内需寄与度		0.7	0.2	1.7	-2.7	-0.6	0.3
民間需要		0.5	0.1	1.8	-2.9	-0.8	0.3
うち在庫		0.1	-0.1	-0.4	1.3	-0.7	0.2
公的需要		0.2	0.1	-0.2	0.1	0.1	0.0
外需寄与度		-0.4	-0.5	-0.3	1.1	0.1	0.2
名目GDP		0.3	-0.1	1.5	0.2	-0.9	1.1

（シャドーは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。）

（内閣府「四半期別GDP速報」）

2. 各部門の今後の見通し

（家計部門：雇用・所得情勢の改善を受けて個人消費が底堅く推移）

- ・まず、この先のわが国の景気を展望する上でポイントとなる家計部門の需要動向について述べる。家計部門の需要に大きな影響を及ぼす雇用・所得情勢は予測期間中（2017年3月末まで）、緩やかな改善を続ける見通しである。
- ・雇用面では、企業の人手不足感が強い状況が続く見込みであり、こうした点が雇用者数の増加に寄与しよう。日銀『短観（2014年12月調査）』では、雇用人員判断DI（「過剰」マイナス「不足」）が全規模・全産業ベースで-15と大幅な「不

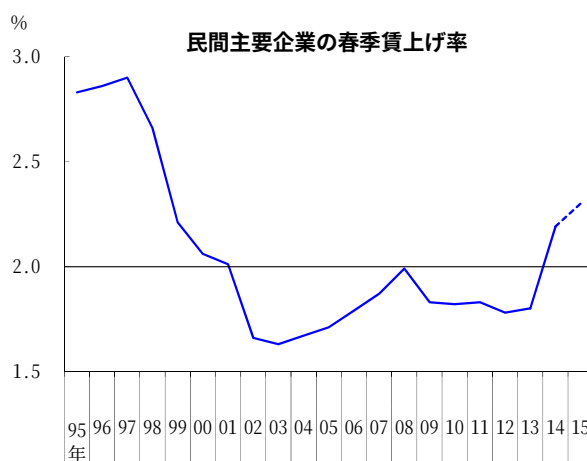
足」超となっており、さらに、先行きをみると、全規模・全産業で-17と「不足」超幅が拡大し、企業の人手不足感が一段と強まる見通しである。

- ・また、所得面でも、このように労働需給がひっ迫した状況が続くなかで、今後も基本給が上昇していくと予想される。2015年の春闘では、政府による再度の賃上げ要請などを受けて、2014年に続き大企業で2%台の賃上げが実現する^(注1)見込みであり、こうした点も今後の所得情勢にとって明るい材料といえる(図表2)。
- ・雇用・所得情勢の改善に支えられて個人消費も緩やかに回復していくと予想される。加えて、原油価格の低下もこの先の個人消費の回復にとって追い風となろう。昨年末からの国際原油価格の下落などを反映して、日本国内でもガソリン価格が低下している。2月9日時点のレギュラーガソリンの店頭価格(全国平均)は133.5円/リットルと2010年12月13日以来の低水準となった。
- ・なお、2016年度後半には、2017年4月の消費税率の再引き上げ(8%→10%)を前に、個人消費に駆け込み需要が発生すると考えられる。当社では、個人消費が2016年10～12月期に約0.5兆円、2017年1～3月期に約1.3兆円押し上げられ、これにより2016年度の実質GDPが0.3%程度押し上げられると試算している^(注2)。

(注1) 労務行政研究所が発表した「2015年賃上げ等に関するアンケート調査」をみると、2015年の春季賃上げ率(予測値)は2.18%と前年に続き2%台の見通しとなっている。

(注2) なお、内閣府「日本経済2014-2015—好循環実現に向けた挑戦—(平成27年1月13日)」では、2014年4月の消費税率の引き上げを前に約2.5～3.3兆円の駆け込み需要が個人消費に発生したと試算している。

図表2 2015年は前年に続き春季賃上げ率が2%超の公算



(注) 2015年はアンケート調査による見通し。
(厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、労務行政研究所「賃上げ等に関するアンケート調査」より当社作成)

(企業部門：米国を中心とした海外経済の回復に支えられて輸出は堅調に推移)

- ・次に、企業部門の需要動向について述べる。まず、予測期間中の輸出は、米国向けを中心に堅調な推移が続く見通しである。米国経済は、家計のバランスシート調整(過剰な債務の圧縮)が進展したことや、雇用・所得情勢の改善継続などをを受けて民需主導で順調に拡大していく公算が大きい。ただ、その一方で、EU(欧州連合)向けや中国向けの輸出は当面、鈍い動きになると見込まれる。これは、ウクライナ情勢の混迷や、それに伴うロシアとの関係悪化が重しとなり、欧州経済の回復テンポが緩やかなものにとどまると予想されるためである。また、習近平体制による構造改革の影響で固定資産投資の増勢が弱まるとみられる中国経済も2015年は7%台前半の緩慢な成長となる公算が大きい。

- ・続く2016年度も、中国経済の成長率が高まりにくい点がわが国の輸出にとって懸念材料である。ただ、ユーロ安による輸出増などに支えられてドイツを中心にユーロ圏経済の回復テンポがいくぶん速まるとみられ、EU向け輸出は持ち直していくと考えられる。また、米国経済の順調な拡大が続くなかで、ASEANやアジアNIEs諸国の生産活動も堅調に推移するとみられ、わが国から同地域向けの輸出も増加すると見込まれる。このため、2016年度も、輸出は緩やかな増加基調を維持すると予想される。
- ・他方で、設備投資も予測期間中、企業業績の改善などを支えとして、製造業を中心に増加すると予想される。日銀『短観（2014年12月調査）』の利益計画を製造・非製造の別にみると、非製造業では2014年度の経常利益が前年比-0.8%と減益計画となる一方で、製造業では同+0.3%と増益計画となっている。また、大企業・製造業の事業計画の前提となる想定為替レートは2014年度下期で104.04円/ドル（2014年度通期では103.36円/ドル）となっている。足元の為替レートは企業の想定に比べて円安水準であるため、先行き製造業を中心に業績が上振れる可能性が高いと考えられる。2015年度以降も、上述のように輸出が緩やかに増加するなかで、企業の生産活動の改善が続き、製造業の設備投資は底堅く推移しよう。加えて、国内の消費活動が回復するなかで、非製造業の設備投資も緩やかに増加していくと予想される。

（政府部門：経済対策の効果発現が2015年度半ばの景気を下支え）

- ・安倍内閣が2014年12月に閣議決定した「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」も今後の景気を考える上で重要なポイントといえよう。同対策の予算規模は約3.5兆円であり、その中身は、①家計（特に低所得層や子育て世代）や中小企業向け支援（約1.2兆円）、②地方活性化（約0.6兆円）、③災害復興や復旧（約1.7兆円）となっている（図表3）。建設コストの上昇などでさらなる積み増しが困難となっている公共事業に集中的に予算を計上するのではなく、消費支援策や地方創生などにも多くの予算を配分している点が特徴的である。こうした諸施策の実施が2015年度半ばの景気を下支えすると考えられる。
- ・もっとも、財政健全化に向けて歳出の抑制が今後進むとみられるため、2016年度の公共投資は年度を通じて減少を続けると考えられる。

図表3 「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」の概要

	実施規模
◎家計（特に低所得層や子育て世代）、中小企業向け支援	約1.2兆円
・プレミアム付商品券の発行支援	
・住宅金融支援機構のフラット35Sの金利引下げ幅の拡大	
・高速道路料金割引	
・中小トラック事業者の燃料費対策 など	
◎地方活性化	約0.6兆円
・ふるさと名物の開発・販路開拓の支援	
・訪日 2000 万人に向けた新規インバウンド需要創出事業 など	
◎災害復興や復旧	約1.7兆円
・公共土木施設等の災害復旧等	
・農山漁村の防災・減災対策	
・学校施設等の耐震化等 など	
合計	約3.5兆円

（内閣府「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」、各種報道資料などより当社作成）

3. 今後の成長率見通しについて

(実質経済成長率は2015年度が+1.6%、2016年度が+1.6%と予測)

- ・2015年1～3月期も景気は回復基調を維持しているとみられる。米国を中心とした海外経済の持ち直しに支えられて輸出が増加を続けているとみられるほか、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動が一巡しつつあるなかで、個人消費も底堅く推移していると考えられる。2014年度後半に、日本経済は回復基調に転じたが、年度前半のマイナス成長が響き、2014年度通年の実質GDPは前年比-0.9%と2009年度以来5年ぶりのマイナス成長となる見通しである。
- ・2015年度以降も景気は緩やかな回復が続くと見込まれる。まず、家計部門では、雇用・所得情勢の一段の改善や原油安の恩恵を受けて、個人消費の緩やかな増加が続くと予想される。一方、企業部門でも、輸出が米国を中心とした海外経済の回復に支えられて増加基調をたどる見通しである。設備投資についても企業業績の改善などを受けて、製造業を中心に増加しよう。加えて、安倍内閣が2014年12月に閣議決定した「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」の効果出現が2015年度半ばの景気を下支えする見込みである。以上を踏まえて、2015年度の実質GDP成長率を+1.6%と予測した。
- ・続く2016年度も家計部門、企業部門の需要増に支えられて、景気は緩やかに拡大しよう。特に年度後半には2017年4月の消費税率の再引き上げ（8%→10%）を前に、個人消費などに駆け込み需要が発生するため、景気の拡大ペースが一時的に強まろう。ただ、財政健全化に向けて、歳出の抑制が徐々に進むとみられることなどから、公共投資は年度を通じて景気の下押し要因として働くと考えられる。こうした諸要因を勘案して、2016年度の実質GDP成長率を+1.6%と予測した。

4. 原油価格低下の景気への影響と消費者物価の見通し

(原油価格の低下が景気回復にとって追い風に)

- ・2014年11月にOPEC（石油輸出国機構）が原油の減産見送りを決定して以降、原油価格は急速に低下している。2014年12月の通関輸入原油価格は78.5ドル/バレルと前年同月の価格を3割弱下回る水準となっている（図表4）。1月以降、原油価格の低下が一段と進んでおり、当社の試算では、2015年の通関輸入原油価格が60ドル/バレルで推移すると、100ドル/バレル程度（2014年秋頃の通関輸入原油価格の水準）で推移した場合に比べて、2015年度の成長率が0.4%ポイント程度押し上げられるとの結果を得ている（図表5）。

(2015年半ば頃に消費者物価上昇率は一時ゼロ%近傍まで鈍化の公算)

- ・ただ、その一方で、消費者物価の前年比上昇率は原油価格低下の影響で徐々に鈍化していくと考えられる。2014年12月の消費者物価指数（生鮮食品除く、以下コアCPI）は前年比+0.5%（消費増税による押し上げ2%ポイントを除くベース）と3か月連続で1%を割り込んだ。内訳をみると、ガソリンと灯油が前年比マイナスに転じ、全体を押し下げた。原油価格低下の影響が遅れて現れる電気代やガス代も、先行き物価の押し下げ要因として働くと考えられ、2015年半ばにはコアCPI上昇率が一時的にゼロ近傍まで鈍化する可能性が高い。
- ・もっとも、景気の緩やかな回復が続くなかで、①需給（GDP）ギャップ^{（注1）}が着実に縮小し、②期待インフレ率も上昇するとみられるため、2015年度後半から、コアCPI上昇率もプラス幅が緩やかに拡大しよう（図表6）。

- ・なお市場参加者の平均的な原油価格見通しの推移を示すフォワード・カーブ（注2）をみると、WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）価格は、2016年度末にかけて、60ドル/バレル台半ばまで上昇すると見込まれている（図表7）。仮にこうした想定に近い形で、WTI原油価格が推移した場合、2015年末にはWTI価格の前年比がプラスに転じ、半年程度の期間をおいて徐々にわが国のコアCPI上昇率を押し上げていくと見込まれる（注3）。
- ・以上の要因などを勘案して、コアCPIの前年比伸び率を2015年度が+0.3%、2016年度が+1.0%と予測した。

（注1）日本経済の総需要（実際のGDP）と総供給（潜在GDP）の差を示す。総需要が総供給を下回る（＝需給ギャップがマイナスとなる）場合、財やサービスの価格が下がりやすくなる。

（注2）原油先物価格を限月（先物取引などにおいて最終的に決済を行う月）ごとに並べたカーブ。

（注3）WTI原油先物価格の前年比と①消費者物価のエネルギー価格前年比、②コアCPI前年比の時差相関（ともにWTI原油価格の前年比が先行）を計算すると、①については2か月後、②については6か月後に時差相関が最も高くなる。すなわち、過去のデータから、ある月のWTI原油価格の変動が、概ね2か月後にエネルギー価格の変動に本格的に寄与し、さらに半年程後にコアCPIの変動に大きく寄与することがわかる。

図表4 通関輸入原油価格は急低下



（財務省「貿易統計」などより当社作成）

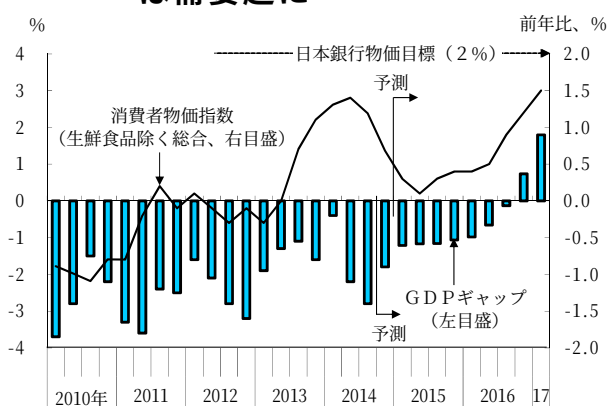
図表5 原油価格低下が景気を押し上げ

通関輸入原油価格低下の押し上げ効果（試算値）

実質GDP	+0.4%ポイント
実質個人消費	+0.4%ポイント
実質民間設備投資	+0.9%ポイント
参考）鉱工業生産指数	+0.9%ポイント
参考）経常利益	+8.9%ポイント

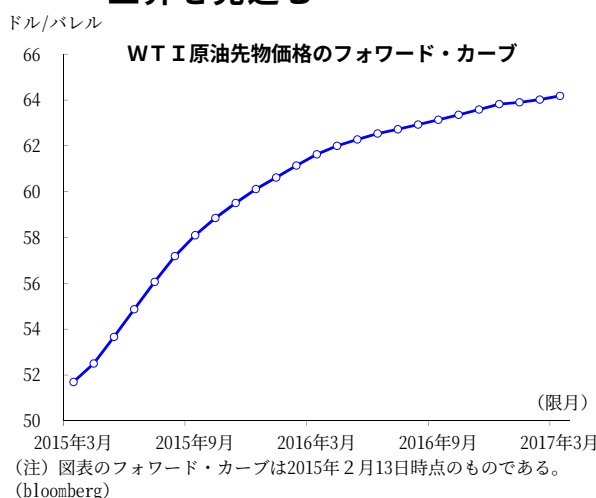
（注）2015年に通関輸入原油価格が100ドル/バレルで推移した場合と、60ドル/バレルで推移した場合とを比べて、各項目の2015年度の伸び率が何%ポイント上昇するかを試算した。
（当社作成）

図表6 16年度後半にGDPギャップは需要超に



（注）GDPギャップ＝（実際の実質GDP－潜在GDP）／潜在GDP
GDPギャップは2014年7～9月期までが内閣府発表の数値。
2014年度の消費者物価指数は消費増税の影響を除いたもの。
（総務省「消費者物価指数」、内閣府資料より当社作成）

図表7 市場参加者は先行き原油価格の上昇を見込む



（注）図表のフォワード・カーブは2015年2月13日時点のものである。
（bloomberg）

図表 8 2015年度・2016年度のわが国経済の見通し（2015年2月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2013年度	2014年度			2015年度			2016年度		
	実績	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	100.2	109.8	103.0	116.5	122.5	121.0	124.0	125.5	125.0	126.0
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	134.3	139.5	140.6	138.4	137.3	136.5	138.0	139.5	139.0	140.0
米国実質GDP(暦年)	2.2	2.4	[0.9]	[4.3]	3.0	[2.5]	[2.8]	2.8	[2.8]	[2.8]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	▲0.4	0.9	[0.9]	[0.6]	1.0	[1.0]	[1.2]	1.4	[1.4]	[1.6]
中国実質GDP(暦年)	7.7	7.4	7.5	7.3	7.2	7.3	7.1	7.0	7.1	6.9

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2013年度	2014年度			2015年度			2016年度		
	実績	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
実 質 G D P	2.1	▲0.9	[▲1.3]	[0.6]	1.6	[0.9]	[0.5]	1.6	[0.7]	[1.6]
個人消費	2.5	▲3.2	[▲3.9]	[0.6]	1.8	[0.8]	[1.0]	1.7	[0.7]	[1.7]
住宅投資	9.3	▲11.7	[▲12.4]	[▲3.3]	▲2.8	[1.4]	[▲5.7]	▲0.6	[0.3]	[4.8]
設備投資	4.0	0.1	[▲2.3]	[1.1]	3.7	[2.5]	[0.7]	3.0	[1.2]	[3.4]
政府消費	1.6	0.4	[0.2]	[0.3]	1.1	[0.6]	[0.8]	1.5	[0.7]	[0.6]
公共投資	10.3	1.3	[0.9]	[▲1.4]	▲8.3	[▲5.9]	[▲2.6]	▲6.4	[▲4.7]	[▲2.1]
輸 出	4.7	7.2	[3.6]	[4.2]	4.3	[1.5]	[0.9]	2.4	[1.1]	[2.0]
輸 入	6.7	2.8	[▲1.7]	[2.0]	2.5	[0.9]	[1.1]	2.5	[1.1]	[1.7]
寄 与 度										
国内需要	2.6	▲1.6	[▲2.2]	[0.2]	1.2	[0.8]	[0.5]	1.5	[0.7]	[1.5]
民間需要	1.8	▲1.7	[▲2.3]	[0.2]	1.4	[0.9]	[0.4]	1.5	[0.7]	[1.5]
公的需要	0.8	0.1	[0.1]	[0.0]	▲0.2	[▲0.1]	[0.0]	0.0	[0.0]	[0.0]
海外需要	▲0.5	0.7	[0.8]	[0.4]	0.4	[0.1]	[0.0]	0.1	[0.0]	[0.1]
名 目 G D P	1.8	1.1	[0.5]	[0.8]	2.9	[1.8]	[1.0]	2.4	[1.1]	[2.0]
新設住宅着工戸数(万戸)	98.7	89.2	44.1	45.1	88.3	45.6	42.7	87.1	45.0	42.2
(前年比、%)	10.6	▲9.6	▲1.6	▲7.7	▲1.1	3.2	▲5.3	▲1.2	▲1.2	▲1.2
鉱工業生産	3.2	▲0.7	[▲3.4]	[1.5]	3.6	[2.2]	[1.2]	3.5	[1.6]	[2.6]
国内企業物価	1.9	2.7	4.2	1.3	▲1.5	▲2.8	▲0.1	2.2	1.7	2.8
消費者物価	0.8	2.9	3.3	2.5	0.3	0.2	0.4	1.0	0.7	1.3
完全失業率(%)	3.9	3.6	3.6	3.5	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3

（注）民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、 公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資
国内需要＝民間需要＋公的需要、 海外需要＝輸出－輸入
消費者物価は消費増税の影響を含むベース（生鮮食品を除く総合）。

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部の信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。