

浜銀総研 News Release



2015年 5月20日

2015年度・2016年度の景気予測（2015年 5月改訂） - 日本経済は輸出や個人消費などに支えられて2年連続のプラス成長へ -

要 旨

- 2015年1～3月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+0.6%と2四半期連続でのプラス成長となった。内訳をみると、雇用情勢の回復などを支えとして個人消費が同+0.4%と3四半期連続で増加したほか、企業業績の改善などを受けて設備投資も同+0.4%と、小幅ながら4四半期ぶりの増加に転じた。その一方で、2013年度補正予算の効果が一巡したため、公共投資（同-1.4%）は4四半期ぶりに減少した。加えて、輸入（同+2.9%）の増加額が、輸出（同+2.4%）の増加額を上回ったため、外需（輸出 - 輸入）も4四半期ぶりのマイナス寄与となった。なお、2014年度の実質GDP成長率は前年比-1.0%となり、リーマン・ショック後の2009年度（同-2.0%）以来のマイナス成長となった。
- 2015年度の日本経済は緩やかな拡大が続くと見込まれる。まず、企業部門では、輸出が米国やユーロ圏を中心とした海外経済の緩やかな回復などに支えられて増加基調をたどる見通しである。設備投資も企業業績の改善や設備不足感の強まりなどを受けて、増加を続けよう。また家計部門でも、基本給やボーナスの増加による所得増に加えて、原油安の恩恵なども追い風となり、個人消費が緩やかに増加すると考えられる。一方、公的部門では、公共投資が減少基調で推移し、2014年度補正予算の効果が一巡する15年度後半には落ち込みが鮮明になると見込まれる。以上の要因を踏まえ、2015年度の実質GDP成長率を+1.4%と予測した。
- 続く2016年度も景気は緩やかに拡大しよう。すなわち、企業部門では、海外経済の緩やかな回復に支えられて輸出が増加するなかで、企業の生産活動の改善が続き、設備投資も堅調に推移しよう。また、家計部門でも、雇用・所得情勢の改善により個人消費が底堅く推移すると考えられる。年度後半には2017年4月に予定されている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。以上を踏まえて、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3月予測	
	2014年度 実績	2015年度 見通し	2016年度 見通し	2015年度 見通し	2016年度 見通し
実質GDP	▲ 1.0	1.4	1.6	1.5	1.6
民間需要寄与度	▲ 1.8	1.3	1.5	1.3	1.5
公的需要寄与度	0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.2	0.0
海外需要寄与度	0.6	0.2	0.1	0.4	0.1

【本件に関するお問い合わせ先】

遠藤（国内経済、欧州経済）、北田（米国経済）、白（中国経済）
お問い合わせは、遠藤（TEL 045-225-2375）まで

1. わが国の景気の現状

- ・本日（5月20日）、内閣府が発表したGDP（国内総生産）一次速報によると、2015年1～3月期の実質GDP（季調値）は前期比+0.6%（2014年10～12月期は同+0.3%）と、2四半期連続でのプラス成長となった（図表1）。
- ・需要項目別にみると、まず内需では、雇用情勢の回復などに支えられて、個人消費（前期比+0.4%）が3四半期連続で増加した。また、住宅投資も同+1.8%と4期ぶりの増加に転じた。さらに企業業績の改善などを背景に設備投資も同+0.4%と小幅ながら4期ぶりに上向いた。民間在庫投資が成長率を大きく押し上げた（GDP成長率への寄与度+0.5%ポイント）点は割り引いてみる必要があるものの、民間需要の回復が1～3月期の景気を支えた。一方、公共投資は、2013年度補正予算の効果が一巡したことなどから、同-1.4%と4四半期ぶりに減少した。
- ・次に、外需をみると、輸出が前期比+2.4%と3四半期連続で増加した。輸送用機器の輸出が伸びた米国向けやEU（欧州連合）向けの輸出が堅調に推移したためである。一方で、輸入も同+2.9%と3期連続で増加し、輸出の増加額を上回ったため、外需（輸出-輸入）のGDP成長率への寄与度は-0.2%ポイントと、4四半期ぶりにマイナスとなった。
- ・なお、2014年度の実質GDPは前年比-1.0%となり、リーマン・ショック後の2009年度（同-2.0%）以来のマイナス成長となった。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

	(前期比、%、季調済)					(前年比、%)
	2014年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2015年 1～3月期	
実質GDP	1.2	-1.8	-0.5	0.3	0.6	-1.0
個人消費	2.1	-5.1	0.3	0.4	0.4	-3.1
住宅投資	2.0	-10.8	-6.4	-0.6	1.8	-11.6
設備投資	5.9	-5.2	-0.1	-0.0	0.4	-0.5
公共投資	-0.9	0.7	1.6	0.1	-1.4	2.0
輸出	6.1	-0.0	1.6	3.2	2.4	8.0
輸入	6.6	-5.2	1.1	1.4	2.9	3.7
内需寄与度	1.5	-2.8	-0.6	0.0	0.8	-1.6
民間需要	1.6	-3.0	-0.7	0.0	0.8	-1.8
うち在庫	-0.5	1.3	-0.7	-0.2	0.5	0.5
公的需要	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2
外需寄与度	-0.3	1.1	0.1	0.3	-0.2	0.6
名目GDP	1.5	-0.0	-0.6	0.7	1.9	1.4

（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. 各需要項目の今後の見通し

（企業部門：先進国を中心とした海外経済の緩やかな回復を受けて輸出は堅調に推移）

- ・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企業部門の需要動向について述べる。予測期間中の輸出は、2015年度前半に中国経済の減速などを受けて一時的にやや増勢が鈍ると予想されるものの、その後は海外経済の緩やかな回復などに支えられて堅調に推移しよう。
- ・中国経済は固定資産投資の増勢鈍化などを映じて減速基調で推移している。このため、2015年度前半の中国向け輸出は鈍い動きになると見込まれる。もっとも、

7%前後の安定成長を目指す習近平体制は小刻みな財政出動や追加金融緩和を実施するとみられ、2015年後半には政策効果が現れて景気が持ち直しに転じよう。一方で、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受けて、予測期間中、個人消費主導で順調に拡大していく公算が大きい。また、ユーロ圏経済も、雇用情勢の改善やユーロ安などに支えられて、緩やかな回復を続けよう。米国経済とユーロ圏経済を中心とする海外経済の回復がわが国の輸出をけん引する展開が続くと予想される。

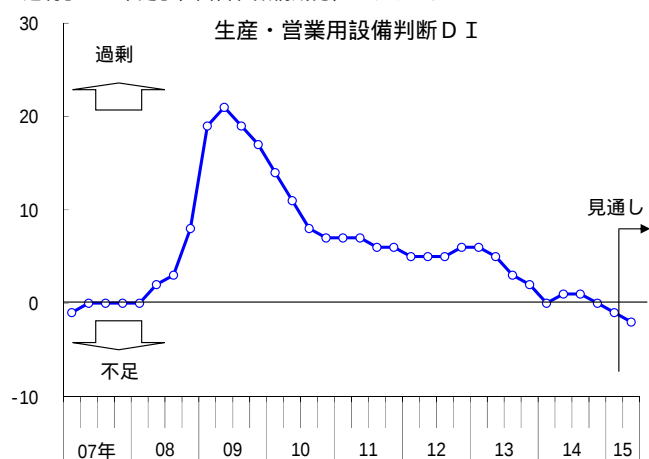
- ・他方で、企業の設備投資も予測期間中、企業業績の改善や設備不足感の強まりなどを背景に増加しよう。日銀『短観（2015年3月調査）』の経常利益計画（全規模・全産業）をみると、2015年度は前年比+0.6%と増益計画となっている。また、日銀『短観』の生産・営業用設備判断D I（「過剰」マイナス「不足」）をみると、全規模・全産業ベースで-1と「不足」超となっており、さらに、先行きをみると、全規模・全産業で-2と「不足」超幅が拡大し、企業の設備不足感が徐々に強まる見通しである（図表2）。2016年度も、前述のように輸出が緩やかに増加するなかで、企業の生産活動の改善が続き、企業の投資ニーズが高まるとみられるため、設備投資は底堅く推移しよう。

（家計部門：雇用・所得情勢の改善などが支えとなり個人消費は緩やかに回復）

- ・次に家計部門の需要動向をみると、予測期間中の個人消費は雇用・所得情勢の改善などに支えられて緩やかに増加すると見込まれる。
- ・まず、所得面では、基本給の改善が続くと予想される。大手企業の2015年の春季賃上げ率は2.59%と昨年に続き2%超えとなっている^{（注1）}（図表3）。また2014年度の企業業績の改善^{（注2）}などを背景に今夏のボーナスも前年水準を上回ろう。労務行政研究所「東証第1部上場企業の2015年夏季賞与・一時金（ボーナス）の受結水準調査」をみると、今夏の大企業の賞与・一時金の受結額は前年比+3.0%と2年連続で前年比増加となっている。
- ・さらに雇用情勢も引き続き緩やかな改善を続けよう。今年3月の有効求人倍率は1.15倍と前月（1.15倍）に続き1992年3月以来の高水準となっており、企業の人手不足感が強い状況にあることがうかがえる。こうした要因が今後の雇用者数の

図表2 企業の設備不足感が強まる

「過剰」・「不足」、回答社数構成比、%ポイント

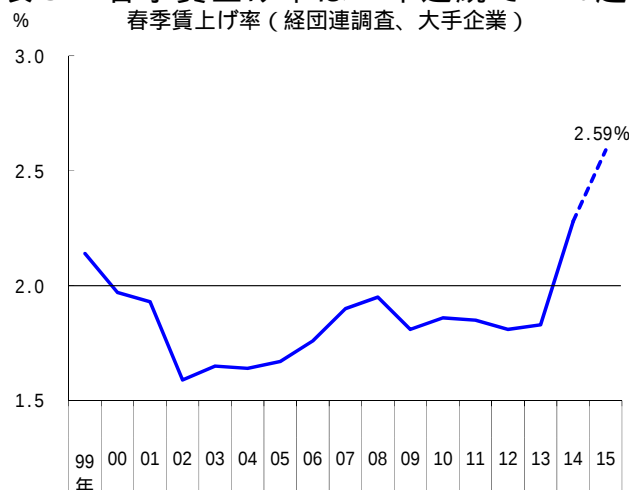


（注）全規模・全産業ベース。
（日本銀行『短観』）

図表3

春季賃上げ率は2年連続で2%超

春季賃上げ率（経団連調査、大手企業）



（注）2015年の数値は2015年4月16日発表の第1回集計値。
（日本経済団体連合会資料より当社作成）

増加につながろう。また、原油安による電気代の低下なども家計の節約志向を和らげることを通じて個人消費の回復に寄与しよう^(注3)。

- ・加えて、2016年度後半には、2017年4月に予定されている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1）経団連「2015年春季労使交渉・大手企業業種別回答状況調査」の結果。対象は主要21業種大手249社。

（注2）日銀『短観（2015年3月調査）』みると、今夏の賞与に大きな影響を及ぼす2014年度の経常利益（計画）は前年比+1.9%となっている。

（注3）2014年末以降の国際的な原油価格の低下が、日本経済に与える影響についての試算は、浜銀総合研究所が2015年2月16日に発表した「2015年度・2016年度の景気予測（2015年2月改訂）」を参照されたい（URL:<http://www.yokohama-ri.co.jp/html/report/pdf/fo1502.pdf>）。

（公的部門：公共投資は減少基調で推移）

- ・最後に公的部門の需要動向をみると、公共投資は2015年度後半から減少傾向が明確となろう。前述の通り2015年1～3月期の公共投資は、2013年度補正予算の効果が一巡したことなどから、4四半期ぶりに減少した。今年2月に成立した2014年度補正予算にも公共事業関係費が含まれているが、その規模は2013年度補正予算に比べて小さくなっている。このため、先行き公共投資は減少基調で推移し、2014年度補正予算の効果が一巡する15年度後半には落ち込みが鮮明になると予想される。
- ・また、2016年度について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、公共投資は年度を通じて減少を続けると考えられる。

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+1.4%、2016年度が+1.6%と予測）

- ・2015年度の景気は緩やかな回復が続くと見込まれる。まず、企業部門では、輸出が米国やユーロ圏を中心とした海外経済の緩やかな回復など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や設備不足感の強まりなどを受けて増加しよう。家計部門では、雇用・所得情勢の改善や原油安などに支えられて、個人消費の緩やかな増加が続くと予想される。ただその一方で、公的部門では、年度後半から、2014年度補正予算の執行一巡の影響で公共投資の減少が続くと予想される。以上を踏まえて、2015年度の実質GDP成長率を+1.4%と予測した。
- ・続く2016年度も企業部門、家計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月に予定されている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。

（需給ギャップの縮小などを反映して予測期間の後半にコアCPI上昇率は加速の公算）

- ・なお、消費者物価指数（生鮮食品除く総合、以下コアCPI）の前年比上昇率は

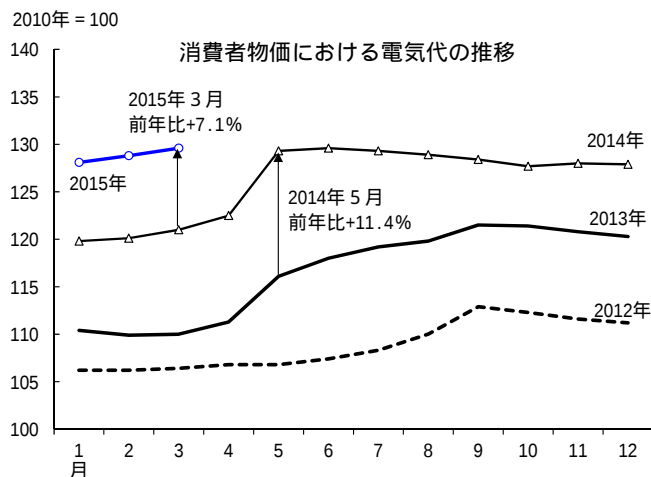
目先、一時的にゼロ％を割り込む展開となろう。3月のコアCPIは前年比+0.2％（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）とゼロ近傍での推移となっている。コアCPIの前年比上昇率は2014年4月に一時+1.5％まで高まったものの、足元では原油安の影響などで増勢が鈍化している。今後は、原油安の影響が遅れて現れる電気代やガス代なども消費者物価の下押し要因となる。実際、電力会社10社が発表した6月のモデル電力料金（標準家庭、1か月分）をみると、燃料価格低下の影響を反映して、関西電力（注1）を除く9社で値下げとなっている。電気代は、昨年5月に燃料価格上昇分の転嫁などで大きく上昇したため、前年比ベースでみると、この5月にも伸び率が大幅に縮小し、さらに前述の値下げ要因もあるため、6月には前年比でマイナスに転化すると予想される（図表4）。

- ・もっとも国際的な原油価格が足元で持ち直しつつあるため、今後はエネルギー価格の下押しが弱まり、2015年後半には、コアCPI上昇率がプラスに転じよう。さらに、景気の緩やかな回復が続くなかで、需給ギャップ（注2）が着実に縮小し、期待インフレ率も徐々に高まるとみられるため、2016年度には、コアCPI上昇率のプラス幅が緩やかに拡大しよう（図表5）。
- ・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+0.2％、2016年度が+1.1％と予測した。

（注1）関西電力は原子力プラントの再稼働の遅延による火力燃料費等の大幅な増加により、電気料金の値上げを実施する予定となっている。

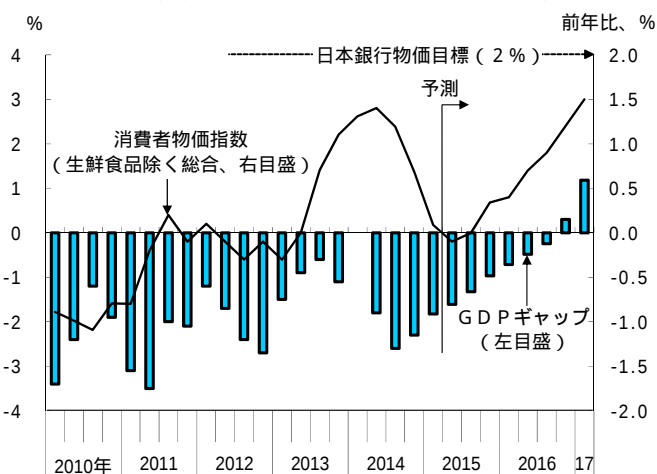
（注2）日本経済の総需要（実際のGDP）と総供給（潜在GDP）の差を示す。総需要が総供給を下回る（＝需給ギャップがマイナスとなる）場合、財やサービスの価格が下がりやすくなる。

図表4 先行き電気代の伸び率は鈍化の公算大



（注）なお、2015年3月の電気代の消費者物価指数（生鮮食品除く総合）に対する寄与度は約+0.3%ポイントとなっている。
（総務省「消費者物価指数」）

図表5 需給ギャップが縮小するなかで消費者物価の上昇テンポが加速



（注）GDPギャップ＝（実際の実質GDP－潜在GDP）／潜在GDP
2014年度の消費者物価指数は消費増税の直接的な影響を除いたもの。
（総務省「消費者物価指数」、内閣府資料より当社作成）

4. 日本経済の下振れリスクについて

(海外経済の予想外の減速がリスク要因)

- ・前述のように予測期間中の海外経済は緩やかに回復するというのが当社予測のメインシナリオであるが、足元の海外経済を概観すると、今後景気の下押し要因となりうるリスクがくすぶっている。以下では、日本の主要輸出先である中国、米国、ユーロ圏の景気下振れリスクについて順に述べる。

(中国：株式相場の大幅な調整が個人消費を下押し恐れ)

- ・中国経済のリスク要因は株式相場の大幅な調整である。中国経済は足元で減速しているものの、これを受けて財政出動や追加金融緩和が実施されるとの期待が高まり、株価はむしろ大幅な上昇を続けている。実際、上海総合指数は2015年4月27日に4,527ポイントと約7年ぶりの高水準となった(図表6)。こうした状況を支えているのは、高値を追って株式を購入している個人投資家である。ただ、過度な期待によって押し上げられた相場は大幅に調整するリスクをはらんでいる。仮に上場企業の業績が市場予想を大幅に下回り、株価に調整の兆しが現れた場合には、直近の値動きに目を奪われやすい個人投資家が狼狽売りに走る恐れがある。株式相場が大幅な調整を強いられれば、逆資産効果で個人消費に下押し圧力がかかろう。個人消費の増勢が大幅に鈍るとなれば、習近平体制が掲げる「7%前後」の成長率目標を達成することは相当困難になると考えられる。中国株の動向に注意が必要である。

図表6 上海総合指数は昨年末から急上昇



(米国：原油価格の急落と長期金利の上昇が米国経済の下振れリスク)

- ・米国経済のリスク要因は原油価格の急落と長期金利の上昇である。足元ではニューヨーク市場の原油先物相場(WTI)が1バレル60ドル程度まで持ち直しているが、再び原油価格が大幅に低下するような場合には、米国のエネルギー関連の設備投資が大幅に抑制されて、景気回復の腰を折る可能性もある。また、FRB(米連邦準備理事会)の利上げを意識した米長期金利の上昇も景気の抑制要因になると見込まれる。長期金利が急上昇する場合には、株式相場の大幅な調整を通じて投資・消費マインドが冷え込み、実体経済にも悪影響が及ぶと予想される。FOMC(公開市場委員会)参加者の金利見通しなどをみる限り、将来的な

F R B の利上げペースは緩やかなものになると見込まれるが、年内にも開始が予想される実際の利上げのペースや、それを受けた長期金利の動向には注意が必要である。

（ユーロ圏：ギリシャの債務不履行がユーロ圏の不安材料）

- ・ユーロ圏経済のリスク要因はギリシャのデフォルト（債務不履行）である。今年1月のギリシャ総選挙で反緊縮を掲げる急進左派連合が政権を奪取して以降、ギリシャへの金融支援の実行を巡るE U（欧州連合）との交渉が難航し、同国のデフォルトリスクが高まっている。5月11日の財務省会合でもE U（欧州連合）とギリシャは、支援実行の合意に至らなかった。ギリシャは5月12日のI M F（国際通貨基金）融資の返済をI M F の特別引出権^{（注）}を利用してまかなった模様であり、同国の資金繰りが相当厳しい状況にあることがうかがえる。またギリシャ国債の大量償還が予定されている7月以降については新たな金融支援が必要であり、今後もしばらくの間、同国を巡る混乱が続くと予想される。ギリシャがデフォルトに陥り、ギリシャ情勢が一段と悪化するような場合には、ユーロ圏諸国における消費者心理や企業心理が悪化し、景気に水を差す恐れがある点に注意が必要であろう。

（注）I M F が加盟国の準備資産を補完するために創出した国際的準備資産。I M F への出資金に応じて加盟国に配分される。

（海外経済減速リスクが顕在化した場合の日本経済への影響）

- ・以上の要因を踏まえ、中国減速シナリオ、米国減速シナリオ、ユーロ圏減速シナリオが日本経済に与える影響を、マクロモデルを用いて試算^{（注）}すると、2015年度の日本の実質G D P 成長率は で0.90%ポイント、 で0.84%ポイント、 で0.71%ポイント下押されとの結果を得た（図表7）。なお、この試算には、中国、米国、ユーロ圏の成長率低下が、その他の国や地域の景気減速を通じて、日本経済に与える影響を含んでいない。このため、実際には試算値よりも大きな影響が現れると見込まれる。～ のリスクが顕在化した場合、日本の実質G D P 成長率が潜在成長率（内閣府の試算で+0.6%）を下回るケースがあり、場合によっては2017年4月に予定されている消費税率の引き上げが経済運営上、困難となる恐れもある。

（注）試算の詳細は図表7の（注）を参照。

図表7 海外経済の急減速は日本経済に大きな影響を与える

海外経済減速シナリオ（試算値）
（日本の2015年度の実質G D P 成長率に与える影響）

	成長率低下の影響	円高の影響	+
中国減速シナリオ	-0.40%ポイント	-0.50%ポイント	-0.90%ポイント
米国減速シナリオ	-0.34%ポイント		-0.84%ポイント
ユーロ圏減速シナリオ	-0.21%ポイント		-0.71%ポイント

（注）中国減速シナリオ：中国の実質G D P 成長率が2%下振れ

米国減速シナリオ：米国の実質G D P 成長率が1%下振れ

ユーロ圏減速シナリオ：ユーロ圏の実質G D P 成長率が1%下振れ

上記に加え、いずれのケースでも投資家のリスク回避に伴う安全資産としての円買い（ドル/円レートが5円、円高）が発生すると仮定している。

（当社作成）

図表 8 2015年度・2016年度のわが国経済の見通し（2015年5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%）

	2014年度 実績	2015年度 見通し	上 期		2016年度 見通し	上 期	
			上 期	下 期		上 期	下 期
対ドル円レート（円／ドル）	109.9	122.1	120.8	123.5	125.5	125.0	126.0
対ユーロ円レート（円／ユーロ）	141.1	133.5	133.3	133.8	134.9	134.0	135.8
米国実質GDP（暦年）	2.4	2.5	[1.4]	[2.8]	2.9	[2.9]	[3.0]
ユーロ圏実質GDP（暦年）	0.9	1.4	[1.6]	[1.7]	1.7	[1.6]	[1.8]
中国実質GDP（暦年）	7.4	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1	6.9

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2014年度 実績	2015年度 見通し	上 期		2016年度 見通し	上 期	
			上 期	下 期		上 期	下 期
実 質 G D P	▲ 1.0	1.4	[0.7]	[0.7]	1.6	[0.8]	[1.0]
個人消費	▲ 3.1	1.7	[1.0]	[0.7]	1.8	[0.6]	[1.7]
住宅投資	▲ 11.6	0.8	[1.9]	[0.6]	2.3	[1.1]	[1.7]
設備投資	▲ 0.5	3.7	[2.5]	[2.1]	3.2	[0.9]	[2.6]
政府消費	0.5	1.0	[0.4]	[0.6]	0.9	[0.4]	[0.4]
公共投資	2.0	▲ 8.3	[▲ 5.8]	[▲ 4.8]	▲ 4.6	[▲ 2.2]	[▲ 0.7]
輸 出	8.0	5.1	[1.5]	[2.0]	4.8	[2.7]	[2.1]
輸 入	3.7	4.3	[2.0]	[1.2]	4.8	[2.3]	[3.8]
寄 与 度							
国内需要	▲ 1.6	1.1	[0.8]	[0.5]	1.5	[0.6]	[1.2]
民間需要	▲ 1.8	1.3	[0.9]	[0.6]	1.5	[0.6]	[1.2]
公的需要	0.2	▲ 0.2	[▲ 0.2]	[▲ 0.1]	0.0	[0.0]	[0.0]
海外需要	0.6	0.2	[0.0]	[0.2]	0.1	[0.1]	[▲ 0.2]
名 目 G D P	1.4	2.6	[1.6]	[0.6]	1.9	[1.0]	[1.2]
新設住宅着工戸数（万戸）	88.0	90.6	45.7	44.9	92.0	46.6	45.4
（前年比増減率、%）	▲ 10.8	2.9	3.6	2.3	1.6	2.0	1.1
鉱工業生産	▲ 0.4	2.6	[1.5]	[1.3]	3.6	[1.6]	[2.6]
国内企業物価	2.8	▲ 0.7	▲ 1.8	0.4	2.0	1.7	2.3
消費者物価	2.8	0.2	0.0	0.4	1.1	0.8	1.3
完全失業率（%）	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。