

浜銀総研 News Release



2015年 8月17日

2015年度・2016年度の景気予測（2015年 8月改訂） －15年 7～9月期にはプラス成長に復帰し、緩やかな景気回復が継続－

要 旨

- 2015年 4～6月期の実質GDP（国内総生産）は前期比-0.4%と 3 四半期ぶりのマイナス成長となった。これは個人消費と輸出が減少したためである。個人消費は、天候不順などの悪影響で同-0.8%と 4 四半期ぶりに減少した。輸出（同-4.4%）も、中国経済の減速などを映じて 6 四半期ぶりの減少に転じた。加えて、企業の生産活動が弱含んだことなどから、設備投資も同-0.1%とほぼ横ばいにとどまった。一方で、2014年度補正予算に盛り込まれた公共事業の執行を受けて、公共投資は同+2.6%と増加に転じた。
- 今後のわが国経済を展望すると、景気は2015年 7～9月期に持ち直しに転じ、その後緩やかな回復が続けると予想される。まず、家計部門では、雇用・所得情勢の改善などに支えられて個人消費が増加基調に復帰する見通しである。また、企業部門でも、輸出が米国を中心とする先進国経済の回復や中国経済の持ち直しなどを背景に緩やかに増加しよう。設備投資も企業業績の改善や企業の設備不足感の強まりなどを映じて回復すると予想される。ただし、公的部門では、2014年度補正予算の効果が一巡する2015年度後半に、公共投資の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+1.0%と予測した。
- 続く2016年度の景気も引き続き緩やかに拡大しよう。すなわち、家計部門では、雇用・所得情勢の改善継続により個人消費が底堅く推移すると見込まれる。また、16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、成長率が一時的に高まろう。他方、企業部門でも、先進国を中心とした海外経済の緩やかな回復に支えられて輸出が増加すると予想される。こうしたなかで、企業の生産活動も改善が続けると見込まれるため、設備投資も堅調に推移しよう。ただ、公共投資に関しては、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、年度ベースでみれば成長率を押し下げる要因として働く見込まれる。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 6 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	▲ 0. 9	1. 0	1. 6	1. 6	1. 6
民間需要寄与度	▲ 1. 7	1. 0	1. 6	1. 5	1. 5
公的需要寄与度	0. 2	▲ 0. 1	0. 0	▲ 0. 2	0. 0
海外需要寄与度	0. 6	0. 1	0. 0	0. 2	0. 1

【本件に関するお問い合わせ先】

遠藤（国内経済）、北田（米国経済、欧州経済）、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（8月17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4～6月期の実質GDP（季調値）は前期比-0.4%と3四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。
- ・需要項目別にみると、まず家計部門では、個人消費（前期比-0.8%）が4四半期ぶりに減少した。雇用情勢は改善を続けているものの、天候不順の悪影響などで消費活動は一時的に弱い動きとなった。一方で、住宅投資は同+1.9%と2四半期連続で増加した。他方、企業部門では、企業の生産活動が弱含んだことなどから、設備投資が同-0.1%と前期からほぼ横ばいにとどまった。民間在庫投資は、輸送機械など一部の業種で在庫が積み上がったことなどから、成長率の押し上げ要因となった（GDP成長率に対する寄与度は+0.1%ポイント）。なお、公的部門では、公共投資が2014年度補正予算に盛り込まれた公共事業の執行を受けて、同+2.6%と再び増加した。
- ・次に、外需をみると、輸出が前期比-4.4%と6四半期ぶりの減少に転じた。中国経済減速などの影響でアジア向け輸出が落ち込んだことが主因と考えられる。輸入も同-2.6%と4四半期ぶりの減少に転じた。ただ、輸入の減少額以上に輸出が減少したため、外需（輸出－輸入）のGDP成長率への寄与度は-0.3%ポイントと、2四半期連続でマイナスとなった。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

（前期比、%、季調済）

	2014年				2015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
実質GDP	1.1	-1.9	-0.3	0.3	1.1	-0.4
個人消費	2.1	-5.0	0.3	0.3	0.3	-0.8
住宅投資	2.0	-10.9	-6.3	-0.6	1.7	1.9
設備投資	5.0	-4.6	-0.0	0.2	2.8	-0.1
公共投資	-0.7	0.2	1.7	0.3	-1.2	2.6
輸 出	5.7	0.6	1.8	2.8	1.6	-4.4
輸 入	5.9	-3.9	0.9	0.9	1.8	-2.6

内需寄与度	1.4	-2.8	-0.4	0.0	1.2	-0.1
民間需要	1.5	-2.8	-0.6	-0.0	1.2	-0.3
うち在庫	-0.6	1.2	-0.6	-0.2	0.5	0.1
公的需要	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2
外需寄与度	-0.2	0.9	0.1	0.3	-0.1	-0.3

名目GDP	1.2	0.2	-0.7	0.8	2.2	0.0
-------	-----	-----	------	-----	-----	-----

（シャドウ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

（家計部門：雇用・所得情勢の改善に支えられて個人消費は底堅く推移）

- ・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個人消費の動向につ

いて述べる。4～6月期の個人消費は天候不順の悪影響などで一時的に弱い動きとなった。しかし、7～9月期以降の個人消費は雇用・所得情勢の改善など（注1）に支えられて、回復基調に復帰する見込みである。

- ・まず、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（2015年6月調査）』の雇用人員判断D I（「過剰」マイナス「不足」、全規模・全産業ベース）をみると、先行きのD Iが-18と今回6月調査比3ポイント「不足」超幅が拡大し、雇用の不足感がさらに強まる見通しである（図表2）。
- ・また、所得面でも、このように人手不足感が強まるなかで、賃金の上昇が続くと予想される。労働需給のタイト化を受けて、2014年後半から緩やかではあるが正規雇用が増加している。非正規雇用に比べて賃金水準の高い正規雇用が増えていくことで、先行き1人当たり賃金の回復テンポも徐々に強まると考えられる。
- ・加えて、2015年度の公的年金支給額が前年から0.9%増加することも消費の押し上げ要因となろう（注2、3）。
- ・なお、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（注4）。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が約0.3%押し上げられると試算している。

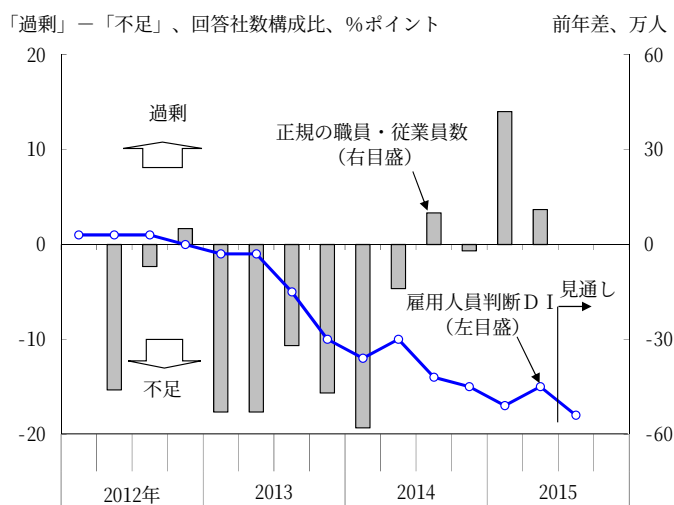
（注1）2015年7～9月期には雇用・所得情勢の改善以外にも、プレミアム付き商品券や猛暑などが個人消費の押し上げ要因として働こう。実際、7月の景気ウォッチャー調査（内閣府）の景気判断理由集をみると、プレミアム付き商品券の効果で販売が伸びているといった意見や、猛暑でエアコンなど夏物商品の販売が好調とのコメントがあり、一部ではあるものの、個人消費の持ち直しを示唆する動きが確認できる。

（注2）2015年度の1人当たりの公的年金支給額は、2014年暦年の物価上昇率（消費者物価（総合）：前年比+2.7%）やマクロ経済スライドによる調整などを反映して、概ね0.9%の引き上げとなった。

（注3）消費支出総額に占める60歳以上の高齢者世帯のウェイトをみると、2000年には3割程度であったものが、2014年には5割弱程度となっており、高齢者世帯の消費活動が個人消費全体に与える影響が大きくなっていることが確認できる。

（注4）当社見通しでは2017年4月に予定通り消費税率が10%に引き上げられることを前提としている。

図表2 人手不足感が強い状況が続く



（注）雇用人員判断D Iは全規模・全産業ベース。
（日銀『短観』、総務省「労働力調査」）

(企業部門：輸出は海外経の回復を受けて持ち直しへ)

- ・次に、企業部門の需要動向をみると、まず輸出は、中国経済の減速などを受けて秋口くらいまでは弱い動きが続くと予想される。しかし、その後の輸出は、中国経済の持ち直しや米国を中心とする先進国経済の緩やかな回復などに支えられて堅調に推移する見通しである。
- ・中国経済は固定資産投資の増勢鈍化などを受けて減速基調で推移している。このため、当面、わが国の中国向け輸出は弱い動きが続く見込みである。ただ実質経済成長率で7%前後の安定成長を目指す習近平体制は、足元で財政出動や追加金融緩和を矢継ぎ早に実施しており、こうした効果が顕在化する2015年度後半には景気が持ち直しに転じよう(図表3)。他方で、米国経済は、雇用・所得情勢の着実な改善などを背景に、予測期間中(2016年末まで)、個人消費主導で順調に拡大していく見通しである。また、ユーロ圏経済も、雇用情勢の改善や既往のユーロ安(対ドル)などに支えられて、緩やかな回復を続けよう^(注)。米国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。
- ・設備投資も、企業業績の改善や企業の設備不足感の強まりなどを映じて回復すると見込まれる。実際、日銀『短観(2015年6月調査)』の生産・営業用設備判断DI(「過剰」マイナス「不足」、全規模・全産業ベース)をみると、先行きのDIが-2と「不足」超に転じており、今後、企業の設備不足感が強まる見通しである。加えて、日本政策投資銀行が発表した「全国設備投資計画調査(2015年6月調査)」によれば、2015年度の設備投資計画(大企業、国内)は前年比+13.9%と、前年度実績(同+6.3%)を上回る高い伸びとなっており、企業が設備投資に対して前向きな姿勢を維持していることも確認できる(図表4)。

(注) ユーロ圏景気への悪影響が心配されたギリシャ情勢は、7月13日にギリシャが、ユーロ圏首脳会議で厳しい財政緊縮策を受け入れたことで、ひとまず落ち着きをみせている。7月のユーロ圏総合PMI(購買担当者景気指数)は53.9と前月(54.2)からやや低下したものの、好不調の分かれ目とされる50を大幅に上回っており、ユーロ圏諸国の景気への悪影響は軽微にとどまった模様である。

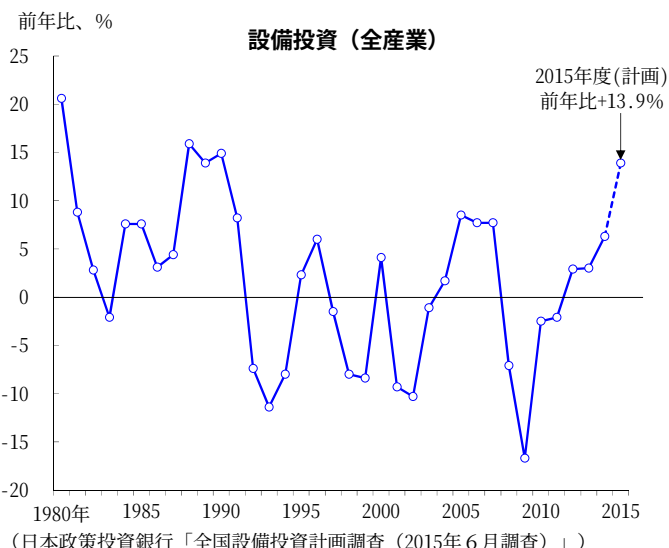
図表3 中国は矢継ぎ早に景気対策を実施

中国で2015年4～6月期に発表された主要な財政政策の概要

項目	概要
インフラ投資プロジェクトの認可加速	第2四半期の承認総額は7,780億元(なお、第1四半期が1,142億元)
高速ブロードバンドネット建設の加速など	5月20日発表、2015～17年の投資予定額は1.13兆元超
官民連携プロジェクトリスト	5月25日発表、投資予定額が約2兆元
都市部のバラックと都市・農村部の危険な家屋の修繕など	6月30日発表、2015～17年の修繕目標：都市部のバラックが1,800万個、農村部の危険な家屋が1,060万個

(各種資料より当社作成)

図表4 企業は設備投資に前向き



(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4～6月期の公共投資は、2014年度補正予算に盛り込まれた公共事業の執行で再び増加した。ただ、2014年度補正予算に含まれ

る公共事業関係費の規模は、これまでの補正予算に比べて小さくなっている^(注1)。このため、補正に含まれる公共事業の執行が一巡するとみられる2015年度後半には公共投資の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進むとみられるため、公共投資は年度ベースで2年連続の減少になると見込まれる^(注2)。

(注1) 補正予算に含まれる公共事業関係費は2012年度に約2.4兆円、2013年度に約1.0兆円、2014年度に約0.4兆円となっている。なお、2012～2014年度の補正予算は年度末に成立しているため、その効果が現れるのは翌年度となる。例えば、2014年度補正予算に含まれる公共事業関係費は、2015年度の公共投資に影響を与える。

(注2) 7月24日閣議了解された「平成28年度予算の概算要求に当たっての基本的な方針について」では、公共事業など裁量的経費を1割程度削減するとの方針が示されている。

3. 今後の成長率と消費者物価の見通し

(実質経済成長率は2015年度が+1.0%、2016年度が+1.6%と予測)

- ・わが国経済は2015年4～6月期にマイナス成長となったものの、7～9月期には持ち直しに転じ、その後は緩やかな回復を続ける見通しである。まず、家計部門では、雇用・所得情勢の改善に加え、公的年金給付額の増加などが支えとなり、個人消費が増加基調に復帰しよう。企業部門でも、先進国経済の回復や中国経済の持ち直しなどに支えられて、輸出が緩やかに増加する見込みである。また、設備投資も企業業績の改善などに支えられて回復すると予想される。ただ、公的部門では、年度後半から、2014年度補正予算に含まれる公共事業の執行が一巡するため、公共投資の減少が続くと見込まれる。以上を踏まえて、2015年度の実質GDP成長率を+1.0%と予測した。
- ・続く2016年度も景気は緩やかに拡大しよう。家計部門では、引き続き雇用・所得情勢の改善などに支えられて、個人消費が底堅く推移しよう。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、成長率が一時的に高まる見込みである。また、企業部門でも、先進国を中心とした海外経済の緩やかな回復に支えられて輸出が増加すると予想される。こうしたなかで、生産活動も改善を続け、投資ニーズも高まるため、企業の設備投資も堅調に推移しよう。もっとも、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、公共投資は年度ベースでみれば成長率を押し下げる要因として働くと見込まれる。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。

(中国経済の大幅な減速などがリスク要因)

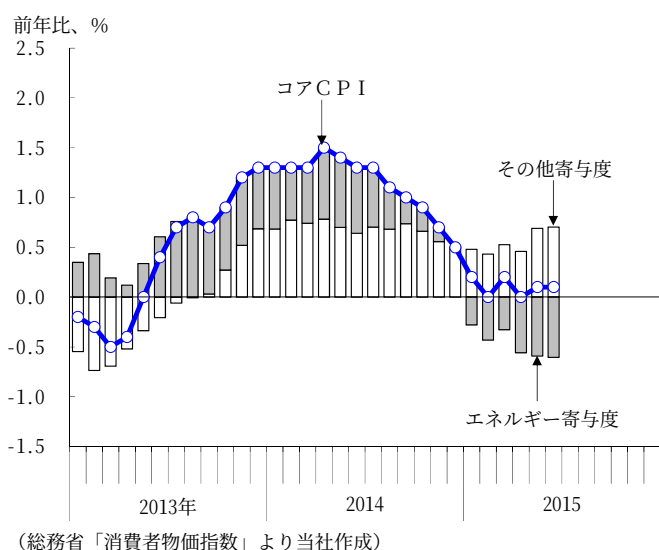
- ・なお、景気のリスク要因としては、第1に中国経済の大幅な減速があげられる。株価の一段の下落や不動産市場の再調整などにより、中国景気が大幅な減速となれば、わが国の輸出が2015年度後半から持ち直すという今回の予測シナリオも修正を迫られる。輸出の減少が続く場合、強めの計画となっている企業の設備投資も2016年度以降に先送りされる恐れがあり、2015年度の成長率には強い下押し圧力がかかろう。
- ・第2に新興国経済の急減速である。F R B (米連邦準備理事会) の利上げをきっかけに投資マネーが新興国から米国へ流失した場合、通貨安や株安などを通じて新興国経済が混乱する恐れがある。また、新興国通貨が不安定な展開となれば、投資家のリスク回避姿勢が鮮明となり、相対的に安全通貨とされる日本円に投資マネーが流入し、円高を引き起こす可能性がある点にも注意が必要であろう。

(コアCPI上昇率は2015年度後半から緩やかにプラス幅を拡大)

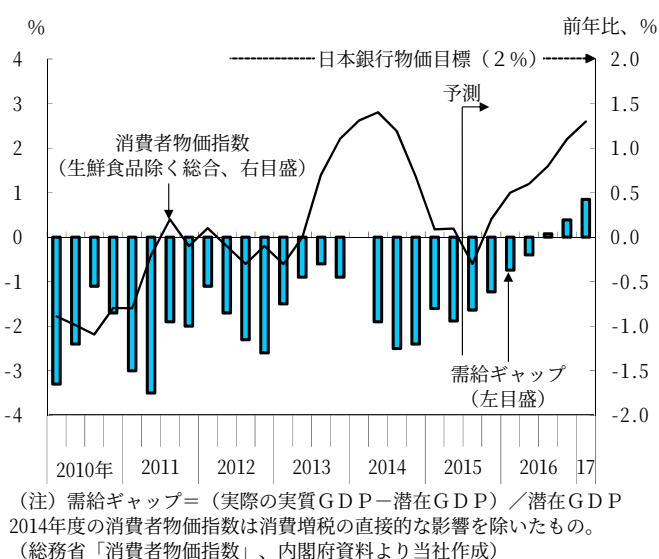
- ・2015年6月の消費者物価指数（生鮮食品除く総合、以下コアCPI）は前年比+0.1%とゼロ近傍での推移となっている（図表5）。昨年末からの原油価格低下の影響で2015年入り後からガソリン代などを含むエネルギー価格のマイナス寄与が拡大している。7月は、エネルギー価格の下押しがさらに強まるとみられるため、コアCPIの前年比上昇率はマイナスに転じよう。エネルギー価格のマイナス寄与は、今夏に最大で1%ポイント程度になると予想される。
- ・こうした状況などを踏まえ、今後の動向を展望すると、秋口以降、エネルギー価格の下落による物価の下押しが徐々に剥落していくため、2015年度後半には、コアCPI上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、①需給ギャップ^(注)が縮小し、②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する見込みである（図表6）。
- ・以上の要因などを勘案して、コアCPIの前年比上昇率を2015年度が+0.1%、2016年度が+0.9%と予測した。ただ、2015年4～6月期に景気回復の動きがもたつたことなどから、①の需給ギャップの縮小ペースはこれまでの想定に比べて鈍いものになると考えられる。このため、今回予測では、2015年度、2016年度ともにコアCPI上昇率の見通しを前回6月予測（2015年度：+0.2%、2016年度：+1.1%）から下方修正している。
- ・当社の予測では、2015年度後半からコアCPI上昇率が徐々に高まると見込んでいるものの、日銀が物価安定の目標として掲げる2%程度の上昇率に2016年度前半に達することは難しいとみている。このため、2016年度前半までに日銀が何らかの政策対応（追加の金融緩和など）を実施せざるを得ない状況に追い込まれてしまう可能性が高いとみられる。

（注）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5 徐々に強まるエネルギー価格の下押し



図表6 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



図表7 2015年度・2016年度のわが国経済の見通し（2015年8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	2015年度		2016年度 見通し	2016年度	
			上 期	下 期		上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	109.9	124.4	122.7	126.0	128.3	127.5	129.0
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	138.7	136.3	135.1	137.5	140.3	139.0	141.5
米国実質GDP(暦年)	2.4	2.3	[1.4]	[2.7]	2.8	[2.8]	[2.9]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	0.9	1.3	[1.5]	[1.6]	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	2015年度		2016年度 見通し	2016年度	
			上 期	下 期		上 期	下 期
実 質 G D P	▲ 0.9	1.0	[0.2]	[0.7]	1.6	[0.7]	[1.1]
個人消費	▲ 3.1	0.6	[▲ 0.3]	[1.1]	1.7	[0.6]	[1.2]
住宅投資	▲ 11.7	2.7	[3.7]	[0.8]	3.5	[2.4]	[1.5]
設備投資	0.5	4.2	[1.7]	[3.3]	4.7	[2.0]	[2.1]
政府消費	0.4	0.9	[0.6]	[0.1]	0.7	[0.4]	[0.5]
公共投資	2.0	▲ 5.1	[2.0]	[▲ 11.8]	▲ 4.3	[▲ 0.5]	[2.0]
輸 出	7.9	0.4	[▲ 3.3]	[3.2]	4.9	[1.7]	[2.9]
輸 入	3.6	0.1	[▲ 1.8]	[1.9]	5.6	[2.5]	[3.5]
寄 与 度							
国内需要	▲ 1.5	0.9	[0.5]	[0.4]	1.6	[0.8]	[1.1]
民間需要	▲ 1.7	1.0	[0.3]	[0.9]	1.6	[0.7]	[0.9]
公的需要	0.2	▲ 0.1	[0.2]	[▲ 0.5]	0.0	[0.1]	[0.2]
海外需要	0.6	0.1	[▲ 0.3]	[0.3]	0.0	[▲ 0.1]	[0.0]
名 目 G D P	1.6	2.3	[1.3]	[0.6]	1.9	[0.9]	[1.3]
新設住宅着工戸数(万戸)	88.0	92.6	47.1	45.5	93.9	47.9	46.0
(前年比増減率、%)	▲ 10.8	5.2	6.8	3.5	1.4	1.7	1.1
鉱工業生産	▲ 0.4	1.1	[▲ 0.2]	[2.0]	3.9	[1.8]	[2.2]
国内企業物価	2.8	▲ 1.6	▲ 2.6	▲ 0.5	1.1	1.3	1.0
消費者物価	2.8	0.1	▲ 0.1	0.3	0.9	0.7	1.2
完全失業率(%)	3.5	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.2

(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。