

浜銀総研 News Release



2015年11月16日

2015年度・2016年度の景気予測（2015年11月改訂） －日本経済は15年度後半に踊り場の状況を脱し、その後緩やかな回復基調で推移－

要 旨

- 2015年7～9月期の実質GDP（国内総生産）は前期比-0.2%と2四半期連続でのマイナス成長となった。雇用・所得情勢の改善などを受けて、個人消費（同+0.5%）が2四半期ぶりの増加に転じたほか、住宅投資（同+1.9%）も3四半期連続で増加した。その一方で、景気の先行き不透明感が強まったことなどを受けて設備投資（同-1.3%）が2四半期連続で減少したほか、企業が過剰な在庫の圧縮を図ったことなどから、在庫投資も成長率の押し下げ要因となった。他方、輸出（同+2.6%）の増加額が、輸入（同+1.7%）の増加額を上回ったため、純輸出（輸出－輸入）は3四半期ぶりにプラス寄与となった。
- 今後のわが国経済を展望すると、景気は2015年度後半に踊り場の状況を脱するものの、その後の回復テンポは緩やかなものにとどまると予想される。これは、①中国を中心とする新興国経済の減速を受けて輸出が浮揚感を欠く展開になる、②企業の在庫調整に伴う生産の抑制が続く、とみられるためである。ただ米国や欧州など先進国経済が緩やかに回復するため、輸出が急減するという事態は避けられよう。また企業収益が堅調に推移していることなどから、設備投資も更新投資を中心に緩やかな増加に転じると予想される。さらに雇用・所得情勢の改善などに支えられて、個人消費も底堅く推移する見込みである。以上の要因などを踏まえ、2015年度の実質GDP成長率を+0.6%と予測した。
- 2016年度も景気は緩やかな回復を続ける見込みである。すなわち、企業部門では、米国を中心とした海外経済の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を続けると見込まれるため、設備投資も増加基調で推移しよう。また家計部門でも、雇用・所得情勢の改善継続により個人消費が緩やかに増加する見込みである。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。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と見込まれる。以上を踏まえて、2016年度の実質GDP成長率を+1.4%と予測した。

予測の要約表

	(前年比、%)			(参考) 前回9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	0.6	1.4	1.0	1.6
民間需要寄与度	▲ 1.7	0.4	1.5	1.0	1.6
公的需要寄与度	0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0
海外需要寄与度	0.6	0.0	0.0	0.1	0.0
名目GDP	1.6	1.9	1.6	2.3	1.9

【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（11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、2015年7～9月期の実質GDP（季調値）は前期比-0.2%と2四半期連続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、雇用・所得情勢の改善などに支えられて個人消費（前期比+0.5%）が増加に転じた。また、住宅投資も同+1.9%と3四半期連続で増加した。その一方で、企業部門では、景気の先行き不透明感が強まったことなどから、設備投資が同-1.3%と2四半期連続で減少した。民間在庫投資も、企業が過剰な在庫の圧縮を図ったことなどから、成長率の押し下げ要因となった（GDP成長率に対する寄与度は-0.5%ポイント）。加えて、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一巡を受けて、同-0.3%と再び減少した。
- ・次に、外需をみると、輸出が前期比+2.6%と増加に転じた。ただ、前期に同-4.3%と落ち込んだ割に戻りは鈍い。中国経済減速などの影響でアジア向け輸出が弱い動きとなったことが一因とみられる。一方、輸入も同+1.7%と増加に転じた。輸出の増加額が輸入の増加額を上回ったため、純輸出（輸出－輸入）は3四半期ぶりにプラス寄与となった。

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、%）

	2014年			2015年		
	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期
実質GDP	-2.0	-0.3	0.3	1.1	-0.2	-0.2
個人消費	-5.0	0.2	0.4	0.4	-0.6	0.5
住宅投資	-10.5	-6.8	-0.7	2.0	2.4	1.9
設備投資	-4.4	0.3	0.0	2.4	-1.2	-1.3
公共投資	0.4	1.7	0.2	-1.3	2.1	-0.3
輸 出	0.4	1.6	2.9	1.9	-4.3	2.6
輸 入	-4.2	1.1	0.9	1.9	-2.8	1.7

内需寄与度	-2.9	-0.3	-0.0	1.2	0.0	-0.3
民間需要	-2.9	-0.5	-0.1	1.2	-0.2	-0.3
うち在庫	1.2	-0.5	-0.3	0.5	0.3	-0.5
公的需要	0.0	0.2	0.0	-0.0	0.2	0.0
外需寄与度	0.9	0.1	0.3	-0.0	-0.2	0.1

名目GDP	0.1	-0.5	0.7	2.2	0.2	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。）

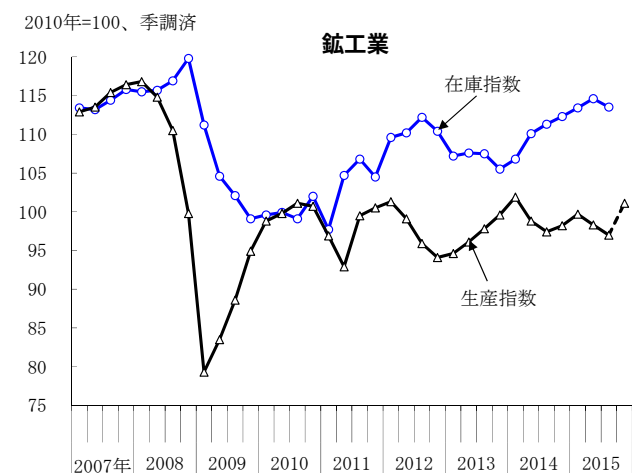
（内閣府「四半期別GDP速報」）

2. 各需要項目の今後の見通し

(企業部門：米国など先進国経済の回復に支えられて輸出は緩やかに増加)

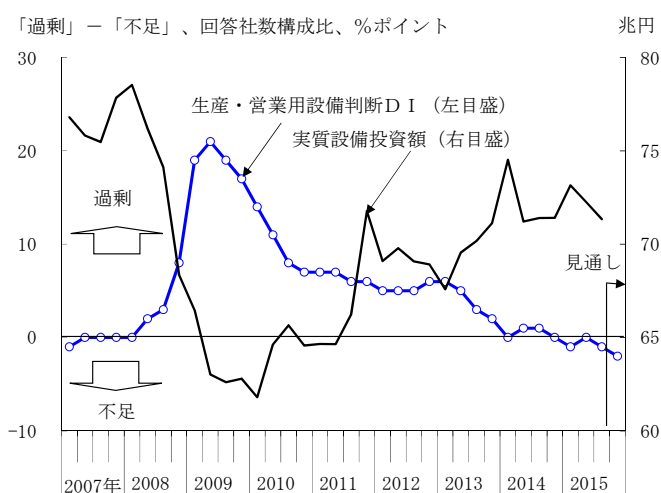
- まず、この先のわが国の景気を考える上で鍵となる輸出の動向について述べる。輸出は、中国を中心とする新興国経済の減速を受けて当面、浮揚感を欠く展開が続こう。しかし、米国や欧州など先進国経済が緩やかな回復基調で推移するため、輸出が大崩れとなる可能性は低いと考えられる。
- 中国経済は固定資産投資の増勢鈍化などを受けて減速基調で推移している。習近平体制は、これまで財政出動や追加金融緩和を矢継ぎ早に実施したが、その効果が明確に現れているとは言い難い。そもそも習近平体制は、中国経済が高成長を望めない発展段階、いわゆる「新常态（ニューノーマル）」に突入したことを認めており、安定成長と経済構造改革の両立を目指すとしている。こうした点を踏まえれば、今後も中国の経済成長率は緩やかに減速していくと予想される。このため、わが国の中国向け輸出も弱めの動きが続くことになろう。
- 一方で、ユーロ圏では、雇用情勢の改善などに支えられて個人消費が回復基調で推移するほか、既往のユーロ安（対ドル）を受けて輸出も底堅く推移するとみられるため、緩やかな景気回復が持続しよう。また米国経済も、雇用・所得情勢の改善などを背景に、予測期間中（2016年末まで）、個人消費主導で緩やかに拡大していく見通しである。米国経済を中心とする海外経済の回復が、わが国の輸出を下支えする展開が続くと予想される。
- また、こうした輸出の動きなどを受けて生産活動の改善テンポも先行き緩やかなものにとどまろう。特に2015年度中は、在庫調整の一段の進展も重しとなるため、生産活動が急回復するシナリオは描きづらい。実際、2015年7～9月期の鉱工業在庫指数は前期比-1.0%と7四半期ぶりに低下したものの、依然として高水準となっている（図表2）。もっとも2016年度入り後は、輸出の緩やかな増加を背景に企業の生産も徐々に改善しよう。加えて、2016年度後半にかけては、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、一時的に企業の生産活動も上向きの動きが鮮明となろう^(注)。
- 他方、設備投資は、好調な企業業績や設備不足感の強まりなどを受けて予測期間

図表2 鉱工業在庫指数は依然高水準



(注) 生産指数の2015年10～12月期の値は、製造工業生産予測指数の伸び率を適用して計算した（2015年12月は前月比横ばいと仮定）。
(経済産業省「生産・出荷・在庫指数」より当社作成)

図表3 企業の設備不足感が一段と強まる



(注) 全規模・全産業ベース。
(日本銀行『短観』、内閣府「四半期別GDP速報」)

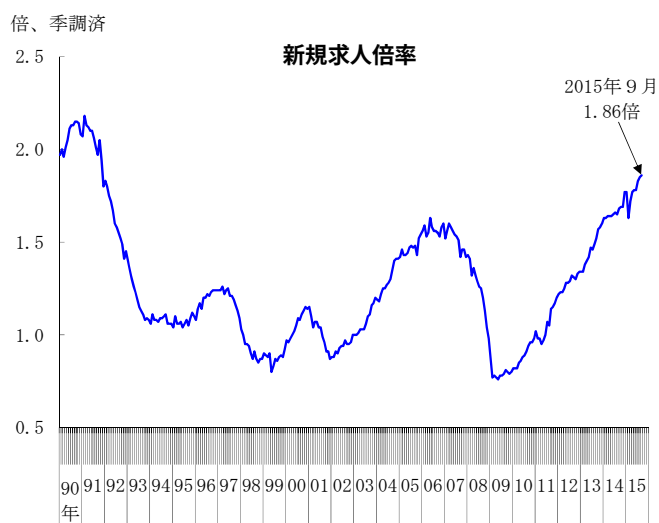
中、緩やかに増加すると見込まれる。日銀『短観（2015年9月調査）』をみると、2015年度の経常利益（計画、全規模・全産業）は、前年比+3.3%と前回6月調査から3.7%上方修正された。原油安で仕入れコストが低下したことなどが利益の押し上げ要因となっている。さらに日銀『短観（2015年9月調査）』の生産・営業用設備判断D I（「過剰」マイナス「不足」、全規模・全産業）をみると、先行きのD Iが-2と「不足」超幅が拡大している（図表3）。企業の設備不足感が一段と強まるなか、老朽化設備の更新投資を中心に設備投資が緩やかに増加すると見込まれる。

（注）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。

（家計部門：雇用・所得情勢の緩やかな改善を支えに個人消費は底堅く推移）

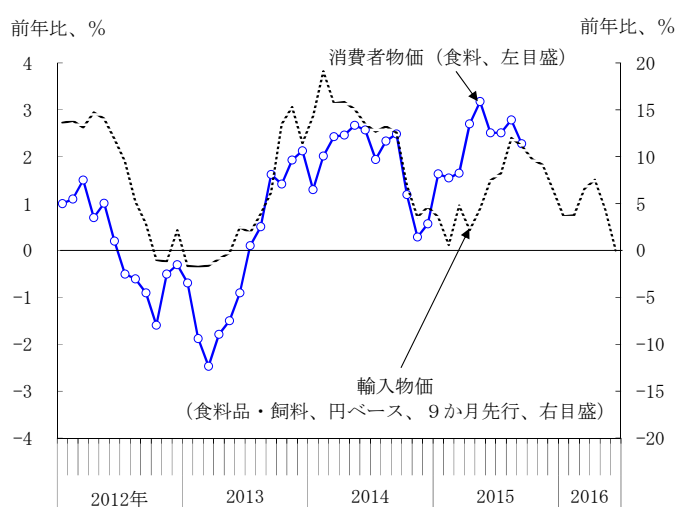
- ・まず、個人消費の動向を左右する雇用・所得情勢の動きについて述べる。
- ・2015年7～9月期の雇用者報酬（名目ベース）は前年比+1.7%と前期（同+0.8%）から増勢が強まり、雇用・所得情勢が着実に改善していることを示した。
- ・雇用動向の先行指標である新規求人倍率をみると、直近の2015年9月は1.86倍と1991年11月以来の高水準となっている（図表4）。人手不足感の強まりを受けて企業の求人意欲は依然強い状態にある。今後もこうした点が支えとなり、雇用者数は増加基調で推移する可能性が高いと考えられる。
- ・一方、消費動向に大きな影響を及ぼす基本給（所定内給与）の動きをみると、2015年9月には前年比+0.4%と緩やかながらも7か月連続の上昇となっている。依然として中小企業を中心に固定費の増加となる基本給の引き上げに慎重な企業が多いことから、今後も賃金の大幅な上昇は期待しにくいものの、大企業主導で上昇基調を維持する可能性が高いとみられる。
- ・こうした雇用・所得情勢の緩やかな改善に支えられて、個人消費は底堅い推移を続ける見込みである。また、足元で消費者心理を冷やしている食料品価格の上昇も徐々に増勢が弱まっていく見通しである。実際、消費者物価（食料）の伸び率に先行して動く輸入物価（食料品・飼料、円ベース）をみると、円安（対ドル）の進行が一服したことなどをを受けて、徐々に増勢が弱まり、足元では前年比横ば

図表4 新規求人倍率は91年以来の高水準



（厚生労働省「一般職業紹介状況」）

図表5 食料品価格の増勢は徐々に鈍化



（注）消費者物価（食料）は消費増税の直接的な影響を除いたもの。
（日本銀行「企業物価指数」、総務省「消費者物価」より当社作成）

いとなっている（図表５）^{（注１）}。先行き食料品価格の増勢鈍化が消費者心理の回復に寄与しよう。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％）を前に駆け込み需要が発生すると考えられるため、個人消費の増勢が一時的に強まると見込まれる^{（注２）}。

（注１）消費者物価（食料）前年比と輸入物価（食料品・飼料、円ベース）前年比の時差相関（輸入物価（食料品・飼料、円ベース）前年比が先行）を計算すると９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、ある月の輸入物価（食料品・飼料、円ベース）の変動が、概ね９か月後に消費者物価（食料）の変動に本格的に寄与することがわかる。

（注２）当社では、駆け込み需要の発生により、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1.5兆円押し上げられ、これにより2016年度の実質GDPが約0.4％押し上げられると試算している。

（公的部門：公共投資は２年連続の減少へ）

- ・最後に、公的部門の需要動向をみると、前述のとおり2015年７～９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が概ね一巡したこと、減少に転じた。2015年度後半も補正予算執行一巡の影響を受けて、公共投資の減少が続こう。
- ・2016年度については、2015年度補正予算に盛り込まれるとみられる公共事業の執行により年度半ばの公共投資が下支えされよう^{（注）}。もっとも、財政健全化に向けて歳出の抑制が進むとみられるため、年度ベースでみれば、公共投資は２年連続での減少になると予想される。

（注）景気回復のもたつきを受けて政府が2015年度補正予算の検討に入ったとの報道が相次いでいる。報道によれば、補正予算の規模は３兆円超となり、TPP（環太平洋経済連携協定）に備えた国内農家への支援策や、災害復旧を含む公共事業などが経済対策に盛り込まれる模様である。なお、財源については2014年度予算の剰余金や2015年度の税収の上振れ分が活用され、新規国債は発行されない見込みである。当社では、2015年度補正予算に盛り込まれる公共事業が１兆円程度と仮定して予測を行った。

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+0.6％、2016年度が+1.4％と予測）

- ・以上を踏まえ、今後のわが国経済を展望すると、景気は2015年度後半に踊り場的な状況を脱するものの、その後の回復テンポは緩やかなものにとどまる見込みである。これは、①中国を中心とする新興国経済の減速を受けて輸出が浮揚感を欠く展開になる、②企業の在庫調整に伴う生産の抑制が続く、とみられるためである。ただ、米国など先進国経済が緩やかに回復するため、輸出が大崩れとなる事態は避けられよう。また、企業収益が堅調に推移していることなどから、老朽化設備の更新投資を中心に設備投資も緩やかな増加に転じると予想される。さらに、雇用・所得情勢の改善などに支えられて、個人消費も底堅く推移するとみられる。こうした諸要因を勘案して、2015年度の実質GDP成長率を+0.6％と予測した。
- ・続く2016年度も景気は緩やかな回復を続ける見通しである。家計部門では、引き続き雇用・所得情勢の改善継続などを受けて、個人消費が緩やかに増加しよう。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、米国や欧州といった先進国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き、投資意欲も高まるため、設備投資も増加基調で推移すると見込まれる。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考えられる。以上の要因などを踏まえ、2016年度の実質GDP成長率を+1.4％

と予測した。

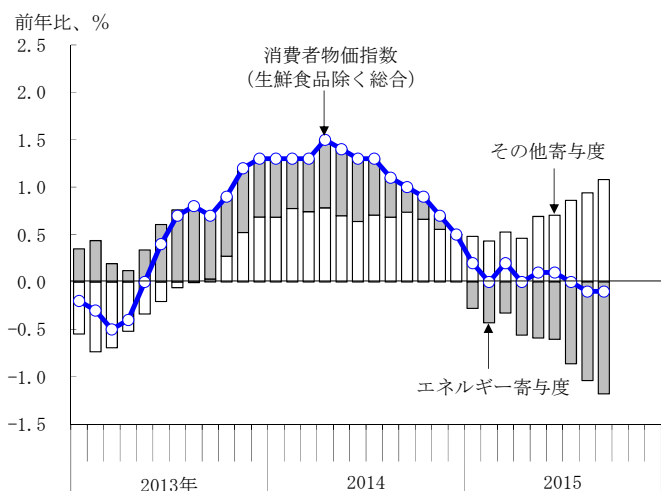
(新興経済の減速がリスク要因)

- ・なお、景気のリスク要因としては、新興国経済の減速があげられる。米国では、2015年10月の雇用統計の内容が良好だったことを受けて、F R B（米連邦準備理事会）が12月にも利上げに踏み切るとの観測が高まっている。仮にF R Bの利上げをきっかけに投資マネーが新興国から米国へ還流した場合、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。特に大幅な経常赤字国や、外貨準備が不足しているとみられる国には注意が必要であろう。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、円高を引き起こす恐れもある。

(コアC P I上昇率は2016年前半から緩やかにプラス幅を拡大)

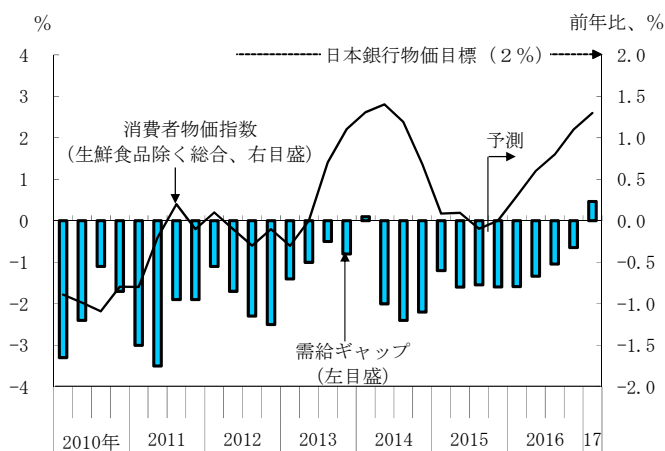
- ・2015年9月の消費者物価指数（生鮮食品除く総合、以下コアC P I）は前年比-0.1%と2か月連続でのマイナス圏となった（図表6）。引き続きガソリン代や電気代を含むエネルギー価格のマイナス寄与が拡大している。
- ・こうしたなかで、コアC P Iの先行きを展望すると、昨年末から年明けにかけての原油価格急落の影響が徐々に剥落するため、今後はエネルギー価格の下押しが弱まると考えられる。また、景気の緩やかな回復が続くなかで、需給ギャップ（注）も徐々に縮小すると予想される（図表7）。ただ、円安による消費者物価押し上げ効果が次第に弱まっていくと見込まれるため、予測期間におけるコアC P Iの前年比伸び率の拡大ペースは緩慢なものにとどまろう。以上の要因などを勘案して、コアC P Iの前年比を2015年度が+0.1%、2016年度が+0.9%と予測した。
- ・なお、日銀は10月30日の金融政策決定会合で「量的・質的金融緩和」の現状維持を決めた。ただ、同日に公表した「経済・物価情勢の展望」では2015年度と2016年度の消費者物価の見通しを7月時点と比べて下方修正し、また日銀が目標に掲げる消費者物価上昇率の2%達成時期の予想を、従来の「2016年度前半ごろ」から

図表6 徐々に強まるエネルギー価格の下押し



(注) 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」より当社作成)

図表7 予測期間中の消費者物価の前年比伸び率の拡大ペースは緩やか



(注) 需給ギャップ = (実際の実質GDP - 潜在GDP) / 潜在GDP。
2015年7～9月期以降の需給ギャップは当社の予測値である。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)

「2016年度後半ごろ」に先送りした。

- ・当社の予測では、2016年前半からコアCPIの前年比伸び率が徐々に拡大すると見込んでいるものの、2%の物価目標を2016年度後半に達することは難しいとみている。このため、日銀はいずれ何らかの政策対応（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 8 2015年度・2016年度のわが国経済の見通し（2015年11月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

	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	122.2	121.8	122.6	125.4	124.8	126.0
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	138.7	133.9	135.1	132.8	134.6	133.8	135.5
米国実質GDP(暦年)	2.4	2.4	[1.8]	[2.3]	2.6	[2.6]	[2.9]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	0.9	1.5	[1.8]	[1.4]	1.7	[1.6]	[1.9]
中国実質GDP(暦年)	7.3	6.9	7.0	6.9	6.6	6.6	6.6

（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	▲ 0.9	0.6	[0.3]	[0.0]	1.4	[0.6]	[1.3]
個人消費	▲ 3.1	0.7	[▲ 0.1]	[0.9]	1.6	[0.5]	[1.3]
住宅投資	▲ 11.6	3.3	[4.4]	[1.0]	3.2	[1.5]	[2.1]
設備投資	0.5	0.2	[▲ 0.7]	[0.9]	3.0	[1.1]	[2.1]
政府消費	0.4	1.4	[0.9]	[0.4]	0.7	[0.4]	[0.3]
公共投資	2.0	▲ 2.7	[1.2]	[▲ 6.7]	▲ 6.6	[▲ 4.2]	[0.6]
輸 出	7.9	1.9	[▲ 2.1]	[3.9]	5.0	[2.2]	[1.1]
輸 入	3.6	1.8	[▲ 1.1]	[3.9]	5.5	[1.7]	[2.9]
寄 与 度							
国内需要	▲ 1.5	0.6	[0.5]	[▲ 0.1]	1.3	[0.5]	[1.6]
民間需要	▲ 1.7	0.4	[0.3]	[0.2]	1.5	[0.6]	[1.5]
公的需要	0.2	0.1	[0.2]	[▲ 0.2]	▲ 0.1	[▲ 0.1]	[0.1]
海外需要	0.6	0.0	[▲ 0.2]	[0.1]	0.0	[0.1]	[▲ 0.3]
名 目 G D P	1.6	1.9	[1.2]	[▲ 0.1]	1.6	[0.9]	[1.3]
新設住宅着工戸数(万戸)	88.0	92.6	47.2	45.5	93.9	48.0	46.0
(前年比増減率、%)	▲ 10.8	5.2	6.9	3.5	1.4	1.7	1.1
鉱工業生産	▲ 0.4	0.1	[▲ 1.3]	[2.0]	3.3	[1.3]	[2.1]
国内企業物価	2.8	▲ 1.8	▲ 2.9	▲ 0.8	1.0	1.0	1.1
消費者物価	2.8	0.1	0.0	0.1	0.9	0.7	1.2
完全失業率(%)	3.5	3.3	3.4	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。