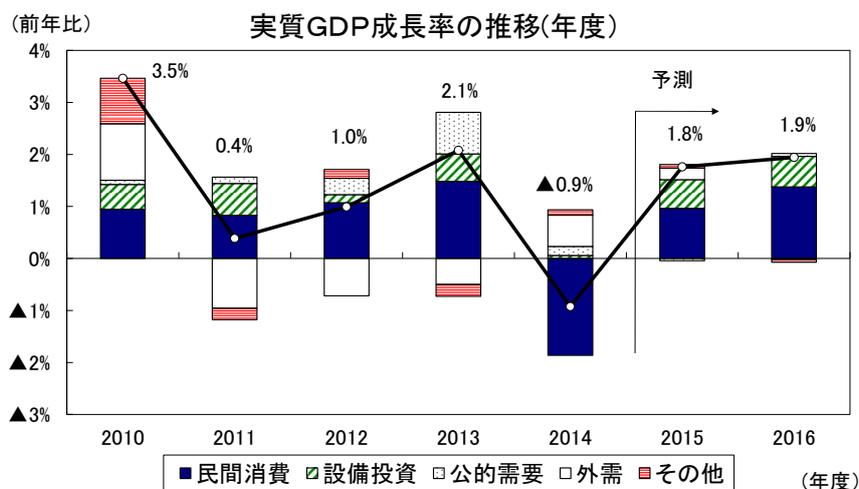


Weekly  
エコノミスト・  
レター2015・2016 年度経済見通し  
～15年1-3月期GDP2次速報後改定

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎  
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

### <実質成長率:2015年度1.8%、2016年度1.9%を予想>

1. 2015年1-3月期の実質GDP（2次速報値）は設備投資の上方修正を主因として1次速報の前期比0.6%（年率2.4%）から前期比1.0%（年率3.9%）へと上方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、5月に発表した経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2015年度が1.8%、2016年度が1.9%と予想する。円安の進行を受けて、2015年度の見通しを0.1%上方修正した。
3. 2015年度入り後の景気は生産、消費を中心に弱含んでいるが、原油安の恩恵を受けた国内景気の回復基調は継続する可能性が高い。2015年度、2016年度ともに個人消費、設備投資などの国内民間需要を中心に2%近い高成長になると予想する。
4. 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）はいったんマイナスとなるが、原油価格下落の影響が弱まる2015年末までには再びプラスとなる。その後は円安による押し上げも加わることから2016年度末には1%台半ばまで伸びが高まるだろう。年度ベースでは2015年度が0.3%、2016年度が1.4%と予想する。



# 1. 2015年1-3月期は前期比年率3.9%へ上方修正

6/8に内閣府が公表した2015年1-3月期の実質GDP(2次速報値)は前期比1.0%(年率3.9%)となり、1次速報の前期比0.6%(年率2.4%)から大幅に上方修正された。

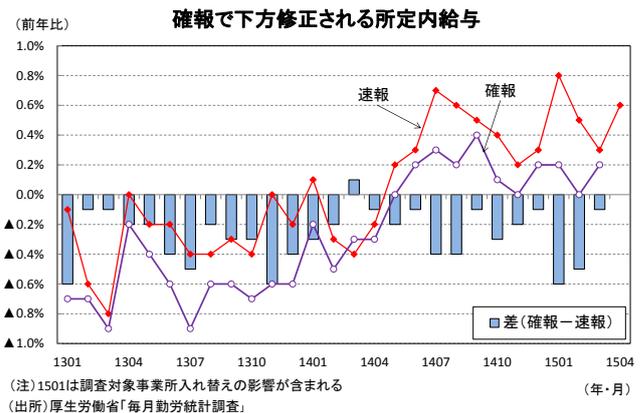
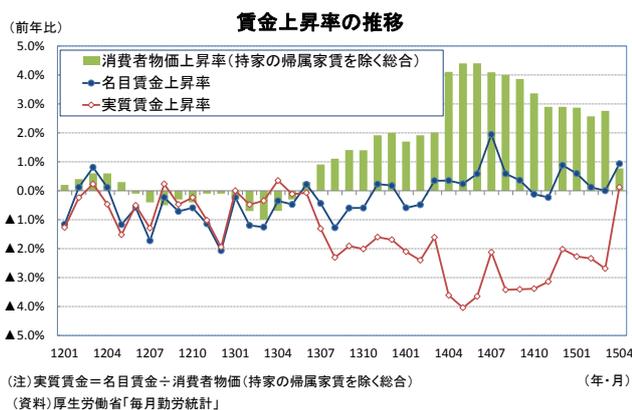
成長率が上方修正された主因は、1-3月期の法人企業統計の結果が反映されたことにより、設備投資が1次速報の前期比0.4%から同2.7%へと大幅に上方修正されたことである。設備投資の上方修正だけで成長率(前期比年率)は1次速報から1.3ポイント上振れた。設備投資は企業収益が好調を維持する中で低調な動きが続いてきたが、年度末にかけて出遅れ分を一気に取り戻す形となった。なお、設備投資は1次速報時点では2014年4-6月期から10-12月期まで3四半期連続の減少となっていたが、2015年1-3月期の2次速報と同時に過去に遡って改定され、減少は2014年4-6月期のみで7-9月期から増加が続いているという姿に改められた。

また、民間在庫は事前予想では下方修正との見方が大勢だったが、1次速報で仮置きされていた原材料在庫が上方修正されたことなどから、1次速報の前期比・寄与度0.5%から同0.6%へと上方修正された。

この結果、2014年度の実質GDP成長率は▲0.9%(1次速報時点では▲1.0%)、名目GDP成長率は1.6%(1次速報時点では1.4%)となった。

(4月の実質賃金は2年ぶりの増加も、確報で下方修正の可能性)

6/2に厚生労働省から公表された毎月勤労統計(速報値)によると、2015年4月の実質賃金は前年比0.1%(3月:同▲2.7%)と2年ぶりの増加となった。基本給に当たる所定内給与が3月の前年比0.2%から同0.6%へと伸びを高め、現金給与総額が前年比0.9%(3月:同0.0%)の増加となったことに加え、これまで実質賃金を大きく押し下げてきた消費者物価上昇率(持家の帰属家賃を除く総合)が消費税率引き上げの影響がほぼ一巡したことにより、3月の前年比2.8%から同0.8%へと大きく低下したためである。



実質賃金の増加は低迷が続いてきた個人消費の追い風となるが、毎月勤労統計の賃金上昇率は速報値から確報値に改訂される際に下方修正される傾向があることには注意が必要だ。確報では調査票の提出が遅れた事業所の分が反映されるが、これにより賃金水準の低いパートタイム労働者の比率が高まるのが下方修正につながっている。特に所定内給与についてはほぼ一貫して下方修正が

続いており、6/18公表予定の確報では所定内給与の伸びが下方修正されることにより実質賃金の伸びがマイナスになる可能性があるだろう。

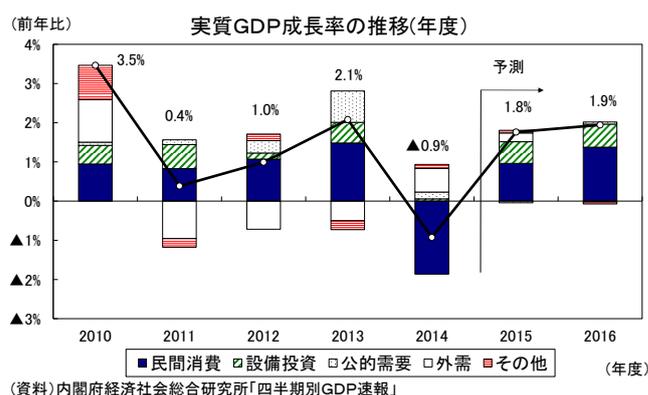
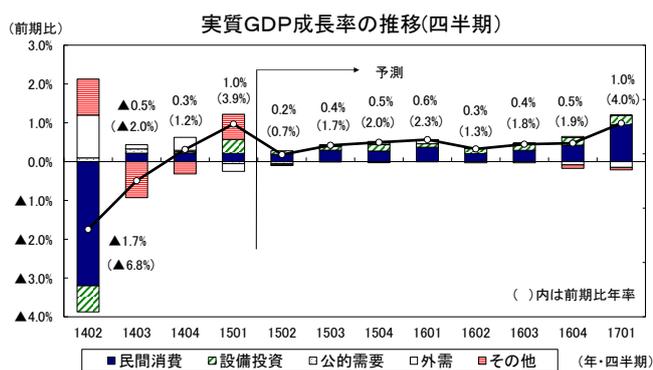
今春闘の結果が5月以降の賃金に反映される企業も多いこと、企業業績の堅調を反映し夏のボーナスは前年比で増加する可能性が高いことから、名目賃金は夏場にかけて伸びを高めることが予想される。ただし、ここにきて再び急速な円安が進行しているため、食料品を中心とした価格転嫁の動きが加速する可能性もある。原油価格下落の影響が一巡する2015年度後半以降は消費者物価の上昇ペースが加速することにより、実質賃金の伸びが大きく下押しされるリスクがある。

## 2. 実質成長率は2015年度1.8%、2016年度1.9%

(2015年度の成長率見通しを上方修正)

2015年1-3月期のGDP2次速報を受けて、5/21に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2015年度が1.8%、2016年度が1.9%と予想する(5/21時点ではそれぞれ1.7%、1.9%)。輸出、設備投資の上方修正などから、2015年度の成長率見通しを0.1%上方修正した。

米国のCPIが上振れしたこと、イエレンFRB議長が年内利上げを示唆する発言を行ったこと、米国の5月の雇用統計が事前予想を上回ったことなどから、5月下旬以降、急速な円安が進行した。今回の見通しでは、ドル円レートの想定を2015、2016年度ともに円安方向に修正した(2015年度平均:122円→125円、2016年度平均:125円→129円)。円安は価格競争力の向上から輸出を押し上げるとともに、企業収益の改善を通じて設備投資の増加をもたらす。ただし、海外生産シフトの進展や輸出競争力の低下などから円安による輸出の押し上げ効果はかつてに比べて小さくなっている。海外経済の回復が緩やかにとどまることもあり、輸出が景気の牽引役となることは期待できないだろう。



(足もとの景気はやや弱めの動き)

2015年度の成長率見通しは上方修正したが、2015年1-3月期のGDP1次速報後に公表された4月の経済指標は鉱工業生産、消費関連統計を中心に弱めのものが目立っている。4月の鉱工業生産は前月比1.0%と3ヵ月ぶりの増加となったが、5月、6月の生産計画が弱かったため、4-6月期は3四半期ぶりの減産となる可能性が高まっている。また、4月の家計調査では、前年同月が駆け込

み需要の反動で大きく落ち込んでいたため高めの伸びになりやすかったにもかかわらず、実質消費支出が前年比▲1.3%と13ヵ月連続のマイナスとなった。

さらに、2015年1-3月期のGDP2次速報と同時に公表された4-6月期の民間在庫の仮置値は、仕掛品在庫（前期差▲0.3兆円）、原材料在庫（前期差▲0.5兆円）がともに前期差マイナスとなっており、少なくとも1次速報段階では民間在庫が成長率の押し下げ要因となる公算が大きい。2015年4-6月期の成長率予測は1次速報後の前期比年率1.5%から同0.7%へと下方修正した。

原油価格はすでに底打ちしているが、2014年秋から2015年初にかけての大幅下落によるプラス効果は2015年度入り後もしばらく継続する。足もとの個人消費はもたつきが目立っているが、前年度を上回るベースアップを反映した賃金上昇率の高まりに物価上昇率低下による実質所得の押し上げ効果が加わることにより、回復基調が徐々に明確となるだろう。ガソリン価格下落や株高を受けてここにきて消費者マインドが改善していることも個人消費を下支えする可能性が高い。また、2014年度末にかけてようやく持ち直しが明確となった設備投資は、原油安を受けた企業収益のさらなる改善を背景に回復基調を続ける可能性が高い。

一方、大幅な円安にもかかわらず輸出の伸びは限定的にとどまり、2015年1-3月期に4四半期ぶりの減少となった公的固定資本形成は先行きも減少する公算が大きく、外需、公需による景気の押し上げは期待できない。2015年度、2016年度ともに国内民間需要中心の成長が続くと予想する。今回の予測期間は2016年度までだが、2017年4月に消費税率の引き上げ（8%→10%）を想定しているため、2016年度末にかけては2013年度と同様に駆け込み需要が発生し、成長率が大きく押し上げられるだろう。

#### （経常収支の見通し）

東日本大震災以来、赤字が続いていた国際収支ベースの貿易収支（季節調整済・年率換算値）は、原油価格急落に伴う輸入金額の落ち込みを主因として2015年1-3月期には0.3兆円と4年ぶりの黒字となった。しかし、貿易黒字がこのまま定着する可能性は低いだろう。

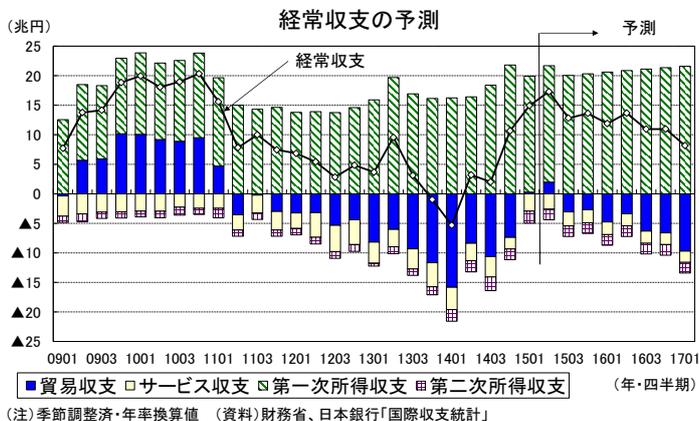
原油価格（ドバイ）は2015年1月の40ドル台半ばを底に持ち直しており、足もとでは60ドル台で推移している。通関ベースの原油価格は4月には上昇に転じており、調達価格が原油連動型の長期契約になっているため反映が遅れる液化天然ガス（LNG）の輸入価格も夏頃から上昇に向かうことが見込まれる。また、輸出数量の伸びが緩やかにとどまる一方、輸入数量は個人消費を中心とした国内需要の回復を受けて増加ペースが高まることが予想される。このため、貿易収支は2015年度中には再び赤字となり、2016年度は2017年4月からの消費税率引き上げを控えた駆け込み需要が加わり輸入の伸びが高まるため、赤字幅が拡大する可能性が高い。

経常収支は駆け込み需要に伴う輸入の急増によって貿易赤字が大きく拡大したことから、2013年度後半には赤字となった。しかし、2014年度入り後は消費税率引き上げ後の国内需要の落ち込みを受けて輸入の伸びが低下し貿易赤字が縮小したことから経常黒字に転換した後、原油価格下落に伴う貿易収支の黒字転換や円安を背景とした第一次所得収支黒字の拡大から2014年度中は経常黒字の拡大傾向が続いた。

経常黒字の拡大は2015年4-6月期まで続くが、その後は原油価格の上昇に伴い貿易収支が再び赤字となるため、経常収支の黒字幅は縮小に向かう可能性が高い。

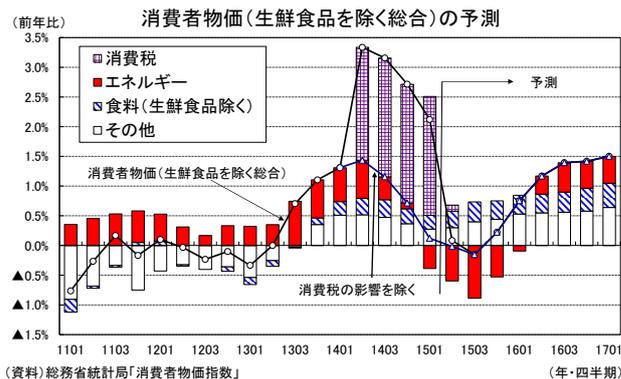
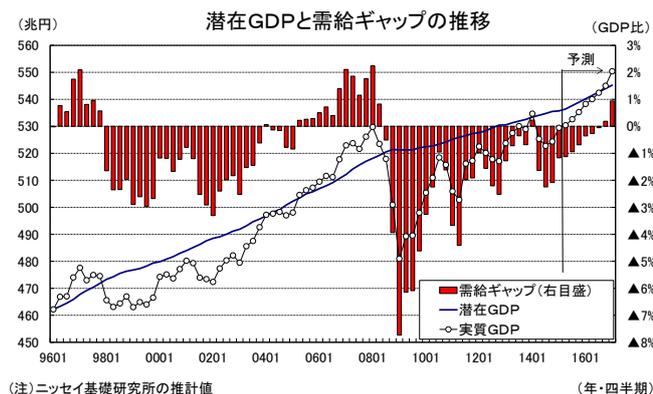
一方、多額の対外純資産を背景に大幅な黒字を続けている第一次所得収支は円安基調が続くこともあり、予測期間を通じて 20 兆円程度の黒字が続くことが見込まれる。さらに、サービス収支は全体では赤字が続いているが、東アジア諸国のビザの発給要件緩和、免税対象品の拡充、大幅な円安などから訪日外国人旅行者数が急増し、旅行収支は大幅に改善している。2014 年度の旅行収支は現行統計が存在する 1996 年度以降では初の黒字となったが、訪日外国人旅行者数が出国日本人旅行者数を大きく上回る状況が続いているため、黒字幅はさらに拡大する可能性が高い。

経常収支は 2014 年度の 7.8 兆円（名目 GDP 比 1.6%）から、2015 年度に 13.9 兆円（同 2.8%）と大きく拡大した後、2016 年度は 10.9 兆円（同 2.1%）と黒字幅が縮小すると予想する。



### (物価の見通し)

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コア CPI) は 2013 年 6 月に前年比でプラスに転じた後、消費税率引き上げ分を若干上回る価格転嫁が見られたこともあり 2014 年 4 月には前年比 1.5% (消費税の影響を除くベース) まで伸びを高めた。しかし、その後は原油価格下落に伴うエネルギー価格の上昇率低下、消費税率引き上げによる景気減速の影響などから鈍化傾向が続き、2015 年 2 月には前年比 0.0% となった。3 月は前年比 0.2% とプラスに戻ったものの、4 月は再び 0.0% となっており、エネルギー価格の下落幅が最大となる夏場にかけては上昇率がいったんマイナスとなる可能性が高い。



一方、物価上昇がある程度継続してきたこともあり、かつてに比べて企業の値上げに対する抵抗感は小さくなっている。実際、食料品を中心に原材料価格の上昇に対応した価格転嫁の動きはここに来てむしろ加速している。コア CPI 上昇率は前年比でゼロ%となったが、品目数で見れば上昇品目数が下落品目数を大きく上回っており、基調的な物価上昇圧力の強さを示している。

また、2015年度、2016年度と潜在成長率を大きく上回る成長を続けることで、需給面からの物価押し上げ圧力も徐々に高まっていくだろう。当研究所では2015年1-3月期の需給ギャップを▲1.2%（GDP比）と推計しているが、2016年度後半にはプラス圏に浮上すると予想している。コアCPI上昇率は原油価格下落の影響が小さくなる2015年末までには再びプラスとなり、原油価格の上昇に需給バランスの改善が加わる2016年度入り後は1%台まで伸びを高めるだろう。

コアCPI上昇率は2015年度が前年比0.3%、2016年度が同1.4%と予想する。

## 日本経済の見通し（2015年1-3月期2次QE(6/8発表)反映後）

(単位、%) 前回予測(2015.5)

	2013年度 実績	2014年度 実績	2015年度 予測	2016年度 予測	14/4-6 実績	14/7-9 実績	14/10-12 実績	15/1-3 実績	15/4-6 予測	15/7-9 予測	15/10-12 予測	16/1-3 予測	16/4-6 予測	16/7-9 予測	16/10-12 予測	17/1-3 予測	2015年度	2016年度
実質GDP	2.1	▲0.9	1.8	1.9	▲1.7 ▲6.8 ▲0.4	▲0.5 ▲2.0 ▲1.4	0.3 1.2 ▲1.0	1.0 3.9 ▲0.9	0.2 0.7 1.3	0.4 1.7 2.0	0.5 2.0 2.0	0.6 2.3 1.7	0.3 1.3 1.8	0.4 1.8 1.8	0.5 1.9 1.8	1.0 4.0 2.4	1.7	1.9
内需寄与度	(2.6)	(▲1.5)	(1.5)	(2.0)	(▲2.8)	(▲0.5)	(0.0)	(1.1)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(1.1)	(1.6)	(2.0)
内、民需	(1.8)	(▲1.7)	(1.6)	(1.9)	(▲2.9)	(▲0.7)	(0.0)	(1.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(1.1)	(1.6)	(1.9)
内、公需	(0.8)	(0.2)	(▲0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.1)
外需寄与度	(▲0.5)	(0.6)	(0.2)	(▲0.0)	(1.1)	(0.1)	(0.3)	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.1)
民間最終消費支出	2.5	▲3.1	1.6	2.4	▲5.1	0.4	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5	0.6	0.4	0.5	0.7	1.6	1.9	2.3
民間住宅投資	9.3	▲11.7	1.8	3.5	▲10.8	▲6.4	▲0.6	1.7	2.9	0.1	▲1.1	0.4	1.6	2.3	0.6	0.1	0.8	4.0
民間企業設備投資	4.0	0.4	4.0	4.2	▲4.8	0.1	0.3	2.7	0.6	0.7	1.2	0.6	0.9	1.2	1.4	1.6	2.9	4.4
政府最終消費支出	1.6	0.4	0.7	0.5	0.3	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.8	0.5
公的固定資本形成	10.3	2.0	▲4.0	▲0.9	0.7	1.6	0.1	▲1.5	▲2.1	▲1.3	0.2	▲0.7	▲0.3	▲0.1	0.3	0.1	▲3.5	▲0.6
輸出	4.4	8.0	6.6	5.1	▲0.0	1.6	3.2	2.4	0.6	1.3	1.4	1.5	1.1	1.2	1.1	1.2	6.1	4.8
輸入	6.7	3.7	6.0	6.0	▲5.2	1.1	1.4	2.9	0.9	1.3	1.1	1.1	1.5	1.6	1.8	2.2	6.0	6.0
名目GDP	1.8	1.6	2.4	2.0	0.1	▲0.7	0.8	2.3	0.6	▲0.5	0.4	0.5	1.0	0.2	0.4	0.9	2.6	2.0

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の重要項目はすべて前期比。

### <主要経済指標>

(単位、%)

	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	14/4-6	14/7-9	14/10-12	15/1-3	15/4-6	15/7-9	15/10-12	16/1-3	16/4-6	16/7-9	16/10-12	17/1-3	2015年度	2016年度
鉱工業生産(前期比)	3.2	▲0.4	2.3	3.9	▲3.0	▲1.4	0.8	1.5	▲0.4	1.0	0.9	1.1	0.6	0.8	1.3	2.0	3.2	3.8
国内企業物価(前年比)	1.9	2.8	▲1.0	1.7	4.3	4.0	2.4	0.4	▲2.3	▲2.0	▲0.8	1.4	1.7	1.5	1.9	1.8	▲1.2	1.5
消費者物価(前年比)	0.9	2.9	0.3	1.3	3.6	3.3	2.5	2.3	0.4	▲0.1	0.2	0.8	1.2	1.4	1.4	1.4	0.3	1.3
消費者物価(生鮮食品除き) (消費税除き)	0.8	2.8	0.3	1.4	3.3	3.2	2.7	2.1	0.1	▲0.2	0.2	0.8	1.2	1.4	1.4	1.5	0.2	1.3
経常収支(兆円)	1.5	7.8	13.9	10.9	3.2	2.0	10.7	14.9	17.3	12.8	13.6	11.9	13.7	11.0	11.0	8.2	14.5	11.4
(名目GDP比)	(0.3)	(1.6)	(2.8)	(2.1)	(0.7)	(0.4)	(2.2)	(3.0)	(3.4)	(2.6)	(2.7)	(2.4)	(2.7)	(2.1)	(2.1)	(1.6)	(2.9)	(2.2)
失業率(%)	3.9	3.5	3.4	3.3	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.2	3.4	3.3
住宅着工戸数(万戸)	99	88	90	93	89	86	88	90	92	91	89	89	91	93	95	92	90	93
10年国債利回り(店頭基準配)	0.7	0.4	0.5	0.7	0.6	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.5	0.7
為替(円/ドル)	100	110	125	129	102	104	115	119	122	125	126	127	128	129	130	130	122	125
原油価格(CIF,ドル/バレル)	110	91	68	76	110	109	88	56	61	67	71	73	75	76	76	76	68	76
経常利益(前年比)	23.6	5.9	8.7	12.2	4.5	7.6	11.6	0.4	9.1	8.6	4.4	13.0	10.0	9.0	11.4	17.5	7.7	11.8

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。