

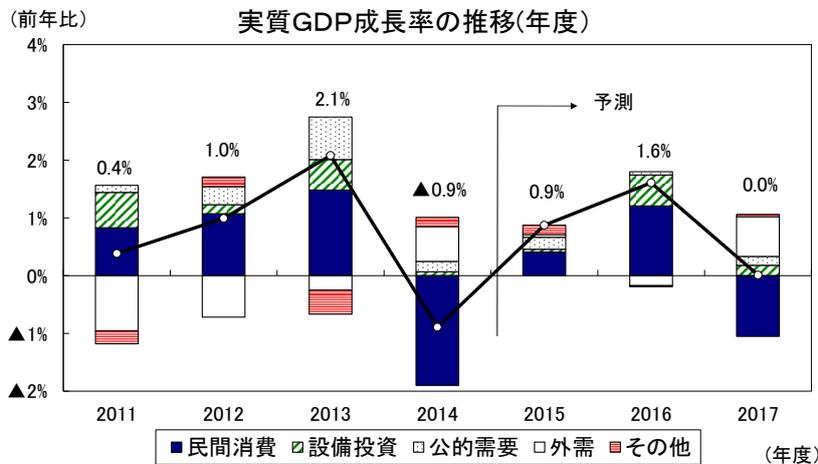
Weekly
エコノミスト・
レター

2015～2017年度経済見通し(15年11月)

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0.9%、2016年度1.6%、2017年度0.0%を予想＞

1. 2015年7-9月期の実質GDPは前期比年率▲0.8%と2四半期連続のマイナス成長となった。日本経済は2015年度入り後足踏み状態が続いているが、個人消費の持ち直し、在庫調整の進展など明るい兆しも見られる。
2. 10-12月期は民間消費、設備投資の増加を主因としてプラス成長に復帰すると予想するが、輸出、設備投資を中心に下振れリスクがある。
3. 2016年度末にかけては消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあり高めの成長となった後、2017年度は消費増税の影響から成長率が大きく低下するだろう。実質GDP成長率は2015年度が0.9%、2016年度が1.6%、2017年度が0.0%と予想する。
4. 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は2015年末までには再びプラスとなり、2016年度後半には1%台まで伸びを高めるが、2017年度入り後は消費税率引き上げに伴う景気減速の影響から伸びが頭打ちとなるだろう。年度ベースでは2015年度が0.1%、2016年度が1.0%、2017年度が0.8%（消費税率引き上げの影響を除く）と予想する。



1. 2015年7-9月期は年率▲0.8%と2四半期連続のマイナス成長

2015年7-9月期の実質GDP（1次速報値）は、前期比▲0.2%（前期比年率▲0.8%）と2四半期連続のマイナス成長となった。4-6月期に大幅に減少した民間消費（前期比0.5%）、輸出（前期比2.6%）は増加に転じたが、設備投資の減少（前期比▲1.3%）が続いたこと、在庫調整の進展に伴い民間在庫が前期比・寄与度▲0.5%と成長率を大きく押し下げたことから、GDP全体では2四半期連続のマイナス成長となった。

実質GDP成長率への寄与度（前期比）は、国内需要が▲0.3%（うち民需▲0.3%、公需0.0%）、外需が0.1%であった。

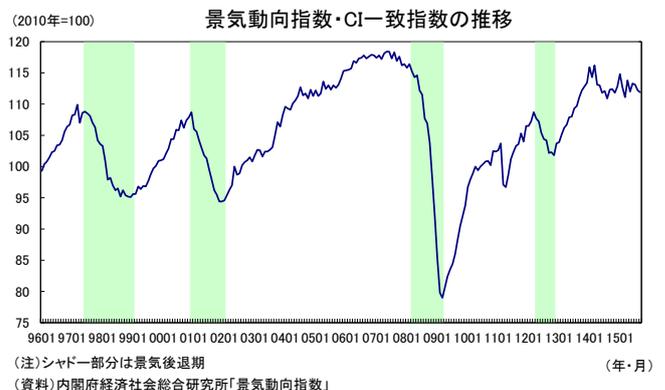
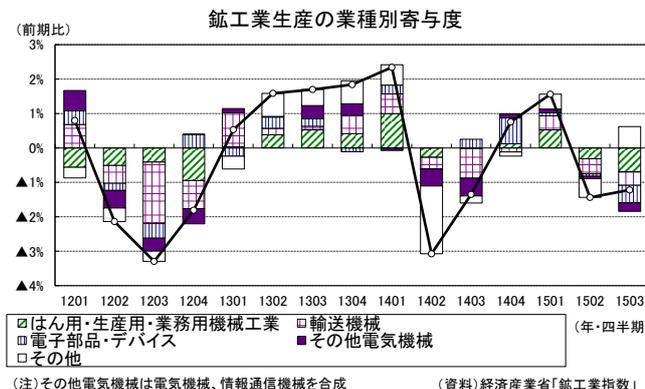
7-9月期のGDP統計は日本経済が2015年度に入り足踏み状態が続いていることを再確認させるものとなった。ただし、4-6月期は民間在庫が成長率を前期比0.3%押し上げる中で年率▲0.7%のマイナス成長だったのに対し、7-9月期は在庫調整の進展に伴い民間在庫が成長率を前期比▲0.5%と大きく押し下げた中で年率▲0.8%のマイナス成長にとどまり、在庫を除いた最終需要は前期比で増加に転じた。成長率のマイナス幅はほとんど変わらないが、内容的には4-6月期よりも改善しているとの評価が可能だろう。

（景気は足踏み状態が続く）

日本経済は駆け込み需要の反動を主因として消費税率引き上げ後に急速に落ち込んだ後、反動の影響が和らぐ中でいったん持ち直しつつあったが、2015年度入り後は再び弱い動きとなっている。

景気との連動性が高い鉱工業生産は2015年4-6月期の前期比▲1.4%に続き、7-9月期も同▲1.2%と2四半期連続のマイナスとなった。現在、景気基準日付が確定している第15循環（2012年10-12月期に終了）までに、鉱工業生産と実質GDPが2四半期以上続けて前期比マイナスとなったことは6回あるが、東日本大震災を挟んだ特殊な期間（2010年10-12月期～2011年4-6月期）以外は全て事後的景気後退局面と認定されている。

ただし、過去の景気後退局面と比較すると生産、実質GDP、CI一致指数の落ち込み幅は小さい。また、企業収益が好調を維持していること、失業率が3%台前半の低水準で推移していることなどから、景気が完全に腰折れするという事態は今のところ回避されている。景気が10-12月期以降持ち直しに向かえば、消費税率が引き上げられた2014年度初めから2015年度半ばまでの約1年半は景気後退ではなく足踏み状態との評価が適当となるだろう。

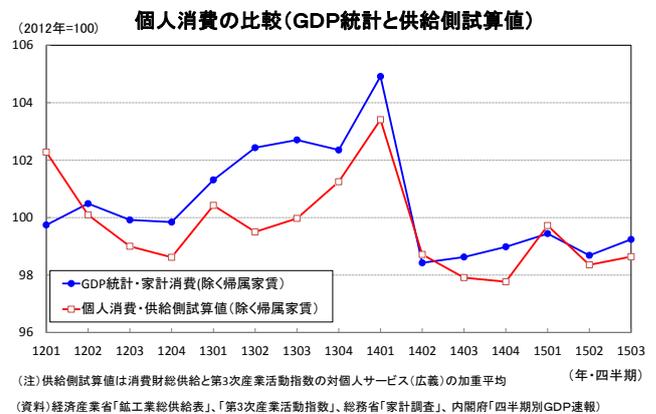
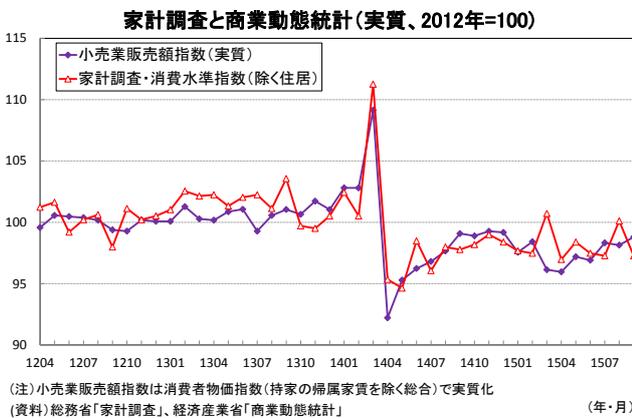


(個人消費の実態)

2015年7-9月期の民間消費は前期比0.5%と2四半期ぶりに増加したが、4-6月期の落ち込み(同▲0.6%)を取り戻すには至らなかった。個人消費は消費税率引き上げ後、低調な推移が続いているが、ここに来て個人消費の代表的な指標である「家計調査(総務省)」の消費支出が消費の実態を表していないのではないかと指摘もみられる。

その際に引き合いに出されるのが、家計調査に比べて堅調に推移している商業動態統計の小売業販売額指数だが、同指数は金額ベースとなっており消費税率引き上げを含む物価上昇によって押し上げられていること、訪日外国人によるインバウンド需要が含まれること、サービス消費がほとんど含まれていないことなどには留意が必要だ。小売業販売額指数を消費者物価指数で実質化した上で、家計調査の消費水準指数(除く住居等)と比較すると、両指数とも駆け込み需要の反動で2014年4月に急速に落ち込んだ後、2014年夏場にかけて持ち直していたが、その後は一進一退を続けており、概ね似たような動きとなっている。

また、一部にはGDP速報の推計に用いられる家計調査が実態よりも弱い結果となっていることが、GDP統計の個人消費の過小推計につながっているとの見方もある。しかし、「消費財総供給」、「第3次産業活動指数の対個人サービス」(いずれも経済産業省)を加重平均して供給側の統計から試算した個人消費の動きを確認すると、四半期毎の動きに違いはあるものの、総じてみればGDP統計の個人消費とほぼ同様の動きとなっていることが分かる。消費増税後の個人消費は実態として低調に推移していると判断される。



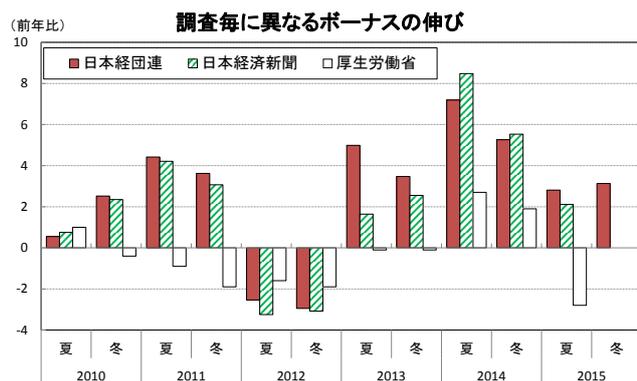
(実質雇用者所得の改善が個人消費を下支え)

11/9に公表された「毎月勤労統計(厚生労働省)」の夏季賞与は前年比▲2.8%と期待外れに終わった。毎月勤労統計の夏季賞与の伸びはサンプル替えの影響で実態よりも低めに出ているとの指摘もあるが、全数調査でサンプル替えの影響がない500人以上の事業所でも前年比▲2.6%となっている。

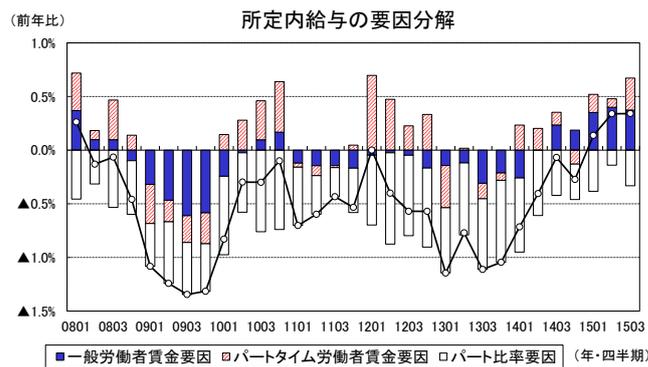
そもそも、厚生労働省よりも早く発表される日本経済新聞社、日本経団連などのボーナス調査は大企業が中心となっているために、伸び率が高めに出る傾向がある。たとえば、2014年夏のボーナス調査では日本経団連が前年比7.19%、日本経済新聞社が同8.48%となっていたが、中小企業を多く含むカバレッジが広い毎月勤労統計の結果は前年比2.7%とこれらを大きく下回る伸びとなり、

2014年冬も同様の結果であった。2015年夏のボーナス調査は2014年度の企業収益の増加率鈍化を反映し、日本経団連、日本経済新聞社の調査でも前年比2%台と2014年に比べて伸び率は大きく低下していた。賃金水準が相対的に低いパートタイム労働者、高齢者の割合が高まっていることもあり、今夏のボーナスは実態として弱かった可能性がある。

すでに発表されている日本経団連の調査では、2015年の年末賞与（第1回集計）は前年比3.13%となり第1回集計段階の金額では過去最高となっているが、伸び率は2014年の5%台から鈍化している。カバレッジが広い厚生労働省の毎月勤労統計では年末賞与も高い伸びは期待できないだろう。



(資料)厚生労働省、日本経済団体連合会、日本経済新聞社

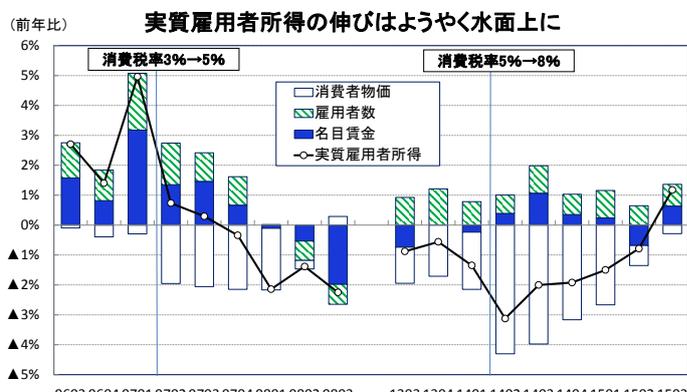


(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」(事業所規模5人以上)

一方、2015年度の春闘で前年度を上回るベースアップが実現したことを反映し、所定内給与は着実に増加している。相対的に賃金水準が低いパートタイム労働者の割合が高まることにより労働者一人当たりの賃金水準が押し下げられる傾向は続いているが、一般労働者、パートタイム労働者それぞれの賃金上昇率が明確なプラスとなっているため、労働者一人当たりの所定内給与の伸びは2015年4～9月の平均で前年比0.3%と2014年度平均の同▲0.2%から着実に高まっている。

また、少子高齢化を背景とした企業の人手不足感の高まりもあって、労働市場は消費増税後も良好な状態を維持している。雇用者数（労働力調査ベース）は前年比1%弱の伸びを続けており、マクロベースの雇用者所得の押し上げに寄与している。さらに、原油価格下落に伴う物価上昇率の低下によって、家計が消費税率引き上げ後から苦しめられてきた物価高による実質所得の押し下げ圧力は緩和されている。

実質雇用者所得（一人当たり実質賃金×雇用者数）は円安による物価上昇を主因として消費税率引き上げ前に前年比マイナスとなった後、消費税率引き上げによって物価上昇率が大きく高まった2014年度入り後はマイナス幅が大きく拡大したが、所定内給与を中心とした名目賃金の上昇と物価上昇率の低下から2015年7-9月期には9四半期ぶりにプラスに転じた。先行きは実質ベースの雇用者所得の改善が個人消費を下支えすることが期待される。

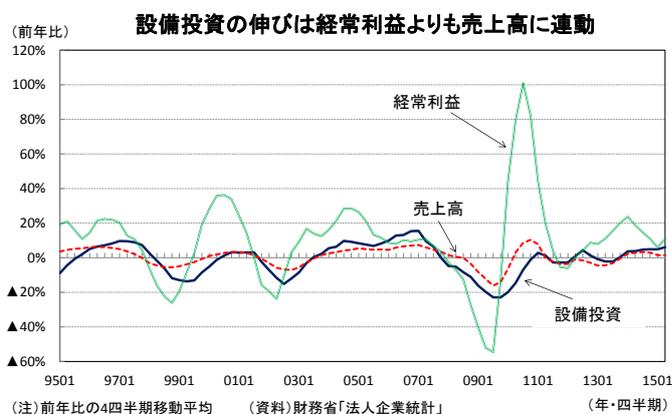


(注)実質雇用者所得=実質賃金(一人当たり)×雇用者数
(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

(企業収益好調でも伸びない設備投資)

好調な企業収益を背景として景気の牽引役となることが期待されていた設備投資は 2015 年 4-6 月期の前期比▲1.2%に続き 7-9 月期も同▲1.3%と低調に終わった。また、設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く)が 7-9 月期に前期比▲10.0%と 5 四半期ぶりに減少した後、10-12 月期の見通しも前期比 2.9%と大幅な落ち込みの後としては低い伸びにとどまっている。日銀短観の設備投資計画は 9 月調査時点でも強めとなっているが、海外経済の不透明感などから計画の一部が先送りされている可能性がある。

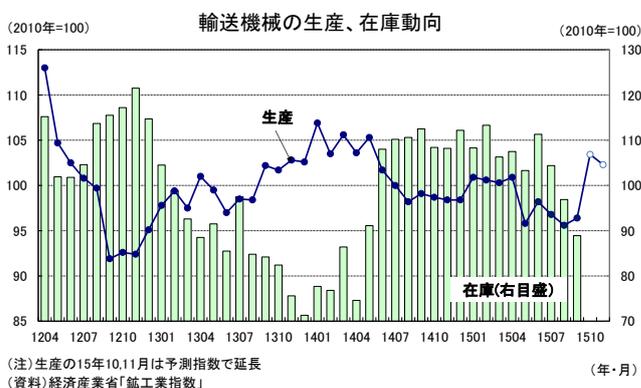
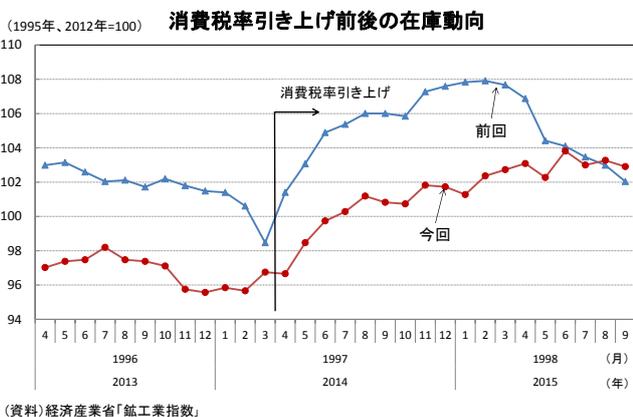
企業収益が好調を続けているにもかかわらず設備投資の伸びが高まらない理由のひとつには、最近の企業収益の増加が円安に依存する部分が大きく売上高の増加を伴っていないことがあるだろう。法人企業統計で経常利益、売上高と設備投資の関係をみると、設備投資との連動性が高いのは経常利益よりも売上高のほうである。2015 年 4-6 月期の法人企業統計では経常利益が前年比 23.8%と非常に高い伸びとなったが、売上高は前年比 1.1%の低い伸びにとどまり、日銀短観 9 月調査でも 2015 年度の売上高計画は前年比 0.4%とほぼ横ばいにとどまっている。設備投資を増やすことで売上の増加につながる確信が持てないことが、企業が設備投資に慎重な姿勢を崩さない大きな要因になっていると考えられる。



2. 実質成長率は 2015 年度 0.9%、2016 年度 1.6%、2017 年度 0.0%を予想

(景気は 2015 年度末にかけて足踏み状態を脱する公算)

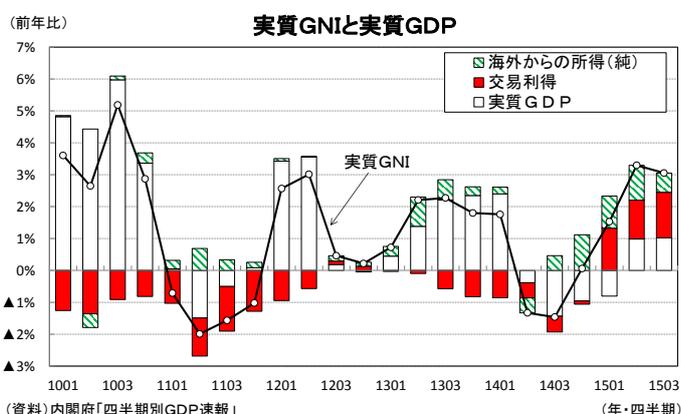
鉱工業生産は 2 四半期連続の減産となったが、月次ベースでは 9 月に前月比 1.1%と 3 か月ぶりに増加し、企業の生産計画を表す製造工業生産予測指数も 10 月が前月比 4.1%の高い伸びとなっている(11 月は同▲0.3%の低下)。また、消費税率引き上げ直後から積み上がりが続いていた在庫指数は 2015 年 7-9 月期には前期末比▲0.9%と 7 四半期ぶりに低下した。



特に、輸出、国内販売の低迷から在庫が大きく積み上がっていた輸送機械の在庫指数は7月からの3ヵ月で▲20%の大幅低下となった。在庫調整の進展を受けて輸送機械の生産は9月に前月比0.8%と3ヵ月ぶりに増加した後、10月も同7.3%の増産計画（11月は同▲1.1%）となっている。他業種への波及効果が大きい輸送機械の在庫調整が大きく進展したことは生産の先行きを見る上で明るい材料だ。鉱工業生産は10-12月期には3四半期ぶりの増産となることが予想される。ただし、依然として在庫水準が高く在庫調整圧力が残っていること、輸出を中心として最終需要の持ち直しは緩やかにとどまる可能性が高いことから、生産の本格回復までには時間を要するだろう。

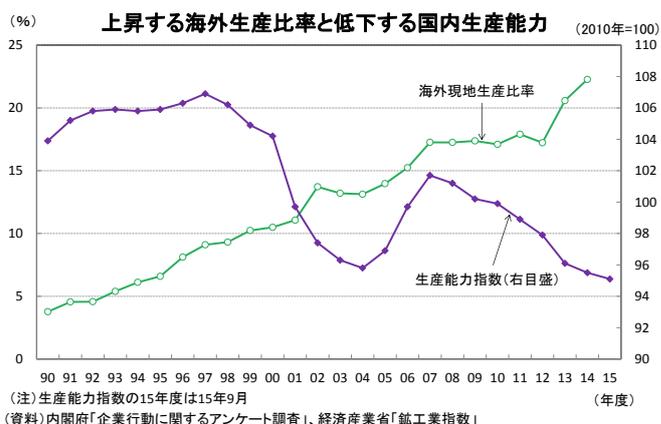
（2016年度末にかけて民需中心の成長が続く）

消費税率引き上げ後の6四半期のうち4四半期でマイナス成長となるなど、実質GDPは低迷が続いているが、その一方で原油価格下落に伴う交易利得の改善、円安による海外からの所得の拡大傾向が続いているため、実質GNI（国民総所得）は堅調に推移している。直近（2015年7-9月期）の実質GDP、実質GNIの水準を消費税率引き上げ直前（2014年1-3月期）と比較すると、実質GDPは▲1.2%下回っているが、実質GNIは逆に1.6%上回っている。



現時点では交易利得の改善、海外からの所得の拡大が企業収益の大幅増加をもたらす一方、国内の支出拡大には十分につながっていないが、10-12月期以降は家計の実質購買力の向上を通じて個人消費の回復に寄与することが見込まれる。また、企業が慎重姿勢を強めていることもあり設備投資の本格的な回復は当面期待できないが、個人消費を中心とした国内需要の回復によって売上高の伸びが高まれば、企業の設備投資意欲が高まり潤沢なキャッシュフローを設備投資に振り向ける動きが徐々に顕在化するだろう。

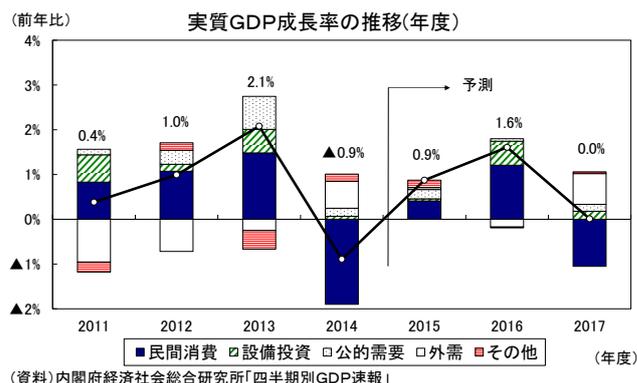
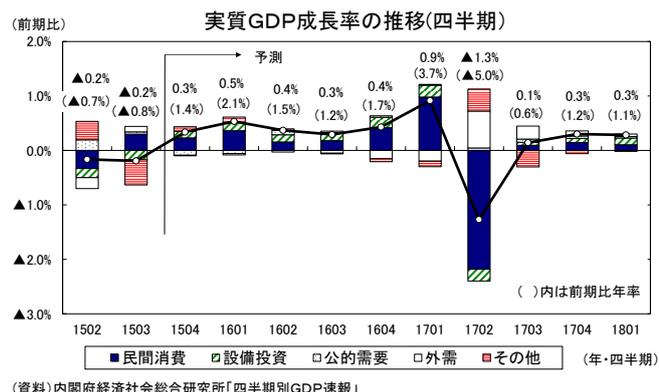
一方、輸出は引き続き円安による下支えは続くものの、回復ペースは緩やかにとどまる公算が大きい。中国をはじめとした新興国経済の減速という循環要因に加え、生産拠点の海外シフトによって国内の生産能力が大きく低下しているため、円安や海外経済の回復によって輸出環境が改善しても国内生産の拡大によって十分に対応できないという構造要因が引き続き輸出の下押し要因になると考えられるためである。



また、公的固定資本形成は2014年度補正予算の効果が一巡しつつある中、2015年度末にかけて編成が予定されている補正予算ではTPPや子育て支援策が中心となり、公共事業の大幅な積み増しは見込めない。このため、公的固定資本形成は減少傾向が続く可能性が高い。

実質GDP成長率は、民間消費、設備投資の増加を主因として2015年10-12月期に前期比年率1.4%とプラス成長に復帰し、その後も国内民間需要中心の成長が続くと予想する。ただし、海外経済の悪化による輸出の腰折れ、企業の慎重姿勢が強まることによる設備投資計画のさらなる先送りなど、当面は下振れリスクの高い状態が続きそうだ。

2016年度は2017年4月に予定されている消費税率引き上げ（8%→10%）前の駆け込み需要もあり高め成長となるが、2017年度は消費税率引き上げの影響からほぼゼロ成長となるだろう。実質GDP成長率は2015年が0.9%、2016年度が1.6%、2017年度が0.0%と予想する。



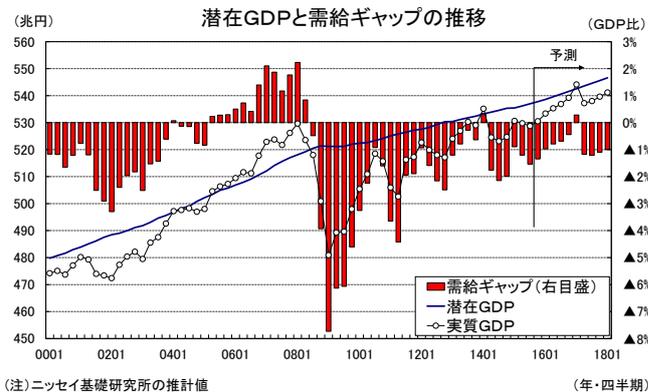
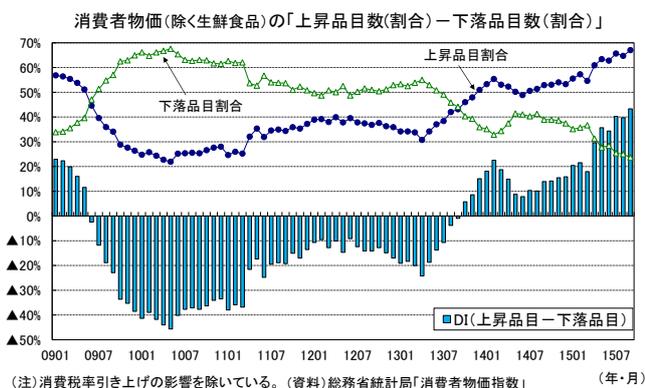
なお、当研究所では2014年4月の消費税率引き上げ前後の駆け込み需要とその反動の規模を実質GDP比で0.6%程度と試算しているが、現時点では2017年4月の税率引き上げ時の駆け込み需要とその反動は実質GDP比で0.3%程度と前回よりも小さくなることを想定している。これは税率の引き上げ幅が前回よりも小さいこと、駆け込み需要が発生しやすい住宅、自動車など買い替えサイクルの長い高額品については、前回の税率引き上げ時にすでに前倒しで購入されている割合が高いと考えられるためである。

また、2017年度の消費税率引き上げ時に導入が予定とされている軽減税率については、現時点では方向性が固まっていないことから、今回の見通しには織り込んでいない。仮に、食料（酒を除く）に軽減税率が導入された場合、2017年度の家計の負担額は1.3兆円程度軽減される。また、消費税率の8%から10%への引き上げによって消費者物価上昇率（生鮮食品を除く）は1.3%ポイント程度押し上げられるが、食料（酒を除く）に軽減税率が導入されると上昇率は0.9%ポイント程度となる。

(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4月以降、前年比で上昇を続けてきたが、原油価格下落に伴うエネルギー価格の低下を主因として2015年8月には前年比▲0.1%と2年4ヵ月ぶりのマイナスとなった（9月も同▲0.1%）。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、日用品、サービスなど幅広い品目で値上げが行われており、消費者物価指数の調査対象品目を、前年に比べて上昇している品目と下落している品目に分けると、上昇品目数の割合が7割近くになっている。

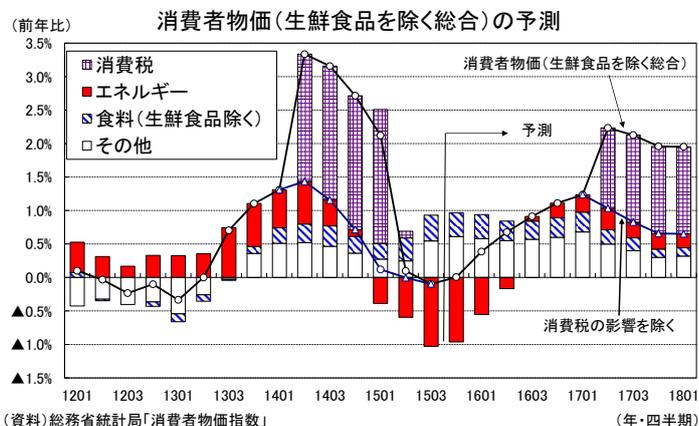
コア CPI 上昇率がマイナスとなる中で、物価上昇の裾野はむしろ広がっている。



また、原油価格下落の効果もあって先行きは潜在成長率を上回る成長が続くため、需給面からの物価押し上げ圧力も徐々に高まっていくことが見込まれる。当研究所が推計した需給ギャップは消費税率引き上げ直前の2014年1-3月期に0.3% (GDP比) と小幅なプラスに転じた後、消費税率引き上げ後は成長率の落ち込みによってマイナス圏で推移している。先行きについては景気の持ち直しに伴い需給バランスの改善傾向が続き、2016年度末にかけては消費税率引き上げ前の駆け込み需要によって成長率が押し上げられることもあり、需給ギャップは再びプラス圏に浮上すると予想している。

コア CPI 上昇率は2015年末までには再びプラスとなり、原油価格下落の影響一巡と駆け込み需要に伴う高成長が重なる2016年度後半には1%台まで伸びを高めるだろう。ただし、2017年度入り後は消費税率引き上げに伴う景気減速によって需給面からの物価上昇圧力が弱まるため、コア CPI 上昇率は2%に達する前に鈍化し始めるだろう。

コア CPI 上昇率は2015年度が前年比0.1%、2016年度が同1.0%、2017年度が0.8% (消費税率引き上げの影響を除く) と予想する。



(12/8に予定されている2015年7-9月期2次QEの発表を受けた経済見通しの修正は12/8、欧米経済見通しの詳細は12/9発行のWeeklyエコノミスト・レターに掲載予定です)

