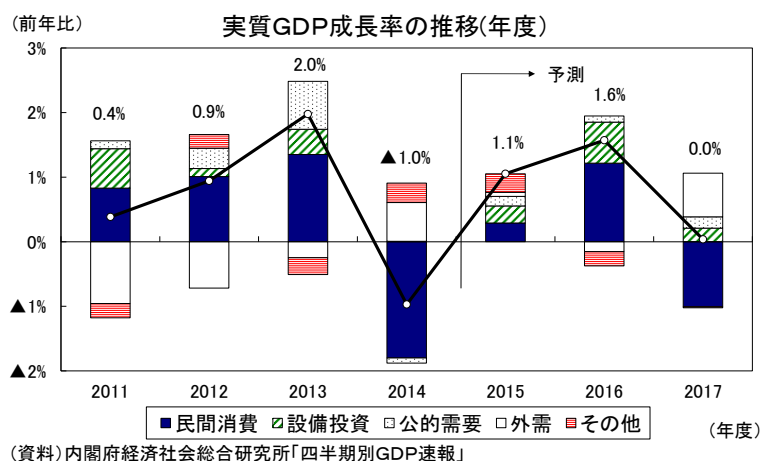


Weekly
エコノミスト・
レター2015～2017 年度経済見通し
～15年7-9月期GDP2次速報後改定

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1.1%、2016年度1.6%、2017年度0.0%を予想＞

1. 2015年7-9月期の実質GDP（2次速報値）は、設備投資、民間在庫の上方修正などから1次速報の前期比▲0.2%（年率▲0.8%）から前期比0.3%（年率1.0%）へと上方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、11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1.1%、2016年度が1.6%、2017年度が0.0%と予想する。2015年7-9月期の実績値の上方修正を受けて2015年度の見通しを0.2%上方修正した。
3. 2015年10-12月期は民間在庫の押し下げなどから年率1%を割り込む成長となるが、2016年入り後は民間消費、設備投資中心に年率1%台前半の成長を続けるだろう。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成長となるが、2017年度は消費増税の影響から成長率が大きく低下することが予想される。
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%程度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0.9%、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月期は前期比年率1.0%へ上方修正

12/8に内閣府が公表した2015年7-9月期の実質GDP(2次速報値)は前期比0.3%(年率1.0%)となり、1次速報の前期比▲0.2%(年率▲0.8%)から上方修正された。

7-9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▲1.3%から同0.6%へ、民間在庫品増加が1次速報の前期比・寄与度▲0.5%から同▲0.2%へ上方修正されたことが成長率を押し上げた。民間在庫品増加は、1次速報ではARIMAモデルにより推計されていた仕掛品在庫、原材料在庫が法人企業統計の結果が反映されたことで上方修正されたことに加え、商業動態統計をもとに推計されていた流通在庫が大幅に上方修正された(実質・季節調整値:▲1.6兆円→+0.7兆円)。その他の需要項目では、民間消費(前期比0.5%→同0.4%)、公的固定資本形成(前期比▲0.3%→同▲1.5%)が下方修正された。

設備投資の上方修正は前向きに捉えることができるが、民間在庫品増加の上方修正は先行きの成長率を見る上ではむしろマイナス材料である。民間在庫品増加(実質・季節調整値)は1次速報の▲1.8兆円から+1.5兆円と符号が入れ替わった。鉱工業生産の在庫指数は2015年7-9月期に前期比▲0.9%と7四半期ぶりの低下となったが、GDP統計上は2015年1-3月期から在庫の積み上がりが続いているという姿へと改められた。2015年10-12月期以降、在庫調整が順調に進展した場合、成長率が大きく押し下げられる可能性がある。

2015年7-9月期の2次速報と同時に2014年度の確認値が公表され、実質GDP成長率は▲0.9%から▲1.0%へと下方修正された。成長率全体の修正幅は小さかったが、公的固定資本形成は速報時点の前年比2.0%から同▲2.6%へと大きく下方修正された。公的固定資本形成は2011年度以降、4年連続で大幅に下方修正されている(2011年度:前年比2.9%→同▲2.3%、2012年度:前年比14.9%→同1.3%、2013年度:前年比15.0%→同10.3%)。公的固定資本形成は速報段階では「建設総合統計」を中心に推計されるのに対し、確認値は決算書をベースに推計されており、両者の推計方法の違いが改定幅の大きさにつながっていると考えられる。推計方法の見直しが必要かもしれない。

一方、速報推計に用いられる「家計調査」のサンプルバイアスにより実態から下振れている可能性が指摘されていた民間消費は、前年比▲2.9%と速報段階の同▲3.1%とほとんど変わらなかった。供給側の統計が多く用いられるコモディティー・フロー法によって推計され、家計調査の影響が薄まった確認値でも減少幅が速報値とほぼ同じ大きさとなったことで、2014年度の個人消費が実態として非常に弱かったことがほぼ確定したと言えるだろう。

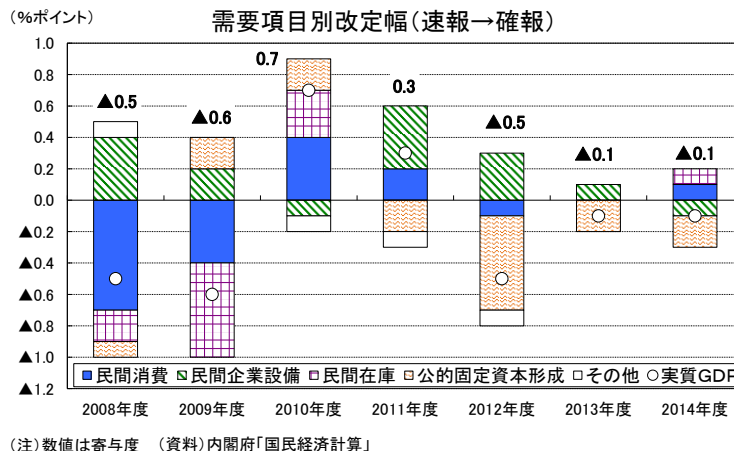
2014年度 GDP 確認の結果

(前年度比、%)

	2014年度		
	速報	確認	差
実質GDP	▲0.9	▲1.0	▲0.1
内需	▲1.4	▲1.5	▲0.1
(寄与度)	(▲1.5)	(▲1.6)	(▲0.1)
民間需要	▲2.1	▲1.9	0.2
(寄与度)	(▲1.7)	(▲1.5)	(0.2)
民間消費支出	▲3.1	▲2.9	0.2
民間住宅	▲11.6	▲11.7	▲0.1
民間企業設備	0.5	0.1	▲0.4
民間在庫	(0.5)	(0.6)	(0.1)
公的需要	0.8	▲0.3	▲1.1
(寄与度)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.3)
政府消費支出	0.4	0.1	▲0.3
公的固定資本形成	2.0	▲2.6	▲4.6
財貨・サービスの純輸出(寄与度)	(0.6)	(0.6)	(0.0)
財貨・サービスの輸出	7.9	7.8	▲0.1
財貨・サービスの輸入	3.6	3.3	▲0.3
名目GDP	1.6	1.5	▲0.1
GDPデフレーター	2.5	2.5	0.0

(資料) 内閣府 経済社会総合研究所「国民経済計算」

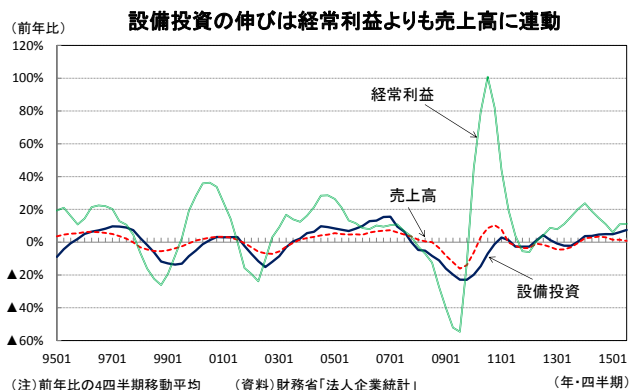
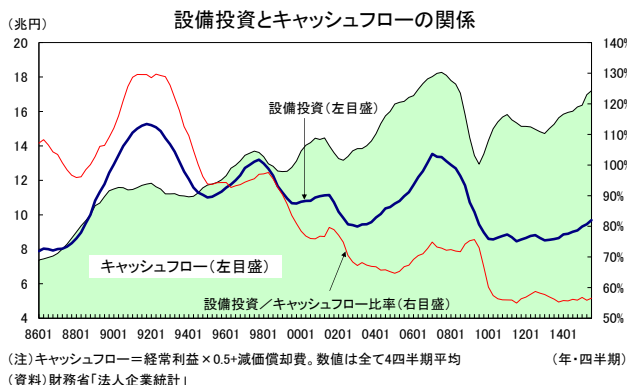
また、住宅投資（前年比▲11.6%→同▲11.7%）、設備投資（前年比 0.5%→同 0.1%）、外需寄与度（前年比 0.6%→同 0.6%）など、公的固定資本形成以外の需要項目については、修正幅が総じて小さかった。過去を振り返ってみると、速報から確報への改定幅がかなり大きくなる年度も見られたが、2013年度、2014年度と実質GDP成長率の改定幅は▲0.1ポイントにとどまり、需要項目別の修正幅も小さかった（公的固定資本形成を除く）。少なくともこの2年に限ってはGDP速報の推計精度はかなり高かったという評価ができる。



（設備投資は持ち直し）

12/1に財務省から公表された法人企業統計では、2015年7-9月期の全産業（金融業、保険業を除く）の経常利益が前年比9.0%と4-6月期の同23.8%から伸びが鈍化する一方、設備投資（ソフトウェアを含む）の伸びが4-6月期の前年比5.6%から同11.2%へと加速した。これまで企業収益が好調を続ける中、設備投資の出遅れが目立っていたが、ここに来てようやく持ち直しの動きがはっきりしてきた。

ただし、企業の設備投資意欲を示す「設備投資/キャッシュフロー比率」は依然として50%台半ばの低水準で推移しており、ここに来て企業の設備投資に対する慎重姿勢は崩れていない。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が、売上高は2015年1-3月期が前年比▲0.5%、4-6月期が同1.1%、7-9月期が同0.1%と前年比で横ばい圏の推移が続いている。設備投資の回復が本格化するためには、個人消費を中心とした国内の売上高が着実に増加することが条件となろう。

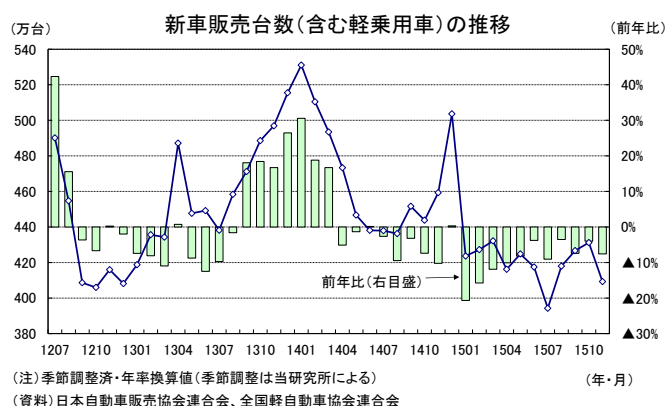
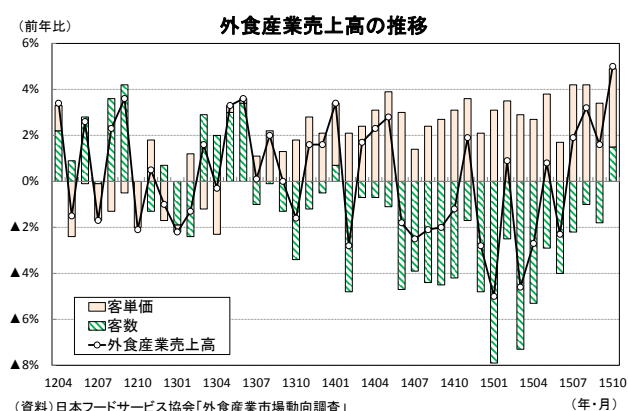


（在庫調整の進展、実質雇用者所得の増加は明るい材料）

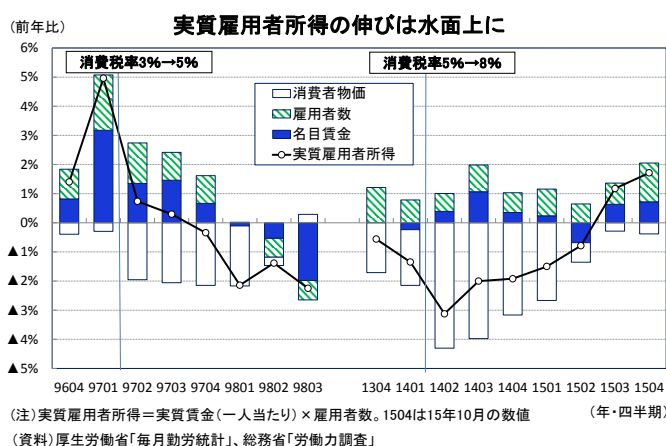
2015年7-9月期のGDP1次速報後に公表された10月の経済指標を確認すると、2015年4-6月期、7-9月期と2四半期連続で減産となった鉱工業生産は9月の前月比1.1%に続き、10月も同1.4%

と高めの伸びとなった。消費税率引き上げ以降、上昇傾向が続いていた在庫指数が明確に低下し始めた（9月：前月比▲0.4%、10月：同▲1.9%）ことも生産の先行きを見る上では明るい材料だ。企業の生産計画を表す予測指数は11月が前月比0.2%、12月が同▲0.9%と弱めであること、生産実績が計画から下振れる傾向が続いていることを踏まえれば一本調子の回復は期待できないものの、このまま在庫調整が順調に進めば年明け頃には生産の回復基調が明確となることが期待できるだろう。

一方、足もとの個人消費関連指標を確認すると、小売業販売額指数（商業動態統計）、外食産業売上高、消費財出荷指数（鉱工業指数）が強め、家計調査の消費支出、新車販売台数（新車販売台数は11月、それ以外は10月分）が弱め、とまだら模様となっているが、全体としては雇用・所得環境の改善を背景に緩やかに持ち直していると判断される。



一人当たりの名目賃金は伸び悩みが続いているものの、企業の人手不足感の高まりを反映し雇用者数（労働力調査ベース）は増加を続けており（2015年10月は前年比1.3%）、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。当面は実質ベースの雇用者所得の増加が個人消費を下支えすることが見込まれる。



2. 実質成長率は2015年度1.1%、2016年度1.6%、2017年度0.0%

（2015年度の成長率見通しを上方修正）

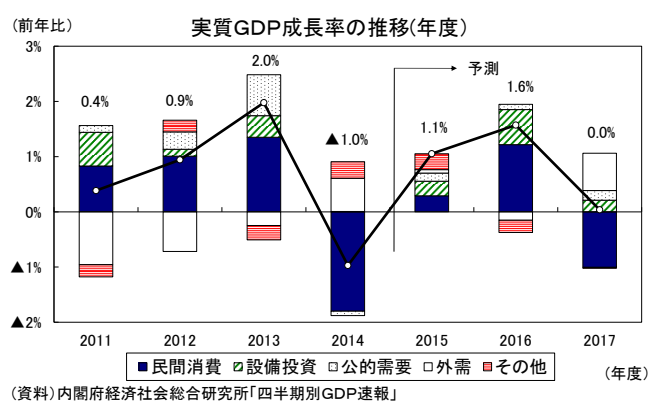
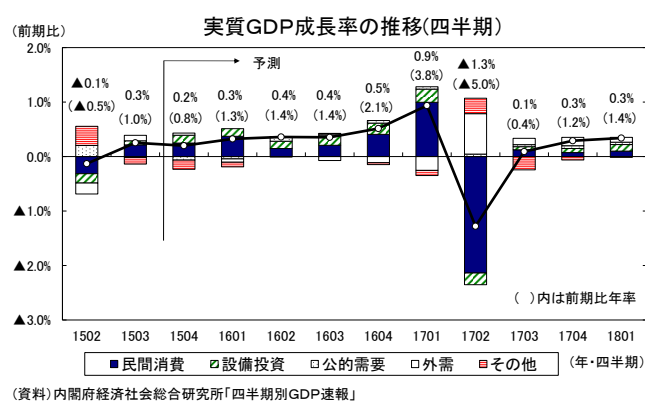
2015年7-9月期のGDP2次速報を受けて、11/17に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2015年度が1.1%、2016年度が1.6%、2017年度が0.0%と予想する（11/17時点ではそれぞれ0.9%、1.6%、0.0%）。2015年7-9月期の成長率が上方修正されたことを受けて2015年

度の見通しを 0.2%上方修正した。

2015 年 7-9 月期は民間需要の柱である民間消費、設備投資が揃って増加し、2 四半期ぶりのプラス成長となった。雇用・所得環境の改善に伴う民間消費の増加、好調な企業収益を背景とした設備投資の回復は先行きも続く可能性が高いが、民間在庫品増加の実額がプラスへと修正されたことで、GDP 統計上は先行きの在庫調整の進展が成長率を押し下げる形となる。10-12 月期の成長率は前期比年率 0.8%と 7-9 月期の同 1.0%から若干低下することが予想される。

また、公的固定資本形成は 2014 年度補正予算の効果が一巡する中、2015 年度末にかけて編成が予定されている補正予算では T P P 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。

さらに、中国をはじめとした新興国経済の減速という循環的な要因に加え、生産拠点の海外シフトによって海外経済の成長や円安による恩恵を受けにくいという構造要因が引き続き輸出の下押し要因となるため、外需による成長率の押し上げは期待できない。当面は消費、設備投資を中心とした国内民間需要が経済成長の中心となるだろう。



実質GDPは2016年に入ってから年率1%台前半の伸びを続けた後、2016年度後半は2017年4月に予定されている消費税率引き上げ(8%→10%)前の駆け込み需要によって成長率が大きく高まることが予想される。ただし、その規模は前回(2014年4月)よりも小さくなるが見込まれる。税率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。

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、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。

(物価の見通し)

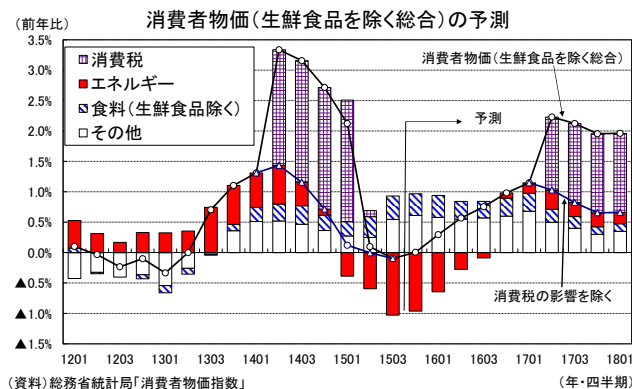
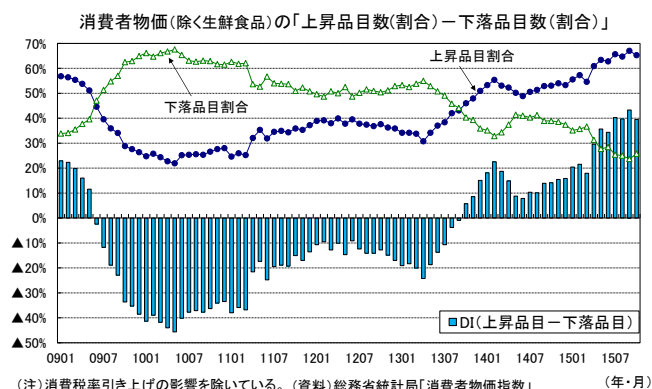
消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は2013年4月以降、前年比で上昇を続けてきたが、原油価格下落に伴うエネルギー価格の低下を主因として2015年8月からは3ヵ月連続の下落となっている。一方、物価上昇がある程度継続してきたこともあり、かつてに比べ企業の値上げ

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てみると、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%程度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0.9%、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。



日本経済の見通し (2015年7-9月期2次QE(12/8発表)反映後)

(単位: %) 前回予測 (2015.11)

	2014年度 実績	2015年度 予測	2016年度 予測	2017年度 予測	15/4-6 実績	15/7-9 実績	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	17/4-6 予測	17/7-9 予測	17/10-12 予測	18/1-3 予測	2015年度	2016年度	2017年度
実質GDP	▲1.0	1.1	1.6	0.0	▲0.1	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.9	▲1.3	0.1	0.3	0.3	0.9	1.6	0.0
内需寄与度	(▲1.6)	(1.0)	(1.7)	(▲0.6)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(1.2)	(▲2.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.3)	(0.8)	(1.8)	(▲0.7)
内、民間	(▲1.5)	(0.8)	(1.6)	(▲0.8)	(▲0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(1.1)	(▲2.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.6)	(1.7)	(▲0.8)
内、公需	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.2)
外需寄与度	(0.6)	(0.1)	(▲0.2)	(0.7)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.3)	(0.7)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.2)	(0.7)
民間最終消費支出	▲2.9	0.5	2.1	▲1.7	▲0.5	0.4	0.4	0.6	0.3	0.4	0.7	1.7	▲3.6	0.2	0.1	0.2	0.7	2.1	▲1.8
民間住宅投資	▲11.7	3.2	4.6	▲6.4	2.5	2.0	▲0.8	0.6	1.8	2.3	0.8	0.1	▲6.6	▲2.0	0.7	1.1	3.1	4.5	▲7.1
民間企業設備投資	0.1	2.0	4.7	1.5	▲1.3	0.6	1.1	1.0	1.0	1.3	1.5	1.7	▲1.5	0.4	0.5	0.8	0.3	3.9	1.3
政府最終消費支出	0.1	1.2	0.6	0.7	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	1.4	0.5	0.6
公的固定資本形成	▲2.6	▲1.3	▲0.8	1.1	3.3	▲1.5	▲2.4	▲1.8	1.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3	▲0.9	▲1.0	1.1
輸出	7.8	1.6	4.4	4.2	▲4.3	2.7	1.2	0.7	1.1	0.9	1.1	0.9	1.3	0.8	1.2	1.1	1.5	4.6	4.1
輸入	3.3	1.4	6.0	0.5	▲2.6	1.7	1.1	1.3	1.2	1.5	1.9	2.6	▲3.1	0.2	0.4	0.7	1.4	6.4	0.3
名目GDP	1.5	2.3	1.6	1.0	0.2	0.4	0.2	0.3	0.8	▲0.0	0.4	0.9	0.2	▲0.3	0.3	0.2	2.1	1.4	1.2

(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。その他の需要項目はすべて前期比。

<主要経済指標>

(単位: %)

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	15/4-6	15/7-9	15/10-12	16/1-3	16/4-6	16/7-9	16/10-12	17/1-3	17/4-6	17/7-9	17/10-12	18/1-3	2015年度	2016年度	2017年度
総工業生産 (前期比)	▲0.4	▲0.4	3.7	▲0.1	▲1.4	▲1.2	0.8	1.3	1.0	0.8	1.3	1.4	▲2.3	0.1	0.4	0.5	▲0.2	3.6	0.0
国内企業物価 (前年比)	2.8	▲2.7	▲0.4	2.3	▲2.2	▲3.6	▲3.5	▲1.8	▲1.8	▲0.9	0.6	0.8	2.5	2.5	2.3	2.1	▲2.7	0.1	2.3
消費者物価 (前年比)	2.9	0.3	0.9	2.1	0.5	0.2	0.2	0.3	0.7	0.8	1.0	1.1	2.2	2.1	2.0	2.0	0.3	1.0	2.1
消費者物価 (生鮮食品除き)	2.8	0.1	0.9	2.1	0.1	▲0.1	0.0	0.3	0.6	0.8	1.0	1.1	2.2	2.1	2.0	2.0	0.1	1.0	2.1
(消費税除き)	(0.8)	(0.1)	(0.9)	(0.8)	(0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(0.3)	(0.6)	(0.8)	(1.0)	(1.1)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.7)	(0.1)	(1.0)	(0.8)
経常収支 (兆円)	7.9	17.1	15.5	17.8	16.9	14.8	17.5	19.1	18.9	15.0	14.4	13.5	19.0	15.8	17.7	18.4	16.0	12.7	16.2
{名目GDP比}	(1.6)	(3.4)	(3.0)	(3.5)	(3.4)	(2.9)	(3.5)	(3.8)	(3.7)	(3.0)	(2.8)	(2.6)	(3.7)	(3.1)	(3.5)	(3.6)	(3.2)	(2.5)	(3.2)
失業率 (%)	3.5	3.3	3.1	3.2	3.3	3.4	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.3	3.1	3.3
住宅着工戸数 (万戸)	88	92	94	85	95	92	89	90	92	94	96	93	86	84	84	85	93	97	87
10年国債利回り (定期基準%)	0.4	0.4	0.5	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.4	0.5	0.7
為替 (円/1ドル)	110	123	128	132	121	122	122	125	126	127	128	129	131	132	133	132	123	128	133
原油価格 (CIF, 1' bbl / 1' bbl)	91	52	52	58	59	59	47	44	48	51	53	55	56	58	59	60	54	58	63
経常利益 (前年比)	5.9	11.5	15.8	0.8	23.8	9.0	4.6	8.9	3.9	16.2	19.3	24.5	0.5	1.7	3.2	▲1.9	12.0	14.6	1.1

(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「四半期別GDP速報」、経済産業省「総工業指数」、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もありません。