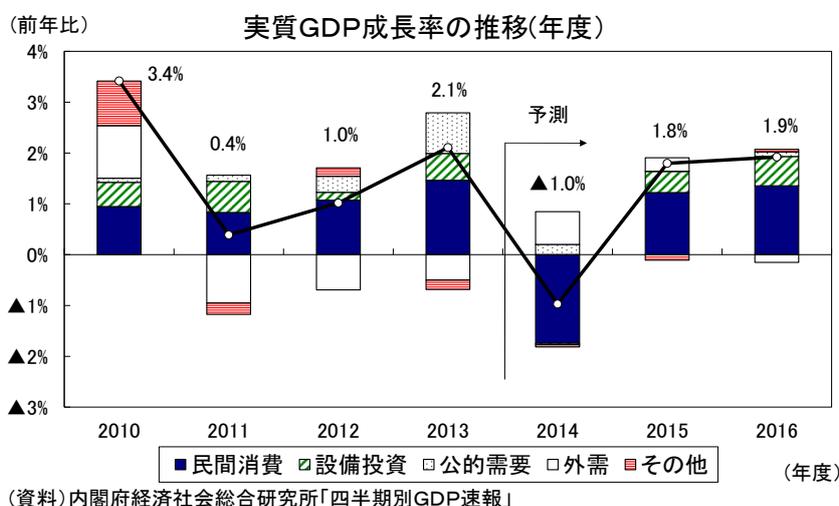


Weekly
エコノミスト・
レター2015・2016 年度経済見通し
～14年10-12月期GDP2次速報後改定

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：2014年度▲1.0%、2015年度1.8%、2016年度1.9%を予想＞

1. 2014年10-12月期の実質GDP（2次速報値）は民間在庫、設備投資の下方修正などから1次速報の前期比0.6%（年率2.2%）から前期比0.4%（年率1.5%）へと下方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、2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2014年度が▲1.0%、2015年度が1.8%、2016年度が1.9%と予想する。2014年10-12月期の実績値の下方修正を受けて2014年度の見通しを▲0.1%下方修正した。
3. 消費増税後の落ち込みからの回復は力強さに欠けているが、先行きは原油安の恩恵が家計、企業に広がることにより、個人消費、設備投資を中心に景気の回復基調が強まる可能性が高い。
4. 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は2015年度入り後にいったんマイナスとなる可能性が高いが、原油価格の上昇や景気回復に伴う需給バランスの改善などから2015年内には再びプラスとなるだろう。消費者物価上昇率は2014年度が0.9%、2015年度が0.3%、2016年度が1.3%と予想する（消費税の影響を除く）。



1. 2014年10-12月期は前期比年率1.5%へ下方修正

3/9に内閣府が公表した2014年10-12月期の実質GDP(2次速報値)は前期比0.4%(年率1.5%)となり、1次速報の前期比0.6%(年率2.2%)から下方修正された。

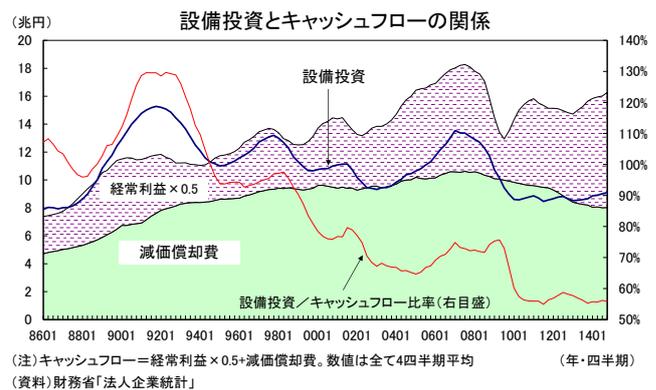
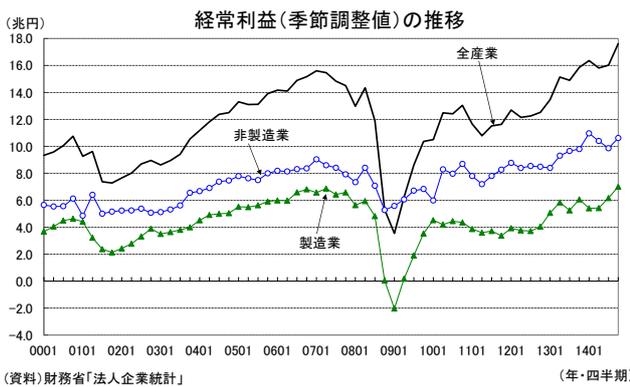
民間消費(前期比0.3%→同0.5%)、公的固定資本形成(前期比0.6%→同0.8%)は1次速報から上方修正されたが、10-12月期の法人企業統計の結果が反映されたことにより、民間在庫が前期比・寄与度0.2%から同▲0.2%へと大幅に下方修正されたことに加え、設備投資も前期比0.1%から同▲0.1%へと下方修正された。設備投資は消費税率引き上げ後の2014年4-6月期から3四半期連続の減少となった。

1次速報から2次速報への下方修正の主因は民間在庫の下方修正で、このこと自体は在庫調整の進展を示すものと捉えることができるため、悲観的に捉える必要はない。ただし、2四半期連続マイナス成長の後としては戻りが弱く、消費増税後の落ち込みからの回復が力強さに欠けるものとなっているとの判断は1次速報時点から変わらない。

(企業の設備投資抑制姿勢は変わらず)

3/2に財務省から公表された法人企業統計によると、2014年10-12月期の全産業(金融業、保険業を除く)の経常利益は前年比11.6%と12四半期連続の増加となり、7-9月期の同7.6%から伸びを高めた。国内需要の回復力の弱さを反映し、売上高は7-9月期の前年比2.9%から同2.4%へと伸びが鈍化したが、原油安の影響などから売上高経常利益率が2013年10-12月期の4.9%から5.3%へと改善したことが収益を押し上げた。

季節調整済の経常利益は17.6兆円と過去最高水準を更新した。非製造業が2013年度中にリーマン・ショック前の水準を上回る一方、輸出の伸び悩みなどから製造業はリーマン・ショック前の水準を下回っていた。しかし、円安基調の継続や輸出の持ち直しを受けて2014年下期に急回復し、製造業の利益水準もリーマン・ショック前を上回った。

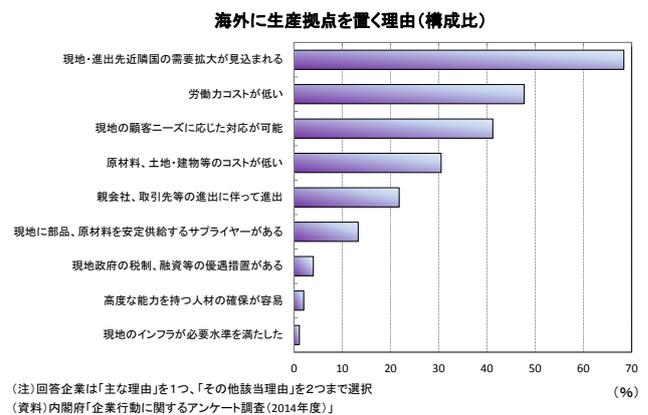


企業収益が消費増税後も好調を維持しているにもかかわらず、設備投資は依然として力強さに欠けている。2014年10-12月期の設備投資は前年比2.8%と7四半期連続で増加したが、7-9月期の同5.5%から伸びが鈍化した。足もとの設備投資の水準は減価償却費を若干上回っているものの、キャッシュフローに対する比率は50%台半ばの低水準で推移しており、企業の設備投資意欲の弱さ

を示している。

内閣府の「2014年度企業行動アンケート調査」によれば、2013年度の海外現地生産比率（製造業）は22.3%と前年度から1.6%上昇し、5年後には26.2%まで上昇する見通しとなっている。この2年で大幅な円安が進んだにもかかわらず海外生産シフトに歯止めがかかる兆しは見られない。生産拠点を海外に置く理由としては、「現地・進出先近隣国の需要拡大が見込まれる」を挙げる企業の割合が68.4%と最も高くなっている。このことは、国内外の成長率格差が広がったままでは、円安基調が続いたとしても設備投資の国内回帰が進みにくいことを意味している。

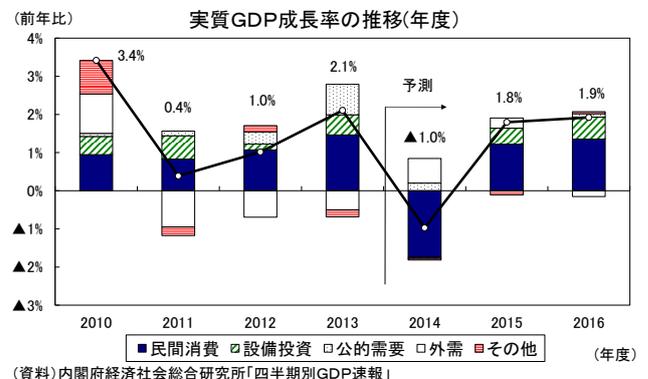
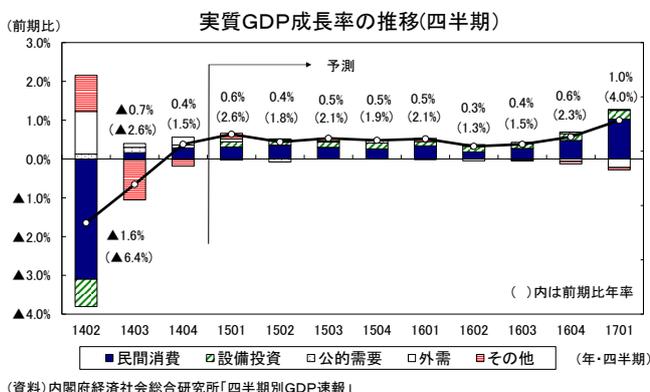
企業収益の大幅改善を受けて設備投資は徐々に伸びを高めることが見込まれるが、企業の国内に対する成長期待が高まることによって設備投資の回復が本格化するまでには時間を要するだろう。



2. 実質成長率は2014年度▲1.0%、2015年度1.8%、2016年度1.9%

(2014年度の成長率見通しを下方修正)

2014年10-12月期のGDP2次速報を受けて、2/17に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2014年度が▲1.0%、2015年度が1.8%、2016年度が1.9%と予想する(2/17時点ではそれぞれ▲0.9%、1.8%、1.9%)。2014年10-12月期の実績値の下方修正を反映し、2014年度の成長率見通しを▲0.1%下方修正した。2015年1-3月期以降の成長のパスはほとんど変えていない。



(2015年度、2016年度は2%近い成長へ)

原油安の恩恵は2015年に入ってから家計、企業に本格的に波及する。具体的にはエネルギー価格を中心に消費者物価上昇率が低下し家計の実質購買力を押し上げることが個人消費の回復を後押しし、原油安に伴う調達コストの軽減が企業収益を押し上げることが設備投資の増加に寄与するだろう。2015年1-3月期の実質GDPは個人消費の回復が続く中、設備投資が4四半期ぶりに増加することなどから前期比年率2.6%と伸びを高め、その後もプラス成長が続くことが予想される。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。

実質GDP成長率は2014年度に▲1.0%と5年ぶりのマイナス成長となった後、2015年度が1.8%、2016年度が1.9%と2年続けて2%近い高成長になると予想する。

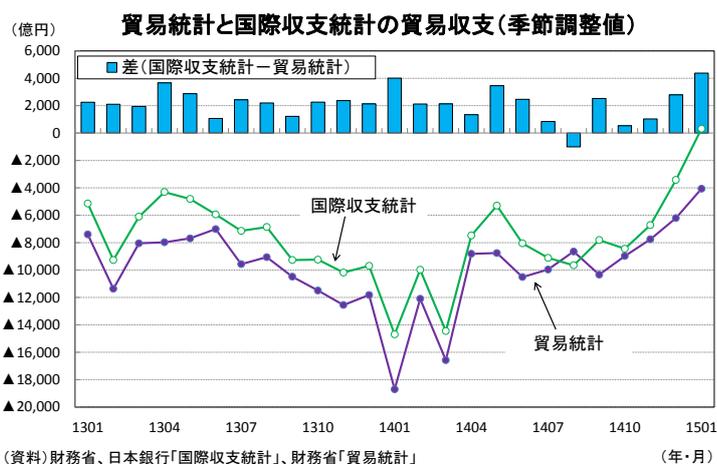
(貿易収支、経常収支の見通し)

貿易収支(貿易統計ベース)は2011年3月の東日本大震災以降、4年近くにわたって赤字が続いているが、原油価格下落に伴う輸入金額の減少や輸出数量の持ち直しからここに来て赤字幅は縮小傾向にある。原油価格(ドバイ)は2015年1月の1バレル=40ドル台半ばを底に50ドル台後半まで持ち直しているが、原油価格の下落が貿易統計の輸入価格に反映されるまでにはタイムラグがあるため、鉱物性燃料の輸入価格はしばらく低下することが見込まれる。輸出数量の持ち直しと輸入価格の低下から貿易収支は2015年度入り後に黒字に転換することが予想される。

しかし、貿易黒字がそのまま定着する可能性は低いだろう。原油価格の持ち直しや円安による輸入価格の上昇に加え、消費税率引き上げに伴う国内需要の悪化を反映し低調に推移していた輸入数量も先行きは国内需要の回復を受けて増加ペースが高まることを見込まれる。このため、貿易収支は2015年後半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。

なお、3/9に公表された「国際収支統計」では、2015年1月の貿易収支(季節調整値)が317億円と小幅ながらも2011年9月以来3年4ヵ月ぶりの黒字となった。

「国際収支統計」の財の輸出入と「貿易統計」の輸出入では、評価建値、計上範囲、計上時期で相違があり、貿易収支の水準は国際収支統計のほうが高くなっている。貿易統計ベースの貿易収支(季節調整値)は2015年1月時点で▲4,061億円の赤字となっており、黒字に転換するのは2015年度入り後となる可能性が高い。



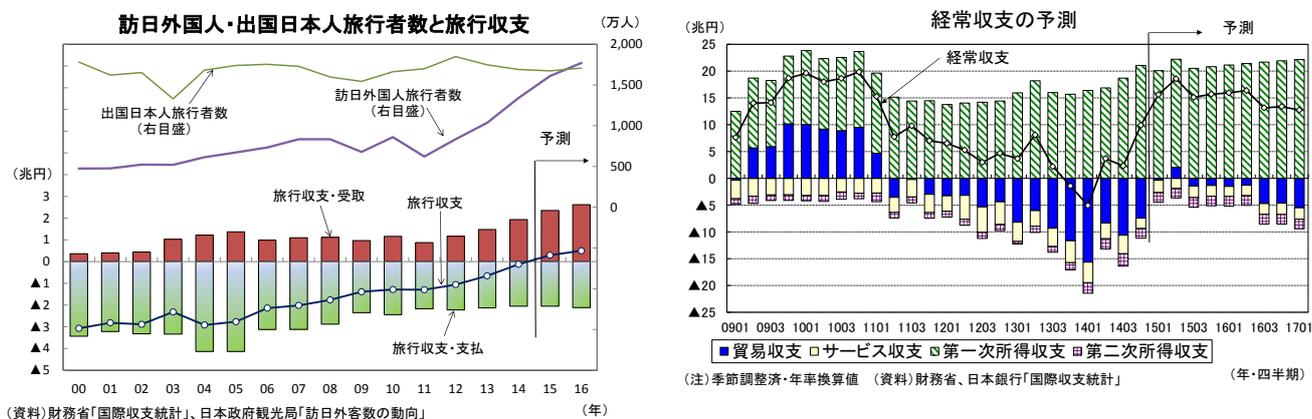
経常収支は駆け込み需要に伴う輸入の増加による貿易赤字の拡大を主因として2014年1-3月期

には▲5.1兆円（季節調整済・年率換算値）の赤字となった。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改善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10-12月期には黒字幅が9.9兆円まで拡大した。

2015年前半は貿易収支が黒字に転換することから、経常収支の黒字幅は20兆円近くまで拡大し、東日本大震災以前の水準まで回復するだろう。ただし、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20兆円を上回る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、旅行収支は東アジア諸国のビザの発給要件緩和に大幅な円安という追い風が加わり訪日外国人旅行者数が急増しているため、赤字幅が大きく縮小している。2014年の旅行収支の赤字幅は▲1,251億円と2013年の▲6,545億円から大きく縮小したが、2015年は黒字に転換することが確実であり、2016年には訪日外国人旅行者数が出国日本人旅行者数を上回ることで、旅行収支の黒字幅はさらに拡大するだろう。

経常収支は2013年度実績の0.8兆円（名目GDP比0.2%）から、2014年度が7.9兆円（同1.6%）、2015年度が16.3兆円（同3.2%）と大きく拡大した後、2016年度は13.9兆円（同2.7%）と黒字幅が若干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1月には前年比0.2%となった。

ガソリン、灯油価格が前年比で二桁のマイナスとなる一方、燃料費調整が市場価格に遅れて反映される電気代、ガス代は上昇を続けている。しかし、2015年4月以降は原油価格の大幅下落が反映されることにより電気代、ガス代も値下げが始まり、夏までには前年比でマイナスとなるだろう。コアCPI上昇率に対するエネルギーの寄与度(消費税の影響を除く)は2015年1月の▲0.32%か

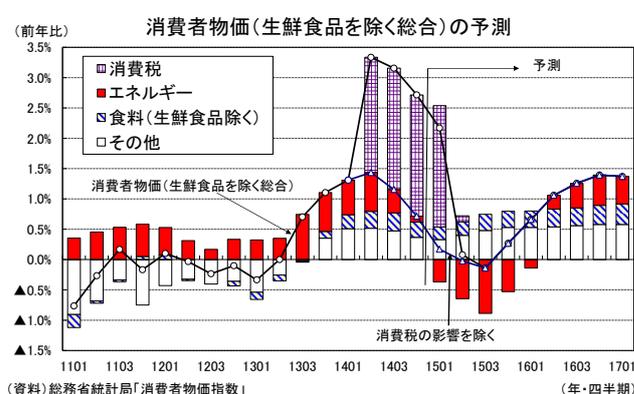
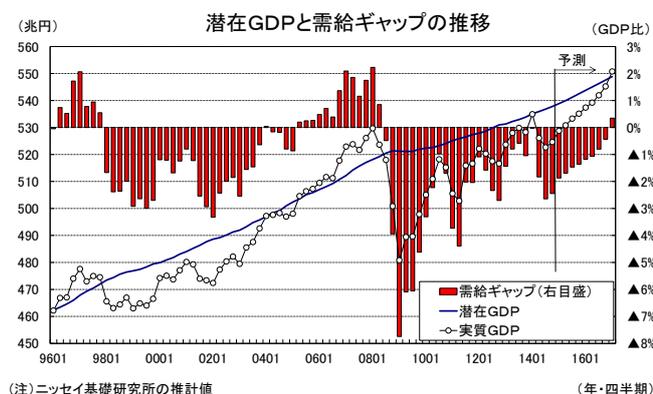
ら 2015 年夏頃にかけてマイナス幅が▲1%近くまで拡大することが見込まれる。

コア CPI 上昇率鈍化の主因は原油価格下落に伴うエネルギー価格の上昇率低下だが、原油価格の影響を直接受けない品目についても伸び率は鈍化傾向にある。食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合（いわゆるコアコア CPI）は 2014 年 4 月には前年比 0.8%（消費税の影響を除く）まで伸びを高めたが、2015 年 1 月には同 0.4%まで上昇率が縮小している。消費増税後の景気減速に伴う需給の悪化によって企業が値上げをしにくい状況となっている可能性が高い。

当研究所が推計した需給ギャップは、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を主因として高成長となった 2014 年 1-3 月期にはゼロ近傍となったが、2014 年度入り後に 2 四半期連続のマイナス成長となったため、2014 年 7-9 月期には▲2.6%（GDP 比）と再び大幅なマイナスとなった。2014 年 10-12 月期は 3 四半期ぶりのプラス成長となったものの、需給ギャップは▲2.4%と依然として大幅なマイナス圏にある。食料品を中心に円安によるコスト増を価格転嫁する動きが一部に見られるものの、エネルギー価格下落の影響がそれを大きく上回ることで、需給要因による物価押し上げは当面期待できないことから、コア CPI 上昇率は鈍化傾向が続き、2015 年夏までにはいったんマイナスとなる公算が大きい。

一方、物価上昇がある程度継続してきたこと、政府・日銀がデフレ脱却を経済の最優先課題とし、消費税率引き上げ時には価格転嫁を促進する政策をとったことなどから、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と考えられる。このため、原油価格上昇に伴い原材料価格が上昇した場合には、比較的スムーズな価格転嫁が行われる可能性が高い。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、2016 年度末には需給ギャップがプラス圏に浮上することが予想される。原油価格の上昇に需給バランスの改善が加わることで、コア CPI 上昇率は 2015 年末までには再びプラスとなり、2016 年入り後は 1%台まで伸びを高めるだろう。

コア CPI 上昇率は 2014 年度の前年比 2.9%（0.9%）の後、2015 年度が同 0.3%、2016 年度が同 1.3%と予想する（括弧内は消費税率引き上げの影響を除くベース）



日本経済の見通し (2014年10-12月期2次QE(3/9発表)反映後)

(単位: %)

前回予測 (2015.2)

	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	2014年度	2015年度	2016年度
	実績	予測	予測	予測	実績	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測
実質GDP	2.1	▲1.0	1.8	1.9	▲1.6	▲0.7	0.4	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	0.3	0.4	0.6	1.0	▲0.9	1.8	1.9
内需寄与度	(2.6)	(▲1.6)	(1.5)	(2.1)	(▲2.7)	(▲0.7)	(0.2)	(0.6)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(1.2)	(▲1.5)	(1.6)	(2.0)
内、民間	(1.8)	(▲1.8)	(1.5)	(2.0)	(▲2.8)	(▲0.8)	(0.1)	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(1.2)	(▲1.7)	(1.5)	(1.9)
内、公需	(0.8)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.0)	(0.1)
外需寄与度	(▲0.5)	(0.6)	(0.3)	(▲0.2)	(1.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.6)	(0.2)	(▲0.1)
民間最終消費支出	2.5	▲2.9	2.1	2.3	▲5.0	0.3	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	0.6	0.3	0.5	0.8	1.7	▲3.1	2.1	2.3
民間住宅投資	9.3	▲12.1	▲2.7	5.7	▲10.3	▲7.0	▲1.2	0.8	▲0.8	0.1	▲1.0	1.3	2.5	2.6	0.9	0.3	▲12.1	▲2.7	5.6
民間企業設備投資	4.0	▲0.2	3.1	4.2	▲5.0	▲0.2	▲0.1	1.0	0.9	1.0	1.1	0.8	1.1	0.8	1.2	1.6	▲0.0	2.8	4.0
政府最終消費支出	1.6	0.6	0.9	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.4	0.8	0.5
公的固定資本形成	10.3	2.4	▲3.8	▲0.2	1.1	2.1	0.8	▲1.9	▲2.9	▲0.5	0.2	▲0.3	▲0.2	0.1	0.3	0.0	2.2	▲2.5	▲0.1
輸出	4.7	7.3	5.9	4.6	▲0.3	1.5	2.8	1.4	1.1	1.2	1.3	1.2	1.0	1.2	1.2	1.1	7.2	5.8	4.9
輸入	6.7	3.1	4.9	6.3	▲5.3	1.0	1.3	1.1	1.1	1.2	1.4	1.4	1.4	1.5	1.7	2.5	3.1	5.1	6.3
名目GDP	1.8	1.6	2.7	2.2	0.3	▲0.9	1.0	1.9	0.6	0.1	▲0.0	1.3	0.5	0.3	0.2	1.8	1.6	2.7	2.2

(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: %)

	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	2014年度	2015年度	2016年度
	実績	予測	予測	予測	実績	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測
鉱工業生産 (前期比)	3.2	▲0.6	3.1	3.2	▲3.8	▲1.9	1.7	1.8	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	1.3	2.0	▲0.7	2.6	3.2
国内企業物価 (前年比)	1.9	2.7	▲1.5	1.5	4.3	4.0	2.4	0.1	▲2.9	▲2.8	▲1.3	1.1	1.5	1.4	1.6	1.5	2.7	▲1.6	1.5
消費者物価 (前年比)	0.9	2.9	0.3	1.3	3.6	3.3	2.5	2.2	0.2	▲0.0	0.3	0.7	1.1	1.3	1.4	1.4	2.9	0.3	1.3
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.8	2.9	0.3	1.3	3.3	3.2	2.7	2.2	0.1	▲0.1	0.3	0.7	1.1	1.3	1.4	1.4	2.9	0.3	1.3
(消費税除き)	(0.8)	(0.9)	(0.3)	(1.3)	(1.4)	(1.2)	(0.7)	(0.2)	(0.0)	(▲0.1)	(0.3)	(0.7)	(1.1)	(1.3)	(1.4)	(1.4)	(0.9)	(0.3)	(1.3)
経常収支 (兆円)	0.8	7.9	16.3	13.9	3.7	2.3	9.9	15.6	18.6	15.1	15.7	16.0	16.4	13.1	13.4	12.7	8.2	17.1	14.8
{(名目GDP比)}	(0.2)	(1.6)	(3.2)	(2.7)	(0.8)	(0.5)	(2.0)	(3.1)	(3.7)	(3.0)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(2.6)	(2.6)	(2.4)	(1.7)	(3.4)	(2.9)
失業率 (%)	3.9	3.6	3.4	3.3	3.6	3.6	3.5	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.6	3.4	3.3
住宅着工戸数 (万戸)	99	88	88	93	89	86	88	89	89	88	87	88	91	93	94	93	88	88	93
10年国債利回り (店頭基準%)	0.7	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.4	0.5	0.7
為替 (円/1\$)	100	110	123	125	102	104	115	119	122	122	123	124	124	125	125	126	110	123	125
原油価格 (CIF, 1' 3/4"/1バレル)	110	91	69	76	110	109	88	56	64	67	71	73	75	76	76	76	90	67	75
経常利益 (前年比)	23.6	7.9	9.1	10.9	4.5	7.6	11.6	7.6	13.2	10.9	4.6	8.5	9.4	8.3	10.3	15.0	4.3	6.7	10.7

(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「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もありません。