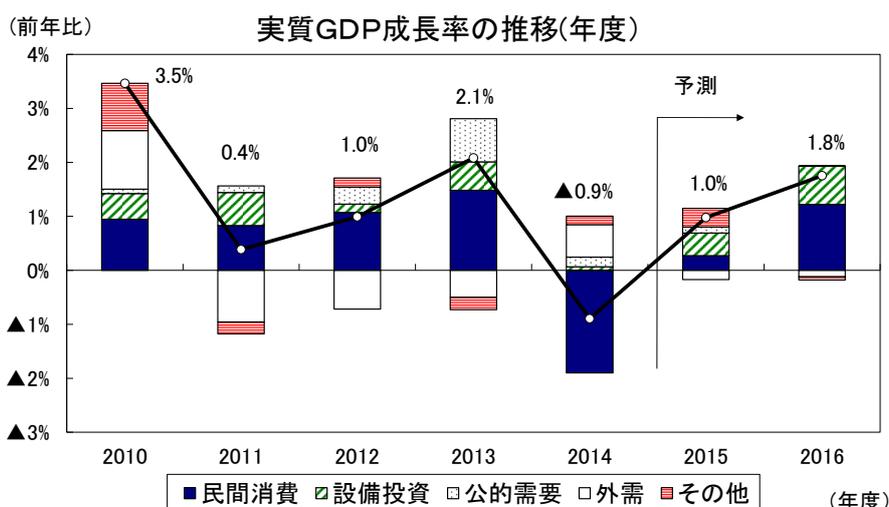


Weekly
エコノミスト・
レター2015・2016 年度経済見通し
～15年4-6月期GDP2次速報後改定

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1.0%、2016年度1.8%を予想>

1. 2015年4-6月期の実質GDP（2次速報値）は、設備投資が下方修正されたものの、民間在庫品増加が大幅に上方修正されたことから、1次速報の前期比▲0.4%（年率▲1.6%）から前期比▲0.3%（年率▲1.2%）へと上方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、8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1.0%、2016年度が1.8%と予想する。夏場の景気が想定よりやや下振れしていることを受けて、2015年度の見通しを0.1%下方修正した。
3. 2015年7-9月期は民間消費、設備投資が増加に転じることなどから前期比年率0.8%のプラス成長に復帰すると予想するが、輸出、消費を中心に下振れリスクがある。
4. 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は2015年7-9月期に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年度末までには再びプラスとなる可能性が高い。年度ベースでは2015年度が0.1%、2016年度が1.3%と予想する。



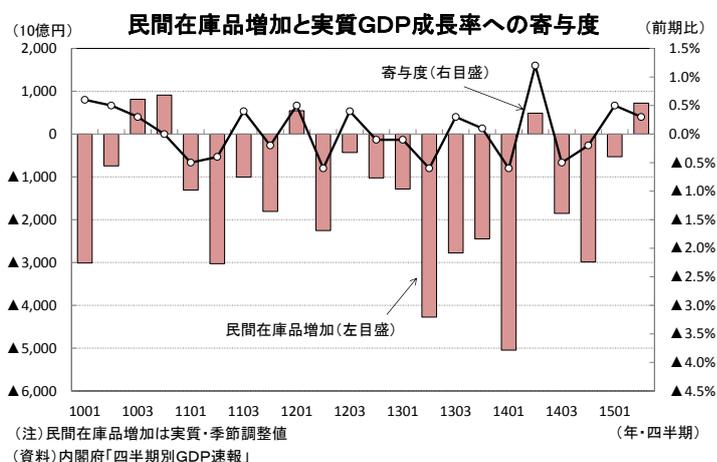
1. 2015年4-6月期は前期比年率▲1.2%へ上方修正

9/8に内閣府が公表した2015年4-6月期の実質GDP（2次速報値）は前期比▲0.3%（年率▲1.2%）となり、1次速報の前期比▲0.4%（年率▲1.6%）から上方修正された。

4-6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▲0.1%から同▲0.9%へと下方修正されたが、民間在庫品増加が1次速報の前期比・寄与度0.1%から同0.3%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、鉱工業指数、商業動態統計などの基礎統計をもとに推計されていた製品在庫、流通在庫も基礎統計の確報化等から上方修正された。その他の需要項目では、民間消費が上方修正（前期比▲0.8%→同▲0.7%）される一方、公的固定資本形成が下方修正（前期比2.6%→同2.1%）された。

成長率は上方修正されたが、景気の牽引役となることが期待されていた設備投資が下方修正される一方、在庫の積み上がりが成長率を押し上げる形となっており、内容は悪い。民間在庫品増加は2015年1-3月期も成長率を押し上げた（前期比・寄与度0.5%）が、実額は▲0.5兆円とマイナスでストックとしての在庫は減少していた。4-6月期の民間在庫品増加は+0.7兆円と消費税率引き上げ直後の2014年4-6月期以来のプラスとなったが、このことはストックとしての在庫が増加したことを意味する。形態別には4形態のうち製品在庫、原材料在庫、流通在庫の3形態がプラスとなった。

在庫の増加は需要拡大を見越した「積極的な積み増し」と「意図せざる積み上がり」に分けられるが、4-6月期は最終需要が落ち込む中で在庫の増加であるため、「意図せざる積み上がり」と考えられる。4-6月期の民間在庫品増加の動きは在庫調整圧力の高さを示しており、景気の先行きを見る上ではネガティブに捉えられるだろう。

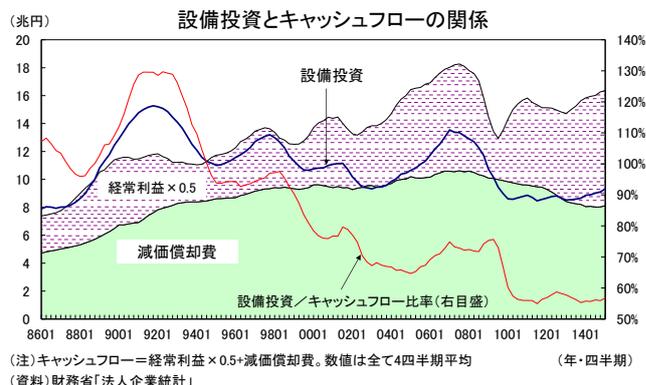
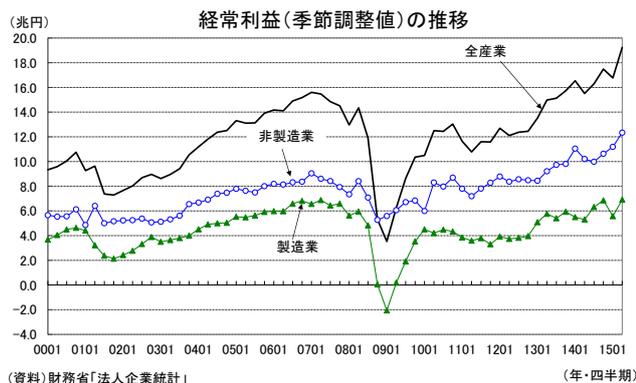


（企業の設備投資抑制姿勢は変わらず）

9/1に財務省から公表された法人企業統計によると、2015年4-6月期の全産業（金融業、保険業を除く）の経常利益は前年比23.8%と14四半期連続の増加となり、1-3月期の同0.4%から伸びが大きく加速した。輸出、国内需要ともに弱めの動きとなったことを反映し、売上高は前年比1.1%（前期比▲0.0%）と伸び悩んだが、原油価格下落の効果から売上高経常利益率が2014年4-6月期の5.2%から6.4%へと大きく改善したことが大幅増益につながった。

季節調整済の経常利益は19.2兆円と過去最高を更新した。非製造業が過去最高の更新を続ける一方、製造業はリーマン・ショック前のピーク時を超えられずにいたが、2015年4-6月期に前期比

23.8%の高い伸びとなったことにより2007年4-6月期を上回り、過去最高水準を更新した。

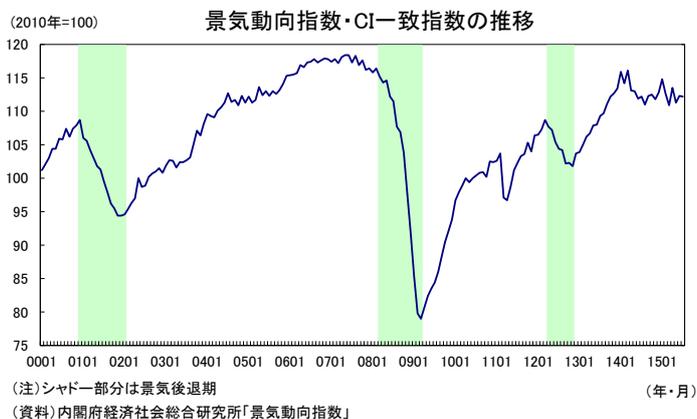


企業収益が好調を維持しているにもかかわらず、設備投資は依然として力強さに欠けている。2014年4-6月期の設備投資(ソフトウェアを含む)は前年比5.6%と9四半期連続で増加したが、1-3月期の同7.3%から伸びが鈍化し、季節調整済の設備投資(ソフトウェアを除く)は前期比▲2.7%と4四半期ぶりの減少となった。足もとの設備投資の水準は減価償却費を上回っているものの、キャッシュフローに対する比率は50%台半ばの低水準で推移しており、企業の設備投資意欲の弱さを示している。

(足もとの景気はやや弱めの動き)

2015年4-6月期のGDP1次速報後に公表された7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動きとなっている。7月の鉱工業生産指数は前月比▲0.6%と2ヵ月ぶりの低下となった。8月(前月比2.8%)、9月(同▲1.7%)の予測指数で先延ばしすると、7-9月期の生産指数は前期比0.7%となるが、生産の実績値が予測指数から下振れる傾向があることを踏まえると、実際の生産は4-6月期に続きマイナスとなる可能性も否定できない。

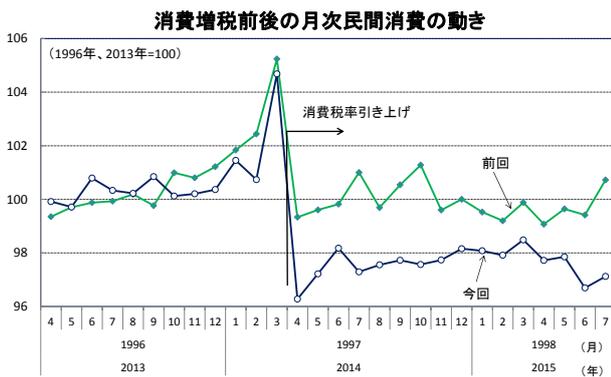
生産活動の停滞を反映し、景気動向指数のCI一致指数は低調に推移しており、内閣府による基調判断も2015年5月分から7月分まで「足踏み」が続いている。



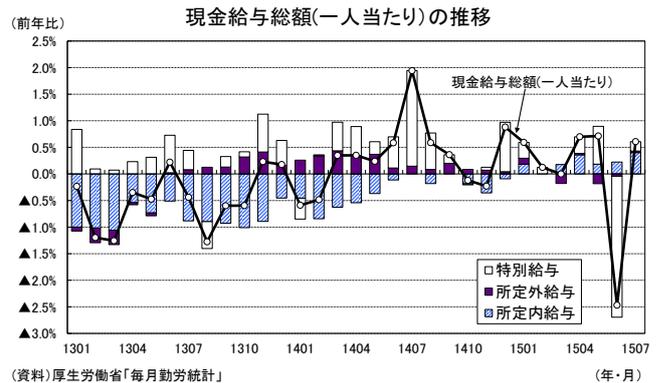
また、7月の家計調査では前年同月が駆け込み需要の反動で大きく落ち込んでいたため高めの伸びになりやすかったにもかかわらず、実質消費支出が前年比▲0.2%と2ヵ月連続の減少となった。当研究所が作成している月次民間消費(GDP統計の民間消費を月次化したもの)は2015年6月に前月比▲1.2%と大きく落ち込んだ後、7月は同0.4%と持ち直したが、7月の水準は4-6月期の平均よりも▲0.3%低くなっている。個人消費の回復は想定よりも大きく遅れている。

原油価格の下落に伴う物価上昇率の低下によって物価高による実質所得の押し下げ圧力は和らいでいるが、その一方で名目賃金の伸び悩みが消費の抑制要因となっている。6月の毎月勤労統計

で特別給与の大幅減少（前年比▲6.7%）を主因として現金給与総額が前年比▲2.5%となった際には、夏のボーナスの支給時期が昨年度よりも後ずれしている可能性が指摘されていた。しかし、7月の特別給与は前年比0.3%の小幅増加にとどまり、6、7月の合計では前年比▲4.1%の減少となった。特別給与は8月に支給される企業もあるが、その割合は金額ベースで5%以下にすぎない（過去10年間の特別給与の支給額の割合は6月が60%、7月が36%、8月が4%）。毎月勤労統計の夏季賞与に関する最終結果は、6～8月の「特別給与」のうち賞与として支給されたものを特別集計したものが、11/9に公表される予定であるが、前年比で明確な増加という大方の事前予想を大きく下回る可能性が高くなった。



(注) 月次民間消費はニッセイ基礎研究所の推計値

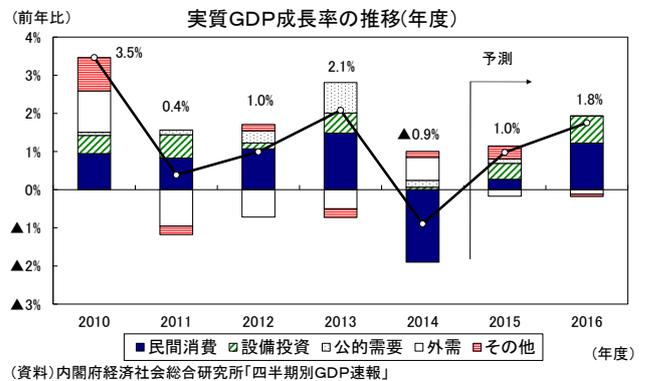
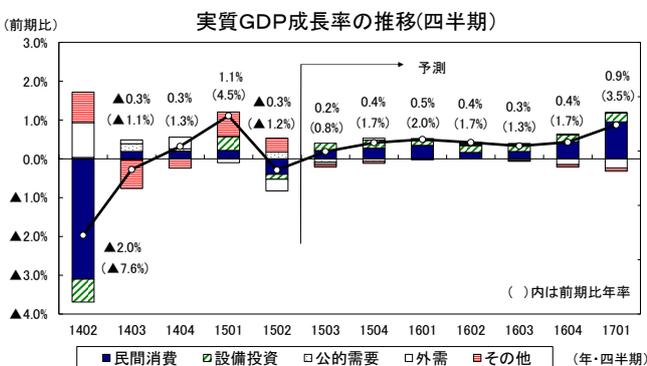


2. 実質成長率は2015年度1.0%、2016年度1.8%

(2015年度の成長率見通しを下方修正)

2015年4-6月期のGDP2次速報を受けて、8/18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1.0%、2016年度が1.8%と予想する(8/18時点ではそれぞれ1.1%、1.8%)。

2015年4-6月期の成長率は上方修正されたが、夏場の個人消費、生産関連指標が想定よりも下振れていることを受けて7-9月期の成長率を前期比年率1.8%から同0.8%へと引き下げたことから、2015年度の見通しを0.1%下方修正した。



2015年7-9月期は消費者物価上昇率がマイナスに転じる可能性が高く、このことが家計の実質購

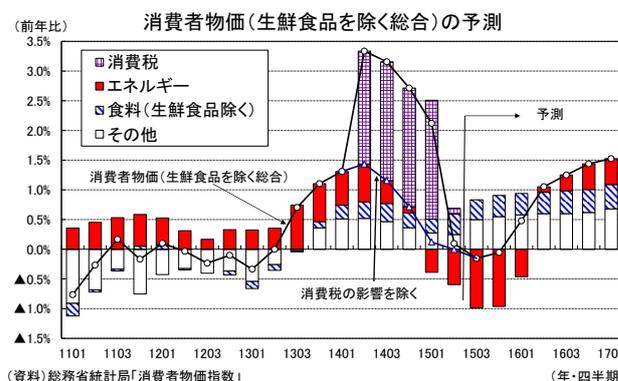
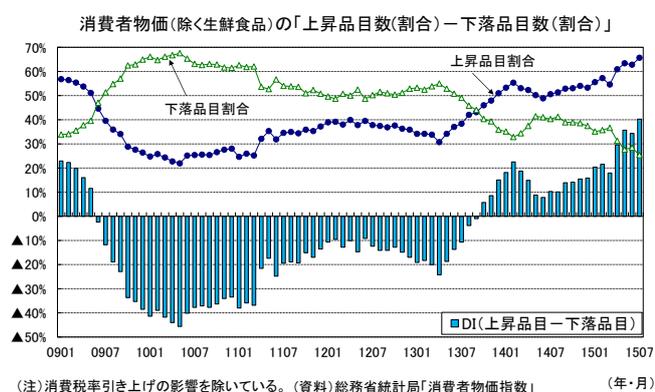
買力を押し上げ、個人消費を下支えすることが期待される。ただし、名目賃金の伸び悩みが続いていることから持ち直しのペースは鈍く、7-9月期の民間消費は前期比0.4%の増加にとどまり、4-6月期の落ち込み（同▲0.7%）を取り戻すには至らないだろう。民間消費が消費税率引き上げに備えた駆け込み需要が本格化する前（2013年10-12月期）の水準に戻るのには2016年度後半までずれ込みそうだ。

一方、設備投資は2015年4-6月期には前期比▲0.9%と3四半期ぶりの減少となったが、1-3月期が同2.6%の高い伸びとなった反動もあること、日銀短観、日本政策投資銀行などの設備投資計画が強めであること、先行指標である機械受注が増加を続けていること、などからすれば、好調な企業収益を背景とした回復基調は維持されていると判断される。前述したように設備投資意欲が大きく高まっているとはいえないが、先行きも円安や原油価格下落による企業収益の改善が見込まれるため、設備投資は7-9月期に増加に転じ、その後も潤沢なキャッシュフローを背景とした回復基調が続くことが予想される。一方、輸出は7-9月期には前期比で増加に転じるものの、海外経済の減速が続くことから持ち直しのペースは当面緩やかにとどまるだろう。

（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年入り後はゼロ近傍の動きが続いている。

燃料費調整が市場価格に遅れて反映されるガス代、電気代はそれぞれ5月、6月によりやく前年比で下落に転じたが、下落幅は今後さらに拡大することが見込まれる。コア CPI 上昇率に対するエネルギーの寄与度は2015年4-6月期の▲0.6%から7-9月期には▲1%程度まで拡大する可能性が高い。コア CPI 上昇率は2015年8月に2年4ヵ月ぶりにマイナスとなった後、当面はマイナス圏の推移が続くことが予想される。



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、円安による原材料価格の上昇に対応した価格転嫁は幅広い品目で行

われており、品目数で見れば上昇品目数が6割を超え下落品目数を大きく上回っている。値上がりが目立つのは食料品だが、トイレットペーパー、ポリ袋などの日用品、宿泊料、テーマパーク入場料、月謝類などのサービスでも幅広い品目で値上げが行われている。コアCPI上昇率は前年比でゼロ近傍の動きが続いているが、物価上昇の裾野は広がっている。

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。コアCPI上昇率は2015年度末までには再びプラスとなり、原油価格下落の影響が一巡する2016年度入り後には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0.1%、2016年度が同1.3%と予想する。

日本経済の見通し (2015年4-6月期2次QE(9/8発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2015.8)

	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 実績	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	1.0	1.8	▲2.0 ▲7.6 ▲0.4	▲0.3 ▲1.1 ▲1.4	0.3 1.3 ▲1.0	1.1 4.5 ▲0.8	▲0.3 ▲1.2 0.8	0.2 0.8 1.2	0.4 1.7 1.2	0.5 2.0 0.7	0.4 1.7 1.5	0.3 1.3 1.7	0.4 1.7 1.6	0.9 3.5 2.2	1.1	1.8
内需寄与度	(2.6)	(▲1.5)	(1.2)	(1.9)	(▲2.8)	(▲0.4)	(0.0)	(1.2)	(▲0.0)	(0.2)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(1.1)	(1.3)	(1.8)
内、民需	(1.8)	(▲1.7)	(1.0)	(1.9)	(▲2.9)	(▲0.5)	(▲0.1)	(1.2)	(▲0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.5)	(1.1)	(1.2)	(1.9)
内、公需	(0.8)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)
外需寄与度	(▲0.5)	(0.6)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.9)	(0.1)	(0.3)	(▲0.1)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.1)
民間最終消費支出	2.5	▲3.1	0.5	2.1	▲5.0	0.3	0.3	0.4	▲0.7	0.4	0.5	0.6	0.3	0.3	0.8	1.6	0.7	2.1
民間住宅投資	9.3	▲11.7	3.1	5.4	▲10.9	▲6.3	▲0.6	1.7	1.9	2.3	▲0.6	1.2	1.9	2.4	0.7	0.2	3.5	5.5
民間企業設備投資	4.0	0.5	3.1	5.1	▲4.2	▲0.2	0.1	2.6	▲0.9	1.4	1.5	0.9	1.2	1.3	1.2	1.6	4.0	4.5
政府最終消費支出	1.6	0.4	1.1	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.5	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.9	0.3
公的固定資本形成	10.3	2.0	▲2.0	▲1.1	0.4	1.6	0.2	▲1.4	2.1	▲2.4	▲2.4	▲0.6	0.4	0.3	0.1	0.2	▲1.8	▲1.6
輸出	4.4	7.9	0.1	4.8	0.6	1.8	2.8	1.6	▲4.4	0.9	1.5	1.0	1.2	1.3	0.9	1.1	0.2	4.8
輸入	6.7	3.6	1.3	6.1	▲3.9	0.9	0.8	1.8	▲2.6	1.4	1.3	1.0	1.3	1.7	1.9	2.7	1.4	6.0
名目GDP	1.8	1.6	2.2	2.0	0.2	▲0.6	0.8	2.1	0.1	0.0	0.5	0.5	0.7	0.1	0.7	0.9	2.5	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	0.8	3.9	▲3.0	▲1.4	0.8	1.5	▲1.4	0.0	1.4	1.1	0.7	0.7	1.6	1.3	1.4	4.0
国内企業物価(前年比)	1.9	2.8	▲1.7	1.2	4.3	4.0	2.4	0.4	▲2.2	▲2.9	▲1.8	0.2	0.4	1.1	1.7	1.7	▲1.7	1.1
消費者物価(前年比)	0.9	2.9	0.2	1.3	3.6	3.4	2.5	2.3	0.5	▲0.1	▲0.1	0.5	1.1	1.3	1.4	1.5	0.3	1.3
消費者物価(生鮮食品除き)	0.8	2.8	0.1	1.3	3.3	3.2	2.7	2.1	0.1	▲0.2	▲0.1	0.5	1.1	1.3	1.4	1.5	0.1	1.3
(消費税除き)	(0.8)	(0.8)	(0.1)	(1.3)	(1.4)	(1.2)	(0.7)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.5)	(1.1)	(1.3)	(1.4)	(1.5)	(0.1)	(1.3)
経常収支(兆円)	1.5	7.9	17.0	14.1	3.2	2.0	10.7	15.5	16.8	15.9	17.8	17.7	16.8	13.3	13.9	12.4	17.1	14.4
(名目GDP比)	(0.3)	(1.6)	(3.4)	(2.8)	(0.7)	(0.4)	(2.2)	(3.1)	(3.4)	(3.2)	(3.5)	(3.5)	(3.3)	(2.6)	(2.7)	(2.4)	(3.4)	(2.8)
失業率(%)	3.9	3.5	3.3	3.1	3.6	3.6	3.5	3.5	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.3	3.1
住宅着工戸数(万戸)	99	88	95	98	89	86	88	90	95	94	94	95	96	98	100	96	97	99
10年国債利回り(店頭基準)	0.7	0.4	0.5	0.7	0.6	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.5	0.7
為替(円/ドル)	100	110	123	128	102	104	115	119	121	122	124	126	127	128	129	129	124	129
原油価格(CIF, ドル/バレル)	110	91	56	60	110	109	88	56	59	57	52	55	57	59	60	62	57	61
経常利益(前年比)	23.6	5.9	12.8	15.1	4.5	7.6	11.6	0.4	23.8	12.2	5.2	10.8	5.2	13.9	19.2	22.3	8.6	13.8

(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もありません。