

# 2015・2016年度日本経済見通し

～原油安の恩恵から、景気回復基調が続く見込み～

経済調査部 首席エコノミスト 新家 義貴(しんけ よしき)



要旨

- 2015年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.9%と高成長となったが、在庫投資により押し上げられた面が大きい。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.3%に鈍化するだろう。
- もっとも、景気の先行きに悲観的になる必要はない。原油価格下落の効果が本格化することで内需が伸びを高めるとみられ、15年後半以降の景気は回復感が強まる可能性が高い。原油価格急落は、輸入コストの減少を通じて企業収益を押し上げるほか、ガソリンや灯油の価格、電気代の上落等を通じて、消費者にも大きなメリットがある。資源の大半を輸入に頼る日本にとって、原油価格下落の恩恵は非常に大きい。
- 個人消費については、①賃金の伸びが高まること、②原油安による実質購買力の押し上げ、③公的年金支給額の増加などを背景に持ち直しが見込まれる。15年度は家計の実質所得がはっきり上向き見込みであり、所得増を伴った消費の回復が期待できる。また、設備投資も増加が期待できるほか、世界経済が緩やかな回復を続けることを背景に輸出も増加するだろう。15年度、16年度とも潜在成長率を大きく上回る回復が実現可能である。

## 1. 1-3月期は高成長だが…

6月8日に公表された2015年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.9%と、非常に高い伸びになった。昨年夏を底とした景気回復基調が持続していることが示されている。

もっとも、在庫投資により成長率が高上げされている点については素直に喜べない。前期比年率の寄与度は+2.2%Ptにも達しており、在庫の寄与を除けばGDP成長率は+1.7%と、緩やかな伸びにとどまる。在庫の積みあがりにより1-3月期の成長率は見かけ上高まったが、このことは逆に、4-6月期の成長率下振れリスクを高めることになる。

## 2. 4-6月期の景気は足踏みに

4-6月期については成長率の明確な鈍化を予想している。設備投資の回復が続くことから、景気回復基調は途切れないだろう。もっとも、1-3月期に成長率を押し上げた在庫投資については、抑制の動きが強まることで4-6

月期にマイナス寄与になる可能性が高い。加えて懸念されるのが輸出の動向だ。輸出は14年10-12月期に前期比+3.2%、15年1-3月期に+2.4%と高い伸びとなったが、中国経済の減速や米国経済に加速感がみられないことなど、海外景気に不安材料が出ており、4-6月期の輸出は一時的に鈍化する可能性が高いだろう。鉱工業生産指数を見ても、1-3月期は前期比+1.5%と伸びたものの、予測指数から見る限り、4-6月期は減産となる可能性が高まっている。このように、需要面からも生産面からも景気に加速感が出る展開にはならないとみられ、4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.3%に鈍化すると予想している。今後の動向次第ではマイナス成長の可能性も否定できないだろう。景気は目先、足踏みが予想される。

## 3. 原油安効果は大きい

もっとも、景気の先行きを悲観する必要はない。資源の大半を輸入に頼る日本にとって原油価格下落による景気押し上げ効果は非常に大きく、大きな外的ショックでもない限り、景気回復基調が途切れることは見込み難い。原



油価格は一時期と比較して上昇したとはいえ、依然かなり低い水準にとどまっており、日本経済にとって強い追い風になる状況に変化はない。

原油価格の下落は、輸入コストの減少を通じて企業収益を押し上げるほか、ガソリンや灯油の価格、電気代の下落等を通じて、消費者にも大きなメリットがある。ここで仮に原油価格が4割下落したケースを考えると、価格が下落する前と比較して、1年間で5兆円以上のコスト削減効果がある。原油価格下落が液化天然ガス価格や石油製品、液化石油ガス価格等の低下に繋がる効果も加味すれば、合計で10兆円程度の効果が見込めるだろう。企業・家計にとっては減税と同等の効果がある。14年4月に実施された消費税率引き上げによる負担増は年間8兆円程度であり、これを補って余りあるほどの景気押し上げ効果が期待できるだろう。

現時点では、こうした企業・家計の購買力増加が内需の加速に繋がっているわけではないが、この先ずっと原油安効果が出ないと考えるのは行き過ぎだろう。賃上げの実施等により所得が増えてくれば、消費者も次第に支出に前向きになってくるとみられる。

#### 4. 所得増を伴った消費回復が実現

2014年度の実質GDPは前年比▲0.9%と大幅なマイナス成長となった。特に個人消費が前年比▲3.1%と落ち込みが大きく、GDPを▲1.9%Ptも押し下げた。

しかし、今後については、個人消費は次第に回復感を強めてくる可能性が高い。①賃金の伸びが高まること、②原油安による実質購買力の押し上げ、③公的年金支給額の増加、がその理由である。

①の賃金については、春闘の結果を受けた所定内給与の増加が押し上げ要因になる。今年の春闘では、昨年に続いて2年連続のベースアップが実現し、増加率も昨年を大きく上回った。消費増税後の厳しい経済環境下では賃上

げは難しいとの見方も事前にはあったが、実際には企業側が労働者側に歩み寄る形で決着している。増税後の景気悪化の元でも円安効果等により増益を維持したこと、人手不足感が強く人材確保の観点からの賃上げ圧力が生じたこと、政府からの賃上げ要請、などが背景にある。

15年度は、ボーナスも増加が予想される。企業収益が好調に推移していることに加え、賞与算定の基準となる所定内給与が増加することも、ボーナス押し上げに繋がるだろう。1人あたりの支給額が増えるだけでなく、支給対象者の増加も加わって、ボーナスの支給総額は前年比4%台の伸びになると予想している。このように、昨年を上回るベースアップの実施による所定内給与の改善に加え、特別給与の伸びが高まることから、15年度の賃金は伸びが高まる可能性が高い。

②の、原油安による実質購買力の押し上げも期待できる。既に消費者物価指数は明確に鈍化しているが、この先はマイナス転化する可能性が高く、その後も夏場にかけて下落幅が拡大するだろう。冬以降は再びプラス圏に戻るものの、15年度平均で見ると前年比+0.1%にとどまると予想される。14年度は、消費増税による物価押し上げに加えて、円安による物価上昇が生じたことで物価上昇率が急上昇し、実質賃金を大幅に押し下げたが、15年度は物価面からの実質賃金押し下げ圧力はほぼ解消されることになる。

③の影響も無視できない。2015年6月から支給される公的年金支給額は前年比+0.9%の増加になる予定である。マクロ経済スライドの実施(▲0.9%)や特例水準の解消分(▲0.5%)によって、本来の改定率(+2.3%)と比べると押し下げられるが、それでも支給額はプラスになる。これは1999年度以来16年ぶりのことである。公的年金の支給者数は給与所得者数の7割にも及ぶため、影響は大きい。昨年度は、公的年金支給額が減額された上、消費増税等により物価が押し上げられたことで、年金受給者の



実質所得が大幅に減少していたが、15年度はこれがプラスに転じることになる。消費に占める高齢者の比率が高まるなか、無視できないインパクトがあるだろう。

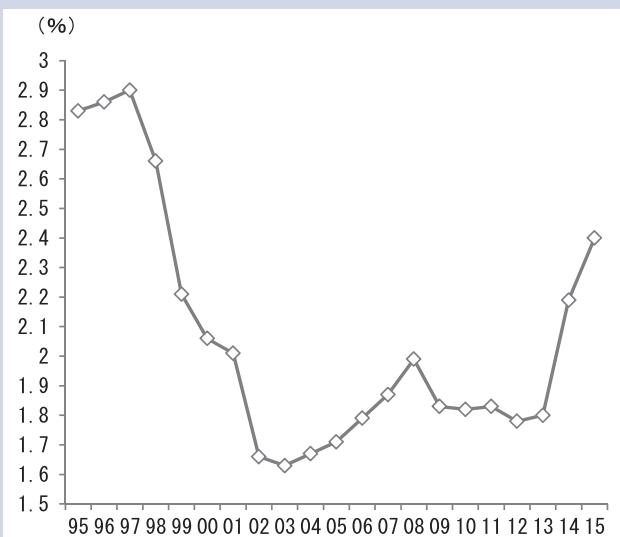
このように、15年度の実質所得を取り巻く環境は良好である。一人当たりの実質賃金が増加することに加えて、雇用者数の増加が期待できることもあり、経済全体でみた所得は大きく押し上げられる。2015年度の実質雇用者所得（実質賃金×雇用者数）は+2%程度の増加が十分射程内だろう。また、公的年金支給額の増加により、勤労者以外の所得も押し上げられる。実質所得の減少が消費の大幅な抑制に繋がった2014年度とは逆に、2015年度は実質所得の増加が個人消費を押し上げることになるだろう。

続けてきたが、設備過剰感の解消や企業収益の増加、景気回復の持続など、外部環境は徐々に改善しつつあり、設備投資も増加基調に復した。

原油価格の下落による景気押し上げ効果の一部は、物価押し下げ圧力の強まりによる家計の実質購買力増加として顕在化するが、残りの大部分は非製造業を中心とした輸入コスト削減による企業収益の改善として現れる。加えて、円安によって製造業を中心に収益が押し上げられることもあり、15年度の企業収益は大幅に増加するだろう。過去において、企業のキャッシュフローと設備投資の伸び率には強い相関があるため、この先も設備投資の増加が期待できる。また、景気回復の持続により企業の景況感が改善すれば、設備投資意欲も高まってくることが予想される。設備過剰感がほぼ解消されるなど、設備投資を取り巻く環境は良好であり、15年度、16年度を通じて設備投資は増加が続くだろう。なお、企業はリーマンショック以降、設備投資を大幅に抑制しており、設備の老朽化が進んでいる。潜在的な更新需要は非常に大きいと考えられる。この先送りされていた投資が企業の投資マインド回復を受けて顕在化すれば、今後予想外に大きな増加を示す可能性も否定できない。

以上の通り、景気は今後も回復基調が続くと予想される。15年4-6月期については成長率の鈍化が見込まれるが、15年後半以降には成長率が高まり、次第に回復感が強まるだろう。個人消費と設備投資といった内需の2本柱が増加することが景気を支える見込みだ。予算額から考えて、公共投資は昨年までの高水準から減少することが確実だが、民需の増加が公需の落ち込みをカバーする形で回復が続く。14年度の実質GDP成長率は▲0.9%と大幅なマイナス成長になったが、15年度は+1.6%、16年度は+1.8%と、ゼロ%台半ばとされる潜在成長率を大きく上回る成長が実現可能だろう。

資料1 春闘賃上げ率の推移(前年比)



(出所)厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」  
 (注)直近の2015年度は第一生命経済研究所による予測値

## 5. 設備投資は好調な推移を予想

設備投資の増加が見込まれることも景気回復に寄与するだろう。15年1-3月期の設備投資は前期比+2.7%と明確に増加した。消費税率引き上げ後の景気の先行き不透明感の強まりを受けて企業は投資に対して慎重な姿勢を



資料2 日本経済予測総括表

日本経済	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
	実績	実績	予測	予測
実質GDP	2.1	▲ 0.9	1.6	1.8
(内需寄与度)	2.6	▲ 1.5	1.5	1.9
(うち民需)	1.8	▲ 1.7	1.5	1.8
(うち公需)	0.8	0.2	0.1	0.1
(外需寄与度)	▲ 0.5	0.6	0.2	▲ 0.1
民間最終消費支出	2.5	▲ 3.1	1.5	2.0
民間住宅	9.3	▲ 11.7	3.8	7.0
民間企業設備	4.0	0.4	4.6	4.1
民間在庫品増加	▲ 0.5	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	1.6	0.4	1.0	1.0
公的固定資本形成	10.3	2.0	▲ 1.0	▲ 2.5
財貨・サービスの輸出	4.4	8.0	6.0	3.8
財貨・サービスの輸入	6.7	3.7	5.4	4.8
GDPデフレーター	▲ 0.3	2.5	1.1	0.1
名目GDP	1.8	1.6	2.7	2.0
鉱工業生産	3.2	▲ 0.4	2.4	3.9
完全失業率	3.9	3.5	3.3	3.2
経常収支(兆円)	1.5	7.8	18.2	17.6
名目GDP比率	0.3	1.6	3.6	3.4
消費者物価(生鮮除く総合)	0.8	2.8	0.1	1.0
(消費税要因除く)	0.8	0.8	0.1	1.0
為替レート(円/ドル)	100.2	109.9	124.0	127.0
原油価格(ドル/バレル)	99.1	80.8	61.0	65.0
日本実質成長率(暦年)	1.6	▲ 0.1	0.9	1.8
米国実質成長率(暦年)	2.2	2.4	2.2	2.7
ユーロ圏実質成長率(暦年)	▲ 0.4	0.9	1.4	1.8
中国実質成長率(暦年)	7.7	7.4	6.9	6.9

(出所) 内閣府等より、第一生命経済研究所作成

(注) 1. 失業率、経常収支の名目GDP比以外の単位の無い項目は前年比

2. 民間在庫品増加は寄与度

3. 2015年6月公表の2015年1-3月期GDP(2次速報)後の予測値(2015年6月8日現在)