

2015・2016年度日本経済見通し

～景気腰折れは回避も、回復ペースは緩やかなものに～

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4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.2%とマイナス成長となった。表面上の数字以上に内容は悪く、厳しい景気状況が浮き彫りとなった。
- 消費者の生活防衛意識が根強いことや中国経済の先行き不透明感などを踏まえると、当面、景況感が明確に強まる可能性は低い。15年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.5%とプラス成長に戻ると予想しているが、4-6月期の落ち込みの後には回復力が鈍いものにとどまるだろう。
- ①足元で原油安が再度進んだこと、②高水準の企業収益を背景とした設備投資の増加、③所得の増加、④欧米を中心とした海外景気の持ち直し、といった景気下支え要因もあるため、この先、景気が腰折れするとは見ていない。もっとも、中国を中心としてアジア経済の減速度合いが大きいことから、輸出の高い伸びは見込みにくい。景気は回復に向かうものの、そのペースは緩やかなものにとどまるとみている。

1. 景気は足踏み

9月8日に公表された2015年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.2%となった。3四半期ぶりのマイナス成長であり、景気が足踏み状態にあることが示されている。

また、こうした表面上の数字以上に内容が悪いことにも注意が必要だ。個人消費の落ち込みが大きく、消費不振の深刻さが浮き彫りとなった一方、在庫投資がプラスになったことが成長率を押し上げている。だがこれは、需要減の結果在庫が積みあがったことによるものであり、先行きの成長率にとってはマイナス材料になる。また、輸入の大幅減も成長率を押し上げたが、これも内需の弱さを反映したものに過ぎない。景気実態は非常に厳しいと言えるだろう。

今回のマイナス成長の主犯は個人消費と輸出だ。個人消費は大幅に落ち込み、消費増税直後の14年4-6月期とほぼ同水準にまで低下した。消費増税から1年以上が経過したが、消費者の節約志向は依然として強いままである。また、輸出の落ち込みも著しい。特に不振が目立つの

がアジア向け輸出であり、中国経済の悪化が影を落としていることが確認できる。

2. 消費の先行きに懸念

こうした4-6月期の落ち込みの後、7-9月期の持ち直しが期待されているのだが、今のところ状況は芳しくない。なかでも不透明感が強いのが個人消費と輸出の動向である。

個人消費については、消費者の生活防衛意識の強さが懸念される。労働需給は引き締まっていることから、この先、雇用、賃金とも増加が見込まれ、消費を支えると期待されている。だが、消費増税後に一気に強まった節約志向は、簡単には元に戻らないだろう。所得の増加ほどには消費を増やさない可能性が高いと思われる。

また、食料品価格の上昇による悪影響も懸念される。足元で、エネルギー価格の下落を主因として消費者物価の伸びは鈍化しており、先行きマイナスに転じることは既定路線だ。一方、食料品に限れば、春以降大幅に伸びを高めていることが問題になる。食料品は日々の生活に必要な不可欠で購入頻度が非常に高いという特徴があるため、実際の物価全体ではマイナスだったとしても、体感物価

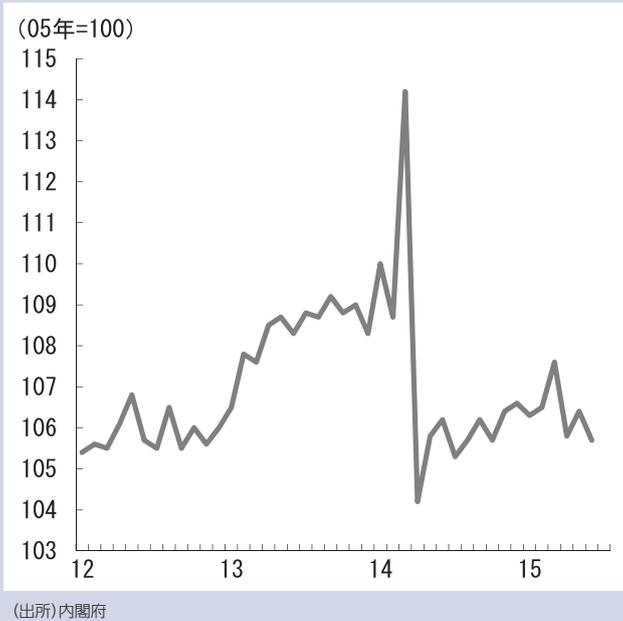


は上昇しているということもあり得る。そのため、消費者が食料品の値上がり分を、他の支出の抑制で賄おうと行動する可能性があるだろう。

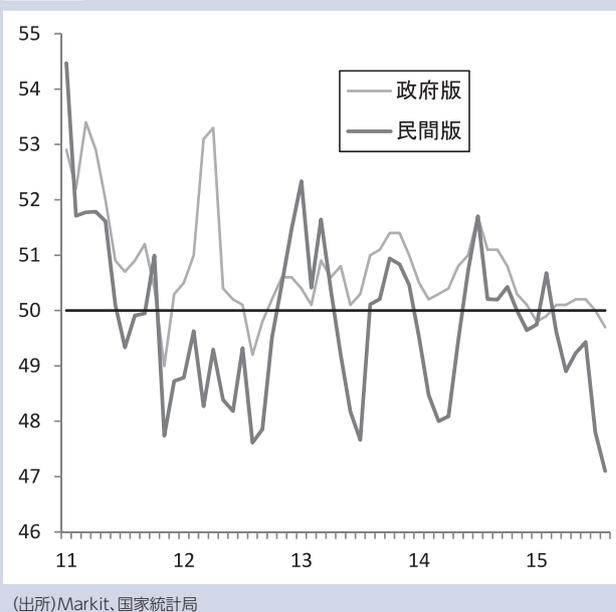
このように、消費についてはいくつかの懸念材料が存在する。4-6月期のような消費の落ち込みが続くとは考えにくく、先行きは持ち直しが予想されるが、増加ペースは所得の伸びに比べて抑制されたものにとどまるだろう。

輸出は緩やかな持ち直しにとどまるだろう。中国経済の明確な回復が見込めないとなれば、中国と関係が深い、ASEANやNIESといったアジア諸国の景気にも大きな期待はできず、アジア向け輸出の増加は限定的なものにとどまるだろう。輸出全体で見ても、世界経済の回復に見合った形での緩やかな増加が続くことが予想される。

資料1 消費総合指数の推移(季節調整値)



資料2 中国・製造業PMIの推移



3. 7-9月期も景気低迷が続く見込み

輸出についても高い伸びは期待薄だ。中国の7月分の経済指標は、輸出、生産、投資、消費、景況感と全般的に低調なものにとどまっており、経済対策効果が十分に発現している状況にはなっていない。また、今後政策効果が出てくるにしても、そもそも中国経済の減速度合いが大きいため、政策効果だけでどこまで経済を持ち上げることができるかは不透明感が強い。かつてのように、中国経済の力強い成長が世界経済を牽引し、日本からの輸出が大きく増えるという展開は予想できず、先行きの中国向け

実際、現在公表されている7月分の我が国の経済指標には冴えないものが目立っている。7月の個人消費関連指標は、6月と比べて改善したものが多かったが、4-6月期の落ち込みを取り戻すには至っておらず、戻りが限定的なものにとどまった。6月の天候不順からのリバウンドが予想されていただけに、期待外れの結果と言えるだろう。また、7月の実質輸出も前月比プラスにはなったが、4-6月期対比ではマイナスで、これまで大きく落ち込んでいた後にもかかわらず、改善が見えてこない状況だ。

鉱工業生産指数を見ても、7月は前月比▲0.6%と低下している。また、予測指数から判断すると、7-9月期の鉱工業生産も、4-6月期に続いて前期比でマイナスになる可



能性が高まっている。輸出や個人消費の不振に加え、在庫水準の高さから在庫調整圧力が強まっていることが影響していると思われる。

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、7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.5%にとどまると予想している。4-6月期に▲1.2%も落ち込んだ後には回復力が非常に鈍いと言えるだろう。当面、景気回復の実感が持ちにくい状況が続くとみられる。

4. 景気腰折れは回避も、緩やかな回復にとどまる公算大

現在の日本経済を取り巻く環境が悲観一辺倒というわけではない。①足元で原油安が再度進んだこと、②高水準の企業収益を背景とした設備投資の増加、③雇用、賃金の増加、④欧米を中心とした海外景気の持ち直し、といった景気下支え要因も存在する。そのため、この先、景気が腰折れするとまで見る必要はないだろう。

もっとも、中国を中心としてアジア経済の減速度合いが予想以上に大きいことが懸念材料だ。米国経済の着実な改善が続いていることや、原油安とユーロ安を背景に欧州経済が持ち直していることから、世界経済全体でみれば持ち直しが予想されるものの、当初想定されていたよりも、回復ペースは鈍いものにとどまるだろう。また、ここに来て、米国の利上げによる資金流出懸念や中国経済の減速を理由に、新興国経済への不安感が増していることも気にかかる。こうした状況を踏まえると、この先も、輸出の高い伸びは見込みにくい。景気は先行き回復に向かうものの、そのペースは緩やかなものにとどまる可能性が高いだろう。

結果として、2015年度の実質GDP成長率は前年比+1.0%、2016年度は+1.5%と予想する。2014年度に▲0.9%のマイナス成長になった後には15年度の戻り

は緩やかなものにとどまると予想される。また、16年度については成長率が高まるが、これは17年4月に予定されている消費税率の引き上げを前にした駆け込み需要によって押し上げられる面が大きい。実勢としては緩やかな回復が続くと予想される。

5. 物価見通し

全国消費者物価指数(生鮮食品除く総合)は、15年7月に前年比横ばいとなっているが、8月にはマイナスに転じる可能性が高く、その後もマイナス幅が拡大していく展開が予想される。過去の燃料価格下落の影響から電気代・ガス代下落が続くことに加え、足元で再び原油価格が下落していることが、ガソリンや灯油といった石油製品価格の値下がりにつながる。物価は当面下振れの推移が続くだろう。

このように、CPIのマイナス転化は既定路線であるが、原油価格下落によって物価が下振れることは当然であり、マイナス転化自体に問題があるわけではない。物価の基調を見る上でより重要なのは、食料・エネルギーを除く総合(米国型コア)の動向だろう。

この米国型コアは7月に前年比+0.6%と、緩やかなプラスでの推移が続いている。この伸びが今後顕著に高まっていくようであれば日銀シナリオの実現が現実味を帯びてくるが、その可能性は低いだろう。4-6月期のマイナス成長に示されるとおり、足元の景気は足踏みとなっており、需給ギャップの改善は滞っている状況にある。先行きについても景気回復ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高く、「需給バランスの改善に伴って米国型コアの伸びが大幅に高まる」という展開は望めそうにない。16年以降には、エネルギー価格において前年の裏が出ることでCPIコアも再びプラス圏に浮上するが、米国型コアの伸びが顕著に高まらないなかでは、改善も限定的なものになるだろう。15年度平均ではCPIコアの伸び率はゼロ%、16年度も+0.8%の伸びにとどまると予想する。



資料3 日本経済予測総括表

	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	1.0	1.5
（内需寄与度）	2.6	▲ 1.5	1.1	1.7
（うち民需）	1.8	▲ 1.7	1.0	1.7
（うち公需）	0.8	0.2	0.2	▲ 0.0
（外需寄与度）	▲ 0.5	0.6	▲ 0.1	▲ 0.2
民間最終消費支出	2.5	▲ 3.1	0.3	1.7
民間住宅	9.3	▲ 11.7	3.5	6.6
民間企業設備	4.0	0.5	3.1	4.7
民間在庫品増加	▲ 0.5	0.5	0.2	▲ 0.1
政府最終消費支出	1.6	0.4	1.4	1.0
公的固定資本形成	10.3	2.0	▲ 1.8	▲ 5.1
財貨・サービスの輸出	4.4	7.9	▲ 0.7	2.9
財貨・サービスの輸入	6.7	3.6	0.1	4.3
GDPデフレーター	▲ 0.3	2.5	1.3	0.2
名目GDP	1.8	1.6	2.3	1.7
鉱工業生産	3.2	▲ 0.4	0.3	3.2
完全失業率	3.9	3.5	3.3	3.2
経常収支(兆円)	1.5	7.8	17.5	18.0
名目GDP比率	0.3	1.6	3.5	3.5
消費者物価(生鮮除く総合)	0.8	2.8	0.0	0.8
(消費税要因除く)	0.8	0.8	0.0	0.8
為替レート(円/ドル)	100.2	109.9	122.0	126.0
原油価格(ドル/バレル)	99.1	80.8	51.0	55.0
日本実質成長率(暦年)	1.6	▲ 0.1	0.6	1.2
米国実質成長率(暦年)	1.5	2.4	2.5	2.7
ユーロ圏実質成長率(暦年)	▲ 0.3	0.9	1.4	1.8
中国実質成長率(暦年)	7.7	7.3	6.9	6.6

(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9月公表の2015年4-6月期GDP(2次速報)後の予測値(2015年9月9日現在)