

**2015・2016年度日本経済見通し**

～15年度の成長率見通しを下方修正。先行き不透明感は強い～

発表日：2015年8月17日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 新家 義貴 (TEL:03-5221-4528)

## &lt;要旨&gt;

## 日本・国内総生産（GDP）成長率予測値

2015年度予測	実質+1.0% (前回 +1.6%)
	名目+2.3% (前回 +2.7%)
2016年度予測	実質+1.7% (前回 +1.8%)
	名目+1.8% (前回 +2.0%)

※前回は2015年6月8日時点の弊社予測値

- 実質GDP成長率の見通しは、2015年度が+1.0%（15年6月時点予測：+1.6%）、2016年度が+1.7%（同+1.8%）である。15年4-6月期のGDP成長率が前回予測時点での想定を下振れたことに加え、先行きの景気回復ペースも緩やかなものにとどまる可能性が高いことから、15年度の成長率見通しを下方修正した。
- 2015年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.6%と、個人消費と輸出の落ち込みを主因としてマイナス成長になった。4-6月期の鉱工業生産が悪化していることなども踏まえると、景気は足踏み状態にあると判断される。
- 4-6月期に下振れたとはいえ、景気がこのまま落ち込んでいくとみる必要はない。海外景気の持ち直し、所得の増加、設備投資の回復など、景気下支え要因も存在する。足元で再度進んでいる原油安も景気回復を後押しする要因になるだろう。7-9月期以降は景気持ち直しが予想される。
- もっとも、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、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+0.9%とプラス成長に戻ると予想しているが、4-6月期に▲1.6%も落ち込んだ後には回復力が鈍いものにとどまるだろう。当面、景気回復の実感が持ちにくい状況が続くとみられ、景況感が回復してくるのは16年以降になることが予想される。
- エネルギー価格下落の影響から消費者物価指数は下押しされ、当面マイナス圏で推移する。16年以降は前年の裏が出る形でCPIコアも再び上向くが、上昇幅は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%にとどまると予想する。

【日本経済 予測総括表】

【今回予測】

【前回予測値(15年6月8日公表)】

日本経済	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2015年度	2016年度
	実績	実績	予測	予測	予測	予測
実質GDP	2.1	▲ 0.9	1.0	1.7	1.6	1.8
(内需寄与度)	2.6	▲ 1.5	1.1	1.7	1.5	1.9
(うち民需)	1.8	▲ 1.7	1.0	1.8	1.5	1.8
(うち公需)	0.8	0.2	0.2	▲ 0.0	0.1	0.1
(外需寄与度)	▲ 0.5	0.6	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1
民間最終消費支出	2.5	▲ 3.1	0.3	1.8	1.5	2.0
民間住宅	9.3	▲ 11.7	3.2	6.5	3.8	7.0
民間企業設備	4.0	0.5	4.1	4.7	4.6	4.1
民間在庫品増加	▲ 0.5	0.5	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	1.6	0.4	1.3	1.0	1.0	1.0
公的固定資本形成	10.3	2.0	▲ 1.2	▲ 5.1	▲ 1.0	▲ 2.5
財貨・サービスの輸出	4.4	7.9	0.1	3.9	6.0	3.8
財貨・サービスの輸入	6.7	3.6	0.8	4.7	5.4	4.8
GDPデフレーター	▲ 0.3	2.5	1.3	0.1	1.1	0.1
名目GDP	1.8	1.6	2.3	1.8	2.7	2.0
鉱工業生産	3.2	▲ 0.4	0.7	3.5	2.4	3.9
完全失業率	3.9	3.5	3.3	3.2	3.3	3.2
経常収支(兆円)	1.5	7.8	18.6	18.0	18.2	17.6
名目GDP比率	0.3	1.6	3.7	3.5	3.6	3.4
消費者物価(生鮮除く総合)	0.8	2.8	0.0	0.8	0.1	1.0
(消費税要因除く)	0.8	0.8	0.0	0.8	0.1	1.0
為替レート(円/ドル)	100.2	109.9	124.0	127.0	124.0	127.0
原油価格(ドル/バレル)	99.1	80.8	51.0	55.0	61.0	65.0

日本実質成長率(暦年)	1.6	▲ 0.1	0.6	1.4
米国実質成長率(暦年)	1.5	2.4	2.3	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	7.4	7.0	6.8

	0.9	1.8
	2.2	2.7
	1.4	1.8
	6.9	6.9

(出所) 内閣府等より、第一生命経済研究所作成(予測は第一生命経済研究所)

- (注) 1. 為替レートは円/ドルで年度平均  
 2. 原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate)価格  
 3. 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  
 4. 民間在庫品増加は寄与度

○ 15年度の成長率見通しを下方修正

2015年4-6月期GDP統計の公表を受けて、2015・2016年度日本経済見通しの改訂を行った。実質GDP成長率の見通しは、2015年度が+1.0% (15年6月時点予測：+1.6%)、2016年度が+1.7% (同+1.8%)である。暦年では、2015年が+0.6% (同+0.9%)、2016年が+1.4% (同+1.8%)となる。15年4-6月期のGDP成長率が前回予測時点での想定を下振れたことに加え、先行きの景気回復ペースも緩やかなものにとどまる可能性が高いことから、15年度の成長率見通しを0.6%Pt下方修正した。

4-6月期に下振れたとはいえ、景気がこのまま落ち込んでいくとみる必要はない。海外景気の持ち直し、所得の増加、設備投資の回復など、景気下支え要因も存在する。足元で再度進んでいる原油安も景気回復を後押しする要因になるだろう。7-9月期以降は景気持ち直しが予想される。16年度についても、景気回復の波及が続くことに加え、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあいまって回復が続くとみている。

もともと、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く、景気回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。景気持ち直しがメインシナリオとはいえ、大きな期待はできない。結果として、15年度の成長率は+1%にとどまり、14年度の▲0.9%の後には戻りが物足りないとの評価になると思われる。

○ 先行き、一段の悪化は回避できる見込み

8月17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▲1.6%と3四半期ぶりのマイナス成長となった。特に個人消費と輸出の悪化幅が大きく、成長率を押し下げている。鉱工業生産も4-6月期に減産となっていることなども踏まえると、景気は足踏み状態にあると判断するのが妥当だろう。

もともと、先行きの景気については緩やかな持ち直しを見込んでいる。4-6月期については下振れとなったが、この先の景気を支える要因も多く存在し、景気がこのまま落ち込んでいくとみる必要はないだろう。

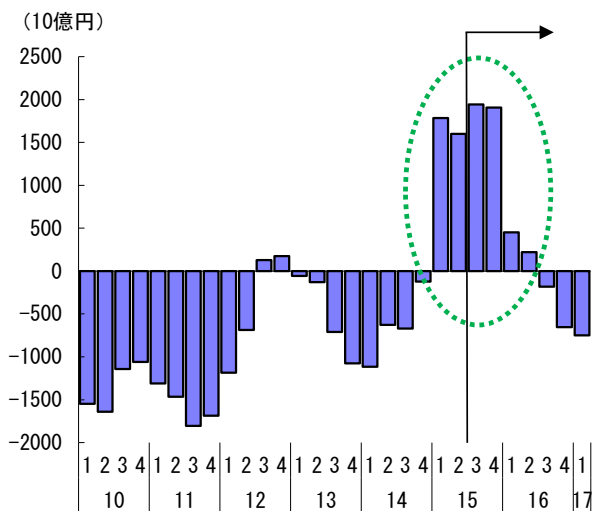
(1) 交易条件の改善が景気を後押し

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い。この点、原油を中心とする資源価格が再び下落に転じていることは好材料だ。足元の資源価格の下落は、中国景気の減速という需要要因によってもたらされた面もあるが、供給サイドの要因によってもたらされた面も相応にある。全体としてみれば日本経済にとってプラス効果が勝るだろう。

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、電気代下落等を通じて、消費者にもメリットがある。企業・家計にとっては減税と同等の効果が生じることになり、大きな景気押し上げ効果が期待できるだろう。資源価格の下落を背景に輸入価格が大幅低下した結果、既にGDP統計の交易利得は大幅に改善している。先行きも、交易利得の改善から実質GDI（国内総所得）の伸びは実質GDPの伸びを上回って推移するとみられる。

足元では既に原油安効果により企業収益が押し上げられ、企業の設備投資意欲も高まりつつある。家計については、原油安による購買力増加がまだ消費の回復に繋がっていないが、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。後述の通り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。

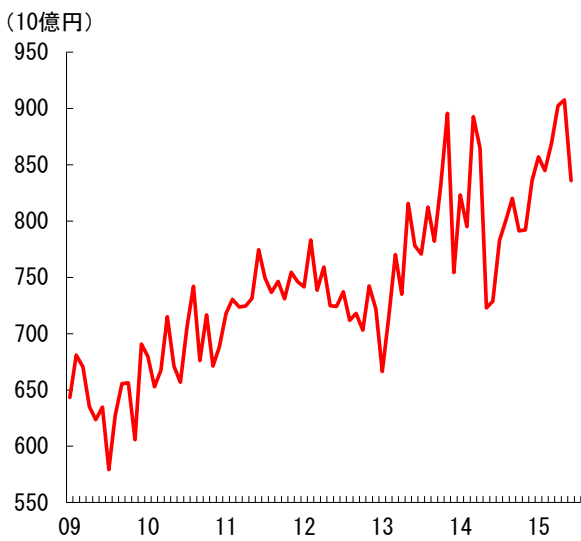
資料1 交易利得の推移（前年差）



備投資計画が好調であることや機械受注の増加傾向など、設備投資の先行指標は全般的に良好であり、企業収益の増加を受けて企業は投資意欲を徐々に強めているようだ。

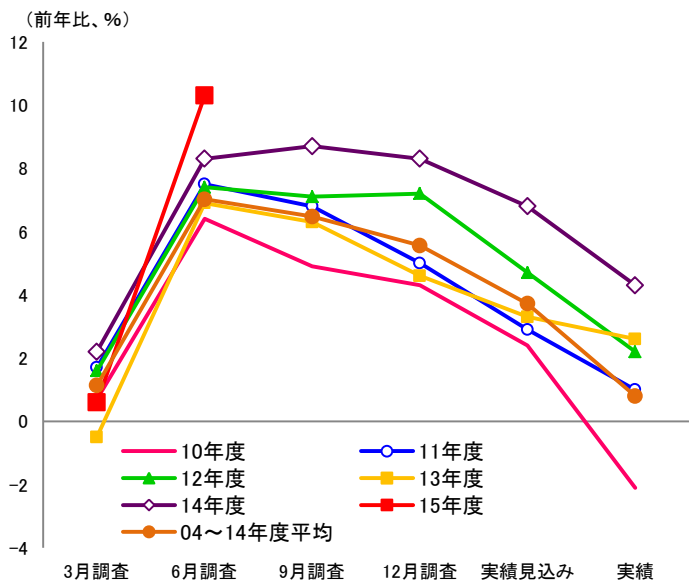
原油価格の下落による景気押し上げ効果の一部は、物価押し下げ圧力の強まりによる家計の実質購買力増加として顕在化するが、残りの大部分は非製造業を中心とした輸入コスト削減による企業収益の改善として現れる。加えて、円安によって製造業を中心に収益が押し上げられることもあり、15年度の企業収益は大幅に増加するだろう。過去において、企業のキャッシュフローと設備投資の伸び率には強い相関があるため、この先は設備投資の増加が期待できる。設備過剰感がほぼ解消されるなど、設備投資を取り巻く環境は良好であり、15年度、16年度を通じて設備投資は増加が続くだろう。なお、企業はリーマンショック以降、設備投資を大幅に抑制しており、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。

資料3 機械受注の推移（季節調整値）



(出所) 内閣府「機械受注統計」  
(注) 船舶・電力除く民需

資料4 設備投資計画



(出所) 日本銀行「短観」  
(注) 大企業・全産業。ソフトウェアを含む、土地投資除く

### (3) 所得も緩やかに増加

家計の所得も、先行きは緩やかに増加する可能性が高い。

まず、労働者の一人当たり賃金はこの先緩やかに伸びを高めるだろう。足元ではベースアップの影響から所定内給与が緩やかに改善していることに加え、夏のボーナス増加が所得増を後押しする。6月の毎月勤労統計では名目賃金が前年比▲2.4%と急減したが、これはサンプル事業所における賞与支給月のズレや、15年1月に実施された調査対象事業所の抽出替えの影響が大きいとみられ、7、8月の結果と併せて判断すべきだろう。各種ボーナス調査では軒並み増加となっており、夏のボーナスは増加したと見るのが自然だ。また、民間だけでなく公務員においてもボーナスは高い伸びになっていることも好材料である。好調な企業収益を背景として、ボーナスは官民とも冬以降も増加が見込め、賃金を押し上げるだろう。

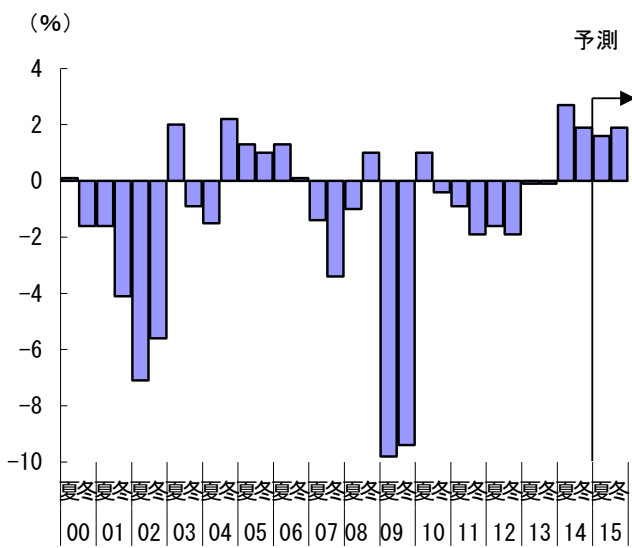
物価下落による実質購買力の押し上げも期待できる。既に消費者物価指数の伸びは鈍化しているが、この先は一段と下押し圧力が強まる見込みであり、7月分以降はマイナスに転じるとみられる。15年度平均で見ても前年比横ばいにとどまるだろう。14年度は、消費増税による物価押し上げに加えて、円安による物価上昇が生じたことで物価上昇率が急上昇し、実質賃金を大幅に押し下げたが、当面は逆に物価面が実質賃金を押し上げる効果が期待できる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

また、公的年金支給額が前年比+0.9%の増加となったことも重要である。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たが、それでも支給額はプラスである。これは1999年度以来16年ぶりのことだ。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。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。増加した公的年金の支給は15年6月から始まっており、15年7-9月期以降の消費押し上げが期待される。

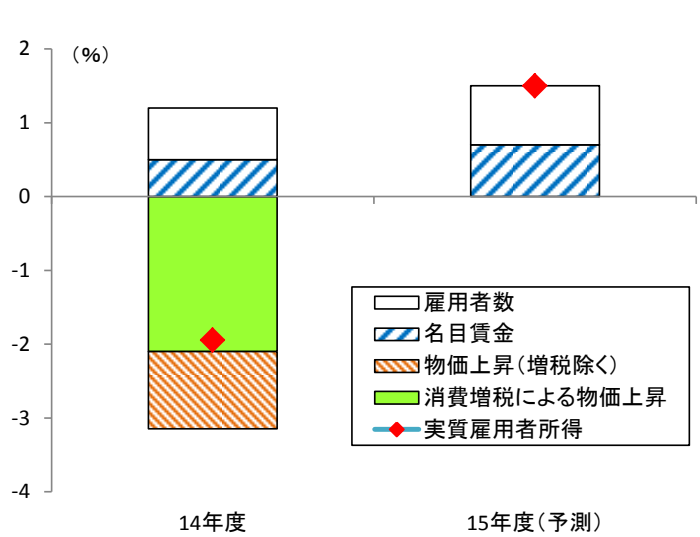
このように、先行きの所得を取り巻く環境は良好である。この先、所得の増加が消費に繋がることは十分期待できる。また、こうした所得増に加え、各自治体が販売したプレミアム付き商品券は売れ行きが好調で、この先消費に回ることが期待されるほか、6月の天候不順とうって変わって、7月は中旬以降好天となっていることも消費には追い風だろう。15年4-6月期に悪化した個人消費ではあるが、7-9月期以降は緩やかに持ち直すことが予想される。

資料5 ボーナスの推移（前年比）



（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

資料6 実質雇用者所得の展望（前年比）



（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」等より作成

#### （4）海外経済の回復を背景に輸出は持ち直しへ

輸出も先行き緩やかな改善を見込んでいる。4-6月期に落ち込んだのは主に米国向けとアジア向けだが、米国向けについては、これまで高い伸びだった反動の面が大きいことに加え、1-3月期の米国での港湾スト等の影響が遅れて出ている可能性もあり特に問題はないだろう。米国経済は今後も着実な改善が見込まれ、日本からの輸出も増加傾向で推移する公算が大だ。また、欧州向け輸出についても、欧州景気がユーロ安と原油安効果で回復が続いていることを踏まえると、先行きも増加を見込んで良い。

最大の懸念材料は中国経済だろう。ただ、中国では昨年11月以降、利下げや預金準備率の引き下げなど金融緩和を矢継ぎ早に実施していることに加え、インフラ投資の追加や住宅購入規制の緩和などの景気刺激策も積極的に行っている。また、株価に関しても極めて強引な手法で急落に歯止めをかけたほか、先日は事実上の人民元切り下げに踏み切るなど、なりふり構わぬ政策対応を行っている。今後も必要に応じて追加的な景気刺激策が打ち出される可能性は高いだろう。これらは、景気底割れを許容しないという中国政府の強い意思を示したものと言える。中国経済の特殊性を鑑みれば、今後はこうした政策の効果が顕在化するとみられ、景気は安定に向かう可能性が高いと予想している。中国経済が持ち直せば、NIEsやASEANといった他のアジア諸国への好影響も大きい。なお、人民元の切り下げについては日本経済への悪影響が強調されがちだが、

人民元安の効果で中国の輸出が持ち直せば、中国の輸出企業に部品等を供給する日本企業にとってのメリットは大きい。日本経済にとって大きなマイナスになる可能性は低いだろう。

### ○ 回復ペースは緩やかなものに

以上の通り、先行きの景気については持ち直しが予想される。もっとも、当面、回復のペースについては緩やかなものにとどることが予想され、景気の回復感が強まるには時間がかかるだろう。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。

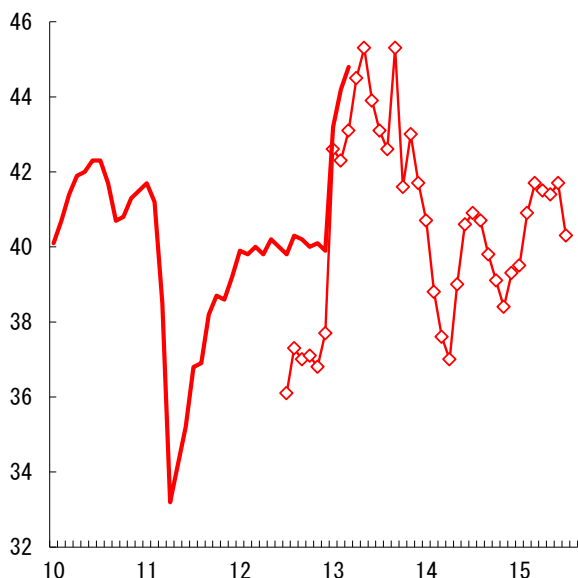
この先、所得が増加していくことの確度は比較的高く、このことが消費を支えるというシナリオは自然なものだろう。もっとも、4-6月期のGDPでも示された通り消費者の生活防衛意識は依然強く、所得の増加ほどには消費を増やさない可能性が高い。

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規定路線だ。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鈍化～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はある。消費動向調査において、7月の消費者マインドが悪化していたことにも、食料品価格の上昇が影響している可能性があるだろう。

猛暑効果についても大きな期待はできない。天候不順に見舞われた6月と比べ、7月以降に天候が改善し日照時間が増えていることは消費にとって追い風だ。もっとも、猛暑によって消費が伸びる財がある一方、気温が高過ぎれば外出自体が減ってしまうというマイナス面もあり、一概に消費が押し上げられるとは言えないだろう。

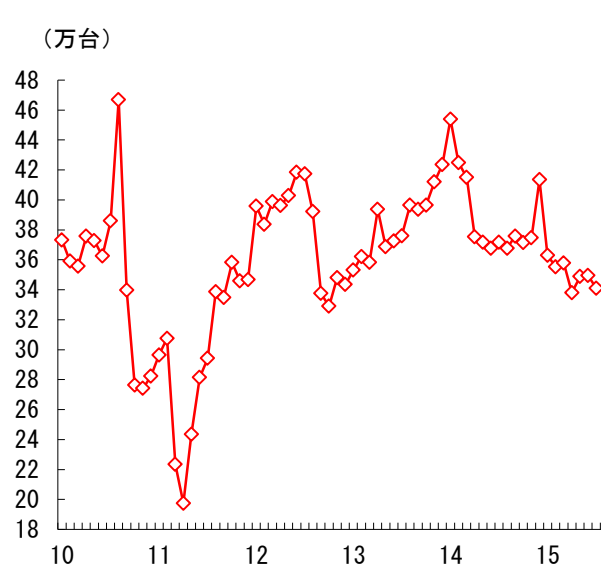
このように、消費については、所得の増加というプラス材料がある一方、いくつかの懸念材料も存在する。4-6月期のような消費の落ち込みが続くとは考えにくく、先行きは持ち直しが予想されるが、増加ペースは所得の伸びに比べて抑制されたものにとどまるだろう。実際、7月の自動車販売は軽自動車を中心に不振が続いていることに加え、7月の百貨店販売もセールの後ズレ等があった割には回復が鈍かった模様だ。気温の上昇から家電販売は好調だったようだが、今のところ7月の個人消費が明確に上向いている様子は窺えない。7-9月期の個人消費は緩やかな伸びにとどまると見ておくのが無難だろう。

資料7 消費者マインドの推移



(出所) 内閣府「消費動向調査」  
(注) 12年7月以降は郵送調査

資料8 乗用車販売台数 (季節調整値)



(出所) 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会  
(注) 季節調整は第一生命経済研究所

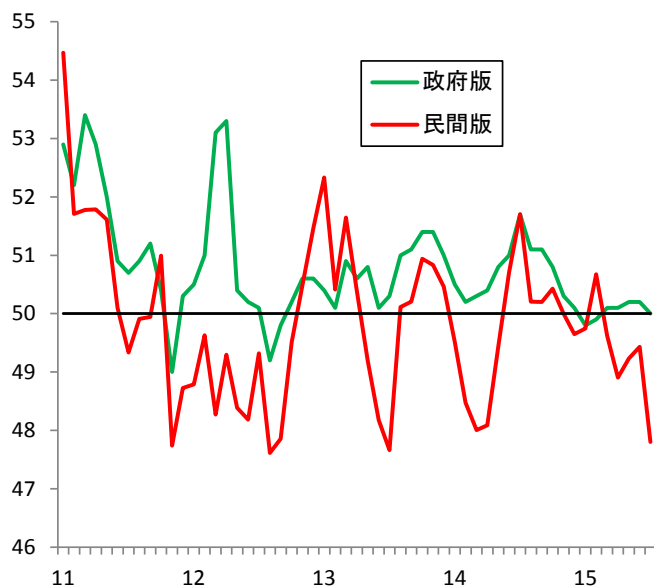
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

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、景況感と一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、先行きの中国向け輸出は緩やかな持ち直しにとどまるだろう。輸出全体でみても、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。実際、現在公表されている7月上中旬の輸出金額からは、7月の実質輸出が小幅増にとどまることが示唆されている。4-6月期対比ではプラスが見込まれ、下げ止まりは見えてきたようだが、4-6月期の落ち込みの割には戻りが弱い印象だ。

このように、先行きの景気回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。現時点で、7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.9%と予想している。4-6月期に▲1.6%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、景況感が回復してくるのは16年以降になることが予想される。

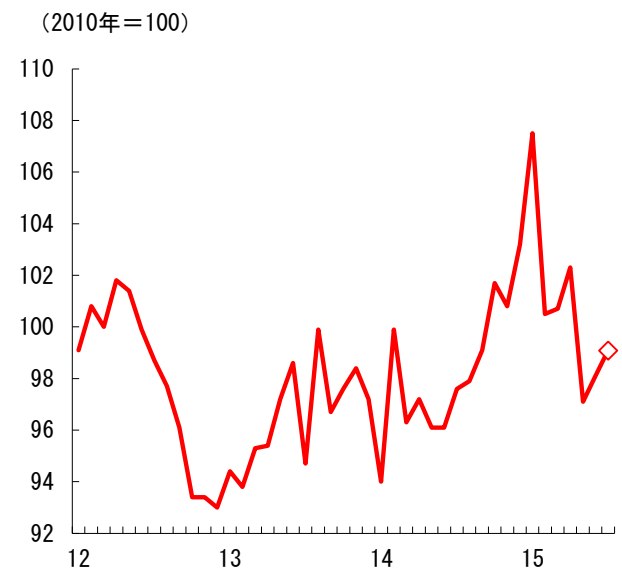
15年4-6月期の成長率が下振れたことに加え、先行きの景気回復ペースも緩やかなものにとどまると予想されることで、前回予測時点（6月）に想定していたよりもGDPの水準感が切り下がっている。結果として、15年度の成長率見通しは+1.0%と、前回予測時点の+1.6%から大幅に下方修正している。

資料9 中国・製造業PMIの推移



(出所) Markit、国家統計局

資料10 実質輸出（季節調整値）



(出所) 日本銀行「実質輸出入」

(注) 直近の2015年7月は、7月上中旬の値から推定した試算値

## ○ 消費者物価はマイナスへ。その後の回復も鈍い可能性大

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の見通しは、2015年度が前年度比0.0%（前回見通し：+0.1%）、2016年度が+0.8%（同+1.0%）である。前回予測時点と比べて原油価格の想定が下がったことから、物価見通しを小幅引き下げている。日本銀行は7月の展望レポートで15年度の見通しを+0.7%、16年度を+1.9%としているが、実際にはその数字を大きく下回るだろう。

全国消費者物価指数（生鮮食品除く総合）は、15年6月に前年比+0.1%とプラス圏に踏みとどまっているが、7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だろう。エネルギー価格のCPIコアへの押し下げ寄与は15年夏に▲1%Pt以上になるとみられ、CPIコアは8～10月にかけて▲0.3～▲0.4%程度まで低下する可能性が高い。物価は当面向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に規定路線であるが、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6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。

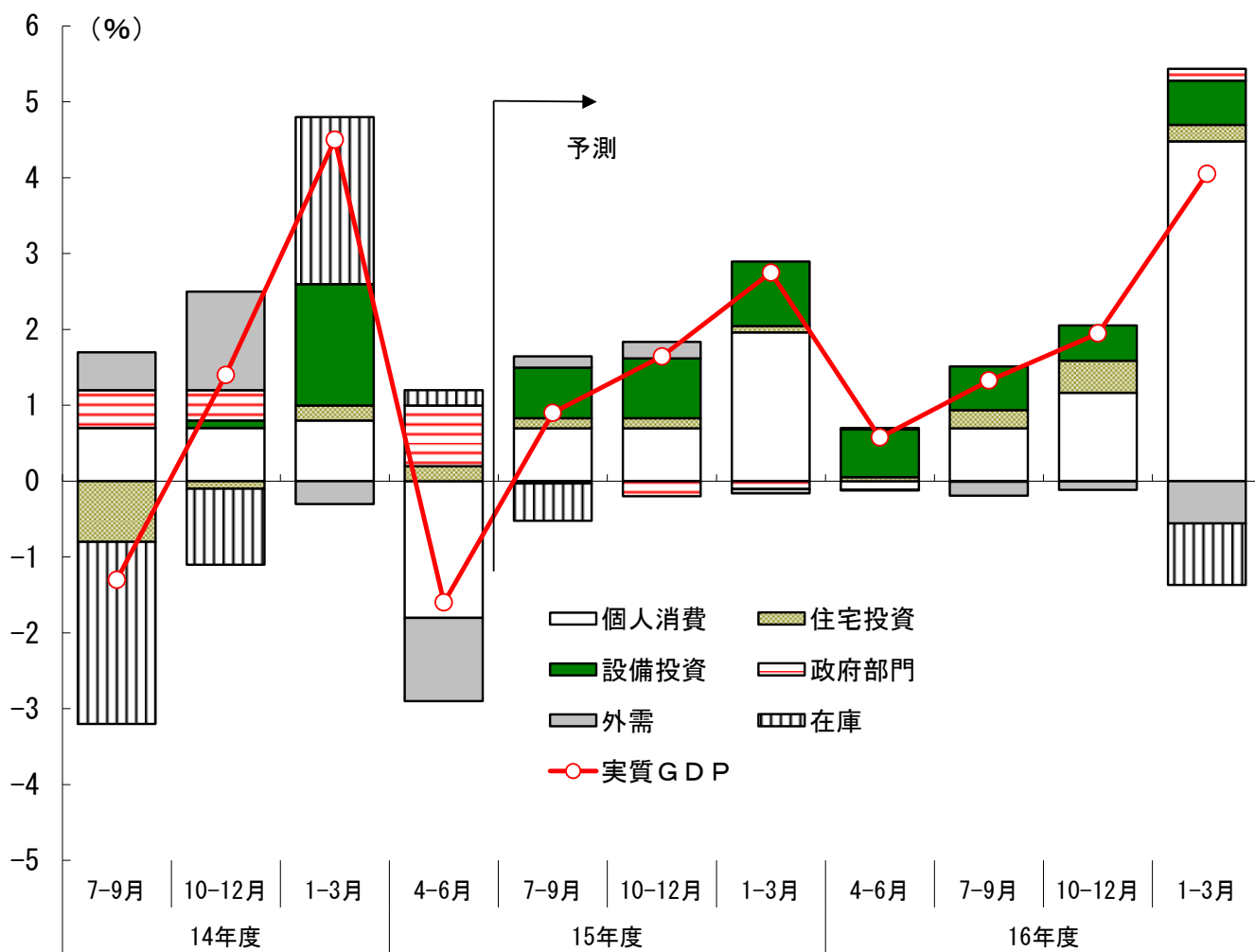
図表 実質GDPの見通し(四半期別推移)

	15年				16年				17年
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
実質GDP	1.1	▲0.4	0.2	0.4	0.7	0.1	0.3	0.5	1.0
(前期比年率)	4.5	▲1.6	0.9	1.6	2.7	0.6	1.3	1.9	4.1
内需寄与度	1.2	▲0.1	0.2	0.4	0.7	0.1	0.4	0.5	1.1
(うち民需)	1.2	▲0.3	0.3	0.4	0.7	0.1	0.4	0.5	1.1
(うち公需)	0.0	0.2	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	0.0
外需寄与度	▲0.1	▲0.3	0.0	0.1	▲0.0	0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.1
民間最終消費支出	0.3	▲0.8	0.3	0.3	0.8	▲0.1	0.3	0.5	1.9
民間住宅	1.7	1.9	1.3	1.3	0.8	0.5	2.3	4.0	2.0
民間企業設備	2.8	▲0.1	1.2	1.4	1.5	1.1	1.0	0.8	1.0
民間在庫品増加(寄与度)	0.5	0.1	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.2
政府最終消費支出	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	▲1.2	2.6	▲1.5	▲2.5	▲2.0	▲1.0	▲1.0	▲1.0	0.0
財貨・サービスの輸出	1.6	▲4.4	1.1	1.2	0.8	1.0	0.8	1.0	1.0
財貨・サービスの輸入	1.8	▲2.6	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	2.0

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)。2015年7-9月期以降は第一生命経済研究所による予測値

【実質GDP成長率の予測(前期比年率、寄与度)】



(出所) 内閣府「国民経済計算」