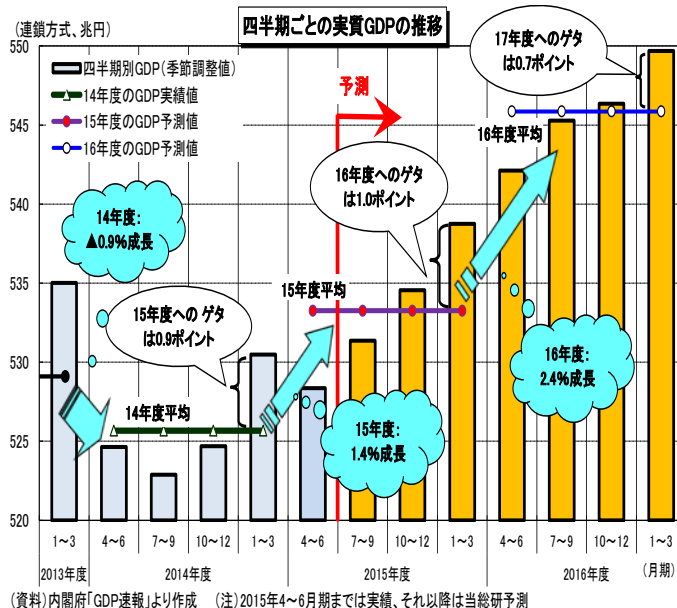
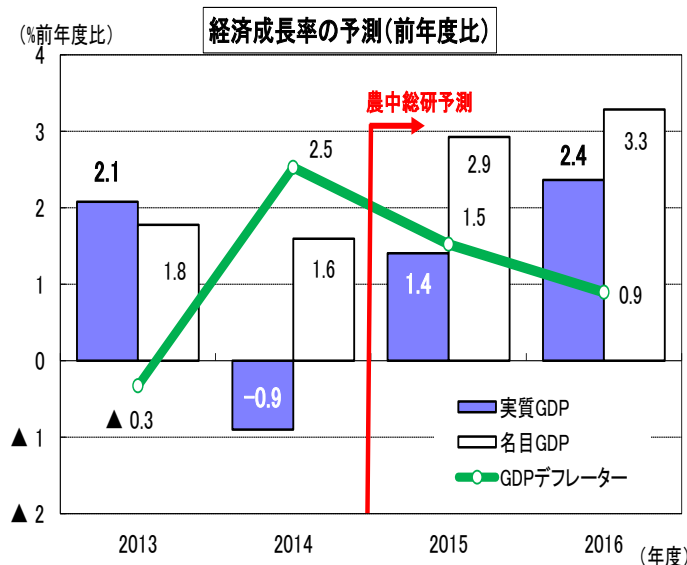


2015～16 年度改訂経済見通し

「経済の好循環」開始は 2015 年度下期にずれこむ ～経済成長率は 15 年度:1.4%、16 年度:2.4%と予測～

このところ、国内景気は足踏み感が強まっている。期待されていた家計の実質所得の回復ペースが鈍いほか、米国・中国経済の減速などにより、輸出が伸び悩んでいることが原因である。しかし、景気回復プロセス自体が機能不全に陥っているわけではなく、7～9 月期には 4～6 月期のマイナス成長の主因であった民間消費、輸出ともに増加に転じるものと思われる。その後、15 年度下期には、遅ればせながらも「経済の好循環」入りが実現し、デフレ脱却に向けて本格的に動き始めるだろう。既に企業の資本設備や雇用人員の不足感が強まりつつあるが、それは設備投資を誘発するほか、賃上げの定着につながっていくだろう。こうした景気回復は 16 年度にかけても継続し、特に 16 年度末には消費税再増税を前にした駆け込み需要が発生し、成長率・物価上昇率ともに押し上げることになる。

一方、原油安に伴う物価鈍化に直面する日本銀行であるが、「物価の基調」は改善しているとの認識を繰り返していることから、当面は現行の量的・質的金融緩和を継続するとみられるが、16 年度前半に物価安定目標を達成する可能性は依然低いだろう。

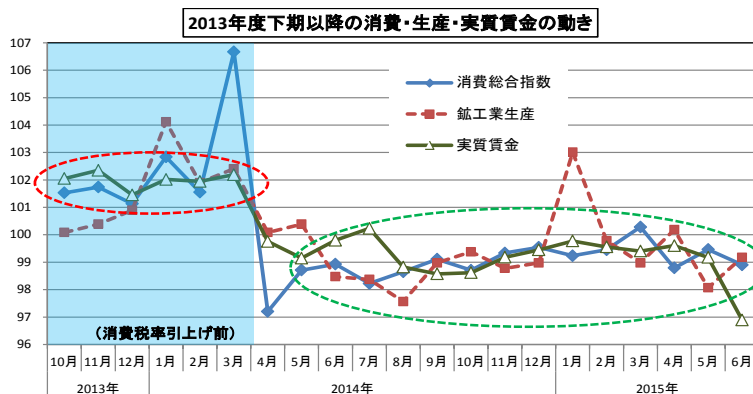


1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 持ち直しテンポは依然鈍いばかりか、足踏みも散見

2014 年秋、サプライズとなった追加金融緩和策が講じられ、かつ 15 年 10 月に予定されていた消費税増税の先送りが決断された直後、15 年度に入れば増税による悪影響が剥落することや企業の賃上げ努力が継続されるとの期待感、さらには資源価格の下落によって国内の購買力が大きく改善するとの見方から、景気回復テンポは徐々に高まっていき、経済の好循環入りが実現すると

の見通しが一気に強まった。しかし、15 年夏を迎えても、企業設備投資や労働需給など一部を除き、発表される経済指標のほとんどは景気の低調さを印象付けるようなものである。景気動向指数の一致 CI に基づく基調判断は 5 月以降、「足踏み」となっているほか、鉱工業生産の基調判断も「一進一退」である。



(資料) 内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成
(注) 2013年10月～直近=100。

こうした景気情勢の背景には、企業は過去最高益を計上しつつも、労働者に対する利益還元(賃上げ)に対してさほど前向きではなく、「企業から家計へ」の所得還流が思うように進んでいないこと、そうした状況の下で食料品・日用品など生活必需品の値上げが続いていることなどを背景に、家計の実質所得の改善が遅れていることが考えられる。14 年度を通じて大幅減少となった実質賃金は、賃上げ継続と原油安や消費税要因の剥落などによる物価上昇率の大幅縮小によって、15 年度入り後は前年比でほぼ横ばいまで持ち直したが、残業時間が前年比で減少しているため、給与総額には依然として下押し圧力が働いているほか、夏季賞与の支給月が 7 月以降に後ズレした可能性もあり、6 月の実質賃金は前年比で再びマイナスとなっている。結局のところ、家計は所得増を実感できず、消費は持ち直しテンポをなかなか高めることができていない。

加えて、15 年前半は米国・中国といった二大経済大国の成長率鈍化によって、世界経済全体が減速気味に推移する格好となり、14 年後半にかけて回復傾向を強めた日本からの輸出数量は再び頭打ちの状況に陥った。とりわけ、経済構造改革などを通じて、成長の質的向上を意図するなど、「新常态」を目指す中国経済の動向は世界的に大きな関心事となっており、直近でも株価乱高下とその対応策(7 月)、中国人民元の基準値算出方法の変更に伴う通貨切り下げ(8 月)などを巡って、内外の金融資本市場が大きく動揺する場面も見られた。今後、地方財政を巡る問題、金融制度改革など、様々な問題を抱える中国経済がソフトランディングできなければ、世界経済への悪影響は免れない。

さて、14 年夏場以降に急落した国際原油市況は、15 年春には一旦は下げ止まる動きも見られたが、中東産油国などの供給増懸念もあり、再び下落傾向を強めている。日本のような石油消費国にはメリットが大きいとの期待もあるものの、上述のように所得還流が順調に進まなければ、それを享受するには時間がかかる可能性もある。一方で、21 世紀に入ってから資源高を受けて、世界経済のプレゼンスを急速に高めた資源国経済に対する懸念を高めているほか、日本を含め先進国では全般的にデフインフレ状態に陥るなど、物価安定目標の早期達成を目論む日本銀行にとっては悩ましい事態となっている。

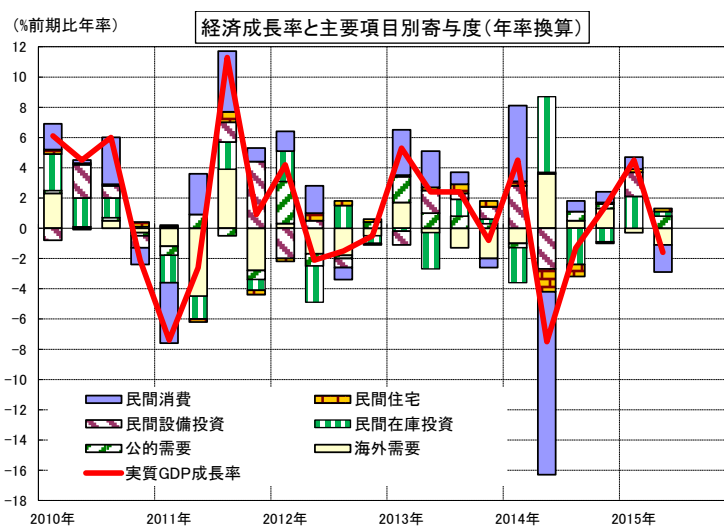
(2)3 四半期ぶりのマイナスとなった 15 年 4～6 月期の経済成長率

こうしたなか、8 月 17 日に公表された 4～6 月期の GDP 第 1 次速報によれば、経済成長率は前期比年率 ▲1.6%と 3 四半期ぶりのマイナスとなった。同 4.5%の高成長となった 1～3 月期からの反動減として捉えられ、減少率は決して大きいわけではなく、「15 年上期」としても年率 2.2%の成長率となるなど、景気の腰折れを示唆するものではない。とはいえ、実感に近いとされる名目 GDP は前期比年率 0.1%と 3 四半期連続のプラスながらも、微増にとどまっており、「足踏み」状態となっているのは確かである。

内容をみると、民間住宅投資が 2 四半期連続の増加となったほか、公共投資が再び増加に転じるなど、公的需要も堅調に推移した。その半面、民間消費が前期比 ▲0.8%と 4 四半期ぶり、民間企業設備投資が同 ▲0.1%と 3 四半期ぶり、輸出等が同 ▲4.4%と 5 四半期ぶりに、いずれも減少に転じるなど、景気のエンジンがいずれも不調であった。なお、4～6 月期の実質雇用者報酬も前期比 ▲0.2%と 2 四半期ぶりの減少で、消費悪化の一因であったといえる。

一方、民間在庫投資は 2 四半期連続で成長率を押し上げたが、同時に在庫調整圧力をさらに高め、目先の成長率抑制につながるとみられる。また、輸入の減少も成長率にとってプラス寄与ではあるが、そもそも国内需要の悪化の影響を受けたものであり、好ましいわけではない。ちなみに、前期比成長率に対する内外需寄与度は、内需が ▲0.1 ポイント（うち、民需：▲0.3 ポイント、公需：0.2 ポイント）、外需が ▲0.3 ポイントであった。

また、一国のホームメイドインフレである GDP デフレーターは前年比 1.6%と、1～3 月期（同 3.5%）からは大きく上昇幅が縮小したものの、消費税要因の剥落や資源安などで上昇圧力が消えた消費者物価や国内企業物価などとは異なり、高めの上昇率を維持した。当然、需給バランスの改善によって価格転嫁が進んだことを示しているわけではなく、輸入価格の下落ほど国内の最終生産物の価格が下がっていないことを示している。



2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

安倍内閣は、アベノミクス路線の継続を訴えて 14 年末の総選挙で勝利したこともあり、引き続き、デフレ脱却・経済再生を目指す政策運営を行う方針と見られる。6 月には「経済財政運営と改革の基本方針 2015」、「『日本再興戦略』改訂 2015」を取りまとめたが、前者では、デフレから脱却して中長期的に持続する経済成長を実現するためには①経済の好循環の拡大、②潜在的な成長力の強化、③まち・ひと・しごとの創生、④公的サービスの無駄排除・質向上などが必要とし、後者では「未来投資による生産性革命の実現」と「ローカル・アベノミクスの推進」の 2 つを車の両輪として推し進めることによって、日本を成長軌道に乗せていく考えを示した。双方に共通しているのは、経済の好循環は始まっているが、地域経済にはアベノミクスが十分波及しきれておらず、かつ人口減少によって多くの地方自治体が消滅の危機に瀕する可能性があるとの危機意識であり、「地方が成長する活力を取り戻し、人口減少を克服する」ことを基本目標とした地方創生政策の推進が掲げられている。政府は 14 年末に、人口減少の克服と経済成長の維持を目指し、約 50 年後の 2060 年を視野に入れた日本全体の長期展望である「長期ビジョン」と、それを踏まえた今後 5 年間の政策パッケージを示す「総合戦略」を決定した。そして、都道府県・市町村の各地方公共団体は、15 年度内に「地方人口ビジョン」と「地方版総合戦略」を策定することを求めている。

なお、消費税増税の先送りにより、新たな財政健全化計画が必要となったため、基本方針 2015 では「経済再生なくして財政健全化なし」という基本方針の下、今後 5 年間(16～20 年度)を対象期間とする「経済・財政再生計画」を策定した。同計画では 20 年度には PB 黒字化を実現するという当初の目標を堅持し、経済・財政一体改革を推進していくとしているが、とりわけ当初 3 年間(16～18 年度)を「集中改革期間」と位置づけ、18 年度の基礎的財政収支(PB)赤字が対 GDP 比で▲1%程度となるように努力することとなっている。この計画では「実質 2%、名目 3%」程度の経済成長を前提に、それに伴う税収増を中心に財政健全化を進めるというスタンスであるが、それを巡って懸念を唱える意見も少なくない。

ちなみに、概算要求の作業中である 16 年度一般会計予算は「経済・財政再生計画」に則った編成を目指している。7 月 24 日に閣議了解された概算要求基準では、年金・医療等は 0.67 兆円の自然増を容認しつつも合理化・効率化に最大限取り組む、義務的経費は 15 年度並み、裁量的経費は 1 割削減し、その 3 割を「新しい日本のための優先課題推進枠」として設定する、などとなっている。

(2) 世界経済の見通し

08～09 年の世界金融危機からの回復初期段階では、先進国・地域はおおむね低調で、新興・資源国が世界経済を牽引する構図が見られたが、米国による大胆な金融緩和策からの転換が意識された 13 年春以降、それに変化が見られ始めた。最近では、利上げが意識されるまでに改善を示した米国、アベノミクスによってデフレ脱却・成長促進を目指す日本、量的緩和導入やそれによるユーロ安、さらには原油など資源安のメリットを受けるユーロ圏(除くギリシャ)など、先進国が緩やかではあるが、着実に改善しているのに対し、新興・資源国は正常化に向かう米金融政策への思惑や原油などの資源価格下落、さらには「新常态」への移行過程にある中国経済の減速の影響などを受けて、低調な状況が続いている。

以下では、米国、欧州、中国の景気の現状分析と当面の見通し、原油市況の予測を行う。

① 米国経済

15年4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率2.3%と、急ブレーキがかかった1～3月期(同0.6%)から持ち直しが見られた。内訳をみると、個人消費は同2.9%(成長率への寄与度:2.0ポイント)と、1～3月期の同1.8%(寄与度:1.2ポイント)から高まった。また、販売の好調さを背景に、住宅投資は同6.6%(寄与度:0.2ポイント)とやや減速したものの、底堅く推移した。このほか、外需寄与度(0.1ポイント)も3四半期ぶりにプラスに転じた。一方、設備投資と民間在庫の寄与度はそれぞれ▲0.08ポイントと▲0.07ポイントとマイナスに転じ、成長率の押し下げ要因となった。とはいえ、4～6月期は個人消費と住宅投資の牽引によって、成長率が再加速したことが確認できた。

また、雇用は緩やかではあるが、着実な改善が続いており、年内の利上げ実施が確実視されている。ただし、利上げ時期を巡っては、見方が分かれているのが実際のところだ。直近7月に開催された連邦公開市場委員会(FOMC)後の声明では、利上げ時期を明確に言明することはなかったとはいえ、労働市場が幾分改善すれば、利上げが適切であると、これまでよりも一歩踏み込んだ表現となった。8月分の雇用統計も堅調さを維持する内容となれば、9月利上げの可能性は一段と高まるだろう。一方、金融市場への利上げによる影響については、すでに利上げ開始は十分織り込まれているほか、その後の利上げペースも緩やかなものになると想定されており、限定的なものにとどまると見られる。

さて、先行きの米国経済については、内需主導で経済成長が続くとのこれまでの見方を踏襲する。ただし、下振れリスクとして、ドル高の影響に留意する必要がある。また、国際商品価格の大きな下落を受け、一部の資源国では、経済失速や財政破たんのリスクが高まっており、それが世界的な信用収縮を引き起こす可能性についても十分注意する必要がある。

2015～16年 米国経済見通し (15年8月改定)

	単位	2014年 通期 実績	2015年 通期 予想	上半期 (1～6月) 実績	下半期 (7～12月) 予想	2016年 通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	2.4	2.2	1.4	2.1	2.6	2.7	2.9
個人消費	%	2.7	3.1	2.7	3.5	3.1	3.0	2.9
設備投資	%	6.2	2.2	0.8	1.6	5.4	6.5	7.2
住宅投資	%	1.8	8.7	9.2	9.8	6.4	5.5	5.0
在庫投資	寄与度	0.0	0.1	0.4	▲ 0.6	▲ 0.0	0.2	0.1
純輸出	寄与度	▲ 0.2	▲ 0.8	▲ 2.3	▲ 1.2	▲ 0.5	▲ 0.9	▲ 0.7
輸出等	%	3.4	1.7	▲ 0.5	3.1	5.6	5.7	8.0
輸入等	%	3.8	6.2	7.0	6.4	7.3	7.3	8.2
政府支出	%	▲ 0.6	0.3	▲ 0.2	0.9	0.0	▲ 0.4	▲ 0.1
PCEデフレーター	%	1.3	1.1	0.4	0.8	1.3	1.2	1.5
GDPデフレーター	%	1.6	1.4	1.2	1.6	1.9	1.8	2.0
FFレート誘導水準	%	0～0.25	0.50	0～0.25	0.50	1.25	0.75	1.25
10年国債利回り	%	2.5	2.4	2.1	2.8	3.5	3.5	3.5
完全失業率	%	6.2	5.5	5.6	5.4	5.3	5.3	5.2

実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

(注) 1. 予想策定時点は2015年8月14日(15年4～6月期の速報値ベース)

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)

3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度

4. デフレーターは期中平均前年比

5. FFレート誘導目標は期末値

だろう。

以下、セクター別に見ていきたい。家計部門については、家計を取り巻く環境が改善しつつあるなか、賃金上昇の兆しを確認されているほか、エネルギー安による実質所得増や良好な消費マインドの支えもあり、個人消費は7～9月期にかけて堅調さを維持できると見られる。また、住宅市場も、家計部門の改善を受け、新築や中古住宅いずれも販売が好調さを維持すると予想され、住宅投資も増加する余地が大きいと思われる。

企業部門については、経営者マインドが総じて堅調であり、この数ヶ月低下してきた鉱工業生産指数や設備稼働率は持ち直しの動きが見られる。一方で、国際商品市況の下落やドル高の進行を背景に、設備投資は7～9月期も弱含む可能性が高い。また、4～6月期は在庫投資が成長率の押下げ要因となったが、在庫が積み上がっていることを踏まえると、しばらくは在庫調整局面が続く可能性が高い。外需については、新興国の成長鈍化やドル高の影響を踏まえると、輸出には減少圧力が、輸入には増加圧力がかかる可能性が高く、成長率にとってはマイナス寄与となると見る。最後に政府支出については、国防費や国内事業向け経費など連邦政府歳出の削減が弱まるほか、州・地方自治体の支出が増加する傾向にあるため、小幅ながらもプラス寄与となると予想する。

以上から、米国経済は、7～9月期以降も引き続き堅調に推移するとみられ、15年同年の経済成長率は前年比2.2%（前回見通しから変更なし）、16年は同2.6%（前回見通し2.7%から下方修正）と予想する。

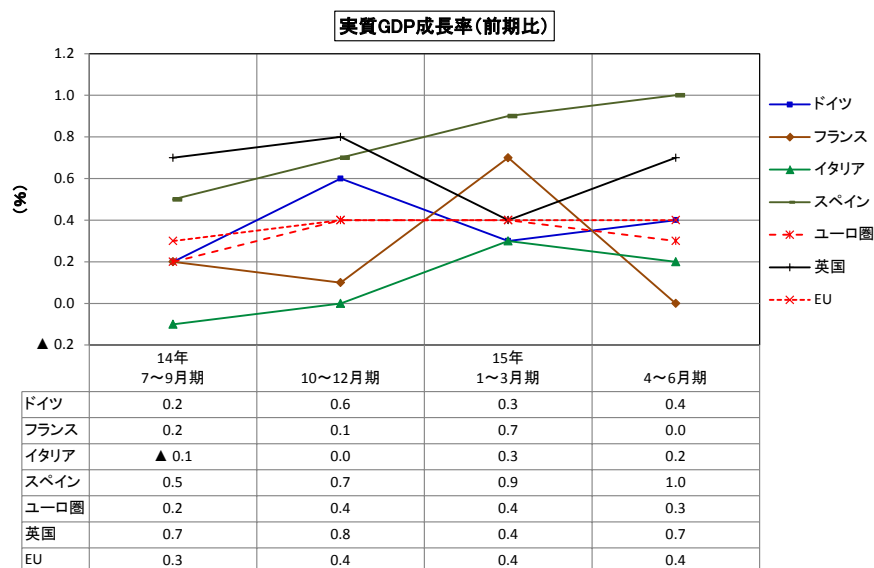
② 欧州経済

ユーロ圏では、15年4～6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比0.3%となり、1～3月期（同0.4%）から小幅減速ながらも緩やかな景気回復の継続が確認された。経済規模の大きい4ヶ国の中ではスペインの堅調さの継続に対し、フランス、イタリアの軟調さが目立った。

ユーロ圏では原油安、通貨安、金利水準の低下という追い風を受けての景気回復となっ

ているが、足元では息切れ感も生じている。主要な経済指標のうち、このところ特に堅調であった小売売上高については、直近の6月には前月比0.6%の低下となり、3ヶ月ぶりに低下に転じた。また、同月の鉱工業生産も同0.4%の低下と、2ヶ月連続の前月比低下になっている。一方、同月の失業率は11.1%であったが、緩やかな低下傾向も一服し、4月以降、3ヶ月連続での横ばい推移となった。また、7月の物価上昇率は前年同月比0.2%で、4月には4ヶ月続いた下落からは脱したものの、その後も低い上昇率が継続している。

一方、景気回復の牽引役として期待されるドイツであるが、6月には製造業受注指数は前月比で2.0%の上昇となり堅調であったものの、同月の鉱工業生産指数については同1.4%の低下であり月による変動が依然として大きい。また、同月の輸出額についても同



（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

1.0%の低下と、5ヶ月ぶりに低下となった。一方、同月の失業率は4.7%という低水準にあるが、小売売上高は3ヶ月ぶりに前月比で低下に転じ、2.3%の大幅な低下となった。

このようにユーロ圏では景気回復への追い風効果の一巡感も出ているが、最近では銀行貸出残高の伸び率(前年同月比)がプラスに転じてきており、欧州中央銀行(ECB)の多面的な政策により今後も景気回復は下支えされるものと考えられる。ただし、内需の低迷が続いてきたユーロ圏では、全般に製造業企業の収益性は改善せず、投資は盛り上がらず、労働生産性は停滞しているほか、企業・家計ともに引き続き負債比率は高止まるなどの課題が残存していることから、ユーロ圏の景気回復が今後加速することは考えづらく、引き続き緩やかな回復にとどまるものと考えられる。また、年初からのギリシャ情勢の混迷化は景気回復に大きな重荷とはならなかったものの、他にもウクライナ情勢を巡る対ロシア制裁の影響の継続や、新興国経済の成長減速化などの懸念材料が存在しており、相応のダウンサイドリスクを伴っているものとみられる。なお、ECBは量的緩和政策(QE)などの効果を見極める必要があることから、現在の政策を当面維持するものと考えられる。

③ 中国経済

経済の減速に歯止めをかけるため、中国政府は昨年末から毎月のように金融緩和を実施したほか、地方政府の債務負担を減少させるための借換え債の発行を承認するなど財政政策の拡張も行ってきた。そのため、4～6月期の実質GDP成長率は前年比7.0%と1～3月期(同7.0%)から横ばいとなり、ようやく経済の減速に歯止めがかかった。

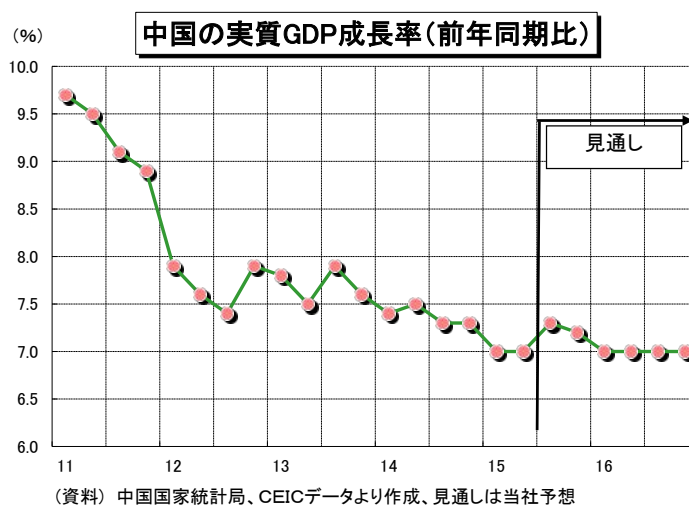
しかし、7月には中国の株式市場の乱高下に対応するための官民挙げての株価対策が行われ、インフラ投資に回す資金が減額を余儀なくされたことから、投資が小幅鈍化したほか、輸出も人民元の高止まりなどを受けて想定ほど回復しておらず、景気下押し圧力がやや増大したと見られる。

一方、住宅在庫の調整が進んだことや断続的な金融緩和措置などを受けて住宅市況が改善に向かっているため、内装建材などの住宅関連消費材の販売が好調さを続けているほか、外食産業やネット販売も底堅く推移したことから、消費は中国の経済成長を牽引しつつあると考えられる。

このように、足元の中国経済は一時的に下押し圧力が強まったものの、消費および投資などのファンダメンタルズ面には大きな変化が生じていないことから、緩やかな回復基調が続いていると思われる。先行きについても、これまでの金融緩和の効果がより鮮明に出るほか、財政政策の拡張などを受けて公共投資の増加が見られるため、7～9月期には7%台前半まで成長率を高められると思われる。

15年通年では政府目標である7%前後の成長は達成可能と予測する。実際、13次5ヶ年計画(16～20年)の初年度である16年に向けて、中国政府は良いスタートを切るためにも、7%前後の成長(保7)を維持する公算が高いと思われる。

なお、8月に入り、中国人民銀行(中央銀行)が実質上の人民元切り下げを行ったが、これは人民元の為替制度改革が市場化に向けて新たな一歩と評価すべきであろう。今回の人民元切り下げは、輸出拡大には多少つながると見られるもの

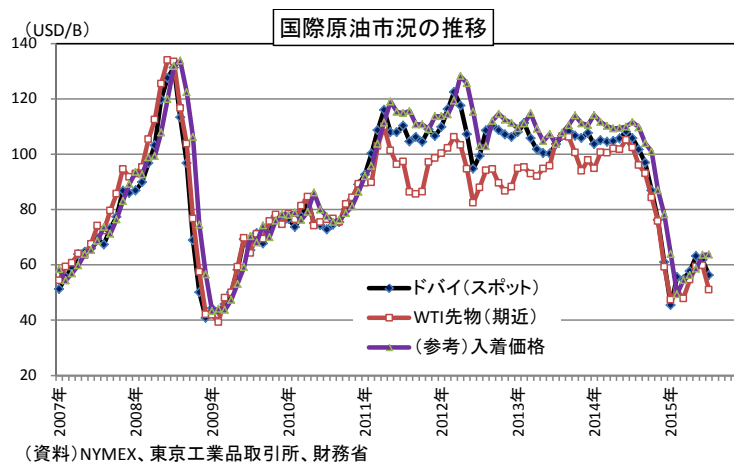


の、切下げ幅がそれほど大きなものではないことから、効果は限定的であろう。

④ 輸入原油価格の見通し

14年夏場以降、世界的に供給過剰への懸念が強まった結果、原油価格は急落、15年3月中旬に1バレル＝42ドル台(WTI先物(期近物)、以下同じ)まで値下がりました。その後、採算性が悪化した北米シェールオイル油井の生産がようやく減少に転じたことなどもあり、価格は持ち直し、5～6月にかけては60ドル前後での推移となった。しかし、ギリシャ支援交渉の決裂やイラン核開発協議での合意が意識され始めた6月末から再び下落傾向を強めており、8月中旬には41ドル台まで下落するなど、6年5ヶ月ぶりの安値水準となっている。

中国経済の動向など、世界経済の先行き不透明感が依然として払拭されず、原油需要の増加ペースが抑制されるとの見通しが根強い一方、供給能力は高水準であり、OPEC加盟の産油国ではシェア確保を最優先するため、むしろ増産する構えを見せている。イラン産原油の供給本格化といった要因も加わり、供給過剰感は払拭できない状況にある。そのため、当面は低価格のまま推移すると予想される。以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIFベース)は16年度にかけて50ドル前後で推移すると想定した。



2015～16年度 日本経済見通し

	単位	2013年度 (実績)	14年度 (実績)	15年度 (予測)	16年度 (予測)
名目GDP	%	1.8	1.6	2.9	3.3
実質GDP	%	2.1	▲ 0.9	1.4	2.4
民間需要	%	2.3	▲ 2.1	1.4	3.5
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 3.1	0.5	2.7
民間住宅	%	9.3	▲ 11.7	2.7	5.3
民間企業設備	%	4.0	0.5	5.0	7.3
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	▲ 0.5	0.5	▲ 0.1	▲ 0.2
公的需要	%	3.2	0.8	1.2	0.5
政府最終消費支出	%	1.6	0.4	0.9	0.8
公的固定資本形成	%	10.3	2.0	2.8	▲ 0.7
輸出	%	4.4	7.9	1.2	5.4
輸入	%	6.7	3.6	2.0	9.1
国内需要寄与度	ポイント	2.6	▲ 1.5	1.3	2.8
民間需要寄与度	ポイント	1.8	▲ 1.7	1.1	2.6
公的需要寄与度	ポイント	0.8	0.2	0.3	0.2
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.5	0.6	▲ 0.2	▲ 0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.3	2.5	1.5	0.9
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	2.8	▲ 2.0	0.6
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	0.8	2.8 (0.9)	0.2 (0.1)	1.3
完全失業率	%	3.9	3.6	3.3	3.0
鉱工業生産 (前年比)	%	3.0	▲ 0.3	1.4	4.6
経常収支	兆円	1.5	7.9	14.2	12.1
名目GDP比率	%	0.3	1.6	2.8	2.3
為替レート	円/ドル	100.2	109.9	124.5	119.4
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.07	0.07	0.09
新発10年物国債利回り	%	0.69	0.48	0.41	0.69
通関輸入原油価格	ドル/バレル	109.6	90.6	53.6	50.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

(→予測)

	単位	2014年				2015年				2016年				2017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	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	1.2	0.2	▲ 0.7	0.8	2.2	0.0	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	0.4	1.2
実質GDP	%	1.1	▲ 1.9	▲ 0.3	0.3	1.1	▲ 0.4	0.6	0.6	0.8	0.6	0.6	0.2	0.6
(年率換算)	%	4.5	▲ 7.5	▲ 1.3	1.4	4.5	▲ 1.6	2.3	2.4	3.2	2.5	2.4	0.8	2.5
民間需要	%	1.9	▲ 3.6	▲ 0.8	▲ 0.0	1.5	▲ 0.4	0.5	0.6	1.1	0.7	0.8	0.9	1.8
民間最終消費支出	%	2.1	▲ 5.0	0.3	0.3	0.3	▲ 0.8	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.8	1.8
民間住宅	%	2.0	▲ 10.9	▲ 6.3	▲ 0.6	1.7	1.9	0.9	0.8	1.0	1.2	3.0	0.5	0.4
民間企業設備	%	5.0	▲ 4.6	▲ 0.0	0.2	2.8	▲ 0.1	2.2	1.5	2.0	1.7	1.5	1.6	2.2
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.6	1.2	▲ 0.6	▲ 0.2	0.5	0.1	▲ 0.4	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
公的需要	%	▲ 0.3	0.1	0.6	0.3	0.0	0.8	0.2	0.1	▲ 0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
政府最終消費支出	%	▲ 0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 0.7	0.2	1.7	0.3	▲ 1.2	2.6	1.0	0.3	▲ 1.0	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1
輸出	%	5.7	0.6	1.8	2.8	1.6	▲ 4.4	2.1	1.7	1.3	1.2	1.5	0.9	0.7
輸入	%	5.9	▲ 3.9	0.9	0.9	1.8	▲ 2.6	2.0	1.5	1.6	1.4	2.0	4.0	5.5
国内需要寄与度	%pt	1.4	▲ 2.8	▲ 0.4	0.0	1.2	▲ 0.1	0.5	0.5	0.8	0.6	0.6	0.7	1.4
民間需要寄与度	%pt	1.5	▲ 2.8	▲ 0.6	▲ 0.0	1.2	▲ 0.3	0.4	0.4	0.8	0.6	0.6	0.6	1.3
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.9	0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.8
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	2.2	2.1	2.4	3.5	1.6	2.0	1.7	0.7	0.5	0.8	0.9	1.4
国内企業物価 (前年比)	%	2.0	4.3	4.0	2.4	0.4	▲ 2.2	▲ 2.8	▲ 2.0	▲ 1.0	0.2	0.5	0.8	1.0
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	1.3	3.4 (1.5)	3.2 (1.2)	2.7 (0.7)	2.1 (0.1)	0.1 (▲ 0.0)	▲ 0.1	0.2	0.5	0.8	1.1	1.4	1.7
完全失業率	%	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.3	3.3	3.2	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8
鉱工業生産 (前期比)	%	2.3	▲ 3.0	▲ 1.4	0.8	1.5	▲ 1.4	0.8	1.5	0.9	0.8	1.0	1.6	2.2
経常収支(季節調整値)	兆円	▲ 1.3	0.8	0.5	2.7	3.9	4.2	3.5	3.2	3.3	3.2	3.2	3.0	2.7
名目GDP比率	%	▲ 1.1	0.7	0.4	2.2	3.1	3.4	2.8	2.5	2.6	2.5	2.5	2.3	2.0
為替レート	円/ドル	102.8	102.1	103.9	114.6	119.1	121.4	125.0	126.5	125.0	122.5	120.0	117.5	117.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.07	0.07	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09
新発10年物国債利回り	%	0.63	0.60	0.53	0.44	0.34	0.40	0.40	0.40	0.45	0.50	0.60	0.75	0.90
通関輸入原油価格	ドル/バレル	112.0	109.6	108.4	88.3	55.9	59.6	55.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

3. 2015～16年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し ～ 想定より遅れているが、年度下期には好循環入りへ

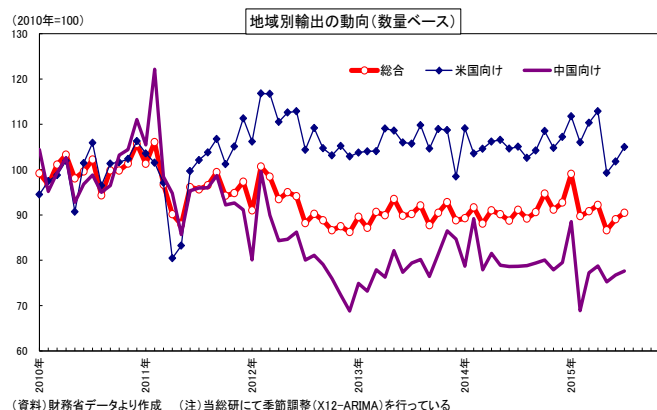
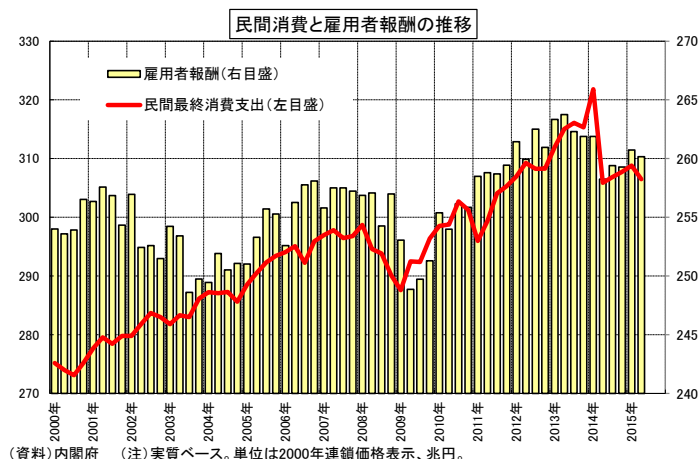
「基本方針 2015」や「経済財政白書」には、既に経済の好循環が始まっていることを前提に議論・分析が行われているが、デフレ脱却が実現できておらず、「企業から家計へ」の所得還流が不十分な状況で、消費税増税という 8 兆円規模の総需要抑制政策を断行したことが原因で 14 年度の経済成長率がマイナスに陥ったことを考慮すると、「経済の好循環」は始まった形跡すらない、というのが実際のところであろう。いまなお労働者への利益還元は不十分であり、それが原因の一つとなって消費の持ち直しが進まないことを踏まえれば、どういう好循環メカニズムが機能しているのか、疑わしい。

一方で、景気足踏みが長期化すると懸念も浮上しているが、当総研は先行きについてさほど悲観的に見る必要はないと考える。とはいえ、先行き景気回復傾向が強まっていくとしても、そのテンポは加速的に高まることはないだろう。冒頭で触れたように、「企業から家計へ」の所得還流は、14 年度の好業績を考慮すれば物足りなさ是否めない。厚生労働省によれば、15 年度の春季賃上げ率は前年度比 2.38%と、14 年度(同 2.19%)から加速、17 年ぶりの高い伸びとなった(定期昇給分は 1.8 ポイントほどとすれば、ベースアップ分は 0.5～0.6 ポイントと想定される)。しかし、固定費増につながる「月給」のベースアップに慎重な企業も、「賞与」の増加で対応した可能性が高く、経団連によれば大手企業の夏季賞与・一時金は前年比 2.81%(最終集計)と底堅い伸びを確保、水準的にもリーマンショック以降の最高額となった。

ベースアップの反映、夏季賞与の支給、エネルギー価格の下落などに伴い、家計の実質所得の改善は徐々に進んでいくと見られる。また、足元で逼迫度を高める労働需給も、先々の賃上げにつながる可能性が高い。また、消費者マインドも概ね改善傾向にあり、冷え込んでいるわけではない。それゆえ、所得増を実感できれば、消費は持ち直しに向けて動き出すものと思われる。

他方、海外経済についても、懸念材料は決して少なくないが、少なくとも日本の輸出に対する悪影響は徐々に薄れていくものと思われる。米国経済の改善基調は維持されており、年内と想定される米国の利上げが間近に迫れば、内外の金融資本市場が多少混乱する可能性は否定できないが、金融政策の正常化推進は米国の実体経済が改善を続けていることの証拠と考えれば、深刻になるべきではない。むしろ、米 FRB は金融政策の正常化が経済悪化を招かないように、慎重に事を運ぶものと思われる。

また、様々な懸念材料が渦巻いて



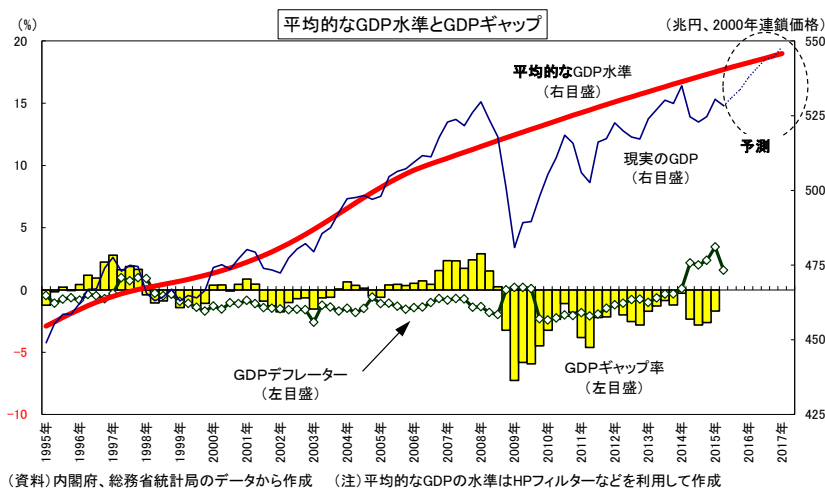
いる中国経済もすでに下げ止まりの様相が見られており、秋以降はこれまでの景気テコ入れ策の効果が浸み出してくるとみられる。天津の爆発事故に伴い、今後数四半期の輸出入に障害が出る可能性はあるものの、実体経済のハードランディングは回避される公算が強いことから、輸出の先行きにとって懸念すべき材料ではない。とはいえ、中国政府も7%を大きく上回る経済成長を求めているわけではないことから、中国経済の持ち直しに伴う影響はこれまでよりも弱いものになるのは否めない。

以上の消費・輸出動向の展望を踏まえると、更新需要を中心に足元で堅調に推移する設備投資も腰折れすることなく、緩やかな増加傾向をたどることが期待される。15年度下期には、日本経済はようやく好循環入りが実現し、長年の懸案であるデフレ脱却に向けた動きが再開すると予想される。

以下、15～16年度の日本経済を見通してみたい。まず、足元の7～9月期であるが、一部企業での夏季賞与支給が7月以降にずれ込んだこと、夏場以降は電気・ガス料金の値下げが本格化していることなどを考慮すると、家計の所得環境は好転に向かっているものと思われ、消費の持ち直しテンポはやや強まるものと考えられる。4～6月期には大幅減となった輸出も、米国向け・中国向けが数量ベースで回復傾向にあり、増加に転じる可能性がある。しかし、1～3月期に続き、4～6月期も積み上がった在庫水準を適正水準まで削減する動きが強まると想定されるほか、輸入も増加に転じるため、経済成長率はやや抑えられるだろう。7～9月期は前期比0.6%、同年率2.3%と、プラス成長に戻ると予想する。

その後も消費行動は緩やかに持ち直していくことが見込まれる。また、世界経済の不透明感も和らぎ、輸出の増加傾向が継続する。それらとともに企業設備投資なども活性化するなど、15年度下期は消費税増税で落ち込んだ需要の復元に向けた動きが進むなど、経済の好循環入りが実現する。その結果、**15年度の実質成長率は1.4%(前回6月時点の予測:1.8%から下方修正)**、下方修正の理由は4～6月期がマイナス成長となったことと、年度下期の景気回復テンポがより緩やかになるとしたためとした。**名目成長率は2.9%、GDPデフレーターは前年度比1.5%(前回はそれぞれ3.0%(下方修正)、同1.3%(上方修正))と予測した。**

16年度にかけても、経済の好循環が緩やかに進行すると見られるが、15年度末までには消費税増税直前(14年1～3月期)のGDP水準を上回り、同時にマクロ的な需給ギャップも解消に向けて動いていくため、年度下期には「景気天井」への接近、さらには「景気拡大の持続性」への意識も徐々に高まっていくだろう。とはいえ、「幸いにも」14年度や15年4～6月期のマイナス成長によって、GDPギャップはある程度の乖離(需要不足)が発生しており、成長余力はまだ存在する状況であると考えられる。それゆえ、16年度も引き続き、雇用増を伴いながら経済成長を続けることが可能であろう。また、17年4月の消費税再増税を踏まえると、13年度と同様、16年度末にかけては民間消費や住宅投資には一定程度の駆け込み需要が発生するものと思われる。その結果、**16年度の実質成長率は2.4%、名目成長率は3.3%、GDPデフレーターは前年度比0.9%(前回予測はそれぞれ2.1%、3.1%、同0.9%)と予測した。**これらにより、GDPギャップは趨勢的な水準を上回り、年度下期には失業率が3%割れまで低下するなど労働需給が引き締まっていく



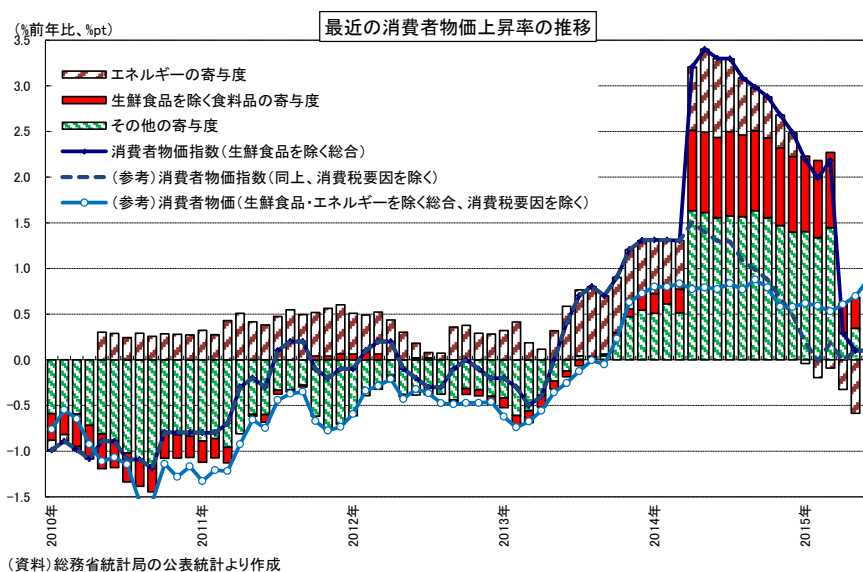
だろう。企業サイドも人員確保のためには賃上げの必要性に迫られるだろう。

(2)物価見通し ～ しばらく前年比ゼロ前後で推移した後、再び上昇基調へ

最近の物価を取り巻く環境としては、①4月には消費税増税による押上げ効果が剥落した、②消費・輸出の動きが鈍く、製造業の一部業種で在庫が積み上がっており、物価下落圧力が再燃している、③原油など資源価格の大幅下落によって、エネルギー価格が前年比で下落に転じている、④その一方で、為替レートの円安基調によって輸入品(最終財)の価格が上昇しており、食料品・日用品が値上げされている、といった特徴がある。

実際、6月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下、全国コアCPI)は前年比0.1%と、鈍化状態が続いている。夏場以降は電気・ガス料金の値下げが実施されるほか、ガソリン価格の一段の値下げなども加わり、一時的に下落に転じる可能性もある。また、消費低迷を受けて、春先にみられた食料品・日用品などへの価格転嫁が先行き困難になっている可能性も否定できない。

なお、年度下期に入れば、原油安によるエネルギーの下落効果が徐々に弱まるとともに、消費持ち直しが想定されること、さらに労働需給の逼迫などを背景とした賃上げ継続が物価にも徐々に波及し始めると予想され、物価上昇率は徐々に高まっていくだろう。



また、16年度にかけて、経済の好循環プロセスが強まり、マクロ的な需給ギャップが解消に向かっていけば、賃上げ圧力も高まっていくと見込まれる。次回の消費税増税を控えて駆け込み需要の再発生が想定される16年度末には物価上昇率は1%台後半の領域にまで到達すると予想する。

以上から、15年度の全国コアCPIは前年度比0.2%(14年度:同2.8%、消費税要因を除くベースでは同0.9%)と年度を通じて上昇率は鈍化する。しかし、16年度は同1.3%と上昇率を徐々に高めていくだろう。