国内経済金融

2015～16 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)

～15 年度:1.8%(上方修正)、16 年度:2.1%(下方修正)～

調査第二部

6 月 8 日に発表された 2015 年 1～3 月期の GDP 第 2 次速報（2 次 QE）などを踏まえ、当総研は5月25日に公表した「2015～16 年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

1～3 月期は大幅上方修正

5 月 20 日に発表された 1～3 月期の 1 次 QE によれば、経済成長率は前期比年率 2.4%と 2 四半期連続のプラスかつ成長率の加速が見られた。しかし、内容を精査すると、民間在庫投資が急増した結果、前期比成長率（0.6%）を 0.5 ポイントも押し上げ、逆に民間最終需要の持ち直しテンポが鈍いままであることが意識されるなど、高めの成長率は見掛け倒しであると評価せざるを得ない内容であった。

今回発表された 2 次 QE では、1～3 月期の法人企業統計季報での設備投資額が前期比 5.8%（金融保険業を除く全産業、ソフトウェアを除くベース）へ加速したことから、事前の市場予想でも小幅上方修正されるとの見方が多かったが、実際には、その民間設備投資が大幅に上方修正されたほか、民間在庫投資もさらに上方修正された結果、経済成長率は前期比年率 3.9%へ大幅に上方修正された。

民間在庫投資の増加が前期比成長率を押し上げる構図には変わりはないものの、堅調な計画の割に鈍いとされてきた設備投資に明確な改善が見られたこと自体は、前向きな評価が可能といえるだろう。

景気の現状

さて、15 年度入り後の主要経済指標を眺めてみると、1～3 月期の米中経済の不振を受けて輸出の増勢がやや弱まったような状況となっているほか、実質所得が目減りした状態に陥った影響が家計行動にボディブローのように効いており、消費の低調さが続いている。その結果、企業部門では在庫水準が高止まりし、足元

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	3.0	3.1
実質GDP	%	2.1	▲ 0.9	1.8	2.1
民間需要	%	2.3	▲ 2.2	2.0	3.4
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 3.1	1.8	2.7
民間住宅	%	9.3	▲ 11.7	1.3	6.3
民間企業設備	%	4.0	0.4	4.2	6.5
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	▲ 0.5	0.5	▲ 0.2	▲ 0.1
公的需要	%	3.2	0.7	▲ 0.0	0.2
政府最終消費支出	%	1.6	0.4	0.5	0.4
公的固定資本形成	%	10.3	2.0	▲ 2.4	▲ 0.8
輸出	%	4.4	8.0	7.5	4.0
輸入	%	6.7	3.7	7.2	8.6
国内需要寄与度	ポイント	2.6	▲ 1.5	1.5	2.7
民間需要寄与度	ポイント	1.8	▲ 1.6	1.5	2.6
公的需要寄与度	ポイント	0.8	0.2	▲ 0.0	0.1
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	0.7	0.2	▲ 0.7
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.3	2.5	1.3	0.9
国内企業物価　（前年比）	%	1.8	2.8	▲ 1.6	1.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	2.8	0.3	1.5
(消費税増税要因を除く)			*(0.9)*	*(0.2)*	
完全失業率	%	3.9	3.6	3.4	3.1
鉱工業生産　（前年比）	%	3.0	▲ 0.3	2.7	4.7
経常収支	兆円	0.8	7.7	12.9	12.1
名目GDP比率	%	0.2	1.6	2.6	2.3
為替レート	円/ドル	100.2	109.9	124.0	116.3
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.07	0.06	0.10
新発10年物国債利回り	%	0.69	0.48	0.40	0.73
通関輸入原油価格	ドル/バレル	109.6	90.6	61.9	62.5

(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。

では生産・在庫調整が迫られている。

しかし、明るい材料が散見され始めているのも確かである。まず、海外については、米国経済は 4 月以降、再び回復に向けて動き始めているほか、一時はデフレ懸念が強めていたユーロ圏経済にも明るい兆しが見えてきた。前期比では 5%台まで減速した中国経済についても、金融緩和措置や不動産市場のテコ入れ策を断続的に打ち出している。

国内に目を転じると、失業率や有効求人倍率などの雇用関連指標は良好さを保っており、一部の業種・職種では人手不足状態となっている。また、4 月には実質賃金が 2 年ぶりに前年比プラスに転じており、しばらくは物価の鈍化状態が続くこと、堅調とされる夏季賞与や先行きの残業時間の増加可能性などを踏まえると、実質賃金の上昇幅は拡大することが見込まれる。すでに、消費者マインドは好転しており、所得増が定着すれば、消費拡大につながると予想される。

景気・物価見通しと金融政策運営

以下では、当面の国内景気について考えてみたい。今回の 2 次 QE は大幅な上方修正となったが、その一部は在庫増によるものであり、目先の成長下押し要因を強まる結果となった。しかし、同時に設備投資の回復傾向が明確化しつつあることが確認されており、前述したような景気・物価の基本的なシナリオを修正する必要はないと判断する。

4～6 月期は在庫調整の進展に伴い、経済成長率は減速が余儀なくされるだろうが、その底流では賃上げムードが継続していることや、原油安などでエネルギー価格が大幅下落したこと等を通じて、家計の所得環境は好転し、消費の回復傾向が強まるとの見方の変更はない。また、円安効果の浸透や底堅さを取り戻した米国経済を背景に、輸出の増加基調が定着し、設備投資も本格的な回復が始まると期待される。こうした好循環は 16 年度も継続することが見込まれる。特に下期以降は、17 年 4 月に予定されている消費税増税を前にした駆け込み需要も加わり、成長率が一段と高まるだろう。さらに、労働需給の逼迫度合いも次第に高まり、賃金・物価が適度に上昇し始める状態が作り出されていく。ただし、16 年度には「景気の天井」も意識され始め、趨勢的な成長ペースは鈍化が始まることになるだろう。

以上を踏まえ、15 年度の経済成長率は 1.8%（5 月発表の経済見通しから上方修正）、16 年度は 2.1%（同じく下方修正）と、14 年度のマイナス成長（▲0.9%）から一転、高めの成長となると予想する。

また物価については、消費税要因がほぼ剥落したことに加え、消費低迷の影響を受けて、足元の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ）は前年比ゼロ近辺まで鈍化している。15 年夏場にかけてこのような状態が続くが、下期以降は原油安要因が剥落し始めるほか、景気回復による需給改善で徐々に上昇率を高めるだろう。16 年度下期には 2%に向けて上昇率が接近していくと予想する。とはいえ、当面 2%の物価上昇の達成を見通すことは厳しい環境が続くため、日本銀行の政策運営に対して追加緩和や目標変更といった思惑が時折意識されるだろう。しかし、日銀は物価の基調は改善していると評価しており、追加緩和に対しては慎重姿勢を継続するだろう。