

## 2015～16 年度改訂経済見通し(2次 QE 後の改訂)

～15 年度:1.0%、16 年度:1.8%(ともに下方修正)～

調査第二部

2015 年 4～6 月期の GDP 第 2 次速報 (2 次 QE) を受けて、当総研は 8 月 20 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。

### 4～6 月期は上方修正されたが、3 四半期ぶりのマイナス成長は変わらず

4～6 月期の 1 次 QE によれば、経済成長率は前期比年率▲1.6%と 3 四半期ぶりにマイナスへ転じた。民間住宅投資や公的需要が堅調に推移したが、民間消費、民間企業設備投資、輸出といった主な需要項目が軒並み減少に転じるなど、景気の牽引役が不在となり、かつ在庫が一段と積み上がったことから、景気の足踏み状態がしばらく続く可能性を示唆する内容であった。

今回発表された 2 次 QE では、法人企業統計季報 (4～6 月期) の設備投資額や仕掛品在庫、原材料在庫などが反映された結果、民間設備投資はさらに減少率が拡大した半面、民間在庫は一段と積み上がりを見せ、GDP 全体としては前期比年率▲1.2%と、3 四半期ぶりのマイナス成長であることには変わりはないが、マイナス幅は幾分縮小するなど、上方修正された。

ただし、民間最終需要は

前期比▲0.6% (1 次 QE : 同▲0.5%) へ下方修正されるなど、良い結果だったわけではない。むしろ、過剰在庫に対する調整圧力が高まるなど、景気足踏みが長期化するリスクが改めて意識される内容といえるだろう。

### 景気の現状

最近発表された経済指標をみても、4～6 月期のマイナス成長を演出した「所得伸び悩み→消費低迷」や「中国など世界経済の減速→輸出頭打ち」といった状況にはあまり変化はない。実際、7 月の景気動向指数・一致 CI も前月比マイナス

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	2.5	2.7
実質GDP	%	2.1	▲0.9	1.0	1.8
民間需要	%	2.3	▲2.1	1.1	2.7
民間最終消費支出	%	2.5	▲3.1	0.2	2.4
民間住宅	%	9.3	▲11.7	2.7	5.3
民間企業設備	%	4.0	0.5	2.7	5.6
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	▲0.5	0.5	0.2	▲0.3
公的需要	%	3.2	0.8	1.2	0.5
政府最終消費支出	%	1.6	0.4	1.0	0.8
公的固定資本形成	%	10.3	2.0	2.3	▲0.5
輸出	%	4.4	7.9	0.1	5.0
輸入	%	6.7	3.6	1.5	8.9
国内需要寄与度	ポイント	2.6	▲1.5	1.0	2.3
民間需要寄与度	ポイント	1.8	▲1.7	0.8	2.1
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	▲0.3	▲0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	▲0.3	2.5	1.4	0.9
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	2.8	▲2.1	0.4
全国消費者物価 ( )	%	0.8	2.8	0.2	1.3
(消費税増税要因を除く)			(0.9)	(0.2)	
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	0.5	3.5
經常収支	兆円	1.5	7.9	14.6	11.9
名目GDP比率	%	0.3	1.6	2.9	2.3
為替レート	円/ドル	100.2	109.9	122.7	123.8
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	0.59
通関輸入原油価格	ドル/バレル	109.6	90.6	53.7	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。

となり、それに基づく景気判断は「足踏み」で据え置かれた。

世界経済を見わたすと、先進国経済は概ね持ち直しを続けている半面、新興国経済は、中国経済の減速や年内にも想定される米国の利上げ決定などへの警戒から総じて冴えない。特に、人民元の基準値引き下げや株価暴落などがあった中国経済の動向が注目を集めている。日本の輸出も米国向けは改善してきたが、中国向けがネックとなり、伸び悩んでいる。

国内に目を転じると、失業率や有効求人倍率などは少子高齢化の影響もあり、良好な状態を保っているほか、企業側もベースアップや賞与増を通じて賃上げに前向きな姿勢を見せている。しかし、7月の実質賃金は2年3ヶ月ぶりによくプラスに転じたとはいえ、前年比0.3%と低調さは否めない。

### 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は上方修正されたが、在庫調整がなかなか進んでいない姿が確認されたことを踏まえれば、目先の成長率には下押し要因になる。また、賃上げ率の上昇と物価沈静化による家計部門の実質所得の改善がだいぶ遅れており、消費の持ち直しも後ズレしている。一方、ドル高などの影響もあり、米国経済の回復テンポが加速していくことは見込めず、さらに中国経済の下げ止まりが確認できたとしても、中国向け輸出はすぐには強まる状況にない。

とはいえ、「景気の回復テンポは徐々に強まっていく」という基本シナリオを修正する必要はないだろう。家計調査によれば、1~7月分の勤労者世帯・実収入は

名目ベースで前年比2.7%、実質ベースで同0.9%と、緩やかながらも着実に増加している様子が確認できる。自動車など耐久財消費に依然として駆け込み需要の反動減がまだ残っているが、所得環境は好転しており、消費者マインドが現状の高めの水準を維持できさえすれば、消費の持ち直し傾向はいずれ強まるだろう。

一方、賃上げ自体は想定よりもかなり弱く、当面は賃上げ率の加速が期待できないこと、エネルギー要因による物価押下げ効果は16年初には一気に剥落し、実質所得の抑制要因になりうることを踏まえれば、16年度にかけても景気回復の勢いは「緩やか」の域から脱することは難しい。なお、16年度下期には17年4月に予定されている消費税増税を前に駆け込み需要が本格化し、成長率が一時的に高まることもあるが、増税後は前回同様、失速するリスクもある。

以上から、15年度の経済成長率は1.0%、16年度は1.8%と、8月時点の見通しからいずれも下方修正した。

最後に物価については、15年内は前年比ゼロ%近傍での推移となるが、16年に入れば上昇率を急速に回復させる動きが強まるだろう。労働需給の逼迫による賃上げ継続もその動きを後押しするだろう。しかし、16年度前半に目標とする2%の物価上昇率を達成することは厳しく、日本銀行に対して追加緩和や目標変更といった思惑が付きまとうことになるだろう。とはいえ、現時点で日銀は企業の人手不足感の強まりや家計の予想物価上昇率の高止まりなどを材料に、物価の基調は改善していると評価していることから、当面は追加緩和に対して慎重姿勢を続けると予想する。