

# 2015・2016年度の内外経済見通し

～追加緩和後ずれ・海外経済下振れにより国内見通しを下方修正～

## <要旨>

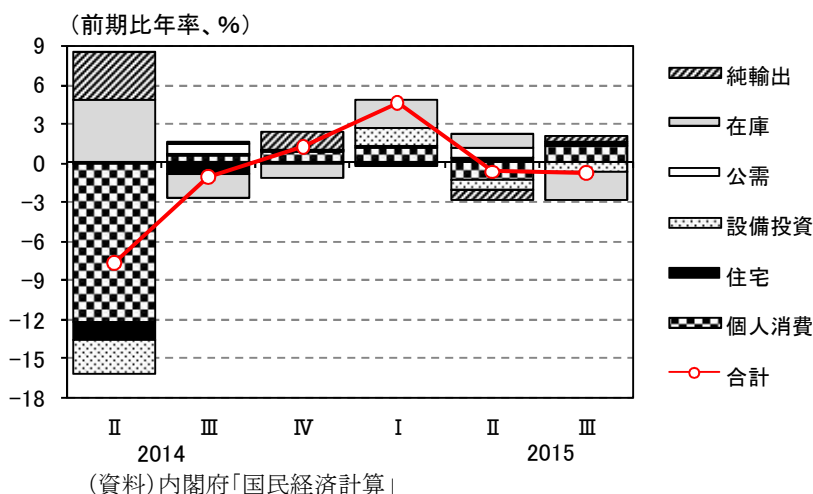
今回の経済見通しでは、日本の2015年度成長率を7-9月期実績の下振れにより修正したことに加えて、円安効果の剥落による企業の増益率の低下と世界経済の回復ペースの鈍化から2016年度の見通しを下方修正した。

日本の7-9月期実質GDP成長率は2四半期連続のマイナスとなったが、10-12月以降は足元で堅調な雇用・所得環境を背景に緩やかに回復すると予想する。もともと、前回想定していた日銀による追加緩和が見送られたことで、これまでの円安効果が剥落し企業の増益率が低下するため、来年度は設備投資や従業員給与を増やす動きは抑制されよう。また、外需環境は未だに米国が単独で牽引している状態にあり、新興国の先行き不透明感払拭には時間を要するため、世界経済の回復ペースは高まりにくいとみられる。中国経済には底入れの兆しもみえるが、この先も持ち直しの動きがみられない場合は、日本経済は輸出や設備投資の抑制によって更に回復が遅れよう。

## 1. 7-9月期実質GDP成長率

日本の2015年7-9月期の実質GDP(1次速報値)は、前期比▲0.2%(前期比年率▲0.8%)と2四半期連続のマイナス成長となった(図表1)。設備投資が2四半期連続で減少したことに加えて、民間在庫が成長率を押し下げた。4-6月期から実質GDPのマイナス幅はほぼ横ばいだが、在庫調整が進んだ点は前向きに捉えられる。消費は前期比+0.5%と増加したが4-6月期に同▲0.6%と減少したことを踏まえると回復ペースは緩慢である。外需環境は改善が遅れているが、財輸出が4-6月期に大幅減少した反動で増加したことに加えて、サービス輸出が同+7.0%と大きく増加し、純輸出はプラスとなった。

図表1 実質GDP成長率



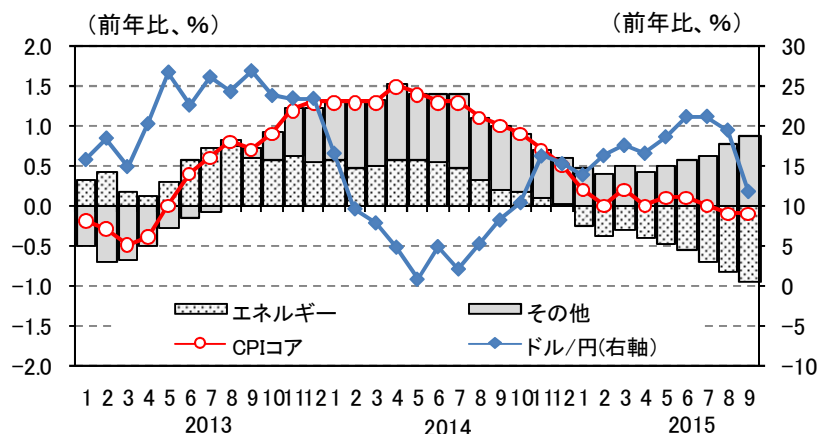
前回、調査月報9月号の経済見通しでは、円安の恩恵を受けて好調な企業収益を起点に日本経済は回復に向かうと予想した。本稿では、足元の内外経済・金融環境を確認した上で、日本経済の見通しについて改めて考察する。

## 2. インフレ率と金融政策・為替の見通し

日本の消費者物価指数(生鮮食品除く総合、CPIコア)の上昇率は、エネルギー価格の下落を主因として前年比▲0.1%まで下落したが、日銀は物価の基調は改善しているとみて追加緩和を見送っている(図表2)。もっとも、CPIコアはこの先エネルギー価格低下による物価の下押しが一巡する一方で、円安による押し上げ効果も減衰し、景気回復ペースが緩やかであれば需要の増加による物価の底上げも限られよう。日銀の目標通り2016年度後半までに2%に達する可能性は低く、エネルギー価格の下落による下押し効果剥落後のCPIコア上昇率が確認できる来年4月頃を目途に国債とリスク資産の買入ペース引上げによる追加緩和に動くと予想する。

足元でドル/円レートは120～125円程度で推移している。この先日銀の追加緩和が後ずれし、米国利上げペースが市場の予想通りに緩やかであれば、円安の進展は限られる。また、日銀が追加緩和を実施した場合も、事前の市場予想に沿った規模であれば、2014年10月末にサプライズ的に実施された追加緩和と比べて為替市場に与える影響は小さくなる。

図表2 CPIコアとドル/円レート



(注) 消費税率引上げの影響除く。

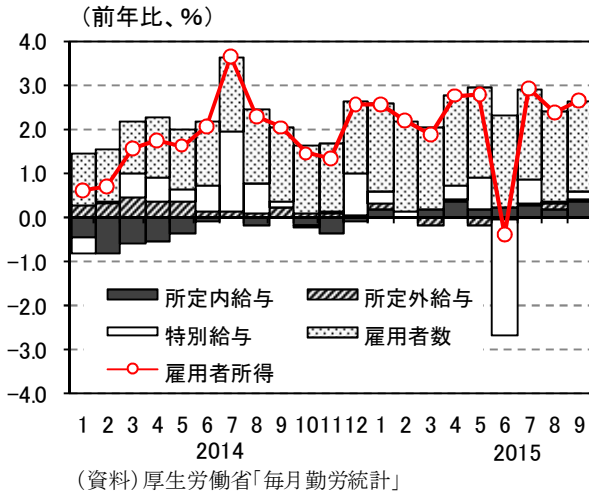
(資料) 総務省「消費者物価指数」

## 3. 内外経済・金融環境

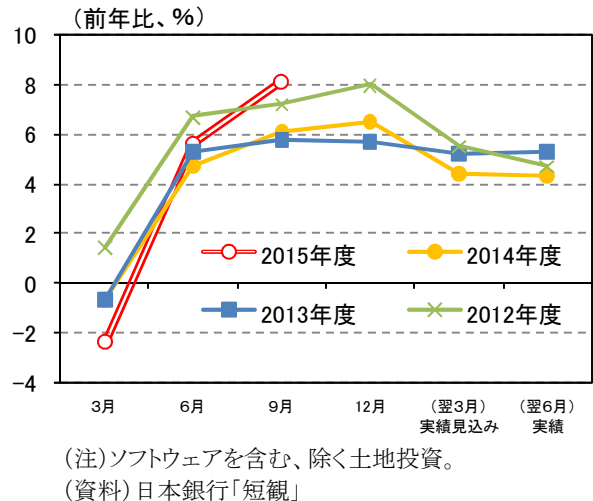
### (1) 国内環境

日本経済は足踏みが続いているが、足元で堅調な雇用・所得環境が消費を下支えし、先送りされているとみられる設備投資が10月以降計画に応じて増え始めることで、景気は緩やかに回復に向かうと予想する(次頁図表3、4)。

図表3 雇用者所得



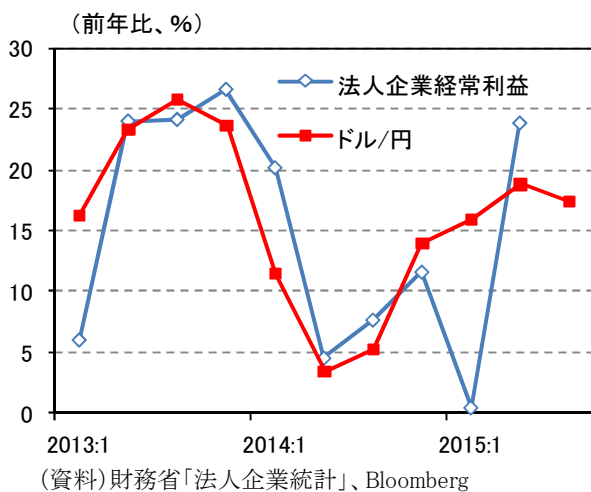
図表4 設備投資計画



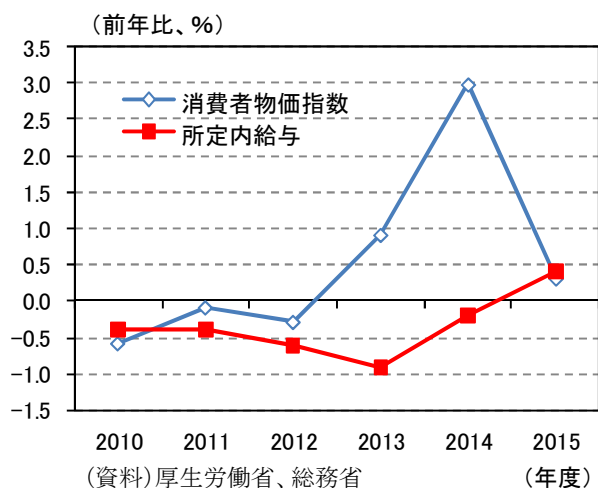
もともと、日銀の追加緩和先送りが円安の進展ペースを抑制することで、輸入物価の上昇による家計の負担を緩和する一方で、為替差益の縮小によって企業の増益率を押し下げよう(図表5)。実際に企業の経常利益増加率を日銀短観で見ると、2013年度は28.4%、2014年度は5.9%、2015年度(計画値)は3.3%と低下しており、来年度は企業が投資や従業員給与を増やす動きが鈍る可能性がある。

雇用者の給与については、企業の増益率低下だけでなく、物価上昇率が鈍化していることも、2016年度の所定内給与(ベースアップ)を抑制する要因になり得る(図表6)。また、高齢者の所得については、年金額は前年の物価の動き等<sup>1</sup>に合わせて改定率の変更されるが、今年度の物価上昇率は消費税引上げがあった昨年の+2.7%から大幅に低下することが確実な上に、今年度から適用されたマクロ経済スライド<sup>2</sup>によって更に抑制されるため、来年度の年金額は減少する見込みである。

図表5 経常利益と為替



図表6 所定内給与と消費者物価指数



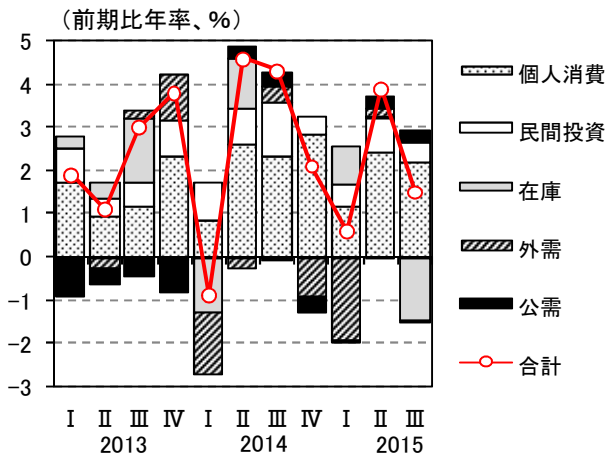
<sup>1</sup> 基準となる名目手取り賃金変動率は、前年の物価変動率に2年度前から4年度前までの3年度平均の実質賃金変動率と可処分所得割合変化率を乗じたもの。

<sup>2</sup> スライド調整率は、現役被保険者の減少と平均余命の伸びに基づいて設定される。2015年度はスライド調整率が▲0.9%となり、年金額の改定率は+0.9%となった。

(2) 外需環境

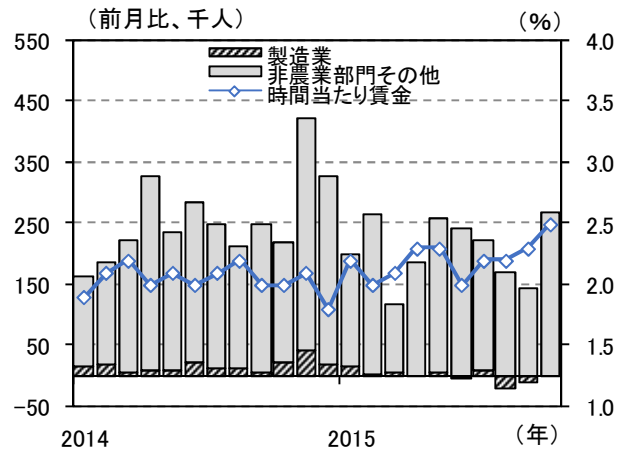
米国の7-9月期実質GDP成長率は前期比年率+1.4%と伸びが縮小したが、在庫調整によるマイナス寄与が大きく、内容としては底堅いと判断できる(図表7)。8、9月と低調だった非農業部門雇用者増加数が27万人と大きく増加し、インフレ率の見通しに影響する賃金の伸び率も高まったことから、12月に利上げが開始される可能性が高まった(図表8)。もともと、雇用統計の中身をみると製造業の雇用者には増加がみられず、製造業の停滞が非製造業に波及しないか注意を要する。

図表7 米国実質GDP成長率



(資料)米商務省

図表8 非農業部門雇用者数と平均賃金

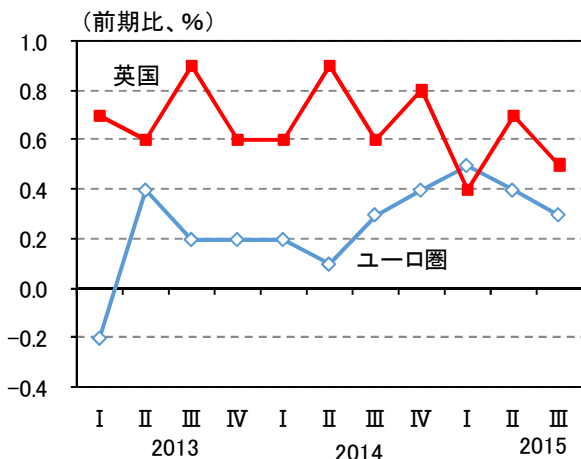


(資料)Bloomberg

米国に続いて利上げに向かうとみられていた英国では、7-9月期の成長率の鈍化に加えて、賃金の伸びがピークアウトしたため、イングランド銀行(BOE)のインフレ見通しも下方修正され、利上げ期待は後退している(図表9、10)。

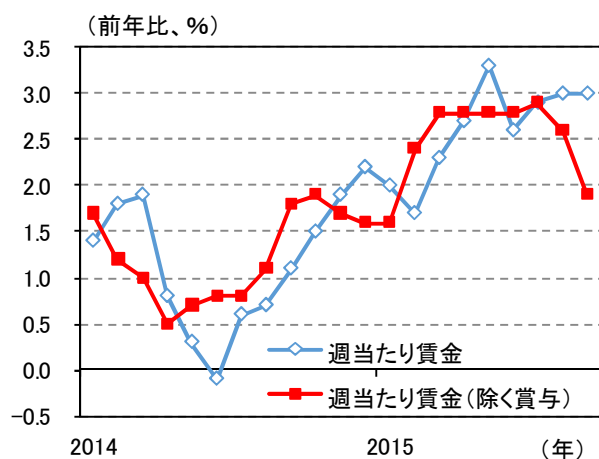
欧州では、インフレ率に上昇の兆しもあるが目標である2%近傍に達するのは困難であり、成長率が緩慢な状態が続いていることから、12月3日の政策理事会で追加緩和が決定される見込みである。2015年に入って緩やかなユーロ高基調にあったユーロ/ドルレートは、ユーロ圏の追加緩和と米国の利上げによってユーロ安が進もう。

図表9 英国・ユーロ圏実質GDP成長率



(資料)Bloomberg

図表10 英国週当たり賃金

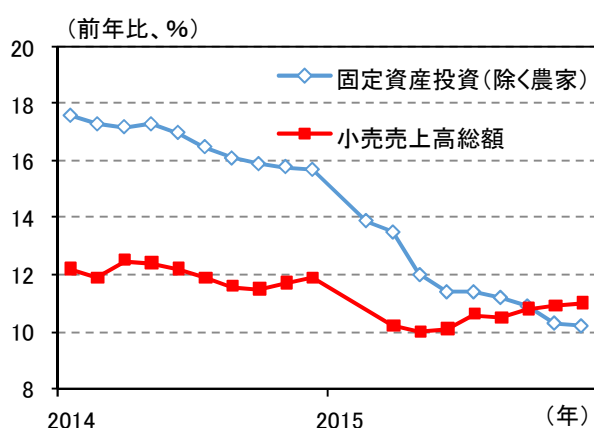


(資料)Bloomberg

中国では、消費の動きは底堅く、景況感指数が下げ止まるなど景気底入れの兆しがあるものの、固定資産投資の伸びは縮小し続けている(図表 11)。さらに、10月の消費者物価上昇率が前年比+1.3%に低下したことで、中国人民銀行による追加利下げの可能性が高まった(図表 12)。中国経済は短期的には持ち直しの兆しもみられるが、投資の牽引力は構造的に弱まるため長期的に7%成長を維持することは難しいとみられる。

このように外需環境は牽引役の米国経済は底堅いものの成長率が急速に高まるには至らないとみられ、新興国の先行き不透明感は払拭には時間がかかるため、この先も世界経済の回復ペースは高まりにくいとみられる。

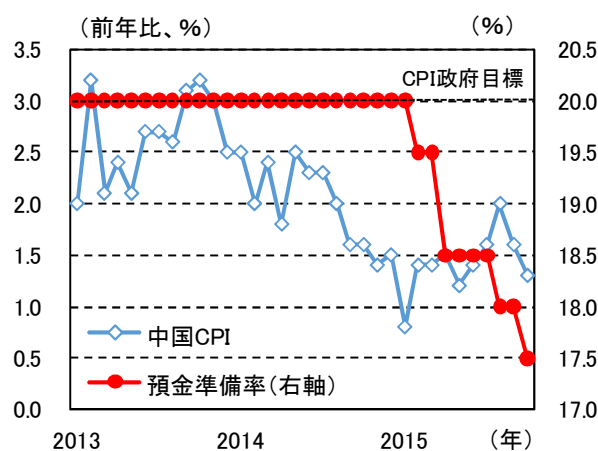
図表 11 中国小売売上高と固定資産投資



(注) 固定資産投資は年初来累計。

(資料) Bloomberg

図表 12 中国消費者物価指数と預金準備率



(資料) Bloomberg

#### 4. まとめとリスク要因

以上を踏まえて、最後に日本の経済見通しを総括する。2015年度の成長率を7-9月期実績の下振れから修正(前回:前年比+1.0%→今回:同+0.9%)し、2016年度の成長率を、円安効果の剥落による企業の増益率の低下と世界経済の回復ペースの鈍化から下方修正(前回:前年比+1.8%→今回:同+1.4%)する。外需環境について、中国経済には底入れの兆しもみえるが、この先も持ち直しの動きがみられない場合は、日本経済は輸出や設備投資の抑制によって更に回復が遅れよう。

インフレ率は今後エネルギー価格の下落による物価の下押しが一巡する一方で、円安による押し上げ効果も減衰する。また、景気回復ペースが緩やかであれば需要の増加による物価の底上げも限られることから、2016年度後半までに目標である2%に達することは困難であり、この先追加緩和が実施されると予想する

(経済調査チーム 登地 孝行: Toji\_Takayuki@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。



### 総括表 2015・2016年度の内外経済見通し (作成日：2015年11月24日)

	2015年度		2016年度		2015上	2015下	2016上	2016下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2005年基準>								
国内総支出	530.5	0.9	538.0	1.4	0.3 1.0	0.5 0.8	0.7 1.2	0.8 1.6
民間最終消費	309.1	0.6	313.3	1.3	-0.1 0.5	0.7 0.6	0.5 1.1	1.1 1.6
民間住宅投資	13.7	3.8	14.5	5.9	4.4 1.2	1.8 6.4	3.2 5.0	3.2 6.7
民間設備投資	72.0	0.1	73.2	1.6	-0.7 0.5	0.4 -0.2	0.8 1.1	1.2 2.1
民間在庫品増加(実額)	-1.4	寄与度 -0.0	-2.6	寄与度 -0.2	-0.6	-2.3	-2.3	-3.0
政府最終消費	104.0	1.4	105.1	1.0	0.9 1.5	0.4 1.3	0.5 0.9	0.6 1.1
公的固定資本形成	23.0	1.0	23.0	-0.1	1.2 1.4	-0.5 0.7	0.4 -0.2	-0.4 0.0
財貨・サービス輸出	93.2	1.5	96.7	3.7	-2.1 2.4	2.7 0.7	1.6 4.2	1.4 3.2
財貨・サービス輸入	81.7	1.4	85.0	4.0	-1.1 1.1	2.6 1.7	1.7 4.2	1.9 3.8
内需寄与度	0.9	民需 0.6	1.5	民需 1.3				
外需寄与度	0.0	公需 0.3	-0.1	公需 0.2				
<名目>								
国内総支出	501.0	2.1	508.1	1.4	1.2 2.8	0.2 1.4	0.9 1.0	0.8 1.8
GDPデフレーター	94.5	1.2	94.4	0.0	1.8	0.6	-0.1	0.1
企業物価 *(10年=100)	102.7	-2.4	104.0	1.2	-2.9	-2.0	-2.0	3.2
輸出物価 *(10年=100)	113.2	1.8	117.6	3.9	3.6	0.1	0.1	-7.4
輸入物価 *(10年=100)	115.4	-7.8	122.2	5.8	-9.5	-6.1	-6.1	0.4
消費者物価 *(10年=100)	103.3	0.1	104.2	0.9	0.0	0.1	0.6	1.2
鉱工業生産 *(10年=100)	98.6	0.2	102.1	3.5	-0.5	0.8	3.5	3.4
失業率 (%)	3.3	-0.2	3.2	-0.1	3.4	3.3	3.2	3.1
雇用者数 *(万人)	5,644	0.6	5,675	0.6	0.7	0.6	0.5	0.6
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.6	-	0.5	-	0.5	0.6	0.4	0.6
新設住宅着工戸数(万戸)	94.7	7.6	98.8	4.3	93.4	93.2	99.9	97.3
貿易収支(10億円)	-1,089	-	-4,388	-	-420	-669	-1,706	-2,682
輸出 *(10億円)	76,610	1.3	81,728	6.7	2.8	-0.1	6.4	6.9
輸入 *(10億円)	77,699	-5.5	86,117	10.8	-7.4	-3.5	9.8	11.8
第一次所得収支(10億円)	21,436	-	22,160	-	10,834	10,602	5,570	5,511
経常収支(10億円)	16,891	-	14,905	-	8,693	8,198	7,955	6,950
マネーサプライ *(M2、兆円)	916.6	3.9	953.7	4.1	4.0	3.8	4.0	4.2
ドル/円レート(円、期中平均)	122.2	-	127.6	-	121.8	122.6	126.9	128.4
輸入原油価格(ドル/バレル)	55.1	-	57.8	-	59.0	51.3	56.0	59.5
米国実質GDP(10億ドル)	16,354	2.5	16,780	2.6	1.8	2.4	2.7	2.5

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

\*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

(期間平均値)

	4-6	7-9	10-12	2016/1-3	4-6	7-9	10-12	2017/1-3
コールレート(無担保・翌日)	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
10年国債利回り	0.40	0.39	0.35	0.35	0.34	0.34	0.38	0.43
ドル/円レート	121.4	122.2	122.8	122.5	125.5	128.3	128.5	128.3

→予測