

日本経済情報

2015 年 6 月号

Summary

【内 容】

1. 景気の現状

2015 年 1～3 月期の成長率は大幅上方修正

評価が分かれる設備投資と在庫投資

企業業績の改善が需要拡大に波及する兆し

4 月以降の経済指標は景気のもたつきを示唆

個人消費は勢いに欠く状況

輸出の増勢も弱まる

2. 日本経済の見通し

設備投資の更新需要は今年度中にも一巡

労働需給の逼迫を背景とする賃金上昇が個人消費を後押し

輸出は海外景気拡大と円安により増加基調を維持

2015 年度の成長率は 2% 近くまで高まる見込み

伊藤忠経済研究所
主任研究員
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

【日本経済の改定見通し】

2015 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 +3.9% に上方修正され、回復に向けて成長ペースが加速したことが示された。主因は設備投資と在庫投資の上方修正であり、前者は企業業績の改善が波及する動きとして、後者は在庫調整余地を残したと評価できるが、そのインパクトは前者が勝り、景気が回復に向かう可能性が高まったと言える。

さらに、労働分配率に下げ止まりの兆しが見られ、企業業績の改善が家計所得にも波及しつつあることが確認された。ただ、4 月以降の経済指標は、小売販売や乗用車販売も不調、輸出の増勢も弱まるなど需要の停滞を反映して鉱工業生産が足踏みするなど、総じて芳しくない。

そのため、日本経済の先行きを見通す上での注目点は、これまでと概ね同様、①設備投資拡大の持続性、②個人消費を取り巻く環境、③輸出は再加速するのか、となる。

設備投資は、先行指標の機械受注から当面の底堅い推移が見込まれる。ただ、ストック循環図は期待成長率が 1.5% を超えて高まらない限り現在の拡大局面が 2015 年中にも終了する可能性を示しており、期待成長率の上昇が確認できない現状においては、その可能性を否定できない。

一方、個人消費は、労働需給の逼迫が一部の業種でパートタイム比率の低下にもつながっており、賃金の更なる上昇が期待される状況にある。改善が足踏みしている消費者マインドも今後は再び改善し、原油安による物価上昇抑制も相俟って、個人消費は回復に向かうとみられる。

輸出は、寒波で停滞した米国経済が堅調拡大を取り戻し、アジア新興国も ASEAN の景気回復により比較的高い成長を維持すると見込まれるため、円安基調も追い風として増勢を維持しよう。

以上より、2015 年度の実質 GDP 成長率は 2% 近くへ高まり、駆け込み需要が見込まれる 2016 年度も 1% 台後半の比較的高い成長を予想する。これを前提とすれば、現状で GDP 比 1.6% とされる需給ギャップは 2016 年度半ば頃に解消するが、2017 年度には消費増税を受けてゼロ成長となり、再び需給ギャップが生じるため、消費者物価上昇率の 2% 到達を 2017 年度中までに見込むことは困難である。

1. 景気の現状

2015 年 1～3 月期の成長率は大幅上方修正

6 月 8 日に発表された 2015 年 1～3 月期 GDP の 2 次速報値 (QE) は前期比+1.0% (年率+3.9%) となり、1 次速報値の前期比+0.6% (年率+2.4%) から大幅に上方修正された。3 四半期ぶりに前期比プラスに転じた 10～12 月期 (前期比年率 1.2%) から成長ペースが加速し、今後、日本経済が回復に向かうことを期待させる結果となった。

主な需要項目を見ると、公共投資 (1 次速報前期比 ▲1.4%→2 次速報 ▲1.5%) や住宅投資 (前期比+1.8%→+1.7%) が小幅に下方修正されたものの、設備投資 (前期比+0.4%→+2.7%) や民間在庫投資 (GDP の前期比に対する寄与度+0.5%→+0.6%) が上方修正され、GDP 成長率を大きく押し上げた。

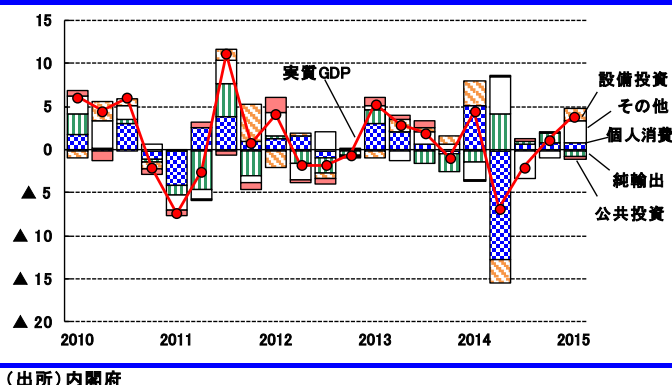
評価が分かれる設備投資と在庫投資

設備投資の大幅上方修正は、基礎統計である法人企業統計季報が発表された時点で概ね予想された通りであるが、重要なのはその評価であろう。1 次速報時点での設備投資は、2014 年 4～6 月期から 2015 年 1～3 月期にかけて 3 四半期連続で概ね横這い推移であったが、今回の 2 次速報では上記の通り明確な増加となった。このことは、企業業績の改善が設備投資に波及し自律的な回復に向けた動きが強まりつつある可能性を示唆しており、前向きに評価できる。

一方で、民間在庫投資の上方修正は、在庫調整余地が残っている可能性を示している。民間在庫投資の実質 GDP に対する寄与度 (前期比) は、2014 年 1～3 月期の駆け込み需要の中で在庫取り崩しにより ▲0.6%Pt となり、4～6 月期の消費増税に伴う需要落ち込み時には+1.3%Pt と在庫積み上がりを示唆したものの、以降は 7～9 月期 ▲0.7%Pt、10～12 月期 ▲0.2%Pt と在庫調整が続いた。そのため、これらの寄与度を合わせるとマイナスが若干上回り、10～12 月期時点では在庫調整は概ね終了していたとみられるが、2015 年 1～3 月期の+0.6%Pt という景気の基調に比べると過大とも言える大幅プラスは、在庫が再び積み上がった可能性を示している。前回の 1 次速報時から発表されている在庫投資の内訳 (実質季節調整系列、年率) を見ると、10～12 月期にかけて流通在庫 (10～12 月期 ▲1 兆 9,220 億円→1～3 月期 ▲818 億円) や仕掛品在庫 (▲1 兆 105 億円→▲5,998 億円) がマイナス幅を大きく縮小させ在庫調整が終了しつつある様子を示す一方で、製品在庫 (▲2,209 億円→▲7,035 億円) はマイナス幅が拡大し在庫調整が加速、原材料在庫 (▲960 億円→+6,193 億円) がプラスに転じており、主に原材料の在庫が積み上がったようである。

このように、今回の GDP2 次速報はプラス面とマイナス面を含んでいるが、在庫調整の余地はさほど大きくはないため設備投資の復調というプラス面が勝り、景気が回復に向かう可能性が高まったと言える。

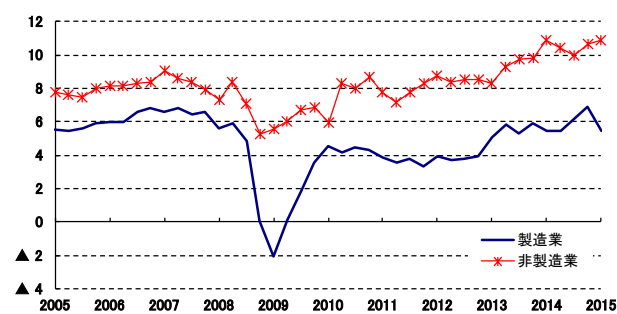
実質GDPの推移 (季節調整値、前期比年率、%)



企業業績の改善が需要拡大に波及する兆し

また、GDP2次速報の基礎統計である法人企業統計季報からは、2015年1～3月期も企業業績は好調を維持し、潤沢なキャッシュフローが設備投資だけでなく家計所得の増加にも貢献しつつあることが確認された。

企業利益の推移(季節調整値、経常利益、兆円)



(出所)財務省

労働分配率の推移(季節調整値、%)



(出所)財務省

法人企業統計季報によると、全産業規模合計¹の経常利益は2014年10～12月期の前年同期比+11.6%から2015年1～3月期は+0.4%へ大きく伸びが鈍化し、前期比でも▲6.4%と落ち込んだが、それでも史上最高となった前期(2014年10～12月期)に次ぐ高い水準²を維持した。製造業は1～3月期に前期比▲20.3%と大きく落ち込んだものの、非製造業は1～3月期も前期比+2.7%と増勢を維持し史上最高を更新、全体の落ち込みを緩和した。

業績好調が持続する中で、企業が産み出した付加価値³のうち人件費に充てられる割合を示す労働分配率は、当社試算の季節調整値で2014年10～12月期に60.7%まで下落したが、2015年1～3月期には61.7%へ水準を戻した。均してみれば未だ低下傾向にはあるものの下げ止まりを期待させる動きであり、人件費総額が2014年度通年で見て前年比+0.8%と3年ぶりの増加に転じていることも併せて考えると、改善の続く企業業績がようやく人件費、すなわち家計所得の拡大に結び付きつつあると言えよう。

4月以降の経済指標は景気のもたつきを示唆

ただ、4月以降の経済指標は、必ずしも良好ではない。鉱工業生産指数は、実質GDP同様、10～12月期の前期比+0.8%から1～3月期は+1.6%へ伸びを高め、4月も前月比+1.2%と3ヵ月ぶりの増加に転じたものの、4月の水準は1～3月期を0.4%下回った。さらに、予測指数は5月こそ前月比+0.5%と増加を見込むものの、6月は▲0.5%と伸び悩み、これらに基づく4～6月期の鉱工業生産指数は前期比▲0.2%とマイナスに転じることになる。

需要動向を反映する出荷指数も、4月の水準が1～3月期を1.3%下回っており、4～6月期の出足は不調である。内訳を見ると、建設財は4月の水準が1～3月期を2.7%上回り、それまでの下落傾向に歯

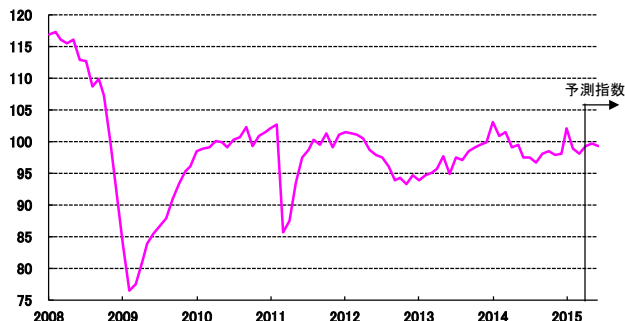
¹ ただし、集計対象は資本金1,000万円以上の非金融法人。

² 2014年10～12月期の経常利益(季節調整値)は17兆5,428億円となり、統計で遡ることのできる1954年4～6月期以降で最高を更新した。2015年1～3月期は16兆4,243億円に減少したが、かつてのピークである2014年1～3月期の16兆3,269億円を上回る史上2番目の水準である。

³ ここでは、統計の制約上、経常利益、減価償却費、利払い費、人件費の合計としている。

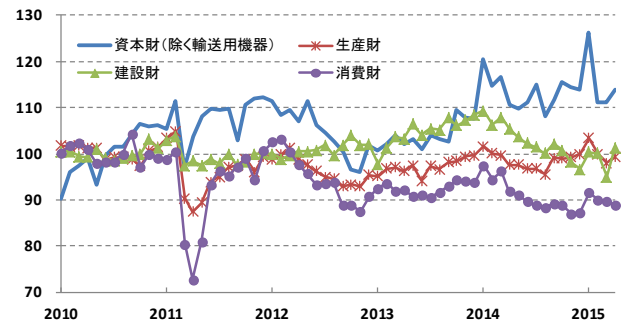
止めが掛かりつつあるが、資本財（除く輸送機器）は 1.8%、消費財が 1.7%、生産財が 1.2%、それぞれ下回り、設備投資や個人消費の停滞を示唆している。

鉱工業生産指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所) 経済産業省

鉱工業出荷指数の推移(季節調整値、2010年=100)

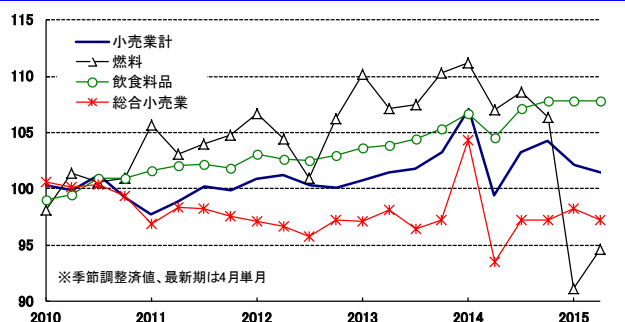


(出所) 経済産業省

個人消費は勢いに欠く状況

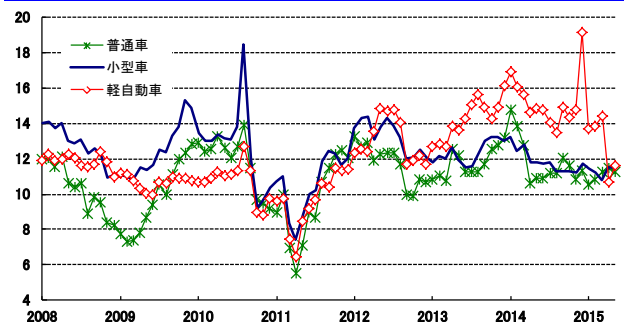
実際に小売販売の動向は不調である。4月の小売販売額（含む消費税）は前年同月比+5.0%と4ヵ月ぶりのプラスに転じたが、前年同月が消費増税により大きく落ち込んだためであり、前月比（季節調整値）では+0.4%にとどまり、その水準が1~3月期を0.6%下回っていることから判断すると、基調としては横這いである。内訳を見ると、ガソリン価格の下落を背景に1~3月期に前期比▲14.4%と大幅に減少した燃料小売業が4月にやや持ち直したほか、冬場に落ち込んだ衣料品小売業も水準を戻しているが、飲食料品小売業は横這い推移が続き、総合小売業はやや水準を落とすなど、全体として見れば勢いに欠く状況である。

小売業販売額の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所) 経済産業省

乗用車販売台数の推移(季節調整値、万台)



(出所) 日本自動車工業会

乗用車販売も低調である。5月の乗用車販売台数（含む軽）は前年同月比▲8.2%と4月の▲10.1%に続いて大幅前年割れが続いている。登録車（普通車と小型車の合計）は4月前年同月比+2.9%、5月+1.2%と前年水準を上回っているが、軽自動車は4月▲26.9%、5月▲21.5%と前年水準を大きく下回った。2015年4月からの軽自動車税引き上げ⁴やメーカーの年間（2014年）シェア争いを背景に需要を相当先食いした反動によるものとみられる。なお、乗用車全体の販売台数を季節調整値で見ると、4~5月平均の水準（年率408.9万台）は1~3月期（431.9万台）を5.3%も下回っており、1~3月期の前期比▲7.2%に続いて4~6月期も減少が見込まれる。

⁴ 軽自動車税は2015年4月に従来の7,200円から10,800円に引き上げられた。

輸出の増勢も弱まる

輸出も伸び悩んでいる。輸出数量指数は、2015年1～3月期までは4四半期連続で前期比プラス（1～3月期は+0.7%、当社試算の季節調整値）となり、4月も前月比で増加した。しかしながら、5月は前月比で大きく落ち込んだことから、4～5月平均の水準は1～3月期を3%程度下回っており、4～6月期の輸出数量指数は5四半期ぶりの前期比マイナスとなる可能性が高まっている。

仕向地別に見ると、米国向けの4～5月平均の水準

が1～3月期を1%程度下回ったほか、EU向け（4～5月平均の1～3月期比約▲1%）は持ち直しの動きが一服、アジア向け（同約▲5%）は大きく落ち込んだ。アジア向けについては、中国向けの4～5月平均が1～3月期比▲1%程度と比較的小幅なマイナスにとどまっていることから、ASEAN向けが大幅に減少しているとみられる⁵。米国向けやASEAN向けは、10～12月期、1～3月期とそれぞれ景気の拡大ペースを上回るペースでの拡大が続いていたため、その反動が出ている部分もあると考えられるが、4月以降の輸出は総じて数量ベースで増勢が弱まっていることは事実である。

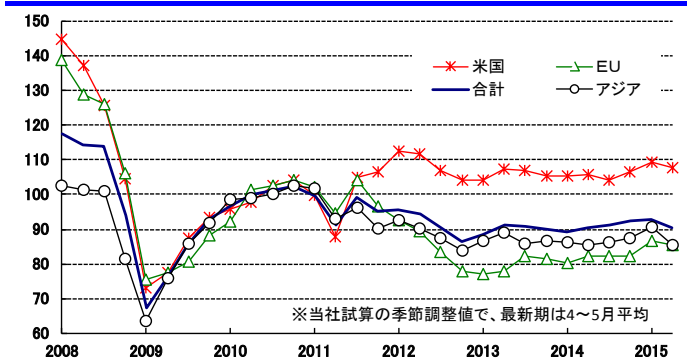
2. 日本経済の見通し

以上の通り、日本経済は、輸出の拡大が設備投資や個人消費の持ち直しによって2015年1～3月期に成長ペースが加速、企業業績の改善が国内需要の拡大につながる好循環の芽が出始めており、自律的な回復に向かうことが期待できる状況になりつつある。しかしながら、4月以降は勢いを欠いており、今後、順調に回復に向かうかどうか予断を許さない状況にある。こうした現状を踏まえると、今後の日本経済を見通す上で注目すべきポイントは、これまでと概ね同様、①設備投資拡大の持続性、②個人消費を取り巻く環境、③輸出は再加速するのか、という需要の3本柱に関することになるだろう。

設備投資の更新需要は今年度中にも一巡

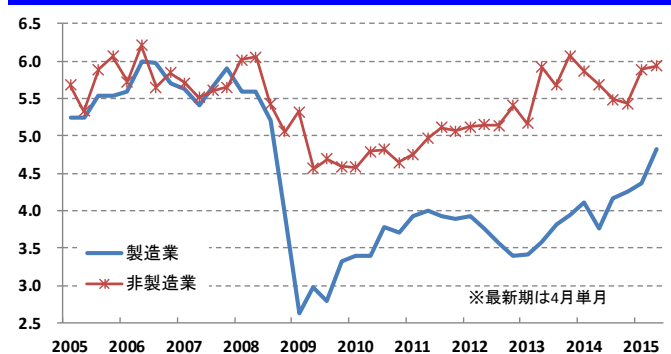
設備投資は、先に見た通り1～3月期に明確な回復を見せたが、一方で4月の資本財出荷は低調であり、4月以降も拡大が続くかどうか注目される。その意味で、先行指標の機械受注（船舶・電力を除く民需）が4月に前月比+3.8%と予想外の増加を示したことは好材料である。その結果、4月の水準は1～3月期を5.3%上回った。内閣府の予想では4～6月期の機械受注は前期比▲7.4%もの大幅なマイナスとなっただけに、4月の実績はポジティブ・サプライズ

輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)財務省

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府

⁵ ASEAN 向けの輸出数量は速報段階では公表されないため5月分は不明であるが、4月の水準は1～3月期を6%程度も下回っており、4～5月平均もアジア全体より大きく落ち込んだとみられる。

と言えよう。

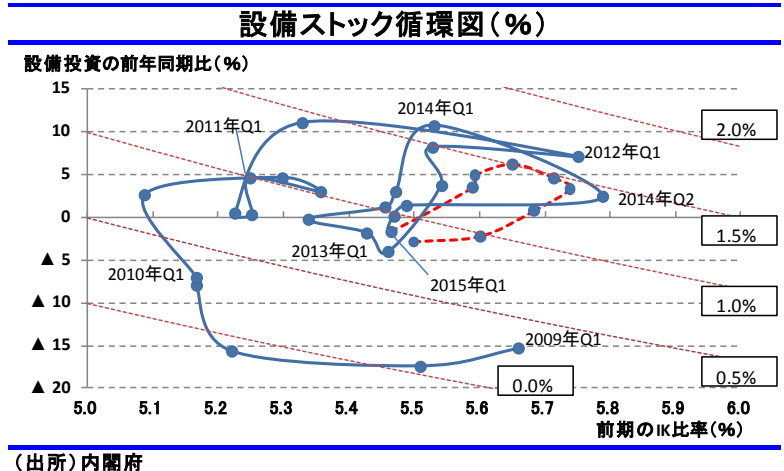
機械受注の内訳を見ると、製造業からの受注が4月に1～3月期の水準を10.5%も上回り増勢を強める兆しを見せたことに加え、非製造業からの受注も4月の水準は、1～3月期の前期比+8.5%という大幅増から更に0.8%上回っている。もちろん、機械受注統計は毎月の変動が大きいので、4月以降に増勢が加速するとまで見込むのは早計であるが、少なくとも拡大基調を維持する可能性は高くなったと言え、設備投資も当面は堅調な拡大を期待できそうである。

ただし、その後も設備投資の拡大傾向が続くのかどうかについては、企業の期待成長率に大きく左右されよう。最近の設備投資の状況を設備ストック循環図によって投資サイクルの視点から確認すると（下図）、2010年1～3月期（図中左下）から4～6月期にかけて設備投資が前年比で増加に転じ拡大局面入りが明確となったが、2011年3月の東日本大震災によって拡大局面は一旦中断、2四半期ほど足踏みした後、2011年10～12月期以降、顕著な拡大を見せた。ストック循環図は、この頃の期待成長率が1.5%を超えていることを示しており、震災で抑制された反動の部分がある程度割り引いたとしても、企業が景気の拡大期待を背景に設備投資を本格化させた様子が見て取れる。しかしながら、2011年から2012年にかけて1ドル＝70円台半ばまで円高が進んだため、企業の投資マインドは急速に冷え込み、設備投資は2012年10～12月期に前年比でマイナスに転じ、ストック循環図からは期待成長率が1%を下回ったことが読み取れる。

なお、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によると、企業が見込む今後3年間の実質成長率の平均は2011年度（2012年1月）調査の1.5%から2012年度（2013年1月）調査に1.1%へ低下しており、ストック循環図が示す姿と概ね整合的である。

その後、設備投資は、安倍政権下で為替相場が円安に転じたことや消費増税などの駆け込み需要⁶により2014年1～3月期にかけて急回復、ストック循環図は再び期待成長率1.5%を超えたことを示唆したが、その反動落ちにより2015年1～3月期の設備投資は前年比マイナス、期待成長率は再び1%を割り込んでいる。なお、2015年4～6月期の設備投資が、先行指標の機械受注の示すように前期比で増加すれば、それが小幅であってもストック循環は再び拡大局面に向かうことになる（図中では前期比+0.5%として試算）。

以上を整理すると、ここ数年の設備投資は、期待成長率が概ね1.0～1.5%の範囲内で推移しているが、これは最近5年間（2009～14年度）の平均成長率（1.2%）を中心としており、現実の需要動向に合った範囲にとどまっていたと言える。つまり、この間の設備投資は、既存設備の更新という循環的な需要が中心であったと考えることができよう⁷。そして、ストック循環図は足元（2015年4～6月



⁶ 消費増税に基本ソフト Windows XP のメーカーサポート終了が重なったため、主にパソコン投資において大規模な駆け込み需要が発生した。

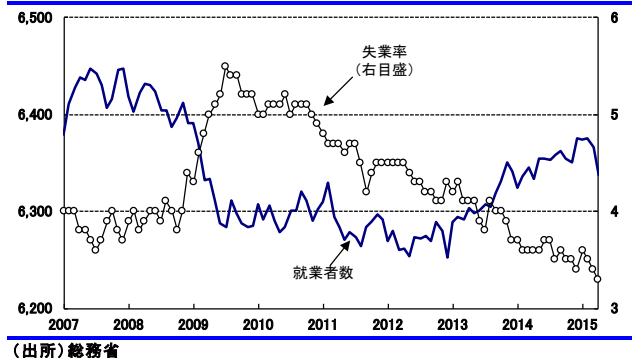
⁷ 日本政策投資銀行の全国設備投資計画調査（2014年6月）において、製造業では、設備投資の動機を「維持・補修」とす

期)の期待成長率が1.3%程度まで上昇していることを示しているため、今後、期待成長率が最近の上限である1.5%程度を上回って高まらない限り、設備投資の拡大局面は早ければ2015年度中にも終了する可能性があるだろう。言い換えると、設備投資の主役が更新投資から能力増強投資に交代しない限り、設備投資はデフレ脱却に向けた景気の牽引役とはならないということである。前述の通り、最近になって設備投資に前向きな動きが再び出始めてはいるが、定性的ながら生産能力の増強に関する話はあまり聞こえてこない。そのため、現時点では、2015年度中にも設備投資の拡大局面が終了すると見込まざるを得ない。

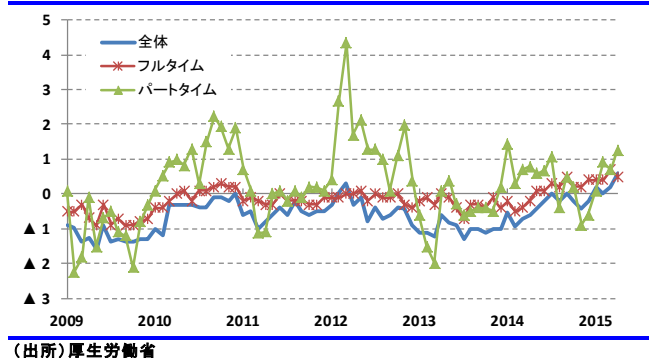
労働需給の逼迫を背景とする賃金上昇が個人消費を後押し

労働需給は一段とひっ迫度を増している。4月の雇用(就業者数)は前月差▲28万人の6,338万人(季節調整値)と減少したが、労働力人口が前月差▲34万人と雇用以上に落ち込んだため、失業率(季節調整値)は3月の3.4%から3.3%へ低下した。つまり、労働力供給の減少により労働需給が引き締まったわけである。なお、失業率の水準は1997年4月(3.2%)以来の低さである。

就業者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)



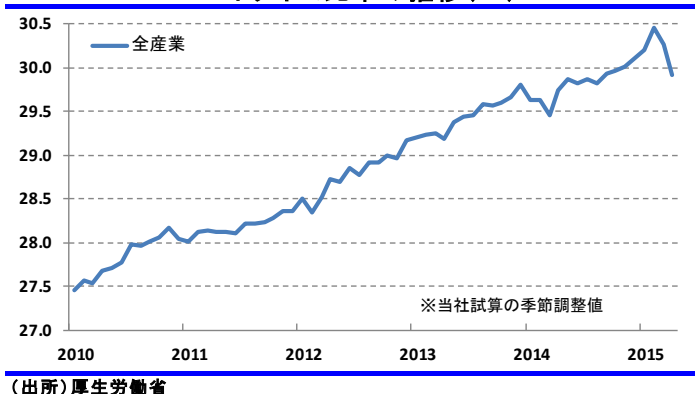
所定内給与の推移(前年同月比、%)



失業率と同じく労働需給の指標である有効求人倍率(季節調整値)は、4月に1.17倍まで上昇、1992年3月(1.19倍)以来、約23年ぶりの水準となった。労働需給のタイト化は、以下に詳述する通り賃金の上昇圧力という形で家計所得にとってプラスとなるものの、それが供給力不足に起因するものであれば、雇用の拡大を伴わず経済成長の余地が乏しいという意味で必ずしも望ましくはないことに留意しておく必要があるだろう。

いずれにしても、労働需給が逼迫していることは事実であり、そのため、賃金上昇率も徐々に高まっている。所定内給与(基本給)は、正社員(フルタイム)で2014年5月以降、前年同月比プラスが続いており、2015年3月には+0.7%へ伸びが高まった。春闘が反映されるため注目された4月も、前年同月比+0.5%と伸びは鈍化したものの、プラスを維持した。改善が遅れていたパートタイムも2015年1月以降は前年比でプラスに転じ、2月以降は大きく

パートタイム比率の推移(%)



る割合(金額ベース)は2009年度実績の21.2%から2014年度計画は27.3%へ上昇した一方で、「能力増強」とする割合は31.6%から20.9%に低下しており、この間の設備投資の拡大は更新投資がけん引したことが示唆されている。

伸びを高めている。その結果、所定内賃金は全体で2015年1月に前年同月比+0.2%とプラスに転じ、4月には+0.6%へ伸びを高めている。

また、こうした労働需給の逼迫は、雇用確保の観点から一部の業種においてパートタイム雇用者の比率低下、すなわち「雇用の正規化」を進める要因となっているようである。厚生労働省「毎月勤労統計」における常用雇用者数のうち、パートタイム労働者の占める比率（パートタイム比率）は、全産業で見て中長期的に上昇傾向にあるが、足元では3月の30.3%から4月に29.9%へ低下した（当社試算の季節調整値）。業種別に見ると、生活関連サービス（3月48.7%→4月47.2%）や金融・保険（12.6%→11.6%）、運輸・郵便（18.5%→17.8%）、不動産・リース（25.6%→21.8%）といった業種で低下幅が大きかった。その一方で、パートタイム比率が最も高い外食（76.3%→76.4%）は上昇、相対的に高い部類に入る卸・小売（44.3%→44.0%）は小幅な低下にとどまっており、2極化するような動きも見られるが、全体として雇用の正規化が進んでいることは、平均賃金の上昇にも寄与するため、こうした動きが続けば個人消費の拡大を後押しすることとなろう。

このように、雇用・所得環境は改善傾向を維持しているが、消費者マインドはこのところ足踏み状態にある。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数は、4月に5ヵ月ぶりに悪化に転じたが、5月も小幅ながら悪化が続いた（3月41.7→4月41.5→5月41.4）。

消費者態度指数の内訳を見ると、4月に悪化した「暮らし向き」（38.8→38.4→38.8）や「収入の増え方」（39.4→39.3→39.8）は改善したものの、「耐久財の買い時」（40.6→39.7→39.6）の悪化が続き、「雇用環境」（47.8→48.6→47.2）が悪化に転じた。すなわち、消費者態度指数の悪化は主に「雇用環境」の大幅悪化によるものであるが、前述の通り雇用情勢は改善傾向が続いており、一時的な動きとみてよいであろう。足元の個人消費の弱さは、こうしたマインド悪化の影響による部分が少なからずあるとみられるが、消費者を取り巻く環境は総じて好転しているため、今後は消費者マインドが再び改善傾向を取り戻し、原油安による物価上昇率の低位安定とともに、個人消費の回復を支えたとみられる。

実質ベースの個人消費は、2015年度に前年比+1.4%、2016年度は消費増税前の駆け込み需要が加わって+1.9%程度まで伸び高めよう。ただし、2017年度は駆け込み需要の反動落ちと消費増税による購買力低下により押し下げられ、前年比で概ね横這いととどまると予想する。

輸出は海外景気拡大と円安により増加基調を維持

輸出も足元では増勢に陰りが見られるが、今後は、海外経済の緩やかながらも着実な拡大と、為替相場の円安地合い継続により、数量ベースでの拡大基調を維持すると見込まれる。

海外経済は、米国が寒波による停滞から堅調拡大に復し、ユーロ圏が持ち直し、中国は減速ながら比較的高い成長率を維持、ASEANもタイやインドネシアが本来の成長を取り戻すため、全体として底堅く

世界経済の成長率予想（暦年、%）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	実績				予想	
世界	4.2	3.4	3.4	3.4	3.3	3.7
米国	1.6	2.3	2.2	2.4	2.1	2.6
ユーロ圏	1.6	▲0.8	▲0.5	0.9	1.5	1.9
中国	9.5	7.7	7.7	7.4	7.0	6.8
日本	▲0.5	1.7	1.6	▲0.1	1.2	1.7
※日本(年度)	0.4	1.0	2.1	▲0.9	1.9	1.7

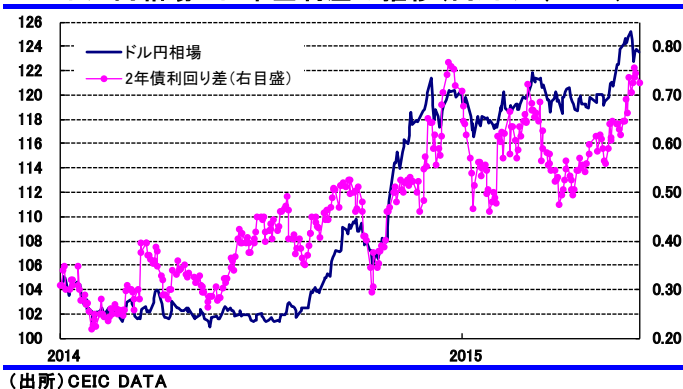
（出所）予測は当社による

拡大するという基本的な見方⁸に修正の必要はないと考えている。ただし、米国の寒波の影響が当初見込んでいたよりも大きかったことや、ASEANの景気再加速が遅れていることなどから、足元では加速感に欠ける状況にあるため、2015年の世界経済成長率は当初みていたほど高まらず、2014年並みにとどまろう。2016年は、欧米やASEANの順調な景気拡大により成長ペースがやや高まると予想している。

為替相場についても、利上げ時期を探る局面を迎えている米国と、追加緩和の可能性を残す日本との金利差（米国－日本）拡大が見込まれるため、ドル円相場は今後もドル高円安基調が続くとみられる。ただ、6月上旬に一時1ドル＝125円を超えて円安が進んだが、これは行き過ぎの感がある。短期的な為替相場の変動と相関が高いとされる日米金利差との比較で見ると、6月上旬は5月の米国雇用統計が予想を上回る雇用増となったことから早期利上げ観測が強まりドル高円安が進んだが、この時点での日米金利差は国債2年物利回りで0.7%Ptを上回る状況であった。この金利差は、2014年12月下旬や2015年3月上旬と同程度であるが、その頃のドル円相場は1ドル＝120円を超える程度の円安にとどまっている。もちろん、過去においても、日米金利差とドル円相場の間に持続的に一定の関係が続くわけではないが、ここにきて市場が織り込む米国利上げ時期が相当に前倒しされており今後は後ずれ（ドル安要因）の可能性を残すのみであることに加え、日本の経常黒字が急速に拡大していること（円高要因）から、黒田日銀総裁の発言により速すぎた円安進行が調整されたことをきっかけに一時的に円高に振れる可能性がある点に留意が必要であろう。更には、ギリシャのユーロ離脱懸念が強まっていることも、円高要因となる可能性がある。

しかしながら、景気への影響が懸念されるほどに円高が進めば日銀が追加の金融緩和に踏み切る可能性が高く、その場合は再び円安ドル高基調に戻ると考えられる。したがって、少なくとも日本経済がデフレから脱却し、日銀が超金融緩和の出口戦略を探る状況に至るまでは、円高が進み為替相場が輸出の逆風となる懸念は小さい。こうした外部環境を前提とすると、輸出は引き続き拡大基調を維持する可能性が高いと考えられる。

ドル円相場と日米金利差の推移(円/ドル、%Pt)



2015年度の成長率は2%近くまで高まる見込み

以上を整理すると、今後の日本経済は、個人消費が賃金上昇や消費者マインドの改善などにより回復に向かい、住宅投資も所得環境の改善や低金利の持続により一旦は下げ止まるなど、消費増税の影響は徐々に解消しよう。さらに、景気対策の本格化により公共投資が増加に転じるほか、海外景気の拡大や円安により輸出は増勢を維持し、設備投資も当面は拡大が続くとみられ、実質GDPは4～6月期以降も概ね前期比年率2%程度のプラス成長が続くと予想される。

そのため、2015年度を通じて見ると、個人消費は消費増税の影響一巡によって2年ぶりの増加に転じ、輸出も比較的堅調な拡大を維持するため、設備投資も伸びを高めると予想される（次ページ表）。一方で、住宅投資は下げ止まるとはいえ消費増税により大きく水準が落ち込んでおり、また、公共投

⁸ 海外景気の見方については、2015年5月26日付「日本経済情報 2015年5月号」参照。

資も景気対策による追加規模が前年を下回るため、それぞれ前年比では減少する。しかしながら、こうしたマイナス要因を上記のプラス要因が勝り、2015年度の実質GDP成長率は前年比2%近くまで高まろう。

2016年度については、設備投資が拡大局面を終えて増勢が一服、公共投資は大規模な追加がないとすれば減少が続くとみられるが、輸出が引き続き堅調に拡大し、2017年4月の消費税再増税前の駆け込み需要によって個人消費が伸びを高め住宅投資が増加に転じるため、実質GDP成長率は1%台後半を維持しよう。

2017年度は、消費増税により個人消費や住宅投資が再び前年比マイナスに転じ、設備投資も更新需要の一巡により減少するとみられるため、輸出の堅調拡大が続いたとしても、実質GDP成長率はほぼゼロにとどまろう。

こうした景気動向を前提に、1～3月期にGDP比▲1.6%あるとされる需給ギャップ⁹が解消する時期を見通すと、潜在成長率が年0.6%であれば、次回消費増税を半年後に控えた2016年度半ば頃となる。さらに、消費増税後の2017年4～6月期には景気の冷え込みにより再び需給ギャップが生じることになる。そのため、消費者物価上昇率は2016年度後半には前年比で1%を超えるとみられるものの、2017年度に入ると消費増税分を除けば上昇率は大きく鈍化するとみられる。

そのため、日銀は2015年4月の「経済・物価情勢の展望」において、消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）の前年比2%達成の時期を2016年度前半に先送りしたが、本予測通りとなれば、それですら実現可能性は低いと言わざるを得ない。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比,%,%Pt	2013 実績	2014 実績	2015 予想	2016 予想	2017 予想
実質GDP	2.1	▲0.9	1.9	1.7	0.1
国内需要	2.5	▲1.5	1.5	1.3	▲1.0
民間需要	2.3	▲2.2	2.0	1.6	▲1.5
個人消費	2.5	▲3.1	1.4	1.9	▲0.4
住宅投資	9.3	▲11.7	▲1.4	▲0.6	▲3.0
設備投資	4.0	0.4	4.8	▲0.5	▲4.0
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(0.5)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.2)
政府消費	1.6	0.4	0.7	0.8	0.8
公共投資	10.3	2.0	▲2.1	▲2.5	0.0
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(0.7)	(0.4)	(0.4)	(0.7)
輸出	4.4	8.0	6.5	5.0	5.0
輸入	6.7	3.7	5.0	3.0	1.5
名目GDP	1.8	1.6	2.1	2.0	1.1
実質GDP(暦年ベース)	1.6	▲0.1	1.2	1.7	0.7
鉱工業生産	3.3	▲0.5	3.0	2.8	0.3
経常収支(兆円)	1.5	6.8	10.3	11.9	12.5
経常収支(GDP比,%)	0.3	1.4	2.1	2.3	2.4
消費者物価(除く生鮮)	0.8	2.8	0.2	1.1	2.2

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

⁹ 内閣府の試算による。潜在成長率も同じ。