

日本経済情報

2015年8月号

Summary

【内容】

1. 景気の現状

2015年4～6月期の成長率は予想コンセンサス通りのマイナス

輸出と個人消費が大幅減少

設備投資はプラスに修正の可能性残す

デフレ圧力が再び強まる

2. 日本経済の見通し

成長率見通しを下方修正

デフレ脱却は2018年度以降

個人消費：好材料及悪材料が併存し緩慢な回復にとどまる

設備投資：当面は拡大続くも2016年度には頭打ち

輸出：米欧向けを中心に緩やかに拡大

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

【日本経済の現状と見通し】

2015年4～6月期の実質GDP成長率は、大方の予想通り前期比で3四半期ぶりのマイナス成長となり、消費増税による落ち込みから持ち直しつつあった日本経済は停滞感を強めている。マイナス成長の主因は輸出と個人消費の大幅減であり、輸出は米国向けやアジア向けの落ち込みが、個人消費は耐久財や半耐久財の落ち込みが目立っている。設備投資も小幅マイナスとなったが、関連指標は増勢を示しており、9月発表の2次速報では上方修正される可能性がある。

いずれにしても、4～6月期のマイナス成長により需給ギャップはGDP比▲2%を超えて拡大したとみられ、物価下押し圧力が再び強まり、デフレ脱却への道のりは遠のいた。

こうした現状に加え、国内の株価大幅下落や海外金融市場の混乱による一部新興国の景気悪化懸念、円高進行などを考慮すると、日本の成長率見通しは下方修正が不可避である。政府の目指す次回消費増税前のデフレ脱却宣言は相当ハードルが高くなったと言えよう。当研究所では、2015年の実質GDP成長率を前年比+1.4%（前回+1.9%）、2016年度を+1.6%（前回+1.7%）へそれぞれ下方修正する。デフレ脱却は2018年度以降となろう。

主な需要動向の先行きについて見ると、個人消費は労働需給の逼迫による賃金上昇が短期的には好材料となるが、ボーナスが予想外に伸び悩んでいること、消費者マインドの改善が足踏みしていることなど悪材料もあり、緩やかな回復にとどまろう。

設備投資は、先行指標の機械受注が当面の増勢持続を示唆している。しかしながら、ストック循環図は、設備投資の持続的拡大のために期待成長率の更なる上昇が必要なことを示しており、先行きに対する不透明感が強まる中で、設備投資は2016年度中に頭打ちする可能性が高い。

輸出は、米国向けが自動車分野の海外生産シフトの影響一巡などから増勢を取り戻し、欧州向けも緩やかな拡大が続くと見込まれるが、アジア向けの回復が遅れ、全体としては緩やかな拡大にとどまろう。

1. 景気の現状

2015年4~6月期の成長率は予想コンセンサス通りのマイナス

2015年4~6月期 GDP の1次速報値は、前期比▲0.4%（年率▲1.6%）となった。年率▲1%台半ばとする事前予想コンセンサスと概ね一致し、大方の予想通りのマイナス成長を市場は特段のサプライズなく受け止めている（当社予想は年率+0.4%）。なお、前期比マイナス成長は3四半期ぶり。

また、前年同期比では4~6月期の実質 GDP は+0.7%と4四半期ぶりのプラスに転じたが、前年が消費増税の影響で大きく落ち込んでいたことを踏まえると、小幅にとどまると評価すべきであろう。

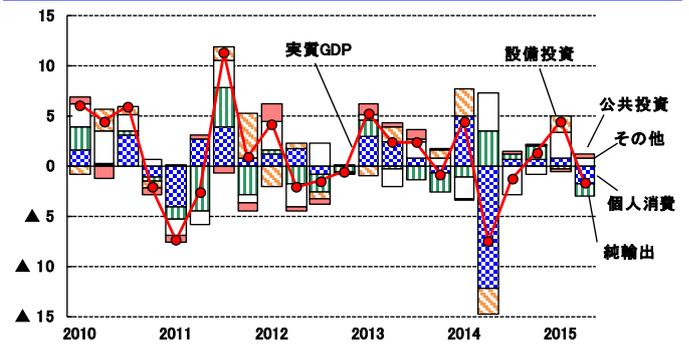
上記の結果、4~6月期の実質 GDP の水準（季節調整値）は、消費増税に伴う駆け込み需要が本格化する前の2013年半ば頃、つまり、約2年前と同程度に戻った。デフレ脱却が大きく遠のいたと言える。

輸出と個人消費が大幅減少

マイナス成長の主因は輸出と個人消費である。GDP ベースの輸出（実質季調値）は、4~6月期に前期比▲4.4%と大きく落ち込んだ。内訳を見ると、財貨（モノ）が前期比▲5.0%の大幅減となったほか、サービスも▲1.5%とマイナスに転じている。通関輸出数量指数から判断すると、財貨は米国向けやアジア向けが落ち込みの主因となった模様である。一方のサービスは、貨物輸送など財輸出に関連する分野を中心に減少したようである。なお、輸入も前期比▲2.6%と落ち込んだため、純輸出（輸出－輸入）の実質 GDP 成長率に対する寄与度は▲0.3%Ptにとどまった。

個人消費は、4~6月期に前期比▲0.8%と4四半期ぶりのマイナスに転じ、消費増税直後の落ち込みから3四半期連続の前期比+0.3%という緩やかなペースながら持ち直した大部分を失った。家計消費の内訳を見ると、耐久財が前期比▲2.2%、半耐久財が▲3.9%、非耐久財が▲0.6%、サービスが▲0.1%といずれも減少した。なかでも相対的に嗜好性の強い耐久財や半耐久財の落ち込みが目立っており、消費増税前の駆け込み購入の反動が残っている可能性のほか、多くの家計が消費支出に対して防衛的になっている様子が窺える。6月の消費低迷については天候不順の影響が指摘されており、一時的な要因もあるとはいえ、個人消費回復のためには、更なる所得環境とマインドの改善が必要だということであろう。

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



(出所)内閣府

家計消費の財別推移(季節調整値、前期比、%)



(出所)内閣府

設備投資はプラスに修正の可能性残す

その他の需要について見ると、公共投資は景気対策の執行が本格化し前期比+2.6%と2四半期ぶりの増加、住宅投資は反動落ちからのリバウンドや相続対策の活発化を受けた貸家の好調により前期比+1.9%と2四半期連続で増加した。一方で、設備投資は前期比▲0.1%と小幅ながら3四半期ぶりの減少となったが、機械受注などの関連指標は増勢持続を示唆しており、2次速報ではプラスに改定される可能性がある。いずれにしても、固定資本形成全体としては成長を押し上げ、景気の底割れ回避に貢献した。また、政府消費は前期比+0.4%と安定した拡大が続いた。

デフレ圧力が再び強まる

4~6月期のGDPデフレーターは前年同期比+1.6%となり、消費増税分が剥落したこともあって1~3月期の+3.5%からは伸びが大きく鈍化したものの、1%台半ばの比較的高い伸びを維持した。ただし、国内需要デフレーターは4~6月期に前年同月比+0.1%まで鈍化しており、専ら輸出デフレーター(1~3月期前年同期比+2.0%→4~6月期+3.2%)がGDPデフレーターの伸びを押し上げている。つまり、円安によって押し上げられている部分が多い。

4~6月期のマイナス成長を受けて、内閣府が1~3月期の時点でGDP比▲1.6%と試算していた需給ギャップ(供給力-需要)は、GDP比▲2%を超えて拡大したとみられる。このことは、仮に潜在成長率を前年比+0.6%(内閣府の試算値)とすると、今後、前期比年率+1.6%の成長を2年間続けてようやく需給ギャップの解消に目途が付くということになる。すなわち、物価下押し圧力が再び強まっており、デフレ脱却への道のりが遠のいたということである。

2. 日本経済の見通し

成長率見通しを下方修正

このように景気が足踏みする中で、政府の目指す次回消費増税前のデフレ脱却宣言は、実現可能性が著しく低下したと言わざるを得ない。以下に詳述する通り、7~9月期には個人消費が持ち直し、設備投資の拡大が続き、輸出も増勢を取り戻すことにより、景気の停滞は一時的なものにとどまるとみられるものの、4~6月期の落ち込みを埋め合わせるほどの急回復は期待できない。さらに、国内の想定以上の株価下落による消費者マインドの悪化が個人消費の回復を遅らせることに加え、中国発の金融市場の混乱が株価や通貨の下落を通じて一部の新興国の景気を下押しすることや投資家のリスク回避行動が強まり円高が進んでいることが輸出企業を中心に日本経済にも少なからぬ悪影響を与えること

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	1.4	1.6	0.3
国内需要	2.5	▲1.4	1.4	1.3	▲0.8
民間需要	2.3	▲2.1	1.8	1.6	▲1.3
個人消費	2.5	▲3.1	0.5	2.1	▲0.2
住宅投資	9.3	▲11.7	1.0	▲2.6	▲3.0
設備投資	4.0	0.5	4.9	▲0.9	▲3.8
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(0.5)	(0.2)	(0.1)	(▲0.2)
政府消費	1.6	0.4	1.1	0.8	0.8
公共投資	10.3	2.0	▲2.4	▲2.1	0.0
純輸出(寄与度)	(▲0.3)	(0.7)	(0.0)	(0.3)	(0.7)
輸出	4.4	7.9	0.7	4.5	4.0
輸入	6.7	3.6	0.8	3.0	▲0.1
名目GDP	1.8	1.6	2.6	2.5	1.3
実質GDP(暦年ベース)	1.6	▲0.1	0.9	1.5	0.5
鉱工業生産	3.3	▲0.5	1.3	3.6	0.4
経常収支(兆円)	1.5	6.9	11.5	14.8	14.5
経常収支(GDP比,%)	0.3	1.4	2.3	2.9	2.8
消費者物価(除く生鮮)	0.8	2.8	0.1	0.7	2.1

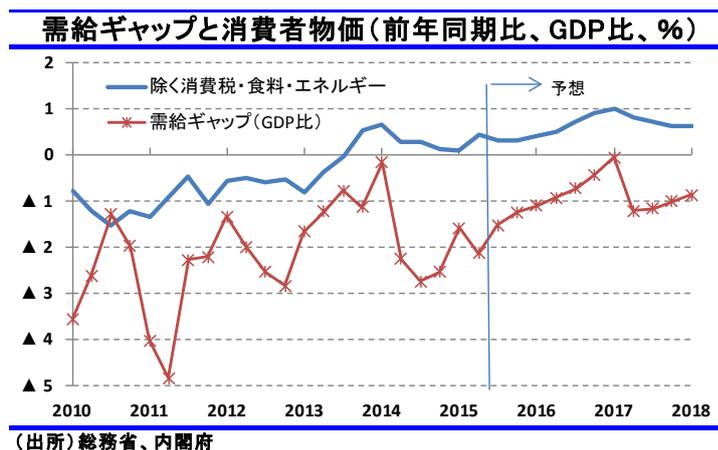
(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

などを考慮すると、2015年度から2016年度にかけての成長率見通しを下方修正せざるを得ない。

当研究所では2015年度の実質GDP成長率をこれまで前年比+1.9%としていたが、+1.4%へ大幅に下方修正する。また、2016年度についても、前年比+1.7%から+1.6%へ小幅ながら下方修正する。なお、2017年度については、これまで通り消費税率引き上げ（8%→10%）の影響によってゼロ成長へ減速すると予想する。なお、本見通しでは、財政支出の追加を伴う景気対策は見込んでいない。

デフレ脱却は2018年度以降

その結果、需給ギャップの縮小ペースは緩慢となり、次回の消費増税直前の2017年1～3月期に概ね解消するにとどまるとみられる¹。そのため、消費者物価上昇率（除く生鮮食品）は2017年1～3月期でも前年比+1.0%程度への上昇にとどまり、消費税が引き上げられる2017年4月以降は、景気の停滞による需給ギャップの拡大を受けて、消費増税分を除くと+1%を下回ると予想される。日銀が目指す2%程度の上昇率が実現するのは、早くても2018年度ということになる。



日銀は、2016年度前半に消費者物価上昇率が前年比で2%程度に達することを目標としていたが、その実現のためには、①賃金上昇率が高まること、②需給ギャップの解消が視野に入ること（縮小傾向が維持されること）、に加え、③原油価格が緩やかに上昇することが必要と考えられる。賃金上昇率については、今後も企業業績の改善が続き、来年度の春闘において賃上げ率が引き上げられることで、条件を満たす可能性はあろう。しかしながら、上記の通り需給ギャップは縮小傾向が見込まれるとはいえ解消が視野に入るには2016年度後半まで待つ必要があり、原油価格に至っては足元で中国を筆頭とする新興国の景気減速懸念を背景に既に一段と下落しているうえ、今後は先般の核合意を受けたイランからの輸出拡大が見込まれるため、2016年にかけての上昇は期待薄である。

そのため、日銀は、達成時期の先送りなど目標を見直すか、目標達成のための対応策を実施するかのいずれかを選択する必要に迫られている。本予測においては、後者、すなわち日銀は目標達成の可能性を高めるため、景気回復期待ひいては物価上昇期待の維持を目指して、追加の金融緩和を速やかに実施すると想定している。

なお、主な需要項目の先行きについては以下の通り。

個人消費：好材料と悪材料が併存し緩慢な回復にとどまる

4～6月期の個人消費は、前述の通り大方の予想を上回る落ち込みとなったが、個人消費を取り巻く環境は、さほど悪いわけではない。

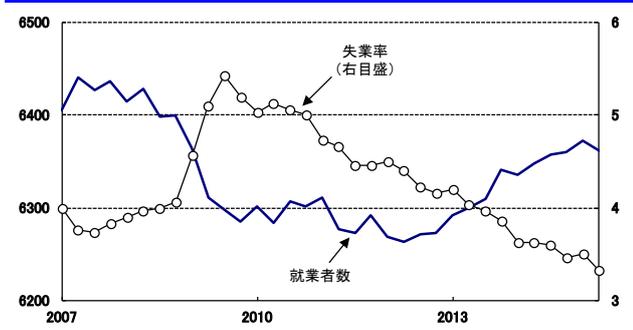
雇用情勢を見ると、増加の続いていた就業者数は4～6月期に前期比▲10万人と5四半期ぶりに減少

¹ 潜在成長率を0.6%で一定、2015年4～6月期の需給ギャップをGDP比▲2.1%とした。この場合、2017年1～3月期の需給ギャップはGDP比▲0.1%になると試算される。

したが、労働力人口の減少（前期比▲20万人）、つまり労働力の供給不足であり、そのため失業率は1～3月期の3.5%から4～6月期は3.3%へ低下、労働需給は一段と逼迫している。もちろん、労働力人口の減少が続けば成長を抑制する要因となるが、供給過剰状態（需給ギャップがマイナス）の下における労働力の一時的な減少であれば、むしろ労働需給を改善させ賃金の上昇を促すことになるため、デフレ脱却を目指す日本経済にとって短期的にはプラスとみて良いであろう。

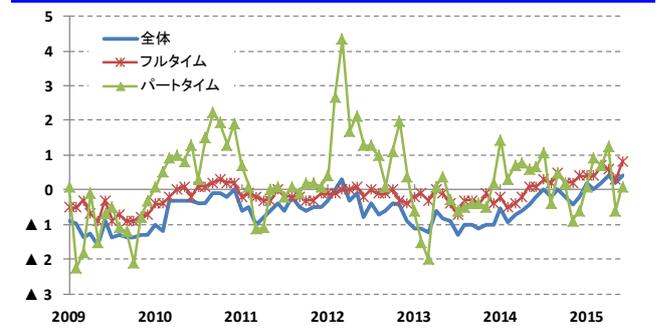
実際に、所定内賃金（基本給）は、1～3月期の前年同期比+0.1%から4～6月期は+0.3%へ伸びが高まっている。なかでもフルタイム労働者は+0.5%から+0.6%へ上昇率を高めており、パートタイム労働者もプラスを維持している（1～3月期+0.6%→4～6月期+0.3%）。ただし、各種調査で増加が見込まれていた夏のボーナスは6月までの集計では前年同期比▲4.2%（4～6月期特別給与）と予想外の落ち込みとなった。7月以降にボーナスを支給する会社も少なからずあるため、最終的にマイナス幅が小さくなる可能性があるが、プラスまでは見込めず、ボーナスの増加は期待外れだった可能性がある。

就業者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)



(出所)総務省

所定内給与の推移(前年同月比、%)



(出所)厚生労働省

消費者マインドの改善が足踏みしたことも、悪材料である。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月に前月より0.2ポイント悪化、5月も0.1ポイント悪化した。6月は0.3ポイント改善し水準を戻したものの、7月は1.4ポイントもの大幅な悪化となった。この結果、3月から7月にかけて1.4ポイント悪化したことになるが、なかでも「雇用環境」の悪化が目立つ（3月47.8→7月44.7、▲3.1Pt）。そのほか、「耐久消費財買い時判断」（40.6→38.8、▲1.8Pt）が比較的大きく悪化、「暮らし向き」（38.8→38.1、▲0.7Pt）もやや悪化した。上記の通り「雇用環境」は就業者数の拡大こそ頭打ちとはなっているが全体として6月まで比較的良好であったため、7月に悪化した可能性はある。また、「耐久財買い時判断」については、耐久財価格（消費者物価）が4月の前年同月比▲0.8%から5月▲0.2%、6月+0.6%と上昇傾向にあることが影響した可能性がある。「暮らし向き」は景気の停滞を反映したものと考えられる。4～6月期の個人消費の落ち込みは、こうしたマインドの悪化のほか、6月の天候不順による影響が大きかったようである。

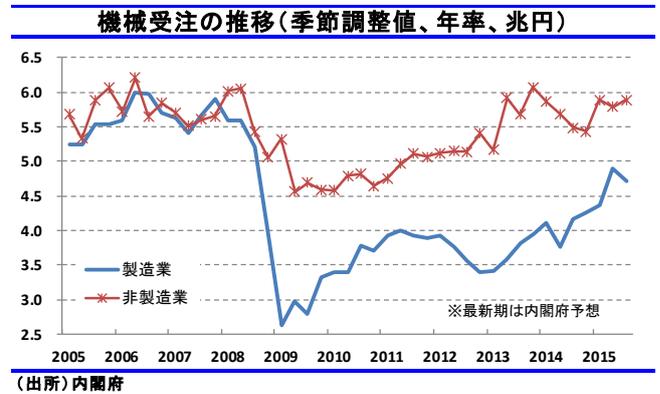
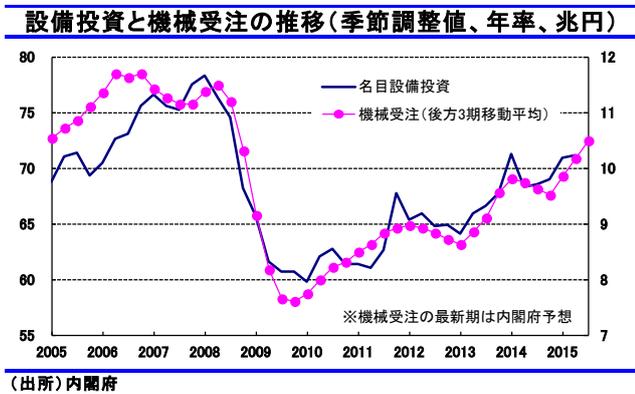
7～9月期以降を展望すると、消費者マインドについては、最近の株価の大幅な下落により、一段と悪化する可能性を否定できないものの、天候不順という一時的な要因は解消が見込まれるため、7～9月期の個人消費はリバウンドによって増加に転じよう。さらに、10～12月期以降は、原油価格の一段の下落や円安の一服により物価上昇が抑制され消費者の購買力が高まること、2016年度に入ると2017年4月の消費増税を控えて駆け込み需要も再び発生すると見込まれることから、個人消費は徐々に増

勢を強めていくと予想する。

設備投資：当面は拡大続くも 2016 年度には頭打ち

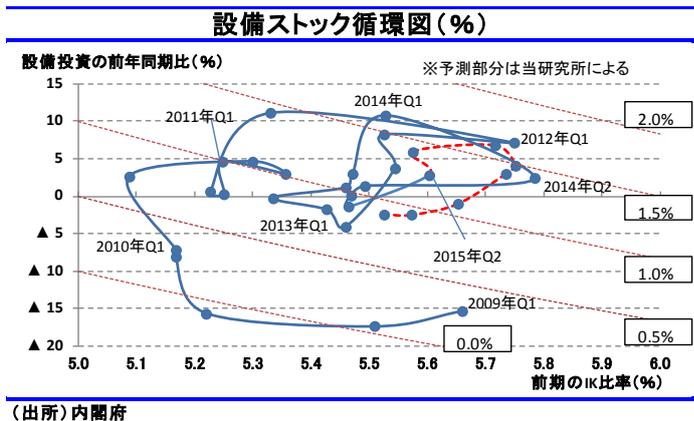
設備投資は 4～6 月期の GDP 統計で前期比マイナスとなったが、先行指標の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、2015 年 1～3 月期の前期比+6.3%に続き 4～6 月期も+2.9%と増勢を維持、7～9 月期の内閣府予想は+0.3%と小幅ながらプラスとなった。機械受注の設備投資に対する先行性が 1 四半期前後であることを踏まえると、4～6 月期の実績が 2 次速報で上方修正される可能性を含めて、設備投資は少なくとも 10～12 月期までは増勢を維持するとみられる。

業種別には、製造業からの受注が 4～6 月期に前期比+12.1%の大幅増となり、その反動によって 7～9 月期の内閣府予想は▲3.6%と減少が見込まれているが、均してみれば拡大傾向を維持している。一方の非製造業からの受注は、1～3 月期の前期比+8.5%の後、4～6 月期は▲1.7%、7～9 月期（内閣府予想）+1.7%と一進一退ながら、均せば持ち直し傾向にある。



また、ストック循環（右下図）の上では、2015 年 4～6 月期時点で期待成長率が+1.0%から+1.5%の間付近に位置しており、設備投資の拡大局面を持続するためには、期待成長率が+1.5%を上回って上昇していく必要があることが示されている。しかしながら、日本の 4～6 月期のマイナス成長や海外経済情勢の悪化、円高進行による製造業の業績下押し懸念などを背景に、期待成長率は足元で逆に低下しているとみられ²、消費税率再引き後の 2017 年度の経済情勢が不透明なことも併せて考えると、2016 年度中に設備投資の拡大局面が一旦終わる可能性が高いとみておいた方が良いでしょう。

そのため、当研究所は、GDP ベースの設備投資（実質）について、2015 年度こそ前年比+4.9%と 2006 年度以来の高い伸びとなるものの、2016 年度は▲0.9%と小幅ながらもマイナスに転じると予想する。



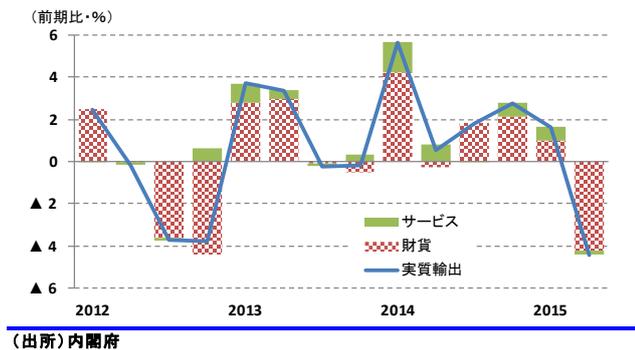
² 2015 年 1 月調査の内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によると、企業の実質成長率見通しは前年比+1.3%であり、これを期待成長率と見做すと、足元で期待成長率が+1.5%を上回って上昇しているとは考え難い。

輸出：米欧向けを中心に緩やかに拡大

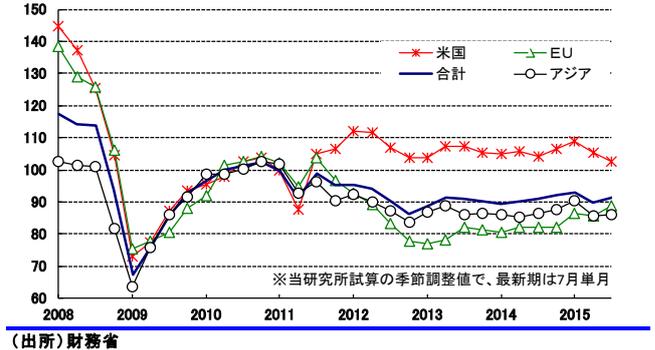
4～6月期の輸出（GDP ベース、実質）は、前期比▲4.4%と6四半期ぶりかつ大幅なマイナスとなったが、内訳を見ると財貨（モノ）が前期比▲5.0%と大きく落ち込み輸出全体を4.2%Ptも押し下げたことに加え、サービスも1.5%減少し0.2%Ptのマイナス寄与となっている。これまでサービスは、訪日外国人数の急増が示す通り、旅行関連サービスの受取が拡大したことから概ねプラス寄与が続いていたが、直近4～6月期については財貨の輸出に関連する貨物輸送サービスの受取減などからマイナス寄与に転じた。

しかしながら、7～9月期の輸出は、財貨、サービスとも前期比で再びプラスに転じるとみられる。財貨の輸出動向と連動性の高い通関輸出数量指数は、当社試算の季節調整値で4～6月期は前期比▲3.3%と大きく落ち込んだが、7月の水準は4～6月期を1.6%上回った。仕向地別に見ると、米国向けは7月の水準が4～6月期を2.3%下回り減少傾向が続いたものの、EU向けは7月が4～6月期を3.7%も上回り4～6月期の落ち込み（前期比▲1.0%）をカバーして増加傾向を示している。アジア向けも7月の水準は4～6月期を0.5%上回り、ひとまず下げ止まりの兆しを見せている。なお、中国向けについては、前年比では4～6月期の▲3.3%から7月は▲1.3%へマイナス幅が縮小したものの、当社試算の季節調整値では7月の水準が4～6月期を0.7%下回っており、引き続き軟調に推移している。

実質輸出の推移(前期比、%)



輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



減少の続く米国向け輸出については、数量ベースの動向が確認できるものに限って見ると、自動車（1～3月期前期比+9.6%→4～6月期▲1.9%→7月の4～6月期比+8.8%）が増勢を取り戻し自動車部品（0.0%→▲7.3%→+1.5%）が下げ止まる一方、鉄鋼（▲26.1%→+10.9%→▲8.9%）やIC（+4.4%→+79.4%→▲45.5%）が4～6月期の大幅増の反動などから落ち込んだほか、プラスチック（▲1.4%→▲9.8%→▲1.3%）の減少が続いた。軟調推移の中にも自動車分野の海外生産シフトによる下押しが一巡したことは確認されているため、今後は、港湾ストなど一時的な影響が解消し、米国経済の拡大を背景に増勢を取り戻すとみて良いだろう。

また、ユーロ圏経済も4～6月期の実質GDP成長率が前期比+0.3%と緩やかながらもプラス成長を続けており、景気は持ち直し傾向にある。為替相場の面からも、ユーロ、円ともに対ドルで大きく値を切り下げているため、2013年後半以降は、ユーロ相場が円安円高のいずれに大きく振れることもなく、輸出の大きな障害にはなっていないとみられる。そのため、欧州向け輸出も引き続き同地域の景気拡大に伴って緩やかな増勢を維持しよう。

停滞の続くアジア向け輸出については、中国経済の減速に歯止めが掛からず、中国向けのみならず、

素材分野を中心に中国企業の輸出ドライブによる東南アジア市場の市況悪化の影響もあり、状況は依然として厳しい。さらに、インドネシアやタイといった ASEAN の大国において景気の回復が遅れていることも懸念材料である。今後、中国については政府によるインフラ投資の拡大に、インドネシアについても政府のインフラ事業の本格化に、タイについては軍政から民政への円滑な移行に期待がかかるが、いずれも不透明さを残しており、しばらくは力強い拡大を見込み難い。

以上を整理すると、輸出は 7~9 月期には米欧向けを牽引役に再び前期比でプラスに転じ、以降も米欧向けを中心に拡大基調が見込まれるものの、アジア向けの回復が遅れるため、少なくとも 2015 年度中は、その勢いは緩やかなものにとどまろう。

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。