Sep 18, 2015　　No.2015-047

Economic Monitor

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

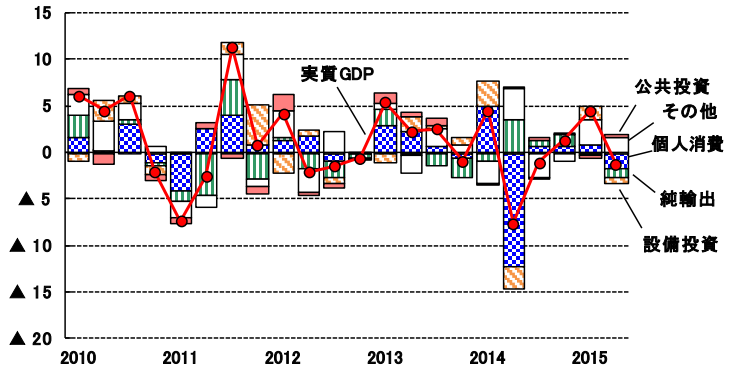
日本経済改訂見通し：需要は総じて回復力に欠き 2015 年度の成長率は前年比＋1.0%にとどまる見込み

4～6 月期の実質 GDP は 2 次速報でも前期比でマイナス成長となり、景気の停滞が改めて確認された。設備投資の増勢に陰りが見られ、輸出は下げ止まらず、個人消費は勢いに欠けるなど、需要は総じて弱い。今後は在庫調整による下押しも見込まれるため、2015 年度の実質 GDP 成長率は前年比＋1.0%にとどまろう。2016 年度は駆け込み需要により＋1.6%へ高まると予想する。

実質 GDP 成長率は上方修正されたが景気停滞に変わりなし

先週 8 日発表された 2015 年 4～6 月期 GDP の 2 次速報値（QE）は前期比▲0.3%（年率▲1.2%）となり、1 次速報値の前期比▲0.4%（年率▲1.2%）から上方修正された。ただ、それでも 3 四半期ぶりのマイナス成長であり、消費増税に伴う落ち込みから持ち直しつつあった日本経済が再び停滞しているという状況に変わりはない。

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



（出所）内閣府

主な需要の動向を見ると、成長率の上方修正は主に民間在庫投資の上方修正（実質 GDP 前期比成長率への寄与度：1 次速報＋0.1%Pt→2 次速報＋0.3%Pt）によるものである。そのほか、個人消費（前期比：1 次速報▲0.8%→2 次速報▲0.7%）と政府消費（＋0.4%→＋0.5%）も上方修正された一方で、民間企業設備投資（▲0.1%→▲0.9%）と公的固定資本形成（公共投資、＋2.6%→＋2.1%）が下方修正されているが、いずれも軽微な修正にとどまっており、各需要動向に対する見方を変える必要はない。すなわち、GDP 統計が示す 4～6 月期の日本経済は、景気対策の効果により公共投資が下支えしたものの、輸出や個人消費が落ち込み、設備投資が足踏みしたことで、マイナス成長に陥ったということである。

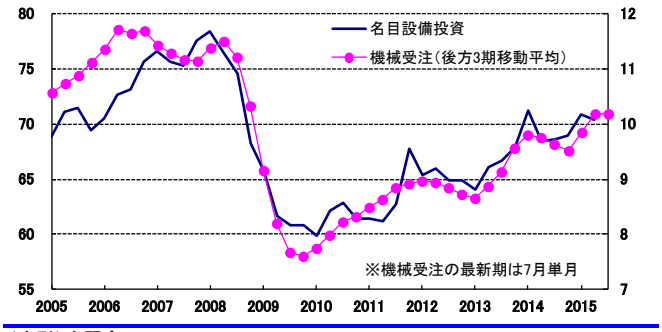
設備投資：早晩拡大局面を終える懸念が台頭

今後の景気を占う上での懸念材料は、設備投資の停滞である。設備投資は、先行指標の機械受注や日銀短観の設備投資計画から判断して、今回の 4～6 月期 2 次速報で上方修正が期待されていたが、基礎統計である法人企業統計季報は予想に反して弱く、設備投資は上記の通り下方修正された。さらに、7 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲3.6%と 6 月の▲7.9%に続いて減少し、その結果、7 月の水準は 4～6 月期を 8.7%も下回った。これまでの機械受注は、2014 年 7～9 月期から 2015 年 4～6 月期にかけて 4 四半期連続で拡大していたことから、設備投資は拡大基調が続いているという判断を支持していたが、このまま機械受注が減少傾向に転じれば、早晩、設備投資が頭打ちするということになる。実際に設備投資を取り巻く環境を見ても、後述の通り輸出の足取りが芳しくないことに加え、新興国を中心に海外景気の先行きに不透明感が強まっていることを踏まえると、設備投資が予想以上に早く拡大局面を終える

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。

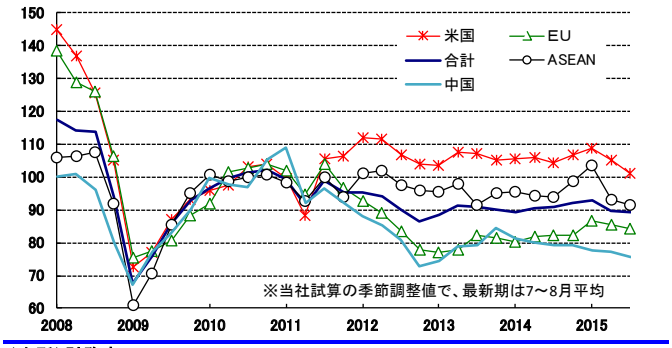
可能性[1]が高まったと言えよう。

機械受注と名目設備投資の推移（季節調整値、年率、兆円）



（出所）内閣府

通関輸出数量指数の推移（季節調整値、2010年＝100）



（出所）財務省

輸出：アジア向けの回復に遅れ

景気の先行きに関しては、輸出動向も気懸りな点である。財の輸出動向を示す**通関輸出数量指数（当研究所試算の季節調整値）は、4～6 月期に前期比▲3.3%と 5 四半期ぶりのマイナスに転じた後、7 月は前月比＋2.8%と持ち直しを期待させる動きを見せたが、8 月は前月比▲4.5%と大きく落ち込んだ**ため、7～8 月を均すと 4～6 月期を 0.7%下回り、**減少傾向に歯止めが掛かっていない**ことが示された。7～8 月平均の状況を仕向地別に見ると、**米国向けが 4～6 月期を 3.7%下回り最大の落ち込み**となったほか、EU 向けが 1.5%、アジア向けが 1.3%下回っており、いずれの地域向けも減少傾向が確認された。なお、**中国向けも 7～8 月平均の水準が 4～6 月期を 1.9%下回っているが、米国向けほどの落ち込みではなかった**。

最も落ち込みの目立った米国向けの内訳を見ると、数量ベースの動きが確認できる品目の中では自動車こそ緩やかな拡大傾向を維持しているが、その他の多くの品目で減少している。ただ、米国の景気は年初の寒波による停滞から既に明確に持ち直しており、為替相場も若干円高に振れたとはいえ引き続き輸出企業にとって十分に競争力を確保できる円安水準にあることを踏まえると、**マクロ的には米国向け輸出が落ち込む理由を見出し難い**。主力輸出品の自動車に関しては海外生産移転による影響も一巡しているため、**今後は底入れから持ち直しに転じるという見方を変える必要はない**だろう。また、EU 向けについても緩やかな景気拡大が続いており、今後は米国向け同様、持ち直しが期待される。ただ、アジア向けについては、中国のほか、インドネシアやタイなど ASEAN 主要国で景気が停滞していることから、輸出の回復が遅れる可能性が高い。そのため、**輸出全体で見れば、足元の不振とアジア向けの回復力の弱さを踏まえると、これまでの見方を下方修正せざるを得ない**であろう。

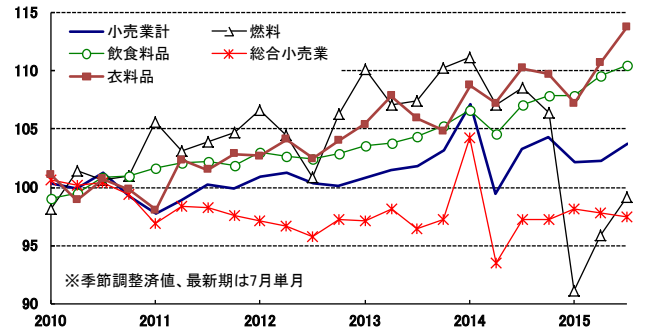
個人消費：復調が見込まれるが当面はリバウンド程度

個人消費については、7 月以降、持ち直しの動きが見られており、7～9 月期は復調が期待される。**7 月の小売業販売額は、4～6 月期の水準を 1.3%上回った**が、そのうち**衣料品小売業が 2.7%、家電などの機械器具小売業が 1.9%、それぞれ 4～6 月期を上回っており、個人消費が 4～6 月期に落ち込んだ主因となった耐久財や半耐久財に持ち直しの兆しが確認された**。また、乗用車販売台数も 7～8 月平均の水準は 4～6 月期を 0.9%下回るにとどまり、概ね横這いとなった。

[1] 当研究所では、設備投資が 2016 年度中に拡大局面を終えると見込んでいた。詳しくは、2015 年 8 月 25 日付「日本経済情報 2015 年 8 月号」を参照されたい。

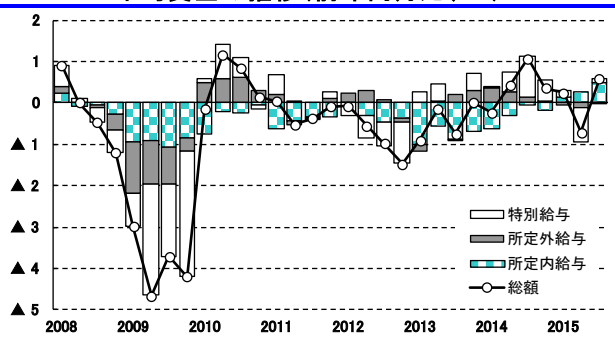
しかしながら、所得環境は個人消費の回復を支援するほどに改善していないようである。今夏のボーナスは前年を上回る水準が期待されていたものの、毎月勤労統計では 6 月の特別給与は前年同月比▲6.5%と予想外の大幅な落ち込みとなり、7 月も＋0.8%と小幅な増加にとどまった。特別給与の減少は調査サンプル変更の影響である可能性は否定できないものの、一進一退が続く消費者マインドの状況から判断しても、ボーナスの支給額は期待外れに終わったとみておくべきであろう。さらに、8 月以降の株価下落は、逆資産効果や心理的な影響を通じて個人消費を押し下げる要因となる。個人消費は、7～9 月期はリバウンドにより前期比でプラスに転じるとみられるが、景気の回復を先導するほどの勢いは期待できないであろう。

小売販売の推移（季節調整値、2010年=100）



（出所）経済産業省

平均賃金の推移（前年同月比、%）



（出所）厚生労働省

景気は今後持ち直すものの緩慢な拡大にとどまる見込み

また、今回、民間在庫投資が上方修正されたことによって、今後、在庫調整により成長が下押しされる部分が大きくなった点に留意しておく必要があろう。民間在庫投資の実質 GDP に対する寄与度（前期比）は、2015 年 1～3 月期の＋0.5%Pt に続いて 4～6 月期に＋0.3%Pt となったが、最終需要が 1～3 月期の前期比＋0.6%から 4～6 月期は▲0.7%と減少に転じたことを踏まえれば、所謂「意図せざる在庫」が積み上がったとみておくべきであろう。

こうした在庫投資の下押しに加え、上記の通り主な需要はいずれも勢いに欠く状況にあるため、今後の景気は、持ち直すものの力強い拡大は期待できない。仮に財政・金融政策が現状のままであれば、2015 年度の実質 GDP 成長率は前年比＋1.0%にとどまると予想する。

2017 年 4 月に消費税率が予定通り引き上げられるとすれば、設備投資の拡大が一服しても、2016 年度の成長率は駆け込み需要によって前年比＋1.6%へ高まろう。

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	1.0	1.6	0.2
国内需要	2.5	▲1.4	1.1	1.3	▲1.0
民間需要	2.3	▲2.1	1.3	1.6	▲1.5
個人消費	2.5	▲3.1	0.3	2.1	▲0.6
住宅投資	9.3	▲11.7	1.1	▲2.6	▲3.0
設備投資	4.0	0.5	3.7	▲1.2	▲3.8
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(0.5)	(0.2)	(0.2)	(▲0.2)
政府消費	1.6	0.4	1.2	0.8	0.8
公共投資	10.3	2.0	▲2.5	▲1.9	0.0
純輸出(寄与度)	(▲0.3)	(0.7)	(0.0)	(0.3)	(0.8)
輸　出	4.4	7.9	▲0.4	4.4	4.0
輸　入	6.7	3.6	▲0.5	2.9	▲0.5
名目GDP	1.8	1.6	2.4	2.4	1.2
実質GDP(暦年ベース)	1.6	▲0.1	0.6	1.3	0.5

（出所）内閣府、予想部分は当研究所による。