

日本経済情報

2015年9月号

Summary

【内容】

1. 海外経済

現状：米国の好調さが際立ち新興国は停滞

見通し：当面は新興国の減速により緩やかな拡大にとどまる

リスク要因①：中国経済の下振れとその影響

リスク要因②：米国利上げの影響

2. 日本経済

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

設備投資：早晚拡大局面を終える懸念が台頭

輸出：アジア向けの回復に遅れ

個人消費：復調が見込まれるが当面はリバウンド程度

景気は今後持ち直すものの緩やかな拡大にとどまる見込み

需給ギャップ解消は遠くデフレ脱却を展望できず

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

【世界経済の見通し】

世界経済は、先進国経済が牽引する形で拡大基調を維持している。米国は雇用拡大を背景に個人消費が、ユーロ圏はユーロ安を追い風に輸出が景気拡大を主導している。一方の新興国は、中国が過剰生産力などの構造的な問題が表面化し一段と減速、資源価格や通貨の下落によりロシアやブラジルがマイナス成長に陥り、ASEANでもインドネシアやマレーシアが下押しされるなど、全体として低調である。

今後についても、当面は先進国頼みの緩やかな拡大が続く可能性が高い。米国経済は、利上げやドル高による下押しはあるものの、労働需給の改善が賃金の上昇につながり個人消費の堅調拡大が続くため、潜在成長率程度の拡大ペースを維持しよう。ユーロ圏も、引き続き金融緩和の継続やユーロ安により景気の回復傾向が続こう。新興国は、中国経済が輸出の持ち直しと過剰生産力の調整が相殺し合い回復に時間を要する一方、ASEAN経済はインドネシアやタイが徐々に持ち直し、フィリピンが好調を持続するため、緩やかに回復に向かうとみられる。ただ、ロシア、ブラジルがマイナス成長を脱するのは2017年となる見込み。

こうしたメイン・シナリオに対して、最大のリスク要因は中国経済の下振れであろう。構造調整に伴うスピード調整の下で中国経済は不安定な状況にあり、株価の大幅下落などの下押し圧力が生じれば景気を予想以上に落ち込ませる恐れがある。株価は今のところ概ね昨年末の水準で下げ止まっているが、下落圧力は根強く、予断を許さない状況にある。さらに、中国経済の悪化は、輸入の減少を通じて資源国などへ悪影響が波及することになる。そのほか、年内にも見込まれる米国の利上げをきっかけに、一部の新興国では資金引き揚げ懸念により通貨が大幅に下落している。通貨下落の程度はファンダメンタルズに依存する部分が多く、ソブリン格付引き下げを伴ってスパイラル的に下落する恐れもあり、リスクの見極めが重要な状況にある。

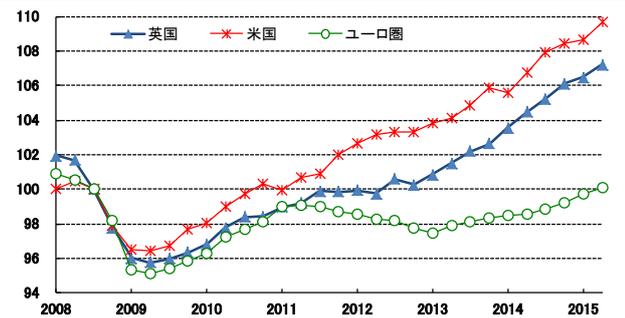
日本経済は、4～6月期の実質GDPは前期比でマイナス成長となり景気は停滞している。設備投資の増勢に陰りが見られ、輸出は下げ止まらず、個人消費は勢いに欠けるなど、需要は総じて弱い。2015年度の実質GDP成長率は前年比+1.0%にとどまろう。2016年度は駆け込み需要により+1.6%へ高まると予想するが、デフレ脱却は展望できず。

1. 海外経済

現状：米国の好調さが際立ち新興国は停滞

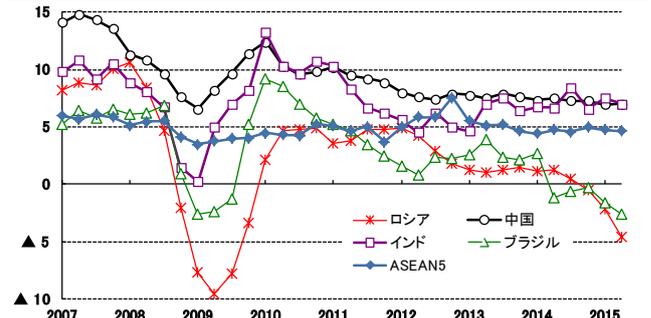
世界経済は、緩やかながらも拡大基調を維持しているが、その牽引役は米国を中心とする先進国経済である。米国の実質GDP成長率は、2015年1～3月期に寒波による景気停滞から前期比年率+0.6%へ減速したものの、4～6月期は反動も加わって個人消費主導で+3.9%へ伸びを高め、景気が堅調な拡大基調を維持していることを示した。また、ユーロ圏の実質GDP成長率は、2015年1～3月期の前期比+0.5%（年率+2.1%）から4～6月期は前期比+0.4%（年率+1.4%）へやや減速したものの、金融緩和による内需下支えやユーロ安を受けた輸出増により緩やかな拡大傾向が続いた。なお、前期比でのプラス成長は9四半期連続となるが、成長ペースは緩慢な状況が続いていることから、実質GDPの水準はようやくリーマン・ショック時（2008年7～9月期）と同程度¹へ回復するにとどまっている。一方で、英国経済はユーロ圏に比べて好調であり、2015年に入り1～3月期は前期比年率+1.5%にとどまったものの、4～6月期には+2.7%へ加速、均してみれば堅調な拡大が続き、実質GDPの水準は2012年半ばにはリーマン・ショック時を回復している。英国経済の原動力も個人消費であり、住宅など固定資産投資も堅調な拡大を続けている。

欧米先進国・地域の実質GDP(季節調整値、2008年7～9月期=100)



(出所)CEIC DATA

BRICsとASEANの実質GDP成長率(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

良好な欧米経済とは対照的に、新興国経済は、総じて構造的な問題や資源価格の下落が成長を抑制している。なかでも、このところ世界経済の大きなリスク要因として注目が集まる中国経済は、実質GDP成長率が2014年の前年比+7.4%から2015年1～3月期、4～6月期とも+7.0%となり、一段と減速している。中国政府は2015年の成長率目標を前年比7%としており、その意味では目標通りの減速であるが、成長鈍化によって過剰生産能力などの構造的な問題が表面化しており、景況感は成長率の低下からイメージされるより悪化している²。

世界第2位の経済規模を誇る中国経済の減速は、資源や食糧などの相場において、需要見通しの下方修正という形で大きな下押し圧力となり、これらに依存するところの大きい新興国に悪影響を与えている。例えば、ロシアにおいては、ウクライナ問題に端を発する経済制裁よりも、主力輸出品である原油・ガス価格の下落が大きく影響し、実質GDP成長率は2014年10～12月期にマイナス（前年同期比▲0.5%）に転じ、2015年4～6月期には▲4.5%までマイナス幅が拡大した。ASEAN諸国におい

¹ 正確には、2015年4～6月期の実質GDPは2008年7～9月期の水準を0.1%上回った。

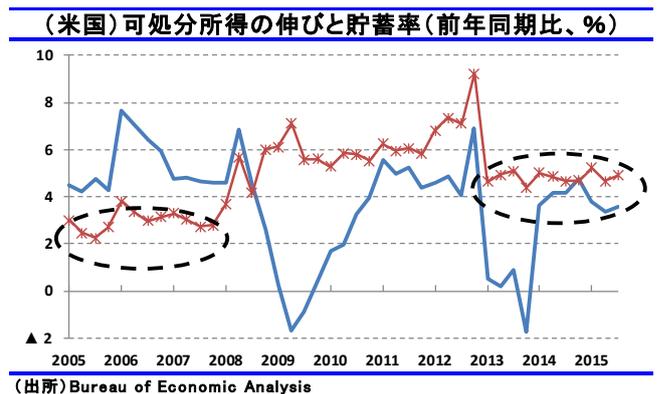
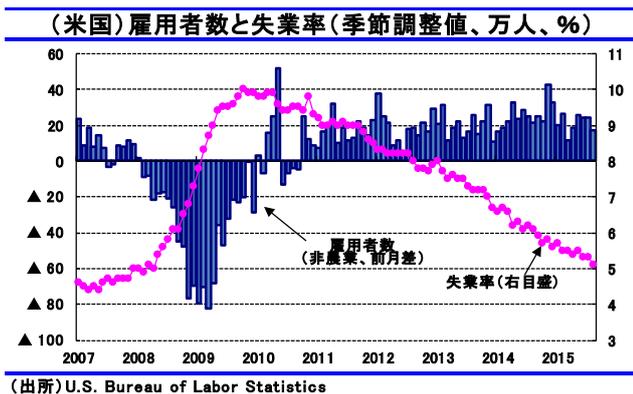
² 中国経済についての詳細は、2015年9月15日付け Economic Monitor「中国経済：需要に下げ止まりの兆しあるも景気の悪化続く」参照。

でも、資源依存度の高いインドネシアで通貨下落により政策金利の引き下げが妨げられることもあって景気回復が遅れ、マレーシアでは資源価格下落の影響により減速懸念が強まるなど、景気が下押しされている。また、タイ経済が輸出の低迷や個人消費の伸び悩みにより回復が遅れているため、ASEAN主要5か国の実質GDP成長率は前年同期比+5%をやや下回る水準で伸び悩んでいる。そのほか、ブラジルについては、景気低迷下での大幅賃上げなどからスタグフレーション状態にあるなかで、通貨レアルの下落が輸入物価の押し上げを通じてインフレ圧力を高めているため、実質GDP成長率は、2014年4~6月期に前年同期比でマイナスに転じ、2015年に入ってマイナス幅が拡大している（4~6月期は▲2.6%）³。

このように、かつて世界経済の牽引役として期待された BRICs については、インフレが比較的抑制され高成長が続くインドを除いて低調であり、成長センターとして期待された ASEAN も力強さを欠くなど、新興国経済の不振が世界経済の足を引っ張る形となっている。

見通し：当面は新興国の減速により緩慢な拡大にとどまる

世界経済の今後について展望すると、当面は現状のような先進国中心の緩慢な拡大が続く可能性が高い。先進国の中でも好調な米国経済は、前月比 20 万人前後の安定した雇用拡大を背景に個人消費が牽引する形で堅調な拡大が続いており、8月には失業率が 2008年4月(5.0%)以来の水準となる 5.1%まで低下、労働需給が徐々に引き締まることで賃金の上昇圧力が高まりつつあるとみられ、今後は賃金の上昇ペースの加速が個人消費の持続的な拡大に貢献しよう。加えて、貯蓄率は、2013年以降、概ね 5%前後で推移しているが、リーマン・ショック前の 2005年から 2007年にかけては 3%前後まで低下していたことを踏まえると、低下余地（個人消費の拡大余地）を残していると考えられる。その一方で、原油価格の低迷がシェール・オイル関連の投資削減につながるほか、利上げやドル高が成長を抑制する要因となろう。その結果、2016年にかけて米国経済の実質GDPは潜在成長率と同程度の 2%台半ばで推移すると予想する⁴。



ユーロ圏経済も、足元で個人消費や固定資産投資といった内需の底堅さが確認されており、今後も ECB による積極的な金融緩和が内需を下支えし、大幅に進んだユーロ安が輸出拡大を後押しすることが見込まれることから、景気の回復傾向が続くと予想される。ただ、引き続き財政健全化を含めた成

³ ブラジル経済についての詳細は、2015年9月8日付け Economic Monitor 「ブラジル経済 UPDATE：景気悪化の加速で 4~6月期もマイナス成長」参照。

⁴ 米国経済の見方については、2015年9月25日付け Economic Monitor 「米国経済 UPDATE：9月利上げ開始は見送り」も参照されたい。

長力強化のための構造改革が進められることが景気の下押し要因となるため、実質 GDP 成長率は 2016 年にかけて前年比 1% 台半ばから後半程度にとどまろう。

日本経済についても、次章で詳述するが、今後は企業業績の改善や労働需給の逼迫を反映して賃金が上昇、設備投資が拡大基調を維持することで、足元の停滞状態から持ち直すとみられる。2016 年にかけても、2017 年 4 月の消費税率再引き上げ（8%→10%）を控えた駆け込み需要の発生が見込まれるため、景気の拡大が続くと見込まれる。



以上のように引き続き改善が期待される先進国経済に対して、新興国については、当面、回復力に欠ける状況が続くと見込まれる。中国経済は、2015 年上期に決定したインフラ投資の実施が今後本格化することに加え、人民元高の調整などから輸出の持ち直しが期待されるものの、過剰生産力の調整に向けて製造業や不動産業において固定資産投資の減速が続くため、2015 年の実質 GDP 成長率は政府目標の前年比+7%前後を維持するのが精一杯であろう。

ただ、ASEAN 経済については、当面は伸び悩む状況が続くものの、域内最大規模のインドネシアでは国会議席の過半数を確保した連立与党が打ち出した景気対策によって景気を持ち直しが期待されるほか、タイでも巡航速度に向けて徐々に成長ペースが高まり、フィリピンでは内需主導の堅調な景気拡大が続くとみられ、2016 年にかけて緩やかに回復に向かおう。ASEAN 主要 5 カ国の実質 GDP 成長率は、2014 年の前年比+4.6%から 2015 年は+4.5%へ若干減速するものの、2016 年には+5.3%へ高まると予想する。

そのほか、原油などの鉱物資源は銅を除き総じて需要伸び悩みの中で供給抑制の動きはあまり見られず、穀物も豊作による供給過剰状態が続くなど、資源や穀物価格は需給の緩和を背景に弱含みで推移し、ロシアやブラジルなど、資源や農作物に対する依存度の高い新興国の景気回復を遅らせる要因になろう。そのため、ロシア、ブラジルともマイナス成長を脱するのは 2017 年になると見込まれる。

以上を踏まえると、2015 年の世界経済成長率は、先進国が 2014 年の前年比+1.8%から+2.1%へ伸びを高める一方で、新興国が+4.6%から+4.0%へ減速するため、全体で 2014 年の前年比+3.4%から 2015 年は+3.3%程度へ若干鈍化しよう。2016 年については、先進国が前年比+2.2%へ小幅ながら伸びを高めるとともに新興国も+4.5%へ持ち直し、全体でも+3.5%へ若干ながら加速すると予想する。この伸びは 2011 年（+4.2%）以来の高さではあるが、むしろ 2012 年以降続いている 3% 台半ばの緩慢な成長からさほど変化のない、浮揚感のない状況から脱せられないと言うべきであろう。

【主要国・地域の実質GDP成長率(当社予測)】

(%)

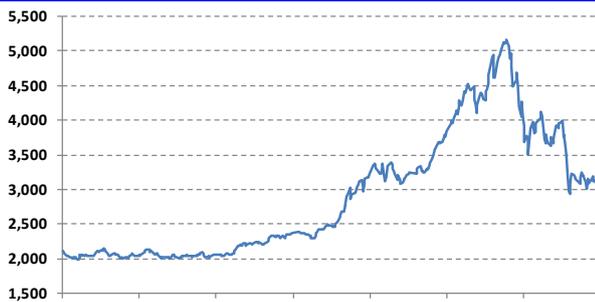
	ウエイト 2014	2013 実績	2014 実績	2015 予測	2016 予測	2017 予測	2014				2015	
							1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
世界	100.0	3.4	3.4	3.3	3.5	3.7	-	-	-	-	-	-
先進国	60.9	1.4	1.8	2.1	2.2	2.1	-	-	-	-	-	-
米国	23.4	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4	▲ 0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.7
ユーロ圏	17.3	▲ 0.3	0.9	1.5	1.7	1.7	0.9	0.4	0.7	1.4	1.5	1.3
日本	6.0	1.6	▲ 0.1	0.9	1.5	0.5	4.5	▲ 7.6	▲ 1.1	1.3	4.5	▲ 1.2
新興国	39.1	5.0	4.6	4.0	4.5	4.9	-	-	-	-	-	-
アジア	19.3	7.0	6.8	6.6	6.6	6.5	-	-	-	-	-	-
中国	13.4	7.7	7.4	7.0	6.8	6.6	7.4	7.5	7.3	7.3	7.0	7.0
ASEAN5	2.7	5.2	4.6	4.5	5.3	5.7	4.4	4.8	4.6	5.0	4.8	4.7
インド	2.7	6.9	7.2	7.5	7.5	7.6	6.7	6.7	8.4	6.6	7.5	7.0
中東欧	2.5	2.9	2.8	2.9	3.2	3.3	-	-	-	-	-	-
ロシア	2.4	1.3	0.6	▲ 4.4	▲ 2.0	1.0	1.2	1.3	0.5	▲ 0.5	▲ 2.2	▲ 4.5
中南米	7.5	2.9	1.3	0.2	1.5	2.9	-	-	-	-	-	-
ブラジル	3.0	2.7	0.1	▲ 2.4	▲ 0.2	2.0	2.7	▲ 1.2	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 1.6	▲ 2.6

(出所)IMF(weo2015apr) (注)各年の数字は暦年で前年比、四半期の数字は前期比年率で、中国、インドのみ前年同期比。予測はシャドー部のみIMFによる。

リスク要因①：中国経済の下振れとその影響

上記の通り、今後の世界経済は、緩慢ながらも徐々に持ち直すという姿を予想のメイン・シナリオとはするものの、下振れリスクが幾つか存在しており、先行き予断を許さない状況が続くとみておくべきであろう。その第一に挙げられるのは、中国経済の大幅減速である。中長期的に見て、中国経済が所得水準の向上に伴って成長ペースを減速させることは、先進国の例を改めて確認するまでもなく既定路線であり、中国政府は二桁を超える「高速成長」から、一桁台半ば乃至は後半を意識しているとみられる「中速成長」、言い換えると「新常态」へのソフトランディングを目指している。このようなスピード調整によって経済が不安定化しているため、株価の大幅下落などの大きな下押し圧力が加わった場合、景気が予想以上に落ち込む恐れがある。

上海総合株価指数(1990/12/19=100)



(出所)CEIC DATA

信用買い残の推移(上海市場)



(出所)CEIC DATA

現状、政府の下支え策もあって株価は上海総合指数で昨年末の 3,235 ポイントを若干下回る程度で下げ止まっているが、今後、昨年末の水準を大きく割り込むようなことになれば、売買の中心である個人投資家だけでなく、全体の約 6 割を保有する安定株主の事業法人⁵からもバランスシートの悪化を回避するための売りが出易くなり、株価が再び急落する可能性を否定できない。信用買い残高(上海市場)を見ても、ピークの 1 兆 5,000 億元弱(6月18日)から調整が進んでいるとはいえ、未だ 6,000

⁵ 上海市場における株式保有シェアは、個人投資家が 21.8%、事業法人が 63.6%、機関投資家が 14.6% (2013 年末)。

億元を若干下回る程度、昨年前半の2,500億元前後と比べると2倍以上であり、売り圧力は根強い。

こうしたリスクが顕在化し、株価が大幅に下落すれば、個人消費や企業活動が停滞を余儀なくされ、中国経済の悪化が加速しよう。その結果、中国向け輸出の多い国はもちろんのこと、資源の輸入減や価格下落を通じて資源国へ悪影響が波及することになる。中国の輸入総額は、2015年1~8月で前年同期比▲14.5%の大幅な落ち込みを記録、品目別では鉱産物（1~7月前年同期比▲35%）や部品を含む輸送用機器（▲16%）、鉄鋼などのベースメタル（▲13%）などが大幅に減少している。そのため、資源国で輸出に占める中国向けの割合が大きい豪州やサウジアラビアのほか、中国依存度の高い韓国、輸送機器の比率が高いEUや米国で特に影響が大きいと考えられる。

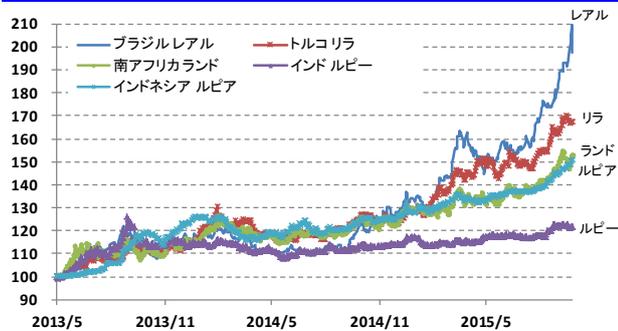
輸出に占める中国のシェア(2014年)

	輸出全体に占めるシェア(%)
EU	9.7
ASEAN	11.6
韓国	25.4
日本	18.3
アメリカ	7.6
オーストラリア	33.7
サウジアラビア	13.3

リスク要因②：米国利上げの影響

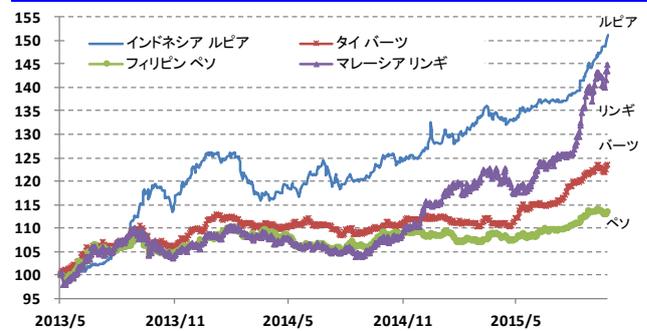
そのほか、年内にも見込まれる米国の利上げをきっかけに、資源国や経常収支赤字国など成長力に懸念のある国から資金が引き揚げられ、為替相場の大幅下落などの混乱が生じる可能性が高まっている点にも留意が必要である。新興国通貨は、フラジャイル・ファイブ（Fragile five：ブラジル・レアル、トルコ・リラ、南アフリカ・ランド、インドネシア・ルピア、インド・ルピー）を中心に、米国の金融緩和が終了するとの見方が強まった2013年5月以降、ドルに対して軟調に推移していたが、米国の利上げが視野に入り始めた2014年終わり頃から下落ペースが加速した。

フラジャイル・ファイブの相場動向(2013年4月末=100、対ドル)



(出所)CEIG DATA

主なアセアン通貨の動向(前年同月比、2013年4月末=100、対米ドル)



(出所)CEIG DATA

さらに、今年夏場以降は、株価の急落によって中国経済の先行き懸念が強まり、ブラジル・レアルやトルコ・リラ、南アフリカ・ランドなど一部の新興国通貨は下げ足を速めた。ASEAN通貨では、原油価格下落によって景気が大きく悪化したマレーシア・リングギの下落が顕著であった。なお、2015年初来の米ドルに対する下落率(9月25日時点)は、ブラジル・レアル▲31.8%、トルコ・リラ▲22.6%、マレーシア・リングギ▲20.1%、ロシア・ルーブル▲17.9%、南アフリカ・ランド▲15.4%、インドネシア・ルピア▲15.1%などが大きい(次ページ表)。

一方で、管理フロート制を採用している人民元(▲2.4%)やベトナム・ドン(▲2.9%)は、米ドルに対して若干切り下げられたものの、他の新興国通貨に比べて下落率は小さく、依然として相対的に高水準で推移していると言える。

【 主な新興国通貨の対ドル相場と耐久力 】

		2015年			外貨準備高			短期対外債務	
		年初	9月25日	年初比	(百万ドル)	輸入比 (月)	短期対外 債務比	時点	2015/3 (百万ドル)
欧州	ユーロ	1.204	1.115	▲ 7.4	648,882	41.0	0.1	2015/3	4,465,069
韓国	ウォン	1,105	1,194	▲ 7.5	374,749	8.6	3.3	2015/6	112,792
インド	ルピー	63.32	66.10	▲ 4.2	353,461	9.2	4.2	2015/7	84,687
マレーシア	リンギ	3,510	4,391	▲ 20.1	94,700	5.4	n.a.	2015/8	206,686
インドネシア	ルピア	12,474	14,690	▲ 15.1	105,346	7.1	2.4	2015/8	43,679
フィリピン	ペソ	44.74	46.74	▲ 4.3	80,252	14.7	6.1	2015/8	13,097
タイ	バーツ	32.96	36.24	▲ 9.0	157,108	8.3	4.3	2014/12	36,377
ベトナム	ドン	21,246	21,890	▲ 2.9	34,575	2.8	n.a.	2014/12	n.a.
中国	人民元	6,221	6,376	▲ 2.4	3,557,381	21.7	3.0	2015/8	1,177,350
ブラジル	レアル	2,693	3,948	▲ 31.8	368,668	19.3	6.3	2015/6	58,351
ロシア	ルーブル	56,238	68,496	▲ 17.9	366,343	15.3	7.4	2015/8	49,326
ポーランド	ズロチ	3,573	3,782	▲ 5.5	98,744	5.4	2.8	2015/8	35,182
ハンガリー	フォリント	266,970	279,310	▲ 4.4	37,568	4.3	2.0	2015/8	18,818
トルコ	リラ	2,331	3,012	▲ 22.6	120,654	6.0	0.9	2015/7	132,957
南アフリカ	ランド	11,622	13,744	▲ 15.4	46,078	5.5	1.4	2015/8	33,841
日本	円	120.39	120.71	▲ 0.3	1,244,150	20.9	0.6	2015/8	2,141,811

(注)トルコの短期対外債務は2014年末、マレーシアの短期対外債務は中長期を含む。網掛け部は警戒水準。

下落が目立つ通貨の共通点は、経常収支の赤字、高い物価上昇率、景気の低迷である（右下表）。ブラジルやトルコはGDP比で3%を超える経常赤字と前年比+6%を超える消費者物価上昇率が目立っており、また、ブラジルはマイナス成長、トルコも新興国としては低い成長率にとどまるなど景気は低迷している。そのほか、インドネシアや南アフリカでは経常赤字が目立ち、消費者物価上昇率も比較的高く、ロシアは物価が二桁の上昇、マイナス成長と、いずれも厳しい状況にある。

通貨の耐久力を示す外貨準備高は、南アフリカやハンガリー、トルコ、ベトナムで輸入額や対外債務との比較で危険水準⁶にある。特にファンダメンタルズも悪化しているトルコや南アフリカの状況は厳しいと言える。そのほか、ハンガリーやベトナムは、比較的良好なファンダメンタルズが通貨の下支え役となっているため、その悪化に注意が必要であろう。

なお、通貨の下落による景気低迷を踏まえ、S&Pはブラジルのソブリン格付けを投資不適格水準（BB格）へ引き下げた。また、S&PはトルコをBBB-（ネガティブ）としており、投資不適格へ引き下げの可能性を含ませている。一方で、南アフリカとインドはBBB-（安定的）、インドネシアはBB+（ポジティブ）としている。

【 主な新興国のファンダメンタルズ 】

	経常収支 (GDP比・%)		消費者物価 (前年比上昇率・%)		実質GDP (前年比成長率・%)	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
韓国	6.3	7.1	1.3	1.6	3.3	3.3
インド	▲ 1.4	▲ 1.3	6.0	6.1	7.2	7.5
マレーシア	4.6	2.1	3.1	2.7	6.0	4.8
インドネシア	▲ 3.0	▲ 3.0	6.4	6.8	5.0	5.2
フィリピン	4.4	5.5	4.2	2.1	6.1	6.7
タイ	3.8	4.4	1.9	0.3	0.7	3.7
ベトナム	5.4	4.8	4.1	2.5	6.0	6.0
中国	2.0	3.2	2.0	1.2	7.4	6.8
ブラジル	▲ 3.9	▲ 3.7	6.3	7.8	0.1	▲ 1.0
ロシア	3.1	5.4	7.8	17.9	0.6	▲ 3.8
ポーランド	▲ 1.2	▲ 1.8	▲ 0.0	▲ 0.8	3.3	3.5
ハンガリー	4.2	4.8	▲ 0.3	0.0	3.6	2.7
トルコ	▲ 5.7	▲ 4.2	8.9	6.6	2.9	3.1
南アフリカ	▲ 5.4	▲ 4.6	6.1	4.5	1.5	2.0
日本	0.5	1.9	2.7	1.0	▲ 0.1	1.0

(出所)IMF(WEO201507) (注)太字網掛けは危険水準、網掛けのみは要注意水準。

⁶ 一般的に輸入の2~3ヵ月分、短期対外債務の1.5倍が必要最低限とされるが、ここでは輸入の6ヵ月分、短期対外債務は2倍を警戒水準とした。

2. 日本経済

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

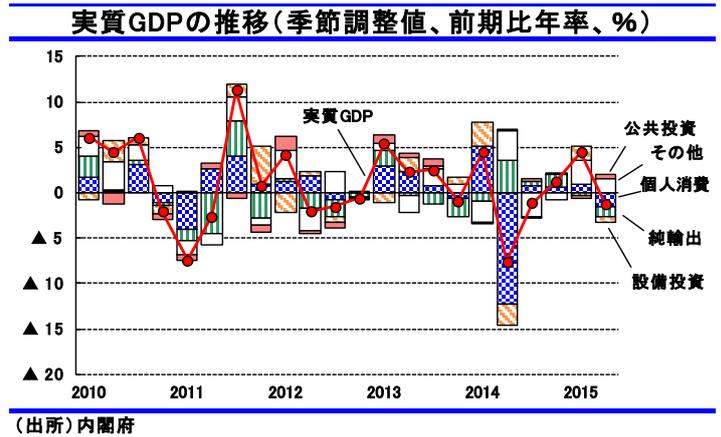
9月8日発表された2015年4~6月期GDPの2次速報値(QE)は前期比▲0.3% (年率▲1.2%)となり、1次速報値の前期比▲0.4% (年率▲1.2%)から上方修正された。ただ、それでも3四半期ぶりのマイナス成長であり、消費増税に伴う落ち込みから持ち直しつつあった日本経済が再び停滞しているという状況に変わりはない。

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ます、各需要動向に対する見方を変える必要はない。

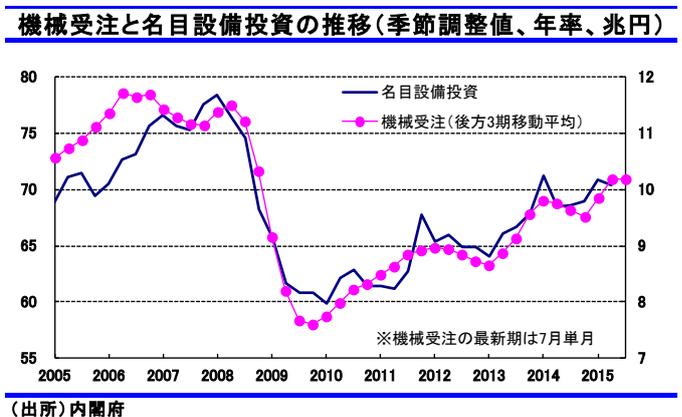
すなわち、GDP統計が示す4~6月期の日本経済は、景気対策の効果により公共投資が下支えしたものの、輸出や個人消費が落ち込み、設備投資が足踏みしたことで、マイナス成長に陥ったということである。

設備投資：早晚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、早晚、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可能性が高まったと言えよう。



(出所)内閣府



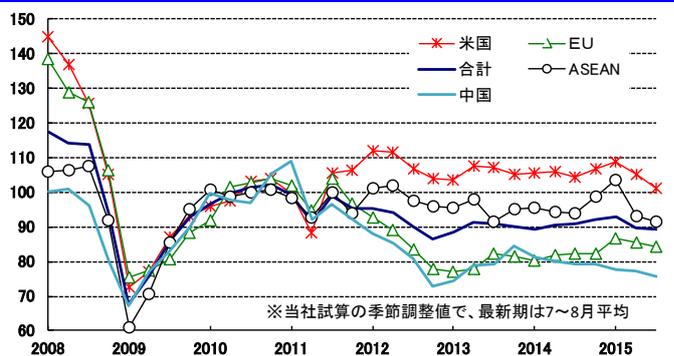
(出所)内閣府

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。

最も落ち込みが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。

通関輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)財務省

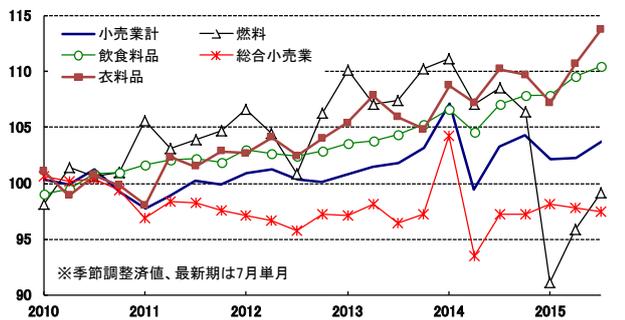
個人消費：復調が見込まれるが当面はリバウンド程度

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。

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が指摘されているものの、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

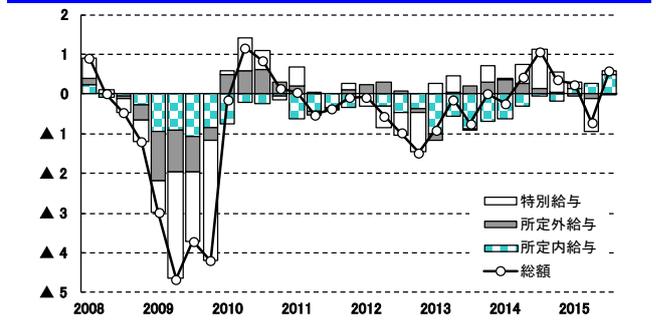
どの勢いは期待できないであろう。

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る。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。

需給ギャップ解消は遠くデフレ脱却を展望できず

本見通しシナリオを前提にすると、内閣府が2015年4~6月期時点でGDP比▲1.6%と試算する需給ギャップが解消する時期は、消費増税直前の2017年1~3月期となり、翌4~6月期には増税による景気の落ち込みにより需給ギャップは▲1%程度へ拡大することになる。再び需給ギャップが解消するのは2018年度以降になるとみられ、少なくとも需給面からインフレ圧力が高まる状況は想定し難い。そのため、消費者物価上昇率は、食料・エネルギーを除く総合で見ても次回消費増税までに前年

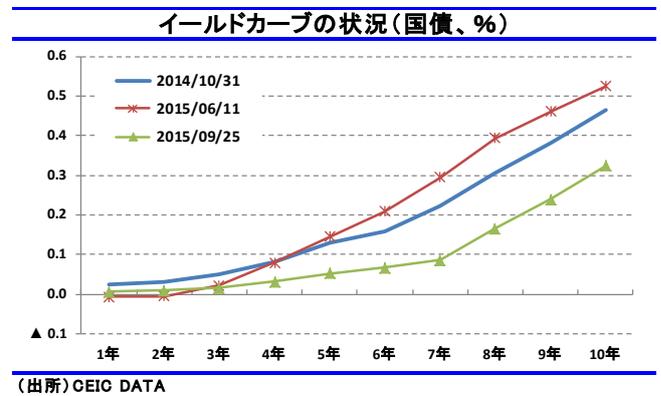
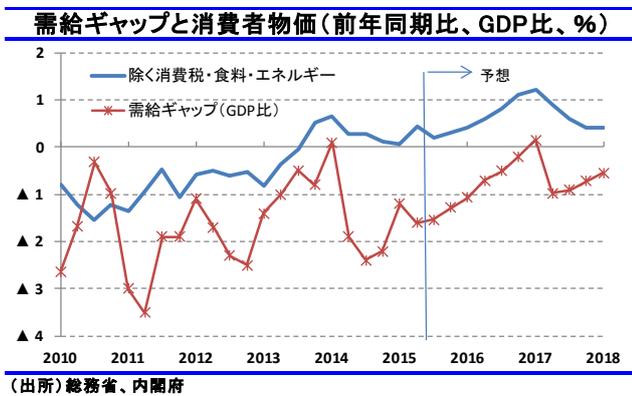
日本経済の推移と予測(年度)

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
鉱工業生産	3.3	▲0.5	1.1	3.8	0.4
失業率(%、平均)	4.5	4.3	3.9	3.8	3.5
消費者物価(除く生鮮)	0.8	2.8	0.0	0.9	2.0

(出所) 内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

比+1%を若干上回る程度までしか高まらず、しかも消費増税後は増税分を除けば伸びは鈍化すると予想される。

日銀は 2016 年度前半頃の消費者物価上昇率 2%を目標としているが、仮にその達成時期を 1 年遅らせたとしても、本見通し通りとなれば、その実現のハードルは高い。そうした中で、日銀は、賃金の上昇加速による景気の復調と着実な物価上昇率の高まりを見込み、さらに、企業の資金調達環境が十分に緩和的であり、長期金利は低位安定しているという現状も踏まえ、追加の金融緩和を見送る姿勢を維持している。実際に、長期金利はほぼ全ての年限で 6 月中旬をピークに低下しており、最近は何れも追加緩和時点の水準を大きく下回っている。しかし一方で、海外景気は新興国を中心に不透明感を強めており、株価の下落を通じて国内景気の先行きに対する懸念も強まっている。次回 10 月 30 日の展望レポート公表時には、追加緩和の検討を迫られる可能性は十分にありそう。



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。