

# 日本経済情報 2015年11月号

## Summary

### 【内容】

#### 1. 景気の現状

2015年7～9月期は  
大方の予想通りのマ  
イナス成長

輸出は持ち直すも反  
発力弱い

個人消費は緩慢な  
改善にとどまる

先行指標は設備投  
資のピークアウトを  
示唆

#### 2. 日本経済の先行き

政府は補正予算編  
成の検討を開始

金融政策は不変

賃金の上昇ペース  
は引き続き緩慢

ドル高円安基調は続  
くがペースは緩やか

需給改善せず原油  
相場は軟調続く

日銀の追加緩和は  
来年4月か

駆け込み需要が個  
人消費や住宅投資  
を押し上げ

輸出は持ち直し、設  
備投資は一旦復調

景気は持ち直すも消  
費増税前のデフレ脱  
却宣言は困難

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

### 【2017年度までの日本経済見通し】

7～9月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.8%となり、4～6月期の▲0.7%から2四半期連続のマイナス成長となった。内閣府の試算をベースにすると需給ギャップはGDP比2%程度まで拡大したとみられ、デフレ脱却は大きく遠のいた。

マイナス成長の要因は、輸出と個人消費の弱さと設備投資の減少である。輸出はサービスが好調ながら財が伸び悩んだ。個人消費もサービス分野は底堅い拡大が続いたが財はリバウンド程度にとどまり足取りは緩慢である。設備投資は、日銀短観などで強気の計画が示されているが、先行指標の機械受注は頭打ちを示唆、企業は計画の実行を見合わせている模様である。

こうした現状に対して、政府は景気テコ入れのため総額3.5兆円規模の補正予算の編成に着手した。現時点では詳細不明であるが、公共投資の押し上げや個人消費の底上げにある程度貢献しよう。また、官民対話を受けた政府の対応と企業の反応が注目される。

一方、日銀は、景気の停滞を認識しつつも、現状の金融政策によってデフレ脱却は可能として政策変更を見送っている。今後、政策変更の判断を左右する要因は、賃金、為替、原油価格の動向となろう。

賃金の上昇ペースは雇用のパートタイムシフトの影響もあり引き続き緩慢である。今後は冬のボーナスの増加が見込まれ、来年度の春闘賃上げ率も今年度を上回る可能性が高く、賃金の上昇は続くものの、ペースが加速するほどではない。また、ドル円相場はドル高円安基調が続くがペースは緩やか、原油価格は軟調推移が続き物価上昇圧力とはなりにくい。そのため日銀は来年4月にも追加の金融緩和を迫られよう。

こうした状況の中で、今後の日本経済は、個人消費と輸出が持ち直す中、設備投資も下げ止まりから復調に向かい、10～12月期にはマイナス成長を脱し、2016年度にかけて徐々に成長ペースを速めるとみられる。しかしながら、2017年度は消費増税や駆け込み需要の反動により再び停滞しよう。消費者物価上昇率は消費増税の直前においてもデフレ脱却を宣言できるほどには高まらないであろう。

1. 景気の現状

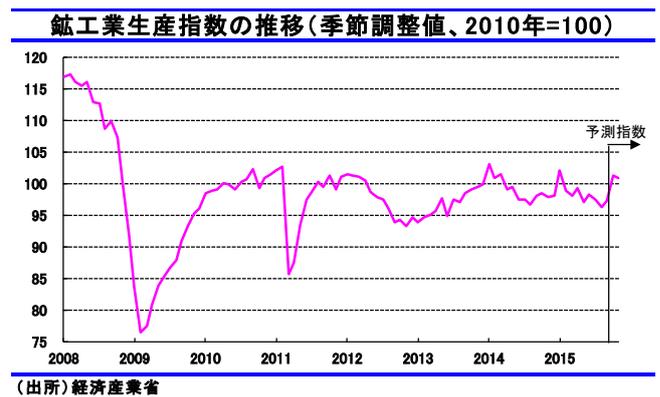
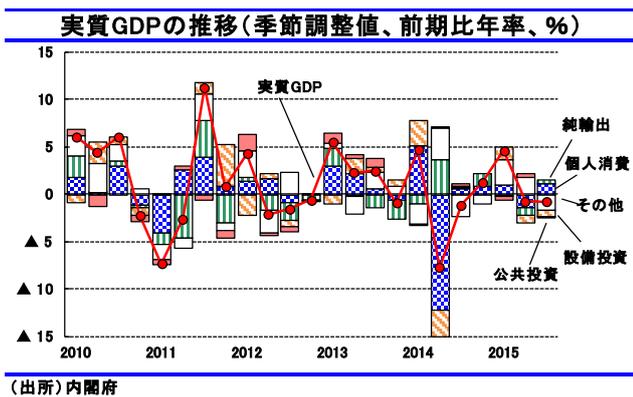
2015年7~9月期は大方の予想通りのマイナス成長

2015年7~9月期 GDP の1次速報値は、前期比▲0.2%（年率▲0.8%）となった。小幅マイナス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2四半期連続のマイナス成長となる（当社予想は年率▲0.9%）。なお、4~6月期の実質GDPは前期比▲0.3%（年率▲1.2%）から▲0.2%（▲0.7%）へ上方修正されているため、7~9月期は前期と同程度の落ち込みが続いたことになる。

2四半期連続のマイナス成長となったことで、リセッション入りの可能性を指摘する向きもあるが、そもそも2015年1~3月期に景気が山を付けていたのかどうかの判定を待つ必要がある。つまり、鉱工業生産が一旦ピークを付けた2014年1~3月期以降、景気後退局面が続いていたという見方も可能であり、現時点では既にリセッション入りしていたのか、今回リセッション入りしたのか、見極めが困難である。

また、7~9月期の前期比マイナス成長は、民間在庫投資（実質GDPに対する前期比寄与度▲0.5%Pt）の落ち込みによるところが大きく、最終需要は前期比+0.4%と4~6月期の▲0.6%からプラスに転じていることをもって、7~9月期の景気の実態は悪くないとする見方もある。しかしながら、最終需要は4~6月期の落ち込みを7~9月期において埋め切れておらず、停滞の域を脱していないと評価すべきであろう。

いずれにしても、上記の結果、7~9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年半ば頃と同程度へ落ち込み<sup>1</sup>、内閣府の試算<sup>2</sup>をベースにすると需給ギャップはGDP比で2%程度まで拡大したとみられる。すなわち、この2四半期でデフレ脱却が大きく遠のいたことは間違いない。



輸出は持ち直すも反発力弱い

マイナス成長が2四半期続いた要因は、輸出と個人消費の持ち直しが小幅にとどまる中で、設備投資の減少が続いたことである。GDPベースの輸出（実質季調値）は、4~6月期の前期比▲4.3%から7~9月期は+2.6%へ持ち直したが、前期の落ち込みをカバーしきれなかった。内訳を見ると、サービ

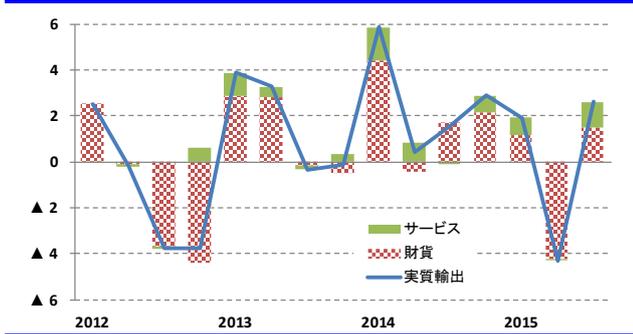
<sup>1</sup> 2015年7~9月期の実質GDPの水準は、2013年4~6月期と7~9月期の平均と概ね同程度である。  
<sup>2</sup> 内閣府は9月17日、2015年4~6月期時点の需給ギャップをGDP比▲1.6%とする試算結果を発表している。

は大幅に拡大(4~6月期▲0.4%→7~9月期+7.0%)したが、財はリバウンド程度にとどまった(4~6月期▲5.0%→7~9月期+1.8%)。サービス輸出の好調さは訪日外国人数の急増に伴う旅行関連収入の拡大が主因である。

一方の財輸出については、通関輸出数量指数から見る限り、米国向け、EU向け、アジア向けのいずれも落ち込んでいる。米国向けは鉄鋼や建設機械がシェール関連投資の抑制で減少したほか、自動車部品も減少しており、現地生産シフトの影響によるものとみられる。また、アジア向けは中国向けよりもASEAN向けの落ち込みが大きい。ASEAN向けの内訳を見ると、内需の弱さや現地生産シフトにより自動車関連が低調だったことに加え、中国の輸出ドライブによる市況悪化を受けて鉄鋼の減少が続いた。

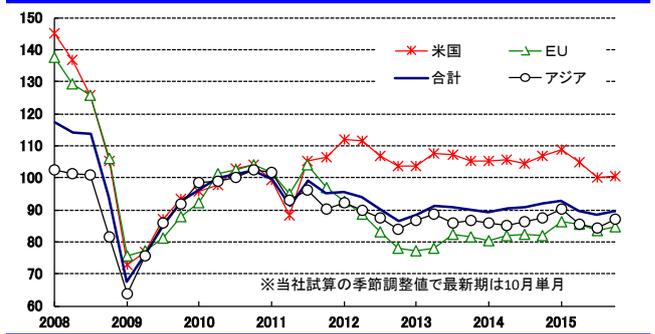
ただ、10月の輸出数量指数の水準は当社試算の季節調整値で7~9月期を1.4%上回っており、持ち直しの兆しも見られる。仕向地別には、米国向け(7~9月期前期比▲4.5%→10月の7~9月期比+0.4%)やEU向け(同▲2.6%→+1.7%)が下げ止まり、アジア向け(同▲1.6%→+3.5%)は中国向け(同▲0.7%→+2.7%)を中心に反発している。単月の動きでは判断できないものの、先行きに向けて明るい材料ではある。

実質財・サービス輸出の推移(季節調整値、前期比、%)



(出所)内閣府

輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



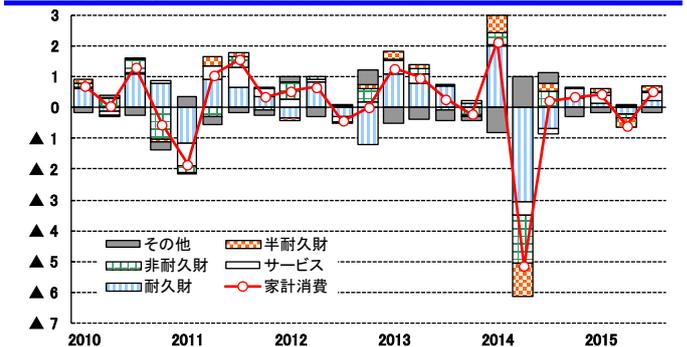
(出所)財務省

個人消費は緩慢な改善にとどまる

個人消費も7~9月期は4~6月期の前期比▲0.6%から+0.5%へリバウンドしたものの、反発力は弱い。内訳を見ると、サービス(4~6月期前期比+0.1%→7~9月期+0.4%)は底堅い拡大が続いたものの、財は耐久財(▲1.6%→+1.4%)、半耐久財(▲4.0%→+2.6%)、非耐久財(▲0.5%→+0.2%)とも前期の落ち込みを取り戻せていない。

10月は、本稿執筆時点で百貨店、スーパー、コンビニの売上高が確認できるが、百貨店は既存店ベースで前年同月比+4.2%となり、7~9月期の前年同期比+2.7%を上回って好調であった。衣料品や家具も堅調だったが、外国人旅行客に人気の高い化粧品や宝飾品などの雑貨が伸びを高め、全体を牽引した。10月は中国の国慶節休暇があり、主に中国からの訪日観光客の増加が押し上げたとみ

家計消費の財別推移(季節調整値、前期比、%)



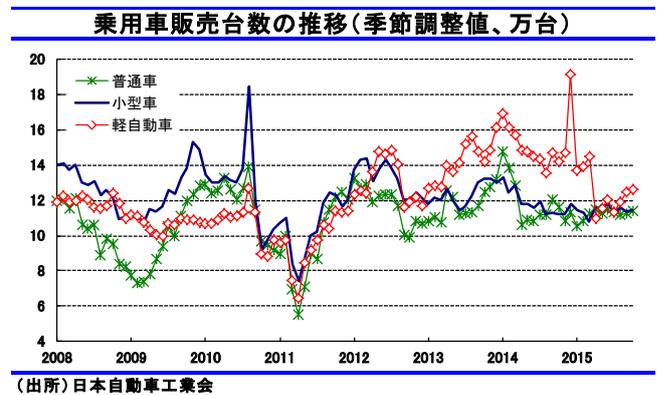
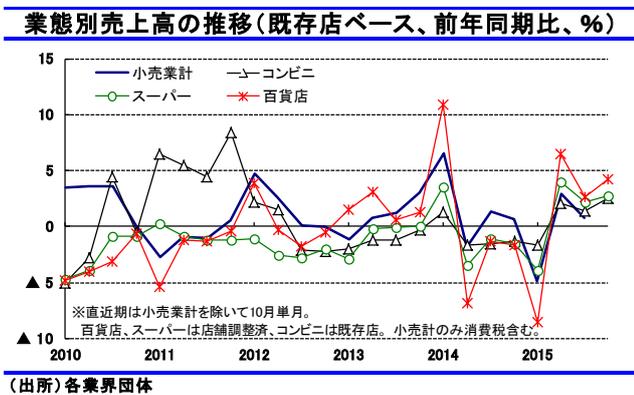
(出所)内閣府

られる。

また、10月のスーパー売上高は前年同月比+2.8%となり、7~9月期の+2.2%を若干上回った（既存店ベース）。価格の高止りにより食料品の堅調拡大が続く中で衣料品が月前半の気温の低下を受けて伸びを高めた。10月のコンビニ売上高も前年同月比+2.5%と7~9月期の+1.4%から増勢を強めた。比較的天候に恵まれ弁当などの日配品が堅調に推移、加工食品も好調であった。

そのほか、乗用車販売台数（新車、含む軽）は、10月も前年同月比▲4.0%と前年割れが続いたが、当研究所試算の季節調整値では前月比+0.8%と3ヵ月連続で増加、10月の水準は7~9月期を2.3%上回った。大きく落ち込んだ軽自動車の持ち直しが明確となっており、乗用車販売全体でも底入れしたと判断できる。

以上の通り、10月の個人消費関連指標は、外国人旅行者により押し上げられた部分が少なからずあるが、それを除いても緩やかな改善傾向を維持していると言えよう。

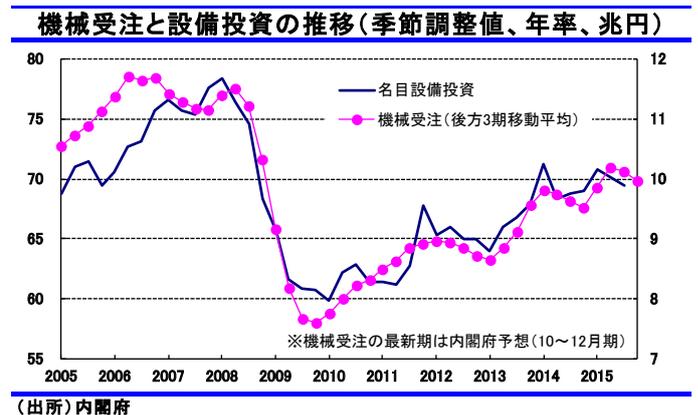


**先行指標は設備投資のピークアウトを示唆**

設備投資は、4~6月期の前期比▲1.2%に続いて7~9月期も▲1.3%と減少が続いた。日銀短観9月調査における2015年度の設備投資計画は、全産業規模合計で前年比+6.4%となり、この時期の調査としては強気の部類に入る伸びを示していたが、供給側の一致指標で作成される今回のGDP1次速報のみならず、先行指標の機械受注でも、こうした計画の実行が確認できない状況にある。

9月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比+7.5%と4ヵ月ぶりの増加に転じたが、7~9月期では前期比▲10.0%となった。さらに、10~12月期の内閣府予想は前期比+2.9%にとどまっております。これに基づくと、GDPベースの設備投資と相関の高い機械受注の後方3期移動平均は7~9月期、10~12期とも前期比でマイナスとなる。すなわち、機械受注は設備投資の頭打ちを示唆していることになる。

このように、設備投資計画が実際の発注につながっていない背景は、輸出や個人消費といった内外需の反発力の弱さを受けて、企業が計画の実行を



見合わせているためと考えられる。その仮説が正しいとすれば、今後も輸出や個人消費が伸び悩めば、設備投資は計画通り実施されずピークアウトすることになる。景気の持ち直し傾向を維持しデフレ脱却を実現するためには、需要の底上げに加え、企業が再び設備投資を積極化するような環境変化が必要だということであろう。

## 2. 日本経済の先行き

### 政府は補正予算編成の検討を開始

こうした日本経済の現状に対して、政府は景気テコ入れのため、前年度予算の余剰分（約 1.6 兆円）のほか、今年度の税収上振れ分や予算の縮減などを財源に、3.5 兆円（GDP 比約 0.7%）規模の補正予算を編成する方針を固めた模様である。内容は、安倍政権が新たな政策テーマとする「1 億総活躍社会」の実現に向けた介護施設の整備や人材育成のほか、TPP 発効に備えた農業対策、低年金受給者への給付金、災害復旧費などが盛り込まれる見通し。税収増に伴い地方交付税交付金も増額されるため、地方自治体の支出拡大にもつながる。

現時点では詳細不明につき GDP 成長率へのインパクトを正確に測り兼ねるが、施設費や公共事業費（災害復旧）の積み増しが公共投資を押し上げるほか、人材育成や給付金は家計所得の増加を通じて個人消費の底上げにわずかではあるが貢献しよう。ただし、補正予算は来年の通常国会で審議されるため、成立は早くても 1 月中旬頃となり、効果が本格化するのは 2 月以降となる。

また、11 月 5 日の「未来投資に向けた官民対話」で安倍首相は産業界に賃金引き上げや設備投資拡大を要請した。これを受ける形となった同月 26 日の官民対話では経団連の榊原会長が法人税率引き下げや労働規制の緩和、研究開発減税の拡充などを条件に 2018 年度の設備投資が 2015 年度と比べ約 10 兆円拡大<sup>3</sup>するとの見通しを示した。加えて、賞与などを含めた年収ベースでの賃金引き上げを求めていく意向も表明している。すなわち、法人税減税や規制改革の進展が設備投資拡大や賃金上昇の追い風となり得るという趣旨である。今後、具体化する来年度税制改正などにより、企業の経営環境がどの程度改善し、それがどの程度企業の投資や雇用に対するインセンティブを高めるのか注目される。

### 金融政策は不変

一方、日銀は、景気の停滞を認識しつつも、現状の金融政策を継続すればデフレ脱却を実現できるという見方を維持している。そのため、追加緩和を見込む向きが増えた 10 月 30 日の金融政策決定会合では、消費者物価上昇率が 2% に到達する時期を従来の 2016 年度前半から 2016 年度後半に修正したものの、「マネタリーベースが、年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という金融政策を変更せず、11 月 19 日の金融政策決定会合でも現状維持とした。

11 月 25 日に公表された 10 月 30 日分の金融政策決定会合議事要旨からも読み取れるように、日銀は、物価の先行きについて、食料品価格などにおいて円安による仕入れ価格上昇分を転嫁する動きがみられること、労働需給の逼迫により賃金の上昇圧力が強まっていることなどを理由に、上昇率が高まっていくと見込んでいる。したがって、金融政策の変更が検討される材料となるのは、第一に賃金の動

<sup>3</sup> 日経新聞などの報道によると、2015 年度の見通し 71.6 兆円に対して、2018 年度は 81.7 兆円まで拡大するとした模様。

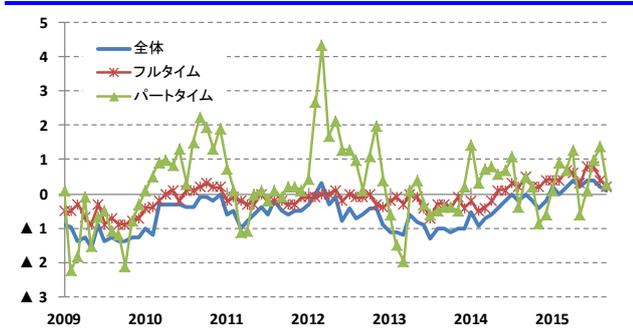
向であり、為替相場や原油価格の動きにも左右されることとなろう。

賃金の上昇ペースは引き続き緩慢

賃金の先行きを見通す上で最大の注目点が来春闘であることは言うまでもないが、まずは足元の動向を確認すると、9月の一人当たり平均賃金（現金給与総額）は前年同月比+0.4%となり、前年を上回る水準を維持した。ただ、内訳を見ると、所定内給与（基本給）は前年同月比+0.1%、所定外給与（残業代）も+0.3%にとどまり、各種手当（特別給与）の+11.6%が全体を押し上げる不安定な構図となっている。

さらに、所定内給与を雇用形態別に見ると、正社員（8月前年同月比+0.4%→9月+0.2%）、パートタイム（8月+1.4%→9月+0.3%）とも伸びが鈍化している。いずれの伸びも+0.1%を上回っているにもかかわらず全体平均で+0.1%にとどまっているのは、相対的に賃金水準の低いパートタイム労働者の割合が高まっているためである。パートタイム比率（パートタイム常用雇用者数/全常用雇用者数）は、当研究所試算の季節調整値で8月の30.6%から9月は30.5%へ低下し、頭打ちの兆しも見られるが、前年9月の水準（29.9%）を大きく上回っており、前年比で見た賃金上昇を抑制する要因となっている。こうしたマクロ的なパートタイム比率の上昇は、パートタイム比率が高い業種で雇用が拡大していることを反映している面もあるが、期待されているほどに企業が正社員の採用を増やしていないという面もある。

所定内給与の推移(前年同月比、%)



(出所)厚生労働省

パートタイム比率の推移(季節調整値、%)

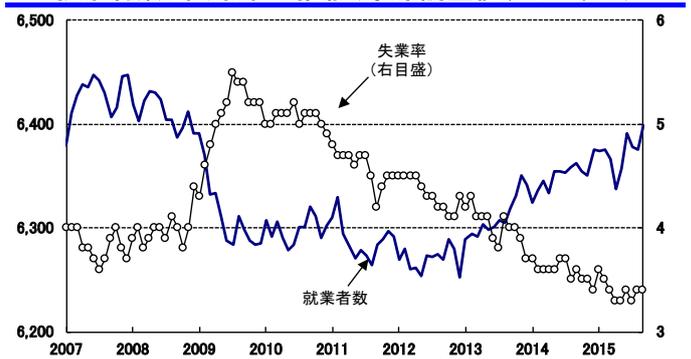


(出所)厚生労働省

それでも、労働需給が逼迫していることは間違いない。日銀短観9月調査では、雇用人員判断DIが製造業で▲8（6月調査▲5）、非製造業で▲23（6月▲22）へ悪化し、企業の雇用不足感は一段と強まったが、失業率が20年ぶりの水準まで低下し（8月3.4%→9月3.4%→10月3.1%）、有効求人倍率は9月に続いて10月も1992年2月（1.22倍）以来、約24年ぶりの1.24倍を維持するなど、雇用関連の統計でもその状況が確認できる。

こうした労働需給の状況を踏まえると、今後も賃金の上昇傾向は続くとはみられるものの、上記のような企業のスタンスなどを見ると、そのペースが加速するという確信は持てない。その意味で、まずは冬のボーナスの支給状況が注目されるが、経団連が集

就業者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)

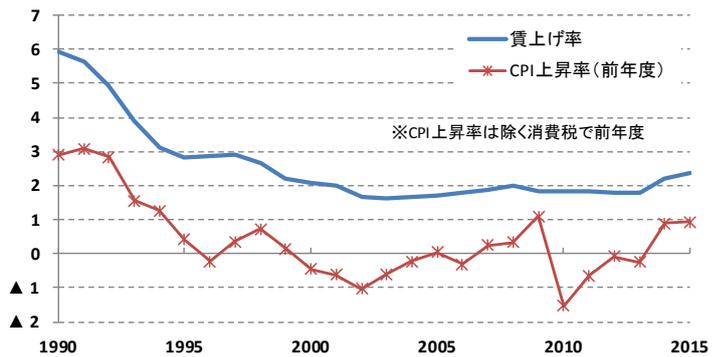


(出所)総務省

計した主要企業の年末賞与妥結状況（第1回集計）によると、妥結額は前年を3.13%上回った。大企業を対象<sup>4</sup>とした調査であり、しかも現時点では集計対象が限られていることから、必ずしも全体の傾向を示すものとはならないものの、出足は好調と言えそうである。

賃金の先行きを測る上でより重要な指標は、春闘における来年度の賃上げ率であろう。かつて、春闘賃上げ率を説明する変数として、前年度の企業業績（増益率）や労働需給（失業率ないしは有効求人倍率）、消費者物価上昇率などが有為とされていたが、企業業績について見ると、法人企業統計季報の経常利益<sup>5</sup>は2014年度の前年比+6.4%から2015年度の第1四半期（4～6月期）は前年同期比+24.2%へ大きく伸びを高めている。また、労働需給についても、失業率は2014年度の3.6%から2015年4～10月平均で3.3%へ低下している。一方で、消費者物価上昇率は、総合で2014年度の前年比+2.9%、消費増税分を除いて+0.9%程度から、2015年4～9月は前年同期比+0.3%へ伸びが鈍化した。つまり、企業業績の改善や労働需給の逼迫は押し上げ要因となるが、物価上昇率の低下が下押し要因となるため、来年度の春闘賃上げ率は今年度の2.38%<sup>6</sup>を上回るものの、大きく加速するほどではないと予想される。

春闘賃上げ率と消費者物価上昇率の推移(前年比、%)



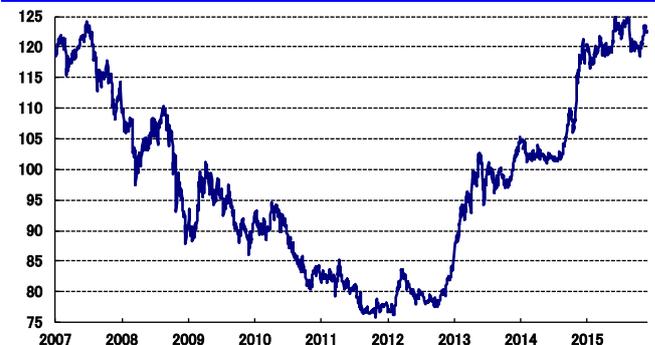
(出所)厚生労働省、総務省

### ドル高円安基調は続くがペースは緩やか

ドル円相場は、米国において次回 FOMC (12/17) での利上げ観測が強まっており、それを織り込む形でドル高円安地合いとなり、このところ1ドル=123円前後で推移している。前年の状況を見ると、10月の日銀による追加金融緩和を受けて11月の平均は116円強であり、前年比で6%程度の円安水準ということになる。

今後を展望すると、日本では超金融緩和が継続される一方で米国では12月に利上げが開始される可能性が高いため、基本的に円安ドル高基調が続くとみられる。ただし、中東などにおける地政学的リスクの高まりや日本の経常黒字拡大が円高圧力となりやすいことに加え、中国や欧州など海外金融市場の混乱、米国の利上げ先送り、日銀の追加緩和見送りなどの不透明要因も残っており、一方的に円安が進む状況も想定し難い。そのため、来年にかけてのドル円相場は、基調としては緩やかなドル高円安となるが、一時的に円高に振れる局面もあり、均してみれば円安進行のペースは極めて緩やかとなろう。その結果、前年比で見た円安ペースは徐々に鈍

ドル円相場の推移(円/ドル)



(出所) GEIC DATA

<sup>4</sup> 調査対象は原則として東証1部上場で従業員500人以上の企業245社であり、第1回集計の対象はうち80社である。

<sup>5</sup> 資本金10億円以上の企業。

<sup>6</sup> 厚生労働省「平成27年民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」による。なお、同調査の対象は資本金10億円以上かつ従業員数1,000人以上の労働組合がある企業(今回は314社)。

化し、為替相場の変動による国内物価の押し上げ圧力は低下していくことになる。

### 需給改善せず原油相場は軟調続く

原油価格（WTI 先物）は、2015 年 6 月下旬以降、中国経済の悪化懸念が強まったことから再び急落、8 月下旬には一時 30 ドル台（26 日 38.6 ドル）まで落ち込んだ。その後、OPEC の減産観測などにより需給改善期待が高まり 50 ドル近くまで値を戻したものの、9 月以降は再び中国を中心とする新興国の景気悪化懸念を背景に下落、このところ概ね 40 ドル前半で推移している。

当面の注目点である次回 OPEC 総会（12/4）では、インドネシアの復帰に伴い生産枠が日量 3,100 万バレルに引き上げられる見込みであるが（現状 3,000 万バレル）、既に生産枠は形骸化しており、OPEC の実際の生産量は 2014 年の 3,635 万バレルから 2015 年は 3,740 万バレルへ拡大すると見込まれている（米 EIA 推計）。サウジアラビアが減産を表明する可能性を指摘する向きも一部にあるが、産油国の多くは原油収入の落ち込みによって財政が著しく悪化しており、歳入確保のために減産には抵抗がある。そのため、OPEC 全体で足並みが揃うとは考え難い。



先行きの世界原油需給について、EIA は 2015 年の需要を 9,386 万バレル、供給を 9,548 万バレル（162 万バレル供給超）、2016 年は需要 9,525 万バレル、供給 9,565 万バレル（40 万バレル供給超）と予想している。新興国需要の拡大と米国などの減産により需給が改善するという見方であるが、経済制裁の解除に伴ってイランからの輸出が順調に拡大すれば需給は再び悪化するため、中東における地政学的問題が原油供給の障害となるほどに悪化しない限り、原油価格が WTI で 50 ドルを大きく上回って上昇する状況は見込み難い。

そのため、原油価格の急落から 1 年が経過し、今後は国内物価の前年比上昇率を押し下げる効果は剥落していくものの、その後、物価を大きく押し上げるほどではないだろう。

### 日銀の追加緩和は来年 4 月か

以上の賃金や為替、原油価格の動向を踏まえると、当面は円安地合いの継続が物価上昇圧力となり、原油価格下落による物価下押しも一巡するため、消費者物価がコア（除く生鮮食品）で見ても上昇率が高まろう。そうした中で、日銀は賃金の上昇が加速するかどうかを見極めるとみられる。つまり、春闘の結果を見た上で追加緩和の必要性を検討することになる。

ただ、その頃には、円安による物価押し上げ圧力が徐々に低下、この 2 四半期連続のマイナス成長ももたらした需給悪化の影響も徐々に表れ、物価上昇ペースに陰りが見られる可能性が高い。さらに、春闘賃上げ率は今年度を上回ったとしても小幅にとどまり、賃金の上昇ペースが物価を押し上げるほどに加速しないことが見通せる状況となる。その結果、日銀は目標とする 2016 年度後半にデフレ脱却の目途をつけるためにも、追加緩和を迫られると予想する。その時期は、展望レポートの公表を伴う 4 月となるのではないかと。

駆け込み需要が個人消費や住宅投資を押し上げ

以上の外部環境を踏まえて主な需要の先行きを展望すると、個人消費は、賃金の上昇傾向が維持されるとはいえ、原油価格下落によるプラスの効果が剥落するため、持ち直すものの力強い拡大までは見込み難い。ただ、2017年4月に消費税率の引き上げ（8%→10%）が予定されているため、増税前の駆け込み需要が2016年度後半の個人消費を押し上げよう。その結果、2016年度の個人消費は実質で前年比+2.0%へ伸びを高めると予想する（2015年度は+0.7%を予想）。しかしながら、2017年度はその反動により前年比▲0.9%とマイナスに転じよう。

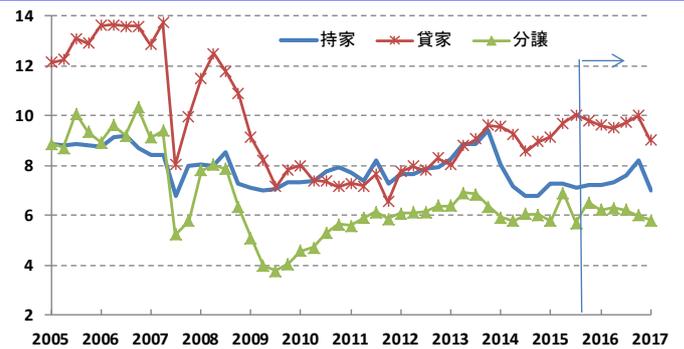
また、住宅投資も2016年度は駆け込み需要により底堅い推移が見込まれる。住宅投資の先行指標である住宅着工戸数は、前回2014年4月の消費増税を控えた2013年10~12月期に年率102.3万戸（季節調整値）のピークを付けたあと、2014年7~9月期には86.1万戸まで減少したが、その後は既に持ち直し傾向にある。牽引役は相続税対策により需要が拡大した貸家であり、貸家の着工戸数は2014年7~9月期の34.3万戸から2015年7~9月期には40.0万戸まで拡大している。

今後については、現在の8%の消費税率が適用される期限が、前回と同様、税率引き上げの半年前までの契約になると仮定すると、2016年9月末にかけて持ち家や貸家の建築契約締結が集中し、2016年10~12月期に着工のピークを迎えるとみられる。ただ、今回は増税幅が前回の3%から2%へ縮小することに加え、前回の消費増税から2年しか経過しておらず需要前倒しの影響が残ることから、駆け込み需要の盛り上がりは前回ほどではなく、着工戸数のピークは年率97万戸程度にとどまると予想する。その結果、実質住宅投資は、2015年度の前年比+2.9%に続いて2016年度も+0.7%と増加を維持するが、2017年度は反動落ちにより▲4.0%とマイナスに転じよう。

輸出は持ち直し、設備投資は一旦復調

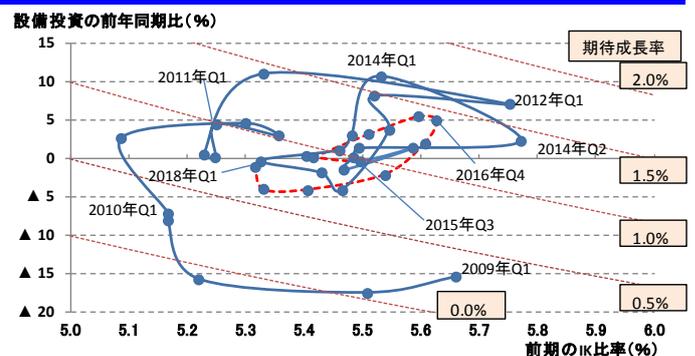
輸出は、その動向を占う上で最も基本的な要因である海外需要と為替動向がいずれも後押し材料となるため、今後の持ち直しを期待して良いだろう。海外需要については、米国経済が堅調な拡大を続け、ユーロ圏経済もテロというリスク要因を抱えながらもユーロ安の恩恵により緩やかな拡大基調を維持するなど、先進国経済は総じて底堅く推移する中で、新興国についても、中国経済が在庫調整の進展により底入れし、ASEAN経済も米国利上げに伴う市場の混乱を消化し徐々に本来の成長ペースを取り戻すなど、日本に関係の深い地域に限れば状況は好転しよう。為替相場については、前述の通り少なくとも円高が継続的に進むことは避けられそうである。

住宅着工戸数の推移(季節調整値、万戸)



(出所)国土交通省

設備ストック循環図(%)



(出所)内閣府

こうした中で、設備投資は、今年度の強気な計画を実行に移す形で 2016 年度に入れば徐々に復調に向かうとみられる。しかしながら、消費増税後の景気には不透明感が残ること、中長期的に見て企業の期待成長率が 1%を大きく超えて高まる要因を見出し難いことから、そうした復調の動きは短期的なものにとどまり、2017 年度にかけて再び調整局面を迎えよう。実質設備投資は、計画実施の先送りにより 2015 年度は前年比+0.4%にとどまり、その計画が実行されるに伴って 2016 年度は+3.9%へ伸びを高めるものの、2017 年度は▲2.7%とマイナスに転じると予想する。

景気は持ち直すも消費増税前のデフレ脱却宣言は困難

以上を整理すると、今後の日本経済は、個人消費と輸出が持ち直す中、設備投資も下げ止まりから復調に向かい、10~12 月には実質 GDP 成長率が前期比で小幅ながらもプラスに転じ、その後は緩やかながらも徐々に成長ペースを速めるとみられる。その結果、2015 年度の実質 GDP 成長率は、2 四半期連続の前期比マイナス成長でスタートしたものの、2014 年度後半に伸びを高めた効果（いわゆる「ゲタ」）もあり、前年比+0.7%とプラス成長を確保しよう。2016 年度は、消費増税前の駆け込み需要により個人消費や住宅投資が押し上げられること、先送りされた設備投資が実行に移されること、輸出が持ち直すことなどから、実質 GDP 成長率は前年比+1.9%まで高まると予想する。しかしながら、2017 年度は、駆け込み需要の反動に消費増税による下押し

しが加わり、個人消費や住宅投資は減少、設備投資も先行き不透明感から一旦調整局面に入り減少に転じ、実質 GDP 成長率は+0.1%まで落ち込むと予想する。なお、マイナス成長を回避するのは、輸出の拡大が続くためであり、海外景気や為替相場といった外部環境次第ではマイナス成長の可能性もあろう。

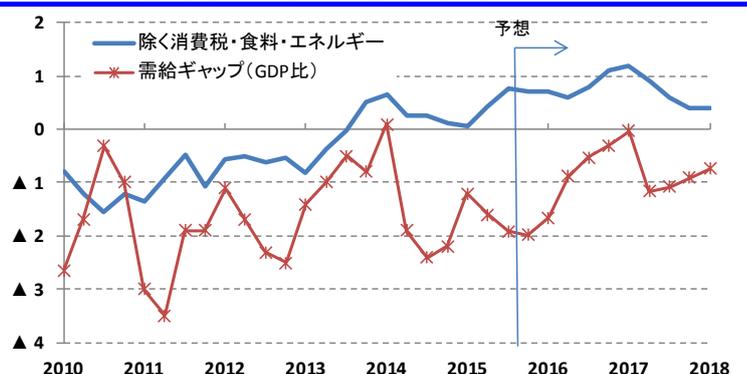
こうしたなかで、消費者物価は、今後、原油価格下落の影響が剥落し、コア（生鮮食品を除く総合）は直近 2014 年 10 月の前年同月比▲0.1%からプラスに転じ、徐々に伸びを高めていくとみられる。一方で、足元の景気停滞が需給の緩和（需給ギャップの拡大）を通じて物価に下押し圧力をかけること、前年比で見ると円安のペースが鈍化しているため円安に伴う価格転嫁の動きも徐々に弱まること、

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	0.7	1.9	0.1
国内需要	2.5	▲1.4	0.7	1.8	▲0.7
民間需要	2.3	▲2.1	0.8	2.2	▲1.0
個人消費	2.5	▲3.1	0.7	2.0	▲0.9
住宅投資	9.3	▲11.6	2.9	0.7	▲4.0
設備投資	4.0	0.5	0.4	3.9	▲2.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(0.5)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.3)
政府消費	1.6	0.4	1.5	0.8	0.8
公共投資	10.3	2.0	▲2.9	▲2.1	▲2.9
純輸出(寄与度)	(▲0.3)	(0.7)	(0.1)	(0.2)	(0.4)
輸出	4.4	7.9	1.4	4.9	3.7
輸入	6.7	3.6	0.8	4.5	1.5
名目GDP	1.8	1.6	2.2	1.9	1.1
実質GDP(暦年ベース)	1.6	▲0.1	0.5	1.4	0.7
鉱工業生産	3.3	▲0.5	▲0.3	3.8	0.4
失業率(%、平均)	3.9	3.6	3.3	3.1	3.0
消費者物価(除く生鮮)	0.8	2.8	0.2	0.9	2.1

(出所)内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

消費者物価上昇率の推移(前年同月比、%)



(出所)内閣府、総務省

を踏まえると、2016年度後半においても前年比で1%を若干超える程度にとどまる可能性が高い。消費増税後には再び景気の停滞による物価上昇率の低下が見込まれるため、これを持ってデフレ脱却を宣言することは難しいだろう。

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。