

## 2015～17年度改訂経済見通し(2次QE後の改訂)

～15年度：0.7%（上方修正）、16年度：0.9%（変更なし）～

2015年10～12月期のGDP第2次速報（2次QE）などを受けて、当総研は2月18日に公表した「2015～17年度改訂経済見通し」の見直しを行った。

### 10～12月期は上方修正だが、「2四半期ぶりのマイナス」は変わらず

1次QEでの10～12月期の経済成長率は前期比年率▲1.4%と2四半期ぶりのマイナスであった。消費税増税から1年半以上が経過したにもかかわらず、消費が持ち直しをみせないほか、輸出も減少に転じるなど、年初からの原油一段安や内外の金融市场の混乱と合わさり、世界経済の低成長リスクが日本経済を覆い尽くしていることが改めて意識された。

さて、今回発表された2次QEでは、経済成長率は同▲1.1%へやや上方修正されたとはいえ、マイナス成長そのものは覆らなかった。内容的には、民間消費や公共投資が下方修正されたが、民間在庫投資、民間企業設備投資、政府消費、輸出は上方修正された。このうち、成長率の上方修正に最も貢献したのは民間在庫投資であったが、内外景気の足踏みによって大きく積み上がった分の圧縮がなかなか進まなかつたことを踏まえれば、「歓迎」すべきものではない。この在庫調整の遅れは、今後数四半期の成長抑制要因となる可能性が高い。

一方で、民間企業設備投資が1次QEと同様、加速が見られたということは、潤沢な企業貯蓄が徐々に国内投資を活性化

### 調査第二部

させつつあることを示すものといえる。ただし、足元では既に円安効果が一巡し、輸出製造業を中心に企業業績の頭打ち傾向が強まっているため、投資マインドが慎重化している可能性は否定できない。また、雇用者報酬が底堅く推移していることも明るい材料だったと言える。

### 景気の現状

最近発表された経済指標をみても、国内景気は引き続き停滞気味に推移している。実際、1月の景気動向指数・一致CIをみると、生産指数の堅調さもあり、3ヶ月ぶりに前月比プラスへ転じたものの、それに基づく景気判断は依然として「足踏み」のままであった。2月には自動車生産の一時休止や中華圏の旧正月要因もあり、生産が大きく減少に転じる可能性が高いため、なかなか「改善」への上方修正が見通せない。

個別の需要項目の中で、深刻な不振状態にあるのが民間消費である。10～12月期のGDPベースの民間消費は前期比▲0.9%と大きく減少、約4年前の水準まで悪化している。上述の通り、前回の消費税増税後に悪化した雇用者報酬は回復の動きが見られるが、それが消費の持ち直しにはつながっていない。また、輸出も弱い動きとなっている。米国向け輸出は自動車などを中心に底堅いものの、それ以外の国・地域向けは軟調なままである。特に、構造調整圧力が強い中国向け輸出を中心に停滞感が強い。

## 景気・物価見通しと金融政策運営

以下では、当面の国内景気について考えてみたい。2月に公表した「2015~17年度改訂経済見通し」では、足元1~3月期も僅かにマイナス成長(2四半期連続)となるほか、16年度前半まで景気回復感の乏しい展開が続き、同年度後半になって、次回消費税増税を控えた駆け込み需要が強まり、それに労働需給の逼迫を受けた家計の所得環境の改善が加わり、ようやく成長率が高まる、との景気シナリオを提示した。基本的に、その見方は修正する必要はないと思われる。

輸出は、米国経済の景気回復が続くなか、緩やかに増加すると予想するが、中国経済はしばらく趨勢的に成長鈍化が続くとみられ、全般的に増勢が強まることはないだろう。

足元では唯一堅調な民間設備投資であるが、年初の世界経済の先行き懸念を受けて一旦は減速する可能性もあるが、外需が底割れするリスクは大きくないと見られるほか、インバウンド需要の底堅さに対応した分も出てくることが見込まれ、緩やかな増勢は維持するだろう。

以上から、15年度の経済成長率は0.7%へ上方修正(前回2月時点では0.6%)、16、17年度はそれぞれ0.9%、▲0.1%で据え置きとした。

また、足元では前年比ゼロ近傍での展開が続く消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)であるが、年初からの原油安によって16年中はエネルギーによる物価押下げの影響

が残る可能性があり、当面は同0%台前半で推移するものと思われる。一方で、労働需給は日増しに逼迫度を高めており、それに伴う賃上げ傾向が強まり、物価の押上げには貢献するだろう。だが、円安に伴う物価押上げ効果の多くは既に剥落したほか、16年春季賃金交渉は15年実績を下回る可能性が高く、日銀が目標とする2%の物価上昇達成と整合的な所得改善は実現しない。そのため、「17年度前半頃」に物価安定目標を達成するのは依然厳しいと思われる。1月末に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した日本銀行は、引き続きマイナス金利幅の拡大を柱とする追加緩和を迫られるだろう。

なお、今回の見通し改訂では、17年4月の消費税増税は予定通り実施という前提を置いているが、この見通しのように1~3月期も極めて低成長となれば、増税時期の再延期もありうるだろう。

## 2015~17年度 日本経済見通し

	単位	2014年度 (実績)	15年度 (予測)	16年度 (予測)	17年度 (予測)
<b>名目GDP</b>	%	1.5	2.1	1.6	1.8
<b>実質GDP</b>	%	▲1.0	0.7	0.9	▲0.1
<b>民間需要</b>	%	▲1.9	0.6	1.3	▲0.4
<b>民間最終消費支出</b>	%	▲2.9	▲0.4	1.1	▲0.5
<b>民間住宅</b>	%	▲11.7	2.4	2.1	▲4.1
<b>民間企業設備</b>	%	0.1	2.2	4.4	0.4
<b>民間在庫品增加(寄与度)</b>	ポイント	0.6	0.2	▲0.2	0.0
<b>公的需要</b>	%	▲0.3	0.6	0.5	0.1
<b>政府最終消費支出</b>	%	0.1	1.3	1.0	0.6
<b>公的固定資本形成</b>	%	▲2.6	▲2.1	▲2.3	▲2.1
<b>輸出</b>	%	7.8	0.1	1.4	2.2
<b>輸入</b>	%	3.3	▲0.2	3.7	2.0
<b>国内需要寄与度</b>	ポイント	▲1.6	0.5	1.2	▲0.2
<b>民間需要寄与度</b>	ポイント	▲1.5	0.4	1.0	▲0.3
<b>公的需要寄与度</b>	ポイント	▲0.1	0.2	0.2	0.1
<b>海外需要寄与度</b>	ポイント	0.6	0.1	▲0.3	0.1
<b>GDPデフレーター(前年比)</b>	%	2.5	1.4	0.6	2.0
<b>国内企業物価(前年比)</b>	%	2.8	▲3.1	▲0.6	2.7
<b>全国消費者物価(〃)</b>	%	2.8	0.0	0.5	1.9
(b)消費税増税要因を除く	(0.9)	(▲0.0)			(0.9)
<b>完全失業率</b>	%	3.6	3.3	3.0	2.8
<b>鉱工業生産(前年比)</b>	%	▲0.3	▲1.0	1.9	0.2
<b>经常収支</b>	兆円	7.9	16.6	11.4	12.3
<b>名目GDP比率</b>	%	1.6	3.3	2.2	2.4
<b>為替レート</b>	円/ドル	109.9	120.0	118.5	120.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.03	▲0.15	▲0.25
<b>新第10年物国債利回り</b>	%	0.48	0.30	▲0.08	0.01
<b>通関輸入原油価格</b>	ドル/バレル	90.6	50.4	35.0	40.0

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。