

平成27年8月20日

## 2015・2016年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 7～9月期は年率2%台半ばの成長率、その後も緩やかに持ち直す ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2015・2016年度の経済見通しを改訂しました。

### 【実質GDP成長率予測】

2015年度 +1.1%（前回+1.8%）、2016年度 +1.3%（前回+1.4%）

#### ○ 4～6月期は三四半期ぶりのマイナス成長

2015年4～6月期の実質GDP成長率は、個人消費と輸出の大幅減などにより、前期比▲0.4%、年率▲1.6%と三四半期ぶりのマイナス成長となった。実質購買力の回復が遅れるなか、食料品などの値上げによる家計の生活防衛意識の高まりや一部天候不順の影響などにより、個人消費は4四半期ぶりに減少に転じた。また、中国をはじめアジアの景気減速などを背景に、輸出は6四半期ぶりに減少した。他の民間需要項目については、住宅投資は消費増税の反動減の影響が薄れるなか2四半期連続で増加する一方、1～3月期に大幅増となった設備投資はわずかに減少した。

#### ○ 7～9月期は年率2%台半ばの成長率、その後も緩やかに持ち直す

7～9月期は年率2%台半ばの成長率となり、その後も緩やかに持ち直すと想定している。家計においては、夏季賞与の増加に加え、ベースアップや公的年金引上げによって所得が増加する一方、電気代やガス代などの値下げもあり、生活防衛意識は和らいでいるとみられる。特に7～9月期は梅雨明け以降の猛暑やプレミアム付商品券の効果もあって、個人消費は増加に転じ、その後も安定して推移すると見込んでいる。また、住宅投資は政府の住宅購入支援策が後押しとなり引き続き増加し、設備投資は堅調な企業収益を背景に投資意欲が強まっていることで増加基調になると見込まれる。一方、海外需要は欧米など先進国で回復する一方、中国をはじめとしたアジア新興国が低迷すると見込まれ、輸出は伸び悩みと想定している。このように内需の先行きは前回予測時の見方を維持しているが、4～6月期がマイナス成長になったことに加え、中国の減速を受けて外需の見方を弱めたことで、2015年度の実質GDP成長率は+1.1%と前回予測を0.7ポイント下方修正している。なお、内需を中心に企業と家計の前向きな好循環を維持すると見込むものの、想定を超える中国経済の悪化などによってその好循環が途切れる可能性がある。

#### ○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

<http://www.fukoku-life.co.jp>

担当：財務企画部 <sup>もりざね</sup> 森実潤也、大野 俊明

TEL (03) 3593-6813 (090) 6493-3334

[junya.morizane@fi.fukoku-life.co.jp](mailto:junya.morizane@fi.fukoku-life.co.jp)

図表1. 2015・2016年度 経済見通し

(前年比、%)

|             | 2014<br>年度<br>実績 | 2015年度予測 |       |                     |       | 2016年度予測 |       |       |
|-------------|------------------|----------|-------|---------------------|-------|----------|-------|-------|
|             |                  | 上期       | 下期    | 前回<br>2015年5月<br>時点 | 上期    | 下期       |       |       |
|             |                  |          |       |                     |       |          |       | (前期比) |
| 名目国内総生産（兆円） | 490.8            | 504.3    | 502.6 | 504.6               | 507.6 | 516.3    | 513.9 | 517.4 |
|             | 1.6              | 2.8      | 1.7   | 0.4                 | 3.6   | 2.4      | 1.8   | 0.7   |
| 実質国内総生産（兆円） | 525.9            | 531.8    | 530.0 | 533.5               | 534.5 | 539.0    | 536.0 | 541.9 |
|             | ▲ 0.9            | 1.1      | 0.5   | 0.7                 | 1.8   | 1.3      | 0.5   | 1.1   |
| 内 需         | ▲ 1.5            | 1.2      | 0.6   | 0.5                 | 1.4   | 1.2      | 0.4   | 1.2   |
| 民間需要        | ▲ 1.7            | 1.0      | 0.4   | 0.7                 | 1.4   | 1.2      | 0.3   | 1.0   |
| 民間最終消費      | ▲ 3.1            | 0.6      | ▲ 0.2 | 0.9                 | 1.6   | 1.6      | 0.4   | 1.5   |
| 民間住宅投資      | ▲ 11.7           | 6.8      | 6.1   | 4.2                 | 5.5   | ▲ 2.5    | ▲ 4.4 | 0.1   |
| 民間設備投資      | 0.5              | 3.9      | 1.9   | 2.4                 | 3.7   | 3.5      | 1.2   | 2.1   |
| 公的需         | 0.2              | 0.1      | 0.2   | ▲ 0.2               | ▲ 0.0 | 0.0      | 0.0   | 0.1   |
| 政府最終消費      | 0.4              | 0.9      | 0.5   | 0.2                 | 0.7   | 1.0      | 0.6   | 0.7   |
| 公的固定資本形成    | 2.0              | ▲ 0.7    | 2.0   | ▲ 4.9               | ▲ 3.5 | ▲ 3.9    | ▲ 1.7 | ▲ 0.3 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 0.6              | ▲ 0.1    | ▲ 0.3 | 0.1                 | 0.3   | 0.1      | 0.1   | ▲ 0.1 |
| 財貨・サービスの輸出  | 7.9              | 0.6      | ▲ 2.7 | 2.3                 | 7.3   | 5.0      | 2.1   | 3.4   |
| 財貨・サービスの輸入  | 3.6              | 1.2      | ▲ 1.0 | 2.2                 | 6.1   | 5.1      | 1.8   | 4.3   |

注1. 実質値は2005暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

|              |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 鉱工業生産指数      | ▲ 0.4 | 1.5   | 0.2   | 1.8   | 3.2   | 4.0   | 1.8   | 2.6   |
| 国内企業物価指数※    | 2.8   | ▲ 2.0 | ▲ 2.6 | ▲ 1.3 | ▲ 1.5 | 1.2   | 0.9   | 1.5   |
| 消費者物価指数※     | 2.9   | 0.4   | 0.3   | 0.5   | 0.5   | 1.4   | 1.3   | 1.5   |
| 消費者物価（除く生鮮）※ | 2.8   | 0.2   | 0.0   | 0.4   | 0.4   | 1.4   | 1.3   | 1.5   |
| 貿易収支（兆円）     | ▲ 6.6 | ▲ 2.4 | ▲ 0.4 | ▲ 2.0 | ▲ 0.8 | ▲ 3.3 | ▲ 0.4 | ▲ 2.8 |
| 経常収支（兆円）     | 7.9   | 16.2  | 8.8   | 7.4   | 16.5  | 16.3  | 9.2   | 7.1   |
| 名目賃金指数※      | 0.5   | 0.7   | 0.2   | 1.1   | 0.8   | 1.1   | 1.1   | 1.1   |
| 完全失業率（%）     | 3.5   | 3.3   | 3.3   | 3.2   | 3.3   | 3.0   | 3.1   | 2.9   |
| 住宅着工戸数（万戸）   | 88.0  | 96.0  | 96.2  | 95.9  | 93.8  | 91.3  | 91.4  | 91.1  |
| 為替レート（¥/\$）  | 109.9 | 123.8 | 122.6 | 125.0 | 120.0 | 125.0 | 125.0 | 125.0 |
| 原油価格（\$/b）   | 90.7  | 58.4  | 56.6  | 60.2  | 59.5  | 67.0  | 65.0  | 69.0  |
| 米国実質成長率（年率）  | 2.4   | 2.4   | 1.4   | 2.8   | 2.4   | 2.6   | 2.5   | 2.5   |
| 中国実質成長率※     | 7.4   | 6.9   | 7.0   | 6.8   | 6.9   | 6.6   | 6.7   | 6.5   |

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート（月中平均、インターバンク中心相場）でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. ※印がついた指標の半期は原系列（前年比伸び率）、それ以外は季節調整値（前期比伸び率）

## ◇日本経済の現状と見通し

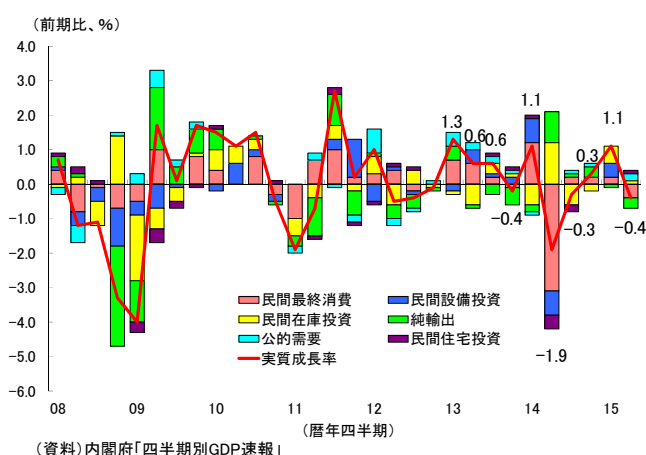
### ○4～6月期の実質GDP

8月17日に発表された2015年4～6月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比▲0.4%（年率換算▲1.6%）と3四半期ぶりのマイナス成長となった（図表2）。住宅投資や公的固定資本形成などが増加したものの、個人消費が減少に転じたことで国内需要の寄与度は同▲0.1ポイントとなった。また、中国をはじめとしたアジアの景気減速などを背景に輸出が減少したこ

とで、外需は同▲0.3ポイントとマイナスに寄与した。名目GDP成長率は同+0.0%（年率換算+0.1%）と原油安の影響を受けた名目輸入の減少や名目在庫投資などが成長率を押し上げ、3四半期連続でプラスを維持したが、1～3月期から大きく伸び率が縮小した。実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は同0.8%減と実質購買力の回復が遅れるなか、4四半期ぶりの減少となった。住宅投資は同1.9%増と駆け込み需要の反動減の影響が薄れるなか、住宅購入支援策なども追い風となり2四半期連続で増加する一方、設備投資は同0.1%減と1～3月期の大幅増の反動もあり微減となった。公的需要については、2014年度補正予算の効果もあり公的固定資本形成が同2.6%増と2四半期ぶりに増加し、政府消費は同0.4%の増加となった。外需については、輸入が同2.6%減となった一方で、輸出が同4.4%減と大幅に減少したことで、外需はマイナス寄与となった。

4～6月期の成長率は、当社の前回予測時（5月時点）の想定を大きく下回って着地した。その要因は個人消費と輸出の不振である。個人消費は実質購買力の回復が遅れるなか、食料品などの値上げによる家計の生活防衛意識の高まりや一部西日本における天候不順の影響により、衣服などの半耐久財や耐久財への支出が低迷した。また、輸出については中国をはじめとしたアジアの景気減速などを背景とした海外需要の低迷が下押し要因となった。前回予測から足元までの金融資本市場の動向をみると、日経平均株価は4月中旬に、約15年ぶりに2万円台を回復し、その後も堅調な動きとなっており、為替も対ドルで円安水準の推移が続いている。海外商品市況については、1月を底に1バレル60ドル台まで反転上昇していた原油価格は再び50ドル割れまで下落している。円安は輸入物価の上昇を通じて家計や一部業種において重石になるものの、製造業などの収益増に貢献し、また、株高や原油安は、ともに企業、家計にとって心理面や実態面でプラスの効果をもたらすことになる。こうしたなか、今後の日本経済については、7～9月期は年率2%台半ばの成長率となり、その後も緩やかに持ち直すと見込んでいる。雇用環境が良好さを維持するなか、家計においては、夏季賞与の増加に加え、ベースアップや公的年金引上げによって所得が増加する一方、電気代やガス代など公共料金の値下げにより、生活防衛意識は和らいでいると見込んでいる。特に7～9月期は梅雨明け以降の猛暑や6月頃から順次販売が開始されたプレミアム付商品券の効果もあって個人消費は増加に転じ、その後も安定して推移するだろう。住宅投資は、良好な雇用・所得環境が維持されるなか、引き続き省エネ住宅ポイ

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



ントなど政府の住宅購入支援策が後押しとなり増加基調を維持するだろう。また、堅調な企業収益を背景に企業の投資意欲は強まっており、設備投資は増加基調になると見込んでいる。一方、海外需要は欧米など先進国で回復する一方、中国をはじめとしたアジア新興国が低迷することで、輸出は伸び悩むと想定している。

なお、主要な需要項目については以下の通り。

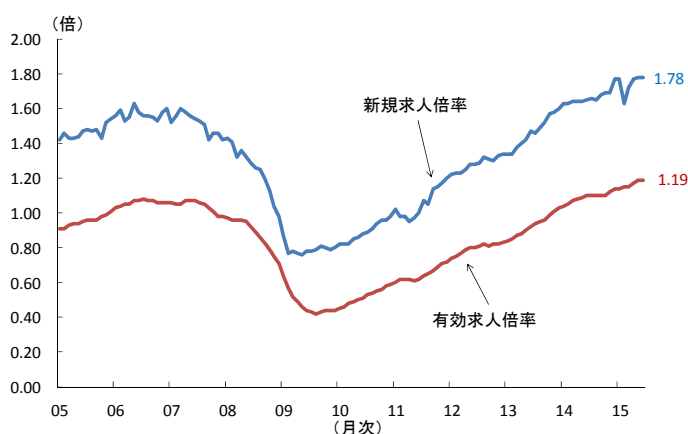
### ○個人消費は増加に転じ、その後も安定して推移

雇用環境は改善傾向となっている。就業者数は4月にかけては一旦減少したものの、その後は再び女性を中心に労働参加が進み、増加傾向となっている。また6月の完全失業率は3.4%とこのところ横ばい圏の推移ながらも、依然として低水準を維持している。有効求人倍率についても6月は1.19倍と1992年3月以来の高水準まで上昇するなど、求人数が求職者数を大きく上回っており、労働需給は引き締まった状況が継続している(図表3)。今後も雇用環境は緩やかに改善するだろう。先行指標

である新規求人数は前年度末にかけて一旦減少した後は持ち直しており、新規求人倍率は1.78倍と高水準を維持している。また、日銀短観の雇用人員判断DIをみると、製造業、非製造業ともに人手不足感は強く、生産年齢人口が減少するなか、将来を見据えて企業は正社員を確保する動きを続けるとみられる。また、高齢者の定年後の継続雇用や女性の労働参加により非正規社員についても増加基調が続くだろう。

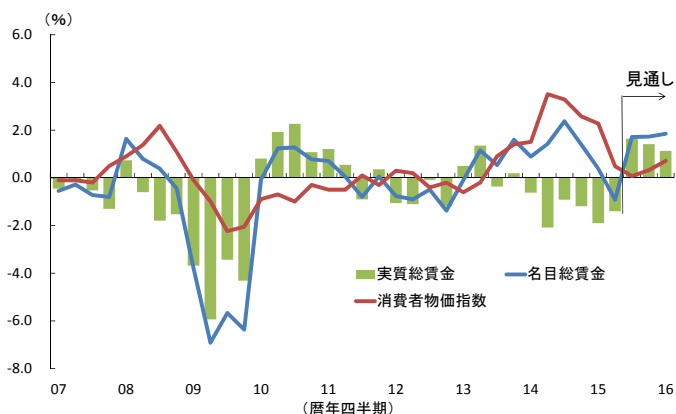
このような労働需給の引き締まりを映して、所得は増加基調となっている。2015年度春闘における大手企業の賃上げ率は経団連の最終集計で前年比+2.52%となり、このうち定期昇給分を除いたベア相当分は+0.6%程度とされ、2014年度を上回る伸びとなった。基本給にあたる所定内給与は6月が同0.4%増と4ヵ月続けて前年を上回り、とりわけ一般労働者についてはベアの効果も加わり同0.6%増と前月から伸びを高めるなど、緩やかな増加傾向となっている。一人当たり現金給与総額については4月、5月が同0.7%増の後、6月は夏季賞与が含まれる特別給与が同6.5%減となり、総額では同2.4%減となった。ただし、厚生労働省も一時的な下振れとみており、経団連の大手企業の夏季賞与妥結結果が前年比2.81%増となるなど、各種調査でも概ね前年増となっていることを踏まえると、夏季賞与支給時期である6~8月を均してみれば前年比で増加すると見込んでいる。今後については、現金給与総額は前年比プラスで推移すると想定している。ベアの効果が年度

図表3. 求人倍率(有効・新規)の推移



(資料)厚生労働省「一般職業紹介状況」

図表4. 名目総賃金の推移



(資料)総務省、厚生労働省などにより富国生命作成  
(備考)総賃金は、現金給与総額×雇用者数で算出している

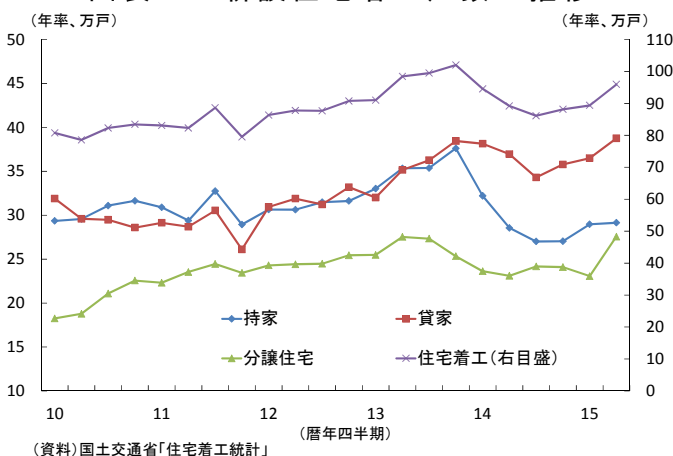
を通じて所定内給与を押し上げるほか、堅調な企業業績を受けた賞与の増加も期待される。なお、消費者物価の前年比上昇率が当面ゼロ%近傍での推移が見込まれることから、実質賃金は前年を上回って推移するだろう。前年を上回る賃上げや賞与の増加と雇用者数の増加が相俟って、名目総賃金（一人当たり現金給与総額×雇用者数）は着実に増加していくだろう（図表4）。

個人消費は、弱含んでいる。4～6月期の民間最終消費支出は前期比0.8%減となった。実質購買力の回復が遅れるなか、食料品などの値上げによる家計の生活防衛意識の高まりや一部天候不順の影響により、4四半期ぶりに減少に転じた。家計最終消費支出の内訳をみると、衣服などの半耐久財や耐久財が減少したほか、食料品などの非耐久財やサービス消費も減少した。代表的な耐久財である乗用車の販売台数は、軽自動車の業界内での競争激化で2014年末にかけて急増した後、4月以降は軽自動車税増税の影響もあり低迷している。このように、消費は弱い動きとなった。今後の個人消費については、7～9月期に増加に転じ、その後も安定して推移すると見込んでいる。前述の通り、雇用・所得環境が良好さを維持するなか、今後は原油安を反映した電気代、ガス代などの値下げにより自動車を保有していない世帯にも原油安の恩恵が広がっていく。また、家計消費における存在感が高まっている高齢者世帯の環境についてみると、介護保険制度改正により8月から一定以上所得者の介護サービス利用料の負担割合が引き上げられるなど一部で負担が増すものの、公的年金の引上げが消費者マインドの改善に寄与するだろう。これらを背景に、物価上昇により高まった家計の生活防衛意識も和らいでいると見込んでいる。また、7～9月期については好材料が多く、4～6月期の下押しの一因となった天候については、梅雨明け以降は猛暑が続き消費を押し上げたとみられる。また、地域住民生活等緊急支援のための交付金の効果が顕在化してくることも見込まれる。6月頃から全国の自治体で順次販売が開始されたプレミアム付商品券は、使用期限もあり夏場の消費を一定程度押し上げる要因となろう。このような状況のもと株高も加わって消費者マインドは良好さを維持し、個人消費は安定していくと見込んでいる。なお、2016年度末にかけては、2017年4月の消費税率引上げにともなう駆け込み需要が消費を押し上げることが想定される。

### ○新設住宅着工戸数は緩やかな増加基調が続く

住宅投資は緩やかな増加基調となっている。駆け込み需要の反動減の影響が薄れるなか、4～6月期の住宅投資は前期比1.9%増と2四半期連続の増加となった。住宅取得等資金に係る贈与税の非課税措置の拡充や、フラット35Sの金利引下げ幅の拡大（▲0.3%→▲0.6%）のほか、3月より受付が開始された省エネ住宅に関するポイント制度などの施策の効果も押し上げ要因になったとみられる。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、4～6月期は年率95.3万戸と3四半期連続で増加している（図表5）。直近6月については同

図表5. 新設住宅着工戸数の推移





103.3 万戸と高水準となっている。利用関係別にみると、貸家は、2015 年 1 月の相続税改正を受けた富裕層による相続税対策としての貸家建設需要が継続し、堅調に推移している。一方、反動減の影響が薄れるなかで、分譲住宅は 4～6 月期が前期比 19.4% 増とマンションを中心に大きく増加し、持家も同 0.6% 増と小幅ながら増加した。今後の新設住宅着工戸数は政策効果の後押しにより、10～12 月期まで緩やかな増加基調が続いた後、緩やかに水準を落としていくと見込んでいる。貸家については、引き続き富裕層による相続税対策としての需要を背景に、堅調に推移するだろう。持家と分譲住宅は、雇用・所得環境が良好さを維持するなか、フラット 35S の金利引下げや贈与税の非課税措置などが下支えとなるものの、省エネ住宅エコポイントは申請期限である 11 月末を前に終了すると見込まれることもあり、新設住宅着工は 10～12 月期をピークに一旦弱含むと見込んでいる。なお、2016 年度は、2017 年 4 月の消費税率再引上げに向けた駆け込み需要が想定されるものの、これまでの需要先食いの影響もあり、その規模は前回ほど大きなものにはならないと見込んでいる。

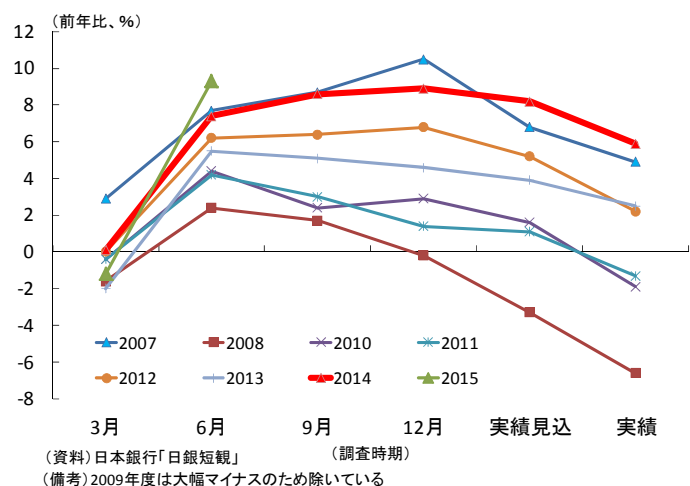
### ○設備投資は増加基調に

設備投資は、堅調さを維持している。4～6 月期の実質設備投資は前期比 0.1% 減と微減ながら 3 四半期ぶりに減少に転じた。もっとも 1～3 月期がやや高めの伸びとなった反動もあることから、均してみれば堅調さを維持していると判断している。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、4～6 月期では同 2.9% 増と 4 四半期連続の増加と持ち直しの動きが続いている。7～9 月期については同 0.3% 増と小幅な増加見通しとなっているが、このところは実績値が見通しを上回る傾向にあり、7～9 月期についても上ぶれる可能性がある。7～9 月期の設備投資は増加に転じ、その後も堅調さを維持すると見込んでいる。日銀短観 6 月調査による 2015 年度の大企業の設備投資計画は、製造業がけん引役となり前年比 9.3% 増と前回 3 月調査から大幅に上方修正されており、この時点としては高めの計画となっている（図表 6）。また日本政策投資銀行の設備投資計画調査の結果

をみても、2015 年度は二桁増と 2014 年度実績を上回る計画値となっている。製造業ではスマートフォンや車載向けの半導体、ディスプレイなどを中心に電気機械が大幅増となるほか、自動車はエコカー関連など新製品や製品の高度化のための投資が見込まれている。同調査の投資動機の内訳をみると、維持・補修のウエイトが最も高いものの、新製品・製品高度化や研究開発の割合が上昇しており、前向きな投資が広がる内容となっている。非製造業では、

エネルギー安定供給のため電力・ガスの投資が増加するほか、消費の多様化や訪日外国人の増加などを背景に物流施設や商業施設関連の投資が増加する見通しとなっている。このように企業の投資マインドは前年に比べて高まっている。また、企業の収益は円安や原油安もあって堅調に推移しており、潤沢な手元資金もある上、貸出金利も

図表 6. 設備投資計画（大企業全産業）



極めて低水準と資金調達環境は良好な状態が続いている。このように資金面における制約が少ないなか、企業の良好な投資マインドを映して先行指標である機械受注についても増加基調となっていることから、7～9月期の設備投資は増加に転じ、その後も堅調さを維持すると見込んでいる。

### ○公的固定資本形成は緩やかな減少傾向に

公的固定資本形成は補正予算の効果もあり増加した。4～6月期の公的固定資本形成は前期比 2.6%増と 2 四半期ぶりに増加した。公共工事の進捗を映す公共工事出来高の推移をみると、2014 年 7～9 月期をピークに減少に転じ、2015 年度に入って再び増加している（図表 7）。2013 年度の補正予算や 2014 年度予算に盛り込まれた公共投資予算を各自治体が前倒しで実施した反動により 1～3 月期は弱含んだが、4～6 月期は 2014 年度の補正予算の効果が発現したことなどにより増加したとみられる。今後については、公的固定資本形成は緩やかに水準を落としていくと見込んでいる。

4～6 月期の押し上げ要因となった 2014 年度補正予算における緊急経済対策は前年度に比べて歳出規模が小さく、2015 年度予算の公共事業関連費は前年比ほぼ横ばいととどまることから、2015 年度の公的固定資本形成は前年割れが避けられないだろう。先行指標である公共工事請負金額についてみると、4～6 月期に大きく増加しているが、複数年にわたる工事の前払金が反映されたことによる一時的な増加とみられることから割り引いてみる必要があるだろう。それにより、2015 年度は 4 年ぶりに前年を下回り、その後も緩やかな減少を想定している。

図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移

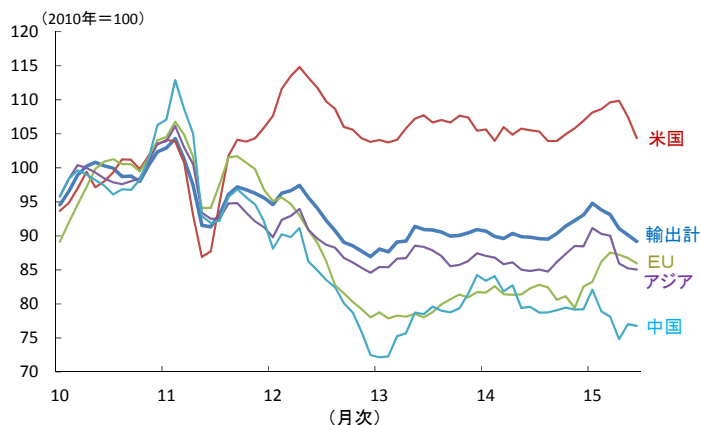


(資料)国土交通省、各保証会社資料より富国生命作成  
(備考)公共工事出来高、公共工事請負金額は富国生命による季節調整値

### ○輸出は伸び悩みが続く

輸出は海外需要の低迷を背景に伸び悩んでいる。4～6 月期の実質輸出は前期比 4.4%減と 6 四半期ぶりに減少した。仕向地別に輸出数量指数の推移をみると、4～6 月期は米国、EU、アジアの各地域がともに減少となった（図表 8）。米国向けの輸出は 1～3 月期までの堅調な増加の反動もあるとみられるが、米国のエネルギー関連投資減少の影響や自動車の伸び悩みなどから増勢がやや一服している。また、アジア向けが 4～6 月期の落ち込みの大きな要因となっており、中国をはじめ NIEs 向けや ASEAN 向けも減少となった。2014 年

図表 8. 輸出数量指数の推移



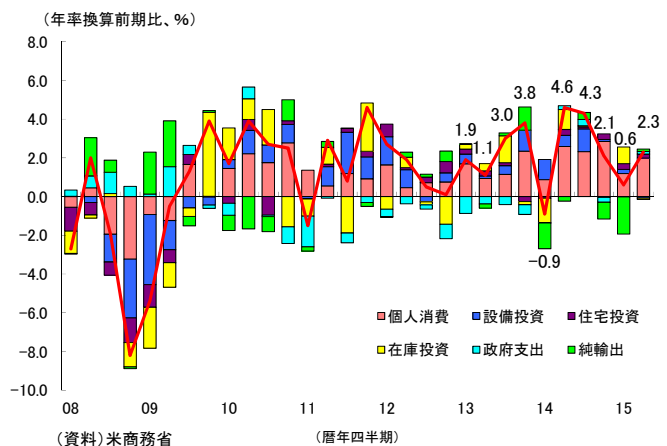
(資料)財務省資料より富国生命作成  
(備考)データは後方3ヵ月移動平均、各地域の季節調整は富国生命

秋以降、スマートフォン関連の電子部品がアジア向け輸出を押し上げてきたが、2015年に入り、その動きが一服している影響に加え、中国などアジア全体の景気が減速傾向にあることを背景に需要が鈍化している。今後についても、輸出は伸び悩むだろう。為替が円安水準で推移するなか、米国や欧州など先進国の需要が回復傾向となることが輸出の後押しとなろう。ただし、中国をはじめとしたアジア新興国向けの需要鈍化が重石となり、輸出は伸び悩むとみている。中国は成長率こそ政府目標である7%を4～6月期は維持したが、実体経済にそれほどの力強さはなく、中国政府も実質的な人民元切下げなどにより景気の下支えを図っている。また中国の需要減少を背景とした商品市況の下落もアジア資源国にとって景気の下押し要因となろう。アジア新興国の需要落ち込みを踏まえ、2015年度の輸出の予測値は前回予測時から下方修正している。

### 【米国経済】

米国経済は、一部に弱さがみられるものの、回復が続いている。4～6月期の実質GDP成長率（速報）は、前期比年率+2.3%となった（図表9）。1～3月期は寒波や西海岸港湾の労使交渉の影響、原油安によるシェール関連投資の減少により成長ペースが鈍化した。その後は回復基調に復している。もっとも、成長率が鈍化した1～3月期の後としては、4～6月期は幾分力強さを欠いている。需要項目別にみると、個人消費は同2.9%増と前期（同1.8%増）から伸びが拡大し、堅調さを取り戻している。1～3月期に寒波の影響で落ち込んだ反動の面もあるが、自動車販売が好調さを維持するなど耐久財を中心に堅調な伸びとなった。1～3月期に5.2%へと上昇した貯蓄率については4～6月期は4.8%へと低下しており、ガソリン安で浮いたお金も消費に徐々にまわっているとみられる。住宅投資については、同6.6%増と前期から伸びはやや鈍化したものの、銀行の融資基準緩和やモーゲージローン金利の低下を背景に5四半期連続の増加となった。新設着工戸数は2月に寒波の影響で大きく落ち込んだ後は、賃貸需要の高まりもあって集合住宅を中心に振れを伴いながらも増加基調を維持している。一方、設備投資は同0.6%減と、原油価格下落を映してシェール関連の機械設備投資や構築物投資が減少したことにより、増加の動きが足踏みしている。純輸出は+0.1ポイントのプラス寄与となった。輸出は同5.3%増となったものの、1～3月期に西海岸港湾の労使交渉の影響で減少した反動によるところが大きく、実態として強い動きとなっているわけではない。

図表9. 米国実質GDP成長率の推移



今後についても、緩やかな回復が続くと想定している。注目されるFRB（米連邦準備理事会）の利上げ時期については、雇用は改善基調にあるものの、賃金の上昇ペースには加速がみられないことなどから、FRBは当面は慎重姿勢を続け年度後半に利上げに踏み切ると想定している。金利上昇が一時的な景気抑制要因となる可能性はあるが、利上げペースが緩慢なものにとどまることでその影響は限られ、緩やかな景気の

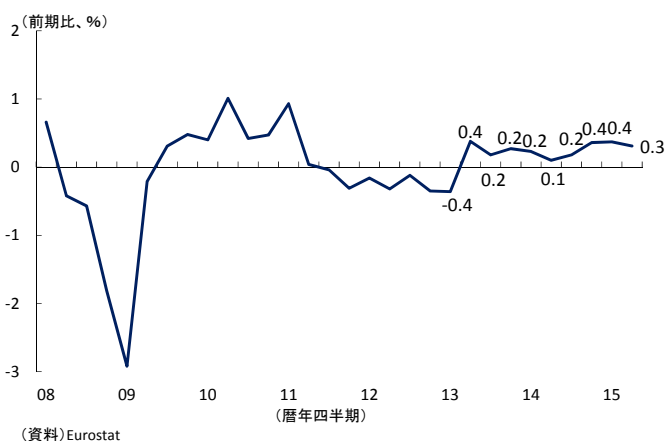


回復基調は途切れないとみている。雇用環境の改善基調が続くなか、消費マインドは良好さを維持しており、個人消費は緩やかな増加基調を維持するだろう。原油価格が7月以降再び下落し50ドルを割り込む水準まで低下していることも、家計にとって追い風となるだろう。また、住宅投資については、先行指標である新設着工件数の堅調さを映して、増加が続くと見込んでいる。一方、企業部門については力強さに欠けるものの持ち直しの動きとなろう。製造業の企業マインドについては4月を底に持ち直している。設備投資は原油価格の下落を背景にシェール関連投資は弱含みが続くとみられるものの、底堅い企業収益などを映して次第に持ち直していくと見込んでいる。ただし、輸出は、ドル高や新興国の減速などを背景に伸び悩むだろう。2015年の米国の実質GDP成長率の予測値は、前年比+2.4%と前回予測を維持している。

### 【欧州経済】

欧州経済は、緩やかな持ち直しが続いている。4~6月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.3%と、1~3月期（前期）から伸び率は縮小したものの、9四半期連続でプラス成長となった（図表10）。原油価格の下落による実質購買力の高まりにより個人消費の増加が続くなど、内需主導の緩やかな成長が続いたとみられる。国別にみると、けん引役が期待されるドイツは同+0.4%と、内需が堅調に推移するなか、ユーロ安を背景とした輸出の増加も加わって前期の同+0.3%から伸び率を高めた。また、スペインは同+1.0%、ポルトガルも同+0.4%と引き続き堅調に推移した。一方、フランスは前期（同+0.7%）の高い成長率の反動もありゼロ成長となったほか、イタリアも同+0.2%と前期（+0.3%）からやや減速したが、ユーロ圏全体としては緩やかな持ち直しの動きが続いている。

図表 10. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



個人消費については、原油価格の下落を受けた実質的な購買力の高まりなどによる消費者マインドの改善傾向には一服感がみられるものの、ユーロ圏小売売上数量は1~3月期の同+1.0%と高めの伸びとなった後も4~6月期同+0.3%と底堅く推移している。輸出は、中国向けは同国の景気減速を映して減少したものの、ユーロ安を背景として米英向け中心に域外向け輸出が増加傾向となっている。

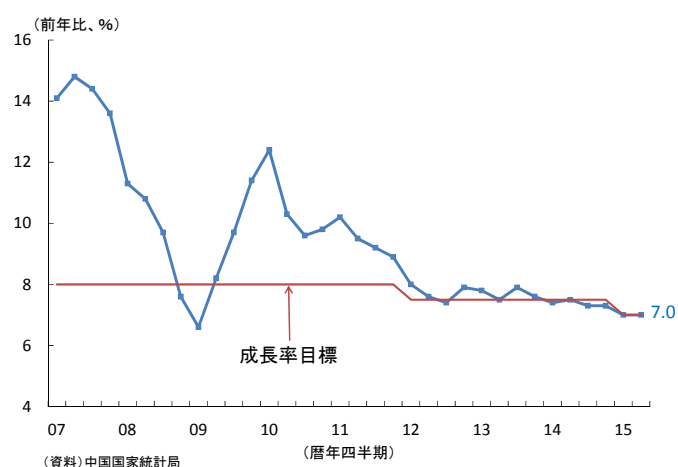
今後についても、緩やかな持ち直しの動きが続くと見込んでいる。雇用環境は、失業率が11.1%と依然高水準にとどまるものの、緩やかな改善の動きが続くとみられる。そのなか、原油安による実質購買力の高まりなどを背景に消費者マインドが良好さを維持することにより、個人消費は、持ち直しの動きが続くと見込んでいる。また、輸出については、けん引役であるドイツを中心に緩やかな増加傾向を維持すると見込んでいる。欧州の輸出先として存在感が高まるアジア新興国の需要鈍化が懸念されるものの、為替についてはECB（欧州中央銀行）の緩和的な金融政策が当面続くことでユーロ安水準で推移すると想定しており、米英など先進国向けを中心に輸出は増加すると見込んでいる。さらに、緩やかな景気の持ち直しが続くなか、銀行貸出調査によれ

ば、企業の資金需要は回復傾向となっている。低水準で推移している貸出金利や銀行の貸出基準の緩和の動きもあり、設備投資も緩やかな増加が続くとみられる。また、ユーロ圏の懸念材料として挙げられるギリシャ債務問題については、8月中旬に第3次支援で正式合意に達した。根本的な解決には時間がかかるものの、ひとまずユーロ圏の景況感が悪化するという懸念は和らいでいる。インフレ動向については、原油安の影響が一巡することで下押し圧力が剥落していくほか、ユーロ安を背景に輸入物価は約2年ぶりにプラスに転じており徐々にインフレ圧力は高まっていくとみられる。もっとも、ユーロ圏域内需要の持ち直しのペースは緩やかなものにとどまるため、インフレ率もECBの目標を下回る伸びを想定している。

## 【中国経済】

中国経済は、減速している。4～6月期の実質GDP成長率は前年比+7.0%と1～3月期と同率となった(図表11)。金融部門が堅調であったことなどで、実質成長率は伸びを維持したものの、月次の経済指標は実体経済の減速を示している。それらの指標は、一旦6月に減速に歯止めが掛かったが、7月は再び伸びが鈍化している。成長のけん引役である固定資産投資については、1～3月累計では前年比13.5%増であったが、1～7月累計で同11.2%増とプラス幅が縮小している。インフラ投資が下支えているものの、過剰生産設備を抱える製造業や不動産のプラス幅縮小が続いている。また、1～3月期に前年比プラスであった輸出は、4～6月期は前年割れとなり、7月も同8.3%減と仕向地別では米国以外で弱い動きとなっている。これらの動向を映して、生産活動も減速傾向となっている。一方、消費小売総額は前年比二桁の伸びを維持するなど総じて底堅く推移している。ただし、6月中旬以降、上海株価指数が一時直近ピーク比3割程度急落するなど株価が低迷し、一部の高額消費にその影響が及んでいる。4月頃から弱さがみられた自動車販売は、7月には一段と減少幅が拡大している。

図表 11. 中国実質GDP成長率の推移



今後については、6%台後半の成長が続くと想定している。「新常态」への構造転換を目指すなか、以前のような旺盛な固定資産投資によって成長率を高めることは出来なくなっている。政府の想定以上に実体経済が悪化しているとみられるなか、中国政府は矢継ぎ早に対策を打ち出している。段階的に預金準備率や政策金利を引き下げるなどの金融緩和に加えて、株価下落時には形振り構わない株価維持政策を実施している。また、8月11日には人民元の基準値の算出方法変更を発表し、事実上人民元安に誘導している。これらの政策が今後の実体経済を下支えする要因になると見込んでいる。需要項目別にみると、固定資産投資の伸びは鈍化傾向が続くと見込んでいる。インフラ投資などの公共投資は概ね堅調に推移するものの、民間部門の投資は減速すると想定している。一方、個人消費は概ね底堅く推移するものの、株価低迷や汚職撲滅の動きが自動車をはじめ高級品市場の重石になると見込まれる。足元で弱い動きとな

っている輸出は、新興国の減速を受けて当面弱含むものの、欧米の需要回復を映して、次第に増加基調になると見込んでいる。なお、8月中旬に中国の主要港の一つで大規模災害が発生している。港の機能低下に加え、有害物質も拡散しており、外資系企業を含めて悪影響が広がっていることなどから、先行き留意する必要がある。今後も中国政府は一段と厳しい舵取りを求められるなか、実体経済を鑑みながら、景気の失速を避けていこう。2015年の実質GDP成長率は+6.9%と前回予測を据え置いているが、実態ベースでは弱い動きになると想定している。

## ○今後の伸び率などについて

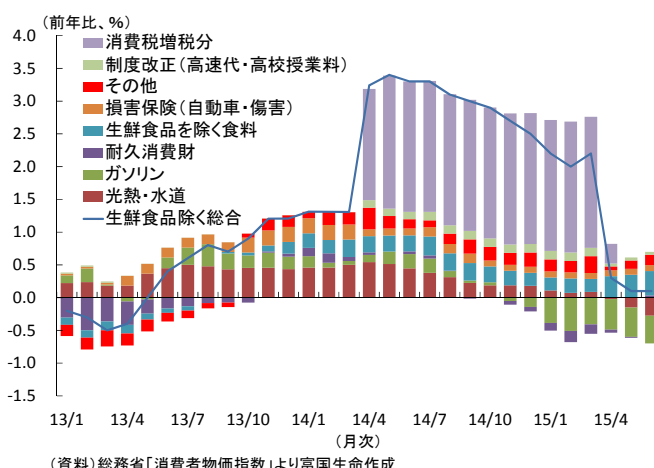
2015年度の実質GDP成長率は+1.1%と前回予測から0.7ポイント下方修正した。当初年度前半はやや高め成長を想定していたが、4~6月期の個人消費と輸出が想定を大きく下回って減少したことに加え、中国の減速を受けて先行きの外需の見方を弱めたことがその要因である。個人消費は好材料の多い夏場に高めの伸びとなり、その後も安定した推移を見込んでいるが、4~6月期の大幅減を受けて下方修正した。一方で住宅投資と設備投資は従来通り堅調な推移が続くとの見方は変えておらず、内需の先行きについては前回予測時の見方を維持している。輸出については、中国などのアジアの景気減速の影響が想定以上の重石となっており、先行きについても当面はその需要低迷が続くと想定していることから前回予測を大幅に下方修正し、2015年度は小幅な増加にとどまるとみているが、中国経済の動向を鑑みると輸出は下ぶれリスクが高いとみている。このように中国の減速を受けて外需の見方を弱めたが、内需を中心に企業と家計の前向きな好循環を維持するとみている。7~9月期は年率+2%台半ばの成長率となり、その後も緩やかに持ち直していくと見込んでいる。

2016年度の実質GDP成長率は+1.3%と前回予測から0.1ポイント下方修正した。2016年度も同様の好循環は途切れず、緩やかな成長が続くと見込んでいる。年度末にかけては消費税率の再引上げを睨んだ駆け込み需要が成長率を押し上げることになる。

## ○消費者物価と金融政策の見通し

2015年6月のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)は前年比+0.1%と原油安が物価を押し下げ、ゼロ%近傍での推移となっている(図表12)。もっとも、品目ごとにみると4月以降上昇している品目数が増加しており、物価の基調はそれほど弱いわけではない。コアCPIの内訳をみると、ガソリンなどの前年比マイナスが続き、電気代については、一部電力会社の料金値上げや5月の再生可能エネルギー発電賦課金の上乗せなどは押し上げ要因となったが、原油価格の下落が燃料費調整額に反映されてきたことで6月に前年割れに転じている。また、4月以降、高校授業料無償化の制度変更や高速道路通行料の実質

図表12. コアCPIの推移



的な値上げなどの押し上げ効果が弱まっている。その一方で、円安を背景とした原材料価格上昇によるコスト増分を価格へ転嫁する動きが4月以降広がったことで、食料品（生鮮食品を除く）はプラス幅を拡大しているほか、昨夏以降弱めの動きが続いた耐久消費財もマイナス幅は縮小傾向となり、6月はテレビの値上げなどからプラスに転じている。こうした上昇要因・下落要因が概ね均衡する状況となっている。今後についても、コア CPI 上昇率は、原油安が物価を押し下げることによって当面は前年比ゼロ%近傍の推移が続き、2016年入り後はプラス幅が拡大していくと想定している。これまでの原材料価格の上昇を受けて、加工食品などの値上げが相次いでいる生鮮食品を除く食料は前年比プラスで推移し、引き続き物価の押し上げ要因になるだろう。また、個人消費が安定していくことで、企業は人件費上昇や円安などのコスト増分を価格転嫁する動きが続くと想定している。そうしたなか、原油価格を起因とする物価変動については、7～9月期にかけては物価押し下げ幅が拡大するが、原油価格は緩やかに上昇すると想定していることから、年末頃から反対に押し上げ要因になると見込んでいる。ただし、足元の原油価格の下落を踏まえ、2015年度のコア CPI は前年比+0.2%にとどまると想定している。

なお、日銀が7月に発表した展望レポートの中間評価では、政策委員のコア CPI の大勢見通しは、2015年度の中央値が前年比+0.7%（同+0.3%～同+1.0%）と、原油価格の想定を引き下げたことなどから4月時点の同+0.8%からわずかに下方修正されたが、前述の通りこの数値には届きそうもない。また、物価安定目標の達成時期を「2016年度前半頃」に後ろ倒しした通り、当面、出口戦略は見通せないことから、現状の異次元緩和を継続すると想定している。サプライズの追加緩和も否定できないものの、日銀が重視する期待インフレ率は異次元緩和後に高まり、その水準を概ね維持していることから、その可能性は低いとみている。

## ○リスク要因

日本経済は、内需を中心に企業・家計の前向きな好循環を維持するという見方が当社のメインシナリオであるが、海外経済動向や金融資本市場を発端とするリスク要因が顕在化すると、その循環が途切れてしまう可能性があることには留意する必要がある。最大のリスク要因は不動産バブル崩壊や地方政府の過剰債務などの火種があり、政府の舵取りが困難になっている中国経済の動向である。政府は利下げなどの金融政策や人民元の実質的な切下げを実施するなど景気下支えを図っているが、想定以上に景気が落ち込む可能性がある。米国では、当社想定よりもドル高による悪影響が大きかった場合や、利上げに対する思惑などにより想定以上に大幅な金利上昇、株価調整が生じた場合は、実体経済が下ぶれする可能性がある。また、景気が減速傾向にある新興国では、米国の利上げを契機に資本が流出し、一段と景気が悪化する可能性にも留意が必要である。このような海外要因の不安材料が顕在化すると、外需が先導する形で好循環が途切れる可能性もあろう。

以上



図表13. デフレーター伸び率(2005暦年連鎖価格)

(前年比、%)

|            | 2011年度 | 2012年度 | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 国内総支出      | ▲ 1.7  | ▲ 0.9  | ▲ 0.3  | 2.5    | 1.6    | 1.0    |
| 民間最終消費     | ▲ 0.7  | ▲ 1.0  | 0.2    | 2.1    | 0.0    | 1.1    |
| 民間住宅投資     | 0.5    | ▲ 0.6  | 2.9    | 3.6    | 1.4    | 2.2    |
| 民間設備投資     | ▲ 0.9  | ▲ 0.2  | 0.9    | 1.3    | 0.8    | 0.8    |
| 政府最終消費     | 0.0    | ▲ 0.7  | ▲ 0.2  | 2.3    | 1.5    | 2.1    |
| 公的固定資本形成   | 0.7    | ▲ 0.2  | 1.8    | 3.0    | 1.5    | 1.3    |
| 財貨・サービスの輸出 | ▲ 2.4  | 0.6    | 8.5    | 2.3    | 2.3    | 0.2    |
| 財貨・サービスの輸入 | 5.5    | 0.9    | 11.3   | 0.3    | ▲ 3.1  | 0.3    |

予測

図表14. 需要項目別の寄与度

(%)

|             | 2011年度 | 2012年度 | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 実質国内総支出     | 0.4    | 1.0    | 2.1    | ▲ 0.9  | 1.1    | 1.3    |
| 民間需要        | 1.3    | 1.4    | 1.8    | ▲ 1.7  | 1.0    | 1.2    |
| 民間最終消費      | 0.8    | 1.1    | 1.5    | ▲ 1.9  | 0.3    | 0.9    |
| 民間住宅投資      | 0.1    | 0.2    | 0.3    | ▲ 0.4  | 0.2    | ▲ 0.1  |
| 民間設備投資      | 0.6    | 0.2    | 0.5    | 0.1    | 0.5    | 0.5    |
| 公的需要        | 0.1    | 0.3    | 0.8    | 0.2    | 0.1    | 0.0    |
| 政府最終消費      | 0.2    | 0.3    | 0.3    | 0.1    | 0.2    | 0.2    |
| 公的固定資本形成    | ▲ 0.1  | 0.0    | 0.5    | 0.1    | ▲ 0.0  | ▲ 0.2  |
| 財貨・サービスの純輸出 | ▲ 1.0  | ▲ 0.8  | ▲ 0.5  | 0.6    | ▲ 0.1  | 0.1    |
| 財貨・サービスの輸出  | ▲ 0.2  | ▲ 0.2  | 0.7    | 1.3    | 0.1    | 0.9    |
| 財貨・サービスの輸入  | ▲ 0.8  | ▲ 0.6  | ▲ 1.2  | ▲ 0.7  | ▲ 0.2  | ▲ 0.8  |

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない