

平成27年11月19日

## 2015・2016年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 10～12月期以降は、民間需要の増加により、プラス成長を辿る ～

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 +0.9%（前回+1.1%）、2016年度 +1.3%（前回+1.3%）

#### ○ 7～9月期は2四半期連続のマイナス成長

2015年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.2%、年率▲0.8%と2四半期連続のマイナス成長となった。在庫調整が進捗したことで在庫投資が成長率を▲0.5ポイント押し下げたほか、設備投資は、中国経済に対する先行き懸念の強まりを背景に企業は投資を手控えたとみられ、2四半期連続の減少となった。一方、食料品などの値上げによる家計の節約志向が続いたものの、猛暑効果などがみられたことで個人消費は増加に転じ、住宅投資は、相続税対策としての貸家需要の高まりを映して三四半期連続の増加となった。また、4～6月期に大幅減となった輸出は2四半期ぶりに増加に転じた。

#### ○ 10～12月期以降は、民間需要の増加により、プラス成長を辿る

10～12月期以降は、民間需要の増加により、プラス成長を辿ると見込んでいる。雇用者報酬の増加が続くとみられるなか、原油安が光熱費などの負担を和らげることで消費者マインドは持ち直し、個人消費は安定するだろう。また、住宅投資は、政府の住宅購入支援策を下支えに底堅く推移するだろう。設備投資は、当初の企業の計画値を下回るものの、中国経済は最悪期を脱する兆しがみられるなか、企業マインドが幾分回復することで既往の受注増が顕在化すると見込んでいる。一方、海外需要については、欧米先進国が緩やかな回復基調を維持するものの、新興国は弱い動きが続き、輸出の伸び悩みが続くだろう。なお、上半期実績の下振れを受けて、2015年度の実質GDP成長率は+0.9%と前回予測から下方修正している。2016年度については、新興国経済の減速に歯止めがかかるなか、緩やかな持ち直しが継続し、年度末にかけて2017年4月の消費増税を睨んだ駆け込み需要が加わることで成長率を高めるとの見方を変えておらず、前回予測を据え置いている。

#### ○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 もりざね 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 年度 実績	2015年度予測				2016年度予測		
		上期	下期	前回 2015年8月 時点	上期	下期		
								(前期比)
名目国内総生産（兆円）	490.8	501.9	500.5	501.9	504.3	513.7	512.3	513.4
	1.6	2.3	1.2	0.3	2.8	2.4	2.1	0.2
実質国内総生産（兆円）	525.9	530.6	529.2	531.9	531.8	537.3	534.9	539.6
	▲ 0.9	0.9	0.3	0.5	1.1	1.3	0.6	0.9
内 需	▲ 1.5	0.9	0.4	0.2	1.2	1.3	0.5	0.9
民間需要	▲ 1.7	0.7	0.2	0.3	1.0	1.2	0.6	0.7
民間最終消費	▲ 3.1	0.6	▲ 0.1	0.7	0.6	1.6	0.5	1.5
民間住宅投資	▲ 11.6	4.4	4.4	3.1	6.8	1.1	▲ 0.5	0.3
民間設備投資	0.5	1.5	▲ 0.7	3.0	3.9	3.6	1.7	1.1
公的需	0.2	0.2	0.2	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.0	0.1
政府最終消費	0.4	1.3	0.9	0.2	0.9	0.8	0.4	0.5
公的固定資本形成	2.0	▲ 0.5	1.2	▲ 3.1	▲ 0.7	▲ 3.5	▲ 2.5	0.4
財貨・サービスの純輸出	0.6	0.0	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	0.1	0.0	0.0
財貨・サービスの輸出	7.9	1.3	▲ 2.1	2.5	0.6	4.6	1.3	4.0
財貨・サービスの輸入	3.6	1.4	▲ 1.1	2.7	1.2	4.9	1.3	4.2

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	0.6	▲ 1.3	2.8	1.5	4.4	1.5	3.0
国内企業物価指数※	2.8	▲ 2.7	▲ 2.9	▲ 2.5	▲ 2.0	0.6	0.1	1.2
消費者物価指数※	2.9	0.4	0.3	0.5	0.4	1.2	1.1	1.3
消費者物価（除く生鮮）※	2.8	0.2	0.0	0.4	0.2	1.2	1.1	1.3
貿易収支（兆円）	▲ 6.6	▲ 1.9	▲ 0.4	▲ 1.5	▲ 2.4	▲ 2.8	▲ 0.8	▲ 2.0
経常収支（兆円）	7.9	16.0	8.7	7.3	16.2	16.2	8.9	7.3
名目賃金指数※	0.5	0.4	▲ 0.1	0.9	0.7	1.0	0.9	1.0
完全失業率（%）	3.5	3.4	3.4	3.4	3.3	3.1	3.2	3.1
住宅着工戸数（万戸）	88.0	93.8	93.4	94.1	96.0	91.3	91.7	90.9
為替レート（¥/\$）	109.9	122.6	121.8	123.3	123.8	124.0	124.0	124.0
原油価格（\$/b）	90.7	57.0	58.9	55.0	58.4	61.4	59.8	63.0
米国実質成長率（年率）	2.4	2.4	1.8	2.4	2.4	2.5	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

### ○7～9月期の実質GDP

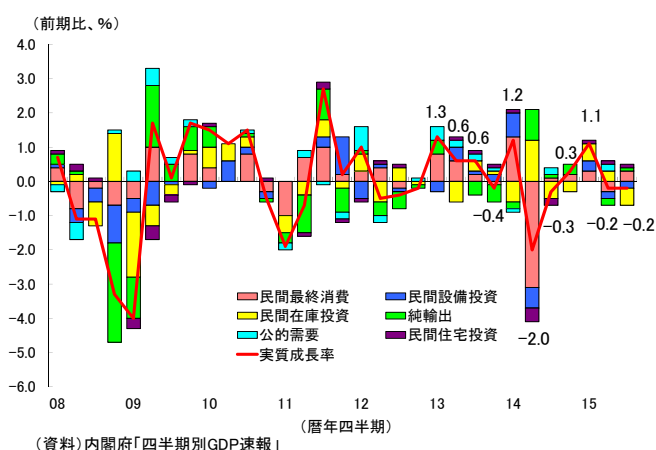
11月16日に発表された2015年7～9月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比▲0.2%（年率換算▲0.8%）と2四半期連続のマイナス成長となった（図表2）。個人消費は増加に転じたものの、在庫調整が進捗したことで在庫投資がマイナスに寄与したほか、設備投資の減少などにより、国内需要の寄与度は同▲0.3ポイントとなった。一方、輸出が増加に転じた

ことで、外需は同+0.1ポイントとなった。名目GDP成長率は同+0.0%（年率換算+0.1%）と、原油安による輸入品価格の下落により成長率が押し上げられたことでプラスを維持した。実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は同0.5%増と一部に猛暑効果がみられたこともあり、2四半期ぶりの増加となった。住宅投資は同1.9%増と相続税対策としての貸家需要が堅調に推移し3四半期連続で増加したものの、設備投資は同1.3%減と2四半期連続の減少となった。公的需要については、公的固定資本形成が同0.3%減と2四半期ぶりの減少となった一方、政府消費は同0.3%の増加となった。外需については、輸出が同2.6%増加したものの、輸入が同1.7%の増加にとどまったことで、外需はプラス寄与となった。

7～9月期がマイナス成長となった要因は、在庫投資の押下げが大きかったが、金融資本市場の混乱も影響している。前回予測から足元までの金融資本市場の動向をみると、中国経済の先行き不透明感などから日経平均株価が急落し一時1万7千円を割るなど不安定化した。海外商品市況については、WTI原油価格は40ドル台の低位での推移が続いている。そのなか、7～9月期の個人消費は増加に転じたものの、8月の猛暑効果という追い風があったにもかかわらず、4～6月期に同0.6%減となった後としては、力強さを欠く動きとなった。食料品などの値上げによる家計の節約志向が続くなか、株安などが消費者マインドの低下につながった。また、設備投資については、堅調な企業収益を背景に設備投資計画は高い数値が示されていたものの、中国経済の先行き不透明感などから実際の設備投資を先送りする動きが広がったとみられる。今後の日本経済については、民間需要の増加により、プラス成長を辿ると見込んでいる。雇用者報酬の増加が続くとみられるなか、原油安が光熱費などの負担を和らげることで消費者マインドは持ち直し、個人消費は安定するだろう。また、住宅投資は、政府の住宅購入支援策を下支えに底堅く推移するだろう。設備投資は、当初の企業の計画値を下回るものの、中国経済は最悪期を脱する兆しがみられるなか、企業マインドが幾分回復することで既往の受注増が顕在化すると見込んでいる。一方、海外需要については、欧米先進国が緩やかな回復基調を維持するものの、新興国は弱い動き続き、輸出の伸び悩みが続くだろう。

なお、主要な需要項目については以下の通り。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



## ○個人消費は、安定すると見込む

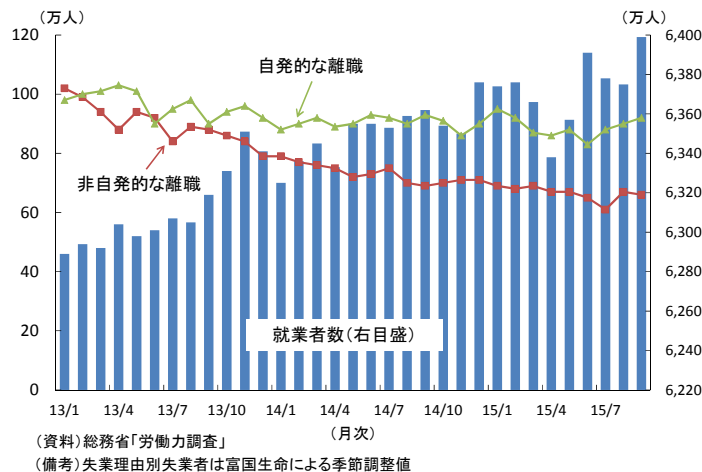
雇用環境は改善傾向となっている。9月の有効求人倍率は前月比+0.01ポイントの1.24倍と求人数が求職者数を大きく上回り、約24年ぶりの高水準まで上昇するなど、労働需給は引き締まった状況が続いている。就業者数（季節調整値）は、4月に一時的に減少したものの、その後は増加基調に復しており、9月も6,399万人と前月差24万人増加している（図表3）。

完全失業率については、良好な求人環境を映してより良い職を求め自発的に離職する者が増加していることもあって、このところ横ばい圏の推移が続いているものの、9月が3.4%と依然低水準を維持している。このように雇用環境は景気を持ち直しが足踏みするなかでも改善傾向となっている。今後も雇用環境は

緩やかに改善するだろう。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、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入により非正規社員についても増加基調が続くだろう。生産年齢人口が減少するなか、今後も労働需給は一層引き締まっていくだろう。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。9月の一人当たり現金給与総額については前年比0.6%増と3ヵ月続けてプラスとなった。また、基本給に当たる所定内給与は、同0.4%増と2015年春闘のベースアップを反映し7ヵ月連続のプラスとなるなど増加傾向となっている。一方で、各種調査をもとに増加が期待された夏季賞与については、毎月勤労統計調査の特別集計結果でみると同2.8%減と2年ぶりに減少に転じ、予想外に弱い結果となった。要因としては、賞与支給対象外の非正規労働者が増加したことに加え、サンプル事業所の入替も少なからず影響していると考えられ、数字が示すほど夏季賞与の実態が悪かったわけではないだろう。今後については、現金給与総額は前年比プラスでの推移が続くと想定している。

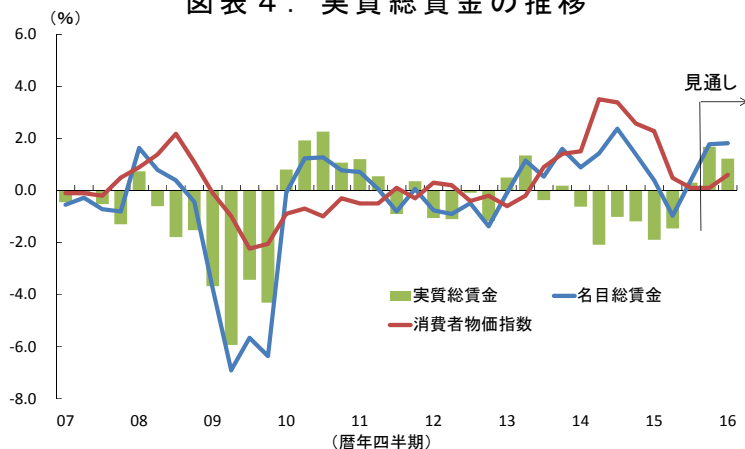
ベアの効果が年度を通じて現れることから、給与は安定した伸びが続くことが見込まれる。また、冬季賞与については、経団連による大手企業の年末賞与・一時金の妥結結果の第1回集計では同3.13%増となったことも踏まえ、前年並みの伸びとなることを想定している。ただし、毎月勤労統計上は前述した夏季賞与と同様に賞与支給対象外の非正規労働者の増加などによる押下げが想定され、その伸びは抑えられる可能性がある。なお、

図表3. 就業者数と失業理由別失業者



(資料)総務省「労働力調査」  
(備考)失業理由別失業者は富国生命による季節調整値

図表4. 実質総賃金の推移



(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×雇用量で算出している

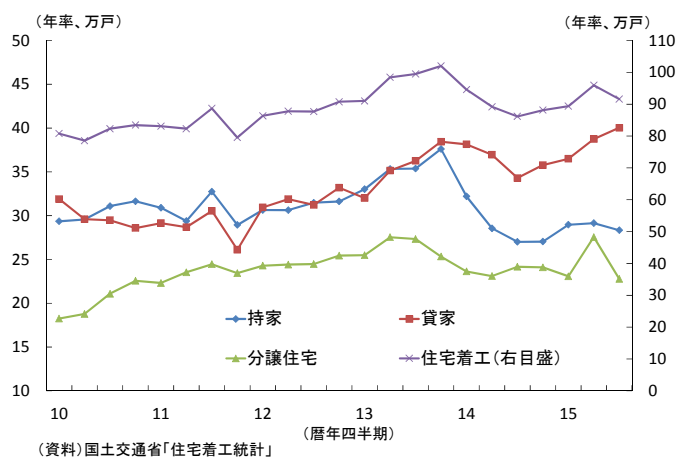
実質賃金については、7～9月期に前年比0.3%増とプラスに転じており、先行きについても消費者物価は当面弱い動きが見込まれることから、実質賃金は前年を上回って推移するだろう。また、雇用者数の増加も加わり、実質総賃金（実質賃金×雇用者数）は着実に増加していくだろう（図表4）。

個人消費は、一部に猛暑効果もみられ、緩やかな持ち直しに転じている。7～9月期の民間最終消費支出は前期比0.5%増と2四半期ぶりの増加となった。家計最終消費支出の内訳をみると、衣服などの半耐久財、耐久財の伸びが高くなったほか、食料品などの非耐久財、サービスも増加した。食料品などの値上げによる家計の節約志向が続くなか、8月の猛暑によりエアコンや夏物衣料などの消費が喚起されたことに加え、シルバーウィークの日並びの良さなども押し上げ要因となった。もっとも、4～6月期の減少の後としては、金融資本市場の不安定化などによる消費者マインドの悪化が重石となり、個人消費の戻りは力強さを欠いている。今後の個人消費については、安定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、原油安による電気代、ガス代の値下げに加え、冬場に消費が増える灯油代の値下げなどを受けて、家計は実質購買力の回復を実感していくだろう。所得環境の改善の恩恵を直接受けられない年金受給者においても、こうした光熱費の負担軽減が消費者マインドの改善に寄与するだろう。このような状況のもと、株価回復も加わって消費者マインドが上向くことで、個人消費は安定すると見込んでいる。代表的な耐久財である乗用車の販売台数は、4月の軽自動車税増税の影響もあり低迷したが、夏場以降は増加傾向となるなど底打ちの兆しがみられる。先行きについては人気車種の新車投入効果も期待でき、持ち直しが続くだろう。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一旦緩やかに水準を落とす動きに

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、7～9月期の住宅投資は前期比1.9%増と3四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の

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



ほか、省エネ住宅に関するポイント制度などの効果が押し上げ要因となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、7～9月期は年率91.5万戸と4四半期ぶりに減少に転じた

(図表5)。利用関係別にみると、分譲住宅は7～9月期が前期比17.3%減と、4～6月期にマンションを中心に大幅増となった反動もあり減少に転じ、持家も同2.9%減となった。一方、貸家については同3.3%増と4四半期連続で増加し、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を背景に堅調に推移している。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月期は増加に転じ、その後は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。また、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引き続き下支えとなるだろう。ただし、省エネ住宅エコポイントは 10 月 21 日をもって終了しており、締め切り間際に増加した申込み分が今後着工されることで 10～12 月期の新設住宅着工は増加に転じると見込むものの、その後は一旦水準を落としていくと想定している。当面の懸念材料としては今般発覚した杭打ちデータ偽装問題が挙げられる。2005 年の耐震偽装問題では、その後 2007 年に建築基準法が一部改正され、建築確認が厳格化されたことで審査が大幅に遅延し住宅着工の急減につながった。今回も耐震性・安全性に対する不安心理から、マンション購入を手控える動きが生じ、不動産会社がマンション供給に慎重になる可能性がある点には留意が必要だろう。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。

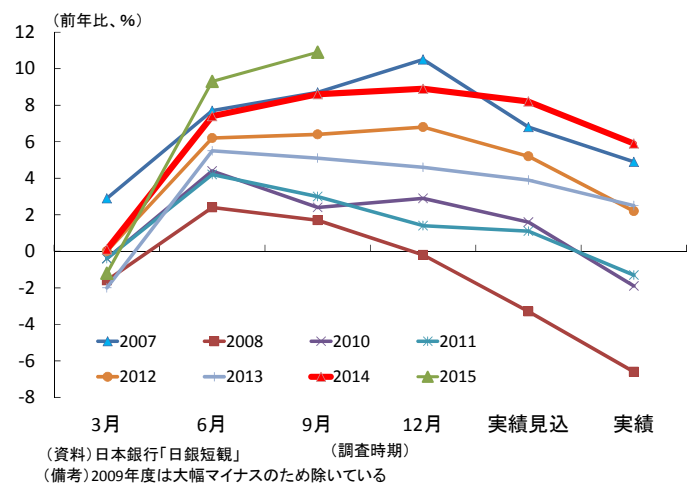
### ○設備投資は増加するものの、伸びは限定的

設備投資は、弱含んでいる。7～9 月期の実質設備投資は前期比 1.3%減と、1～3 月期に大幅増となった後、2 四半期連続の減少となった。企業収益が引き続き堅調に推移するなか、日銀短観 9 月調査による 2015 年度の大企業の設備投資計画は前年比 10.9%増と前回 6 月調査から上方修正されるなど、企業の投資意欲には強さがみられた(図表 6)。

しかし、先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)の動きをみると、4～6 月期まで 4 四半期連続の増加となった後、7～9 月期は前期比 10.0%減となった。中国をはじめとした新興国経済の先行き不透明感や国内景気の停滞感を背景に、計画の執行を先送りするなど企業の様子見姿勢が続いたとみられる。今後の設備投資は増加に転じるものの、その伸びは限定的となるだろう。

円安、原油安を背景に企業収益は堅調さを維持しており、手元資金は潤沢にあるほか、貸出金利も極めて低水準の状況が続いており、資金調達面では良好な環境が続いている。そうしたなか、先行きの設備投資は企業の投資マインドに左右されるが、中国経済については PMI の動向などをみても最悪期を脱する兆しがみられ、先行きの不透明感が薄れていくことで企業マインドも改善し、設備投資は持ち直しに転じるだろう。先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)の月次推移をみると、8 月にかけて 3 ヶ月連続で減少した後、9 月は前月比 7.5%増と大きく増加し、10～12 月期についても前期比 2.9%増と持ち直す見通しが示されており、企業の過度な慎重姿勢も幾分和らいでいるとみている。製造業では、生産設備の老朽化に対応した維持・補修などの更新投資が引き続き中心になるとみられるものの、将来的な人手不足を睨んだ合理化・省力化投資や、次世代自動車などの新製品開発に対応した投資な

図表 6. 設備投資計画(大企業全産業)

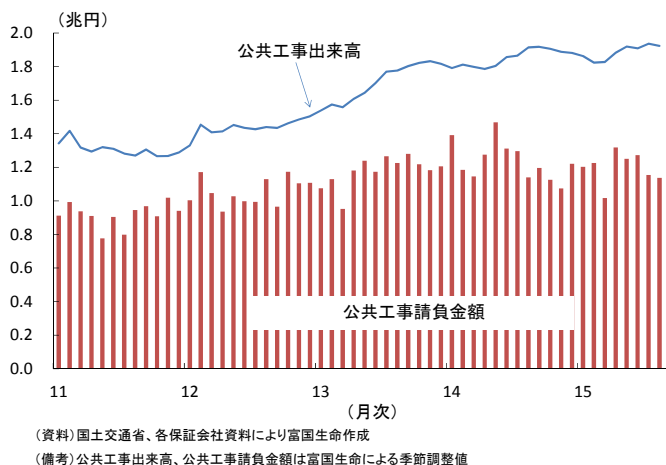


ども増加するだろう。非製造業では、消費の多様化や訪日外国人の増加などを背景に物流施設や商業施設関連の投資が増加するだろう。また、マイナンバー制度の導入に伴う中小企業のソフトウェア関連投資も増加が期待される。上半期実績の下振れを踏まえ、2015年度の設備投資の予測値は前回予測時から下方修正している。

### ○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減少に転じた。7～9月期の公的固定資本形成は前期比0.3%減と2014年度補正予算の効果が薄れたことなどから、2四半期ぶりの減少となった。公共工事の進捗を映す公共工事出来高の推移をみると、2015年度に入って2014年度補正予算の効果が顕在化したことで一旦増加したものの、その後は横ばい圏の動きとなっている(図表7)。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。先行指標である公共工事請負金額についてみると、4～6月期は一旦増加したものの、高水準ながら緩やかな減少傾向となっている。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にとどまることから、2015年度の公的固定資本形成は前年割れが避けられず、4年ぶりに前年を下回ると見込んでいる。また、2015年度補正予算についてはTPP(環太平洋経済連携協定)への対策や「一億総活躍社会」の実現に向けた緊急対応策などを柱に3兆円台の規模とする方向で編成作業が進められており、公共事業関連費については小規模にとどまるとみていることから、2016年度も緩やかな減少を想定している。

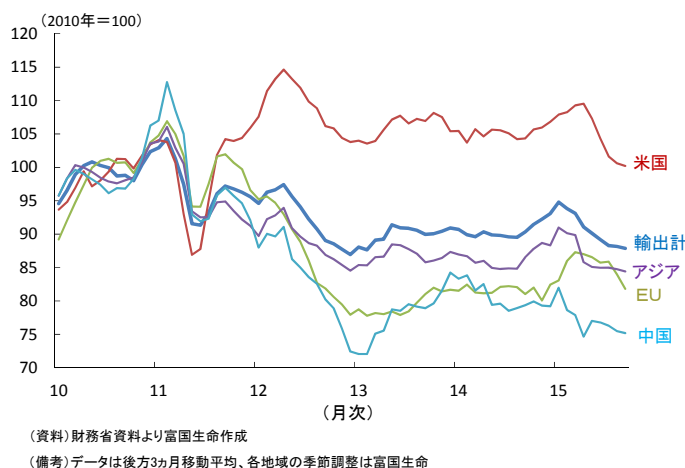
図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移



### ○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。7～9月期の実質輸出は前期比2.6%増と、4～6月期の同4.3%減から増加に転じたものの、緩やかな伸びにとどまった。地域別では中国を中心にアジア向けが伸び悩む一方、欧米向けが増加したとみられる。ただし、数量ベースでは弱い動きが続いており、仕向地別に輸出数量指数についてみると、7～9月期は米国、EU、アジアの各地域がともに減少している(図表8)。米国向け輸出については、堅調な家計部門を映して輸送用機械などは持ち直しつつあるものの、同国のエネルギー関

図表8. 輸出数量指数の推移



連投資減少の影響などから一般機械などが弱含んでいる。また、アジア向けは中国をはじめ NIEs 向けや ASEAN 向けも減少した。スマートフォン関連の電子部品が伸び悩んでいることに加え、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向けについては需要が回復傾向となることで輸出は持ち直すだろう。スマートフォンの新製品発売に伴う IT 関連需要の緩やかな回復や自動車の国内生産回帰の動きも輸出を下支えするとみている。ただし、中国をはじめとしたアジア新興国の需要鈍化は引き続き重石となり、輸出の伸びは抑えられるだろう。なお、新興国経済の減速にもかかわらず、アジアを中心に訪日外国人は大幅な増加を続けており、サービス輸出に分類される旅行収支の受取は改善傾向をたどっている。先行きも円安に加え観光客誘致政策などもあって訪日外国人の増加傾向は続き、旅行収支の受取増加を通じて輸出の下支えとなるだろう。

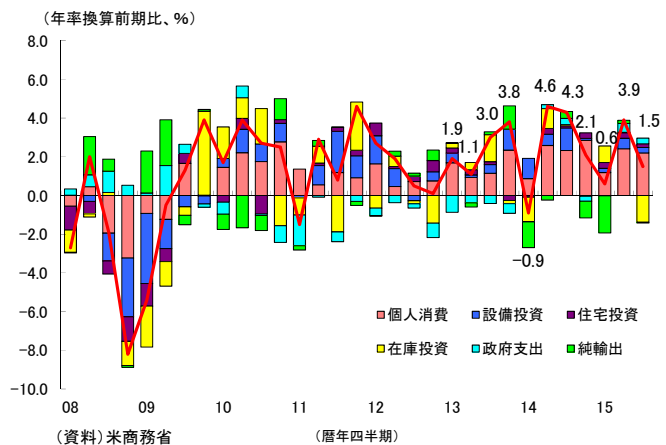
### 【米国経済】

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。7～9 月期の実質 GDP 成長率（速報）は、前期比年率+1.5%となった（図表 9）。在庫投資の寄与度が同▲1.44 ポイントとなったことで、4～6 月期の同+3.9%から大きく減速する結果となった。新興国経済の減速やドル高による収益鈍化を背景に輸出や設備投資は引き続き伸び悩み、企業の慎重姿勢の強まりが在庫積上げペースの鈍化につながったとみられる。一方で、個人消費や住宅投資は堅調さを維持するなど家計部門を中心に回復基調は続いている。需要項目別にみると、個人消費は同 3.2%増と自動車などの耐久財を中心に堅調に推移している。

住宅投資については、同 6.1%増と前期から伸びはやや鈍化したものの、低位での推移が続くモーゲージローン金利や銀行の融資基準緩和などを背景に 6 四半期連続で増加している。一方、設備投資は同 2.1%増と低い伸びにとどまった。機械設備投資が加速したものの、シェール関連投資の低迷を背景に構築物投資が減少に転じたほか、知的財産投資の伸びが大幅に鈍化した。輸出については、同 1.9%増とドル高による価格競争力の相対的な低下や新興国の需要鈍化の影響などを背景に低い伸びにとどまった。一方で、輸入は同 1.8%増となり、純輸出は▲0.03 ポイントと小幅ながらマイナス寄与に転じた。

今後についても、緩やかな回復が続くと想定している。FRB（米連邦準備制度理事会）は 12 月に利上げに踏み切ると想定しており、これに伴う金利上昇が一時的な景気抑制要因となる可能性はある。もっともその後の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、家計部門を中心とした景気の回復基調は途切れないとみている。個人消費については、10 月の新車販売が 2 ヶ月続けて年率 1 千 8 百万台と大型車を中心に好調さを維持しているほか、全米小売業協会による年末商戦の見通し

図表 9. 米国実質 GDP 成長率の推移



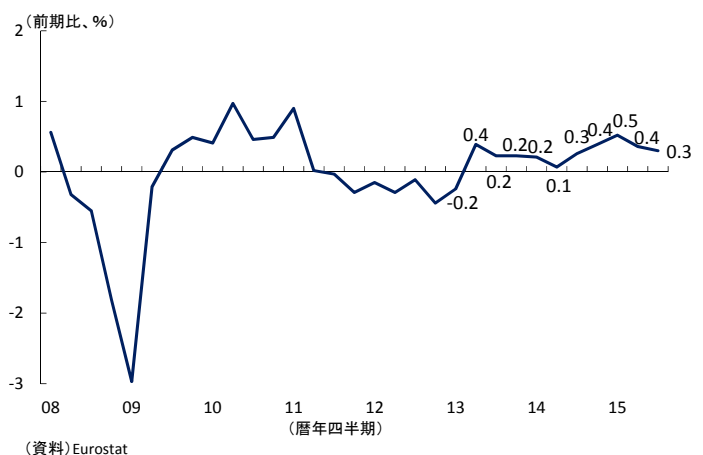


は前年比 3.7%増と前年の伸びは下回るものの良好な予想が示されている。また、10月の失業率が 5.0%まで低下するなど労働需給が引き締まるなかで賃金の伸びが次第に高まるとみられることや、低水準で推移するガソリン価格も追い風になることから、個人消費は増加基調を維持するだろう。また、住宅投資についても低金利環境などを背景に堅調に推移すると見込んでいる。一方で企業部門については力強さを欠く動きが続くだろう。シェール関連投資の低迷やドル高による収益鈍化を背景に、設備投資は引き続き低い伸びにとどまるだろう。また、輸出についても新興国の減速傾向を映して伸び悩みが続くとみている。このように、企業部門は力強さを欠くものの、家計部門を中心に回復基調が続くだろう。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。7~9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、10四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を背景に内需主導で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+0.3%と、前期の同+0.4%から減速したが、緩やかな成長が続いている。個人消費が堅調に推移した一方、外需については輸出の伸びが輸入の伸びを下回りマイナス寄与となった。フランスは前期のゼロ成長から持ち直し同+0.3%、イタリアは同+0.2%と緩やかな成長が続いた。また、スペインは同+0.8%と引き続き堅調に推移し、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。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り消費者マインドは良好さを維持しており、7~9月期のユーロ圏小売売上数量は同+0.6%と4~6月期の同+0.4%から伸びを高めるなど堅調に推移している。一方、輸出については、ユーロ安による恩恵を新興国の減速が相殺する形で伸び悩んでおり、中国向けの減少基調が続いたほか、これまでけん引役であった米英向けなども伸び悩んだ。

図表 10. ユーロ圏実質 GDP 成長率の推移



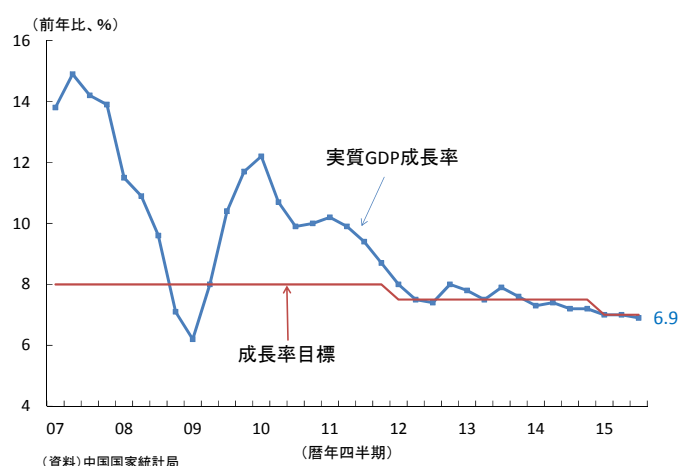
今後についても、緩やかな持ち直しの動きが続くと見込んでいる。雇用環境が緩やかながらも改善傾向となるなか、原油安による実質購買力の高まりなどを背景に消費者マインドが上向くことで、個人消費は緩やかな増加基調が続くだろう。また、ECB（欧州中央銀行）は物価の弱含みなどを背景に12月に追加金融緩和に踏み切ると想定しており、緩和的な金融政策が続くなか為替がユーロ安水準で推移することにより、増加の動きが一服していた輸出は、緩やかな増加基調に復するとみている。ただし、海外需要は米英など先進国は緩やかな回復基調となる一方で、中国など新興国向けは低迷が続くとみられることから、輸出の伸びは緩やかなものにとどまるだろう。また、銀行貸出調査による企業の資金需要についても回復傾向を辿っており、シリアなどか

らの難民問題や自動車メーカーの不正問題など懸念材料が多いなかでも、企業マインドは良好さを維持していることから、徐々に投資も上向くだろう。ただし、11月に発生したフランスでの同時多発テロの影響が、同国の個人消費や観光業のみならず欧州全体に広がり、経済活動を抑える可能性がある点は留意する必要がある。インフレ動向については、原油安の影響が薄れていくなかで上向いていくものの、景気の持ち直しが緩やかにとどまるなかでインフレ圧力は高まらず、ECBの目標を下回る伸びが続くだろう。

## 【中国経済】

中国経済は、減速している。7～9月期の実質GDP成長率は前年比+6.9%と4～6月期より伸び率が縮小し6年半ぶりに7%を割り込んだ(図表11)。第1次、第3次産業の伸び率が高まる一方で、第2次産業が鈍化したことが要因である。月次の経済指標をみると、固定資産投資については一段と伸び率が鈍化し、1～7月

図表11. 中国実質GDP成長率の推移



累計の前年比11.2%増から1～10月累計では同10.2%増とプラス幅が縮小している。インフラ投資が下支えしているものの、不動産投資などの伸びが鈍化していることが背景にある。また、輸出は、6月以降前年割れが続くなか、10月にはアジア諸国向けに加えて、米国向けも減少に転じたことで、マイナス幅が拡大している。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、有効求人倍率の低下に歯止めがかかるなか、個人消費は底堅く推移している。消費小売総額は、株価の低迷により一部の高額消費に弱さがみられるものの、食料品を中心に前年比伸び率が高まっている。そのなか、10月の自動車販売は、小型車の自動車取得税が軽減されたことにより、11ヵ月ぶりに前年比二桁増となっている。また、製造業の景況感が10月に持ち直すなど改善の兆しがみられる。

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で、中長期的なトレンドとしては成長テンポの鈍化は避けられないと考えている。製造設備や不動産などの過剰を抱えるなかで、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。インフラ投資などの公共投資が下支えするものの、固定資産投資の伸び鈍化は続くだろう。一方、輸出は新興国の減速を映して水準回復には時間がかかるだろうが、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。また、個人消費は底堅く推移すると見込んでいる。反汚職キャンペーンの影響で弱含んでいた外食などが回復していることに加え、減税効果により小型車の販売好調は続くと思われる。金融政策の面では、段階的に預金準備率や政策金利を引下げており、10月下旬には今年5回目となる金利引下げを実施している。そうした状況を映して、マネーサプライの伸び率は政府目標を上回る推移となっている。また、70都市の新築住宅価格は、上昇に転じる都市数が増加しつつあり、不動産市場

の悪化に歯止めが掛かりつつあるとみられる。中国経済は、過剰債務が重石となる状況が続くものの、このように底打ちの兆しを示す指標もみられ、循環面では最悪期を抜け出すと見込んでいる。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。

### ○今後の伸び率などについて

2015年度の実質 GDP 成長率は+0.9%と前回予測から0.2ポイント下方修正した。設備投資を中心に上半期実績が下振れたことがその主な要因である。ただし、先行きについては民間需要の増加によりプラス成長を辿るとみている。設備投資については、中国経済は最悪期を脱したとみられ過度な悲観論は後退しており、企業マインドが幾分回復することで、増加に転じると見込む。ただし、上半期の減少を受けて年度の伸びは下方修正した。また住宅投資についても7~9月期の新設住宅着工戸数の減少を反映し、年度予測をやや引き下げた。その他需要項目については概ね前回予測を維持しており、輸出は伸び悩むものの、個人消費は緩やかな増加が続くとみている。こうした内需の底堅さを背景に企業と家計の前向きの好循環は途切れないとみており、四半期毎の成長率については前期比年率1%台半ばのプラス成長が続くと見込んでいる。

2016年度の実質 GDP 成長率は+1.3%と前回予測を据え置いた。2016年度も同様の好循環が続くことで緩やかな成長が続くだろう。新興国経済の減速に歯止めがかかるなか、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加わることで、民間需要をけん引役に成長率を高めていくと見込んでいる。

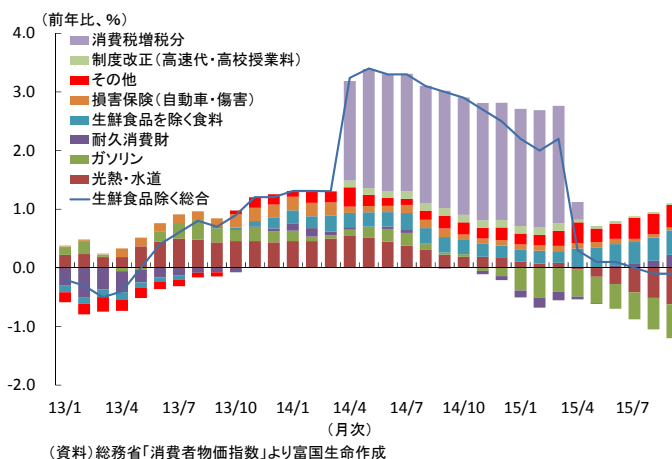
### ○消費者物価と金融政策の見通し

2015年9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、2カ月続けてマイナスとなっている。

(図表12)。もっとも、食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合指数については9月に同+0.9%まで上昇幅が拡大しており、エネルギー以外の物価には上昇圧力の強さがみられる。また、品目数でも上昇品目数が下落品目数を大きく上回っており、物価上昇の裾野は広がっている。4月以降、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広がったことで、生鮮食品を除く食料はプラス幅が拡大傾向にあるほか、耐久消費財はテレビや白物家電の値上げもあって6月以降プラス幅が拡大している。その他についても、トイレットペーパーなどの日用品や、宿泊料、テーマパーク入場料などのサービスで上昇がみられる。一方、ガソリン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促進賦課金の上乗せなどが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マ

図表 12. コアCPIの推移



イナス幅を拡大している。今後についても、コア CPI 上昇率は、当面は前年比ゼロ%近傍の推移が続き、前年比でみた原油安の影響が薄れていくことで年度末にかけて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、原油価格は緩やかに上昇すると想定していることから、年度末にかけては反対に押し上げ要因になると見込んでいる。2015年度のコア CPI は前年比+0.2%、2016年度も同+1.2%にとどまると想定している。

なお、日銀が10月に発表した展望レポートでは、物価の基調は着実に改善しているとの見方は維持したものの、政策委員のコア CPI の大勢見通しの中央値は、原油価格の想定引下げを主因に、2015年度が0.1%、2016年度が1.4%へと下方修正された。また、物価目標の達成時期を「2016年度後半頃」へ後ろ倒しし、当面、出口は見通せないことから、当年度内は現行の異次元緩和を継続すると想定している。

### ○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。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、想定以上に景気が落ち込む可能性がある。米国では、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、堅調な内需の回復を冷やす可能性がある。また、同時テロがドイツを含めた欧州の広範囲に広がると、企業や消費者のマインドを悪化させ、経済活動が停滞する可能性がある。このような海外要因の不安材料が顕在化すると、外需が主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. デフレーターへの伸び率(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	1.4	1.1
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	0.3	0.5
民間設備投資	▲ 0.9	▲ 0.2	0.9	1.3	1.0	0.8
政府最終消費	0.0	▲ 0.7	▲ 0.2	2.3	0.7	1.8
公的固定資本形成	0.7	▲ 0.2	1.8	3.0	1.0	1.3
財貨・サービスの輸出	▲ 2.4	0.6	8.5	2.3	1.6	0.3
財貨・サービスの輸入	5.5	0.9	11.3	0.3	▲ 3.5	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	0.9	1.3
民間需要	1.3	1.4	1.8	▲ 1.7	0.7	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	0.1	0.0
民間設備投資	0.6	0.2	0.5	0.1	0.2	0.5
公的需要	0.1	0.3	0.8	0.2	0.2	0.0
政府最終消費	0.2	0.3	0.3	0.1	0.3	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	0.0	0.1
財貨・サービスの輸出	▲ 0.2	▲ 0.2	0.7	1.3	0.2	0.8
財貨・サービスの輸入	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.7

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