



## 国内景気動向

～15年度の実質成長率は+1.3%の見通し～

主任研究員 木下 茂

### ○10～12月期は3四半期ぶりにプラス成長に転換

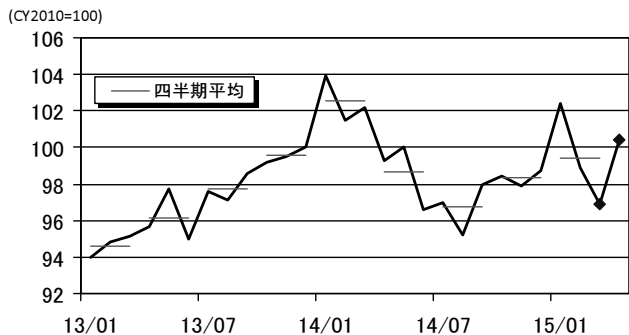
昨年10～12月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%とプラス転換した。内訳をみると、個人消費が同+0.5%と緩やかな増加にとどまり、住宅投資が同-1.2%、設備投資が同-0.1%と低迷した。公的需要については政府消費が同+0.3%、公共投資は同+0.8%であった。一方、輸出は同+2.8%、輸入が同+1.3%となり、純輸出の前期比成長率に対する寄与度は+0.2%であった。なお、民間在庫投資の成長率に対する寄与度は前期の-0.8%に続いて-0.2%となったが、この点は在庫調整の進展を示すものとしてポジティブに捉えられよう。

### ○生産活動、企業景況感も上向き

この間、鉱工業生産は昨年秋以降増加傾向を辿っている(第1図)。3月30日発表の2月分(速報)は前月比3.4%の減少となったが、これは中国の春節の影響とみられ(春節期間中の中国内の工場等の操業停止に対応して、日本企業は2月に中国関連出荷を減らしたと考えられる)、前月に同3.7%増加していたことも合わせてみれば、上向きの動きは途切れていないと捉えられる。

先行きについては、製造工業生産予測調査によれば、3月は同2.0%減、4月は同3.6%増という計画となっている。この通りに実際の生産が推移した場合、今年1～3月期の生産は前期比1.1%の増加となり、昨年10～12月期の同1.7%増から勢いは鈍化するものの、生産の増加傾向持続を示すものとなる。

(第1図) 鉱工業生産の動向(季節調整値)



(注1) 直近2か月分は予測指数を用いて延長したもの  
(注2) 経済産業省資料より作成

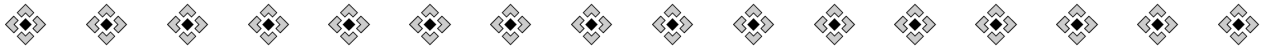
(第1表) 日本経済見通し総括表

	14年度 (見込)	15年度 (予測)	16年度 (予測)
実 質 G D P	-1.0	1.3	1.9
個 人 消 費	-2.9	1.5	1.8
住 宅 投 資	-11.9	-2.9	5.9
設 備 投 資	0.2	4.1	3.4
在 庫 投 資 (寄 与 度)	-0.5	0.3	-0.2
政 府 消 費	0.5	0.9	0.8
公 共 投 資	2.0	-5.8	-0.8
純 輸 出 (寄 与 度)	-0.2	0.7	0.4
輸 出	7.2	5.2	5.7
輸 入	3.1	3.4	5.6
名 目 G D P	1.5	2.3	2.4
G D P デ フ レ ー タ ー	2.5	1.0	0.5
生 鮮 除 く 消 費 者 物 価	2.8	0.5	1.4
国 内 企 業 物 価	2.8	-0.5	1.7
名 目 雇 用 者 報 酬	2.3	2.1	2.4
鉱 工 業 生 産	-0.7	1.7	3.1
完 全 失 業 率	3.6	3.3	3.1
新 設 住 宅 着 工 戸 数	87.8	88.2	91.8
経 常 収 支	6.4	12.4	15.4
米 国 G D P	2.4	3.0	2.7
ユ ー ロ 圏 G D P	0.9	1.4	1.5
中 国 G D P	7.4	7.0	7.0
対 ド ル 為 替 レ ー ト	109.9	121.3	122.5
原 油 輸 入 価 格	91.7	64.5	70.0

(注1) 失業率は%、住宅着工は万戸、経常収支は兆円、為替レートは円/ドル、原油価格はドル/バレル、その他は前年比%で表示

(注2) 米国、ユーロ圏、中国のGDPは暦年(14年は実績)

(注3) INDB、データストリーム、その他各種資料より作成



また、企業の景況感も全体としては持ち直しの動きをみせている。4月1日に発表された日銀短観（3月調査）によれば、大企業・全産業の業況判断DIは+16となり、前回12月調査の+14から小幅ながら改善した。

○15年度はプラス成長へ

四半期成長率のプラス転換に加え、このところの生産増加や景況感改善の動きなどからみて、昨年春の増税を受けた景気停滞は既に一巡しているものとみられる。今後についても、雇用・所得環境の改善から個人消費の持ち直しが期待できるほか、円安による輸出増加も見込めることから、景気は回復基調を辿っていくものとみている。

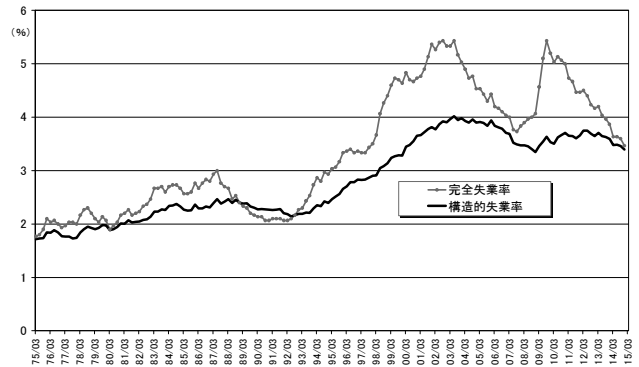
14年度の実質成長率は-1.0%とマイナスに落ち込むものの、15年度は+1.3%とプラス成長に復帰すると予想する。また、翌16年度も景気回復の動きは持続するものと見込まれる。特に、同年度末には17年4月からの消費税率再引き上げ（8%→10%）を前にした駆け込み需要が生じることから、年度の成長率は+1.9%まで高まるとみている（第1表）。以下では主な項目について概観する。

○賃上げの動きが消費を押し上げ

昨年4～6月期に大幅なマイナスを記録したGDPベースの個人消費は、7～9月期、10～12月期ともプラスとなった。また、月次の消費総合指数も昨年4月をボトムとして上向きの動きになってはいる。ただ、増税前に比べて大きく水準を切り下げていることからすれば、冴えない展開といえよう。

一方で、失業率が構造的失業率近辺まで低下していることから、賃金上昇圧力は高まっているとみられる（第2図）。実際、今年の賃

（第2図）実際の失業率と構造的失業率の推移



（注1）構造的失業率はUV分析を基にして算出

（注2）INDBのデータなどより作成

（第2表）主要企業の春季労使交渉における回答状況（見通し含む）

業種	社名	月額賃金改善 (要求額)	年間一時金 (要求)
自動車	トヨタ自動車	4000円 (6000円)	6.8カ月 (6.8カ月)
	日産自動車	5000円 (6000円)	5.7カ月 (5.7カ月)
	ホンダ	3400円 (6000円)	5.9カ月 (5.9カ月)
	マツダ	1800円 (6000円)	5.5カ月 (5.5カ月)
	三菱自動車	2000円 (6000円)	5.5カ月 (5.5カ月)
	富士重工	3300円 (6000円)	6.0カ月 (6.0カ月)
	スズキ	1600円 (6000円)	5.6カ月 (5.8カ月)
	ダイハツ工業	1600円 (6000円)	5.5カ月 (5.5カ月)
電機	日立製作所	3000円 (6000円)	5.72カ月 (5.9カ月)
	東芝	3000円 (6000円)	業績連動
	パナソニック	3000円 (6000円)	業績連動
	三菱電機	3000円 (6000円)	6.03カ月 (6.14カ月)
通信	NTT	平均2400円 (6000円)	NTT東西 134万5000円 (134万5000円、40歳)
小売り・外食	三越伊勢丹	ベア実施で調整(1000円)	業績連動
	すかいらーく	4300円 (4000円以上)	業績連動
	コロワイド	4320円 (4320円)	業績連動
	イトーヨーカ堂	交渉継続 (5732円)	業績連動

（出典）2015年3月19日付日本経済新聞朝刊



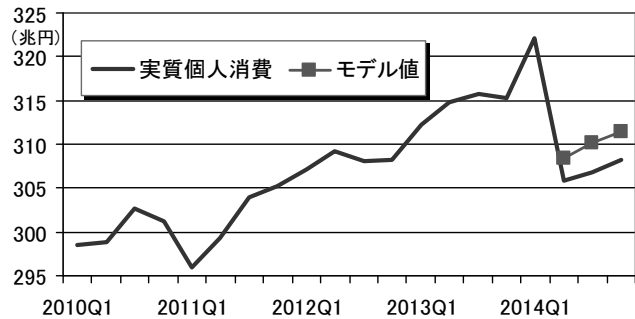
金交渉では企業側において大幅な賃上げに踏み切る動きが広がっており（前頁第2表）、連合の集計（第3回、4月2日時点）によれば定期昇給とベースアップを合わせた賃上げ率は+2.33%、このうち定昇とベアを区別できる組合においてはベア分が+0.68%となっている。こうした所得環境の改善は家計にも今後実感されてくるとみられ、消費の持ち直しにつながっていくと予想される。加えて、昨年末以降の原油価格の下落も家計のエネルギー支出負担軽減につながることから、消費の押し上げ要因として寄与しよう。

なお、増税後の消費水準は、増税前（駆け込み需要を除く）に比べて3%弱落ち込んでいるが、これは消費税率引き上げについてのモデルシミュレーション結果と比べても明らかに弱い（第3図、第3表）。こうした下振れが生じた背景については、例えば年金受給世帯など現金制約が大きく、価格変化に敏感な家計が増えていることなどが差し当たり推測されるところであるが、現時点では明確な分析はなされていないようである。17年4月には消費税率の再引き上げが予定されており、その影響をできるだけ正確に予測する意味からも、上述の点については別途詳細な検討が必要であろう。

○設備投資の一部に国内回帰の動き、法人税率引き下げも設備投資を後押し

設備投資は昨年4～6月期に前期比5.0%減となった後、7～9月期は同0.2%減、10～12月期も同0.1%減と停滞が続いている。もっとも、機械受注、建設受注など関連指標は足元基調的に上向していること、企業収益が回復していること、ここにきて製造業において国内回帰の動きが出るなど海外投資優先ス

（第3図）実質個人消費とモデル値の推移



（注1）モデル値は、J A 共済総研マクロモデルを用いたシミュレーション値  
（注2）INDBなどのデータにより作成

（第3表）消費税率1%引き上げの影響

(%)

	1年目	2年目	3年目
実質GDP	-0.16	-0.24	-0.26
個人消費	-0.34	-0.48	-0.53
住宅投資	-0.52	-0.98	-1.23
消費デフレーター	+0.66	+0.62	+0.57

（注）J A 共済総研マクロモデルによるシミュレーション。ベースラインからの乖離率を示す。駆け込み需要の影響は含まない

（第4表）モデルシミュレーションによる法人税率引き下げの効果測定

(%)

	法人実効税率を10%pt引き下げ	
	1年目	2年目
GDP	+0.15	+0.20
設備投資	+1.56	+2.15

（注）J A 共済総研マクロモデルによるシミュレーション。ベースラインからの乖離率を示す

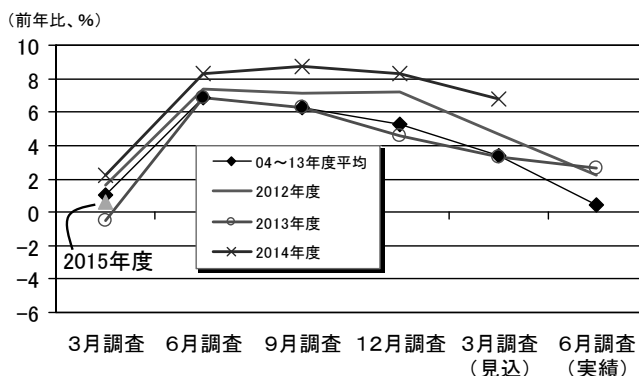
タンスに変化の兆しがみられることから、企業の国内設備投資は来年度にかけて緩やかながら増加基調を辿るものと予想する。また、昨年末の税制改正で決定した法人税率の引き下げ(実効税率で2.51%ポイントの引き下げ)



も資本コストの低下を通じて設備投資の押し上げ要因となろう（第4表）。

なお、3月の日銀短観によれば、15年度の企業の設備投資（大企業・全産業、土地投資額を除きソフトウェアを含む）は前年比0.6%増と比較的慎重な計画になっている。もっとも、毎年のこの時期の調査段階では、投資計画を固めていない企業も多いと思われ、調査回を経るに従って上方修正されていく傾向がある（第4図）ため、今回の数字のみをもって、ことさら悲観的になる必要もないように思われる。

（第4図）日銀短観における設備投資計画の調査回毎の足取り

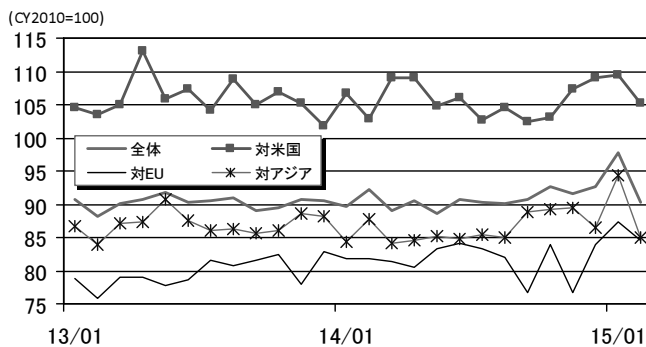


（注1）大企業・全産業  
 （注2）土地投資額を除きソフトウェアを含むベース  
 （注3）INDBのデータより作成

○輸出は徐々に上向きへ

輸出数量は各地域向けとも横這い気味の推移が続いてきたが、ここにきて緩やかながら上向きの動きがでてきている（第5図）。円安が進展してきたにもかかわらず、輸出がこれまで明確に増加しなかった要因の一つとして、生産拠点の海外移転の影響が考えられる。ここで、こうした「生産拠点海外移転要因」の代理変数として、「海外／国内投資比率」（＝海外現法設備投資／国内製造業設備投資）を説明変数に入れた輸出関数を推計してみると、統計的に有意という結果が得られる。この点からみて、生産拠点の海外移転の動きは、輸出の下押し要因になってきたものと考えられる（第5表）。

（第5図）輸出数量（季節調整値）の推移



（注1）2月分の対アジア輸出の急減は、中国における春節の影響とみられる  
 （注2）内閣府のデータより作成

（第5表）実質輸出関数の推計

定数項	世界鉱工業生産	円実質実効為替レート	海外／国内投資比率	修正済決定係数
4.0746	1.9790 (15.8896)	-0.3002 (-3.7742)	-0.2085 (-4.9716)	0.9451

（注1）「海外／国内投資比率」＝海外現法設備投資／国内製造業設備投資  
 （注2）データはすべて自然対数に変換して使用、推計期間は96/Q1～14/Q3  
 （注3）経済産業省、財務省、日本銀行、オランダ経済政策分析局資料より作成

もっとも、為替の円安進行は、2年のラグを伴って「海外／国内投資比率」を押し下げることから（次頁第6表）、今後この部分からの輸出下押し圧力は徐々に弱まっていくことが期待できる（次頁第6図）。このため、世界経済全体の回復が続くという前提のもと、来年度も輸出は増加していくものとみている。



○貿易赤字が減少

一方、輸入金額は昨年未以降の原油価格の下落を受け、減少に転じている。この結果、輸出の増加とも相まって、貿易赤字は最悪期であった昨年の年初水準に比べて大きく減少している（第7図）。今後についても、輸出の緩やかな増加を前提として、貿易収支赤字は引き続き減少していくものと見込まれる。

○外国人観光客の増加続く

対外収支への影響という観点からは、訪日外国人観光客の動向も注目されよう。このところの海外からの旅行客の増加は、アジア諸国における中間所得層の増加、円安の進展に加え、ビザ取得規制緩和などを受けたものとみられる。

ここで、海外所得要因と為替要因とを説明変数とする単純な回帰モデルを計測し、モデル値と実績値を比べてみると、実績値の上振れが最近になって目立ってきているが、このことは、ここで考慮していない制度的要因の影響が無視できないものであることを示している（第8図）。もっとも、当面は海外所得や為替も外国人観光客の増加を促す方向に作用するとみられ、旅行収支（受取）の増加を通じて、対外収支改善に寄与しよう（第9図）。

○原油安の物価への影響は今年夏場まで続く見込み

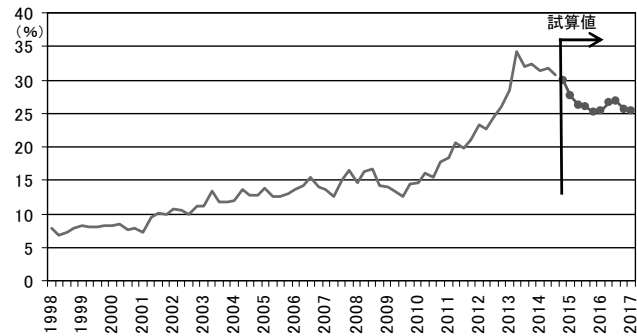
全国コアCPIの前年比上昇率は昨年夏以降鈍化の動きが続いており、今年2月分（3月27日発表）は+2.0%（消費税率引き上げの影響を除けば横這い）となっている。目先的には、昨年未からの原油価格下落の影響が注目されるが、CPIベースのエネルギー価格への原油価格の影響波及には最大半年程度を要す

（第6表）「海外／国内投資比率」の推計

定数項	海外／日本実質GDP比率	円実質実効為替レート（8四半期ラグ）	修正済決定係数
20.7999	2.6848 (24.5107)	1.1164 (7.0798)	0.9182

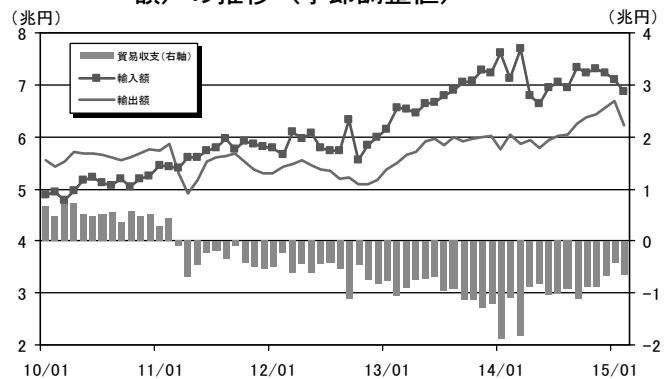
- （注1）「海外実質GDP」は日本の主要輸出先実質GDPを輸出額ウェイトで加重平均したもの
- （注2）「海外／国内投資比率」＝海外現法設備投資／国内製造業設備投資
- （注3）データはすべて自然対数に変換して使用、推計期間は96/Q2～14/Q3
- （注4）経済産業省、財務省、日本銀行、各国統計資料より作成

（第6図）「海外／国内投資比率」の推移と先行き試算値



- （注1）先行き試算値は、JA共済総研マクロモデルを用いて計算したもの
- （注2）経済産業省、財務省のデータより作成

（第7図）輸出額、輸入額、貿易収支（輸出入差額）の推移（季節調整値）



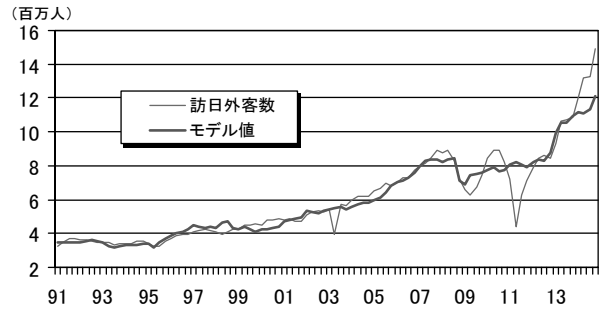
（注）財務省のデータより作成



る見込みである。このため、原油価格が最近の水準で下げ止まったとしても、今年夏場あたりまではエネルギー価格の下落は続き、CPI全体の上昇率を抑制することになるとみられる（第10図）。以上を踏まえ、全国コアCPI上昇率は14年度+2.8%の後、15年度は+0.5%まで鈍化するものと予想する。

（4月2日 記）

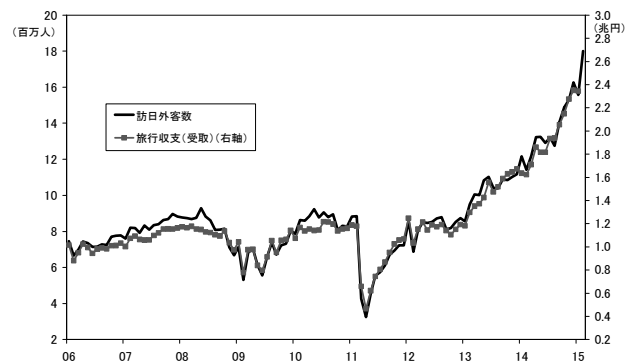
（第8図）訪日外国人観光客数とモデル値の推移（季節調整値、年率）



（注1）モデル値は、海外実質GDPと円実質実効レートを説明変数とする回帰式によるもの

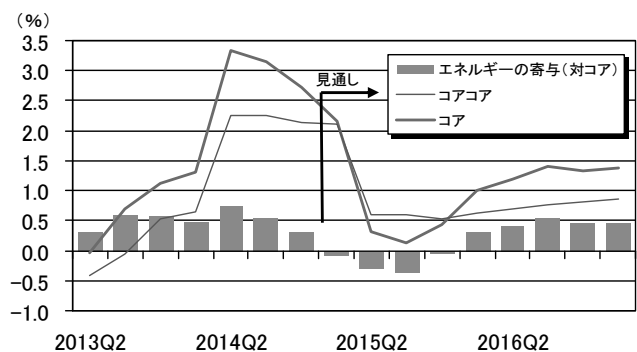
（注2）データストリームのデータにより作成

（第9図）訪日外国人観光客数と旅行収支の推移（季節調整値、年率）



（注）データストリームのデータより作成

（第10図）CPI前年比の推移と見通し



（注）INDBのデータなどより作成