

# 2015・2016 年度経済見通し(2015 年 8 月改訂)

2015年8月17日  
株式会社富士通総研

## 1 世界経済—市場不安定化要因は沈静化へ

世界経済は、中国の減速が想定以上となったが、利下げや株価対策、インフラ投資などのテコ入れに加え、元切り下げにも踏み切り、先行きは次第に持ち直していくと考えられる。ユーロ圏は、ギリシャへの新支援策が決定に至るまで紆余曲折はあったが、ユーロ安により実体経済は緩やかな回復を続けている。アメリカ経済は堅調に推移しており、9月にも利上げに踏み切る環境が整いつつある。中国経済のもたつき、ギリシャ問題、アメリカの利上げ時期などここ数ヶ月市場を不安定化させてきた要因は沈静化に向かっており、世界経済は緩やかな拡大を続けていくと考えられる。

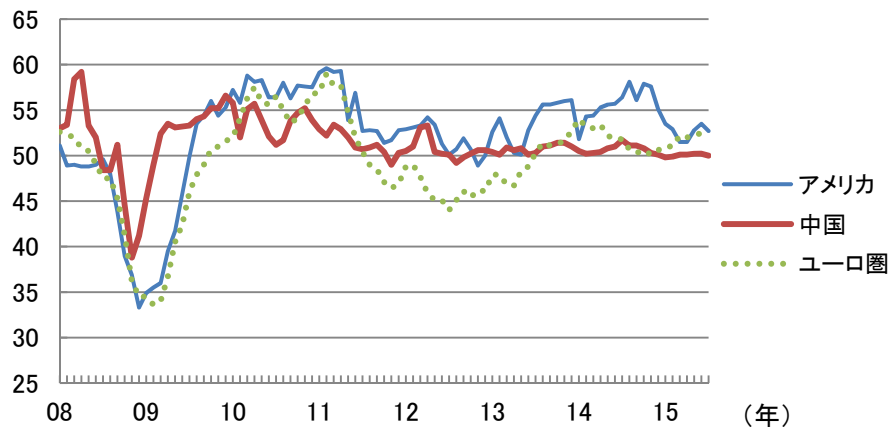
### 突然の元切り下げ

中国の4～6月期の実質 GDP 成長率は前年比 7.0%と、6年ぶりの低成長率となった前期から横ばいとなった。リーマンショック直後以来の 7%割れになるとの市場の観測に反し、政府が通年の成長目標とする 7%前後の水準は保った。工業生産や社会消費品小売総額は微減にとどまったが、1～6月期の固定資産投資は前年比 11.4%と 1～3月期の同 13.5%を明確に下回り、また、1～6月期の輸出は前年比 0.9%と 1～3月期の同 4.9%から大幅に伸びが鈍化した。PMI は 50 前後で低調に推移している (図表 1)。

中国が金融緩和や株価対策に続き、8月11日に突然、人民元切り下げに踏み切ったことは、実体経済が予想以上に悪いことを印象付けた。中国人民銀行は8月11日に対ドルレートの基準値を 2%切り下げ、翌 12日 (1.6%)、13日 (1.1%) も切り下げた (3日間の合計で 4.65%の切り下げ)。14日には基準値を 4日ぶりに引き上げ (前日比 0.05%)、市場の実勢に近づけるための是正は基本的に終えたと表明した。今回の元安誘導には二つの意味があるとされる。

一つは景気のテコ入れである。これまで人民元は米ドルと事実上連動させることで、貿易や経済の安定を図り、ここ数年は緩やかに人民元の切り上げを進めてきた。しかし最近のドル高の影響で、人民元も連動して上昇し、輸出競争力を阻害する要因になっていた。7月の輸出額は前年比 8.3%と大幅に落ち込み、1～7月期累計の輸出額も前年の水準を下回った。景気が減速すれば、通常、

図表1 米欧中のPMI



(出所) ISM、Markit、中国物流購買連合会

通貨は下落方向に働くが、足元では人民元は割高となっていた。

もう一つのねらいは人民元の国際化のアピールがある。人民元の基準値はこれまで銀行から毎朝報告される為替レートをもとに決めていたが、市場実勢との乖離が大きかった。IMFの特別引き出し権(SDR)入りをにらみ、人民元が国際通貨として使われるためには、相場が市場で決まる方向に変革していくことが必要とされていた。

中国は今年に入り、2月と4月には預金準備率の引き上げ、3月、5月、6月には利下げと毎月のように金融緩和を行ってきた。利下げは昨年11月以来、合計4回に及ぶ。しかし景気減速に一向に歯止めがかからず、今回、さらなる景気刺激の手段として、元安誘導に動いた形になる。ただし、為替安で大幅な輸出刺激効果を狙うのならば、より大胆な切り下げが必要になるが、そこまでを意図したものではない。過度の元安は、資本流出につながりかねないというリスクもある。景気の減速感が強まる中、元切り下げはアメリカの批判を招きやすい施策であるが、国際化のため実勢に近づけるとの名目も立つことから、今回、切り下げに動いたということであろう。

#### 中国経済は政府のコントロール可能な範囲にあるか

中国の政策当局による一連の動きは、急成長しながらも統制色が強く市場化が遅れている中国経済がひとたび調整局面に入った場合に、ソフトランディングさせることの難しさを示している。市場の変動に完全に委ねるにはショックが大きすぎ、調整を緩やかにするためには当局の介入が必要となる。そうした対応は、市場化が進んだ国からは非難されるかもしれないが、もともと市場化が

遅れている中国経済では、調整局面で介入するのも自然なことであるともいえる。

株価対策については、株価が急落した6月以降、中国政府はなりふりかまわず進めてきた。政府系金融機関を通じた株式の買い支え、大株主や企業に対する株式売却の停止要請、公安当局などによる空売りの取り締まりなどである。下落を回避するため、株式売買を停止する企業も多数にのぼった。中国政府が株価対策に躍起になる背景には、株価が下落すれば都市部を中心に2億人ともいわれる投資家が損失を被り、政府批判やデモ発生により社会的不安定性が増すことへの懸念もあるとされる。

景気対策としてのインフラ整備事業も加速させている。政府は、高速鉄道など総額2,500億円のインフラ投資を新たに認可するなど、テコ入れを急いできた。また、政府系金融機関を通じて新たに債券を発行し、インフラ整備事業に投資する形で、今後3年間で1兆元の投資の踏み切るとの観測も出ている。中国政府はリーマンショックの後に、4兆元の景気対策に踏み切ったが、その後、過剰生産、過剰設備の問題が深刻化した。その反省を踏まえ、プロジェクトの収益性を厳しくチェックするとしている。

問題は当局が介入を続ける中で、実体経済が上向いてくるかである。現在の中国経済は、下支えが効かずさらなる深みにはまっていくのか、あるいは、経済はまだ当局によるコントロールが可能な範囲にあるのかが試されている局面にある。中国国内には膨大なインフラ需要があり、そこに資金を誘導していけば、それだけで一定の成長は見込めるという意味では、依然、後者の範囲内にあるといえる。政府の強い支配下にある銀行が融資を行うことでインフラ投資を増やしていくというのは、中国経済の下支えの常套手段であり、今回もそうした施策の効果が発現したことで、実質GDP成長率のより一層の減速には歯止めがかかったとみることができる。

もちろん、成長目標達成を優先して投資に依存すれば構造転換が進まなくなる恐れはあるが、一方では購買力を蓄えた消費者が増加しており、長期的にはその裾野の広がりという消費の高いポテンシャルも有する。調整局面において当局が支える範囲をどこにとどめておくのかのバランスが重要になるが、それを逸しない限り、中国の持続的な成長はなお可能と思われる。

今回の元安誘導にしても、調整が行き過ぎないように細心の注意を払っている。当局は、人民元が下落し続ける基礎的な条件がないことを強調して過度の元安を牽制するとともに、人民銀行には元レートを完全に安定させる力があるとも述べている。「新常态」に向けた構造調整の旗は降ろすことなく、時には強引とも思えるものもあるかもしれないが、テコ入れ策が随時講じられていくことで、中国経済の失速は先行きも回避されていくと考えられる。

### 緩やかな拡大を続けるユーロ圏経済

ユーロ圏の4~6月期の実質GDP成長率は、前期比年率1.3%と前期からやや減速したものの、

緩やかな拡大が続いている。PMIは50を上回って推移している（図表1）。ギリシャ支援をめぐる交渉の迷走は市場を不安に陥れたが、実体経済への影響は限られたものだった。消費は緩やかな増加基調を保っており、失業率は南欧ではなお高水準だがユーロ圏全体では低下傾向にある。春先まで低下傾向にあった物価上昇率も、足元では持ち直している。景気を下支えしたのがユーロ安である。名目実効為替レートは昨年末から約1割下落しており、これがドイツなどの輸出にプラスに働いたほか、スペインなど南欧諸国への観光需要を高める効果をもたらした。

ギリシャについては、EUなどからの支援が決まり、ユーロ圏からの離脱と財政破綻の危機は回避した。いったんは国民投票でEUの求める緊縮策にノーを突きつけたものの、今回の合意では、増税や一層の歳出カットの構造改革に取り組まざるを得なくなった。ギリシャはこれまでの緊縮策により経済規模が4分の3の水準となり、失業率は25%に達するが、さらなる緊縮策を取らざるを得なくなったことで、経済はさらに悪化していく可能性が高い。EU側の新支援は3年間で最大860億ユーロであるが、その用途の大半は借金返済や利払いに充てられることになり、前向きの景気回復策に資金を回せる余裕はない。

#### ギリシャ債務の元本削減とユーロ圏の今後

重すぎる財務負担について、IMFはギリシャ債務の元本削減を求めているが、ドイツなどはこれに強く反発している。これまで2度にわたるギリシャへの支援は結果として失敗に終わったことから、今回も早晚同じ結果になるとの指摘も多い。その場合、元本削減は時間の問題となるが、ドイツは最後までこれに抵抗する可能性が高い。

ギリシャ支援をめぐる交渉の過程では、厳しい態度を貫いたドイツと寛容な姿勢で臨んだフランスとの溝を改めて露呈させた。また、第二次大戦後にドイツが債務削減を受け、その後の経済発展につながった例を引き、ドイツのかたくなな態度を批判する論調は、ギリシャのみならず、フランスやアメリカ、イギリスなどでも珍しいものではなくなった。仮にギリシャが破綻したとしても経済規模が小さいため直接的な影響は小さいが、信用不安が他の南欧諸国に飛び火した場合の金融市場への影響は大きいと、市場でもドイツを批判する声は強い。

ドイツは通貨統合せず強いマルクを使うよりは、競争力が弱い南欧などが入ったユーロを使うことで、輸出を増やし外貨を蓄えることができた。また、稼いだ外貨はドイツの銀行がギリシャなどで運用したが、ギリシャ救済により救われたのは欧州の金融システム全体で、ドイツの金融機関もその例外ではなかった。ドイツの世論がギリシャ救済に批判的なのはやむをえないとしても、メルケル首相は、そうしたギリシャ救済の論理と必要性について、国民を説得できないでいる。

今回の局面でもユーロ離脱という選択肢はとれなかった以上、今後もその選択がとられる可能性は低い。おそらくは、ギリシャ経済がさらに疲弊した状態で、元本の大幅削減、つまりは借金の棒

引きの措置をとらざるを得なくなると思われる。つまりは、最初の段階で元本削減を含む債務削減を行ってればギリシャ経済の早期回復が見込めたのも関わらず、それを行わなかったことでより多くのコストを要するという最悪の展開に至ることになる。ドイツもユーロ崩壊の引き金を引いたとの汚名は負いたくないため、最終的には元本削減を認めざるを得なくなると思われるが、その場合でも世論を説得しきれるかというリスクは残る。

今回の問題の根本には、通貨が統合されているのも関わらず、財政が統合されていないため、競争力の弱い国への財政移転が行われるメカニズムが欠けていることがある。この問題については、危機克服の過程で財政統合の機運が高まっていくことが理想的な展開であった。しかし現実には、域内での財政力が豊かな国とそうではない国の対立、原理原則を掲げ救済に冷淡なドイツへの感情的な反発など、危機対応でユーロ圏の統合深化が進むどころか、逆に分裂の火種が増している。

ただ、経済的、政治的プレゼンスの向上などいったん通貨統合のメリットを享受した以上、統合を後戻りさせる選択も現実的にはありえない。ギリシャのような国がユーロ圏に残留可能な知恵を搾り出していく過程で、危機対応で一体的行動ができるという意味での統合深化がこれまで進展しており、今後もそうした方向の深化は進んでいかざるを得ないが、それ以外については見通せない状況にある。通貨統合したものの、財政、政治統合までは見通せず、さりとて後戻りもできないという状況は、ユーロ圏の存続基盤は今後も弱いものである続けるということを意味する。

### アメリカは9月に利上げへ

アメリカの4~6月期の実質GDP成長率は前期比年率2.3%と、前期（同0.6%）から伸びを拡大した。自動車販売などが好調な個人消費が同2.9%と高い伸びを示し、輸出が同5.3%と大幅プラスに転じた。ただし設備投資は、ドル高や原油安などの影響により手控える動きがあり、同-0.6%と11四半期ぶりにマイナスとなった。PMI（ISM製造業景況指数）は、4月を底に改善傾向にある（図表1）。雇用の改善も続いている。7月の非農業部門の雇用者数は前月比21.5万人と、3ヵ月連続で20万人台を維持した。7月の失業率は前月から横ばいの5.3%だった。

米経済は7月以降も、潜在成長率並みの2%台の成長を続けているとみられ、FRBは早ければ9月にも利上げに踏み切ると考えられる。コア物価上昇率は1%台前半と2%を下回っているが、雇用の回復に伴って賃金上昇圧力が強まり、やがて2%に近づいていくと考えられる。過去の利上げ局面においても必ずしも物価が2%に達していたわけではない。

労働市場がさらにいくらか改善し、物価が上昇していくという合理的な確信が得られれば、利上げに踏み切る環境は整うことになる（7月29日のFOMC声明）。7月29日のFOMCでは、6月のFOMCでの「労働市場がさらに改善」の表現を、「労働市場がさらにいくらか改善」という表現に改め、あと少しで利上げできる環境に至るとの認識を強くにじませた。また、FOMCで投票権

を持ち、中立的な立場と捉えられているロックハート・アトランタ連銀総裁は、9月の利上げを見送るためには、経済情勢の大幅な悪化などの高いハードルが必要になるとの認識を示している（『ウォール・ストリート・ジャーナル』8月4日）。

支援が正式に決まったことでギリシャ問題は落ち着いており、中国経済も先行きの悪化には歯止めがかかっていくとみられ、今のところ、外的な市場環境はアメリカの利上げの障害になる可能性は低い。仮に9月の利上げは見送られた場合は、12月になると考えられるが、その後の利上げペースは、いずれの場合でも四半期に1度程度のペースで0.25%ずつとの見方が多く、米経済への悪影響は最小限に抑えられる形で実施されると考えられる。FRBが、条件が整い次第速やかに利上げに踏み切ることについては、市場の不確実性が早期に取り除かれるという意味でもメリットがある。



## 2 日本経済—賃金上昇、設備投資拡大で持ち直しへ

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比-0.4%（同年率-1.6%）と3四半期ぶりのマイナス成長となった。消費、輸出が大幅なマイナスとなったほか、設備投資も3四半期ぶりにマイナスに転じた。以下では、最近の経済状況を確認しつつ、今後の行方を探っていこう。

### 輸出、生産に持ち直しの兆し

外需については、実質輸出（日銀ベース）は、4～6月期は前期比-3.6%と4四半期ぶりのマイナスとなった（図表2）。地域別で見ると、アジア向けは中国向け、NIEs向け、ASEAN向けともに減少した。中国経済の減速が想定以上で、中国経済の弱さが他のアジア諸国にも波及した形になった。このほか4～6月期は、アメリカ向けが、米経済が悪天候や港湾ストなどの影響で1～3月期の成長率が鈍化したことにより減少したほか、EU向けも減少した。財別では、IT関連が中国経済などの減速を受けて減少し、資本財については、資源関連の建設機械、工作機械などが弱含んでいる。しかし、先行きについては、海外経済が緩やかに持ち直していくことから、輸出も持ち直していくと見込まれる。実質輸出は、月次ベースでは5月の大幅なマイナスの後、6月は持ち直しプラスに転じている。

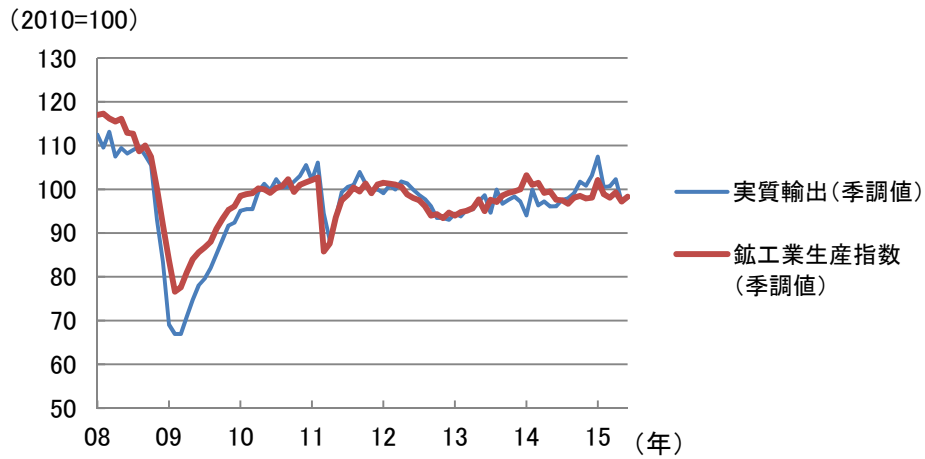
一方、4～6月期の生産は、前期比-1.4%と3四半期ぶりのマイナスとなった（図表2）。IT関連の不振や在庫調整圧力が残存していることが影響している。IT関連では、これまで生産を牽引してきた電子部品デバイスが4～6月期はマイナスとなった。中国経済減速の影響に加え、スマートフォン向け需要が一巡したことによる。輸送機械工業も4～6月期はマイナスとなったが、減産にも関わらず、在庫、在庫率とも上昇した。自動車販売が低調なことによる。生産を牽引してきたはん用・生産用・業務用機械も、4～6月期はマイナスとなった。

先行きについては、製造工業予測指数は7月0.5%、8月2.7%となっており、緩やかな増加が見込まれている。生産も実質輸出と同様、月次ベースでは5月の大幅なマイナスの後、6月は持ち直しプラスに転じている。出荷・在庫バランス（出荷の伸びー在庫伸び）は依然マイナス領域にあるものの、6月は出荷が伸びたことでマイナス幅が縮小した（図表3）。在庫調整が進展したことを示している。財別では電子部品デバイスがしばらくは足を引っ張る形になるが、企業の設備投資意欲の高まりにより、はん用・生産用・業務用機械などの今後の伸びが期待できる。

### 消費にも回復の兆し

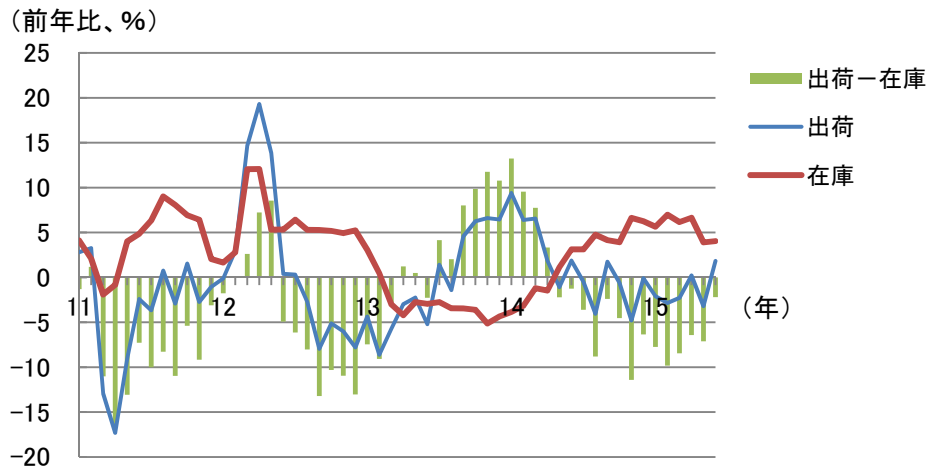
消費については、消費総合指数は4～6月期は前期比-0.6%と4四半期ぶりのマイナスとなった（図表4）。消費は昨年4月の消費税率引き上げ後の落ち込みを克服した後は、回復してきたが、

図表2 実質輸出と鋳工業生産指数



(出所) 日本銀行「実質輸出入」、経済産業省「鋳工業指数統計」

図表3 出荷・在庫バランス



(出所) 経済産業省「鋳工業指数統計」



4～6月期は一転してマイナスとなった。天候不順でエアコンが販売不振に陥った家電は、低調に推移した。自動車は、軽自動車販促活動活発化により昨年末に高い伸びを示した後、その後は反動減に見舞われ、さらに4月の軽自動車税増税を前に駆け込みとその反動の影響が表れたため、足元では低迷している。消費低迷の要因としてはこのほか、夏季セールが7月に後ずれしたことの影響もある。外食、旅行などのサービス消費は比較的堅調に推移した。

足元では消費は下振れたが、先行きについては、ベースアップとボーナス増加で賃金上昇がより明確になっていくにつれ、持ち直していくと見込まれる。また、7月上旬までの気温は平年より低かったが、7月中旬以降、35度以上の猛暑に見舞われたため、エアコンや飲料水などの売り上げが大幅に伸びており、7～9月期の消費を上振れさせる要因になると考えられる。

雇用については、労働需給は改善を続け、6月の有効求人倍率は前月に続き1.19倍と1992年3月以来の高水準を維持した。新規求人倍率(1.78倍)も1992年2月以来の高水準である。失業率は、6月は3.4%と前月から0.1ポイント上昇したものの、低い水準を保っている。失業率が上昇したのは、労働市場に新たに参入した人が増えたことによる。現金給与総額は前年比-2.4%と7ヵ月ぶりに減少した。特別給与が同-6.5%と減少したためであるが、これは、賞与額が相対的に大きい30人以上の事業所で、6月の支給が例年より少なく、支給が後ずれした可能性が高いことによる。現金給与総額の基調については、8月までの数値を総合的にみる必要がある。

以上述べてきたように、景気は足元では、踊り場的な状況にある。景気動向指数は6月のCI一致指数が前月差0.7ポイントと2ヵ月ぶりに上昇したものの、5月の2.2ポイントの落ち込みの後の戻りとしては弱かった。基調判断は、12月から4月までは5ヵ月連続で「改善」であったが、5月からは2ヵ月連続で「足踏み」となった。

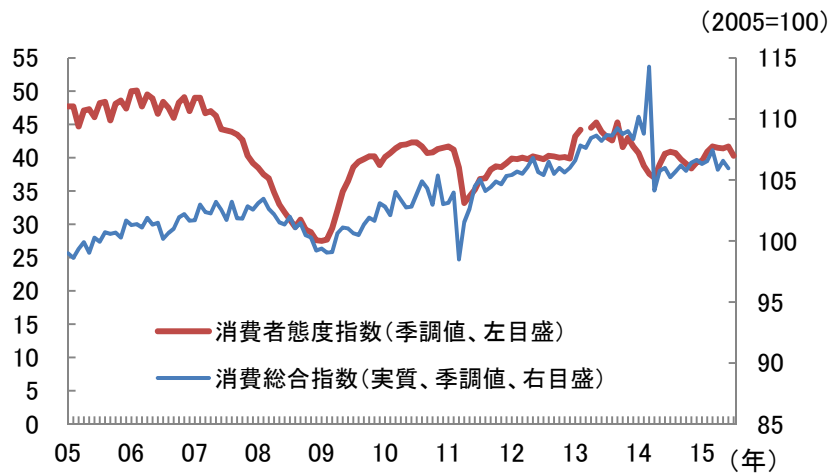
しかし、CI先行指数は2ヵ月連続で改善しており、先行きには明るい兆しが表れている。先行指数採用系列のうち、最終需要財や鉱工業生産財の在庫率指数が改善しているほか、住宅着工床面積が伸びている。また、生産、輸出、消費は、先行きは持ち直していくと考えられるため、4～6月期のマイナス成長は一時的なものになると考えられる。加えて今後は、設備投資の活発化が景気を支えていくと考えられる。

### 製造業の設備投資意欲が拡大

設備投資については、一致指標である資本財総供給(国産品+輸入品)は4～6月期は前期比-0.6%と2四半期連続でマイナスとなったが(図表5)、先行指標である機械受注は4～6月期同2.9%と4四半期連続でプラスとなった。受注額は2008年4～6月期以来の高水準で、製造業が高い伸びを示している。7～9月の見通しも前期比0.3%とプラスを維持している。

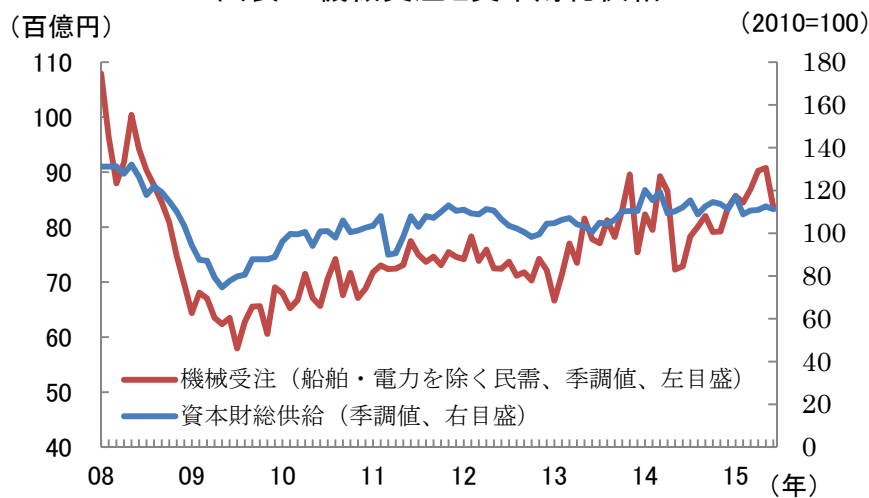
各種サーベイ調査でも、製造業の設備投資意欲が高まってきたことが示されている。日銀短観(6

図表4 消費者態度指数と消費総合指数



(出所) 内閣府「消費総合指数」、「消費動向調査」  
(注) 消費者態度指数は、調査方法の変更に伴い、不連続が生じている

図表5 機械受注と資本財総供給



(出所) 内閣府「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」

月調査)によれば、大企業・製造業の今年度の設備投資計画は、前年度比 18.7%と 3 月調査の同 5.0%から大幅に上方修正された(図表 6)。これが実現されれば、1989 年度の同 22.2%以来、26 年ぶりの高い伸びとなる。昨年度の実績は同 5.6%だった。

例年、新年度に入り、設備投資計画が固まってくる 6 月調査では、3 月調査に比べ上方修正されるが、これほどまでの上方修正は予想されていなかった。大企業・非製造業や中小企業も上方修正されたが、これは例年の上方修正パターンの範囲を超えるものではなかった。それだけに大企業・製造業の突出した上方修正が目立っている。

製造業では、リーマンショック後に投資を手控えたことにより設備の老朽化が進展したことに対応するため、これまで更新投資を優先してきた。しかし、円安持続で国内生産の採算が大幅に改善したことにより、国内生産回帰が進み、生産能力が不足してきたことに対応するため、能力増強投資に踏み切る例も出てきた。また、人手不足対応の省力化投資も活発化している。

為替レートと海外生産の関係については、予想円レートが円安方向に振れると、およそ 2 年後に海外生産比率の上昇が抑制されるという経験則がある。現状では、アベノミクスが導入されて 2 年半以上経過し、企業の生産や投資行動が、円安を前提としたものになりつつある。

経済産業省が昨年 12 月に行った調査によれば、海外工場を持つ企業のうち 13%が、この 2 年で「国内生産回帰の実績がある」と回答した。理由としては、「品質や納期など海外では課題があった」(34%)に次ぎ、「国内生産でも採算が確保できた」(24%)があげられていた。また、内閣府が今年 1 月に行った調査によれば、5 年後(2019 年度)における海外生産比率の見通しが、2014 年度より上昇すると回答した企業が 53%と半数を超えたが、昨年調査の 61%に比べればかなり低下した。4 年ぶりの低下であった。企業の活動がグローバル化する中、消費地に近い現地において生産体制を構築していく姿勢には今後も変わらないが、円安定着により、国内生産の競争力が回復したことを反映している。

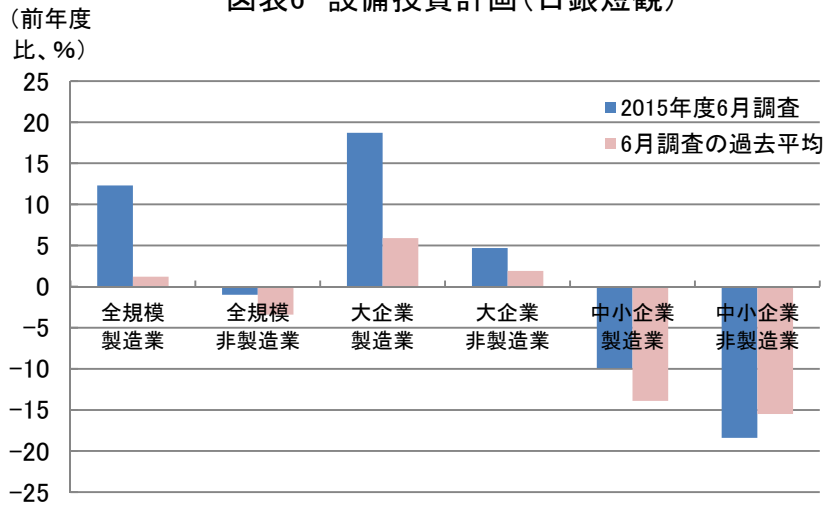
これまでの企業収益の改善が、賃金上昇を通じて消費を刺激するとともに、企業が設備投資を活発化させていけば、景気の好循環がより明確になる。直近では製造業の設備投資の回復ぶりが目立っているが、非製造業の設備投資は、アベノミクス以降の消費回復や物流活発化、不動産市況回復などにより、より早く回復しており、昨年度の高い伸びに続き、今年度も堅調である。

6 月短観の設備判断 DI(過剰-不足)をみると、製造業はわずかに上昇したものの依然として低い水準で、非製造業はマイナス(不足超)が続いている。先行き(9 月)はいずれも低下する見込みで、設備投資の不足感が今後も投資を後押ししていくことになると考えられる。

### 物価の「基調」は堅調

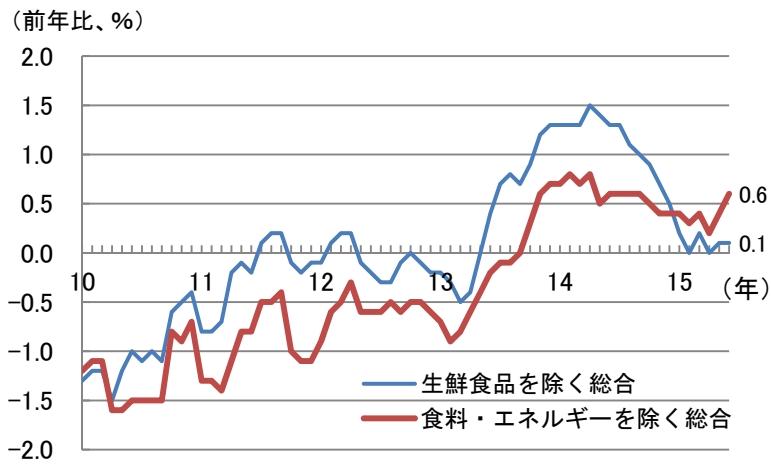
景気が緩やかな拡大を続けると見込まれる中、金融政策はどのように運営されていくだろうか。6

図表6 設備投資計画(日銀短観)



(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

図表7 消費者物価指数



(出所) 総務省「消費者物価指数」  
 (注) 消費税率引き上げの影響を除く

月の消費者物価（除く生鮮食品）は前年比 0.1%と前月に引き続きゼロ近傍となった。消費税率引き上げの影響を除くと、昨年 4 月の 1.5%をピークとして鈍化し続けている（図表 7）。この背景には、増税後の消費不振の長期化と原油価格下落がある。とりわけ原油価格下落の影響は大きく、先行きはエネルギー価格のマイナス寄与が拡大していくことで、物価は早ければ 7 月にも前年比マイナスに陥り、7～9 月期は-1%程度となる見込みである。

物価が一時的にマイナスになることは既定路線であるが、日銀はこれを機会に「基調」としての物価は堅調であることを強調し始めた。その一つは、生鮮食品に加え、エネルギーも除いた指数の公表で、日銀はこの指数が今年 1～2 月をボトムに上向き、5 月には前年比 0.7%に達していることを示した。一方、日銀政策委員会の石田浩二審議委員は、7 月 30 日の講演で、物価の基調としてそれとは別に、エネルギーを除く指数と、エネルギーに加え持ち家の帰属家賃を除く指数の二つを示し、5 月には前者は前年比 1.2%、後者は 1.5%に達していることを指摘した。

### 物価を下押しする帰属家賃

持ち家の帰属家賃とは、持ち家世帯の住宅費用のことで、持ち家が仮に借家であった場合に支払われるであろう家賃を示す。家賃額が家計支出に占める割合が高いため、借家世帯と持ち家世帯の生活費を同じレベルで比較するため、持ち家世帯が仮に近隣相場並みに家賃を払っているとしたりいくからになるかを計算してそれを生計費に加えている。持ち家の帰属家賃は、物価の構成品目の 23%を占める。

持ち家の帰属家賃は実際の借家の家賃から把握されるが、日本の場合、この 10 年ほどはゼロ近傍でほとんど変動しておらず、08 年以降については-0.3%程度で推移し、消費者物価上昇の足を引っ張る形となってきた。これに対しアメリカの場合、持ち家の帰属家賃は物価の構成品目の 33%と日本より高いシェアを占め、08 年以降は 2%程度で推移し、物価を押し上げる方向に働いてきた。

日本の持ち家の帰属家賃が低下傾向にある要因としては、統計上の問題が従来から指摘されてきた。一つは、日本の借家家賃の統計では、継続家賃（新規契約ではなく、契約を継続する場合の家賃）が使われており、継続の場合、家賃改訂が行われにくいという要因がある。

もう一つは、家賃の品質調整が行われていないという点がある。物件が時間の経過とともに古くなっていった場合、借家の品質は劣化していることになり、この場合、同じ家賃でも物件が劣化した分、家賃は割高になっていることになる。このような家賃の品質調整がなされれば、家賃の統計はより上昇しやすくなるはずであるが、日本では調整はなされていない。

これに対しアメリカでは、こうした帰属家賃を低下させる要因はない。日本の消費者物価は、持ち家の帰属家賃の性質上、常に物価上昇率が低く抑えられやすくなっていることになる。ただ、持

---

ち家の帰属家賃を、より実態に近いものに合わせるためには、手間と費用がかかり、すぐにできるものではない。

### 追加緩和なしのメッセージ

石田審議委員の指摘は、持ち家の帰属家賃には問題があり、しかも帰属家賃は、実際に払っているものでもないため、これを除いた指数も物価の基調の一つとして、見ておく必要があるというものだった。

消費者物価は、5年に1度行われる基準改定が2016年8月に予定されている。6月の内閣府統計委員会では、日銀の前田栄治調査統計局長（当時）は、帰属家賃の問題を指摘した。さらにこの問題については、前日銀副総裁で、現在、内閣府統計委員会の委員長を務める西村清彦・東京大学教授が、7月6日付け日本経済新聞で指摘した。

以上述べてきた一連の動きは、日銀が、物価が一時的に前年比マイナスに陥ると予想されるこの機会を逃さず、物価の基調として何を見るのが適当なのかを議論を深めていきたいとの強い意志を感じさせる。

日銀にとっては、POSデータから算出する東大や一橋大の物価指数が春以降、上昇傾向にあることも追い風である。各種指数で唯一懸念があるとすれば、生鮮食品だけではなく食料全部とエネルギーを除いた指数が伸び悩んでいたことであるが、6月はこの指数も前年比0.6%と伸びを高めた。

このように各種指数からみて、物価の基調は着実に強くなっており、それが今後の金融政策に与えるメッセージは、追加緩和の可能性は低いということである。石田審議委員は今後の政策運営について、仮に物価上昇率が2%に0.2ポイント程度届かなくても、2%程度となり安定するという確信が得られれば、それでよいとの認識も示した。生鮮食品とエネルギーを除く指数が、前年比1%を突破するのも時間の問題である。

これに対する黒田総裁の本音ベースでの考えはわからない。ただ、日銀執行部の立場にすれば、共感できる部分は大きいと思われる。数値上、厳格な2%達成を持っていては、金融緩和が行き過ぎる懸念が強いからである。今後、目標達成が近づいていった場合、このような運営がなされることは十分あり得る。

### 2015、2016年度と景気拡大が続く

以上を勘案すると、今後の日本経済は、賃金上昇が確かなものとなって個人消費が回復し、設備投資も維持更新や人手不足に対応する省力化投資に加え、国内生産回帰の動きも加わることで増加し、さらには輸出も緩やかに持ち直していくことで、拡大を続けていくと考えられる。それにつれ、物価の基調も着実に上昇していくと考えられる。2015年度の実質GDP成長率は1.2%、2016年度



は 1.6%になると予想される。消費者物価上昇率（除く生鮮食品）については、2015 年度 0.4%、2016 年度 1.7%を見込んでいる。

予測表

年度	2014	2015	2016	2014	2015 →予測					2016				2017
	実績	予測	予測	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
実質 GDP (年率)	-0.9	1.2	1.6	0.3	1.1	-0.4	0.6	0.4	0.2	0.3	0.3	0.5	0.9	
	—	—	—	1.4	4.5	-1.6	2.3	1.6	1.0	1.2	1.4	2.0	3.8	
個人消費	-3.1	0.8	1.6	0.3	0.3	-0.8	0.9	0.6	0.4	0.2	0.1	0.4	1.3	
住宅投資	-11.7	2.3	3.3	-0.6	1.7	1.9	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0	1.1	0.0	
設備投資	0.5	2.8	3.3	0.2	2.8	-0.1	0.6	0.3	0.3	0.8	1.2	1.4	1.4	
在庫投資(寄与度)	0.5	0.1	-0.1	-0.2	0.5	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	
政府消費	0.4	1.0	0.8	0.3	0.3	0.4	0.0	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	0.4	
公共投資	2.0	-0.2	-3.1	0.3	-1.2	2.6	-2.3	-1.0	-0.6	-0.7	-0.8	-0.4	-0.6	
輸出	7.9	0.5	4.6	2.8	1.6	-4.4	1.7	1.2	0.5	1.0	1.2	1.6	1.8	
輸入	3.6	1.0	3.9	0.9	1.8	-2.6	1.2	1.1	0.6	0.8	0.9	1.2	1.8	
名目 GDP	1.6	2.6	2.3											
GDP デフレーター	2.5	1.5	0.7											

[実質 GDP 寄与度]

内需	-1.5	1.2	1.4
外需	0.6	-0.1	0.2

鉱工業生産	-0.4	1.4	4.5
CPI(除く生鮮食品)	2.8	0.4	1.7
失業率	3.5	3.3	3.2
経常収支	7.9	15.8	16.4
円ドルレート	109.8	123.0	124.0

[前回予測(2015.6.8)]

実質 GDP	—	1.8	1.7
名目 GDP	—	2.9	2.4

(注) 各需要項目は前期比。経常収支は兆円。

《本件に関するお問い合わせ先》

株式会社富士通総研 経済研究所 上席主任研究員 米山秀隆

電話:03-5401-8392(直通)

E-mail:[yoneyama.hide@jp.fujitsu.com](mailto:yoneyama.hide@jp.fujitsu.com)

《報道関係者お問い合わせ先》

株式会社富士通総研 事業支援統括部)広報

電話:03-5401-8399(直通)