

2016・2017年度の内外経済見通し

～盛り上がりを欠く内需～

＜要旨＞

2016年1-3月GDPは個人消費、公需、純輸出の3項目に支えられ2四半期ぶりにプラス成長となった。しかし、GDPの押し上げ要因となった個人消費は実質では前期比年率+1.9%の成長であるが、名目で見ると前期比年率▲0.5%とマイナス成長であり、見かけの数字ほど強くなっていない。2015年以降続く平均消費性向の落ち込みが消費の実勢を弱めているとみる。

今回の見通しでは2016年度のGDP成長率は1.1%、2017年度は▲0.2%と見込む。2017年度までは、外需が景気と成長率にほぼ中立となる中で、内需も力強い伸びには至らない展開となろう。労働需給のタイト化した状態が続き、企業から家計への所得移転という前向きの循環の動きは続くものの、企業収益の増勢が鈍化するためにそのペースが鈍化することと、家計の先行きに対する慎重な見方から消費性向が上昇しないためである。なお今回の経済見通しでは、2017年4月の消費税率引き上げは現行法通り実施されることを前提としている

1. 2016年1-3月期実質GDPは2四半期ぶりのプラス

2016年1-3月期の実質GDP成長率(1次速報値)は前期比年率+1.7%となり、2四半期ぶりのプラスとなった(図表1)。牽引したのは個人消費、公需、純輸出の3項目。個人消費は前期比年率+1.9%と堅調な伸びを示した。雇用所得環境の改善が下支えしたと考えられる。公的需要は前期比年率+2.6%と3四半期ぶりの増加へ転じた。輸出は前期比年率+2.4%と増加したが、内需の弱さを反映して輸入が前期比年率▲1.8%と減少し、純輸出はプラスとなった。

図表1 実質GDP成長率

(前期比年率、%ポイント)

	2015				2016
	I	II	III	IV	I
実質GDP	+ 5.4	▲ 1.7	+ 1.6	▲ 1.7	+ 1.7
個人消費	+ 0.8	▲ 3.2	+ 2.0	▲ 3.3	+ 1.9
住宅投資	+ 8.7	+ 9.0	+ 6.8	▲ 4.1	▲ 3.0
設備投資	+ 16.3	▲ 6.2	+ 2.7	+ 4.7	▲ 5.3
公的需要	▲ 1.0	+ 3.6	▲ 1.1	▲ 0.3	+ 2.6
輸出	+ 8.9	▲ 17.8	+ 10.8	▲ 3.1	+ 2.4
輸入	+ 6.0	▲ 9.8	+ 6.8	▲ 4.3	▲ 1.8

(資料)内閣府『国民経済計算』

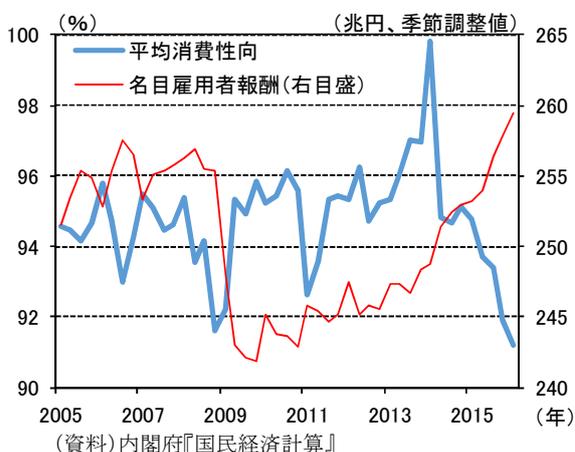
2. 内需環境

図表1に示される通り、ここ1年のGDP成長率の増減の動きは消費の変化に依るところが大きい。2014年の消費税率引き上げによる駆け込み需要とその反動の動きがあつて以降、マイナスとプラスを交互に動き不安定な様相を見せている。元々GDPの約6割を占める項目であるだけに不安定な動きがそのままGDP全体の動きへ波及してしまうため、今後の日本のGDPの成長のペースを見通す上ではこの先の消費の動きが最大のポイントとなる。

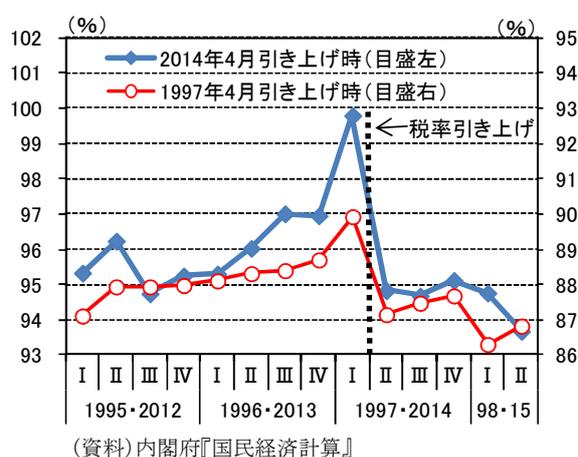
(1) 個人消費と雇用・所得環境の先行き

最初に、個人消費の現状をやや詳しく見ると、二つの特徴が指摘できる。一つは、実質ベースでは前期比年率+1.9%と閏年効果もあつて増加したが、名目ベースでは同▲0.5%と減少し、物価の下落によって実質伸び率が押し上げられる姿になっていることである。従つて、見かけの数字ほどには力強さは感じられない。そしてもう一つは、名目雇用者報酬が前年同期比+2.5%と増加したにもかかわらず消費額が減少していることで、GDP統計における雇用者報酬と消費額の比率で算出した消費性向は、リーマン・ショック直後の水準さえも下回っている(図表2)。ここで見る消費性向の水準低下は、社会保障費用の負担増といった可処分所得減少の影響や消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動等(図表3)、消費マインド悪化以外の要因もあるが、既往円安が食料品価格に徐々に波及する中(次頁図表4)で家計が節約志向を強めていることと、2015年夏や2016年初めの国際金融市場不安定化や、日銀のマイナス金利政策に対する漠然とした不安といった要因が、消費マインド悪化を通じて財布の紐を締めさせていると判断している。

図表2 平均消費性向と名目雇用者報酬



図表3 消費税率引き上げ時の消費性向の比較

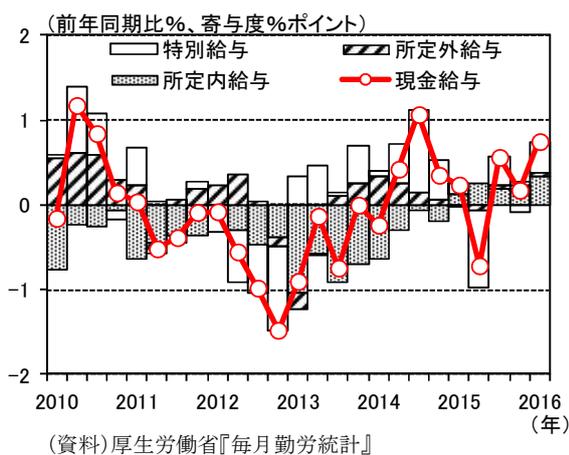


ではこの先、雇用者報酬と消費性向はどのように推移するか。最初に、雇用者報酬について見ると、厚生労働省「毎月勤労統計」で見ると現金給与総額は前年比プラス基調が続いており、2016年1-3月期平均は前期同期比+0.7%と、3四半期連続でプラスになっている(次頁図表5)。直近の失業率が3%前半まで低下しており、有効求人倍率が1倍を超えている上に、日銀短観の雇用判断DIも明らかに人手不足超という状況を前提とすると、構造的な賃金増加トレンドは今後も続くのが自然であろう(次頁図表6、7)。

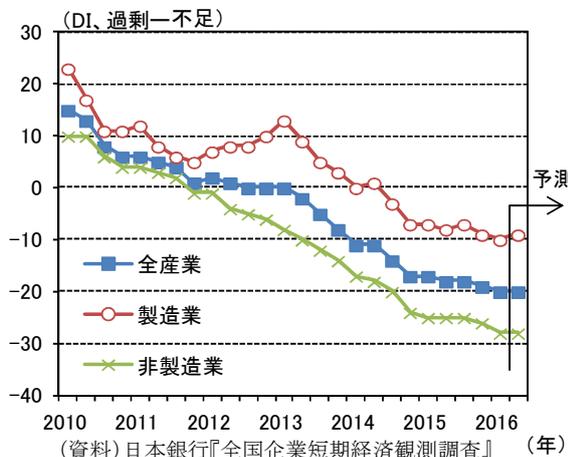
図表4 食料品のうち価格上昇している品目



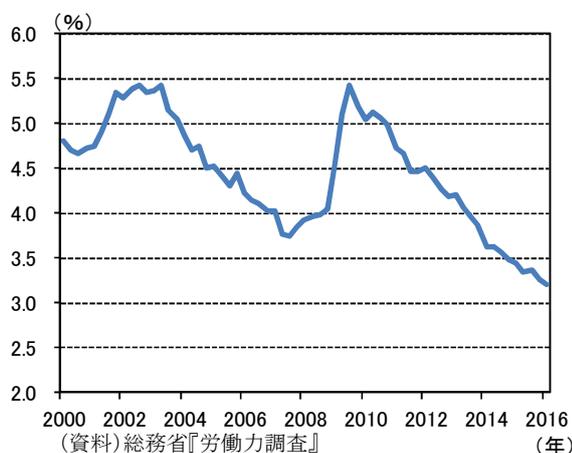
図表5 現金給与総額の寄与度分解



図表6 雇用判断DI

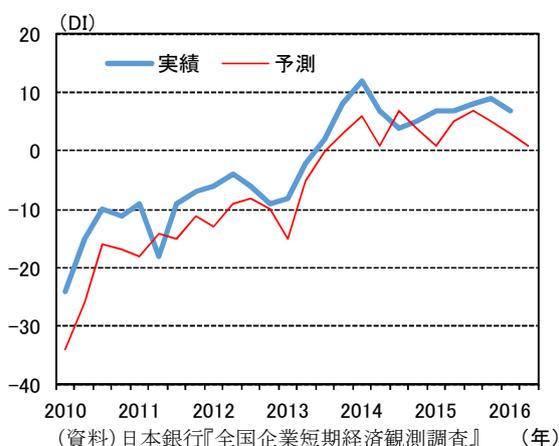


図表7 完全失業率

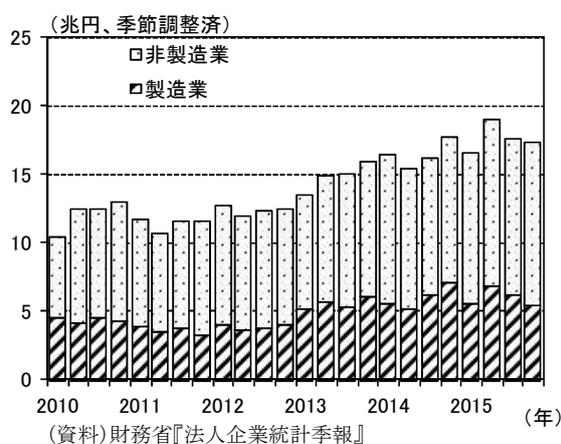


しかし、今後の雇用者報酬の伸びは鈍化する可能性が高い。非製造業では資源価格下落の恩恵を受ける形でお増益基調が続いているが、円安に歯止めがかかったことや中国景気減速の影響で、製造業を中心に企業収益にピークアウトの動きがみられ、企業の業況判断が低下していることがその根拠である(次頁図表8、9)。こういった材料を踏まえると、国内企業は人件費増加への姿勢を慎重化すると見込まれる。また、2016年春季労使交渉においても賃金の引き上げ額、賃金アップ率共に前年を下回る状況である(次頁図表10)。こうした材料から雇用者報酬は労働市場のタイト化から増加を続けるだろうが、企業のマインドを考慮するとその伸び率は鈍化して行くと考えられる。

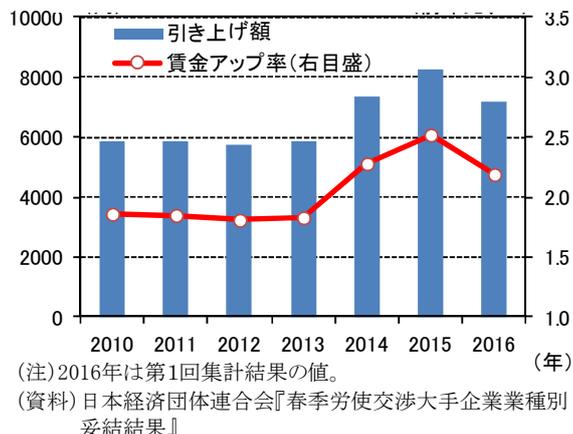
図表8 業況判断DI



図表9 経常利益



図表10 賃金引き上げ額と賃金アップ率



そして消費性向は、2017年4月の消費税率引き上げを挟んで上下するため趨勢が読みにくい展開になるだろうが、趨勢としては現状から横ばいの範囲を出ないと見る。企業収益の増勢が鈍りつつあり、株価上昇をはじめとする金融市場の改善にも一服感があることを踏まえると、消費者マインドの顕著な改善が期待できる状況ではないと判断されるためである。

以上を総括した2017年度までの個人消費は、以下のように予想する。2016年度は名目ベースの個人消費は+0.6%増加、実質ベースは物価上昇の鈍化で+0.8%増加しよう。そして2017年度の名目ベース伸び率は+0.2%となり、更に消費税率引き上げによる実質所得減少効果が重なることで、実質ベースでは▲1.0%とマイナスになると予想する。

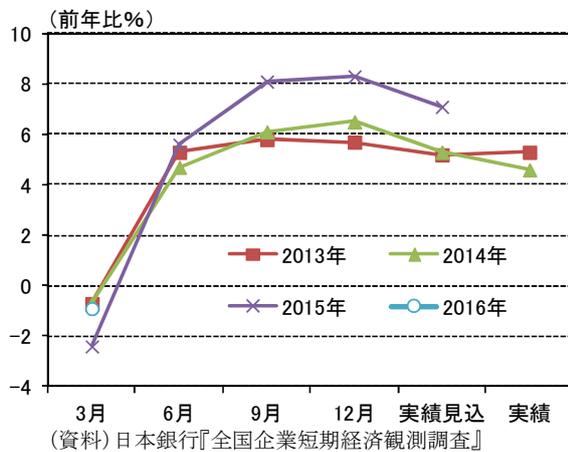
(2) 設備投資の先行き

1-3月期の設備投資は前期比年率▲5.3%と大きくマイナスとなり、依然として安定した回復局面には至っていないことが示された。年初来の円高、株安といった心理面での不安要素が企業の設備投資行動を慎重にさせているとみられる。

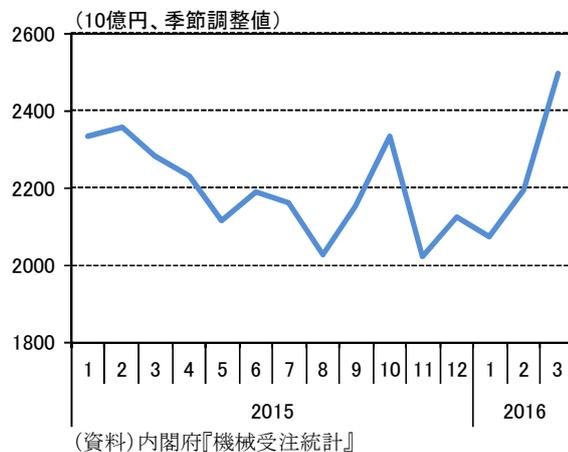
今後の設備投資動向を見通すための材料は、強弱混在となっている。ポジティブな材料としては、日銀短観による企業の設備投資計画があり、業況判断DIが鈍化する中でも2015年度は依然

高い伸び率を維持している上に、2016年度の計画も、年度開始前の3月調査時点で▲0.9%とマイナスながら、過去3年の修正パターンを踏まえると弱い数字ではない(図表11)。また、設備投資の先行指標となる機械受注が足元では伸びていることも、この先の設備投資を見る上でプラス要因である(図表12)。

図表11 設備投資計画



図表12 機械受注額(船舶を除く)の推移

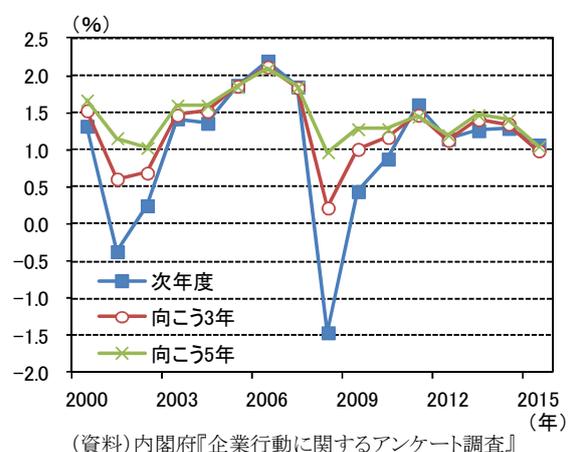


一方で、既述の通り企業収益の増勢が製造業中心に鈍化していることに加えて、日銀短観の生産設備判断DIが2016年3月調査で小幅ながら過剰超になったこと(図表13)、そして更に内閣府「企業行動に関するアンケート調査」による国内企業の成長率予想が前年から低下したことも、この先の設備投資動向を慎重に見る必要があることを示す材料である(図表14)。

図表13 生産設備判断DI



図表14 企業の実質経済成長率の見通し

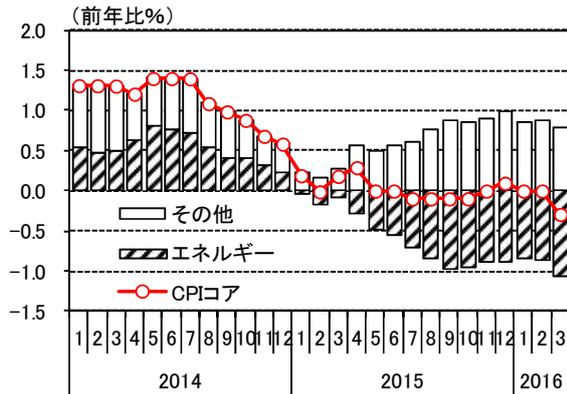


こういった強弱両方の材料を総合すると、この先の設備投資の増加ペースは緩やかなものに留まると判断される。2017年4月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動によって四半期毎の設備投資はある程度振幅を伴うが、年度平均で見ると2016年度、2017年度ともに+0.4%と、ごく小さい伸び率にとどまると予想する。

3. 消費者物価上昇率の見通し

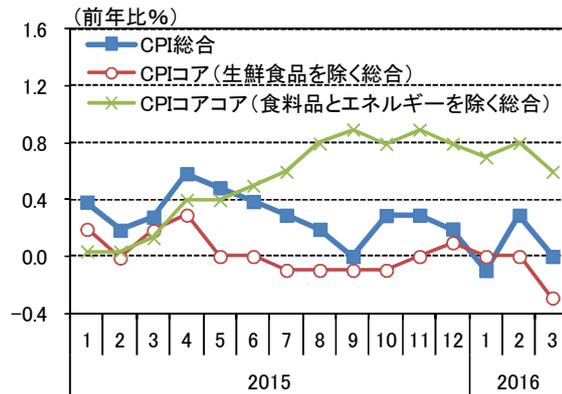
消費者物価指数の動きを見ると、CPIコアが前年比で▲0.3%と5ヵ月ぶりのマイナスで、CPI総合ベースでも前年比上昇率がゼロに落ち込むなど、総じて弱い。過去の原油安の影響が引き続き押し下げ要因となっている(図表15)が、生鮮食品とエネルギーを除くベース(CPIコアコア)で見ても、上昇率が縮小しているため、趨勢として上昇ペースが弱まっていると見るのが妥当だろう(図表16)。

図表 15 CPIコアの寄与度分解



(注) 消費税率引き上げの影響を除く。
(資料) 総務省『消費者物価指数』

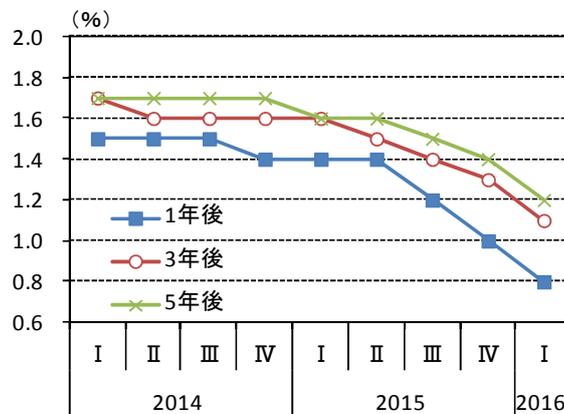
図表 16 CPIの推移



(注) 消費税率引き上げの影響を除く。
(資料) 総務省『消費者物価指数』

原油価格の底打ちにより、2016年4-6月以降はエネルギーによる物価押し下げ圧力は弱まるが、足元の円高により一部は相殺される。更に、限られた賃金上昇率の元では消費者の期待インフレ率の高まりは想定しにくく、企業の物価上昇率見通しが低下していることも(図表17)、企業自身が値上げ・賃上げに対して慎重になることを通じて物価の上昇ペースを抑える要因になる。CPIコアの前年比上昇率は2016年度後半でも0%台前半、2017年度に入っても消費税率引き上げの影響を除けば0.6%程度にとどまると予想する。日銀は、物価目標の達成時期を「2017年度前半頃」から「2017年度中」とさらに後ろ倒しさせた。およそ2年先には目標達成というのが日銀の説明だが、その達成は困難であろう。今のところ、当部は2016年6月の追加緩和を前提としている。

図表 17 企業の物価見通し



(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

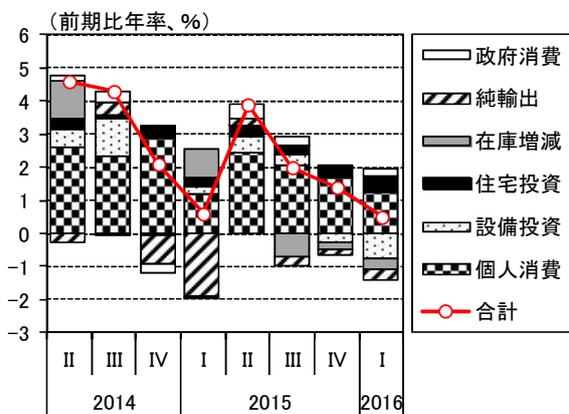
4. 海外経済・金融市場

以上の経済見通しは、2017年度まで海外経済と円レートが「米国を下支え役として緩やかな回復を続ける」「ドル円レートは日米金利差の拡大を受けて緩やかに円安方向に進む」という、当部の従来からの見通しに基づいている。

2016年1-3月四半期の米国景気は減速がみられ、成長率は前期比年率で+0.5%と前期の+1.4%から0.9%ポイント低下した(図表18)。項目別に見ると消費が前期比年率+1.9%と前期の+2.4%から0.5%ポイント低下したが依然として堅調に推移し、住宅投資も前期比年率+14.8%と高い伸びで景気を下支えしている。設備投資は前期比年率▲5.9%と減少し、これまでのドル高と原油安、世界経済の減速等の要素が企業に悪影響を与えていることが伺えるが、雇用・家計所得環境の改善が消費を下支えすることから、この先は回復に向かうであろう。

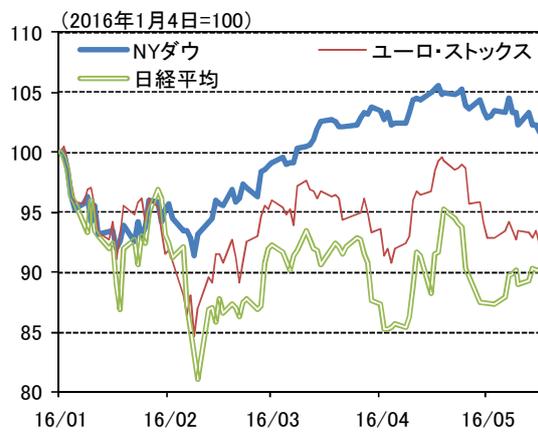
中国経済は2016年1-3月期の成長率が前年同期比+6.7%と徐々に低下し、製造業PMI指数をはじめとするその他の指標も減速が続いているが、世界経済全体に大きなマイナスインパクトを及ぼすほどの失速には至っていない。2016年初以来続いていた各国株価の乱高下が4月後半からは落ち着きの動きを見せていることから、世界経済が急速に悪化するリスクが一旦後退したと見ることができる(図表19)。世界経済全体では、今後も米国が景気下支え役として底堅い動きを続けると予想する。こういった海外経済の環境下で日本の輸出は底堅く推移するものの、2016年度と2017年度の日本の経済成長率に対する外需の寄与度はともに0.2%ポイントと、ほぼ景気に中立的にとどまると予想している。

図表18 米国実質GDP成長率



(資料) 米国商務省経済分析局

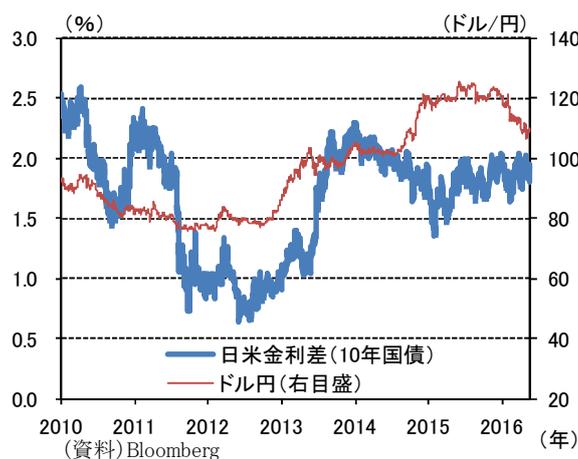
図表19 各国主要株価



(資料) Bloomberg

為替レートについては、追加緩和が見込まれていた2016年4月28日の金融政策決定会合が現状維持となったことなどから、やや急ピッチに円安と円高に振れたが、足元では米国での6月利上げ観測が高まったこともあり、110円程度まで円安方向に戻している(次頁図表20)。現状では米国の年内の2回の利上げという基本的な見通しは維持している。一方の日本では、物価目標未達から追加緩和の可能性が高いことを踏まえると、この先は緩やかな円安での推移を予想する。

図表 20 日米金利差とドル円レート



5. 2017年度までの見通し

以上見てきたような内外経済情勢と見通しを前提とすると、2016年度のGDP成長率は1.1%、2017年度は▲0.2%と見込む。2017年度の成長率がマイナスになるのは、消費税率引き上げによる駆け込み需要とその反動を想定しているためで、税率引き上げが延期となったケースにおいては、2016年度の成長率が+0.2%ポイント程度低下し、2017年度は+0.9%程度上昇すると見込む。

いずれにしても2017年度までは、外需が景気と成長率にほぼ中立となる中で、内需も力強い伸びには至らない展開となろう。労働需給のタイト化した状態が続き、企業から家計への所得移転という前向きな循環の動きは続くものの、企業収益の増勢が鈍化するためにそのペースは鈍り、家計は先行きに対する慎重な見方をするために消費性向を上昇させないためである。

このシナリオからの上振れ・下振れるリスクについては、引き続き下振れリスクの方が高いと見ている。今回のGDPの数値にも示されたような消費・設備投資の弱さを考慮すると、家計と企業のマインド悪化による景気後退リスクは従来よりも高まっていると考える。マインドに影響を与える要因としては海外経済も重要であり、米国・中国をはじめとする世界経済が減速して外需環境が悪化したり、米国景気減速で利上げ時期の後退という見方が強まって急激な円高が進んだりした場合には、企業収益の減少に加えてマインド悪化が重なることで、外需の減少と円高の進展による国内企業収益の減少によって、日本経済に対する下押し圧力がさらに高まることになる。

(経済調査チーム 加藤 秀忠 : Kato_Hidetada@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

総括表 2016～2017年度の内外経済見通し
(作成日：2016年5月24日)

	2016年度		2017年度		2016上	2016下	2017上	2017下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2005年基準>								
国内総支出	535.0	1.1	534.1	-0.2	0.7	0.9	-0.8	0.3
民間最終消費	308.7	0.8	305.6	-1.0	0.5	1.1	-1.6	0.3
民間住宅投資	13.9	3.3	13.1	-6.0	2.0	3.2	-7.0	-0.8
民間設備投資	72.2	0.4	72.4	0.4	-0.3	0.5	-0.1	0.4
民間在庫品増加(実額)	0.8	寄与度 -0.2	0.9	寄与度 0.0	0.9	0.8	1.5	0.4
政府最終消費	105.9	1.8	106.6	0.7	0.8	0.8	0.2	0.4
公的固定資本形成	21.2	-0.4	21.4	0.8	1.1	0.7	-0.2	0.4
財貨・サービス輸出	94.1	2.2	96.5	2.5	1.3	1.0	1.6	1.0
財貨・サービス輸入	81.3	1.3	82.4	1.3	0.7	1.7	0.0	0.9
内需寄与度	1.0	民需 0.6	-0.4	民需 -0.6				
外需寄与度	0.2	公需 0.3	0.2	公需 0.2				
<名目>								
国内総支出	507.2	1.4	512.5	1.1	0.9	0.4	1.0	-0.3
GDPデフレーター	94.8	0.3	96.0	1.2	0.7	-0.2	-0.3	0.9
企業物価 * (10年=100)	98.2	-3.5	99.3	1.1	-5.2	-1.8	1.0	1.3
輸出物価 * (10年=100)	101.4	-7.4	100.2	-1.1	-9.7	-5.1	-1.6	-0.6
輸入物価 * (10年=100)	92.0	-14.9	92.4	0.5	-21.2	-7.8	-0.8	1.8
消費者物価 * (10年=100)	103.3	0.1	104.9	1.6	-0.1	0.2	1.5	1.6
鉱工業生産 * (10年=100)	98.3	0.9	98.2	-0.1	0.8	1.0	0.2	-0.4
失業率 (%)	3.2	-0.1	3.1	-0.1	3.2	3.1	3.1	3.1
雇用者数 *(万人)	5,699	0.7	5,722	0.4	0.6	0.7	0.4	0.4
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.2	-	0.1	-	0.2	0.2	0.1	0.1
新設住宅着工戸数(万戸)	96.1	4.4	83.9	-12.7	98.7	93.0	84.5	82.9
貿易収支 (10億円)	3,993	-	4,948	-	3,201	792	3,796	1,152
輸出 *(10億円)	68,381	-6.5	69,084	1.0	-8.2	-4.7	1.0	-16.4
輸入 *(10億円)	64,388	-11.2	64,136	-0.4	-17.7	-4.1	-0.8	-3.4
第一次所得収支 (10億円)	19,879	-	20,702	-	4,959	4,981	5,179	5,171
経常収支 (10億円)	20,593	-	23,165	-	11,327	9,266	12,735	10,430
マネーサプライ *(M2,兆円)	947.6	3.7	983.6	3.8	3.6	3.7	3.8	3.8
ドル/円レート (円、期中平均)	112.6	-	115.0	-	111.8	113.5	114.5	115.5
輸入原油価格 (ドル/バレル)	47.8	-	48.8	-	47.5	48.0	48.5	49.0
米国実質GDP(10億ドル)	16,640	1.8	17,027	2.3	1.2	2.4	2.3	2.2

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	4-6	7-9	10-12	2017/1-3	4-6	7-9	10-12	2018/1-3
コールレート(無担保・翌日)	-0.01	-0.06	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11
10年国債利回り	-0.05	-0.10	-0.13	-0.13	-0.13	-0.13	-0.13	-0.13
ドル/円レート (期間平均値)	112.0	111.5	113.3	113.8	114.3	114.8	115.3	115.8