

2016・2017年度の内外経済見通し

～慎重化した企業行動により前向きな循環が弱まる～

＜要旨＞

2016年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.2%となり、2期連続でのプラス成長となった。しかし、特殊要因に支えられた住宅投資、公的需要を除けば、個人消費、設備投資共に弱い状態が続いている。

今回の見通しでは2016年8月2日に閣議決定された経済対策の効果を織り込み、2016年度のGDP成長率は+0.7%、2017年度は+0.9%と見込む。しかしこの効果を除くと2016年度、2017年度共に+0.6%の成長となり、個人消費、設備投資を中心に内需が引き続き弱い状況が続き、外需も景気中立な状況に変わりはない。このメインシナリオからの下振れリスクは主に企業行動の弱まりにある。海外経済の減速や更なる円高進行により、企業部門の弱さに拍車がかかり、家計所得まで減少するようになると、日本経済がプラス成長を維持することが難しくなり景気後退局面に入るリスクが高まる。

1. 2016年4-6月期実質GDPは2期連続でプラス成長

2016年4-6月期の実質GDP成長率(一次速報値)は前期比年率+0.2%となり、2期連続でのプラス成長となった(図表1)。住宅投資は、マイナス金利政策の元での住宅ローン金利低下と消費増税延期前の駆け込み需要が後押しとなり、前期比年率+21.3%と大きく伸び、公的需要も前期比年率+2.4%と堅調な伸びを示している。しかし主な需要項目をみると、個人消費は前期比年率+0.6%と2期連続でプラス成長だが、名目では同▲0.3%とマイナス成長で、物価下落により支えられた面が大きく、実勢としては力強さにかける。設備投資は前期比年率▲1.5%と2期連続でのマイナス成長となり内需の弱さが目立つ結果となった。

図表1 実質GDP成長率

(前期比年率、%)

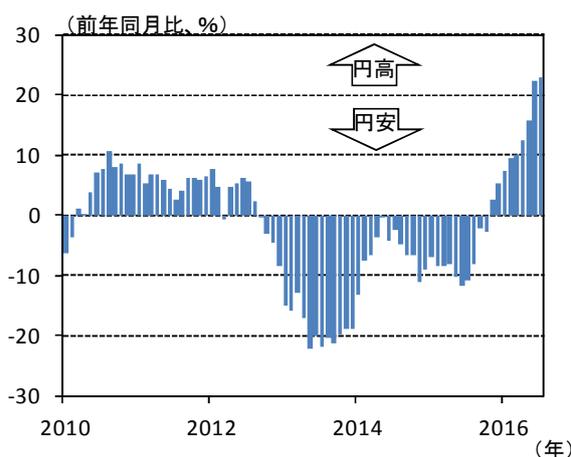
	2015			2016	
	II	III	IV	I	II
実質GDP	▲ 1.7	+2.0	▲ 1.7	+ 2.0	+ 0.2
個人消費	▲ 2.6	+ 1.8	▲ 3.2	+ 2.8	+ 0.6
住宅投資	+ 7.0	+ 4.3	▲ 1.8	▲ 0.5	+ 21.3
設備投資	▲ 3.5	+ 3.0	+ 4.8	▲ 2.7	▲ 1.5
公的需要	+ 1.8	▲ 0.6	+ 0.0	+ 3.2	+ 2.4
輸出	▲ 15.8	+ 10.6	▲ 3.7	+ 0.4	▲ 5.9
輸入	▲ 6.8	+ 4.9	▲ 4.2	▲ 2.1	▲ 0.3

(資料)内閣府『国民経済計算』

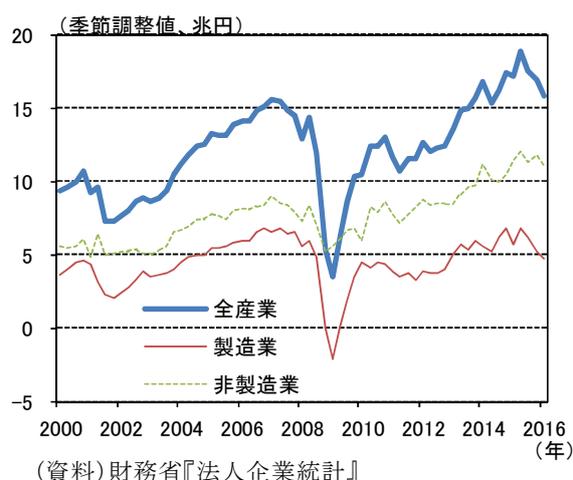
2. 国内企業行動の動向

これまで不安定ながら緩やかな拡大を続けてきた国内経済環境の背景には、円安や資源価格の低下によって支えられた良好な企業業績や労働市場の改善がある。しかし足元で名目実効為替レートベースで前年同月比+20%以上となった円高と(図表2)、資源価格の持ち直しで、企業収益にはピークアウトの動きがみられており、今後の内需の動きを見通す上では設備投資を中心とした企業行動の先行きが焦点となる。

図表2 円の名目実効為替レートの推移

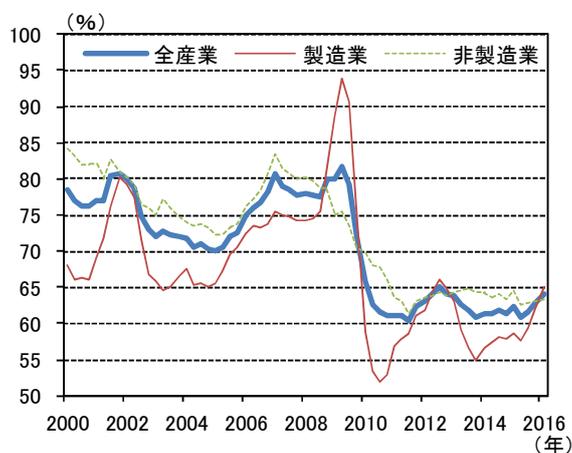


図表3 経常利益の推移



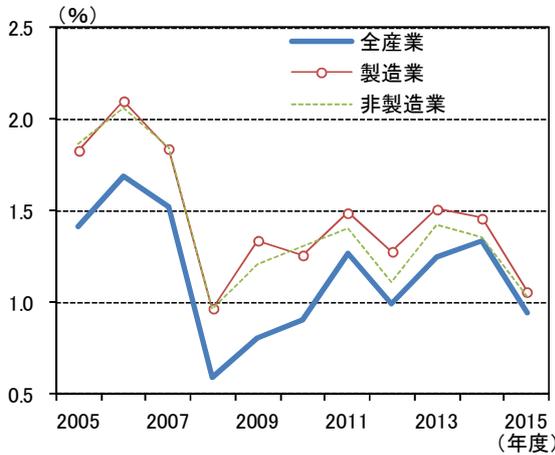
前掲図表1に示す通り2016年前半は、企業の設備投資の動きが停滞している。2013年以降の円安に支えられ、国内企業の経常利益は2000年以降の過去最高水準で推移しているものの(図表3)、設備投資の対キャッシュフロー比率はリーマンショック以降低水準にある(図表4)。業種別にこの動きをみると2010年以降、非製造業はキャッシュフローに対して65%程度の割合で設備投資を行っている一方、製造業は55~65%の割合で設備投資を行っている。また製造業は足元でこの割合を伸ばしているが、これはキャッシュフローの減少が主因と考えられるため今後も設備投資を積極的に進めていくことは考え辛い。

図表4 設備投資対キャッシュフロー比率



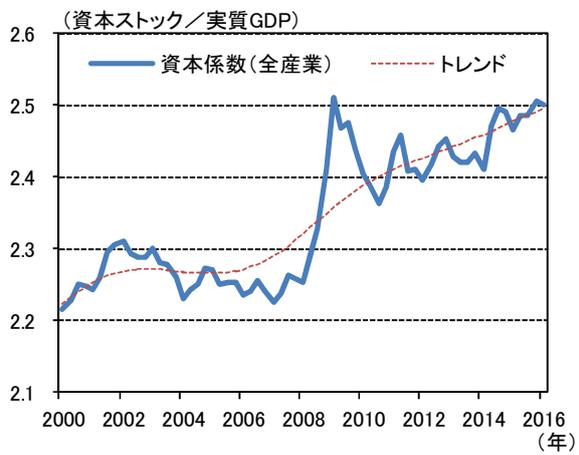
こうした企業の慎重な設備投資行動は、企業の国内の成長率見通しが5年先まで1%程度と日本の成長率に対する見方が慎重になっていることに加えて(図表5)、国内では既に需要に対して適正な資本ストック水準にあることが要因と考えられる(図表6)。

図表5 今後5年間の実質経済成長率見通し



(注)後方4四半期移動平均を使用。
(資料)財務省『法人企業統計』

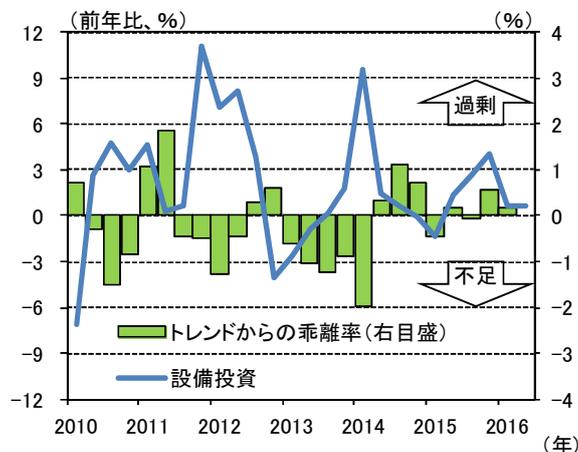
図表6 資本係数とトレンド



(注)トレンドはHPフィルターにより作成。
(資料)内閣府『国民経済計算』、『民間企業資本ストック』

図表6は1単位の産出量(ここでは実質GDP)を生産するのに必要とされる資本ストックを意味する資本係数とそのトレンドを表している。2000年代半ば以降、資本係数のトレンドは緩やかながら上昇を続けており、日本全体では実質GDPよりも高い伸びで資本ストックが積み上げられていることになるが、短期的な設備投資の動きを見る上では資本係数のトレンドとの乖離が一つの目安になる。資本係数がトレンドを上回って上昇している状態は、需要の水準に対して過剰な設備投資が行われたことを意味し、積み上がった資本ストックの調整が必要とされる。足元での資本係数とトレンドからの乖離をみると、2013年初めは資本不足の状態にあり、これを埋めるために積極的な設備投資が行われたが、足元では既に資本不足の状態は解消されており、こうした状況が企業の設備投資行動を鈍らせていると思われる(図表7)。

図表7 資本係数のトレンドからの乖離と設備投資



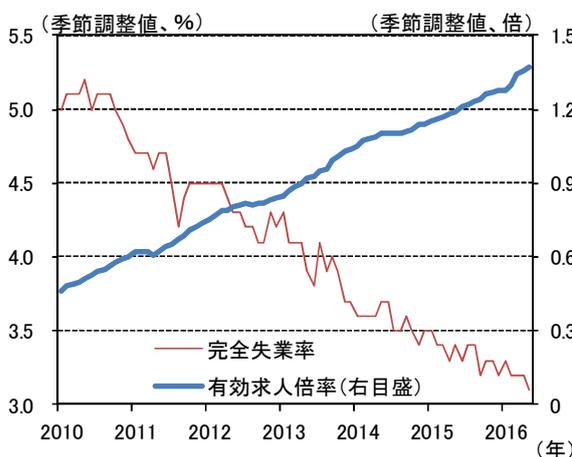
(注)トレンドからのプラスの乖離は資本ストックが過剰であることを表す。
(資料)内閣府『国民経済計算』、『民間企業資本ストック』

こうした材料から、企業マインドと内需が弱い現状では、企業の設備投資の伸びは見込み辛く、2016年度は▲0.1%とマイナス成長になるとみる。2017年度は、ピークアウトが見られるも依然として高い水準にある経常利益に支えられ拡大するとみるが、成長率は+0.6%と1%に届かない低い伸び率に留まると見込む。

3. 雇用環境・個人消費の見通し

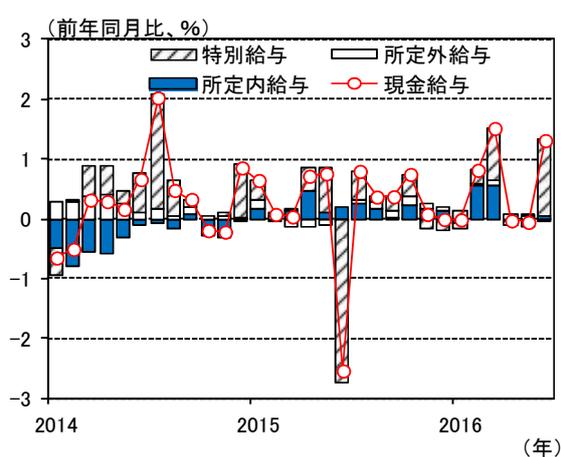
現状の労働需給は改善が続いている。完全失業率は2016年6月時点で3.1%と前月から0.1%ポイント低下し、有効求人倍率も1.37倍と上昇基調を保っている(図表8)。しかし、所定内給与の伸びは2016年6月時点では0.1%と低迷しており、労働需給の逼迫が雇用者の賃金上昇に繋がっていない(図表9)。その理由の一つには前掲図表5に見られるように企業が将来にわたって低成長が持続すると考えているために、雇用者への賃上げに消極的になっていることが挙げられる。

図表8 完全失業率と有効求人倍率



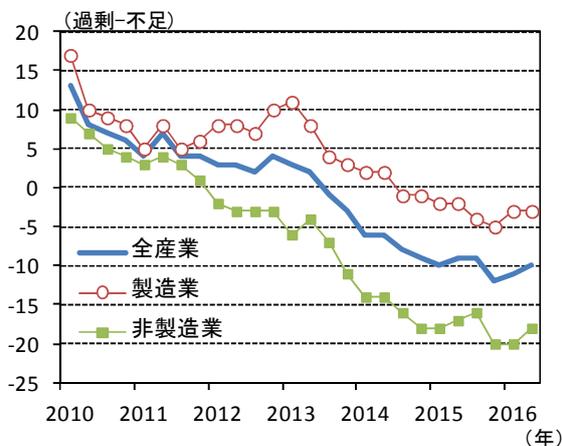
(資料)総務省『労働力調査』、厚生労働省『一般職業紹介状況』

図表9 現金給与の推移



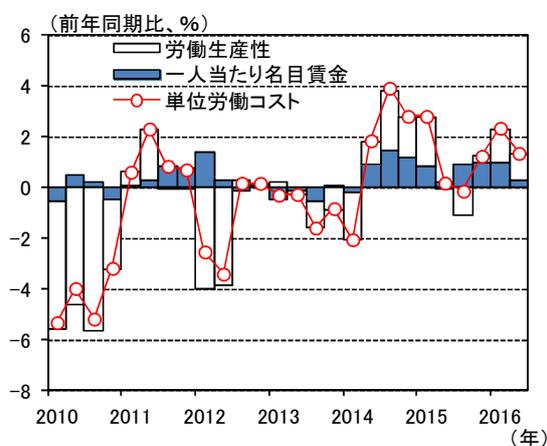
(資料)厚生労働省『毎月勤労統計』

図表10 雇用人員判断DI



(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

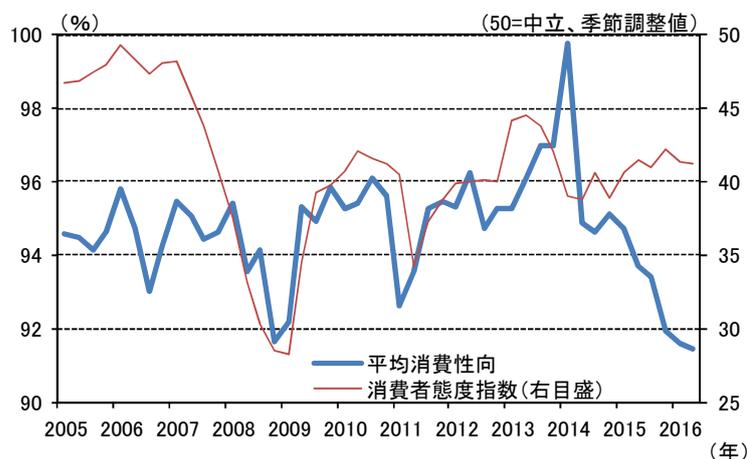
図表11 単位労働コストの推移



(注)図表内での労働生産性のプラス方向への動きは、労働生産性の低下を表している。
(資料)内閣府『国民経済計算』、総務省『労働力調査』

今後も、①製造業・非製造業とも雇用人員判断DIが底を打ち、労働需給の逼迫度合いに弱まりが見られること(前頁図表10)、②単位労働コストが労働生産性の低下で押し上げられていること(前頁図表11)の2点を勘案すると、円高で収益が下振れしていく中で企業側が給与の引き上げを積極的に進めていくとは考えにくい。従って雇用者報酬の伸びも現状と同程度の緩やかなペースに留まり、一人当雇用者報酬の伸び率は2016年度、2017年度ともに+0.4%となると見込む。

図表12 平均消費性向と消費者態度指数



(資料)内閣府『国民経済計算』、『消費動向調査』

上述した雇用者報酬の伸びが期待できない中では個人消費の動きも停滞感が続くであろう。今後を見通す上での好材料は、足元で消費者のマインドを表す消費者態度指数が堅調な動きを見せており、今後は平均消費性向の改善が期待できることであるが、そのペースは緩やかとなろう(図表12)。

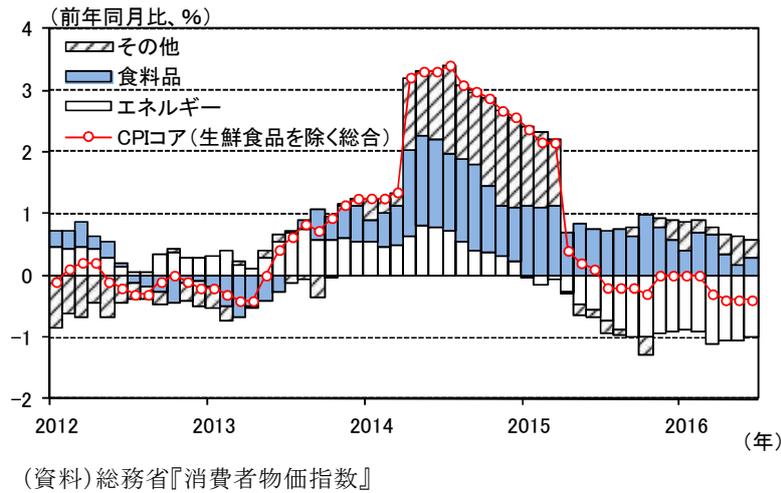
2016年度は前掲図表1で見た円高が進行することによる物価下落で、実質雇用者報酬は上向くものの、個人の平均消費性向の改善が緩やかなため個人消費は伸び悩み+0.5%とほぼ横ばいの成長とみる。2017年度は平均消費性向の改善が続くも、資源価格上昇によって物価が上がり始めることで実質雇用者報酬が伸び悩み、成長率は2016年度と比べて若干減速し+0.4%程度の伸び率で推移すると見込む。

4. 消費者物価上昇率の見通し

CPIコアの動きをみると足元で前年同月比▲0.4%と2016年3月から4カ月連続でのマイナスとなっている。エネルギー価格のマイナス寄与が縮小していないことに加えて、最近の円高が食品の価格上昇の妨げになっており、消費者物価の伸びの足枷となっているとみられる(次頁図表13)。

今後は、エネルギー価格の上昇で物価押し下げ圧力が弱まり、CPIコアは2016年末頃にプラスになる、という基本スタンスは変更ないものの、円高の進行が消費者物価の上昇を一部相殺することに加え、内需の弱さからも物価上昇ペースの大幅な加速は想定しにくい状況が続くと見る。CPIコアの前年比上昇率は2016年度でも▲0.1%と依然マイナス圏に留まり、2017年度に入っても上昇ペースは緩やかで前年比上昇率は+0.4%と1%を割り込む伸び率になると予想する。

図表 13 CPIコアの寄与度分解



なお日銀の金融政策について、現時点では日銀による「総括的な検証」の具体的な内容は明らかではないが、上述した物価上昇率が2%に届かない見通しを前提とすると、2016年後半に何らかの追加緩和が行われることを見込んでいる。

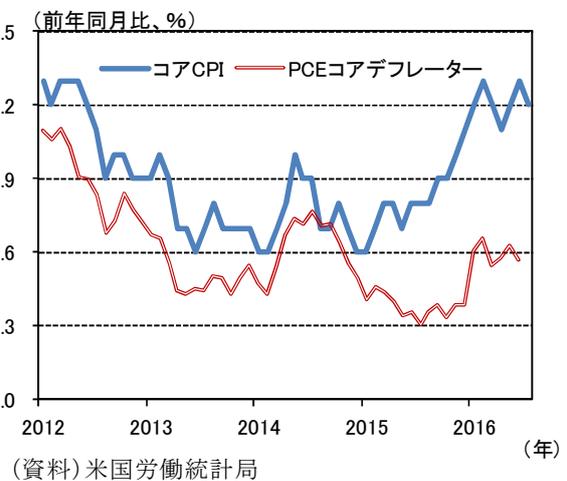
5. 海外経済

海外経済については、「米国を下支え役とした緩やかな回復」という見通しに変更はない。米国の2016年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.2%と3四半期連続で2%を下回ったが個人消費が大きく伸び引き続き堅調と言えるであろう。2016年7月の失業率は4.9%と前月から横ばいで改善ペースは落ちているものの、時間あたり平均賃金は前年比+2.6%と前月の同+2.5%からわずかではあるが伸びを加速させており、雇用・所得環境は総じてみれば良好といえる(図表14)。一方で物価関連指標をみると弱さが見られた。2016年6月時点のPCEコアデフレーターは前年同月比+1.6%とFRBの目標とする+2%を依然下回り、7月のコアCPIでは前年同月比+2.2%と前月の同+2.3%から勢いを弱めている(図表15)。

図表 14 米国の失業率と平均賃金



図表 15 米国の物価関連指標



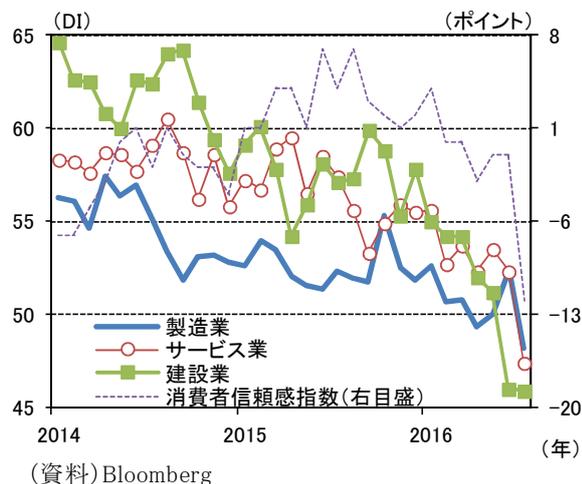
こうした米国のマクロ指標をみると、強弱両方の動きを見せているが、7月の米連邦公開市場委員会(FOMC)公表文では、「景気見通しに関する短期的なリスクは後退した」とされた。これは、英国のEU離脱の是非を問う国民投票直後に起きた金融市場の混乱が足元では落ち着きを見せていることに加えて、雇用・所得環境の改善が進んだことによるものと考えられ、今後個人消費を中心とした内需拡大が継続すれば年内利上げの可能性も残しているとみる。

国民投票が行われた英国では、2016年4-6月期の実質GDPは前期比+0.6%となり前期の+0.4%から加速した。国民投票前からその結果に起因する不確実性はあったが、投票前の景気は堅調だったと評価出来る。また国民投票後の実態経済を示す最初の指標である2016年7月の小売売上高指数は前年同月比+5.9%と大きく伸びた。投票前のトレンドを維持しており堅調と評価できる(図表16)。しかし、PMIをはじめとしたマインド指数は企業・個人とも悪化しており(図表17)、このまま堅調に推移するとは見込みづらく、徐々に減速するとみるのが自然であろう。今後はこのマインド低下がどの程度のペース・規模で実体経済に波及していくかが焦点となり、ユーロ圏をはじめとした他の経済圏への影響を含めて欧州に起因する下振れリスクは高いとみる。

図表16 英国の小売売上高指数の推移



図表17 英国のPMIと消費者信頼感指数の推移



中国の2016年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.7%となり、1-3月期から横ばいとなったが、2016年1-7月の固定資産投資が前年比8.1%と1-6月の同9%から減速しており、先行きの減速懸念は払拭されていない。

このように海外経済は引き続き米国経済に下支えされるものの、中国と新興国の下振れリスクに加えて、英国の国民投票後の不透明感の長期化という新たなリスク要因が生じたことにより、世界経済の回復ペースは一層緩やかなものになるとみられる。こうした外部環境を考慮すると、日本の実質GDP成長率に対する2016年度の外需寄与度は▲0.1%ポイント、2017年度は0.0%ポイントと景気に影響を与えない程度で推移すると見込む。

6. 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+0.7%、2017年度は+0.9%と見込む。なお今回の見通しでは2016年8月2日に閣議決定された経済対策の効果を、2016年度で+0.1%、2017年度は+0.3%程度の実質GDP成長率の押し上げがあると見込んでいる。

この効果を除くと2016年度、2017年度共に+0.6%の成長となる。マイナス成長に陥ることはないが、個人消費、設備投資を中心に内需が引き続き弱い状況が続き、外需も景気に対して中立に留まるというのが基本的な見通しである。

このメインシナリオからの下振れリスクは主に企業行動の弱まりにある。海外経済の減速や更なる円高進行により、企業部門の弱さに拍車がかかり、家計所得まで減少するようになると、日本経済がプラス成長を維持することが難しくなり景気後退局面に入るリスクが高まる。

(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8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・2010年基準>								
国内総支出	533.0	0.7	537.6	0.9	0.4	0.5	0.4	0.5
民間最終消費	308.2	0.5	309.3	0.4	0.6	0.3	0.2	0.2
民間住宅投資	14.3	6.1	14.2	-0.7	5.6	0.9	-1.5	0.7
民間設備投資	72.2	-0.1	72.6	0.6	5.8	6.4	-0.4	-1.0
民間在庫品増加(実額)	0.7	寄与度 -0.2	0.6	寄与度 -0.0	-0.7	0.1	0.3	0.4
政府最終消費	105.6	1.6	106.6	0.9	0.3	-0.4	0.3	0.8
公的固定資本形成	21.6	1.8	23.0	6.6	0.7	0.4	0.5	0.4
財貨・サービス輸出	91.3	-0.8	92.5	1.3	2.1	1.1	0.9	0.9
財貨・サービス輸入	80.1	-0.3	81.0	1.0	-1.2	4.1	6.3	6.8
内需寄与度	0.8	民需 0.4	0.8	民需 0.4	-1.3	0.7	0.6	0.6
外需寄与度	-0.1	公需 0.4	0.0	公需 0.5	-1.1	-0.5	1.2	1.4
<名目>								
国内総支出	505.4	1.0	508.1	0.6	0.7	0.0	0.4	0.3
GDPデフレーター	94.8	0.3	94.5	-0.3	1.1	0.8	0.3	0.8
企業物価 *(10年=100)	98.8	-3.0	99.3	0.6	0.7	-0.1	-0.5	-0.1
輸出物価 *(10年=100)	97.3	-11.1	98.0	0.7	-4.3	-1.7	-1.7	0.4
輸入物価 *(10年=100)	92.6	-14.3	95.7	3.3	-13.4	-8.7	-8.7	-3.3
消費者物価 *(15年=100)	99.9	-0.1	100.2	0.4	-21.6	-6.1	-6.1	5.7
鉱工業生産 *(10年=100)	97.2	-0.2	98.7	1.5	-0.3	0.1	0.3	0.4
失業率 (%)	3.2	-0.1	3.1	-0.1	-1.2	0.7	1.7	1.3
雇用者数 *(万人)	5,709	0.8	5,731	0.4	3.2	3.1	3.1	3.1
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.4	—	0.4	—	1.1	0.6	0.4	0.4
新設住宅着工戸数(万戸)	95.4	3.7	96.8	1.4	0.3	0.4	0.3	0.4
貿易収支(10億円)	3,067	—	337	—	96.5	91.7	97.5	95.7
輸出 *(10億円)	68,060	-6.9	71,152	4.5	2,616	451	1,130	-793
輸入 *(10億円)	64,993	-10.4	70,815	9.0	-10.5	-3.2	5.0	4.1
第一次所得収支(10億円)	18,464	—	20,002	—	-18.4	-1.6	10.2	7.8
経常収支(10億円)	17,579	—	15,705	—	9,060	9,405	9,915	10,086
マネーサプライ *(M2,兆円)	947.3	3.6	982.3	3.7	9,548	8,031	8,526	7,179
ドル/円レート(円、期中平均)	103.3	—	103.0	—	3.5	3.7	3.7	3.7
輸入原油価格(ドル/バレル)	45.1	—	48.0	—	105.1	101.5	102.5	103.5
米国実質GDP(10億ドル)	16,633	1.4	16,990	2.2	43.7	46.5	47.5	48.5

(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。

	2016/4-6	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)	-0.05	-0.07	-0.09	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	-0.11	-0.24	-0.28	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
ドル/円レート	108.2	102.1	101.3	101.8	102.3	102.8	103.3	103.8

(期間平均値)

→予測