

# 2016・2017年度の内外経済見通し

## ～海外要因で高まる下振れリスク～

### <要旨>

2016年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.2%と3四半期連続のプラス成長となったが、成長率の押し上げ要因となったのは外需で、個人消費、設備投資を中心として内需は弱いままである。

金融市場へのサプライズとなった米国大統領選挙について、トランプ新大統領が打ち出している財政拡大的政策が実現されれば、短期的には米国の経済成長率を高め、2017年度半ば以降、日本経済にとっては外需中心にプラス要因となる。こうした要因を踏まえ、今回の見通しでは2016年度の実質GDP成長率は+1.0%、2017年度は+1.1%と見込む。ただし内需の弱さから、海外要因による下振れリスクを意識せざるを得ない状況が続く環境は変わらない。

短期的には足元の金融市場の急激な変動による悪影響、中長期的には、今後の欧州の政治動向、トランプ大統領の下での保護主義的な貿易政策の進行等がリスクの主因となる。こうした政治要因で金融市場や経済に混乱が起こり、輸出の下振れが大きくなれば、日本の経済成長率もマイナス圏に陥ることになる。

### 1. 7-9月期 GDP 成長率

日本の2016年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.2%と3四半期連続のプラス成長となった(図表1)。成長率の押し上げ要因となったのは外需で、輸出が前期比年率+8.1%、輸入が同▲2.4%で、年率の外需寄与度は+1.8%ポイントとなった。設備投資は前期比年率+0.1%と3四半期ぶりのプラス成長であるものの、ほぼ横ばいで、個人消費も前期比年率+0.2%と実質GDP成長率を押し上げる力強さは欠いている。

図表1 実質GDP成長率

(前期比年率、%)

	2015		2016		
	III	IV	I	II	III
実質GDP	+1.6	▲1.6	+2.1	+0.7	+2.2
個人消費	+2.1	▲3.3	+2.9	+0.5	+0.2
住宅投資	+4.7	▲1.6	▲1.1	+21.7	+9.6
設備投資	+3.4	+5.0	▲2.7	▲0.5	+0.1
公的需要	▲0.1	▲0.4	+3.1	+0.5	+0.8
輸出	+10.9	▲3.9	+0.5	▲6.0	+8.1
輸入	+9.9	▲4.9	▲2.5	▲2.5	▲2.4
寄与度	(前期比年率、%ポイント)				
内需	+1.6	▲2.0	+1.5	+1.3	+0.4
外需	▲0.1	+0.3	+0.6	▲0.6	+1.8

(資料)内閣府『国民経済計算』

[前回の経済見通し\(2016年9月号\)](#)では、経済対策の効果を除いた民間の内需の弱さと、景気中立的な水準での外需の動きが継続すると予想したが、今回の GDP の数値を見る限り、基本的にこの見方に大きな変更はない。本稿では足元の経済指標を元に、米国大統領選による影響を踏まえ、改めて見通しを考察する。

## 2. 海外経済環境とリスク要因

### (1) トランプ新大統領誕生による日本への影響とリスク

トランプ氏の勝利という予想外の結果に終わり、金融市場へのサプライズとなった米国大統領選挙ではあるが、トランプ新大統領が打ち出している政策のうち、法人税減税やインフラ投資等の財政拡大などは米国の経済成長率を高めることにつながり、日本経済へはプラスに働く可能性が高い。足元の円安に加えて、短期的には外需による下支え効果が期待できる。

しかし、中長期的には日本にとって下振れ要因も大きい。トランプ氏は TPP からの撤退と NAFTA 再交渉等の保護主義的な貿易政策を打ち出しており、こうした政策により世界貿易の停滞や世界経済の成長率が押し下げられることは、日本の輸出の下振れ要因となる。また、米国内においても極端な財政支出拡大に伴い、急激な物価上昇と、財政悪化懸念が高まることで更なる金利上昇を招いた場合には、早ければ 2017 年内に景気が頭打ちとなり 2018 年以降には景気後退に陥るリスクも残る。

また、金融市場を通じたリスクも注視する必要がある。トランプ大統領の誕生に対して、金融市場は株高、金利上昇、ドル高に反応した。グローバルな金利上昇や通貨安は、景気を不安定化させる要因となり、先進国、新興国ともに財政赤字や政治動向などに構造的な弱さを抱える国にとって、成長の抑制要因となる可能性がある。

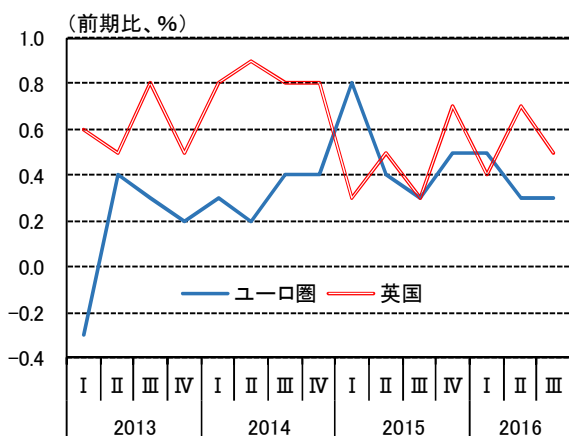
いずれにしても、トランプ新大統領の政策スタンス如何によって、経済情勢の道筋は上下に大きく振れることになり、先行きに対する不確実性は高い。日本にとって短期的にはプラスに振れる可能性は高いが、2017 年半ば以降は保護主義的な貿易政策の進展による円高反転、金融市場の動きに脆弱な国の経済停滞等、下振れリスクを強く意識する必要がある。

### (2) 2017 年の政治イベントがリスクとなる欧州

ユーロ圏の 2016 年 7-9 月期の実質 GDP は前期比 +0.3% と前回から横ばいとなった。ドイツが市場予想よりも下振れし成長ペースが鈍化したものの、フランスやイタリアの持ち直しの動きに支えられ、緩やかではあるが拡大を続けている(次頁図表 2)。英国でも 2016 年 7-9 月の実質 GDP 成長率は前期比 +0.5% と堅調な水準で推移し、EU 離脱の国民投票後の混乱の影響は軽微に留まったとみている。

欧州の先行きも政治要因によるリスクが焦点となろう。2017 年にはフランス、ドイツ等の主要国における大統領・議会選挙や、英国と EU 間の離脱交渉開始等のイベントが控えている(次頁図表 3)。こうした選挙の結果や離脱交渉進展による政治要因で一時的な金融市場や経済に混乱が起こる可能性がある。

図表2 ユーロ圏・英国の実質 GDP 成長率



(資料)Eurostat、ONS

図表3 2017年までの欧州各国の政治日程(予定)

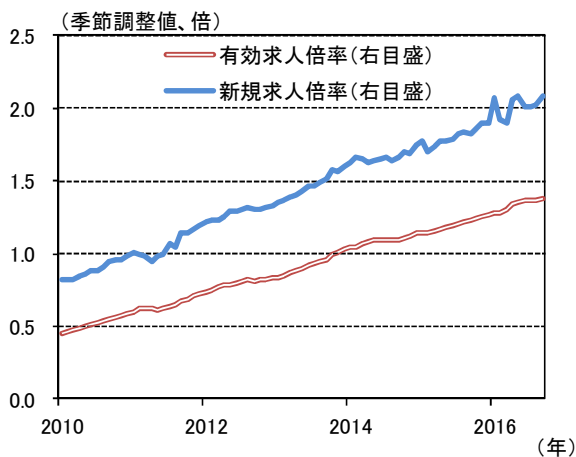
年	時期	政治日程(予定)
2016	12月	イタリア憲法改正の国民投票
2017	3月	オランダ議会選挙
	3月末	英国がEUとの離脱交渉を開始
	4月～5月	フランス大統領選挙
	6月	フランス議会選挙
	秋	ドイツ議会選挙

(資料)各種報道より作成

### 3. 雇用・消費環境、個人消費の先行き

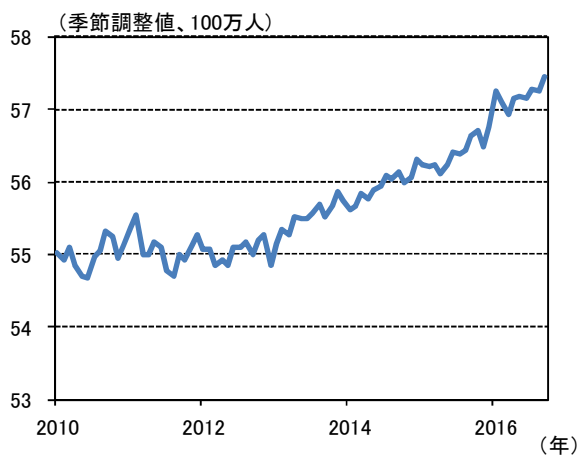
2016年4～6月期と同様、個人消費は、実質ではプラス成長を維持したものの、名目ではマイナス成長となり、実勢では引き続き弱さを見せているが、個人の購買力を支える雇用と所得環境は改善が進んでいる。まず、雇用環境をみると、失業率が2016年9月時点で3.0%と低位で推移すると共に、有効求人倍率、新規求人倍率は上昇を続け、雇用者数も一貫して増加し、労働需給の引き締まりは続いている(図表4、5)。

図表4 求人倍率



(資料)厚生労働省『一般職業紹介状況』

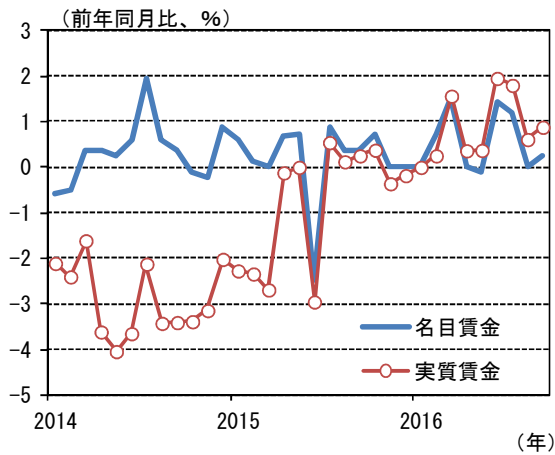
図表5 雇用者数の推移



(資料)総務省『労働力調査』

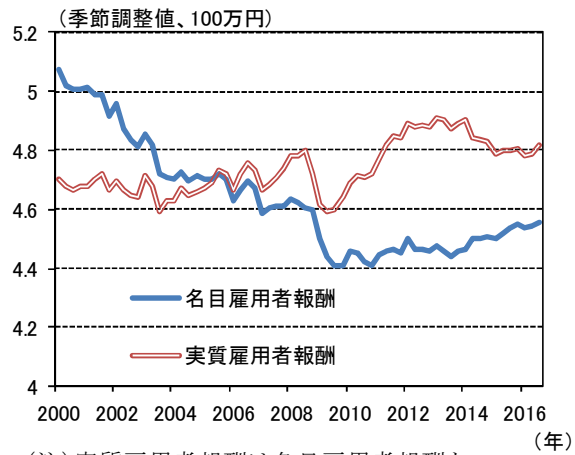
逼迫した労働需給の下で、個人が受け取る所得も緩やかではあるが上昇している。名目賃金、実質賃金共に足元ではプラス成長で推移し、GDPベースでみた一人当たり雇用者報酬も名目は一貫した上昇基調にあり、実質においても底打ちから持ち直しの動きが見られる(次頁図表6、7)。収益がピークアウトする中で、今後も企業側が積極的に名目賃金引上げを行うことは考え難いが、労働需給が逼迫している現状では、足元と同水準での伸び率は維持されると思われ、一人当雇用者報酬は、2016年度+0.4%、2017年度+0.3%の伸びを見込む。

図表6 賃金指数の推移



(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

図表7 一人当雇用者報酬の推移

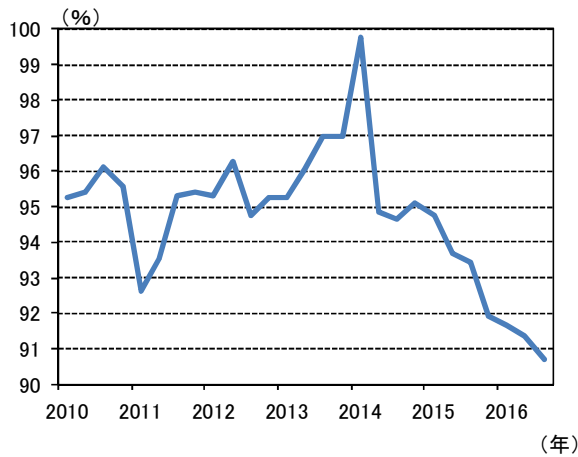


(注)実質雇用者報酬は名目雇用者報酬をGDPデフレーターで実質化。

(資料)内閣府『国民経済計算』

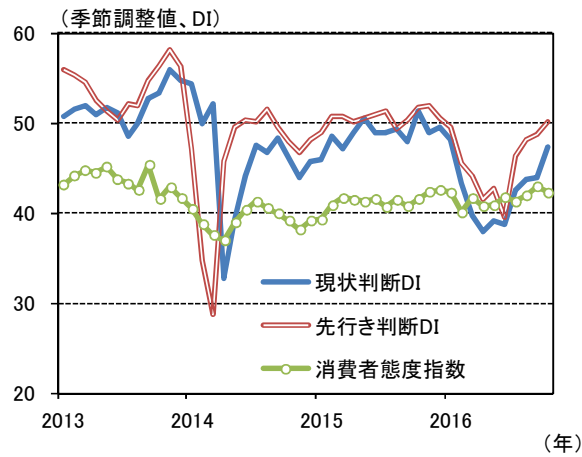
好調な所得環境にも関わらず平均消費性向が下がり続けているために、個人消費は依然として弱い。消費者態度指数、景気ウォッチャー調査の現状判断DI、先行き判断DIの何れも堅調に推移している(図表8、9)。こうした雇用・所得環境が着実に消費者マインドの改善につながっている現状に鑑みるに、2016年度の終わりから、2017年度にかけて平均消費性向は徐々に持ち直していくであろう。雇用者報酬の伸びと平均消費性向の改善に合わせて、個人消費も緩やかに拡大し、成長率は2016年度+0.6%、2017年度+0.5%の成長を見込む。

図表8 平均消費性向



(資料)内閣府『国民経済計算』

図表9 消費者マインドの指標

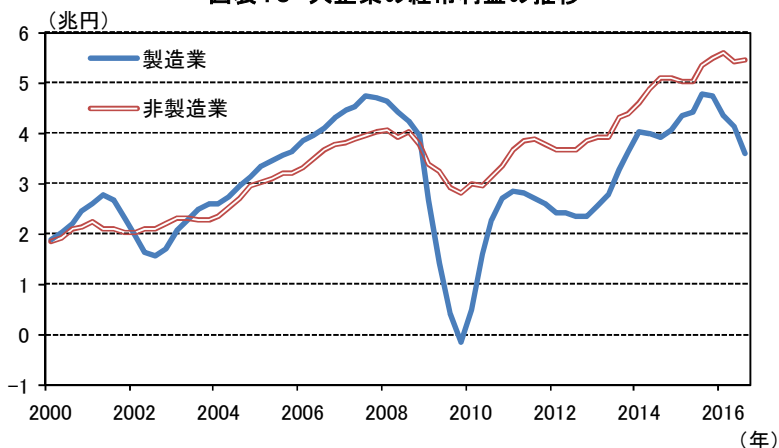


(資料)内閣府『消費動向調査』、『景気ウォッチャー調査』

#### 4. 設備投資の見通し

これまで、マイナスで推移してきた設備投資であるが、2016年7-9月期は前期比年率+0.1%と3四半期ぶりにプラス成長となった。もっとも個人消費と同じく、名目で見た場合は前期比年率▲1.5%とマイナスで、実態面では依然として弱い。2016年4-6月期の法人企業統計調査によると、大企業の経常利益は、製造業、非製造業の何れもピークアウトの動きをみせており、積極的な設備投資には至らない状態が続いている(次頁図表10)。

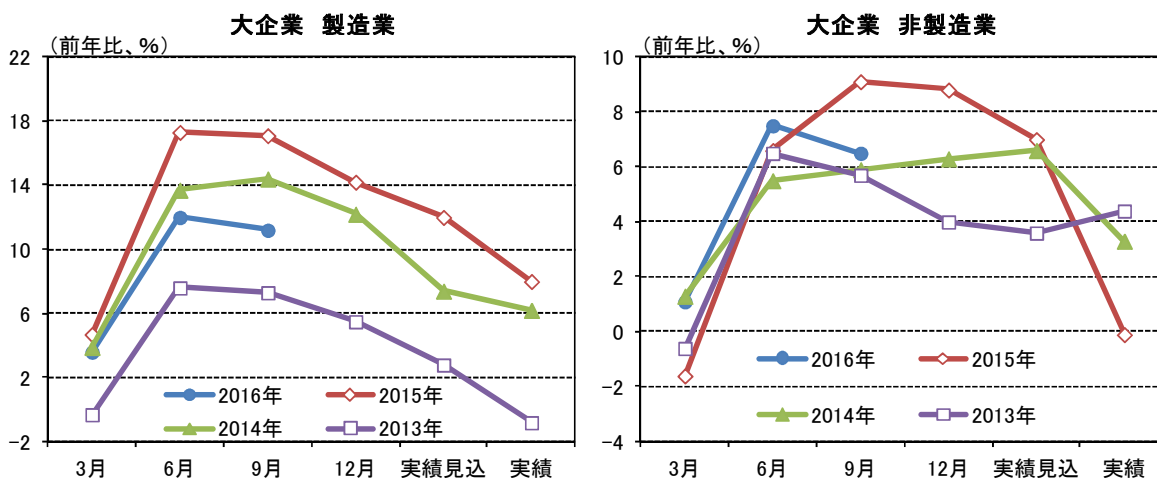
図表10 大企業の経常利益の推移



(注) 資本金 10 億円以上の大企業(金融、保険業を除く)。後方 4 四半期平均を使用。  
 (資料) 財務省『法人企業統計調査』

しかし、日銀短観による大企業の設備投資計画をみると、製造業、非製造業共に、過年度と比べて、経常利益が減少する中では比較的堅調な設備投資計画を維持しているといえる(図表 11)。海外要因次第で製造業を中心に下振れリスクがあるとはいえ、海外の影響を受けづらくウェイトも大きい非製造業が、大幅な下方修正をすることなく設備投資計画を維持していることを考慮すると、今後も底堅い動きが期待できる。両業種を均してみれば実質 GDP 成長率を押し上げる主要因とはならないまでも、マイナス成長となるようなことはなく、緩やかな拡大基調を維持し、2016 年度は +0.3%、2017 年度は +0.6% の成長率になると見込む。

図表11 設備投資計画の推移



(注) 設備投資額はソフトウェアを含み、土地投資額を除く。  
 (資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

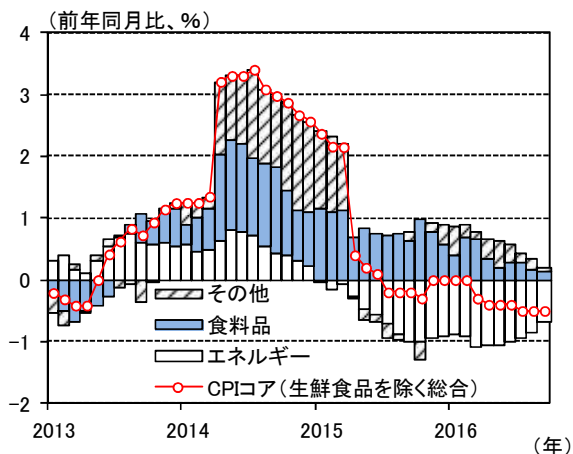
## 5. 物価と金融政策の見通し

CPI コアは足元で前年同月比 ▲0.5% と 7 ヶ月連続で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する中、2016 年頃からの円高で食料品の物価上昇に弱さが見られると共に、内需の弱さから、その他の品目の物価上昇にもブレーキがかかり、その上昇割合を減らしている(図表 12、13)。2016 年末にはエネルギー価格のマイナス寄与が剥落し、2017 年以降は物価の押



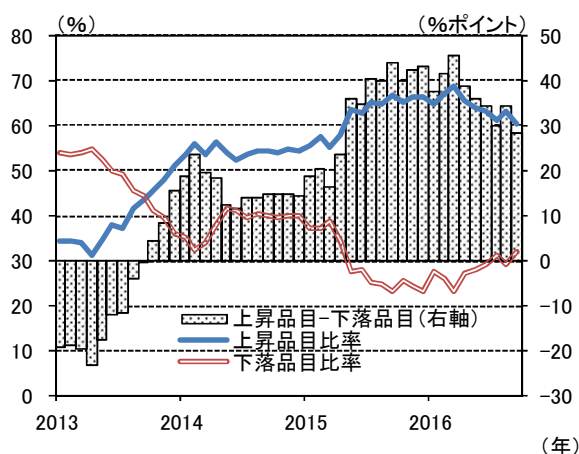
し上げ要因となることが期待されるが、長引く内需の弱さから物価上昇は緩やかなものになるであろう。CPIコアの上昇率は、2016年度は▲0.2%、2017年度は+0.4%と前回の見通しから大きな変更はなく、2%の「物価安定の目標」は依然として遠い。

図表12 CPIコアの寄与度分解



(資料)総務省『消費者物価指数』

図表13 物価上昇・下落品目の割合



(資料)日本銀行『基調的なインフレ率を捕捉するための指標』

金融政策の先行きをみると、①労働需給の逼迫を背景として引き続き賃金に上昇圧力がかかっていること、②日銀自身が9月の「総括的な検証」で金利を下げ過ぎることによる弊害を認め、物価目標の達成時期を「2017度中⇒2018年度頃」と後ろ倒しにして緩和を急がない姿勢を示していることから、足元の物価情勢の弱さを理由にした追加緩和の可能性は低いとみる。従ってマイナス金利の深掘りはなく、イールドカーブコントロールの対象となる10年国債利回りは、現状の水準「0.0～▲0.1%」の範囲で維持されると予想する。但し、グローバルに金利上昇圧力が高まる中で日銀が長期金利のコントロールを何処まで持続できるのかは不透明である。

## 6. まとめとリスク要因

以上を踏まえて、2017年度までの日本の経済見通しを総括すると、内需の弱さから成長の牽引役は不在ながらも、米国景気の回復が続く中で、外需が足を引っ張ることはなく、小幅なプラス成長が続くと予想される。2016年度の実質GDP成長率は+1.0%、2017年度は経済対策が進み、公共投資を中心に経済を下支えし+1.1%となる見込みである。但し、民間の内需の弱さにより、外需に景気が振り回されやすい。そうした下振れリスクの主要因は、短期的には足元の金利上昇、通貨安など金融市場の変動の悪影響で、中長期的にはユーロ圏主要国の選挙動向、英国とEU間の離脱交渉の進展や、トランプ大統領の下での保護主義的な貿易政策が進行し、グローバルに拡張していくことであろう。世界貿易の停滞を招き、内需回復が遅れる中で、輸出の下振れが大きくなれば、日本の実質GDP成長率もマイナス圏に陥ることになる。

(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11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%				
<b>&lt;実質・2010年基準&gt;</b>								
国内総支出	534.8	1.0	541.0	1.1	0.7 0.8	0.6 1.3	0.5 1.1	0.6 1.2
民間最終消費	308.5	0.6	310.1	0.5	0.5 0.3	0.3 0.9	0.3 0.6	0.2 0.5
民間住宅投資	14.4	7.1	14.2	-1.2	6.1 6.4	1.8 7.8	-2.2 -0.3	0.4 -2.0
民間設備投資	72.4	0.3	72.9	0.6	-0.5 0.7	0.3 -0.1	0.2 0.4	0.4 0.8
民間在庫品増加(実額)	0.8	寄与度 -0.2	0.4	寄与度 -0.2	1.2	0.3	0.4	0.4
政府最終消費	105.2	1.2	106.2	1.0	0.3 1.5	0.6 0.9	0.5 1.1	0.4 0.9
公的固定資本形成	21.4	0.7	22.7	6.3	1.9 -1.9	1.2 2.7	4.0 5.5	3.0 6.8
財貨・サービス輸出	92.5	0.4	94.8	2.5	-0.5 -0.3	1.5 1.1	1.1 2.5	1.4 2.6
財貨・サービス輸入	79.4	-1.3	80.3	1.2	-1.2 -1.7	0.2 -0.9	0.8 0.9	0.5 1.4
内需寄与度	0.7	民需 0.4	0.9	民需 0.4				
外需寄与度	0.3	公需 0.3	0.2	公需 0.5				
<b>&lt;名目&gt;</b>								
国内総支出	506.4	1.2	513.0	1.3	0.6 1.1	0.5 1.2	0.8 1.2	0.5 1.4
GDPデフレーター	94.7	0.1	94.8	0.2	0.3	-0.1	0.1	0.2
企業物価 *(10年=100)	99.1	-2.7	99.7	0.6	-4.0	-1.4	-1.4	0.4
輸出物価 *(10年=100)	98.1	-10.4	97.8	-0.4	-12.6	-8.1	-8.1	-3.3
輸入物価 *(10年=100)	92.2	-14.6	94.9	2.9	-20.8	-7.6	-7.6	5.7
消費者物価 *(15年=100)	99.8	-0.2	100.1	0.4	-0.4	0.0	0.3	0.4
鉱工業生産 *(10年=100)	97.5	0.1	98.6	1.2	-0.8	0.9	1.1	1.2
失業率 (%)	3.1	-0.2	3.0	0.0	3.1	3.0	3.0	3.0
雇用者数 *(万人)	5,736	1.3	5,761	0.3	1.6	1.1	0.4	0.5
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.4	-	0.3	-	0.4	0.3	0.3	0.3
新設住宅着工戸数 (万戸)	98.9	7.5	99.0	0.0	99.4	95.2	97.1	100.2
貿易収支 (10億円)	5,244	-	6,445	-	3,194	2,050	3,504	2,942
輸出 *(10億円)	67,354	-7.9	70,720	5.0	-10.9	-4.8	3.8	6.1
輸入 *(10億円)	62,110	-14.5	64,275	3.5	-20.4	-8.1	3.2	3.8
第一次所得収支 (10億円)	18,035	-	18,883	-	8,849	9,186	9,354	9,529
経常収支 (10億円)	20,018	-	22,446	-	10,206	9,812	11,073	11,373
マネーサプライ *(M2,兆円)	945.5	3.4	977.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
ドル/円レート (円、期中平均)	105.1	-	106.5	-	105.3	105.0	106.0	107.0
輸入原油価格 (ドル/バレル)	46.5	-	49.5	-	43.9	49.0	49.0	50.0
米国実質GDP(10億ドル)	16,650	1.5	17,022	2.2	1.0	2.3	2.2	2.3

(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。

米国の暦年ベース、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	-0.06	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08
10年国債利回り	-0.11	-0.11	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ドル/円レート	108.2	102.4	104.7	105.2	105.7	106.2	106.7	107.2

(期間平均値)

→予測