

2016～2017年度日本経済見通し

～先行きも低空飛行が続く～

経済調査部 首席エコノミスト 新家 義貴(しんけ よしき)



要旨

- 2016年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%と見かけ上高い伸びとなったが、うるう年要因による押し上げの影響が大きく、実態は低成長にとどまる。牽引役不在のなか、15年の景気は停滞感の強い状況が続いた。
- 16年度についても停滞感の強い状況が続くだろう。個人消費、設備投資、輸出という主要需要項目それぞれが、①賃金の伸び鈍化が見込まれること、②収益鈍化や先行き不透明感の強さから設備投資が抑制されること、③世界経済の回復ペースが緩やかなものにとどまる、といった懸念材料を抱えている。16年度も牽引役不在の状況に変化はなく、停滞感の残る推移が続く可能性が高い。16年度のGDP成長率は+0.3%と、低い伸びにとどまる見込みである。
- 17年度の景気は緩やかな持ち直しが予想される。個人消費に回復感が欠けるため、景気が力強さを増すことはないものの、輸出や設備投資といった企業部門が持ち直すことが回復に寄与する。

1. うるう年要因を除けば低成長

6月8日に公表された2016年1-3月期の実質GDP成長率(2次速報)は前期比年率+1.9%となった。しかし、うるう年による日数増の要因により+1.2%Pt程度押し上げられていることを考慮すると、実態としては+0.7%の小幅プラス成長にとどまる。15年10-12月期が前期比年率▲1.8%とはっきりとしたマイナス成長だった後にもかかわらず、1-3月期もこの程度ということであれば、弱い結果と判断して構わないだろう。日本経済の停滞が持続していることを示す結果といえる。

内訳をみても、うるう年要因を除けば個人消費が前期比+0.1%とほぼ横ばいにとどまったほか、設備投資が前期比▲0.7%、住宅投資が同▲0.7%など、民間内需の弱さが目立つ。増加した輸出についても、欧州向けの船舶輸出増という一時的要因に押し上げられた面が大きい。1-3月期のGDPは、見かけ上の高い伸びとは裏腹に、日本経済の牽引役不在の状況を改めて浮き彫りにする結果だったと言える。

2. 16年度も期待薄

先行きについても明るい展望は描けない。以下で述べる通り、個人消費、設備投資、輸出という主要需要項目それぞれが懸念材料を抱える状況の下、牽引役不在の状況は容易に変わらないだろう。16年度の景気も停滞感が残るとみられ、回復力は脆弱なものにとどまるとみられる。

(1) 賃金の伸びは鈍化の公算大

景気は停滞が続いているが、なかでも深刻なのが個人消費の動向である。16年1-3月期の個人消費は、増税直後で水準が極めて低い14年4-6月期とほぼ同水準にとどまっており、2年にわたって低水準での底這い状態が続いている。消費増税によって実質賃金の水準が切り下がり、その後の戻りも鈍いことに加え、消費増税後に節約志向が強まったことや食料品価格の高止まりによる支出抑制などが影響していると思われる。現在もなお、消費者の生活防衛色が和らぐには至っていない。

先行きも、個人消費が回復感を強めるとは考えにくい。



消費の源泉となる家計の所得について、16年度は15年度から伸びが鈍化する可能性が高いためだ。

まず、賃金の半分以上を占める所定内給与は、伸びが鈍化する可能性が高い。16年の春闘賃上げ率は昨年を明確に下回り、14年並みの伸び率にとどまった。企業収益の鈍化や景気の先行き不透明感の強まりに加え、15年の物価が14年対比大幅に鈍化したことなどが背景にあるとみられる。なお、今回の春闘では中小企業の賃上げが好調だったとの報道もみられたが、その中小にしても昨年対比で賃上げ率が鈍化していることは変わらない。

ボーナスにも期待できない。海外景気の減速や内需の低迷持続、円安効果の一巡等を背景に15年10-12月期の経常利益は2011年10-12月期以来の減益に転じ、16年1-3月期は円高進行の悪影響も加わって減益幅が大幅に拡大した。こうした企業業績の悪化がボーナス支給額を抑制するだろう。加えて、16年入り以降、景気の先行き不透明感が増していることもボーナスの抑制に繋がる見込みだ。夏のボーナスは前年比▲0.6%と小幅ながら減少を予想する。また、冬のボーナスは、16年度前半の減益が反映されることで減少幅が夏よりも拡大する可能性が高い。所定内給与とボーナス(特別給与)で賃金の大半を占めるため、16年度の賃金は15年度対比で鈍化することになるだろう。

このように、16年度については所得の伸びが緩やかなものにとどまることが消費の頭を押さえる。物価がマイナス圏で推移することで実質購買力が下支えされるといった面はあるものの、これを考慮しても、実質所得の伸びは昨年と比べて鈍化する見込みだ。これまで消費抑制の要因の一つだった食品インフレが次第に落ち着くといったプラス材料もあり、消費の底割れこそ回避できると思われるが、先行きの個人消費も目立った回復は見込まず、停滞感の強い状態が続くと思われる。

(2) 設備投資の回復も限定的

設備投資も下振れリスクを抱える状況だ。設備投資計画は引き続き良好で、現時点で企業が投資先送りに動いているわけではないのだが、先行きには懸念がある。円高による企業収益の下押しはかなり大きくなる見込みであり、大幅減益が続くだろう。円安がこれまでの好調な企業収益をもたらす大きな要因ただけに、この前提が崩れてしまったことはかなりの痛手である。また、原油安効果については引き続き収益下支え要因として働くとみられるが、原油価格が底をつけ、緩やかに上昇していることを踏まえると、収益押し上げ効果は減衰する可能性が高いだろう。

加えて、16年入り以降、円高・株安が急速に進んだことに加え、内外ともに需要が伸び悩んでいることもあり、先行き不透明感是一段と強まっている。実際、企業マインドはここにきて悪化が目立ち始めている。これらの要因が、設備投資の手控え・先送りに繋がる可能性が高いだろう。

日本銀行は、マイナス金利政策によって金利が低下したことが設備投資の押し上げに繋がることを期待しているようだが、これまで設備投資が伸び悩んできた理由は、金利が高いからではなく、先行きの成長期待が持てないことにある。設備投資の金利感応度は低下しており、足元の金利低下が設備投資を押し上げる効果はほとんど期待できないだろう。16年度についても、想定される輸出や個人消費の回復度合い自体緩やかであり、需要が伸びないなかで設備投資が大きく増加することは考えにくい。売上の増加期待が乏しいことは、今後の設備投資にとって重荷になる。

(3) 世界経済の回復ペースは緩やかなものにとどまる

先行きの世界景気は緩やかな回復を予想している。米国では1-3月期のGDPが低い伸びにとどまったが、所得



の増加や高水準の消費者マインドなど個人消費を取り巻く環境は良好であり、低成長は一時的なものにとどまるだろう。米国経済の回復基調は崩れていない。悪化が続いていた製造業部門に回復の動きが見られ始めている点も好材料だ。また、中国経済も政策効果の発現から底打ちを探りつつある状況で、懸念されていたような景気底割れといった事態は回避されている。

もっとも、米国で先行き予想されるのはあくまで年率2%程度の緩やかな回復であり、景気加速感が生じるわけではない。ユーロ圏も同様であり、現状程度の緩やかな持ち直しにとどまるだろう。また、中国経済については、引き続き構造調整圧力が強いなか、経済活動の趨勢としては減速方向にある。過去における過剰投資や過剰生産といった負の遺産の影響で回復感に欠ける展開となっており、こうした構図に当面変化はないだろう。もちろん、中国では政策対応余地が大きいと、仮に景気下振れ懸念が強まれば追加的な景気対策の実施が可能である。その意味で、中国景気の下振れ余地自体は限定的である。もっとも、中国政府の狙いは過度な下振れの回避であり、景気の加速まで望んでいるわけではない。そのため、緩やかな減速であれば許容する可能性が高い。結果として、16年の成長率は15年と比べて低いものにとどまるだろう。

このように、先行きの世界経済の景気回復ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。加えて、16年入り以降に急速に進んだ円高の影響は、ラグを伴って輸出の下押しに繋がる可能性が高い。先行きの輸出に大きな期待はできず、緩やかな増加にとどまることが予想される。

以上の通り、懸念材料は山積みであり、先行きの景気は控えめに見ておく方が良い。なかでも16年4-6月期のGDPについては景気低迷が改めて意識される展開が予

想される。4-6月期は、牽引役不在の状況に変化がないとみられることに加え、うるう年要因の剥落により、1-3月期とは逆に、実態以上に成長率が低く算出される。この要因も考慮すると、4-6月期はマイナス成長になる可能性が高いと思われる。7-9月期以降にはプラス成長に戻るが、景気回復感が強まるには至らないだろう。

結果として、16年度の実質GDP成長率は前年比+0.3%と低いものにとどまるだろう。

3. 17年度は緩やかに持ち直し

安倍首相は6月1日に、消費税率の引き上げを2019年10月まで延期すると発表した。仮に17年4月に消費税率が引き上げられる場合には、17年度のマイナス成長は避けられない状況だったが、増税延期によりこうした事態は回避されることになる。17年度の景気は企業部門を中心として緩やかに持ち直すことになるだろう。

個人消費は緩やかな増加にとどまる見込みだ。16年度の物価が小幅マイナスになると予想されるなか、17年の春闘でも賃上げは限定的なものにとどまる可能性が高い。そうしたなか、17年度に入ると物価が緩やかながら上昇に向かうことで、実質所得は下押しされるだろう。16年度は物価の下落が実質購買力を下支えする見込みだが、17年度は逆の展開になる可能性がある。

一方、17年度には円高による輸出下押しの影響も一巡する。企業収益への悪影響も弱まることが予想され、設備投資も緩やかに増加するだろう。また、在庫調整の進展で生産回復が見込まれることや補正予算効果も下支えになるとみられる。

個人消費が回復感に欠けるため、景気が力強さを増すことはないものの、輸出や設備投資といった企業部門が持ち直すことで、景気全体としては緩やかな持ち直しが予想される。



資料 日本経済予測総括表

| 日本経済 | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 | 2017年度 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| | 実績 | 実績 | 予測 | 予測 |
| 実質GDP | ▲ 0.9 | 0.8 | 0.3 | 0.7 |
| （内需寄与度） | ▲ 1.6 | 0.7 | 0.2 | 0.7 |
| （うち民需） | ▲ 1.5 | 0.6 | ▲ 0.1 | 0.5 |
| （うち公需） | ▲ 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.2 |
| （外需寄与度） | 0.6 | 0.1 | 0.1 | ▲ 0.0 |
| 民間最終消費支出 | ▲ 2.9 | ▲ 0.2 | 0.3 | 0.5 |
| 民間住宅 | ▲ 11.7 | 2.4 | 0.9 | ▲ 0.5 |
| 民間企業設備 | 0.1 | 2.0 | 0.5 | 1.8 |
| 民間在庫品増加 | 0.6 | 0.3 | ▲ 0.3 | ▲ 0.1 |
| 政府最終消費支出 | 0.1 | 1.5 | 1.6 | 0.8 |
| 公的固定資本形成 | ▲ 2.6 | ▲ 2.7 | ▲ 0.4 | 1.6 |
| 財貨・サービスの輸出 | 7.9 | 0.4 | 0.2 | 1.6 |
| 財貨・サービスの輸入 | 3.4 | ▲ 0.1 | ▲ 0.2 | 1.8 |
| GDPデフレーター | 2.4 | 1.4 | 0.4 | ▲ 0.0 |
| 名目GDP | 1.5 | 2.2 | 0.7 | 0.7 |
| 鉱工業生産 | ▲ 0.5 | ▲ 1.0 | 0.7 | 2.0 |
| 完全失業率 | 3.5 | 3.3 | 3.2 | 3.1 |
| 経常収支（兆円） | 7.8 | 18.0 | 18.8 | 18.1 |
| 名目GDP比率 | 1.6 | 3.6 | 3.7 | 3.6 |
| 消費者物価（生鮮除く総合） | 2.8 | 0.0 | ▲ 0.1 | 0.8 |
| 為替レート（円／ドル） | 109.9 | 120.1 | 111.0 | 115.0 |
| 原油価格（ドル／バレル） | 80.8 | 45.1 | 50.0 | 54.0 |
| 日本実質成長率（暦年） | 0.0 | 0.5 | 0.3 | 0.6 |
| 米国実質成長率（暦年） | 2.4 | 2.4 | 1.8 | 2.4 |
| ユーロ圏実質成長率（暦年） | 0.9 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| 中国実質成長率（暦年） | 7.3 | 6.9 | 6.5 | 6.3 |

(出所) 内閣府等より、第一生命経済研究所作成 (予測は第一生命経済研究所)

- (注) 1. 為替レートは円／ドルで年度平均
 2. 原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate)価格
 3. 失業率、経常収支の名目GDP比以外の単位の無い項目は前年比
 4. 民間在庫品増加は寄与度