

2016～2017年度日本経済見通し

～年内は停滞感が残る。17年は緩やかに持ち直しも、回復力は限定的～

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

- 景気は足元で踊り場状態が続いているが、16年後半も停滞感が残るだろう。個人消費は横ばい圏内の動きにとどまる可能性が高いことに加え、収益鈍化や先行き不透明感の強さから設備投資も抑制姿勢が続く。世界経済の回復ペースが緩やかなものにとどまることから輸出も伸び悩むだろう。牽引役不在の状況は変わらない。16年後半は低成長になる可能性が高い。
- 17年に入ると、経済対策効果が本格化することで公共投資が大幅に増加し、景気が押し上げられる。加えて、円高の悪影響が和らぐことで輸出や設備投資といった企業部門も持ち直し、景気にも徐々に明るさが出てくるだろう。
- 一方、個人消費は17年度も緩やかな増加にとどまる可能性が高いことから、景気に力強さが出るには至らない。17年の景気はあくまで「緩やかな回復」にとどまるだろう。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なか、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。個人消費は伸びにくい状態が続くだろう。

1. 踊り場状態からは脱せず

9月8日に公表された2016年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.7%となった。うるう年要因により見かけ上押し下げられている分を考慮すれば+1.9%と試算され、高い成長といって良い。個人消費がうるう年要因を考慮すれば前期比+0.7%と予想外に伸びたことが背景にある。もっとも、個人消費は均してみれば横ばい圏の推移を脱していないことに加え、4-6月期については家計調査のサンプル要因による押し上げがあった可能性もある。持続性には難があり、個人消費は引き続き停滞感が強い状態にあると判断される。また、輸出、設備投資がそろって減少したことも懸念材料であり、日本経済は引き続き牽引役不在の状況にあるといえるだろう。鉱工業生産が一進一退の域にとどまっていることからみても、景気は引き続き踊り場状態から脱していないと判断して良い。

2. 16年後半は低成長にとどまる見込み

当面、こうした状態は続くと思われる。以下で述べるとおり、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であることに加え、経済対

策効果についても、本格化するのは17年に入ってからであり、公的需要の押し上げも16年後半には期待できない。景気の牽引役不在の状況は容易に変わらず、16年後半の景気も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、その最大の要因は個人消費の不振である。4-6月期の個人消費はうるう年要因を除けば前期比+0.7%程度の高い伸びとなったが、これは15年10-12月期の落ち込み分を、16年1-3月期、4-6月期の2四半期かけて取り戻したに過ぎず、基調としては横ばい圏の推移が続いていると判断される。実際、4-6月期の個人消費の水準は、増税直後で水準が極めて低い14年4-6月期を僅か+0.5%上回るレベルにとどまっており、2年間にわたって底這い状態を続けている。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2.14%と昨年の2.38%からはっきりと鈍化し、14年の2.19%をも下回った。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。

ボーナスも期待薄だ。6、7月の毎月勤労統計では特別給与が高い伸びになったが、これは昨年にサンプル替えの影響により大幅に下振れていたことの反動が出たに過ぎない。ボーナスを取り巻く環境をみても、企業業績が16年に入ってから急速に悪化していることに加え、景気の先行き不透明感が強いことなど、ボーナス支給額を抑制する材料にはことかかない。大企業を調査対象とする各種ボーナス調査をみても、16年夏のボーナスは昨年対比鈍化したものが多い。中小企業はより厳しい状況にあることを考えると、実際の夏のボーナスは小幅増にとどまった可能性が高いと思われる。また、冬のボーナスは、16年度前半の大幅減益が交渉に反映されることで、減少するとみられる。所定内給与とボーナス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だろう。

また、16年度は公的年金要因がマイナスに働く。15年度については、年金改定率が前年比+0.9%と、1999年度以来16年ぶりの増加になっていた。しかし、16年度については、物価や賃金の伸び悩みを反映して、年金額は据え置きとなった。加えて、男性の被用者年金支給開始年齢の引き上げが実施されることにより、支給対象者数は減少が見込まれる。結果として16年度の公的年金の総支給額は再び減少に転じるだろう。消費に占める高齢者の比率が高まるなか、この影響は無視できない。

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。これまで消費抑制の要因の一つだった食料品インフレが落ち着きつつ

ある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が、先行きも目立った回復は見込めず、停滞感の強い状態が続くと思われる。

(2) 設備投資も低調に推移

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、足元では大幅減益となっている。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だっただけに、この前提が崩れてしまったことはかなりの痛手だ。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思われるが、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、先行き不透明感は一段と強まっている。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

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4-6月期のGDP成長率が前期比年率+1.1%にと



どまったが、在庫投資の減少により押し下げられた面が大きい。雇用の着実な増加や高水準の消費者マインドなど個人消費は高い伸びを示しており、見た目ほど内容は悪くない。7-9月期にはリバウンドが期待でき、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。

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。また、中国経済については、政策効果の発現により足元の景気は下げ止まっているものの、対策効果は次第に剥落することが予想され、先行きは慎重にみるべきだろう。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り、成長率も緩やかな鈍化が予想される。また、ユーロ圏については緩やかな回復が続いているが、英国経済の悪化が予想されるなか、無傷ではいられず、今後は一定の影響を受けざるを得ない。

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。牽引役不在の状況は容易には変わらないことに加え、在庫調整圧力が残存していることも景気の頭を押さえる。16年後半は前期比年率でゼロ%台前半の低成長にとどまると予想している。

3. 17年度は緩やかに持ち直し

17年に入ると、経済対策効果が本格化することが景気押し上げ要因になる。今回の経済対策は、公共投資の割合が高いことが一つの特徴であり、短期的な景気押し上げ効果は、減税等の他の政策手段をとるよりも大きな

る。17年前半の公共投資は大幅に増加することが予想され、成長率を押し上げるだろう。

また、17年には円高による輸出下押しの影響も和らぐ。海外景気の緩やかな回復とあいまって、輸出も緩やかに持ち直すだろう。企業業績も、円高による下押しが一巡することで再び増益に戻ることを予想される。こうした企業収益の持ち直しを受けて、設備投資も徐々に上向いてくるだろう。在庫調整が進展することで生産活動に対する重石が取れることも好材料だ。

一方、個人消費は引き続き回復感に欠ける状態が続くだろう。背景にあるのは実質所得の伸び悩みだ。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。春闘賃上げ率には物価動向や企業業績の動向が大きく影響するが、16年度の消費者物価指数は低下が予想されることに加え、企業業績も悪化が見込まれている。賃上げ率の拡大は期待薄だろう。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ことになる。17年度は賃金の伸びが鈍い上、物価の上昇が重荷になることが予想される。

以上のとおり、経済対策効果の顕在化による公共投資の増加に加え、円高の悪影響が和らぐことで輸出や設備投資といった企業部門が持ち直し、17年には景気にも徐々に明るさが出てくるだろう。もっとも、GDPの5割以上を占める個人消費で引き続き回復感に欠けることが予想されるため、景気に力強さが出るには至らない。17年の景気はあくまで「緩やかな回復」とどまるだろう。成長率は16年と比較して高まるが、経済対策効果による押し上げがあるにしては物足りない。民需主導の自律的な景気回復が実現するには至らないと予想している。



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	0.6	0.9
(内需寄与度)	▲ 1.6	0.8	0.6	0.8
(うち民需)	▲ 1.5	0.6	0.2	0.4
(うち公需)	▲ 0.1	0.2	0.4	0.4
(外需寄与度)	0.6	0.1	▲ 0.0	0.1
民間最終消費支出	▲ 2.9	▲ 0.2	0.5	0.6
民間住宅	▲ 11.7	2.4	6.7	0.1
民間企業設備	0.1	2.1	▲ 0.2	1.5
民間在庫品増加	0.6	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1
政府最終消費支出	0.1	1.6	1.5	0.8
公的固定資本形成	▲ 2.6	▲ 2.7	2.4	5.4
財貨・サービスの輸出	7.9	0.4	▲ 0.8	1.8
財貨・サービスの輸入	3.4	0.0	▲ 0.8	1.5
GDPデフレーター	2.4	1.4	0.2	0.1
名目GDP	1.5	2.2	0.8	0.9
鉱工業生産	▲ 0.5	▲ 1.0	0.0	1.9
完全失業率	3.5	3.3	3.1	3.0
経常収支(兆円)	7.8	18.0	17.5	17.0
名目GDP比率	1.6	3.6	3.5	3.3
消費者物価(生鮮除く総合)	2.8	0.0	▲ 0.2	0.6
為替レート(円/ドル)	109.9	120.1	105.0	108.0
原油価格(ドル/バレル)	80.8	45.1	45.0	50.0
日本実質成長率(暦年)	0.0	0.5	0.5	0.8
米国実質成長率(暦年)	2.4	2.6	1.5	2.3
ユーロ圏実質成長率(暦年)	0.9	1.5	1.6	1.3
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