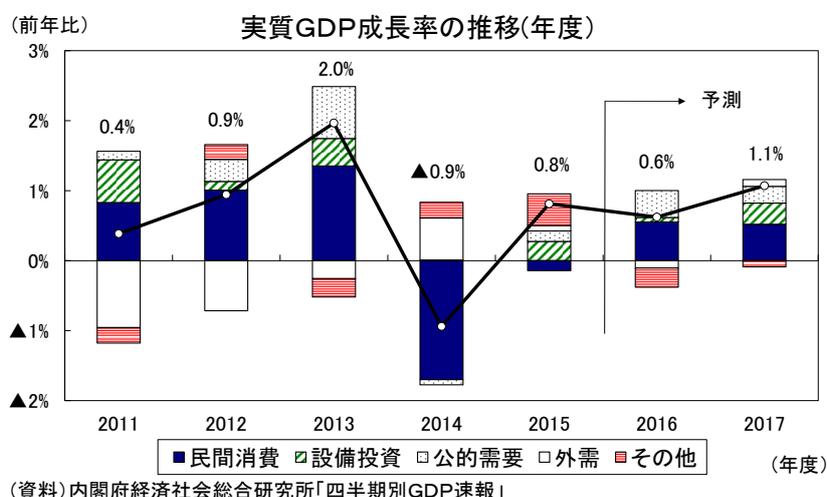


Weekly  
エコノミスト・  
レター2016・2017 年度経済見通し  
～16年1-3月期GDP2次速報後改定

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎  
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

### <実質成長率:2016年度0.6%、2017年度1.1%を予想>

- 2016年1-3月期の実質GDP（2次速報値）は、設備投資の上方修正などから1次速報の前期比0.4%（年率1.7%）から前期比0.5%（年率1.9%）へと上方修正された。
- GDP2次速報の結果を受けて、5月に発表した経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2016年度が0.6%、2017年度が1.1%と予想する。2017年4月に予定されていた消費税率引き上げの延期などを反映し、2016年度を0.3%下方修正、2017年度を1.1%上方修正した。
- 2016年4-6月期は1-3月期のうるう年による押し上げの反動、熊本地震の影響、円高による輸出の減少などからマイナス成長となるが、民間消費の増加などから7-9月期にプラス成長となった後、2017年度末まで年率1%前後のプラス成長が続くだろう。
- 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は円高、原油価格下落の影響がほぼ一巡する2016年末頃にプラスに転じた後、景気回復持続に伴う需給バランスの改善、円安、原油高によるエネルギー価格上昇などから2017年度入り後は1%程度まで伸びを高めるだろう。年度ベースでは2016年度が0.0%、2017年度が1.0%と予想する。



# 1. 2016年1-3月期は前期比年率1.9%へ上方修正

6/8に内閣府が公表した2016年1-3月期の実質GDP(2次速報値)は前期比0.5%(年率1.9%)となり、1次速報の前期比0.4%(年率1.7%)から上方修正された。

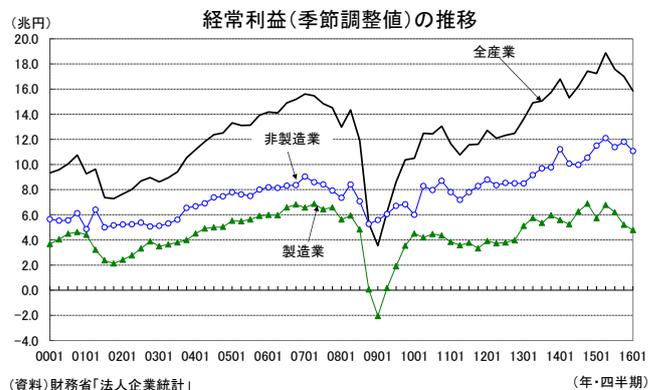
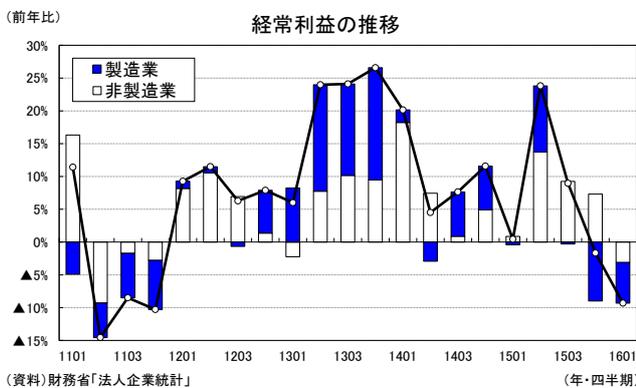
公的固定資本形成(前期比0.3%→同▲0.7%)、民間在庫品増加(前期比・寄与度▲0.0%→同▲0.1%)は下方修正されたが、1-3月期の法人企業統計の結果が反映されたことにより設備投資が1次速報の前期比▲1.4%から同▲0.7%へ上方修正されたこと、推計に用いられる基礎統計の追加から民間消費が前期比0.5%から同0.6%へ上方修正されたことが成長率を押し上げた。

2016年1-3月期は潜在成長率を大きく上回るプラス成長となったが、うるう年による日数増で成長率が年率1%程度かさ上げ(当研究所による試算値)されていること、2015年10-12月期の年率▲1.8%のマイナス成長の後であることを踏まえれば、景気が足踏み状態を脱したとはいえない。実質GDPは2015年4-6月期以降、年率1%台後半のマイナス成長とプラス成長を繰り返しており、日本経済が1年にわたって停滞を続けてきたことを示している。

(企業収益の悪化が鮮明に)

6/1に財務省から公表された法人企業統計では、2016年1-3月期の経常利益(金融業、保険業を除く全産業)の経常利益が前年比▲9.3%と2四半期連続の減少となり、減少幅は2015年10-12月期の同▲1.7%から拡大した。製造業は2四半期連続の減益(10-12月期:前年比▲21.2%→1-3月期:同▲20.4%)、非製造業は2013年1-3月期以来、3年ぶりの減益(10-12月期:前年比12.7%→1-3月期:同▲4.5%)となった。円高の進展、海外経済の減速、国内需要の低迷などを受けて製造業(前年比▲2.2%)、非製造業(同▲3.8%)ともに売上高が減少し、製造業は売上高経常利益率も大きく悪化したため、2四半期続けて前年比20%台の大幅減益となった。

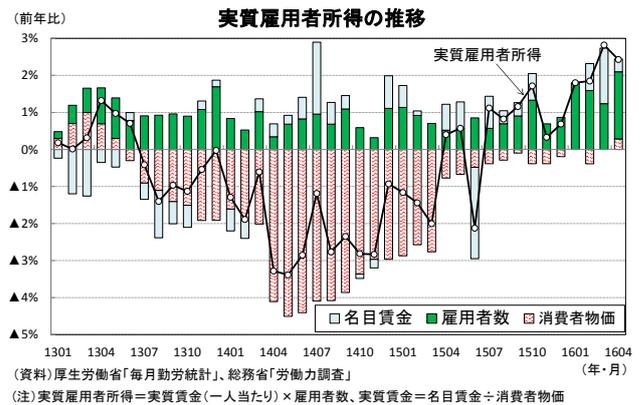
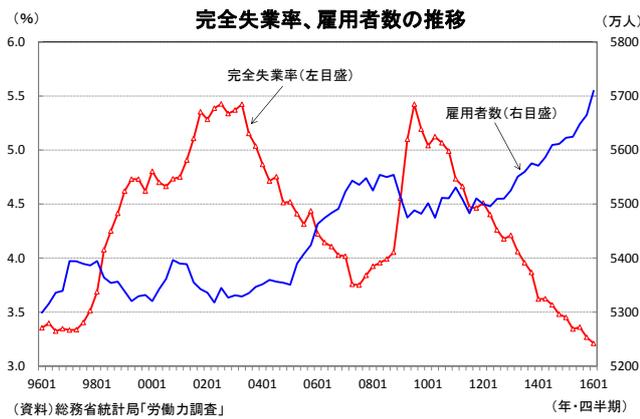
季節調整済の経常利益は前期比▲6.8%(10-12月期:同▲3.3%)となった。経常利益は2013年度後半から2015年前半にかけては過去最高水準の更新を続けてきたが、2015年7-9月期から三四半期連続で減少し、完全にピークアウトする形となった。直近の水準をピーク時と比較すると、非製造業の低下幅は1割以下にとどまっているが、製造業は約3割も落ち込んでいる。



(消費を取り巻く環境は改善)

企業収益の悪化が鮮明となる一方で、低迷を続けてきた個人消費を取り巻く環境は大きく改善している。2016年の春闘賃上げ率が前年を下回ったこともあり、名目賃金は伸び悩みが続いているが、雇用者数の高い伸びが雇用者所得を大きく押し上げている。さらに、既往の原油価格下落の影響で物価上昇率がマイナスとなっていることが実質ベースの雇用者所得を大きく押し上げている。

消費者マインドの悪化などに伴う消費性向の低下、労働市場改善の恩恵を受けない高齢者、年金生活者の消費動向などには注意を払う必要があるが、先行きの個人消費は実質雇用者所得の高い伸びを主因として持ち直しに向かうことが予想される。



## 2. 実質成長率は2016年度0.6%、2017年度1.1%

(2017年度の成長率見通しを上方修正)

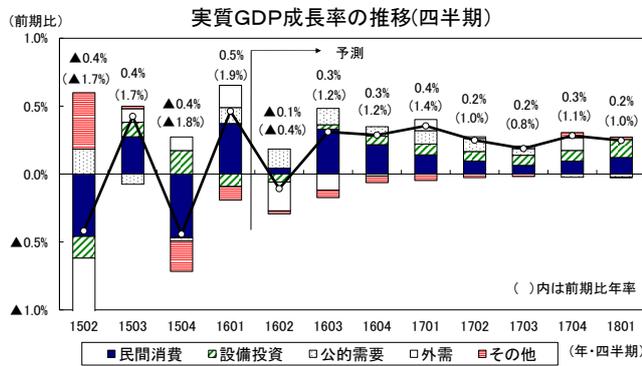
2016年1-3月期のGDP2次速報を受けて、5/19に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2016年度が0.6%、2017年度が1.1%と予想する(5/19時点ではそれぞれ0.9%、0.0%)。2016年度の見通しを0.3%下方修正する一方、2017年度の見通しを1.1%上方修正した。

安倍首相は6/1に記者会見を行い、2017年4月に予定されていた消費税率の引き上げ(8%→10%)を2019年10月に延期することを表明し、それと同時に秋の臨時国会で総合的な経済対策を講じる考えも示した。

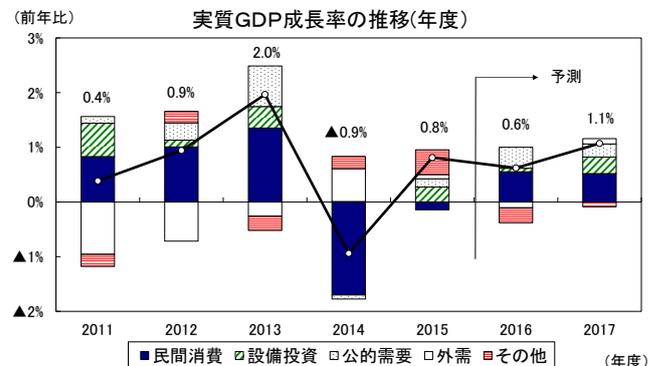
消費税率引き上げの延期により2016年度の成長率は駆け込み需要がなくなる分だけ消費増税実施の場合よりも低くなる(当研究所では駆け込み需要を0.3%想定していた)。一方、2017年度は駆け込み需要の反動がなくなることで、税率引き上げによる物価上昇に伴う実質所得低下の影響がなくなることで、消費税率引き上げが実施された場合よりも実質GDP成長率は1%程度上昇する。また、経済対策の規模は現時点では明らかではないが、今回の見通しでは2016年度第2次補正予算で約5兆円規模の経済対策が策定されることを想定した。

2016年1-3月期は2四半期ぶりのプラス成長となったが、4-6月期はうるう年による押し上げの反動、熊本地震の影響、円高の顕在化による輸出の減少などから前期比年率▲0.4%のマイナス成長となるだろう。ただし、1-3月期とは逆に統計上の技術的な要因により成長率が押し下げられる

(年率▲1%程度) ため、表面的な数字で過度に悲観する必要はない。7-9 月期は民間消費の伸びが高まることなどからプラス成長に復帰し、その後は年率 1%前後の成長が続くことが予想される。



(資料)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

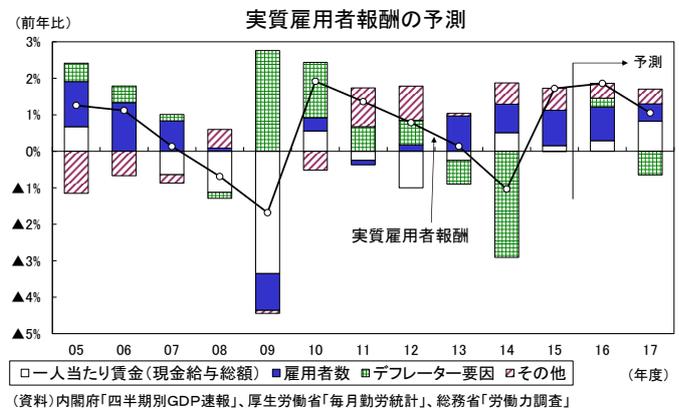


(資料)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

### (需要項目別の見通し)

実質GDP成長率の予想を需要項目別にみると、民間消費は2015年度の前年比▲0.2%から2016年度に同1.0%と増加に転じた後、2017年度も同0.9%と2年連続の増加を予想する。

一人当たりの名目賃金の伸びが大きく高まることは期待できないが、企業の人手不足感の高さを背景に雇用者数が増加を続けること、円高、原油価格下落の影響で物価上昇率が低下することから、実質雇用者報酬は2015年度の前年比1.7%から2016年度は同1.9%と若干伸びが高まることが予想される。耐久消費財のストック調整圧力が残存していること、2016年初からの株価下落による逆資産効果などが引き続き消費の抑制要因となる可能性があることには留意が必要だが、実質所得の増加を主因として民間消費は回復に向かう可能性が高い。ただし、2017年度は円高、原油安の一巡などから消費者物価が上昇し実質所得が再び下押しされるため、消費の伸びが加速することは難しいだろう。



2015年度の設備投資は前年比2.0%と2014年度の同0.1%から伸びを高めたが、企業収益が好調を続けてきたことからすれば低い伸びにとどまった。

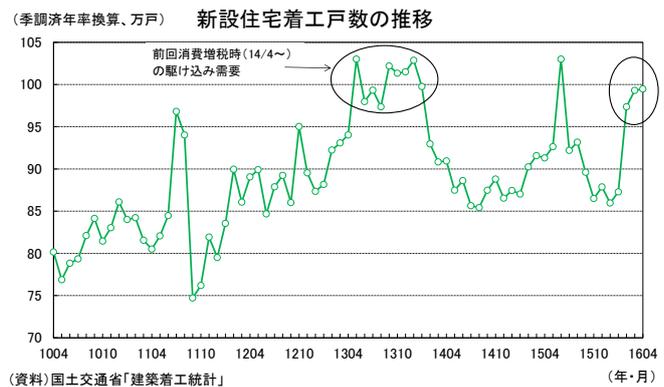
内閣府の「企業行動アンケート調査(2015年度)」によれば、今後5年間の実質経済成長率見通し(いわゆる期待成長率)は1.1%となり、前年度から0.3ポイント低下した。企業の設備投資意欲を示す「設備投資/キャッシュフロー比率」は期待成長率との連動性が高いため、先行きも企業の投資意欲が大きく高まることは見込めない。

また、円高や海外経済の減速を受けて企業収益は大きく悪化しており、2016年度の経常利益は前年比▲1.7%と2011年度以来5年ぶりの減益となることが予想される(法人企業統計ベース)。設備投資意欲の低迷に企業収益の悪化が加わることにより、設備投資は当面低調に推移する可能性が

高い。2016年度の設備投資は前年比0.5%と前年度から伸びが鈍化した後、企業収益の改善を受けて2017年度は同2.2%と伸びを高めると予想する。

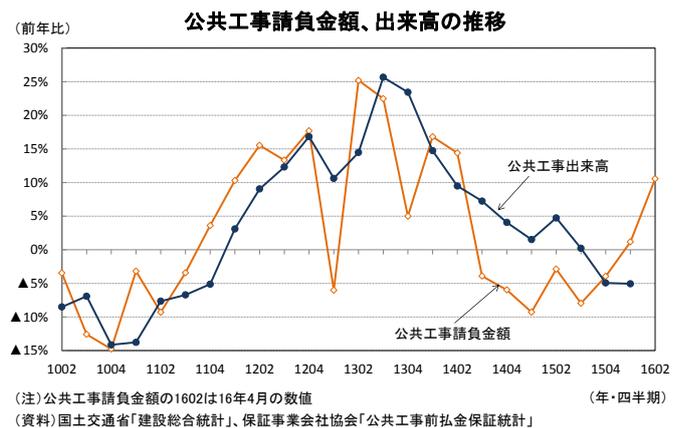
住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数は2015年10-12月期の86.8万戸（季節調整済・年率換算値）から2016年1-3月期に94.7万戸へと大幅に増加し、月次ベースでは2016年3月が99.3万戸、4月が99.5万戸と水準を大きく切り上げている。ただし、これは2017年4月に予定されていた消費税率引き上げを見込んだ駆け込み需要が含まれている可能性がある。

消費税率引き上げが見送られたことにより前倒しで住宅を購入するインセンティブはなくなった。住宅ローン減税、マイナス金利導入に伴う住宅ローン金利の低下が一定の下支えにはなるものの、今後住宅着工戸数は減少に転じる可能性が高く、工事の進捗ベースで計上されるGDP統計の住宅投資も2016年度後半には減少に転じるだろう。住宅投資は2015年度の前年比2.4%の後、2016年度が同0.9%、2017年度が同0.1%と予想する。



公的固定資本形成は2015年7-9月期が前期比▲2.4%、10-12月期が同▲3.6%と大きく落ち込んだ後、2016年1-3月期は同▲0.7%と減少幅が大きく縮小した。先行指標の公共工事請負金額は2016年3月が前年比5.0%、4月が同10.6%と急増している。2015年度補正予算、2016年度当初予算の前倒し執行の効果が顕在している可能性が高い。また、熊本地震からの復旧に向けた事業を盛り込んだ2016年度補正予算（予算規模は7780億円、5/17予算成立）は7-9月期以降の公的固定資本形成を押し上げることが見込まれる。

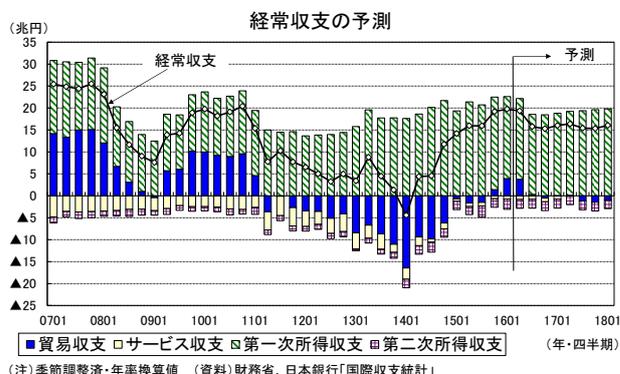
さらに、秋の臨時国会で策定される経済対策の裏づけとなる2016年度第2次補正予算は年末までに成立することが見込まれるため、2016年度末から2017年度初めにかけてその効果が顕在化する可能性が高い。公的固定資本形成は2014年度（前年比▲2.6%）、2015年度（同▲2.7%）と2年連続で減少したが、2016年度は前年比1.6%と3年ぶりに増加し、景気を一定程度下支えする役割を果たしそうだ。



2016年1-3月期の輸出は前期比0.6%と2四半期ぶりの増加となったが、円高の影響が顕在化することにより4-6月期には減少に転じると予想する。海外経済は米国、欧州は比較的堅調だが、中国をはじめとした新興国経済は減速傾向が続いている。日本の輸出ウエイトで加重平均した海外経済の成長率は2012年以降、過去平均（1980年～）を下回り続けているが、2016年の伸びは2015

年からさらに低下することが予想される。当研究所では米国の利上げ再開、日本の金融緩和継続を背景とした日米の金利差拡大を主因として徐々に円安・ドル高が進むと予想している。しかし、海外経済の低成長が続く中で円高がさらに進行するようであれば、輸出の失速を起点とした景気後退のリスクが高まるだろう。

また、国際収支ベースの貿易収支（季節調整値）は2015年10月以降黒字となっているが、貿易収支改善の主因となっていた原油安局面はすでに終了しており、今後は原油価格上昇に伴う輸入価格の上昇が貿易収支の悪化要因となることが見込まれる。貿易収支の黒字幅は徐々に縮小し、2016年末までには再び赤字となる可能性が高い。

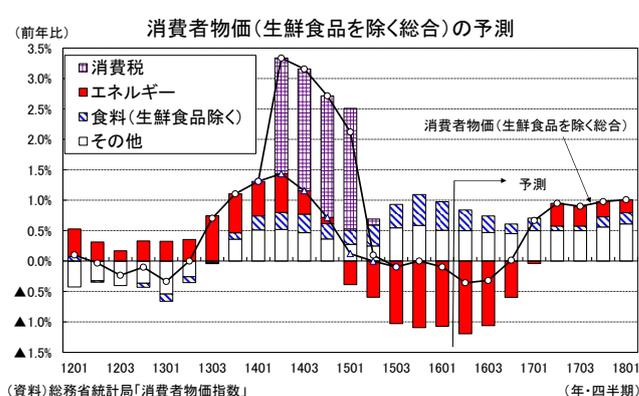
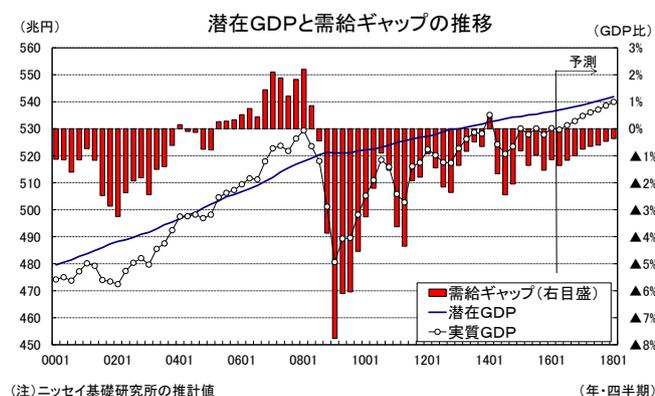


### （物価の見通し）

消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は、原油価格下落に伴うエネルギー価格の低下を主因として2016年3月に前年比▲0.3%と5ヵ月ぶりのマイナスとなった後、4月も同▲0.3%となった。原油価格は上昇に転じているが、電気代、ガス代は原油価格の動きが遅れて反映されること、円高で原油価格上昇の影響は一部相殺されることなどから、消費者物価のエネルギー価格は夏場まで前年比で二桁のマイナスを続ける可能性が高い。

また、現時点では消費者物価指数の対象品目のうち6割以上の品目が上昇し、物価上昇の裾野の広がりを示すものとなっているが、為替レートの変動は輸入物価を通じて幅広い品目に影響を及ぼすため、こうした状況は大きく変化する可能性がある。特に、消費者物価の食料（生鮮食品を除く）は前年比で2%台の伸びを続けてきたが、輸入物価の食料品は前年比で二桁の下落を続けており、国内企業物価の食料品もゼロ近傍まで伸び率が低下している。今後、川上から川下への価格転嫁が進むことにより、消費者物価の食料（生鮮食品を除く）も伸び率が鈍化するだろう。

コア CPI 上昇率がプラスに転じるのは、円高、原油安の影響がほぼ一巡する2016年末頃になると予想する。その後は円安、原油高に伴うエネルギー価格の上昇、景気回復持続に伴う需給バランスの改善が消費者物価を押し上げることから、コア CPI は2017年度入り後には1%程度まで伸びを高めるだろう。コア CPI 上昇率は2016年度が前年比0.0%、2017年度が同1.0%と予想する。



# 日本経済の見通し (2016年1-3月期2次QE(6/8発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2016.5)

	2014年度 実績	2015年度 実績	2016年度 予測	2017年度 予測	15/4-6 実績	15/7-9 実績	15/10-12 実績	16/1-3 実績	16/4-6 予測	16/7-9 予測	16/10-12 予測	17/1-3 予測	17/4-6 予測	17/7-9 予測	17/10-12 予測	18/1-3 予測	2016年度	2017年度
実質GDP	▲0.9	0.8	0.6	1.1	▲0.4 ▲1.7 0.7	0.4 1.7 1.8	▲0.4 ▲1.8 0.7	0.5 1.9 0.1	▲0.1 ▲0.4 0.4	0.3 1.2 0.2	0.3 1.2 1.0	0.4 1.4 0.9	0.2 1.0 1.2	0.2 0.8 1.1	0.3 1.1 1.0	0.2 1.0 1.0	0.9	0.0
内需寄与度	(▲1.6)	(0.7)	(0.7)	(1.0)	(▲0.1)	(0.3)	(▲0.5)	(0.3)	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(1.2)	(▲0.4)
内、民需	(▲1.5)	(0.5)	(0.3)	(0.7)	(▲0.3)	(0.4)	(▲0.5)	(0.2)	(▲0.0)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.8)	(▲0.6)
内、公需	(▲0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.4)	(0.3)
外需寄与度	(0.6)	(0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.3)	(0.4)
民間最終消費支出	▲2.9	▲0.2	1.0	0.9	▲0.8	0.5	▲0.8	0.6	0.1	0.6	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	1.5	▲1.2
民間住宅投資	▲11.7	2.4	0.9	0.1	2.2	1.7	▲1.0	▲0.7	2.3	0.0	▲0.8	▲1.1	0.1	0.7	1.1	0.5	3.3	▲3.8
民間企業設備投資	0.1	2.0	0.5	2.2	▲1.2	0.8	1.3	▲0.7	▲0.4	0.2	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	1.0	1.5	1.0
政府最終消費支出	0.1	1.5	1.6	0.9	0.4	0.2	0.7	0.7	0.3	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.1	0.2	1.6	1.1
公的固定資本形成	▲2.6	▲2.7	1.6	1.3	2.8	▲2.4	▲3.6	▲0.7	2.3	1.9	▲0.1	1.4	1.3	▲0.2	▲1.2	▲1.4	2.0	1.3
輸出	7.9	0.4	0.5	3.1	▲4.8	2.6	▲0.8	0.6	▲0.9	0.1	0.8	0.8	0.5	0.9	1.2	0.9	0.8	3.5
輸入	3.4	▲0.1	1.3	2.9	▲2.5	1.7	▲1.1	▲0.4	0.4	0.9	1.0	0.4	0.5	0.9	0.7	1.0	3.0	1.7
名目GDP	1.5	2.2	0.7	1.1	▲0.2	0.8	▲0.2	0.6	▲0.2	0.1	0.3	0.5	0.1	0.2	0.4	0.5	1.0	1.0

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

## < 主要経済指標 >

(単位、%)

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	15/4-6	15/7-9	15/10-12	16/1-3	16/4-6	16/7-9	16/10-12	17/1-3	17/4-6	17/7-9	17/10-12	18/1-3	2016年度	2017年度
鉱工業生産 (前期比)	▲0.5	▲1.0	0.4	1.5	▲1.3	▲1.0	0.1	▲1.0	0.5	0.9	0.3	0.5	0.3	0.2	0.3	0.5	1.4	▲0.3
国内企業物価 (前年比)	2.7	▲3.2	▲2.1	0.9	▲2.2	▲3.7	▲3.7	▲3.4	▲4.1	▲2.7	▲1.6	0.3	0.9	0.8	1.1	0.7	▲2.1	2.5
消費者物価 (前年比)	2.9	0.2	0.1	1.0	0.5	0.2	0.3	0.1	▲0.3	▲0.2	0.1	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0	0.1	1.9
消費者物価 (生鮮食品除き)	2.8	0.0	0.0	1.0	0.1	▲0.1	0.0	▲0.1	▲0.4	▲0.3	0.0	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0	0.0	1.8
(消費税除き)	(0.8)	(0.0)	(0.0)	(1.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.4)	(▲0.3)	(0.0)	(0.7)	(0.9)	(0.9)	(1.0)	(1.0)	(0.0)	(0.8)
経常収支 (兆円)	8.7	18.0	16.6	15.8	16.0	15.9	19.2	19.8	19.3	15.8	15.3	16.0	16.4	15.4	15.3	16.1	15.6	17.5
(名目GDP比)	(1.8)	(3.6)	(3.3)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.8)	(3.9)	(3.8)	(3.1)	(3.0)	(3.2)	(3.2)	(3.0)	(3.0)	(3.1)	(3.1)	(3.4)
失業率 (%)	3.5	3.3	3.1	3.0	3.4	3.4	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1
住宅着工戸数(万戸)	88	92	95	93	96	92	87	95	98	95	94	93	93	93	94	94	98	90
10年国債利回り (店頭基準%)	0.4	0.3	▲0.2	▲0.1	0.4	0.4	0.3	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.1
為替 (円/ドル)	110	120	111	117	121	122	121	115	109	108	112	114	115	116	117	118	111	118
原油価格 (CIF, 1"/bbl)	91	49	46	53	59	59	46	33	42	45	47	51	52	53	53	54	45	51
経常利益 (前年比)	5.9	4.9	▲1.7	5.1	23.8	9.0	▲1.7	▲9.3	▲11.0	▲4.6	2.3	8.4	7.6	5.7	3.7	3.3	4.2	▲0.6

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。