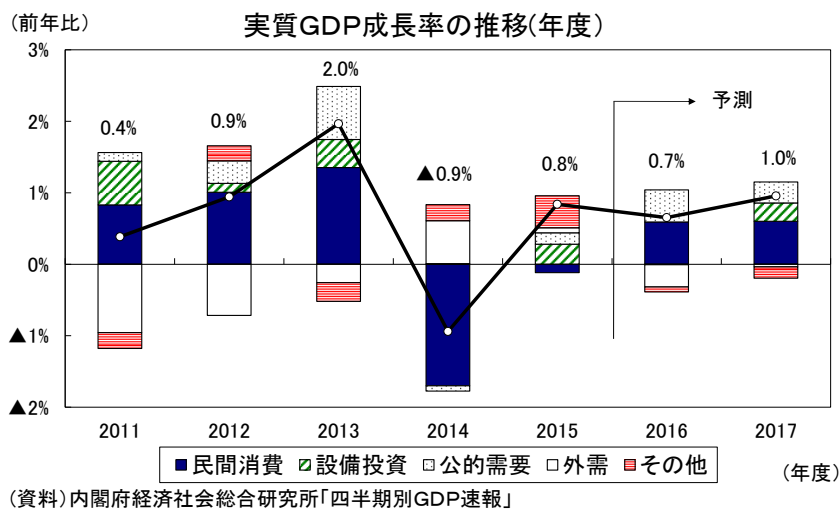


Weekly
エコノミスト・
レター2016・2017 年度経済見通し
～16年4-6月期GDP2次速報後改定

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0.7%、2017年度1.0%を予想>

- 2016年4-6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0.0%（年率0.2%）から前期比0.2%（年率0.7%）へと上方修正された。
- GDP2次速報の結果を受けて、8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0.7%、2017年度が1.0%と予想する。2016年4-6月期の実績値の上方修正を受けて、2016年度の見通しを0.2%上方修正した。
- 円高で企業部門は厳しさを増しているが、雇用者数の大幅増加、物価上昇率の低下によって消費を取り巻く環境は改善している。2016年度中は輸出、設備投資の低迷が続くことから年率ゼロ%台の成長にとどまるが、民間消費の増加などから景気の腰折れは回避され、円高の影響が一巡する2017年度は年率1%台の成長が続くだろう。
- 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）はエネルギー価格の低下に加え、円高による輸入物価の下落が食料品、耐久財などの物価下落圧力につながるため、当面マイナス圏で推移する。上昇率がプラスに転じるのは原油安、円高の影響がほぼ一巡する2016年度末頃となるだろう。年度ベースでは2016年度が▲0.2%、2017年度が0.7%と予想する。



1. 2016年4-6月期は前期比年率0.7%へ上方修正

9/8に内閣府が公表した2016年4-6月期の実質GDP(2次速報値)は前期比0.2%(年率0.7%)となり、1次速報の前期比0.0%(年率0.2%)から上方修正された。

4-6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▲0.4%から同▲0.1%へ、民間在庫品増加が1次速報の前期比・寄与度▲0.0%から同0.1%へ上方修正されたことが成長率を押し上げた。民間在庫品増加は、1次速報ではARIMAモデルにより推計されていた仕掛品在庫、原材料在庫が法人企業統計の結果が反映されたことで上方修正されたことに加え、商業動態統計をもとに推計されていた流通在庫も上方修正された。また、6月の建設総合統計の結果を受けて、公的固定資本形成が前期比2.3%から同2.6%へと上方修正された。

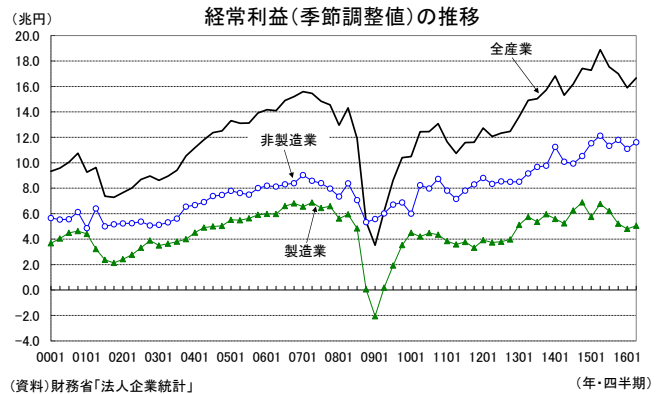
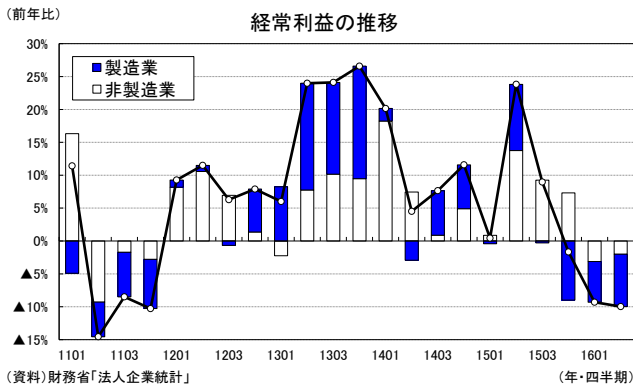
4-6月期の成長率は1-3月期の前期比年率2.1%から大きく低下したが、1次速報の際にも言及したように、GDP統計では季節調整をかける際にうるう年調整が行われておらず、1-3月期は日数増により年率1%程度押し上げられる一方、4-6月期は年率▲1%程度押し下げられている(当研究所による試算値)。この影響を除けば実質GDPは1-3月期の前期比年率1%程度から、4-6月期は同1%台後半へと伸びが高まることになる。景気は実態としては持ち直しつつあると判断される。

ただし、民間在庫品増加の上方修正は先行きの成長率を見る上ではマイナス材料である。民間在庫品増加(実質・季節調整値)は1次速報の+0.7兆円から+1.3兆円へと積み上がり幅が拡大し、在庫調整圧力の強さを示すものとなった。7-9月期以降、在庫調整が進展した場合には成長率が大きく押し下げられる可能性がある。

(円高で厳しさを増す企業部門)

9/1に財務省から公表された法人企業統計では、2016年4-6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▲10.0%と3四半期連続の減少となり、減少幅は2016年1-3月期の同▲9.3%から拡大した。非製造業の減益幅は若干縮小した(1-3月期:前年比▲4.5%→4-6月期:同▲3.1%)が、製造業の減益幅が拡大した(1-3月期:前年比▲20.4%→4-6月期:同▲22.4%)。製造業は3四半期連続で前年比20%台の大幅減益となった。

一方、季節調整済の経常利益は前期比4.8%(1-3月期:同▲6.5%)と4四半期ぶりに増加した。製造業(前期比5.2%)、非製造業(同4.7%)ともに増加したが、円高、海外経済減速の影響が大きい製造業の利益水準はピーク時よりも3割近く低くなっている。



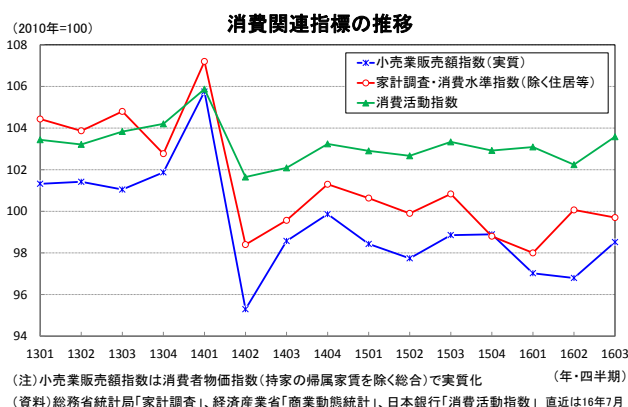
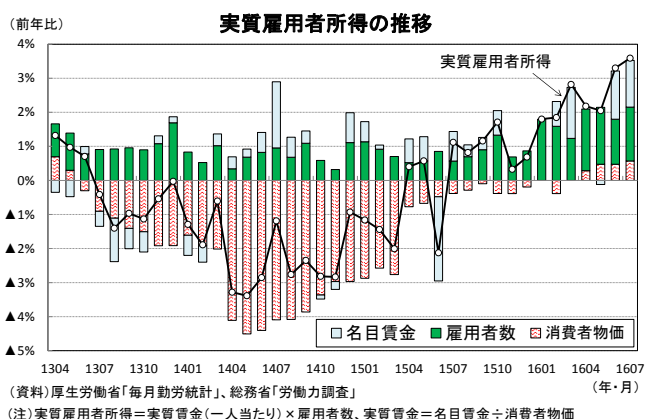
設備投資（ソフトウェアを含む）は前年比 3.1%と 13 四半期連続で増加したが、1-3 月期の同 4.2%から伸びが鈍化し、季節調整済の設備投資（ソフトウェアを除く）は前期比▲0.5%と小幅ながら 3 四半期連続で減少した。製造業（1-3 月期：前期比 1.5%→4-6 月期：同 2.0%）は 2 四半期連続で増加したが、非製造業が 3 四半期連続で減少し、減少幅が 1-3 月期の前期比▲0.8%から同 ▲1.9%へと拡大した。

企業収益は前年比では大幅に減少しているが、下げ止まりの兆しも見られる。一方、設備投資は企業収益の大幅悪化に比べれば現時点では緩やかな減少にとどまっているが、企業収益に遅れて動く傾向があるため、先行きも減速傾向が続く可能性が高いだろう。

（消費を取り巻く環境は改善）

年明け以降の円高の進展を受けて企業部門は厳しさを増しているが、家計にとっては円高による物価下落がむしろ追い風となり、消費を取り巻く環境は改善している。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、原油安、円高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。実質雇用者所得（一人当たり実質賃金×雇用者数）は 2016 年 3~5 月が前年比で 2%台、6、7 月が 3%台の高い伸びとなっている。

こうした中、低迷が続いてきた個人消費にも明るい動きが見られる。7 月の消費関連指標は土日の数が多かったことにより押し上げられている面もあるが、総じて強めの結果となった。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回復に向かうことが予想される。

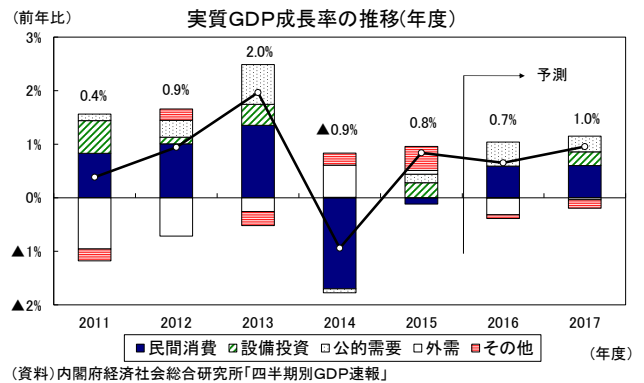
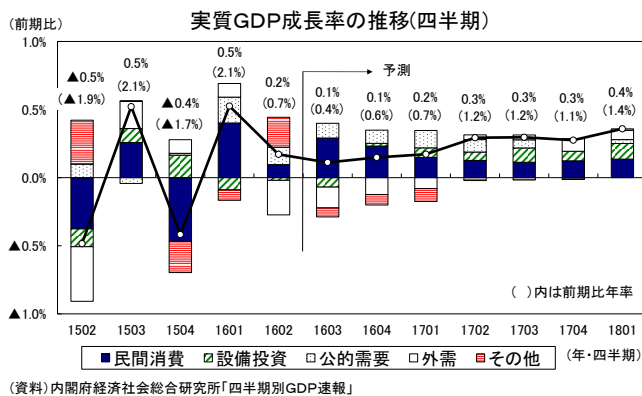


2. 実質成長率は 2016 年度 0.7%、2017 年度 1.0%

（2016 年度の成長率見通しを上方修正）

2016 年 4-6 月期の GDP 2 次速報を受けて、8/16 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 0.7%、2017 年度が 1.0%と予想する（8/16 時点ではそれぞれ 0.5%、1.0%）。2016 年 4-6 月期の成長率が上方修正されたことをを受けて、2016 年度の見通しを 0.2% 上方修正した。

2016年7-9月期以降は円高の影響で輸出、設備投資が引き続き低調に推移することが予想されるものの、雇用所得環境の改善を主因として民間消費が伸びを高めること、熊本地震の復旧、経済対策の効果から公的固定資本形成が増加を続けることから、景気は緩やかな持ち直しを続けることが予想される。実質GDP成長率は在庫調整圧力が残る中で輸出、設備投資の低迷が続く2016年度中は年率ゼロ%台にとどまるが、円高の影響が一巡し企業部門が回復に向かう2017年度には年率1%台まで高まるだろう。



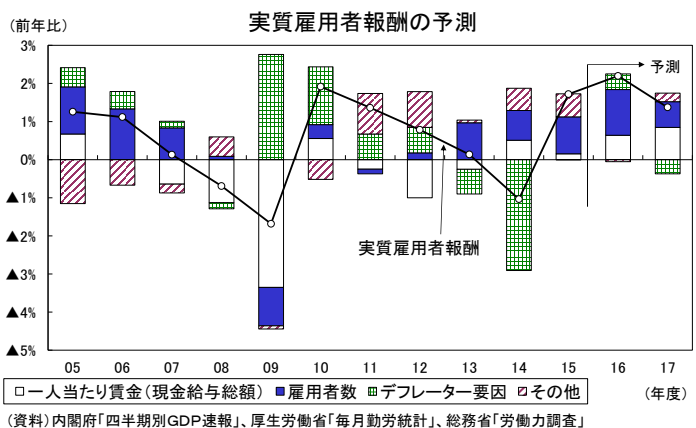
(需要項目別の見通し)

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1.0%と2年連続の増加を予想する。

消費動向を大きく左右する雇用所得環境の先行きを展望すると、2016年度中は一人当たり名目賃金の伸びが大きく高まることは期待できないが、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、実質ベースの雇用者所得は高めの伸びを続けるだろう。2016年度のGDP統計の実質雇用者報酬は前年比2.2%となり、1995年度(前年比2.7%)以来21年ぶりに2%台の高い伸びとなることが予想される。

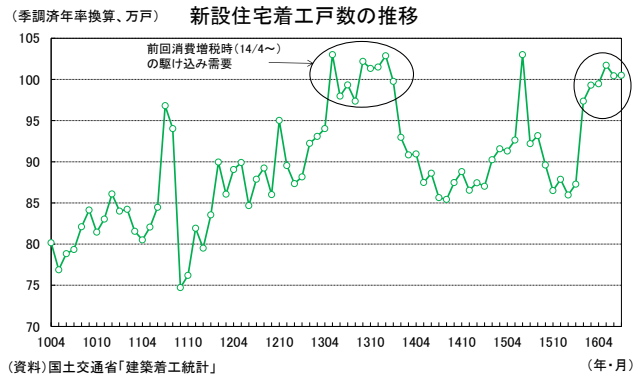
耐久消費財のストック調整圧力が残存していること、2016年初からの株価下落による逆資産効果などが引き続き消費の抑制要因となる可能性があることには留意が必要だが、実質所得の増加を主因として民間消費は回復に向かう可能性が高い。

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下押しされる公算が大きい。2016年度に3年ぶりに前年を下回った春闘賃上げ率が前年度を上回ることにより一人当たり名目賃金の伸びが高まらなければ、物価上昇に伴う実質所得の低下が再び消費の低迷につながる恐れがあるだろう。



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月期が94.7万戸、4-6月期が100.5万戸と2四半期連続で大きく増加した。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。

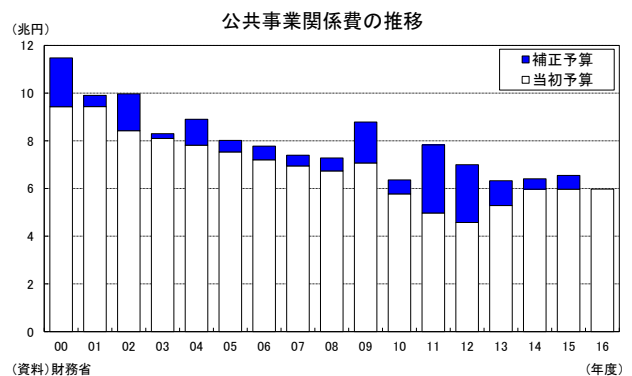
消費税率引き上げが見送られたことによって前倒しで住宅を購入するインセンティブはなくなった。住宅ローン減税、マイナス金利導入に伴う住宅ローン金利の低下が一定の下支えにはなるものの、今後住宅着工戸数は減少に転じる可能性が高く、工事の進捗ベースで計上されるGDP統計の住宅投資も2016年度後半には減少に転じるだろう。住宅投資は2015年度の前年比2.4%の後、2016年度が同4.8%、2017年度が同▲0.7%と予想する。



設備投資は企業収益が大幅な増加を続ける中でも低い伸びにとどまってきたが、ここに来て海外経済の減速、円高の影響で企業収益が大きく悪化していることが、設備投資のさらなる抑制につながっている。設備投資が回復に向かうのは円高の影響一巡、海外経済、国内需要の持ち直しから企業収益が増益に転じる2017年度となるだろう。設備投資は2015年度の前年比2.1%の後、2016年度が同▲0.1%、2017年度が同1.9%と予想する。

2016年4-6月期の公的固定資本形成は2015年度補正予算や2016年度当初予算の前倒し執行などから前期比2.6%の高い伸びとなった。7-9月期以降は5/17に補正予算が成立した熊本地震の復旧工事に加え、8/2に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策」に盛り込まれた公共事業が公的固定資本形成を押し上げることが見込まれる。

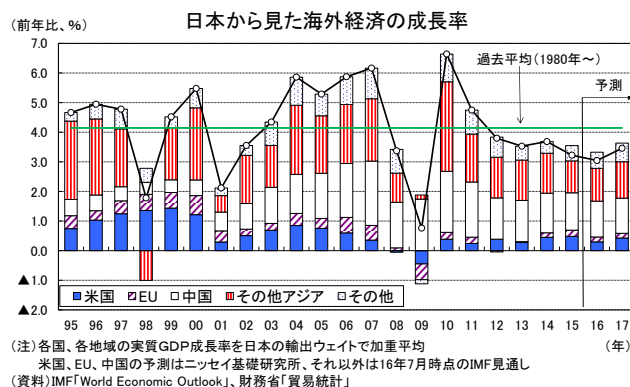
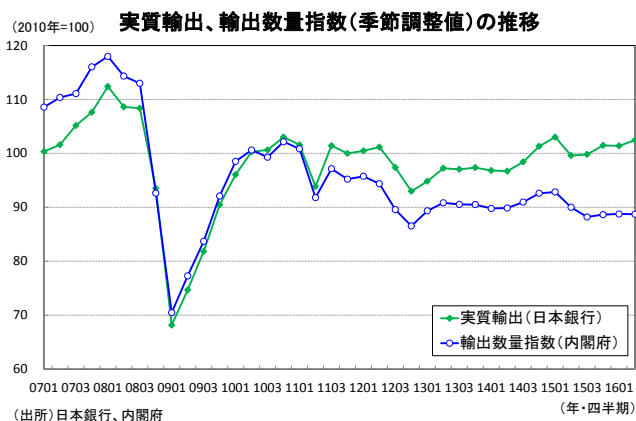
ただし、安倍政権発足後は毎年、年度末にかけて補正予算が編成される一方、当初予算は抑制気味（2016年度当初予算の公共事業関係費は前年比+0.0%）となっており、補正予算がなければ年度末にかけて公共事業が落ち込んでしまう構造になっている。このため、前年と比べた公的固定資本形成の伸びは2015年度の前年比▲2.7%の後、2016年度が同3.6%、2017年度が同1.9%と大型経済対策が実施される割にそれほど高くないと予想する。また、2017年度も抑制気味の当初予算が組まれた場合には、年度末にかけて補正予算の編成が必要となるだろう。



2012年後半以降、大幅な円安が進む中でも生産拠点の海外シフトなどを背景に輸出は横ばい圏の

推移が続いたが、2016年入り後の大幅な円高にもかかわらず内閣府作成の輸出数量指数、日本銀行作成の実質輸出（いずれも季節調整値）は今のところ横ばい圏で踏みとどまっている。しかし、為替変動の影響が輸出数量の変化に現れるまでにはタイムラグがあるため、円高による下押し圧力は今後さらに高まる可能性が高い。

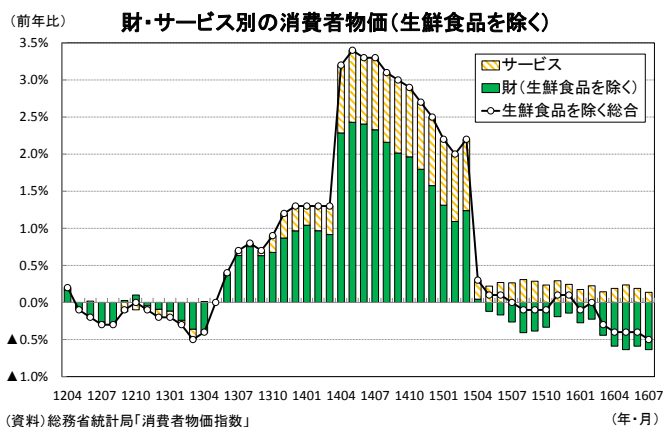
海外経済は新興国を中心に減速傾向が続いている。日本の輸出ウェイトで加重平均した海外経済の成長率は2012年以降、過去平均（1980年～）を下回り続けているが、2016年の伸びは2015年からさらに低下することが予想される。当研究所では米国の利上げ再開、日本の金融緩和継続を背景とした日米の金利差拡大を主因として徐々に円安・ドル高が進むと予想している。このため、輸出は2016年度後半以降持ち直しに向かうが、海外経済の低成長が続くことから輸出の伸びが大きく加速することは見込めない。一方、輸入は国内需要の持ち直しに伴い伸びを高めることから、外需が景気の牽引役となることは当期期待できないだろう。外需寄与度は2016年度に前年比▲0.3%と3年ぶりのマイナスとなった後、2017年度は▲0.0%とほぼ横ばいにとどまると予想する。



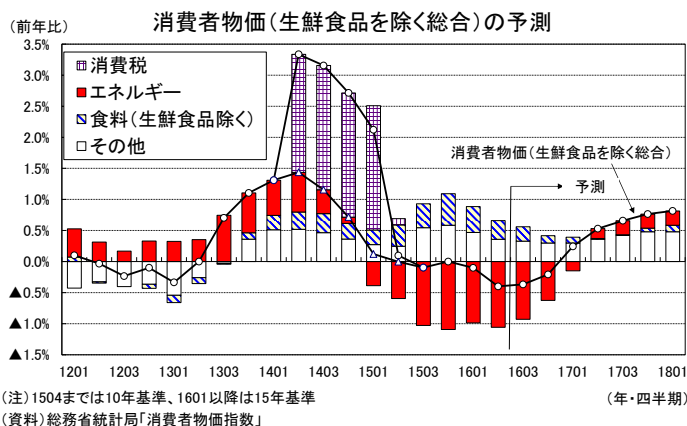
(物価の見通し)

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月から下落が続いており、7月には前年比▲0.5%までマイナス幅が拡大した。

人手不足に伴う人件費の上昇などを背景にサービス価格はプラスの伸びを維持しているが、原油価格下落に伴うエネルギー価格の大幅低下に加え、ここに至り円高による輸入物価低下の影響を受けやすい食料品、耐久財などでも上昇率の鈍化が目立つようになっている。エネルギー価格の低下幅は夏場以降縮小に向かう公算が大きいが、輸入品を中心とした財の物価下押し圧力が強まることから、消費者物価は当面マイナス圏の推移が続く可能性が高い。



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 年度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 年度にはゼロ%台後半まで伸びを高めるが、2017 年度中に日本銀行が目標としている 2%に達することは難しいだろう。コア CPI 上昇率は 2016 年度が前年比▲0.2%、2017 年度が同 0.7%と予想する。



日本経済の見通し (2016年4-6月期2次QE(9/8発表)反映後)

	(単位、%)				前回予測 (2016.8)													
	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 実績	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	0.7	1.0	▲0.5 ▲1.9 0.7	0.5 2.1 1.8	▲0.4 ▲1.7 0.7	0.5 2.1 0.2	0.2 0.7 0.8	0.1 0.4 0.3	0.1 0.6 0.9	0.2 0.7 0.6	0.3 1.2 0.6	0.3 1.2 0.9	0.3 1.1 1.0	0.4 1.4 1.3	0.5	1.0
内需者年度	(▲1.6)	(0.8)	(1.0)	(1.0)	(▲0.1)	(0.3)	(▲0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.9)	(1.0)
内、民需	(▲1.5)	(0.6)	(0.5)	(0.7)	(▲0.2)	(0.4)	(▲0.5)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.7)
内、公需	(▲0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.5)	(0.3)
外需者年度	(0.6)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.0)	(▲0.4)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.0)
民間最終消費支出	▲2.9	▲0.2	1.0	1.0	▲0.6	0.4	▲0.8	0.7	0.2	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	1.0	1.0
民間住宅投資	▲11.7	2.4	4.8	▲0.7	1.7	1.1	▲0.5	▲0.1	5.0	1.1	▲1.1	▲1.6	0.5	0.3	0.0	0.3	4.0	▲0.9
民間企業設備投資	0.1	2.1	▲0.1	1.9	▲1.0	0.8	1.2	▲0.6	▲0.1	▲0.5	0.1	0.5	0.5	0.8	0.5	0.8	▲0.2	1.8
政府最終消費支出	0.1	1.6	1.6	1.1	0.4	0.2	0.8	0.9	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	1.7	1.1
公的固定資本形成	▲2.6	▲2.7	3.6	1.9	0.9	▲1.8	▲3.2	0.2	2.6	1.5	1.4	1.7	0.5	0.3	▲1.3	▲0.9	3.1	1.7
輸出	7.9	0.4	▲1.9	1.7	▲4.2	2.6	▲0.9	0.1	▲1.5	▲0.6	▲0.3	0.1	0.8	0.7	0.9	0.9	▲1.9	1.9
輸入	3.4	▲0.0	▲0.0	2.2	▲1.8	1.2	▲1.1	▲0.5	▲0.0	0.3	0.5	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5	0.1	2.2
名目GDP	1.5	2.2	0.7	1.3	▲0.1	0.6	▲0.3	0.8	0.3	▲0.4	0.0	0.1	0.6	0.6	0.2	0.4	0.7	1.3

(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、%)				前回予測 (2016.8)													
	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 実績	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
鉱工業生産 (前期比)	▲0.5	▲1.0	▲0.2	1.2	▲1.3	▲1.0	0.1	▲1.0	0.2	0.5	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	▲0.1	1.5
国内企業物価 (前年比)	2.7	▲3.2	▲2.5	0.4	▲2.2	▲3.7	▲3.7	▲3.4	▲4.3	▲3.2	▲2.0	▲0.3	0.4	0.3	0.5	0.3	▲2.6	0.4
消費者物価 (前年比)	2.9	0.2	▲0.2	0.7	0.5	0.2	0.3	0.0	▲0.4	▲0.4	▲0.2	0.2	0.4	0.7	0.8	0.8	▲0.2	0.7
消費者物価 (生鮮食品除き)	2.8	0.0	▲0.2	0.7	0.1	▲0.1	0.0	▲0.1	▲0.4	▲0.4	▲0.2	0.2	0.5	0.7	0.8	0.8	▲0.2	0.7
(消費税除き)	(0.8)	(0.0)	(▲0.2)	(0.7)	(0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.2)	(0.2)	(0.5)	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(▲0.2)	(0.7)
経常収支 (兆円)	8.7	18.0	15.3	15.5	16.0	15.9	19.2	19.9	18.8	15.3	14.1	13.0	13.9	15.8	16.2	16.1	15.3	15.5
(名目GDP比)	(1.8)	(3.6)	(3.0)	(3.0)	(3.2)	(3.2)	(3.8)	(3.9)	(3.7)	(3.0)	(2.8)	(2.6)	(2.7)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(3.0)	(3.0)
失業率 (%)	3.5	3.3	3.1	3.0	3.4	3.4	3.3	3.2	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	3.1	3.0
住宅着工戸数(万戸)	88	92	98	96	96	92	87	95	101	98	96	95	96	96	97	97	97	96
10年国債利回り (国債基準%配)	0.4	0.3	▲0.1	0.0	0.4	0.4	0.3	0.1	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.2	▲0.2
為替 (円/US\$)	110	120	105	108	121	122	121	115	108	102	104	105	106	107	108	109	105	108
原油価格 (CIF, US\$/bbl)	91	49	45	52	59	59	46	33	42	46	43	48	51	52	52	53	44	52
経常利益 (前年比)	5.9	4.9	▲3.0	4.7	23.8	9.0	▲1.7	▲9.3	▲10.0	▲7.0	▲0.6	7.0	4.4	7.3	3.8	3.7	▲3.7	5.9

(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はありません。