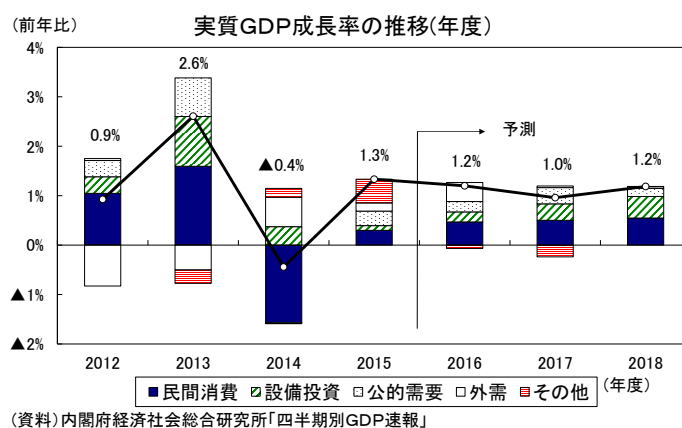


Weekly
エコノミスト・
レター2016～2018 年度経済見通し
～16年7-9月期GDP2次速報後改定

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1.2%、2017年度1.0%、2018年度1.2%を予想＞

- 2016年7-9月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報の前期比0.5%（年率2.2%）から前期比0.3%（年率1.3%）へと下方修正されたが、基準改定に伴い2013、2014、2015年度の成長率がそれぞれ0.6%、0.5%、0.4%上方修正された。
- GDP2次速報の結果を受けて、11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1.2%、2017年度が1.0%、2018年度が1.2%と予想する。実績値の上方修正、円安の進展などを受けて2016年度を0.3%、2017年度、2018年度をそれぞれ0.1%上方修正した。
- 海外経済が力強さに欠ける中、輸出が景気の牽引役となることは期待できないが、雇用所得環境の改善を背景に民間消費の回復が続き、企業収益が増加する2017年度には設備投資も回復基調を強めることが予想される。ただし、物価が上昇する中で春闘が低調に終わった場合には、実質所得の低下から消費腰折れするリスクが高まるだろう。
- 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は原油安の影響が一巡する2016年度末頃にプラスに転じた後、2017年度入り後には円安や景気回復に伴う需給バランスの改善を受けて伸びを高めるだろう。年度ベースでは2016年度が▲0.2%、2017年度が0.7%、2018年度が0.9%と予想する。



1. 基準改定、2008SNA 対応で 2015 年度の名目 GDP は 31.6 兆円の上方改定

12/8 に内閣府が公表した 2016 年 7-9 月期の実質 GDP (2 次速報値) は前期比 0.3% (年率 1.3%) となり、1 次速報の前期比 0.5% (年率 2.2%) から下方修正された。

民間消費 (1 次速報: 前期比 0.1% → 同 0.3%)、公的固定資本形成 (1 次速報: 前期比 ▲0.7% → 同 0.1%) は上方修正されたが、7-9 月期の法人企業統計の結果や過去に遡って計数が大幅に修正された影響などから設備投資 (1 次速報: 前期比 0.0% → 同 ▲0.4%)、民間在庫変動 (1 次速報: 前期比・寄与度 ▲0.1% → 同 ▲0.3%)、外需 (1 次速報: 前期比・寄与度 0.5% → 同 0.3%) が下方修正されたことが成長率を押し下げた。

一方、2016 年 4-6 月期の成長率は前期比年率 0.7% から同 1.8% へと上方修正されており、2016 年度入り後の 2 四半期を通した伸びは 1 次速報時点よりも高まった。

7-9 月期の 2 次速報と同時に、国民経済計算の基準改定 (2005 年基準 → 2011 年基準)、国民経済計算の最新の国際基準である「2008SNA」への対応 (従来は「1993SNA」) が実施された。

2008SNA への対応に伴う主な変更点は以下の通りである。

① 研究・開発 (R&D) の資本化

R&D への支出 (フロー) を総固定資本形成として記録するとともに、その蓄積の結果であるストックを固定資産 (知的財産生産物) として記録

② 特許等サービスの取扱いの変更

特許実体がライセンス下で使用が許諾される場合のライセンシーとライセンサーとの間の使用料の受払について、従前の財産所得 (賃貸料) ではなく、特許等サービスというサービスの産出とそれに対する支払として記録。特許等サービスの純輸出分が GDP 水準の増加要因

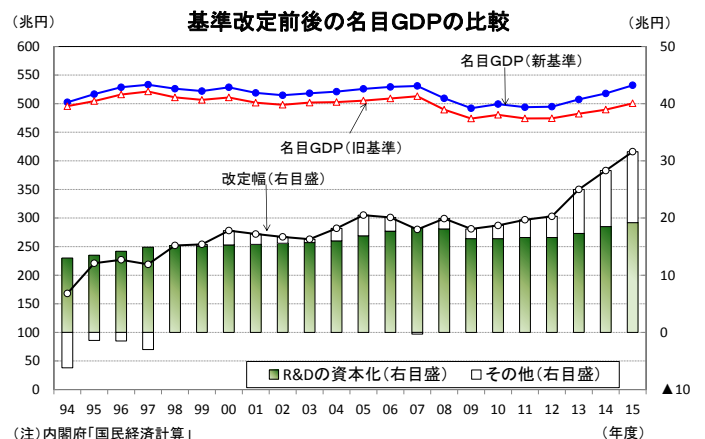
③ 防衛装備品の資本化

政府による戦車や艦艇等の購入は、従前の中間消費ではなく、総固定資本形成として記録し、その蓄積を固定資産として記録

④ 国際収支統計との整合

国際収支マニュアル第 6 版 (BPM6) と整合的に、財貨の輸出入を所有権移転ベースで記録するという原則を徹底

基準改定後の名目 GDP の水準は 1994 年以降の平均で 18.2 兆円 (GDP 比 3.7%)、直近の 2015 年度は 31.6 兆円 (GDP 比 6.3%) の上方改定となった (2015 年度の名目 GDP は 532.2 兆円)。内閣府によれば、名目 GDP の上方改定のうち、R&D の資本化によるものが 16.2 兆円 (1994~2015 年度以降の平均、2015 年度は 19.2 兆円) で、名目 GDP 上方改定の大半を占めている。



需要項目別には、R&D が新たに計上されたことを反映し、民間企業設備が 11.1 兆円と上方改定幅が大きくなっている。設備投資の名目 GDP に占める割合は旧基準の 14.0% から 15.3% へと高まった（いずれも 2015 年度の数值）。

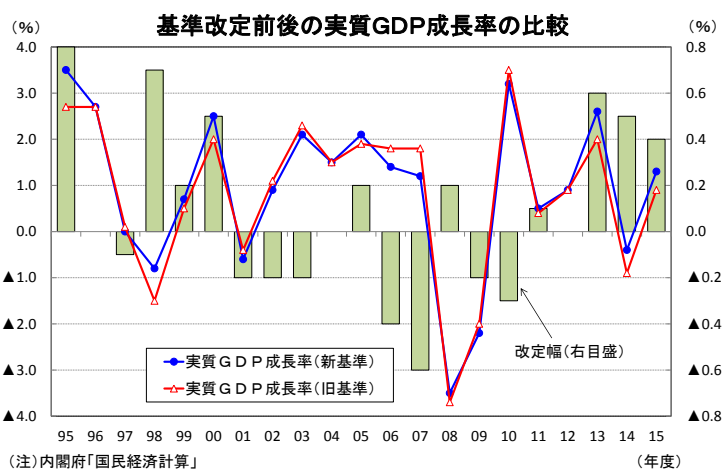
基準改定前後の名目 GDP の比較 (2015 年度)

	名目値(兆円)			構成比(%)		
	改定前	改定後	差	改定前	改定後	差
GDP	500.6	532.2	31.6	(100.0)	(100.0)	(0.0)
国内需要	503.8	532.2	28.4	(100.6)	(100.0)	(▲0.6)
民間需要	378.5	399.4	21.0	(75.6)	(75.0)	(▲0.5)
民間最終消費支出	292.0	299.9	7.9	(58.3)	(56.3)	(▲2.0)
民間住宅	14.8	15.9	1.2	(2.9)	(3.0)	(0.0)
民間企業設備	70.1	81.2	11.1	(14.0)	(15.3)	(▲1.3)
民間在庫変動	1.6	2.4	0.8	(0.3)	(0.5)	(0.1)
公的需要	125.3	132.8	7.4	(25.0)	(24.9)	(▲0.1)
政府最終消費支出	102.3	106.0	3.8	(20.4)	(19.9)	(▲0.5)
公的固定資本形成	23.0	26.7	3.7	(4.6)	(5.0)	(0.4)
公的在庫変動	0.0	0.0	▲0.0	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)
財貨・サービスの純輸出	▲3.2	0.0	3.2	(▲0.6)	(0.0)	(0.6)
財貨・サービスの輸出	87.4	91.7	4.3	(17.5)	(17.2)	(▲0.2)
財貨・サービスの輸入	90.5	91.6	1.1	(18.1)	(17.2)	(▲0.9)

(資料)内閣府「国民経済計算」

実質 GDP 成長率への影響を確認すると、過去 10 年平均 (2006~2015 年度) の成長率は 0.5% で旧基準と変わらなかったが、直近 3 年間の成長率は比較的大幅な上方改定となった (2013 年度: 2.0%→2.6%、2014 年度: ▲0.9%→▲0.4%、2015 年度: 0.9%→1.3%)。2013、2014 年度は民間消費、設備投資の上方修正、2015 年度は民間消費の上方修正が成長率の上方改定に大きく寄与した。

なお、設備投資の水準は R&D の追加により大きく押し上げられたが、伸び率で見ると上方修正される年度と下方修正される年度がほぼ同数となっており、1995 年度以降の平均で 0.3% (旧基準: 1.1%→新基準: 1.4%) と小さかった。



(7-9 月期の経常利益は特殊要因でかさ上げ)

12/1 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) が前年比 11.5% と 4 四半期ぶりの増加となった (4-6 月期: 同▲10.0%)。製造業は前年比▲12.2% (4-6 月期: 同▲22.4%) と 4 四半期連続の二桁減益となったが、非製造業が前年比 24.5% (4-6 月期: 同▲3.1%) の大幅増益となったことが全体を大きく押し上げた。

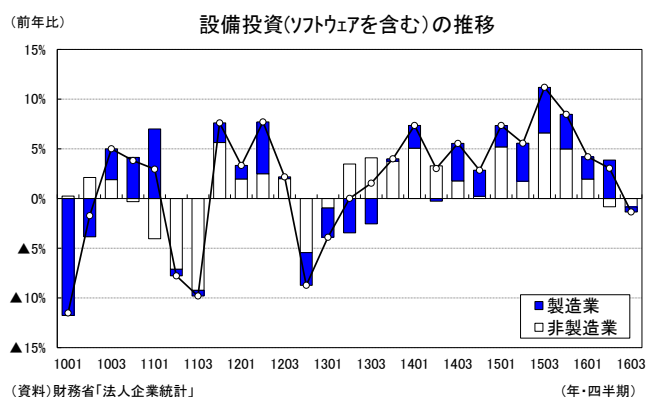
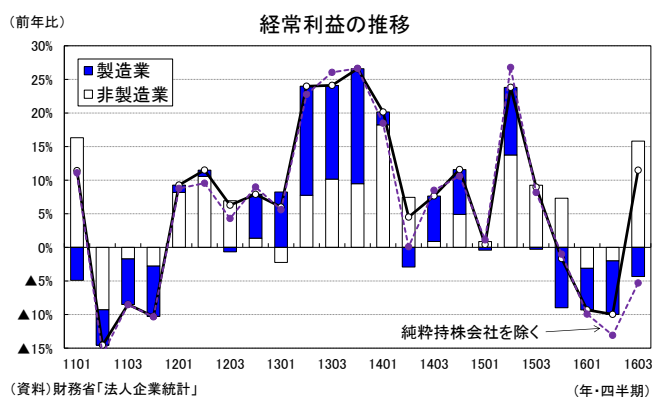
ただし、非製造業の経常利益は、子会社からの受取配当の急増を主因として純粋持株会社が前年比 858.9% となったことにより大きく押し上げられている。これは持続的なものとは考えられず、特殊要因と捉えるべきだろう。純粋持株会社を除いた経常利益は非製造業が前年比▲1.4%、全産業が同▲5.3%となる。特殊要因を除いた経常利益は 4-6 月期の前年比二桁の大幅減少から減少幅

が縮小したとの評価が妥当だ。企業収益は最悪期を脱しつつあるものの、実勢として増益に転じるのは円高の影響がほぼ一巡する 2017 年入り後となる可能性が高い。

設備投資(ソフトウェアを含む)は前年比▲1.3%と 14 四半期ぶりに減少した(4-6 月期:同 3.1%)。非製造業(4-6 月期:前年比▲1.3%→7-9 月期:同▲1.3%)が 2 四半期連続の減少となる中、これまで堅調を維持してきた製造業(4-6 月期:前年比 11.1%→7-9 月期:同▲1.4%)が 9 四半期ぶりの減少となった。

季節調整済の設備投資(ソフトウェアを除く)は前期比 0.4%と小幅ながら 2 四半期ぶりに増加した。製造業が前期比▲2.5%(4-6 月期:同 0.3%)と 3 四半期ぶりに減少したが、非製造業が前期比 2.1%(4-6 月期:同▲2.1%)と 4 四半期ぶりに増加した。

設備投資は前年比で減少に転じたが、2015 年後半以降の企業収益悪化の影響が遅れて表れたものであること、前期比で見ればほぼ横ばいとなっていることを踏まえれば、それほど悲観する必要はないだろう。企業の投資意欲が大きく高まることは見込めないため、設備投資が景気の牽引役となることは期待できないが、企業収益の回復に伴い徐々に持ち直しに向かうことが予想される。

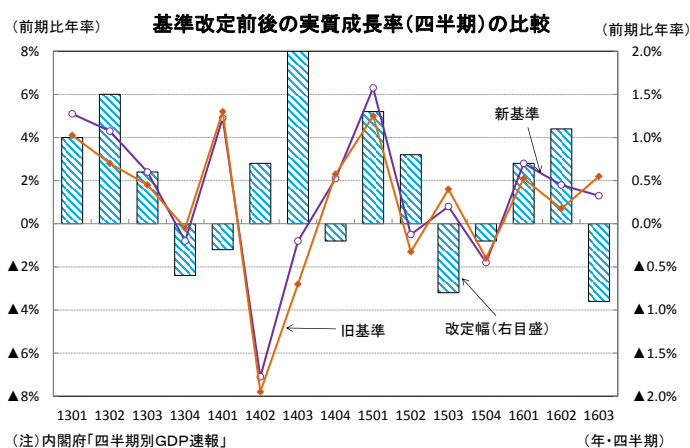


2. 実質成長率は 2016 年度 1.2%、2017 年度 1.0%、2018 年度 1.2%

(成長率見通しを上方修正)

2016 年 7-9 月期の GDP 2 次速報を受けて、11/15 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 1.2%、2017 年度が 1.0%、2018 年度が 1.2%と予想する(11/15 時点ではそれぞれ 0.9%、0.9%、1.1%)。

2016 年 7-9 月期の成長率は下方修正されたが、2016 年 4-6 月期が上方修正され、2016 年度入り後の 2 四半期を合わせた伸びは 1 次速報時点よりも若干高まった。さらに、1 次速報以降に公表された経済指標が想定よりもやや強めだったこと(10 月の貿易統計、建築着工統計等)などを



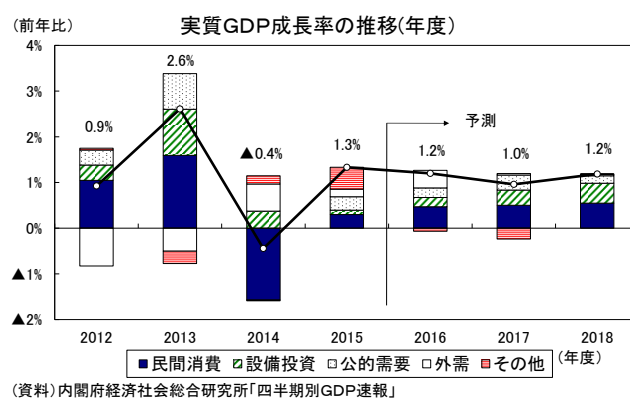
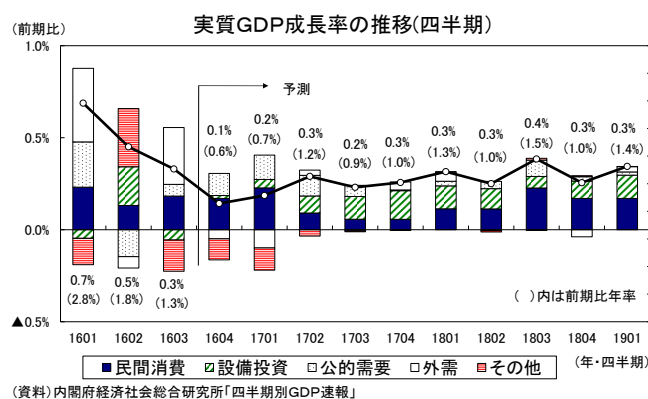
受けて 2016 年度下期の見通しを若干上方修正したため、2016 年度の成長率見通しは 0.3%の上方修正となった。2017 年度、2018 年度はトランプ氏の米大統領選挙勝利以降の円安の進行を反映し、輸出、設備投資を上方修正したことなどから、それぞれ 0.1%上方修正した。

2016 年 7-9 月期は輸出が前期比 1.6%の高い伸びとなったことがプラス成長の主因となったが、4-6 月期には同▲1.3%と落ち込んでいたこと、輸出の押し上げに寄与した新型スマートフォン向け部品の好調が一時的に終わる可能性が高いことを考慮すれば、基調としては横ばい圏の動きが続いていると判断される。海外経済の低成長が続く中、2016 年初からの大幅な円高による下押し圧力がしばらく残るため、10-12 月期以降は輸出が景気の牽引役となることは期待できない。

一方、民間消費は 2016 年 4-6 月期が前期比 0.1%から同 0.2%、7-9 月期が前期比 0.1%から同 0.3%へ上方修正され、相次ぐ台風の上陸など天候要因による下押し圧力がある中でも、雇用所得環境の改善を背景に緩やかに持ち直しているという姿に改められた。足もとでは、夏場の天候不順を受けた生鮮野菜の価格高騰という新たな悪材料が浮上しているが、一時的な下押し要因がなくなれば、消費は回復の動きが明確となる可能性が高い。

また、公的固定資本形成は 7-9 月期には前期比 0.1%とほぼ横ばいにとどまったが、2016 年度補正予算による押し上げもあり先行きは増勢ペースを強めることが見込まれる。2016 年度後半は外需のマイナスを国内需要の増加がカバーする形となるだろう。

実質 GDP 成長率は、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、2017 年度入り後は円高の悪影響一巡に伴う企業収益の改善を背景に設備投資が回復すること、輸出が持ち直すことなどから概ね年率 1%台の成長が続くだろう。



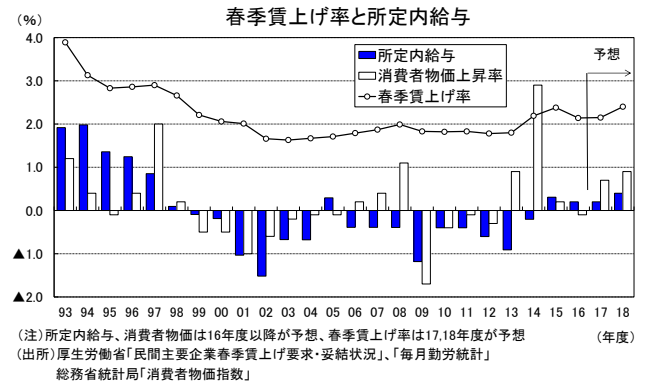
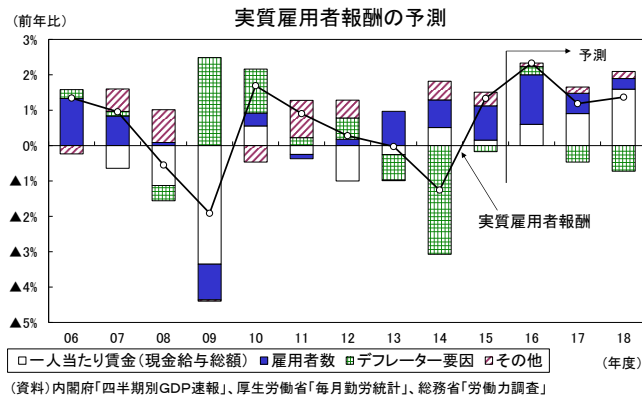
(消費回復持続の鍵を握る 2017 年春闘)

民間消費は 2016 年 1-3 月期から 3 四半期連続で増加し、経済成長の中心となりつつある。消費持ち直しの主因は、雇用者数の大幅増加や物価上昇率の下落から実質雇用者報酬が高い伸びとなっていることである。2016 年度の実質雇用者報酬は前年比 2.3%となり、2005 年度 (同 2.2%) 以来、11 年ぶりに 2%台の高い伸びとなることが見込まれる。

今後も天候要因や株価下落による逆資産効果など一時的な要因により下押しされるリスクはあるが、実質所得の増加を主因として 2016 年度末にかけて民間消費は回復基調を強める可能性が高

い。

2017 年度の消費動向の鍵を握るのは春闘賃上げ率の行方である。当研究所ではマイナスが続いている消費者物価上昇率は 2016 年度末にはプラスに転じ、その後伸びを高めていくと予想している。こうした中、賃金の伸びが高まらなければ実質賃金は大きく低下してしまう。



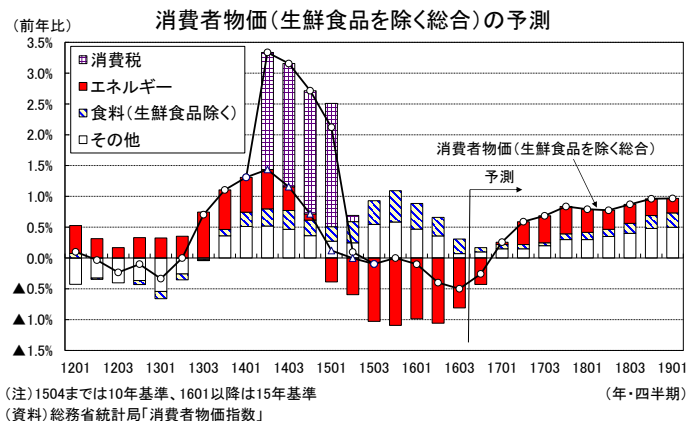
賃上げを巡る環境は厳しい。直近(2016年10月)の失業率が3.0%、有効求人倍率が1.40倍と労働需給は逼迫した状態が続いているが、足もとの企業収益の悪化、消費者物価の下落が逆風となりそうだ。11/25に連合が発表した2017春季生活闘争方針では、賃上げ要求水準が「2%程度を基準(定期昇給分を除く)」と前年と同水準となっていること、企業経営者が政府の賃上げ要請をある程度受け入れることを考慮し、今回の見通しでは2017年度の春闘賃上げ率を2.15%と2016年度(2.14%)とほぼ同水準と想定した(2018年度は2.40%)。実際の賃上げ率が前年度を大きく下回るようなことがあれば、実質所得の低下を主因として消費が腰折れしてしまうリスクが高まるだろう。

(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)上昇率は、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月からマイナスが続いている。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、ここに来て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。

原油価格(ドバイ)は1月中旬の1バレル=20ドル台半ばを底に足もとでは50ドル台まで上昇しており、電気代、ガソリンなどのエネルギー価格はすでに下落率が縮小し始めている。2016年度末までにエネルギー価格は前年比でプラスに転じるだろう。

また、既往の円高による物価下押し圧力はしばらく残るが、ここに来て円安が急進しており、2017年度入り後には前年よりも円安水



準となることを見込まれる。コア CPI 上昇率は 2016 年度中にはプラスに転じ、2017 年度入り後にはゼロ%台後半まで伸びを高めることが予想される。原油価格上昇によるエネルギー価格の上昇率は 2017 年後半がピークでその後は伸びが低下するが、景気回復持続に伴う需給バランスの改善や賃上げ率の上昇を背景に 2018 年度には 1%程度まで伸びが高まるだろう。ただし、2018 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%、2018 年度が同 0.9%と予想する。

日本経済の見通し (2016 年 7-9 月期 2 次 QE(12/8 発表) 反映後)

(単位、%) 前回予測 (2016.11)

	2015年度 実績	2016年度 予測	2017年度 予測	2018年度 予測	16/4-6 実績	16/7-9 実績	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	18/4-6 予測	18/7-9 予測	18/10-12 予測	19/1-3 予測	2016年度	2017年度	2018年度
実質 GDP	1.3	1.2	1.0	1.2	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.9	0.9	1.1
内需寄与度	(1.1)	(0.8)	(0.9)	(1.2)	(0.5)	(▲0.0)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.7)	(0.9)	(1.1)
内、民需	(0.8)	(0.6)	(0.6)	(1.0)	(0.7)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(0.9)
内、公需	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.3)	(0.3)	(0.2)
外需寄与度	(0.2)	(0.4)	(0.0)	(0.0)	(▲0.1)	(0.3)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.2)	(▲0.0)	(0.1)
民間最終消費支出	0.5	0.8	0.9	1.0	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.7	0.8	1.0
民間住宅	2.7	5.9	▲0.6	0.8	3.5	2.6	▲0.2	▲1.4	▲0.3	0.2	0.3	▲0.1	0.2	0.3	0.4	▲0.0	5.9	▲0.4	0.9
民間企業設備	0.6	1.3	2.2	2.8	1.4	▲0.4	0.1	0.3	0.6	0.8	1.0	0.8	0.7	0.4	0.6	0.8	0.3	1.8	2.5
政府最終消費支出	2.0	0.8	1.1	0.8	▲1.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	1.2	1.1	0.8
公的固定資本形成	▲2.0	1.3	2.4	▲0.1	1.6	0.1	1.9	1.4	1.0	0.2	▲0.8	▲0.7	0.1	1.0	▲0.1	▲0.2	1.7	2.2	▲0.0
財貨・サービスの輸出	0.8	0.5	1.8	2.4	▲1.3	1.6	▲0.1	▲0.2	0.6	0.6	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7	▲0.3	1.0	2.3
財貨・サービスの輸入	▲0.2	▲1.7	1.5	2.0	▲0.9	▲0.4	0.2	0.4	0.4	0.6	0.5	0.3	0.5	0.5	0.8	0.5	▲1.4	1.5	2.1
名目 GDP	2.8	1.3	1.2	1.8	0.2	0.1	0.7	▲0.2	0.2	0.5	0.5	0.2	0.2	0.7	0.7	0.4	1.0	1.1	1.6

(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、%)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	16/4-6	16/7-9	16/10-12	17/1-3	17/4-6	17/7-9	17/10-12	18/1-3	18/4-6	18/7-9	18/10-12	19/1-3	2016年度	2017年度	2018年度
鉱工業生産 (前期比)	▲1.0	0.5	1.3	1.3	0.2	1.3	0.5	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.5	0.3	1.1	1.2
国内企業物価 (前年比)	▲3.2	▲2.7	0.9	1.1	▲4.4	▲3.6	▲2.2	▲0.5	0.8	1.0	1.0	1.0	0.8	1.1	1.2	1.3	▲2.7	0.4	0.5
消費者物価 (前年比)	0.2	▲0.1	0.7	0.9	▲0.4	▲0.5	0.3	0.3	0.6	0.7	0.5	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	▲0.2	0.6	0.9
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.0	▲0.2	0.7	0.9	▲0.4	▲0.5	▲0.3	0.3	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	▲0.3	0.6	0.9
(消費税除き)	(0.0)	(▲0.2)	(0.7)	(0.9)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.9)	(1.0)	(1.0)	(▲0.3)	(0.6)	(0.9)
経常収支 (兆円)	18.0	19.1	19.7	19.8	18.5	19.6	20.0	18.2	18.9	20.2	19.9	19.9	19.7	20.2	19.4	19.8	18.7	18.8	18.7
(名目 GDP 比)	(3.4)	(3.5)	(3.6)	(3.6)	(3.5)	(3.6)	(3.7)	(3.4)	(3.5)	(3.7)	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.7)	(3.5)	(3.5)	(3.7)	(3.7)	(3.6)
失業率 (%)	3.3	3.0	2.9	2.8	3.2	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	3.0	2.9	2.8
住宅着工戸数 (万戸)	92	98	97	98	101	98	97	96	96	97	97	97	97	98	98	98	98	97	98
10年国債利回り (右端基準配)	0.3	▲0.1	0.0	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1
為替 (円/US\$)	120	107	110	114	108	102	108	109	109	110	111	111	112	114	115	115	104	105	108
原油価格 (CIF、\$/バレル)	49	47	55	59	42	46	47	51	53	54	56	57	58	59	60	60	45	51	57
経常利益 (前年比)	4.9	0.8	2.6	5.1	▲10.0	11.5	▲1.3	6.7	1.8	▲2.0	6.0	4.5	4.6	4.0	5.6	6.0	▲3.4	4.4	4.4

(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はありません。