

浜銀総研 News Release



2016年2月15日

2016年度・2017年度の景気予測（2016年2月改訂） －2016年度の実質GDP成長率を+1.0%、2017年度を+0.2%と予測－

要 旨

- 2015年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前期比-0.4%（同年率-1.4%）と再びマイナス成長となった。暖冬の影響で冬物商品の販売が低調に推移したことなどをを受けて個人消費（前期比-0.8%）が減少に転じた。また企業が引き続き過剰な在庫の圧縮を図ったことなどから、在庫投資も2四半期連続で成長率の押し下げ要因となった。一方、底堅い企業収益を背景に、企業の設備投資は同+1.4%と2四半期連続で増加した。外需に関しては、輸出（同-0.9%）が減少に転じたものの、輸入（同-1.4%）も減少したため、純輸出（輸出－輸入）は2四半期連続で成長率を押し上げた。
- 今後の景気を展望すると、2016年1～3月期も景気回復の足踏みが続く予想される。これは、①企業の在庫調整の継続、②年初からの金融市場の混乱などが重しとなるためである。ただ、雇用・所得情勢の改善による個人消費の回復基調は維持されており、この点が景気を支えると考えられる。
- 2016年度に入ると、景気は緩やかな持ち直しに向かうと見込まれる。2016年の春季賃上げ率は前年よりやや鈍化するものの、3年連続で2%超えとなる見通しである。また、企業の人手不足感も強く、雇用の緩やかな増加も継続しよう。他方で、企業の設備投資も、景気の先行き不透明感が和らぐなかで、手控えられていた更新投資や省力化投資が徐々に顕在化する見込みである。企業の在庫調整が一巡することで、生産活動も徐々に上向くと考えられる。ただし、中国経済の減速が続くなかで、輸出の力強い回復は期待できない。雇用・所得情勢の改善ペースが緩やかなことから、景気回復ペースも緩やかなものにとどまろう。
- こうした状況下、2016年度末にかけて、消費税率の引き上げ（8%→10%）を前に個人消費などに駆け込み需要が発生し、実質GDP成長率を押し上げよう。しかしながら、2017年度に入ると、駆け込み需要の反動減などにより、成長率は一時的にマイナスになると予想される。海外経済の持ち直しにより、輸出が増加することが景気の下支え要因になるものの、個人消費の回復は鈍く、景気回復テンポは総じて緩慢なものにとどまると見込まれる。

予測の要約表

	(前年比、%)				(参考) 前回12月予測	
	2014年度 実績	2015年度 見通し	2016年度 見通し	2017年度 見通し	2015年度 見通し	2016年度 見通し
実質GDP	▲ 1.0	0.5	1.0	0.2	0.9	1.4
民間需要寄与度	▲ 1.5	0.3	0.9	▲ 0.4	0.7	1.4
公的需要寄与度	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	0.2	0.1	▲ 0.1
海外需要寄与度	0.6	0.0	0.1	0.4	0.0	0.0

【本件に関するお問い合わせ先】

㈱浜銀総合研究所 調査部 遠藤 TEL 045-225-2375 E-mail: y-endo@yokohama-ri.co.jp

1. わが国の景気の現状

- 本日、2月15日に内閣府が発表したGDP（国内総生産）の一次速報によると、2015年10～12月期の実質GDP（季調値）は前期比-0.4%（同年率-1.4%）と、再びマイナス成長となった（図表1）。内訳をみると、暖冬や家計の根強い節約志向などが重しとなり、個人消費（前期比-0.8%）が減少に転じた。また、住宅投資も同-1.2%と4四半期ぶりに減少した。さらに企業が過剰な在庫の圧縮を図ったことなどから、民間在庫投資が2四半期連続で成長率を押し下げた（GDP成長率に対する寄与度は-0.1%ポイント）。加えて、政府による2014年度補正予算に含まれる公共事業の執行一巡で、公共投資も同-2.7%と2四半期連続で減少した。一方で、底堅い企業収益を背景に企業の設備投資は同+1.4%と2四半期連続で増加。外需に関しては、輸出（同-0.9%）が海外景気の減速を映じて減少に転じたものの、輸入（同-1.4%）も低調な国内生産を受けて減少したため、純輸出（輸出－輸入）は2四半期連続で成長率を押し上げた。なお、輸出に計上されるインバウンド（訪日外国人客）需要は輸出を下支えした。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

	2014年		2015年			
	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP	-0.6	0.6	1.0	-0.3	0.3	-0.4
個人消費	0.1	0.7	0.2	-0.9	0.4	-0.8
住宅投資	-7.1	-0.4	2.1	2.3	1.6	-1.2
設備投資	-0.3	-0.0	2.8	-1.2	0.7	1.4
公共投資	1.3	0.7	-2.9	3.3	-2.0	-2.7
輸出	1.5	3.2	2.1	-4.6	2.6	-0.9
輸入	0.6	1.1	1.9	-2.6	1.3	-1.4
内需寄与度	-0.8	0.3	1.0	-0.0	0.1	-0.5
民間需要	-0.9	0.2	1.1	-0.3	0.2	-0.5
うち在庫	-0.7	-0.2	0.5	0.3	-0.2	-0.1
公的需要	0.2	0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.0
外需寄与度	0.1	0.3	-0.0	-0.3	0.2	0.1
名目GDP	-0.7	1.0	1.9	-0.0	0.6	-0.3

（シャドウは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。）

（内閣府「四半期別GDP速報」）

2. 各需要項目の今後の見通し

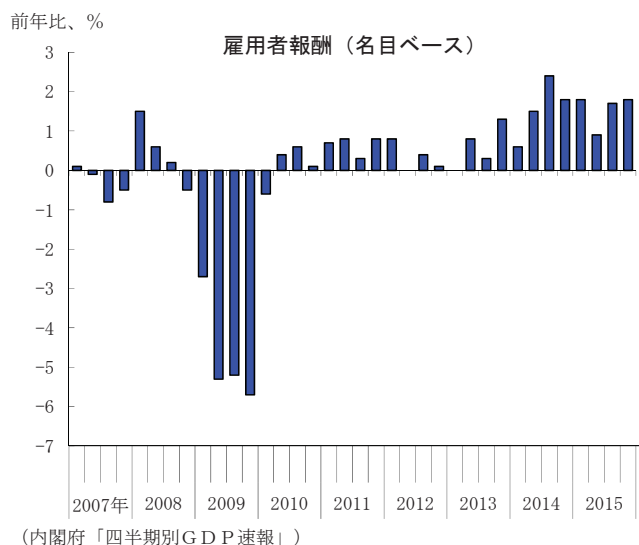
（家計部門：基調としての個人消費の回復テンポは緩やかなものとどまる）

- 2015年10～12月期の雇用者報酬（名目ベース）は前年比+1.8%と前期（同+1.7%）から増勢が強まり、雇用・所得情勢が改善していることを示した（図表2）。今後も雇用・所得情勢は緩やかな改善を続ける公算が大きい。まず、雇用面では、少子高齢化を背景とした人手不足感の強まりを受けて雇用者数の増加が続く見込みである。また、所得面でも、こうした労働需給のタイト化を映じて賃金の上昇が続くと考えられる。労務行政研究所が発表した「2016年賃上げ等に関するアンケート調査」をみると、2016年の民間主要企業の春季賃上げ率（予測値）は2.12%と、2015年（2.38%）からはやや鈍化するものの、3年連続で2%台を維持する見通しとなっている（図表3）。今後も大企業を中心に基本給の緩やかな上昇基調が維持されよう。

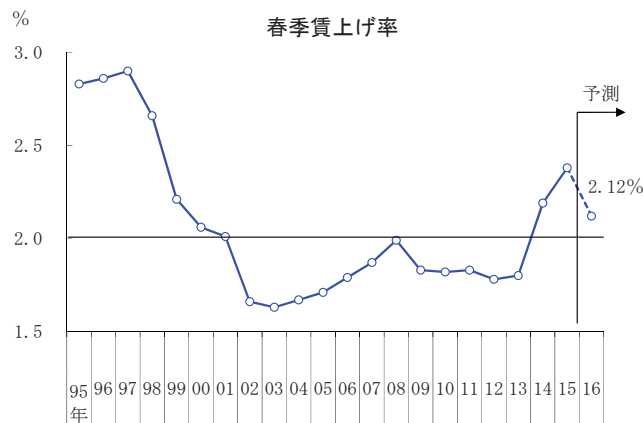
- ・もともと、このように雇用・所得情勢は改善するものの、そのペースが緩やかなものとなるため、個人消費も大幅な回復は望みにくい。ただ、2016年度後半には消費税率の引き上げ^(注)を前に個人消費に駆け込み需要が発生するため、個人消費の増加率が一時的に高まる見通しである。しかしながら、2017年度に入ると、駆け込み需要の反動で個人消費が大きく落ち込む見込みである。年度後半には駆け込み需要の反動が和らぐなかで個人消費に持ち直しの動きが現れるものの、家計の節約志向が強い状態が続くとみられるため、その勢いは緩慢なものにとどまると予想される。

(注) 当社見通しでは2017年4月に予定通り消費税率が10%に引き上げられることを前提としている。

図表2 足元で雇用・所得情勢は改善



図表3 16年の春季賃上げ率は2%超の見通し



(注) 2016年度の予測値は労務行政研究所が発表した「2016年賃上げ等に関するアンケート調査」の結果。
(厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、労務行政研究所「2016年賃上げ等に関するアンケート調査」)

(企業部門：先進国経済の回復に支えられて輸出は緩やかに増加)

- ・この先の輸出は、先進国経済の回復に支えられて緩やかな増加基調で推移すると見込んでいる。ただ、中国を中心とする新興国経済の減速が重しとなるため、総じて加速感を欠く展開が続こう。
- ・米国経済は足元でやや減速しているが、雇用・所得情勢の改善継続により個人消費主導で緩やかな景気拡大を続けると見込んでいる。またユーロ圏でも、雇用情勢の改善を背景に個人消費が緩やかに増加するほか、財政緊縮による景気悪化への懸念から、政府支出が増加するため、緩やかな景気回復が続くと予想している。その一方で、中国経済は、企業の設備投資などを含む固定資産投資の減速が足かせとなり、成長率の鈍化傾向が続く見込みである。中国では、リーマン・ショック後の4兆元規模の景気対策によって、過剰な資本が積み上がっている。こうした過剰な資本の圧縮には、しばらく時間を要する見込みである。
- ・こうした輸出の動きなどを受けて生産活動の改善テンポも先行き緩やかなものにとどまろう。特に2016年1～3月期は、在庫調整の一段の進展も重しとなるため、生産活動は一進一退の推移が続くと見込まれる。もともと2016年度入り後は、こうした在庫調整が一巡するとみられるため、企業の生産活動も徐々に改善しよう。
- ・他方、企業の設備投資については足元で先送りの動きがみられる。日銀『短観（2015年12月調査）』をみると、2015年度上期の設備投資（全規模・全産業）が前回9月調査から下方修正（同+12.0%→同+4.8%）される一方で、2015年度下期の設備投資は前回調査から大きく上方修正（同+2.0%→同+10.1%）されてい

る（図表4）。2015年度通年では、依然として前年比+7.8%と高めの計画が維持されているものの、景気の先行き不透明感が強まるなかで設備投資に先送りの動きが現れている点に注意を要しよう。2016年1～3月期についても、年初からの金融市場の混乱などで景気の先行き不透明感が強い状態となっているため、設備投資が弱い動きになると予想している。ただ、2016年度に入ると、前述のように企業の生産活動が改善に向かうため、企業の投資意欲も少しずつ回復し、更新投資や省力化投資を中心に設備投資が緩やかに増加していくと考えられる。

3. 今後の成長率と消費者物価の見通し

（実質経済成長率は2016年度が+1.0%、2017年度が+0.2%と予測）

- ・以上を踏まえ、今後のわが国経済を展望すると、2016年1～3月期も、①企業の在庫調整の継続や、②年初からの金融市場の混乱などで景気回復の足踏みが続く。ただ、雇用・所得情勢の改善による個人消費の回復基調は維持されており、この点が景気を支えると考えられる。
- ・2016年度に入ると、景気は緩やかな持ち直しに向かうと見込まれる。2016年の春季賃上げ率は前年よりやや鈍化するものの、3年連続で2%超えとなる見通しである。また、企業の人手不足感も強く、雇用の緩やかな増加も継続しよう。他方で、企業の設備投資も、景気の先行き不透明感が和らぐなかで、手控えられていた更新投資や省力化投資が徐々に顕在化する見込みである。企業の在庫調整が一巡することで、生産活動も徐々に上向くと考えられる。ただし、中国経済の減速が続くなかで、輸出の力強い回復は期待できない。雇用・所得情勢の改善ペースが緩やかなことから、景気回復ペースも緩やかなものにとどまろう。なお、2016年度後半には消費税率引き上げ前の駆け込み需要が個人消費などに発生するため、経済成長率が一時的に高まろう。以上を勘案して、2016年度の実質GDP成長率を+1.0%と予測した^{（注1）}（図表5）。
- ・しかし2017年度に入ると、駆け込み需要の反動減などにより、経済成長率は一時的にマイナスになると予想される。海外経済の持ち直しにより、輸出が増加することが景気の下支え要因になるものの、個人消費の回復は鈍く、景気回復テンポは総じて緩慢なものにとどまると見込まれる。こうした諸要因などを踏まえ、

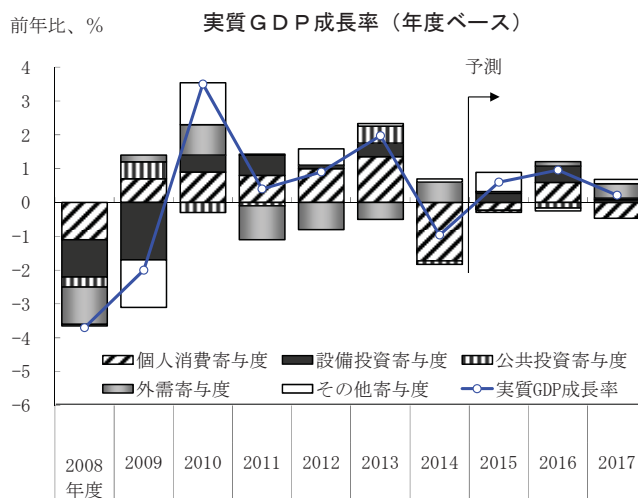
図表4 企業は設備投資を下期に先送り

2015年9月調査 設備投資計画		2015年度 (計画)	上期 (計画)	下期 (計画)
全規模合計	製造業	13.5	19.5	8.8
	非製造業	2.9	8.3	-1.3
	全産業	6.4	12.0	2.0

2015年12月調査 設備投資計画		2015年度 (計画)	上期 (実績)	下期 (計画)
全規模合計	製造業	12.2	7.0	16.4
	非製造業	5.6	3.7	7.0
	全産業	7.8	4.8	10.1

（注）含む土地投資額、除くソフトウェア投資額。
（日銀『短観』）

図表5 2017年度はほぼゼロ成長へ



（内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成）

2017年度の実質GDP成長率を+0.2%と予測した^(注2)。

(注1) 当社では、消費税率引き上げ(8%→10%)前の駆け込み需要の発生により、2016年度の実質GDP成長率が約0.4%ポイント押し上げられると試算している。

(注2) なお当社の予測では、消費税率引き上げ(8%→10%)後の景気の落ち込みを和らげるために、政府が5兆円規模の経済対策(2016年度補正予算)を打ち出すと想定している。

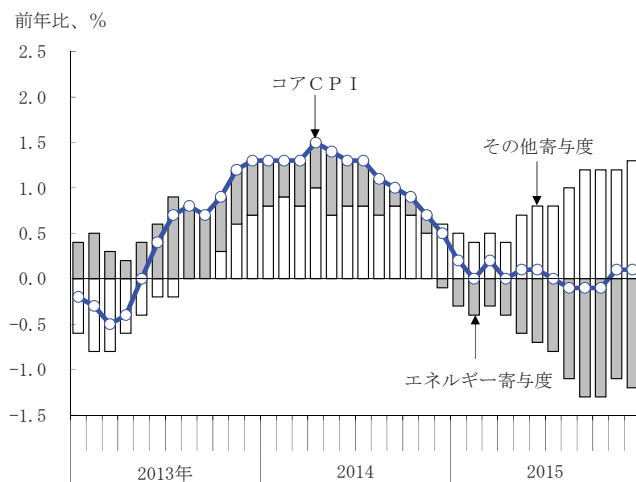
(コアCPI上昇率は16年度に+0.1%、17年度に+1.8%(消費増税の影響含む)と予測)

- ・2015年12月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は前年比+0.1%と2か月連続でプラス圏となった(図表6)。コアCPIがプラス圏に戻ったのは、①エネルギー価格のマイナス寄与の拡大が止まりつつあるほか、②円安の物価押し上げ効果で食料品価格などのプラス寄与が拡大方向にあるためである。
- ・こうしたなかで、先行きを展望すると、昨年半ばからの原油価格の再低下を受けて、エネルギー価格のマイナス寄与が再び拡大するほか、円安の物価押し上げ効果も剥落するため、2016年度前半にコアCPI上昇率は一時的にマイナス圏に転じると予想する。しかし、その後は、原油価格が緩やかに上昇^(注1)するなかで、エネルギー価格のマイナス寄与が縮小し、コアCPI上昇率も再びプラス圏に復帰するとみている。以上を踏まえ、コアCPIの前年比上昇率を2016年度が+0.1%、2017年度が+1.8%(消費増税の影響含むベース^(注2))と予測した。
- ・なお、日銀は1月29日の金融政策決定会合で「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決めた。また、同日に公表した「経済・物価情勢の展望」では2016年度と2017年度の消費者物価の見通しを2015年10月時点と比べて下方修正し、日銀が目標に掲げる消費者物価上昇率の2%達成時期の予想を、従来の「2016年度後半ごろ」から「2017年度前半ごろ」に先送りした。
- ・当社の予測では、2016年度後半からコアCPIの前年比伸び率が徐々に拡大すると見込んでいるものの、2%の物価目標を2017年度前半に達することは難しいとみている。このため、日銀は再び何らかの政策対応(追加の金融緩和など)を実施せざるを得ない状況に追い込まれてしまう恐れがある。

(注1) 当社では、WTI(ウエスト・テキサス・インターミディエート)原油先物価格が、2017年度末には、45ドル/バレル程度まで上昇すると見込んでいる。

(注2) 日本銀行の試算によると、2017年4月に予定されている消費税率の引き上げによって2017年度の消費者物価の前年比が1.0%ポイント押し上げられる。

図表6 コアCPI上昇率は2か月連続でプラス圏



(注) 2014年度のコアCPIは消費増税の直接的な影響を除いたもの。
(総務省「消費者物価指数」より当社作成)

図表 7 2016年度・2017年度のわが国経済の見通し（2016年2月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

	2014年度	2015年度			2016年度			2017年度		
	実績	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	109.9	120.0	121.8	118.2	116.5	115.5	117.5	120.0	119.5	120.5
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	138.7	133.0	135.1	130.8	128.6	127.8	129.5	132.0	131.5	132.5
米国実質GDP(暦年)	2.4	2.4	[1.8]	[2.1]	2.1	[1.8]	[2.5]	2.4	[2.4]	[2.5]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	0.9	1.5	[1.9]	[1.3]	1.6	[1.6]	[1.8]	1.8	[1.8]	[1.8]
中国実質GDP(暦年)	7.3	6.9	7.0	6.9	6.6	6.7	6.5	6.4	6.4	6.3

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2014年度	2015年度			2016年度			2017年度		
	実績	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
実 質 G D P	▲ 1.0	0.5	[0.3]	[▲ 0.2]	1.0	[0.4]	[1.2]	0.2	[▲ 0.4]	[0.3]
個人消費	▲ 2.9	▲ 0.4	[▲ 0.5]	[▲ 0.5]	1.0	[0.5]	[1.5]	▲ 0.8	[▲ 1.7]	[0.5]
住宅投資	▲ 11.7	2.3	[4.2]	[▲ 0.7]	3.5	[1.7]	[3.9]	▲ 3.8	[▲ 5.0]	[▲ 0.6]
設備投資	0.1	2.0	[0.6]	[2.2]	3.5	[1.2]	[1.6]	0.6	[▲ 0.2]	[1.2]
政府消費	0.1	1.3	[0.7]	[0.6]	0.6	[0.2]	[0.1]	0.6	[0.3]	[0.4]
公共投資	▲ 2.6	▲ 1.4	[0.8]	[▲ 4.1]	▲ 4.0	[▲ 1.3]	[▲ 0.9]	1.3	[1.7]	[▲ 1.7]
輸 出	7.8	0.2	[▲ 2.4]	[0.5]	2.1	[1.1]	[1.2]	2.7	[1.6]	[1.3]
輸 入	3.3	▲ 0.1	[▲ 1.0]	[▲ 0.2]	1.6	[0.8]	[1.4]	0.3	[▲ 1.1]	[1.8]
寄与度										
国内需要	▲ 1.6	0.5	[0.6]	[▲ 0.3]	0.8	[0.3]	[1.2]	▲ 0.2	[▲ 0.9]	[0.3]
民間需要	▲ 1.5	0.3	[0.4]	[▲ 0.3]	0.9	[0.3]	[1.2]	▲ 0.4	[▲ 1.0]	[0.3]
公的需要	▲ 0.1	0.2	[0.2]	[▲ 0.1]	▲ 0.1	[0.0]	[0.0]	0.2	[0.1]	[0.0]
海外需要	0.6	0.0	[▲ 0.3]	[0.1]	0.1	[0.1]	[0.0]	0.4	[0.4]	[0.0]
名 目 G D P	1.5	2.1	[0.0]	[2.1]	2.0	[0.9]	[0.3]	1.3	[0.6]	[1.8]
新設住宅着工戸数(万戸)	88.0	90.4	47.2	43.3	90.8	45.8	45.0	83.6	41.3	42.3
(前年比、%)	▲ 10.8	2.7	6.9	▲ 1.5	0.4	▲ 3.0	4.1	▲ 7.9	▲ 9.9	▲ 6.0
鉱工業生産	▲ 0.4	▲ 0.2	[▲ 1.3]	[1.2]	3.0	[1.3]	[2.1]	0.5	[▲ 0.8]	[0.6]
国内企業物価	2.8	▲ 3.1	▲ 2.9	▲ 3.4	▲ 0.8	▲ 2.5	0.8	3.0	3.0	2.9
消費者物価	2.8	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	1.8	1.7	2.0
完全失業率(%)	3.5	3.3	3.4	3.3	3.2	3.3	3.2	3.1	3.1	3.0

（注）民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、 公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資
国内需要＝民間需要＋公的需要、 海外需要＝輸出－輸入
消費者物価は消費増税の影響を含むベース（生鮮食品を除く総合）。

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部の信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。