

浜銀総研 News Release



2016年11月16日

2016年度・2017年度の景気予測（2016年11月改訂）

- 16年度の成長率が+0.9%、17年度が+1.0%と景気は緩やかな回復基調が続く -

要 旨

- 2016年7～9月期の実質GDP（国内総生産、一次速報）は、前期比+0.5%（同年率+2.2%）と3四半期連続のプラス成長となった。内訳をみると、個人消費（前期比+0.1%）が8月の台風上陸や9月の残暑による影響を受けて前期に続き低い伸び率となった。また、設備投資（同+0.0%）も企業収益の悪化などにより伸び悩んだ。一方で、新興国経済の持ち直しやインバウンド（訪日外国人客）需要の増加などにより、輸出は同+2.0%と大幅な増加に転じた。なお、公共投資は2015年度補正予算の効果などから4～6月期に大きく増加した（同+2.3%）反動もあり、7～9月期には同-0.7%と小幅に減少した。
- 今後の景気を展望すると、2016・2017年度の日本経済は緩やかな成長が続くとみられる。すなわち、家計部門では、雇用・所得情勢の改善を背景に個人消費の増加が続くと見込まれる。家計の節約志向が根強く消費の伸びは小幅にとどまるが、着実に景気を支えよう。企業部門では、輸出が海外経済の持ち直しを映じて増加基調を維持しよう。ただ、世界経済の低成長を背景に大幅な増加は期待しにくい。一方、設備投資は製造業を中心とする業績悪化を映じてしばらくは弱い動きが続くものの、円高進行に歯止めがかかるなかで今後徐々に収益が改善し、2016年度末頃からは設備の「維持・補修」などを目的とした投資が増加してくるだろう。政府部門では、公共投資が足元こそ2015年度補正予算による押し上げ効果剥落などで弱含んでいるものの、2017年に入ると2016年度補正予算の効果などにより再び増加に転じると見込まれる。以上を踏まえて、2016年度の実質GDP成長率を+0.9%、2017年度を+1.0%と予測した。
- こうした状況下、日本経済のリスク要因としては、海外景気の変調による輸出や設備投資マインドの悪化が挙げられる。特にトランプ次期米大統領の経済政策が先行き不透明要因として懸念されよう。足元こそ大規模なインフラ投資などへの期待から、金融市場は株高、ドル高・円安で反応しているものの、同氏が掲げる保護主義的な政策に注目が集まれば、市場の流れが反転する恐れがある点には注意する必要がある。

予測の要約表

(前年比、%)				< 前回9月予測 >	
	2015年度 実績	2016年度 見通し	2017年度 見通し	2016年度 見通し	2017年度 見通し
実質GDP	0.9	0.9	1.0	0.8	1.1
民間需要*	0.6	0.3	0.6	0.4	0.6
公的需要*	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
輸 出*	0.1	0.0	0.3	0.0	0.4
(輸 入*)	(▲0.0)	(▲0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.3)

(注)「*」は寄与度。輸入は控除項目。

【本件に関するお問い合わせ先】

(株)浜銀総合研究所 調査部 鹿庭雄介 TEL 045-225-2375 E-mail: kaniwa@yokohama-ri.co.jp

1. わが国の景気の現状

(個人消費が伸び悩む一方で、輸出は新興国経済の持ち直しなどを受けて増加)

- ・11月14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、2016年7～9月期の実質GDP(季調値)は前期比+0.5%(同年率+2.2%)と3四半期連続のプラス成長となった(図表1)。
- ・内需の内訳をみると、家計部門では、個人消費が前期比+0.1%と4～6月期に続き低い伸び率となった。8月の台風上陸によって外出が控えられたことや、野菜などの価格が高騰し食料品の買い控えが発生したことなどが影響したとみられる。また9月の残暑により秋冬物衣料の売れ行きが低調だったことも消費を押し下げたとみられる。一方、住宅投資は同+2.3%と2四半期連続で増加した。日銀のマイナス金利政策などにより住宅ローン金利が低下したことが引き続き押し上げ要因となったものの、消費税率の引き上げ先送り(2016年6月決定)により駆け込み需要が剥落したことが伸び率を低下させた。
- ・他方、企業部門をみると、設備投資は前期比+0.0%と前期比横ばいとなった。年初からの円高で、製造業を中心に収益が悪化したことが設備投資の増加を抑えたとみられる。また、輸出は同+2.0%と大幅な増加に転じた。新興国経済が持ち直しつつあることや、足元の円高進行にいったん歯止めがかかっていること、新型スマートフォン向けの輸出増加などが寄与したとみられる。なお、輸出に計上されるインバウンド(訪日外国人客)需要も再び増加し、輸出の伸びを+0.3%ポイント押し上げた。
- ・政府部門では、公共投資が2015年度補正予算や4月に発生した熊本地震の復興・復旧需要などによる押し上げ効果から4～6月期に大きく増加した(前期比+2.3%)反動もあり、7～9月期には同-0.7%と小幅に減少した。

図表1 主要経済指標

(前期比、%、季調済)

	2015年			2016年			
	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
名目GDP	-0.1	0.8	-0.3	0.8	0.1	0.2	
実質GDP	-0.3	0.4	-0.4	0.5	0.2	0.5	
個人消費	-0.6	0.5	-0.8	0.7	0.1	0.1	
住宅投資	1.7	1.2	-0.4	-0.3	5.0	2.3	
設備投資	-1.0	0.8	1.2	-0.7	-0.1	0.0	
在庫投資(寄与度)	(0.3)	(-0.0)	(-0.1)	(-0.1)	(0.1)	(-0.1)	
公共投資	0.6	-1.2	-3.4	0.0	2.3	-0.7	
輸 出	-4.2	2.6	-1.0	0.1	-1.5	2.0	
輸 入	-2.5	2.4	-1.2	-0.6	-0.6	-0.6	
消費者物価(前年比、%)	0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.4	-0.5	
日経平均株価(円)	20,049	19,412	19,053	16,849	16,408	16,497	17,045
円ドル相場(円/ドル)	121.3	122.2	121.5	115.4	108.2	102.4	103.8
原油価格(ドル/バレル)	57.9	46.4	42.2	33.5	45.6	44.9	49.9

(注) 1. 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。GDP項目以外は平均値を使用。

2. 原油価格はWTI先物(期近)を使用。消費者物価は生鮮食品を除く総合指数。

3. 直近10～12月期の日経平均株価と円ドル相場、原油価格は10月の値。

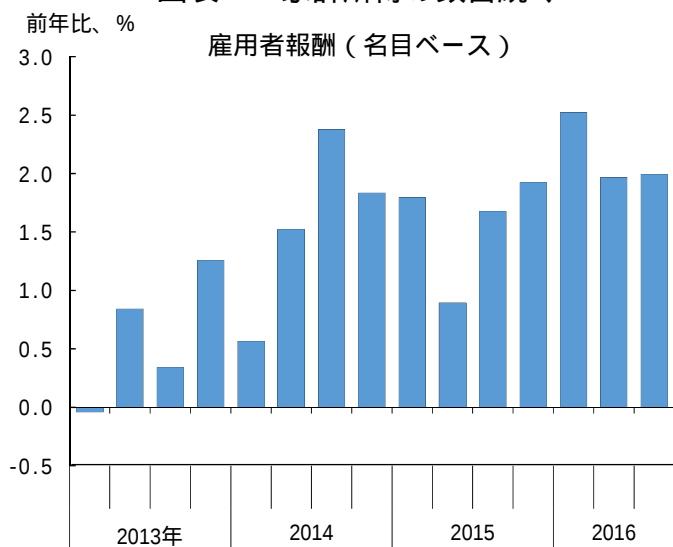
(内閣府「四半期別GDP速報」、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg)

2. 主要な需要項目の今後の見通し

(家計部門：雇用・所得情勢の改善が引き続き個人消費を下支え)

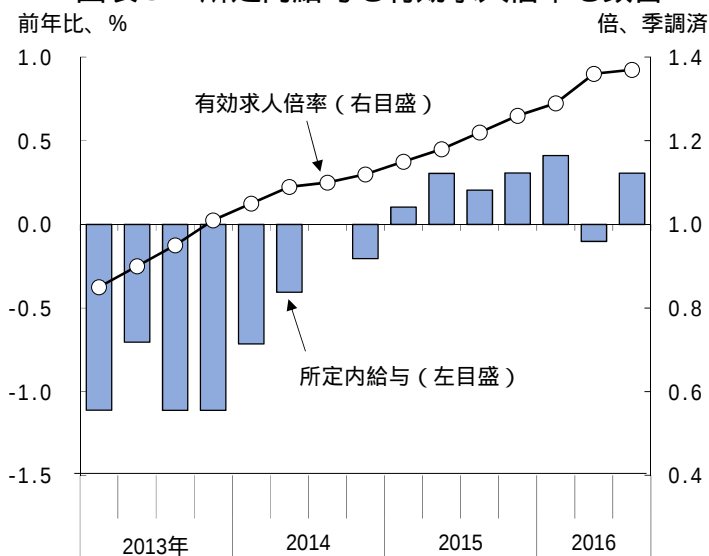
- ・2016年7～9月期の雇用者報酬（名目ベース）は前年比+2.0%と14四半期連続で増加した（図表2）。また基本給を示す所定内給与の動きをみても、2015年前半から前年比プラスとなっているほか、有効求人倍率も足元7～9月期に1.37倍と約25年ぶりの高水準を記録している^(注1)（図表3）。
- ・こうした背景には、企業の人手不足感の強まりなどがあるとみられる。日本銀行の『短観（2016年9月調査）』をみると、雇用人員判断D I（「過剰」マイナス「不足」、全産業ベース）は2013年半ば頃から全ての企業規模で「不足」超に転じている（図表4）。

図表2 家計所得の改善続く



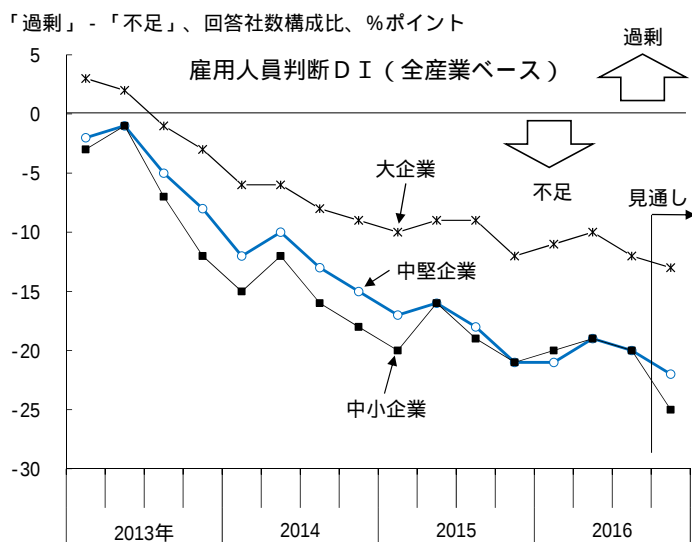
（内閣府「四半期別GDP速報」）

図表3 所定内給与も有効求人倍率も改善



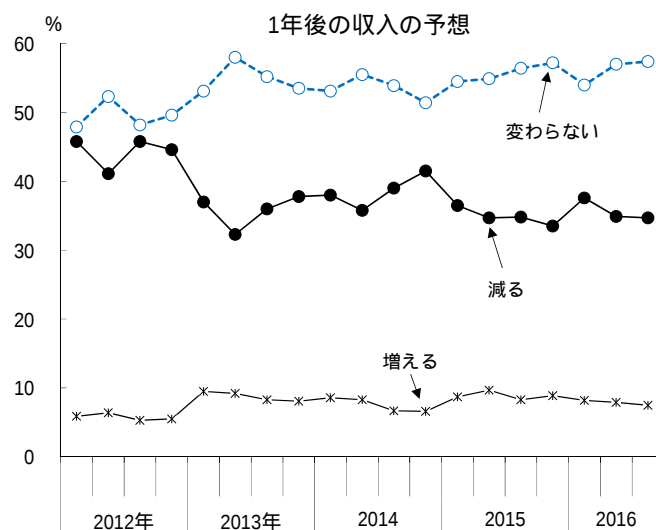
（厚生労働省「一般職業紹介状況」、「毎月勤労統計」）

図表4 中堅・中小企業の人手不足感が強い



（日本銀行『短観』）

図表5 今後の収入予想も改善



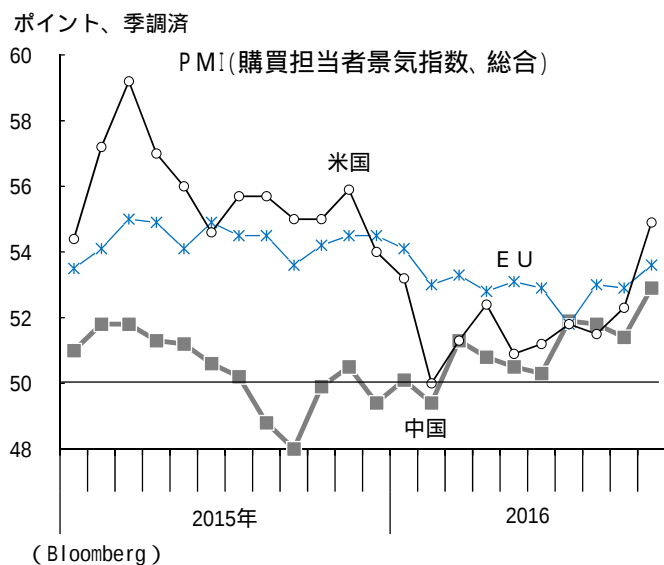
（日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」）

（注1）なお、このような人手不足の状態が続いているにもかかわらず、労働者の基本給の上昇ペースが過去と比べて鈍いという指摘もある。詳細は当社Economic View（No.1）「人手不足にもかかわらず賃金の上昇ペースが鈍いのはなぜか」を参照。（<https://www.yokohama-ri.co.jp/html/report/pdf/ev001.pdf>）

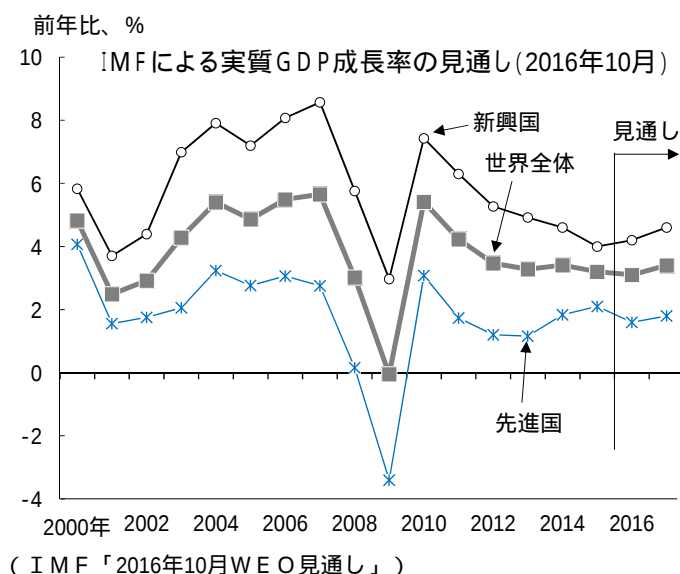
(企業部門：輸出と設備投資は緩やかに増加)

- ・次に企業部門をみると、先行き輸出は海外経済の持ち直しを受けて緩やかな増加が続くと見込まれる。主要国・地域のPMI（購買担当者景気指数）をみると、米国や中国の景況感は2016年以降、回復傾向に転じている（図表8）。また、英国の離脱問題などの影響で景況感の悪化が続いていたEUも足元で景況感が改善に向かっており、輸出の後押しとなろう。しかしながら、IMF（国際通貨基金）による最新の経済見通し（10月調査）では、先進国・新興国共に今後も低成長が続くと見込んでおり輸出の大幅増加は見込みにくいと考えられる（図表9）。

図表8 米中に加えEUの景況感も改善

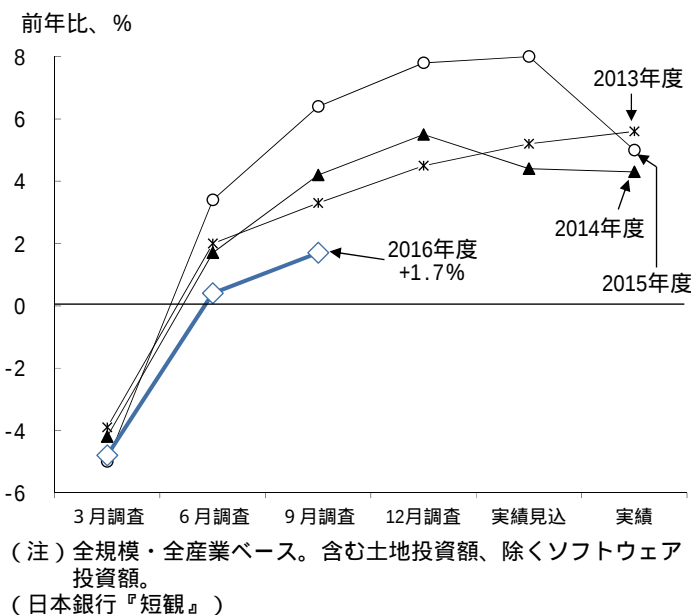


図表9 世界経済は低成長が続く見込み



- ・他方、企業の設備投資は2016年度中、弱い動きが続くと見ている。日本銀行の『短観(2016年9月調査)』によると、2016年度の設備投資計画(全規模・全産業ベース)は、前年比+1.7%と増加が見込まれている（図表10）。しかしながら、今回

図表10 設備投資計画は足元で弱め



図表11 企業の収益計画は下方修正

< 2016年度 >

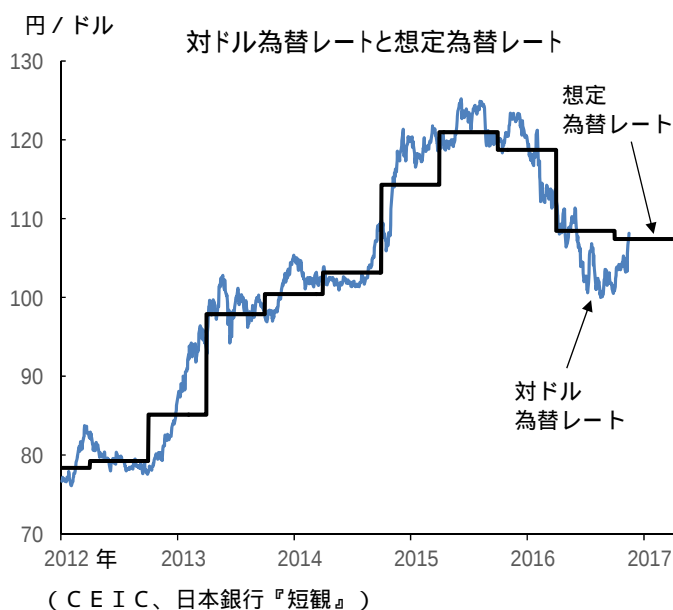
		(前年比、%)			
		上期 (計画)	修正率	下期 (計画)	修正率
売上高	製造業	-3.5	-1.3	0.1	-1.1
	国内	-2.4	-1.0	0.7	-0.6
	輸出	-5.8	-1.9	-1.4	-2.4
非製造業		-3.6	-1.0	0.4	-0.6
経常利益	製造業	-26.2	-4.5	0.7	-2.2
	非製造業	-8.7	0.2	1.6	-2.0

(注) 大企業ベース。修正率は前回6月調査との対比。
(日本銀行『短観(2016年9月調査)』)

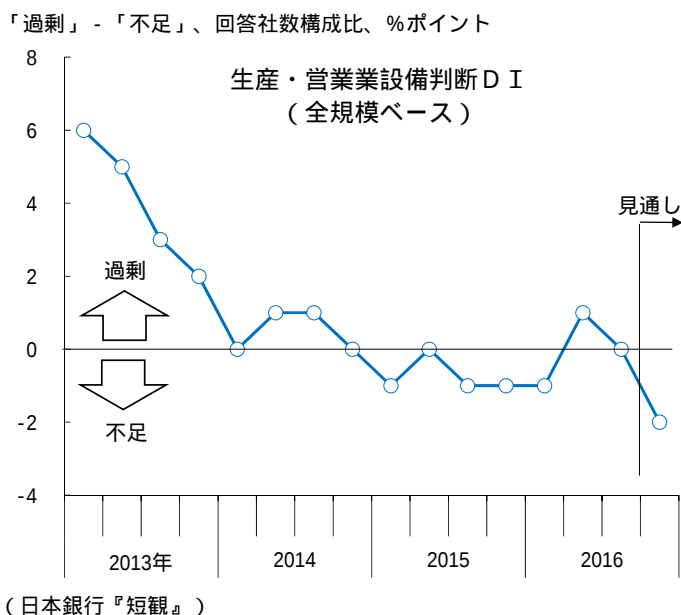
の調査は9月調査としては、昨年（同+6.4%）より弱めの結果であり、企業の設備投資に対する慎重姿勢が依然として続いていることが分かる。

- ・この背景には設備投資の原資となる企業収益が弱含んでいることが挙げられる。日銀短観（2016年9月調査）をみると、2016年度上期（計画）の売上高と経常利益は、製造業・非製造業ともに減収減益となっており、前回の6月調査からの下方修正が目立つ（図表11）。また、下期計画は製造業・非製造業ともにかろうじて増収増益の計画を維持しているものの、前回調査からは下方修正されている。特に、製造業の輸出向け売上高計画は前回調査から大幅に下方修正されており、依然として企業は円高リスクや海外経済に対する慎重な見方を崩していないことが分かる。
- ・もっとも、設備投資は2016年度末から2017年度はじめにかけて緩やかに持ち直してくると見込まれる。日本銀行の『短観（2016年9月調査）』によると、大企業・製造業の2016年度の想定為替レートは、上期1ドル＝108.44円（前回：111.46円）、下期1ドル＝107.42円（同111.36円）と前回調査から円高方向への修正が進んでいる（図表12）。足元の為替レートは、11月8日の米大統領選で共和党のトランプ候補が勝利したことを受けてドル高・円安が急激に進み、ほぼ想定為替レートと同水準となっている。今後の対ドル円レートの動きは不透明ながらも、仮に現在の円安水準が維持されるようならば、製造業の収益が下振れするリスクは小さくなり、設備投資の追い風となろう。
- ・さらに、今後、円高の進行に歯止めがかかり企業収益が改善に向かえば、企業の設備投資に対するマインドも改善し、これまで先送りされてきた設備の更新需要などが徐々に増加してくることも期待される。日銀短観（2016年9月調査）をみると、生産・営業用設備判断D I（「過剰」マイナス「不足」、全産業ベース）は先行き「不足」超となっており、設備不足の状態になる見込みである（図表13）。図表14は日本政策投資銀行の「全国設備投資計画調査（大企業）」における設備投資に対する投資動機の金額ウエイトを示したものである。これをみると、製造業では「能力増強」のウエイトがここ数年低くなっているのに対し、「維持・補

図表12 急激な円安で想定と実績の乖離が縮小

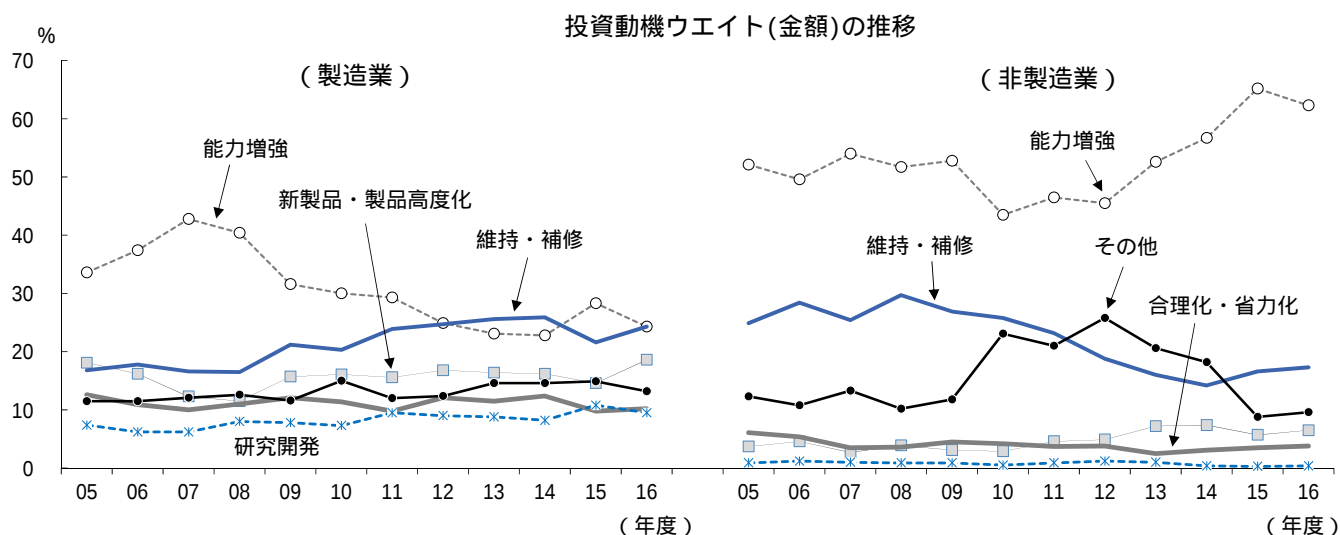


図表13 先行き企業は設備不足の状況



修」のウエイトが趨勢的に高まってきている。他方、非製造業は「維持・補修」のウエイトが徐々に低下してきている一方で、従来から高水準だった「能力増強」のウエイトがさらに上昇している。こうした点から考えると、先行き円安・ドル高傾向が定着し企業の収益悪化に歯止めがかかってくるなかで、製造業では「維持・補修」、非製造業では「能力増強」の設備投資需要が徐々に顕在化してくることが期待される。

図表14 製造業は「維持・補修」、非製造業は「能力増強」の投資が期待



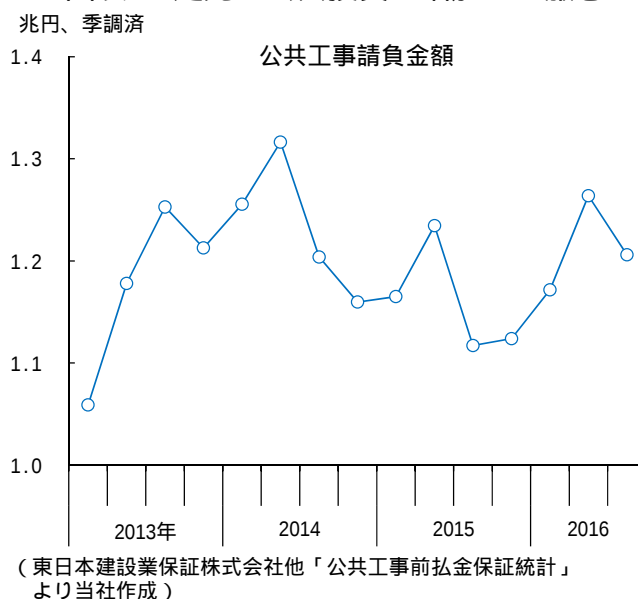
(注) 2016年度は計画。

(日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(大企業)」)

(政府部門：公共投資は2016年度補正予算の効果により年明け以降には上向く)

- ・政府部門では、公共投資が2016年内は弱含むと見込まれる。公共投資の先行指標である公共工事請負金額(当社による季調値)は、2015年10～12月期から3四半期連続で増加した後、足元7～9月期は減少へと転じている(図表15)。2015年度補正予算や4月に発生した熊本地震の復興・復旧需要などによる押し上げ効果

図表15 足元で公共投資の増加に一服感



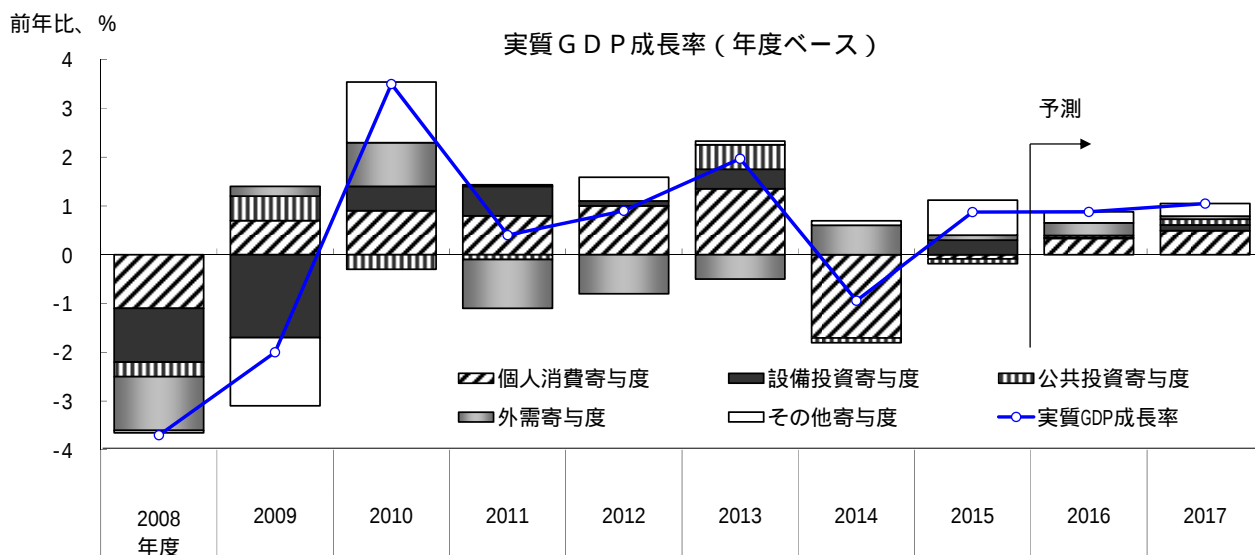
剥落の影響は7～9月期に加え、10～12月期も公共投資の下押し圧力になると考えられる。もっとも、年明け以降は2016年度補正予算（10月11日成立、事業規模28兆円超）の効果が徐々に現れてくるとみられ、公共投資は再び増加に転じると見込まれる。ただし、2017年度後半にはこうした効果が徐々に剥落していくとみられる。

3. 今後の成長率見通しとリスク要因

（実質経済成長率は2016年度が+0.9%、2017年度が+1.0%と予測）

- ・今後の景気を展望すると、2016・2017年度の日本経済は緩やかな成長が続くとみられる。すなわち、家計部門では、雇用・所得情勢の改善を背景に個人消費の増加が続くと見込まれる。家計の節約志向が根強く消費の伸びは小幅にとどまるが、着実に景気を支えよう。企業部門では、輸出が海外経済の持ち直しを映じて増加基調を維持しよう。ただ、世界経済の低成長を背景に大幅な増加は期待しにくい。一方、設備投資は製造業を中心とする業績悪化を映じてしばらくは弱い動きが続くものの、円高進行に歯止めがかかるなかで今後徐々に収益が改善し、2016年度末頃からは設備の「維持・補修」などを目的とした投資が増加してくるだろう。政府部門では、公共投資が足元こそ2015年度補正予算による押し上げ効果剥落などで弱含んでいるものの、2017年に入ると2016年度補正予算の効果などにより再び増加に転じると見込まれる。ただ、17年度後半にはこうした効果が徐々に剥落するとみられ、公共投資は減少に転じよう。以上を踏まえて、2016年度の実質GDP成長率を+0.9%、2017年度を+1.0%と予測した（図表16）。

図表16 景気は緩やかな回復が続く



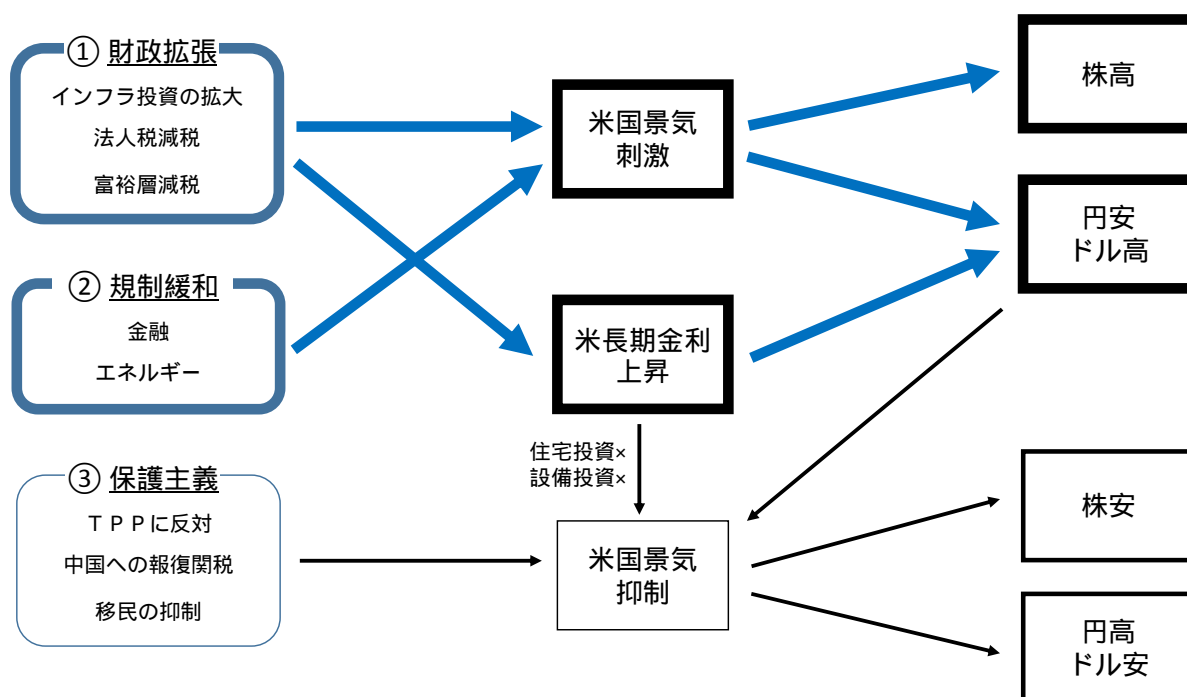
（内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成）

（トランプ次期米大統領の経済政策の行方には要注意）

- ・こうした状況下、日本経済のリスク要因としては、海外景気の変調による輸出や設備投資マインドの悪化が挙げられる。特にトランプ次期米大統領の経済政策が先行き不透明要因として懸念されよう。トランプ次期米大統領が公約として掲げ

る政策を経済的な視点から分類すると、 財政拡張（インフラ投資の拡大、法人税減税、富裕層減税）、 規制緩和（金融、エネルギーなど）、 保護主義（TPPに反対、中国への報復関税など）の3つに大別できる。今のところ、トランプ氏が勝利宣言で大規模なインフラ投資に積極的に取り組む考えを示したことなどへの期待感から や に注目が集まり、金融市場は株高、ドル高・円安で推移している。しかしながら、トランプ氏の経済政策には依然として不透明感が強く、今後の同氏の発言などによって市場の関心が に集まるようになると、金融市場が大きく揺さぶられる可能性がある点には注意が必要であろう（図表17）。

図表17 トランプ次期米大統領の経済政策と金融市場への影響



（浜銀総合研究所作成）

図表18 2016年度・2017年度のわが国経済の見通し（2016年11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%）

	2015年度 実績	2016年度 見通し	上 期		2017年度 見通し	上 期	
			上 期	下 期		上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	120.1	106.4	105.3	107.5	111.5	110.5	112.5
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	132.6	117.4	118.1	116.8	120.5	119.5	121.5
米国実質GDP(暦年)	2.6	1.5	[1.0]	[2.3]	2.3	[2.2]	[2.5]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	1.9	1.6	[1.8]	[1.3]	1.3	[1.3]	[1.2]
中国実質GDP(暦年)	6.9	6.7	6.7	6.6	6.4	6.5	6.4

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2015年度 実績	2016年度 見通し	上 期		2017年度 見通し	上 期	
			上 期	下 期		上 期	下 期
実 質 G D P	0.9	0.9	[0.7]	[0.4]	1.0	[0.6]	[0.4]
個人消費	▲ 0.1	0.6	[0.5]	[0.3]	0.8	[0.4]	[0.6]
住宅投資	2.4	6.3	[6.1]	[▲ 0.2]	▲ 1.8	[▲ 1.0]	[▲ 0.6]
設備投資	2.1	0.1	[▲ 0.5]	[0.2]	0.9	[0.3]	[0.4]
政府消費	1.6	1.2	[0.3]	[0.7]	1.2	[0.6]	[0.6]
公共投資	▲ 2.7	0.9	[1.9]	[0.7]	3.0	[4.6]	[▲ 2.3]
輸 出	0.4	0.2	[▲ 0.5]	[1.4]	1.9	[0.7]	[0.6]
輸 入	0.0	▲ 1.5	[▲ 0.2]	[0.9]	1.8	[2.1]	[1.3]
寄与度							
国内需要	0.8	0.6	[0.6]	[0.2]	1.0	[0.7]	[0.4]
民間需要	0.6	0.3	[0.4]	[0.1]	0.6	[0.3]	[0.4]
公的需要	0.2	0.3	[0.2]	[0.1]	0.4	[0.3]	[0.0]
海外需要	0.1	0.3	[0.1]	[0.2]	0.1	[▲ 0.0]	[▲ 0.0]
名 目 G D P	2.3	1.1	[0.6]	[0.5]	1.2	[0.7]	[0.4]
新設住宅着工戸数(万戸)	92.1	97.0	50.0	47.0	93.0	47.1	45.8
(前年比増減率、%)	4.6	5.4	4.5	1.0	▲ 4.2	▲ 1.4	▲ 1.5
鉱工業生産	▲ 1.0	0.8	[0.3]	[1.7]	2.9	[1.4]	[1.1]
国内企業物価	▲ 3.2	▲ 2.6	▲ 4.0	▲ 1.2	0.7	0.6	0.8
消費者物価	▲ 0.0	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.1	0.6	0.3	0.8
完全失業率(%)	3.3	3.0	3.1	3.0	2.9	2.9	2.9

(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・調査部が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。