



国内景気情勢と経済見通し

～実質成長率は16年度+0.5%、17年度+0.8%を予想～

主任研究員 木下 茂

目 次

- 国内景気は踊り場が続く
- 政府は事業規模28.1兆円の経済対策を決定
- 鈍い消費の足取り
- 住宅着工は貸家中心に増加傾向
- 円高が製造業の設備投資押し下げ要因に
- 冴えない世界経済の動向が輸出の重石に
- インフレ率は低迷続く

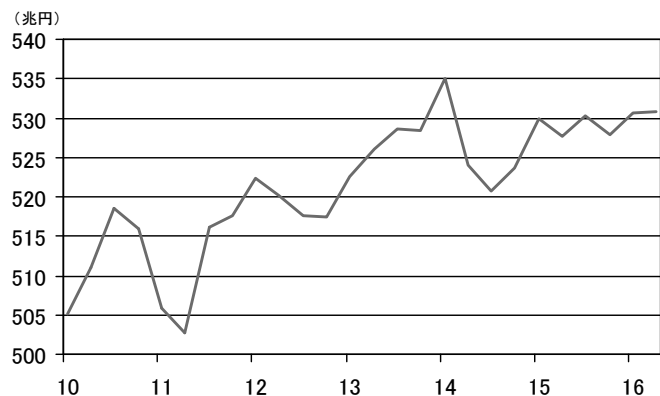
○国内景気は踊り場が続く

国内景気は踊り場局面にある。今年4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.2%と若干のプラスとなった（8月15日公表）。1～3月期分がうるう年要因によりかさ上げされていたことを考慮すれば底堅い結果ともいえるが、15年入り後の一進一退の動きを脱するものとは言い難い（第1図）。

需要項目別の内訳をみると、個人消費が前期比+0.2%、住宅投資が同+5.0%、公共投資が同+2.3%と比較的堅調であった一方、設備投資が同-0.4%、輸出が同-1.5%と減少した。とりわけ設備投資と輸出がマイナスであったことは、先行きへの警戒感を強める要因といえよう。

この間、企業の生産活動の状況を鉱工業生産統計によりみると、直近6月（確報）は前月比+2.3%と5月の同-2.6%から持ち直している。また、7・8月の企業の生産計画をみても、それぞれ前月比+2.4%、同+2.3%と増産が行われる見込みである。ただ、こうした動きは、熊本地震を受けた操業停止からの反動増という面もあると思われ、これのみをもって生産活動の基調が強いとみるのはやや早計であろう。

（第1図）実質GDPの推移（季調値）



（注）内閣府のデータより作成

（第1表）経済対策の規模

（単位：兆円程度）

	事業規模	財政措置	国・地方の歳出	財政投融資
I. 一億総活躍社会の実現の加速	3.5	3.4	2.5	0.9
II. 21世紀型のインフラ整備	10.7	6.2	1.7	4.4
III. 英国のEU離脱に伴う不安定性などのリスクへの対応並びに中小企業・小規模事業者及び地方の支援	10.9	1.3	0.6	0.7
IV. 熊本地震や東日本大震災からの復興や安全・安心、防災対応の強化	3.0	2.7	2.7	0.0
合 計	28.1	13.5	7.5	6.0

（注）16年度追加分は国費で4.5兆円とされている
（出典）内閣府「未来への投資を実現する経済対策」



○政府は事業規模28.1兆円の経済対策を決定

こうした状況下、政府は事業規模28.1兆円、財政措置13.5兆円の「未来への投資を実現する経済対策」を8月2日に閣議決定した（第1表）。国・地方の歳出は7.5兆円程度とされているが、16年度2次補正予算に計上されるのは国費4.5兆円である。見かけ上の金額規模ほどにはGDP増加につながる部分は大きくないと思われるが、それでも今年度後半から来年度前半にかけて景気下支えの効果を発揮するものと見込まれる。

また、これに先立ち日本銀行は、7月28～29日の金融政策決定会合において、ETF買い入れ額倍増などを骨子とする追加金融緩和を決定している。

以上の状況を踏まえつつ当面の景気動向を展望すると、今年度については、所得・雇用環境の改善を背景に個人消費の緩やかな持ち直しが続くほか、景気対策による公共投資の下支えも見込まれるものの、一方で円高の進展や世界経済の先行きに対する不透明感増大から設備投資や輸出の停滞が予想されるため、景気は全体として引き続き力強さに欠ける展開となろう。16年度の実質成長率は+0.5%と予想している。続く17年度は経済対策の効果に加え、海外経済の持ち直しも寄与することから成長率はやや高まり、+0.8%になるものと予想する（第2表）。以下、主な項目について概観する。

○鈍い消費の足取り

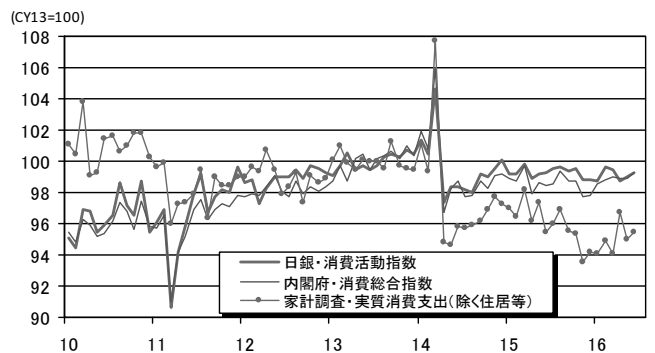
消費増税後に大きく落ち込んだ個人消費については、昨年末にかけて停滞感が増していた（昨年10～12月期の実質個人消費は前期比-0.8%）ものの、足元では持ち直しているようだ。昨年末にかけての停滞については、天

（第2表）日本経済見通し総括表

	15年度 (実績)	16年度 (予測)	17年度 (予測)
実 質 G D P	0.8	0.5	0.8
個 人 消 費	-0.2	0.8	0.8
住 宅 投 資	2.4	4.1	0.9
設 備 投 資	2.1	0.5	0.5
在 庫 投 資 (寄 与 度)	(0.3)	(-0.2)	(-0.0)
政 府 消 費	1.6	2.2	2.2
公 共 投 資	-2.7	2.3	4.3
純 輸 出 (寄 与 度)	(0.1)	(-0.5)	(-0.4)
輸 出	0.4	-1.6	1.9
輸 入	-0.0	1.2	4.6
名 目 G D P	2.2	0.9	0.7
G D P デ フ レ ー タ ー	1.4	0.4	0.0
生 鮮 除 く 消 費 者 物 価	0.0	0.0	0.6
国 内 企 業 物 価	-3.2	-2.9	0.5
名 目 雇 用 者 報 酬	1.7	1.4	1.4
鉱 工 業 生 産	-1.0	-1.8	-0.5
完 全 失 業 率	3.3	3.2	3.2
新 設 住 宅 着 工 戸 数	92.1	100.4	102.8
経 常 収 支	18.0	17.7	17.4
米 国 G D P	2.6	1.5	2.4
ユ ー ロ 圏 G D P	1.7	1.6	1.5
中 国 G D P	6.9	6.5	6.4
対 ド ル 為 替 レ ー ト	120	108	110
原 油 輸 入 価 格	49	44	50

(注1) 失業率は%、住宅着工は万戸、経常収支は兆円、為替レートは円/ドル、原油価格はドル/バレル、その他は前年比%で表示
 (注2) 米国、ユーロ圏、中国のGDPは暦年
 (注3) INDB、データストリーム、その他各種資料より作成

（第2図）各種消費指標の推移（季調値）



(注1) 家計調査のデータは世帯人員と人口を調整してマクロベースに変換
 (注2) 日本銀行、内閣府、総務省のデータより作成



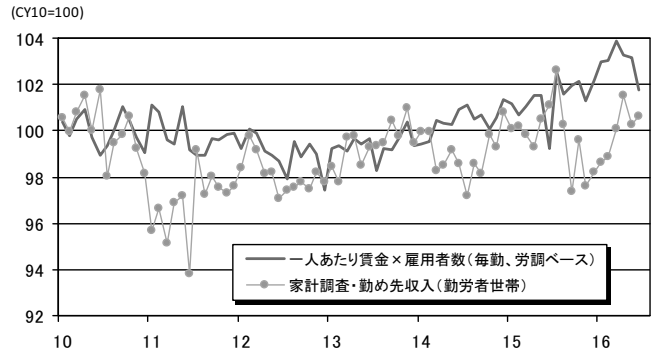
候等一時的要因も指摘されているところであるが、各種統計を見比べると「家計調査」の弱さが目立つ（前頁第2図）。同統計についてはしばしばサンプルバイアスが指摘されているが、所得データの比較からも、たまたまこの時期に所得・消費態度が弱い家計が調査対象に含まれた可能性は高いとみられる（第3図）。

もっとも、この点を考慮したとしても、消費税率引き上げ後の個人消費が低迷している事実は変わらない。これについては、①家計における「耐久財ストック調整圧力」の高まり、②日用品中心に物価が上昇したことを受けた家計の節約意識の強まり、③賃金の増加ペースの鈍さ、などを指摘できるように思われる。以下、順を追ってみていこう。

まず①について、近年の財別消費支出の動きをみると、消費税率引き上げ後の消費低迷には耐久財消費の減少が大きく寄与していること、その耐久財消費は09年から13年にかけて、リーマンショック後の需要喚起策などを背景に大幅に増加していたことがわかる（第4図）。直近の耐久財消費の不振はこうした「需要先食い」からの反動・調整過程が長引いていることによるものと考えられる。耐久財ストック調整圧力の解消には今しばらく時間を要すると見込まれることから、この部分の足取りの鈍さが消費全体を抑制する要因になるものと予想される（第5図）。

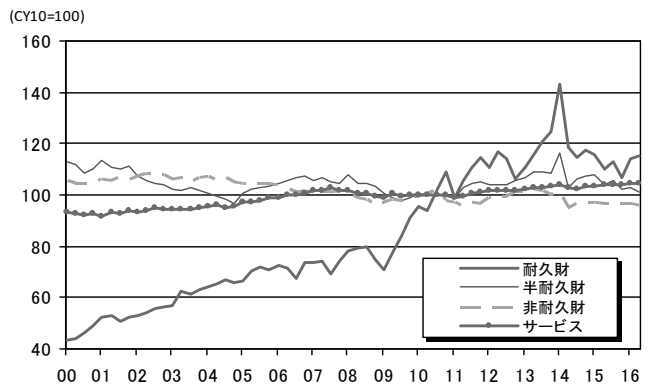
次に②について、「アベノミクス」以降の財別CPIの動きをみると、非耐久財、半耐久財が値上がりしていたことがわかる。昨年半ばから非耐久財の価格は下落に転じているものの、半耐久財価格の上昇は続いている（第6図）。半耐久財、非耐久財は購入頻度が高く、消費者が日々の買い物行動の中でその価格に直面するため、こうした財の値上がりは「体

（第3図）所得指標の推移（季調値）



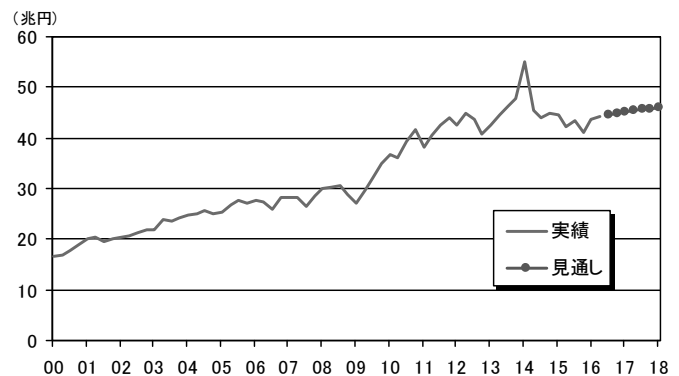
（注1）家計調査のデータは世帯人員と人口を調整してマクロベースに変換
（注2）厚生労働省、総務省のデータより作成

（第4図）家計の形態別消費支出の推移（実質、季調値）



（注）内閣府のデータより作成

（第5図）耐久財消費の見通し（実質、季調値）



（注1）実質可処分所得、実質家計金融資産、実質長期金利、耐久財ストックを説明変数とする耐久財消費関数をJ A 共済総研マクロモデルに組み込んで算出
（注2）INDBのデータなどより作成



感インフレ率」を高め、ひいては「生活防衛意識」を強めることになったと思われる。

③については、現下の雇用増加局面において、供給面からみるとシニア男性・女性を中心に労働市場参入が増えていること、需要面では労働集約的かつ相対的に付加価値の低い産業が受け皿となっていることが指摘できる。このことがマクロの労働生産性の伸び鈍化をもたらし(第7図)、賃金の伸び抑制につながっていると思われる。

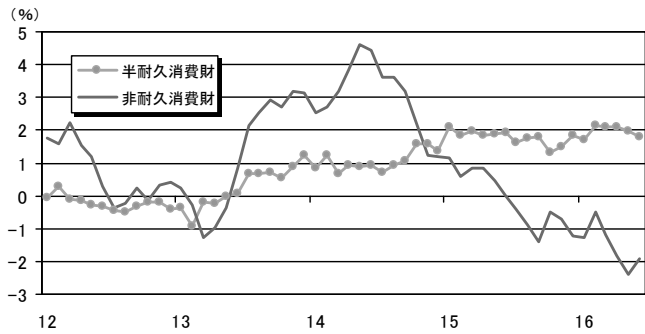
以上を踏まえつつ、当面の消費動向について考えてみると、②については直近のインフレ率低迷が今後は家計の実質購買力を支えることになるとみられるものの、一方で①と③は引き続き個人消費の回復を緩やかなものとする要因として作用していくと予想される。

○住宅着工は貸家中心に増加傾向

住宅着工戸数も個人消費同様、消費税率引き上げ後に大幅減となった後、このところ増加傾向で推移している。GDPベースの住宅投資も今年4～6月期は堅調な増加ぶりを示した。17年4月に予定されていた消費税率引き上げを見越して駆け込み需要が発生したとみられるほか、相続税対策を背景とした貸家着工の増加も全体を押し上げる要因となっている(第8図)。

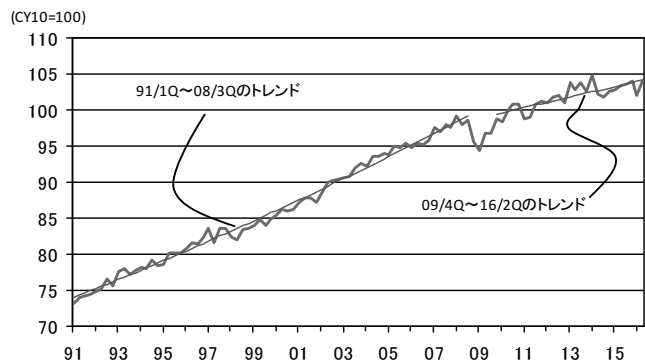
また、日銀のアンケート調査によれば、ここに来て個人の資金需要を示すデータに持ち直しの動きが出てきている(次頁第9図)。マイナス金利政策開始に伴う金利低下を反映したものとみられるが、過去の動きをみると、資金需要データと住宅着工戸数の間には連動性があることから、明るい材料のひとつとして捉えられよう。

(第6図) 財別CPI前年比上昇率の推移



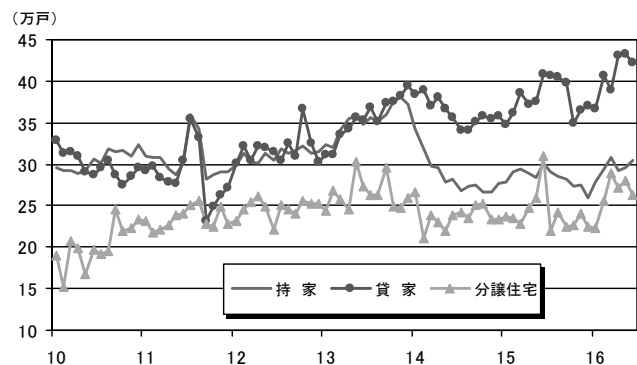
(注1) 消費税率引き上げの影響を除くベース
(注2) 総務省のデータより作成

(第7図) マクロの労働生産性推移(実質GDP/労働投入量)



(注) 内閣府、総務省、厚生労働省のデータより作成

(第8図) 住宅着工戸数の推移(季調済年率)



(注) 国土交通省のデータより作成



○円高が製造業の設備投資押し下げ要因に

GDPベースの実質設備投資は2四半期連続で前期比減少した。直近の円高、世界経済の減速などを受けて企業が様子見姿勢を強めたとみられる。設備投資の先行きについて、先行指標である機械受注の動きをみると、このところ増加一服となっている(第10図)一方で、直近の設備投資調査によれば、企業の16年度投資計画は堅調である(日銀6月短観：大企業・全産業で前年比+6.2%、日本政策投資銀行調査：同+10.9%)。

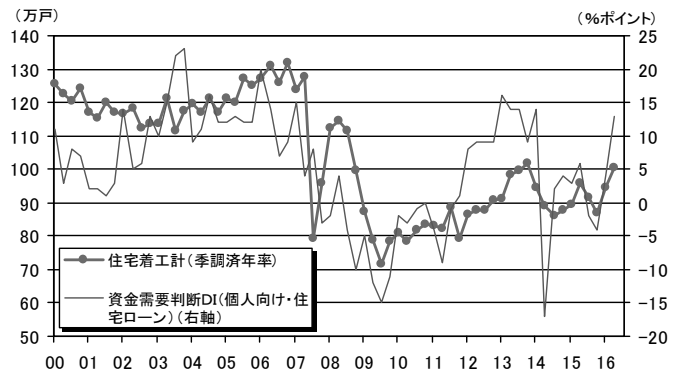
投資計画が前向きであることは心強いが、今後は円高の影響が顕在化してくる可能性が高いとみている。仮に直近の水準で為替レートが推移した場合、名目輸出額の減少を通じて輸出企業の収益が悪化し、製造業の設備投資抑制要因になると考えられる(第11図)。為替の影響を受けにくい非製造業の下支えが一定程度期待できるとしても、目先設備投資は慎重にみておく必要がある。

○冴えない世界経済の動向が輸出の重石に

最近の輸出数量の動きをみると、15年前半にやや弱含んだ後、足元にかけても横這い圏内の推移となっている(第12図)。ここで、今年4~6月期の海外主要国・地域の経済成長率を改めて確認してみると、米国は前期比年率+1.2%と前期(同+0.8%)に続き低調、ユーロ圏は同+1.2%と前期(同+2.2%)から減速、中国も前年比+6.7%にとどまるなど、全般に冴えない展開であった。

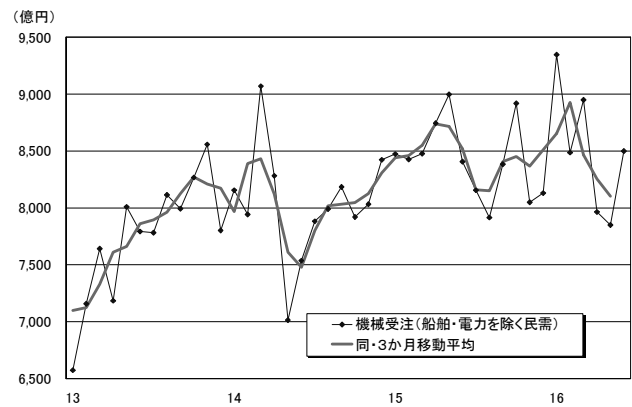
今後は、英国のEU離脱決定に伴う欧州景気の減速や世界経済についての不透明感の高まりが日本の輸出にとって逆風となろう。直近のIMFによる経済見通し(7月19日公表)では、16・17年の世界経済の成長率予測が今

(第9図) 住宅着工戸数と個人の資金需要



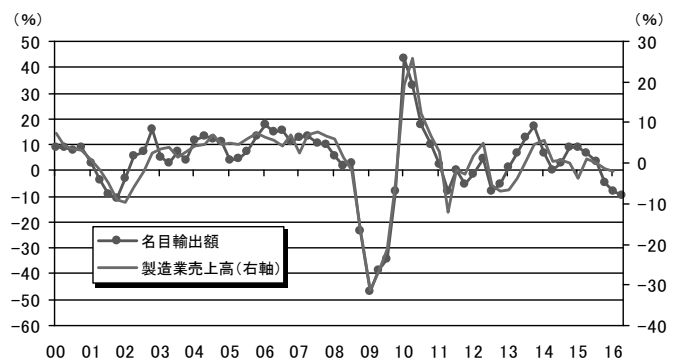
(注) 国土交通省、日本銀行のデータより作成

(第10図) 機械受注額の推移(季節調整値)



(注) 内閣府のデータより作成

(第11図) 輸出額と製造業売上高の推移(前年比)



(注) 財務省「貿易統計」「法人季報」のデータより作成



年4月時点のものからそれぞれ0.1%ポイント下方修正されて+3.1%、+3.4%となっており、日本にとっての輸出環境は芳しくない。

なお、直近の円高が実質輸出に対して大幅な下押し圧力になるとは、現時点では想定していない。そもそも13年以降の円安局面でも実質輸出の増加は小幅なものにとどまってきたわけであるが、その背景としては、生産拠点の海外移転が進んだことに加え、企業が現地向け輸出価格の大幅な引き下げを行わず、名目ベースの収益改善を優先するというスタンスをとってきたことがある。この結果、価格競争力の指標として通常用いられる円の実質実効レート⁽¹⁾の低下が示すほどには、日本の輸出品の実際の価格競争力は改善していなかったとみられる(第13図)。

今後も企業が同様の価格設定行動を継続するとすれば、円高が進展しても現地向け輸出価格を大幅には引き上げないと考えられ、実質輸出への影響は限定的とみられる。

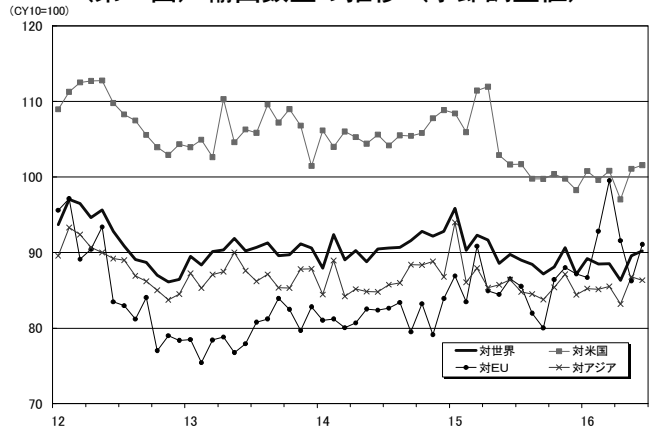
○インフレ率は低迷続く

全国コアCPIはこのところ前年比マイナスで推移している。直近6月分は前年比0.4%の下落となった(第14図)。6月上旬までの国際原油価格の上昇を反映してエネルギー価格は下げ止まりつつあるが、一方で財価格の上昇率がこのところ鈍化している。年初以降の円高などが影響しているとみられる。

今後については、エネルギー価格の下げ止まりがインフレ率の下支えになるほか、賃金の緩やかな増加がサービス価格を押し上げる要因になるとみられるが、一方で円高の影響が今後一段と出てくることから、インフレ率は引き続き低迷気味の推移が予想される。

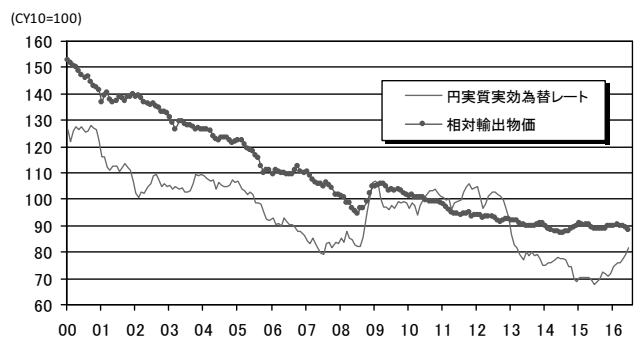
(8月15日 記)

(第12図) 輸出数量の推移 (季節調整値)



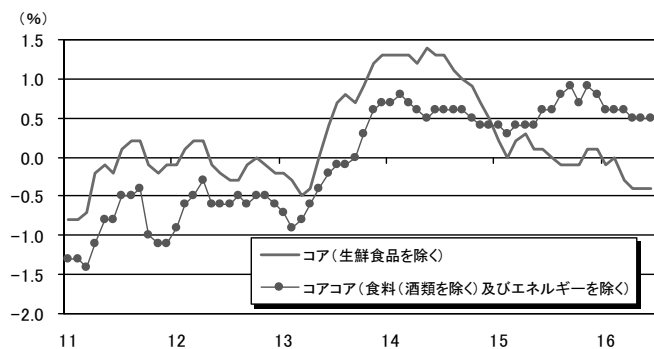
(注) 内閣府のデータより作成

(第13図) 円の実質実効為替レートと相対輸出物価の推移



(注1) 相対輸出物価=契約通貨ベース輸出物価/海外物価
 (注2) 海外物価は米国とユーロ圏のPPIを加重平均して作成
 (注3) 日本銀行、各国統計データより作成

(第14図) 全国CPIの推移 (前年比)



(注1) 消費税率引き上げの影響を除くベース
 (注2) 総務省のデータより作成