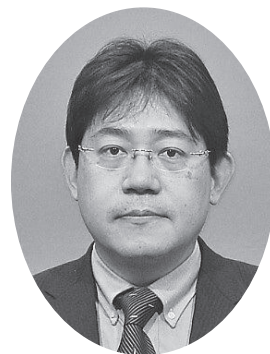


## 寄稿

## 景気見通し

— 日本経済、  
増税延期でも加速せず —

竹内 淳 (たけうち あつし)

公益社団法人 日本経済研究センター 研究本部  
主任研究員

## 《要 約》

わが国の16年1-3月期の実質成長率は、前期比+0.5%（同年率+1.9%）と個人消費をけん引役に高い伸びを示した。ただし、うるう年要因（+0.3%ポイント）を除けば、前期のマイナスから横這いで力強さに欠ける状況は不変。

日本経済が先行き緩やかに回復するとの見方は維持するが、潜在成長率が上がらない中、その勢いは弱く、外的なショックに脆弱な状況が続く。

当面は、外的リスクとして、①中国経済のハードランディング、②米国大統領選挙や英国 EU 離脱に関する政治の混乱、③米国利上げ局面における新興国市場の混乱など、国内発で④円高・株安を受けた企業・家計心理の悪化、⑤日本国債への信認の毀損、などに十分な警戒が必要だろう。

## 景気の現状

## (1) うるう年で成長嵩上げの16年1-3月期

16年1-3月期の実質 GDP（2次 QE）は、前期比+0.5%（前期比年率+1.9%）と1年ぶりの高い伸び率となった。個人消費の寄与度（+0.4%ポイント）が大きい。季節調整に際してうるう年が勘案されておらず、実勢よりも過大な可能性がある。その場合、来期に反動が発生する。設備投資の減少は、企業心理の悪化を反映していると思われる。景気は「底這い」といった状況を抜け出せていないと判断するのが妥当だろう。

内閣府が公表する景気動向指数（CI）も、基

調判断が昨年5月以来「足踏み」で変わらない（図表1）。一致指数が足元3、4月と2ヵ月連続で上昇している点は明るい材料だが、その持続性をもう暫く確認したい。

## (2) 消費者物価上昇率は下ぶれ

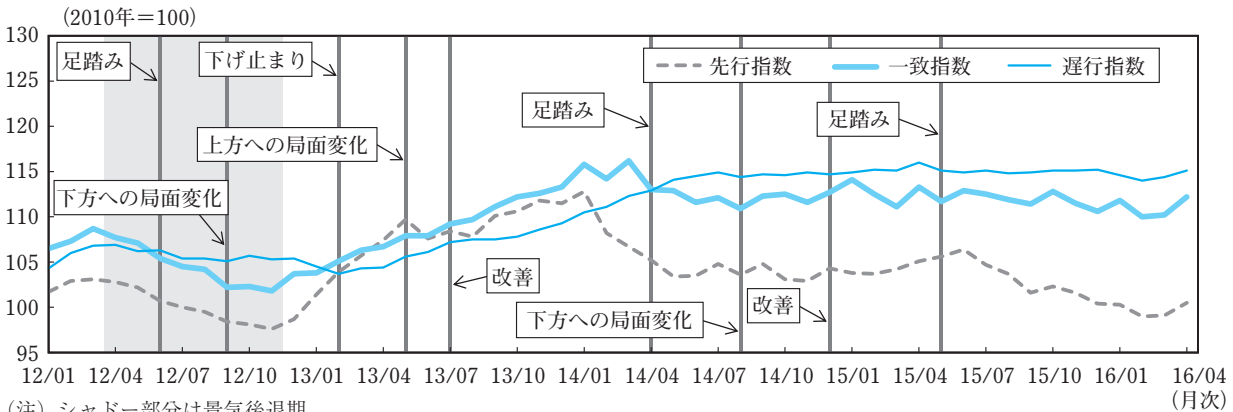
消費者物価（生鮮食品を除く総合=CPIコア、消費増税の影響を除くベース）の前年比は、3月、4月と連続して-0.3%と13年4月（-0.4%）以来のマイナス幅に落ち込んでいる。ただし、幸い現時点では、企業は大勢として前向きな価格設定行動を維持している印象がある。CPIコアの構成品目は、「上昇」の比率が「下落」を大きく上回

る状況が続いており（図表2）、価格上昇率の分布にも大きな変化はみられない。

とはいえ、家計、企業、市場のインフレ期待の低下になかなか歯止めがかからず、ダウンサイド

リスクが高まっている。日銀の金融政策が、インフレ期待の引き上げに成功しているとは言い難い。17年度一杯を展望しても2%のインフレ率達成は極めて厳しい（図表3）。

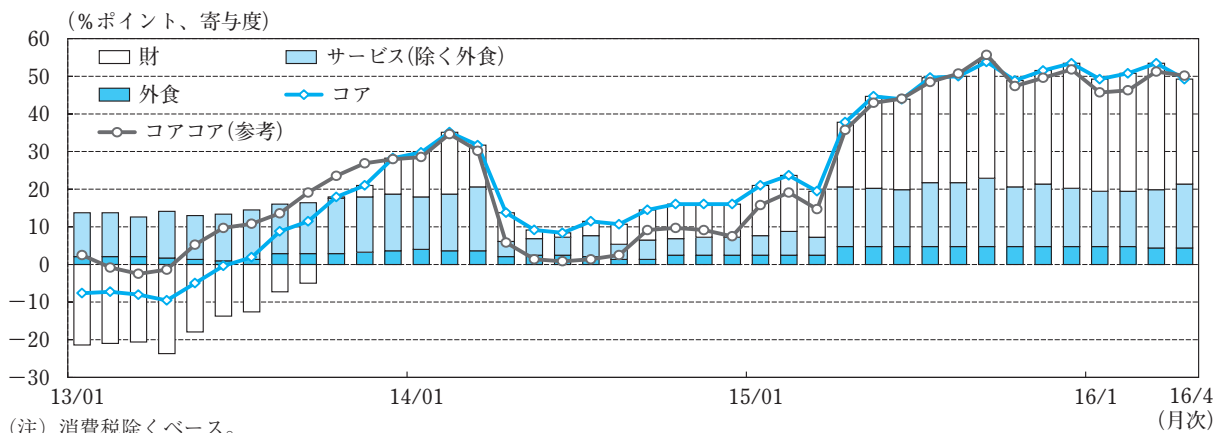
図表1：景気動向指数の推移



(注) シェード部分は景気後退期。

(資料) 内閣府『景気動向指数』

図表2：CPIコアの価格「上昇」－「下落」品目比率



(注) 消費税除くベース。

(資料) 総務省『消費者物価指数』

図表3：物価の見通し

(前年比、%)

	日経センター		ESP	日本銀行	
	前回 (3ヵ月前)	今回	6月	1月	4月
14年度 (消費税含)			0.8 (2.8)		
15年度			0.0		
16年度	0.4	0.2	0.1	0.8	0.5
17年度	0.7	0.7	0.8	1.8	1.7

(注1) ESPは調査機関見通しの中央値。日銀は政策委員見通しの中央値。

(注2) 日経センターの消費税含は軽減税率織り込み、日銀は増税分フル転嫁。

(資料) 総務省、日本経済研究センター、日本銀行

## 景気の先行き

### (1) 円高・株安を招く金融政策の限界論

国際金融市場では神経質な展開が続いているが、S&P500指数、MSCI 新興国株価指数はいずれも年初の水準を回復、新興国通貨の対ドル相場は軒並み上昇している。米国の利上げ観測の後退、資源価格の底入れがその背景に存在する。投資家のリスク回避姿勢は一旦、落ち着いている。他方でドル円相場は、年初対比で15円近く円高に動き、日経平均株価は1割以上の下落だ。日銀のマイナス金利政策導入で、金利は長期まで大きく低下しており、その点からは為替円安・株高方向に進んでも不思議ではないが、実際には逆の動きだ。市場において金融政策の限界論が浮上していることがこうした状況に繋がっている。株価や為替相場のインプライド・ボラティリティ（市場が織り込む相場の予想変動率）の高さがそうした見方を裏付けている。

こうした中で外国人投資家を中心とする円売り・日本株買い（アベ・トレード）は巻き戻されている。足元のドル円相場水準は、購買力平価（OECD 推計、同106円程度）から乖離しておらず、さらに円高が進む筋合いにはない一方、現在の市場センチメントを前提とすると、円安方向に戻すシナリオも描きにくい。円高・株安の長期化を覚悟する必要がある。因みに原油相場は足元底入れしたと考えるが、OPEC 協調の乱れなどを踏まえて上昇ペースは緩慢とみる。

海外経済は概ね想定どおりの展開で、先行き見通しは悪化していない。米国では、確かに1-3月期の実質 GDP 成長率（前期比年率）が+0.8%と前期の+1.4%から大きく減速した。とはいえ、一頃盛り上がった景気後退論は足元では聞かれない。その理由は、①堅調な雇用情勢、②ドル高・原油安の修正、③1-3月期 GDP 統計における

季節性の残存だ。4-6月期以降の成長率は2%程度の巡航速度に回帰するだろう。

ただし、FRBの年内利上げは9月1回（+25bps）のみだろう。賃金上昇が引き続き加速感に乏しい中、英国のEU離脱を巡る国民投票（6月23日）を巡る不確実性などにも鑑みると、早期利上げは見送ることが得策だろう。

ユーロ圏は、1-3月期の実質 GDP 成長率が前期比+0.6%。12四半期連続のプラス成長だ。けん引役は引き続き個人消費に偏っているが、難民対応で財政支出も成長を押し上げている。パリ（昨年11月）、ブリュッセル（3月）と相次いだテロ事件の影響は今のところ軽微だ。国別にはドイツ、スペインが好調だが、ドイツは暖冬の影響で建設投資が嵩上げされている点には注意が必要だ。スペインでは昨年12月の総選挙後の政権交渉が不調に終わり、6月26日に再選挙が実施される予定。先行きへの不確実性が高い。この間、イタリアでは、足元でも実質 GDP の水準がリーマン・ショック前を8%も下回る中、銀行貸出に占める不良債権の比率が15%を超えている。銀行部門の脆弱性が実体経済を下押ししている。

中国の16年1-3月期実質成長率は、前年比+6.7%と前期の+6.8%から僅かに低下した。しかし、企業の売上など経済の実感に近い名目ベースでは、前期の+6.0%から+7.2%へと伸び率が回復している。鉱工業生産の動きをみても、3月以降底入れの兆しが窺える。この背景としては、①財政出動（インフラ投資）の本格化、②緩和的な金融環境に支えられた不動産投資の回復などが挙げられる。しかし、同国が抱える設備と債務の二つの「過剰」は悪化しており、中長期的なリスクは高まっている。政府は国営企業の過剰設備の削減を打ち出しているが、なかなか進まない。企業債務の対 GDP 比率もバブル期の日本を凌ぐ160%以上に膨らんでおり、不良債権の増加が懸

念される。不良債権比率は公的統計では2%を下回るが、オフバランスでの「飛ばし」を含めるとその数倍あっても不思議ではない。

(2) 景気は7-9月期以降に緩やかな拡大に  
 回帰

16年4-6月期の実質GDPは横這いとどまるだろう。熊本震災の影響は今のところ限定的だが、下ぶれリスクは残存している。当センターでは実質成長率を16年度+0.5%、17年度+0.9%と予測する(図表4)。3ヵ月前の寄稿と比べると、消費増税の延期によって16年度を下方修正した一方、17年度は上方修正だ。とはいえ、力強さに欠ける展開に変わりはない。

以下では、図表5で足元の経済指標をチェック

する。鉱工業指数は、1-3月期に生産(前期比-1.0%)、出荷(同-2.0%)が揃って減少、在庫は同+2.4%と3期ぶりに増加し、在庫率(116.3)が2012年10-12月期(117.7)以来の水準へと膨れている。トヨタ系列特殊鋼メーカーの生産トラブルの影響が大きい。ただし月次では、4月に生産が前月比+0.3%とプラスを維持しており(4月の1-3月対比は+0.9%)、出荷も伸びるなど(在庫は減少)、今のところ熊本地震の影響は限定的だ。5月以降の動きに注目したい。

実質輸出(日銀発表)は1-3月期に前期比微減(-0.1%)となった(前期:同+1.7%)。財別には、前期に伸び率を高めた自動車関連、中間財が減少に転じた一方、資本財・部品、情報関連が共に5期ぶりにプラス転化した。輸出は、過去3

図表4: GDPの見通し

(前年比%、寄与度%ポイント)

	2015年度			2016年度			2017年度		
	実質	名目	デフレーター	実質	名目	デフレーター	実質	名目	デフレーター
国内総支出	0.8	2.2	1.4	0.5	0.8	0.3	0.9	1.0	0.1
国内需要(寄与度)	0.7			0.4			0.9		
民間最終消費支出	▲0.2	▲0.5	▲0.2	0.5	0.2	▲0.2	1.2	1.8	0.6
民間住宅投資	2.4	2.2	▲0.2	0.8	0.9	0.1	▲2.2	▲1.2	1.0
民間企業設備投資	2.0	2.5	0.4	1.2	0.4	▲0.8	1.4	1.9	0.5
民間在庫品増加(寄与度)	0.3			▲0.3			▲0.1		
公的固定資本形成	▲2.7	▲2.6	0.0	▲1.1	▲0.7	0.4	▲2.7	▲1.2	1.6
外需(寄与度)	0.1			0.1			0.0		
財貨・サービスの輸出	0.4	▲1.2	▲1.5	0.7	▲5.1	▲5.8	1.9	3.3	1.3
財貨・サービスの輸入	▲0.1	▲9.3	▲9.2	0.0	▲8.6	▲8.6	2.0	6.1	4.0
国民総所得	2.5	2.5	▲0.0	0.4	0.2	▲0.2	0.4	1.0	0.5

(資料) 内閣府『四半期別GDP速報』

図表5: 国内主要経済指標

(前期比%、前月比%、新車登録台数は万台(年率換算値)、失業率は水準(%))

	鉱工業 生産指数	実質輸出	消費総合 指数	実質消費 支出	新車登録 台数	機械受注	住宅着工 戸数	公共工事 請負金額	失業率
2015年 3Q	▲1.0	0.2	0.6	0.0	414	▲6.5	▲4.2	▲10.1	3.4
4Q	0.1	1.7	▲0.8	▲1.9	422	2.6	▲5.3	0.9	3.3
2016年 1Q	▲1.0	▲0.1	0.7	0.1	397	6.7	9.1	4.4	3.2
2016年 1月	2.5	▲0.1	0.7	▲0.2	403	15.0	1.5	2.1	3.2
2月	▲5.2	0.9	0.3	1.2	394	▲9.2	11.6	4.8	3.3
3月	3.8	1.1	0.1	▲0.7	394	5.5	2.0	▲0.2	3.2
4月	0.3	▲1.6	0.2	2.9	425	▲11.0	0.2	13.0	3.2

(注) 新車登録台数、公共工事請負金額は独自季調値。

機械受注は船舶・電力除く民需。

実質消費支出は二人以上世帯、除く住居等。

(資料) 経済産業省、日本銀行、内閣府、総務省、日本自動車販売協会連合会、国土交通省

年以上の円安環境でも増えてこなかったわけだが、その理由（①価格設定の「現地化」、②地産地消型の現地生産の進展など）を考えると、逆に円高が進んでも、かつてほどの悪影響を受けにくくなっている。輸出は緩慢とはいえ、先行き増加すると予測する。

この間、実質輸入は、内需の低迷で伸び悩むとの見方に変化はなく、純輸出（外需）のGDPへの寄与度は僅少（16年度+0.1%、17年度+0.0%）と予測する。

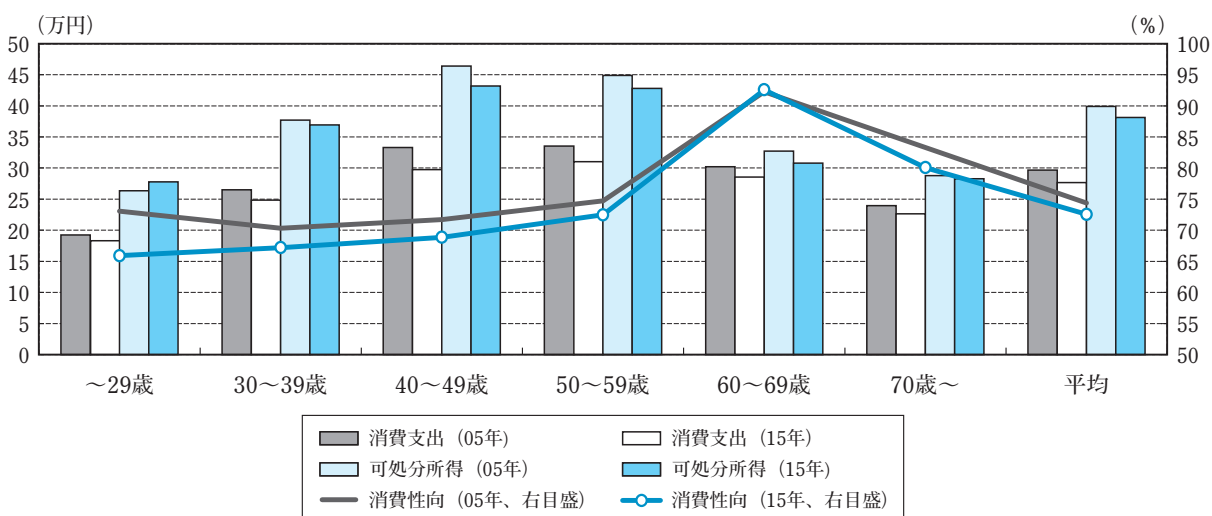
個人消費は、1-3月期民間最終消費支出（実質、季調値）が前期比+0.6%と前期（-0.8%）から一転して増加した。ただし、うるう年要因による押し上げ効果はその殆ど（+0.5%ポイント分）を占めることに鑑みると実勢は弱い。ただし、足元では家計調査の実質消費支出（2人以上世帯、除く住居等、季調値）が4月に前月比で+2.9%（1-3月対比+2.8%）と強い伸びを示している点は明るい材料だ。消費がさらに冷え込んでいく感じではない。これまでも指摘してきたが、足元でも雇用・所得環境は悪くない。それでも消費が低迷するのは消費者心理が冷え込んでいるからだ。図表6は、家計の可処分所得、消費支出、そして

「可処分所得の中からどれぐらい消費に回したのか」という消費性向を2005年と15年時点で比較したもののだが、若い世代を中心に消費性向の低下が鮮明だ。消費への悪影響を懸念して増税を延期しても、将来不安が和らげなければ、消費の持続的な回復は望めないだろう。

住宅投資は、GDPの民間住宅投資（実質、季調値）が16年1-3月期に前期比-0.7%と2期連続で減少したが、新設住宅着工戸数は、1-3月期に季調済年率94.7万戸と10-12月期の86.8万戸から力強く増えている。金利低下が需要を下支えしている可能性があるが、他方で増税を見込んで着工した分譲マンションなどでは、契約率が上がらず、在庫が高止まりしている。下ぶれリスクに警戒が必要だろう。

設備投資は、GDP統計の民間企業設備（実質、季調値）が、15年10-12月期の前期比+1.3%から一転、16年1-3月期は-0.7%とマイナスとなった。ただし、法人企業統計（需要サイド）の設備投資額（ソフトウェアを除く、季調済前期比）は、製造業（+1.2%）、非製造業（+1.5%）共に増加しており、健闘している印象だ。先行きは企業収益の悪化とそれに伴う企業心理の悪化で

図表6：世帯主の年齢階級別消費性向



(注) データは1ヵ月あたり。  
(資料) 総務省「家計調査」

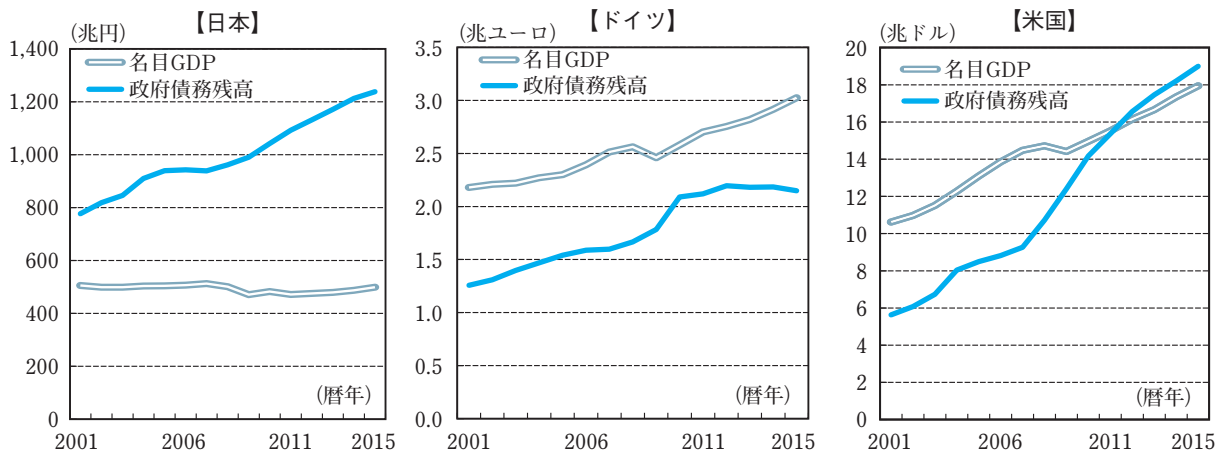


**【BOX】 財政出動を巡る論点**

景気が停滞する中、秋口以降に、大型の景気対策が打ち出される可能性は高い。財政支出の効果を頭から否定するものではないが、米国やドイツと日本を比較すると、これまでのわが国の財政支出の方法が、根本的に間違っていることに疑いの余地は少ない。米独では、財政出動で政府債務残高が増える一方で名目成長率も相応に高まっているが、日本は前者が増えただけ

だ（BOX 図表）。財政を出動させるのであれば、成長に繋がり、将来不安を軽減させる分野に絞るべきだろう。わが国は、他の先進諸国対比で高齢者に対する社会保障の支出が伸び率、水準ともに突出している一方、子育てや職業訓練など現役世代へのサポートが少ない。高等教育への財政支出も OECD 平均の半分近くしかない。財政出動を検討するうえでは、併せて支出のあり方を抜本的に改革する必要がある。

BOX 図表：名目 GDP と政府債務残高



(注) 2015年の日本と米国の政府債務残高はIMFによる推計値。  
 (資料) IMF, World Economic Outlook Database, April 2016

企業の設備投資の慎重化は避けられないと考えるが、過度の悲観も不要だろう。企業は元より、円安や原油価格下落などに伴う「棚ぼた」的な収益の嵩上げを過信せず、すぐに反応して設備投資を増やすということは無かった。従って逆回転となっても、それがストレートに投資削減に結び付くということもないだろう。

公需は、公共工事請負金額（前月比）が4月に+13.0%の高い伸びを示しており、15年度補正予算、16年度予算の前倒し執行が本格化している様子が窺われる。工事の進捗は遅れ気味だが、先行きは5月17日に国会で成立した熊本震災の復旧・復興に向けた16年度補正予算（7,780億円）（うち

3,000～4,000億円が公共事業に支出されるとの想定）の執行もあって公共投資は持ち直すだろう（財政出動を巡る論点はBOXを参照）。

**リスク要因**

当面は、外的リスクとして①中国経済のハードランディング、②米国トランプ大統領の誕生や英国EU離脱などの政治リスク、③米国利上げを受けた新興市場の混乱に警戒が必要だ。国内では、④円高・株安の加速、⑤日本国債への信認の毀損にも注意する必要がある。

（6月14日脱稿）