

## 寄稿

## 景気見通し

— 民需の足取り重く、  
景気対策が成長を押し上げ —

佐々木 仁 (ささき ひとし)

公益社団法人 日本経済研究センター  
主任研究員

今回より、公益社団法人日本経済研究センター主任研究員の佐々木仁氏に、景気見通しについて解説いただきます（佐々木氏については文末の「プロフィール」をご参照ください）。

## 《要 約》

わが国の16年4－6月期の実質成長率は、前期比+0.2%（同年率+0.7%）と増加した。個人消費は底堅い動きをみせたが、輸出や設備投資が弱めで推移するなど、全体としては力強さを欠いた。

先行きは、海外経済を巡る不透明感や円高の進行を受けて、民間需要は下押しされるものの、政府の経済対策が先行きの成長率を押し上げる見通し。

当面は、外的には、①世界経済の開放・統合といった動きに水を差しかねない政治リスク、②欧州で金融不安が再燃するリスク、③米国の利上げを受けた新興国市場の混乱、国内では、④円高・株安が進んで企業や家計の心理が悪化し、設備投資や個人消費が落ち込むリスク、に注意が必要だ。

## 景気現状

## (1) 景気は足踏み状態

16年4－6月期の実質GDP（2次QE）は、前期比+0.2%（年率+0.7%）とプラス成長となった。消費は、うるう年要因で嵩上げされていた1－3月期から2期連続で増加しており、底堅く推移している。もっとも、雇用・所得環境の改善に照らすと、依然その回復力は鈍い。設備投資は2期連続のマイナスと弱めの動きとなった。海外経済の不確実性などから企業の様子見の姿勢が続いているためとみられるが、企業の堅調な設備投

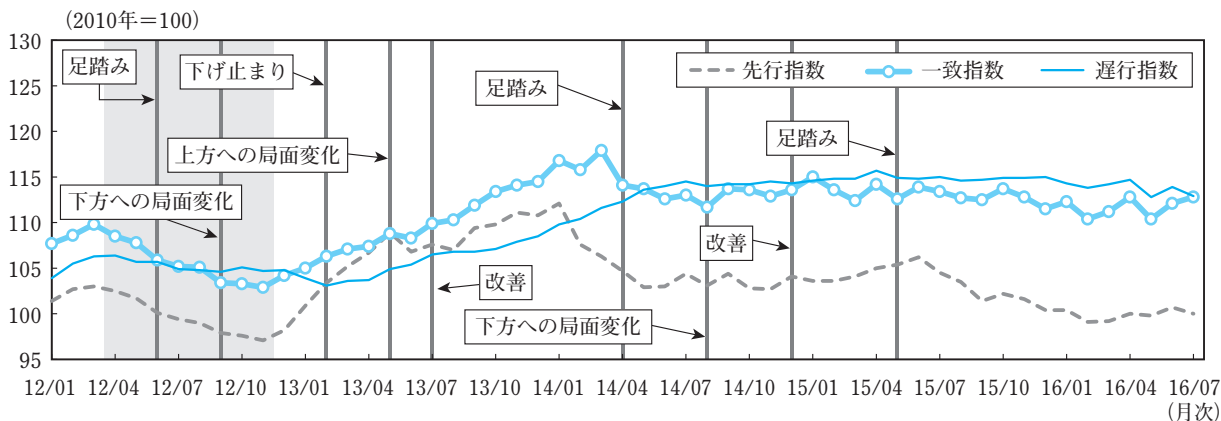
資計画などを踏まえれば、設備投資の増加基調は崩れていない。最後に、年初来、円高が進行したものの、外需が底割れしている状況にはなく、足もとの輸出の大幅減は一過性のものと考えられる。

図表1で内閣府が公表する景気動向指数（CI）をみても、昨年秋口以降は一進一退の動きを続けている。

## (2) 消費者物価の下落傾向は更に強まる

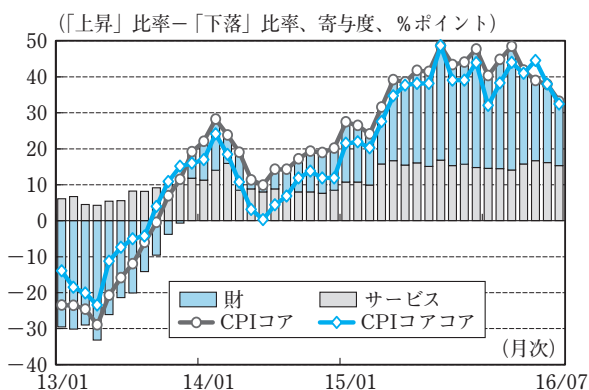
消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下、CPIコア）の前年比は、エネルギーのマイナス寄与の拡大を主因に、16年3月以降、5ヵ月連続で下落

図表1 景気動向指数の推移



(注) シャドー部分は景気後退期。  
(資料) 内閣府『景気動向指数』

図表2 CPI コアの上昇・下落品目比率の推移



(注) 価格変動品目に占める上昇品目比率-下落品目比率。  
財、サービスはCPIコアに含まれる品目を対象とする。  
消費税増税の影響を除く。  
(資料) 総務省『消費者物価指数』

図表3 CPI コアの見通し (前年比、%)

	日経センター		ESP	日本銀行	
	3ヵ月前	今回	9月	4月	7月
14年度 (消費税含)			0.8 (2.8)		
15年度			0.0		
16年度	0.2	-0.1	-0.2	0.5	0.1
17年度	0.7	0.6	0.65	1.7	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) 日本銀行の2017年度見通しは消費税率引き上げの影響を除く。  
(資料) 総務省、日本経済研究センター、日本銀行

している。CPI コアを構成する品目のうち、上昇した品目の比率から下落した品目の比率を差し引いた計数をみると、本年4月以降は下落しており(図表2)、企業のこれまでの前向きな価格改定ス

タンスに陰りがみえる。家計や企業、市場の先行きの物価上昇に対する見方も、このところ弱含んでいる。先行き需給ギャップが急速に改善することは期待できず、日銀が物価安定目標として掲げる消費者物価上昇率2%を17年度中に達成するのは、難しいとみている(図表3)。

### 景気の先行き

#### (1) 海外経済が不透明な中、円高基調が定着

国際金融市場では、本年入り後にかけて世界的な投資家のリスク回避姿勢が強まったが、2月下旬以降、金融市場の混乱は一旦沈静化した。この間の円高・株安の進行は、国際金融市場におけるボラティリティの拡大に伴う円資産への需要拡大などが関係している。英国のEU離脱を巡る国民投票の結果を受けて、安全資産として円が買われる流れは更に強まった。海外経済を巡る不透明感が続く中、円は今後も買われやすい地合が続くと予想される。

一方、原油価格(WTI原油価格)は、足もと40ドル台で推移している。先物価格では、原油の供給過剰が続くとの見方から、17年末に50ドル近辺に到達する緩やかな価格上昇のパスが織り込まれており、予測でも同様のパスを想定した。

主要国中銀の金融政策を窺うと、日銀は、9月

会合で、経済・物価動向や政策効果に関する総合的な検証を行う見通しだ。これを機に政策枠組みが見直される可能性も取り沙汰されるが、予測では、現行の政策枠組みが継続することを前提とした。FRBは、11月に米国大統領選を控えていることに加え、労働市場の更なる改善とインフレ率が目標とする2%に近づくことに確信を持つため、当面は慎重にデータを見極める可能性が高い。FRBの利上げは、16年に1回(+25bps)、17年に2回(それぞれ+25bps)を想定した。最後に、ECBは、英国のEU離脱がユーロ圏の景気に及ぼす影響を見極めるため、当面は主要政策金利の変更はないものと想定した。

海外経済は、米国など先進国経済が着実に成長する中、新興国経済も減速した状態から徐々に脱することで、先行きの成長率は緩やかに高まるとみている。

米国は、4-6月期の実質成長率は、在庫投資のマイナス寄与の拡大もあって、前期比年率+1.1%と低成長となった。もっとも、景気回復を牽引する個人消費は、前期から大幅に伸びを高めるなど、内需主導の景気拡大は続いている。堅調な個人消費の背景として、非農業部門の新規雇用者数は、堅調なペースで増加を続けているほか、失業率も完全雇用とみられる水準(5%弱程度)まで低下し、平均賃金の伸びも上昇するなど、雇用・所得の改善は続いている。英国のEU離脱のニュースを受けた後も、消費者心理の悪化はみられず、消費の拡大は今後も続く見通しだ。年初来のドル高の修正や原油価格の持ち直しに加えて、長期金利が低下して金融環境が緩和方向にあるため、企業の景況感も改善している。以上から、米国の成長率は、在庫復元もあって一旦大きく伸び率を高めた後、+2%台前半の成長に復していく見通しだ。

ユーロ圏は、4-6月期の実質成長率は前期比+0.3%と13期連続のプラス成長となった。また、

英国の4-6月期の実質成長率は、前期比+0.6%と1-3月期(+0.4%)から加速した。EU離脱を巡る国民投票の結果を受けて、英中銀は、経済の減速に対処するため、8月に利下げと社債を含めた資産買入れの再開などの金融緩和策を決定した。この間、イタリアの一部金融機関の信用不安をきっかけに、低収益や不良債権の高止まりに直面する欧州系金融機関の健全性に対する懸念が高まっている。欧州主要行を対象としたストレステストの結果公表後も、市場の疑念が払拭されたとはいえない。こうした脆弱性が克服されない限り、欧州で金融不安が再燃するリスクがある点には留意が必要だ。

中国の4-6月期の実質成長率は、前年比+6.7%と前期と等速で推移した。民間投資が急減速する中、国有企業の不動産およびインフラ向け投資が急増した。特に、足もとの不動産投資の急増には留意が必要だ。不動産在庫は高止まりしており、国有企業が無理な不動産投資を続ければ、将来の不良債権が大きく増加しかねない。製造業の過剰設備や過剰債務といった構造問題は、引き続き中国の持続的な成長に暗い影を投げかけている。中国政府は、鉄鋼や石炭などの業種に対する過剰生産能力の解消や、債務の株式化・不良債権の証券化など債務削減に向けた施策を矢継ぎ早に打ち出しつつある。但し、過剰設備の解消や債務の圧縮は一筋縄ではいかず、中国政府は難しい舵取りを迫られている。

## (2) 民需が伸び悩む中、公需が内需を下支え

16年7-9月期の実質成長率は、小幅プラスの伸びにとどまる見通し。当センターでは、海外経済を巡る不透明感や円高基調が続く中、民間需要は力強さを欠くものの、経済対策が成長率を押し上げることから、16年度の実質成長率は+0.7%、17年度は+0.9%と予測する(図表4)。

図表5で、最近の主な経済指標の動向を確認す

図表4 実質成長率見通し

(前年比%、寄与度%ポイント)

	2015年度(実績)			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	0.7	1.2	0.4	0.9	1.0	0.1
国内需要(寄与度)	0.8			0.8			1.0		
民間最終消費支出	▲0.2	▲0.4	▲0.2	0.6	0.1	▲0.6	0.9	1.4	0.5
民間住宅投資	2.4	2.2	▲0.2	4.5	3.9	▲0.5	▲4.7	▲4.2	0.5
民間企業設備投資	2.1	2.5	0.4	0.5	▲0.5	▲0.9	1.3	1.3	0.1
民間在庫品増加(寄与度)	0.3			▲0.2			▲0.1		
公的固定資本形成	▲2.7	▲2.6	0.0	3.3	2.3	▲1.0	6.5	6.9	0.4
外需(寄与度)	0.1			▲0.1			▲0.1		
財貨・サービスの輸出	0.4	▲1.1	▲1.5	▲0.5	▲6.9	▲6.4	1.4	2.8	1.4
財貨・サービスの輸入	▲0.0	▲9.3	▲9.2	0.1	▲11.9	▲12.0	1.9	4.9	3.0
国民総所得	2.6	2.5	▲0.0	1.2	0.6	▲0.6	0.6	1.0	0.4

(資料) 内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表5 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
2016年1Q	▲1.0	▲0.1	0.7	0.1	396	6.7	9.1	4.1	3.2
2Q	0.2	1.0	0.0	1.5	414	▲9.2	6.2	7.0	3.2
2016年4月	0.5	▲1.4	▲0.2	2.8	423	▲11.0	0.2	17.4	3.2
5月	▲2.6	0.0	▲0.1	▲1.9	411	▲1.4	2.3	▲14.2	3.2
6月	2.3	4.2	0.3	0.2	407	8.3	▲1.3	▲0.5	3.1
7月	0.0	▲3.2		0.3	407	4.9	0.1	▲9.1	3.0

(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

る。鉱工業生産指数は、内外需要が盛り上がりやを欠く中、1-3月期は一部メーカーの生産トラブルなどもあったが、4-6月期は生産、出荷とも小幅増加に転じた。当初懸念された熊本震災の影響は限定的のようだ。こうした中、在庫率(4-6月期は116.5)は12年10-12月期(117.7)以来の高水準にあり、今後の生産の抑制要因となりかねない点に留意が必要だ。

実質輸出(日銀公表)は、4-6月期は+1.0%と増加した。仕向け地別には、EU向けが4期連続で増加したほか、東アジア向けも増加に転じた。財別には、自動車を含む幅広い財の輸出が増加した。円高が輸出に及ぼす影響であるが、現地の状況を重視した販売価格の設定戦略が続くもとでは、日本企業は円高進行で現地の販売価格を大幅に引き上げることは考えにくく、大規模な輸出減を招くことはないとみている。英国のEU離脱に伴う

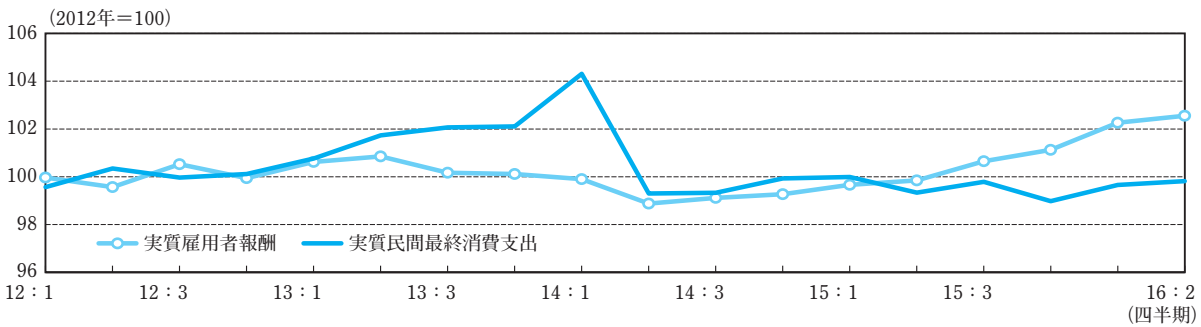
影響も、日本の英国向けの輸出割合が僅少であることを踏まえれば軽微だ。もっとも、英国と関連の深いEUやその他諸国が減速するようであれば、日本の輸出に下押し圧力がかかりかねない。

実質輸入は、企業活動や個人消費が力強さを欠く中、ほぼ横這いで推移している。景気対策に伴う資材輸入の増加から、17年以降、徐々に伸び率を高める見通し。

個人消費は、4-6月期のGDP統計の民間最終消費支出(実質、季調値)が前期比+0.2%と、うるう年要因で大幅増加となった1-3月期から2期連続で増加するなど、底堅く推移している。もっとも、消費と関連の深い賃金については、一般労働者の賃金に大きな影響を及ぼす16年度の春闘の賃上げ率が昨年比べて低下する見通しであるほか、円高に伴う減益もあって、17年度の賃上げもあまり期待できない。また、租税・公課負担



図表6 所得が改善するも、回復が遅れる消費



(資料) 内閣府『四半期別 GDP 速報』

の増加など、将来の先行き不安から消費者の支出に対する防衛意識は高い。14年4月の消費税増税前の駆け込み需要の反動も想定以上に長引いている。こうした動きを踏まえると、雇用・所得の改善が続く中でも、個人消費の増加テンポは緩やかにとどまる見通しだ(図表6)。

住宅投資は、4-6月期のGDP統計の民間住宅投資(実質、季調値)が前期比+5.0%と大幅に増加した。住宅着工戸数は、貸家と分譲を中心に、本年2月以降、比較的堅調とされる年率換算90万户を上回るペースで推移している。背景には、当初予定されていた消費税増税を見込んだ駆け込み需要などが考えられる。今後は、住宅ローン金利の低下や相続税の節税対策などで住宅投資は一時的に押し上げられることがあっても、少子高齢化で世帯数の増加が期待できないもとでは、中長期でみた基調は弱いものにならざるを得ない。

設備投資は、4-6月期のGDP統計の民間企業設備投資(実質、季調値)が前期比-0.1%と小幅マイナスとなったが、1-3月期(同-0.6%)に比べると減少幅ははっきりと縮小した。先行きは、海外経済の不透明感が続く中で、円高の進行や既往の原油安の恩恵が剥落することで企業収益が悪化し、企業は設備投資に慎重になるとの想定のもと、設備投資の増加テンポは緩やかにとどまる見通し。

最後に、公需は、15年度補正予算、16年度本予算の前倒し執行を受けて、GDPベースの4-6

月期の公的資本形成が前期比+2.6%と増加した。予測では、8月2日に閣議決定された経済対策を織り込む形で、GDPへの寄与度を16年度+0.4%、17年度+0.5%とした。具体的には、国・地方の歳出(真水)7.5兆円程度のうち、公共事業費を国3兆円、地方1兆円と仮定し、公的資本形成が16年度後半から17年度にかけて増加する見通し。

### リスク要因

当面のリスクとして、外的には、①欧州の統合プロセスが逆流することや、米国でトランプ大統領が誕生し、米国が保護主義に陥るなどの政治リスク、②イタリアを中心に欧州で金融不安が再燃するリスク、③米国の利上げを受けた新興国市場の混乱、国内では、④円高・株安が進んで企業・家計の心理が悪化し、設備投資や個人消費が落ち込むリスク、に警戒が必要だ。

(9月13日脱稿)

#### <佐々木 仁氏 プロフィール>

- 1996年 日本銀行入行
- 2002年 オックスフォード大学大学院経済学修士号取得
- 2009年 国際通貨基金戦略政策審査局エコノミスト
- 2012年 金融機構局企画役
- 2014年 国際局企画役
- 2016年7月より現職