

2017年度までの内外経済見通し

～減少が続く家計の可処分所得～

<要旨>

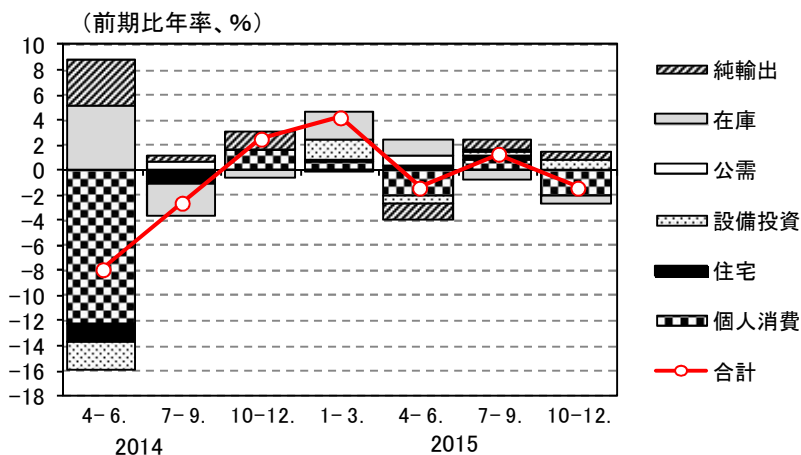
2015年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報値)は、消費の減少を主因に前期比年率▲1.4%とマイナス成長になった。ここ数年で、2014年4月に上げられた消費税の影響を含めて物価が上昇基調にあった中で、勤労者・年金生活者共に可処分所得が減少しており、家計の購買力が大きく低下している。この先も、非消費支出(直接税・社会保険料)の増加やマクロ経済スライド制度による年金額の抑制によって、家計の可処分所得は高まりにくい状況が続くとみられる。

日本の成長率は、2016年度については、物価下落による購買力の上昇や消費税率引上げ前の駆け込み需要によって内需は下支えされ、プラス成長は維持されよう。2017年度になると、消費税率引上げ分を含む物価の上昇に所得の増加が追いつかず、消費は一層落ち込み、成長率はマイナスに転じると予想する。さらに、米国経済の景気後退リスクが顕在化した場合は、外需の減少や円高に進展によって、日本経済に対する下押し圧力がさらに高まる。

1. 10-12月期実質GDPはマイナス成長

2015年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報値)は前期比▲0.4%(年率▲1.4%)となり、2四半期ぶりのマイナスとなった(図表1)。日本経済は、2014年度の消費税率引上げ以降に落ち込んで以来、2015年度になっても明確な回復に至っていない。マイナスの主因は、前期比▲0.8%となった個人消費の低迷である。消費は、2014年度に駆け込み需要の反動減によって大きく減少した後、2015年度に入ってもマイナス基調で推移している。

図表1 実質GDP成長率



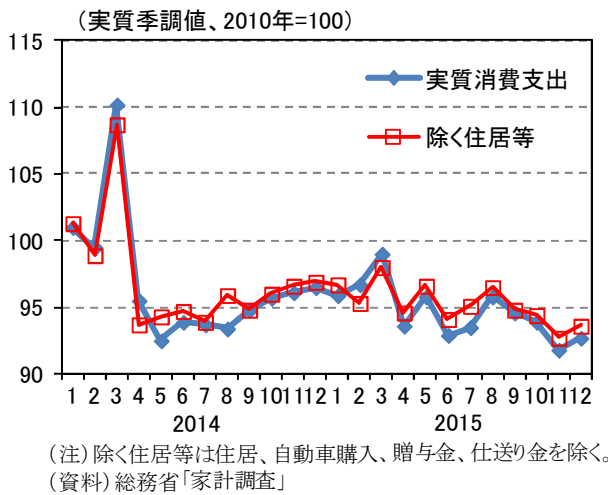
(資料)内閣府「国民経済計算」

2. 内需の見通し～減少が続く家計の可処分所得～

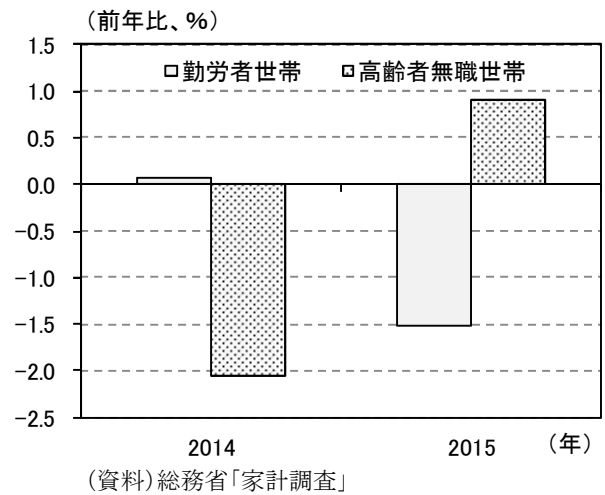
2014年4月以降、消費の停滞が続いているが、家計調査で消費主体別にみると2014年と2015年で要因は異なっている(図表2、3)。

2014年は、過去のデフレ期に年金額の物価スライドを行わずに据え置いた特例水準が解消され、年金額が大幅に減少したことで、高齢者の消費が大きく減少した(図表4)。一方2015年は、年金が増加に転じたことで高齢者の消費は持ち直したものの、勤労者の所得の伸びは持続せず、勤労者世帯の消費が落ち込んだ。

図表2 実質消費支出

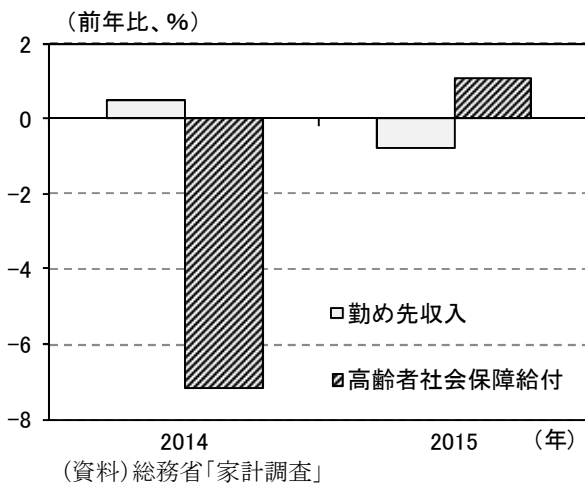


図表3 消費支出(名目)

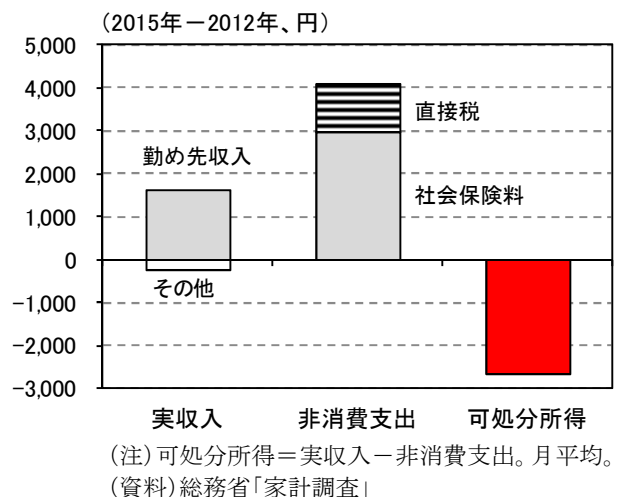


勤労者世帯については、公的年金保険料や健康保険料といった社会保険料や、所得税や住民税といった直接税による負担が、所得の伸び以上に増加しており、ここ3年間で可処分所得は減少している(図表5)。さらに、消費者物価指数(帰属家賃を除く総合)は同じ期間で4.4%上昇していることが負担となり、勤労者世帯の実質可処分所得は約5%の減少となった。勤労者世帯の消費低迷は、所得が増えたのにもかかわらず将来に対する不安から財布の紐を締めるというような消費マインドの問題ではなく、物価が上昇する中での可処分所得の減少によって、消費を減らさざるをえない状況にあったためだと考えられよう。

図表4 勤労者世帯、高齢者無職世帯収入



図表5 過去3年間の勤労者世帯可処分所得の変化



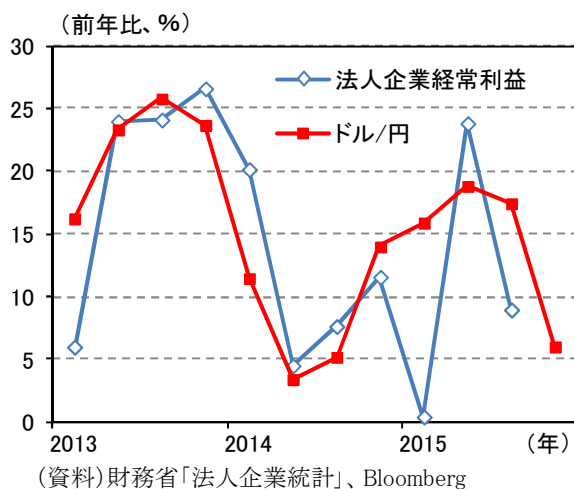
この先の勤労者世帯の勤め先収入を考えると、2016年度のベースアップ率は各アンケート調査によると2015年度から鈍化する見込みであり、為替差益の剥落による企業の増益率の低下からボーナスについても増加は期待できない。一方で、平成29年度まで毎年引き上げられる予定の厚生年金保険料といった社会保険料負担は今後も増加する見込みであり、勤労者世帯の可処分所得は減少が続く可能性が高い。

高齢者の所得については、2016年度の年金額は2015年度から、据え置きとなった。2015年度はマクロ経済スライドの実施によって、年金の改訂上昇率が抑制されたが、2016年度は年金額の減少を避けるためにマクロ経済スライドが実施されなかった。なお、2016年の物価は前年比マイナスになることが予想され、物価が低下した場合は2017年度の年金(既裁定年金)は減少する。

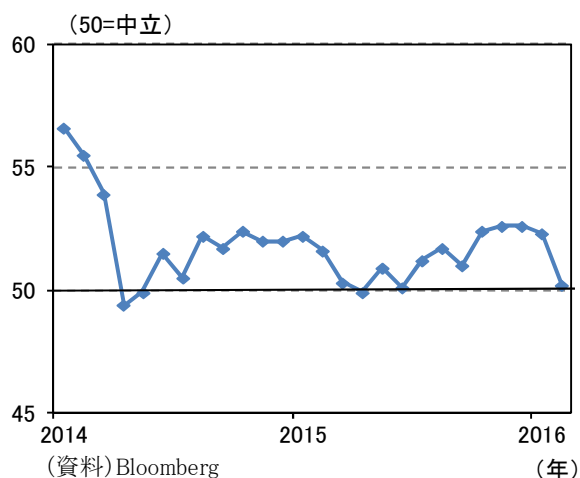
上記のように、勤労者世帯・高齢者世帯共に可処分所得は増加が困難な状況にあり、2017年4月の消費増税後には、家計の購買力は一層低下し、消費は再び落ち込む可能性が高い。

消費の停滞が続く一方で、10-12月期の設備投資は前期比+1.4%と伸びを高めており、設備投資の先行指標となる機械受注も底堅く推移している。ただし、為替の円安トレンドが止まったことで、為替差益による企業の増益効果は剥落してきており、2016年に入ってから不安定な金融市場が企業の投資マインドを冷やす懸念があるため、設備投資の増加ペースが加速することは期待し難い(図表6、7)。

図表6 法人企業経常利益とドル/円レート



図表7 製造業購買担当者指数(PMI)

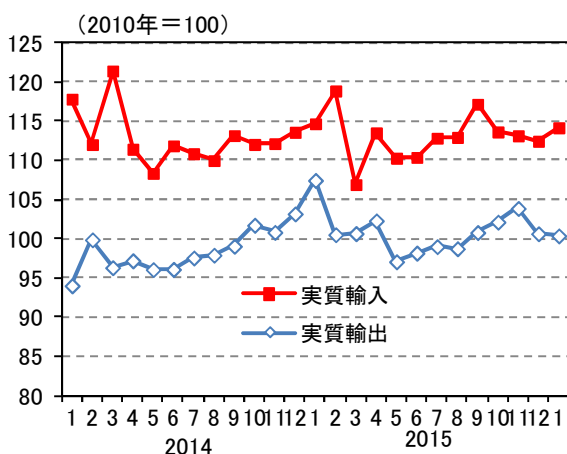


3. 外需の見通し

(1) 輸出は自動車メーカーの国内回帰が当面下支え

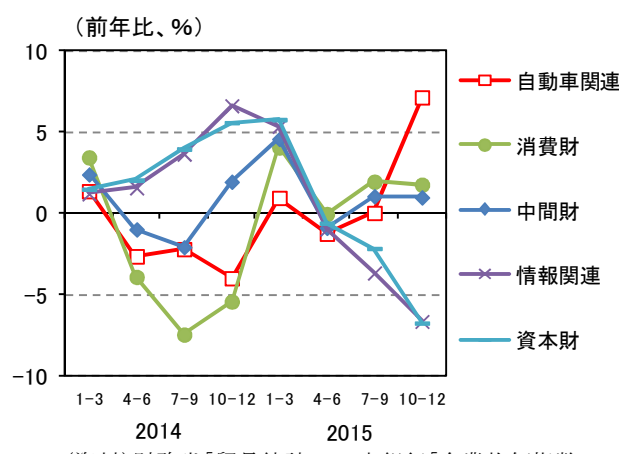
2015年10-12月期の輸出は前期比減少となったが、2015年後半以降海外経済の減速懸念が続く中で、横ばい圏内を維持している(次頁図表8)。2015年後半の実質輸出を財別にみると、中国経済の減速や米国製造業の景況感悪化を背景に資本財や情報関連輸出が減少する一方で、自動車関連輸出が増加に転じている(次頁図表9)。

図表8 実質輸出入



(資料) 日本銀行

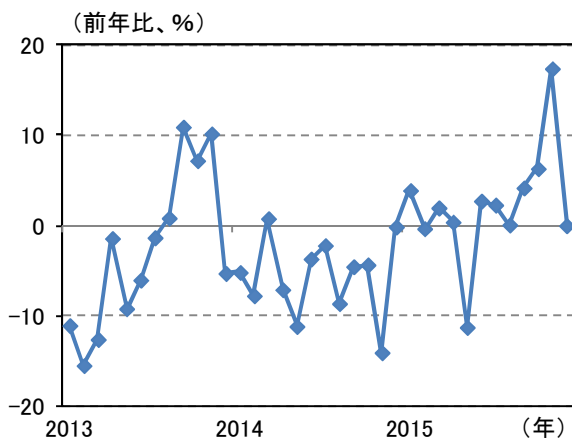
図表9 財別実質輸出入



(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

2016年に入って為替は円高に振れたものの、これまで円安が続いた中で自動車メーカーが国内回帰を始めたことで、自動車輸出台数が増加している(図表10、11)。この先も自動車メーカーは国内生産を増やす計画をしており、円高が急速に進展しなければ、海外経済の減速で下振れが懸念される輸出環境を当面は下支えするとみられる。

図表10 自動車輸出台数



(資料) 日本自動車工業会

図表11 自動車メーカーの国内回帰状況

時期	内容
2015年6月	ホンダ: 欧州向け「フィット」の生産を国内に切替
2015年9月	ホンダ: 北米向け「フィット」の生産を国内に切替
2015年	日産: SUV「ローグ」の生産の一部を九州工場に移管
2016年	スズキ: 欧州向け「スイフト」の生産を相良工場に移管
2017年	トヨタ: 主力セダン「カムリ」の北米輸出を再開

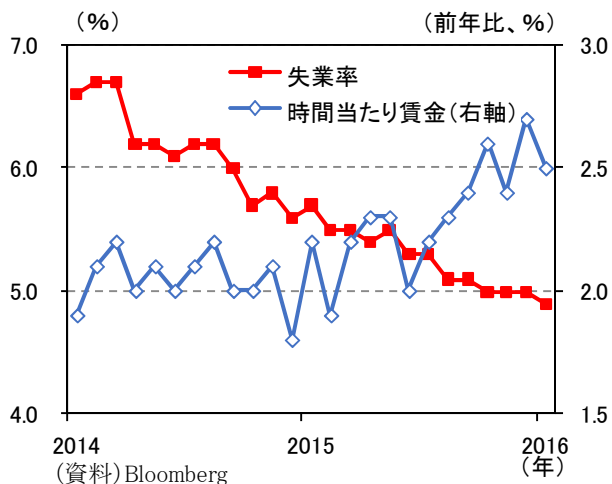
(資料) 各種報道より作成

(2) 中国経済が減速を続ける中、雇用・所得環境の改善を背景に米国は利上げに向かう公算

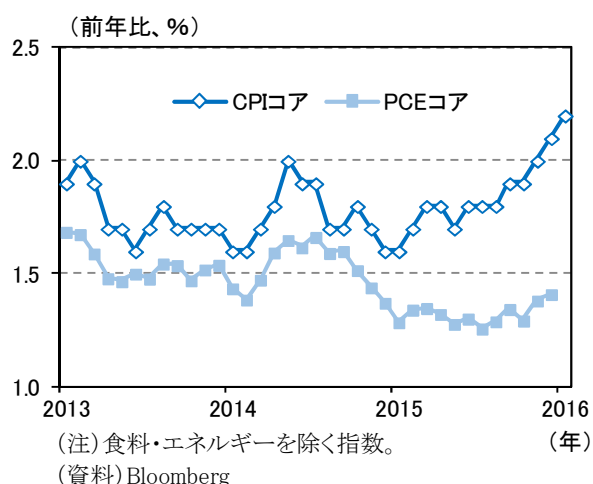
これまで世界経済を牽引していた米国では、2015年12月に政策金利の引上げを始めたが、設備投資や輸出の減少により、10-12月期の実質GDP成長率が前期比年率+0.7%(7-9月期: 同+2.0%)に減速し、足元では製造業だけでなく非製造業の景況感指数も低下しつつある。

ただし、直近1月の小売売上高は高めの伸びをみせており、1-3月期はGDP成長率が再び高まることが期待される。また、失業率も連邦公開市場委員会(FOMC)参加者が想定する中期均衡水準(4.9%)に達し、賃金上昇率が高まってきている。さらに、雇用・所得環境の改善を背景に、コアインフレ率が底打ち・上昇していることもあり、FOMCの想定通りのペースは難しいとしても政策金利は引き上げられる可能性が高いだろう(次頁図表12、13)。

図表 12 米国失業率と時間当たり賃金

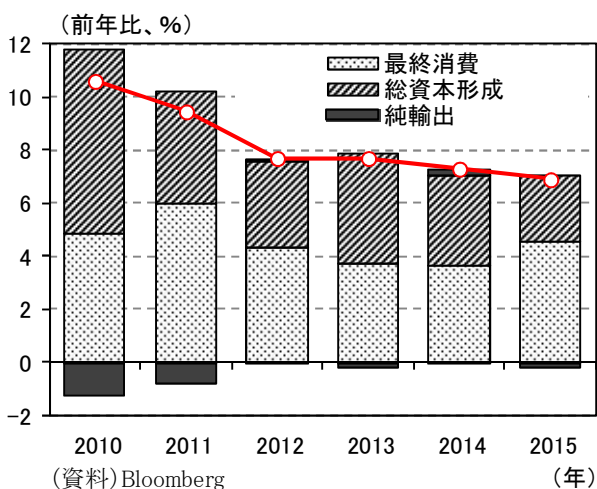


図表 13 米国コアインフレ率

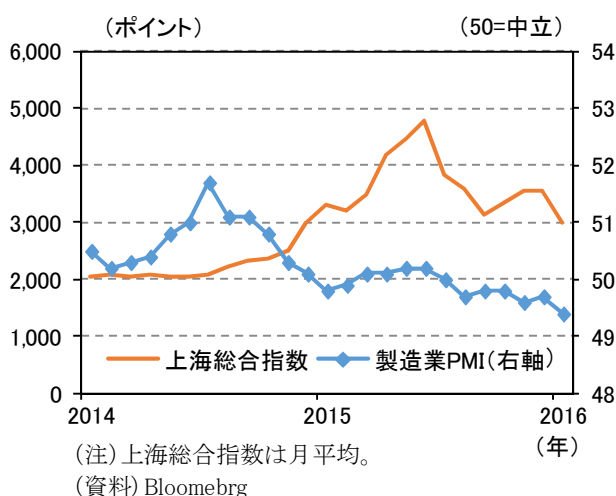


中国経済は、2015年の成長率が前年比+6.9%と減速し、内容としては、個人消費は崩れていないものの、固定資産投資の成長寄与が年々縮小している(図表 14)。リーマンショック後の過剰投資からの調整圧力は依然として残っており、日本からの資本財・中間財輸出には今後も減少圧力がかかるとみられる。中国は政策金利の引き下げや自動車減税といった景気刺激策を実施しているが、景況感指数は引き続き悪化傾向にあり、不安を払拭させるには至っていない(図表 15)。

図表 14 中国実質 GDP 成長率



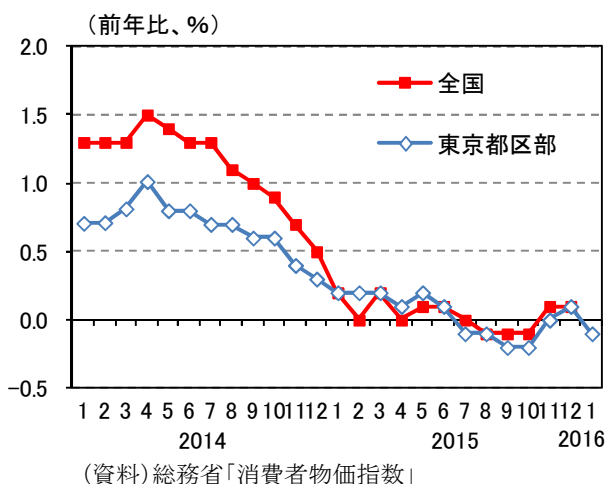
図表 15 中国製造業 PMI(財新)と上海総合指数



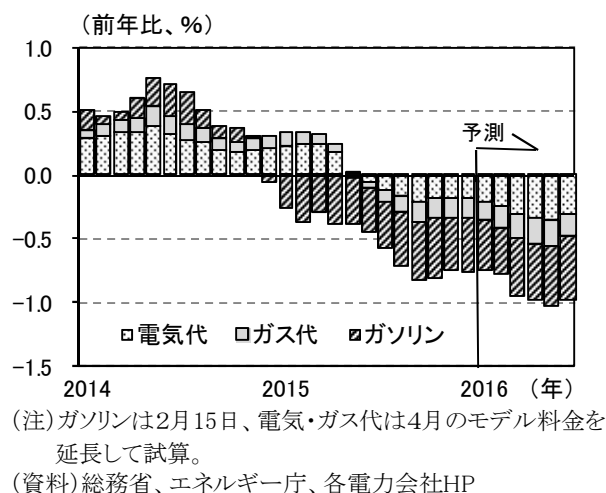
4. 物価と為替の見通し

2015年12月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、CPIコア)は前年比+0.1%と前月から横ばいとなったが、2016年1月の東京都区部CPIコア速報値は前年比▲0.1%と再び低下しており、全国CPIコアもエネルギー価格の下落によって、2016年前半は前年比マイナスとなる可能性が高い(次頁図表16、17)。日銀は、見通しを3回後ずれさせて2017年度前半頃に2%の物価目標を達成すると予想しているが、エネルギー価格の下押し効果が剥落しても、需要が物価押し上げる力は弱く、見通し期間の2017年度までに物価目標を達成するのは困難であろう。

図表 16 CPIコア



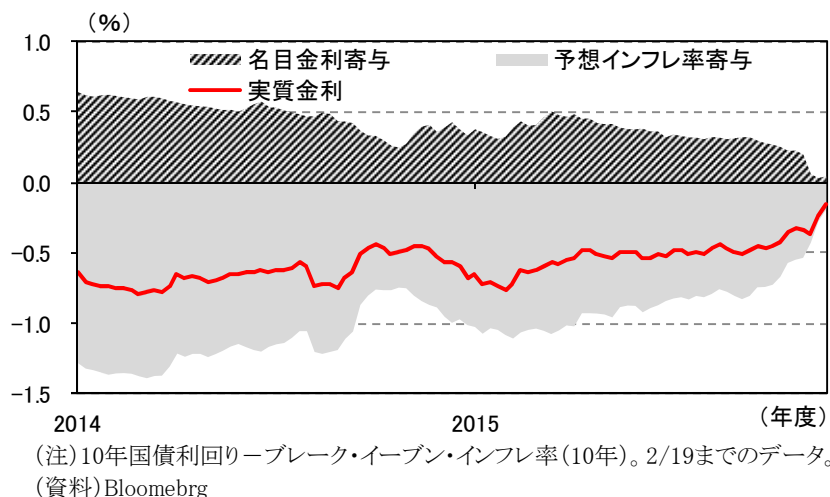
図表 17 エネルギー価格のCPIコア寄与度



日銀は1月末の政策決定会合で、日銀当座預金の政策金利残高に対する付利を▲0.1%へ引き下げることを選定した。ただし、マイナス金利の導入決定後も、予想インフレ率の低下によって、日銀が引下げを意図する実質金利は上昇しており、実質金利でみた金融環境は2014～2015年と比べて緩和的になっていない(図表 18)。

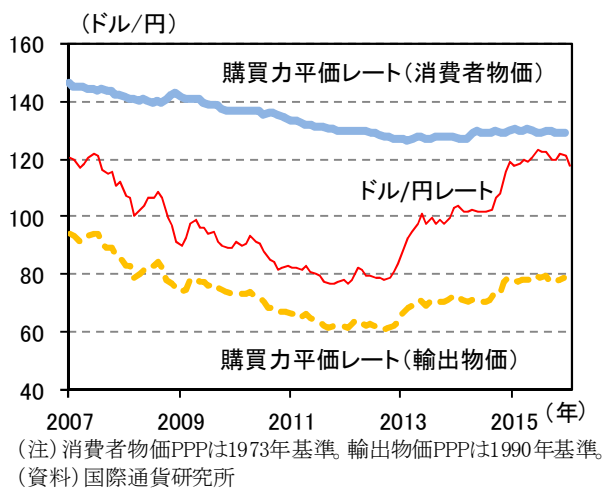
2014年6月からマイナス金利を導入したユーロ圏では、銀行貸出は増加基調にあるもののインフレ率を高めるには至っておらず、立て続けにマイナス幅を拡大させている。日本では、マイナス金利が導入されたばかりであるが、複数の政策委員が「マイナス幅の拡大は可能」と述べていることから、この先インフレ率が高まらない状況で、マイナス幅の拡大が検討されることになる。

図表 18 実質金利(10年)

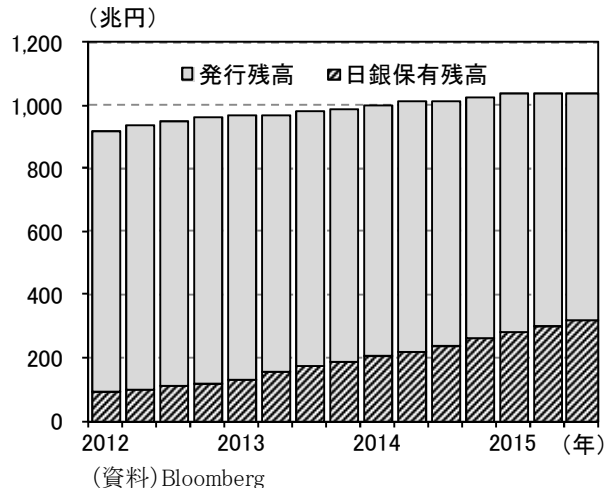


ドル/円レートは2012年後半からの円安トレンドが変調し、2016年に入ると一時110円まで円高に進んだ。ただし当面は、米国は利上げに向かう一方で、日本は追加緩和に向かう可能性が高いため、円高の進展は抑制されよう。中長期的にみると、日米の基調的なインフレ率の違いや、日銀の追加緩和手段が限られてきていることが、再び円高トレンドが生じる要因となり得る(次頁図表19、20)。また、米国経済の景気後退リスクが顕在化した場合は、米国が利上げではなく利下げに向かうことで円高が進む。

図表 19 ドル/円レートと購買力平価レート



図表 20 国債の発行残高と日銀保有残高



5. 2017年度までの経済見通し

以上みてきたように、日本経済は消費の停滞を主因として景気後退懸念が高まっている。ただし、2016年度については、物価下落による購買力の上昇や消費税率引上げ前の駆け込み需要によって内需は下支えされ、プラス成長は維持されよう。2017年度になると、消費税率引上げによる物価の上昇に所得の増加が追いつかず、消費は一層落ち込む可能性が高いことから、成長率はマイナスに転じると予想する。

さらに、リスクは下方に大きいとみている。米国経済は当面は底堅く推移すると考えられるが、原油価格の下落が続き、エネルギーセクターの業績悪化が金融セクターへ波及すると、米国経済全体が下押しされる懸念がある。米国経済の景気後退が顕在化した場合は、外需の減少と円高の進展による国内企業収益の減少によって、日本経済に対する下押し圧力がさらに高まる。

(経済調査チーム 登地 孝行 : Toji_Takayuki@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

総括表 2015～2017年度の内外経済見通し
(作成日：2016年2月24日)

	2015年度		2016年度		2017年度	
	実額	前年度比%	実額	前年度比%	実額	前年度比%
<実質・2005年基準>						
国内総支出	528.6	0.7	533.5	0.9	532.6	-0.2
民間最終消費	306.0	-0.4	308.4	0.8	305.4	-1.0
民間住宅投資	13.5	2.7	14.1	4.3	13.2	-6.0
民間設備投資	72.2	2.1	73.5	1.8	73.9	0.5
民間在庫品増加(実額)	1.4	寄与度 0.2	-0.3	寄与度 -0.3	0.5	寄与度 0.2
政府最終消費	103.6	1.3	104.9	1.2	105.6	0.7
公的固定資本形成	21.4	-1.9	21.0	-1.8	21.0	0.1
財貨・サービス輸出	92.1	0.4	94.5	2.6	97.4	3.1
財貨・サービス輸入	80.3	0.0	82.4	2.6	84.4	2.4
内需寄与度	0.7	民需 0.5	1.0	民需 0.8	-0.3	民需 -0.4
外需寄与度	0.1	公需 0.2	0.0	公需 0.2	0.1	公需 0.2
<名目>						
国内総支出	500.0	2.1	506.1	1.2	511.0	1.0
GDPデフレーター	94.6	1.4	94.9	0.3	95.9	1.1
企業物価 *(10年=100)	101.2	-3.8	98.8	-2.4	100.8	2.1
輸出物価 *(10年=100)	109.9	-1.1	107.4	-2.2	108.1	0.6
輸入物価 *(10年=100)	106.2	-15.2	95.7	-9.9	100.1	4.6
消費者物価 *(10年=100)	103.2	0.0	103.3	0.1	104.9	1.6
鉱工業生産 *(10年=100)	98.0	-0.5	100.6	2.6	99.9	-0.7
失業率 (%)	3.3	-0.2	3.2	-0.1	3.1	-0.1
雇用者数 *(万人)	5,649	0.7	5,685	0.6	5,708	0.4
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.6	-	0.2	-	0.1	-
新設住宅着工戸数(万戸)	92.9	5.5	96.9	4.4	84.2	-13.1
貿易収支(10億円)	330	-	1,276	-	42	-
輸出 *(10億円)	73,367	-3.0	73,474	0.1	76,769	4.5
輸入 *(10億円)	73,038	-11.1	72,198	-1.1	76,727	6.3
第一次所得収支(10億円)	21,387	-	22,515	-	23,400	-
経常収支(10億円)	18,416	-	21,212	-	21,784	-
マネーサプライ *(M2、兆円)	915.0	3.7	947.9	3.6	983.9	3.8
ドル/円レート(円、期中平均)	120.5	-	116.1	-	116.9	-
輸入原油価格(ドル/バレル)	49.2	-	37.8	-	40.0	-
米国実質GDP(10億ドル)	16,342	2.4	16,696	2.2	17,087	2.3

(注) GDP項目の実額の単位は兆円。米国は暦年ベース。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。

	10-12	2016/1-3	4-6	7-9	10-12	2017/1-3	4-6	7-9	10-12	2018/1-3
コールレート(無担保・翌日)	0.07	-0.02	-0.10	-0.15	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20
10年国債利回り	0.31	0.17	0.08	0.05	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
ドル/円レート (期間平均値)	121.4	114.1	114.0	115.5	117.3	117.5	117.3	117.0	116.8	116.5

→予測