

日本経済情報 2016年12月号

Summary

【内容】

1. 海外経済情勢

2016年の世界経済は7年ぶりの低成長

米国経済: 世界経済の牽引役に

欧州経済: 混乱の火種を抱えながら緩やかに拡大

原油相場は上昇、為替相場はドル高

中国経済: 再び減速

インド、ASEAN は成長加速

2. 日本経済の見通し

景気の現状: 停滞感残す中で景況感良好

企業業績の改善が賃金増につながるか

個人消費: 所得増程度の拡大へ

輸出: 円安と海外需要持ち直しにより増勢取り戻す

設備投資: 製造業も需要増や人手不足を受けて拡大

成長率は1%台を維持、デフレ脱却へ

伊藤忠経済研究所
 主席研究員
 武田淳
 (03-3497-3676)
 takeda-ats
 @itochu.co.jp

2017年の世界経済見通し

2016年の世界経済成長率は、リーマン・ショック直後以降で初めて3%を割り込んだ模様。主因は米国を中心とする先進国の成長率低下。一方の新興国は、底入れ乃至は持ち直しの動きを見せる国が散見された。

2017年の世界経済は、良きにつけ悪きにつけ米国の動きに振り回されることとなろう。米国経済は、トランプ・ブーム以前から「完全雇用」に近い状態にあり、極めて景気刺激的な新政権の経済政策の一部でも現実となれば景気拡大が加速する。不透明な部分を多く残してはいるが、世界経済の牽引役となることは期待できそうである。

欧州経済は、Brexit問題による英国の不安定化は不可避であるが、ユーロ圏に限れば潜在成長率を上回る景気拡大を維持しよう。ただ、主要国で予定される重要な選挙やイタリアの銀行問題には留意が必要である。

新興国への影響が大きい原油相場は、主要産油国の生産調整により持ち直しており、今後も強含みの展開が見込まれる。為替相場は米大統領の就任前後に一旦調整するが、その後は再びドル高基調を見込む。

中国経済は、政策効果もあって下げ止まっているが、2017年はその一部が剥落すること、過剰設備業種の投資抑制が続けられることから、再び減速傾向となろう。高額紙幣廃止の影響が一巡するインドや、インドネシアで改善が見込まれるASEANは成長ペースがやや加速しよう。

日本経済は、個人消費の足取りが緩慢、設備投資や輸出は横這い推移にとどまるなど、停滞感を残している。一方で、企業景況感はまだ極めて良好であり、最近の円安を踏まえると更なる改善が期待できる。

良好な企業景況感を背景に今後も賃金の上昇が続き、株価上昇も相俟って消費者マインドが改善、抑制されていた個人消費は所得増に見合う程度には拡大しよう。輸出も足元で改善の兆しがあり、今後は円安や海外景気の持ち直しを背景に拡大傾向が定着するとみられる。設備投資も人手不足の下で業績改善や需要増を受けて増勢を取り戻すとみられる。

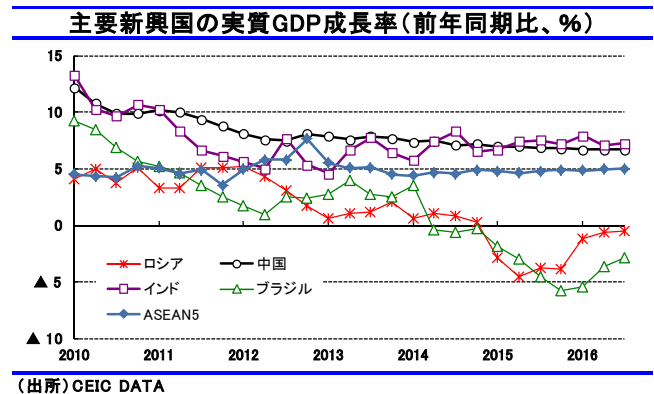
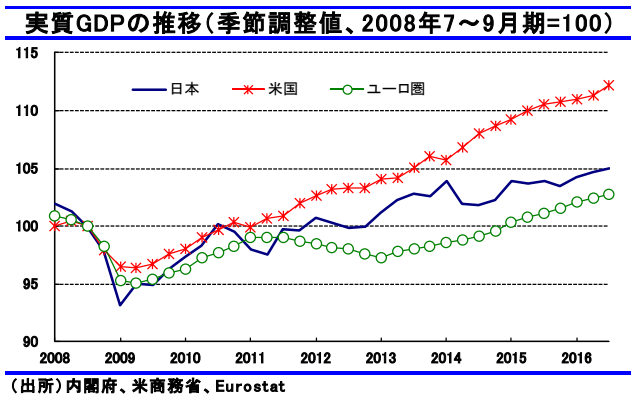
以上より、日本経済は今後も1%台の成長を維持、2017年度後半には需給ギャップの縮小と円安の効果により消費者物価上昇率が1%前後まで高まり、デフレからの完全な脱却を射程圏内に捉えると予想する。

1. 海外経済情勢

2016年の世界経済は7年ぶりの低成長

2016年の世界経済成長率は、前年比+2.9%¹にとどまった見込みである。世界経済は、2012年から2015年にかけての+3%台前半の緩慢な成長からさらに減速し、リーマン・ショック直後の2009年（▲0.1%）以降で初めて成長率が3%を割り込んだことになる。

減速の主因は、名目GDPベースで全世界の6割を占める先進国経済の成長率低下である。なかでも米国経済は2015年の前年比+2.6%から2016年は+1.6%程度に減速したと見込まれる。悪天候による年初の個人消費停滞のほか、原油価格の下落を受けたシェール関連投資の落ち込み、ドル高による輸出の減少によって前半に成長率が大きく低下したことが影響した。ただし、年後半にかけてはドル高の一服や原油価格の持ち直しもあり、個人消費主導の堅調な拡大を取り戻している。ユーロ圏経済も2015年の前年比+2.0%から2016年は+1.6%へ減速したと見込まれるが、それでも1%程度とみられる潜在成長率を大きく上回っている。そのため、失業率は低下、設備稼働率は上昇傾向にあり、緩やかながらもデフレ圧力を和らげつつ底堅い景気拡大を続けているという評価が妥当であろう²。日本経済については次章にて詳述するが、2015年（暦年）の前年比+1.2%から2016年は+1.0%程度へ減速した模様である。



一方で、新興国は底入れ乃至は持ち直しの動きを見せる国が散見された。世界経済の15%を占め最大の新興国である中国は、成長率こそ2015年の前年比+6.9%から2016年通年で+6.7%へ減速したものの、1~3月期から7~9月期にかけて3四半期連続で前年同期比+6.7%と下げ止まっている。在庫調整が進展する中で、減税効果による自動車販売の拡大、不動産投資の復調、インフラ投資の拡大継続により、景気は一部に持ち直しの動きを見せている³。また、世界経済の2.8%を占めるインド経済は、11月にモディ首相が打ち出した高額紙幣廃止に伴う混乱により個人消費の増勢が弱まり、2015年度（2015年4月~2016年3月）の前年比+7.6%から2016年度は+7.0%程度への減速が見込まれているが⁴、引き続き7%台の高成長を維持しよう。ASEAN主要5カ国（インドネシア、タイ、マ

¹ 2015年までのIMF集計ベースの実績を当研究所にて予測、先延ばししたもの。
² ユーロ圏経済についての詳細は、2016年12月22日付 Economic Monitor「ユーロ圏経済 Update：緩やかな拡大がなお暫く続く見通し」などを参照されたい。
³ 中国経済についての詳細は、2016年11月16日付 Economic Monitor「中国経済：景気は底堅いが年明け以降は減速も（12月主要指標）」など参照。
⁴ インド経済についての詳細は、2016年12月21日付 Economic Monitor「インド経済：7%台の高成長が続くも、消費好

レーシア、フィリピン、ベトナム) は、原油価格の下落などから産油国のマレーシアが減速したものの、インドネシアやタイが持ち直し、フィリピンは好調を持続したことから、5カ国合わせた成長率は2015年の前年比+4.8%から2016年は+4.9%へ若干ながらも伸びを高めたとみられる。以上の結果、世界経済の2割強を占めるアジア新興国は2016年も6%台半ばの高成長を続け、世界の成長センターとしての地位を維持している。

そのほか、ロシア経済は経済制裁に対して輸入品の国産シフトを進めたことや原油価格の持ち直しなどから2015年の▲3.7%から2016年は▲0.8%へマイナス幅を縮小したが、ブラジル経済はルセフ前大統領の失職など政治的な混乱が企業や家計の経済活動の足枷となる中で、通貨安によるインフレが金融政策の自由度を制約し、2016年も2015年(▲3.8%)と同程度のマイナス成長が見込まれており低迷が長期化⁵、明暗が分かれた。

【主要国・地域の実質GDP成長率(伊藤忠経済研究所予測)】

(%)

	ウェイト 2015	2012年 実績	2013 実績	2014 実績	2015 実績	2016 予測	2017 予測	2018 予測	2016		
									1-3	4-6	7-9
世界	100.0	3.5	3.3	3.4	3.2	2.9	3.4	3.5	-	-	-
先進国	60.5	1.2	1.2	1.9	2.1	1.6	2.0	2.2	-	-	-
米国	24.5	2.2	1.7	2.4	2.6	1.6	2.6	2.8	0.8	1.4	3.2
ユーロ圏	17.3	▲0.9	▲0.3	1.1	2.0	1.6	1.5	1.8	2.0	1.2	1.4
日本	5.6	1.5	2.0	0.3	1.2	1.0	1.1	1.3	2.8	1.8	1.3
新興国	39.5	5.3	5.0	4.6	4.0	4.1	4.5	4.6	-	-	-
アジア	21.4	7.0	7.0	6.8	6.6	6.5	6.4	6.4	-	-	-
中国	15.2	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.5	6.3	6.7	6.7	6.7
ASEAN5	2.8	6.2	5.1	4.6	4.8	4.9	5.2	5.7	4.9	5.0	5.0
インド	2.8	5.6	6.6	7.2	7.6	7.0	7.6	7.7	7.9	7.1	7.3
中東欧	2.3	1.2	2.8	2.8	3.6	3.3	3.1	3.2	-	-	-
ロシア	1.8	3.5	1.3	0.7	▲3.7	▲0.8	1.1	1.2	▲1.2	▲0.6	▲0.4
中南米	7.0	3.0	2.9	1.0	▲0.0	▲0.6	1.6	2.1	-	-	-
ブラジル	3.0	1.9	3.0	0.1	▲3.8	▲3.5	0.6	1.5	▲5.4	▲3.6	▲2.9

(出所)IMF (注)各年の数字はインドのみ年度、その他は暦年で前年比。予測はシャドー部分のみIMFによる。

以上の通り、2016年の世界経済は、7月のブレクジット(Brexit:英国のEU離脱)や11月のトランプ米新大統領選出など、年後半に先行きの不透明感を高める大きなサプライズ・イベントがあったが、実体面では逆に先進国を中心に年後半にかけて持ち直しの動きが広がったと総括できよう。

米国経済：世界経済の牽引役に

2017年の世界経済は、良きにつけ悪きにつけ米国の動きに振り回されることとなろう。11月の大統領選以降、トランプ新大統領の経済政策への期待から、株価や長期金利の急上昇が示す通り、米国経済の先行きに対する強気な見方が急速に広がっているが、そもそも米国経済の状態は極めて良好である。それを端的に示すのは労働市場であり、雇用者数は2011年以降、毎月概ね20万人程度の増加を続け、失業率は2009年10月の10.0%から2016年11月には4.6%まで低下、もはや賃金の上昇が不可避な「完全雇用」に近い状態にある。そのため、今後、2%程度とされる潜在成長率を上回る成

調・投資低迷のアンバランスは変わらず」参照。

⁵ ブラジル経済についての詳細は、2016年12月14日付 Economic Monitor「ブラジル経済 UPDATE：7～9月期 GDP、前期比下げ幅が拡大」参照。

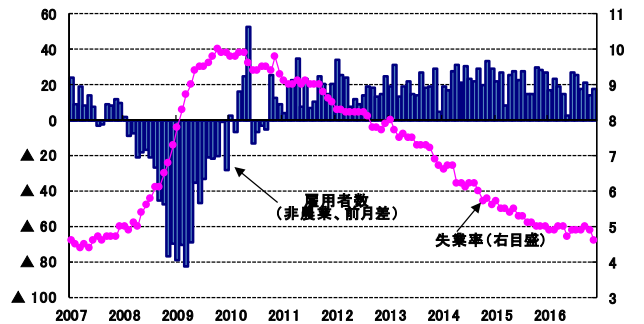
長ペースが続けば、賃金の上昇が加速しインフレ懸念が強まる恐れすらある状況と言える。

米国：長期金利の推移(国債10年物利回り、%)



(出所)FRB

米国：雇用者数と失業率(季節調整値、前月差・万人、%)



(出所)U.S. Bureau of Labor Statistics

そうした中で示された、トランプ新大統領の極めて景気刺激的な経済政策は、乾いた薪に火をつけるが如く市場を過熱させている。そのため、1月20日の大統領就任の頃には、経済政策の全てを実現することは困難だろうという冷静な見方が広がり⁶、株価や長期金利は一旦調整を強いられる可能性が高いと考えられる。

もちろん、トランプ新大統領が掲げた減税や規制緩和、インフラ投資といった経済政策のうちの一部を実現するだけでも景気拡大を後押しすることも確かである。そのため、2017年の米国経済は、復調を見せた2016年後半の状況よりも更に堅調さを増し、成長率は通年で前年比+2.6%まで高まると予想する。一旦調整した株価や長期金利も、トランプ新政権が政策を進めるに連れて、再び上昇基調となろう。同時に示されたTPP離脱、NAFTA再交渉、対中貿易規制などの保護主義的な政策をどこまで実行するのか不透明な部分は数多く残るが、米国が世界経済の牽引役となることは期待できそうである。

欧州経済：混乱の火種を抱えながら緩やかに拡大

2017年の欧州経済は、波乱含みの情勢が見込まれる。攪乱要因の筆頭は、言うまでもなくBrexitである。メイ首相はEUへの離脱通知を3月末までに行うとしているが、現在、通知のために議会承認が必要かどうか最高裁で審理されているところであり、仮に議会承認が必要となれば離脱の条件などを決める議論に相応の時間を要することとなろう。離脱を取りやめる可能性を含めて、今後の展開は不透明な部分が極めて多く、Brexit問題は引き続き英国経済のみならず、金融市場などを通じて他のEU諸国の経済をも不安定にする要因となろう。

ユーロ圏に限ると、大きな混乱がなければ現状の改善傾向が今後も続き、潜在成長率を上回るペースでの景気拡大を維持しよう。失業率は2016年10月に9.8%まで低下、政府債務危機前の2011年4月と同水準まで改善しており、設備稼働率は2016年10～12月期に82.3%まで上昇、リーマン・ショック後の最高を更新した。こうした状況を受けて、ECB(欧州中央銀行)は12月の定例理事会で毎月の国債・社債購入額を減額(800億ユーロ→600億ユーロ)、量的金融緩和の規模縮小(テーパリング)に踏み切った。とはいえ、同時に量的金融緩和の終了時期を2017年12月へ延長(従来は同年

⁶ トランプ新大統領の政策を含めた米国経済の見方については、2016年12月22日付 Economic Monitor「米国経済 UPDATE：FRB、利上げ加速へ」参照。

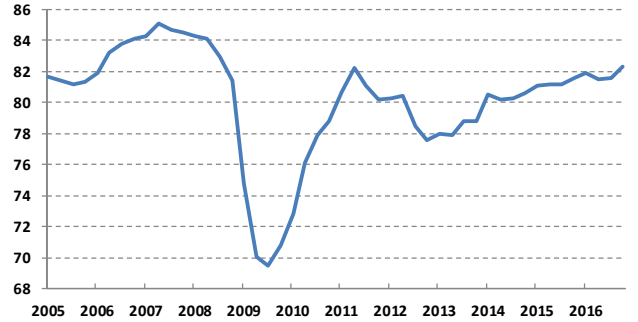
3月) しており、引き続き超緩和的な金融政策を維持し十分な景気刺激を続ける方針も示している。そのため、ユーロ圏経済の2017年の成長率は、2016年と概ね同程度の前年比+1.5%を予想する。

ユーロ圏:失業率の推移(季節調整値、%)



(出所) Eurostat

ユーロ圏:設備稼働率の推移(季節調整値、%)



(出所) EU Economic and Financial Affairs

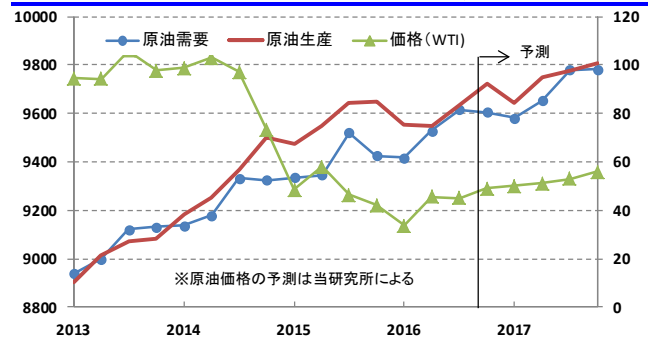
ただ、ユーロ圏においても不安定要因が数多く存在する。大陸欧州でも強まる反移民の声を追い風に右派政党が台頭する中で、2017年は春にオランダで総選挙、フランスでは大統領選(4~5月)、秋にはドイツで総選挙が予定されるなど、主要国で政治的な混乱が生じるリスクがある。さらに、足元ではユーロ圏全体のうち約4割の不良債権を抱えるイタリアで大手銀行の経営再建問題が難航しており、欧州金融危機の再燃リスクも燻っている。こうした問題の先行きに十分留意する必要があるだろう。

原油相場は上昇、為替相場はドル高

また、商品相場や為替相場の動向も、特に新興国経済の先行きを見通す上では留意が必要である。商品相場は、新興国を中心に需要が持続的に拡大する中で、需給環境の変化を背景に底入れから持ち直しの動きを示すものが多いが、なかでも世界経済への影響が大きい原油相場は、主要産油国の協調的な生産抑制方針を主因に下値を切り上げる展開となっている。

OPEC(石油輸出国機構)は、11月30日の総会で生産量を10月の実績から日量約120万バレル減らし3,250万バレルで合意したことに続き、12月10日にはロシアなどOPEC非加盟の主要産油国とも協議、合わせて日量約180万バレルの減産を決めた。この結果を踏まえた米EIA(エネルギー情報局)の試算によると、2017年の世界原油生産量⁷は日量9,742万バレルとなり、原油消費量の9,699万バレルを43万バレル上回るにとどまる。さらに、年後半に限れば需給はほぼ拮抗するため、原油価格(WTI先物)は2017年前半にかけて現状の1バレル=50ドル台前半で推移した後、年後半には需給改善を背景に60ドルを目指す展開が予想される。

原油需給と先物価格の推移(万バレル、ドル/バレル)



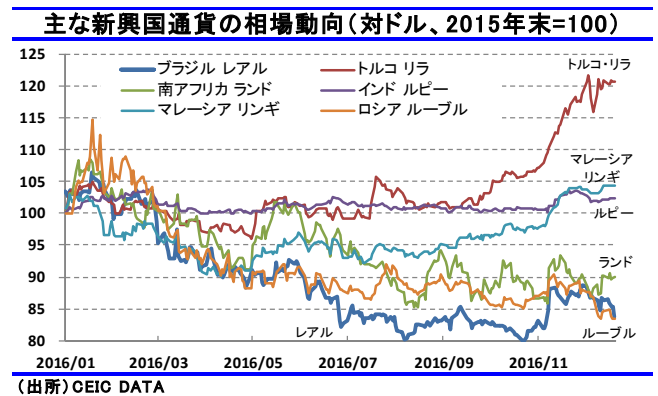
(出所) 米EIA

為替相場については、現在の状況が米ドルの独歩高であることは議論の余地がないだろう。FRBが算出するドル実効相場⁸(名目)は、2016年1月をピークに一旦下落したが、大統領選を挟んだ10月

⁷ 液化ガス等を含む広義の原油。

⁸ ドルの各国通貨との相場を貿易量によって加重平均し指数化したもの。

から12月にかけて3.4%も上昇、ドル相場は2002年以来の高値となっている。前述の通り、最近のドル上昇は期待先行の部分が大いいため、今後は一旦、ドル安に振れるとみられるが、調整一巡後は不安定要素を数多く抱えるユーロや、今しばらく超金融緩和が続く日本円と比較すると、堅調な景気拡大という裏付けを伴って継続的な利上げが見込まれるドルの優位性は変わらず、再びドル高傾向になると予想される。ドル円相場で言えば、2017年1~3月期に1ドル=110円前後までの調整はあろうが、その後は再び年末にかけて110円台後半から120円を目指す展開が見込まれる。



こうしたドル高基調は、成長資金の多くを海外からの投資に依存するところが大きい新興国にとって、資金の米国回帰、すなわち資金流出につながり、投資の抑制だけでなく、通貨の下落による輸入品価格の上昇や、外貨調達における返済負担増などの形で経済成長を妨げ、景気の低迷につながる恐れもある。米大統領選後の主な新興国通貨の動きを見ると、トルコ・リラが1割以上下落、マレーシア・リンギやブラジル・レアル、南アフリカ・ランドの下落幅も比較的大きくなっている。これらの国では、大幅な経常赤字や高いインフレ率、低成長といったファンダメンタルズの悪化に加え、トルコやマレーシア、南アフリカでは外貨準備高の水準が低く通貨下落に対する抵抗力が弱いことも影響しているとみられる。このように、今後も進むドル高が新興国経済へ与える影響は、ファンダメンタルの違いによって大きく左右される点に留意しておくべきであろう。

中国経済：再び減速

中国経済は2016年に入り底入れしたが、その主因は、前述の通り①減税効果による自動車販売の拡大、②不動産投資の復調、③インフラ投資の拡大継続という、いずれも言うなれば政策的なものである。自動車販売台数(含む商用車)は、減税が当初2016年末で打ち切られる予定¹⁰だったことから駆け込み需要が発生し、2016年6月以降は前年同月比で二桁増が続き、9月には年率3,000万台(当研究所試算の季節調整値)を突破して増加が続いている(2015年実績は2,456万台)¹¹。

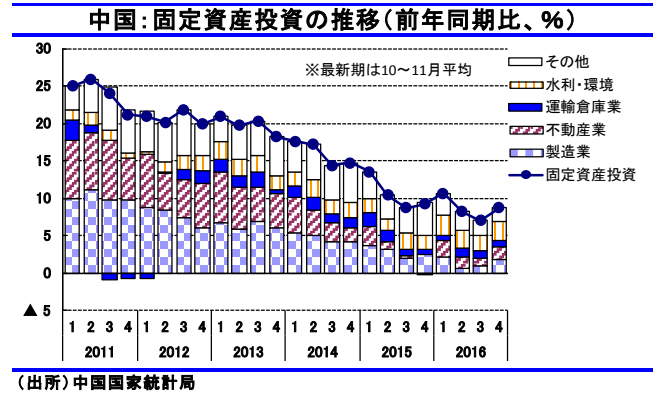
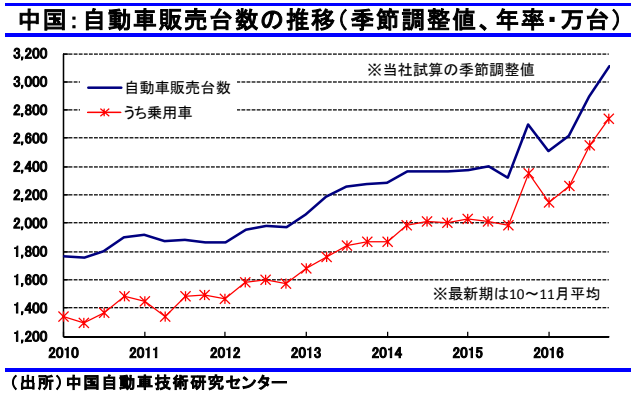
不動産業の固定資産投資は、2016年1~3月期の前年同期比+8.2%から7~9月期には+4.8%まで伸びが鈍化したが、政府が抑制の手を一旦緩めたことから、10~11月は平均で+7.3%へ伸びが高まった。また、インフラ関連分野(運輸・倉庫業と水利・環境業の合計)の固定資産投資は、2016年に入って

⁹ 11月7日から12月20日までの下落率は、トルコ・リラが11%強、マレーシア・リンギが6%強、ブラジル・レアルが約5%、南アフリカ・ランドが4%強と、いずれもドル実効相場の上昇率(3%程度)を上回っており、ドル高だけでは説明できない固有の売り材料があった可能性を示唆している。

¹⁰ 政府は12月15日、減税幅を2017年中半減とする(税率を5%から10%に戻すところを7.5%にとどめる)措置を決定。

¹¹ 乗用車に限っても、2015年通年の2,111万台から2016年11月には年率2,798万台まで、かなり早いペースで増加している。

前年同期比 2 割近い拡大ペースを維持している。



しかしながら、2017 年は、これらの政策的な要因のうち、自動車販売は減税規模の縮小と駆け込み需要の反動により落ち込みが避けられないであろう。不動産投資についても、政府は既に高騰する住宅価格の抑制策を相次いで打ち出した¹²ほか、金融政策においてこれまでの「穏健」に「中立」を加えることで緩和の打ち止め姿勢を明確にしたため、今後は減速に向かう可能性が高い。インフラ投資については政府が引き続き拡大の方針を示しているが、一方で鉄鋼やセメントなど過剰供給分野における生産設備の削減方針も維持しており、こうした業界では投資の抑制が続こう。そのため、成長ペースは 2017 年に入ると再び減速傾向となり、2017 年通年の成長率は前年比+6.5%へさらに低下すると予想する。

インド、ASEAN は成長加速

一方でインド経済は、比較的安定した為替相場により物価の落ち着いた状況を維持、海外からの投資拡大も期待されることから、高額紙幣廃止の影響が一巡すれば、再び個人消費を中心とした内需主導で 7% 台半ばの成長を取り戻すとみられる。

ASEAN については、通貨急落の影響などからマレーシア経済が伸び悩み、国王崩御を受けて消費活動の停滞が見込まれるタイ経済は足踏みしよう。しかしながら、域内最大の経済規模を誇るインドネシア経済は通貨が安定を保つ下でインフレは抑制され、積極的な経済政策の効果も徐々に表れて持ち直しに向かい¹³、フィリピン経済は消費と投資のバランス良い景気拡大を持続、ベトナム経済も高成長を維持するとみられる

ため、2017 年の主要 5 カ国合計の成長率は 4 年ぶりに前年比+5% 台を回復すると予想する。

ASEAN 主要国の成長率の推移 (%)								
	2011 実績	2012 実績	2013 実績	2014 実績	2015 実績	2016 予測	2017 予測	2018 予測
ASEAN5	4.6	5.8	3.9	5.3	4.8	4.9	5.2	5.5
タイ	0.8	7.2	2.7	0.8	2.8	3.2	3.2	3.6
インドネシア	6.3	6.0	4.6	6.2	4.8	5.0	5.5	6.0
マレーシア	5.3	5.5	4.7	6.0	5.0	4.2	4.4	4.8
フィリピン	6.6	4.2	1.1	7.6	5.9	6.7	6.5	6.5
ベトナム	5.9	5.0	5.4	6.0	6.7	6.2	6.5	6.5

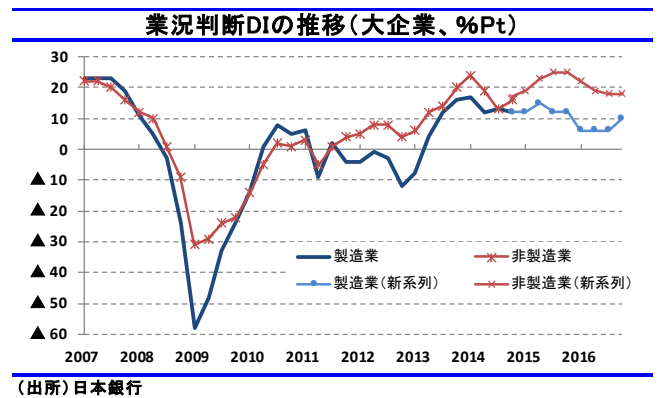
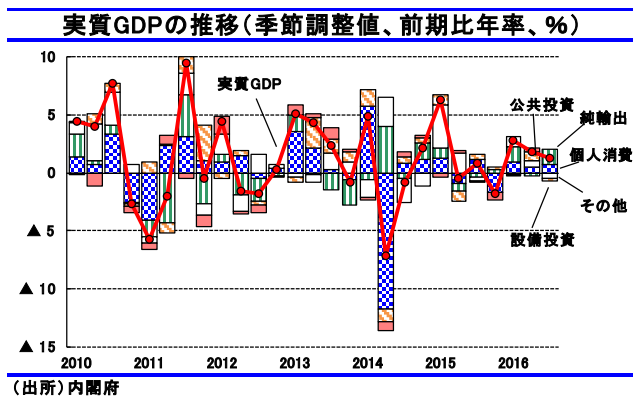
¹² 10 月に北京や天津、深センなど(出所)CEIC DATA、予測は当社による規制が強化された。

¹³ インドネシア経済についての詳細は、2017 年 12 月 15 日付 Economic Monitor 「インドネシア経済：堅調拡大を維持し 2017 年の成長率は 5% 台半ばへ高まる見通し」参照。

2. 日本経済の見通し

景気の現状：停滞感残す中で景況感は良好

日本の実質 GDP 成長率は、2016 年に入り 3 四半期連続の前期比プラス成長を記録したが、1～3 月期の年率+2.8%から 4～6 月期+1.8%、7～9 月期+1.3%と鈍化傾向にある。主な需要の動向を見ると、個人消費（前期比：1～3 月期+0.4%→4～6 月期+0.2%→7～9 月期+0.3%）が緩やかな持ち直しにとどまり、設備投資（▲0.3%→+1.4%→▲0.4%）は概ね横ばい、7～9 月期のプラス成長の原動力となった輸出（+0.8%→▲1.3%→+1.6%）も一進一退で均せば横ばい程度の推移であり、景気は主役不在で停滞感を残している。



そうした中で、12月調査の日銀短観では、業況判断DI（良い－悪い）が大企業製造業で前回9月調査の+6から+10へ上昇、大企業非製造業は前回と同じ+18を維持し、企業の景況感が未だ極めて良好な状態にあることが確認された。製造業における景況感の改善は、専ら商品市況の好転や需要の持ち直しが主因であり、想定為替相場は現状に比べて4円程度円高方向¹⁴に設定されていることから、最近の円安を織り込んでいない。そのため、現状のような円安状態が続けば、業績の上方修正を伴って製造業の景況感は一段と改善すると見込まれる。

企業業績の改善が賃金増につながるか

こうした良好な景況感を背景に、企業業績の改善が設備投資や雇用の拡大、賃金の引き上げにつながれば、日本経済は2016年初めの円高進行によって中断している「成長と分配の好循環」を再開できる。その意味では、法人企業統計季報から試算される労働分配率（付加価値生産額に対する人件費の割合、当研究所試算の季節調整値）が2016年7～9月期に59.3%、1991年7～9月期（58.9%）以来の水準まで低下していることは、賃金の引き上げ余地が大きいことを示していると言え、好材料である。

現時点では、経団連が集計した今冬のボーナスが前年同期比+0.02%とほぼ横ばいとどまっております、未だその兆しは見られないが、来春闘は企業業績の改善に伴って前年程度の賃上げ¹⁵が実現し、さらに来夏のボーナスは企業業績の改善を受けて前年を上回ると見込まれる。また、最近の株価上昇は、

¹⁴ 12月調査時点の想定為替レートは2016年度平均で1ドル=104.90円となっており、今後も現状の117円台が続いた場合（109円程度）と比べて円高方向に設定されている。

¹⁵ 厚生労働省の集計によると、2015年度の春闘賃上げ率は2.14%（調査対象は原則として1部上場で資本金20億円以上かつ従業員数1,000人以上の労働組合のある企業、定期昇給込み）。

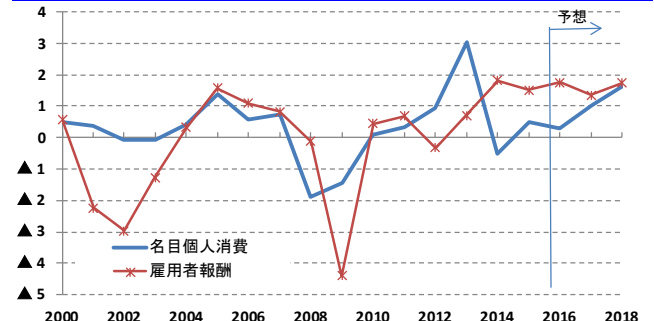
保有の有無にかかわらず幅広く消費者マインドの改善につながるため、個人消費を取り巻く環境は徐々に改善に向かうと予想する。

労働分配率の推移(季節調整値、%)



(出所)財務省

雇用者報酬と名目個人消費の推移(前年比、%)



(出所)内閣府

個人消費：所得増程度の拡大へ

その個人消費であるが、7～9月期 GDP 2次速報値の発表(12/8)に合わせて算出方法の一部が改訂され、過去に遡って上方修正されている¹⁶。なかでも、2015年度の実績は名目で旧統計の前年比▲0.4%から+0.5%へ大幅に上方修正されており、「2年連続の減少」から「2年ぶりの増加」へ、すなわち「低迷が続く」から「下げ止まり」へ評価が変わったことになる。ただ、それでも雇用者報酬の伸び(2015年度前年比+1.5%)を大きく下回る状態であることは変わらず、その傾向は2016年度も続いている。

このように個人消費の伸びが所得を下回っている主な要因は、年金・事業所得など他の収入や税・社会保険料の変化による影響を除くと、①2013年度に消費増税前の駆け込み需要によって所得増を大きく上回って個人消費が拡大した反動と、②景気の悪化や将来不安などを背景とする消費の抑制(マインド悪化による消費性向の低下)であろう。今後については、既に駆け込み需要の反動は概ね一巡したとみられること、賃金の継続的な上昇や株価の上昇によって消費者マインドが徐々に改善すると見込まれることから、個人消費に雇用者報酬の増加ペース程度の拡大を期待しても良いだろう。

輸出：円安と海外需要持ち直しにより増勢取り戻す

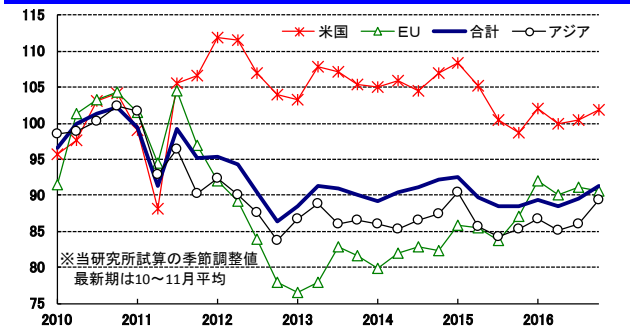
輸出は足元で改善を期待させる動きを見せている。10月の輸出数量指数は、当研究所試算の季節調整値で前月比+5.6%と比較的高い伸びを示した。その結果、10月の輸出数量指数の水準は7～9月期を2.1%上回っており、10～12月期も拡大傾向を維持している可能性を示唆した。仕向地別に見ると、自動車関連を中心に増勢を強めている中国向けを牽引役としてアジア向けが好調なほか、米国向けも自動車の好調などから持ち直し傾向を維持している。

今後については、前章で見た通り中国で自動車需要が一旦ピークアウトするとみられること、2017年入り後は一時的にドル円相場の円高方向への調整が見込まれることから、輸出が一本調子で拡大する姿は期待し難い。しかしながら、2017年度入り後は為替相場が再び円安傾向となり、海外景気の持ち直しも見込まれるため、輸出の拡大傾向が定着すると予想する。さらに、円安傾向は、訪日観光客

¹⁶ 詳細は2016年12月8日付 Economic Monitor「日本経済:7～9月期2次QEは下方修正、国内民間需要の停滞を確認、基準改定により名目GDP600兆円の実現可能性高まる」参照。

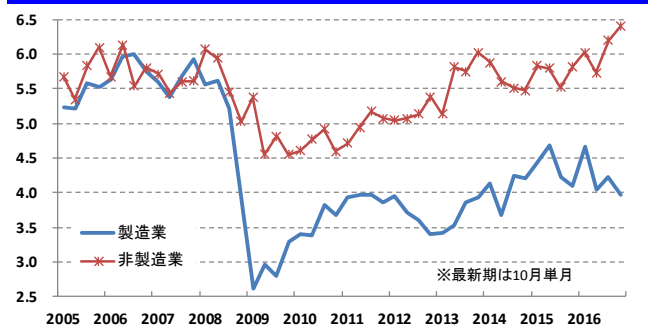
の拡大を促し、このところ伸び悩んでいたサービス輸出の復調にも貢献しよう。

輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)財務省

機械受注の推移(季節調整値、年率・兆円)



(出所)内閣府

設備投資：製造業も需要増や人手不足を受けて拡大

足踏みが続く設備投資は、先行指標の機械受注（船舶電力を除く民需）が10月に3ヵ月ぶりの前月比プラス（+4.1%）に転じたものの、8月（▲2.2%）、9月（▲3.3%）の落ち込みを埋め切れず、今のところ復調の兆しは確認できていない。内訳を見ると、非製造業（8月▲1.9%→9月▲0.9%→10月+4.6%）は拡大基調を維持する勢いであるが、製造業（▲4.0%→▲5.0%→▲1.4%）は減少が続いており、明暗がはっきりと分かれている。

今後を展望すると、日銀短観などで確認できる通り、非製造業では総じて人手不足が極まっているため、企業活動の維持・拡大のため引き続き設備投資の拡大が見込まれる。一方の製造業においても、2016年度中は米国情勢や為替相場の不安定化が見込まれるため様子見姿勢が続くとみられるが、人手不足感は着実に強まっており、2017年度入り後に円安地合いが定着し輸出が持ち直せば、設備投資の拡大に踏み切らざるを得なくなろう。

成長率は1%台を維持、デフレ脱却へ

以上の通り、今後の日本経済は、当面は大統領交代に伴う米国の先行き不透明感や一時的に強まる円高圧力などによる下押しにより停滞から脱しきれない状況が続く、2016年度の実質GDP成長率は前年比+1.2%、2015年度の+1.3%から小幅低下すると予想する。

2017年度に入ると、米国に対する不透明感が和らぎ、為替相場は再び円安基調となり、米国を中心とする海外景気の好転も相まって輸出は緩やかに回復、企業業績が改善し継続的な賃金上昇もあって個人消費も持ち直すなど、日本経済は「成長と分配の好循環」による「自律的回復」の再開が確認されよう。実質GDP成長率は、年度初のもたつきにより前年より

日本経済の推移と予測(年度)

前年比,%,%Pt	2014 実績	2015 実績	2016 予想	2017 予想	2018 予想
実質GDP	▲0.4	1.3	1.2	1.1	1.3
国内需要	▲1.0	1.1	0.8	1.0	1.3
民間需要	▲1.4	1.1	0.6	0.7	1.6
個人消費	▲2.7	0.5	0.7	0.8	0.8
住宅投資	▲9.9	2.7	4.9	▲4.9	▲0.7
設備投資	2.5	0.6	1.0	1.7	3.6
在庫投資(寄与度)	(0.5)	(0.4)	(▲0.2)	(0.0)	(0.2)
政府消費	0.4	2.0	1.1	1.1	1.0
公共投資	▲2.1	▲2.0	2.1	3.9	▲3.0
純輸出(寄与度)	(0.6)	(0.2)	(0.4)	(0.1)	(0.1)
輸出	8.7	0.8	0.8	2.6	3.2
輸入	4.1	▲0.2	▲1.6	2.0	2.8
名目GDP	2.1	2.8	0.7	1.3	1.7
実質GDP(暦年ベース)	0.3	1.2	1.0	1.1	1.3
鉱工業生産	▲0.5	▲1.0	0.1	3.3	2.5
失業率(%、平均)	3.5	3.3	3.1	3.0	2.9
経常収支(兆円)	8.7	18.0	18.1	12.0	11.4
消費者物価(除く生鮮)	2.8	▲0.0	▲0.2	1.0	1.4

(出所)内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

も鈍化するが、前年比+1.1%と1%台を維持すると予想する。2018年度も円安基調が維持される下で好循環が持続、設備投資の増勢加速が明確となるなど景気回復の動きに広がりが見られ、実質GDP成長率は前年比+1.3%へ高まると見込まれる。

こうした回復シナリオが実現した場合、需給ギャップの縮小に円安効果が相俟って、2017年度半ば頃には消費者物価上昇率（コア：除く生鮮食品）が前年比で1%前後（うち円安効果は0.4%程度）まで高まると予想される。その場合、日銀は目標とする消費者物価上昇率2%達成が視野に入るため、現在の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のうち、既に金利上昇圧力に晒されている長期金利（10年物国債利回り）の目標水準引き上げを迫られよう。すなわち、2017年度の日本経済は、ようやくデフレからの完全な脱却を射程圏内に捉え、金融政策についてはFRB、ECBに続いて出口戦略へ歩を進め、政府が「デフレ脱却宣言」に踏み切る可能性すら否定できない状態まで改善すると予想される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。