

---

---

# 日本経済展望

2016年7月

 株式会社 **日本総合研究所**

調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/japan>

---

---

## 目次

◆現状	p. 1
◆景気分析	p. 4
◆見通し	
経済	p. 7
物価、金融政策、金利	p. 8
◆内外市場データ	p. 9

### 調査部 マクロ経済研究センター（国内経済グループ）

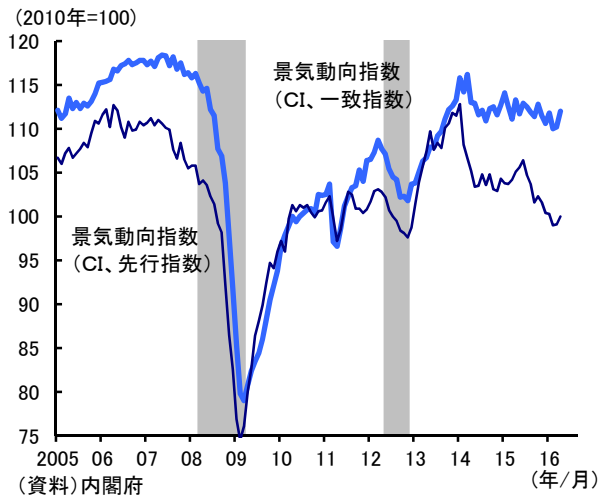
●総括	下田 裕介	( Tel: 03-6833-0914	Mail: shimoda.yusuke@jri.co.jp )
●家計部門、雇用賃金	小方 尚子	( Tel: 03-6833-0478	Mail: ogata.naoko@jri.co.jp )
●ファンダメンタルズ	村瀬 拓人	( Tel: 03-6833-6096	Mail: murase.takuto@jri.co.jp )
●企業部門、外需	菊地 秀朗	( Tel: 03-6833-6228	Mail: kikuchi.hideaki@jri.co.jp )
●ファンダメンタルズ（現状分析）	伊藤 綾香	( Tel: 03-6833-6967	Mail: ito.tp24777@jri.co.jp )

◆本資料は2016年7月4日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

# 概況：消費が伸び悩むなど、景気は停滞感が強い状況

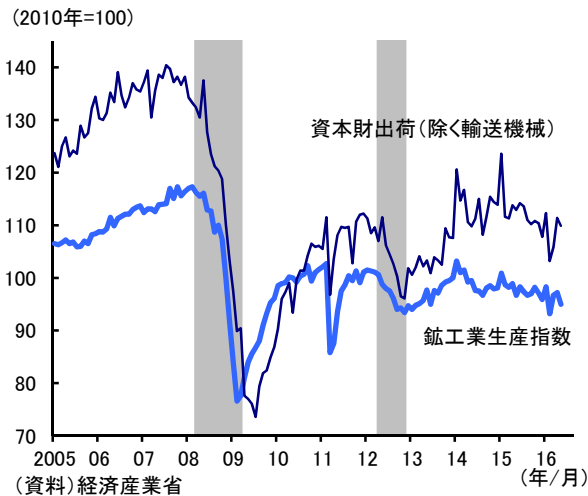
## 景気

一致指数は一進一退が持続。先行指数は2015年前半以来の2ヵ月連続上昇。



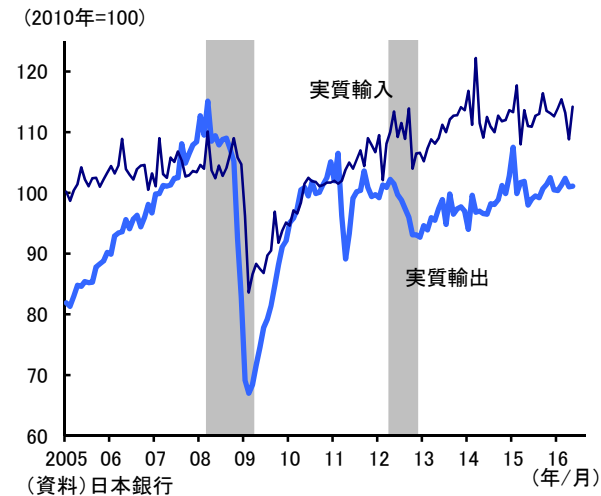
## 企業

生産指数は2月以来の水準に低下  
出荷指数は横ばい圏での推移



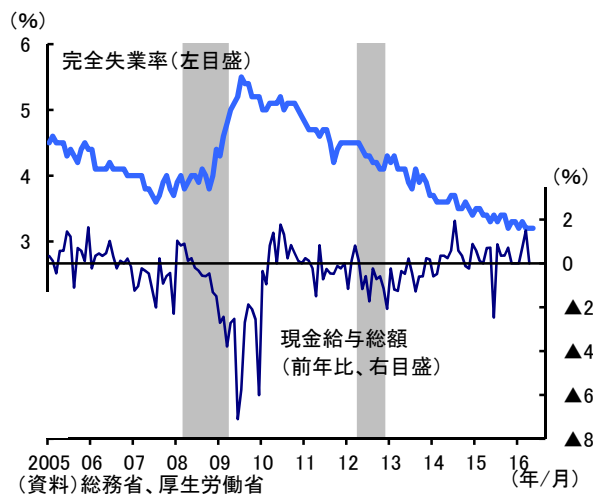
## 外需

輸出は米欧中向けが伸び悩み  
輸入は原油価格の持ち直しで増加



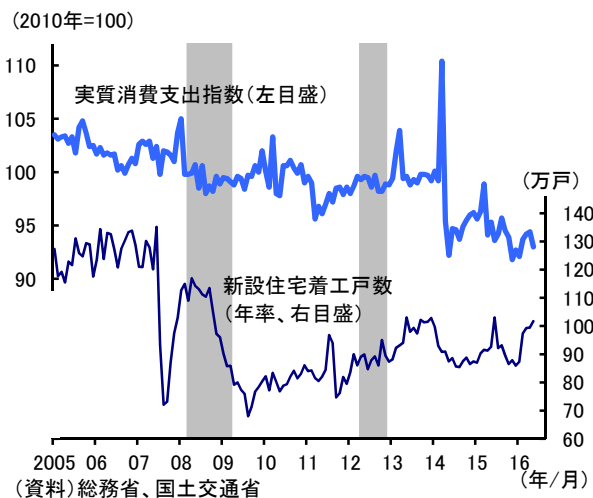
## 雇用所得

失業率は低水準で推移  
賃金は総じて緩やかな増加傾向



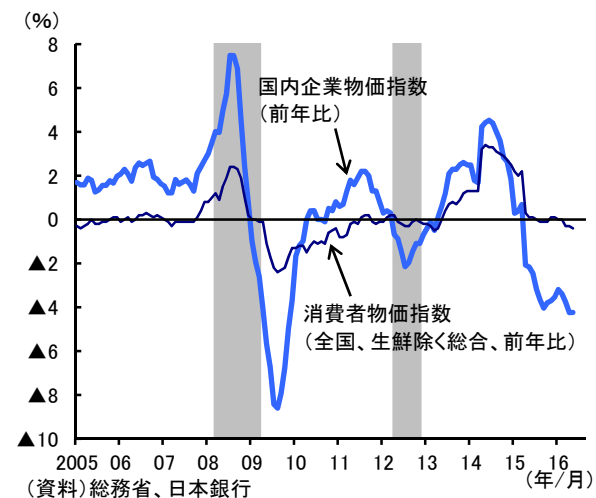
## 家計

消費は弱い動きが持続  
住宅着工は1年ぶりの高水準



## 物価

原油安を主因に、国内企業物価、消費者物価ともに前年割れが持続



※シャドー一部は景気後退期

# 足踏み続く景気に英国EU離脱など新たな下振れリスクも

## ◆内外需ともに力強さを欠く状況

わが国景気は足踏みが長期化。外需では、実質輸出が中国・アジア向けの半導体等電子部品や米国向けの原動機や鉄鋼などで減少。円高に加え、中国の鉄鋼の過剰生産なども輸出の重石となっており、外需の景気けん引力は、引き続き力強さを欠く状況。内需では、個人消費が衣料品の販売伸び悩みなどを受け、低迷が持続。こうした状況を受けて、企業の生産活動は5月の鉱工業生産指数が前月比▲2.3%と3ヵ月ぶりに低下するなど一進一退。

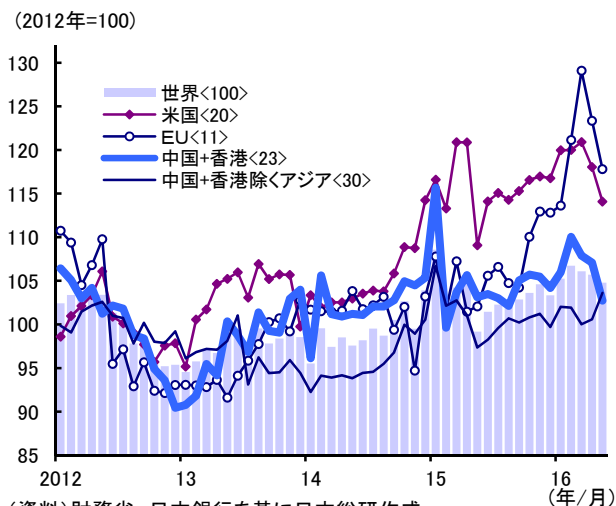
## ◆企業収益や雇用環境など底堅い面も

一方、企業収益についてみると、1～3月期の経常利益は、4四半期連続で前期比減益。もっとも、非製造業を中心に底堅さを維持しており、全体でも依然としてリーマン・ショック前を上回る高水準。雇用環境も改善傾向が持続。有効求人倍率は上昇傾向が続き、1991年10月以来の高水準。

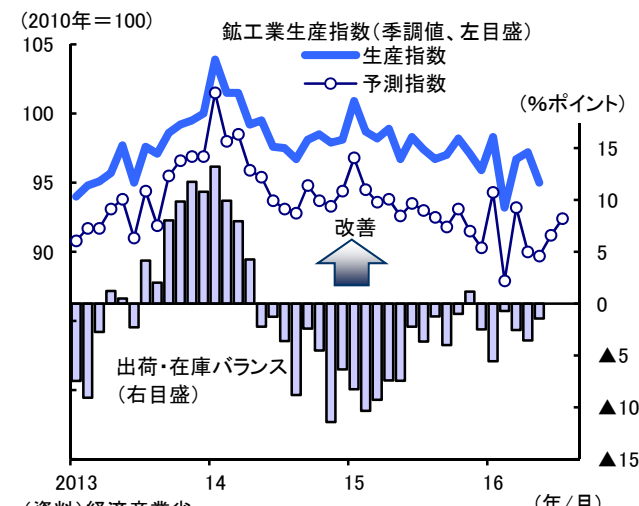
## ◆英国のEU離脱により円高・株安に

こうしたなか、6月下旬の英国国民投票でのEU離脱の結果を受けて、為替市場では円高が進行し、株価も大幅下落。足許ではやや落ち着きを見せているものの、当面はマインドや企業収益の悪化などを通じて、景気は下振れしやすい状況。

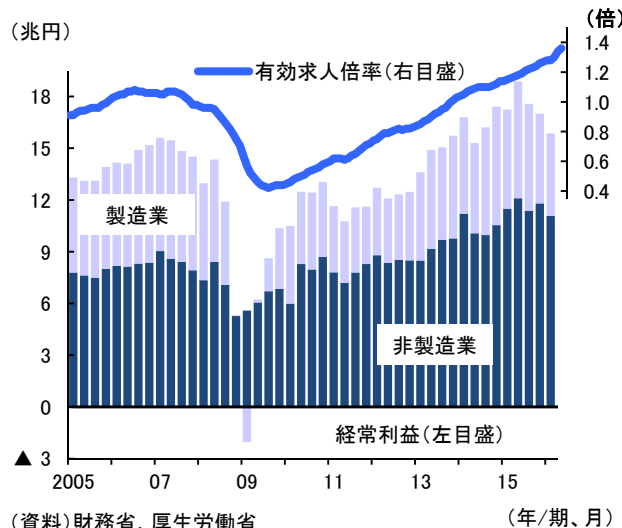
### 実質輸出(季調値)



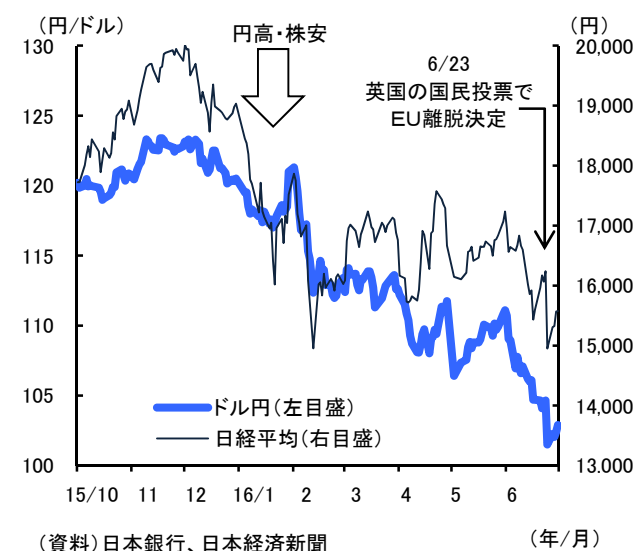
### 鉱工業生産指数と出荷・在庫バランス



### 経常利益と有効求人倍率(季調値)



### 為替相場と株価



# 日銀短観：円高・株安を受け景況感は悪化基調

現状

景気分析

見通し

## ◆景況感は円高・株安を受け悪化基調、先行き不透明感も増大

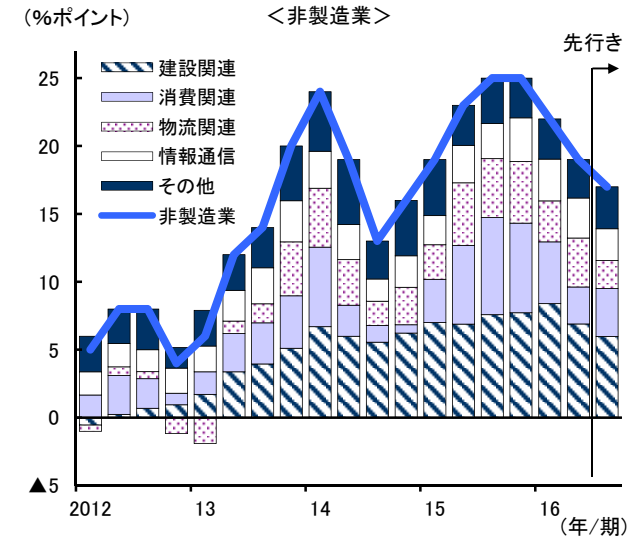
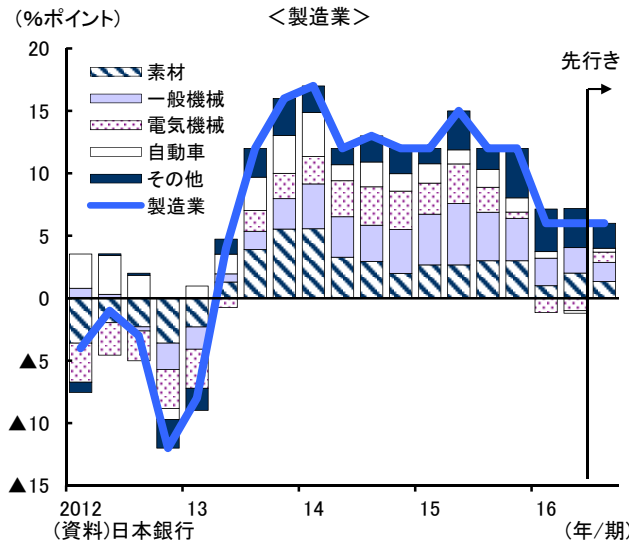
6月の大企業の業況判断DIは、製造業で+6%ポイントと前回(3月)調査対比横ばい、非製造業で+19%ポイントと同▲3ポイントの悪化。業種別にみると、製造業では、商品市況の持ち直しから素材業種が改善したものの、円高など輸出環境の悪化を受け、自動車、機械業種は悪化。非製造業では、個人消費の弱含みに加え、円高などからインバウンド需要の増勢が鈍化し、消費関連が大幅に悪化。中堅・中小企業では、軒並み悪化。今回調査では英国国民投票のEU離脱決定は十分に織り込まれていないことから、足許の実勢の景況感は一段と弱まっている公算が大きく、総じて悪化基調と判断。

先行きは、政府の経済対策効果への期待感が下支えとなる一方、欧州政情不安や、米国大統領選など海外情勢の不透明感、円高進行に伴う収益悪化懸念などが重石となり、総じて悪化。

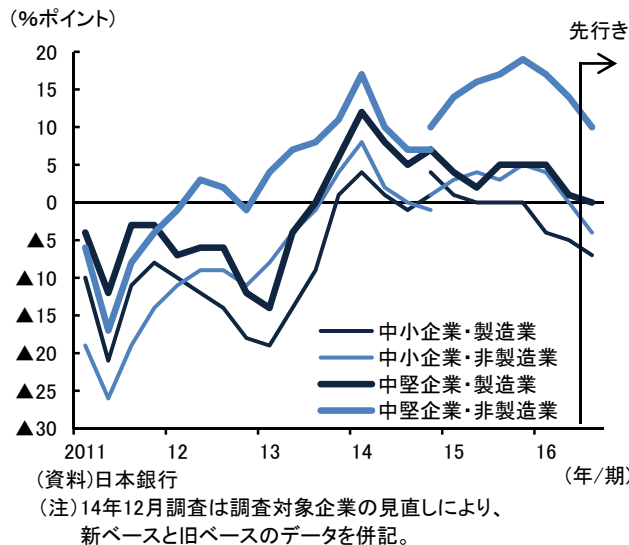
## ◆16年度の設備投資計画はやや慎重姿勢が拡大

大企業・非製造業の設備投資計画は、2015年度が大幅下方修正での着地となったことで、2016年度は前年度からの伸びこそプラスに転じたものの、水準自体は6月調査としては2009年以来の下方修正。年初からの不確実性の高まりで投資姿勢が慎重化している可能性。一方、製造業では昨年度に比べれば勢いを欠くものの、例年の足取り通りの上方修正。中堅・中小企業も総じて上方修正されており、維持・更新需要を中心に、需要は底堅く、設備投資の腰折れリスクは限定的。

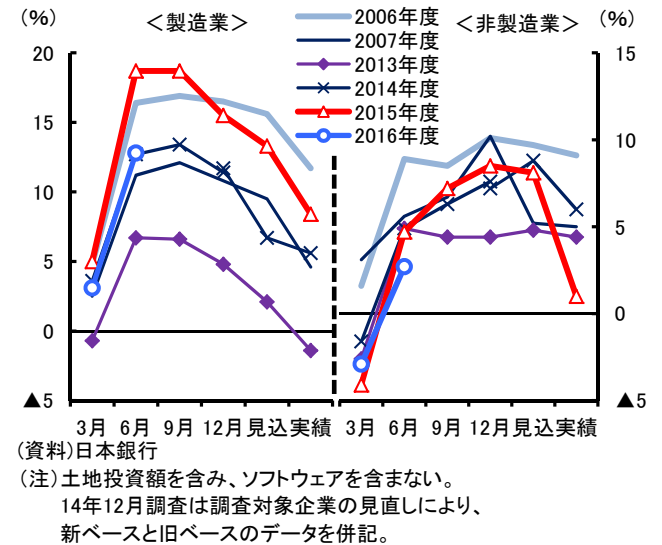
### 大企業の業況判断DI



### 中堅・中小企業の業況判断DI



### 設備投資額の足取り(大企業、前年度比)



# インバウンド需要変調、外需環境には厳しさ

現状

景気分析

見通し

## ◆円高下、インバウンドの増勢は鈍化。需要は消費財やサービスにシフト

外需動向をみると、円高、海外景気減速のもと、財輸出は力強さを欠く状況が持続。一方、これまで急拡大してきたインバウンド需要も、訪日客数の増勢鈍化、一人当たり消費額の減少など、変調の兆し。

これまでインバウンドをけん引してきた訪日中国人の購入費目をみると、家電・高級品から消費財・サービスへ需要がシフト。先行き、円高地合いが続くもと、財輸出は増勢回復が期待薄な一方、インバウンド需要は、急拡大局面は一服したもの、アジア新興国の所得拡大が今後も続くことと見込まれるなか、消費行動の変化に対応し、幅広い需要を取り込むことができれば、引き続き外需の下支え役に。

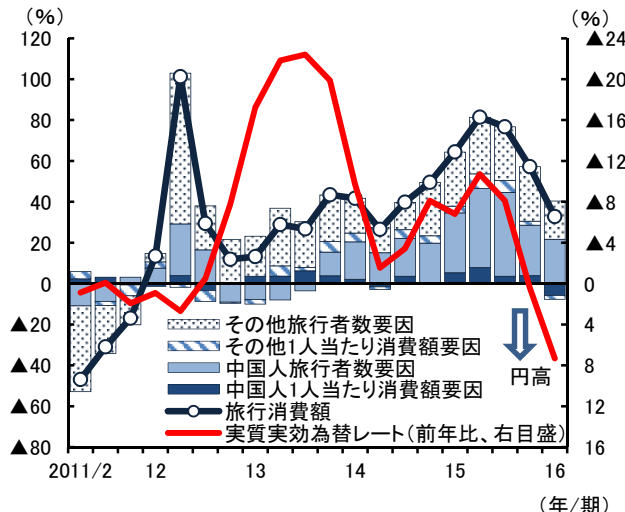
## ◆英国のEU離脱の直接的影響は比較的軽微ながら、外需環境には厳しさ

6月23日の英国国民投票の結果、EUからの離脱派が勝利。これに伴い、英国の景気下振れ、円高進行など、外需環境の先行きに厳しさ。

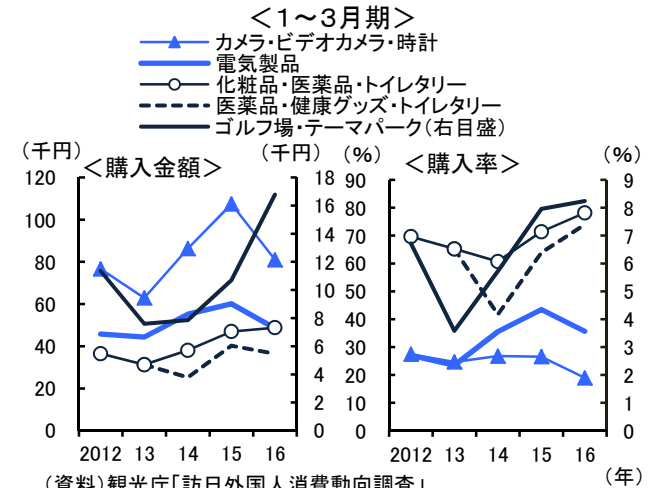
わが国との経済関係をみると、英国向け輸出は全体の1.7%にとどまるなど、英国景気下振れの直接的影響は限定的。もっとも、政治混乱が他のEU諸国にも波及すれば、影響も甚大になるリスク。

また、中長期的には、英国・ロンドンが欧州市場での製造拠点に加え、情報収集や研究開発など市場の中核拠点として機能してきたことから、企業は欧州での事業戦略の大幅な見直しを迫られる公算。

### 訪日外国人旅行消費額と実質実効為替レート



### 訪日中国人費目別購入金額・購入率

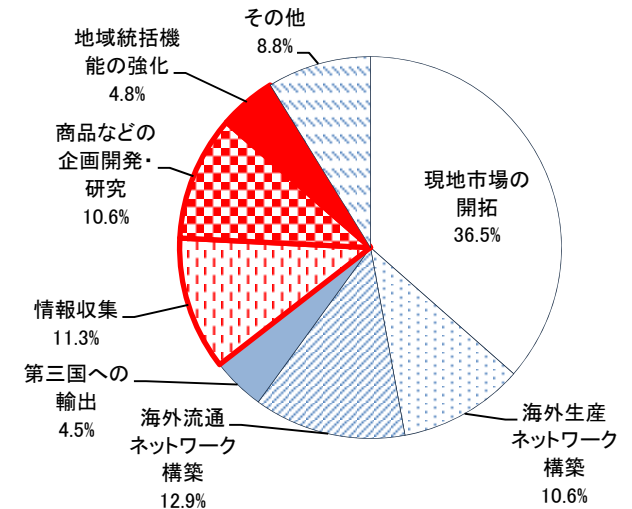


### わが国と英国・EUとの各種経済関係

		英国のシェア	EUのシェア	対世界
輸出	(2015年)	1.7%	10.6%	75.6兆円
輸入	(2015年)	1.0%	11.4%	78.4兆円
現地法人企業数	(2014年度)	2.5%	10.5%	2.4万社
現地法人売上高	(2014年度)	3.3%	12.9%	272兆円
銀行の国際与信残高	(2016年3月末)	5.0%	22.9%	3.7兆ドル
直接投資残高	(2015年末)	7.1%	22.9%	152兆円
証券投資残高	(2015年末)	4.9%	27.9%	423兆円
第一次所得収支受取	(2015年)	5.8%	24.8%	29.2兆円

(資料)財務省「貿易統計」「国際収支統計」「本邦対外資産負債残高」、経済産業省「海外事業活動基本調査」、日本銀行「BIS国際与信統計」  
(注)国際与信残高は最終リスクベース。

### 英国進出企業の投資目的



# 維持・更新投資を中心に設備投資は緩やかな持ち直し

## ◆企業収益は円高進行などにより、前年度比減益が不可避の状況

企業部門では、日銀短観（6月調査）における2016年度の経常利益計画が、円高などを受け、総じて下方修正され、全規模・全産業で前年度比▲7.2%の減益計画。加えて、大企業・製造業の想定為替レートが1ドル=111円台と、足許の実勢レートに比べ依然円安水準にあることを勘案すれば、収益は今後も下方修正含みとみられ、今年度は減益が不可避の状況。

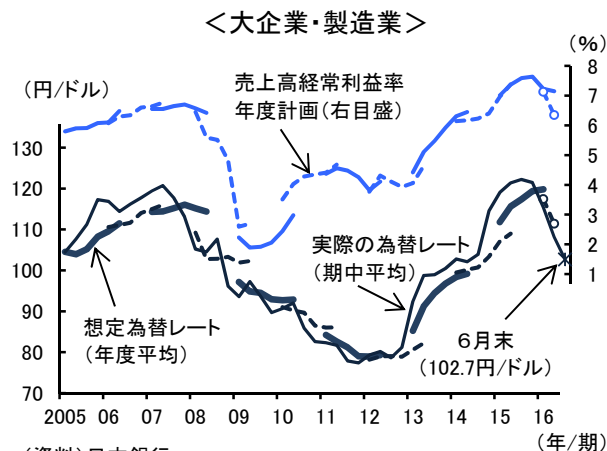
## ◆人手不足、設備の老朽化などから、雇用所得・設備投資の腰折れは回避

もともと、企業収益の下振れから、雇用所得、設備投資が腰折れし、景気がスパイラル的な悪化に陥るリスクは回避可能と判断。

人手不足感が強い状況は依然として続いており、とりわけ非製造業で雇用所得環境の改善は持続の見込み。

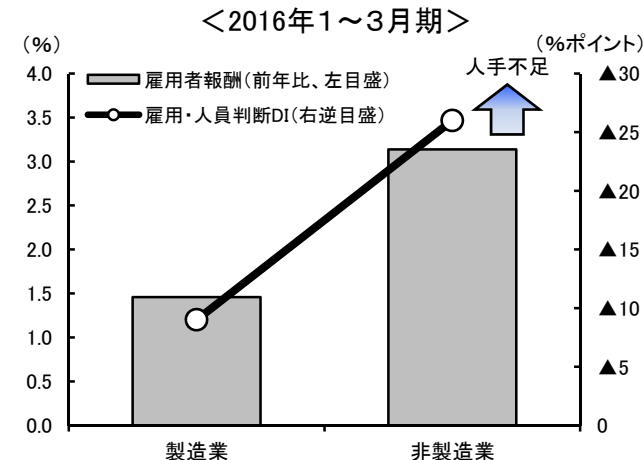
設備投資についても、企業の成長期待が低下するなか、収益下振れに伴い、能力増強投資は一定程度下押しされる見込み。もともと、設備の老朽化などを背景に、収益動向に依存せず、維持・更新投資を進める企業も多く、これが下支えとして作用。人手不足も、合理化・省力化投資への需要を下支えしており、設備投資の腰折れは回避の見通し。

### 売上高経常利益率計画と想定為替レート



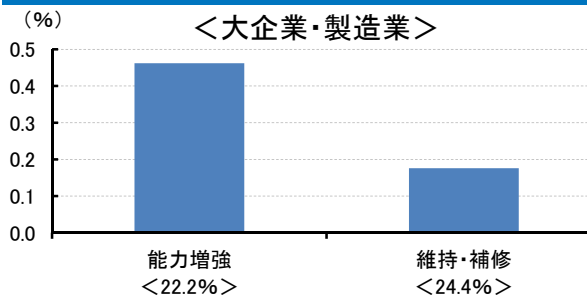
(資料) 日本銀行  
(注) 売上高経常利益率年度計画と想定為替レートは、3月調査→6月調査→9月調査→12月調査→実績見込み→実績の順に各年度をプロット。○は16年度計画。

### 雇用者報酬増加率と人手不足感



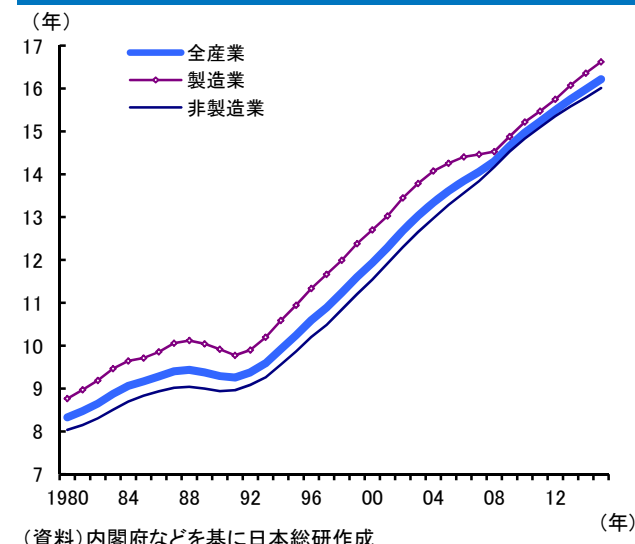
(資料) 日本銀行「短観」、厚生労働省「毎月労働統計」を基に日本総研作成  
(注) 雇用者報酬は、現金給与総額指数×常用雇用指数。

### 経常利益1%の増加が設備投資に与える影響



(資料) 財務省、日本政策投資銀行を基に日本総研作成  
(注1) 日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(大企業)」の大企業製造業に対する設備投資動機アンケートを基に、目的別の設備投資額の時系列の推移を試算。  
(注2) 経常利益(前年比、1期先行)と、目的別設備投資額(前年比)の弾性値を試算。前年の経常利益が1%増加した場合、当年の目的別設備投資を何%増加させるかを示す。  
(注3) 推計期間は2000～2014年。  
(注4) それぞれ統計的に1%水準で有意。  
(注5) ◇内は、2015年度計画における投資全体に占めるシェア。

### 設備の平均経過年数



(資料) 内閣府などを基に日本総研作成

# 可処分所得の伸び悩みに加え若年層の将来不安も消費を抑制

現状

景気分析

見通し

## ◆耐久財消費の低迷に加え、可処分所得の伸び悩みに加え若年層の将来不安が消費を抑制

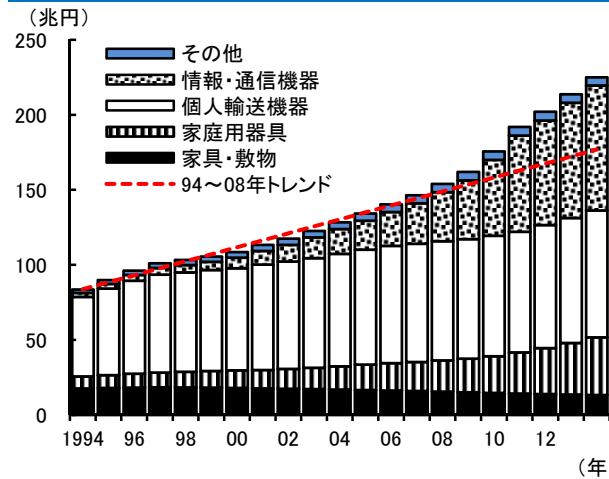
個人消費は、低迷が長期化。雇用情勢の改善は続き、賃金も小幅ながらプラスに転じたものの、近年の購入支援策や消費増税前の駆け込み需要により、耐久消費財のストックが上振れる状況が続いており、こうしたストック調整が耐久財消費の低迷を招来。また、昨夏以降の株価の伸び悩みにより、足許では消費を下押しする逆資産効果が発生。

こうした循環的・一時的要因に加え、税・社会保険料の増加に伴う可処分所得の伸び悩みが構造要因として消費抑制に作用。将来の負担増に対する防衛意識の高まりも個人消費を下押ししている可能性。とりわけ将来不安が強い若年層で、消費性向の低下傾向が鮮明に。

## ◆引き続き緩やかな消費回復

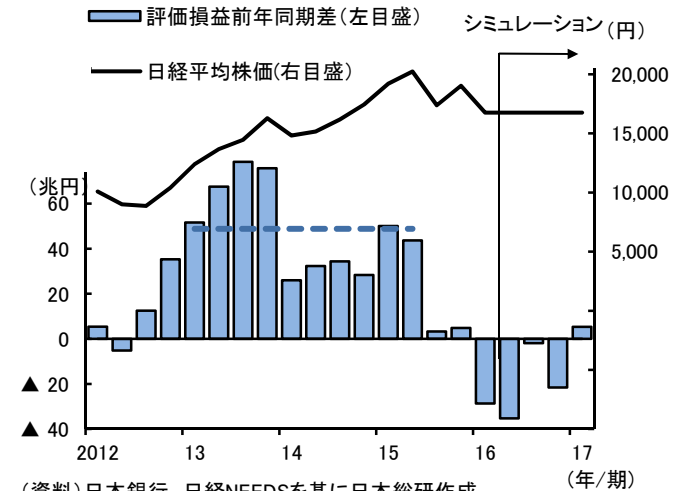
先行きを展望すると、人手不足を背景に、雇用所得環境の改善が続き、消費回復の支えとなる見込み。もっとも、耐久消費財の需要先食いの反動解消には時間を要するとみられるほか、社会負担の増加傾向などを反映した可処分所得の伸び悩みが、引き続き消費下押しに作用する見込み。消費税率引上げの延期も、2017年度の消費反動減による景気腰折れリスクを低減させたものの、消費者の社会保障制度に対する不安解消にはむしろマイナス。このため、個人消費は引き続き緩やかな増加ペースにとどまる見込み。

### 家計の主要耐久財実質残高



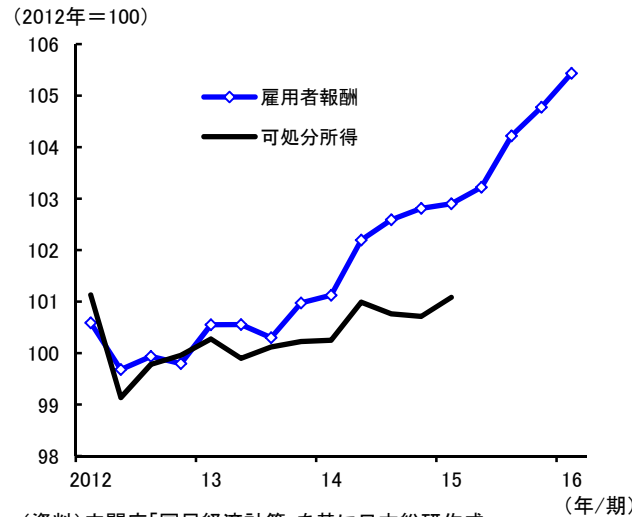
(資料)内閣府「国民経済計算」

### 株価と家計部門の株式評価益(前年差)



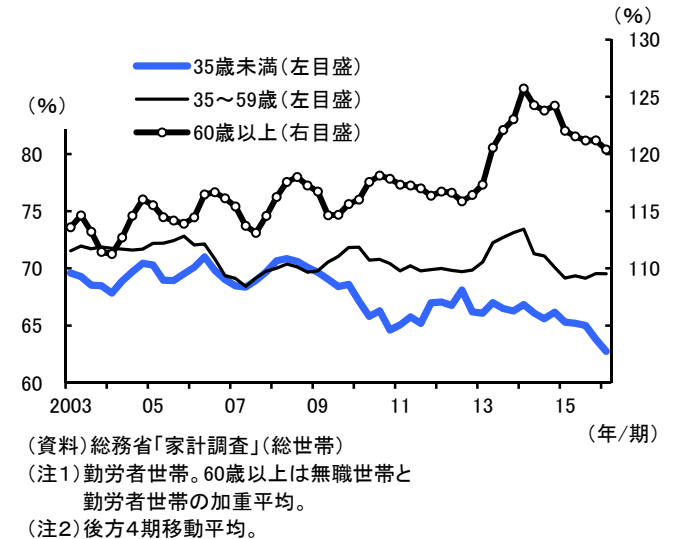
(資料)日本銀行、日経NEEDSを基に日本総研作成

### 雇用者報酬と可処分所得(季節調整値)



(資料)内閣府「国民経済計算」を基に日本総研作成

### 世帯主年齢階層別の消費性向(総世帯)



(資料)総務省「家計調査」(総世帯)

(注1)勤労者世帯。60歳以上は無職世帯と勤労者世帯の加重平均。

(注2)後方4期移動平均。



# 官公需などの下支えのもと、景気は徐々に持ち直しへ

## ◆官公需などの下支えのもと、在庫調整の一巡に伴い景気は持ち直しへ

わが国景気は足踏みが長期化。当面は、円高進行を受けた企業収益の下振れや、在庫調整圧力の持続などが景気下押しに作用。もっとも、①2015年度補正予算や震災復興関連の16年度補正予算の執行を受けた公共投資の持ち直し、②設備の老朽化などを背景に収益動向に依存せず更新投資を進める企業の増加、③人手不足などを背景とした雇用所得環境の改善、などが景気下支えに作用するなか、在庫調整が一巡するにつれて、景気は持ち直しに向かう見通し。

2017年度に向けても、消費増税延期により下振れ要因がなくなるなか、景気回復基調が続く公算。もっとも、税・社会負担の増加などを背景に個人消費の増勢は力強さを欠くとみられるほか、公共投資による押し上げ効果も一巡することで、景気回復ペースは緩やかにとどまる見通し。

## わが国主要経済指標の予測値(2016年7月4日時点)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

	2015年		2016年					2017年				2018年	2015年度 (実績)	2016年度 (予測)	2017年度
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3					
	(実績)		(予測)												
実質GDP	▲1.8	1.9	▲0.8	1.1	0.9	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3	0.8	0.4	0.5		
個人消費	▲3.2	2.6	▲1.0	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	▲0.2	0.2	0.3		
住宅投資	▲4.1	▲2.9	2.6	2.8	0.8	▲3.8	▲3.4	▲1.9	0.4	0.7	2.4	0.4	▲1.6		
設備投資	5.2	▲2.6	2.2	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	2.0	2.0	1.8	2.0		
在庫投資 (寄与度)	(▲0.7)	(▲0.4)	(▲0.3)	(▲0.2)	( 0.0)	( 0.2)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.3)	(▲0.3)	( 0.0)		
政府消費	2.9	3.0	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	1.5	1.3	0.6		
公共投資	▲13.8	▲2.9	3.4	7.9	3.1	▲0.2	▲1.3	▲2.8	▲7.6	▲7.4	▲2.7	0.2	▲2.0		
純輸出 (寄与度)	( 0.3)	( 0.7)	(▲0.6)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	( 0.0)	( 0.0)	(▲0.0)	( 0.1)	( 0.0)	(▲0.0)		
輸出	▲3.1	2.4	▲0.4	2.8	2.4	2.3	2.3	2.5	2.6	2.7	0.4	1.5	2.4		
輸入	▲4.3	▲1.6	3.2	2.9	2.8	2.6	2.4	2.3	2.4	2.6	▲0.1	1.4	2.5		

(前年比、%)

名目GDP	2.2	0.9	0.9	0.5	1.0	0.7	1.1	0.9	0.8	0.9	2.2	0.8	0.9
GDPデフレーター	1.5	0.9	0.6	0.3	0.3	0.2	0.4	0.3	0.4	0.5	1.4	0.4	0.4
消費者物価 (除く生鮮)	0.0	▲0.1	▲0.4	0.0	0.3	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.0	0.2	0.8
鉱工業生産	▲0.8	▲1.6	▲1.7	0.2	1.7	4.4	4.3	3.1	2.4	2.0	▲1.0	1.2	2.9

完全失業率 (%)	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.3	3.2	3.1
経常収支 (兆円)	3.45	5.94	4.34	5.70	3.50	5.13	3.72	4.77	2.50	4.43	17.98	18.67	15.42
対名目GDP比 (%)	2.7	4.8	3.5	4.6	2.7	4.1	3.0	3.8	1.9	3.5	3.6	3.7	3.0
円ドル相場 (円/ドル)	121	115	108	100	98	98	99	100	101	101	120	101	100
原油輸入価格 (ドル/バレル)	46	34	42	47	48	51	54	57	59	61	49	47	58

(資料)内閣府、総務省、経済産業省、財務省などを基に日本総研作成

(注)2016年4~6月期の個人消費の落ち込みは、「うるう年要因」による1~3月期の高い伸びの反動が含まれている。

## 海外経済の前提

(前年比、%)

	2015年	2016年	2017年
	(実績)	(予測)	
米国	2.4	1.8	2.3
ユーロ圏	1.7	1.3	1.0
中国	6.9	6.6	6.5

## 過去の実質GDP予測

(前年比、%)

	2015年度	2016年度	2017年度
	(実績)	(予測)	
4月号	0.7	0.9	▲0.6
5月号	0.7	0.9	▲0.6
6月号	0.8	0.9	▲0.5

# 物価は当面弱含み、長期金利はマイナス圏での推移が持続

## ◆物価は今後原油安の影響がはく落する一方、円高が重石に

コアCPIは、原油安に伴うエネルギー価格の下振れを背景に、足許では小幅下落が持続。もっとも、春以降原油価格が持ち直しに転じているほか、内需も持ち直していくと見込まれることから、先行き物価は騰勢を取り戻していく見通し。ただし、円高が輸入物価の下押しを通じて重石となることなどから、上昇ペースは緩やかなものとどまる見込み。

## ◆日銀は現行の金融政策を維持するも、経済・物価は下振れしやすい状況

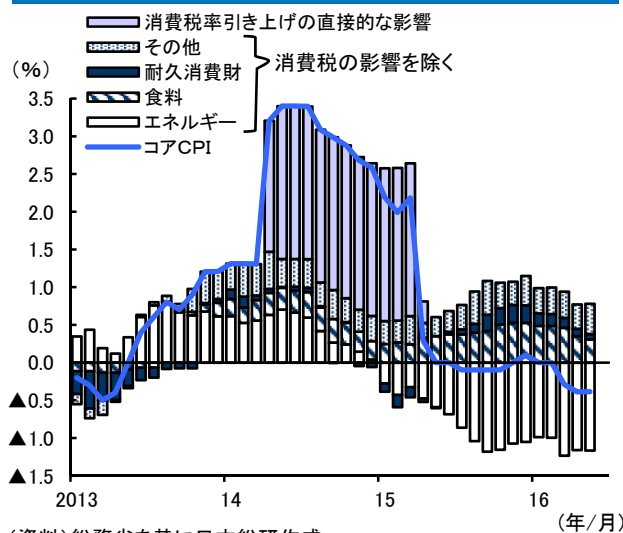
日銀は、6月15、16日の定例会合で、マイナス金利政策をはじめとする現行の金融政策の維持を決定。もっとも、英国の国民投票や米利上げを巡る先行き不透明感から円高が進行するなど、経済・物価はなお下振れしやすい状況。日銀はこれら動向を見極めつつ追加の金融緩和に踏み切る可能性も。

## ◆長期金利は日銀の中長期債買い入れが抑制に作用

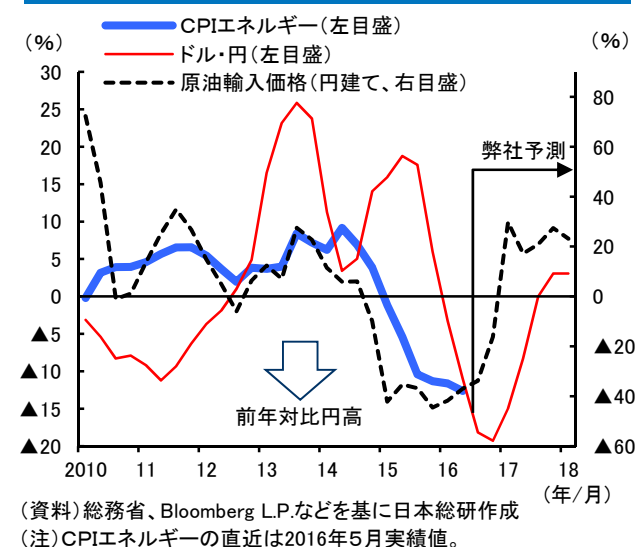
長期金利は、日銀のマイナス金利導入や英国国民投票の結果などを受け、マイナス圏で推移。

先行きを展望すると、米国金利の上昇や物価の上昇期待などが金利押し上げ要因になるとみられるものの、内外景気に不透明感が残っているほか、日銀による中長期債の買い入れが需給面から金利抑制に作用。当面はマイナス圏での推移が続く見通し。

コアCPI(前年比)



エネルギー関連指標とドル・円相場(前年比)



## わが国主要金利の見通し

