

---

---

# 日本経済展望

2016年6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. 3 |
| ◆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）

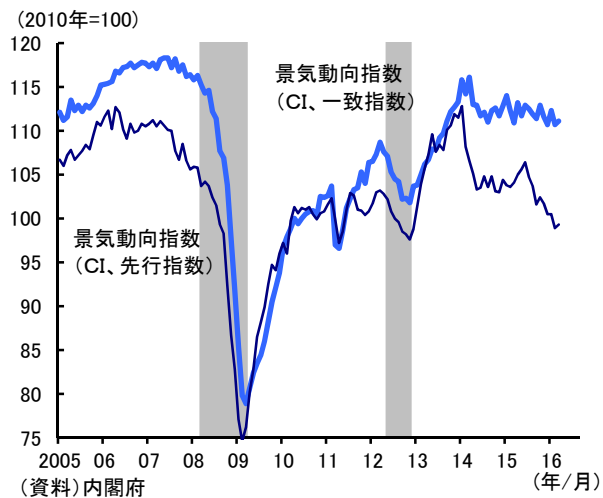
|                  |       |                     |                                   |
|------------------|-------|---------------------|-----------------------------------|
| ●総括              | 下田 裕介 | ( Tel: 03-6833-0914 | Mail: shimoda.yusuke@jri.co.jp )  |
| ●家計部門、雇用賃金       | 小方 尚子 | ( Tel: 03-6833-0478 | 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6月1日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

# 概況：個人消費は力強さを欠くなど、足踏みが長期化

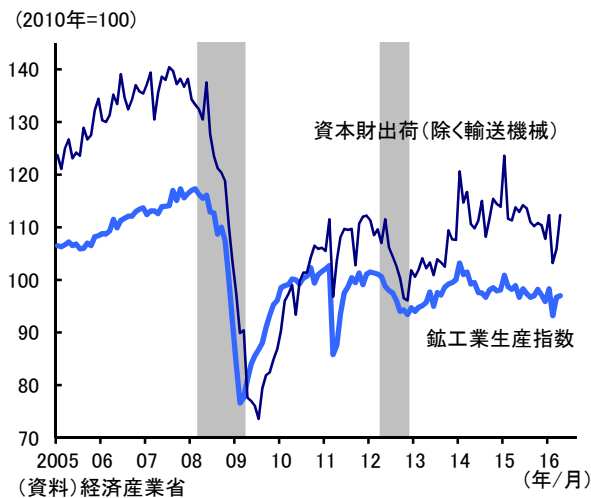
## 景気

消費者マインドの改善や機械受注の増加を受け、先行指数は5ヵ月ぶりに上昇



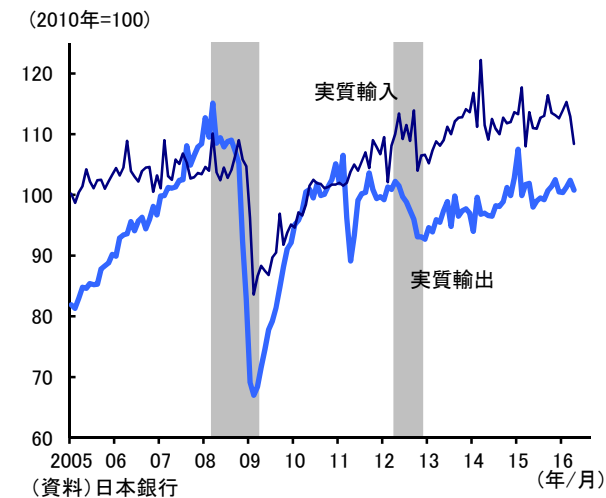
## 企業

生産指数は熊本地震のマイナス影響を乗り越え、2ヵ月連続で上昇



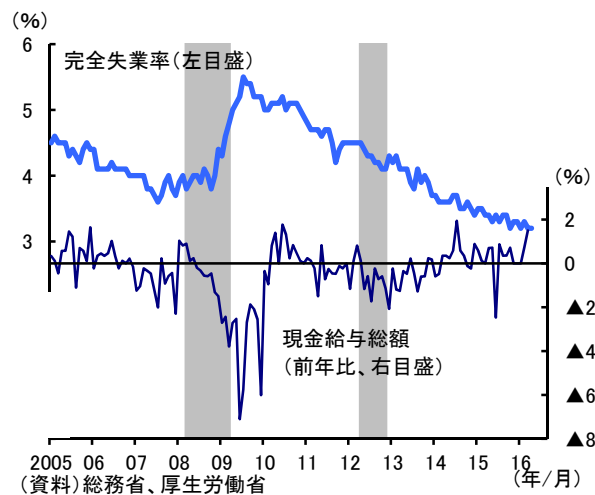
## 外需

輸出は米国向けなどが伸び悩み 輸入は12ヵ月ぶりの低水準



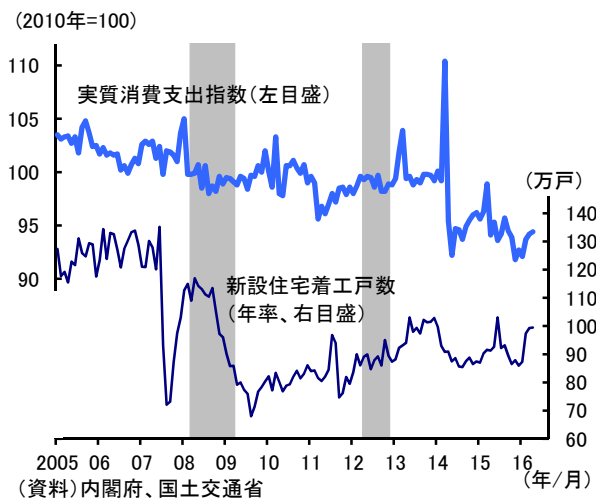
## 雇用所得

失業率は低水準で推移 名目賃金は2014年7月以来の高い伸び



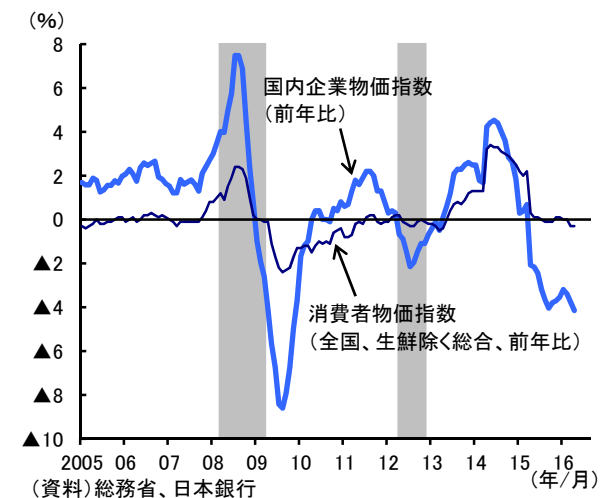
## 家計

消費は持ち直すも力強さを欠く状況 住宅着工は4ヵ月連続の増加



## 物価

原油価格の大幅な下落により、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

# 景気は踊り場局面から脱せず、熊本地震のマイナス影響も

現状

景気分析

見通し

## ◆景気は踊り場局面から脱せず

2016年1～3月期の実質GDP（1次速報値）は、前期比年率+1.7%と2四半期ぶりのプラス成長。もっとも、うるう年に伴う日数増が個人消費の大幅上振れに作用。企業部門でも、個人消費が力強さを欠くなか在庫調整があまり進展しなかったほか、設備投資も海外経済の先行き不透明感の強まりや円高などにより投資に対する姿勢が慎重化し、3四半期ぶりに減少。以上を踏まえると、わが国景気は踊り場局面から脱せず。

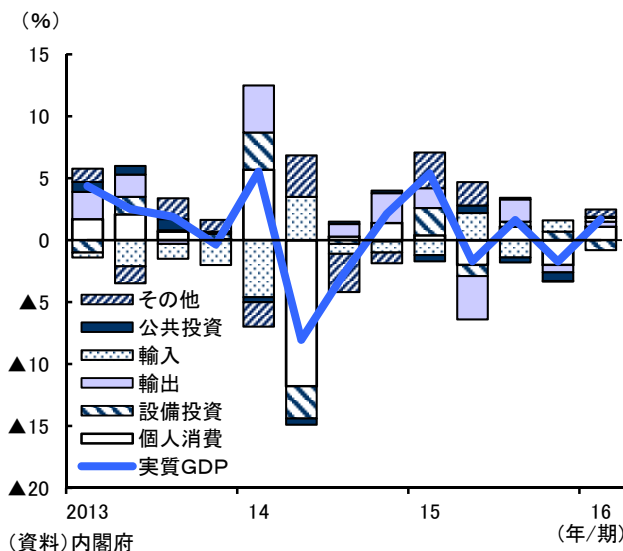
## ◆個人消費は停滞感

直近の動きをみると、個人消費はなお停滞感の強い状況が持続。4月の百貨店・スーパー販売額は、再び減少。飲食料品は価格上昇もあり底堅さを維持しているものの、円高や株価低迷のほか、熊本地震による消費者マインドの冷え込みもあり、衣料品などがふるわず。乗用車販売は、燃費偽装問題を背景に、5月の軽乗用車の販売台数が2011年5月以来の水準まで減少。

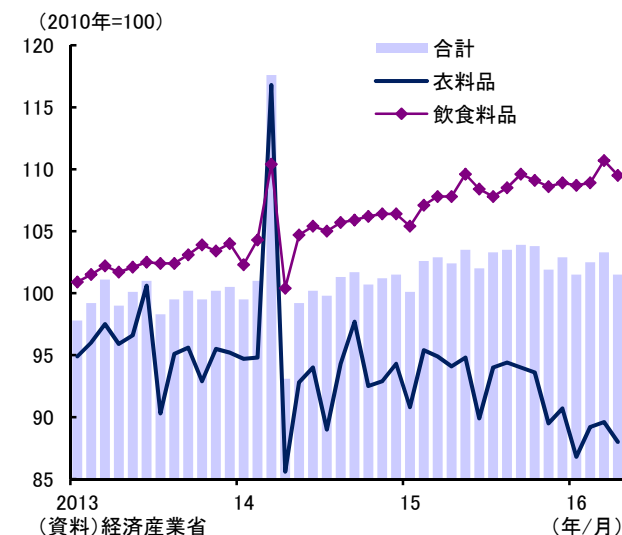
## ◆輸出は自動車の下振れで伸び悩み

一方、実質輸出は、電子デバイスなどの生産財が下支えとなっているものの、自動車をはじめとする輸送機械が熊本地震や工場の事故による生産下振れにより、減少するなど伸び悩み。

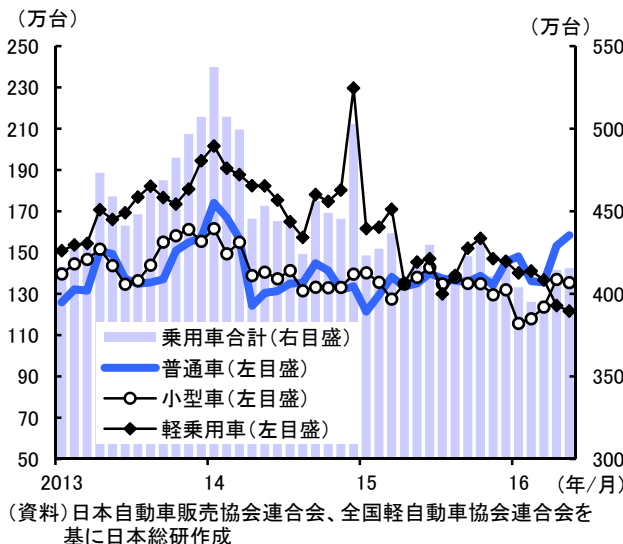
実質GDP成長率(前期比年率)



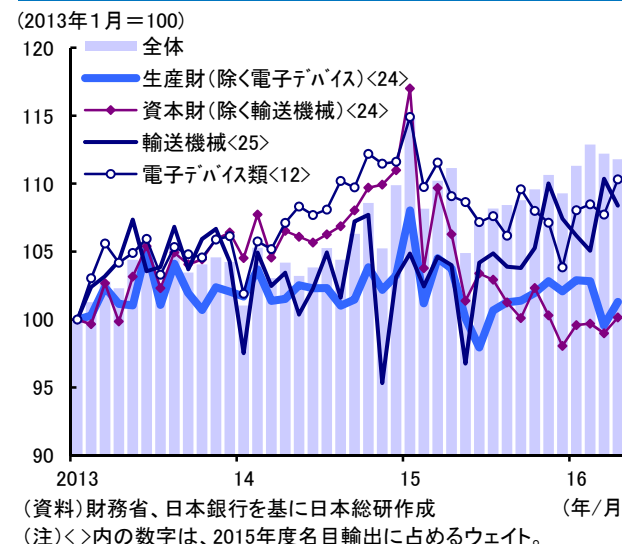
百貨店・スーパー販売額(季調値)



乗用車販売台数(年率、季調値)



財別実質輸出(季調値)



# 海外景気減速、円高のもと、財輸出の持ち直しは緩慢

## ◆原油安、円高、燃料輸入の減少から貿易収支は黒字化

外需動向をみると、4月の貿易収支は、季節調整値ベースで6ヵ月連続の黒字。

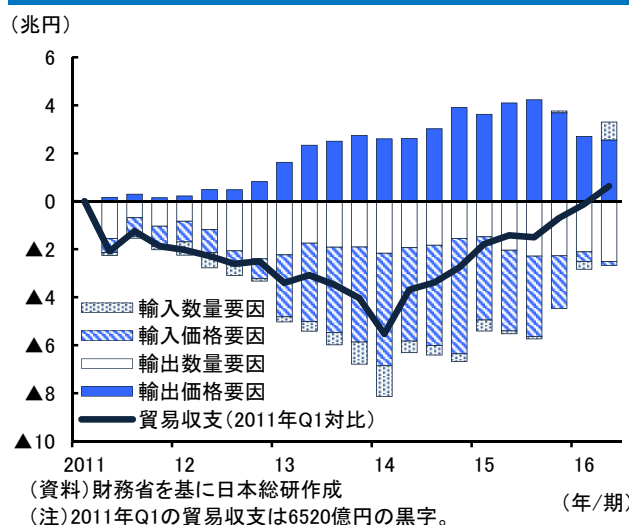
円高による輸入価格の下振れに加え、内需の停滞から輸入数量も燃料を中心に減少し、輸入額は10ヵ月連続の前月比減少。足許で原油価格が持ち直すなか、輸入額の減少には早晚歯止めがかかると見込まれるものの、内需に脆弱さが残るなか、持ち直しペースは緩慢なものにとどまる公算。

## ◆輸出は、海外景気減速、円高などを背景に、力強さを欠く状況

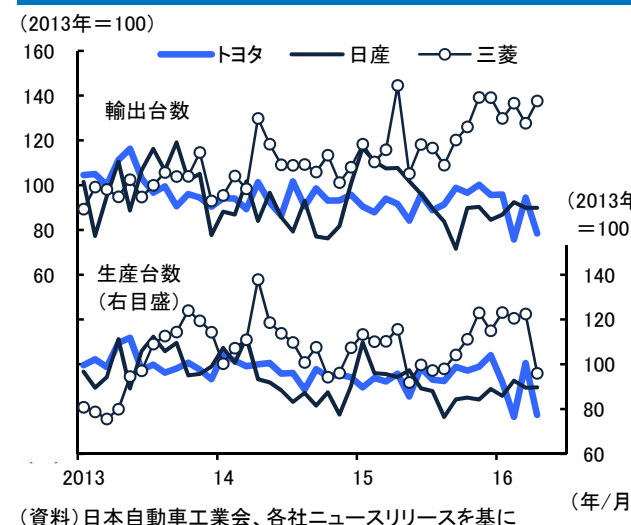
輸出は、海外景気の減速を背景に、数量の伸び悩みが持続。足許では、熊本地震の影響による一部自動車メーカーの操業停止も下押しに作用。もっとも、既に多くの工場が生産を再開しており、5月以降は持ち直す公算。自動車燃費偽装問題は、国内生産を下押ししたものの、輸出には大きな影響はみられず。

先行きも、輸出の力強い回復は期待薄。新興国での景気刺激策の効果などから、資本財輸出には下げ止まりの兆しも、世界経済の減速感が根強く残っていることに加え、年明け以降の円高も重石となり、持ち直しは緩慢なペースにとどまる見込み。一方、これまで堅調な推移が続いてきたインバウンド需要は、足許では円高などから一人当たりの消費額が減少に転じており、景気けん引力に鈍化の懸念。

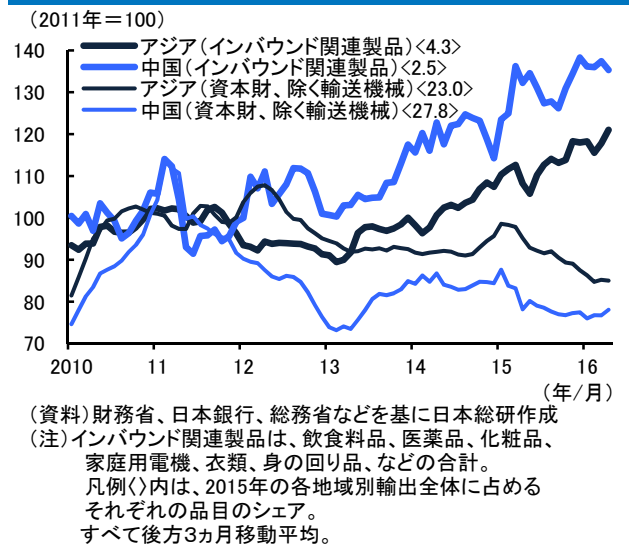
### 貿易収支の要因分解(季調値)



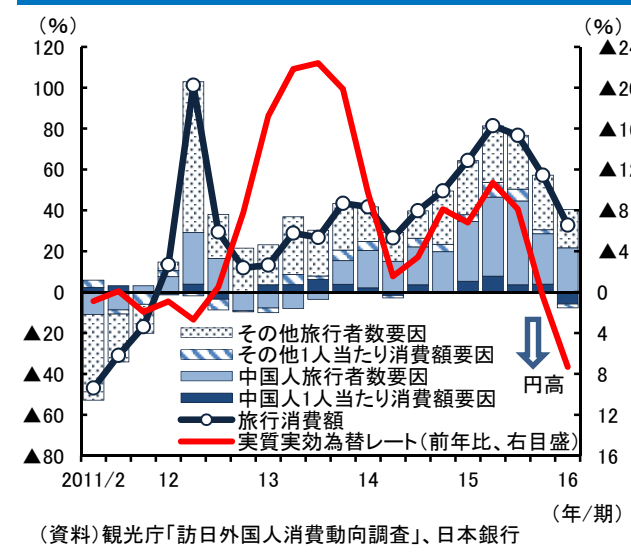
### 自動車各社の生産・輸出台数(季調値)



### インバウンド関連製品と資本財実質輸出



### 訪日外国人旅行消費額と実質実効為替レート



# 維持・更新投資を中心に設備投資は緩慢な持ち直し

## ◆企業収益は伸び悩み

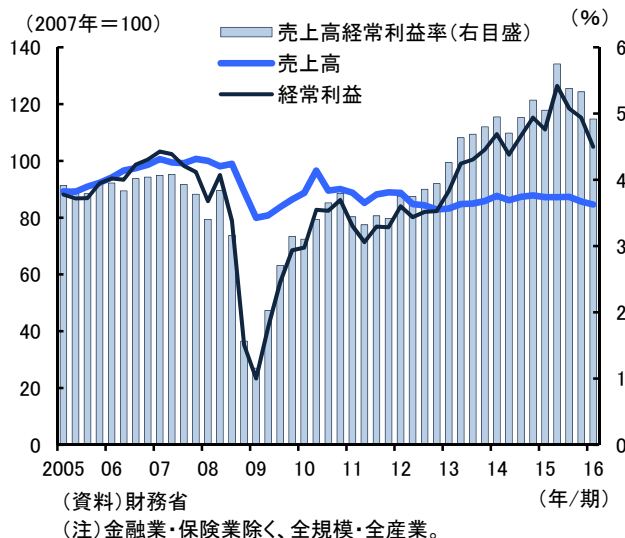
企業部門についてみると、2016年1～3月期の法人企業統計では、商品市況の下落や、内外需の低迷が長期化するなか、売上高は5四半期連続の減収。一方、経常利益は前期比▲6.8%と、3四半期連続の減益。企業の経営体質は引き続き良好ながら、円高や人件費の増加が重石となり、利益率は悪化。

人手不足を受けた人件費増加圧力や、外需の先行き不透明感が根強く残るなか、企業収益は当面伸び悩み見込み。ちなみに、日銀短観の経常利益計画を基に、円高が収益に与える影響をマクロモデルシミュレーションで試算すると、1ドル=110円を割り込む円高が定着すれば、2016年度は前年度比減収となる見込み。

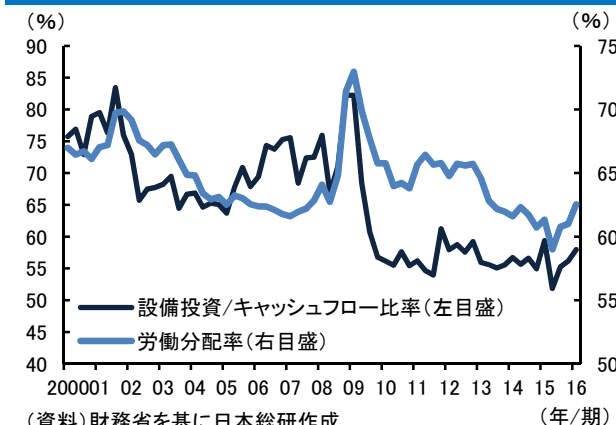
## ◆設備投資の持ち直しは緩慢ながら、維持・更新投資が下支え

設備投資についてみると、2016年1～3月期は法人企業統計ベースで前期比+1.4%と、2四半期ぶりの増加。利益が伸び悩むなかでも、既存設備の老朽化や人手不足を背景に、維持・更新や合理化・省力化などの設備投資需要は堅調。もっとも、企業の国内経済に対する成長期待が高まらないなか、キャッシュフロー対比で見れば、依然として低水準にとどまっており、当面設備投資の力強い回復は見込みにくい状況。

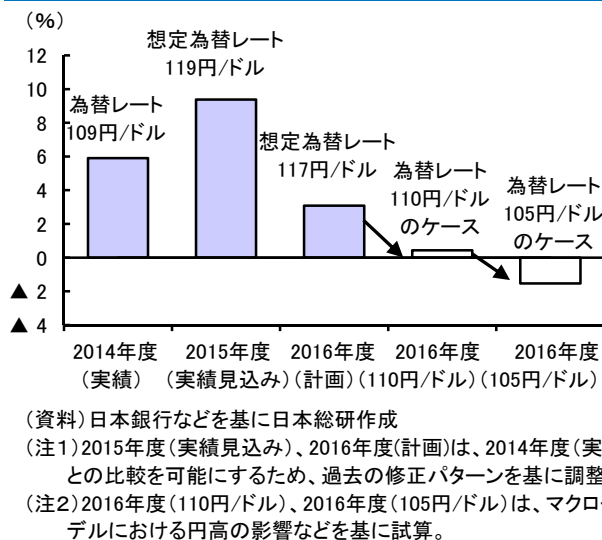
法人企業の売上高と経常利益率(季調値)



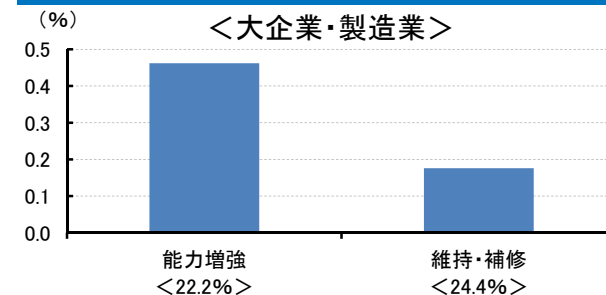
労働分配率と設備投資キャッシュフロー比率



日銀短観・経常利益計画(3月調査・前年度比)



経常利益1%の増加が設備投資に与える影響



# 雇用は増加も低賃金分野への偏在が重石となる面も

## ◆耐久財消費の反動減や根強いインフレ予想を背景に個人消費に停滞感

家計部門では、個人消費に停滞感。近年の購入支援策や消費増税前の駆け込み需要の反動減により、耐久財消費の低迷が持続しているほか、物価上昇への根強い警戒感も消費を下押し。消費者物価（生鮮除く総合）は、石油関連製品の値下がりにより、2015年春以降、前年比ゼロ近辺で推移しているものの、購入頻度が高く消費者の物価の実感に近い食料が、名目賃金を上回る上昇を持続するなか、消費者の物価見通しは高止まり。

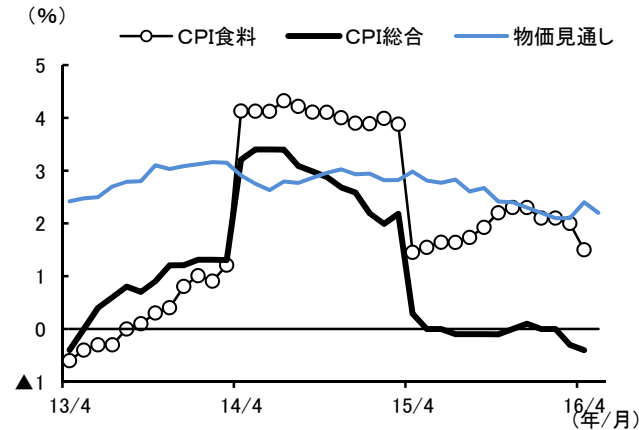
さらに4月に発生した熊本地震が、消費者マインドの冷え込み等を通じ、当面の消費下押しに作用する見込み。

## ◆引き続き緩慢な消費回復

もっとも、雇用所得環境をみると、本年春闘では、大手で賃金引き上げ率が昨年を下回ったものの、ベアゼロを回避する例が多かったほか、中小企業においては底堅さがみられるなど、一定の賃上げが実現。加えて、円安の一巡・円高への揺り戻しが、食料価格の上昇一服を通じ、消費者マインドを下支えすることから、個人消費は徐々に底堅さを取り戻していく見通し。

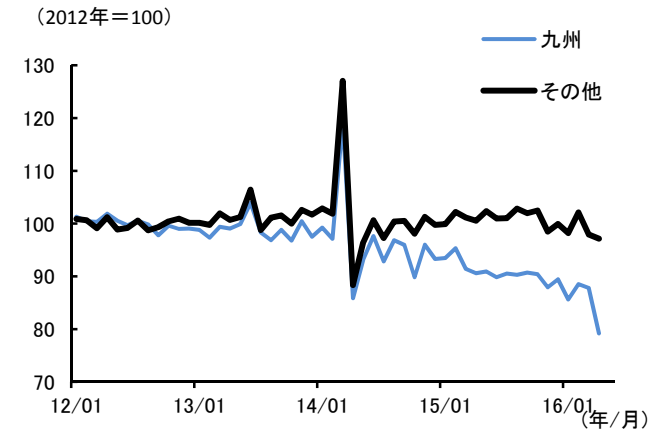
もっとも、雇用増加は、非正規の高齢者と女性、業種別では非製造業と、相対的に賃金水準が低い層に偏在。このため、所得ならびに消費回復のペースは引き続き緩やかなものにとどまる見込み。

### 消費者物価(CPI)と物価の見通し(前年比)



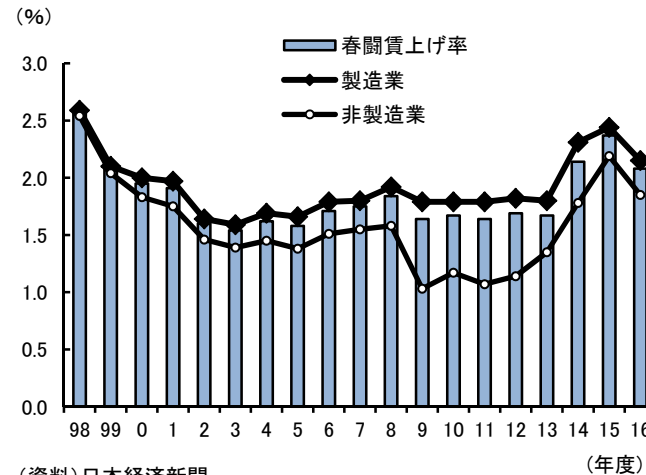
(資料)内閣府、総務省  
(注1)物価は生鮮除く。  
(注2)物価見通しは「消費動向調査」一般世帯回答からの試算。

### 地域別の百貨店売上高



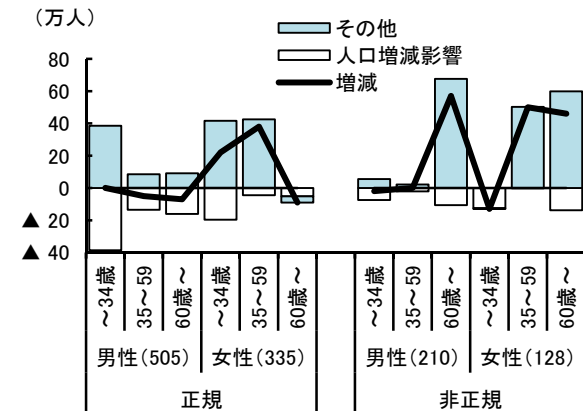
(資料)日本百貨店協会  
(注)季節調整値。

### 春闘賃上げ率(日本経済新聞集計)



(資料)日本経済新聞  
(注)大手企業を対象とした集計。

### 雇用変動の内訳(2013年1月~2016年4月)



(資料)総務省「労働力調査」  
(注)人口増減影響は、5歳刻みのデータから試算。( )内は年収分布から試算した年収中位値(2015年、万円)。

# 熊本地震の発生を受け、政府は復興関連の補正予算を策定

現状

景気分析

見通し

## ◆震災による生産・観光面の下振れが、景気下押しに作用

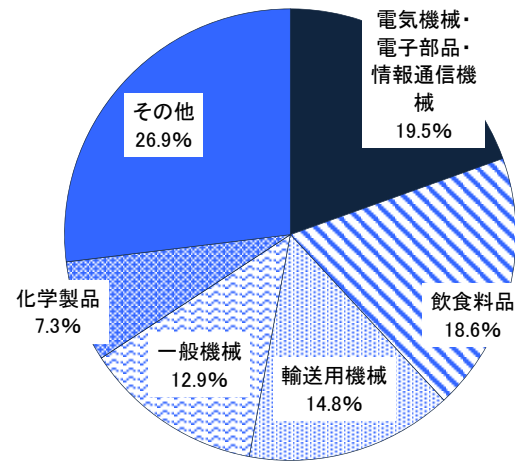
4月中旬に発生した熊本地震の深刻な被害が、足許の景気を下押し。まず、生産面についてみると、熊本県では、自動車関連や電子部品などの製造拠点が集積。これらの工場の生産が停止したことで、部品供給の滞りなどを通じ他の地域へも悪影響が波及。一方、観光面では、GWを中心に、九州地方全域で宿泊のキャンセルが増加。今回同様、震度7の地震が発生した新潟県中越地震の例をみても、震災発生後、観光客数が大幅に落ち込んでおり、インバウンドなど観光需要への一定の下押しは、避けられない見込み。

もっとも、復旧に向けた動きも出てきており、5月に入ると生産を再開する企業が徐々に増加。過去の震災の例をみても、サプライチェーンの問題が深刻化しなければ、数ヵ月程度で生産活動は持ち直しに向かう見通し。

## ◆政府は、総額7,780億円の復興関連予算を策定

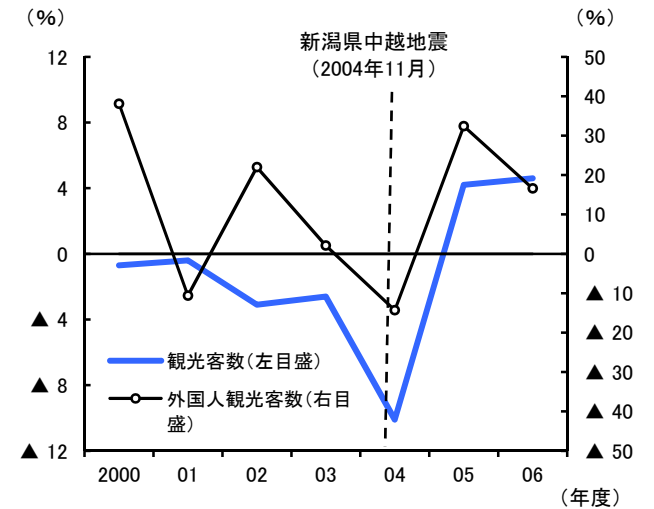
5月17日には、震災からの復興に向け、総額7,780億円の2016年度補正予算が成立。予算の大部分は、地震で損壊したインフラ復旧などの公共事業に充てられる見込み。さらに、官公需については、1月に成立した15年度補正予算や16年度予算の前倒し執行なども、今後、本格化するとみられ、公共投資の増加が、景気の下支えに作用する見込み。

### 熊本県の製造業出荷に占める品目別シェア



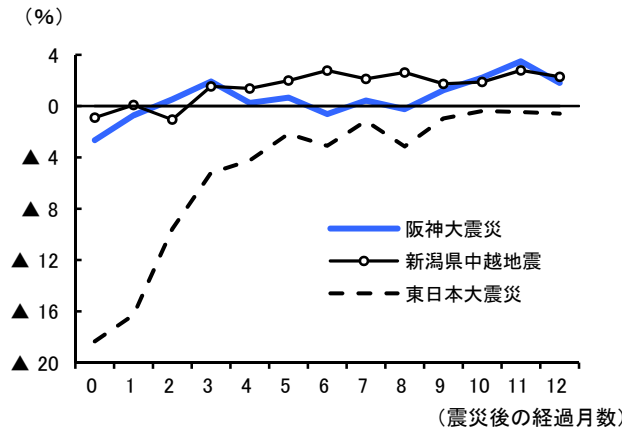
(資料)経済産業省  
(注)2014年ベース

### 新潟県の観光客数(前年度比)



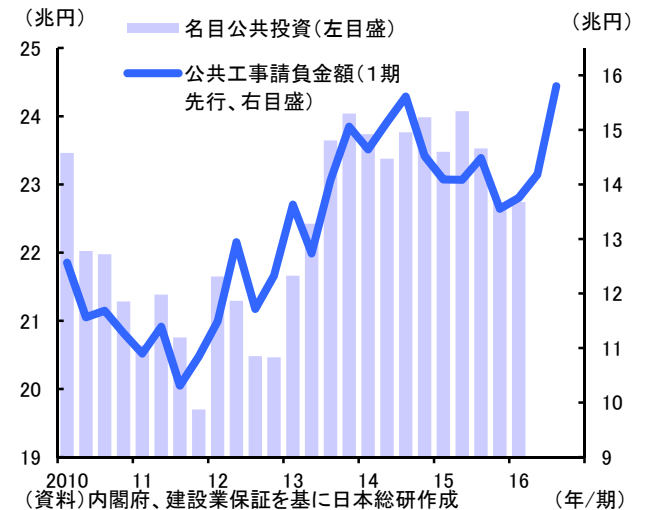
(資料)新潟県

### 震災による鉱工業生産(全国)への影響



(資料)経済産業省を基に日本総研作成  
(注)鉱工業生産の対数前月差の自己回帰モデルに震災ダミー(阪神大震災、新潟県中越地震、東日本大震災の3変数)を加えた時系列モデル基に試算。

### 公共工事請負金額と公共投資(年率、季調値)



(資料)内閣府、建設業保証を基に日本総研作成  
(注)公共工事請負金額の直近は4月の年率換算値。



# 在庫調整の持続などから当面足踏みも、その後は持ち直しへ

現状

景気分析

見通し

## ◆年明け以降の円高による企業収益下振れや、在庫調整圧力が当面の重石に

わが国景気は足踏みが長期化。当面は、年初からの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、熊本地震の影響などから、停滞感の強い状況が続く見込み。

もともと、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ため、景気が持続的に落ち込む事態は回避される公算。震災のマイナス影響や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。

安倍首相は、2017年4月に予定されていた消費税率の引き上げを、2年半程度先送りする姿勢を表明。消費増税の延期により、2016年度、17年度の成長率は、それぞれ▲0.4%、+1.1%押し下げ・押し上げられる見込み。

(※) 弊社では、6月8日に予定されている2016年1～3月期2次QEの公表後、消費増税の延期を踏まえた経済見通しを公表する予定。

## わが国主要経済指標の予測値(2016年6月1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 | 2016年度 | 2017年度 |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            | 10～12  | 1～3    | 4～6    | 7～9    | 10～12  | 1～3    | 4～6   | 7～9    | 10～12  | 1～3    | 2015年度 | 2016年度 |        |        |        | 2017年度 |
|            | (実績)   |        | (予測)   |        |        | (予測)   |       |        |        | (予測)   | (実績)   | (予測)   |        |        |        |        |
| 実質GDP      | ▲1.7   | 1.7    | ▲1.2   | 2.2    | 2.7    | 3.4    | ▲6.2  | 0.1    | 0.2    | 0.6    | 0.8    | 0.8    | 0.9    | ▲0.5   |        |        |
| 個人消費       | ▲3.3   | 1.9    | ▲1.5   | 2.1    | 3.2    | 6.6    | ▲13.6 | 1.2    | 0.6    | 0.8    | 0.8    | 0.9    | ▲1.6   |        |        |        |
| 住宅投資       | ▲4.1   | ▲3.0   | 3.2    | 5.5    | 6.9    | 6.3    | ▲21.2 | ▲12.4  | ▲1.6   | 3.5    | 2.4    | 2.4    | ▲6.0   |        |        |        |
| 設備投資       | 4.7    | ▲5.3   | 3.6    | 3.2    | 3.5    | 6.0    | ▲5.1  | 0.8    | 2.8    | 2.9    | 1.6    | 2.1    | 1.0    |        |        |        |
| 在庫投資 (寄与度) | (▲0.5) | (▲0.0) | (▲0.8) | (0.2)  | (0.2)  | (▲0.8) | (1.3) | (▲0.6) | (▲0.2) | (0.0)  | (0.4)  | (▲0.3) | (0.1)  |        |        |        |
| 政府消費       | 2.9    | 2.8    | 0.5    | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.6   | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 1.6    | 1.3    | 0.6    |        |        |        |
| 公共投資       | ▲13.1  | 1.3    | 3.8    | 6.7    | 5.4    | 3.0    | 0.8   | ▲0.6   | ▲12.4  | ▲9.5   | ▲2.2   | 1.6    | ▲1.2   |        |        |        |
| 純輸出 (寄与度)  | (0.3)  | (0.8)  | (▲0.4) | (▲0.4) | (▲0.5) | (▲1.1) | (1.5) | (0.0)  | (0.0)  | (▲0.2) | (0.1)  | (▲0.1) | (0.1)  |        |        |        |
| 輸出         | ▲3.1   | 2.4    | ▲0.4   | 3.7    | 4.2    | 3.8    | 2.8   | 3.1    | 3.3    | 3.3    | 0.4    | 2.0    | 3.3    |        |        |        |
| 輸入         | ▲4.3   | ▲1.8   | 2.1    | 6.2    | 7.2    | 9.8    | ▲5.8  | 2.8    | 3.0    | 4.1    | ▲0.1   | 2.7    | 2.7    |        |        |        |

(前年比、%)

|              |      |      |      |     |     |     |     |     |     |      |      |     |     |
|--------------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|-----|-----|
| 名目GDP        | 2.2  | 0.8  | 0.6  | 0.5 | 1.4 | 1.9 | 1.4 | 0.9 | 0.4 | ▲0.1 | 2.2  | 1.1 | 0.6 |
| GDPデフレーター    | 1.5  | 0.9  | 0.5  | 0.2 | 0.2 | 0.0 | 1.0 | 1.0 | 1.2 | 1.4  | 1.4  | 0.2 | 1.1 |
| 消費者物価 (除く生鮮) | 0.0  | ▲0.1 | ▲0.4 | 0.1 | 0.5 | 1.1 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 1.8  | 0.0  | 0.3 | 2.0 |
| (除く生鮮、消費税)   | 0.0  | ▲0.1 | ▲0.4 | 0.1 | 0.5 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.8  | 0.0  | 0.3 | 1.0 |
| 鉱工業生産        | ▲0.8 | ▲1.6 | ▲1.5 | 1.4 | 2.7 | 4.7 | 2.2 | 1.5 | 1.1 | 1.6  | ▲1.0 | 1.8 | 1.6 |

|                 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |       |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 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 | 6.04 | 3.92 | 5.28 | 2.77 | 4.72 | 3.61 | 5.02 | 3.27 | 5.30 | 18.08 | 16.68 | 17.20 |
| 対名目GDP比 (%)     | 2.7  | 4.8  | 3.2  | 4.3  | 2.1  | 3.7  | 2.9  | 4.0  | 2.5  | 4.2  | 3.6   | 3.3   | 3.4   |
| 円ドル相場 (円/ドル)    | 121  | 115  | 110  | 110  | 108  | 106  | 106  | 105  | 105  | 105  | 120   | 109   | 105   |
| 原油輸入価格 (ドル/バレル) | 46   | 34   | 42   | 46   | 49   | 54   | 56   | 58   | 60   | 62   | 49    | 48    | 59    |

(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1) 個人消費について、2016年1～3月期の高い伸びと4～6月期の落ち込みは、「うるう年」要因によるもの。

(注2) 2017年4月に消費税率引き上げ(8%→10%)とともに、「酒・外食を除く食品」を対象とした軽減税率が実施されると想定。

(注3) 2016年6月1日弊社公表の2016年1～3月期2次QE予測は反映せず。

## 海外経済の前提

(前年比、%)

|      | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
|------|-------|-------|-------|
|      | (実績)  | (予測)  |       |
| 米国   | 2.4   | 1.9   | 2.4   |
| ユーロ圏 | 1.6   | 1.6   | 1.7   |
| 中国   | 6.9   | 6.6   | 6.5   |

## 過去の実質GDP予測

(前年比、%)

|     | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 | 2017年度 |
|-----|--------|--------|--------|--------|
|     | (実績)   | (予測)   |        |        |
| 3月号 | ▲1.0   | 0.7    | 0.9    | ▲0.6   |
| 4月号 | ▲1.0   | 0.7    | 0.9    | ▲0.6   |
| 5月号 | ▲1.0   | 0.7    | 0.9    | ▲0.6   |

# 物価は当面弱含み、長期金利は0%近辺での推移が持続

## ◆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

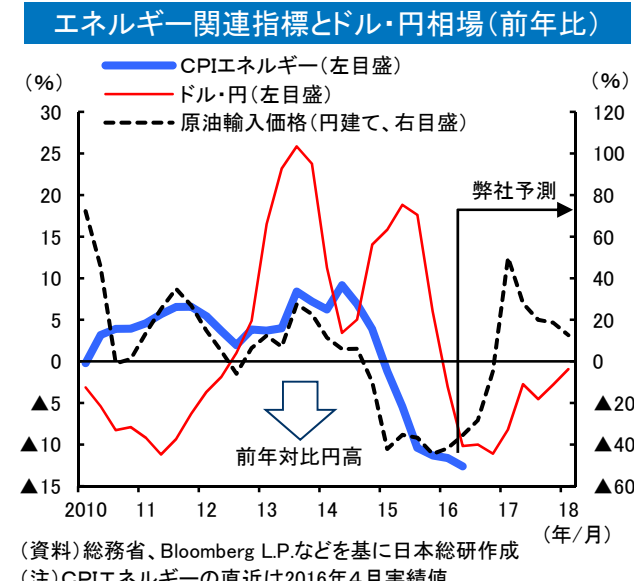
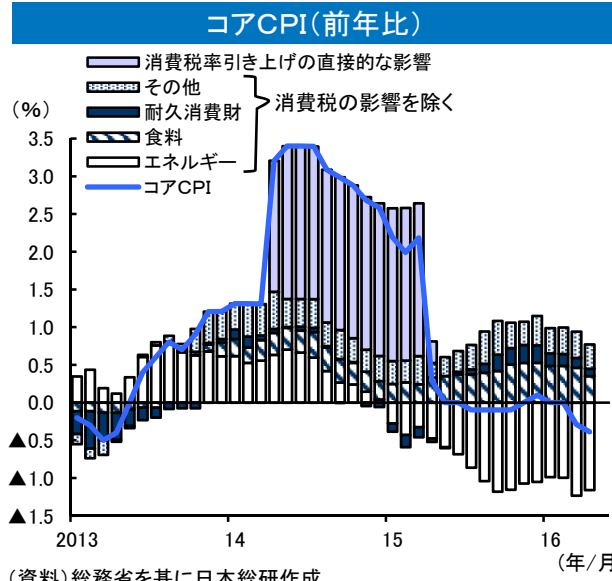
コアCPIは、原油価格の下落に伴うエネルギー価格の下振れを背景に、足許では弱含み。もっとも、原油価格は今後下げ幅が縮小するほか、内需も持ち直していくと見込まれることから、先行き物価は騰勢を取り戻していく見通し。ただし、円高が輸入物価の下押しを通じて重石となることなどから、上昇ペースは緩やかなものにとどまる見込み。

## ◆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、4月27、28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。追加緩和を期待していた金融市場では、これを受けて円高・株安が進行。その後市場は持ち直しているものの、経済・物価はなお下振れしやすい状況。

## ◆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を受け、マイナス圏まで低下。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るなか、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0%近辺での推移が持続見通し。



## わが国主要金利の見通し

